

2020. 12. 14-2020. 12. 18

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，11月工业增加值同比增速由前月的6.9%上行至7%。通货膨胀方面，初步预计12月CPI同比增长0.4%，CPI回升主要受到肉、菜等食品价格上行影响；PPI环比涨幅进一步扩大，对应同比增长-0.8%。流动性方面，央行超额续作MLF，上周货币市场利率小幅下行。
- 权益市场：我们维持短期A股震荡中枢有望小幅抬升，市场将从流动性驱动转为盈利驱动的判断不变。重点关注：国内经济复苏背景下上游原材料、出口链等顺周期低估值板块的阶段性机会；在估值和业绩的平衡中继续关注可选消费、消费电子、新能源汽车、医药等投资机会；关注受益十四五规划等产业政策的投资机会。整体来看，疫苗进展和经济修复情况是未来影响市场的重要事件。风险方面，关注中美冲突、海外疫情发酵、美股波动性加大、国内信用紧缩过快等。
- 固定收益市场：预计年内政策退出概率偏低，一季度信用环境的收缩对经济增长产生抑制的概率在加大，需密切关注三季度货币政策执行报告和年底中央政策定调以确认信用收缩的信号，届时有可能为债券市场带来机会；而当前环境下，考虑到短期经济复苏的趋势还难以证伪，后续疫苗的进展也存在较大不确定性，整体仍建议控制组合久期超配幅度。

正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长：11月工业增加值同比增速由前月的6.9%上行至7%

11月工业增加值同比增速7%，较10月的6.9%高位进一步上行。与此同时，11月PPI环比增长0.5%，较上月回升0.5个百分点，显示总需求回升继续拉动生产复苏。11月税收收入增速

12.2%，较10月11.2%小幅上行，与工业增加值和PPI增速回升相一致。

需求端来看，出口、消费、投资均继续回升。11月出口增速由11.4%上行至21.1%，社零增速由4.3%升至5%，固定资产投资增速由9.3%升至9.8%。固定资产投资中，地产投资增速由12.7%小幅回落至10.9%，基建投资增速由7.5%降至6%，制造业投资增速由3.7%升至12.5%。其中11月出口增速大幅增长超出市场预期。出口强劲也反映在对工业生产的拉动中。

南华综合指数环比增速由1.7%续升至3.2%，其中金属、工业品、能化、贵金属、农产品分别上行4.25%、3.4%、2.7%、1.7%、1.2%。上周水泥价格环比增速由0.07%升至0.12%，较前周基本维持平稳且表现符合季节性。螺纹钢价格环比由0.18%升至1.9%，表现超过季节性。钢材库存增速由-6.5%升至-4.3%，螺纹钢库存增速由-7.1%升至-6%。

地产销售方面，上周地产销售四周移动平均增速由0.04%降至-0.45%。土地出让面积增速与成交溢价率四周移动平均均较前周进一步下行。

生产方面，12月上旬全国发电量增速较11月下旬基本维稳于10%。开工率方面，上周全国高炉开工率由66.6%升至66.9%，焦化厂开工率由85%升至85.2%。并且两者同比多增均有所上行。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：11月工业增加值同比增速7%，较10月的6.9%高位进一步上行。与此同时，11月PPI环比增长0.5%，较上月回升0.5个百分点，显示总需求回升继续拉动生产复苏。需求端来看，出口、消费、投资均继续回升。其中11月出口增速大幅增长超出市场预期。考虑到11月出口对工业生产拉动超预期以及10月电信业务增速上行显示电子信息服务业增加值增速仍在高位，我们上调4季度GDP增速至6%左右，当前经济大概率运行在潜在增速之上。中央经济工作会议要注重政策的连续性、稳定性以及可持续性，操作上不急转弯。由此，我们认为逆周期调节政策退出将相对温和，着力避免政策悬崖。考虑到一方面前期金融端收缩较为温和且当前财政支出仍有空间支持短期政府支出，另一方面海外需求供给缺口仍然存在，我们认为短期经济仍将维持强劲，随后将随着政策的收紧和海外生产的恢复而逐渐走弱。

