

2018. 1. 8-2018. 1. 15

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 12月出口平稳, 进口受机电产品拖累大幅走弱, 社融及信贷数据明显回落。12月通胀数据符合预期, 未来关注菜价和油价走势对短期通胀影响。
- 权益市场: 维持均衡配置观点不变, 行业方面关注保险、地产、航空、机械、新能源和周期龙头等, 中期角度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, 随着严监管措施的出台叠加流动性紧平衡的预期, 收益率可能还处于收益率寻顶的阶段, 债市的拐点仍有待供需矛盾的转化; 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: 12月出口平稳, 进口受机电产品拖累大幅走弱; 信贷额度吃紧致新增社融同比大幅回落, 广义社融增速回落幅度进一步走阔

以美元计价, 12月中国出口同比增速由11月的12.3%降至10.9%, 预期9.9%; 进口同比增速由11月的17.7%回落至4.5%, 预期13.8%。以人民币计价, 12月中国出口同比增速由11月的10.3%降至7.4%, 预期6.7%; 进口同比增速由11月的15.6%降至0.9%, 预期11.8%。

点评: 12月出口增速小幅回落, 不过综合四季度的数据来看, 出口增速较三季度有所改善, 外需趋势性复苏对出口的支撑力度仍较强。12月进口同比较上月明显回落, 主要拖累来自占比较高的机电和高新技术产品, 不过考虑到这两类产品出口增速的稳步抬升以及历史上这两类产品出口和进口表现的趋势一致性, 我们倾向于认为单月进口数据的回落或难持续。此外,

本月大宗进口量有所回落，可能与环保限产造成上游行业产量减少有关。

12月新增社会融资规模1.14万亿，同比少增4860亿，环比少增4582亿。12月新增人民币贷款5844亿，同比少增4556亿，环比少增5356亿。

点评：12月贷款大幅回落，贷款额度紧张应为主因；票据单月大幅放量或与银行信贷接续存在时滞，以票据冲量、以票据拉存款、为尽量满足年末监管相关指标等因素有关。结合12月PMI建筑业和中下游行业景气度、发电耗煤增速等高频数据以及卖方调研所反馈的银行贷款项目储备仍然充裕的情况来看，暂难以得出当前需求走弱的推论。今年以来融资环境总体处于相对偏紧状态，四季度收紧幅度更明显加强。经初步测算，如果要保持一季度社融余额增速与2017年12月持平，则一季度新增社融需7.7万亿（同比多增8000亿），在维持2017年全年贷款占社融比重的假设下，对应新增人民币贷款需5.5万亿（同比多增1万亿）。我们将密切关注一季度贷款发放情况。

2、通货膨胀：12月CPI同比1.8%，PPI同比4.9%；关注菜价和油价走势对1月CPI的向上拉动风险

12月CPI同比增速1.8%，较上月略抬升0.1个百分点；PPI同比增速4.9%，较上月下滑0.9个百分点。

根据商务部监测，1月第一周食品价格较上一周环比上升1.3个百分点。分项看，猪肉价格环比由上周的-0.6%升至0.8%；菜价环比由上周的1.7%升至6%；生产资料价格方面，农产品、有色、能源分别上涨0.8%、0.3%、0.3%，黑色、化工、橡胶分别下跌1%、0.8%、0.4%。

点评：12月CPI增速略回升，食品价格跌幅收窄，非食品价格高位略回落，基本符合预期。1月受春节错位影响，预计CPI将低于12月，不过需关注来自菜价和油价的上行风险。1月第一周菜价涨幅远超季节性，但是对CPI同比拉动率的边际提升有限；1月上旬布伦特油价同比增长24%，较12月增幅增加5个百分点，对CPI有一定的上拉作用，将继续关注菜价和油价走势。

