

2018. 1. 29-2018. 2. 2

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 1月制造业 PMI 受季节性因素影响小幅回落, 非制造业 PMI 继续改善, 综合 PMI 指数持平, 整体经济环比改善动能维稳。1月生产量指数受季节性因素影响小幅放缓, 结合春节对标的高频数据来看, 目前生产端景气度仍较平稳。目前我们仍维持一季度经济基本平稳的判断。
- 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, 海外经济复苏叠加通胀预期升温, 发达国家债市大幅调整; 国内经济基本面边际放缓但韧性仍强, 同时严监管态势不改, 在此背景下, 国内债市虽有短期反弹, 但趋势性的逆转仍需等到基本面和政策面更明确的变化和信号; 信用债方面, 我们认为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: 制造业PMI稳中略落, 出口订单回落至荣枯线下主要受到季节性因素影响, 同时外需向上的幅度也有可能短暂放缓

中国1月官方制造业PMI降至51.3%, 预期和前值均为51.6, 季调后(51.6%)较上月基本维稳; 中国1月非制造业PMI为55.3, 预期54.9, 前值55。本月统计局首次公布了综合PMI指数(根据制造业和服务业在GDP中的占比加权计算得到), 1月(54.6%)较上月持平, 整体经济环比改善动能维持平稳。

上周南华综合指数环比增速由前周的0.34%降至-0.58%；能化、贵金属、工业品、金属、农产品、分别下跌0.96%、0.95%、0.65%、0.41%、0.09%。水泥价格周环比增速由前周的-2%略回升至-0.96%，跌幅有所收窄不过已连续三周跌幅超季节性。

上周地产销售数据显示，4周移动平均同比增速由于春节错位原因由前周的-8.2%升至28.4%，环比降0.63%。土地成交方面，1月第四周的百城成交土地面积4周移动平均由前周的-1.15%降至-1.8%，1月第四周成交土地溢价率（四周移动平均）由前周的17.5%微降至17.37%。

上周耗煤量4周移动平均同比由前周的15.98%上升至33.14%，春节对标来看，节前几周耗煤量走势持续高于季节性；三峡水库出库日均流量4周移动平均同比增速由前周的7.32%升至21.77%。上周唐山高炉开工率持平于前周的51.22%；全国高炉开工率由前周的64.09%降至63.67%，春节对标来看，近几周开工率略有低位恢复的迹象；焦化企业开工率持平于前周的80.34%；汽车半钢胎开工率由前周的71.02%降至70.65%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：1月制造业PMI受季节性因素影响小幅回落，非制造业PMI继续改善，综合PMI指数持平，整体经济环比改善动能维稳。分结构来看，出口订单指数回落并进入收缩区间，部分受到12月海外圣诞订单提前和季节性因素的影响（韩国1月出口增速仍维持高位）；不过综合季调数以及分行业的情况来看，受圣诞影响较小的部分设备类行业出口订单亦有所走弱，我们认为外需在经历了去年持续的强劲复苏后，一季度环比改善幅度或有所放缓，不过全年来看出口向上的趋势不变。生产方面，1月生产量指数受季节性因素影响小幅放缓，结合春节对标的高频数据来看，目前生产端景气度仍较平稳。由于年初数据存在多重因素（春节错位、天气、环保限产、企业贸易活动调整）的扰动，对于产需变化的验证仍需等到开工季，目前我们仍维持一季度经济基本平稳的判断。

2、通货膨胀：我们维持1月CPI同比1.6%、PPI同比4.5%的判断不变

根据商务部监测，1月第四周食品价格于较上一周环比上涨1.6%。分项看，猪肉价格环比由前周的-0.5%回升至-0.1%；菜价环比由前周的-1.4%回升至5.7%；生产资料价格方面，能源、有色、黑色、农产品分别上涨0.5%、0.5%、0.2%、0.1%，橡胶、化工分别下跌0.6%、0.6%。

