

2021. 11. 08-2021. 11. 12

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，10月新增社融在表内信贷维持、债券融资边际略改善的支持下，季调环比略有改善，社融增速录得与9月持平。通货膨胀方面，10月CPI同比由0.7%升至1.5%。流动性方面，上周货币资金利率维持平稳。
- 权益市场：10月社融呈现边际修复的状态，在实体融资需求未明显修复以及政策未全面转向之前，社融上行拐点仍需等待。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新能源发电、消费电子、新能源汽车等板块；二是关注食品饮料、医药等ROE稳定板块的机会；三是关注金融板块的估值修复机会。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：考虑到基本面下行压力加大，基准情形下短期经济明显反转概率下降，叠加货币政策仍保持相对宽松，久期策略建议中性或略超配，不大幅超配的原因在于债券估值偏贵情况下，收益率下行空间存在制约，且无法完全排除政策明显发力的情形。后续关注年底政策定调，小分子药对疫情形势的影响等。

正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长：10月新增社融在表内信贷维持、债券融资边际略改善的支持下，季调环比略有改善，社融增速录得与9月持平

中国10月社会融资规模15900亿元，前值为29018亿元。中国10月新增人民币贷款8262亿元，前值为16630亿元。中国10月M2货币供应同比8.7%，预期为8.30%，前值为8.30%。

上周中观生产指数表现平稳。上周南华综合指数环比增速为-0.4%。结构上，工业品、农产品、金属、能化价格指数均下行，环比增速分别为-1.32%、-0.65%、-1.55%、-1.19%，黄金

属价格指数上行，环比增速为3.39%。本螺纹钢价格环比增速由-5.0%降至-5.5%，表现弱于季节性。螺纹钢库存环比增速由-4.3%降至-5.9%，去化速度加快。上周水泥价格指数环比增速由-0.5%降至-0.6%，表现弱于季节性。

生产端，上周全国高炉开工率由48.5%升至49.2%，唐山高炉开工率由40.5%升至45.2%，同比跌幅有所收窄。焦化厂开工率由71.7%降至69.9%，同比跌幅有所扩大。

地产方面，上周地产销售面积四周移动平均同比增速由-26.6%升至-26.2%。上周土地成交面积同比跌幅有所收窄，土地溢价率有所下行。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：10月新增社融在表内信贷维持、债券融资边际略改善的支持下，季调环比略有改善，社融增速录得与9月持平。从信贷结构来看，仍然呈现短贷占比提升、票据充量特征，叠加票据融资高增与利率走低的组合，显示实体融资需求仍然疲弱。10月居民中长期贷款出现边际略改善迹象，与近期地产政策调整相吻合。从政策发力角度来看，金融端稳信用是主要支撑，财政端发力迹象仍不明显。往后看，在地产政策纠偏和财政边际发力背景下，社融增速有望企稳；但是上行拐点仍需等待更有力的政策出台。政策层面，一是十九届六中全会在京召开，决定中国共产党第二十次全国代表大会于2022年下半年在北京召开。二是央行推出碳减排支持工具，我们认为此举一定程度有利于信用的定向宽松。但是考虑到项目要求较严格、贷款利率优惠幅度有限、信息披露较为严格，预计短期对整体宽信用的刺激力度较为有限。后续随着业务的发展和成熟，作为定向信用工具，有望发挥更大作用。三是中美发布《中美关于在21世纪20年代强化气候行动的格拉斯哥联合宣言》。

2、通货膨胀：10月CPI同比由0.7%升至1.5%

上周农业部公布的农产品价格环比增幅由0.2%升至1.67%，表现由超季节性。上周农业部公布的猪肉价格环比增速由4.2%升至4.5%，表现依然强于季节性。上周农业部公布的蔬菜价格环比增速由-4.7%升至1.6%，表现超季节性。

3、流动性：上周货币资金利率维持平稳

上周7天逆回购到期2200亿元，央行实施7天逆回购5000亿元，上周资金净投放2800亿。上周7天回购定盘利率FR007周均值由2.13%降至2.12%，R007周均值由2.19%升至2.20%，DR007由2.13%降至2.12%。

上周人民币汇率中间价均值维稳于6.40，离岸汇率周均值由6.40降至6.39，NDF汇率维稳于6.58。

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3539.10点，上涨1.36%，深证成指报收14705.37点，上涨1.68%，中小板指上涨1.04%，创业板指上涨2.31%。

