

上周市场表现 (1月7日—1月11日)

	指数名称	周涨跌/涨跌幅 (%)		指数名称	周涨跌/涨跌幅 (%)
国内市场指数	上证综指	1.55	海外市场指数	道琼斯工业指数	2.40
	深证成指	2.60		纳斯达克指数	3.45
	沪深 300	1.94		标准普尔 500	2.54
	上证 50	1.72		英国富时 100	1.18
	中证 500	2.47		香港恒生指数	4.06
	创业板指	1.32	贵金属及原油	ICE 布油	6.19
	中小板指	3.12		COMEX 黄金	0.16
	中证全债	0.27		COMEX 白银	-0.92
	南华工业品指数	1.47		3 个月 Shibor	-13.40BP
汇率	在岸人民币中间价	-608BP	利率	1 年期国债	0.39BP
	离岸人民币	-1044BP		10 年期国债	-4.49BP
				美国十年期国债	1.00BP

投研视角

【货币基金】

上周 (1月7日-1月11日) 央行净回笼 4100 亿元, 其中逆回购到期 4100 亿元, 无逆回购投放。本周 (1月14日-1月18日) 央行公开市场将有 5000 亿元资金到期, 其中有 1100 亿元逆回购到期, 另有 3980 亿元 MLF 到期及降准置换的 80 亿元 MLF 到期。

从存款类机构质押式回购利率看, 上周五时, 隔夜加权在 1.7037%, 7 天加权在 2.3825%, 资金价格有所回升。同业存单与同业存款方面, 3M 及以上期限的价格继续走低。3M 股份行同业存单由 2.70% 下调至 2.69% 左右, 6M 波动不大, 在 2.75% 附近; 上周五股份行 3M 同业存款收益率在 2.74%, 较一周前价格下滑 10bp; 6M 期限收益率在 2.81% 左右, 较一周前下行 21bp。

表 1. 存款类机构质押式回购加权利率与成交量变动

期限	加权/收盘 (01月11日)	比较日 (01月04日)	涨跌幅 (BP)	日均成交量 (亿元)	量增 (亿元)
1D	1.7037/1.7000	1.5889/1.6500	11.48 /5.00	31690.85	6603.51
7D	2.3825 /1.8000	2.3401/2.0000	4.24 /-20.00	2802.21	-337.05
14D	2.2085/2.2100	2.0842/2.0800	12.43 /13.00	837.93	111.36

21D	2.4156/2.5000	2.2333/2.2300	18.23 /27.00	410.10	7.16
1M	2.8458/2.9000	2.7086/2.6900	13.72 /21.00	81.76	36.73
3M	2.8886/2.8000	2.8985/2.5800	8.86 /0.00	36.09	20.96

资料来源：WIND

【债券基金】

上周回顾：

利率债：从一级市场来看，上周记账式国债发行 500 亿元，政金债发行 981 亿元，利率债共发行 1481 亿元、环比增加 141 亿元，净供给 721 亿元、环比增加 131 亿元，一级需求依旧向好。存单净发行 2194.6 亿元，环比增加 2068 亿元。

从二级市场来看，现券收益率涨跌不一，上周 1 年期国债收于 2.41%，较前一周下行 5BP；10 年期国债收于 3.11%，创下 17 年以来的两年新低，较前一周下行 5BP。1 年期国开债收于 2.63%，较前一周上行 14BP；10 年期国开债收于 3.53%，较前一周上行 5BP。

表 2. 国债到期收益率变动

国债收益率(中债)	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
2019/01/04	2.4525	2.7922	2.8850	3.1040	3.1513
2019/01/11	2.4065	2.7920	2.9100	3.0939	3.1058
一周变化 (BP)	-4.60	-0.02	2.50	-1.01	-4.55

资料来源：WIND

表 3. 国开债到期收益率变动

国开行金融债收益率(中债)	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
2019/01/04	2.4902	3.1875	3.4587	3.6412	3.4830
2019/01/11	2.6308	3.0877	3.4011	3.6325	3.5325
一周变化 (BP)	14.06	-9.98	-5.76	-0.87	4.95

