

2017. 12. 11-2017. 12. 17

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 生产方面, 中下游行业边际改善部分抵消限产对工业生产的影响, 11月工业增加值略微下行; 需求方面, 出口和基建超预期幅度改善支撑11月需求小幅回升
- 权益市场: 维持均衡配置观点不变, 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: 生产方面, 中下游行业边际改善部分抵消限产对工业生产的影响, 11月工业增加值略微下行; 需求方面, 出口和基建超预期幅度改善支撑11月需求小幅回升

11月工业增加值同比增速由上月的6.2%略回落至6.1%; 11月消费增速由上月的10%回升至10.2%, 实际消费增速亦由上月的8.6%小幅回升至8.8%; 固定资产投资增速由上月的3.2%回升至5.8%, 其中基建投资增速由10月的低位11.7%回升至16.7%, 制造业投资增速由上月的3.3%小幅升至4.1%, 地产投资同比较上月放缓1个百分点至4.6%。

11月新增社会融资规模1.6万亿, 市场预期(1.25万亿), 同比少增2328亿, 环比多增5613亿。11月新增人民币贷款11200亿, 明显超出市场预期(8000亿), 同比多增3254亿, 环比多增4568亿。

点评：11月实体经济和金融数据显示经济仍在温和下行中。生产方面，中下游行业改善部分抵消环保限产作用下高耗能行业下滑的影响，整体回落幅度较温和。需求方面，一方面，出口增速的超预期回升和双十一消费冲量对本月经济存在明显的拉动作用，进而带动中下游生产边际改善；另一方面，投资增速在10月低位后反弹，其中基建投资回升幅度较大超出市场预期，这与当月表内信贷放量超预期相印证。

上周南华综合指数环比增速由前周的-0.01%降至-1.57%，农产品、金属、能化、工业品和贵金属分别下跌1.52%、1.46%、1.28%、1.26%和0.98%。水泥价格环比由前周的5.5%略回落至3.5%。

上周地产销售数据显示，4周移动平均同比增速由前周的-18.9%微升至-16.4%，环比降2.4%；一线城市同比增速由前周的-18.5%升至-17.5%，环比降4.4%；二线城市同比增速由前周的-9%续升至-1.5%，环比降4%；三线城市同比增速由前周的-35%继续降至-38%，环比升2.6%。

上周耗煤量4周移动平均同比由前周的4.9%回升至6.3%；三峡水库出库日均流量4周移动平均同比增速由前周的2.02%小幅升值至4.1%。上周唐山高炉开工率持续受环保限产影响，由前周的低位43.29%续降至42.7%；全国高炉开工率由前周的62.02%续降至61.9%；焦化企业开工率由前周的66.8%降至65.9%；汽车半钢胎开工率由前周的62.37%回升至67.6%；玻璃开工率63.2%，基本持平于前周。

点评：12月以来的高频数据显示，上游生产端受环保限产影响维持低位，水泥价格涨幅延续超季节性特征，地产销售增速继续改善，一二线和三四线销售走势进一步分化。

2、通货膨胀：初步预测12月CPI同比1.9%左右，PPI同比4.8%左右

根据商务部监测，12月第二周食品价格较上一周环比上涨0.6个百分点。分项看，猪肉价格环比由前周的0.4%涨至1.3%；菜价环比由前周的1.8%降至1.5%；生产资料价格方面，黑色金属、能源、化工、农产品分别上涨2.1%、0.3%、0.2%、0.2%，橡胶和有色分别下跌0.2%和1.6%。

