

**主要结论:**

- **宏观经济:** 在9月份以来的一系列流动性宽松和政府稳增长政策刺激下,4季度经济将环比改善。
- **权益投资策略:** 无风险利率下行和风险溢价下降带来的估值提升以及场外资金流入的推动都利于权益市场的进一步上涨。
- **债券投资策略:** 流动性宽松环境中牛市行情将继续。

**内容摘要:**

**宏观经济:** 在9月份以来的一系列流动性宽松和政府稳增长政策刺激下,4季度经济将环比改善。国际方面,四季度美国就业和工资的改善将增加居民收入,进而促使居民消费扩张,经济有望继续温和复苏,欧元区经济在中期将受益于新一轮宽松政策而阻止或延缓下跌趋势。国内方面,地产周期阶段性见底概率较高,降低融资成本和稳增长政策频频发力,外需和国内政策将会带来四季度经济环比改善。

**权益投资策略:** 权益市场有望进一步上涨。四中全会后,各项改革以及稳增长政策以较快的速度推出,四季度经济基本面有望转好。同时,随着地方债务清理的展开以及房地产贷款新政的实施,一方面有望逐步释放金融风险,另一方面也有助于降低资金的需求程度改善实体融资状况。由此带来的估值提升以及场外资金回流股市都利于权益市场的进一步上涨。

**债券投资策略:** 流动性宽松环境中牛市行情将继续。从10月经济数据表现来看经济尚未确认拐点,货币政策有进一步宽松,债券收益率有望进一步下行。

## 1. 宏观经济

### 重要宏观经济指标预测（10月）

指标	上期数值 (9月)	市场预测 (实际数值)	内部 预测
GDP:当季(%)		7.4	7.5
社会消费品零售(%)	11.6	11.6	11.5
工业增加值(%)	8	8	8
出口(%)	15.3	11.6	11.6
固定资产投资:累计(%)	16.1	15.7	15.6
CPI(%)	1.6	1.6	1.6
M2(%)	12.9	13	13.1
人民币贷款:新增(亿元)	8572	6378	5500

[1]: 本次 M2 统计央行有过口径调整, 若使用存量数据简单测算, 该指标增速为 11.6%。

### 资产配置观点-四季度

权益资产	固定收益资产	货币资产
超配	超配	低配

注: 资产配置观点分为超配, 超配和低配。

权益资产超配为沪深 300 指数月度涨幅 2% 以上, 中性为月度涨幅在 2% 至 -2% 之间, 低配为指数月度跌幅 2% 以下。

固定收益资产超配为中债综合净价指数月度涨幅 0.2% 以上, 中性为月度涨幅在 0.2% 至 -0.2% 之间, 低配为指数月度跌幅 0.2% 以下。

货币资产超配为银行间 7 日质押式回购利率月度加权上行 15BP 以上, 中性为月度加权变化在 15BP 到 -15BP 之间, 低配为单月下行 15BP 以上。

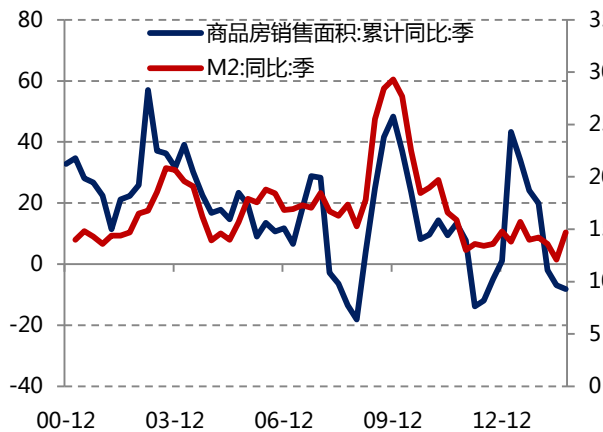
在 9 月份以来的一系列流动性宽松和政府稳增长政策刺激下, 4 季度经济将出现环比改善。