2、通货膨胀：初步预计12月CPI同比增长0.4%，CPI回升主要受到肉、菜等食品价格上行影响；PPI环比涨幅进一步扩大，对应同比增长-0.8%

12.6-12.12号农产品价格环比增速由2.5%降至1.5%，表现继续强于季节性。前周猪肉价格（商务部口径）环比增速由6%降至0.8%，同比增速由-0.3%降至-3.9%。前周蔬菜价格（商务部口径）环比由2.4%升至4.4%，同比增速由12%升至13.3%。

点评：初步预计12月CPI同比增长0.4%，CPI回升主要受到肉、菜等食品价格上行影响；

PPI环比涨幅进一步扩大，对应同比增长-0.8%。

3、流动性：央行超额续作MLF，上周货币市场利率小幅下行

上周央行净投放资金5600亿元，其中7天逆回购到期1500亿元，实施7天逆回购600亿元，此外上周MLF到期资金3000亿元，央行投放MLF资金9500亿元（12月共有6000亿MLF到期）。

上周人民币汇率中间价均值基本维稳于6.54，离岸汇率周均值由6.53降至6.52。

注：以上数据来源于WIND资讯

（二）权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3394.90点，上涨1.43%，深证成指报收13854.12点，上涨2.21%，中小板指上涨1.72%，创业板指上涨3.46%。

分行业来看，30个中信一级行业中18个行业上涨，其中有色金属、电力设备及新能源和医药分别上涨6.94%、6.48%和4.34%；12个行业下跌，其中纺织服装、通信和综合金融分别下跌2.23%、2.13%和2.11%。

图 1：主要指数表现

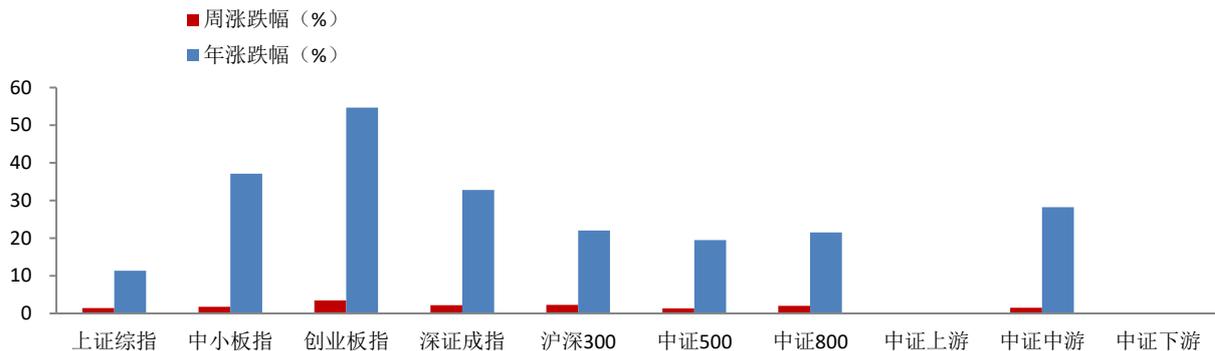
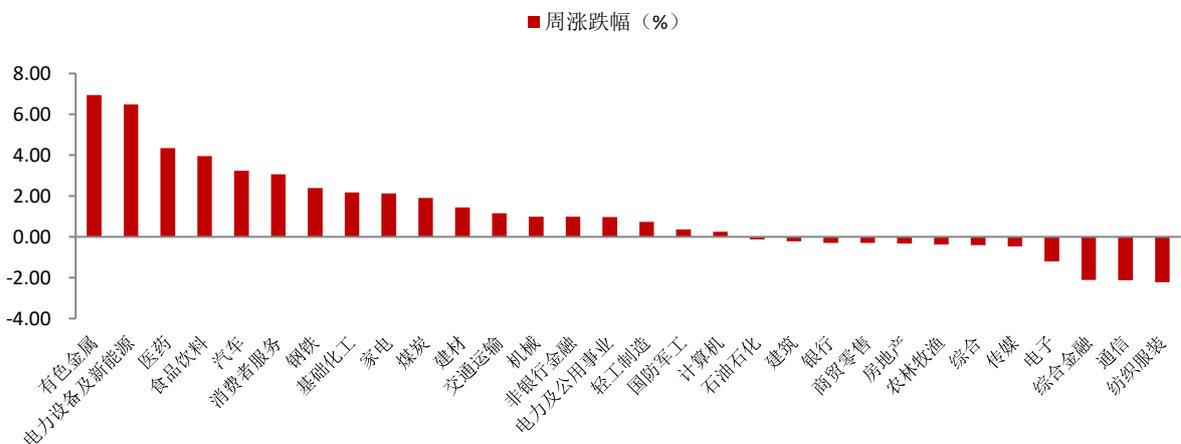


