

2022. 10. 10-2022. 10. 14

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月社融与通胀数据显示9月内生需求仍然疲弱，稳增长政策落地效果显现，对社融和增长起到一定的提振和支撑作用。政策层面，一是中国共产党第二十次全国代表大会正式开幕，会期10月16日至10月22日。大会报告强调要坚持以中国式现代化推进中华民族伟大复兴。二是官媒发报告表示疫情管控仍然要从严进行。三是多地首套房贷利率进入“3时代”，天津地区多家银行首套房贷利率从4.1%降至3.9%。
- 权益市场：流动性紧缩加大海外市场波动。美国9月通胀表现超过市场预期，市场预期11月和12月分别将加息75BP，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、市场波动加大。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股上周波动较大，情绪边际向好，部分行业受政策面和三季报利好影响，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：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月社融与通胀数据显示9月国内经济延续内需偏弱的格局（尤其是居民消

费端），这与PMI数据反映的信息相一致，一定程度反映疫情扩散的影响。但是无论是社融中委托贷款与企业中长期贷款的多增还是PPI建材相关分项环比的回升，均体现出基建端有所发力。政策端的拉动（尤其是实物工作量的形成）可能对当月的经济形成一定的提振，但是在居民消费以及出口的走弱之下，经济环比修复动能仍然偏弱。

上周整车货运量同比明显下降，一定程度受到会议议程影响。

上周南华综合指数较国庆前一周上行1.2%。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1.8%、1%、0.2%、2.4%、0.2%。

生产方面，上周高炉开工率、焦化厂开工率出现下滑。全国247家钢铁企业高炉开工率由82.8%降至82.6%。上周焦化厂开工率由国庆前一周的83%降至79.5%。

地产方面，地产销售有所回升。上周一手商品房成交面积同比增速为-39%升至-17%。上周二手房成交面积同比增速由9.3%升至16.3%。

上周螺纹钢消费量同比下降，价格环比上升。螺纹钢表观消费量环比改善，但同比有所回落。上周螺纹钢周消费量由258.9万吨升至325.8万吨，同比（相较去年国庆后一周）由4.4%降至0.6%。上周螺纹钢价格由4152.4元/吨升至4172.3元/吨，较国庆前一周上升0.5%。

上周水泥出货水平、库存水平下降，价格上行。全国水泥出货率由72.2%降至68.7%，全国水泥库容比由69.1%降至68.3%。水泥价格指数较国庆前一周上升2%。

上周农业部公布的农产品批发价格200指数环比为2%，弱于季节性。

注：以上数据来源于WIND资讯

2、通货膨胀：9月CPI同比增速上行0.3个百分点至2.8%，略低于市场预期区间2.9%至3%。低于预期的主要原因是核心CPI环比明显低于季节性，疫情下国内消费需求延续疲弱。9月PPI同比增速回落1.4个百分点至0.9%，环比-0.1%，下行幅度符合预期。整体来看，内需疲弱降低了国内通胀上冲的风险，也在短期内降低了货币政策进一步宽松的压力。

3、流动性：8月以来社融的持续超预期增长背后主要体现为政策的拉动，9月以来，央行进一步推进了一系列宽信用政策，这些都有助于后续信用的扩张。但是一方面居民部门加杠杆动能的改善仍然需要时间，另一方面外需走弱传导下，企业扩张意愿将受到压制。结合去年四季度以来走高的基数，后续社融预计将维持在震荡的格局。社融趋势性的变化需看到地产端的明显改善。

上周逆回购到期9680亿元，央行实施逆回购290亿元，资金净回笼9390亿元。

上周回购定盘利率FR007周均值由1.81%降至1.57%，DR007由1.88%降至1.49%，R007由2%降至

1.62%。

上周美元指数继续走强，离岸人民币汇率有所贬值，人民币汇率中间价均值由7.08升至7.11，离岸汇率周均值由7.09升至7.18。

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）英国首相宣布取消最高所得税税率与提高公司税税率；2）外媒报道欧央行设想在2023年二季度开始进行量化紧缩；3）美国9月通胀表现超过市场预期，市场预期11月和12月分别将加息75BP；4）世卫组织和欧洲疾控中心双双发出警告，欧洲新冠感染人数再次出现飙升，新一轮疫情潮可能已经开始。国内方面，上周全国确诊病例有所上行，但是涉及省份数量有所回落。

（二）权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3071.99点，较国庆前一周上涨1.57%，深证成指报收11121.72点，较国庆前一周上涨3.18%，中小板指较国庆前一周上涨2.14%，创业板指较国庆前一周上涨6.35%。

分行业来看，上周30个中信一级行业中24个行业上涨，其中医药、计算机和农林牧渔较国庆前一周分别上涨7.47%、7.39%和7.26%；6个行业下跌，其中食品饮料、消费者服务和煤炭较国庆前一周分别下跌4.77%、3.37%和2.31%。

