

2022.11.21-2022.11.25

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。疫情持续蔓延之下经济压力有所加大，上周高频数据显示全国确诊病例大幅上升，确诊人数已经超出今年4-5月高峰水平，我们跟踪的经济活动指数显示经济环比动能延续走弱态势。政策层面，一是宣布全面降准25BP，释放长期资金5000亿元；二是支持地产融资政策进一步落地；三是各部委（工信部、发改委、央行、银保监会等）均表示要加大对经济的支持力度，确保四季度工业经济运行在合理区间并实现年初开门稳。
- 权益市场：受美国10月通胀弱于市场预期和联储议息会议纪要释放的加息节奏放缓信息，上周10年期美债收益率继续回落，美股上涨，大宗商品价格涨跌不一。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股市场情绪较前一周进一步走弱，宽基指数涨少跌多，受“中国特色估值体系”影响，低估值蓝筹股涨幅较大。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**：疫情持续蔓延之下经济压力有所加大，上周高频数据显示全国确诊病例大幅上升，并且已经超出上海疫情水平，我们跟踪的经济活动指数显示经济环比动能延续走弱态

势（整车货运量、地铁客运量），并且钢材消费量、水泥出货量亦有所走弱。地产二手房销售延续走弱。

上周整车货运量同比下降。南华综合指数较前一周上升-1.75%。结构上，工业品、金属、能化、贵金属价格指数环比增速分别为-1.93%、-0.81%、-2.61%。农业品价格指数环比上升-0.89%，贵金属价格指数上升-0.28%。

生产方面，上周高炉开工率小幅上升、焦化厂开工率小幅下降。全国247家钢铁企业高炉开工率由76.3%升至77%。上周，焦化厂开工率由75.2%降至74.3%。

地产方面，新房销售同比增速上升，二手房销售有所回落。上周（11月19日-11月25日），一手商品房成交面积同比增速为由-36.3%升至-20.4%，从城市能级上来看，一线城市商品房成交面积同比增速由-28.6%降至-35.6%，广州、深圳、北京跌幅较大，上海成交面积同比增速走高。二线城市多数同比跌幅走阔，而济南、青岛佛山、南宁等城市同比走高。三线城市同比增速由-29.5%升至29.4%，莆田、扬州、舟山、汕头、江门等三线城市同比走高。

上周（11月19日-11月25日），一、二线城市二手房成交面积同比增速分别由-3%降至-16%、39.6%降至-3.2%。

上周螺纹钢消费量、库存环比均下降，价格环比下降。螺纹钢周消费量由312万吨降至291.26万吨，环比下降6.6%。库存方面，上周较前一周环比下降2.9%。上周螺纹钢价格由3957.8元/吨降至3943.2元/吨，较前一周下降0.4%。

上周水泥出货水平下降，价格较为平稳。全国水泥出货率由63%降至56%。水泥价格指数较前一周下降0.2%。

上周农业部公布的农产品批发价格200指数环比为-0.4%，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：**央行维持LPR利率不变，宣布全面降准25BP，释放长期资金5000亿元。结合央行答记者问以及货币政策执行报告来看，此次降准背后存在两方面因素：1）缓解短期资金面压力并且释放信号稳定政策预期。2）促进实体经济支持力度。25BP的降准幅度体现央行“不搞大水漫灌，兼顾内外平衡”的立场以及其对当下货币政策空间的珍惜。从降准的效果来看，考虑到当前降准释放的流动性较为有限，具体宽信用效果仍需要观察其他政策的配合情况。短期来看，在结构性政策工具的支撑下总量政策的灵活性和相机抉择的空间有所增大。后续关注中央经济工作会议对经济和政策的定调。

上周逆回购到期4010亿元，央行实施逆回购230亿元，上周资金净回笼3780亿元。

上周回购定盘利率FR007周均值由1.93%降至1.87%，DR007由1.88%降至1.67%，R007由1.99%降至1.94%。

上周美元指数持平前一周，人民币汇率贬值。人民币汇率中间价均值由7.07升至7.13，离岸汇率周均值由7.09升至7.17。

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）美联储会议纪要显示大多数美联储官员支持放慢加息步伐。2）欧洲PMI 低位企稳，美国 PMI 下跌幅度超预期（markit PMI 已经跌落荣枯线水平）；3）疫情方面，上周全国确诊病例大幅上升，超出上海疫情水平，部分地区疫情防控措施有所收紧。

