

2021. 12. 20-2021. 12. 24

## 每周市场回顾与展望

## 【主要结论：】

- 宏观经济：上周中观生产指数平稳运行，初步预计12月CPI同比增速1.6%，PPI同比增速11%左右，上周央行资金净投放500亿，货币市场资金利率有所下行。
- 权益市场：财政政策发力是实现经济企稳的必要条件，综合考虑资金、项目、动力、必要性四方面因素，我们认为虽然地方政府动力恢复情况仍待评估，但是其他三方面均指向财政政策有望在一季度有所发力。投资方向上，建议关注可以兼顾“稳增长、调结构、保民生”的方向，寻找新基建赋能传统基建的领域。对应细分行业包括传统基建中的建材、交运等行业，新基建中的新能源发电、智能电网、工业互联网、特高压、数据中心、信息安全等领域。。
- 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：上周中观生产指数平稳运行

上周中观生产指数平稳运行。上周南华综合指数环比增速为0.9%。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1%、0.1%、1.9%、1.4%，农产品价格指数持平上周。上周水泥价格指数环比增速由-2%升至-1.8%，表现弱于季节性。螺纹钢价格环比增速由0.1%升至0.4%，表现持平季节性。螺纹钢库存环比增速由-7%升至-5.3%，库存延续去化。12月18日-12月24日，全国水泥出货率由55.2%降至51.5%。12月16日-12月22日，螺纹钢周消费量298.56万吨，环比减少4.8%。

地产方面，上周地产销售面积四周移动平均同比增速由-27.6%升至-23.6%，环比增速由-2%升至9%。上周土地成交面积同比跌幅继续扩大，土地溢价率有所下降。

上周全国高炉开工率由46.1%降至46%，同比跌幅由-20%降至-21.1%；唐山高炉开工率由41.2%降至39.7%，同比跌幅维稳于-34%；焦化厂开工率由68%降至66.5%，同比跌幅由-17.2%降至-17.8%。

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%左右

预计12月CPI同比增长1.6%，较11月下行0.7%；PPI同比增长11%左右，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-1%升至-0.8%，表现弱于季节性。猪肉价格环比增速维稳于-2.1%，表现弱于季节性。蔬菜价格环比增速由-2.8%降至-3.1%，表现弱于季节性。

## 3、流动性：上周央行资金净投放500亿，货币市场资金利率有所下行

上周7天逆回购到期500亿元，央行实施7天逆回购1000亿元，上周资金净投放500亿。除此之外，央行宣布非对称调降LPR利率，其中12月1年期LPR报3.8%，较上期下调5个基点；5年期以上品种则持平于4.65%。

上周7天回购定盘利率FR007周均值由2.27%降至2.05%，R007周均值由2.36%降至2.2%，DR007维持由2.18%降至1.98%。受LPR调降影响，上周资金面小幅走宽。上周资金面整体有所松动，周度来看，Dr007与Gc001呈现回落的态势，但是同业存单收益率维持惯性上行（其中Dr007由2.18%回落至1.98%，Gc001降至2.36%，同业存单收益率回升至2.8%）。

票据利率下降至接近0水平。截至12月24日，国股银票转贴现利率（3个月）已经接近0%，为有记录以来新低。

上周人民币汇率中间价均值维稳于6.37，离岸汇率周均值维稳于6.38，NDF汇率维稳于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3618.05点，下跌0.39%，深证成指报收14710.33点，下跌1.06%，中小板指上涨0.04%，创业板指下跌4.00%。

分行业来看，30个中信一级行业中15个行业上涨，其中农林牧渔、食品饮料和建材分别上涨6.49%、3.94%和2.02%；15个行业下跌，其中电力设备及新能源、有色金属和综合金融分别下跌6.69%、5.13%和4.09%。

