

2018. 11. 12-2018. 11. 16

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 往后看, 预计短期广义社融增速回落幅度将延续收窄, 但是一阶拐点仍需等待; 经济增长将延续回落。通货膨胀方面, 初步预计 11 月 CPI 同比增速 2.2%, PPI 同比增速 2.9%。流动性与人民币汇率方面, 受税期、中央国库现金管理到期等因素影响, 货币市场利率有所上行, 整体流动性仍处于充裕水平。
- 权益市场: 从中期维度来看, 国内盈利下行仍将是制约股市的重要因素, 同时中美贸易冲突走向和海外流动性收紧也将给A股市场带来一定压力, A股市场出现趋势性机会仍需等待。
- 固定收益市场: 从投资价值来看, 当前债市的估值吸引力已经有明显下降, 横向来看投资价值低于股票, 纵向来看收益率处于历史40%分位数以内; 然而, 市场趋势并没有结束, 基本面、政策面还在向有利方向发展。趋势逆转的关键仍是宽信用的兑现, 表现在社融的恢复, 这一方面显示经济的需求端回暖, 另一方面昭示金融体系风险偏好回升, 我们将对此保持密切关注。

正文内容:

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长: 10月金融数据和实体经济显示实体经济融资需求弱势, 政策尚未对冲内生融资需求的下滑。11月高频数据显示目前生产端较10月基本维持平稳

中国10月新增人民币贷款6970亿, 前值 13800亿, 同比多增338亿。按照央行公布最新口径, 10月新增社会融资规模7288亿, 前值22054亿, 同比少增4716亿。按照我们调整计算后的

旧口径，10月新增社会融资规模5825亿，前值12158亿，同比少增4532亿。

10月M2同比 8%，较上月回落0.3个百分点。10月社融余额增速（央行公布新口径）10.2%，较上月回落0.4个百分点。10月社融增速（我们调整计算后的旧口径）9%，较上月回落0.3个百分点。10月广义社融余额增速（我们调整计算后的旧口径社融+国债+地方政府债+外汇占款增量-财政存款增量）10.6%，较上月回落0.2个百分点。

10月规模以上工业增加值同比5.9%，预期5.8%，前值5.8%；10月社会消费品零售总额同比8.6%，预期9.2%，前值9.2%；1-10月城镇固定资产投资同比5.7%，预期5.5%，前值5.4%；1-10月全国房地产开发投资同比9.7%，前值9.9%。10月全国城镇调查失业率为4.9%，前值4.9%。

上周南华综合指数较前周下降1.68%，其中能化、工业品、贵金属、农产品、金属分别下跌2.1%、1.64%、1.52%、1.22%、1.02%。水泥价格环比由前周的3.43%降至0.8%，涨幅弱于季节性。上周钢材库存环比由前周的-5.1%回升至-3.19%，其中螺纹钢库存环比由前周的-5.5%降至-5.64%。

地产销售方面，上周地产销售面积四周移动平均同比由-1.27%升至4%，其中一线城市涨幅由前周0.7%进一步降至-5%，时隔4个月再度跌入负区间；二线城市同比由前周-7.5%升至1.8%，三线城市同比由前周9.4%进一步上行至12.8%。土地成交方面，上周土地成交面积四周移动平均由前周的-24%小幅下行至-25%，土地溢价率四周移动平均由前周的4.6%小幅上行至5%。

生产方面，上周发电耗煤四周移动平均同比增速由前周的-17.34%升至-13.27%，三峡水库流量四周移动平均同比增速较前周的-31.14%回升至-22.29%。开工率方面，上周全国高炉开工率67.82%，较前周继续上升0.14个百分点；焦化厂开工率77.91%，较前周基本维持稳定；高炉开工率同比降幅较前周收窄而焦化开工率同比小幅回落。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：10月金融数据显示实体经济融资需求弱势，政策尚未对冲内生融资需求的下滑。往后看，预计短期广义社融增速回落幅度将延续收窄，但是一阶拐点仍需等待；经济增长将延续回落。10月需求端数据基建投资增速企稳回升和消费超预期回落是边际变化较大的点。11月高频数据显示生产端较10月基本维持平稳，由库存、产量和价格推出的工业品需求中，煤炭边际好转，螺纹边际回落，有色延续低迷。

2、通货膨胀：初步预计11月CPI同比增速2.2%，PPI同比增速2.9%

根据商务部监测，上周食品价格环比-0.4%，下行幅度大于季节性。分项看，上周猪价继续维稳，环比为0%；菜价环比-3.3%，降幅较前周扩大0.6%。上周流通领域工业品价格环比-

0.5%，较前周的-0.1%下降0.4%，其中黑色下跌0.5%，能源上涨0.3%。

点评：初步预计11月CPI同比2.2%，较10月回落0.3个百分点；PPI同比2.9%，较10月回落0.4个百分点。上周猪价继续维稳，环比为0%，同比-0.52%，降幅缩小56BP，猪价上行幅度继续超季节性；蔬菜价格整体表现继续弱于季节性。