#### （二）权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3101.69点，较前一周上涨0.14%，深证成指报收10904.27点，较前一周下跌2.47%，中小100较前一周下跌3.03%，创业板指较前一周下跌3.36%。

分行业来看，上周30个中信一级行业中10个行业上涨，其中建筑、煤炭和房地产分别较前一周上涨5.18%、4.58%和4.54%；20个行业下跌，其中消费者服务、计算机和传媒分别较前一周下跌6.20%、5.83%和5.13%。

图 1：主要指数表现

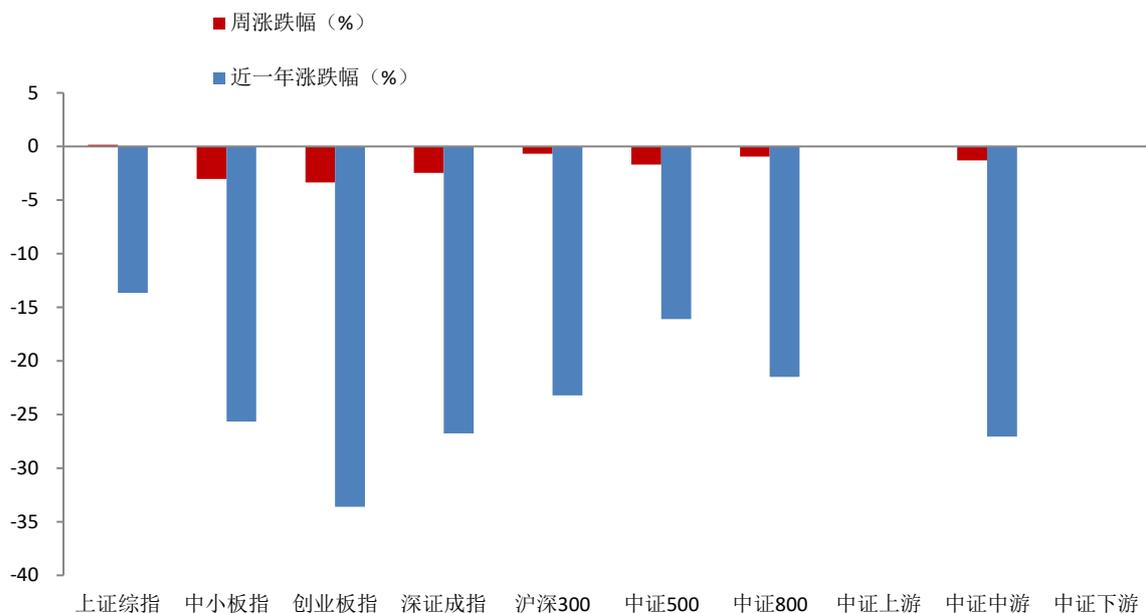
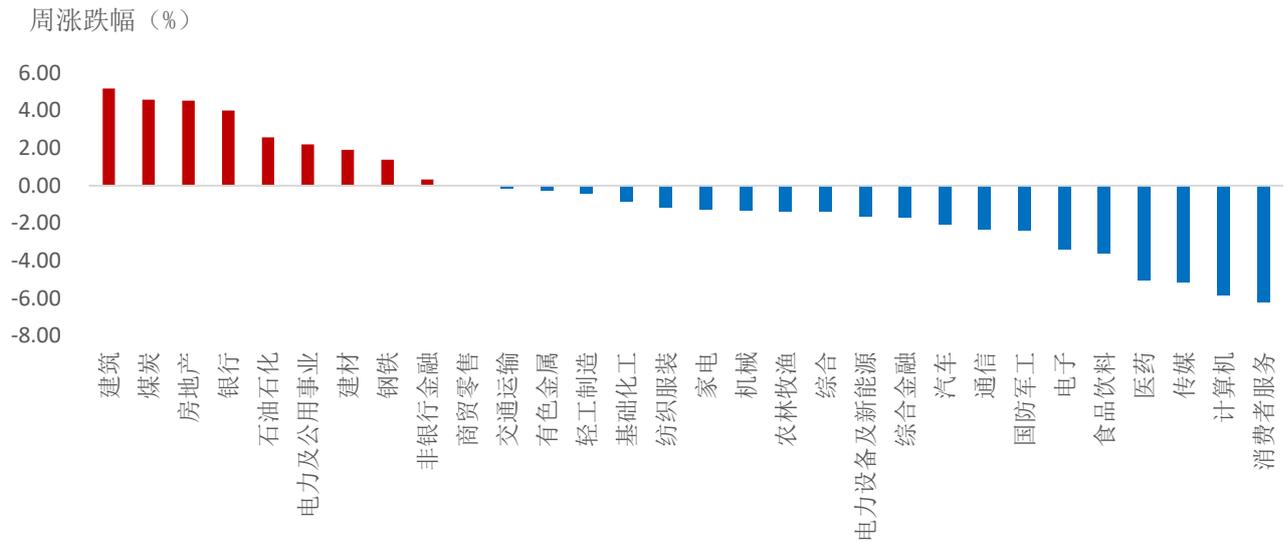