美国就业和工资的改善将影响居民收入, 进而促使居民消费扩张, 经济有望继续温和复苏, 欧元区经济在中期将受益于新一轮宽松政策。美国企业盈利处于上升周期, 产能利用率持续增加, 企业资本支出在中期仍将向上; 失业率持续降低, 但就业还有继续改善的空间, 劳动力报酬刚刚开始加速增长, 就业的改善和工资的提将增加居民收入, 带动居民消费扩张, 进而为美国经济继续复苏提供持续的动力。欧央行货币政策未能有针对性地接盘商业银行的不良资产是过去 4 年货币政策未能成功刺激经济的重要原因, 欧央行推出 TLTRO 有利于刺激银行信贷增长, 从而阻止或延缓经济的下行趋势。

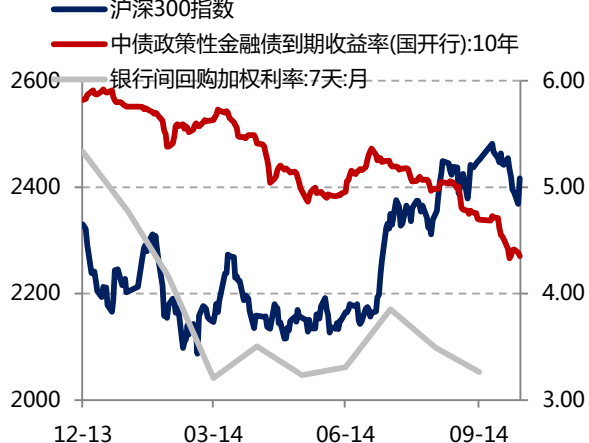
国内方面, 流动性和稳增长政策的刺激将会带来四季度经济环比的改善。10 月经济先行指标并不能确认拐点已至, PMI 数据显示对预期仍较弱, 加之库存提升, 反映出内需, 尤其是以地方政府和房地产投资为主导的内需疲弱。消费数据基本上持平, 但疲弱的经济环境中居民收入涨幅对于消费的支撑作用不足以乐观。外需方面, 美国的强势复苏并未体现为全球经济出口的大幅度增长, 外需拉动的边际作用在衰减, 总体来看, 三驾马车方面除消费稳定之外其余两架动力不足。为进一步稳增长, 央行多次进行放宽流动性的定向刺激, 发改委也密集批复铁路基建项目刺激投资。地产回升、货币政策放松和基建投资审批加速是经济运行中的积极因素。在短期通胀无压力的情况下, 央行仍有进一步放宽流动性的空间, 稳增长的政策也将加速出台, 地方政府以及企业家预期的改变或将于 4 季度晚期出现。所以我们判断

未来外需和国内政策将会带来四季度库存投资环比改善，并带动经济底部企稳。融资需求的疲弱和货币供给的放量将会继续令无风险利率保持低位。

图表 1: 流动性提升对地产销售形成利好



图表 2: 投资需求下行，无风险利率下降



资料来源: WIND

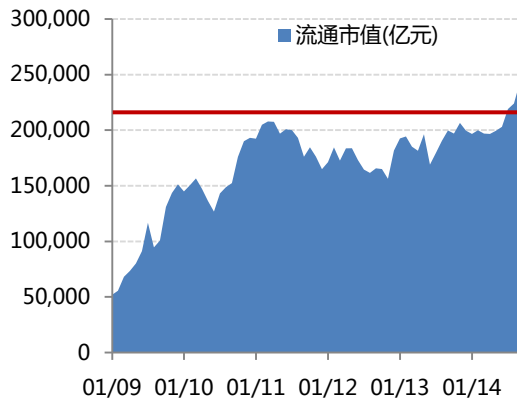
## 2. 权益投资策略

**权益投资策略:** 无风险利率下行和基本面转好预期的释放带来的估值提升和风险溢价的下降, 以及场外资金风险偏好的提升都利于权益市场的进一步上涨。

十月份以来经济增速虽然依旧疲弱但是从高频数据来看出现了小幅企稳回升的态势, 随着房地产限购政策的放开以及按揭政策的放松, 房地产销量出现了季节性回升, 这也带动水泥价格环比继续走高、煤炭钢铁价格跌幅收窄。四中全会后, 各项改革以及稳增长政策以较快的速度推出, 四季度经济基本面有望出现回暖。同时, 随着地方债务清理的展开以及房地产贷款新政的实施, 一方面有望逐步释放金融风险, 另一方面也有助于降低资金的需求程度改善实体融资状况, 流动性仍将保持相对宽松的状态, 在此背景下, 市场的估值水平仍然存在一定的向上修复的空间和风险溢价的下降, 此外场外资金从信托、其他领域的高息理财市场回流股市也都有利于权益市场的进一步上涨。

