

2018.4.23-2018.4.27

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 4月PMI数据较好, 显示当前经济增长依然平稳, 与此同时上周政治局会议对国内经济增长的呵护意味也在增加。通胀方面, 维持4月CPI同比1.8%, PPI同比3.4%判断不变。流动性方面, 受缴税等因素影响, 上周资金面较前周明显收紧。短期来看, 新规在细节上整体偏温和, 符合“不因处理风险而产生风险”的底线思维, 对资本市场和融资条件的影响将有限; 中期来看, 新规对包括银行理财在内的大资管行业的发展经营模式将产生深远影响。
- 权益市场: 目前我们依然维持中期经济增长平稳的判断不变。短期市场对经济悲观预期的修复存在动力, 但预计空间仍将较为有限。投资策略方面, 维持年内新兴产业投资吸引力较去年抬升、阶段性的主题投资将成为市场重要特征的判断不变, 目前继续建议均衡配置。
- 固定收益市场: 当前债券收益率水平位于历史60%-70%分位数, 估值吸引力不容忽视, 仍维持对久期略超配的推荐。但从目前的基本面看债市尚不具备快牛的条件, 短期收益率持续下行的空间有限, 且资金面在5-6月份存在一些不确定性, 遇到波动调整的机会买入并持有是较好的选择。

正文内容:

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长: 4月PMI较一季度均值小幅反弹, 略超预期; 价跌、财务费用走高拖累3月工业企业利润增速放缓, 量升起到部分对冲作用; 政治局会议提“持续扩大总需求”

3月规模以上工业企业利润总额同比增长3.1%, 一季度规模以上工业企业利润总额同比增

长11.6%，去年四季度为16.1%，2017年全年为21%。

4月中采制造业PMI 51.4%，较上月下降0.1个百分点，较一季度均值回升0.5个百分点，高于预期0.1个百分点。

上周南华综合指数环比增速由前周的0.32%回升至1.33%。农产品、贵金属分别下跌0.62%、0.75%，能化、工业品、金属分别上涨2%、1.88%、1.7%。水泥价格周环比增速由前周的1.54%小幅回落至1.3%，基本符合季节性。

上周地产销售方面，30城地产销售面积4周移动平均同比增速由前周的-27.9%进一步回升至-20.7%，环比下降1.2%；一线城市同比增速由前周的-37.98%升至-23.24%，环比升2.89%；二线城市同比增速由前周的-20.26%升至-17.17%，环比下降1.75%；三线城市同比增速由前周的-34.76%回升至-25.78%，环比降2.42%。土地成交方面，上周成交土地面积4周移动平均同比由前周的23.4%缩减至-0.71%，成交土地溢价率（四周移动平均）19.13%，基本持平于前周。

生产方面，春节对标来看，上周日均耗煤量较去年同期裂口继续收窄，4周移动平均同比由前周的3.04%上升至4.9%，三峡水库出库日均流量4周移动平均同比增速由前周的-26.7%进一步回升至-23.22%。开工率方面，全国高炉开工率由前周的67.27%小幅上升至67.68%，唐山高炉开工率较前周回升1.8个百分点至68.3%；焦化企业开工率由前周的75.35%进一步回落至71.05%；汽车半钢胎开工率由前周的73.88%上升至74.09%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：上周召开的政治局会议提出全力打好“三大攻坚战”仍是2018年的首要工作任务；但是在贸易摩擦加大等背景下，会议对国内经济增长的呵护意味增加，预计后续宏观调控政策的宽松弹性较前期增大。从政策托底经济增长的角度来看，会议强调内需的重要性，提出持续扩大内需，并再次提到降低企业融资成本。我们预计，“补短板”将是“持续扩大内需”的重要抓手。会议明确要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市的健康发展，意味着这几类市场难出现大幅波动。

4月制造业PMI略超预期，较一季度均值有所反弹，较去年四季度小幅回落，维持制造业景气度环比仍将维持在扩张区间，但二阶导高点可能已过的判断。生产方面：指数与三月高位持平，与高频耗煤等数据相印证，4月生产仍然较平稳（前期的供给放量仍未结束）。需求方面：新订单指数和建筑业指数较3月小幅回落，但绝对值仍然较高，显示需求面仍未看到明显走弱迹象。特别是出口订单指数绝对值仍然较高，显示近期外需仍然不弱。4月制造业PMI录得较高数值，除了经济本身的韧性外，也与春节较晚需求后置有关；考虑到目前政策面的微调，前期提醒关注的地方政府去杠杆竞赛大概率不会发生，这将有助于市场预期的修复，关注4，5

