

2019.7.1-2019.7.5

## 每周市场回顾与展望

## 主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 高频数据显示当前生产端仍延续弱势。近期监管层收紧房地产信托融资, 我们认为下半年地产投资下行风险大于上行风险, 但是下半年房地产销售面积有望维持平稳、房地产投资下行幅度可控, 仍需关注地产政策超预期收紧的可能。通货膨胀方面, 维持6月CPI同比2.7%, PPI同比0.2%的预测不变。流动性与人民币汇率方面, 上周央行净回笼资金, 货币市场利率下行, 总量流动性宽松, 国内货币政策和财政政策均有进一步宽松空间; 但当前如此宽松的银行间市场流动性或难以维持。
- 权益市场: 目前我们维持前期预计短期市场结构性机会有望增加的判断不变。中期层面看, 考虑到中美冲突依然存在较大不确定性, 同时全球经济增长放缓压力仍然较大, 因此预计中期市场估值难出现显著提升。风险方面, 重点关注中美贸易谈判进展的不确定性、海外地缘政治、人民币汇率贬值风险, 以及金融供给侧结构性改革政策推进情况。
- 固定收益市场: 上周资金面持续宽松, 收益率曲线明显下行, 长端利率债已下行至距年内低点10bp左右。短期来看, 贸易谈判取得暂时停征额外关税的进展, 且国内金融机构平稳度过半年末, 央行持续回笼流动性, 对资金面的影响预计会逐步体现。不过经济下行压力仍在的情况下货币政策转向紧缩的概率也不大。

## 正文内容:

## 一、市场回顾

## (一) 宏观方面

1、经济增长: 高频数据显示短期生产端仍延续弱势, 近期监管层继续表态对地产行业融资进行严监管

上周南华综合指数环比增速由前周的1.7%降至0.75%, 其中金属、工业品、能化分别上行

1.11%、1.06%、0.6%，贵金属、农产品分别下行0.59%、0.36%。水泥价格环比由-0.69%升至-0.37%，钢材库存环比由0.96%升至1.52%，其中螺纹钢库存环比由1.7%降至1.5%，螺纹累库幅度持续超过季节性。

地产销售方面，上周30城地产销售面积四周移动平均同比由6.3%升至11.4%。其中一线城市由19%升至22%，二线城市由-3%升至9%，三线城市由14%降至8%。土地成交方面，上周土地出让面积四周移动平均由前周进一步下行至-23%，土地溢价率由17%微升至19%。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速基本维稳于-10%；三峡水库出库量四周移动平均同比增速由23%降至10%。开工率方面，全国高炉开工率由前周的68%降至66.3%；焦化企业开工率由83.6%微升至83.7%，高炉开工率与焦化企业开工率同比较前周进一步下行。

注：以上数据来源于WIND资讯

**点评：高频数据显示当前生产端仍延续弱势。近期监管层收紧房地产信托融资，考虑到当前经济下行压力和决策层对房地产的态度，我们倾向于认为本轮融资条件收紧可以类比2012年，即在总量货币和信用环境宽松的大环境下，对地产领域相关融资结构性收紧。考虑到当前地产投资增速已在高位，土地成交面积在去年二季度见顶以及地产融资的阶段性收紧，我们认为下半年地产投资下行风险大于上行风险。但是在总量货币和信用环境宽松的大环境下，在“房价不大起大落”的政策目标下，考虑到当前地产库存仍不算高，我们预计下半年房地产销售面积有望维持平稳、房地产投资下行幅度可控。不过，考虑到近年宏观政策在中期去杠杆与短期稳增长间权重选择的不确定性，我们仍需要关注地产政策超预期收紧的可能。**

## 2、通货膨胀：维持6月CPI同比2.7%，PPI同比0.2%的预测不变

根据商务部监测，上周食品价格环比由此前的0.7%降至0.3%。分项看，上周猪肉价格环比由此前的5.2%降至1.9%，蔬菜价格环比由-0.7%进一步上行至1%。上周流通领域工业品价格环比由-0.2%升至0.1%。其中黑色金属上行0.7%，能源下行0.2%。

