

2021.11.29-2021.12.03

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，11月制造业景气度反弹至荣枯线以上。通货膨胀方面，预计11月CPI同比增速2.5%，PPI同比增速12.7%。流动性方面，上周央行资金净回笼3700亿，货币市场资金利率有所下行。
- 权益市场：在供给端约束逐渐解除背景下，工业生产恢复、上游工业品价格下行、中下游库存和需求阶段性回补，推动11月制造业景气度反弹至荣枯线以上。我们认为从读数角度来看，三季度可能是经济环比增速最差的时候；从需求角度来看，当前尚难确认内需将进入趋势改善通道。上周出现稳增长政策边际加码信号。关注经济工作会议定调，如果会议定调积极、政策落地及时，内需有望逐渐企稳回升。
- 固定收益市场：考虑到宽货币逻辑的兑现，而地产政策调整力度预计则有所加大，尽管我们没有办法排除未来政策出于稳增长诉求而降息的可能，但债券市场相对确定的交易阶段可能已经过去，结合估值相对偏贵，债券做多的性价比有所降低。另一方面，基本面和货币政策环境仍然相对友好，收益率大幅调整的风险不大，我们倾向建议久期保持中性，后续关注中央经济工作会议对于稳增长的定调。

正文内容：**一、市场回顾****（一）宏观方面****1、经济增长：11月制造业景气度反弹至荣枯线以上**

根据国家统计局公布数据，中国11月官方制造业PMI为50.1，预期49.7，前值49.2。非制造业PMI为52.3，前值53.4。其中建筑业商务活动指数为59.1，前值56.9；服务业商务活动指数为51.1，前值51.6。综合PMI产出指数为52.2，前值50.8。

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-2.6%。结构上，工业品、农

产品、能化、贵金属价格指数均下行，环比增速分别为-2.6%、-2%、-4.7%、-2.5%，金属价格指数上行，环比增速为1%。本螺纹钢价格环比增速由1%降至0%，表现持平季节性。螺纹钢库存环比增速维稳于-6.5%，库存延续去化。上周水泥价格指数环比增速由-1%降至-1.7%，表现弱于季节性。上周水泥价格指数环比增速由-1.7%降至-2.4%，表现弱于季节性。11月20-11月26日，全国水泥出货率由61.7%降至60%。11月25日-12月1日，螺纹钢周消费量342.62万吨，环比增加24.48万吨。

地产方面，上周地产销售面积四周移动平均同比增速维稳于-21%。上周土地成交面积同比跌幅维稳于-27%，土地溢价率有所上行。

开工率方面，上周全国高炉开工率由48.2%降至47.8%，同比跌幅维稳于-19%；唐山高炉开工率由46.8%降至46%，同比跌幅由-26.2%扩大至-27%；焦化厂开工率由65%升至66%，同比跌幅由-22.3%收窄至-21.4%。上周纯碱开工率由75.1%升至81.9%。

注：以上数据来源于WIND资讯

2、通货膨胀：预计11月CPI同比增速2.5%，PPI同比增速12.7%

预计11月CPI同比增长2.5%，较10月进一步上行1个百分点（主要受到基数影响）；PPI同比增长12.7%，较上月略有回落。前一周商务部公布的农产品价格环比增幅由0.2%降至-0.1%，表现弱于季节性。猪肉价格环比增速由1.6%升至1.8%，表现强于季节性。蔬菜价格环比增速由-0.3%降至-2.7%，表现弱于季节性。

3、流动性：上周央行资金净回笼3700亿，货币市场资金利率有所下行

上周7天逆回购到期4000亿元，MLF到期2000亿，央行实施7天逆回购2300亿元，上周资金净回笼3700亿。上周7天回购定盘利率FR007周均值由2.36%降至2.30%，R007周均值由2.40%降至2.39%，DR007由2.2%降至2.17%。

上周资金面略有波动，临近月末叠加政府债发行影响，DR007与GC001上周呈现先上后下的状态，同业存单收益率维持相对平稳。周度来看，GC001由2.5%升至3.3%，同业存单收益率维稳于2.67%，DR007基本维稳于2.2%。

上周人民币汇率中间价均值6.39降至6.38，离岸汇率周均值由6.39降至6.37，NDF汇率由6.57降至6.55。

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3589.31点，下跌0.50%，深证成指报收14752.96点，下跌0.93%，中小板指下跌0.76%，创业板指下跌2.09%。

