

2018. 4. 16-2018. 4. 20

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 一季度经济相对平稳, 但社融增速回落和地方政府去杠杆对经济下行仍有拖累, 预计二季度总需求存边际走弱压力。高频数据显示, 短期生产端和需求端数据表现均较为平稳。通胀方面, 预计4月CPI同比1.8%, PPI同比3.4%。流动性方面, 上周央行宣布定向降准, 在双支柱调控框架下, 预计年内降准和加息的政策组合仍是大概率事件。国际方面, 贸易摩擦继续发酵, 后续需密切跟踪关注贸易摩擦升级对短期全球经济增长带来的负面影响。
- 权益市场: 虽然目前我们依然维持中期经济增长平稳的判断不变, 但短期来看, 目前市场对经济悲观预期的修复动力及其空间应较为有限。投资策略方面, 维持年内新兴产业投资吸引力较去年抬升, 阶段性的主题投资也将成为市场重要特征的判断不变, 目前继续建议均衡配置。
- 固定收益市场: 未来收益率仍有下行的可能性, 但短期收益率持续下行的空间有限。战略层面仍然看好债市, 但目前交易户加杠杆力度较大, 且资金面在5-6月份存在一些不确定性, 遇到波动调整的机会买入并持有是较好的选择。

正文内容:

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长: 一季度经济基本平稳, 预计二季度需求或略有走弱, 幅度有限

中国一季度GDP同比增长6.8%, 预期6.8%, 去年四季度增速为6.8%; 3月份规模以上工业增加值同比增长6.0%, 一季度6.8%, 较四季度(6.2%)有所抬升。3月固定资产投资同比增速7.1%, 一季度固定资产投资同比增长7.5%, 去年四季度同比增长7.2%。3月社会消费品零售总额同比增速10.1%, 一季度社会消费品零售总额同比增长9.8%, 较去年四季度同比增速9.7%有

所回升。3月地产投资同比增速10.8%，一季度同比增长10.4%，较去年四季度的7.4%明显改善。一季度狭义口径的基建投资增速13%，较去年四季度（17.1%）有所回落。一季度制造业投资增速3.8%，较去年四季度回落2.6个百分点。

上周南华综合指数环比增速由前周的0.52%小幅下跌至0.32%。农产品下跌1.03%，工业品、金属、能化、贵金属分别上涨1.39%、1.11%、1.02%、0.916%。水泥价格周环比增速由前周的0.88%回升至1.36%，涨幅略超季节性。

上周30城地产销售面积4周移动平均同比增速由前周的-33.7%回升至-28.4%，环比升0.98%；一线城市同比增速由前周的-39.52%升至-37.98%，环比降3.15%；二线城市同比增速由前周的-24.59%升至-20.82%，环比升3.16%；三线城市同比增速由前周的-43.94%回升至-35.3%，环比降0.91%。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42.83%降至13.13%，成交土地溢价率（四周移动平均）由前前周的18.07%略升至19.1%。

生产方面，上周耗煤量4周移动平均同比由前周的1.88%上升至3.04%，三峡水库出库日均流量4周移动平均同比增速由前周的-31.3%升至-26.96%。开工率方面，全国高炉开工率由前周的66.99%上升至67.27%，唐山高炉开工率持平于前周的66.5%；焦化企业开工率由前周的77.25%回落至75.35%；汽车半钢胎开工率由前周的72.89%上升至73.88%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：一季度经济数据基本符合预期，实际GDP增速维稳，名义GDP增速受PPI同比高基数以及节后环比偏弱的影响略有放缓，整体经济运行平稳。往后看，3月广义社融增速加速下行叠加地方政府去杠杆力度并无松动，二季度需求或有所走弱，不过考虑到中期经济结构和短期经济活力的变化，二季度经济下行的幅度不大。全年来看，我们维持商品房低库存和保障房建设有望支撑全年地产投资较去年基本维稳的判断，同时将密切关注资金进一步收紧的幅度；基建投资增速在当前决策层整顿债务、强调增长质量的意图背景下大概率将较去年有所放缓，不过考虑到稳增长的基本诉求仍然存在，预计下滑幅度不会太大，节奏上可能在某些时点出现超调；从利润对投资的领先性以及国家发展新动能政策的引导下，二季度末制造业投资可能看到回升迹象，不过幅度可能不会太大；消费方面，一季度收入端暂时走弱、分配端进一步趋向公平，往后看整体消费走势仍待观察，目前仍维持全年消费延续平稳的判断不变。四月以来高频数据显示，生产端仍然维持平稳，预计4月工业增加值同比较3月将有所回升；推断需求端并未有明显的走弱迹象。