分行业来看，30个中信一级行业中27个行业上涨，其中房地产、国防军工和综合金融分别上涨8.56%、7.87%和6.40%；3个行业下跌，其中食品饮料、煤炭和消费者服务分别下跌3.55%、2.76%和0.04%。

图 1：主要指数表现

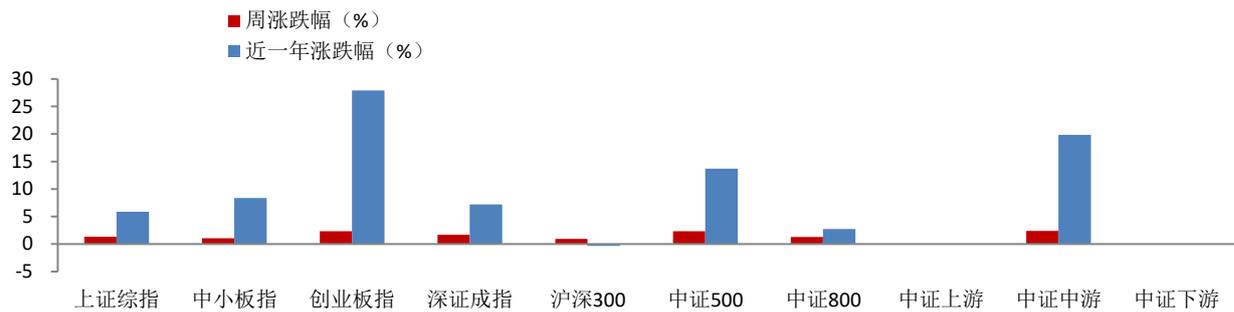
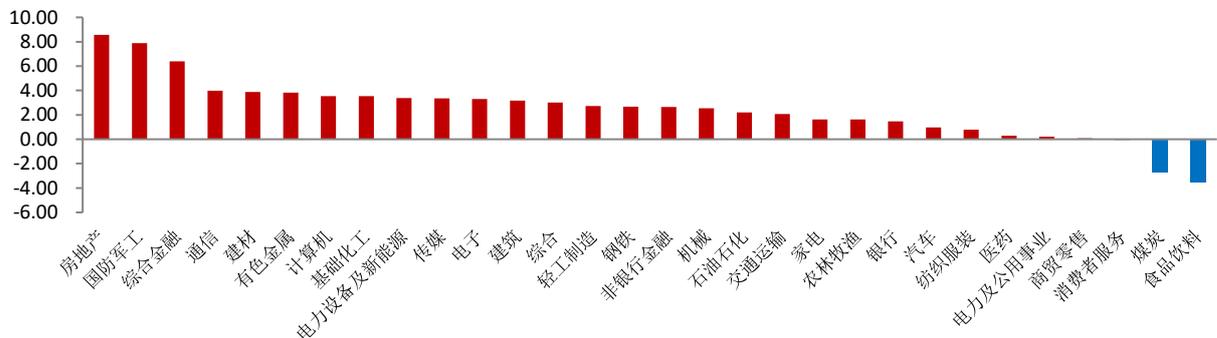


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年11月8日至2021年11月12日

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.28%，较前一周上涨0.05%；三年期国债收益率2.64%，较前一周下跌0.02%；十年期国债收益率2.94%，较前一周下跌0.36%。一年期国开债收益率2.45%，较前一周上涨0.04%；三年期国开债收益率2.84%，较前一周下跌0.10%；十年期国开债收益率3.20%，较前一周下跌0.18%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.78%，较前一周上涨0.05%；五年期AAA最新收益率3.43%，较前一周下跌0.13%；一年期AA+最新收益率2.88%，较前一周上涨0.05%；五年期AA+最新收益率3.61%，较前一周上涨0.00%；一年期AA最新收益率3.02%，较前一周上涨0.04%；五年

期AA最新收益率4.29%，较前一周下跌0.07%；一年期城投债最新收益率2.95%，较前一周上涨0.07%；五年期城投债最新收益率3.98%，较前一周上涨0.11%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