分行业来看，30个中信一级行业中7个行业上涨，其中消费者服务、家电和建材分别上涨1.56%、1.07%和0.98%；23个行业下跌，其中电力设备及新能源、农林牧渔和医药分别下跌1.97%、1.82%和1.78%。

图 1：主要指数表现

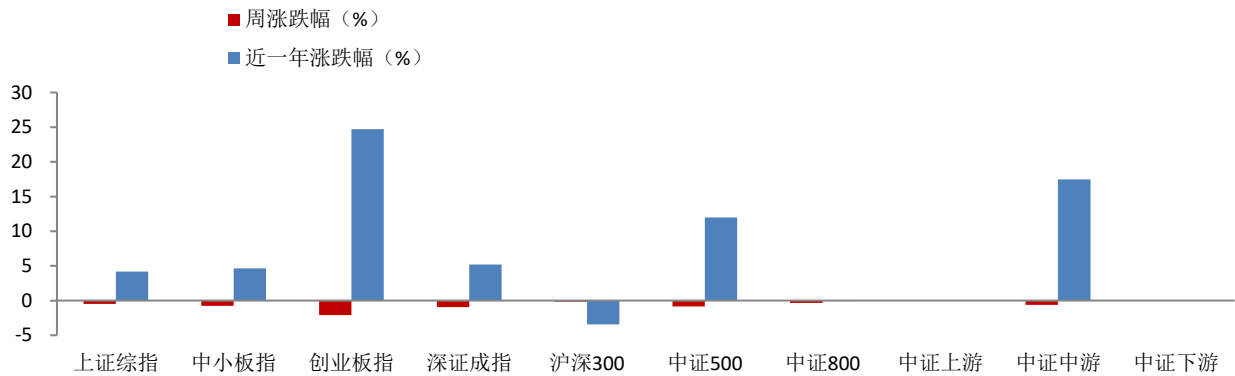
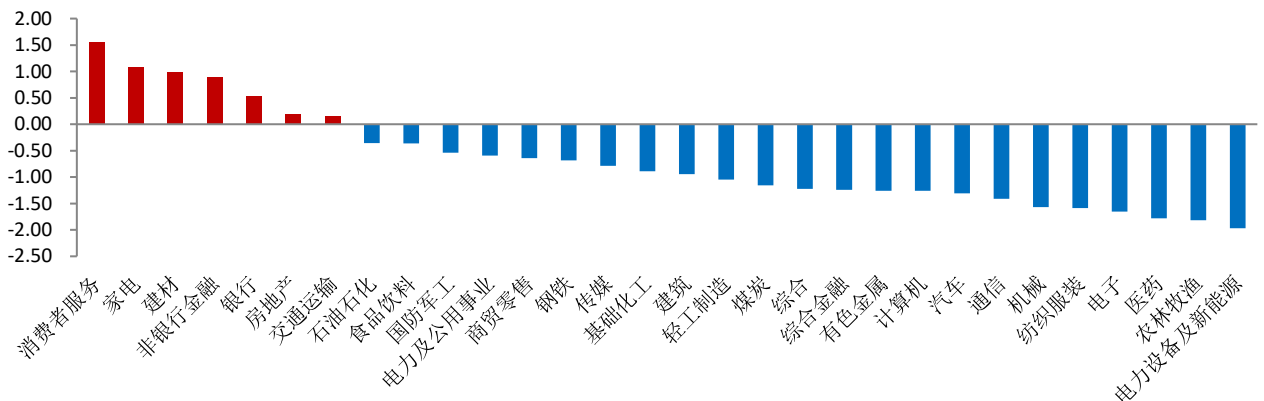


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年11月29日至2021年12月3日

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.26%，较前一周上涨0.03%；三年期国债收益率2.62%，较前一周下跌0.15%；十年期国债收益率2.87%，较前一周下跌0.38%。一年期国开债收益率2.40%，较前一周上涨0.03%；三年期国开债收益率2.74%，较前一周下跌0.09%；十年期国开债收益率3.13%，较前一周下跌0.15%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.77%，较前一周上涨0.04%；五年期AAA最新收益率3.40%，较前一周上涨0.01%；一年期AA+最新收益率2.86%，较前一周上涨0.06%；五年期AA+最新收益率3.60%，较前一周上涨0.01%；一年期AA最新收益率3.01%，较前一周上涨0.06%；五年

