

2018. 3. 26-2018. 3. 30

## 每周市场回顾与展望

## 主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 3月制造业 PMI 超预期, 上周中观数据显示春节后需求持续偏弱的局面略有好转; 通货膨胀方面, 预计 3月 CPI 同比 2.5%, PPI 同比 3.3%; 流动性方面, 资金面季末边际趋紧, 但紧张程度较去年四季度已有明显缓解; 人民币兑美元汇率升值幅度较大。
- 权益市场: 受金融机构对政府类项目融资的规范以及机构改革等影响, 虽然3月PMI超预期, 但市场大概率仍难再次形成对短期经济增长明显改善的预期。市场风格层面, 当前 CDR、支持新经济等政策层面消息仍在不断推出, 对科技创新类成长股的投资者情绪仍有较强的正面支撑, 成长股自上而下的投资吸引力大于自下而上的投资吸引力。与此同时, 考虑到当前科技板块的主题投资特征较为明显, 整体配置建议维持均衡配置建议。
- 固定收益市场: 目前多数期限和等级债券收益率水平在 70%-80%, 还处于价值偏高区间, 在战略上仍对债券市场保持偏多看法和配置; 然而, 短期收益率下行过快, 在战术层面还是保持谨慎, 等待更好的买点。

## 正文内容:

## 一、市场回顾

## (一) 宏观方面

1、经济增长: 3月制造业PMI反弹基本符合季节性, 一季度制造业PMI均值较去年四季度小幅放缓, 显示经济仍在扩张区间不过加速度可能在放缓; 上周中观数据显示春节后需求偏弱的局面略有好转; 价跌和高基数作用下1-2月工业企业利润增速较去年四季度单季稳中略落, 量升起到部分对冲作用, 工业企业利润仍在平稳回落的轨道中, 韧性较强

中国3月官方制造业PMI为51.5, 预期50.5, 前值50.3。中国3月官方非制造业PMI54.6, 预

期54.6，前值54.4，中国3月官方综合PMI54，前值52.9。

1-2月规模以上工业企业利润总额同比增长16.1%，去年12月为10.8%，2017年全年为21%。

上周南华综合指数环比增速由前周的-2.18%略降至-2.3%。贵金属、农产品分别上涨0.16%、0.09%；能化、工业品、金属分别下跌3.70%、3%、2.72%。水泥价格周环比增速由前周的-0.87%上升至0.31%（由环比低于季节性转为符合季节性）。

上周地产销售数据春节对标来看，30城地产销售面积较去年同期的裂口略有收窄的迹象，有待继续观察，同比数据由于存在春节错位因素因此参考意义不大。土地成交方面，前周成交土地面积4周移动平均同比由前前周的46.24%升高至107.09%，成交土地溢价率（四周移动平均）由前前周的9.71%上升至10.02%。

生产方面，春节对标来看，上周日均耗煤量基本持平于去年同期水平，较前周维持基本平稳。开工率方面，全国高炉开工率由前周的62.02%上升至64.5%；唐山高炉开工率由前周的57.32%上升至60.98%，春节对标来看环比略高于季节性。焦化企业开工率由前周的76.58%下降至75.82%。汽车半钢胎开工率持平于前周的72%。

注：以上数据来源于WIND资讯

**点评：**3月制造业PMI反弹幅度基本符合季节性（对比可比年份来看，基本上符合2月回落、3月回升至1月水平左右的规律）。一季度季调后PMI均值较去年四季度小幅放缓，显示经济仍在扩张区间不过加速度有所放缓。往后看，短期内两会后需求的释放可能对需求面有所修复；全年维度，仍需关注后续融资的收紧幅度。从近期财政部规范金融机构对地方政府融资管理文件所释放的信号来看，不可低估对地方政府债务管控的力度。1-2月工业企业利润增速较去年四季度稳中略落，主要受到价格增速放缓以及高基数效应的影响，量升以及成本端效率改善起到部分对冲作用，利润率指标仍高于历史同期。往后看，目前工业品价格季调环比的上行动力较去年四季度有所放缓，短期内，虽然持续偏弱的需求面将有所修复，但是考虑到供给释放可能仍未结束，释放力度仍存不确定性，PPI环比向上的动力仍然较弱，同比增速仍在放缓，预计利润增速延续回落；全年来看，目前仍维持PPI为正，利润增速回落但幅度有限的判断。上周高频数据显示春节后持续较弱的需求面边际略有好转。

