

2022. 11. 14-2022. 11. 18

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。疫情反复、外需回落拖累 10 月经济增长。当前虽然政策托底方向较为明确，但疫情反复和外需回落仍将对经济形成压制，预计短期经济动能仍然疲弱。政策层面，一是官媒与联防联控机制再度发声指出防疫不该一封了之和一放了之。二是保监会、住建部、央行联合发布通知，指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。三是预计货币政策维持当前相对宽松的环境。
- 权益市场：上周 10 年期美债收益率继续回落，美股下跌。我们认为在基数以及需求走弱之下，美国通胀下行趋势基本得以确立，这对于市场是一个相对正面的信号。不过，在美国通胀绝对水平仍高、通胀粘性因素仍在的环境下，通胀读数下行过程中可能仍将有所扰动，进而造成市场波动。上周 A 股主要宽基指数涨跌不一，热点较为分散，小市值因子跑赢大市值因子，其他因子特征均不显著。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：今年债券市场表现好于预期主要依赖于两条利好主线：一是疫情的反复和防疫政策的加码，二是资金面的持续宽松。现在上述两条支撑债市利好的主线都有所动摇。我们认为现阶段债券胜率可能有所下降，不排除仍有超调的可能。拉长时间看，我们依然认为基本面反弹风险相对可控，如果这一轮收益率出现较大幅度调整可能会带来配置机会。

➤ 正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、**经济增长**：10月的经济体现出较典型的疫情冲击的特征，供需均出现走弱，并且需求下行偏快，服务业相比制造业走弱更快。在疫情冲击之外，10月的经济还受到出口压力加大的影响。需求端呈现全线走弱的格局（环比均弱于季节性），其中社零增速再度转负，出口与制

制造业投资创下年内次低，地产投资创下年内新低，唯有基建有所回落但仍维持高位。综合来看，当前的经济动能实际上存在着疫情的压制。

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1%。结构上，工业品、农产品、金属、能化、贵金属价格指数环比增速分别为1.58%、-0.75%、3.73%、0.05%、1.02%。

生产方面，上周高炉开工率下降、焦化厂开工率小幅上升。全国247家钢铁企业高炉开工率由77.2%降至76.3%。上周，焦化厂开工率由77.2%降至76.3%。

地产方面，新房销售同比增速回落，二手房销售亦有所回落。上周（11月12日-11月18日），一手商品房成交面积同比增速为由-24.3%降至-38.5%，从城市能级上来看，一线城市商品房成交面积同比增速由-23.1%降至-28.6%，二线城市同比增速由-24.3%降至-42.1%，三线城市同比增速由-21.2%升至-29.5%。

上周（11月12日-11月18日），一、二线城市二手房成交面积同比增速分别由0.1%降至-3%、55.8%降至39.6%。其中，北京上周二手房成交面积同比增速由2.5%回落至0.6%，深圳同比增速由-10%降至-17%。

上周螺纹钢消费量、库存环比均下降，价格环比上升。螺纹钢周消费量由322.6万吨降至312万吨，环比下降3.3%。库存方面，上周较前一周环比下降4%。上周螺纹钢价格由3912.6元/吨升至3957.8元/吨，较前一周上升1.2%。

上周水泥出货水平下降，价格较为平稳。全国水泥出货率由64.9%降至63%。水泥价格指数较前一周上升0.1%。

上周农业部公布的农产品批发价格200指数环比为-1%，弱于季节性。

注：以上数据来源于WIND资讯

2、通货膨胀：初步预计11月CPI同比增速1.4%，PPI同比增速-1.3%左右。

3、流动性：央行缩量等价续作10000亿到期MLF，上周合计净回笼资金2180亿元，资金市场利率继续上行。央行指出已通过PSL、再贷款等形式投放出了货币。近期银行资金面出现大幅异动，流动性的边际收敛与与地产和防疫政策端的变化是主要诱因。考虑到之前资金利率过低、流动性淤积、债市加杠杆明显的背景，我们认为这背后不能完全排除央行引导的影响，但是我们更倾向于这并不能代表政策的转向或变化，更多可能是对于前期过度无效宽松的修正操作。

上周逆回购到期330亿元，央行实施逆回购4010亿元，MLF到期10000亿元，央行缩量等价续作8500亿元，上周资金净回笼2180亿元。

上周回购定盘利率FR007周均值由1.85%升至1.93%，DR007由1.82%升至1.88%，R007由1.88%升至1.99%。

上周美元指数走弱，人民币汇率继续升值。人民币汇率中间价均值由7.22降至7.07，离岸汇率周均值由7.19降至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）美联储官员再度释放鹰派信号；2）欧央行本周起收回欧元长期定向再贷款；3）疫情方面，上周全国确诊病例大幅反弹，接近四月疫情水平。全球疫情方面，多数国家确诊病例下降。