2、通货膨胀：初步预计4月CPI1.8%左右，PPI3.4%左右

根据商务部监测，上周食品价格与前一周持平。分项看，菜价环比由前一周的-1.2%上升

至1.9%，肉价环比由前一周的-0.1%降至-1.1%；生产资料价格方面，能源、黑色金属、有色金属、橡胶环比分别下跌0.4%、0.1%、0.7%、0.2%，化工产品上涨0.4%，农资持平上周不变。

3、流动性与人民币汇率：上周资金面较前周边际趋紧，央行宣布降准并加大公开市场投放力度；人民币兑美元汇率基本维稳

上周珠三角票据直贴利率均值持平于前周的5.18%，转贴利率均值由前周的4.89%略降至4.88%。

中国人民银行决定，从2018年4月25日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点；同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利。

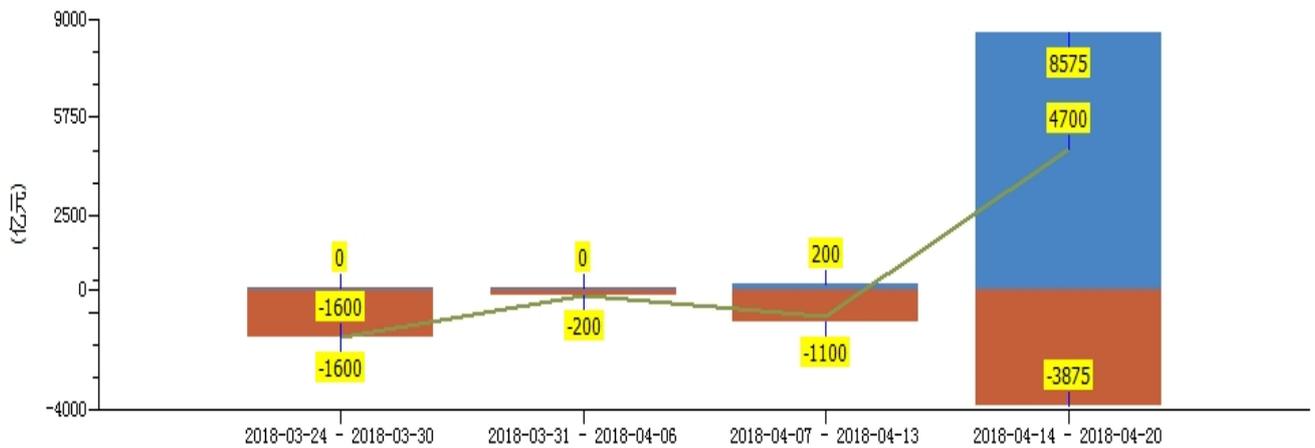
上周央行公开市场净投放资金4700亿元，7天逆回购操作4200亿，到期200亿元；14天逆回购操作700亿，利率较上期增加5bp；另有MLF投放3675亿等量对冲到期MLF资金量，利率较上期增加5bp；3个月国库定存800亿对冲等量到期3个月国库定存，利率较上期下调12bp。

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基本维稳。在岸即期汇率周五收盘价为6.2898，4月19日离岸人民币汇率为6.2772。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：受月中集中缴税的影响，上周资金面边际趋紧，银行间质押式回购利率悉数上行，央行在公开市场连续大额净投放以维稳资金面。上周央行宣布降准，根据央行测算，此次降准将额外释放约4000亿流动性。我们认为，本次降准是对货币政策与宏观审慎政策双支柱金融调控框架完善的体现，有助于稳定市场流动性。在实体经济去杠杆、金融强监管以及中美贸易摩擦的宏观环境下，此次降准也有助于对冲这些风险事件对国内经济增长可能产生的负面影响，并缓解银行负债成本压力。

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：各国贸易摩擦继续发酵；英国和欧洲3月通胀不及预期，欧央行表示或推迟QE退出时间并关注贸易摩擦可能对经济带来的影响

IMF：预计2020年后全球经济将更疲弱，维持2018、2019年全球经济增长预期在3.9%不变，但警告贸易冲突可能令全球增长脱轨；仍预计中国2018年和2019年经济将分别增长6.6%和6.4%，与1月时的预估一致；将美国2018年经济增速预估由2.7%上调至2.9%。虽然相对宽松的金融条件在短期内有助于支持全球经济增长，但长期低利率政策累积的金融脆弱性可能会使前方的道路崎岖不平，并使增长面临风险。

