

2018. 12. 24-2018. 12. 28

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 12月制造业 PMI 延续下行并跌至荣枯线下。分项数据显示供需双弱、价格跌幅扩大; 外需继续承压, 内需明显走弱, 预计四季度 GDP 同比增速可能回落到 6.3%左右。通货膨胀方面, 预计 12月 CPI 同比增速 1.9%左右, PPI 同比增速 1.4%左右。流动性方面, 流动性整体处于略偏宽松格局。
- 权益市场: 综合来看, 短期政策主题性机会可能阶段性增加。中期维度看, 我们认为, 国内盈利下行仍是制约股市的重要因素, 同时中美冲突和海外流动性收紧也都将给A股市场带来一定压力。在盈利增速出现见底迹象或流动性出现明显改善之前, 预计A股市场难出现趋势性机会。
- 固定收益市场: 债券市场利率继续全面下行, 无风险利率收盘于2018年的新低水平, 信用债利率下行幅度稍小, 信用利差被动走扩。各期限收益率水平已处于历史20%-25%分位数, 接近风险领域, 相对股票市场估值而言, 债券市场的吸引力接近历史最低水平。总体而言债市已经隐含了对经济悲观的预期, 中期来看投资价值较低。然而, 市场趋势至此尚未有扭转的信号, 经济还在加速下行, 信用宽松尚未出现, 各类量化指标也还在趋势增强阶段。

正文内容:

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长: 12月PMI数据显示外需承压, 而内需则继续明显走弱, 预计四季度GDP增速可能回落至6.3%左右。考虑到当前政策对冲力度有增加迹象, 预计经济环比回落的幅度有望收

窄，不过在基数效应下，2019年一季度GDP同比数据依然面临较大回落压力

12月中采制造业PMI 49.4%，较上月进一步下降0.6个百分点，低于预期0.6个百分点；12月非制造业PMI商务活动指数53.8%，较上月回升0.4个百分点；综合PMI52.6%，较上月进一步下行0.2个百分点。

上周南华综合指数较前周下行2.12%，其中能化、工业品、农产品、金属指数分别下跌3.38%、2.42%、1.51%、0.81%，贵金属上行1.54%。水泥价格环比由前周的0.11%降至-0.01%，上周钢材库存环比由前周的-0.85%升至0.97%，其中螺纹钢库存环比由前周的1.22%升至4.8%。

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1%回升至3.6%，其中一线城市涨幅由前周的9.56%升至14.92%；二线城市同比由前周的-7.2%升至-5.9%，三线城市同比由前周的12.34%升至15.26%。土地成交方面，上周土地成交面积四周移动平均由前周的-4.23%降至-6.44%，土地溢价率四周移动平均由前周的7.7%微降至7.35%。

生产方面，上周发电耗煤四周移动平均同比增速由前周的-3%升至-0.16%，三峡水库流量四周移动平均同比增速较前周的-20.65%升至-13%。开工率方面，上周全国高炉开工率64.92%，较前周下降0.14个百分点；焦化厂开工率76.89%，较前周上行1.35%。同比方面，高炉开工率与焦化开工率均较前周下行。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：12月制造业PMI延续下行并跌至荣枯线下。分项数据显示供需双弱、价格跌幅扩大；外需继续承压，内需明显走弱，企业进入主动去库。非制造业PMI季节性走高，季调后与上月基本相当（53.4）。基于PMI的表现，预计四季度GDP同比增速可能回落到6.3%左右。2008年以来三次周期中，制造业PMI处于荣枯线下时间分别为2008.7-2009.1, 2012.8-2012.9, 2015.8-2016.2。与此同时，在融资增速见底后PMI仍将持续2-3个月处在荣枯线下。

2、通货膨胀：预计12月CPI同比增速1.9%左右，PPI同比增速1.4%左右，较此前分别下调0.1个百分点

根据商务部监测，上周食品价格环比由前周的1%降至0.2%。分项看，上周猪价环比由-0.3%升至-0.1%；菜价环比由前周的5.3%回落至0.5%，同比下跌4.9%。上周流通领域工业品价格环比-0.5%，较前周的-0.4%小幅走扩，其中黑色上升0.2%，能源价格下行0.3%。

