

2022.09.05-2022.09.09

每周市场回顾与展望

【主要结论】

- 宏观经济：国内宏观经济仍处在“经济缓慢修复但绝对水平仍显疲弱，政策继续加码稳增长”的状态。8月出口增速明显下行，预计未来出口回落的方向较为确定，CPI和PPI在需求走弱的环境下均下行，二者均指向稳增长的迫切性进一步加强。政策层面，国常会和国务院专题会议指出要继续出台稳经济阶段性政策。8月金融数据在稳增长政策发力下有所修复，预计短期社融增速有望由此前的下行转为震荡，但是内生融资需求的回复仍需等待。
- 权益市场：流动性紧缩环境下对增长前景担忧加大海外市场波动。上周美元指数破110后小幅回落，10年期美债收益率继续走高、大宗商品和海外权益普涨。上周A股反弹，其中稳增长和疫情受损板块表现较好。疫情、国内政策走向、中美关系仍是影响A股的重要因素。
- 固定收益市场：经济再度面临下行压力，结构上地产仍然是核心矛盾。超预期的降息不能排除资金面逐步缓慢收敛，但至少意味着货币政策的态度比预期温和。短期内制约收益率下行因素的主要是市场交易结构。就短端而言，对资金面的预期乐观、杠杆较高，套息利差保护性中性偏低；就长端而言，期限利差仍有一定的压缩空间。基本面和货币政策仍偏友好，但市场情绪已经较为乐观、交易上局部拥挤，不建议进一步追涨，保持中性久期较为适合。
- 正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长：8月社融、外贸以及通胀数据显示出8月经济受政策驱动的特征比较明显，进口、核心CPI以及融资数据反映经济内生动能仍然偏弱。此外，8月出口同比增速大幅回落，外需走弱的负面影响逐步在中国出口上有所显现，出口走势的变动仍需要持续跟踪。内需方面，国内疫情的变动仍是比较关键的变量。临近假期，疫情管控力度再度有所上升，其对内需

的恢复形成一定拖累。根据文旅部，**中秋节旅游情况相比端午节边际回落。**

上周全国整车货运流量维持在去年水平的80%左右。南华综合指数环比为-0.4%。结构上，工业品、农业品、金属、能化、贵金属价格指数环比增速分别为+0.7%、-1.7%、0.7%、0.8%、0.8%。

生产方面，上周高炉开工率、焦化厂开工率上行。全国247家钢铁企业高炉开工率由80.8%升至82%。焦化厂开工率由83.1%升至85.1%。

地产方面，上周地产销售情况较为疲弱，43城一手商品房成交面积同比增速由-15.7%降至-28%，二手房成交面积同比增速由-20%升至-0.5%。

上一周土地成交面积同比上行，土地溢价率下降。

上周螺纹钢消费量、水泥出货率均上升。螺纹钢周消费量由297万吨升至321.2万吨，环比上升7.8%，同比由-12%升至-5%。螺纹钢社会库存环比下降2.1%。上周全国水泥出货率由62.5%升至65.3%。

上周螺纹钢价格均值下降，水泥价格均值持平前周。螺纹钢价格由4147元/吨降至4119元/吨，环比增速为-0.7%。上周水泥价格指数持平前周。

上周农业部公布的农产品批发价格200指数环比+2.7%，超出季节性。

注：以上数据来源于WIND资讯

2、通货膨胀：8月CPI同比增速由升转降，下行0.2个百分点至2.5%，主要原因是内需持续疲弱叠加国际油价下跌，对猪价上行形成了对冲。8月PPI同比增速回落1.9个百分点至2.3%，下行幅度超出预期，主要原因是国内国外生产均呈现下行态势。

3、流动性：8月社融相比7月有所改善。8月以来，随着政策利率的调降、信贷形势分析会的召开以及政策性金融工具的投放，市场对社融的改善已经存在一定预期。其中实体贷款修复至近五年同期均值附近水位。委托贷款与表外票据表现强劲，是拉动当月社融超预期上行的主要因素。

上周逆回购到期100亿元，央行实施逆回购100亿元。

上周回购定盘利率FR007周均值由1.65%降至1.51%，DR007由1.57%降至1.42%，R007由1.68%降至1.56%。

上周人民币汇率中间价均值由6.88升至6.91，离岸汇率周均值由6.92升至6.95（期间一度突破6.99）。

注：以上数据来源于WIND资讯

4、国际经济与政策方面：

海外经济与政策：1) 根据 CNBC，拜登表示，若习近平出席 G20 峰会，他将与其会面。2) 特拉斯接受英国女王任命，正式成为英国新任首相。英国女王伊丽莎白二世去世，其长子查尔斯自动成为英国的君主。3) 美欧央行官员发言偏鹰，仍表示将通胀作为第一要务。4) 疫情方面，上周国内新增确诊病例和确诊病例的省份数有所下行；全球方面，整体确诊病例下降，亚洲疫情好转。