月融资数据。此外，4月综合PMI指数较去年四季度和一季度均值小幅回落，显示经济整体需求（GDP层面）环比增速小幅走弱。上周高频数据显示生产端仍然平稳，工业品价格继续回升；需求方面，地产销售面积同比增速底部平稳回升，汽车需求不弱。

2、通货膨胀：预计4月CPI1.8%左右；PPI3.4%左右

根据商务部监测，上周食品价格较前一周下降0.7个百分点。分项看，菜价环比由前一周的1.9%下降至-2.3%，肉价环比由前一周的-1.1%回升至-0.5%；生产资料价格方面呈现全线上涨的态势，能源、黑色金属、有色金属、化工、橡胶、农资环比分别上涨0.2%、0.3%、1.9%、1.1%、0.3%、0.2%。

3、流动性与人民币汇率：缴税因素致上周资金面较前周明显收紧，资管新规落地；人民币兑美元汇率贬值

4月27日，央行、银监会、证监会等联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号），资管新规最终落地。

上周珠三角票据直贴利率均值由前周的5.18%下降至5.02%，转贴利率均值由前周的4.88%略降至4.72%。

上周市场公开净回笼资金2700亿元。开展逆回购合计2500亿元，均为7天期；逆回购到期5200亿元，其中7天逆回购到期4200亿元，63天逆回购到期1000亿元。

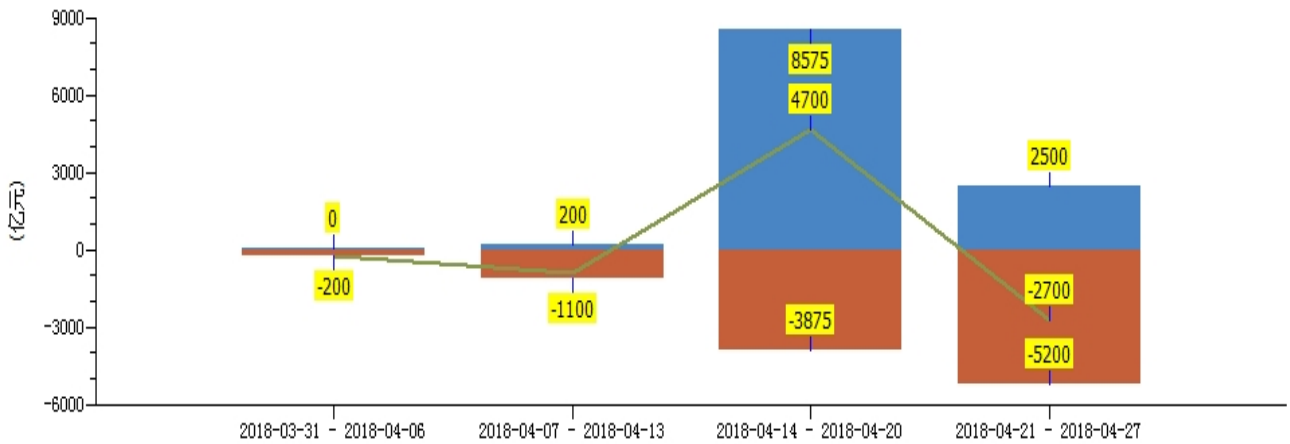
上周人民币兑美元在岸即期汇率、离岸即期汇率和汇率中间价有所贬值。在岸即期汇率周五收盘价为6.3439，周五离岸人民币汇率为6.3201。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：受4月中集中大量缴税的影响，上周前几日资金面大幅收紧，叠加春节后资金面持续超预期宽松的环境下，机构“滚隔夜”和“加杠杆”的现象有所增加，因此对资金面波动的敏感性有所放大，R007大幅走高。25日下午，随着降准释放资金到位后资金面有所缓和，但资金整体仍不及前期宽松。与前期征求意见稿相比，严监管的政策方向未变，其中涉及的核心内容包括打破刚兑、净值化管理、禁止资金池操作、期限错配以及多层嵌套在正式稿中均有充分体现。正式稿在部分细则上较征求意见稿更偏宽松，如过渡期延长、允许符合条件的产品采用摊余成本法计价等，避免在处置风险过程中发生流动性硬着陆风险。正式稿在征求意见稿的基础上进一步完善了操作细节，主要包括：明确了标准化债券的具体特征以及摊余成本法的适用条件。关注后续银登或北金所交易产品是否将被列为非标产品。短期来看，新规在细节上整体偏温和，符合“不因处理风险而产生风险”的底线思维，对资本市场和融资条件的影响将有限；

