

2017. 11. 13-2017. 11. 19

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 经济下行的幅度大概率不会超过10月相对9月的幅度, 预计四季度经济下行整体幅度温和
- 权益市场: 维持均衡配置观点不变, 重点挖掘消费和成长领域的细分行业投资机会, 行业方面关注大金融、化工、消费电子、食品饮料等
- 固定收益市场: 利率债方面, 国庆节前央行定向降准的政策显示货币政策立场已经发生了微妙的变化, 将有利于收益率曲线的陡峭化下行; 信用债方面, 信用利差继续缩窄空间不大, 信用债性价比有所降低

正文内容:

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长: 10月经济数据温和回落, 11月上中旬高频数据显示生产端增速继续回落

10月固定资产投资同比增速从9月的6.2%降至3.2%。其中: 10月地产投资同比增速由9月的9.2%降至5.6%; 制造业投资增速由9月的2.4%升至3.3%; 基建投资增速由9月的15.6%下滑至11.7%。10月社会消费品零售总额增速10%, 较9月回落0.3个百分点; 经价格调整社销实际增速8.6%, 较9月回落0.7个百分点。

点评: 10月实体经济数据回落, 符合市场预期。不过由于无法精确量化环保限产、停工因素的影响, 只要不出现经济数据较大幅度下滑, 多空分歧可能将延续到供暖季结束。

10月金融机构新增人民币贷款6632亿, 略低于市场预期(7830亿), 同比多增119亿, 环比少增6068亿。10月新增社会融资规模1.04万亿, 同比多增1535亿, 环比少增7800亿。

点评：融资数据方面，今年10月信贷略弱于季节性，新增社融略强于季节性；整体来看，融资数据并不算差。分结构融资数据显示经济内生融资需求仍然不弱，回落部分更多受到财政逆周期调控、信贷额度、地产调控政策的影响。10月广义社融余额增速继续温和回落，在经济内生需求和政策压制的较量中，政策的力量仍然相对更强。

上周耗煤量4周移动平均同比由前一周的4.2%降至-0.3%；三峡水库出库日均流量4周移动平均同比增速由前一周的55%降至19.5%。上周唐山高炉开工率受环保部督查组夜查错峰生产落实情况的影响，由前一周的68.3%大幅降至43.29%，全国高炉开工率由前一周的70.2%降至63.1%；焦化企业开工率由前一周的75.8%降至70.9%；汽车半钢胎开工率由前一周的69.7%略升至70.1%，玻璃开工率由前一周的65.3%降至63.1%。

上周地产销售数据显示，4周移动平均同比增速由前一周的-30%续升至-27%，环比下降10%。土地成交方面，11月第二周的百城成交土地面积4周移动平均同比增速由前一周的51%降至39%，11月第二周成交土地溢价率（四周移动平均）由前一周的20.3%略升至20.9%。

点评：高频数据方面显示随着限产季的开启生产端回落幅度走阔，不过地产仍然不弱。

2、通货膨胀：初步预测11月CPI在1.7%左右，PPI在6%左右

10月CPI同比增速1.9%，较上月提高0.3个百分点；PPI同比增速6.9%，较上月持平。

根据商务部监测，11月第二周食品价格较上一周环比下跌0.1个百分点。分项看，猪肉价格环比由前一周的-0.1%降至-0.5%；菜价环比由前一周的-1.5%降至-2.5%；生产资料价格方面，化工、橡胶、黑色、农资和能源分别上涨1.7%、1.1%、0.5%、0.4%、0.4%和0.2%，有色下跌1.5%。

