

2022.09.26-2022.09.30

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。9月PMI数据显示经济环比改善但幅度非常有限，国庆期间旅游消费数据疲弱，地产成交面积数据仍然偏弱、不过部分重点城市部分楼盘市场活跃度有所提升，建安链条景气度好转。政策方面，近期对房地产和制造业设备改造方面加大支持力度。对于房地产政策，我们认为政策持续边际加力的方向不变，关键在于观察政策落地效果。当前市场预计三季度GDP增速在3.6%左右，9月社融增速在10.3%-10.5%。中美关系方面，美国扩大出口管制名单，新增30家中国企业。
- 权益市场：流动性紧缩加大海外市场波动。国庆期间公布的数据显示主要经济体经济动能趋缓但通胀压力仍然较大，主要央行货币政策持续收紧和美元指数高位使得市场担忧美元流动性收紧对资产价格的冲击。我们认为考虑到当前主要央行的合作和应对经验，流动性收紧短期尚难至全球危机模式，但仍需警惕美元流动性和信用创造的双重收紧对新兴市场资产价格的冲击。A股受内生需求疲弱、稳增长政策力度有限、地缘政治局势紧张等因素影响，情绪仍然偏弱，国庆前一周多数宽基指数下跌、消费板块表现相对较好。疫情、国内政策走向、中美关系仍是影响A股走势的重要因素。
- 固定收益市场：近期全国层面密集出台的一系列房地产调控政策实际力度相对有限，销售趋势性恢复依然存在难度。债券的赔率有所上升，意味着市场对于资金面收紧的预期已经比较充分。综上，尽管我们认为短期债券的胜率优势并不明显，但基本面趋势反转风险依然相对可控。在这一大前提下，赔率角度看债券具备了一定的保护性和性价比，因而无需过度担心市场调整，久期建议保持前期水平不变。

➤ 正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长：9月制造业景气指数小幅回升至荣枯线上方，体现制造业在7-8月疫情散发之后处在缓慢修复的态势之中。并且在这之中建筑业景气指数在政策端发力之下高位上行，与近期我们跟踪到的中观产业链的表现情况相吻合，实物工作量的形成将对经济形成一定拉动。但是当月服务业景气指数下行幅度较大，前期疫情散发以及9月以来疫情管控力度的上升对服务业的影响有所显现。此外，需要注意的是，当月出口订单指数有所下行，并且与出口较为相关的财新PMI指数亦出现了低位走弱的情况，后续仍需对出口的走弱保持警惕。

国庆期间整车货运客量、地铁客运量同比均下降。全国整车货运流量维持由去年水平的70%左右升至85%左右（受到中秋错位影响）。

国庆前一周南华综合指数环比为+0.3%。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-0.8%、-1.8%、-0.5%、-1.1%、-0.8%。

生产方面，国庆前一周高炉开工率维持平稳、焦化厂开工率下降。全国247家钢铁企业高炉开工率由维稳于82.8%。焦化厂开工率由84.3%降至83%。

地产方面，国庆期间，一手商品房成交面积同比增速为-36%左右（9月同口径数据为-2%）。9月末，央行、银保监会阶段性调整差别化住房信贷政策，多城下调房贷利率，财政部发布换房可享个税退税优惠政策，叠加国庆期间企业加大营销力度，重点城市市场活跃度有所提升，市场整体表现符合预期。根据中指院调研，今年国庆期间，到访量较平日增加，特别是大城市销售略有恢复，但不同城市、不同项目分化明显。但部分城市疫情管控、网签数据存在滞后性等因素影响，代表城市市场成交面积同比降幅仍较大。国庆期间，二手房日均成交面积同比增速为23.3%（9月同口径数据18%）。

国庆前一周与国庆当周螺纹钢表观消费量同比均上升。国庆前一周，螺纹钢周消费量由319.8万吨升至361.8万吨，同比由-1.5%升至3.2%。国庆当周消费量降至258.9万吨，同比去年国庆增加4.4%。国庆前一周螺纹钢价格由4108元/吨升至4152.4元/吨，环比增速为1.1%。