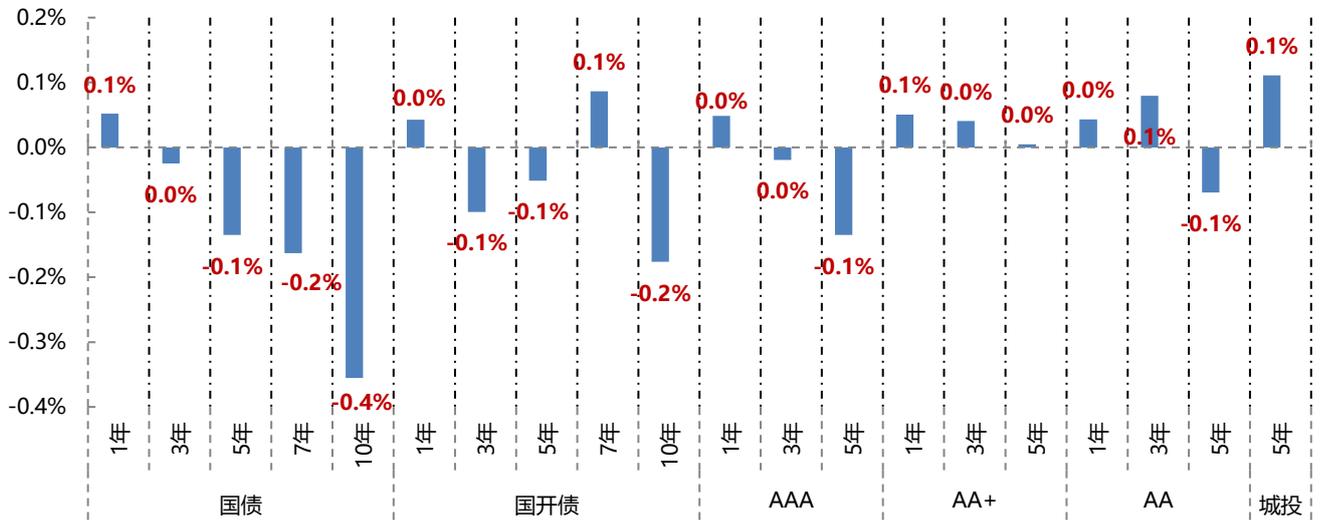
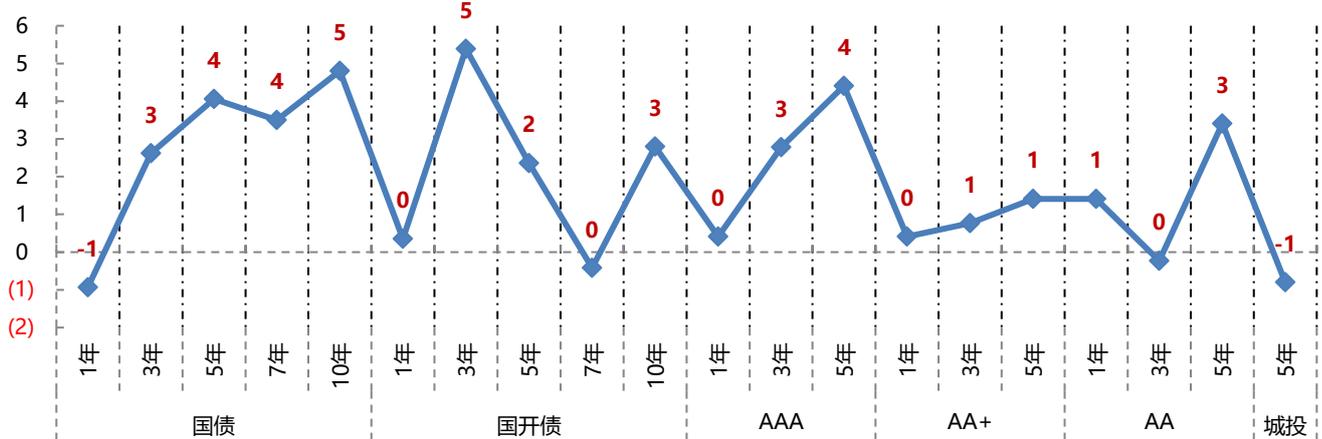


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 11 月 8 日至 2021 年 11 月 12 日

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，10月新增社融在表内信贷维持、债券融资边际略改善的支持下，季调环比略有改善，社融增速录得与9月持平。从信贷结构来看，仍然呈现短贷占比提升、票据充量特征，叠加票据融资高增与利率走低的组合，显示实体融资需求仍然疲弱。10月居民中长期贷款出现边际略改善迹象，与近期地产政策影响相吻合。从政策发力角度来看，金融端稳信用是主要支撑，财政端发力迹象仍不明显。往后看，在地产政策纠偏和财政边际发力背景下，