中期来看，新规对包括银行理财在内的大资管行业的发展经营模式将产生深远影响。

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。

4、国际：美国一季度GDP、4月PMI超预期，3月核心PCE物价指数接近美联储2%的目标，美债收益率破3

美国4月Markit制造业PMI初值56.5，预期55.2，前值55.6；服务业PMI初值54.4，预期54.1，前值54。美国4月Markit制造业PMI初值、新订单指数均创2014年9月以来新高。美国3月耐用品订单初值环比增2.6%，预期增1.6%，前值由增3%修正为3.5%。美国一季度实际GDP初值年化季环比增2.3%，预期增2%，前值增2.9%；一季度核心PCE物价指数年化季环比升2.5%，预期升2.5%，前值升1.9%。3月PCE物价指数同比2%，预期2%，前值1.8%修正为1.7%，环比0%，预期0%，前值0.2%；3月核心PCE物价指数同比1.9%，预期1.9%，前值1.6%，环比0.2%，预期0.2%，前值0.2%。

注：以上信息来源于WIND资讯

点评：上周公布的美国1季度实际GDP增速以及4月制造业PMI数据均超预期，数据公布后美元指数冲高，美股期货跌幅收窄；此外，美国3月PCE物价指数创一年来新高，核心PCE物价指数（1.9%）进一步接近美联储2%的目标，显示目前美国经济动能仍在由复苏向过热切换的过程中，支撑美联储年内加息进程，目前CME计算的美联储6月加息概率为95.3%。

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收3082.23点，当周上涨0.35%，深证成指报收10324.47点，当周下跌0.81%，中小板指当周下跌0.94%，创业板指当周上涨1.28%。

分行业来看，29个中信一级行业中12个行业上涨，其中医药、交通运输和煤炭当周分别上

涨3.78%、2.28%和1.40%；17个行业下跌，其中国防军工、电子元器件和综合当周分别下跌4.56%、3.01%和2.53%。

图 2: 主要指数表现

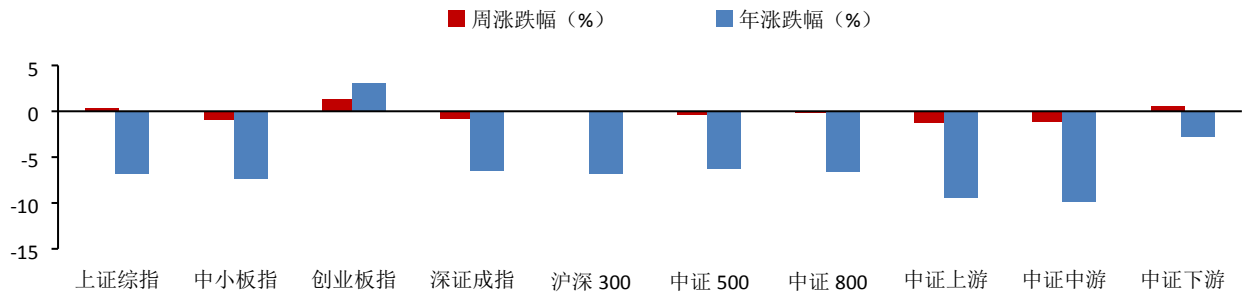
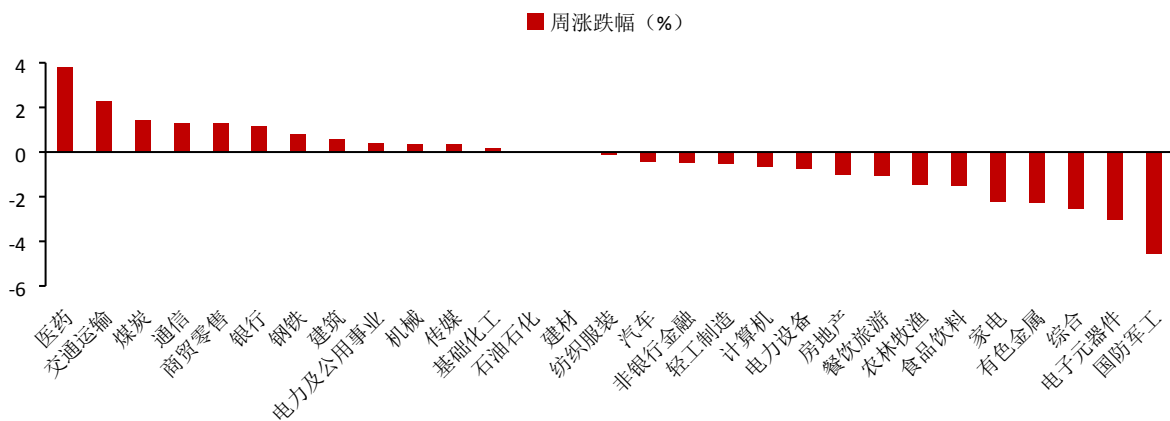


