

2021. 12. 06-2021. 12. 10

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济:经济增长方面,上周中观生产指数表现平稳。通货膨胀方面,11月CPI同比2.3%,市场预期2.5%,前值1.5%;环比0.4%。11月PPI同比12.9%,市场预期12%,前值13.5%;环比0%。流动性方面,上周央行资金净回笼1800亿,货币市场资金利率有所下行。
- 权益市场:11月出口增速录得22%,外需仍然维持强劲。金融数据结构、CPI分项数据显示内需延续疲弱。我们认为从读数角度来看,三季度或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。政策方面,经济工作会议定调要稳定宏观经济大盘,政策阶段性稳增长倾向明确;同时还明确了在政策执行过程中“不把持久战打成突击战”、防止“分解谬误、合成谬误”等。考虑到需求侧政策的发力和结构性政策的纠偏,我们认为2022年经济增长或将逐渐企稳。节奏上,需要继续关注政策的落地情况。
- 固定收益市场:久期策略建议调整为中性偏谨慎,结构上短端优于中长端,主要获取杠杆收益。基于对中央经济工作会议的政策基调判断,除非看到地产、隐债等领域的政策调整有偏离中长期框架的迹象,我们倾向于认为明年债券收益率持续大幅上行的概率较低,仍有配置和交易的机会。节奏上,考虑到政策力度前置、实现经济平稳开局的诉求较强,短期内债券市场可能面临扰动。

正文内容:**一、市场回顾****(一) 宏观方面****1、经济增长:上周中观生产指数表现平稳**

据海关统计,2021年11月份,中国出口金额(按美元计)同比增长22%,预期20.3%,前值27.1%;进口金额(按美元计)增长31.7%,预期21.5%,前值20.6%;贸易差额为717.2亿美元,前值845.4亿美元。

中国11月新增人民币贷款12700亿元,市场预期15300亿元,前值8262亿元。11月社会融资规模26100亿元,市场预期28100亿元,前值15899亿元。11月M2同比8.5%,市场预期8.7%,前

值8.7%；M1同比3.0%，前值2.8%。

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1.3%。结构上，工业品、农产品、能化、金属价格指数均上行，环比增速分别为1.2%、0.2%、1.1%、1.2%，贵金属价格指数下行，环比增速为-0.9%。螺纹钢价格环比增速由0%升至1%，表现持平季节性。螺纹钢库存环比增速由-6.5%降至-6.1%，库存延续去化。上周水泥价格指数环比增速由-2.4%升至-1.8%，表现弱于季节性。11月27日-12月3日，全国水泥出货率由60%降至58.2%。12月2日-12月8日，螺纹钢周消费量323.63万吨，环比减少18.99万吨。

地产方面，上周地产销售面积四周移动平均同比增速由-21%降至-24.2%。上周土地成交面积同比跌幅继续扩大，土地溢价率有所上行。

开工率方面，上周全国高炉开工率由47.8%降至46.7%，同比跌幅由-19%降至-20%；唐山高炉开工率由46%降至40%，同比跌幅由-27%降至-35%；焦化厂开工率由66%升至67.8%，同比跌幅由-21.4%收窄至-17.2%。11月用电量同比增速由10月的5.4%进一步降至3.4%。

注：以上数据来源于WIND资讯

2、通货膨胀：11月CPI同比2.3%，市场预期2.5%，前值1.5%；环比0.4%。11月PPI同比12.9%，市场预期12%，前值13.5%；环比0%

11月CPI同比2.3%，市场预期2.5%，前值1.5%；环比0.4%。11月PPI同比12.9%，市场预期12%，前值13.5%；环比0%。前一周商务部公布的农产品价格环比增幅由-0.1%降至-0.5%，表现弱于季节性。前一周猪肉价格环比增速由1.8%降至0.7%，表现强于季节性。前一周蔬菜价格环比增速由-2.7%降至-3.6%，表现弱于季节性。

3、流动性：上周央行资金净回笼1800亿，货币市场资金利率有所下行

上周7天逆回购到期2300亿元，央行实施7天逆回购500亿元，上周资金净回笼1800亿。上周7天回购定盘利率FR007周均值由2.30%降至2.22%，R007周均值由2.39%降至2.3%，DR007由2.17%降至2.16%。

上周资金面整体略显宽松，周度来看Dr007与Gc001均有所下行，同业存单收益率亦呈现稳中趋弱的态势。其中Gc001由3.3%降至2.4%，同业存单收益率由2.67%降至2.65%。

