2020.06.29-2020.07.03

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，6月中采制造业PMI和非制造业PMI均较上月上行。我们认为短期经济继续改善的方向较为确定，但是在疫情导致的需求反弹正在逐渐完成的背景下，考虑到我国逆周期调节政策发力幅度有限以及全球经济年内仍难回到正常的增长水平，经济改善的动能将逐渐衰减。通货膨胀方面，预计6月CPI同比增长2.6%，较5月小幅回升0.2个百分点。流动性方面，目前维持流动性最宽松阶段已经过去的判断不变。
- 权益市场：短期经济环比继续改善，同时政策面继续利好资本市场。投资策略上，短期建议一方面继续关注低估值板块的阶段性补涨机会，另一方面则继续关注景气复苏且估值合理的可选消费，以及受益于资本市场改革的券商。中期配置继续关注符合产业升级方向的TMT、新能源汽车、消费和医药。
- 固定收益市场：当前基本面和货币政策层面对债券的负面影响均有所减弱，而股票上涨的资金分流和市场风险偏好的明显改善对债券市场形成了新一轮的扰动，在这个扰动结束之前，债券收益率可能难以明显回落，权益市场扰动减弱之前建议多看少动。与此同时由于下半年疫情、外部环境、经济和政策层面存在较多的不确定性，造成市场投资结构不稳定的根本矛盾难以有效缓解，收益率低位下市场配置力量不足，仍建议注意保持组合流动性，后续重点关注社融和海外疫情的变化。

正文内容:

一、市场回顾

（一）宏观方面

1、经济增长：6月中采制造业PMI和非制造业PMI均较上月上行。其中海外订单和国内服务业修复是推升6月经济景气度继续回升的主要因素。目前卖方预测6月社融增速与5月基本维持平稳

中国6月官方制造业PMI 50.9，预期50.5，前值50.6。中国6月非制造业PMI 54.4，预期53.6，前值53.6。综合PMI指数由53.4%升至54.2%。

上周南华综合指数环比增速由0.7%降至-0.8%，其中贵金属、农产品、金属指数分别上行0.6%、0.2%、0.02%，工业品价格指数、能化指数分别下行0.74%、1.01%。水泥价格环比由-1.23%降至-1.55%，表现四周弱于季节性。上周螺纹钢价格环比由-0.21%降至-0.97%，表现符合季节性。

地产销售方面，上周30城地产销售面积四周移动平均同比增速升至10.8%。土地成交方面，上周土地出让面积四周移动平均同比增速-23.6%，较前周继续下行；土地溢价率四周移动平均增速升至16.6%。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速由1.2%降至-0.2%，三峡水库出库量四周移动平均增速由-0.7%升至10%。开工率方面，上周高炉开工率维稳于70.4%，唐山开工率维稳于85%，焦化开工率由87%降至86.3%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：6月中采制造业PMI和非制造业PMI均较上月上行。海外订单和国内服务业修复是推升6月经济景气度继续回升的主要因素。在制造业景气度持续改善的同时，仍需要注意到一是小型企业与大型企业景气度分化，二是就业相关指标仍然低迷。我们认为短期经济继续改善的方向较为确定，但是在疫情导致的需求反弹正在逐渐完成的背景下，考虑到我国逆周期调节政策发力幅度有限以及全球经济年内仍难回到正常的增长水平，经济改善的动能将逐渐衰减。

2、通货膨胀：初步预计6月CPI同比增长2.6%左右，PPI同比增长-3.1%左右

6.19-6.25日农产品价格（商务部口径）环比增速由2.2%回落至1.4%，表现连续五周强于季节性。猪肉价格（商务部口径）环比增速由5.1%降至2.9%，同比增速由91.6%降至87.9%。蔬菜价格（商务部口径）环比由4.2%降至3.1%，同比由2.6%升至4.78%。

点评：预计6月CPI同比增长2.6%，较5月小幅回升0.2个百分点；PPI同比增长-3.1%，较5月跌幅略收窄0.5个百分点。6月受洪灾等因素影响，食品价格环比由弱于季节性转为强于季节性，对CPI短期有所支撑。根据1998年洪灾时期物价走势，洪水对食品价格的影响持续2-3个月，不会对CPI产生系统性的抬升。叠加猪肉价格环比走弱趋势和高基数，下半年食品价格带动CPI下行趋势不变。近期有报道部分地区猪瘟有再次扩散迹象，需保持跟踪。

