

2017. 11. 27-2017. 12. 3

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 11月PMI小幅回升超出市场预期; 外需边际改善、内需相对平稳; 中下游行业生产回升部分抵消上游环保限产带来的生产回落, 预计11月工业增加值仍将有小幅回落
- 权益市场: 维持均衡配置观点不变, 短期关注周期股投资性价比, 行业方面关注银行、保险、地产、化工、航空及钢铁等, 中期关注与制造升级相关的成长类投资机会
- 固定收益市场: 利率债方面, 央行定向降准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: 11月PMI小幅回升超出市场预期

11月中采PMI 51.8%, 较上月回升0.2个百分点, 季调后(51.6%)亦较上月(51.4%)小幅改善。

点评: 11月PMI小幅回升, 超出市场预期。从分项来看, 外需增速边际改善, 内需相对平稳; 生产量指数增速走阔, 主要受到中下游行业生产改善的拉动, 上游高耗能行业受环保限产影响生产明显放缓; 原材料购进价格增速边际放缓不过仍维持高位。

上周耗煤量4周移动平均同比由前周的-0.2%回升至2.3%; 三峡水库出库日均流量4周移动平均同比增速由前周的3.3%续降至-3.6%。上周唐山高炉开工率持续受环保限产影响, 维持在前周的低位43.29%, 全国高炉开工率由前周的63.5%续降至63.1%; 焦化企业开工率由前周的

70.6%降至69%，玻璃开工率由前周的63.6%略降至63.3%，汽车半钢胎开工率由前周的69.6%微降至69%。

上周南华综合指数环比增速由前周的1.77%降至0.62%，金属、能化、工业品分别上涨1.1%、0.9%和0.7%，贵金属和农产品分别下跌0.7%和0.4%。水泥价格环比增速由前周的5.1%略降至4.7%。

上周地产销售数据显示，4周移动平均同比增速由前周的-24%续升至-20%，环比升19.2%。土地成交方面，11月第四周的百城成交土地面积4周移动平均同比增速由前周的35.6%降至15.2%，11月第四周成交土地溢价率（四周移动平均）基本持平于前周的19%。

点评：上周高频数据显示，限产季开启后生产端维持低位，水泥价格涨幅延续季节性特征，地产销售增速低位继续改善。

2、通货膨胀：初步预测11月CPI在1.7%左右，PPI在5.8%左右

根据商务部监测，11月第四周食品价格较上一周环比上涨0.3个百分点。分项看，猪肉价格环比由前周的0.4%降至0.3%；菜价环比由前周的-2.5%升至0.5%；生产资料价格方面，黑色金属、化工、有色金属、橡胶和农产品分别上涨0.8%、0.5%、0.3%、0.2%、0.2%。

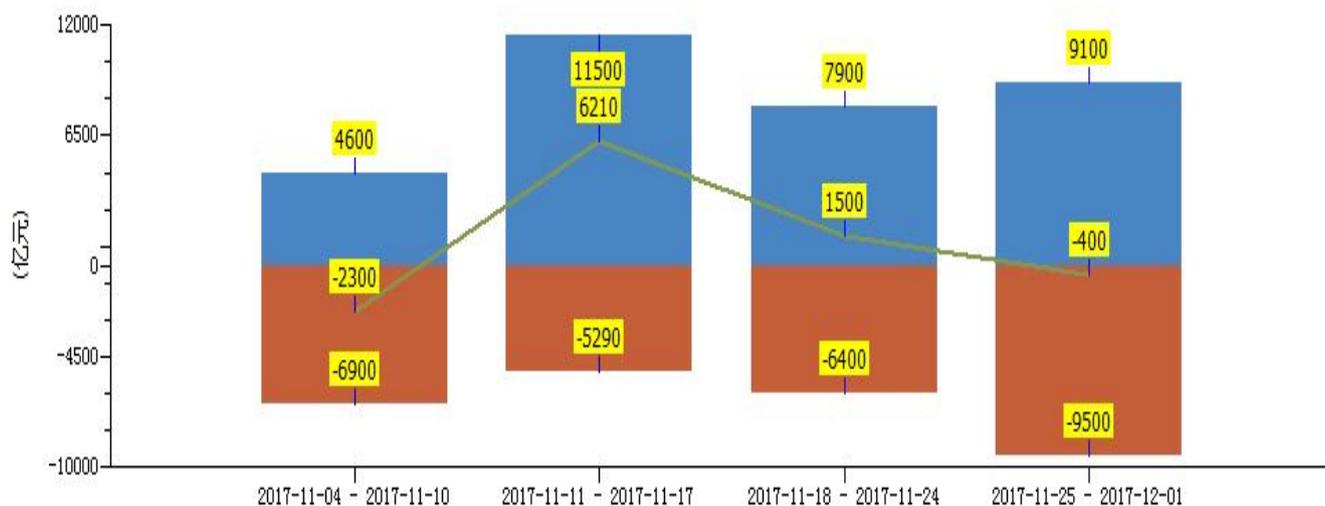
3、流动性与人民币汇率：央行连续四天完全对冲逆回购到期维稳资金面，流动性边际略宽松