（二）权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3097.24点，较前一周上涨0.32%，深证成指报收11180.43点，较前一周上涨0.36%，中小100较前一周上涨0.01%，创业板指较前一周下跌0.65%。

分行业来看，上周30个中信一级行业中17个行业上涨，其中医药、传媒和计算机分别较前一周上涨5.69%、5.27%和4.00%；13个行业下跌，其中煤炭、有色金属和汽车分别较前一周下跌5.72%、4.98%和3.54%。

注：数据来源于WIND，数据区间为2022年11月14日至2022年11月18日

图 1：主要指数表现

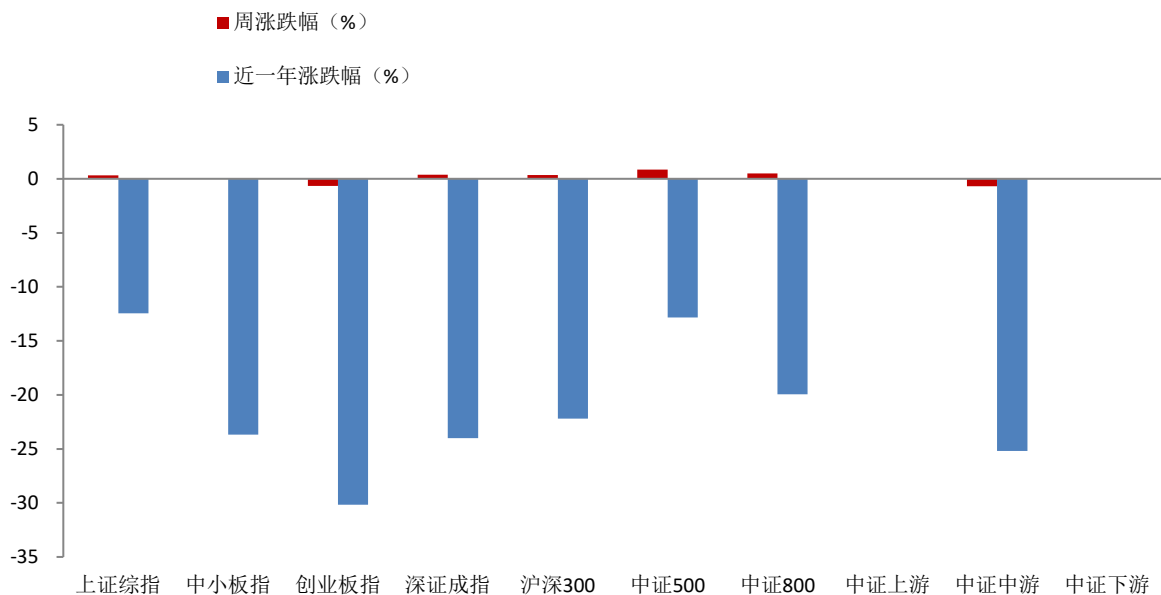
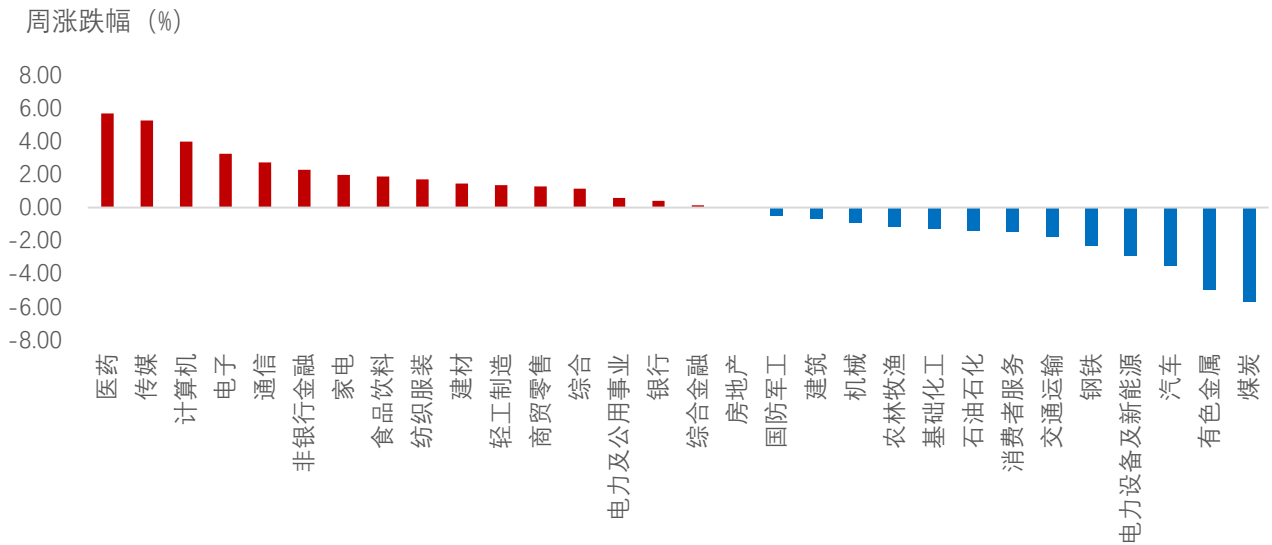