(二) 权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3262.05点，较前周上涨2.37%，深证成指报收11877.79点，较前周上涨1.50%，中小板指较前周上涨1.33%，创业板指较前周上涨0.60%。

分行业来看，上周30个中信一级行业中25个行业上涨，其中房地产、煤炭和有色金属较前周分别上涨7.15%、6.66%和6.49%；5个行业下跌，其中传媒、农林牧渔和食品饮料较前周分别下跌3.81%、3.42%和1.46%。

图 1：主要指数表现

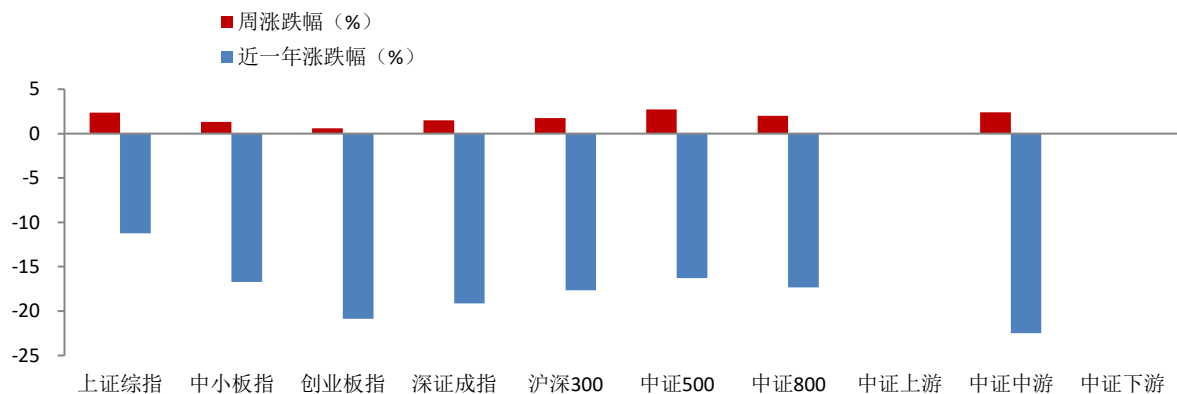
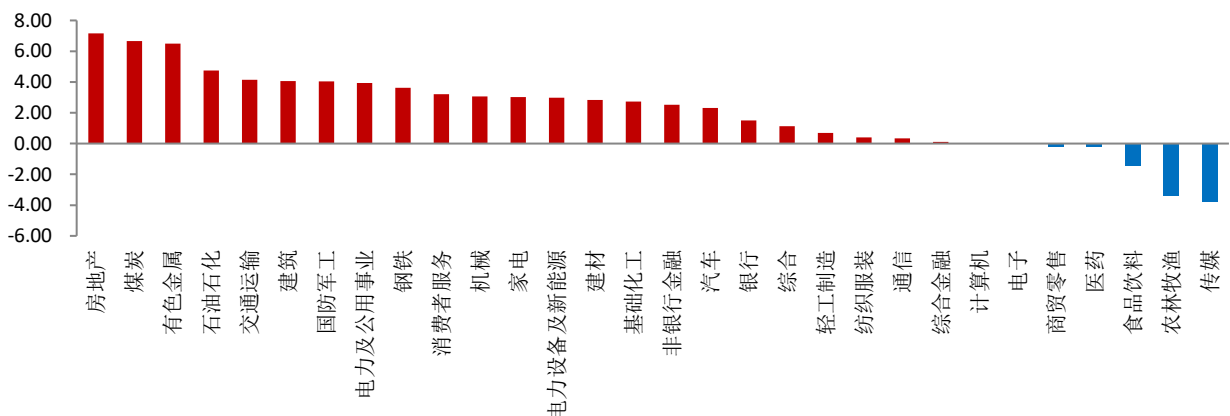


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年09月05日至2022年09月09日

上周银行间市场流动性维持宽松、北上资金净流出。货币市场利率回落；人民币汇率贬值。北上资金净流出，公募基金募资维持低位，存量申赎率维持正常水平，私募仓位下降，融资余额不变、成交占比回升。

