

2018. 9. 25-2018. 9. 28

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 预计四季度出口数据回落幅度将有所加快; 在各方面政策刺激下, 预计基建增速在四季度将见底回升, 内需也将逐渐企稳。通货膨胀方面, 预计9月CPI同比增速2.5%或略高于此值, PPI同比增速3.5%。流动性与人民币汇率方面, 7日央行超预期宣布降准1个百分点释放7500亿资金, 显示决策层稳内需决心, 同时也意味着银行间流动性仍将维持宽松。考虑到降准释放资金部分还将对冲中下旬缴税, 因此将在多大程度上降低货币市场利率, 仍有待观察。
- 权益市场: 预计国内对宏观面的关注点还将继续由前期的经济悲观预期向偏积极的政策预期转换, 市场仍然具备由前期经济悲观预期修复所带来的反弹基础。中期角度来看, 我们依然维持相对谨慎。
- 固定收益市场: 当前左右债市力量来源于滞和胀的较量, 目前两个力量都在进一步扩散。然而, 通胀尚未达到临界点, 货币政策仍然维持宽松, 预计债券牛市未尽, 风险暂时不大。后续关注人民币贬值压力和通胀风险。

正文内容:

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长: 9月PMI回落幅度超预期, 供需均走弱, 就业分项回落幅度较大。需求方面, 出口订单指数回落幅度加大, 建筑业订单和国内订单指数有所企稳

9月中采制造业PMI 50.8%, 较上月回落0.5个百分点, 低于预期0.3个百分点; 9月非制造业PMI商务活动指数54.9%, 较上月续升0.7个百分点; 综合PMI 54.1%, 较上月继续上行0.3个百分点。

国庆前一周，南华综合指数环比增速0.59%，较前周上升0.4%，其中农产品、能化、贵金属、工业品分别上涨0.84%、0.57%、0.44%、0.33%，金属指数下跌0.04%。水泥价格环比上升0.3%，涨幅基本符合季节性。钢材库存上升1.7%，其中螺纹钢库存上升0.41%，累库幅度基本符合季节性。

国庆前一周，地产销售方面，30城地产销售面积四周移动平均同比增长-3.75%，较前周下行，时隔两个月再度转负。其中一线城市由57%降至42%，二线城市由0.04%降至-14.77%，三线城市由-1.24%降至-7.84%。国庆前一周及国庆期间，土地成交方面，土地出让面积四周移动平均均呈现下行态势，土地溢价率四周移动平均呈现先升后降趋势。国庆前一周和国庆期间土地溢价率分别为8.24%和6.86%。

国庆前一周，生产方面，四周移动平均发电耗煤增速同比进一步下降至-10.9%；三峡水库出库量四周移动平均同比增长-10.8%，较前周回升2.5个百分点。开工率方面，全国高炉开工率68%，较前周基本维稳；焦化厂开工率76.9%，较前周续升0.5个百分点；二者同比降幅较前周小幅收窄。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：生产方面，PMI数据和中观高频数据显示9月工业增加值较8月大概率将有所回落。需求方面，9月PMI出口订单回落幅度扩大，预计四季度出口数据回落幅度将有所加快。内需方面，9月建筑业订单PMI出现大幅反弹，水泥价格、螺纹库存显示建安需求并不弱；在各方面政策刺激下，预计基建增速在四季度将见底回升，内需也将逐渐企稳。

2、通货膨胀：预计9月CPI同比2.5%、PPI同比3.5%

根据商务部监测，9月17日至23日，食品价格环比0.9%，涨幅较前周有所回落，不过仍然超出季节性。分项看，猪肉价格环比较前周由2.5%回落至1%，蔬菜价格环比由前周4.4%回落至1.8%，涨幅超过季节性。流通领域工业品价格环比0.5%，幅度较前周维持平稳，呈现普涨态势，黑色、能源分别上涨0.4%、0.3%。