3、流动性与人民币汇率：央行加大净投放规模缓解流动性压力，资金面先紧后松；人民币兑美元汇率小幅升值

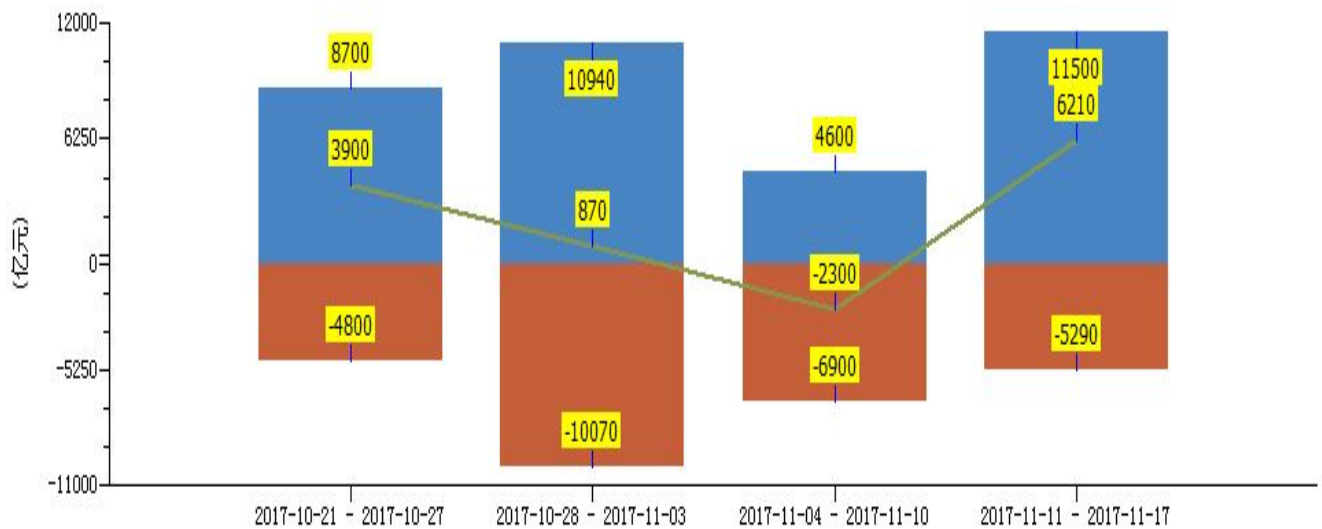
上周央行累计净投放6210亿元，其中7天逆回购投放5400亿元，到期2100亿元；14天逆回购投放4800亿元，到期1300亿元；63天逆回购投放1300亿元，利率均较上期持平。另有1890亿一年期MLF到期。7天回购定盘利率周均值由上一周的3.188%升至3.356%，10年期国债收益率周均值由上周的3.88%升至3.945%。

点评：上周央行为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、央行MLF和逆回购到期等因素的影响，连续实施净投放，市场资金面逐步转松，货币市场利率普遍下行。此外，可能也有平抑债券市场利率波动、稳定利率预期的考虑。

上周人民币兑美元在岸即期汇率、离岸即期汇率和汇率中间价均小幅贬值。周五在岸人民币即期汇率收盘为6.6353，离岸人民币汇率为6.6372。

点评：汇率方面，人民币兑美元小幅升值。

图 1：公开操作市场-货币投放（回笼）统计



4、国际：美国众议院批准共和党税改议案，欧元区经济数据表现强劲

美国国会众议院以227-205票批准共和党人税改议案，将递交给参议院表决。共和党人税改议案主张将公司税将从35%永久削减至20%，并进行其他调整，从而使得美国企业更有竞争力；将税率级数从七个减少到三个；限制州和地方的联邦扣除和抵押贷款利息扣除，免除个人免税，将标准扣除额加倍。该税改议案整体规模将近1.5万亿美元，包括下调企业税、精简税收等级和上调减计标准等内容。

点评：美国国会众议院批准共和党议案意味着特朗普税改再次取得关键性进展，后续该议案经过参议院表决通过后即告完成，受此影响，美股上扬，道指和标普均出现9月11日以来最大单日涨幅，美元也有所提振。

欧元区三季度GDP季环比修正值0.60%，预期0.60%，前值0.60%；欧元区三季度GDP同比修正值2.50%，预期2.50%，前值2.50%；欧元区10月CPI同比终值1.40%，预期1.40%，前值1.50%；德国三季度季调后GDP季环比初值0.8%，高于预期0.6%和前值0.6%，为2011年来最佳表现。德国三季度工作日调整后GDP同比初值2.8%，高于预期2.3%。德国10月CPI环比终值0.00%，预期0.00%，前值0.00%；德国10月CPI同比终值1.60%，预期1.60%，前值1.60%；法国10月CPI环比终值0.10%，预期0.10%，前值0.10%；法国10月CPI同比终值1.10%，预期1.10%，前值1.10%。