3、流动性与人民币汇率：资金面边际宽松；人民币兑美元汇率继续升值

上周实体票据贴现利率有所回升，珠三角票据直贴利率由前周的5.136%升至5.232%，转贴利率由前周的4.956%升至4.992%。

上周央行累计净回笼7600亿元，其中7天逆回购到期2500亿元；14天逆回购到期4700亿

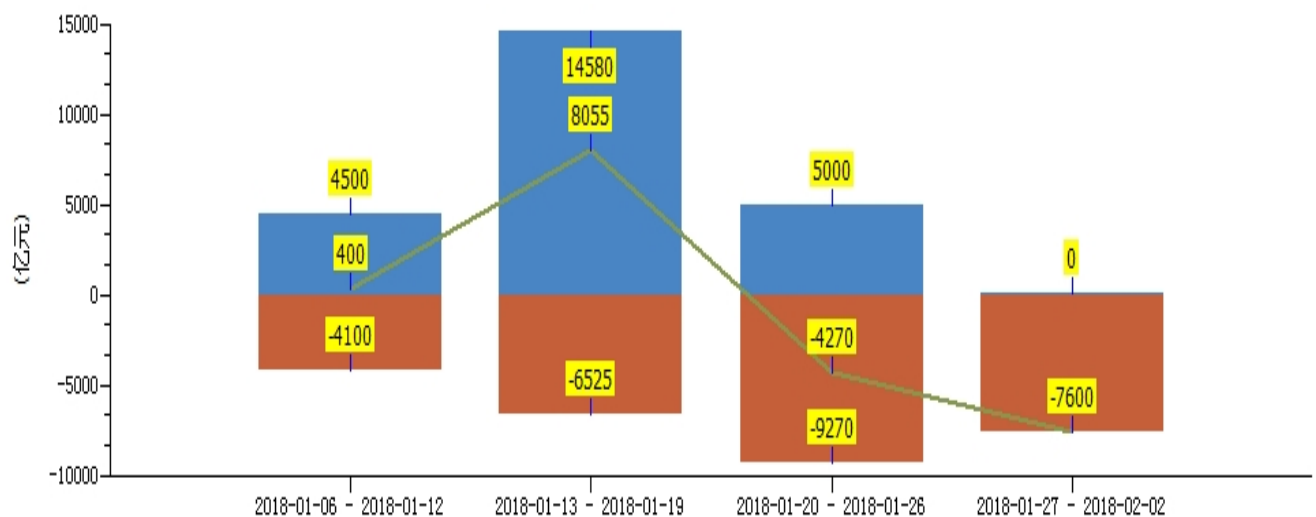
元；63天逆回购到期400亿元。

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6.2798，离岸人民币汇率为6.3134。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：月末资金面较上周进一步边际趋松，货币市场资金利率多数下行，央行连续5日暂停公开市场操作实现净回笼，延续了削峰填谷的操作基调。往后看，春节前取现需求对资金面形成一定压力，不过定向降准开启、“临时准备金动用安排”启动为春节前流动性的维稳提供了保障，预计后续资金面将基本维持紧平衡状态。

图 1：公开操作市场-货币投放（回笼）统计



注：数据来源于WIND资讯，其中蓝色为资金投放量、红色为资金回笼量。

4、国际：美联储按兵不动，3月加息已为大概率事件；美国1月非农就业人口和时薪数据超预期，10年期美债收益率大幅回升

美联储按兵不动，符合市场预期（美国FOMC利率决策（上限）1.5%，预期1.5%，前值1.5%）。美联储决议声明预计2018年的通胀率将会提高，暗示3月可能加息。此外声明还显示，经济状况支持美联储渐进加息；预计新增就业继续保持稳健；经济前景近期面临的风险大致均衡；鲍威尔将于2月5日宣誓就职。

注：以上信息来源于WIND资讯

点评：美联储最新利率决议保持1.25%-1.50%的联邦基金目标利率区间不变，不过会后发布的政策声明对于经济的表述较12月更加积极，删除“预期通胀持续略低于2%”的表述，认为衡量未来12个月通胀率的指标料将在今年上升，中期内将稳定在2%这一货币政策委员会（FOMC）

目标水平左右。

美国2017年12月个人收入环比增0.4%，预期增0.3%，前值增0.3%。12月核心PCE物价指数环比升0.2%，预期0.2%，前值0.1%；同比1.5%，预期1.5%，前值1.5%。12月PCE物价指数环比升0.1%，预期升0.1%，前值升0.2%；同比升1.7%，预期升1.7%，前值升1.8%。12月个人消费支出（PCE）环比升0.4%，预期0.4%，前值0.6%。美国1月失业率4.1%，预期4.1%，前值4.1%。美国1月非农就业人口增加20万人，预期18万，前值14.5万。美国四季度劳工成本指数季环比升0.6%，预期0.6%，前值0.7%。美国1月平均每小时工资同比增2.9%，创2009年以来最大增幅，预期2.6%，前值由2.5%修正为2.7%。美国1月ISM制造业指数59.1，预期58.6，前值59.7。美国12月工厂订单环比1.7%，预期1.5%，前值1.3%。美国12月耐用品订单环比终值2.8%，前值2.9%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：最新发布的1月就业和时薪增速数据均超出市场预期，市场通胀预期进一步抬升，数据发布后美国10年期国债收益创了2014年1月以来新高（2.8373%）。据CME计算的联邦基金期货显示，美联储3月加息概率由75%升至78%；2018年加息4次的概率升至27%，此前为10%。

