

2021. 12. 13-2021. 12. 17

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，11月经济数据边际回暖，上周中观生产指数有所下行。通货膨胀方面，初步预计12月CPI同比增速1.6%，PPI同比增速11%。流动性方面，上周央行资金净回笼4500亿，货币市场资金利率有所上行。
- 权益市场：11月工业生产继续恢复，服务业延续低迷。需求端仍显疲弱，其中消费维持低位，建安投资延续回落，制造业投资有所回升。发改委在答记者问中提到11月发改委审批核准项目总投资2615亿元，这个数值占今年前11个月全部审批项目投资总额的34.5%，这些项目接下来就要启动，会起到稳投资作用。考虑到财政资金结余的下拨和项目的匹配，一季度形成实物量的确定性较强，但持续性和具体幅度仍有不确定性。
- 固定收益市场：无论从配合稳增长、还是防范地产债务风险角度考虑，预计货币政策都将至少维持偏宽松环境，收益率明显调整的风险相对可控，不过后续债券进一步上涨可能需要看到降息预期的兑现，但我们倾向于认为博弈降息的难度较大，而随着其他政策发力，未来基本面企稳预计对债券不利。进一步考虑到降准后10年国债收益率降至2.9%以下，做多债券性价比较低，建议久期策略中性偏谨慎。

正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长：11月经济数据边际回暖，上周中观生产指数有所下行

中国11月规模以上工业增加值同比增长3.8%，预期增3.7%，前值增3.5%。中国11月社会消费品零售总额同比增3.9%，预期增3.6%。中国1-11月固定资产投资同比增长5.2%，预期增5.3%，1-10月增6.1%。中国1-11月房地产开发投资同比增长6.0%，比2019年1-11月份增长13.2%；商品房销售面积同比增长4.8%；房地产开发企业到位资金183362亿元，同比增长7.2%。中国1-11月全国城镇新增就业1207万人，超额完成全年预期目标。11月份，全国城镇调查失业率为5.0%，比上月上升0.1个百分点，比上年同期下降0.2个百分点。

上周中观生产指数有所下降，主要受铜价下行、高炉开工率下降拖累。上周南华综合指数环比增速为1.1%。结构上，工业品、能化、金属、贵金属价格指数均上行，环比增速分别为2.1%、2.2%、1.5%、0.4%，农产品价格指数下行，环比增速为-0.9%。12月11日-12月17日，全国水泥出货率由56.3%降至55.2%。12月9日-12月15日，螺纹钢周消费量313.56万吨，环比减少3.1%。螺纹钢价格环比增速由1%降至0.1%，表现持平季节性。螺纹钢库存环比增速由-6.1%降至-7%，库存延续去化。上周水泥价格指数环比增速由-1.8%降至-2%，表现弱于季节性。

地产方面，上周地产销售面积四周移动平均同比增速由-24.2%降至-27.6%。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。

上周全国高炉开工率由46.7%降至46.1%，同比跌幅维稳于-20%；唐山高炉开工率由40%升至41.2%，同比跌幅由-35%升至-34%；焦化厂开工率由67.8%升至68%，同比跌幅维稳于-17.2%。12月上旬用电量同比增速由11月下旬的0.4%进一步降至-1.4%。

注：以上数据来源于WIND资讯

2、通货膨胀：初步预计12月CPI同比增速1.6%，PPI同比增速11%

预计12月CPI同比增长1.6%，较11月下行0.7%；PPI同比增长11%，较上月继续下行。前一周商务部公布的农产品价格环比增幅由-0.5%降至-1%，表现弱于季节性。猪肉价格环比增速由0.7%降至-2.1%，表现弱于季节性。蔬菜价格环比增速由-3.6%升至-2.8%，表现弱于季节性。

3、流动性：上周央行资金净回笼4500亿，货币市场资金利率有所上行

上周7天逆回购到期500亿元，MLF到期9500亿，央行实施7天逆回购500亿元，MLF续作5000亿，上周资金净回笼4500亿。上周7天回购定盘利率FR007周均值由2.22%升至2.27%，R007周均值由2.3%升至2.36%，DR007由2.16%升至2.18%。

上周人民币汇率中间价均值维稳于6.37，离岸汇率周均值由6.37升至6.38，NDF汇率由6.54升至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3632.36点，下跌0.93%，深证成指报收14867.55点，下跌1.61%，中小板指下跌2.49%，创业板指下跌0.94%。

分行业来看，30个中信一级行业中12个行业上涨，其中传媒、电力及公用事业和煤炭分别上涨6.42%、6.11%和5.25%；18个行业下跌，其中消费者服务、有色金属和汽车分别下跌4.09%、4.02%和3.60%。