点评：欧元区方面，近期公布的数据显示经济整体表现强劲，尤其是14日公布的德国GDP

数据，德国三季度GDP创下2011年来最佳表现，欧元区经济前景向好，欧元兑美元日内上涨0.66%至10月26日以来最高水平。不过通胀方面数据仍偏疲软，核心通胀仍然距离2%的目标有较大距离。欧洲央行执委Mersch表示，欧洲央行12月可能上调欧元区增长预期；通胀回落的状况可能并没有预期的那么严重。偏鹰派的言论虽然不代表明确的表态，但是其潜在变动应该受到进一步的关注。

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收3382.91点，当周下跌1.45%，深证成指报收11292.93点，当周下跌3.02%，中小板指当周下跌3.31%，创业板指当周下跌3.51%。

分行业来看，29个中信一级行业中3个行业上涨，银行、非银行金融和房地产当周分别上涨2.50%、1.90%和0.16%；26个行业下跌，其中有色金属、综合与商贸零售当周分别下跌7.31%、6.94%和5.82%。

图 2：股市走势

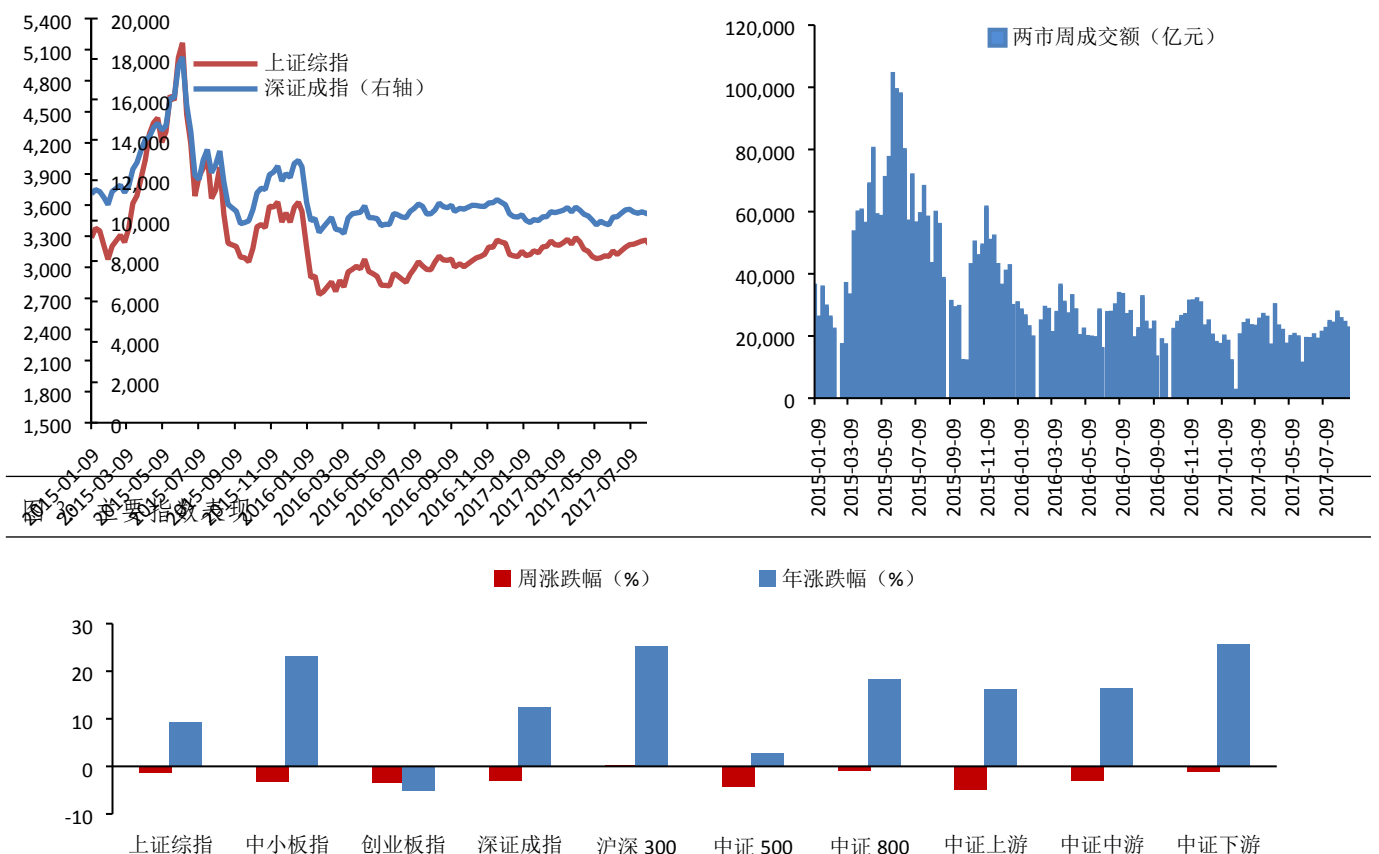
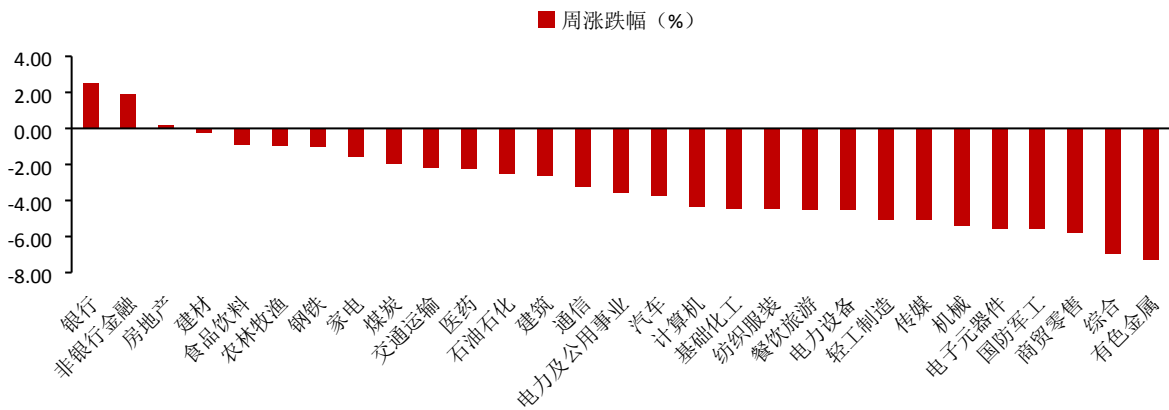