3、流动性与人民币汇率：央行跟随小幅上调政策利率5bp，同时净投放维稳资金面

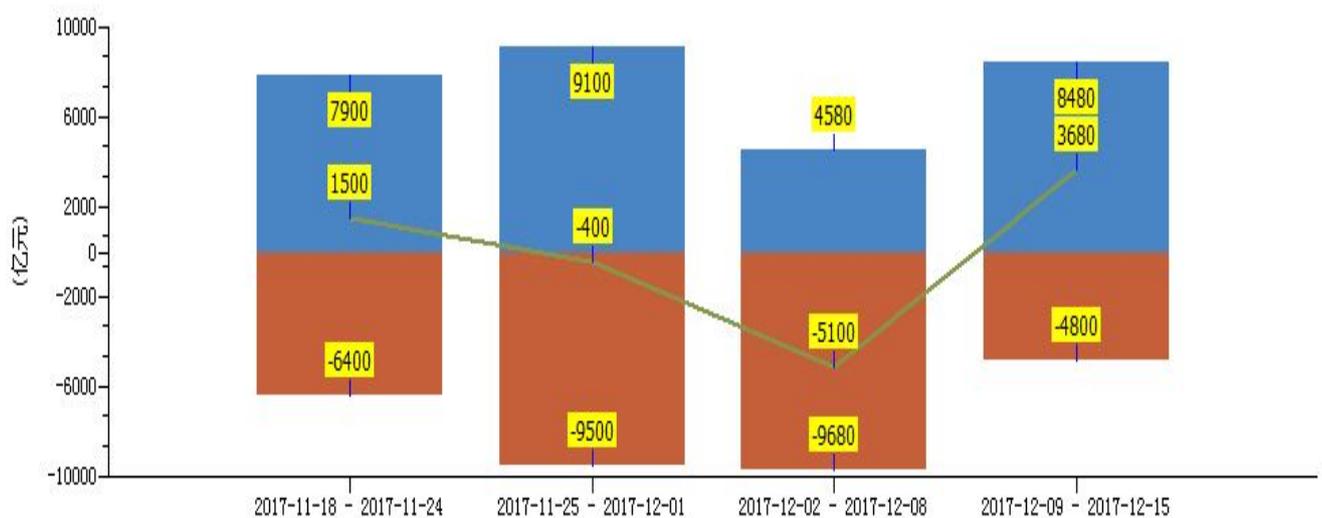
上周实体票据贴现利率继续抬升，珠三角票据直贴利率由前周的4.968%续升至5.184%，转贴利率由前周的4.788%续升至4.956%。

上周央行累计净投放3680亿元，其中7天逆回购投放3000亿元，到期1200亿元；14天逆回购到期3600亿元；28天逆回购投放2600亿元，周四上调中标利率5bp。此外，上周央行开展2880亿一年期MLF到期，利率较上期上调5bp至3.25%。7天回购定盘利率周均值由前周的3.02%升至3.384%。

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升值。周五在岸人民币即期汇率收盘为6.6084，离岸人民币汇率为6.6058。

点评：上周央行在美联储宣布加息后，跟随上调政策利率5BP。首先，从基本面来说，央行上调政策利率并不意外：一方面根据目前的经济表现和此前央行多位官员的表态显示实际利率仍处在经济可以承受的水平，另一方面12月5日孙国峰讲话指出过低的利率水平不利于宏观审慎管理的效果，从金融去杠杆的角度说明了利率达到一定水平的必要性。其次，央行在此时点加息，一是考虑到美联储加息的货币政策同步，二是货币市场利率本身已经高于政同期限政策利率一段时间。此外，央行较意外的选择加息5BP，而非之前的10BP，猜测还是考虑到市场的承受能力，体现了央行在维持流动性紧平衡、推进金融去杠杆的过程中，在度的考量方面也是非常谨慎，不希望出现市场的剧烈震荡。

图 1：公开操作市场-货币投放（回笼）统计



4、国际：美联储如期加息，维持2018年预期加息三次不变；欧元区PMI再创新高

美联储宣布加息25个基点至1.25%-1.5%。联储上调未来三年经济预测，维持通胀预测不变，维持2018年三次的加息路径不变。联储上调未来三年实际GDP增速0.1、0.4、0.1和0.2个百分点至2.5%、2.5%、2.1%和2.0%。维持未来三年核心通胀预测不变（2017-2020年核心PCE分别为1.5%、1.9%、2.0%和2.0%），美联储依然认为通胀2019年实现2%目标。点阵图维持2018年加息三次预期不变（目前市场预期明年加息次数为2次），委员利率预测加权均值显示，美联储委员对2019年和2020年利率预期均值较前次会议有所下滑，尤其2019年下滑幅度接近40bp。

美联储主席耶伦发布会要点：①继续预计循序渐进加息是合理的，无需变更资产负债表的

正常化计划，经济过热有可能加剧未来过快收紧政策风险②美国经济增速稳健，打压通胀因素可能是暂时性的③预计税改将为未来经济提供支撑，但税改的影响仍具有不确定性。

点评: 12月美联储议息会议宣布年内第三次加息，符合市场预期。联储上调未来三年经济预测，维持通胀预测不变，维持2018年三次的加息路径不变。不过对通胀预期的表述略显鸽派。一是会后声明中对通胀的评估较前次会议的表述更加温和：指出通胀今年以来有所下滑，仍低于2%的目标；二是耶伦重申通胀中期升至2%的同时承认对通胀的预期存在不确定性。决议公布后，美元指数下跌，黄金跳涨，美股三大指数涨幅扩大，2年期和10年期美债收益率均走低。