3、流动性与人民币汇率：受税期、中央国库现金管理到期等因素影响，货币市场利率有所上行，整体流动性仍处于充裕水平；上周人民币先贬后升

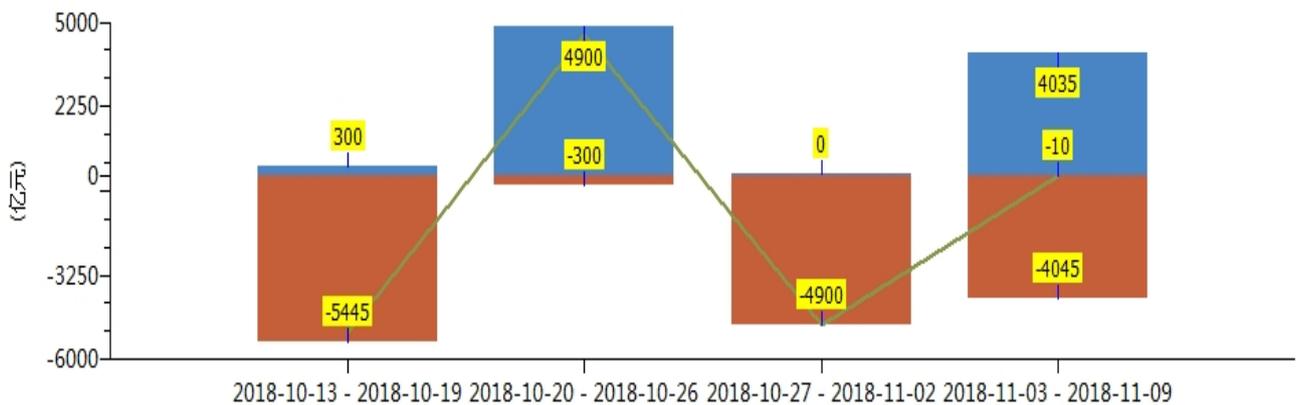
上周珠三角票据直贴利率均值由前周的3.83%进一步下行至3.77%，转贴利率均值由3.47%续降至3.41%。

上周央行没有展开逆回购操作亦无逆回购到期，至此本轮逆回购“静默期”已持续十六个交易日。央行净回笼资金1200亿元，来自于3个月国库定存到期。上周7天回购定盘利率周均值2.63%，较前周上升3BP；R007周均值由前周的2.57%回升至2.63%。

上周人民币汇率中间价较前周贬值0.48%至6.95。

注：以上数据来源于WIND资讯

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。

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收2679.11点，当周上涨3.09%，深证成指报收8062.29点，当周上涨5.41%，中小板指当周上涨5.02%，创业板指当周上涨6.08%。

