

2018. 12. 3-2018. 12. 7

## 每周市场回顾与展望

## 主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 11月出口增速大幅回落, 维持明年出口回落至6%左右的判断; 11月进口增速大幅回落, 结合高频数据, 预计11月工业增加值在5.8%左右。通货膨胀方面, 往后看, 预计12月CPI可能小幅回升, 但仍应在2.5%以内; 预计2019年CPI同比增速在2.5%左右, 仍在温和区间。流动性与人民币汇率方面, 月末时点过后, 货币市场利率有所回落, 银行间流动性仍然相对充裕。
- 权益市场: 在中美90天谈判期内, 预计市场风险偏好难出现系统性提升。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都将给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: 从中期来看, 当前债券市场的投资价值偏低, 距离极端估值还有15BP左右(历史20%分位数), 如果认为利率中枢不会发生大幅下移, 那么久期策略的风险收益比并不高; 而从驱动市场因素来看, 基本上所有量化指标仍然对债券市场有利。

## 正文内容:

## 一、市场回顾

## (一) 宏观方面

## 1、经济增长: 11月出口增速明显回落

以美元计价, 11月中国出口同比增速由10月的15.6%降至5.4%; 进口同比增速由10月的21.4%回落至3%。以人民币计价, 11月中国出口同比增速由10月的20.1%降至10.2%; 进口同比增速由10月的26.3%降至7.8%。

上周南华综合指数较前周上升2.83%, 10月以来首次为正, 其中能化、工业品、金属、贵

金属分别上涨3.61%、3.56%、3.09%、0.26%，农产品下跌0.72%。水泥价格环比由前周的0.62%进一步下行至0.57%，价格表现基本符合季节性。上周钢材库存环比由前周的-2.32%降至-3%，其中螺纹钢库存环比由前周的-3.83%升至-2.1%。

地产销售方面，上周地产销售面积四周移动平均同比由前周的10%升至11%，其中一线城市涨幅由前周的-19.3%升至-13.3%；二线城市同比由前周的10.4%升至11.6%，三线城市同比由前周的29%降至26.5%。土地成交方面，上周土地成交面积四周移动平均由前周的-22%升至-20%，土地溢价率四周移动平均由前周的6.9%升至9%。

生产方面，上周发电耗煤四周移动平均同比增速由前周-10.38%小幅降至-10.51%，三峡水库流量四周移动平均同比增速较前周的-13.36%降至-15.7%。开工率方面，上周全国高炉开工率65.88%，较前周进一步下降0.83个百分点；焦化厂开工率79.13%，较前周回升3.34%；高炉开工率同比较前周继续下行，但焦化厂开工率同比较前周提升。

注：以上数据来源于WIND资讯

**点评：11月出口增速大幅回落。考虑到先行指标和印证指标已经指示出口回落，前期赶出口现象正在逐渐接近尾声，因此出口增速回落的方向在意料之中。而在经历了9,10月出口增速大幅向上超预期后，11月数据又出现了如此大幅度的回落，且均没有明显的结构性特征，我们并没有找到非常合理的解释，可能的解释一是外贸当月数据波动较大，二是人民币前期贬值对中国出口回落提供了一定的缓冲垫，三是订单制使得出口走弱落后于海外国家经济走弱一段时间，四是抢出口现象需要时间来消化。维持明年出口回落至6%左右的判断。**

**2、通货膨胀：11月通胀数据符合此前判断，CPI同比2.2%，PPI同比2.7%。其中11月CPI同比增速有所回落，主要受到食品和油价的拖累，核心通胀增速维持平稳**

11月CPI同比增速2.2%，较上月的2.5%下降0.3个百分点；PPI同比增速2.7%，较上月下降0.6个百分点。

根据商务部监测，上周食品价格环比-0.1%，下行幅度继续大于季节性。分项看，上周猪价环比由-0.5%升至-0.4%，菜价环比-1.3%，降幅较前周缩小1.4%。上周流通领域工业品价格环比-1.4%，较前周的-1.6%上行0.2%，其中黑色、能源分别下跌3.2%、1.4%。

