

2022.10.24-2022.10.28

## 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月稳增长政策落地推动经济修复速度加快，三季度GDP增速略超市场预期。往后看，在稳增长政策逐渐落地的背景下，经济大概率将延续修复方向，但短期受制于疫情反复、外需回落、地产低迷影响，经济修复动能大概率偏弱。政策层面是将“以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴”、加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，推动高质量发展、统筹安全与发展”与“共同富裕”写入党章。二是国常会部署加快释放扩消费政策效应，力推四季度经济好于三季度。
- 权益市场：上周欧央行宣布加息75个基点表示可能会继续加息，利率峰值将高于中性利率；美联储部分官员释放鸽派信息、美国三季度私人消费、地产投资继续走弱，美债收益率回落、美元指数回落。我们认为虽然美国通胀粘性使得美联储货币政策仍将持续紧缩，但是短期来看市场对美联储今年加息路径已经定价较为充分。A股上周跌幅较大，部分行业受政策面和三季报不及预期影响，跌幅居前。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或许并不明显，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：三季度经济相比二季度有所回升，表现处于市场预期的上沿水平。其中，9

月经济修复速度的加快起到了一定的拉升作用。从9月的经济数据表现来看，生产端修复速度加快，而需求端之中的基建与制造业投资较为亮眼。出口略有回落，主要原因是海外需求在金融条件收紧下的整体走弱。出口结构中，电力设备及新能源、通信、汽车等出口增速仍然较有韧性。当月比较突出的信息是失业率的逆季节性走高。

上周全国整车货运流量同比下行。南华综合指数较前一周上行-0.7%。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-1.1%、-1.4%、-0.6%、-1.6%、2.4%。

生产方面，上周高炉开工率继续下降、焦化厂开工率有所回升。全国247家钢铁企业高炉开工率由82.1%降至81.5%。上周，焦化厂开工率由74.7%升至76%。

地产方面，上周新房销售同比增速回升，二手房销售延续改善。上周（22日-28日），一手商品房成交面积同比增速为由-18.8%升至-13.9%，从城市能级上来看，一线城市商品房成交面积同比增速有所下降，由-0.7%降至-7.8%，二线城市同比增速由-23.4%升至-16%，三线城市同比增速由-33.8%升至-14.4%。上周（22日-28日），一、二线城市二手房成交面积同比增速分别由18.1%升至26.2%、50.7%升至57.4%。

上周螺纹钢消费量环比升，价格环比下降。螺纹钢周消费量由322.1万吨升至325万吨。10月前四周同比增速由9月的-7%升至5%。上周螺纹钢价格由4064元/吨降至3994.6，较前一周下降4.3%。

上周水泥出货水平下降，价格上行。全国水泥出货率由68.9%降至67.3%。水泥价格指数较前一周上升1.2%。

上周农业部公布的农产品批发价格200指数环比为-0.14%，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10月CPI同比增速2.4%，PPI同比增速-1.7%左右。

**3、流动性：**季末银行间市场资金利率上行。关注11月中旬MLF的到期续作情况。

上周逆回购到期100亿元，为对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响，央行实施逆回购8500亿元，资金净投放8400亿元。

上周回购定盘利率FR007周均值由1.58%升至2.06%，DR007由1.53%升至1.93%，R007由1.62%升至2.2%。

上周美元走弱，但人民币汇率依旧贬值，央行决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25。人民币汇率中间价均值由7.11升至7.16，离岸汇率周均值由7.24升至7.27。

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) 欧央行宣布加息 75 个基点表示可能会继续加息，利率峰值将高于中性利率。但是与此同时，海外多家央行开始暗示加息周期将结束；2) 美国三季度经济增长略超市场预期，但市场对其后劲表示担忧；3) 10 年美债收益率与 3 个月美债收益率形成倒挂。4) 疫情方面，上周全国确诊人数显著有所回落。全球确诊病例下降，欧洲确诊病例亦有所下降。

#### (二) 权益方面

截至上周收盘，上证综指报收2915.93点，较前一周下跌4.05%，深证成指报收10401.84点，较前一周下跌4.74%，中小板指较前一周下跌4.11%，创业板指较前一周下跌6.04%。

分行业来看，上周30个中信一级行业中2个行业上涨，其中国防军工和计算机分别较前一周上涨2.65%和1.42%；28个行业下跌，其中食品饮料、农林牧渔和房地产分别较前一周下跌12.00%、10.17%和7.87%。

