

2021.09.27-2021.09.30

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，高频数据显示地产销售和土地成交仍延续低迷，多个城市出现土地流拍情况。受双控等因素影响，国内大宗商品价格普遍继续上涨。通货膨胀方面，预计9月CPI同比增速0.7%，PPI同比增速10%左右。流动性方面，央行在国庆前一周净投放资金，货币市场利率季节性小幅上升。
- 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选择估值和业绩增长较匹配的电子、新能源汽车、储能等板块；二是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、大宗商品大幅波动风险等。
- 固定收益市场：利率策略方面，下行空间受约束，上行风险相对不大，建议保持中性久期。基本面相对有利，但利率下行空间受约束。与此同时，收益率上行风险相对不大，货币政策收紧的概率较低。社融具备企稳基础，但难以明显扩张。关注部分地产企业债务风险处置对市场的冲击以及对流动性的影响；关注过渡期临近、理财整改力度加大，部分类属面临阶段性的调整压力，同时可能带来一定的机会。

正文内容：**一、市场回顾****（一）宏观方面**

1、经济增长：高频数据显示地产销售和土地成交仍延续低迷，多个城市出现土地流拍情况。受双控等因素影响，国内大宗商品价格普遍继续上涨。

根据国家统计局公布的数据，中国9月官方制造业PMI为49.6%，前值50.1%。中国9月非制造业商务活动指数为53.2%，前值47.5%；其中建筑业商务活动指数为57.5%，前值60.5%；服务业商务活动指数为52.4%，前值45.2%。

国庆前一周中观生产指数较其前周边际上行，主要受近期三峡水库出库流量上升和工业品价格上升影响。国庆前一周南华综合指数环比增速由0.9%升至1.9%。结构上，工业品、农产品、金属、能化价格指数上行，环比增速分别为3.1%、1.5%、0.6%、4.7%；贵金属价格指数下行，环比增速为-1.7%。地产方面，国庆前一周地产销售面积四周移动平均同比增速由-30.1%升至-29.5%。国庆前一周土地成交面积同比跌幅有所扩大，土地溢价率延续下行。国庆前一周螺纹钢价格环比增速由2.4%降至1.6%，表现超季节性。螺纹钢库存环比增速由-3.7%降至-9.2%，去化速度加快。国庆前一周水泥价格指数环比增速由11.1%降至6%，表现强于季节性。

生产端，9月下旬全国日均发电量同比增速由9.5%降至6.3%，环比增-5.1%；火电日均发电量增速由11%降至7%，环比增-7.6%。合并9月来看，9月发电量增速由2.6%升至7%，两年复合增速由5.3%升至7.4%。国庆前一周全国高炉开工率由54.1%降至52.1%，同比多增均有所下行。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：9月制造业PMI由50.1%降至49.6%，低于2011-2020年同期均值50.8%。一方面，去年四季度以来财政、金融条件收缩以及疫情不确定性对总需求的拖累造成制造业景气度趋势走弱。另一方面，9月中下旬以来各地在能耗双控要求下不断加码的限电限产政策对生产端造成影响。往后看，考虑到当前稳增长政策发力幅度有限，短期经济仍存周期性下行压力。关注政策明显发力时点。政策层面，一是央行、银保监会连续强调维护房地产市场平稳健康发展，部分城市地产政策边际有所调整。二是发改委与国家电网均表示将全力以赴打好电力保供攻坚战，全面启动保供电应急机制，包括更多从错峰用电、加大省际调度、增加进口、对两高生产仍然严格控制。三是全国部分区域已经允许电价在标杆电价基础上向上浮动。

2、通货膨胀：预计9月CPI同比增速0.7%，PPI同比增速10%左右。PMI购进价格指数与出厂价格指数9月上行明显，上调PPI环比与同比增速预期。

国庆前两周商务部公布的农产品价格环比增-0.4%，表现持平季节性。猪肉价格环比增速由-2.3%降至-2.5%，表现弱于季节性。蔬菜价格环比增速由-0.7%升至0%，表现持平季节性。

3、流动性：央行在国庆前一周净投放资金，货币市场利率季节性小幅上升。

国庆前一周7天逆回购到期1700亿元，央行实施7天逆回购5000亿元，上周资金净投放3300亿。国庆前一周7天回购定盘利率FR007周均值由2.23%升至2.28%，R007周均值由2.26%升至2.71%，DR007由2.17%升至2.18%。