图 4：行业表现



(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率3.62%，较前一周上涨0.04%；三年期国债收益率3.74%，较前一周上涨0.00%；十年期国债收益率3.92%，较前一周下跌0.09%。一年期国开债收益率4.23%，较前一周下跌0.01%；三年期国开债收益率4.59%，较前一周下跌0.12%；十年期国开债收益率4.70%，较前一周下跌0.77%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率4.86%，较前一周下跌0.04%；五年期AAA最新收益率5.16%，较前一周下跌0.47%；一年期AA+最新收益率5.09%，较前一周下跌0.05%；五年期AA+最新收益率5.37%，较前一周下跌0.63%；一年期AA最新收益率5.24%，较前一周下跌0.05%；五年期AA最新收益率5.52%，较前一周下跌0.29%；一年期城投债最新收益率5.27%，较前一周下跌0.02%；五年期城投债最新收益率5.63%，较前一周下跌0.30%。

图 5：各类债券持有期收益率

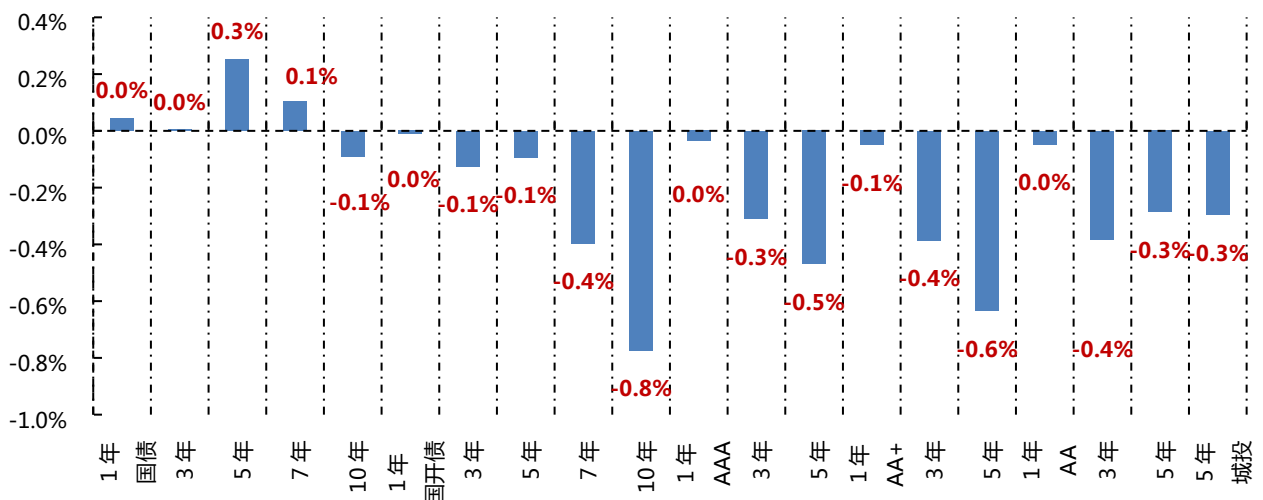
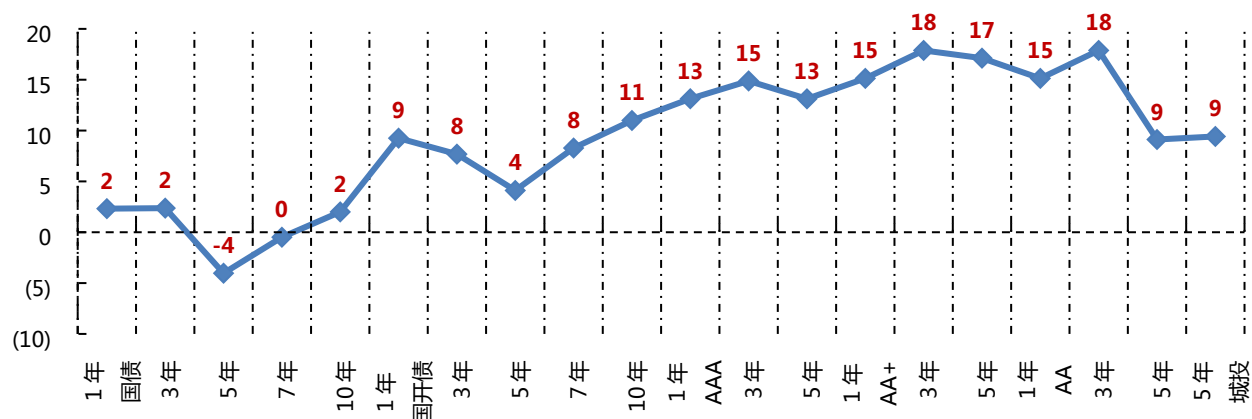


图 6: 各类债券收益率变动



二、市场展望

宏观方面：**经济增长方面**，往后看经济下行的幅度大概率不会超过10月相对9月的幅度，预计四季度经济下行整体幅度温和。**通货膨胀方面**，初步预测11月CPI在1.7%左右，PPI在6%左右。