## 2、通货膨胀：预计3月CPI2.5%，PPI3.3%

根据商务部监测，上周食品价格较前一周环比下降0.8%。分项看，菜价环比由前一周的-2.4%上升至0.2%，猪肉价格环比由前一周的-1.8%下降至-2.4%；生产资料价格方面，能源价格不变，化工、黑色、橡胶、有色、农产品环比分别下跌0.8%、0.4%、0.3%、0.3%、0.1%。

## 3、流动性与人民币汇率：资金面季末边际趋紧，但紧张程度较去年四季度已有明显缓

## 解；人民币兑美元汇率升值幅度较大

上周珠三角票据直贴利率均值由前周的5.57%下降至5.51%，转贴利率均值由前周的5.244%下降至5.184%。

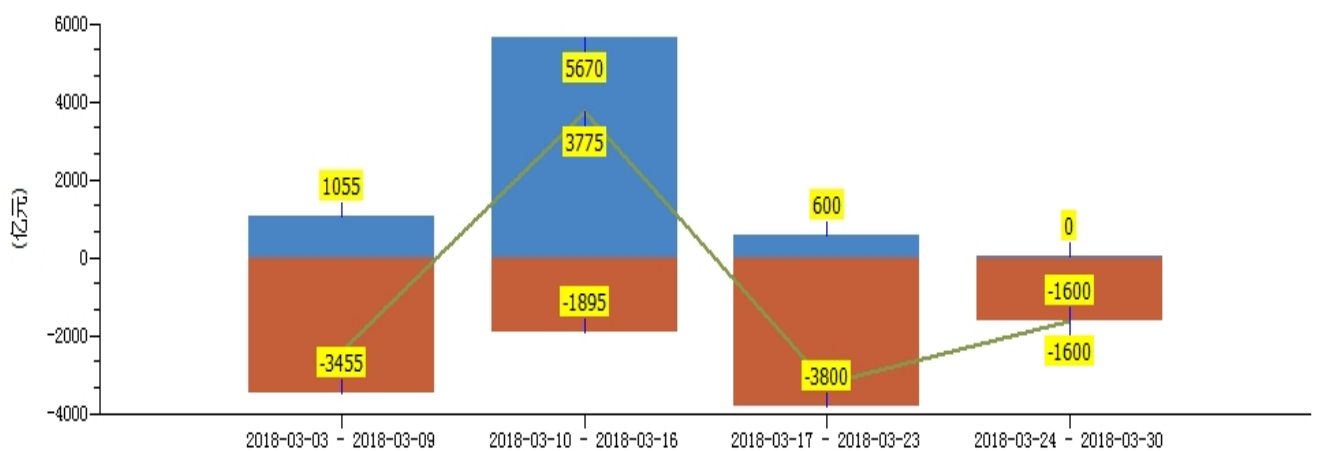
上周央行累计净回笼1600亿元，其中7天逆回购到期400亿元，28天逆回购到期900亿元，63天逆回购到期300亿元。

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升值幅度较大。在岸即期汇率周五收盘为6.2733，周五离岸人民币汇率为6.2628。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：上周央行连续暂停公开市场操作并持续净回笼，在季末MPA考核因素的影响加大的情况下资金面略趋紧，不过整体仍基本维持平衡，较去年四季度末的紧张程度明显缓解。上周人民币兑美元汇率升值幅度较大，并未出现明显的央行干预痕迹，可能与在中美贸易战下市场预期中国将在汇率上有所退让有关。考虑到中日两国政治、军事、外交与美国关系的差异，人民币汇率大概率不会重现广场协议时日元大幅升值情形。

