

2018.5.28-2018.6.1

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 5月制造业 PMI 数据超预期, 生产、订单、价格均回升, 产成品库存去化, 显示当前经济景气度仍高。通货膨胀方面, 维持5月 CPI 同比 1.8%判断不变, 上调 PPI 同比增速至 3.9%。流动性方面, 上周资金面略显压力, 央行宣布扩大中期借贷便利担保品范围。
- 权益市场: 基本上维持中期经济增长相对平稳、全年流动性较去年边际改善的判断不变。投资策略方面, 维持年内新兴产业投资吸引力较去年抬升、阶段性的主题投资将成为市场重要特征判断不变。目前继续建议均衡配置, 并在调整过程中逐步增加新兴行业及消费类板块配置比例。
- 固定收益市场: 债券方面, 当前维持5-10年金融债和3年以内高等级信用债配置结构, 寻找被市场错杀的个券。

正文内容:

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长: 5月中采制造业PMI超预期, 关注小型企业景气度与大中企业分化回落

5月中采制造业PMI 51.9%, 较上月提高0.5个百分点, 高于预期0.5个百分点。

上周南华综合指数环比增速由前周的-0.74%回升至0.72%, 期货呈现普涨态势。金属、工业、农产品、贵金属、能化分别上涨1.2%、0.8%、0.57%、0.48%、0.43%。水泥价格周环比增速由前周的0.42%放缓至0.2%, 涨幅符合季节性。

上周地产销售方面, 30城地产销售面积4周移动平均同比增速由前周的-21%升至-11%, 环

比上升5.9%；一线城市同比增速由前周的-11%大幅上升至11%，环比升15.9%；二线城市同比增速由前周的-30%升至-25%，环比上升5%；三线城市同比增速由前周的-10%升至4.3%，环比升1.3%。土地成交方面，上周成交土地面积4周移动平均同比由前周的36.75%下降至26.2%，成交土地溢价率（四周移动平均）由前周的17.95%上升至20.92%。

生产方面，上周日均耗煤量4周移动平均同比延续上涨，由前周的16.13%升至20.23%，三峡水库出库日均流量4周移动平均同比增速由前周的-0.48%大幅抬升至10.89%。开工率方面，全国高炉开工率基本持平前周（71.82%），唐山高炉开工率由前周的75.6%上升至76.2%；焦化企业开工率由前周的80.18%降至75.56%；汽车半钢胎开工率由前周的75.56%回落至74.11%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：5月制造业PMI边际走强并超出市场预期，结合近两月制造业PMI以及综合PMI的走势（均较一季度均值走高）来看，二季度整体经济仍将维持平稳，不过在信用风险提升、融资环境趋紧的背景下，需关注大中小企业景气度分化的持续性。分结构来看，生产量指数走强，与高炉开工率、发电耗煤量等高频数据表现相一致，结合企业生产经营活动预期指数和采购量指数来看，短期生产端的景气度仍可维持。上周高频数据仍反映经济运行较为稳定，房产销售增速走高，耗煤量等生产相关数据进一步走强，南华指数呈现普涨态势。

2、通货膨胀：维持5月CPI同比增速1.8%，上调PPI同比增速至3.9%

根据商务部监测，上周食品价格较前一周上升0.3个百分点。分项看，菜价环比与猪价环比双双进入正区间，分别由前一周的-2.3%、-0.6%升至0.8%、1.9%；生产资料价格方面，能源、黑色金属均下降0.4%，有色金属、橡胶、农资、化工分别上涨0.3%、0.3%、0.2%、0.1%。

3、流动性与人民币汇率：受月末企业清缴所得税影响资金面边际收紧，央行决定适当扩大中期借贷便利担保品范围以支持信用债和普惠金融；人民币兑美元汇率继续贬值

中国人民银行决定适当扩大中期借贷便利担保品范围，新纳入不低于AA级的小微企业、绿色和“三农”金融债券、AA+、AA级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券）、优质的小微企业贷款和绿色贷款。

