

2021. 10. 11-2021. 10. 15

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，9月出口景气仍维持高位受全球贸易复苏以及中国供应链优势的共同影响。通货膨胀方面，9月CPI同比由8月的0.8%进一步降至0.7%，其中，食品价格仍是主要拖累；且房租、家庭服务分项出现进一步走弱。流动性方面，上周央行等量等额续作MLF。货币市场利率较季末明显回落，但较节后有所回升。
- 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，一是在中长期成长方向中关注估值和业绩增长较匹配的电子、新能源汽车等板块；二是关注前期回调幅度较多的低估值板块的机会。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：9月出口景气仍维持高位受全球贸易复苏以及中国供应链优势的共同影响。

中国9月出口（以美元计）同比增长28.1%，预期21.1%，前值25.6%；进口增17.6%，预期15.4%，前值33.1%。

中国9月PPI同比上涨10.7%，前值涨9.5%；中国9月CPI同比上涨0.7%，前值涨0.8%。

中国9月新增贷款1.66万亿元，同比少增2327亿元；新增社融2.9万亿元、同比减少5675亿

元，社融存量增速10%，较上月回落0.3个百分点；M2同比增速8.3%，较上月上涨0.1个百分点。

上周中观生产指数较前周边际上行，主要受近期铜价及水泥价格上升影响。上周南华综合指数环比增速由3.9%降至1.6%。结构上，工业品、农产品、金属、能化、贵金属价格指数上行，环比增速分别为3.1%、1.7%、0.4%、4.7%、1.1%。地产方面，上周地产销售面积四周移动平均同比增速由-28.2%降至-29.7%。上周土地成交面积同比跌幅有所扩大，土地溢价率下行。上周螺纹钢价格环比增速由3.6%降至-0.9%，表现弱于季节性。螺纹钢库存环比增速由3.3%降至-6.8%，库存延续节前去化态势。上周水泥价格指数环比增速由4.8%降至2.8%，表现强于季节性。

生产端，10月上旬全国日均发电量同比增速由6.3%升至11.28%，环比增-3.6%；火电日均发电量增速由7%升至15.6%，环比增-3.9%。上周全国高炉开工率由54.1%微降至54%，唐山高炉开工率由55.6%降至54.8%，同比多增有所下行。焦化厂开工率由71.7%微升至71.8%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：9月出口景气受全球贸易复苏以及中国供应链优势的共同影响仍维持高位。往后看，全球需求动能走弱和他国产业链恢复都可能将对出口形成拖累，出口高位难以维持。出口明显回落的时点依赖于全球产业链的恢复情况，具有一定的不确定性。9月房企信用风险发酵拖累企业债和非标融资回落，进而拉低社融增速。表内信贷放量和短贷占比提升的信贷格局显示一方面实体经济需求仍然疲弱，另一方面政策仍有意支持信用条件扩张。政策方面：一是习近平总书记《求是》刊文中提出实现共同富裕的方向和举措。文章对中等收入群体的范围中提到高校毕业生、技术工人、中小企业主和个体工商户、进城农民工等群体；还表示需稳妥推进房地产税立法和改革，做好试点工作；提出要加大消费环节税收调节力度，研究扩大消费税征收范围。二是央行召开三季度金融统计数据新闻发布会。对四季度货币政策操作回答中并未提及降准操作；表示恒大风险对金融行业外溢性可控；提到正在推进碳减排工具的设立，碳减排支持工具将支持清洁能源、节能环保、碳减排技术三个重点领域；此外还表示通胀压力更多是暂时性的。

2、通货膨胀：9月CPI同比由8月的0.8%进一步降至0.7%，其中，食品价格仍是主要拖累；且房租、家庭服务分项出现进一步走弱。

前周商务部公布的农产品价格环比0%，表现持平季节性。猪肉价格环比增速由-5.1%升至-2.8%，表现弱于季节性。蔬菜价格环比增速由0.9%升至4.1%，表现强于季节性。

点评：往后看，在基数作用、猪价逐渐见底和上游价格部分传导的影响下，预计CPI将呈现上行趋势，不过四季度读数仍在相对低位。9月PPI同比增速由9.5%升至10.7%。国内定价和海外定价大宗商品均出现明显上行。往后看，工业品紧平衡态势短期难以打破，能源和部分上游工业品价格仍将维持高位。不过随着国内政策纠偏和需求动能走弱，预计大宗商品整体难以进一步大幅上涨。