资料来源：WIND

信用债：信用债收益率继续下行。AAA 级企业债收益率平均下行 12BP、AA 级企业债收益率平均下行 12BP，城投债收益率平均下行 13BP。

可转债：上周中证转债指数上涨 2.47%，日均成交量上升 75%，转债平价指数上涨 1.5%；同期沪深 300 指数上涨 1.94%、创业板指上涨 1.32%、上证 50 上涨 1.48%。个券 124 涨 4 跌，正股 97 涨 1 平 30 跌。涨幅前 5 位分别是特发转债 (17.44%)、广电转债 (16.12%)、盛路转债 (11.35%)、鼎信转债 (6.92%)、隆基转债 (5.88%)。

后市展望：

本周（1月14日-1月18日）将进入缴税缴准期，尽管本周二会有7500亿的普遍降准资金释放，但当天就有3900亿MLF到期，实际释放的资金量只有3600亿。TMLF和普惠金融定向降准动态考核所释放的5000亿资金最早也要下旬才会释放，并且央行本周不会再做MLF操作（因为此前宣布一季度的MLF到期均不续作），因此本周资金面的流入将依赖于央行的逆回购操作。

1月8日下午，中国人民银行行长易纲在解读中央经济工作会议精神时表示，要精准把握流动性的总量，既避免信用过快收缩冲击实体经济，也要避免“大水漫灌”影响结构性去杠杆。未来定向降准、再贷款再贴现、定向中期借贷便利工具等多种货币政策工具仍有望继续使用，流动性总量有望继续充裕。

上周公布了18年12月通胀数据，均不及预期：12月CPI同比增速为1.9%，低于预期的2.1%和前值2.2%；12月PPI同比增速为0.9%，低于预期的1.6%和前值2.7%。通胀低预期受累于油价，油价回升和稳增长措施有望拉动CPI非食品项，也有望缓解PPI下跌趋势。春节的到来，食品需求回升，前期表现不及历史均值的鲜菜和鸡蛋价格或将有所上涨。所以预计1月份CPI或将重回2%以上，但是当前国内供需两弱，商品价格反弹力度有限。因此，我们认为全年不存在通胀回升的基础，央行货币政策仍将维持宽松的状态。

【股票基金】

上周回顾：

上周市场延续反弹，上证50指数上涨1.72%，上证指数上涨1.55%，深证成指上涨2.60%，创业板指上涨1.32%，其中电气设备、家电、通信电子、计算机板块涨幅靠前，银行、公用事业、采掘、房地产板块涨幅靠后。

后市展望：

上周美联储释放“鸽派”信号，美联储主席鲍威尔10日发表讲话，称美联储将保持耐心实施灵活的政策，时刻准备着调整政策立场。欧央行公布货币政策会议纪要，决定2019年夏季将关键利率保持在目前的水平。日本央行行长黑田东彦在10日同样表示将维持超宽松政策及收益率曲线控制。目前来看，全球流动性收紧的节奏有所缓和，投资者风险偏好得到回升，全球权益类资产有所回暖。

国内来看，促进消费政策有望陆续出台，本周发改委表态“2019年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施”。紧接着商务部表示促进消费行动，推动“工业品下乡、

农产品进城，汽车家电是大头”、“电子商务进农村”等内容。

而资本市场也有望进一步放松。上周，证监会副主席方星海讲话，提出支持外资投行在条件允许时提高持股比例至 100%，尽更大努力引进国际中长期资金进入中国股市，预计今年外资持续流入规模 6000 亿元，建议取消新股上市首日涨停板限制，更多多空博弈工具将会陆续出台，推动科创板尽快落地等内容。

目前政策底确定，流动性缓和以及政策出台有助于修复市场情绪，迎来短期反弹行情，但中期整体行情的企稳需要等待国内经济下行盈利底以及宽信用效果的信号出现。

行业动态

【点评背景】

目前市场对 2019 年宏观经济的预期显得比较悲观，但从历史情况来看，经济实际运行的情况往往跟大家的预期多多少少会有些不一样的地方。那么，2019 年我国经济可能会有哪些超预期的地方？