4月17日，美国商务部宣布，已对从中国进口的部分钢轮产品展开反倾销和反补贴调查。澳大利亚公告称，正式对原产于中国的铁道轮毂发起反倾销反补贴调查。

美国财政部Tarbert：考虑动用《国际紧急经济权力法》遏制中国收购敏感技术，将明确禁止中国企业投资行业。

欧盟正在拟定一项微缩版的TTIP提议，希望避免在两周内被美国施加关税。欧盟将做出重大妥协，愿意降低美国汽车等关税，承诺与美国联手对抗中国，并对中国政府施加更大压力。而法国总统马克龙觉得，在钢铝问题上，必须应对中国的产能过剩问题；将寻求重返正常的贸易规则。欧洲于4月20日宣布将对中国钢索和钢缆征收的反倾销关税延期五年。

俄罗斯铝业官员在上周会晤了中国贸易商，双方正在商讨将俄罗斯所生产的铝制产品销往亚太国家市场的可能性。

日本财务大臣麻生太郎：已告知G20国家贸易保护主义对各方都有害无益，经常帐问题必须在多变框架内而非双边框架内解决；贸易反制措施引发金融市场动荡；G20会议没有探讨汇率问题，讨论了保护主义是当前面临的风险；并未考虑辞职。

美联储发布褐皮书，美联储官员们认为强劲的商业借贷、消费者支出增加和劳动力市场收紧表明美国经济依旧处于持续增长的轨道上。但全球贸易战是一个潜在风险。此外，制造业、农业和交通等企业对美国已推出或计划推出的关税感到担忧。

注：以上信息来源于WIND资讯

点评：上周各国贸易摩擦进一步发酵（美俄矛盾、中兴制裁、欧洲对中国钢索和钢缆征收的反倾销关税延期、澳洲对中国的铁道轮毂发起反倾销反补贴调查等），IMF亦警告贸易冲突可能令全球增长脱轨。

欧洲央行管委维勒鲁瓦：欧洲央行就渐进的正常化具有高度趋同；9月或12月停止QE是不大可能的；欧洲央行应监管贸易保护主义和外汇波动；收紧金融状况、经济增速前景恶化的风险将会改变政策路径；货币政策是可预测的，但非预先设定；欧元区成员国的债务问题不会推迟欧洲央行政策正常化。引知情人士称，欧洲央行或推迟到7月再公布结束QE量宽买债的决定，官员们想观望一季度经济放缓是否仅为临时现象。

欧元区3月CPI终值同比1.3%，预期1.4%。英国3月CPI同比2.5%，预期2.7%，前值2.7%；环比0.1%，预期0.3%，前值0.4%。英国3月核心CPI同比2.3%，预期2.5%，前值2.4%。

注：以上信息来源于WIND资讯

点评：欧元区一季度经济数据普遍不达预期，上周公布的英国和欧元区3月CPI数据均不及预期，媒体称欧央行或推迟到7月再公布结束QE量宽买债的决定，后续需密切跟踪关注贸易摩擦升级对短期全球经济增长带来的负面影响。

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收3071.54点，当周下跌2.77%，深证成指报收10408.91点，当周下跌2.60%，中小板指当周下跌3.11%，创业板指当周下跌2.29%。

分行业来看，29个中信一级行业中2个行业上涨，国防军工和计算机当周分别上涨2.13%和0.21%；27个行业下跌，其中汽车、轻工制造和建材当周分别下跌5.14%、4.99%和4.78%。

