

2021.12.27-2021.12.31

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：12月PMI数据显示经济企稳根基尚不牢固，关注一季度稳增长政策发力幅度及落地效果。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6000亿，货币市场资金利率有所上行。
- 权益市场：12月中采制造业PMI和服务业PMI延续回升，显示经济环比最差的时候已经过去。分项数据显示经济仍延续供给限制减弱、上游价格高位回落背景下，生产恢复、库存回补的状态。考虑到地产下行压力和防疫政策严格执行，我们认为短期经济恢复仍存隐忧。关注一季度稳增长政策发力幅度及落地效果。12月工业企业利润增速延续回落，上下游利润分配进一步均衡。
- 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。进一步考虑到目前债券估值偏贵，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：12月PMI数据显示经济企稳根基尚不牢固，关注一季度稳增长政策发力幅度及落地效果

根据国家统计局公布数据，1-11月全国规模以上工业企业实现利润总额79750.1亿元，同比增长38%。较2019年1-11月份增长41.3%，两年累计复合年化增速18.9%。11月当月规模以上工业企业实现利润总额8059.6亿元，同比增长9.0%。

根据国家统计局，12月份中国制造业采购经理指数为50.3%，较上月上升0.2个百分点。非制造业商务活动指数为52.7%，较上月上升0.4个百分点。12月份，综合PMI产出指数为52.2%，

与上月持平。

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0.8%。结构上，农产品、能化、工业品、贵金属价格指数均上行，环比增速分别为1.5%、1.3%、0.4%，工业品价格指数持平上周，金属价格指数环比下行1.35%。上周水泥价格指数环比增速由-1.8%升至-1.7%，弱于季节性。本螺纹钢价格环比增速由0.4%降至-2.1%，复合季节性。螺纹钢库存环比增速由-5.3%降至-0.8%，库存延续去化。12月23日-12月29日，螺纹钢周消费量267.73万吨，环比减少10.3%。

地产方面，上周地产销售面积四周移动平均同比增速由-23.6%降至-24.4%，环比增速由9%降至5%。上周土地成交面积同比跌幅继续扩大，土地溢价率有所上升。

上周全国唐山高炉开工率维稳于39.7%的低位，焦化厂开工率由66.5%升至67%。

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-0.8%升至-0.7%，表现弱于季节性；猪肉价格环比增速由-2.1%升至-1.3%，表现弱于季节性；蔬菜价格环比增速由-3.1%升至-2.8%，表现弱于季节性。

3、流动性：上周央行资金净投放6000亿，货币市场资金利率有所上行

上周7天逆回购到期500亿元，央行实施7天逆回购6500亿元，上周资金净投放6000亿。上周7天回购定盘利率FR007周均值由2.05%升至2.72%，R007周均值由2.2%升至3.6%，DR007由1.98%升至2.37%。

上周资金面边际收紧，周度来看，Dr007与Gc001呈现回升的态势，但是同业存单收益率有所回落（其中Dr007由1.98%回升至2.37%，Gc001降至2.36%回升至4.32%，同业存单收益率由2.8%回落至2.7%）。除此之外，上周票据转贴利率上行较为显著，截至12.31日，国股银票转贴利率（3月期）已经回升至2.49%（超过去年年底的2.37%）。

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6.38降至6.37，NDF汇率由6.55降至6.53。

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3639.78点，上涨0.60%，深证成指报收14857.35点，上涨1.00%，中小板指上涨1.78%，创业板指上涨0.78%。

分行业来看，30个中信一级行业中25个行业上涨，其中国防军工、轻工制造和基础化工分别上涨4.55%、4.20%和3.71%；5个行业下跌，其中食品饮料、煤炭和汽车分别下跌4.77%、4.16%和1.52%。