上周珠三角票据直贴利率均值由前周的5.148%上升至5.16%，转帖利率均值维持在4.86%。

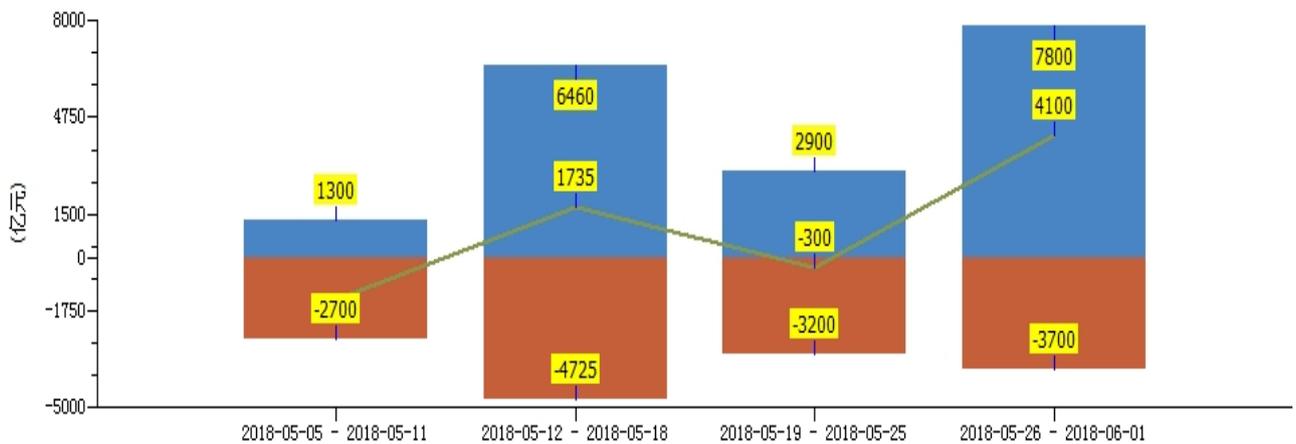
上周市场公开净投放资金4100亿元。实施逆回购合计7800亿元，其中7天逆回购3600亿元，14天逆回购1300亿元，28天逆回购2900亿元；逆回购到期合计3700亿元，其中7天逆回购到期1500亿元，14天逆回购到期2200亿元。

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贬值。在岸即期汇率周五收盘价为6.4169，周五离岸人民币汇率为6.4141。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：受月末企业清缴所得税影响上周市场资金面较紧，央行加大市场公开操作力度稳定流动性，银行间利率抬升。此外，上周央行宣布扩大中期借贷便利担保品范围，表明决策层希望引导更多资金至普惠金融和信用债领域，将一定程度上有利于缓解近期民企为主的信用违约事件频发造成的市场情绪冲击，不过考虑到目前MLF存量在持续下降，对于企业尤其是民企目前面临的紧信用问题是否能发挥多大实质性作用仍有待观察。

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：美国5月制造业PMI和非农数据均超预期，失业率创18年新低；贸易摩擦相关事件进一步发酵

美国5月ISM制造业PMI 58.7，预期58.2，前值57.3。美国4月个人消费支出（PCE）环比增0.6%，预期增0.4%，前值由0.4%修正为0.5%；4月个人收入环比增0.3%，预期增0.3%，前值由0.3%修正为0.2%。美国5月非农新增就业人数22.3万，预期18.8万，前值由16.4万修正为15.9万，3月由13.5万修正为15.5万；失业率3.8%，与2000年4月一致，均为1969年以来最低水平，预期3.9%，前值3.9%；5月平均每小时工资同比增2.7%，预期增2.6%，前值增2.6%。

注：以上信息来源于WIND资讯

点评：美国5月非农好于预期，失业率跌至近18年来新低，在失业率降低的同时薪资增速小幅回升，进一步加大通胀预期，非农数据公布后，美元指数和美债收益率小幅上升，据CME“美联储观察”最新估算，美联储今年6月加息25个基点至1.75%-2%区间的概率升至93.8%，此前为88.8%。

上周贸易摩擦相关的事件进一步发酵：

(1) 美国正式宣布对加拿大、墨西哥和欧盟征收25%的钢铁关税，征收10%的铝关税。取消对韩国10%的铝关税；对阿根廷、澳大利亚、巴西钢铁和铝免税有一定限额。对此，欧盟委员会主席容克、墨西哥经济部长、加拿大外交部部长Freeland均表示要对此采取报复性行动。加拿大将针对钢铝征收附加性关税，自7月1日开始生效。只要美国还在实施钢铝关税，加拿大相应的关税措施就保持有效性。加拿大将对美国钢铁产品实施25%的关税，对美国铝产品实施10%的关税。