基于以上看法, 我们认为目前价值被低估且基本面良好的低估值蓝筹股具有较好的投资价值; 对于一些长期增长空间很大的或者新兴的经济增长点如医疗保健、文化娱乐、信息产业等等也提供了很多投资机会; 同时在一些事关经济转型、国家政策支持的主题方面也将加大投资, 如国企改革等。

图表 3: 增量资金入场效果明显



图表 4: 沪深 300 今年以来增长 8%



资料来源: WIND

### 3. 债券投资策略

**固定收益投资策略:** 流动性宽松环境中牛市行情持续。

经济尚未迎来拐点，融资成本仍然较高，货币政策将继续宽松，债券收益率有望进一步下行。尽管央行采取了诸如 MLF、PSL 等多种措施投放流动性、降低融资成本，然而 9 月的一般贷款利率较 6 月继续上行。上述现象主要源自银行的长期资金成本并未显著下降，银行风险偏好的下降，以及新增的贷款额度不能满足“表外转表内”的融资需求。考虑到经济短期内难有大的改观、不良贷款增速仍处于高位，银行的风险偏好难以显著上升。在这种情况下，降低贷款成本只有两个途径：（1）银行的长期资金成本必须明显下降；（2）表内的贷款额度进一步扩张。对于第一条路，参考欧央行实施 LTRO 的经验，我们认为通过延长 MLF 的期限，可以较为显著地降低银行的长期资金成本、刺激银行的放贷意愿。对于第二条路，考虑到合意贷款一般分年度控制、贷款规模太大也存在舆论压力，今年表内贷款额度的扩张非常有限。整体来看，降低贷款利率只能依靠更长期的 MLF。在 MLF 期限可能延长、投资需求依旧疲软的情况下，债券收益有望进一步下行。不过，我们认为收益率继续下行幅度会比较有限：一是套息利差在中位数左右，除非回购利率进一步下行，否则收益率下行空间不大；二是相比银行贷款部门而言，信用债投资者的风险偏好已经达到较高的水平，进一步抬升的空间不足。

分类属看，中短期利率债、城投债和大盘转债具有较好的投资价值。对于利率债而言，流动性持续宽松政策带来收益率曲线陡峭化压力，但在宽松预期改变之前，陡峭化以短端下行的方式实现，随刺激政策逐步起效，预计长端收益率下行空间将低于中短端。对于信用债而言，城投债受益于再融资政策的放松、银行理财需求的恢复，其表现将持续好于产

业债。对于可转债而言，当前转股溢价率和自身价格偏高的转债性价比低于标的股票，宜关注具备较强转股意愿的标的和低估值大盘转债。

图表 5: 利率信用绝对收益率与利差

利率债					信用债				
金融债收益率	1Y	3Y	5Y	10Y	绝对收益率	3年 AAA	3年 AA+	3年 AA	5年城投
当前值	3.58	3.71	3.89	4.00	当前值	4.23	4.56	4.98	5.23
分位数	61%	46%	47%	30%	分位数	36%	34%	38%	8%
期限利差	3Y-1Y	5Y-3Y	7Y-5Y	10Y-7Y	信用利差	3年 AAA	3年 AA+	3年 AA	AA 城投产业利差
当前值	14	18	7	3	当前值	52	85	127	-28
分位数	12%	43%	9%	12%	分位数	20%	16%	26%	0%

资料来源: WIND

**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。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的产品时，应认真阅读相关法律文件。

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丙17号北京银行大厦8层

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：[www.icbccs.com.cn](http://www.icbccs.com.cn)