国庆前一周，水泥出货水平、库存水平、价格均上行。国庆前一周，全国水泥出货率由69.3%升至72.2%，全国水泥库容比由68.8%升至69.1%。国庆前一周水泥价格指数较上周环比上升2.6%。

国庆前一周农业部公布的农产品批发价格200指数环比-1.2%，弱于季节性。国庆当周，农产品批发价格200指数环比+0.1%，持平季节性。

注：以上数据来源于WIND资讯

2、通货膨胀：初步预计9月CPI同比增速2.8%，PPI同比增速0.8%左右。

3、流动性：国庆前一周受季末季节性影响银行间市场资金利率上行，央行跨季资金净投放8680亿元。卖方预测9月社融增速为10.3-10.5%左右。

国庆前一周逆回购到期100亿元，央行实施逆回购8780亿元，资金净投放8680亿元。

国庆前一周回购定盘利率FR007周均值由1.68%升至1.81%，DR007由1.63%升至1.88%，R007由1.72%升至2%。

国庆前一周，人民币汇率中间价均值由6.96升至7.08，离岸汇率周均值由7.07升至7.15。国庆当周，离岸汇率周均值由7.15回落至7.09。

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) 美欧宣布对俄的新一轮制裁，俄乌局势紧张程度进一步升级；2) 英国央行宣布启动临时债券购买计划；美欧英加等发达国家央行维持鹰派表态；3) 劳动力供给回落之下美国9月失业率出现下行，市场对联储加息的担忧边际提升；4) 美国扩大对中国的出口管制名单；5) 瑞士信贷CDS和股价发生波动；6) 疫情方面，国庆期间全国疫情再度散发，近两周新增确诊病例显著增加，扩散程度亦明显提升。海外确诊病例延续下降，欧洲确诊病例略有抬头。

(二) 权益方面

截至国庆前一周收盘，上证综指报收3024.39点，下跌2.07%，深证成指报收10778.61点，下跌2.07%，中小板指下跌2.51%，创业板指下跌0.65%。

分行业来看，国庆前一周30个中信一级行业中3个行业上涨，其中医药、消费者服务和食品饮料分别上涨4.69%、3.30%和3.12%；27个行业下跌，其中国防军工、有色金属和石油石化分别下跌7.82%、7.24%和5.85%。

图 1：主要指数表现

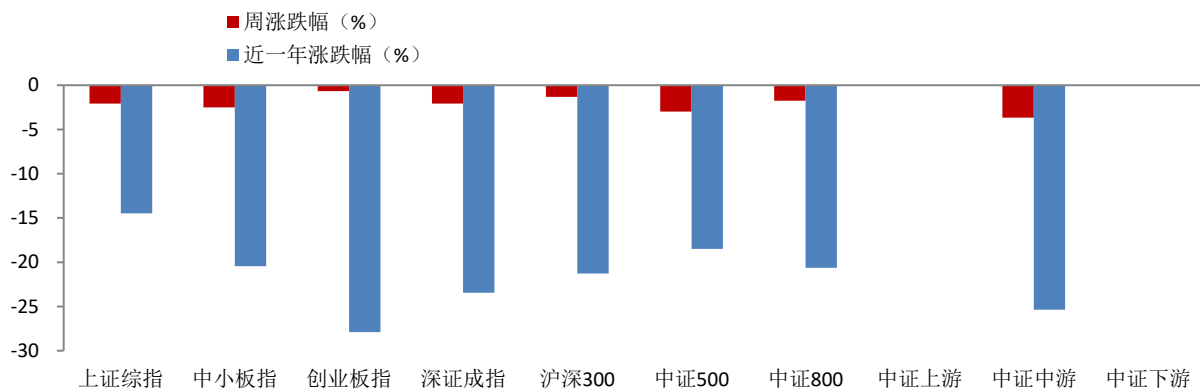
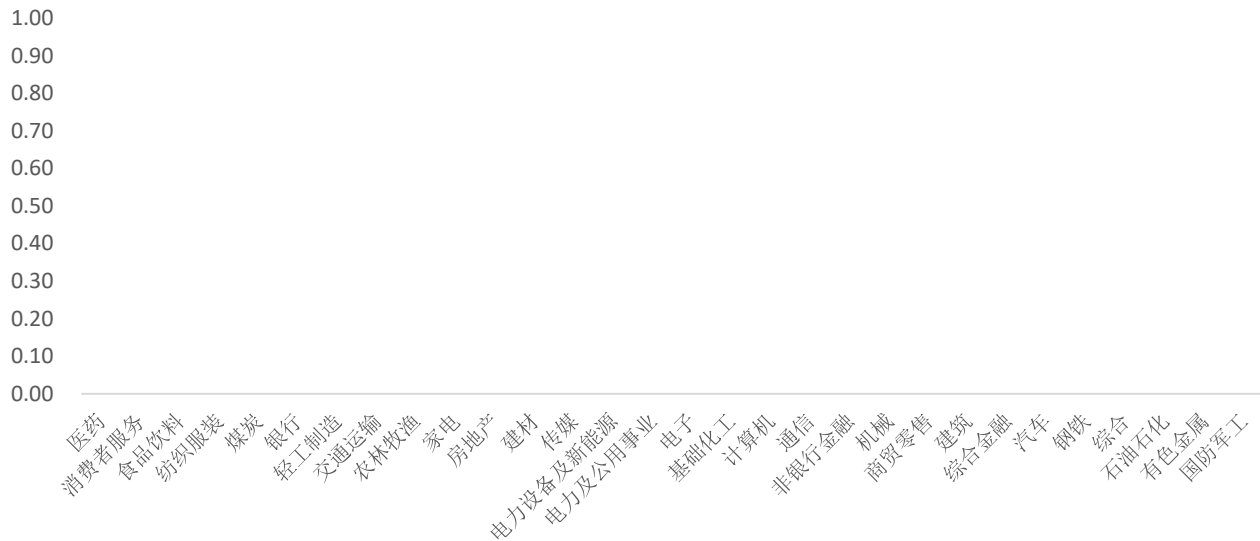