图 1：主要指数表现

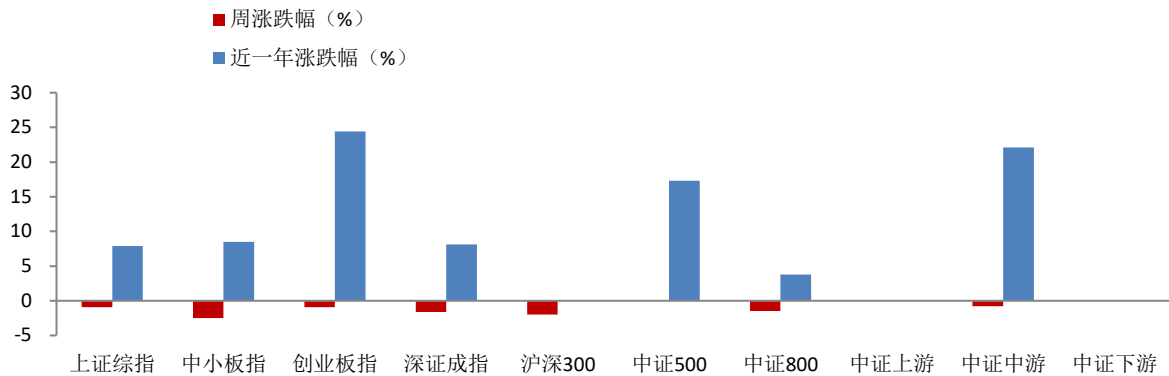
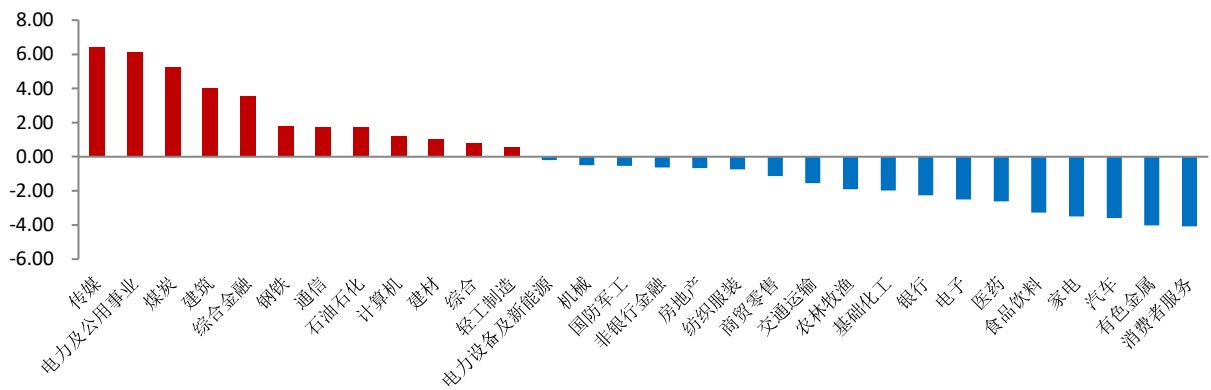


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年12月13日至2021年12月17日

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.32%，较前一周略微持平；三年期国债收益率2.57%，较前一周上涨0.11%；十年期国债收益率2.85%，较前一周下跌0.02%。一年期国开债收益率2.44%，较前一周下跌0.01%；三年期国开债收益率2.64%，较前一周上涨0.28%；十年期国开债收益率3.10%，较前一周上涨0.03%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.78%，较前一周上涨0.02%；五年期AAA最新收益率3.36%，较前一周上涨0.05%；一年期AA+最新收益率2.88%，较前一周上涨0.03%；五年期AA+最新收益率3.58%，较前一周上涨0.01%；一年期AA最新收益率3.00%，较前一周上涨0.05%；五年期AA最新收益率4.23%，较前一周上涨0.20%；一年期城投债最新收益率2.99%，较前一周上涨0.03%；五年期城投债最新收益率3.85%，较前一周上涨0.20%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