图 2：主要指数表现

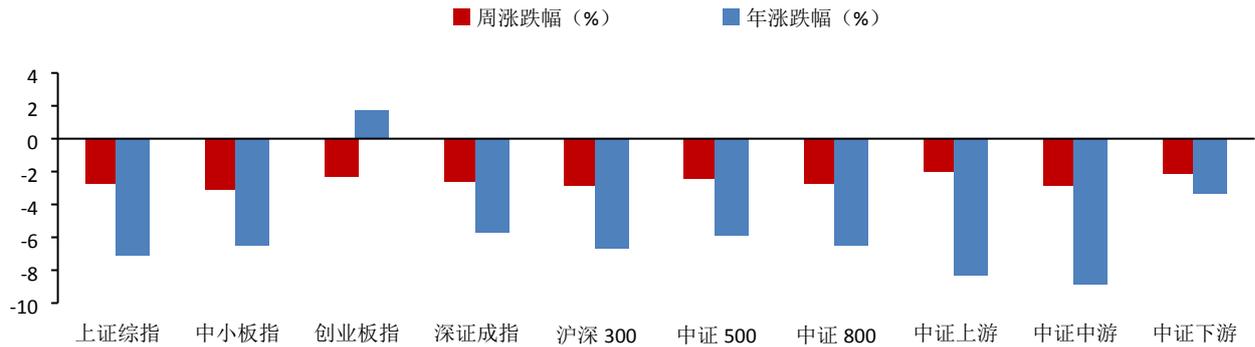
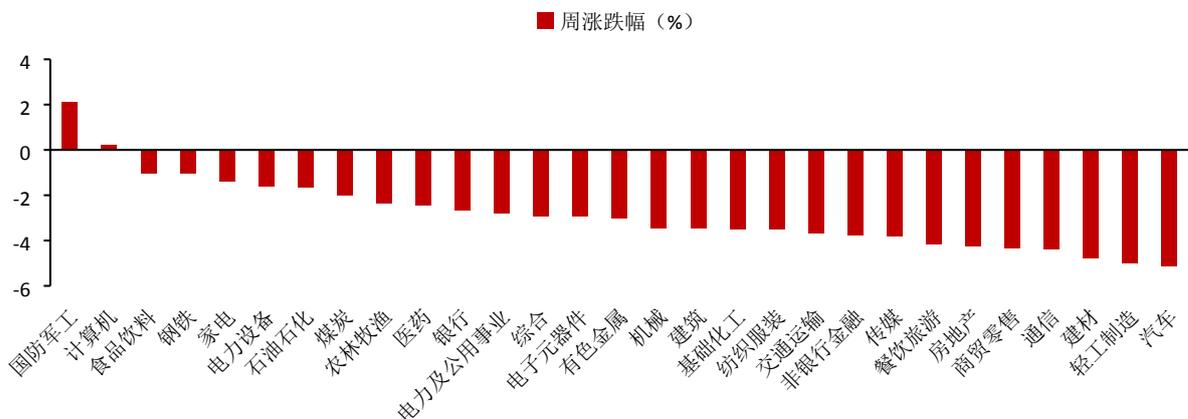


图 3: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年4月16日至2018年4月20日。

(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率3.01%，较前一周上涨0.25%；三年期国债收益率3.19%，较前一周上涨0.55%；十年期国债收益率3.52%，较前一周上涨1.60%。一年期国开债收益率3.62%，较前一周上涨0.19%；三年期国开债收益率4.07%，较前一周上涨0.65%；十年期国开债收益率4.36%，较前一周上涨1.84%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率4.28%，较前一周上涨0.32%；五年期AAA最新收益率4.65%，较前一周上涨1.41%；一年期AA+最新收益率4.50%，较前一周上涨0.33%；五年期AA+最新收益率4.92%，较前一周上涨1.40%；一年期AA最新收益率4.76%，较前一周上涨0.28%；五年期AA最新收益率5.32%，较前一周上涨0.97%；一年期城投债最新收益率4.86%，较前一周上涨0.20%；五年期城投债最新收益率5.32%，较前一周上涨1.27%。