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3666.35点，上涨1.63%，深证成指报收15111.56点，上涨

1.47%，中小板指上涨2.82%，创业板指下跌0.34%。

分行业来看，30个中信一级行业中23个行业上涨，其中消费者服务、食品饮料和家电分别上涨9.05%、5.55%和5.16%；7个行业下跌，其中国防军工、煤炭和电力设备及新能源分别下跌3.08%、2.45%和1.56%。

图 1：主要指数表现

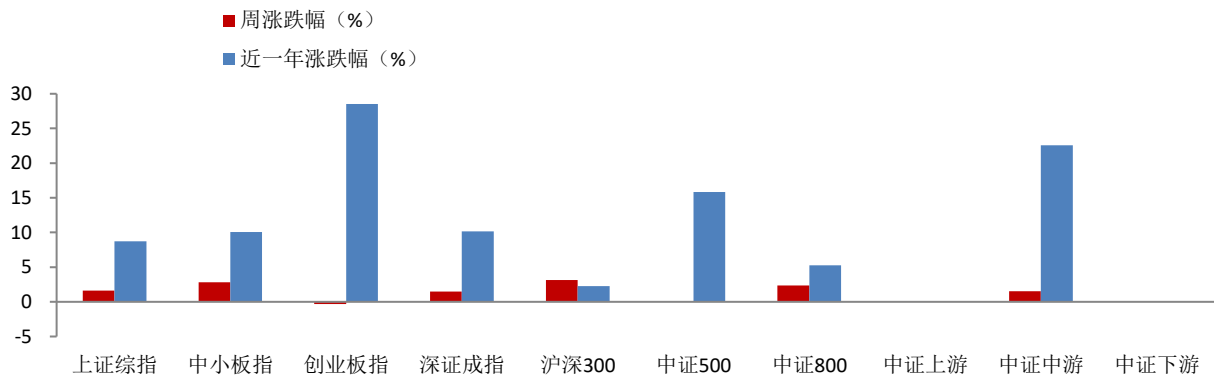
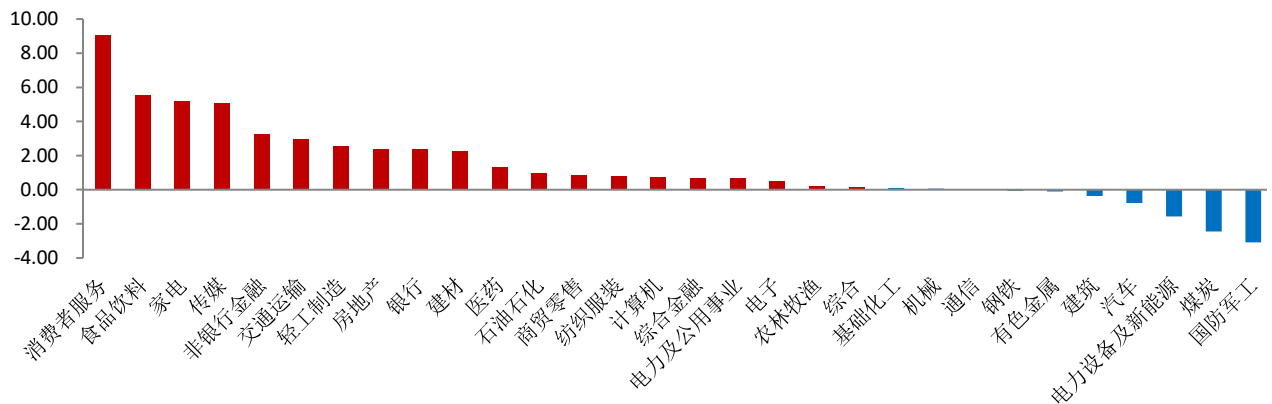


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年12月6日至2021年12月10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0.02%；三年期国债收益率2.60%，较前一周上涨0.13%；十年期国债收益率2.84%，较前一周上涨0.29%。一年期国开债收益率2.38%，较前一周上涨0.07%；三年期国开债收益率2.72%，较前一周上涨0.13%；十年期国开债收益率3.09%，较前一周上涨0.42%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.74%，较前一周上涨0.07%；五年期AAA最新收益率3.36%，较前一周上涨0.25%；一年期AA+最新收益率2.85%，较前一周上涨0.07%；五年期AA+最

新收益率3.57%，较前一周上涨0.21%；一年期AA最新收益率2.99%，较前一周上涨0.08%；五年期AA最新收益率4.26%，较前一周上涨0.26%；一年期城投债最新收益率2.97%，较前一周上涨0.02%；五年期城投债最新收益率3.88%，较前一周上涨0.24%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