国庆前一周人民币汇率中间价均值维稳于6.47，离岸汇率周均值由6.47降至6.46，NDF汇率维稳于6.65。

注：以上数据来源于WIND资讯

（二）权益方面

截至9月30日收盘，上证综指报收3568.17点，下跌1.24%，深证成指报收14309.01点，下跌0.34%，中小板指下跌0.67%，创业板指上涨1.15%。

分行业来看，30个中信一级行业中6个行业上涨，其中食品饮料、农林牧渔和家电分别上涨5.67%、4.17%和1.84%；24个行业下跌，其中钢铁、有色金属和基础化工分别下跌8.47%、8.30%和5.86%。

图 1：主要指数表现

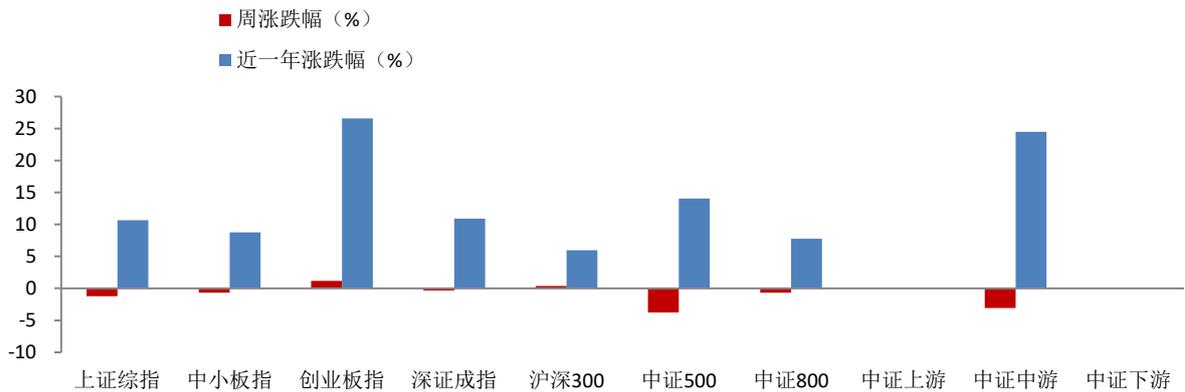
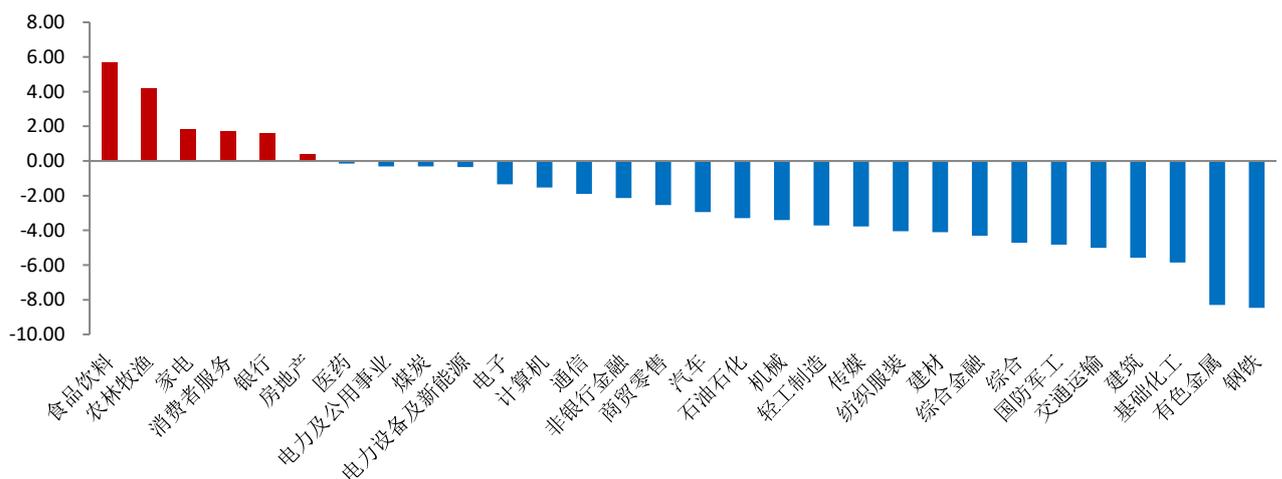