图 1：主要指数表现

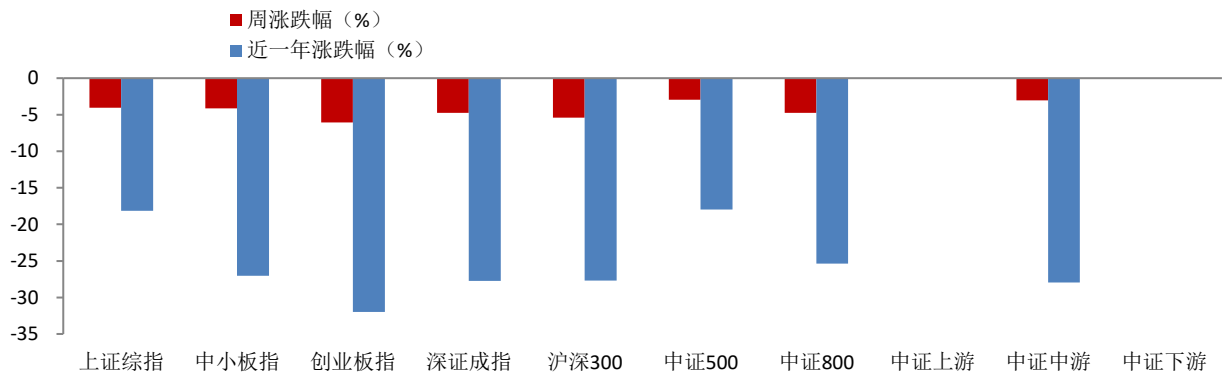
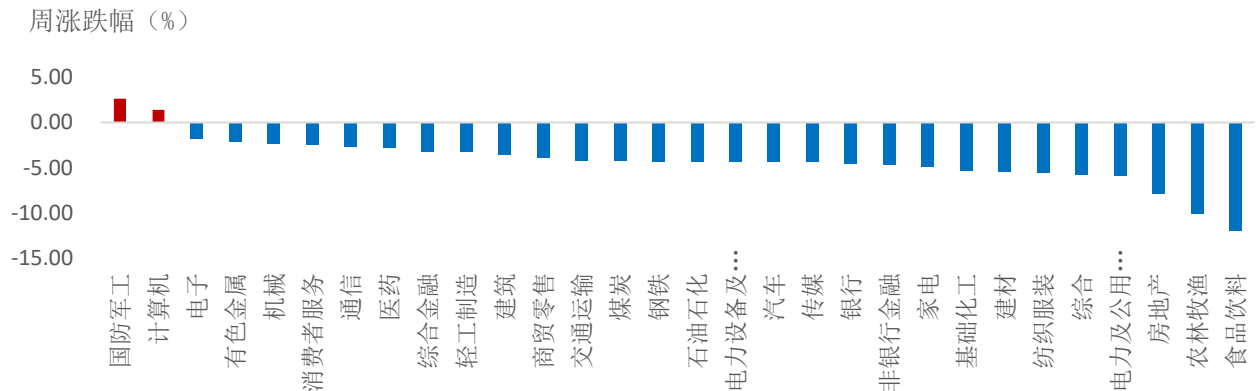


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年10月24日至2022年10月28日

**货币市场利率低位上行、北上资金连续两周净流出。**货币市场利率低位上行；人民币汇率继续贬值。北上资金连续两周净流出、海外 Chinafund 连续 13 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，融资余额不变成交占比上升。

**主要宽基指数估值处于历史偏低水平。**沪深 300 和沪深 300 价值指数的 ERP 在历史 100% 分位。

**行业景气度方面，**截至 2022/10/29，A 股共计 4421 支股票披露三季度业绩预告/快报/实际报告，披露率 91.2%。其中相比二季度环比改善的比率是 48%，超预期比率 25%，当前披露的全部股票按照整体法和中位数计算 Q3 增速分别为 3.1% 和 -1.3%，整体法角度相比 Q2 下降 2.8%，中位数角度相比 Q2 提升 1.4%。三季报增速中位数最快的行业是农林牧渔、煤炭、通信、汽车、电力设备，增速最慢的是钢铁、建材、非银金融。最近一个月农林牧渔、汽车、电力设备及新能源、房地产和通信行业的 2022 年业绩预期上调，建材、电力及公用事业、钢铁、基础化工和非银行金融行业业绩下调。

注：以上数据来源于 WIND 资讯

### （三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率 1.74%，较前一周上涨 0.06%；三年期国债收益率 2.24%，较前一周上涨 0.15%；十年期国债收益率 2.67%，较前一周上涨 0.59%。一年期国开债收益率 1.88%，较前一周上涨 0.04%；三年期国开债收益率 2.30%，较前一周上涨 0.16%；十年期国开债收益率 2.79%，较前一周上涨 0.86%。

信用债方面，一年期 AAA 最新收益率 2.12%，较前一周上涨 0.00%；五年期 AAA 最新收益率 2.91%，较前一周上涨 0.07%；一年期 AA+ 最新收益率 2.26%，较前一周下跌 0.02%；五年期 AA+ 最新收益率 3.15%，较前一周上涨 0.12%；一年期 AA 最新收益率 2.34%，较前一周下跌 0.00%；五年期 AA 最新收益率 3.58%，较前一周上涨 0.26%；一年期城投债最新收益率 2.33%，较前一周上涨 0.02%；五年期城投债最新收益率 3.42%，较前一周上涨 0.17%。