3、流动性：上周央行等量等额续作MLF。货币市场利率较季末明显回落，但较节后有所回升。

上周7天逆回购到期5100亿元，央行实施7天逆回购600亿元，MLF到期5000亿元，央行等量续作5000亿元，利率维持2.95%不变，上周资金净回笼4500亿。上周7天回购定盘利率FR007周均值由2.04%升至2.19%，R007周均值由2.06%升至2.21%，DR007由1.98%升至2.17%。

上周人民币汇率中间价均值由6.46降至6.45，离岸汇率周均值由6.45降至6.44，NDF汇率维稳于6.63。

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3572.37点，下跌0.55%，深证成指报收14415.99点，上涨0.01%，中小板指上涨0.93%，创业板指上涨1.02%。

分行业来看，30个中信一级行业中9个行业上涨，其中汽车、有色金属和电力设备及新能源分别上涨5.78%、3.19%和2.60%；21个行业下跌，其中电力及公用事业、石油石化和建筑分别下跌9.19%、5.49%和5.03%。

图 1：主要指数表现

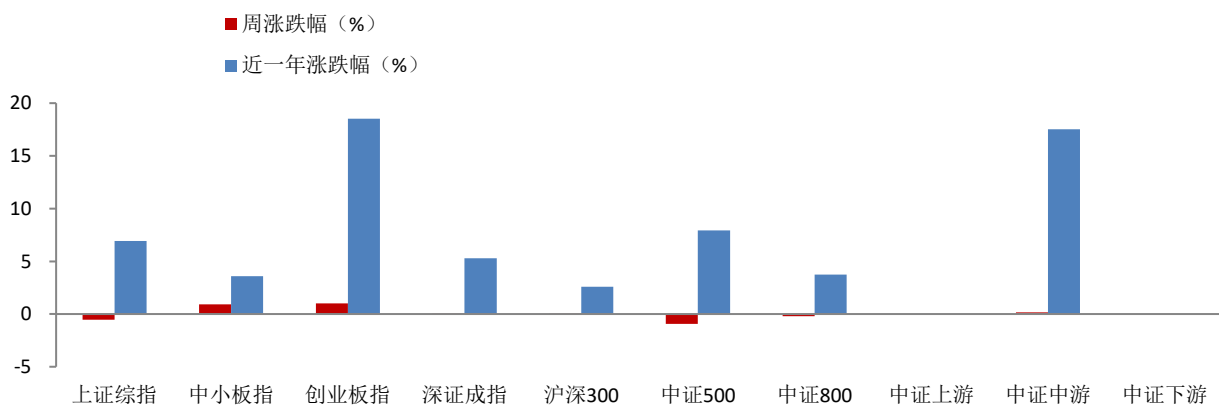
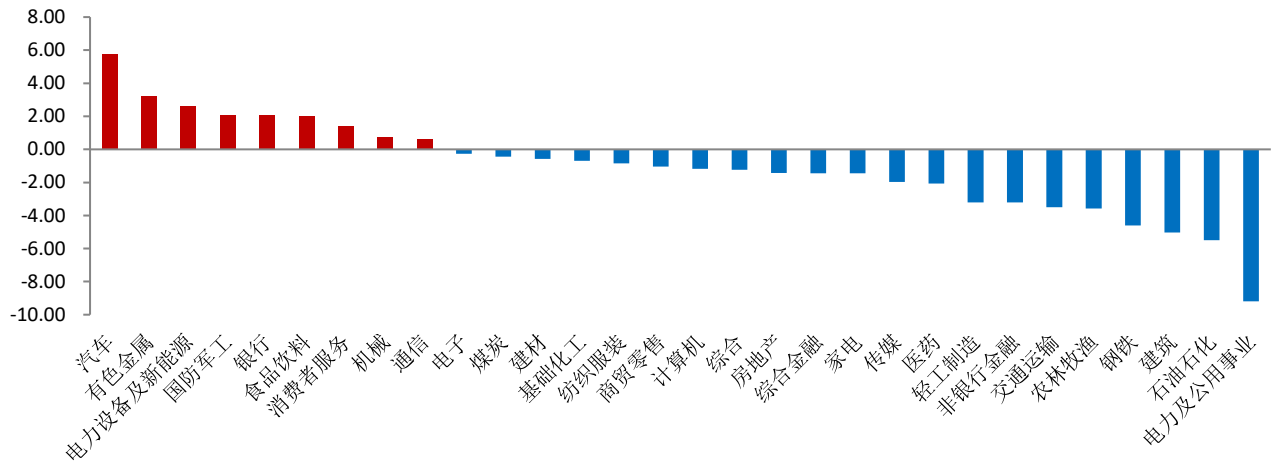