3、流动性与人民币汇率：资金面边际收紧，央行重启净投放；人民币兑美元汇率继续升值

上周实体票据贴现利率继续下降，珠三角票据直贴利率由前周的5.295%降至5.125%，转贴利率由前周的4.995%降至4.944%。

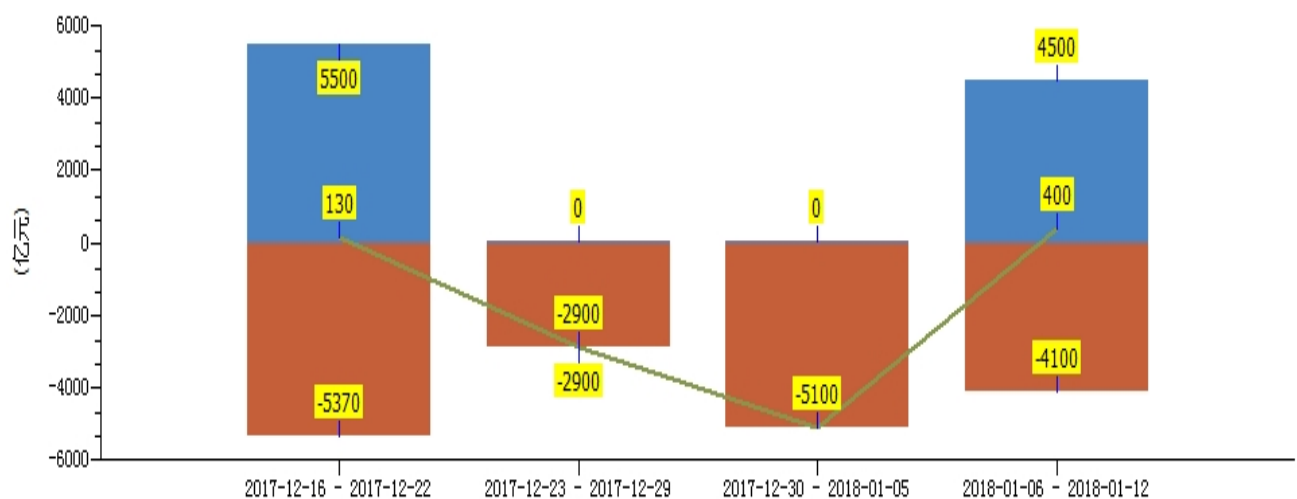
上周央行累计净投放400亿元，7天逆回购操作2300亿，14天逆回购操作2200亿；28天逆回购到期2600亿元；63天逆回购到期1500亿元。另有1825亿一年期MLF顺延至本周到期。

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继续升值。周五在岸人民币

即期汇率收盘为6.4692，离岸人民币汇率为6.4777。对于外媒“暂停逆周期因子”的传闻，人民银行回应称，在人民币对美元汇率中间价报价模型中，计算“逆周期因子”的“逆周期系数”由各人民币对美元汇率中间价报价行自行设定。各报价行会根据宏观经济等基本面变化以及外汇市场顺周期程度等，按照其内部报价模型调整流程决定是否对“逆周期系数”进行调整。

点评：在连续12个工作日未开展公开市场操作后，上周资金面较前周的宽松局面有所收紧，央行重启逆回购净投放。往后看，中旬缴税因素对资金面的扰动将加大，预计央行将延续削峰填谷的操作稳定资金面。

图 1：公开操作市场-货币投放（回笼）统计



4、国际：欧央行12月会议纪要鹰派超预期，欧元兑美元升值；美核心通胀数据好于预期，美欧通胀预期有所抬升，美德长期国债收益率明显上行

欧洲央行12月货币政策会议纪要：欧洲央行可能考虑在2018年初逐渐调整前瞻指引；薪资表现出现一些令人欣慰的迹象，但通胀仍构成担忧；随着通胀上升，与利率相关的指引重要性将会有所增加，近期核心通胀的下行压力是由于暂时性因素造成的；进一步放松金融条件是不必要的。

点评：欧央行在12月会议纪要中提到可能考虑在2018年初逐渐调整前瞻指引，以反映经济增长前景的改善，一定程度上暗示了缩减QE可能来得比预期早。

美国12月PPI环比-0.10%，预期0.20%，前值0.40%；美国12月PPI同比2.60%，预期3.00%，前值3.10%；美国12月CPI环比0.10%，预期0.10%，前值0.40%；核心CPI环比0.3%，略高过市场

预期的0.2%，亦是11个月以来最大增幅；美国12月CPI同比2.10%，预期2.10%，前值2.20%；核心CPI同比1.8%，符合预期。美国12月零售销售环比0.40%，预期0.50%，前值0.80%。

点评：近期主要发达国家经济数据均好于预期，上周公布的美联储核心通胀数据亦好于预期，叠加近期油价的持续大幅上行，通胀预期明显升温，近期美国、德国10年期国债收益率均明显上行。

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收3428.94点，当周上涨1.10%，深证成指报收11461.99点，当周上涨1.05%，中小板指当周上涨0.52%，创业板指当周下跌0.87%。