【德邦基金点评】

我们大致从出口、投资、消费这样的顺序来看一下，在这几个主要的领域里面，哪些领域出现超预期的可能性相对比较大？

一、2019 年的出口会出现超预期吗？

1、全球经济增长下行是大概率事件

目前世界上主要组织对全球经济的预期都是比较悲观的，无论是国际货币基金组织，还是其他金融组织，对于 2019 年经济增速的预期都是明显的下行。因此我们也基本认为 2019 年全球经济下行是大概率事件。



数据来源：IMF、OECD、BLOOMBERG、长江证券

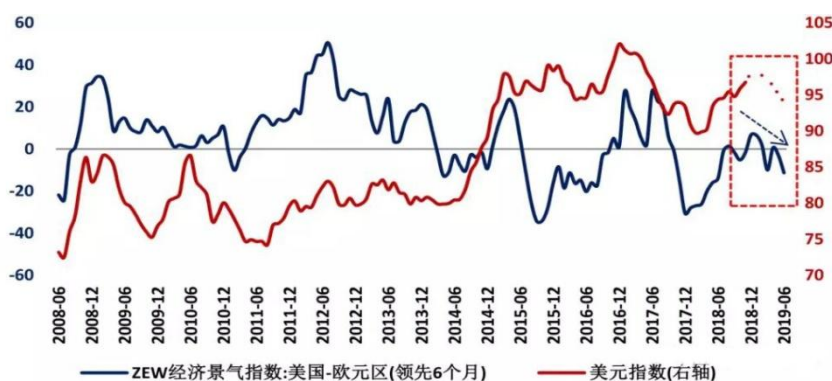
2、中美贸易摩擦将是一场持久战

上周二（1月8日）夜间，特朗普发推特表示中美贸易谈判进展非常良好，华尔街日报也表示中美谈判取得进展，但未准备好达成协议。受中美贸易摩擦阶段性缓和积极消息影响，短期内市场信心提振效果明显。由此可见，推动中美双方经贸关系尽快回到正常轨道，实现合作共赢符合两国人民的共同意志。

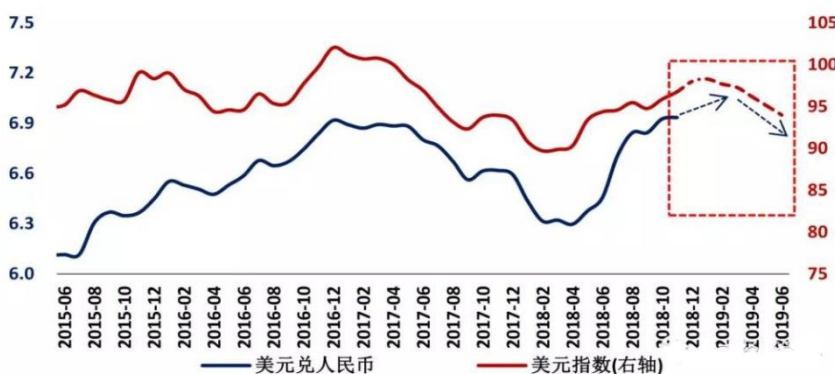
中美双方不断释放利好信号，然而参考过去一年的经验，中美贸易摩擦不太可能在短时间内彻底解决，大概率将是一场持久战。

3、人民币汇率有望止跌企稳，出口进一步承压

一般来说，人民币汇率主要跟随美元指数而动，而美元指数的变动更多的是反映美国跟欧元区经济走势的相对强弱。如下图所示，蓝线是 ZEW 经济景气指数，即用美国的土地指数减去欧元区的起始指数，可以发现蓝线跟随美元指数（红线）。从历史上看，两者在主要拐点处的走势大致一样。蓝线从 2018 年年末左右已经开始拐头向下，这是否就预示着美元指数也大概率往下走？如果美元指数往下走的话，也会带动人民币汇率往下走，因为人民币也有望实现止跌企稳，这对于出口来说是不利的。因此，综合以上几点来看，2019 年出口出现超预期的可能性是相对比较低的。