点评：食品价格涨幅继续超季节；工业品价格环比维持在较高水平。预计9月CPI同比增速2.5%或略高于此值，PPI同比增速3.5%。

3、流动性与人民币汇率：季末流动性仍然宽松，央行7日宣布降准100个BP稳增长意图明显，也将有利于流动性延续宽松局面；国庆期间离岸人民币汇率贬至6.89

国庆前一周珠三角票据直贴利率均值由前周的4.14%微升至4.155%，转贴利率均值由前周的3.78%微升至3.795%。

国庆前一周央行公开市场操作合计回笼2300亿元。其中实施逆回购600亿元，均为14天逆

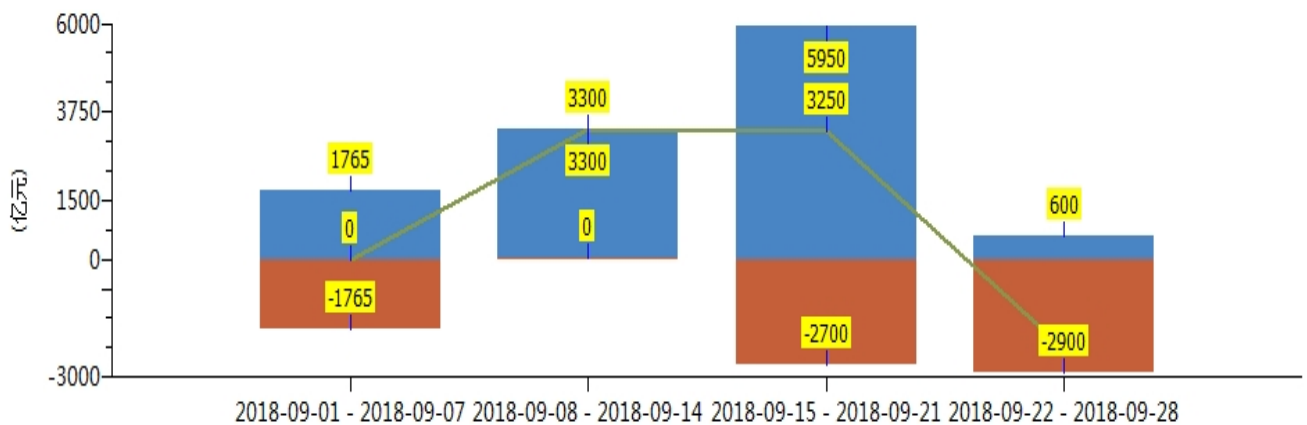
回购；逆回购到期合计2900亿元，其中14天逆回购到期600亿元，7天逆回购到期2300亿元。7日央行宣布10月15日起降准1个百分点，剔除置换当日当期MLF外，预计释放资金7500亿元。国庆前一周7天回购定盘利率周均值2.73%，较前周上升7BP；R007周均值由前周的2.71%进一步上行至2.97%。

国庆前一周人民币汇率中间价较前周小幅贬值0.16%至6.86。国庆期间，离岸人民币汇率贬值至6.89，1年期NDF贬至6.99。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：三季末资金仍相对宽松，货币市场利率仅小幅上行。7日央行超预期宣布降准1个百分点释放7500亿资金，显示决策层稳内需决心，同时也意味着银行间流动性仍将维持宽松。考虑到降准释放资金部分还将对冲中下旬缴税，因此将在多大程度上降低货币市场利率，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：美联储如期加息，印尼、印度等新兴市场央行跟随加息

美联储宣布加息25个基点至2-2.25%区间，创2008年以来最高，符合市场预期。美联储宣布加息后，多个国家央行也宣布加息。巴林、沙特、阿联酋央行宣布提高基准利率25个基点。卡塔尔央行将存款利率上调25个基点。菲律宾央行也把关键利率上调50个基点至4.5%，符合预估。随后，印尼央行将7天期逆回购利率上调25个基点至5.75%，为5月中旬以来第五次加息，符合市场的普遍预期。印尼央行表示，正密切观察美联储升息路径，也将保持鹰派的货币政策立场，维持“先于曲线及先发制人”。而下一次政策行动将取决于全球动态，比如加息、贸易紧张局势。印度央行意外维持利率6.5%不变，此前市场一致预期将加息25个基点至6.75%。

注：以上信息来源于WIND资讯

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收2821.35点，当周上涨0.85%，深证成指报收8401.09点，当周下跌0.10%，中小板指当周上涨0.03%，创业板指当周上涨0.02%。

分行业来看，29个中信一级行业中13个行业上涨，其中食品饮料、医药和石油石化当周分别上涨2.99%、2.48%和1.89%；16个行业下跌，其中房地产、通信和计算机分别下跌3.96%、1.51%和1.38%。