上周央行累计净回笼400亿元，其中7天逆回购投放5100亿元，到期4700亿元；14天逆回购投放3600亿元，到期4800亿元；63天逆回购投放400亿元，利率均较上期持平。

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基本平稳。周五在岸人民币即期汇率收盘为6.6065，离岸人民币汇率为6.5969。

点评：临近月末流动性偏紧，央行连续四天完全对冲逆回购到期维稳资金面，银行间7天回购加权利率逐步回落，资金面平稳完成跨月，流动性边际略宽松。

图 1：公开操作市场-货币投放（回笼）统计



4、国际：美联储主席耶伦正式辞职，美联储和欧央行发布货币政策会议纪要

美国参议院当地时间周六凌晨以51票：49票通过税改法案，该法案将成为美国史上最大的税收减免法案。美国总统特朗普：保证税改法案将通过；富人将不会从税改中受益；一旦通过税改法案，将重新聚焦医改法案；如果美国没有遭遇飓风灾害，GDP增速就会达到4%。

点评：上周参议院通过特朗普税改草案，进程基本符合预期。最终的税改内容尚需参众两院进行协调统一，不过可以确定的是之前的税改框架的核心内容（如企业所得税率降至20%等）不会有较大变化。目前市场预期特朗普税改方案最终将在今年年底或明年年初推出。如果明年税改方案正式实施，大概率将带来全球更多国家加入减税行列，中国也不例外。目前，综合测算的中国宏观税负率与oecd国家确实是较高的，从2016年开始国内减税降费政策的推动叠加特朗普减税的成功都将持续推动国民收入分配格局进一步由政府向企业和居民部门转移。对于资本市场而言，目前市场预期尚未包含减税预期，税改法案的落地将带来预期（尤其是通胀）的上修，未来美国加息步伐或有所加快。

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收3317.62点，当周下跌1.08%，深证成指报收11013.15点，当周下跌1.39%，中小板指当周下跌1.11%，创业板指当周上涨1.23%。

分行业来看，29个中信一级行业中13个行业上涨，其中钢铁、建材和煤炭当周分别上涨4.91%、3.42%和1.78%；16个行业下跌，其中家电、非银行金融与银行当周分别下跌4.43%、4.36%和2.69%。