分行业来看，29个中信一级行业中15个行业上涨，其中家电、食品饮料和房地产当周分别上涨5.56%、4.78%和2.82%；14个行业下跌，其中建材、通信和国防军工当周分别下跌2.55%、2.10%和2.05%。

图 2：主要指数表现

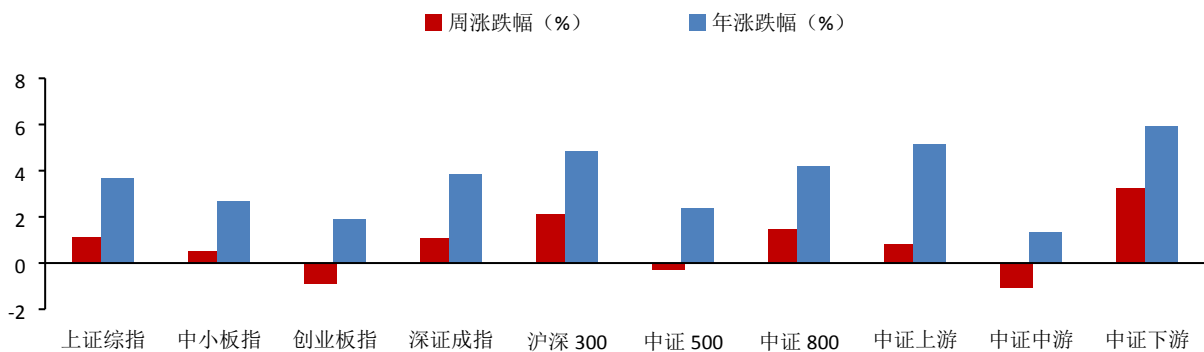
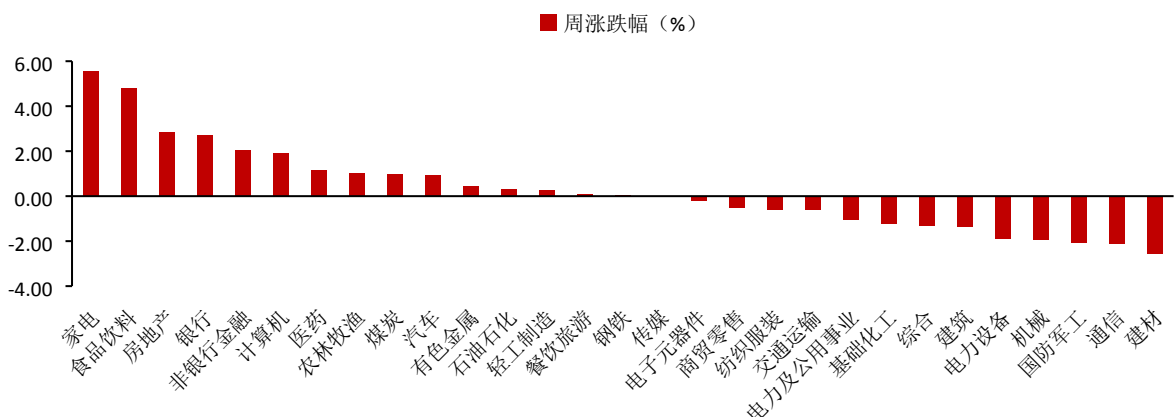


图 3：行业表现



（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率3.58%，较前一周上涨0.02%；三年期国债收益率3.66%，

较前一周上涨0.22%；十年期国债收益率3.93%，较前一周下跌0.03%。一年期国开债收益率4.37%，较前一周下跌0.08%；三年期国开债收益率4.83%，较前一周下跌0.17%；十年期国开债收益率5.00%，较前一周下跌0.52%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率5.02%，较前一周上涨0.08%；五年期AAA最新收益率5.44%，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0.09%；五年期AA+最新收益率5.71%，较前一周上涨0.02%；一年期AA最新收益率5.50%，较前一周上涨0.08%；五年期AA最新收益率5.93%，较前一周下跌0.02%；一年期城投债最新收益率5.50%，较前一周上涨0.09%；五年期城投债最新收益率5.92%，较前一周上涨0.21%。