图 3: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年4月23日至2018年4月27日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率3.02%，较前一周上涨0.05%；三年期国债收益率3.20%，较前一周上涨0.04%；十年期国债收益率3.64%，较前一周下跌0.88%。一年期国开债收益率3.79%，较前一周下跌0.09%；三年期国开债收益率4.19%，较前一周下跌0.25%；十年期国开债收益率4.44%，较前一周下跌0.52%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率4.41%，较前一周下跌0.05%；五年期AAA最新收益率4.75%，较前一周下跌0.36%；一年期AA+最新收益率4.66%，较前一周下跌0.07%；五年期AA+最新收益率5.02%，较前一周下跌0.35%；一年期AA最新收益率4.93%，较前一周下跌0.07%；五年期AA最新收益率5.40%，较前一周下跌0.25%；一年期城投债最新收益率4.93%，较前一周上涨0.02%；五年期城投债最新收益率5.42%，较前一周下跌0.32%。

图 4：各类债券持有期收益率

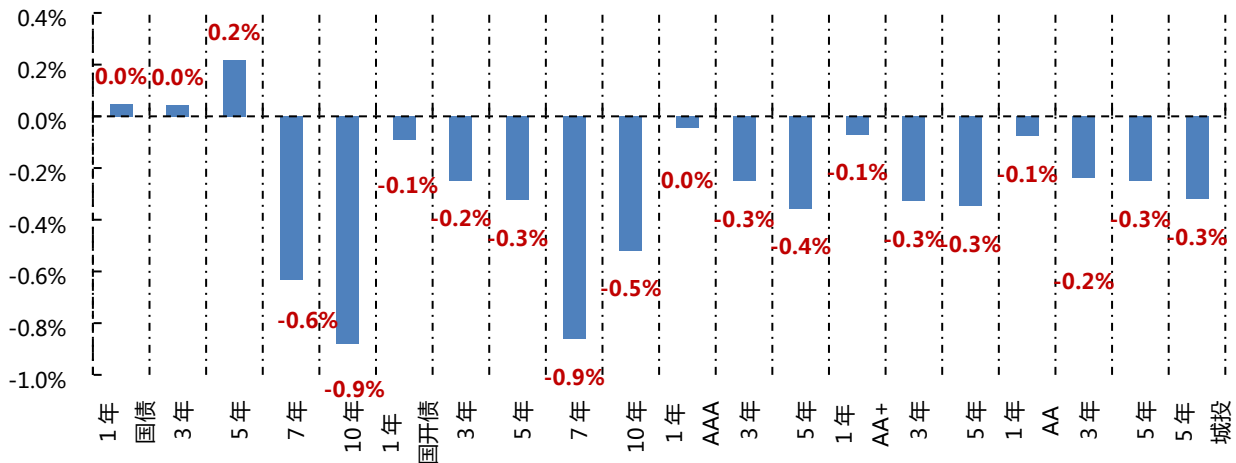
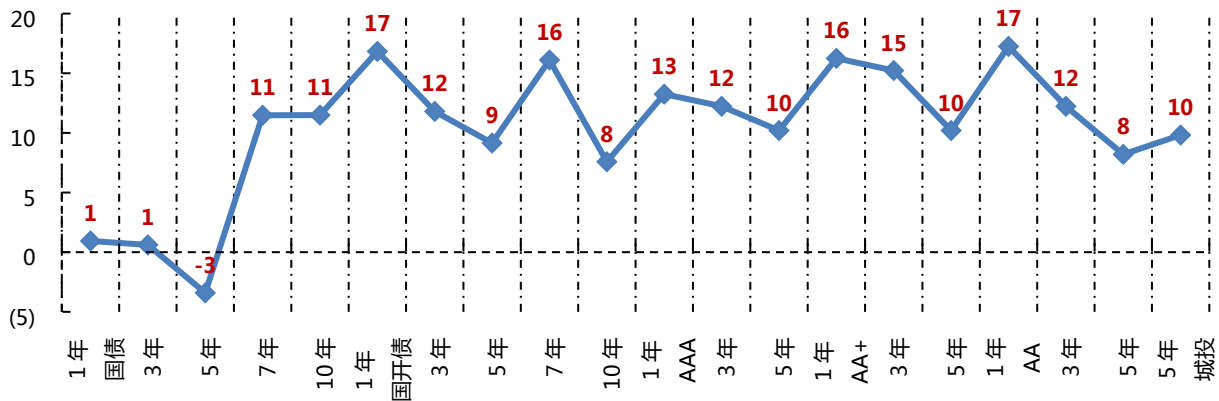