图 3: 各类债券持有期收益率涨跌幅

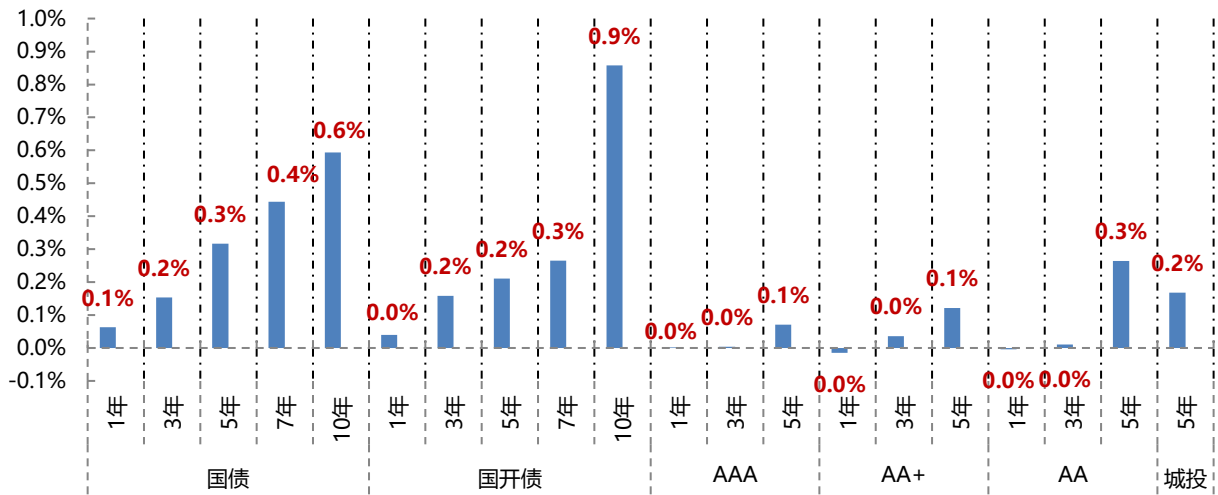
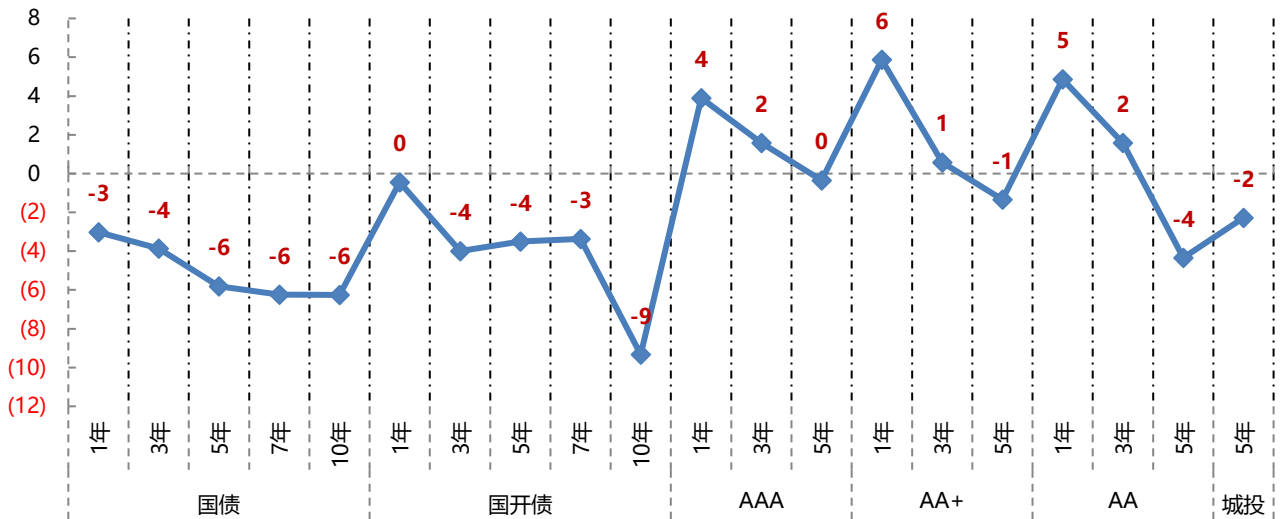


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2022 年 10 月 24 日至 2022 年 10 月 28 日

## 二、市场展望

**宏观经济方面：经济增长方面**，往后看，经济增速的变化取决于外需走弱以及后续财政实物工作量回补两种力量的强弱。当前来看，外部压力仍在积聚，而财政端对经济提振的上限在财收承压之下也较为有限。叠加四季度基数效应的消散，经济增速预计将维持在偏弱的水平。

**政策层面**，一是党章写入共同富裕、遏制台独等内容；二是国常会部署加快释放扩消费政策效应，力推四季度经济好于三季度。

**通货膨胀方面**，初步预计10月CPI同比增长2.4%，较9月回落；PPI同比增长0.8%左右，环比增速有所回升。

**权益方面：**上周海外股市普涨，道琼斯工业指数、德国DAX领涨，大宗商品普跌。10年期美债收益率有所回落，美股三大股指普涨。上周AH股主要宽基指数普跌，恒生指数、创业板指跌幅居前，小市值因子表现好于大市值因子。通胀预期板块和稳增长板块跌幅较大。上周成交活跃度回升，成交拥挤度是35.5%，相比前一周下降，风险容忍度指标略下降，市场情绪降温。

**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）