(2) 美国总统特朗普：美国只会接受公平的北美自由贸易协定，否则不会达成协议。美国商务部长罗斯：美国已经准备好就TPP问题和欧盟接洽。欧盟外长Mogherini：欧盟将推进在WTO对美国的起诉，欧盟的措施将合情合理，符合WTO规则。日本首相安倍晋三：正关注美国在进口汽车关税方面的动向；希望尽快和美国总统特朗普通电话；希望在G7峰会上坦诚沟通美国关税事宜。

(3) 欧盟贸易事务专员马姆斯特罗姆于周三会见美国商务部部长罗斯和美国贸易代表莱特希泽。日本财务大臣麻生太郎和美国财长努钦进行了会谈，麻生太郎敦促美国给予日本钢铝关税豁免资格，双方并未讨论WTO、自贸协议谈判以及汇率问题。

注：以上信息来源于WIND资讯

点评：上周贸易摩擦相关事件进一步发酵，美国将贸易战矛头指向欧盟、加拿大、墨西哥，全球贸易态势趋紧。

(二) 权益方面

截至周五收盘，上证综指报收3075.14点，当周下跌2.11%，深证成指报收10169.35点，当周下跌2.67%，中小板指当周下跌2.67%，创业板指当周下跌5.26%。

分行业来看，29个中信一级行业中5个行业上涨，其中食品饮料、餐饮旅游和家电当周分别上涨5.59%、5.12%和1.53%；24个行业下跌，其中国防军工、通信和电力设备当周分别下跌6.87%、5.69%和5.55%。

图 2: 主要指数表现

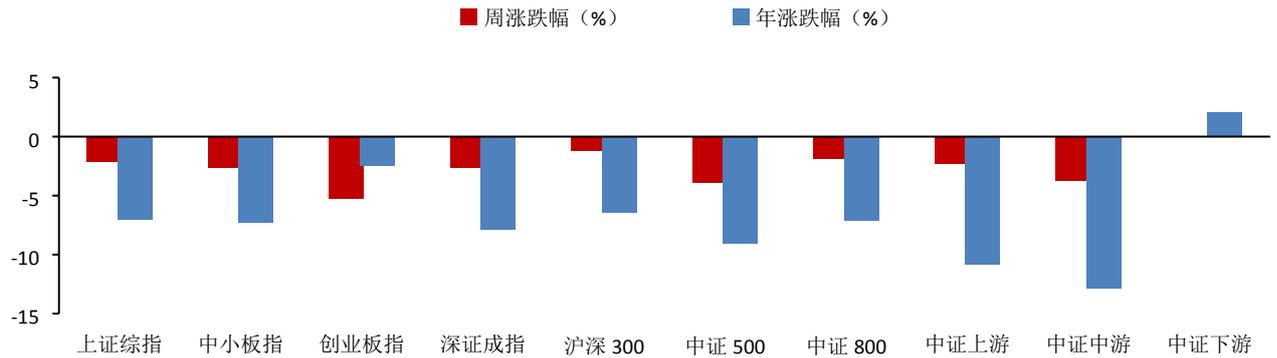
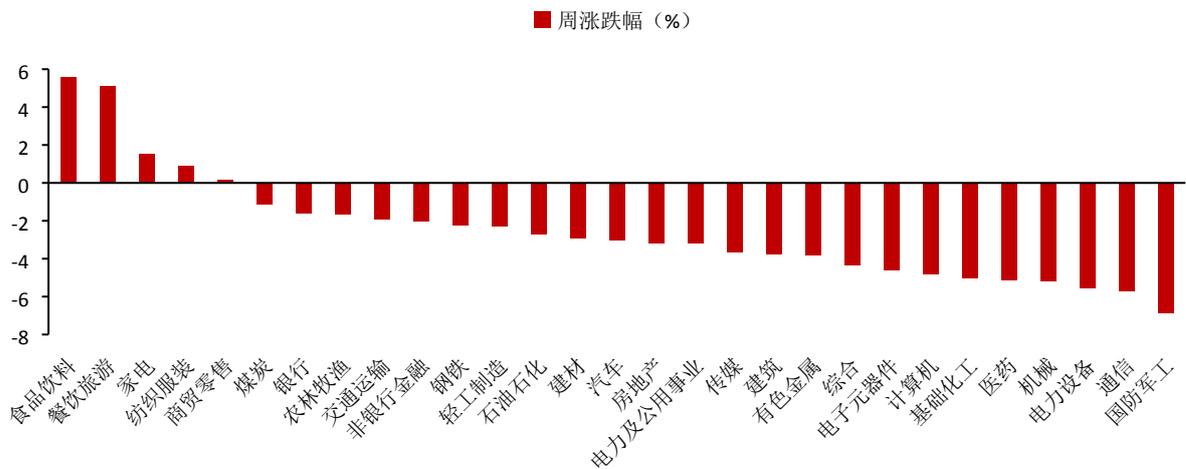