欧洲央行维持三大利率不变，欧元区欧洲央行主要再融资利率0.00%，欧元区欧洲央行隔夜贷款利率0.25%，欧元区欧洲央行隔夜存款利率-0.40%，符合预期；从明年1月份起缩减每月购债规模至300亿欧元，持续至明年9月；上调2017年GDP增速预期2.4%，2018年上调至2.3%；维持2017年1.5%通胀预期，2018年上调至1.4%。

欧洲央行行长德拉吉称，当前的利率将维持至QE计划结束后很久，为实现通胀目标仍然需要持续的大规模宽松；核心通胀在中期内缓慢增长，欧元区通胀将在2020年达到1.7%；未讨论在前瞻指引中将QE和通胀脱钩，也没有讨论资产购买计划结束的日期。

点评: 欧元区方面，11月欧元区经济数据超预期，欧央行议息会议显示欧央行对经济展望乐观，上调了未来三年经济增速预期，但对通胀预测低于市场预期，2020年通胀预测低于2%目标。

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收3266.14点，当周下跌0.73%，深证成指报收10998.12点，当周上涨0.58%，中小板指当周上涨0.56%，创业板指当周下跌0.46%。

分行业来看，29个中信一级行业中13个行业上涨，其中食品饮料、家电和计算机当周分别上涨4.48%、3.27%和2.76%；16个行业下跌，其中非银行金融、钢铁和银行当周分别下跌2.82%、2.55%和2.22%。