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年12月14日至2020年12月18日。

(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.73%，较前一周上涨0.15%；三年期国债收益率2.96%，较前一周上涨0.15%；十年期国债收益率3.29%，较前一周上涨0.10%。一年期国开债收益率2.83%，较前一周上涨0.13%；三年期国开债收益率3.15%，较前一周上涨0.29%；十年期国开债收益率3.67%，较前一周上涨0.46%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.29%，较前一周上涨0.16%；五年期AAA最新收益率3.94%，较前一周上涨0.07%；一年期AA+最新收益率3.57%，较前一周上涨0.18%；五年期AA+最新收益率4.30%，较前一周下跌0.02%；一年期AA最新收益率3.94%，较前一周上涨0.14%；五年期AA最新收益率4.68%，较前一周上涨0.04%；一年期城投债最新收益率3.81%，较前一周上涨0.08%；五年期城投债最新收益率4.46%，较前一周上涨0.05%。

图 3：各类债券持有期收益率

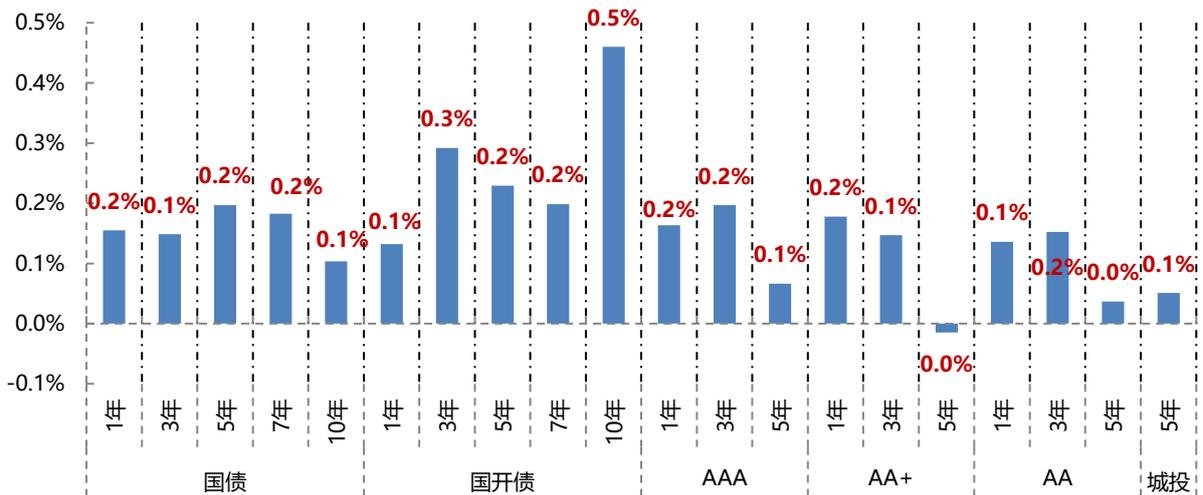
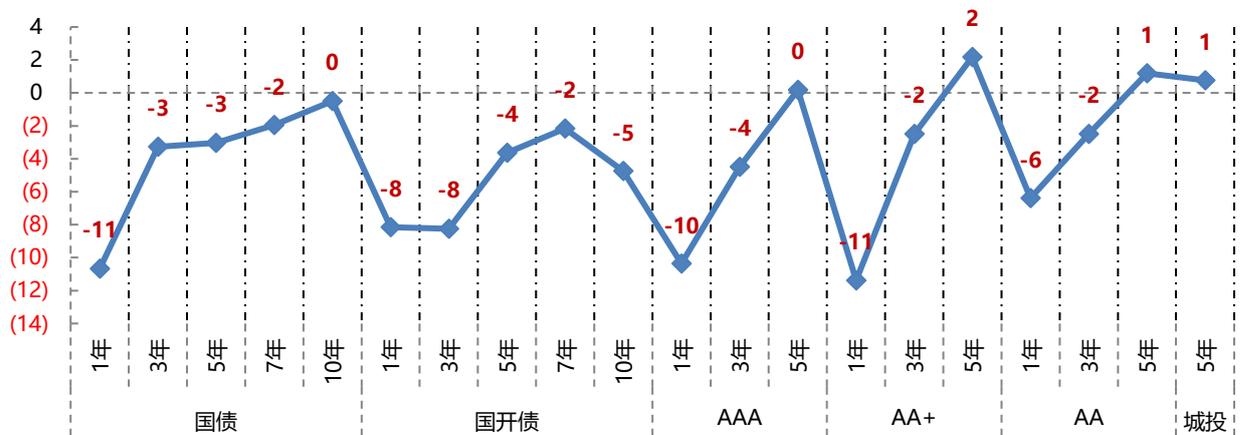