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年10月11日至2021年10月15日

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.34%，较前一周上涨0.05%；三年期国债收益率2.65%，较前一周下跌0.24%；十年期国债收益率2.97%，较前一周下跌0.42%。一年期国开债收益率2.46%，较前一周下跌0.03%；三年期国开债收益率2.91%，较前一周下跌0.19%；十年期国开债收益率3.27%，较前一周下跌0.32%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.85%，较前一周上涨0.06%；五年期AAA最新收益率3.61%，较前一周下跌0.24%；一年期AA+最新收益率2.98%，较前一周上涨0.06%；五年期AA+最新收益率3.83%，较前一周下跌0.23%；一年期AA最新收益率3.15%，较前一周上涨0.05%；五年期AA最新收益率4.45%，较前一周下跌0.17%；一年期城投债最新收益率3.15%，较前一周上涨0.02%；五年期城投债最新收益率4.18%，较前一周下跌0.39%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

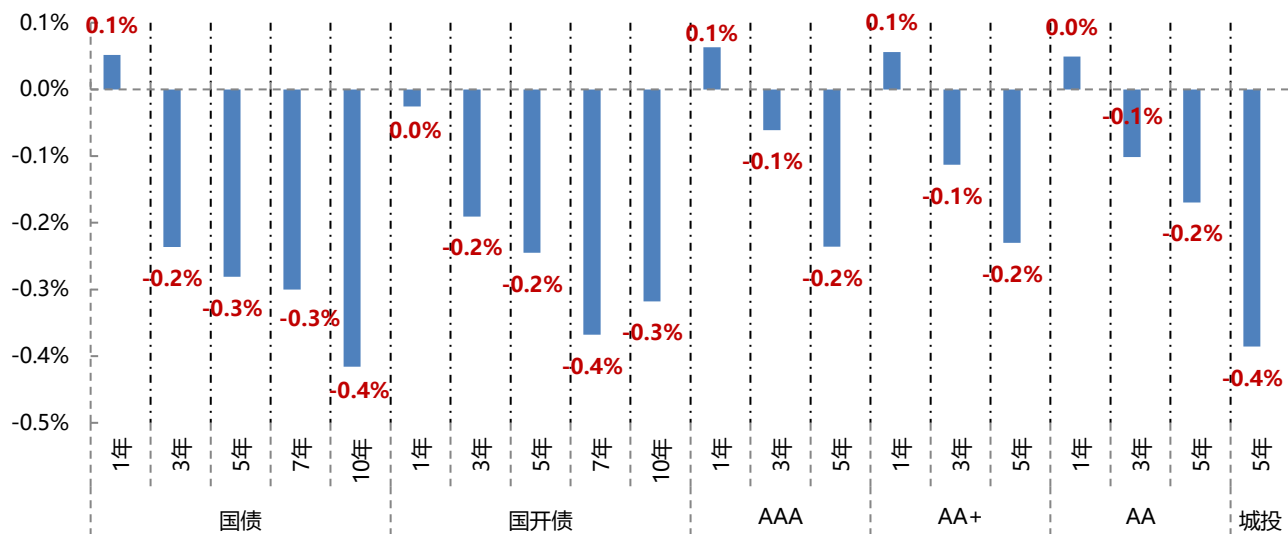
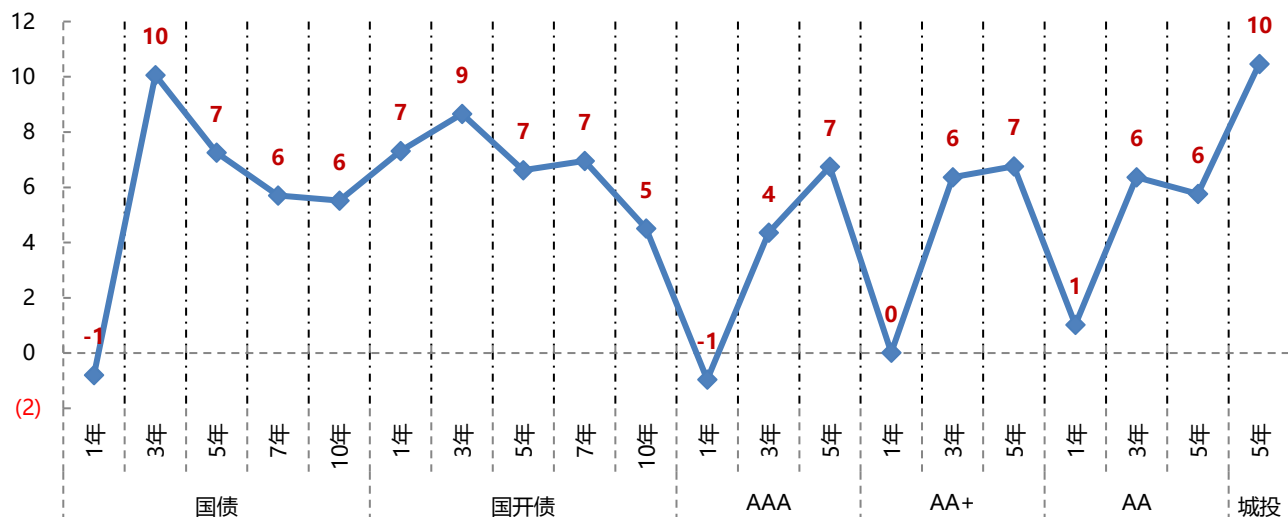