3、流动性：上周货币市场利率受季末因素影响先升后降，整体较前周维持平稳；目前维持流动性最宽松阶段已经过去的判断不变。上周人民币汇率维持平稳

上周央行开展逆回购操作1000亿元（到期4900亿），其中7天逆回购操作1000亿元。14天

逆回购到期1800亿元，7天逆回购到期3100亿元。市场合计净回笼资金3900亿元。上周7天回购定盘利率周均值由前周的2.22%升至2.29%；R007周均值由2%升至2.32%升至2.38%。季末过后利率有所下行，截至7月3日，R007已落至1.86%，DR007已落至1.826%。

上周人民币汇率中间价均值维稳于7.07。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：上周货币市场利率受季末因素影响先升后降，整体较前周维持平稳。央行宣布调降再贷款再贴现利率，考虑到再贷款余额较低，针对再贷款再贴现的结构型降息对流动性、信用扩张和广谱融资成本下降作用都较为有限。此外，考虑到央行迟迟未进行降准操作并且放缓调降OMO、LPR利率节奏，显示央行当前态度仍然偏鹰。卖方预测6月社融增速与5月基本维持平稳。

（二）权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3152.81点，当周上涨5.82%，深证成指报收12433.26点，当周上涨5.25%，中小板指当周上涨5.37%，创业板指当周上涨3.36%。

分行业来看，29个中信一级行业全线上涨，其中餐饮旅游、非银行金融和房地产分别上涨19.40%、13.76%和10.25%。

图 1：主要指数表现

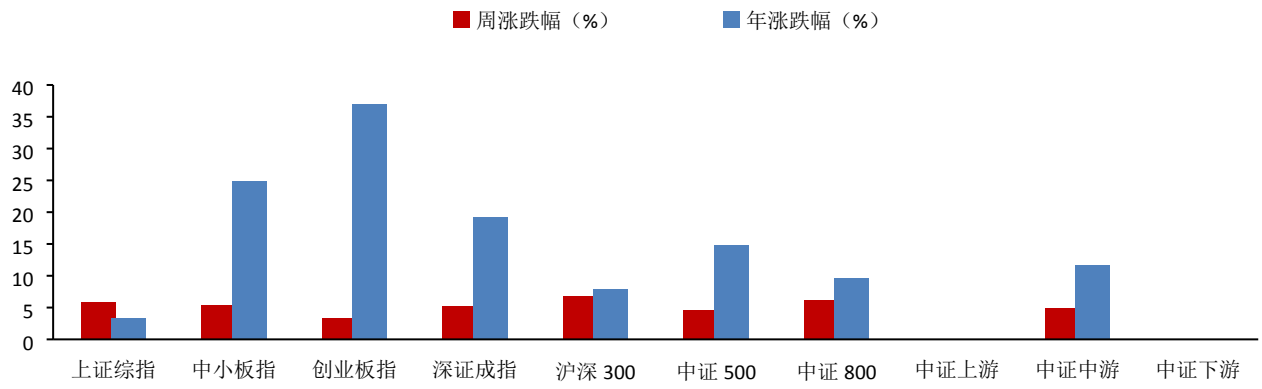
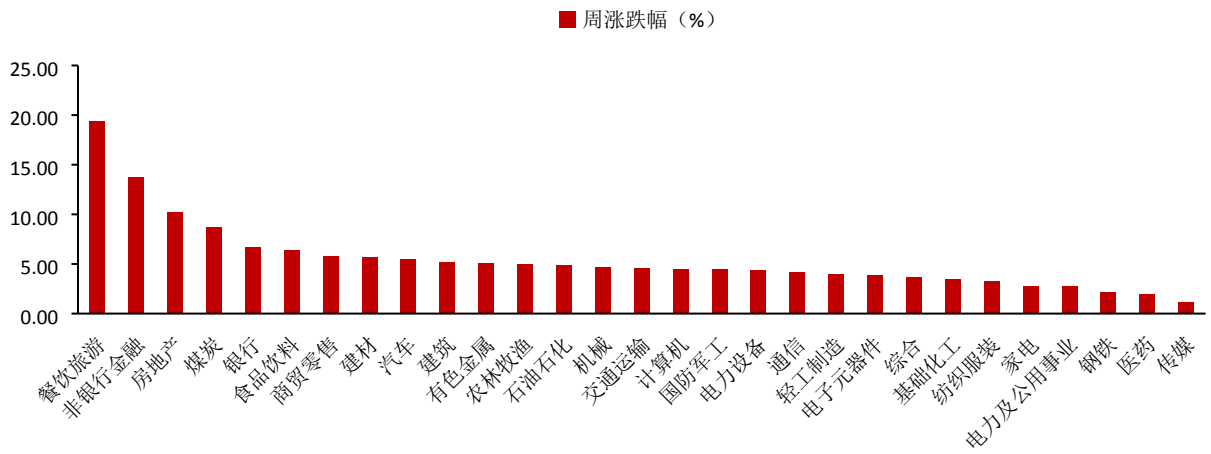