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收3462.08点，当周下跌2.70%，深证成指报收10925.16点，当周下跌5.47%，中小板指当周下跌5.00%，创业板指当周下跌6.30%。

分行业来看，29个中信一级行业中3个行业上涨，煤炭、钢铁和餐饮旅游当周分别上涨5.82%、2.57%和0.28%；26个行业下跌，其中通信、农林牧渔和综合当周分别下跌9.61%、8.60%和8.52%。

图 2：主要指数表现

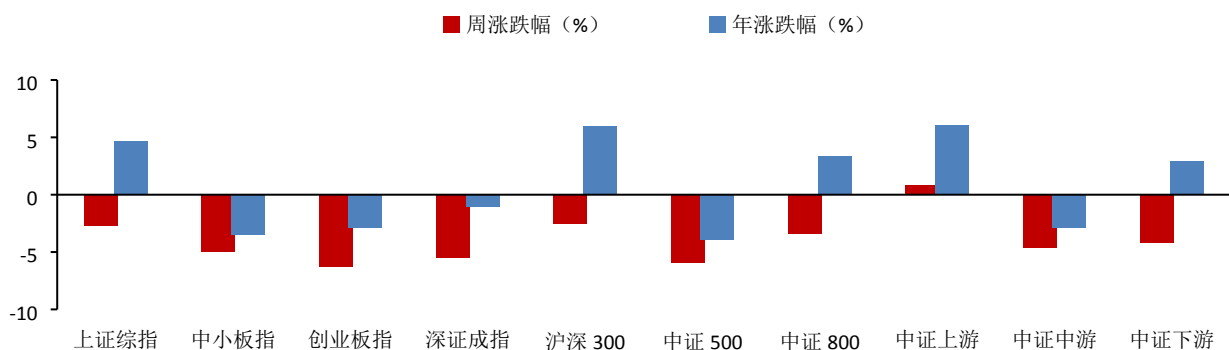
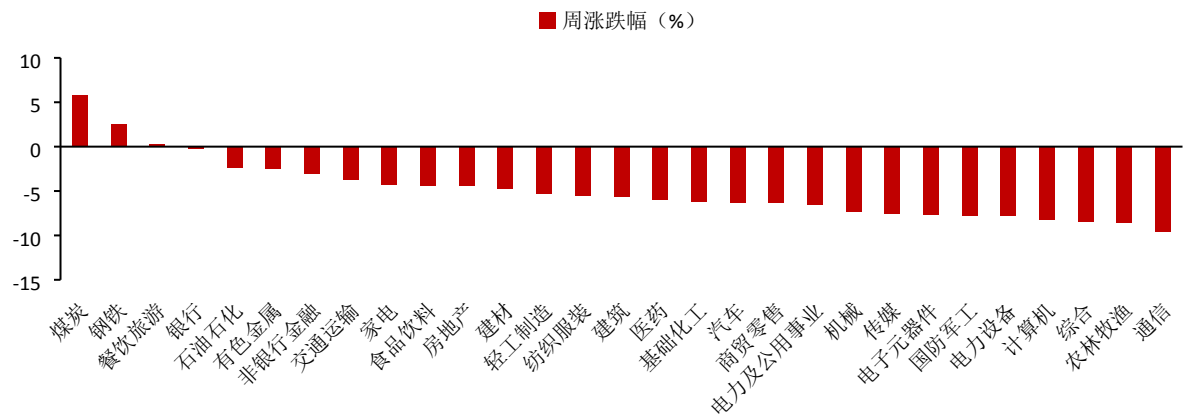


图 3：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年1月29日至2018年2月2日。

(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率3.44%，较前一周上涨0.14%；三年期国债收益率3.64%，较前一周上涨0.06%；十年期国债收益率3.91%，较前一周上涨0.30%。一年期国开债收益率4.28%，较前一周上涨0.07%；三年期国开债收益率4.78%，较前一周上涨0.32%；十年期国开债收益率5.04%，较前一周上涨0.40%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率4.92%，较前一周上涨0.24%；五年期AAA最新收益率5.45%，较前一周上涨0.19%；一年期AA+最新收益率5.18%，较前一周上涨0.24%；五年期AA+最新收益率5.74%，较前一周上涨0.19%；一年期AA最新收益率5.40%，较前一周上涨0.24%；五年期AA最新收益率5.96%，较前一周上涨0.19%；一年期城投债最新收益率5.43%，较前一周上涨0.16%；五年期城投债最新收益率6.01%，较前一周上涨0.24%。