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年9月27日至2021年9月30日

（三）固定收益方面

截至9月30日，利率债方面，一年期国债收益率2.33%，较前一周上涨0.09%；三年期国债收益率2.51%，较前一周上涨0.13%；十年期国债收益率2.88%，较前一周略微持平。一年期国开债收益率2.40%，较前一周上涨0.06%；三年期国开债收益率2.77%，较前一周上涨0.12%；十年期国开债收益率3.20%，较前一周下跌0.08%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.85%，较前一周上涨0.03%；五年期AAA最新收益率3.52%，较前一周下跌0.12%；一年期AA+最新收益率2.99%，较前一周上涨0.02%；五年期AA+最新收益率3.74%，较前一周下跌0.11%；一年期AA最新收益率3.15%，较前一周下跌0.01%；五年期AA最新收益率4.37%，较前一周下跌0.14%；一年期城投债最新收益率3.12%，较前一周下跌0.03%；五年期城投债最新收益率4.08%，较前一周下跌0.19%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

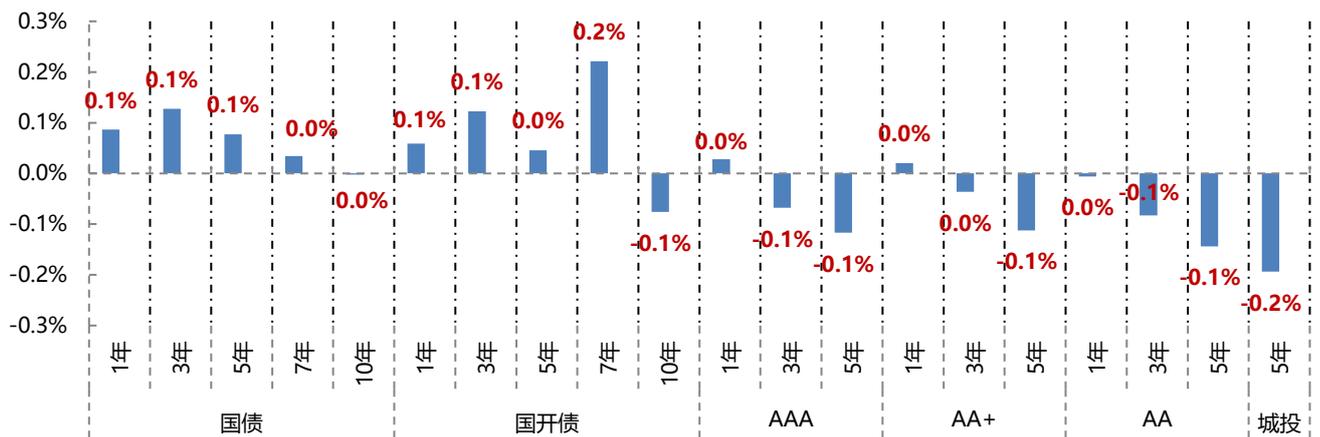
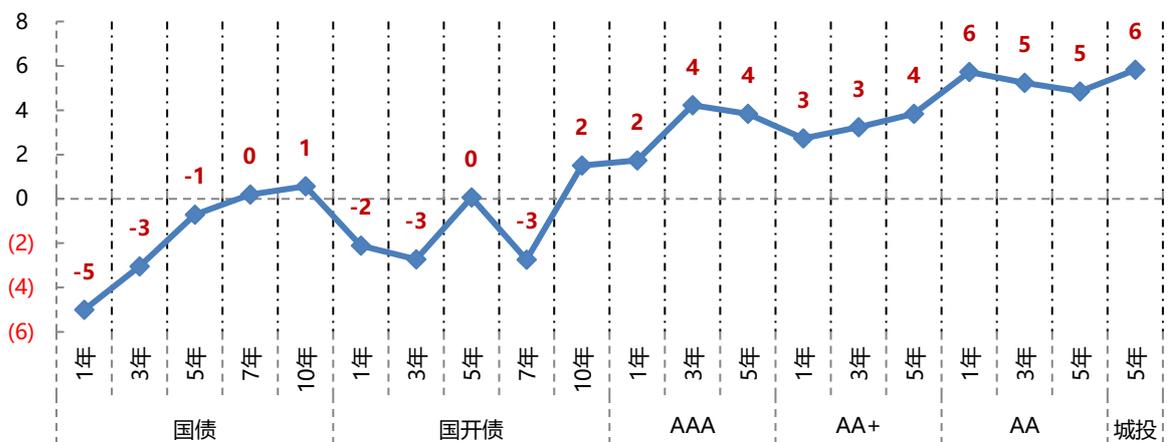