图 1：主要指数表现

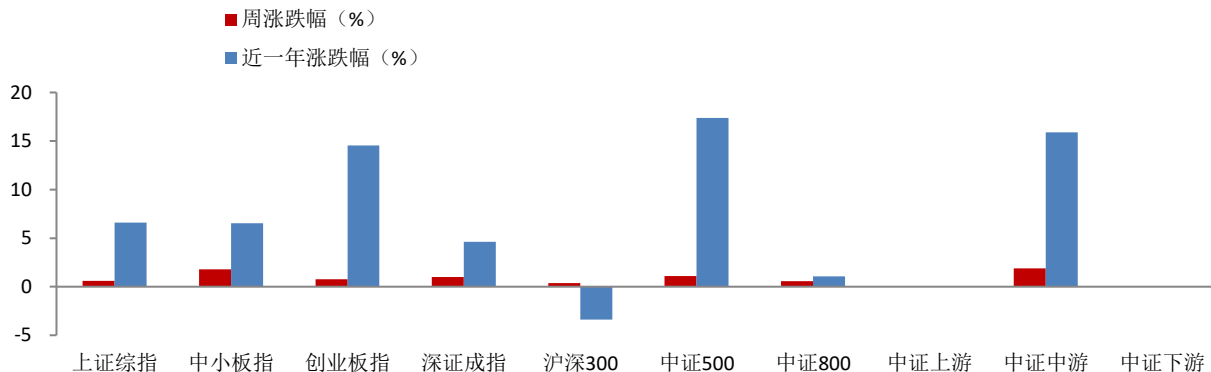
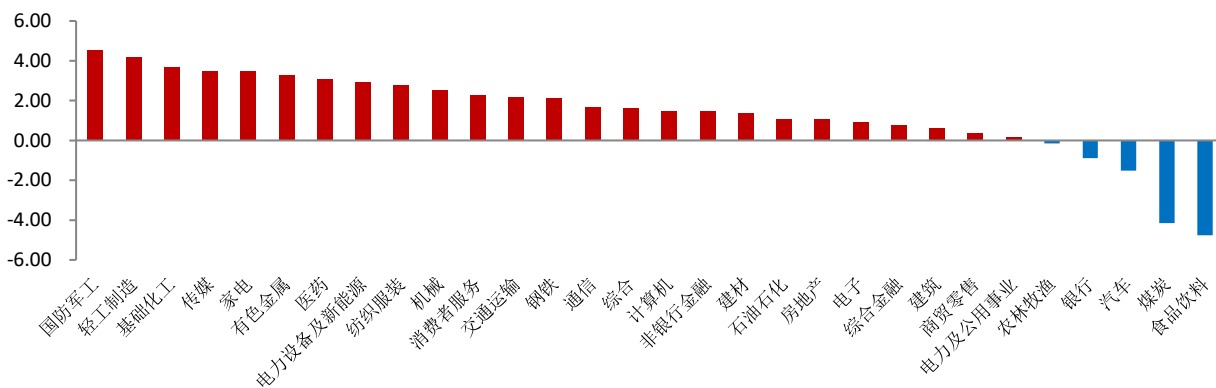


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年12月27日至2021年12月31日

(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.24%，较前一周上涨0.14%；三年期国债收益率2.46%，较前一周上涨0.34%；十年期国债收益率2.78%，较前一周上涨0.44%。一年期国开债收益率2.32%，较前一周上涨0.16%；三年期国开债收益率2.57%，较前一周上涨0.29%；十年期国开债收益率3.08%，较前一周上涨0.12%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.75%，较前一周上涨0.12%；五年期AAA最新收益率3.27%，较前一周上涨0.46%；一年期AA+最新收益率2.87%，较前一周上涨0.11%；五年期AA+最新收益率3.53%，较前一周上涨0.28%；一年期AA最新收益率3.00%，较前一周上涨0.12%；五年

期AA最新收益率4.15%，较前一周上涨0.42%；一年期城投债最新收益率3.00%，较前一周上涨0.13%；五年期城投债最新收益率3.86%，较前一周上涨0.11%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