**3、流动性与人民币汇率：上周央行净回笼资金，货币市场利率下行，总量流动性宽松。尽管当前货币政策有进一步宽松空间，但目前货币市场利率已经处于历史低位，预计短期进一步下行空间受限；上周美元兑人民币汇率维持平稳**

上周珠三角票据直贴利率均值维稳于3.43%，转帖利率均值由前周的3.25%降至3.24%。

季末央行公开市场上周共实现净回笼3400亿元，均为14天逆回购到期。7天回购定盘利率周均值2.2%，较前周回落40BP；R007周均值2.16%，较前周下行53BP。

上周美元兑人民币中间价汇率维稳于6.87。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：上周央行净回笼资金，货币市场利率下行，总量流动性宽松。考虑到经济潜在下行压力依然较大、全球主要国家货币政策边际宽松，国内货币政策和财政政策均有进一步宽松空间。不过，仅就当前货币市场利率而言，随着流动性结构性紧张有所缓解和季末敏感时点的平稳度过，当前如此宽松的银行间市场流动性或难以维持。

市场普遍预期6月新增人民币贷款1.3-1.4万亿，新增社融（央行新口径）2万亿左右，由此计算得到的6月广义社融增速较5月小幅上行。

## （二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收3011.06点，当周上涨1.08%，深证成指报收9443.22点，当周上涨2.89%，中小板指当周上涨2.12%，创业板指当周上涨2.40%。

分行业来看，29个中信一级行业中26个行业上涨，其中国防军工、家电和农林牧渔分别上涨5.42%、4.92%和3.92%；3个行业下跌，石油石化、餐饮旅游和有色金属分别下跌0.67%、0.49%和0.21%。

图 1: 主要指数表现

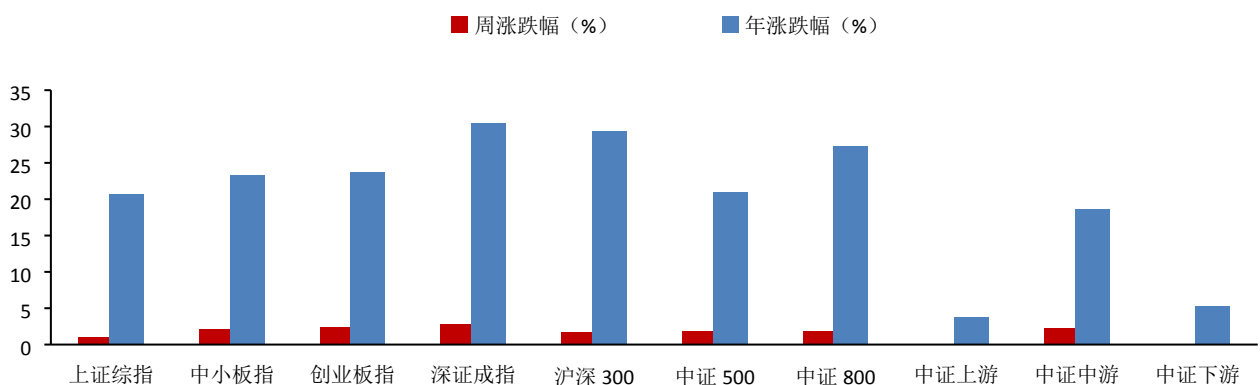
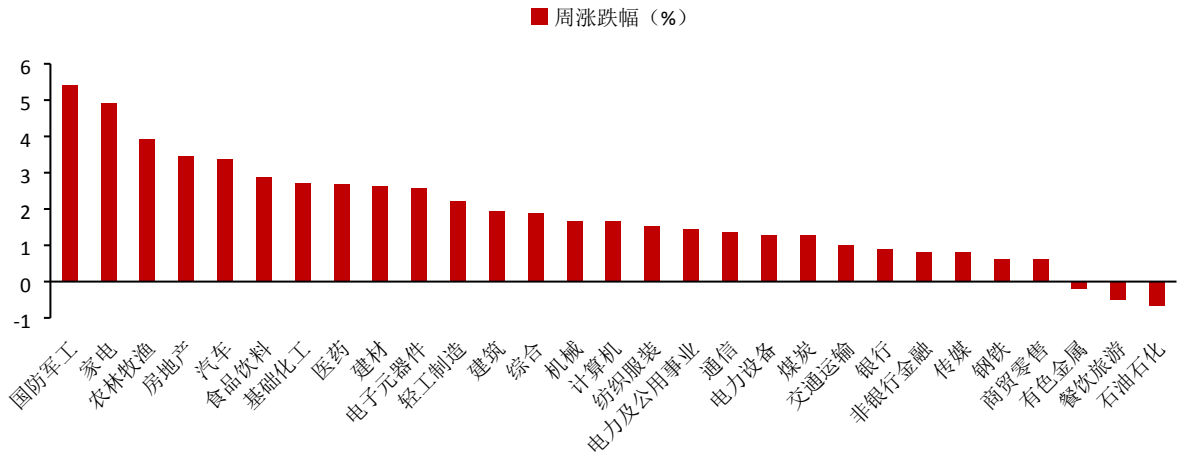