期AA最新收益率4.30%，较前一周上涨0.03%；一年期城投债最新收益率2.94%，较前一周上涨0.03%；五年期城投债最新收益率3.92%，较前一周上涨0.19%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

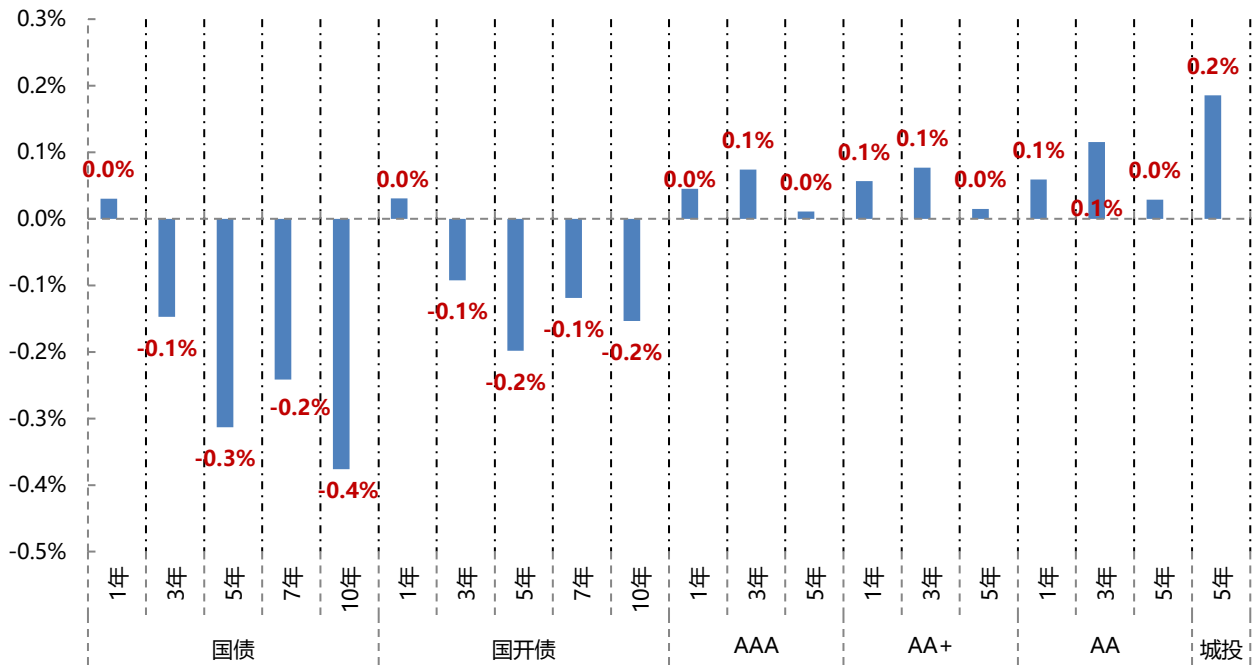
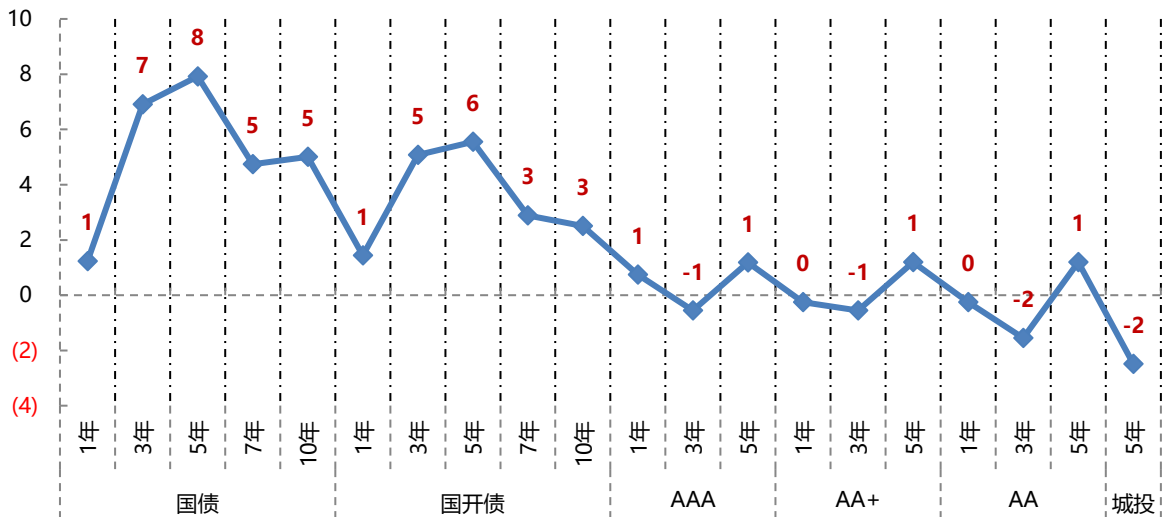