分行业来看，29个中信一级行业中28个行业上涨，其中综合、传媒和计算机分别上涨13.54%、10.74%和8.85%；1个行业下跌，石油石化下跌0.30%。

图 2: 主要指数表现

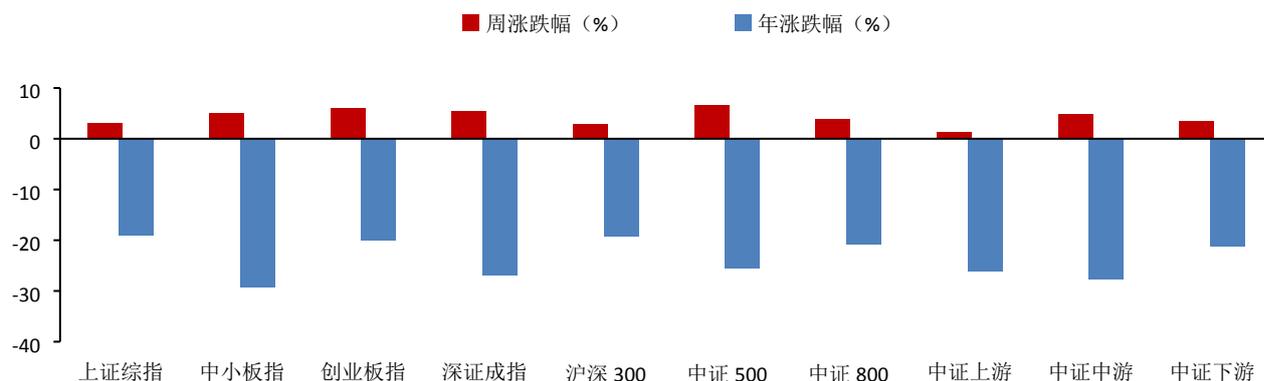
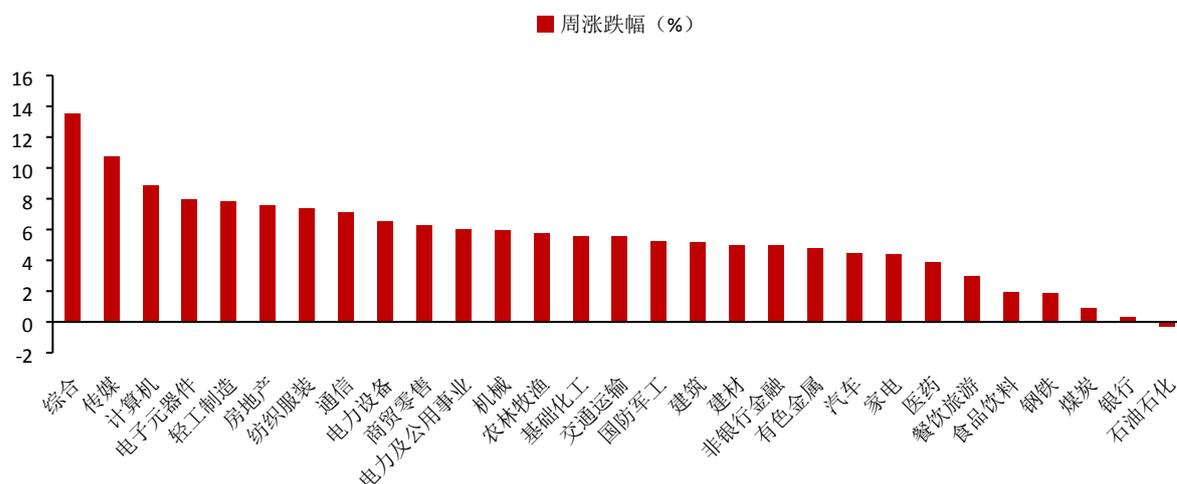


图 3: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年11月12日至2018年11月16日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.51%，较前一周上涨0.19%；三年期国债收益率2.98%，较前一周上涨0.36%；十年期国债收益率3.35%，较前一周上涨1.11%。一年期国开债收益率2.83%，较前一周上涨0.01%；三年期国开债收益率3.37%，较前一周上涨0.23%；十年期国开债收益率3.88%，较前一周上涨1.65%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.62%，较前一周上涨0.09%；五年期AAA最新收益率4.12%，较前一周上涨0.50%；一年期AA+最新收益率3.82%，较前一周上涨0.12%；五年期AA+最新收益率4.47%，较前一周上涨0.50%；一年期AA最新收益率4.14%，较前一周上涨0.12%；五年

期AA最新收益率5.13%，较前一周上涨0.51%；一年期城投债最新收益率3.97%，较前一周上涨0.15%；五年期城投债最新收益率4.79%，较前一周上涨0.75%。