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年11月21日至2022年11月25日

**北上资金连续三周净流入，货币市场利率基本维持平稳。**上周人民币汇率略贬值，北上资金连续三周净流入、海外 China fund 连续两周净申购；公募基金募资维持低位，存量申赎率维持正常水平；私募仓位小幅回落；融资余额不变、成交占比回落。

**主要宽基指数估值处于历史偏低水平。**沪深 300ERP 在历史 92.5%分位，沪深 300 价值的 ERP 处在历史 89.4%分位。

**行业景气度方面，**最近一个月仅农林牧渔和通信行业盈利预期上调，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2.07%，较前一周上涨0.14%；三年期国债收益率2.42%，较前一周上涨0.23%；十年期国债收益率2.83%，较前一周上涨0.01%。一年期国开债收益率2.23%，较前一周上涨0.14%；三年期国开债收益率2.56%，较前一周上涨0.21%；十年期国开债收益率2.93%，较前一周上涨0.18%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.60%，较前一周上涨0.18%；五年期AAA最新收益率3.19%，较前一周上涨0.31%；一年期AA+最新收益率2.80%，较前一周上涨0.13%；五年期AA+最新收益率3.49%，较前一周上涨0.05%；一年期AA最新收益率2.99%，较前一周上涨0.06%；五年期AA最新收益率3.81%，较前一周上涨0.37%；一年期城投债最新收益率3.04%，较前一周上涨0.17%；五年期城投债最新收益率3.83%，较前一周下跌0.06%。