图 2: 股市走势

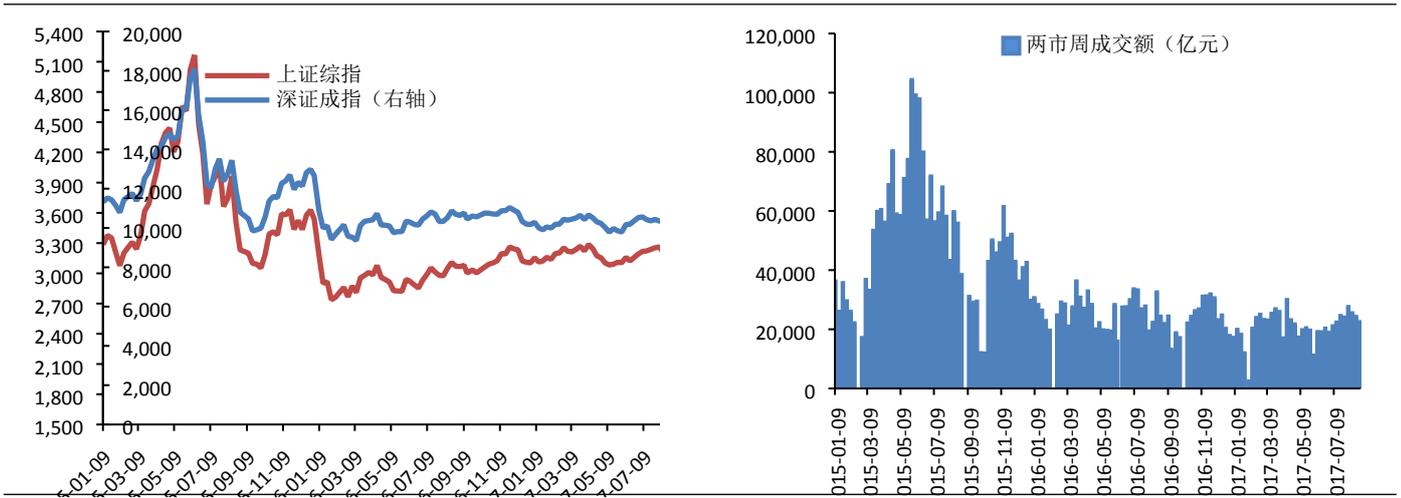


图 3: 主要指数表现

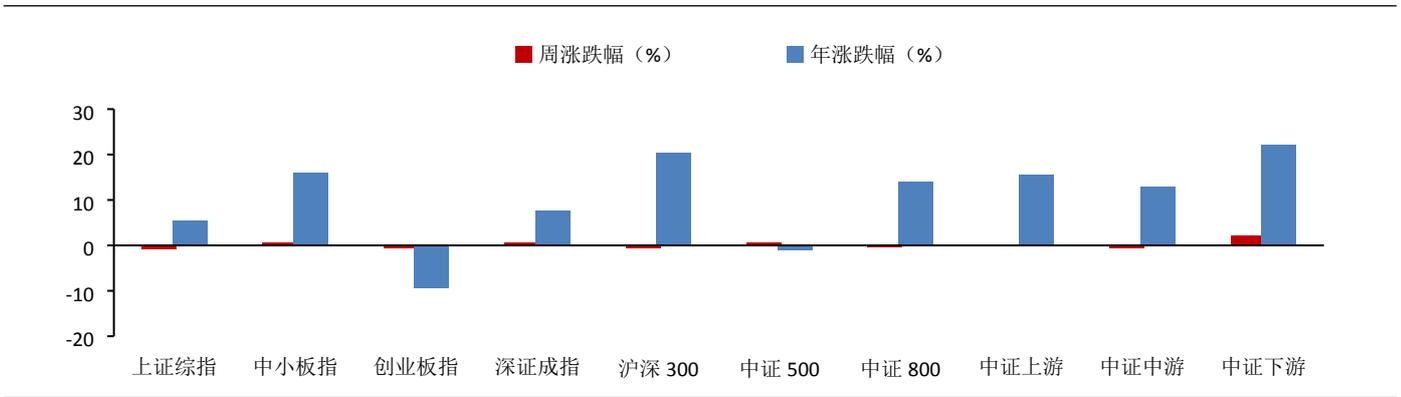
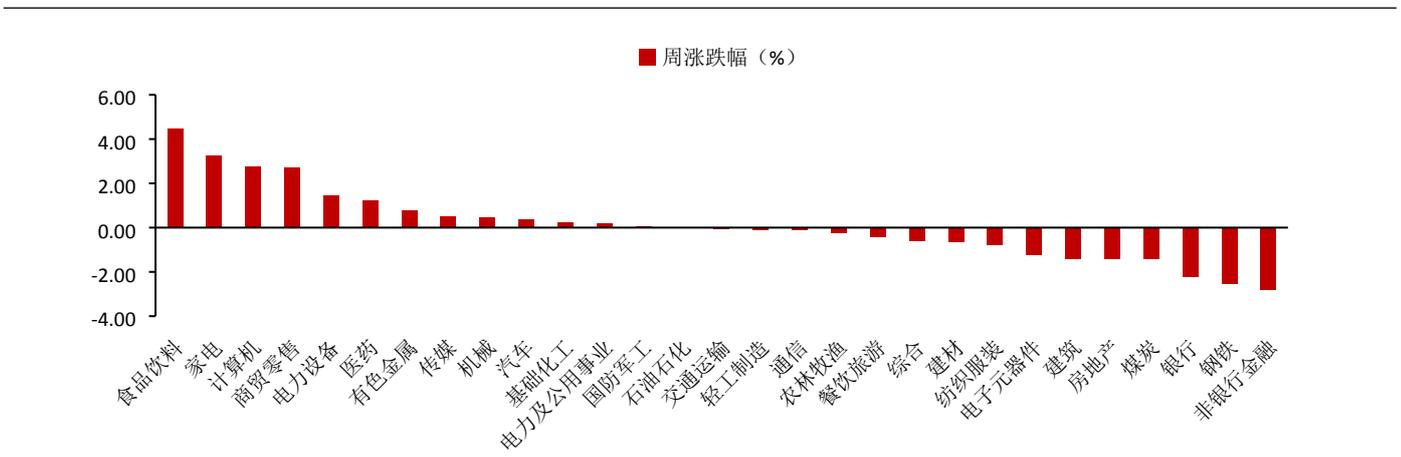


图 4: 行业表现



(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率3.78%，较前一周上涨0.05%；三年期国债收益率3.77%，较前一周上涨0.04%；十年期国债收益率3.89%，较前一周上涨0.23%。一年期国开债收益率4.54%，较前一周上涨0.06%；三年期国开债收益率4.73%，较前一周下跌0.04%；十年期国开债收益率4.80%，较前一周下跌0.12%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率4.98%，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0.16%；一年期AA+最新收益率5.26%，较前一周上涨0.03%；五年期AA+最新收益率5.61%，较前一周下跌0.11%；一年期AA最新收益率5.46%，较前一周上涨0.03%；五年期AA最新收益率5.81%，较前一周下跌0.11%；一年期城投债最新收益率5.54%，较前一周上涨0.03%；五年期城投债最新收益率5.87%，较前一周上涨0.21%。