图 2：股市走势

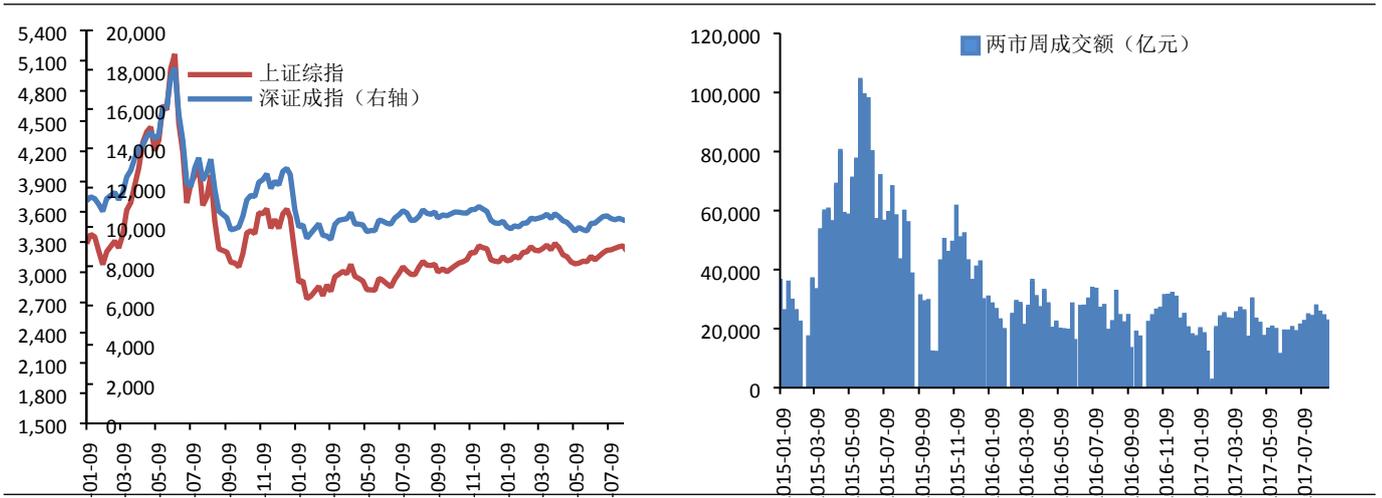


图 3: 主要指数表现

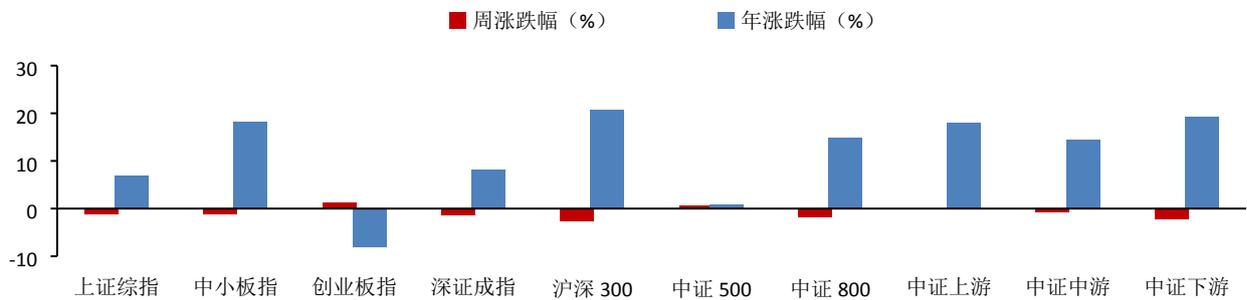
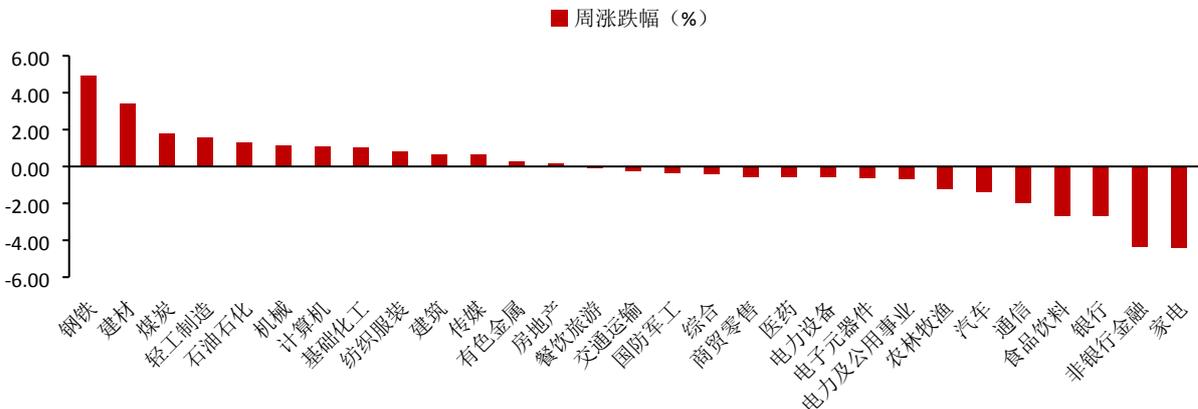


图 4: 行业表现



(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率3.63%，较前一周上涨0.10%；三年期国债收益率3.77%，较前一周上涨0.08%；十年期国债收益率3.89%，较前一周上涨0.57%。一年期国开债收益率4.50%，较前一周下跌0.01%；三年期国开债收益率4.69%，较前一周上涨0.08%；十年期国开债收益率4.81%，较前一周上涨0.21%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率5.05%，较前一周上涨0.05%；五年期AAA最新收益率5.36%，较前一周下跌0.03%；一年期AA+最新收益率5.28%，较前一周上涨0.06%；五年期AA+最新收益率5.59%，较前一周下跌0.03%；一年期AA最新收益率5.52%，较前一周上涨0.05%；五年期AA最新收益率5.83%，较前一周下跌0.15%；一年期城投债最新收益率5.57%，较前一周上涨0.08%；五年期城投债最新收益率5.92%，较前一周上涨0.02%。