图 4：各类债券持有期收益率

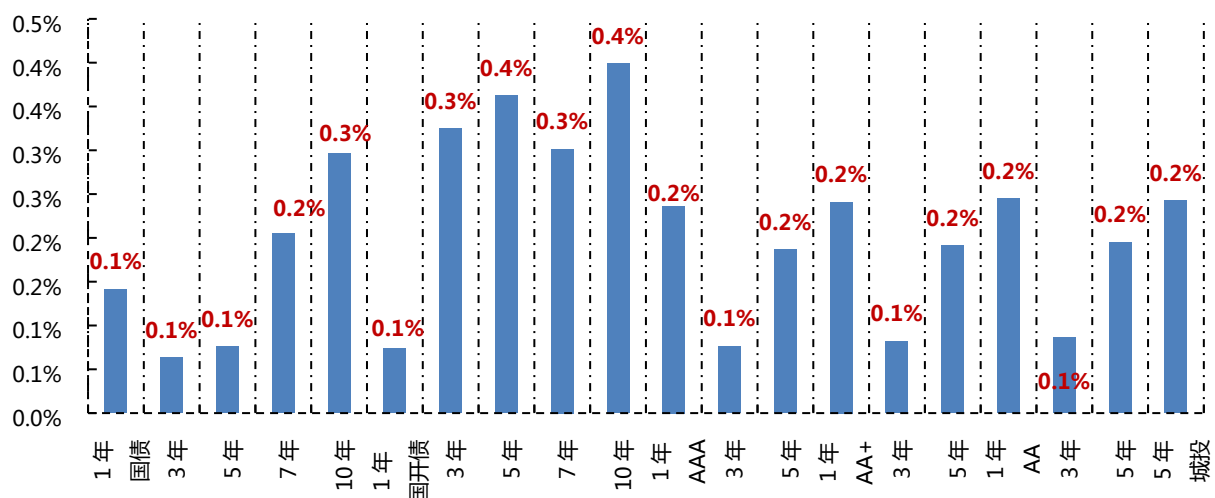
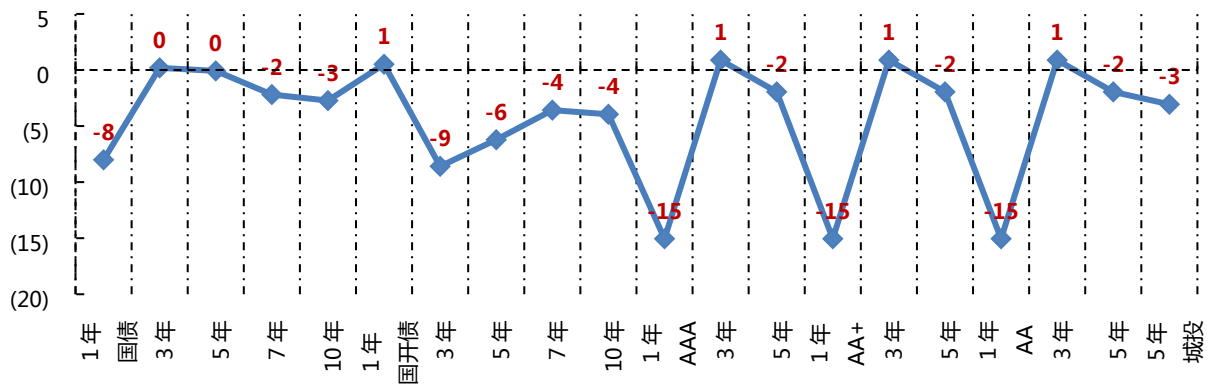


图 5：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2018 年 1 月 29 日至 2018 年 2 月 2 日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，1月制造业PMI受季节性因素影响小幅回落，非制造业PMI继续改善，综合PMI指数持平，整体经济环比改善动能维稳。1月生产量指数受季节性因素影响小幅放缓，结合春节对标的高频数据来看，目前生产端景气度仍较平稳。目前我们仍维持一季度经济基本平稳的判断。**通货膨胀方面**，我们维持1月CPI同比1.6%、PPI同比4.5%的判断不变。**流动性方面**，春节前取现需求对资金面形成一定压力，不过定向降准开启、“临时准备金动用安排”启动为春节前流动性的维稳提供了保障，预计后续资金面将基本维持紧平衡状态。

权益方面：估值方面，全部A股、非金融、创业板PE中位数均低于12年以来均值；从行业估值中位数来看，非银金融PB接近均值水平，电力行业估值处于历史较低位置。**策略方面**，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，近期在较宽松的资金面下债市表现较为平稳。年初利率大幅冲高、近期风险资产波动都使得资产配置上债券的性价比有所提升，但从当前的基本面和政策环境来看，海外经济复苏叠加通胀预期升温，发达国家债市大幅调整；而国内经济基本面边际放缓但韧性仍强，同时严监管态势不改，在此背景下，国内债市虽有短期反弹，但趋势性的逆转仍需等到基本面和政策面更明确的变化和信号。**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，我们认为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