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年2022年09月26日至2022年09月30日

货币市场利率延续上行、北上资金单周净流入。货币市场利率延续上行；北上资金单周净流入、但海外 China fund 连续 10 周净赎回；公募基金募资维持低位，存量申赎率维持正常水平，私募仓位不变，融资余额及成交占比下降。

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 96.1%分位，沪深 300 价值指数的 ERP 在历史 99.4%分位。大部分一级行业 PB/PE 分位数已经降至 50%以下。

行业景气度方面，最近一个月农林牧渔、汽车、消费者服务、传媒和基础化工行业的 2022 年业绩预期上调，钢铁、交通运输、军工、机械和电子行业业绩下调。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率1.85%，较前一周上涨0.01%；三年期国债收益率2.33%，较前一周下跌0.20%；十年期国债收益率2.76%，较前一周下跌0.64%。一年期国开债收益率1.89%，较前一周上涨0.00%；三年期国开债收益率2.39%，较前一周下跌0.19%；十年期国开债收益率2.93%，较前一周下跌0.91%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.16%，较前一周下跌0.02%；五年期AAA最新收益率2.98%，较前一周下跌0.28%；一年期AA+最新收益率2.28%，较前一周下跌0.03%；五年期AA+最新收益率3.24%，较前一周下跌0.31%；一年期AA最新收益率2.35%，较前一周下跌0.02%；五年期AA最新收益率3.70%，较前一周下跌0.25%；一年期城投债最新收益率2.36%，较前一周下跌0.06%；五年期城投债最新收益率3.45%，较前一周下跌0.30%。