图 5：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年4月23日至2018年4月27日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，上周召开的政治局会议对国内经济增长的呵护意味增加，预计后续宏观调控政策的宽松弹性较前期增大。从政策托底经济增长的角度来看，会议强调内需的重要性，提出持续扩大内需，并再次提到降低企业融资成本。我们预计，“补短板”将是“持续扩大内需”的重要抓手。会议明确要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市的健康发展，意味着这几类市场难出现大幅波动。4月制造业PMI略超预期，较一季度均值有所反弹，较去年四季度小幅回落，维持制造业景气度环比仍将维持在扩张区间，但二阶导高点可能已过的判断。**通货膨**

胀方面，预计4月CPI1.8%左右；PPI3.4%左右。**流动性方面**，受4月中集中大量缴税的影响，上周前几日资金面大幅收紧，叠加春节后资金面持续超预期宽松的环境下，机构“滚隔夜”和“加杠杆”的现象有所增加，因此对资金面波动的敏感性有所放大，R007大幅走高。25日下午，随着降准释放资金到位后资金面有所缓和，但资金整体仍不及前期宽松。短期来看，新规在细节上整体偏温和，符合“不因处理风险而产生风险”的底线思维，对资本市场和融资条件的影响将有限；中期来看，新规对包括银行理财在内的大资管行业的发展经营模式将产生深远影响。

权益方面：在政治局会议明确“持续扩大内需”等政策表态的背景下，市场对经济增长悲观情绪有所缓和。从政策取向来看，目前市场更倾向于认为政府将着力从支持消费和制造升级这类方向实现持续扩大内需，而非通过刺激房地产和基建。我们认为，消费和制造升级这一中长期逻辑毋庸置疑，短期来看，预计地方政府去杠杆的政策力度将较一季度边际略有缓解。对于资管新规落地，从各方的解读来看，大体认为新规在细节上整体偏温和，符合“不因处理风险而产生风险”的底线思维，对资本市场和融资条件的短期影响将有限。**我们依然维持中期经济增长平稳的判断不变**（这一中期判断要发生改变，重点要关注社融数据、地方政府和国企去杠杆力度、以及贸易战和海外资本市场波动），短期市场对经济悲观预期的修复存在动力，但预计空间仍将较为有限。投资策略方面，维持年内新兴产业投资吸引力较去年抬升、阶段性的主题投资将成为市场重要特征的判断不变，**目前继续建议均衡配置**。从自上而下的角度来看，短期仍待确认的是国内流动性最宽松的阶段是否已经过去，并对美国债券收益率再次逼近3%可能对海外资产价格的影响保持关注。此外，随着MSCI临近，这可能在短期对价值蓝筹构成利好因素。

固定收益方面：债券方面，资管新规正式稿靴子落地总体偏利好，将这次正式稿的变化和此前的降准政策以及中央政治局会议“扩大内需”的表态结合起来考虑，一致体现了政策思路的一些微调，立场从偏紧适当地向中性靠拢。当前债券收益率水平位于历史60%-70%分位数，估值吸引力不容忽视，仍维持对久期略超配的推荐。但从目前的基本面看债市尚不具备快牛的条件，短期收益率持续下行的空间有限，且资金面在5-6月份存在一些不确定性，遇到波动调整的机会买入并持有是较好的选择。

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