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 11 月 29 日至 2021 年 12 月 3 日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，Omicron 病株在各国发现，海外新增确诊人数继续上行，新增重症和死亡人数并未出现明显回升。各国加强了边境管控措施，但除德国外主要经济体并未对境内活动增加限制。在供给端约束逐渐解除背景下，工业生产恢复、上游工业品价格下行、中下游库存和需求阶段性回补，推动 11 月制造业景气度反弹至荣枯线以上。11 月非制造业商务活动指数下降 0.1 个百分点至 52.3%，建筑业景气度较高，接触型服务业景气度下降。综合来讲，我们认为 11 月制造业景气度回升主要受到供给端约束解除的影响。从需求端来看，当前尚未看到趋势改善的迹象。上周稳增长政策出现边际加码信号，一是国务院总理李克强指出，要围绕市场主体需求制定政策，适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度，确保经济平稳健康运行。二是刘鹤副总理表示将保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，为市场创造良好预期。三是银保监会表现现阶段要重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度，促进房地产行业和市场平稳健康发展。**通货膨胀**，预计 11 月 CPI 同比增速 2.5%，PPI 同比增速 12.7%。**流动性方面**，受月末缴税以及政府债发行影响银行间利率波动率有所上升，平滑来看流动性仍然维持平稳。**汇率方面**，上周人民币汇率维持稳定，美元有所走弱。**海外经济与政策方面**，一是美国 11 月新增非农数据不及预期，周薪环比继续超过季节性，显示劳动力市场供求紧平衡态势延续。二是美联储主席鲍威尔表示高通胀的风险有所增加，将在未来的会议上讨论加快缩减购债速度。市场预期美联储可能在 12 月议息会议上讨论加快缩减 QE 的计划。

权益方面：基本面方面，在供给端约束逐渐解除背景下，工业生产恢复、上游工业品价格下行、中下游库存和需求阶段性回补，推动 11 月制造业景气度反弹至荣枯线以上。螺纹钢量价显示建安投资需求有所回暖、水泥量价显示尚不明显。我们认为从读数角度来看，三季度可能是经济环比增速最差的时候；从需求角度来看，当前尚难确认内需将进入趋势改善通道。上周出现稳增长政策边际加码信号。关注经济工作会议定调，如果会议定调积极、政策落地及时，内需有望逐渐企稳回升。资金面方面，上周受月末和地方政府债发行因素影响，银行间市场资金面波动加大，但整体仍维持流动性合理充裕。估值面方面，上周主要宽基指数（除创业板）估值处于中值区间内，考虑经济增长和无风险利率后的沪深 300 估值处于中值位置。风险方面，关注新毒株情况和美国通胀预期。

固定收益方面：地产链条的下行压力以及政策应对是过去一段时间市场交易的主线。8 月以来，政策调控思路明确，更多强调底线思维：从供给端为房企资产处置和合理融资需求打开

口子，并守住保在建、保交房的底线。不过在三道红线、贷款两集中政策仍在、预售资金监管偏紧的格局之下，地产链条下行趋势并未得到扭转，销售、拿地、开工等多个地产指标下行至历史低位。

往后看，从本次恒大风险事件后五部门联合表态、银保监会在 2015 年后重提“满足改善性住房按揭需求”来看，地产政策调控可能将进入新的阶段，政策应对的思路和力度和前一阶段相比或许都将有所加码。尽管地产下行惯性与政策对冲的平衡需要观察，但确定性较前一阶段降低。

综上所述，考虑到宽货币逻辑的兑现，而地产政策调整力度预计则有所加大，尽管我们没有办法排除未来政策出于稳增长诉求而降息的可能，但债券市场相对确定的交易阶段已经过去，结合估值相对偏贵，债券做多的性价比有所降低。另一方面，基本面和货币政策环境仍然相对友好，收益率大幅调整的风险不大，我们倾向建议久期保持中性，后续关注中央经济工作会议对于稳增长的定调。

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）