

2021.09.06-2021.09.10

每周市场回顾与展望

**【主要结论：】**

- 宏观经济：经济增长方面，8月出口增速由19.4%回升至25.6%，两年复合增速由13%升至17%，出口仍维持强劲。通货膨胀方面，8月CPI同比由1%进一步降至0.8%，环比增速由0.3%降至0.1%，表现弱于季节性。流动性方面，上周货币市场利率有所回落。
- 权益市场：目前我们维持短期A股震荡的判断不变。投资线索上，一是在中长期成长性方向中关注估值和业绩增长较匹配的电子、新能源汽车、储能、氢能等板块；二是关注受益于供给偏紧和能源转型的有色、煤炭、化工等周期性板块。风险方面，关注经济下行风险、海内外疫情等。
- 固定收益市场：基本面相对有利，但市场预期较为充分，跨周期调节下博弈政策的难度加大，同时估值缺乏压缩空间，短期建议维持中性久期。

## 正文内容：

## 一、市场回顾

## (一) 宏观方面

1、经济增长：8月出口增速由19.4%回升至25.6%，两年复合增速由13%升至17%，出口仍维持强劲。

以美元计价，中国8月出口同比增25.6%，前值增19.3%；进口同比增33.1%，前值28.1%；贸易顺差583.4亿美元，前值565.9亿美元。

中国8月CPI同比上涨0.8%，前值1%。8月PPI同比上涨9.5%，前值9.0%。

中国8月社会融资规模增量为2.96万亿元，前值10600亿元；新增人民币贷款1.22万亿，前值1.08万亿元。中国8月M2同比增长8.2%，前值8.3%。

上周中观生产指数保持平稳运行。上周南华综合指数环比增速维稳于1.2%。结构上，工业品、农产品、金属、能化、贵金属指数上行，环比增速分别为2.6%、0.3%、0.5%、4.1%和

0.1%。

地产方面，上周地产销售面积四周移动平均同比增速由-23.5%降至-24.5%。上周土地成交面积同比增速继续下滑，土地溢价率下行。

生产端，上周全国高炉开工率维稳于56.5%，唐山钢厂高炉开工率由53.2%升至54.8%，同比多增较前周有所上行。焦化厂开工率由76.8%降至72.7%，同比多增有所下行。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：8月出口增速由19.4%回升至25.6%，两年复合增速由13%升至17%，出口仍维持强劲。一是因为海外需求尚未明显走弱；二是因为东南亚疫情加重导致订单回流和防疫物资出口增多。此外，商品价格上涨也对出口增速读数产生正向支撑。往后看，短期东南亚地区疫情仍未得到有效控制以及主要发达国家产需缺口仍存对出口仍然形成短暂支撑。不过主要发达国家财政补贴缩减、疫情好转后消费逐渐从商品转向服务业、其他国家产能恢复后订单回流、以及人民币汇率升值和运价高涨等因素都将逐渐对后续出口形成拖累。8月新增社融2.96万亿，较7月有所回升，符合市场预期。企业债和政府债融资边际改善对社融形成正面支撑。8月新增信贷1.22万亿，基本与前五年同期均值持平。信贷结构显示融资需求走弱是抑制信贷扩张的主要因素。一是当月新增票据融资继续上行且票据转贴利率持续偏弱。二是当月中长期贷款占比进一步从高位下行。往后看，考虑到基数因素以及稳增长政策发力，预计四季度广义社融增速有望企稳。但是考虑到一方面当前出口仍维持强劲、工业品价格仍在高位，年内GDP增速读数压力不大，另一方面消费、投资回落对融资需求的抑制仍然存在，综合以上，我们认为宽信用拐点仍需等待。政策方面，一是国务院副总理刘鹤在2021中国国际数字经济博览会强调要大力发展民营经济、支持民营经济的方针没有变，要适度超前进行基础设施建设。二是工信部表示将进一步加大对中小企业培育和支持力度，要通过“百十万千”梯度培育的体系，引导中小企业走“专精特新”发展之路。央行新增3000亿元支小再贷款额度，在今年剩余4个月之内以优惠利率发放给符合条件的地方法人银行，支持其增加小微企业和个体工商户贷款，要求贷款平均利率在5.5%左右，引导降低小微企业融资成本。