图 3: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年5月28日至2018年6月1日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率3.16%，较前一周上涨0.02%；三年期国债收益率3.36%，较前一周下跌0.17%；十年期国债收益率3.62%，较前一周上涨0.01%。一年期国开债收益率3.88%，较前一周上涨0.05%；三年期国开债收益率4.24%，较前一周上涨0.04%；十年期国开债收益率4.42%，较前一周下跌0.04%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率4.50%，较前一周上涨0.06%；五年期AAA最新收益率4.74%，较前一周上涨0.22%；一年期AA+最新收益率4.80%，较前一周上涨0.06%；五年期AA+最新收益率5.10%，较前一周上涨0.05%；一年期AA最新收益率5.21%，较前一周上涨0.07%；五年期AA最新收益率5.55%，较前一周下跌0.11%；一年期城投债最新收益率5.31%，较前一周上涨0.07%；五年期城投债最新收益率5.71%，较前一周下跌0.12%。

图 4: 各类债券持有期收益率

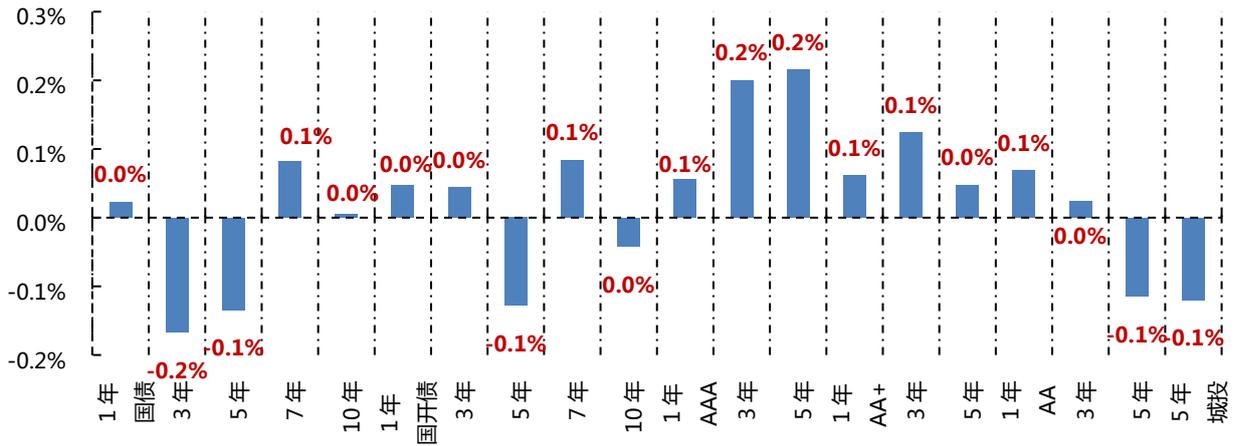
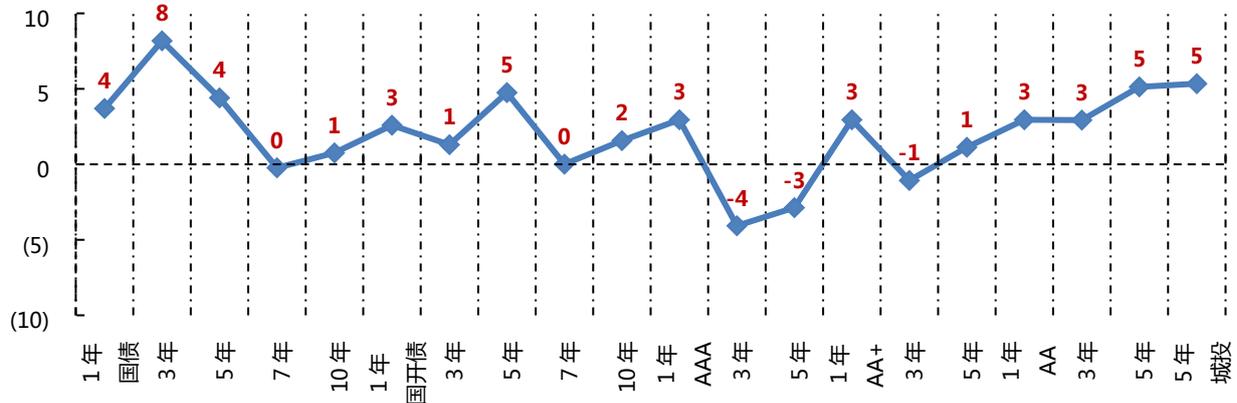