图 5: 各类债券持有期收益率

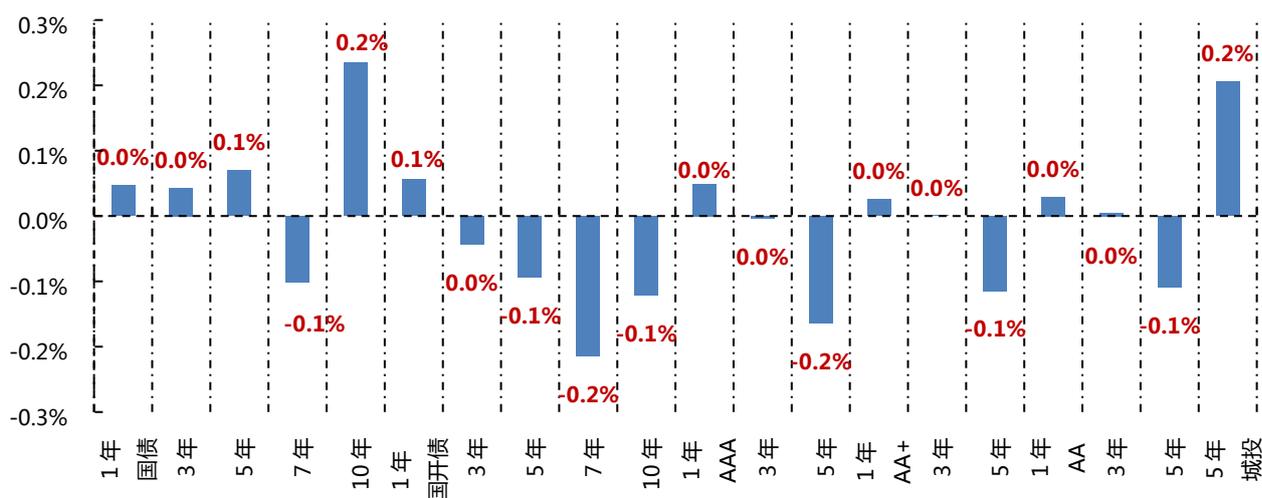
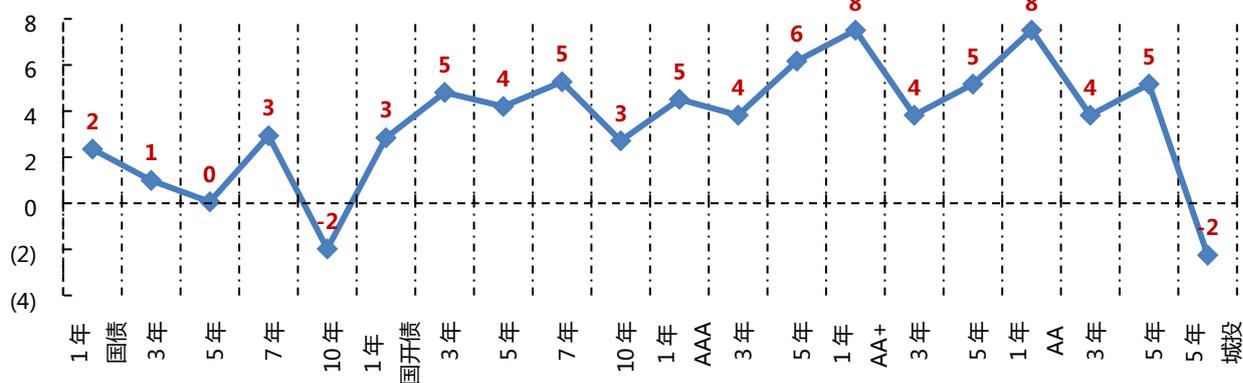


图 6: 各类债券收益率变动



二、市场展望

宏观方面：**经济增长方面**，生产方面，中下游行业边际改善部分抵消限产对工业生产的影响，11月工业增加值略微下行；需求方面，出口和基建超预期幅度改善支撑11月需求小幅回

升。**通货膨胀方面**，初步预计12月CPI同比1.9%左右、PPI同比4.8%。

权益方面：我们维持均衡配置观点不变，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和收益率水平维持高位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股投资机会维持乐观。

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