主要宽基指数估值处于中等偏下水平，沪深300的ERP处在历史92.7%分位，沪深300价值指数的ERP在历史95.4%分位。

行业景气度方面，最近一个月农林牧渔、石油石化、煤炭、电力设备及新能源和电力及公用事业行业2022年业绩预期上调，钢铁、消费者服务、建材、交通运输和轻工制造业业绩下调。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率1.76%，较前一周下跌0.01%；三年期国债收益率2.18%，较前一周上涨0.06%；十年期国债收益率2.64%，较前一周下跌0.06%。一年期国开债收益率1.83%，较前一周上涨0.03%；三年期国开债收益率2.30%，较前一周上涨0.08%；十年期国开债收益率2.80%，较前一周上涨0.00%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.07%，较前一周上涨0.06%；五年期AAA最新收益率2.94%，较前一周上涨0.20%；一年期AA+最新收益率2.20%，较前一周上涨0.06%；五年期AA+最新收益率3.15%，较前一周上涨0.11%；一年期AA最新收益率2.28%，较前一周上涨0.06%；五年期AA最新收益率3.63%，较前一周上涨0.21%；一年期城投债最新收益率2.23%，较前一周上涨0.08%；五年期城投债最新收益率3.35%，较前一周上涨0.22%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

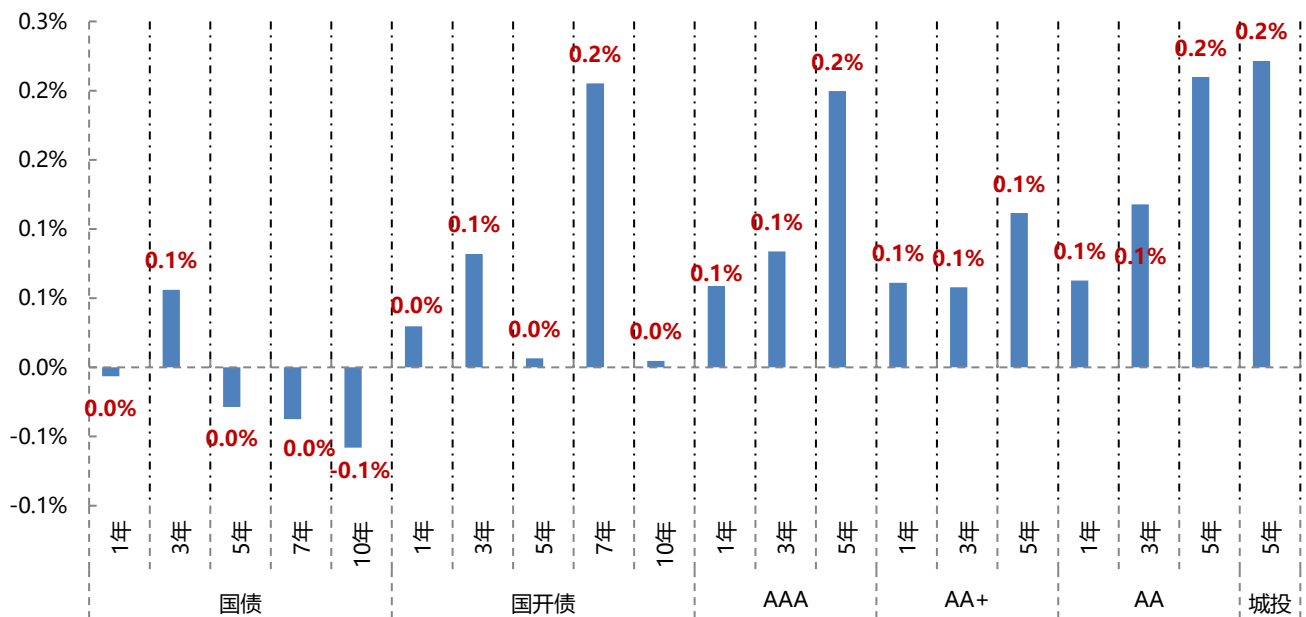
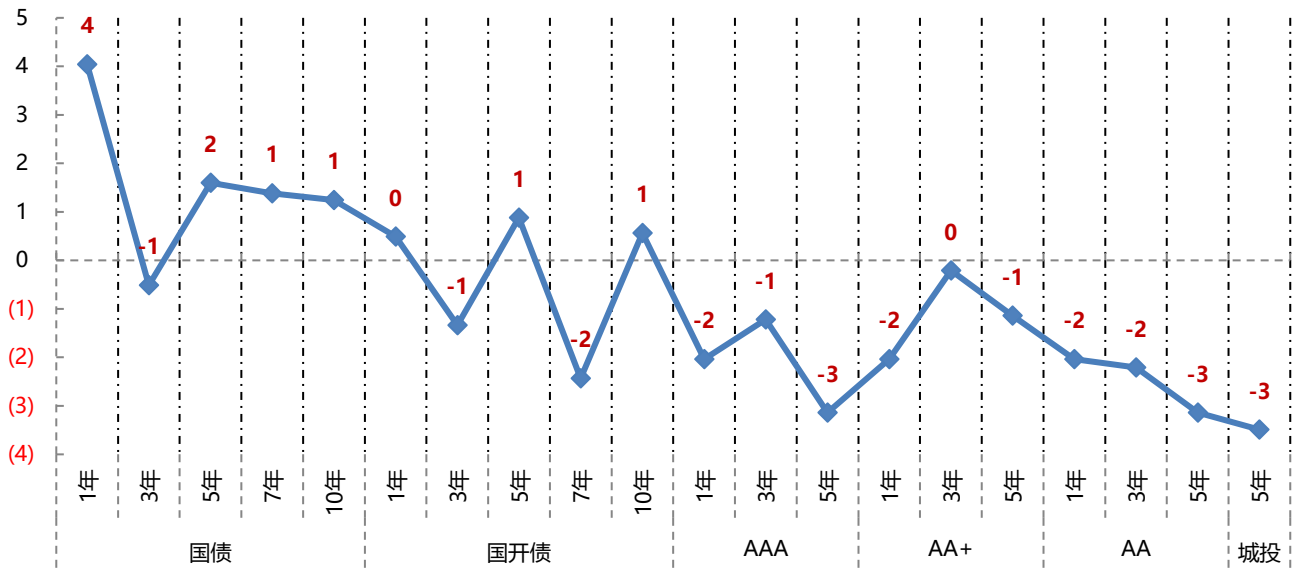