**点评：11月CPI同比增速有所回落，主要受到食品和油价的拖累，核心通胀增速维持平稳。食品价格方面，菜价回落幅度较为明显，猪肉价格降幅有所收窄。往后看，预计12月CPI可能小幅回升，但仍应在2.5%以内；预计2019年CPI同比增速在2.5%左右，仍在温和区间。11月PPI环比转负，同比增速延续回落。回落幅度较大是石化产业链相关行业，此外黑色、有色金属冶炼业也有较大幅度回落；生活资料环比小幅上升。**

### 3、流动性与人民币汇率：货币市场利率有所回落，银行间流动性仍然相对充裕；上周人民币汇率有所升值

上周珠三角票据直贴利率均值由前周的3.816%降至3.684%，转贴利率均值由3.44%降至3.264%。

上周央行没有展开逆回购操作亦无逆回购到期，央行于12月7日开展1000亿元中央国库现金管理商业银行定期存款招投标，净投放资金1000亿元。央行开展1875亿MLF，并有1880亿MLF到期。上周7天回购定盘利率周均值2.62%，较前周下降10BP；R007周均值由前周的2.86%降至2.59%，较前周下降26BP。

上周人民币汇率中间价较前周升值0.87%至6.88。

注：以上数据来源于WIND资讯

### 4、国际：美债收益率持续下行，期限利差不断缩窄，美联储官员暗示12月可能暂缓加息

上周美债收益率周均值较前周的3.05%降至2.9%，10年期与2年期利差13BP，较前周缩窄10BP。美联储布拉德表示：由于美债收益率曲线收窄的缘故，美联储可能并不会在12月份加息，可能会推迟至2019年1月份。

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2605.89点，当周上涨0.68%，深证成指报收7733.89点，当周上涨0.68%，中小板指当周上涨0.80%，创业板指当周上涨0.87%。

分行业来看，29个中信一级行业中26个行业上涨，其中农林牧渔、餐饮旅游和基础化工分别上涨3.52%、3.17%和2.69%；3个行业下跌，其中医药、非银行金融和房地产分别下跌2.28%、0.36%和0.20%。

---

图 1: 主要指数表现

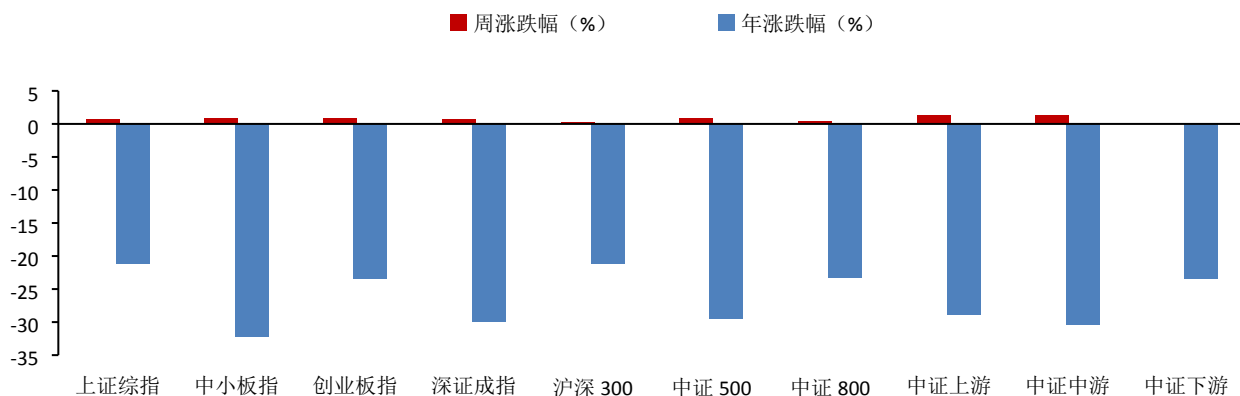
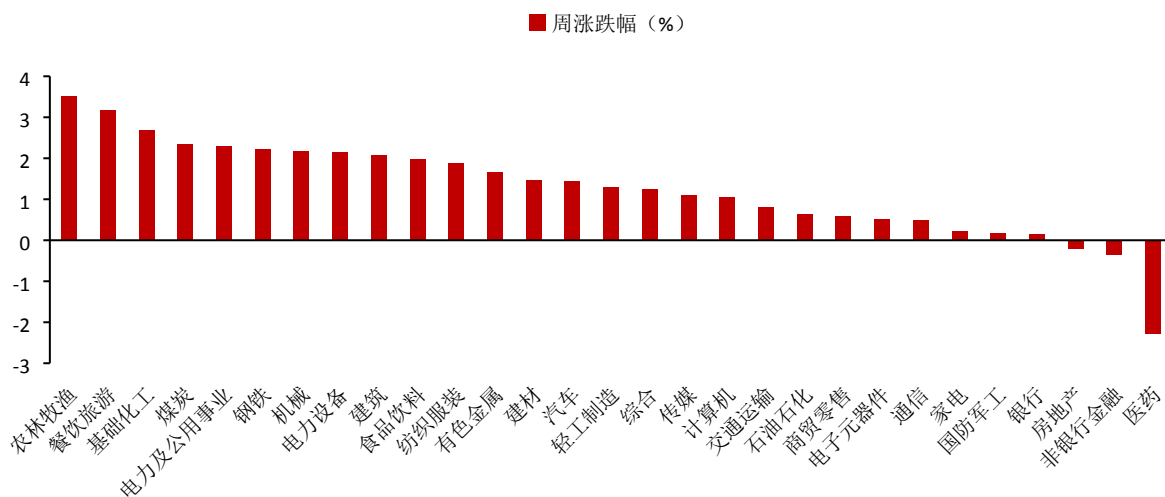