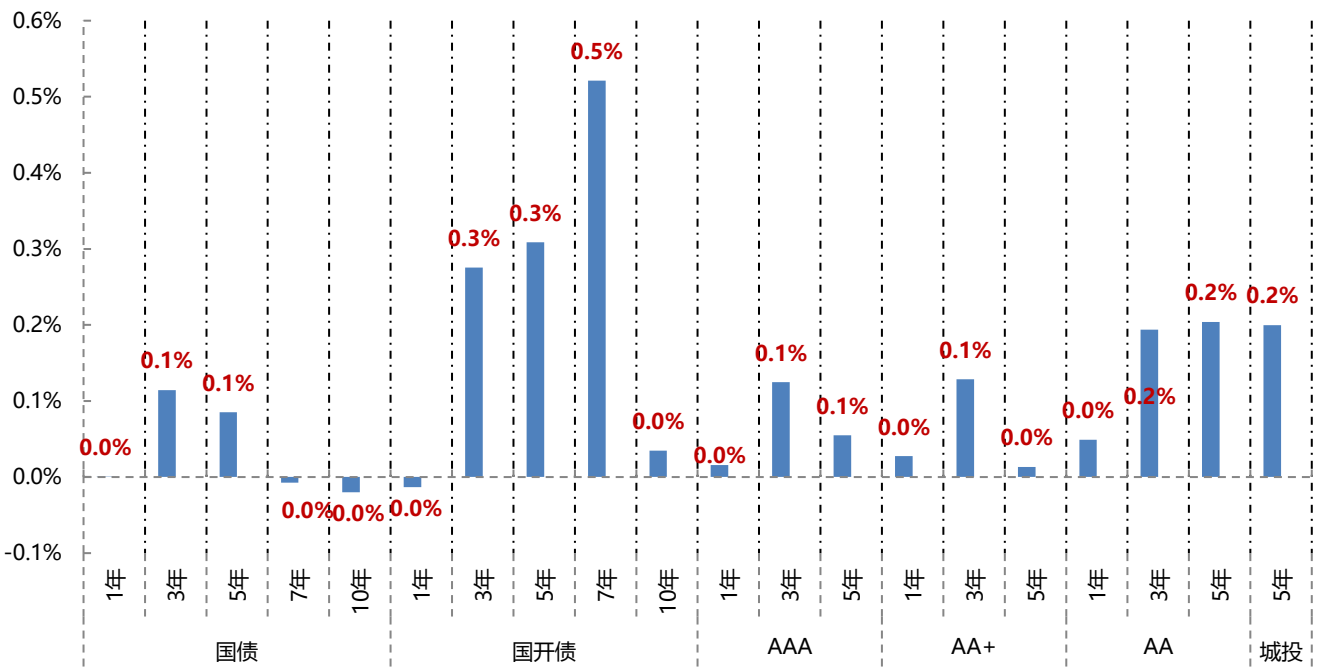
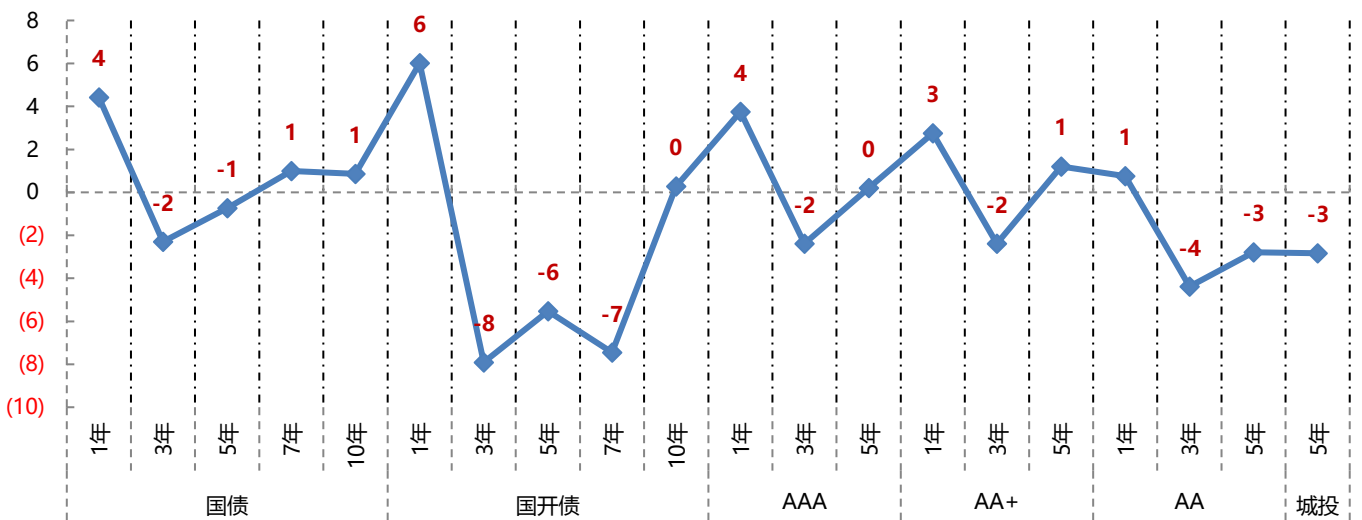


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 12 月 13 日至 2021 年 12 月 17 日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，11 月实体经济数据呈现经济边际转暖的格局，其中供给端的改善要强于需求端，主要体现供给（限电、芯片）与成本约束缓解的影响。而疫情则对当月