2、通货膨胀：8月CPI同比由1%进一步降至0.8%，环比增速由0.3%降至0.1%，表现弱于季节性。

前周商务部公布的农产品价格环比由-0.6%回落至-0.7%，表现弱于季节性。猪肉价格环比增速由-1.7%降至-2.8%，表现弱于季节性。蔬菜价格环比增速由-0.2%升至0%，表现弱于季节性。

点评：8月CPI同比由1%进一步降至0.8%，环比增速由0.3%降至0.1%，表现弱于季节性。

当月食品CPI、非食品CPI均走弱。预计年内CPI同比增速或将维持在温和区间。8月PPI同比增速由9%升至9.5%，环比增速由0.5%升至0.7%，同比创下09年以来的新高。8月以来国内限产力度和预期加强，使得国内定价大宗商品价格出现普遍上涨。海外定价的铜、油价格维持震荡。往后看，国内需求下行和美国经济见顶回落都不利于大宗商品价格表现，但是考虑到持续偏紧的供给侧，预计价格仍在高位有所支撑。

3、流动性：上周货币市场利率有所回落。央行货币政策司司长孙国峰表示，今后几个月流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动。

上周7天逆回购到期1300亿元，央行实施7天逆回购500亿元，上周资金净回笼800亿。上周7天回购定盘利率FR007周均值由2.23%降至2.2%，R007周均值由2.29%降至2.22%，DR007由2.18%降至2.17%。

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3703.11点，上涨3.39%，深证成指报收14771.87点，上涨4.17%，中小板指上涨3.77%，创业板指上涨4.19%。

分行业来看，30个中信一级行业均告上涨，其中煤炭、有色金属和钢铁分别上涨13.06%、9.24%和7.52%。

图 1：主要指数表现

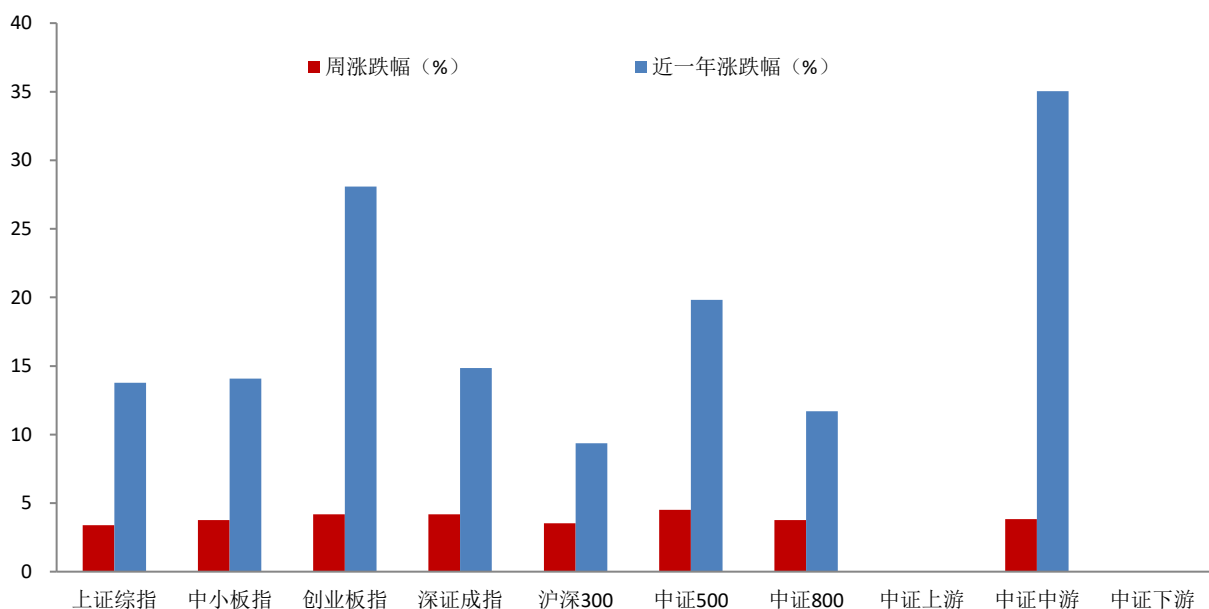
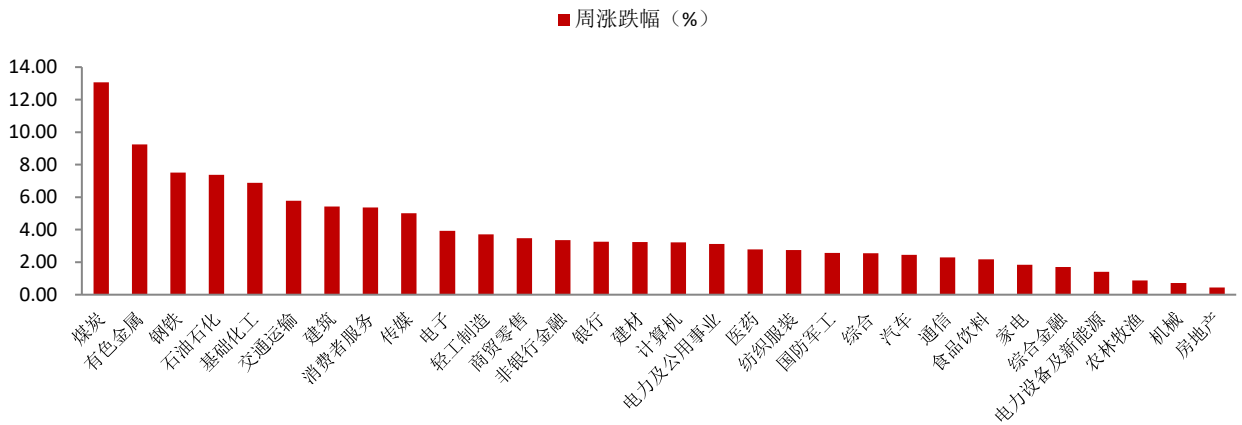