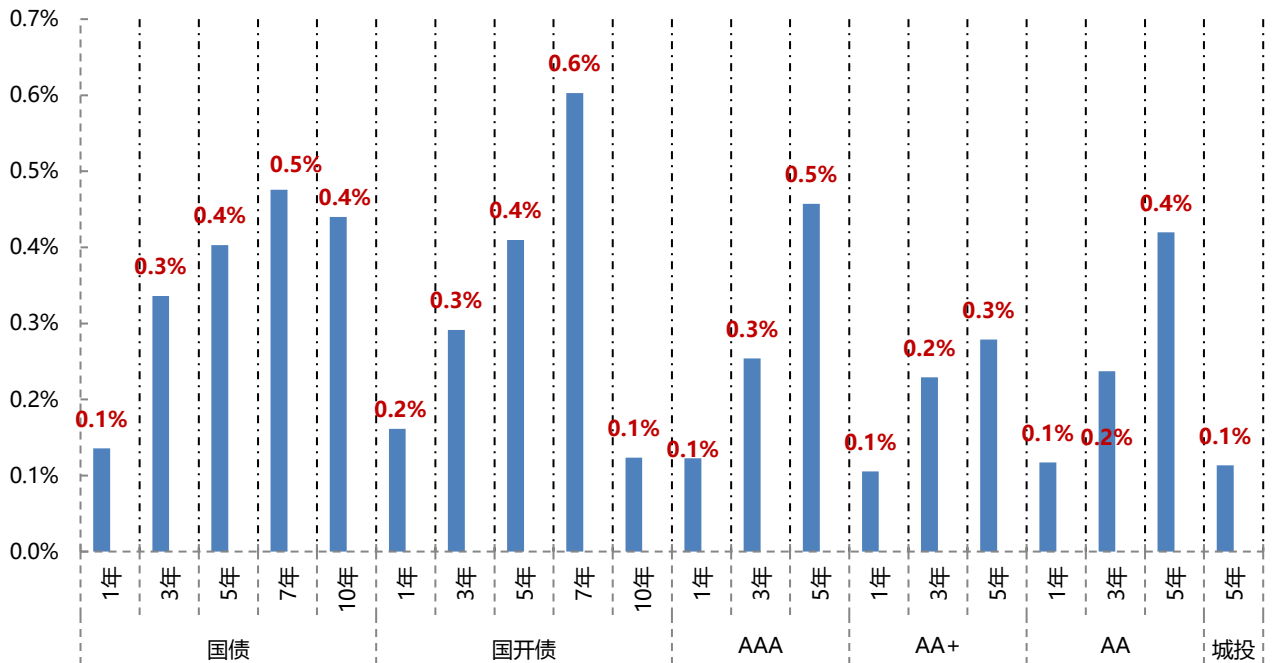
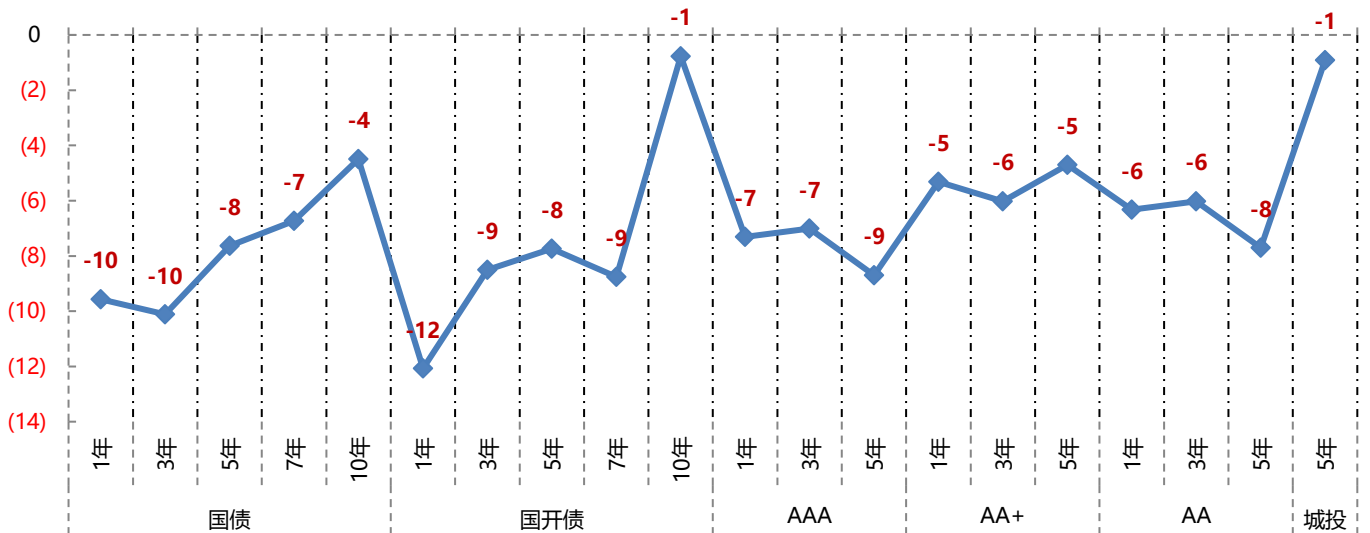