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2019年7月1日至2019年7月5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0.09%；三年期国债收益率2.90%，较前一周上涨0.17%；十年期国债收益率3.17%，较前一周上涨0.52%。一年期国开债收益率2.67%，较前一周上涨0.10%；三年期国开债收益率3.16%，较前一周上涨0.15%；十年期国开债收益率3.56%，较前一周上涨0.48%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.14%，较前一周上涨0.12%；五年期AAA最新收益率3.91%，较前一周上涨0.51%；一年期AA+最新收益率3.35%，较前一周上涨0.12%；五年期AA+最新收益率4.25%，较前一周上涨0.51%；一年期AA最新收益率3.65%，较前一周上涨0.11%；五年期AA最新收益率4.78%，较前一周上涨0.52%；一年期城投债最新收益率3.57%，较前一周上涨0.14%；五年期城投债最新收益率4.51%，较前一周上涨0.61%。

图 3：各类债券持有期收益率

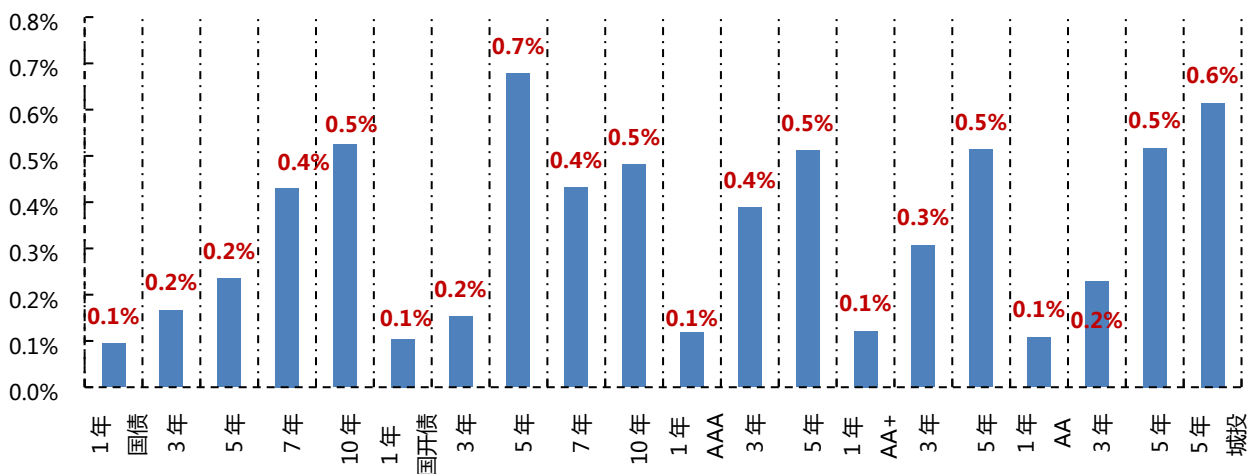
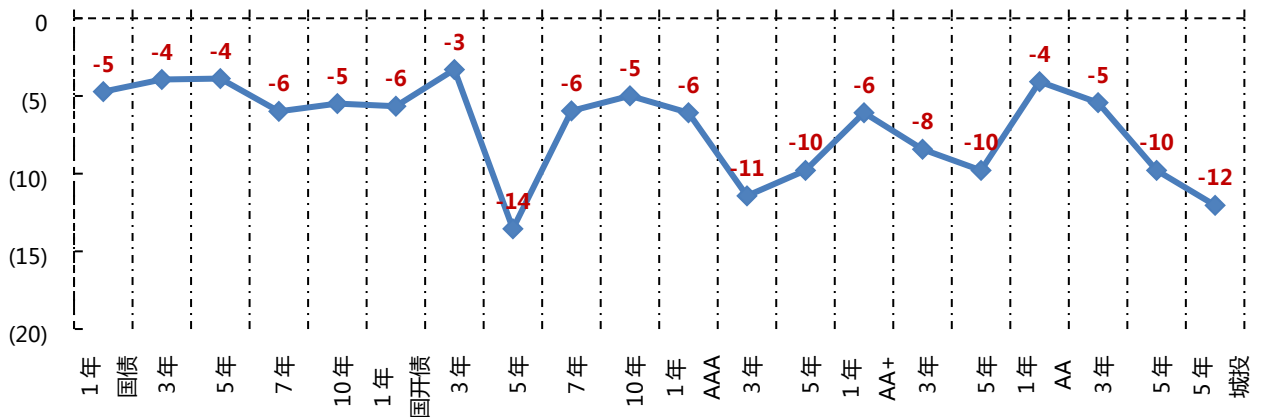