数据来源：WIND、长江证券



数据来源：WIND、长江证券

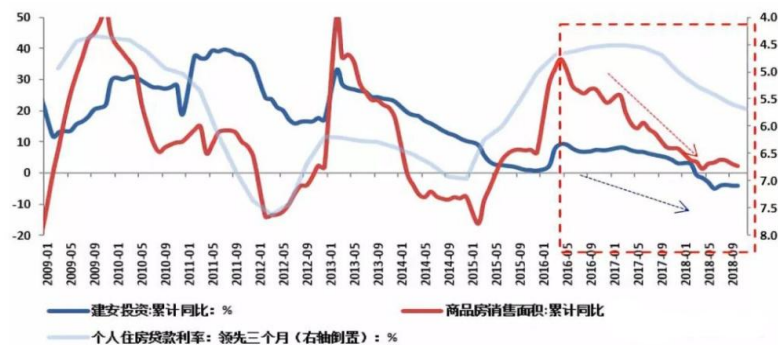
二、2019 年的房地产投资有可能出现超预期吗？



1、房贷利率是房地产销售的领先指标

下图中,蓝线代表建安投资累计同比,红线代表商品房销售面积累计同比,从历史上看,两者的走势是高度相关的,这背后的逻辑很好理解。

房地产行情好的时候投资就会相应多一些,差的时候就少一些,基本没有什么指标能够事先预知房地产销售的变化。我们发现,如果把个人住房贷款利率这条曲线往后平延三个月,并将右坐标轴倒置就得到我们现在这个图形,可以看到三条线在走势方向是比较一致的,因此个人住房贷款利率可以说是房地产销售的一个领先指标,领先时间大概在三个月左右。

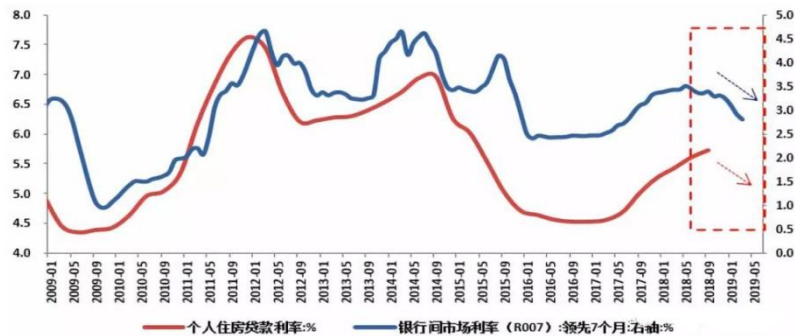


数据来源: WIND、长江证券

2、银行间利率是个人住房贷款利率的领先指标

有没有什么指标能够比较好的预测个人住房贷款利率的走势?我们发现,如果把下图中的蓝线(即银行间市场利率)往后平移七个月,它跟个人住房贷款利率的走势也是比较相近。因此,银行间市场利率被认为是个人住房贷款利率的一个领先指标。

银行间利率从 2018 年开始是明显下行,这就预示着个人住房贷款利率可能在 2019 年也会开始有所松动。从近期一些新闻报道来看,部分城市的个人住房贷款利率已出现下跌,而且一些第三方机构的数据也显示,近期个人住房贷款利率确实有所松动。如果银行间市场利率能够顺利传导到个人住房贷款利率,个人住房贷款利率再传导到销售,进一步再传导到投资。那么,2019 年房地产投资也存在超预期的可能。



数据来源: WIND、长江证券

三、2019 年的制造业投资有可能出现超预期吗？

1、去产能任务接近完成，政策约束边际放松

煤炭去产能，已完成 5 年总目标的 84%。（数据来源：公开数据）

单位：亿吨	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E
实际完成额	3.4	1.8	1.5	1.3	
5年总目标	8				

钢铁去产能，已完成 5 年总目标的 100%。（数据来源：公开数据）

单位：亿吨	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E
实际完成额	0.65	0.5	0.3	0	
5年总目标	1.4				