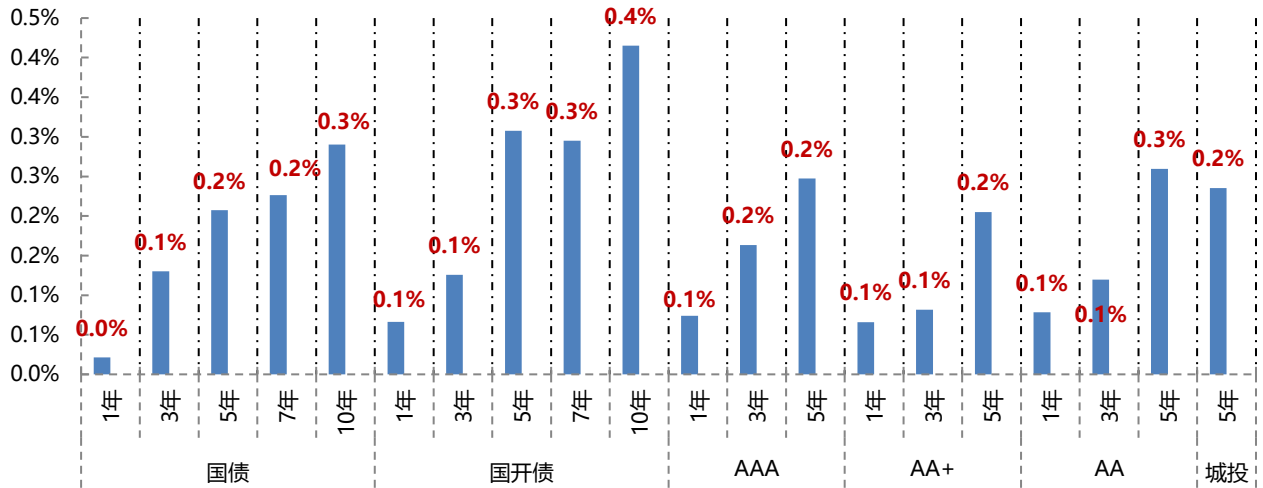
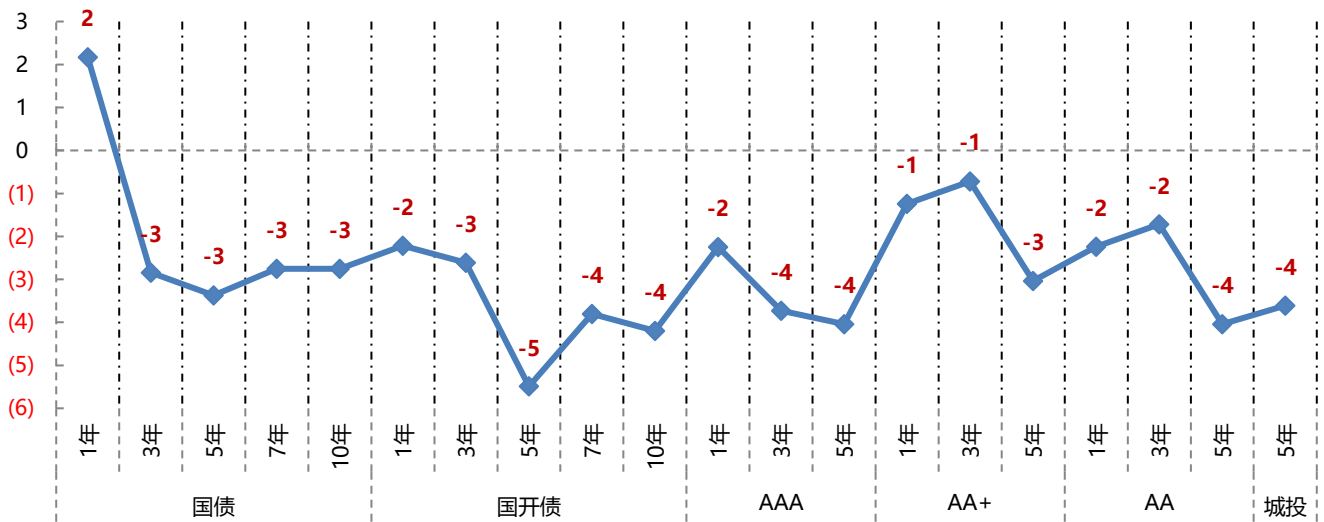