3、流动性与人民币汇率：流动性整体处于略偏宽松格局；美元指数下行，人民币兑美元小幅升值

上周珠三角票据直贴利率均值由前周的3.54%回升至3.672%，转贴利率均值由前周的3.06%升至3.252%。

为稳定年末资金面，维护银行体系流动性合理充裕，上周央行公开市场净投放货币2400亿元，其中实施逆回购操作7300亿元，7天逆回购4700亿元，14天逆回购2600亿元，逆回购到期合计4900亿元，均为7天逆回购到期。上周7天回购定盘利率周均值3.28%，较前周上升60BP（去年同期上升66BP）；R007周均值由前周的2.89%升至4.4%，较前周上升151BP（去年同期上升179BP）

上周人民币汇率中间价较前周小幅升值0.03%至6.89。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：年末央行继续净投放货币满足流动性需求；货币市场利率低于13,14,17年，高于15,16年，同期比流动性仍略偏宽松。

4、国际：欧盟或允许法国2019年财政赤字率略高于3%上限

近日，欧盟预算执委Guenther Oettinger表示，欧盟将允许2019年法国预算赤字略高于欧盟规定的3%上限，但仅此一次下不为例。法国表示，2019年预算赤字相当于国内生产总值(GDP)的比例可能升至3.2%，高于最初计划的2.8%，因总统马克龙为解决国内暴力示威活动而推出纾困措施。

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2493.90点，当周下跌0.89%，深证成指报收7239.79点，当周下跌1.33%，中小板指当周下跌1.40%，创业板指当周下跌1.56%。

分行业来看，29个中信一级行业中6个行业上涨，其中食品饮料、通信和餐饮旅游分别上涨1.86%、1.74%和1.57%；23个行业下跌，其中石油石化、煤炭和建材分别下跌4.67%、3.36%和3.32%。

图 1: 主要指数表现

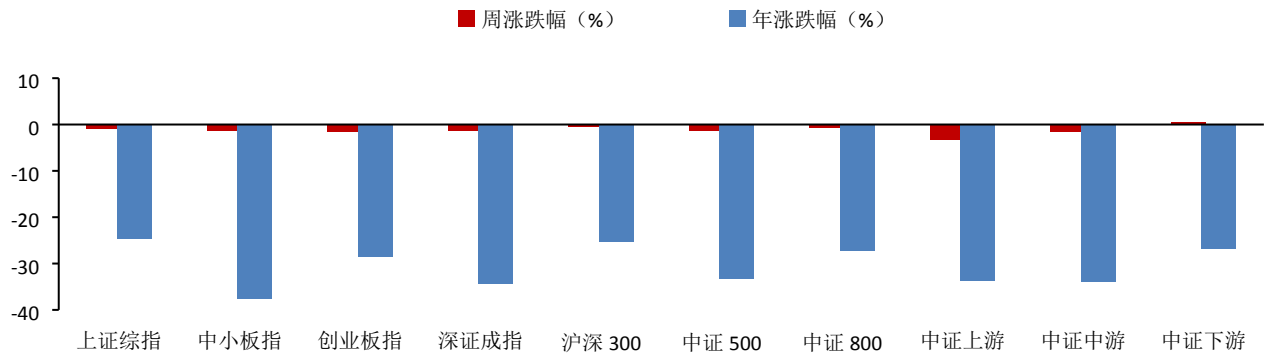
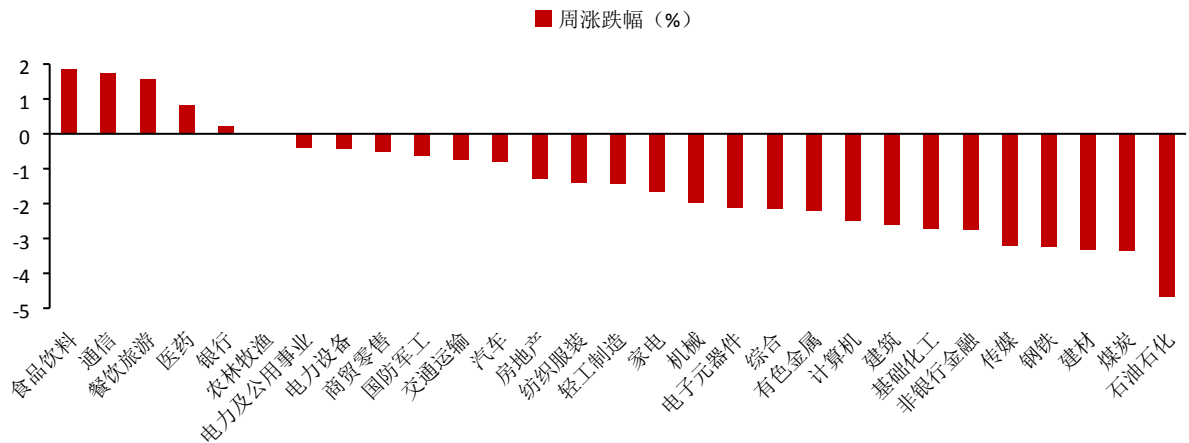