图 3: 各类债券持有期收益率涨跌幅

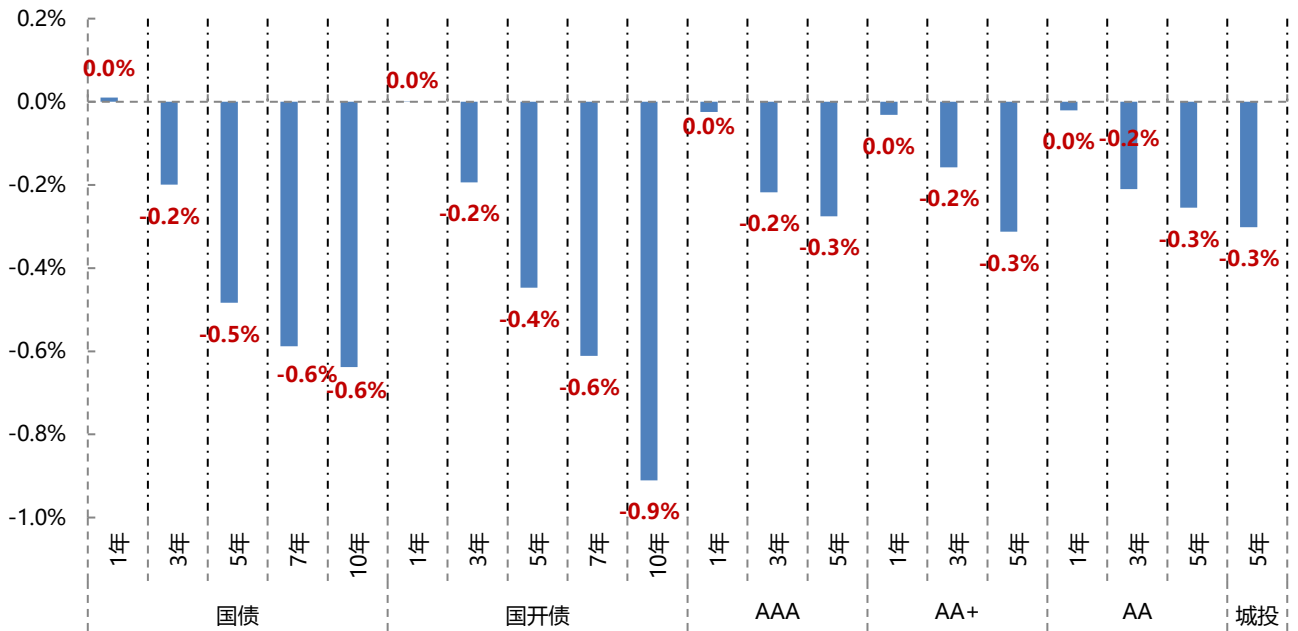
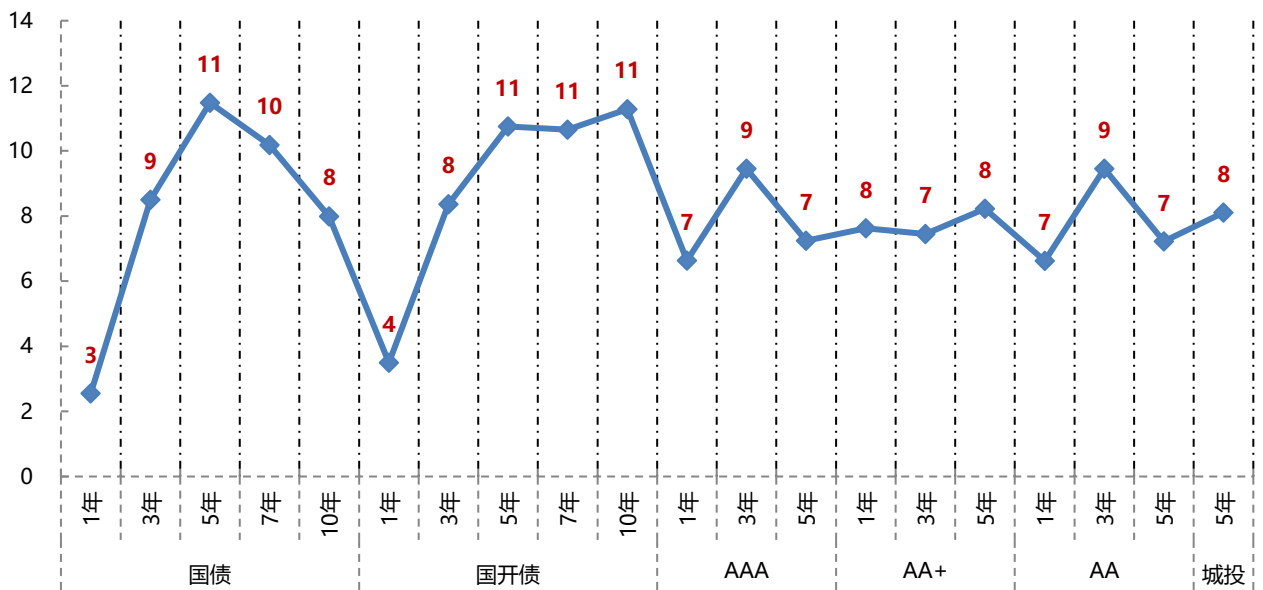