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：中美开展贸易谈判

白宫贸易顾问纳瓦罗：我们已经准备好同中国进行协商；财长努钦和美国贸易代表办公室正同中国积极沟通。

美国财政部长努钦在3月26日表示，他“谨慎乐观”地认为，美国可与中国达成贸易协议，从而避免执行特朗普提出的对600亿美元中国进口商品征收关税的命令。

注：以上信息来源于WIND资讯

点评：前周影响发酵的中美贸易摩擦上周开始进入谈判。据路透社报道：中美两国目前正在举行磋商，旨在避免引发贸易战。谈判中，美方要求中方降低进口汽车关税，允许外资持有金融服务公司多数股权，并购买更多美国生产的半导体产品。

## （二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收3168.90点，当周上涨0.51%，深证成指报收10868.65点，当周上涨4.11%，中小板指当周上涨3.96%，创业板指当周上涨10.11%。

分行业来看，29个中信一级行业中22个行业上涨，其中计算机、国防军工和通信当周分别上涨14.08%、9.92%和8.29%；7个行业下跌，其中银行、非银行金融和石油石化当周分别下跌1.98%、1.94%和1.77%。

图 2：主要指数表现

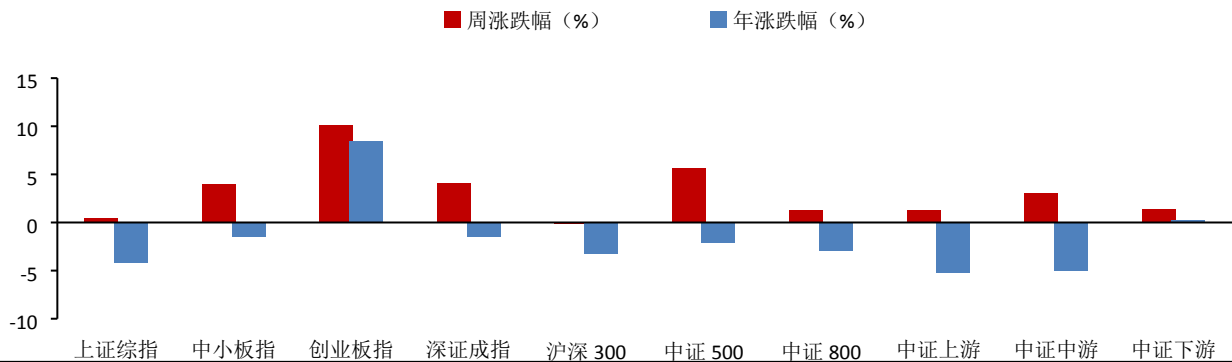
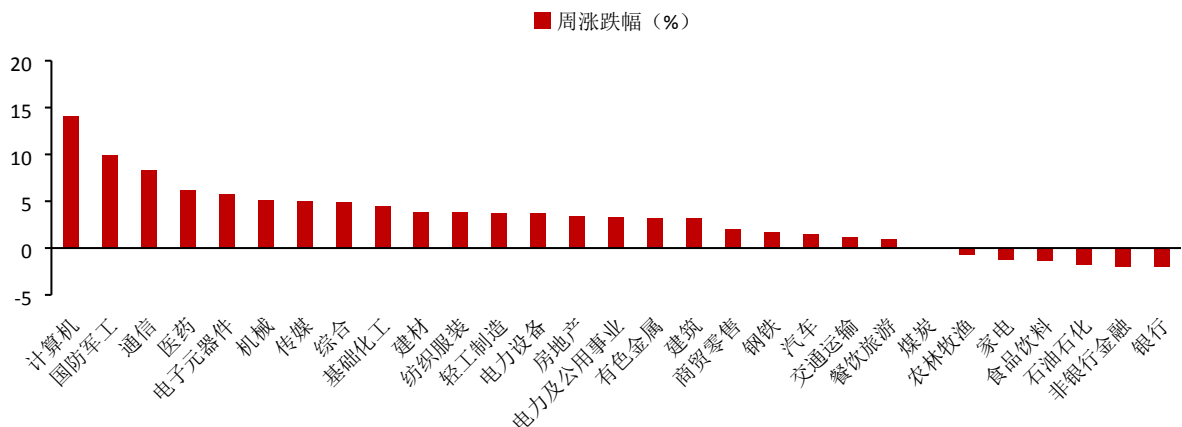