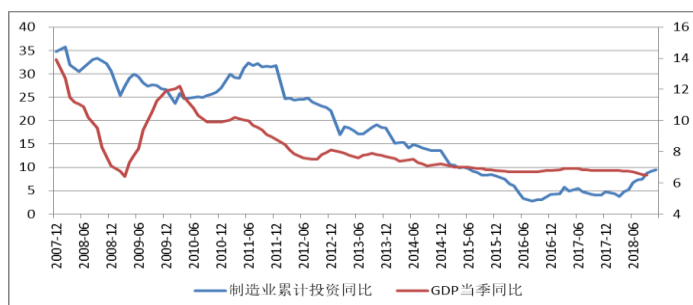
2、环保限产影响弱化

一方面，政策拐点出现。2018 年 9 月 21 日《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》发布，与 8 月初发布的征求意见稿相比，PM2.5 平均浓度及重污染天数同比降幅由 5% 降到 3%，同时取消了限产比例要求，并将限产权利下放至地方，意味着环保政策拐点出现。

另一方面，随着环保改造推进，企业排放的污染量逐渐接近监管要求。

3、制造业投资增速逆势上行

从 2018 年开始，虽然 GDP 的同比增速持续下滑，但制造业同比增速却明显出现逆势上行的趋势。由于使制造业投资好转的这些因素在 19 年可能仍将继续起作用，因此 2019 年制造业投资也存在超预期的可能。



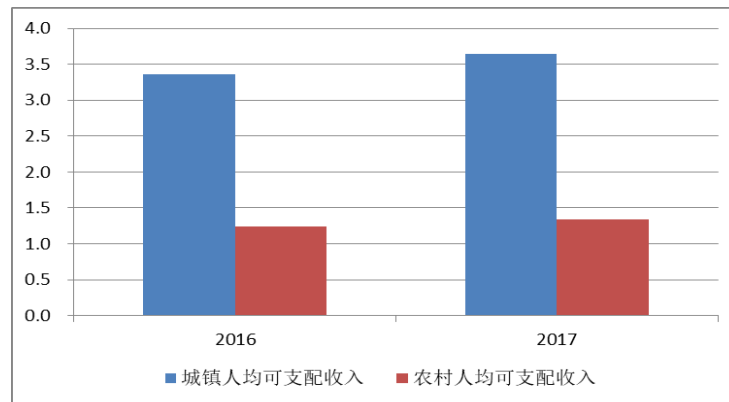
数据来源：WIND

三、2019 年的消费有可能出现超预期吗？

1、广大农村市场仍有待开发

一提到消费，大家最容易想到的就是减税降费。减税降费其实已经在不断的落实当中，但减税降费其实是一个总量措施，如果从结构性的角度来看，刺激消费最好的方法就是去增加边际消费倾向，提高人均收入水平。

这里有两个很有意思的数字，就是一些卖方研究发现“国内差不多有十亿人还没有坐过飞机，有 5 亿人还从来没有用过马桶”，而这些人大部分都集中在农村，这也就意味着农村的消费前景是比较广阔的。