图 1：主要指数表现

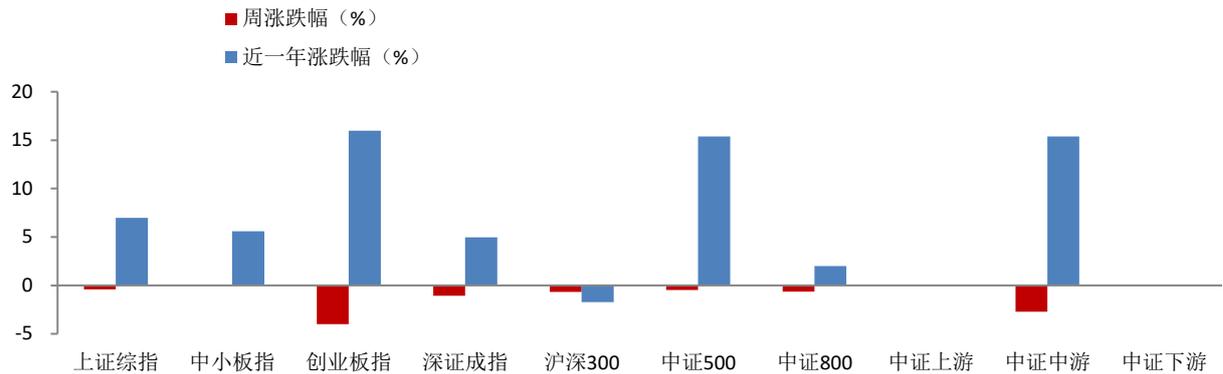
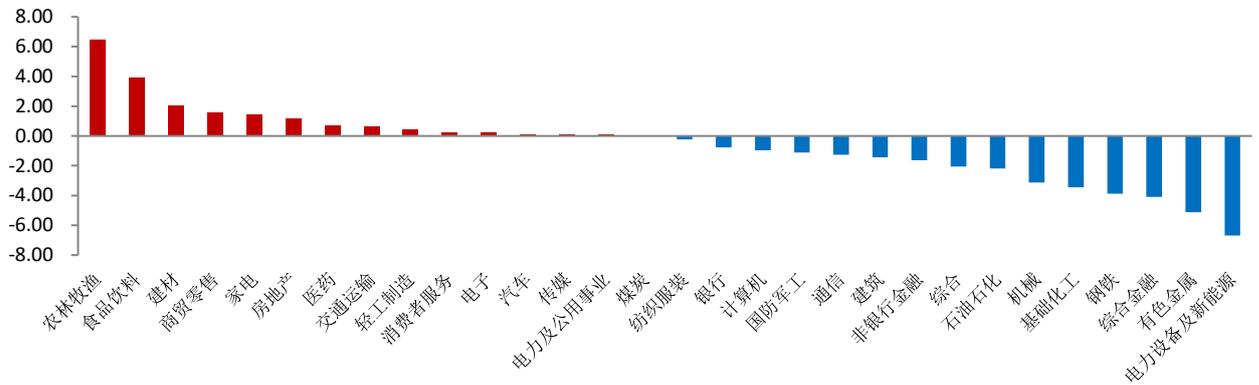


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年12月20日至2021年12月24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0.03%；三年期国债收益率2.56%，较前一周上涨0.09%；十年期国债收益率2.82%，较前一周上涨0.32%。一年期国开债收益率2.44%，较前一周上涨0.04%；三年期国开债收益率2.66%，较前一周略微持平；十年期国开债收益率3.09%，较前一周上涨0.09%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.82%，较前一周上涨0.01%；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2.92%，较前一周上涨0.01%；五年期AA+最新收益率3.58%，较前一周上涨0.06%；一年期AA最新收益率3.06%，较前一周略微持平；五年期AA最新收益率4.23%，较前一周上涨0.07%；一年期城投债最新收益率3.08%，较前一周下跌0.02%；五年期城投债最新收益率3.87%，较前一周下跌0.01%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