图 2：主要指数表现

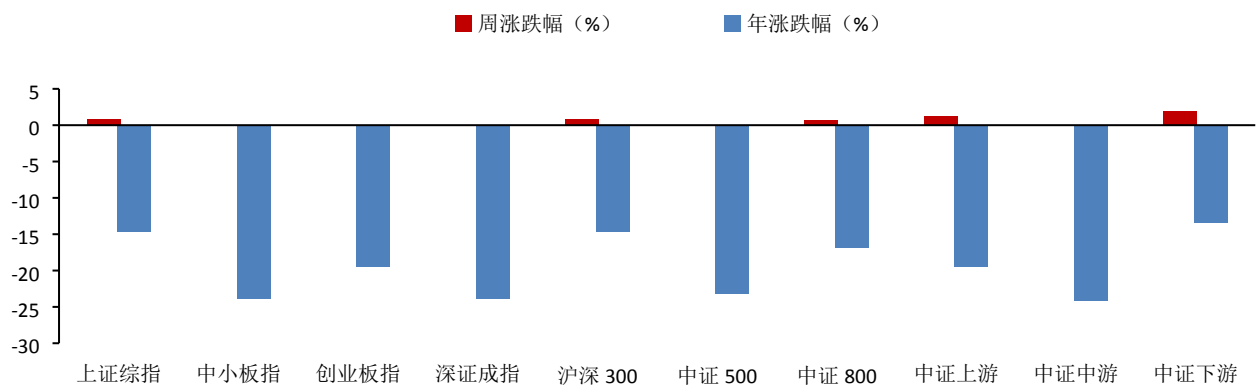
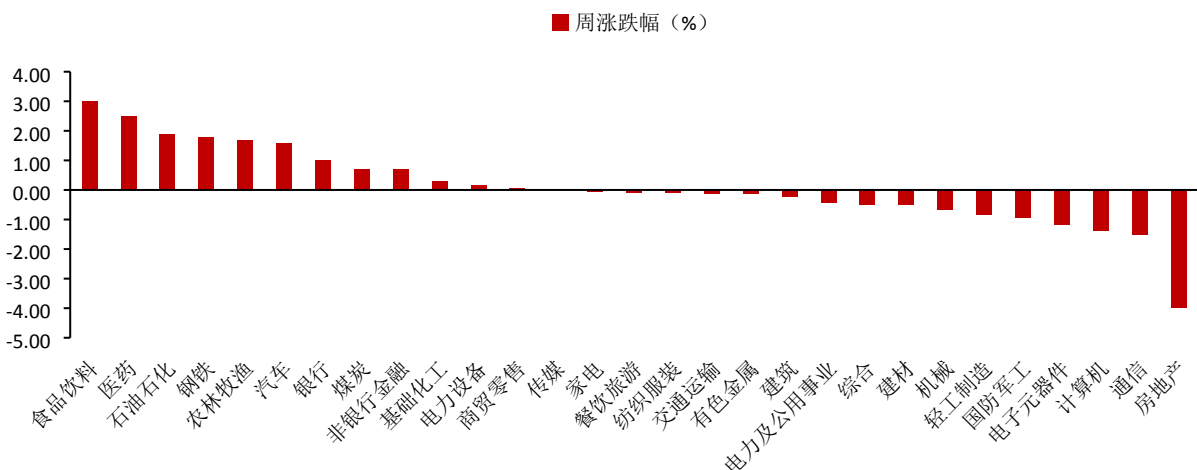


图 3：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年9月25日至2018年9月28日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率3.00%，较前一周上涨0.08%；三年期国债收益率3.28%，较前一周上涨0.26%；十年期国债收益率3.62%，较前一周上涨0.56%。一年期国开债收益率

3.09%，较前一周上涨0.06%；三年期国开债收益率3.66%，较前一周上涨0.31%；十年期国开债收益率4.20%，较前一周上涨0.60%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.70%，较前一周上涨0.07%；五年期AAA最新收益率4.46%，较前一周上涨0.43%；一年期AA+最新收益率3.96%，较前一周上涨0.04%；五年期AA+最新收益率4.88%，较前一周上涨0.43%；一年期AA最新收益率4.36%，较前一周上涨0.08%；五年期AA最新收益率5.52%，较前一周上涨0.44%；一年期城投债最新收益率4.29%，较前一周上涨0.13%；五年期城投债最新收益率5.30%，较前一周上涨0.39%。