图 3：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年3月26日至2018年3月30日。

## （三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率3.32%，较前一周下跌0.02%；三年期国债收益率3.57%，较前一周下跌0.10%；十年期国债收益率3.74%，较前一周下跌0.26%。一年期国开债收益率4.01%，较前一周略微持平；三年期国开债收益率4.45%，较前一周上涨0.29%；十年期国开债

收益率4.65%，较前一周上涨0.16%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率4.75%，较前一周上涨0.17%；五年期AAA最新收益率5.09%，较前一周上涨0.70%；一年期AA+最新收益率4.97%，较前一周上涨0.18%；五年期AA+最新收益率5.37%，较前一周上涨0.70%；一年期AA最新收益率5.15%，较前一周上涨0.18%；五年期AA最新收益率5.59%，较前一周上涨0.91%；一年期城投债最新收益率5.23%，较前一周上涨0.09%；五年期城投债最新收益率5.86%，较前一周上涨0.22%。

图 4：各类债券持有期收益率

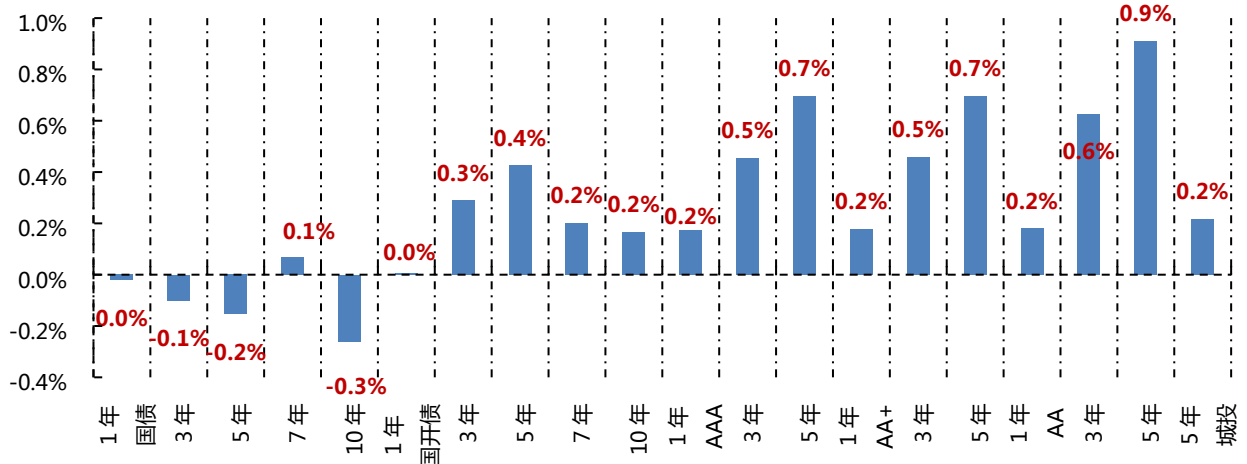
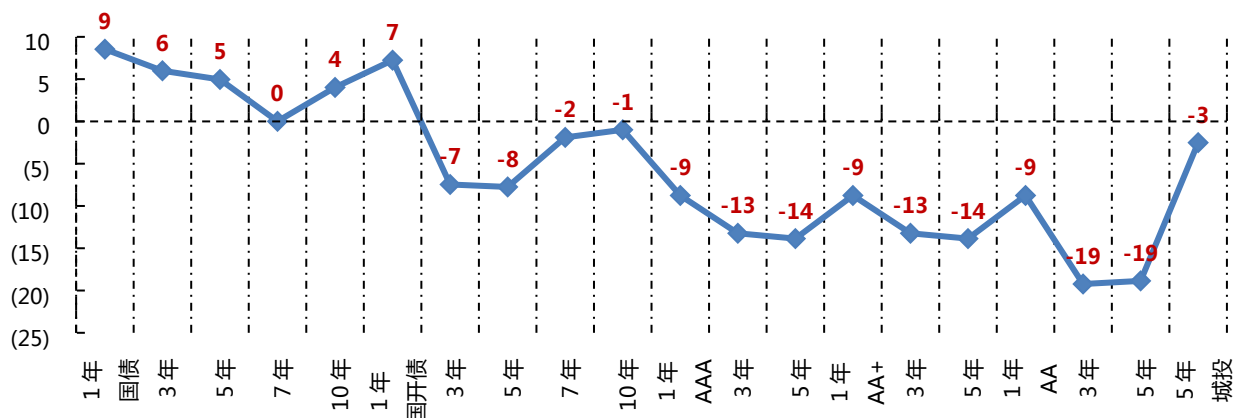