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年6月29日至2020年7月3日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.10%，较前一周上涨0.10%；三年期国债收益率2.39%，较前一周上涨0.20%；十年期国债收益率2.90%，较前一周下跌0.24%。一年期国开债收益率2.19%，较前一周上涨0.15%；三年期国开债收益率2.75%，较前一周上涨0.10%；十年期国开债收益率3.17%，较前一周下跌0.18%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.71%，较前一周上涨0.08%；五年期AAA最新收益率3.68%，较前一周上涨0.14%；一年期AA+最新收益率2.88%，较前一周上涨0.10%；五年期AA+最新收益率3.96%，较前一周上涨0.28%；一年期AA最新收益率3.17%，较前一周上涨0.10%；五年期AA最新收益率4.34%，较前一周上涨0.29%；一年期城投债最新收益率2.98%，较前一周上涨0.06%；五年期城投债最新收益率4.10%，较前一周上涨0.33%。

图 3：各类债券持有期收益率

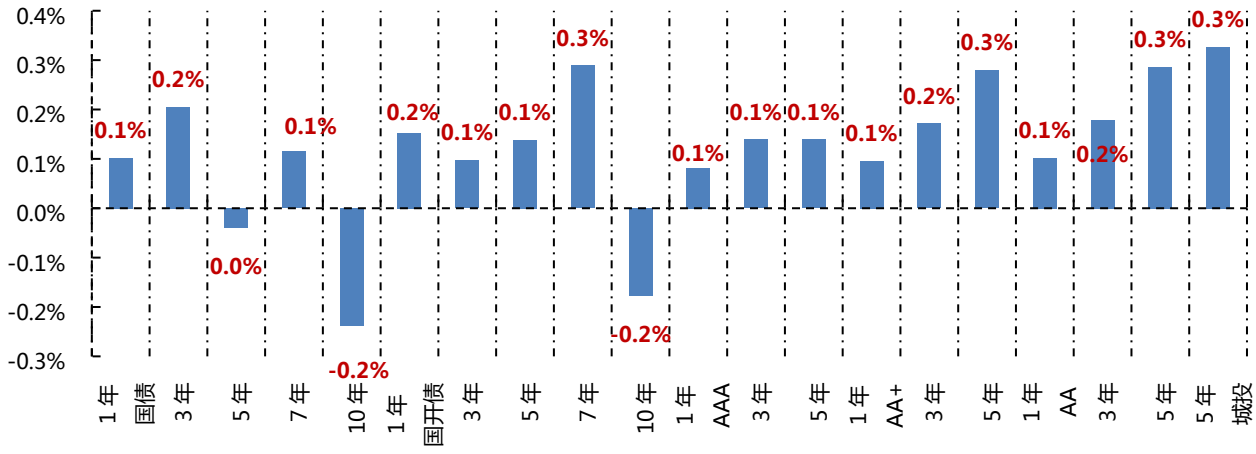
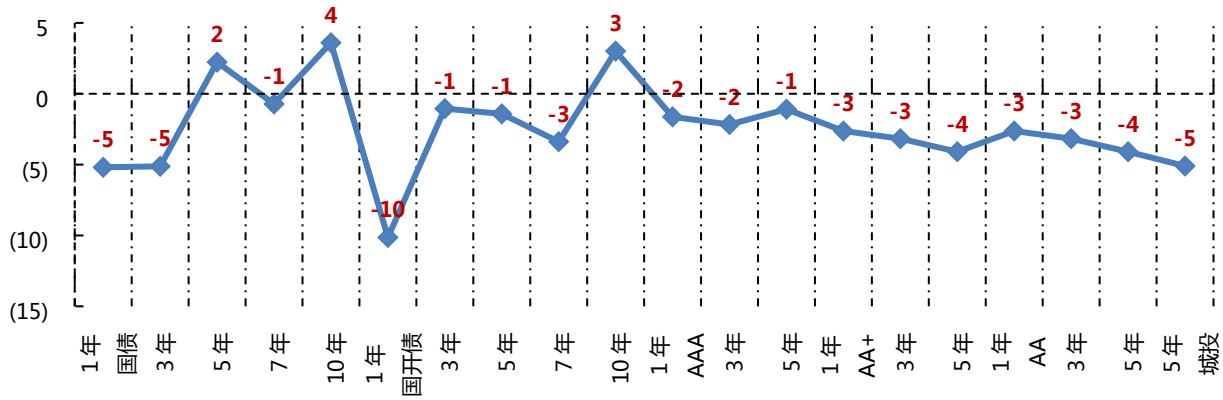