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 12 月 27 日至 2021 年 12 月 31 日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，12月制造业景气指数较上月延续修复，但是三个月移动平均指数仍处于荣枯线下方。分项来看，当月内需订单（以新订单-新出口订单指数表征）与库存相关指标是制造业景气的主要拉动，与此同时价格相关指标均有所回落并且购进价格指数下行幅度更为显著。我们认为这一方面体现为原材料价格走弱之后企业补库意愿的提升，另一方面前期政策的纠偏（保供、限电以及地产政策边际纠偏）则使得企业运转有所恢复。合并四季度来看，在服务业修复的背景下，四季度综合 PMI 产出指数较三季度有所改善，我们预计经济环比最弱的时期已经过去。但是 12 月数据显示小型企业景气偏弱，另一方面，建筑业景气亦未出现明显好转。前者表示当前经济分化格局较为明显，经济企稳根基尚不牢固，而后者显示基建有待财政端进一步落地。往后看，随着供给约束逐步打开，需求将成为主导经济的主要变量，关注一季度政策落地效果。**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**，跨年影响下上周资金面有所收紧。**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**，一是欧盟经济专员真蒂洛尼表示，欧盟正考虑修改《稳定与增长公约》，不再设定统一的债务上限，允许各成员国根据各自国情自行设定合理的举债规模。二是欧洲央行管委 Holzmann 表示，央行明年应开始退出负利率和非常规货币政策。

权益方面：12 月中采制造业 PMI 和服务业 PMI 延续回升，显示经济环比最差的时候已经过去。分项数据显示经济仍延续供给限制减弱、上游价格高位回落背景下，生产恢复、库存回补的状态。考虑到地产下行压力和防疫政策严格执行，我们认为短期经济恢复仍存隐忧。关注一季度稳增长政策发力幅度及落地效果。12 月工业企业利润增速延续回落，上下游利润分配进一步均衡。**政策方面**，一是国务院决定延续实施部分个人所得税优惠政策。二是央行自 1 月 1 日起实施普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达工具接续转换。央行工作会议强调增强信贷总量增长的稳定性，加大对实体经济的支持力度。三是文旅部和国内联防联控机制强调要从讲政治的高度做好疫情防控工作、坚持动态清零总方针。

受跨年时点影响上周货币市场利率上行。综合考虑上行幅度、3 个月期利率和债市表现我们认为整体流动性仍维持充裕。上周北上资金重新转为净流入，两融余额小幅上行。已公告 1 月新发基金数超出去年同期数量，粗略估计募集资金规模将超过 3000 亿元。

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。

风险跟踪方面，1)Omicron 病株继续扩散，重症率仍可控；美国和欧洲部分国家放松管制。
2) 上周高频数据显示地产销售、土地成交仍维持低迷。

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，另一方面政策也出现了进一步放松，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。进一步考虑到目前债券估值偏贵，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，并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。本材料所载观点不代表任何投资建议或承诺，不应被接收者作为对其独立判断的替代或投资决策依据，工银瑞信基金管理有限公司（“工银瑞信”）或公司相关机构、雇员或代理人不对任何人使用本材料全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。投资有风险，基金投资需谨慎。投资者投资工银瑞信管理的产品时，应认真阅读相关法律文件，在全面了解产品情况及听取销售机构适当性意见的基础上，选择适合自身风险承受能力的投资品种进行投资。

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，工银瑞信不对这些信息的真实性、准确性和完整性提供任何直接或间接的声明或保证。对于本材料中任何收益率（如有）的引用及既往业绩的表述，均不代表本公司对相关产品收益的预测及承诺。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对本材料或其任何部分进行派发、复制、转载或者发布，亦不得对本材料进行任何有悖原意的删节或修改。

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）

公司网址：www.icbccs.com.cn