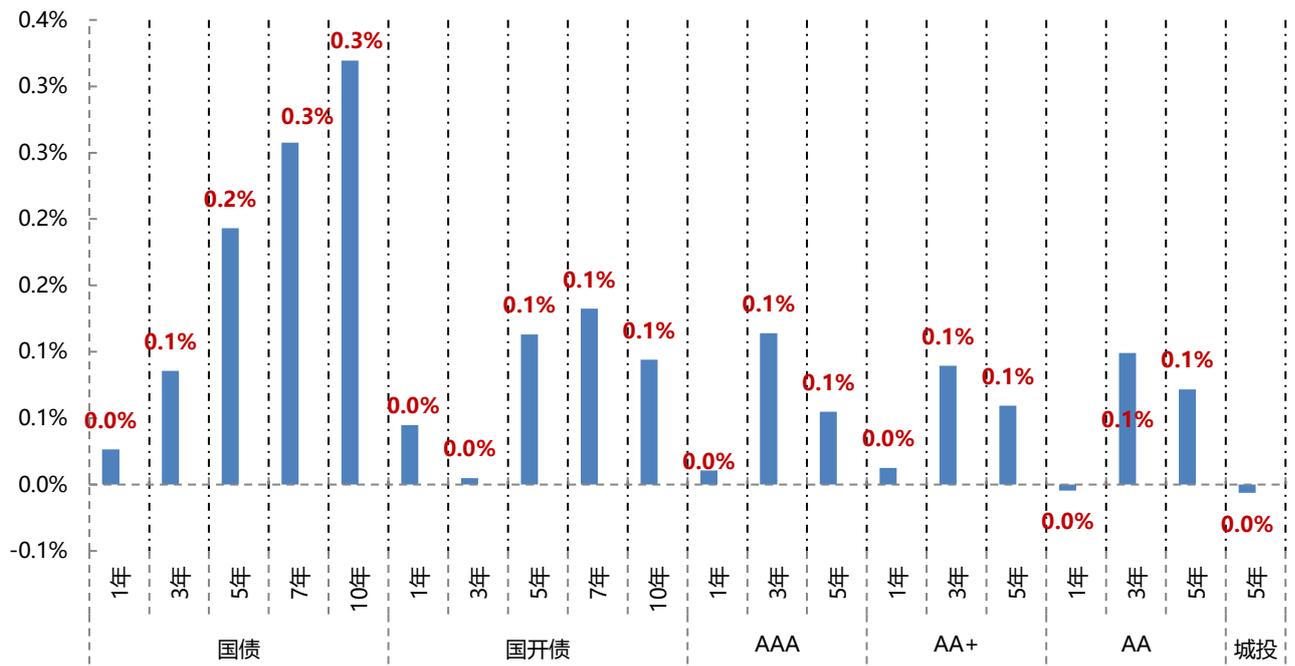
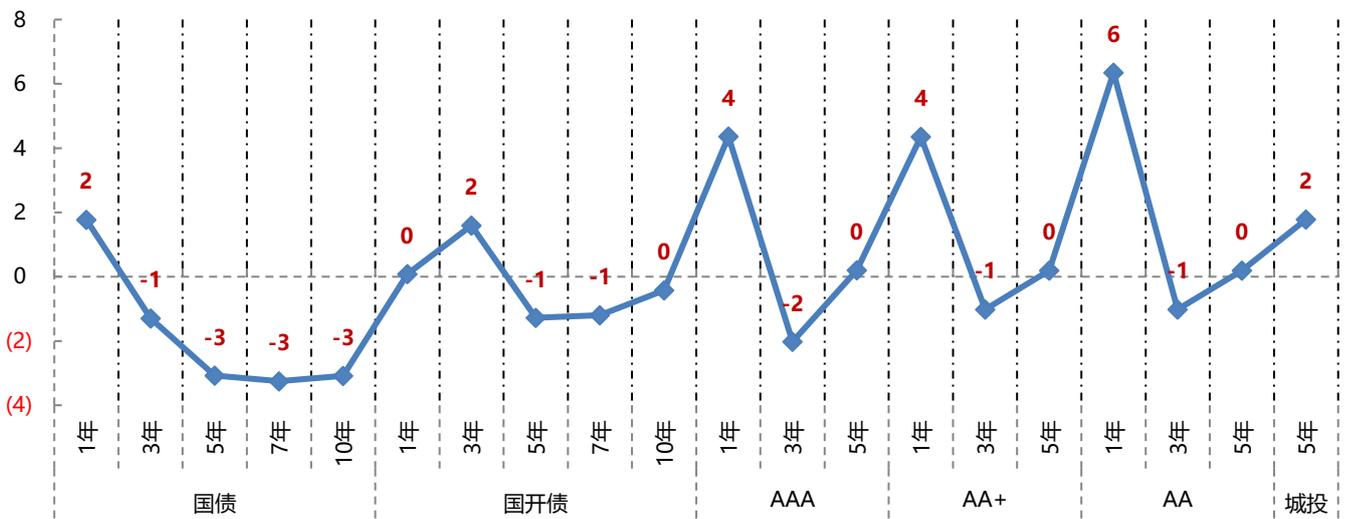