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年9月6日至2021年9月10日

### (三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.37%，较前一周下跌0.01%；三年期国债收益率2.57%，较前一周下跌0.14%；十年期国债收益率2.87%，较前一周下跌0.23%。一年期国开债收益率2.38%，较前一周上涨0.04%；三年期国开债收益率2.78%，较前一周下跌0.04%；十年期国开债收益率3.19%，较前一周下跌0.11%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.72%，较前一周上涨0.04%；五年期AAA最新收益率3.46%，较前一周下跌0.04%；一年期AA+最新收益率2.82%，较前一周上涨0.05%；五年期AA+最新收益率3.68%，较前一周下跌0.03%；一年期AA最新收益率2.98%，较前一周上涨0.07%；五年期AA最新收益率4.31%，较前一周下跌0.02%；一年期城投债最新收益率2.96%，较前一周上涨0.03%；五年期城投债最新收益率3.97%，较前一周上涨0.01%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

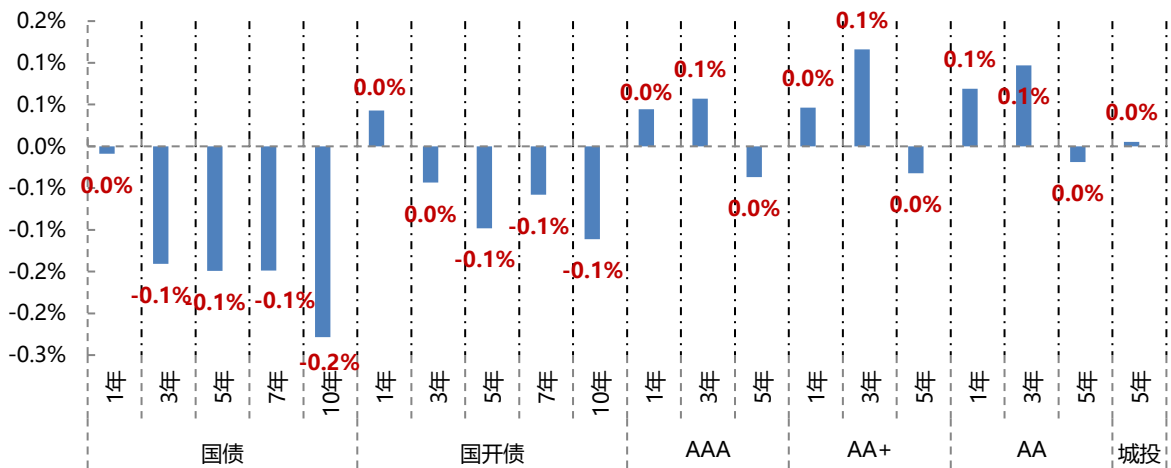
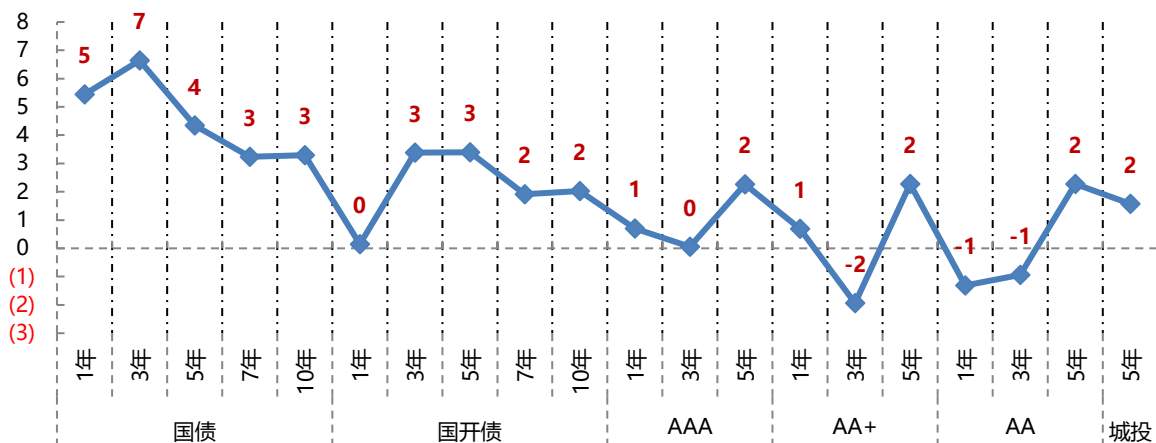


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 9 月 6 日至 2021 年 9 月 10 日