图 4：各类债券持有期收益率

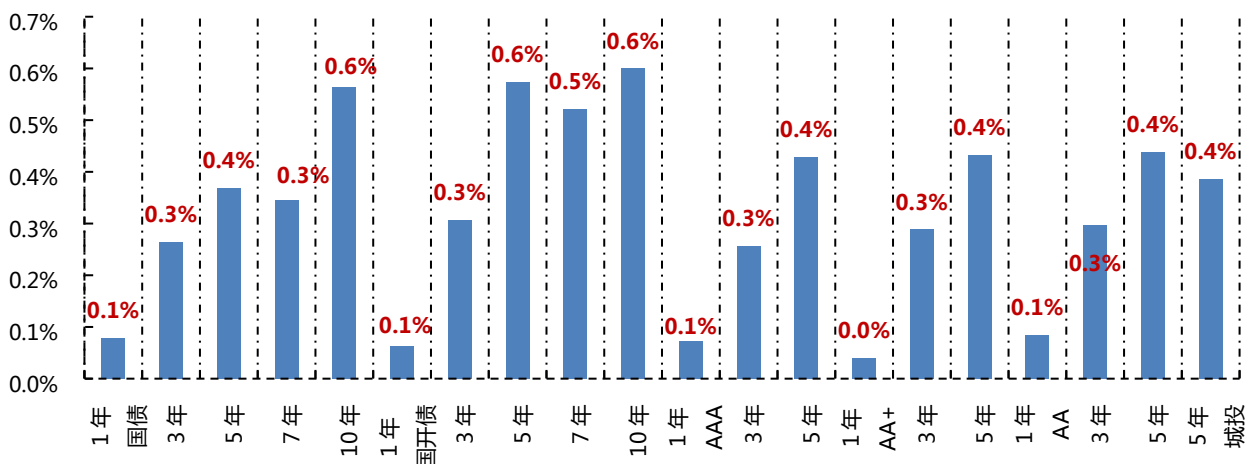
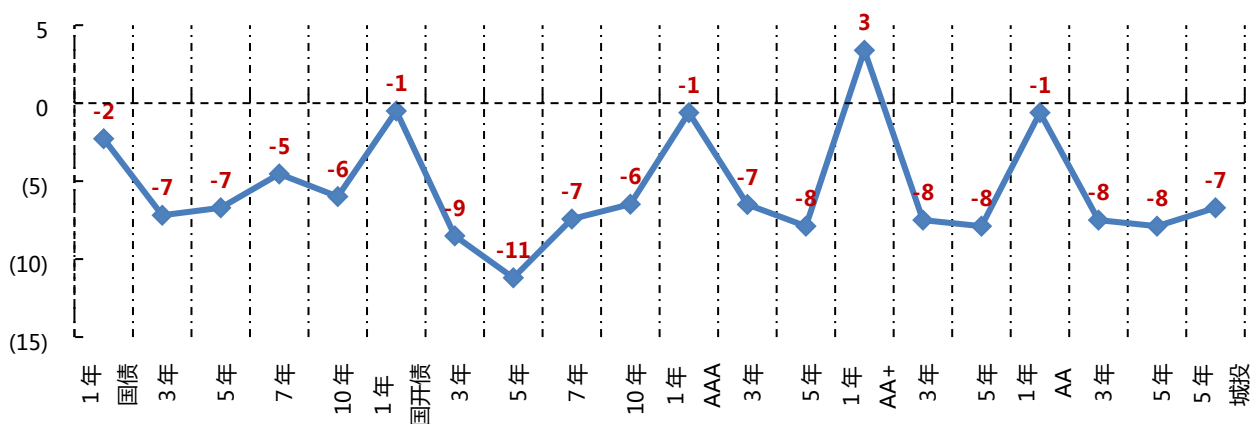


图 5：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年9月25日至2018年9月28日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，预计四季度出口数据回落幅度将有所加快；在各方面政策刺激下，预计基建增速在四季度将见底回升，内需也将逐渐企稳。**通货膨胀方面**，预计9月CPI同比增速2.5%或略高于此值，PPI同比增速3.5%。**流动性与人民币汇率方面**，7日央行超预期宣布降准1个百分点释放7500亿资金，显示决策层稳内需决心，同时也意味着银行间流动性仍将维持宽松。考虑到降准释放资金部分还将对冲中下旬缴税，因此将在多大程度上降低货币市场利率，仍有待观察。

权益方面：国庆假期期间海外股市整体走弱，标普500下跌0.98%、纳斯达克下跌3.21%。从海外来看，造成海外市场下跌的主要因素有：一是美债收益率快速上升。二是，意大利提高财政赤字超出市场预期，引发市场对意大利股市和债券的抛售，并拖累欧洲银行股表现。三是，美国副总统彭斯对华发表激进言论、中美两国军舰在南海的对峙等令中美关系不确定性再度升温。这些海外的事件叠加中国9月PMI回落，更令恒生指数在国庆假期期间下跌幅度达到4.38%。就国内而言，国庆期间高层继续在稳定民营经济预期和稳增长方面释放积极信号，特别是在7号央行宣布降准，同时新华社报道称中国政府正在研究更大规模减税和降费措施。在这种政策环境下，预计国内对宏观面的关注点还将继续由前期的经济悲观预期向偏积极的政策预期转换，市场仍然具备由前期经济悲观预期修复所带来的反弹基础。不过从中期角度来看，我们依然维持相对谨慎。这是因为，第一，中美摩擦和冲突具有长期性特征，且其对中国经济基本面的影响目前尚未明显显现，市场对其冲击还难有量化估量。而从目前美加墨贸易协定来看，中国后续面临的外部贸易形势并不乐观。第二，油价上涨及海外流动性收紧对新兴市场国家的影响，最终还将对国内产生影响。第三，虽然目前国内政策面偏向积极，但宽信用传导途径能否打通，去杠杆政策的协调性能否显著改善也都存在变数。

固定收益方面：当前左右债市力量来源于滞和胀的较量，目前两个力量都在进一步扩散。然而，通胀尚未达到临界点，货币政策仍然维持宽松，预计债券牛市未尽，风险暂时不大。后续关注人民币贬值压力和通胀风险。

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