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 12 月 6 日至 2021 年 12 月 10 日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，Omicron 病株继续在多国蔓延，南非与美国、英国以及欧盟主要国家（除德国）新增病例均有所上行，并且上周美国和德国重症率有所增加，多个国家的内部封锁情况边际收紧。通胀、社融（企业中长期贷款持续走弱）以及外贸数据显示 11 月经济延续外强内弱的格局。上周稳增长政策信号继续加码，一是政治局会议与中央经济工作会议显示政策稳增长的意愿和迫切性有所提升。其中中央经济工作会议提出加大宏观政策跨周期调节力度，提高宏观调控的前瞻性针对性。财政政策强调提升效能、精准性与支出节奏的前置，但是仍然对财政的可持续性与地方政府的隐性债务保持定力。货币政策强调灵活适度与保持流动性合理充裕并且突出结构性的特征。房地产调控被归纳为结构性政策，延续房住不炒的表述以及指出探索新的发展模式与因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。二是央行宣布全面下调准备金率 50 个 BP 与下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点。

通货膨胀方面，11 月 CPI 同比进一步走高，环比连续两个月强于季节性，但是当月核心 CPI 与房租 CPI 均维持相对弱势。随着煤价的回调与前期用电压力的缓解，11 月 PPI 环比与同比如期回落。往后看，CPI 同比预计将延续温和涨幅。而随着政策调整以及海外流动性的边际收缩，我们认为 PPI 后续将延续下行趋势。

流动性方面，11 月社融增速受政府债与直接融资拉动有所上行，并且当月居民中长期贷款继续呈现修复，体现房地产政策纠偏的影响。央行上周宣布降准与下调支农、支小再贷款利率。根据中央经济工作会议表态，货币政策预计将维持宽松支持实体经济，但是对后续的进一步的宽松操作（如降息）仍需等待经济下行压力加大的信号。而货币政策的放松有利于改善银行间的流动性以及降低实体融资成本，但是其对信用环境的改善幅度取决于后续监管、财政以及产业的配套政策。

汇率方面，央行宣布上调外汇存款准备金率，其主要目的在于平抑市场上出现的单边升值预期。回顾历史，在宣布动用该工具之后，人民币汇率都会有所贬值。但是长周期来看，汇率走势一般不会扭转。

海外经济与政策方面，一是美国 CPI 数据继续高增但是整体符合市场预期。二是美国参议院与众议院通过加快提高债务上限的法案，赋予了参议院民主党人一个快速通道，以便他们能够更迅速地解决债务上限问题。三是在 omicron 传播下，海外多家央行释放鸽派信号。

权益方面：11 月出口增速录得 22%，外需仍然维持强劲。金融数据结构、CPI 分项数据显示内需延续疲弱。我们认为从读数角度来看，三季度或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。政策方面，经济工作会议定调要稳定宏观经济大盘，政策阶段性稳增长倾向明确；同时还明确了在政策执行过程中“不把持久战打成突击战”、防止“分解谬误、合成谬误”等。考虑到需求侧政策的发力和结构性政策的纠偏，我们认为 2022 年经济增长或将逐渐企稳。节奏上，需要继续关注政策的落地情况。

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 估值较前周略上行，处于中值位置。

风险跟踪方面，1) Omicron 病株继续扩散，有观察显示可能症状严重程度弱于 Delta。近日美国重症率有所上行但仍处低位。2) 经济工作会议提出要探索地产新的发展模式，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。3) 11 月美国 CPI 环比增速 0.8%，较 10 月回落 0.1 个百分点；同比增速 6.8%，符合市场预期。

固定收益方面：久期策略建议调整为中性偏谨慎，结构上短端优于中长端。基于对中央经济工作会议的政策基调判断，除非看到地产、隐债等领域的政策调整有偏离中长期框架的迹象，我们倾向于认为明年债券收益率持续大幅上行的概率较低，仍有配置和交易的机会。节奏上，考虑到政策力度前置、实现经济平稳开局的诉求较强，短期内债券市场可能面临扰动。当前市场短期观点以中性或乐观为主，核心逻辑主要就是降息的可能性在上升，但我们倾向于认为博弈降息的难度较大，而其他政策发力、经济阶段性企稳只是时间问题，进一步考虑到降准后 10 年国债收益率降至 2.9 以下，因此我们对市场尤其是中长端转为偏谨慎。相比之下，货币政策偏宽松的背景下、资金利率中枢至少有望保持平稳，如果降息则可能进一步下行，短端收益率和杠杆策略或仍相对较好。

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）