的服务业生产形成拖累。其中社零中的餐饮消费出现走弱。当月地产投资低位回升，但是其持续性仍有待进一步观察，尤其是当月房价环比仍然维持在相对低位。除此之外，当月失业率亦有所回升，就业端仍然存在一定压力。往后看，在政策稳增长力度加强的背景下，经济有望企稳，上行幅度取决于政策发力节奏与地产的表现情况。短期关注疫情的演变情况。近期 Omicron 病毒在多国持续蔓延，加大了经济的不确定性，其中德国重症率已经出现明显增长，美国重症率亦出现连续走高，而国内也出现新型病毒病例，后续保持关注。**政策层面**，经济工作会后各部委召开会议，传递出明年开年稳增长政策发力的信号。一是财政部表示明年专项债券发行要把握好三个字：早、准、快，要推动提前下达额度在明年一季度发行使用，为稳定宏观经济大盘提供有力支撑。其指出近期在充分考虑了各地项目资金的需求和施工条件的背景下已向各地提前下达了 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元。二是央行表示要持续释放贷款市场报价利率改革潜力，促进企业综合融资成本稳中有降。三是国常会明确将普惠小微企业贷款延期还本付息支持工具转换为普惠小微贷款支持工具，明确实施减税降费政策要向制造业倾斜，扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模。

通货膨胀方面，初步预计 12 月 CPI 同比增速 1.6%，PPI 同比增速 11%。

流动性方面，上周央行在调低准备金率的背景下缩量续作 MLF 并维持其利率不变，货币市场利率小幅走高。目前市场对调降 LPR 利率存在一定预期，关注 12.20 日 LPR 操作情况。

汇率方面，上周人民币汇率维持稳定。

海外经济与政策方面，一是美联储宣布加快缩表，点阵图显示加息预期明显提升。二是英国央行意外加息，俄罗斯央行、挪威央行、墨西哥央行亦宣布加息操作。日本央行宣布将于明年三月底结束抗疫融资计划。但是欧央行维持利率不变并表示极不可能在 2022 年加息。

权益方面：11 月工业生产继续恢复，服务业延续低迷。需求端仍显疲弱，其中消费维持低位，建安投资延续回落，制造业投资有所回升。政策方面，各部委召开会议落实经济工作会议精神。财政部在答记者问中提到，近期财政部已经向各地提前下达了 2022 年新增专项债额度 1.46 万亿元。这次分配充分考虑了各地项目资金的需求和施工条件。发改委在答记者问中提到 11 月发改委审批核准项目总投资 2615 亿元，这个数值占今年前 11 个月全部审批项目投资总额的 34.5%，这些项目接下来就要启动，会起到稳投资作用。考虑到财政资金结余的下拨和项目的匹配，一季度形成实物量的确定性较强，但持续性和具体幅度仍有不确定性。

上周货币市场利率小幅上行，整体仍维持充裕。预计 12 月 CPI 和 PPI 同比增速均较 11 月回落，为货币政策宽松提供窗口期。证监会发布《关于修改内地与香港股票市场交易互联互通

机制若干规定的决定》征求意见稿。新规将第十三条第一款修订为，“投资者依法享有通过内地与香港股票市场交易互联互通机制买入的股票的权益，沪深股通投资者不包括内地投资者。根据证监会统计，此部分投资者交易金额在北向交易中的占比保持在1%左右，预计对市场资金面的影响有限。

上周主要宽基指数（除创业板）估值处于中等略偏高水平，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，处于中值略高位置。技术面显示隐含的交易风险较小。

风险跟踪方面，10micron病株继续扩散，美国重症率上行。11月房地产销售和 investment 数据低位反弹，持续性存疑。上周高频数显示地产销售和土地成交仍维持低位。美联储因通胀超预期加快缩债节奏，英央行因通胀上行意外加息。

固定收益方面：前期基本面快速回落，随着政策全面转向稳增长，预计后续经济有望企稳。7-10月是经济下行斜率最快的时期，期间地产链条全面回落、疫情影响下消费进一步恢复空间受限，双控限产也在生产端造成了额外的拖累。近期出现的变化在于：1) 供给收缩的压力正在趋于缓解；2) 随着地产链条下滑至上一轮周期底部位置，一方面自身下行斜率有所放缓，另一方面政策出现了进一步放松，从中央经济工作会议定调来看，当前政策定调已经全面转向稳增长、节奏前置，考虑政策执行力较强，预计经济已经处于阶段性的底部区间，未来企稳只是时间问题。

结合估值偏贵，久期策略建议中性偏谨慎。无论从配合稳增长、还是防范地产债务风险角度考虑，预计货币政策都将至少维持偏宽松环境，收益率明显调整的风险相对可控，不过后续债券进一步上涨可能需要看到降息预期的兑现，但我们倾向于认为博弈降息的难度较大，而随着其他政策发力，未来基本面企稳预计对债券不利。进一步考虑到降准后10年国债收益率降至2.9%以下，做多债券性价比较低，建议久期策略中性偏谨慎。

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）