图 5：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年3月26日至2018年3月30日。

## 二、市场展望

**宏观方面：经济增长方面**，3月制造业PMI反弹幅度基本符合季节性。往后看，短期内两会后需求的释放可能对需求面有所修复；全年维度，仍需关注后续融资的收紧幅度。目前工业品价格季调环比的上行动力较去年四季度有所放缓，短期内，虽然持续偏弱的需求面将有所修复，但是考虑到供给释放可能仍未结束，释放力度仍存不确定性，PPI环比向上的动力仍然较弱，同比增速仍在放缓，预计利润增速延续回落；全年来看，目前仍维持PPI为正，利润增速回落但幅度有限的判断。**通货膨胀方面**，预计3月CPI2.5%，PPI3.3%。**流动性方面**，资金面季末边际趋紧，但紧张程度较去年四季度已有明显缓解；人民币汇率大概率不会重现广场协议时日元大幅升值情形。

**权益方面**：受贸易战情绪缓解等因素影响，上周全球股市出现小幅反弹。国内基本面方面，3月PMI数据小幅超出市场预期，显示经济仍在扩张区间，但金融机构对政府项目融资的限制以及机构改革等，大概率还将令市场难以形成短期经济增长明显改善的预期。在减税政策落地等政策背景下，**我们中期仍维持年内经济增长平稳的判断不变**，继续观察开工、社融数据和贸易战的演进等。市场风格层面，当前CDR、支持新经济等政策层面消息仍在不断推出，对科技创新类成长股的投资者情绪仍有较强的正面支撑，成长股自上而下的投资吸引力大于自下而上的投资吸引力。与此同时，考虑到当前科技板块的主题投资特征较为明显，**整体配置建议维持均衡配置建议**。

**固定收益方面**：债券方面，开年以来的市场行情主要原因在于资金面宽松的同时宏观经济上行风险下降，然而贸易战事件使得本轮利率下行幅度超出预期，有可能事件继续发酵带来的避险情绪会使得收益率会进一步下行。但是此前关注的风险点并未消除，包括商业银行负债短缺，资管新规落实阶段的冲击等，甚至贸易战也可能导致通胀风险回升等。目前多数期限和等级债券收益率水平在70%-80%，还处于价值偏高区间，在战略上仍对债券市场保持偏多看法和配置；然而，短期收益率下行过快，在战术层面还是保持谨慎，等待更好的买点。

#### 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](http://edu.icbccs.com.cn)