图 4: 各类债券持有期收益率

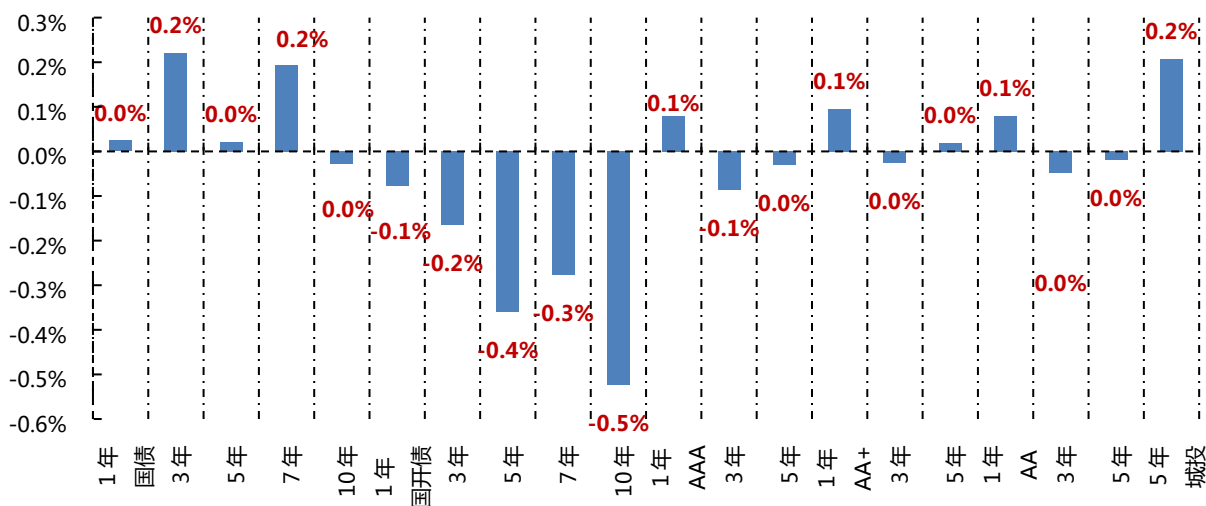
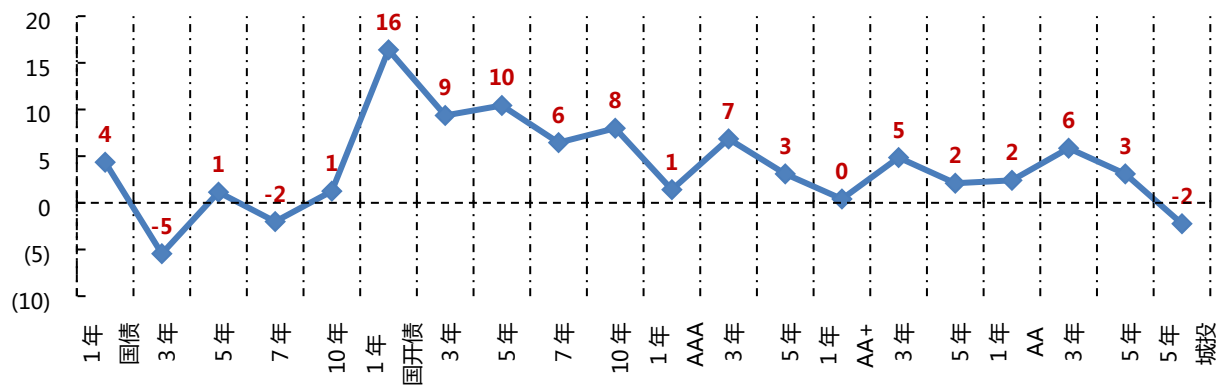


图 5: 各类债券收益率变动



二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，12月出口平稳，进口同比较上月明显回落，主要拖累来自占比较高的机电和高新技术产品，不过考虑到这两类产品出口增速的稳步抬升以及历史上这两类产品出口和进口表现的趋势一致性，我们倾向于认为单月进口数据的回落或难持续。**通货膨胀方面**，1月受春节错位影响，预计CPI将低于12月，不过需关注来自菜价和油价的上行风险。**流动性方面**，中旬缴税因素对资金面的扰动将加大，预计央行将延续削峰填谷的操作稳定资金面。

权益方面：我们维持均衡配置观点不变，行业方面关注保险、地产、航空、机械、新能源和周期龙头等。中期角度看，关注与制造升级相关的成长类投资机会。

固定收益方面：利率债方面，目前监管持续发酵，政策落实效率之高和涉及范围之广是较超市场预期的，也是开年债市情绪明显走弱的主因。那么随着严监管措施的出台叠加流动性紧平衡的预期，收益率可能还处于收益率寻顶的阶段，债市的拐点仍有待供需矛盾的转化。**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