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年12月24日至2018年12月28日。

(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.60%，较前一周上涨0.12%；三年期国债收益率2.87%，较前一周上涨0.06%；十年期国债收益率3.23%，较前一周上涨0.78%。一年期国开债收益率2.75%，较前一周上涨0.21%；三年期国开债收益率3.24%，较前一周上涨0.30%；十年期国开债收益率3.65%，较前一周上涨0.85%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.59%，较前一周上涨0.16%；五年期AAA最新收益率4.06%，较前一周上涨0.37%；一年期AA+最新收益率3.82%，较前一周上涨0.14%；五年期AA+最新收益率4.36%，较前一周上涨0.42%；一年期AA最新收益率4.13%，较前一周上涨0.11%；五年期AA最新收益率5.04%，较前一周上涨0.42%；一年期城投债最新收益率3.93%，较前一周上涨0.20%；五年期城投债最新收益率4.68%，较前一周上涨0.11%。

图 3: 各类债券持有期收益率

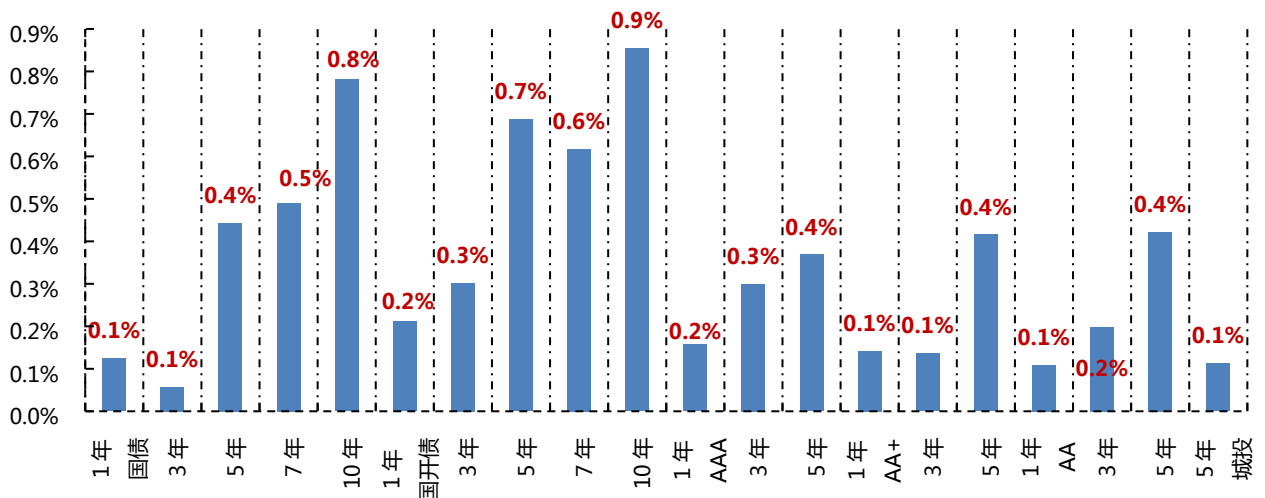
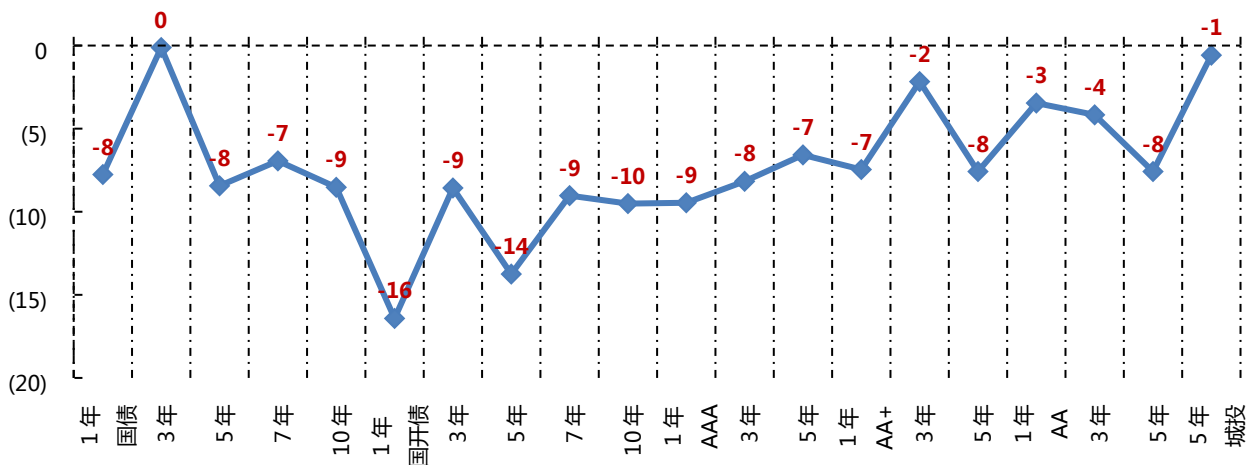