图 5: 各类债券持有期收益率

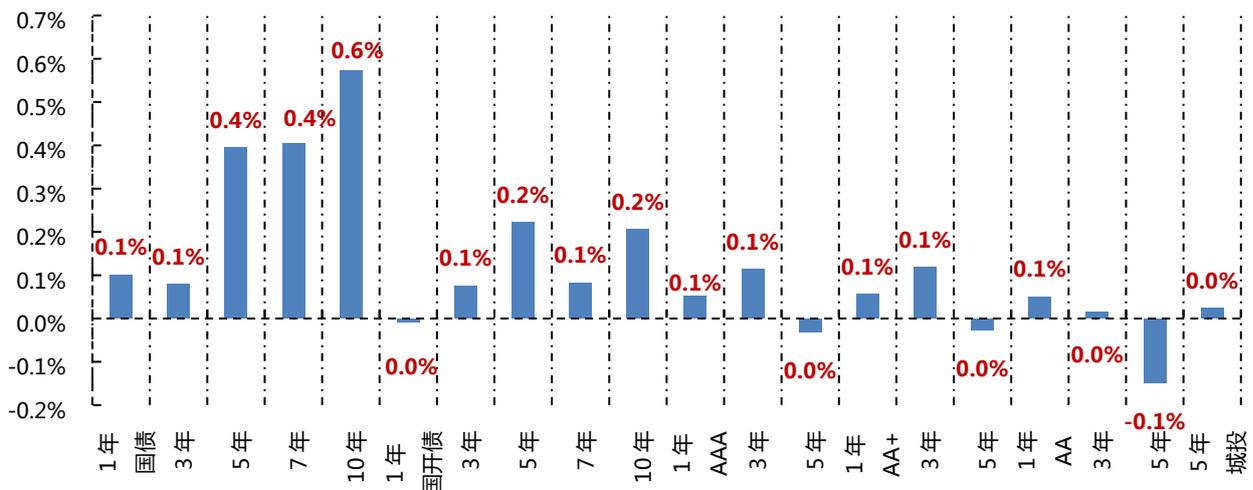
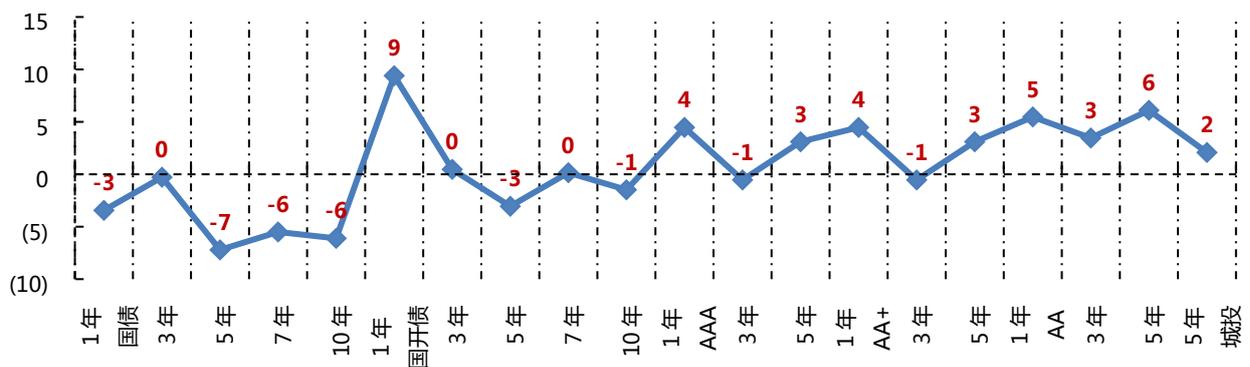


图 6: 各类债券收益率变动



二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，11月PMI小幅回升超出市场预期；外需边际改善、内需相对平

稳；中下游行业生产回升部分抵消上游环保限产带来生产回落，预计11月工业增加值仍将有小幅回落。**通货膨胀方面**，维持11月CPI同比1.7%的判断不变，将PPI同比由之前的6%略微下调至5.8%。**流动性方面**，月初资金面波动风险暂时不大，不过考虑到年底前流动性影响因素较多，且下周到期量仍不小，预计流动性仍将延续紧平衡局面。

权益方面：我们维持均衡配置观点不变，短期关注周期股投资性价比，行业方面关注银行、保险、地产、化工、航空及钢铁等。**中期**角度看，关注与制造升级相关的成长类投资机会。我们认为**短期**市场仍可能受监管加强等担忧影响而出现调整，但从中期来看，支撑本轮A股市场向好的主要矛盾仍在盈利增长。基于对2018年盈利增长依然较快的判断，我们对未来A股投资机会偏向乐观。

固定收益方面：**利率债方面**，央行定向降准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