图 3: 各类债券持有期收益率涨跌幅

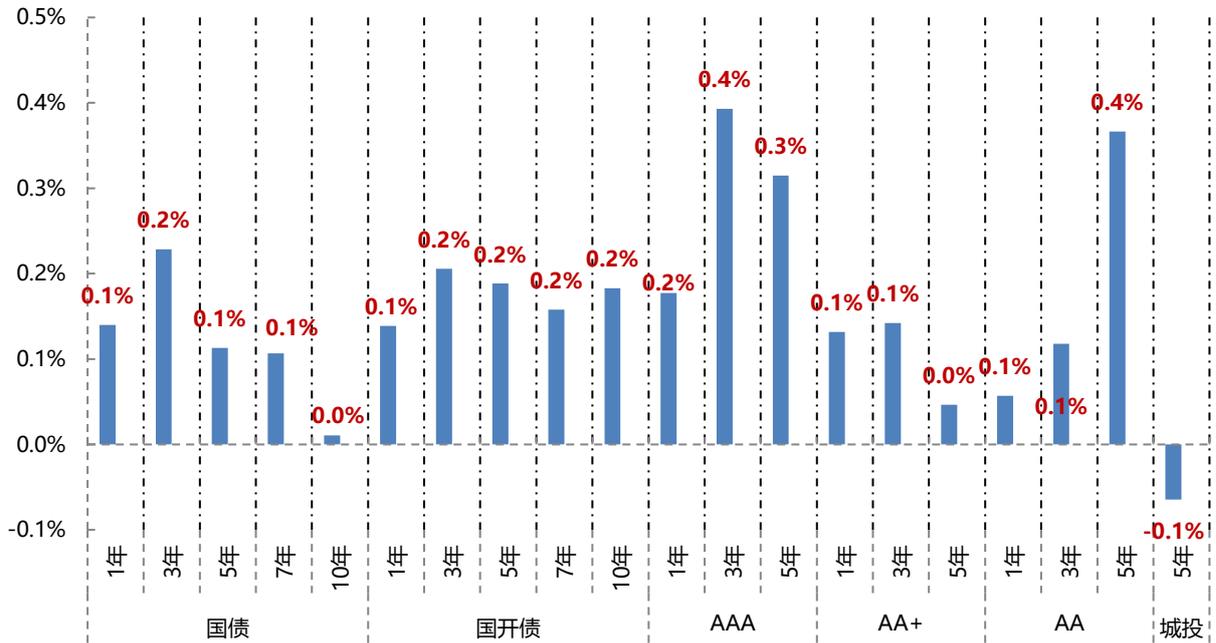
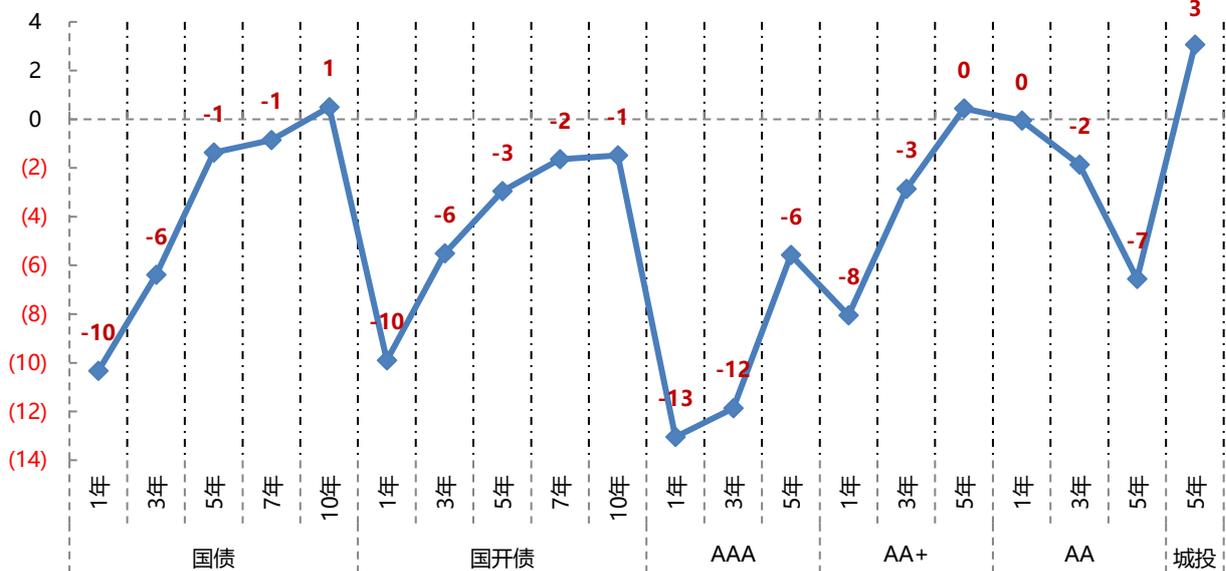


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2022 年 11 月 21 日至 2022 年 11 月 25 日

## 二、市场展望

**宏观经济方面：经济增长方面**，从降准的效果来看，考虑到当前降准释放的流动性较为有限，具体宽信用效果仍需要观察其他政策的配合情况。短期来看，在结构性政策工具的支撑下总量政策的灵活性和相机抉择的空间有所增大。后续关注中央经济工作会议对经济和政策的定

调。**政策层面**，一是各部委（工信部、发改委、央行、银保监会等）均表示要加大对经济的支持力度，确保四季度工业经济运行在合理区间并实现年初开门稳。二是地产政策在供给端层面继续加码，包括保交楼再贷款、地产金融十六条、第二支箭的落实等。其中比较重要的是地产金融十六条的发布，其从开发贷款、信托贷款、债券融资等方面全面支持房地产融资。据统计，国有六大行落实“地产16条”，与多家房企签订合作协议，截至上周四已披露的意向性授信额度高达12750亿元。

**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股主要指数仅上证综指上涨，创业板指跌幅最大，板块表现中稳增长和通胀预期板块上涨。小市值因子表现继续好于大市值因子，其他因子表现不明显。成交拥挤度相比前一周下降。上周成交活跃度下降，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)