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2022 年 09 月 05 日至 2022 年 09 月 09 日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，往后看，在财政政策的接续之下，短期内社融增速有望由此前的下行转为维持震荡，但是在地产部门受限之下，私人部门信心的重塑仍需等待；历史来看，私人部门自主加杠杆的意愿与A股估值具备一定相关性。我们拟合的私人部门自主融资意愿指数仍处在下行态势之中，其走势的企稳仍然需要等待。**政策层面**，一是国家主席习近平主持召开中央深改委第二十七次会议强调要健全关键核心技术攻关新型举国体制；二是发改委表示下半年是回补二季度疫情损失的关键期，也是政策发挥作用的黄金期，必须抢抓时间窗口，果断出台接续政策；三是国常会表示依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额并在10月前发行完毕。

通货膨胀方面，往后看，基数效应之下CPI同比增速上行压力最大的时期仍在9月。而PPI增速在高基数之下PPI延续下行态势的判断不变，不过随着9-10月传统经济旺季来临及基建地产施工的边际好转，PPI同比下行斜率可能放缓。

权益方面：上周全球股市和大宗商品多数上涨，美元指数冲高回落，美债收益率继续上行，美股三大股指普涨。A股主要指数普涨，中证500涨幅最大，稳增长和疫情受损板块表现较好，上证50相对估值处在历史较低水平。成交拥挤度与前周持平。上周成交活跃度依然不高，风险容忍度仍在临界值以上，市场情绪升温。

固定收益方面：经历了5-6月短暂的疫后修复之后，经济再度面临下行压力，结构上地产仍然是核心矛盾。根据我们对地产投资的判断，再加上疫情反复、外需回落，除非有强有力的财政刺激，基本面的压力难以得到有效缓解。

税期资金利率边际抬升，幅度不大。从银行净融出来看，资金面充裕的环境没有实质性变化。超预期的降息不能排除资金面逐步缓慢收敛，但至少意味着货币政策的态度比预期温和。

短期内制约收益率下行因素的主要是市场交易结构。就短端而言，对资金面的预期乐观、杠杆较高，套息利差保护性中性偏低；就长端而言，期限利差仍有一定的压缩空间，但近期30年国债换手率成交活跃度快速上升，市场久期处于2021年初以来的较高水平，也提示了市场情绪的乐观程度较高；

基本面和货币政策仍偏友好，但市场情绪已经较为乐观、交易上局部拥挤，不建议进一步追涨，保持中性久期较为适合。

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）