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年6月29日至2020年7月3日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，6月中采制造业PMI和非制造业PMI均较上月上行。海外订单和国内服务业修复是推升6月经济景气度继续回升的主要因素。在制造业景气度持续改善的同时，仍需要注意到一是小型企业与大型企业景气度分化，二是就业相关指标仍然低迷。我们认为短期经济继续改善的方向较为确定，但是在疫情导致的需求反弹正在逐渐完成的背景下，考虑到我国逆周期调节政策发力幅度有限以及全球经济年内仍难回到正常的增长水平，经济改善的动能将逐渐衰减。**通货膨胀方面**，预计6月CPI同比增长2.6%，较5月小幅回升0.2个百分点；PPI同比增长-3.1%，较5月跌幅略收窄0.5个百分点。6月受洪灾等因素影响，食品价格环比由弱于季节性转为强于季节性，对CPI短期有所支撑。根据1998年洪灾时期物价走势，洪水对食品价格的影响持续2-3个月，不会对CPI产生系统性的抬升。叠加猪肉价格环比走弱趋势和高基数，下半年食品价格带动CPI下行趋势不变。近期有报道部分地区猪瘟有再次扩散迹象，需保持跟踪。**流动性方面**，上周货币市场利率受季末因素影响先升后降，整体较前周维持平稳。央行宣布调降再贷款再贴现利率，考虑到再贷款余额较低，针对再贷款再贴现的结构型降息对流动性、信用扩张和广谱融资成本下降作用都较为有限。此外，考虑到央行迟迟未进行降准操作并且放缓调降OMO、LPR利率节奏，显示央行当前态度仍然偏鹰。卖方预测6月社融增速与5月基本维持平稳。

权益方面：上周主要指数均告上涨，两市含科创板一周成交金额4.6万亿，日均成交额

9200亿元，日均成交额较前周成交放量。上周北向资金净流入288.62亿元，已连续15周净流入。考虑到疫情和地缘政治不确定性仍大，维持短期海外市场波动性将加大的判断不变。国内疫情方面，北京疫情已得到明显缓解。经济面上，近期市场对南方洪水影响的担忧有所升温。不过就全国而言，6月以来国内宏观和中观数据延续改善态势，6月PMI延续改善势头。流动性上，上周央行宣布调降再贷款再贴现利率，货币市场利率有所回落，同时股票市场资金面依然较好，上周后半周市场成交量放大至万亿以上，两融余额也续创年内新高。政策面上，上周国企改革三年行动方案审议通过、海南离岛免税政策调整，继续释放坚定推进改革开放的信号。市场展望方面，上周后半周低估值板块强势上涨。短期经济环比继续改善，同时政策面继续利好资本市场。投资策略上，短期建议一方面继续关注低估值板块的阶段性补涨机会，另一方面则继续关注景气复苏且估值合理的可选消费，以及受益于资本市场改革的券商。中期配置继续关注符合产业升级方向的TMT、新能源汽车、消费和医药。

固定收益方面：当前基本面和货币政策层面对债券的负面影响均有所减弱，而股票上涨的资金分流和市场风险偏好的明显改善对债券市场形成了新一轮的扰动，在这个扰动结束之前，债券收益率可能难以明显回落。不过从历史回溯来看，除了2015年的股票大牛市脱离了基本面的支撑，其他大部分时间股指走势与经济基本面大都有很强的关系，而2015年经济偏弱、流动性支撑的股票“水牛”中，债券市场所受到的冲击并不大。考虑到收益率已基本回到了节前的水平，而OMO/MLF利率与节前相比下调了30bp，收益率整体上具备一定的安全边际，但考虑到权益市场强势表现的压制，收益率可能暂时难以明显回落，当前可维持久期中性或略超配的水平，但权益市场扰动减弱之前建议多看少动；与此同时由于下半年疫情、外部环境、经济和政策层面存在较多的不确定性，造成市场投资结构不稳定的根本矛盾难以有效缓解，收益率低位下市场配置力量不足，仍建议注意保持组合流动性，后续重点关注社融和海外疫情的变化。

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）