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年9月27日至2021年9月30日

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，高频数据显示地产销售和土地成交仍延续低迷，多个城市出现土地流拍情况。受双控等因素影响，国内大宗商品价格普遍继续上涨。**政策层面**，一是国常会要求继续围绕保就业保民生保市场主体实施宏观政策，更多运用市场化办法稳定大宗商品价格，保障冬季电力、天然气等供给；二是冬季环保限产相比往年涉及范围更加广泛；三是美国司法部与孟晚舟达成延后起诉协议，并且通知加拿大撤回引渡要求。加拿大法院随即终止引渡程序，免去孟晚舟所有保释条件将她释放，她可以自由离开加拿大。**通货膨胀方面**：上周螺纹钢价格与水泥价格涨幅仍然明显超过季节性。中国水泥协会发布通知，稳定两广和江浙地区以及云南水泥市场价格。初步预计9月CPI同比增速0.7%，PPI同比增速9.7%左右。流动性方面：上周央行启动14天逆回购操作应对季末流动性，货币市场利率小幅下行。9月LPR利率报价维持不变。汇率方面：上周人民币汇率受美元指数影响小幅贬值。

权益方面：国庆前一周主要指数涨跌不一，上证50涨幅最大。国庆期间(9.30-10.6)全球主要权益指数涨跌不一，日经225、恒生指数跌幅为6.8%、2.8%，标普500、道琼斯涨0.09%、0.08%。海外能源品价格表现亮眼，欧美天然气、澳洲煤炭涨幅居前。**基本上**，9月制造业景气度延续下行趋势，经济面临的下行压力对A股相关板块可能带来不利影响。据媒体报道，默沙东旗下抗新冠特效药三期临床试验成功，上市后或有望推动全球经济加速回归常态。国庆期间，海外能源品价格表现亮眼，欧美天然气、澳煤炭价格大涨，油价创年内新高，且供给偏紧背景下价格上涨具有一定的持续性，预计有望对A股相关板块带来积极影响。**政策层面**，一是央行货币政策委员会召开第三季度例会指出保持流动性合理充裕，维护房地产市场健康发展，维护住房消费者合法权益。二是银保监会表示严禁挪用套取信贷资金或绕道理财、信托等方式，违规参与煤炭、钢铁、有色金属等大宗商品投机炒作。三是国家发改委表示依法依规释放煤炭先进产能，有序增加煤炭进口，尽力增加国内天然气产量。

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选择估值和业绩增长较匹配的电子、新能源汽车、储能等板块；二是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、大宗商品大幅波动风险等。

固定收益方面：利率策略：下行空间受约束，上行风险相对不大，建议保持中性久期

1. 基本面相对有利，但利率下行空间受约束：1) 绝对估值处于低位；2) 曲线偏平，或隐含了对基本面走弱、货币宽松的预期，若短端利率中枢不动，曲线下行空间相对有限。考虑到

贷款利率已降至历史较低位，政策对短期经济下滑的容忍度上升、结构性压力更多通过定向工具应对，同时受到 PPI、外部均衡等约束，短期内调降 OMO/MLF 利率的概率不大。

2. 与此同时，收益率上行风险相对不大：1) 货币政策收紧的概率较低。PPI 上涨很大程度是供给收缩驱动，通过货币政策收紧应对的可能较小，而疫情反复抑制消费需求、叠加猪价的拖累，CPI 仍处于温和区间；由于疫情防控、经济恢复存在时间差，国内和海外政策背离具有合理性、有增强自主性的客观基础，另外汇率处于近年来的高位、具有吸收外部冲击的弹性，宏观审慎逆周期工具的使用也有较大空间，跟随美联储被动收紧的概率不大；2) 社融具备企稳基础，但难以明显扩张。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有助于社融形态企稳，但政策定力较强、缺乏地产链条和广义基建配合的情况下难以形成明显的信用扩张。

3. 其他关注点：1) 部分地产企业债务风险处置对市场的冲击以及对流动性的影响；2) 过渡期临近、理财整改力度加大，部分类属面临阶段性的调整压力，同时可能带来一定的机会。

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）