图 5: 各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2018 年 5 月 28 日至 2018 年 6 月 1 日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，5月制造业PMI边际走强并超出市场预期，结合近两月制造业PMI以及综合PMI的走势（均较一季度均值走高）来看，二季度整体经济仍将维持平稳，不过在信用风险提升、融资环境趋紧的背景下，需关注大中小企业景气度分化的持续性。**通货膨胀方面**，维持5月CPI同比1.8%判断不变，上调PPI同比增速至3.9%。**流动性方面**，上周央行宣布扩大中期借贷便利担保品范围，表明决策层希望引导更多资金至普惠金融和信用债领域，将一定程度上有利于缓解近期民企为主的信用违约事件频发造成的市场情绪冲击，不过考虑到目前MLF存量在持续下降，对于企业尤其是民企目前面临的紧信用问题是否能发挥多大实质性作用

仍有待观察。

权益方面：基本上维持中期经济增长相对平稳、全年流动性较去年边际改善的判断不变。从市场风险角度来看，当前市场对未来一两个月资本市场基本面和市场风险偏好的担忧主要体现在以下四个方面，一是资管新规及信用违约增加等对社融等货币金融条件及市场风险偏好的影响，二是国有企业和地方政府去杠杆对年内经济总体偏负面影响，三是中美摩擦还可能阶段性出现，四是油价上涨及海外流动性收紧对全球资产价格的影响。短期而言，上周央行宣布扩大中期借贷便利担保品范围的政策对市场流动性担忧有边际改善作用，表明监管层已经在对去杠杆带来的信用风险事件的负面冲击做政策对冲，但这并不改变去杠杆及打破刚性兑付等的中期政策主线。投资策略方面，维持年内新兴产业投资吸引力较去年抬升、阶段性的主题投资将成为市场重要特征的判断不变。当前时点考虑到当前外部风险事件依然较多，而国内也在处置信用风险等的政策磨合期，**建议均衡配置**，并在调整过程中逐步增加新兴行业及消费类板块配置比例。

固定收益方面：债券方面，上周资本市场继续受到信用违约担忧的影响，国债、金融债收益率小幅振荡，低评级信用利差继续回升。目前宏观经济还处于温和扩张状态，下半年或有小幅回落压力，但是回落空间不大。基本面对债市略偏利好但是空间有约束。商业银行负债增长速度下行趋势还未改变；央行货币政策有边际变化，银行间流动性环比改善，但暂未看到流动性进一步放松的信号。综合以上信号和当前市场估值，债券市场短期内走势会比较纠结。从券种来看，高等级信用债利差有所收敛，等级之间利差继续拉大，市场对于信用风险担忧程度达到一个较高水平，当前维持5-10年金融债和3年以内高等级信用债配置结构，寻找被市场错杀的个券。

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