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 10 月 11 日至 2021 年 10 月 15 日

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，9 月出口景气仍维持高位受全球贸易复苏以及中国供应链优势的共同影响。往后看，全球需求动能走弱和外国产业链恢复都可能将对出口形成拖累，出口高位难以维持。出口明显回落的时点依赖于全球产业链的恢复情况，具有一定的不确定性。9 月房企信用风险发酵拖累企业债和非标融资回落，进而拉低社融增速。表内信贷放量和短贷占比提升的信贷格局显示一方面实体经济需求仍然疲弱，另一方面政策仍有意支持信用条件扩张。国

内政策方面，一是习近平总书记《求是》刊文中提出实现共同富裕的方向和举措。文章对中等收入群体的范围中提到高校毕业生、技术工人、中小企业主和个体工商户、进城农民工等群体；还表示需稳妥推进房地产税立法和改革，做好试点工作；提出要加大消费环节税收调节力度，研究扩大消费税征收范围。二是央行召开三季度金融统计数据新闻发布会。对四季度货币政策操作回答中并未提及降准操作；表示恒大风险对金融行业外溢性可控；提到正在推进碳减排工具的设立，碳减排支持工具将支持清洁能源、节能环保、碳减排技术三个重点领域；此外还表示通胀压力更多是暂时性的。**通货膨胀方面**，9月CPI同比由8月的0.8%进一步降至0.7%，其中，食品价格仍是主要拖累；且房租、家庭服务分项出现进一步走弱。往后看，在基数作用、猪价逐渐见底和上游价格部分传导的影响下，预计CPI将呈现上行趋势，不过四季度读数仍在相对低位。9月PPI同比增速由9.5%升至10.7%。国内定价和海外定价大宗商品均出现明显上行。往后看，工业品紧平衡态势短期难以打破，能源和部分上游工业品价格仍将维持高位。不过随着国内政策纠偏和需求动能走弱，预计大宗商品整体难以进一步大幅上涨。**流动性方面**，上周央行等量等额续作MLF。货币市场利率较季末明显回落，但较节后有所回升。**汇率方面**，上周人民币汇率继续维持稳定。**海外经济与政策方面**，美联储会议纪要披露联储减码的具体路径（对美债的购买减少100亿美元，对抵押贷款支持证券的购买规模减少50亿美元）。9月美国CPI和零售数据超预期，市场通胀预期和对美联储加息预期加强。

权益方面：上周主要指数涨跌不一，上证50涨幅最大，北向资金净流入14.3亿元，市场日均成交额较前周回落，两融余额及成交占比回升。基本上，房企信用风险发酵与表外非标监管趋严拖累9月新增社融，经济面临的下行压力对A股相关板块可能带来不利影响。在恒大债务问题等局部风险尚未落地的情况下，四季度流动性仍将维持合理充裕以有助于维持金融市场稳定，或利好A股成长板块。

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，一是在中长期成长方向中关注估值和业绩增长较匹配的电子、新能源汽车等板块；二是关注前期回调幅度较多的低估值板块的机会。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）