数据来源：公开资料

2、农村土地流转持续推进

有没有什么方法能够定向的增加农民的收入？比较有可能性的一个方法就是持续推进农村土地流转。

2018 年 12 月 23 日提请全国人大常委会审议的土地管理法、城市房地产管理法修正案草案中，主要有几点修改：

A、删去了现行土地管理法关于从事非农业建设使用土地的，必须使用国有土地或者征为国有的原集体土地的规定。

B、对土地利用总体规划确定为工业、商业等经营性用途，并经依法登记的集体建设用地，允许土地所有权人通过出让、出租等方式交由单位或者个人使用。

3、农村土地价值量巨大

如果按照 2017 年的价格估算，农村各类再利用土地价值 473 万亿元（剔除耕地），城镇和其他各类现利用土地价值 222 万亿元，前者差不多是后者的两倍。

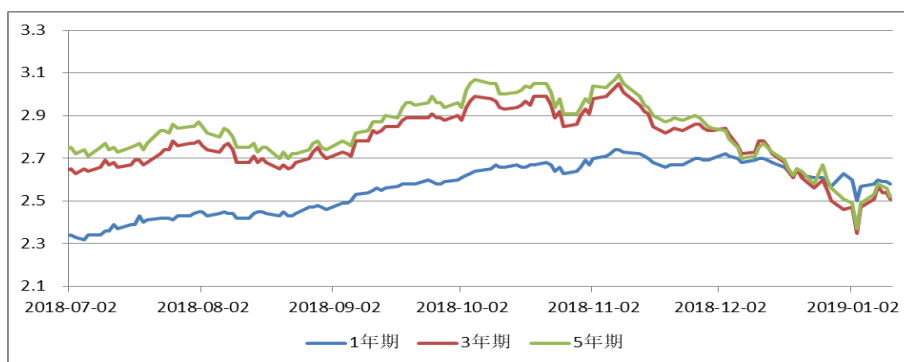
如果农村土地资产交易达到 1%，那么农民就会有 4.73 万亿元的额外收入。

四、2019 年的金融环境有可能出现超预期吗？

1、美联储加息步伐有望进一步放缓，给国内货币政策提供更大空间

2019 年 1 月 10 日凌晨 3 点，美联储公布了 12 月议息会议纪要，基调明显偏鸽派，主要的边际信息是，更多关注经济下行风险，对加息保持“耐心”。从下图来看，从 2018 年年末开始，美国的 1 年期国债收益率已经高于 3 年期和 5 年期的负债收益率，这意味着美国十多年来首次出现国债期限利差的倒挂。上一次出现这种情况是在金融危机前，也就是 2007 年。从历史数据上来看，期限利差拉大往往是经济走弱的预警指标，因此美联储也对此表示比较担心。总体来看，美联储在 2019 年的加息步伐有望进一步放慢，将给国内货币政策提供一个更大的空间。

图：美国国债十多年来首次出现期限利差倒挂



数据来源：WIND

2、去杠杆力度或将减弱

央行行长易纲在 2018 年 12 月 13 日表示“影子银行是金融市场的必要补充”。央行货币政策委员会在 2018 年 12 月 16 日召开第四季度例会，会议公告有了明显变化：删除了“管好货币供给总闸门”，删除了关于对“结构性去杠杆”的相关表述，显示央行的态度发生变化。

3、货币工具仍有创新可能



4、金融制度改革有望激活市场

证监会副主席方星海在 2019 年 1 月 12 日发表了重要讲话,其中提到进一步放开股指期货交易措施、建议取消新股上市首日涨停板限制等改革措施,这些改革措施一定程度上能够吸引存量资金入市和有利于激活市场。综合来看,2019 年在金融领域也有可能出现一些超预期情况。



“争取每天睡前比起床时聪明一点。认真地、出色地完成你的任务。”

——[美]查理·芒格

关于德邦基金：

德邦基金管理有限公司（Tebon Fund Management Co., LTD）成立于 2012 年初，注册资金 5.9 亿元人民币，是中国证监会审核批准成立的第 70 家基金公司，总部位于上海。公司以修身、齐家、立业、助天下为己任，倡导坦诚沟通、学习创新、规范透明、创造价值、分享发展的文化，秉持长期的价值投资理念，坚守严谨的风险控制底线，致力于增加客户财富，提升员工专业水准，成长为国内专业的、富有创新精神、受投资者尊敬的资产管理公司。初心不改、耕耘不辍，德邦基金旗下德邦大健康、德邦新添利等基金产品多次斩获“金牛奖”、“明星基金奖”等业内权威奖项，其历史业绩等综合表现得到专业机构及投资者的认可。（注：德邦大健康混合荣获“2017 年度平衡混合型明星基金”奖，评奖机构：《证券时报》，评奖时间：2018 年 3 月 22 日；德邦新添利债券荣获“2017 年度开放式债券型金牛基金”奖，评奖机构：《中国证券报》，评奖时间：2018 年 3 月 26 日）

（风险提示：本文仅为基金宣传材料，不作为任何法律文件，不构成任何投资建议或承诺。基金管理人依照恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，基金的过往业绩并不代表未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩的表现保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。投资有风险，投资者购买基金时应仔细阅读基金的《基金合同》及《招募说明书》等法律文件，了解基金的具体情况。）