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2019 年 7 月 1 日至 2019 年 7 月 5 日。

## 二、市场展望

**宏观方面：经济增长方面**，高频数据显示当前生产端仍延续弱势。近期监管层收紧房地产信托融资，考虑到当前经济下行压力和决策层对房地产的态度，我们倾向于认为本轮融资条件收紧可以类比 2012 年，即在总量货币和信用环境宽松的大环境下，对地产领域相关融资结构性收紧。考虑到当前地产投资增速已在高位，土地成交面积在去年二季度见顶以及地产融资的阶段性收紧，我们认为下半年地产投资下行风险大于上行风险。但是在总量货币和信用环境宽松的大环境下，在“房价不大起大落”的政策目标下，考虑到当前地产库存仍不算高，我们预计下半年房地产销售面积有望维持平稳、房地产投资下行幅度可控。不过，考虑到近年宏观政策在中期去杠杆与短期稳增长间权重选择的不确定性，我们仍需要关注地产政策超预期收紧的可能。

**通货膨胀方面**，维持 6 月 CPI 同比 2.7%，PPI 同比 0.2% 的预测不变。

**流动性与人民币汇率方面**，上周央行净回笼资金，货币市场利率下行，总量流动性宽松。考虑到经济潜在下行压力依然较大、全球主要国家货币政策边际宽松，国内货币政策和财政政策均有进一步宽松空间。不过，仅就当前货币市场利率而言，随着流动性结构性紧张有所缓解和季末敏感时点的平稳度过，当前如此宽松的银行间市场流动性或难以维持。市场普遍预期 6 月新增人民币贷款 1.3-1.4 万亿，新增社融（央行新口径）2 万亿左右，由此计算得到的 6 月广义社融增速较 5 月小幅上行。

**权益方面：**上周市场震荡走高，两市一周成交金额2.45万亿，较前周成交放量；北向资金上周净流入30.26亿元。政策面上，整体来看，我们依然维持稳增长底线仍在的判断不变。上周李克强出席达沃斯论坛时就表示，中国的发展首先还是要保障充分的就业，落实已经出台的宏观政策，特别是积极的财政政策在减税降费方面，并还将采取定向降准等措施降低融资成本。我们倾向于认为，当前监管层对地产仍然维持较强监管取向，也是为后续政策宽松做好铺垫，同时基建等仍将会是短期稳增长的主要抓手。估值面上，当前市场静态估值处于合理区间。虽然短期海外对联储降息预期存在过分充分的情况，但在近期中美贸易冲突缓解、海外流动性整体还将处于相对宽松格局的情况下，预计未来一段时期市场风险偏好仍将好于4月和5月。目前我们维持前期预计短期市场结构性机会有望增加的判断不变。中期层面看，考虑到中美冲突依然存在较大不确定性，同时全球经济增长放缓压力仍然较大，因此预计中期市场估值难出现显著提升。风险方面，重点关注中美贸易谈判进展的不确定性、海外地缘政治、人民币汇率贬值风险，以及金融供给侧结构性改革政策推进情况。

**固定收益方面：**上周资金面持续宽松，收益率曲线明显下行，长端利率债已下行至距年内低点10bp左右。短期来看，贸易谈判取得暂时停征额外关税的进展，且国内金融机构平稳度过半年末，央行持续回笼流动性，对资金面的影响预计会逐步体现。不过经济下行压力仍在的情况下货币政策转向紧缩的概率也不大。

#### 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）