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年12月14日至2020年12月18日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，11月工业增加值同比增速由前月的6.9%上行至7%。与此同时，11月PPI环比增长0.5%，较上月回升0.5个百分点，显示总需求回升继续推动生产复苏。需求端来看，出口、消费、投资均继续回升。其中11月出口增速大幅增长超出市场预期。考虑到11月出口对工业生产拉动超预期以及10月电信业务增速上行显示电子信息服务业增加值增速仍在高位，我们上调4季度GDP增速至6%左右，当前经济大概率运行在潜在增速之上。上周召开中央经济工作会议，会议强调注重政策的连续性、稳定性以及可持续性，操作上不急转弯。由此，我们认为逆周期调节政策退出将相对温和，着力避免政策悬崖。在这种政策取向下，考虑到海外需求供给缺口仍然存在，我们预计短期经济仍将维持强劲，之后经济改善幅度可能在政策回归常态化的进程中而逐步趋弱。**通胀方面**，初步预计12月CPI同比增长0.4%，CPI回升主要受到肉、菜等食品价格上行影响；PPI环比涨幅进一步扩大，对应同比增长-0.8%。**流动性方面**，央行超额续作MLF，上周货币市场利率小幅下行。**人民币汇率方面**，上周美元指数继续下行，人民币汇率较前周继续升值。

权益方面：上周A股主要指数除科创50外均告上涨，北向资金净流入78.98亿元，市场日均成交额较前周回落，两融余额几乎不变，成交占比回落。基本上，11月工业增加值等实体数据显示当前经济继续修复，经济整体维持较好的向好势头。政策面上，上周中央经济工作会议召开，会议强调明年继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。金融监管方面，银保监会有关部门负责人表示，对影子银行监管不是要消灭影子银行，而是要让其规范发展。市场展望方面，在美国大选等不确定性消除、国内宏观政策定调相对温和并进一步释放改革开放信号等背景下，预计未来一段时期国内经济还将延续改善态势，这种宏观经济和政策环境对股市整体仍将带来支撑，维持短期A股震荡中枢有望小幅抬升，市场将从流动性驱动转为盈利驱动的判断不变。市场风格上，预计周期和价值的性价比边际提升。投资线索上，一是关注国内经济复苏背景下上游原材料、出口链等顺周期低估值板块的阶段性机会，二是在估值和业绩的平衡中继续关注可选消费、消费电子、新能源汽车、医药等投资机会，三是关注受益十四五规划等产业政策的投资机会。整体来看，疫苗进展和经济修复情况是未来影响市场的重要事件。风险方面，关注中美冲突、海外疫情发酵、美股波动性加大、国内信用紧缩过快等。

固定收益方面：我们倾向于认为本轮信用事件对于无风险收益率的冲击可能趋于结束，债市核心矛盾将重回基本面；但高等级信用利差的修复还具有一定不确定性，可能同步或滞后，

中低等级信用债则大概率仍未调整到位。当前国内经济表现平稳，同时央行对于内外部经济形势判断都相对乐观，政策向常态化回归的下一阶段在临近。结合总理明确强调要巩固经济稳定恢复增长态势的表态，预计年内政策退出概率偏低，一季度信用环境的收缩对经济增长产生抑制的概率在加大，需密切关注三季度货币政策执行报告和年底中央政策定调以确认信用收缩的信号，届时有可能为债券市场带来机会；而当前环境下，考虑到短期经济复苏的趋势还难以证伪，后续疫苗的进展也存在较大不确定性，整体仍建议控制组合久期超配幅度。

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）

公司网址：www.icbccs.com.cn