社融增速有望企稳；但是上行拐点仍需等待更有力的政策出台。政策层面，一是十九届六中全会在京召开，决定中国共产党第二十次全国代表大会于2022年下半年在北京召开。二是央行推出碳减排支持工具，我们认为此举一定程度有利于信用的定向宽松。但是考虑到项目要求较严格、贷款利率优惠幅度有限、信息披露较为严格，预计短期对整体宽信用的刺激力度较为有限。后续随着业务的发展和成熟，作为定向信用工具，有望发挥更大作用。三是中美发布《中美关于在21世纪20年代强化气候行动的格拉斯哥联合宣言》。**通货膨胀方面**，10月CPI同比由0.7%升至1.5%。鲜菜与油价分项解释当月CPI七成左右的环比涨幅。往后看，受基数和上游价格上涨部分传导影响CPI同比或将继续回升，但在猪肉价格短期仍在探底、居民消费需求偏弱的背景下，我们认为CPI上行幅度有限，短期仍在温和区间。10月PPI同比由10.7%升至13.5%，环比由1.2%升至2.5%。供应偏紧依然是工业品价格上行的主要因素。10月下旬以来，在发改委保供政策以及价格调控下，煤炭的供给已经出现明显回升，多数国内定价工业品价格也出现回落。供应端边际缓解叠加需求已经处于走弱趋势中，我们认为工业品短期价格高点或已现。不过考虑到上游产能偏紧，工业品价格中枢将处于高位。**流动性方面**，上周货币资金利率维持平稳。**汇率方面**，上周人民币汇率维持平稳。**海外方面**，美国通胀超预期上行，市场对通胀的担忧有所升温；继11月6日通过新增投资5200亿美元的《基建法案》后，拜登将继续推动其已经被大幅缩减至1.75万亿美元的“税收及社会支出”计划；从12月1日起，欧盟成员国、加拿大、英国等32个国家将取消对中国的“贸易普惠制待遇”。

权益方面：上周主要指数均告上涨，北向资金净流出26.91亿元，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，10月社融呈现边际修复的状态，在实体融资需求未明显修复以及政策未全面转向之前，社融上行拐点仍需等待。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新能源发电、消费电子、新能源汽车等板块；二是关注食品饮料、医药等ROE稳定板块的机会；三是关注金融板块的估值修复机会。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：当前资金面维持偏宽松状态，货币政策对债券市场仍偏有利。边际变化在于房地产下行压力明显加大，政策调整成本和难度上升。一方面，政策自上而下的调整需要一定的传导时间，短期可能未必会看到政策的全面放松。另一方面，三道红线、贷款两集中等中长期政策约束依然存在，微观主体的预期和行为正在出现根本性的变化并可能形成较强的惯性，叠加当前房企资金压力极大，后续诉求更多在于自保而非扩张。综合以上两点来看，地产链条下行趋势难以在短期逆转。

另一个假设在于消费在短期难以明显恢复。尽管近期辉瑞特效药研发出现重大进展，不过考虑到：1) 特效药仍无法有效阻断病毒传播；2) 尽管降低死亡率，但我国人口基数较大，一旦放开绝对死亡人数依然不低，且不排除再次变异的情况，对于政府防控压力仍有较大干扰；3) 实际有效性尚待检验，全面推广仍需时间，因此短期对国内消费影响依然有限。在当前偏严的防疫政策导向下，预计居民消费短期难以明显恢复。

债券的风险主要在于政策明显发力，需要关注政府对于明年经济增速目标的设定：1) 如果明年增速目标在 5%-5.5%，意味着全年 5% 的增速可以接受，政策在投资端发力程度预计会比较温和，考虑当前地产仍处于惯性下行过程当中，短期经济明显反转概率较低，宏观和货币政策环境对债券市场偏友好；2) 如果明年增速目标在 5.5% 以上，政策需要在投资端明显发力，并可能导致通胀压力进一步加大，债券市场将面临一定的调整压力。

综上，考虑到基本面下行压力加大，基准情形下短期经济明显反转概率下降，叠加货币政策仍保持相对宽松，久期策略建议中性或略超配，不大幅超配的原因在于债券估值偏贵情况下，收益率下行空间存在制约，且无法完全排除政策明显发力的情形。后续关注年底政策定调，小分子药对疫情形势的影响等。

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）