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年12月20日至2021年12月24日

## 二、市场展望

宏观经济方面：**经济增长方面**，上周全球新增新冠感染人数扩张斜率有所加剧，国内局部地区（西安）亦呈现点状爆发。但是亦有研究表明，新型病毒的住院风险偏低。对于疫情的走

势后续仍需保持重点关注。国内高频数据显示内需仍然较为疲弱（票据利率下降至 0 附近）。**政策层面**，一是中央宣布十三届全国人大五次会议将于 2022 年 3 月 5 日在京召开。二是审计署公布《财政部关于地方政府专项债券重发行轻管理方面问题的整改情况》，提出从 2022 年起将建立专项债券支出进度通报预警制度。此举将倒逼省级政府加大专项债的支出力度。三是央行宣布下调 1 年期 LPR 利率 5BP 而维持 5 年期 LPR 利率不变。我们倾向于认为此举为顺应前期降准带来的银行间流动性充裕的结果，更多反映了利率改革的市场化特征。但是政策利率维持平稳与 5 年期 LPR 的稳定则显示货币政策端依然存在一定定力，后续更进一步的政策利率调降可能需要看到经济的进一步走弱。四是国务院常务会议确定跨周期调节措施推动外贸稳定发展。四是四季度货币政策委员会例会延续经济工作会议表态，表示要加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合。指出要发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，更加主动有为…稳定宏观经济大盘…要发挥贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业综合融资成本。**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**，上周央行宣布下调 1 年期 LPR 利率，资金面小幅走宽。**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**，美国民主党参议员曼钦 19 日明确表示不签订“重建美好未来法案”，意味着这项法案大概率将被迫延至明年 1 月再审议。

**权益方面**：上周中观数据和金融数据显示内需仍延续疲弱，国股银票转贴现利率已经接近 0%。政策方面，央行召开四季度货币政策例会提出要用好总量和结构双重功能，维持货币政策先行，量、价进一步宽松仍可期待的判断不变。财政部提出 2022 年要建立支出通报预警制度，要避免专项债资金“趴账”。财政政策发力是实现经济企稳的必要条件，综合考虑资金、项目、动力、必要性四方面因素，我们认为虽然地方政府动力恢复情况仍待评估，但是其他三方面均指向财政政策有望在一季度有所发力。具体来看，政府投资弹性大于政府消费；政府投资中传统基建仍是主力，其中电力热力、交通运输业投资将是主要拉动；新基建总量有限但绝对增速较快。**投资方向上**，建议关注可以兼顾“稳增长、调结构、保民生”的方向，寻找新基建赋能传统基建的领域。对应细分行业包括传统基建中的建材、交运等行业，新基建中的新能源发电、智能电网、工业互联网、特高压、数据中心、信息安全等领域。

上周货币市场资金面仍维持充裕，北上资金受沪港通新规以及节日影响转为净流出。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 估值处于中值略高位置。技术面显示隐含的交易风险不大。

**风险跟踪方面**，1) Omicron 病株继续扩散，全球确诊病例明显上行，重症率仍可控；欧美加强针接种加快，多个特效药获批。2) 上周高频数据显示地产销售、土地成交仍维持低迷。12月5年期 LPR 报价未跟随下调，显示当前对地产需求端的刺激仍偏谨慎。当前政策更多是各部位在权限范围内进行的防风险操作。

**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）