图 4: 各类债券持有期收益率

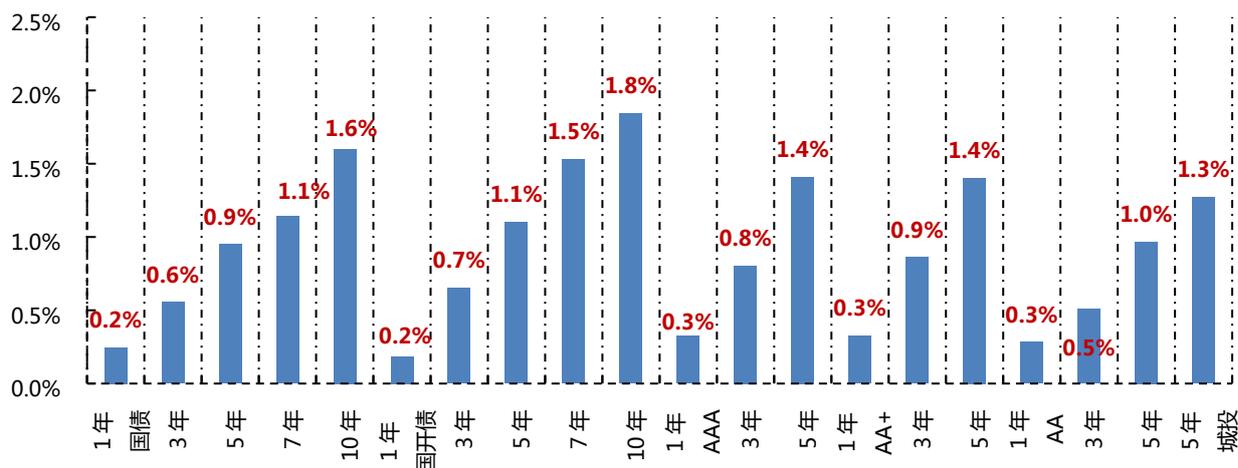
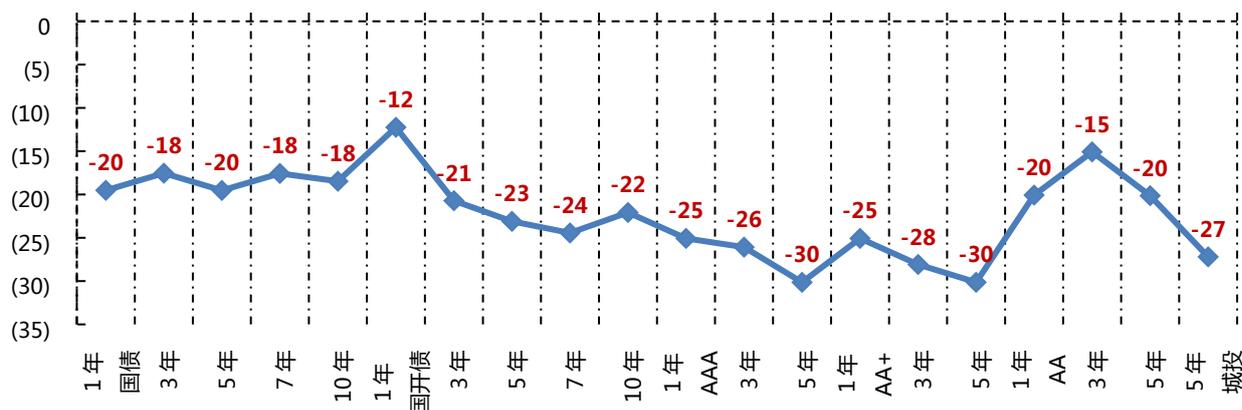


图 5: 各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年4月16日至2018年4月20日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，一季度整体经济运行平稳。往后看，3月广义社融增速加速下行叠加地方政府去杠杆力度并无松动，二季度需求或有所走弱，不过考虑到中期经济结构和短期经济活力的变化，二季度经济下行的幅度不大。全年来看，我们维持商品房低库存和保障房建设有望支撑全年地产投资较去年基本维稳的判断，同时将密切关注资金进一步收紧的幅度；基建投资增速大概率将较去年有所放缓，不过考虑到稳增长的基本诉求仍然存在，预计下滑幅度不会太大，节奏上可能在某些时点出现超调；另二季度末制造业投资可能看到回升迹象，不

过幅度可能不会太大；消费方面，往后看整体消费走势仍待观察，目前仍维持全年消费延续平稳的判断不变。高频数据显示，生产端仍然维持平稳，预计4月工业增加值同比较3月将有所回升；推断需求端并未有明显的走弱迹象。**通货膨胀方面**，初步预计4月CPI1.8%左右，PPI3.4%左右。**流动性方面**，上周央行宣布降准。我们认为，本次降准有助于稳定市场流动性；在实体经济去杠杆、金融强监管以及中美贸易摩擦的宏观环境下，此次降准也有助于对冲这些风险事件对国内经济增长可能产生的负面影响，并缓解银行负债成本压力。**国际方面**，后续需密切跟踪关注贸易摩擦升级对短期全球经济增长带来的负面影响。

权益方面：受社融数据和地方政府去杠杆等因素影响，市场对短期经济增长的预期仍偏悲观。虽然目前我们依然维持中期经济增长平稳的判断不变（这一中期判断要发生改变，重点要关注社融数据、地方政府和国企去杠杆力度、以及贸易战和海外资本市场波动），但短期来看，目前市场对经济悲观预期的修复动力及其空间应较为有限。投资策略方面，维持年内新兴产业投资吸引力较去年抬升，阶段性的主题投资也将成为市场重要特征的判断不变，**目前继续建议均衡配置**。从自上而下的角度来看，短期应关注的是国内流动性最宽松的阶段是否已经过去，并对美国债券收益率再次逼近3%可能对海外资产价格的影响保持关注。

固定收益方面：债券方面，上周央行意外降准带来前半周收益率断崖式下行，而后半周的收益率在交易机构获利了结的心态下又有所反弹。未来收益率仍有下行的可能性，但短期受到贸易战的变化和资金面情况的影响可能仍有波动；基于目前的基本面，不太可能性出现经济的断崖式下行和货币政策的大放水，短期收益率持续下行的空间有限。战略层面仍然看好债市，但目前交易户加杠杆力度较大，且资金面在5-6月份存在一些不确定性，遇到波动调整的机会买入并持有是较好的选择。

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