**流动性方面**，本周含国库现金在内有7200亿资金到期，不过预计本月流动性压力最大的阶段基本过去，下旬资金面大概率相对平稳。此外，央行三季度货币政策执行报告认为经济预期仍较乐观，通胀基本维持稳定，货币政策仍将维持稳健中性，在宏观审慎监管框架不断推进、金融监管不断加强的背景下，流动性短期仍将维持紧平衡状态。

权益方面：我们维持均衡配置观点不变，重点挖掘消费和成长领域的细分行业投资机会，行业方面关注大金融、化工、消费电子、食品饮料等。**中期**角度看，关注与制造升级相关的成长类投资机会。**短期**市场可能存在的扰动因素在债券收益率上行。不过从中期来看，支撑本轮A股市场向好的主要矛盾在盈利增长，我们认为未来国内收益率水平即使提升，其节奏和幅度大概率还将滞后于盈利增长的改善。

固定收益方面：**利率债方面**，国庆节前央行定向降准的政策显示货币政策立场已经发生了微妙的变化，虽然实际的准备金率降低需要在2018年才能实现，但这一政策变化可能正是货币政策边际转松的一个信号，预计金融体系流动性紧张的局面将在未来逐步得到缓解，这将有利于收益率曲线的陡峭化下行。**信用债方面**，目前中高等级信用利差处于中性偏低水平，考虑资金依旧维持紧平衡，信用利差继续缩窄空间不大，信用债性价比有所降低。

重要提示:

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

公司地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦A座6-9层

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）

投资者教育基地网址：edu.icbccs.com.cn