图 4：各类债券持有期收益率

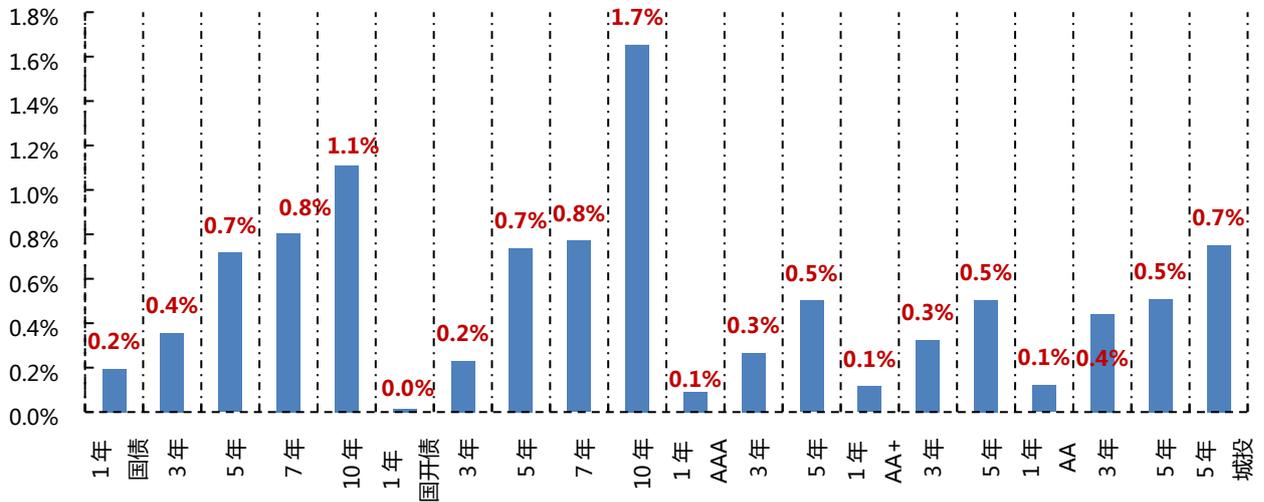
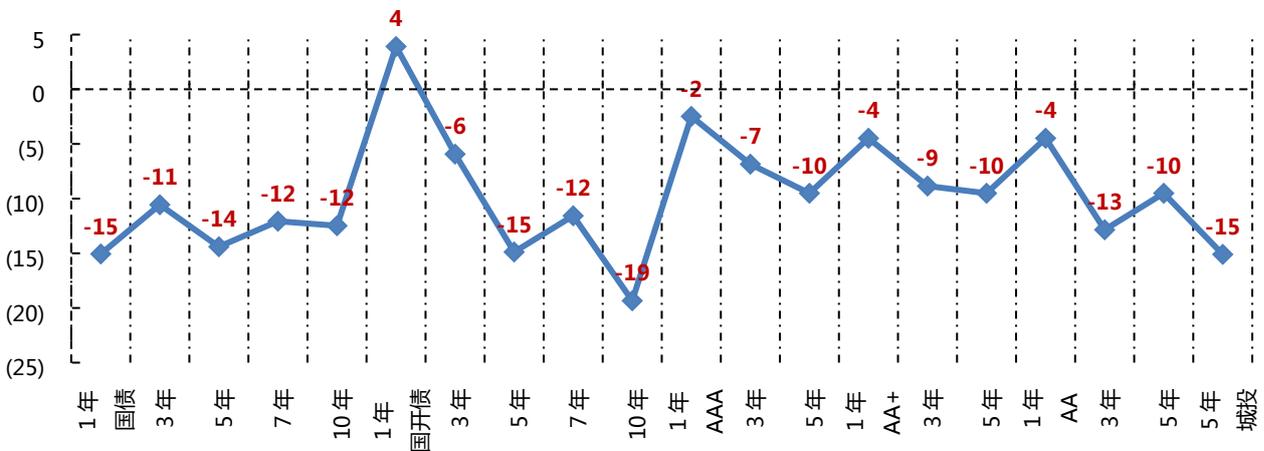


图 5：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年11月12日至2018年11月16日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，10月金融数据显示实体经济融资需求弱势，政策尚未对冲内生

融资需求的下滑。往后看，预计短期广义社融增速回落幅度将延续收窄，但是一阶拐点仍需等待；经济增长将延续回落。10月需求端数据基建投资增速企稳回升和消费超预期回落是边际变化较大的点。11月高频数据显示生产端较10月基本维持平稳，由库存、产量和价格推出的工业品需求中，煤炭边际好转，螺纹边际回落，有色延续低迷。**通货膨胀方面**，初步预计11月CPI同比2.2%，较10月回落0.3个百分点；PPI同比2.9%，较10月回落0.4个百分点。上周猪价继续维稳，环比为0%，同比-0.52%，降幅缩小56BP，猪价上行幅度继续超季节性；蔬菜价格整体表现继续弱于季节性。**流动性与人民币汇率方面**，受税期、中央国库现金管理到期等因素影响，货币市场利率有所上行，整体流动性仍处于充裕水平；上周人民币先贬后升。

权益方面：近期受国内政策面利好支撑，以及海外风险事件进入短期缓和期，市场风险偏好出现改善，市场活跃程度回升，小市值因子明显占优。上周政策面除了各部门和地方继续关注民营经济外，交易所发布了重大违法强制退市新规，同时证监会还修订发布了重组信息披露准则和商誉减值的会计监管风险提示。并购重组政策的陆续放松，有助于外延式并购等落地，成长类板块更加受益，而商誉减值仍将是年底创业板面临的重要风险。海外风险方面，目前市场对G20改善中美贸易冲突有所期待，但目前政策消息面并不支持乐观判断。从中期维度来看，国内盈利下行仍将是制约股市的重要因素，同时中美贸易冲突走向和海外流动性收紧也将给A股市场带来一定压力，A股市场出现趋势性机会仍需等待。

固定收益方面：上周收益率曲线平坦化，长端收益率大幅下行达到年内低点，10年金融债全面破4%，一方面是基本面数据较差的助力，另一方面，影子银行体系收缩和基本面下行时金融体系整体风险偏好下降，宽货币的情况下，低风险资产供不应求，表内资金面临的资产量价齐跌，长端利率债的性价比逐渐上升，上周50年国债发行抢手可见一斑。从投资价值来看，当前债市的估值吸引力已经有明显下降，横向来看投资价值低于股票，纵向来看收益率处于历史40%分位数以内；然而，市场趋势并没有结束，基本面、政策面还在向有利方向发展。趋势逆转的关键仍是宽信用的兑现，表现在社融的恢复，这一方面显示经济的需求端回暖，另一方面昭示金融体系风险偏好回升，我们将对此保持密切关注。

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