## 二、市场展望

**宏观方面：经济增长方面**，8 月出口增速由 19.4% 回升至 25.6%，两年复合增速由 13% 升至 17%，出口仍维持强劲。一是因为海外需求尚未明显走弱；二是因为东南亚疫情加重导致订单回流和防疫物资出口增多。此外，商品价格上涨也对出口增速读数产生正向支撑。往后看，短期东南亚地区疫情仍未得到有效控制以及主要发达国家产需缺口仍存对出口仍然形成短暂支撑。不过主要发达国家财政补贴缩减、疫情好转后消费逐渐从商品转向服务业、其他国家产能恢复后订单回流、以及人民币汇率升值和运价高涨等因素都将逐渐对后续出口形成拖累。8 月新增社融 2.96 万亿，较 7 月有所回升，符合市场预期。企业债和政府债融资边际改善对社融形成正面支撑。8 月新增信贷 1.22 万亿，基本与前五年同期均值持平。信贷结构显示融资需求走弱是抑制信贷扩张的主要因素。一是当月新增票据融资继续上行且票据转贴利率持续偏弱。二是当月中长期贷款占比进一步从高位下行。往后看，考虑到基数因素以及稳增长政策发力，预计四季度广义社融增速有望企稳。但是考虑到一方面当前出口仍维持强劲、工业品价格仍在高位，年内 GDP 增速读数压力不大，另一方面消费、投资回落对融资需求的抑制仍然存在，综合以上，我们认为宽信用拐点仍需等待。**政策方面**，一是国务院副总理刘鹤在 2021 中国国际数字经济博览会强调要大力发展民营经济、支持民营经济的方针没有变，要适度超前进行基础设施建设。二是工信部表示将进一步加大对中小企业培育和支持力度，要通过“百十万千”梯度培育的体系，引导中小企业走“专精特新”发展之路。央行新增 3000 亿元支小再贷款额度，在今年剩余 4 个月之内以优惠利率发放给符合条件的地方法人银行，支持其增加小微企业和个体工商户贷