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2022 年 09 月 26 日至 2022 年 09 月 30 日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，在服务业的走弱之下，9月综合PMI情况整体有所下行，与BCI的走弱相印证，显示9月经济整体仍然呈现偏弱的格局。国庆期间受疫情再度散发影响，旅游情况有所走弱，地产销售亦表现偏弱，但是建筑链条仍然偏强，显示政策端处在持续发力的过程之中。**政策方面**，一是总量层面，李克强总理强调要推动政策在四季度全面落地、充分显

效；二是流动性层面，监管部门近日鼓励银行进一步加大对制造业中长期贷款、房地产等领域的信贷投放。央行宣布设立2000亿元设备更新改造专项再贷款，专项支持充电桩、新型基础设施、产业数字化转型等10个领域设备购置与更新改造。央行三季度例会指出降低个人消费信贷成本，强调对重点领域设备更新、基建以及“保交楼”的资金支持；三是地产调控层面，央行、银保监会发布通知决定阶段性调整差别化住房信贷政策以及决定自10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。

通货膨胀方面，初步预计9月CPI同比增长2.8%，较8月回升；PPI同比增长0.8%左右，环比增速有所回升。

权益方面：国庆前一周主要指数普跌，中证500跌幅最大。A股多数板块下跌，消费板块表现较好。成交拥挤度基本与前周持平。国庆前一周成交活跃度继续下降，风险容忍度持续上升。国庆期间全球资产表现大宗商品>股>债。大宗商品普涨，Brent原油、黄金涨幅居前。美债利率和美元指数先降后升、高位震荡：前期因加息预期降温和风险事件影响从高位回落，但随后在非农数据超预期推动下再度回升。股票市场涨跌不一，主要市场中巴西IBOVSPA、日经225指数涨幅居前，俄罗斯MOEX、美国中概股领跌。国庆期间美股波动较大、三大股指普涨。

固定收益方面：近期全国层面密集出台了一系列房地产调控政策。但更多具有信号意义，政策实际力度相对有限，目前为止本轮政策的累积力度和以往周期相比也不能算大。基于我们对各城市今年以来销售表现的梳理，按揭利率调降和四限类政策的放松对于城市之间的销售分化缺乏解释力度，烂尾问题、房价和收入预期可能是掣肘当前地产销售更加核心的因素。考虑到保交付、缓解居民对于烂尾的担忧是一个较为长期的问题，短期而言要想扭转地产销售疲弱态势可能需从两方面入手：一是通过更大力度的放松扭转居民的房价预期，例如放开一线城市四限类政策，亦或是认房认贷标准大范围放松；二是绕过这一逻辑链条，直接通过棚改等方式增加需求。在此之前，我们认为销售趋势性恢复依然存在难度，更何况在拿地、开工疲弱状态下，明年地产施工投资大概率维持收缩状态。基本面趋势反转风险依然可控。

另一方面，我们认为经历了此前一轮调整之后，债券的赔率有所上升。从绝对估值看，前期债券收益率调整幅度普遍在15-20bp，在调整幅度和时间上相比今年6月以及去年9月都已经比较接近了。利率债中除了3年国开以外，其他点位都已经回到了降息之前，具有一定的保护性。从相对估值看，3-5-10年国开减资金利率利差处于近年来比较高的位置。市场情绪看，FR007的IRS到达2%以上，与实际FR007利差同样处于高位，意味着市场对于资金面收紧的预期也

已经比较充分了。

综上，尽管我们认为短期债券的胜率优势并不明显（虽然存在疫情加重、节后资金面转松甚至降息等潜在利好，但短期利好确定性并不强），甚至不排除在政策的加码之下经济或将在短期出现一定程度改善，但基本面趋势反转风险依然相对可控。在这一大前提下，赔率角度看债券具备了一定的保护性和性价比，因而无需过度担心市场调整，久期建议保持前期水平不变。

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）