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年11月14日至2022年11月18日

北上资金连续两周净流入，货币市场利率上行。近期银行资金面出现异动，防疫和地产政策在消息面的扰动是触发因素，理财净值化管理下，赎回压力放大了市场的波动，形成了机构赎回-资金利率上行-机构进一步赎回的循环。倾向于认为上周债券市场的波动更多是交易性因素带来的，并不能代表央行在货币政策上态度发生变化。上周人民币汇率继续升值；北上资金连续两周净流入、海外 China fund 转为净申购，公募基金募资维持低位，存量申赎率维持正常水平，私募仓位小幅回升，融资余额及成交占比上升。

主要宽基指数估值处于历史偏低水平。沪深 300ERP 在历史 94%分位，沪深 300 价值的 ERP 处在历史 97.5%分位。

行业景气度方面，最近一个月仅农林牧渔和电力设备及新能源行业盈利预期上调，钢铁、消费者服务、建材、交通运输和电子行业业绩下调。

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2.17%，较前一周下跌0.17%；三年期国债收益率2.48%，较前一周下跌0.28%；十年期国债收益率2.83%，较前一周下跌0.72%。一年期国开债收益率2.33%，较前一周下跌0.25%；三年期国开债收益率2.61%，较前一周下跌0.34%；十年期国开债收益率2.95%，较前一周下跌0.74%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.73%，较前一周下跌0.36%；五年期AAA最新收益率3.24%，较前一周下跌0.79%；一年期AA+最新收益率2.88%，较前一周下跌0.37%；五年期AA+最

新收益率3.48%，较前一周下跌0.87%；一年期AA最新收益率2.99%，较前一周下跌0.39%；五年期AA最新收益率3.87%，较前一周下跌0.67%；一年期城投债最新收益率3.15%，较前一周下跌0.53%；五年期城投债最新收益率3.80%，较前一周下跌1.17%。