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2018 年 12 月 24 日至 2018 年 12 月 28 日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，12月制造业PMI延续下行并跌至荣枯线下。分项数据显示供需双弱、价格跌幅扩大；外需继续承压，内需明显走弱，企业进入主动去库。基于PMI的表现，预计四季度GDP同比增速可能回落到6.3%左右。考虑到当前政策对冲力度有增加迹象，预计经济环比回落的幅度有望收窄，不过在基数效应下，2019年一季度GDP同比数据依然面临较大回

落压力。**通货膨胀方面**，预计12月CPI同比增速1.9%左右，PPI同比增速1.4%左右，较此前分别下调0.1个百分点。**流动性方面**，流动性整体处于略偏宽松格局。

权益方面：基本面来看，12月PMI数据显示实体经济增长下行压力依然较大。当前地方政府债务新增额部分提前下达等政策信号显示，逆周期调控的力度有望增加。但考虑到稳增长政策发力的力度仍不明确，同时政策发力对实体经济的传导效果也待观察，目前市场对经济下行的担忧仍将延续。与此同时，考虑到未来两个月经济数据处于相对空窗期，市场对政策的关注度有望阶段性提升，同时在经济下行压力加大背景下，市场对流动性改善的预期也可能边际改善。综合来看，短期政策主题性机会可能阶段性增加。中期维度看，我们认为，国内盈利下行仍是制约股市的重要因素，同时中美冲突和海外流动性收紧也都将给A股市场带来一定压力。在盈利增速出现见底迹象或流动性出现明显改善之前，预计A股市场难出现趋势性机会。

固定收益方面：债券市场利率继续全面下行，无风险利率收盘于2018年的新低水平，信用债利率下行幅度稍小，信用利差被动走扩。各期限收益率水平已处于历史20%-25%分位数，接近风险领域，相对股票市场估值而言，债券市场的吸引力接近历史最低水平。总体而言债市已经隐含了对经济悲观的预期，中期来看投资价值较低。然而，市场趋势至此尚未有扭转的信号，经济还在加速下行，信用宽松尚未出现，各类量化指标也还在趋势增强阶段。

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）