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年12月3日至2018年12月7日。

### (三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.46%，较前一周上涨0.07%；三年期国债收益率2.88%，较前一周上涨0.36%；十年期国债收益率3.29%，较前一周上涨0.65%。一年期国开债收益率2.85%，较前一周上涨0.13%；三年期国开债收益率3.35%，较前一周上涨0.20%；十年期国开债收益率3.72%，较前一周上涨1.02%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.61%，较前一周上涨0.09%；五年期AAA最新收益率4.07%，较前一周上涨0.18%；一年期AA+最新收益率3.81%，较前一周上涨0.08%；五年期AA+最新收益率4.39%，较前一周上涨0.27%；一年期AA最新收益率4.04%，较前一周上涨0.10%；五年期AA最新收益率5.06%，较前一周上涨0.24%；一年期城投债最新收益率3.89%，较前一周上涨0.12%；五年期城投债最新收益率4.63%，较前一周上涨0.49%。

图 3: 各类债券持有期收益率

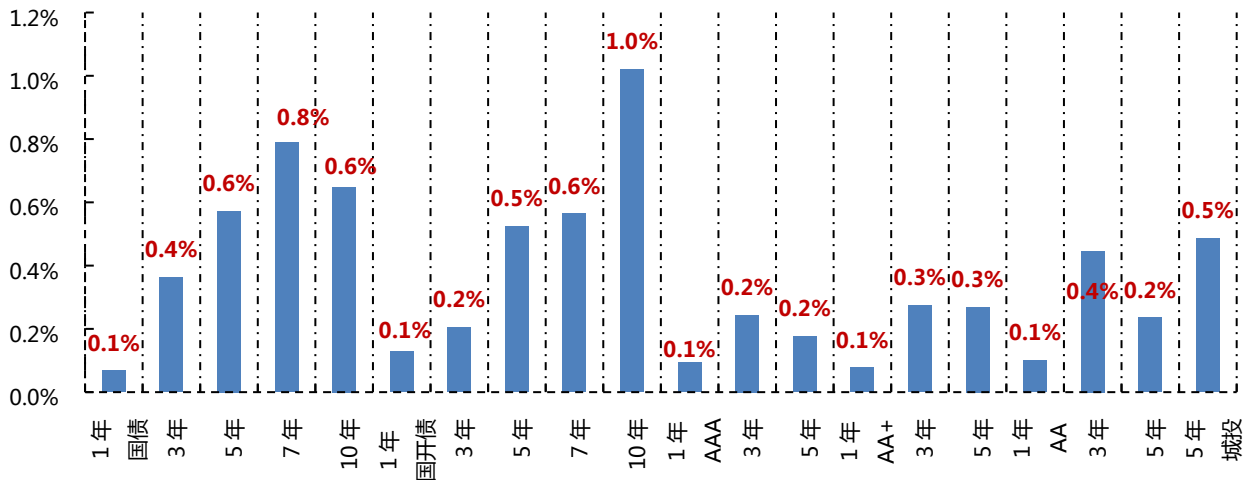
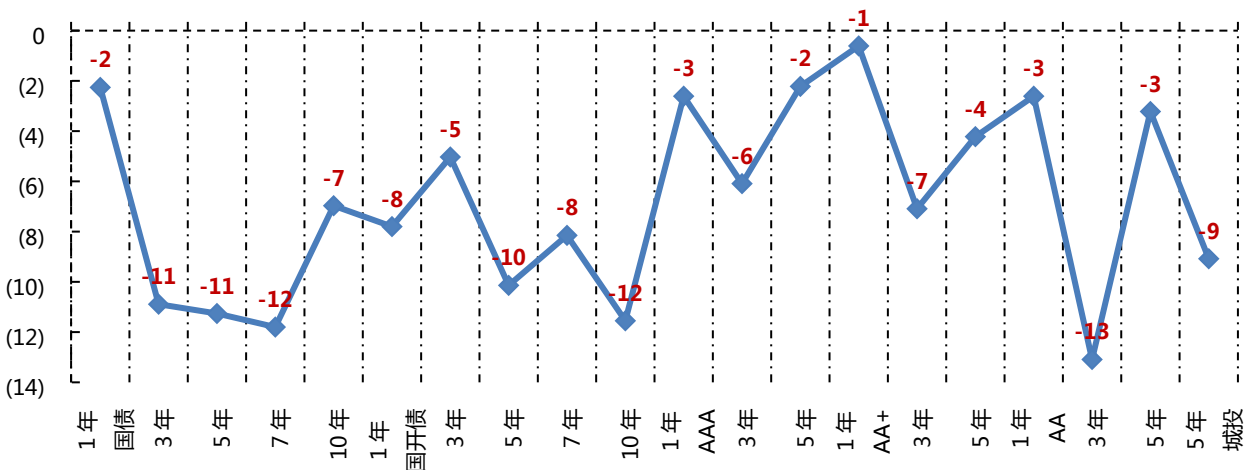


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2018 年 12 月 3 日至 2018 年 12 月 7 日。

## 二、市场展望

**宏观方面：**经济增长方面，11月出口增速大幅回落，维持明年出口回落至6%左右的判断；11月进口增速大幅回落，结合高频数据，预计11月工业增加值在5.8%左右。12月第一周高频数据显示生产与11月基本维持平稳。**通货膨胀方面**，往后看，预计12月CPI可能小幅回升，但仍

应在2.5%以内；预计2019年CPI同比增速在2.5%左右，仍在温和区间。**流动性与人民币汇率方面**，月末时点过后，货币市场利率有所回落，银行间流动性仍然相对充裕。

**权益方面**：中美G20峰会期间达成的贸易谈判结果在一定程度上缓解了市场对中美贸易冲突的担忧，但上周华为CFO在加拿大遭扣留这一事件却令市场对中美冲突的担忧再度升温。在中美90天谈判期内，预计市场风险偏好难出现系统性提升。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都将给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**：从中期来看，当前债券市场的投资价值偏低，距离极端估值还有15BP左右（历史20%分位数），如果认为利率中枢不会发生大幅下移，那么久期策略的风险收益比并不高；而从驱动市场因素来看，基本上所有量化指标仍然对债券市场有利。

#### 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)