图 3: 各类债券持有期收益率涨跌幅

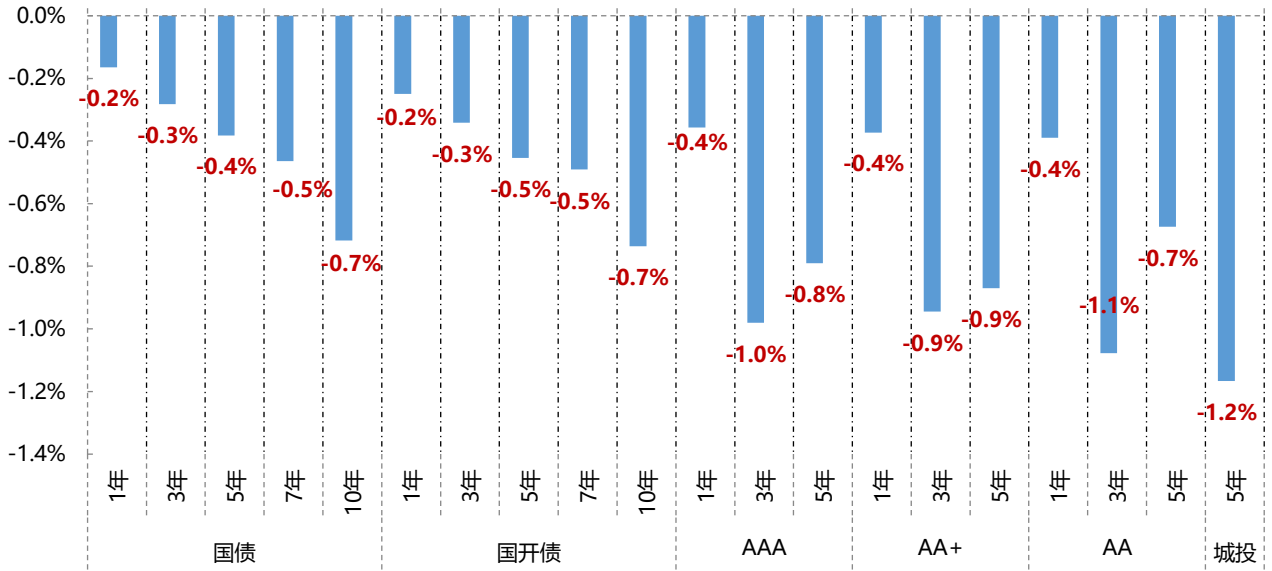
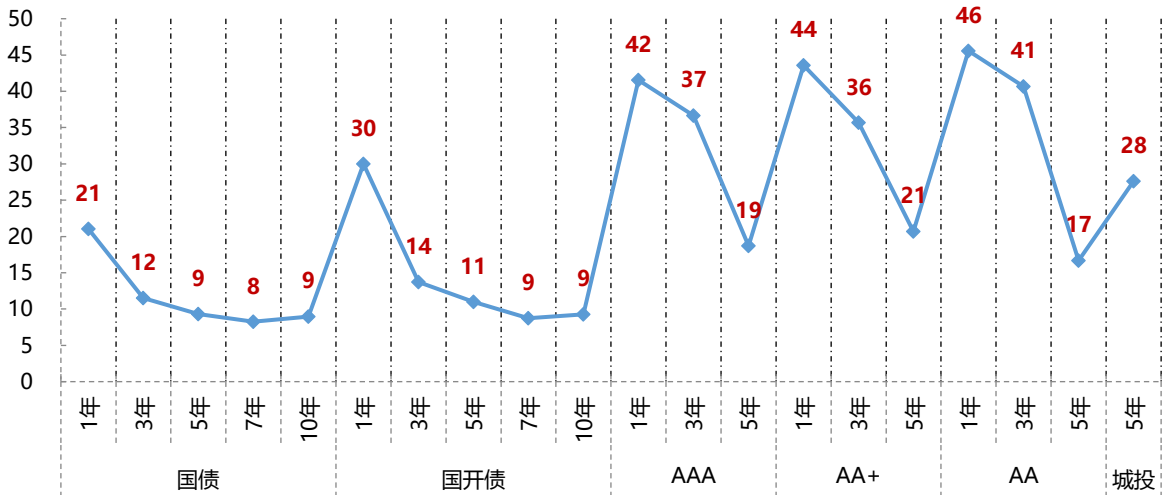


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年11月14日至2022年11月18日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，短期来看，疫情仍然处在扩散的过程之中（截至11月18

号，当周包含无症状的新增病例已经接近四月疫情水平），这也意味着经济端的压力仍然存在。但是当前政策托底的方向依然较为明确，关注政策落地（尤其是防疫优化政策）过程中可能形成的短期扰动。**政策层面**，一是官媒与联防联控机制再度发声指出防疫不该一封了之和一放了之，上海与北京加强疫情管控力度；二是地产供给端政策依然在积极出台；三是央行公布三季度货币政策执行报告，货币政策基调不变，进入观察期，后续可能更多是落实前期已出台的政策以及出台结构性政策。

通货膨胀方面，初步预计11月CPI同比增长1.4%，较10月进一步下行；PPI同比增长-1.3%左右，与上月几乎持平。

权益方面：上周股市和大宗商品涨跌不一，10年期美债收益率继续回落，美股三大股指普跌。上周A股主要指数涨跌不一，上证50涨幅最大，板块表现中疫情受益板块涨幅最大。小市值因子表现好于大市值因子，其他因子表现不显著。成交拥挤度相比前一周下降。上周成交活跃度上升，风险容忍度下降，市场情绪降温。

固定收益方面：今年债券市场表现好于预期主要依赖于两条利好主线：一是疫情的反复和防疫政策的加码，二是资金面的持续宽松。现在上述两条支撑债市利好的主线都有所动摇。

基于上述核心主线所发生的变化，以及临近年底可能出现的政策扰动，我们认为现阶段债券胜率可能有所下降，而目前的债券估值所提供的安全边际尚难言充足。在银行理财赎回冲击之下，不排除仍有超调的可能。

拉长时间看，我们依然认为基本面反弹风险相对可控，如果这一轮收益率出现较大幅度调整可能会带来配置机会，合适的加仓机会需要等到短端稳定下来以后，或是经济乐观预期重新被重新证伪（比如大规模扩散对经济造成明显冲击、政治局会议定调相对温和、外需加速回落等）。

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)