款，要求贷款平均利率在 5.5%左右，引导降低小微企业融资成本。**通货膨胀方面**，8 月 CPI 同比由 1%进一步降至 0.8%，环比增速由 0.3%降至 0.1%，表现弱于季节性。当月食品 CPI、非食品 CPI 均走弱。预计年内 CPI 同比增速将维持在温和区间。8 月 PPI 同比增速由 9%升至 9.5%，环比增速由 0.5%升至 0.7%，同比创下 09 年以来的新高。8 月以来国内限产力度和预期加强，使得国内定价大宗商品价格出现普遍上涨。海外定价的铜、油价格维持震荡。往后看，国内需求下行和美国经济见顶回落都不利于大宗商品价格表现，但是考虑到持续偏紧的供给侧，预计价格仍在高位有所支撑。**流动性方面**，上周货币市场利率有所回落。央行货币政策司司长孙国峰表示，今后几个月流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动。**汇率方面**，上周人民币汇率基本稳定。

**权益方面**：上周主要指数均告上涨，北向资金净流入 140.65 亿元，市场日均成交额较前周回落，两融余额及成交占比回升，沪深两市成交额连续第 38 个交易日突破万亿。**基本面上**，8 月出口表现超预期，但 8 月信贷表现持续偏弱，实体经济下行压力依然较大，经济面临的下行压力对 A 股相关板块可能带来不利影响。**政策面上**，一是，国务院副总理刘鹤强调，必须大力支持民营经济发展，使其在稳增长、稳就业、调结构、促创新中发挥更大作用。要适度超前进行基础设施建设，优化资源和服务供给，保护公平竞争，反对垄断。二是，央行副行长潘功胜表示，中国的货币政策仍然处于常态化货币政策区间，不搞“大水漫灌”，货币政策空间比较大。三是，工信部目前正抓紧修订出台《中小企业划型标准规定》等规划。市场展望上，目前我们维持短期 A 股震荡的判断不变。投资线索上，一是在中长期成长性方向中关注估值和业绩增长较匹配的电子、新能源汽车、储能、氢能等板块；二是关注受益于供给偏紧和能源转型的有色、煤炭、化工等周期性板块。风险方面，关注经济下行风险、海内外疫情等。

**固定收益方面**：基本面相对有利，但市场预期较为充分，跨周期调节下博弈政策的难度加大，同时估值缺乏压缩空间，短期建议维持中性久期。

收益率大幅上行的风险或相对较小：1)年内 CPI 仍处于温和区间，面对结构性的通胀压力，政策层面延续结构性的应对思路；2)供给冲击根本上取决于央行态度，当前宏观形势下大概率偏温和，Q2 货币政策报告特别提到加强对政府债券发行的监测分析、8 月 MLF 操作也相对积极；3)增强自主性，汇率具有吸收外部冲击的空间，货币政策因 QE 缩减而跟随收紧的概率较低；在配置盘为主的外资结构以及中美利差具有一定保护性的情况下，美债收益率上行对国内市场的直接冲击也相对可控；4)久期、杠杆等显示市场偏乐观，但并不极端。

收益率下行最顺畅的阶段可能已经过去，波动或将上升：1)相比于正常周期，疫后经济反弹以及向新均衡水平回归的过程确定性非常高、市场预期变化比基本面快，与前期的复苏和通

胀交易类似；就触发因素而言，今年财政后置与明年财政前置、央行意图保持信贷总量稳定增长，一旦地产调控或隐性债务监管出现松动容易形成宽信用预期；2) 跨周期调节下政策预判与经济实际运行之间可能存在差异，后续政策调整的节奏和力度存在较大不确定性，考虑到货币政策偏宽松已成为市场一致预期，央行主动宽松意愿受限，继续博弈的难度较大；3) 动态分位数体系、以短定长等均显示估值较贵。

#### 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）