图 1：主要指数表现

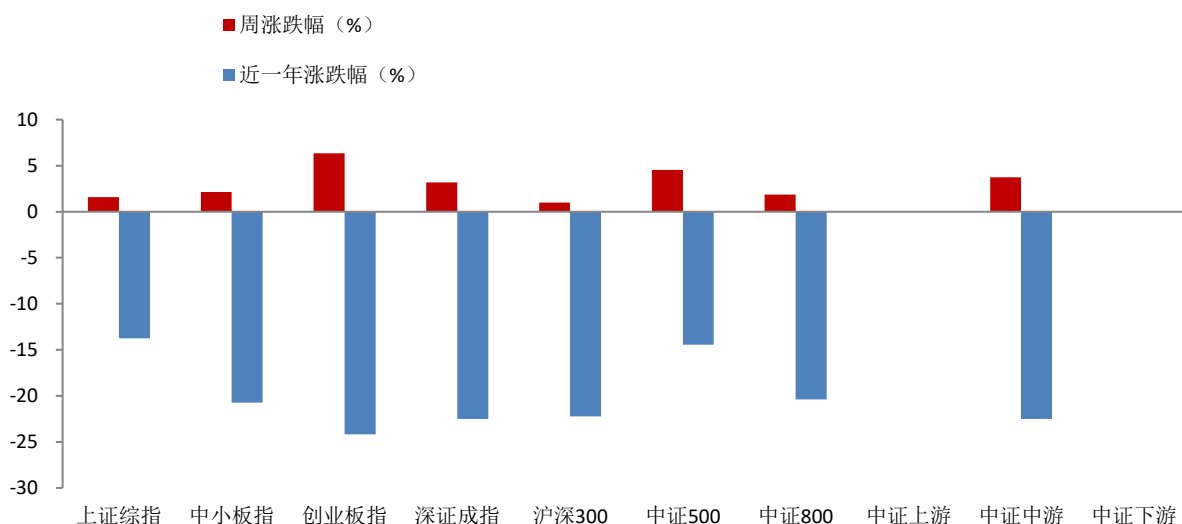
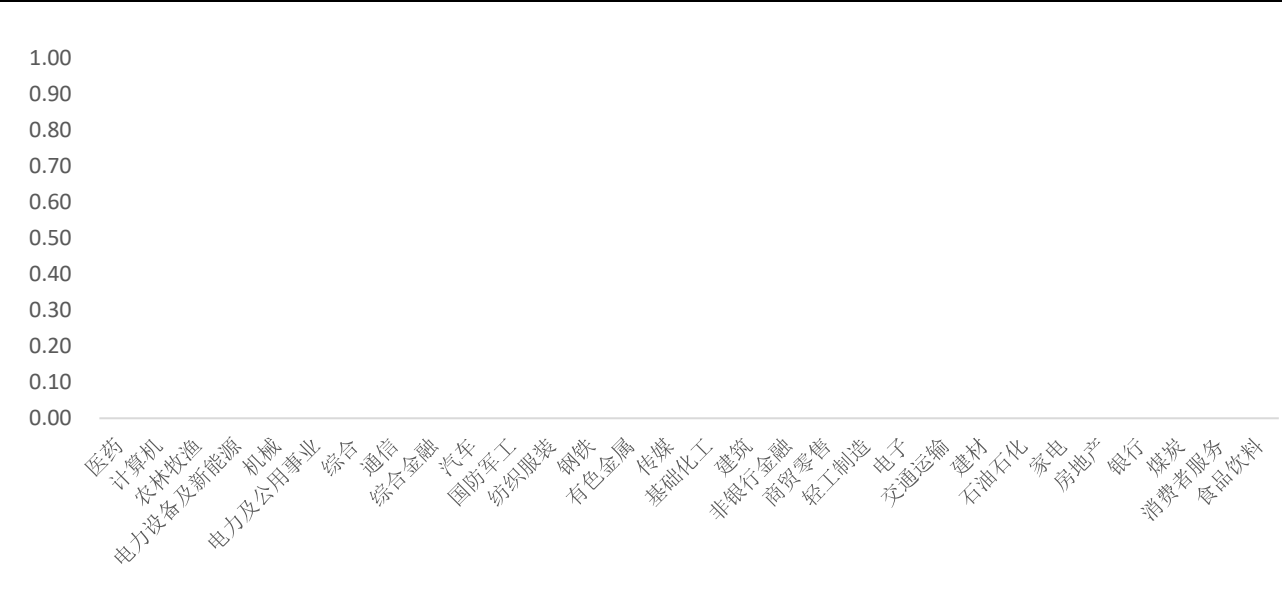


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年10月10日至2022年10月14日

货币市场利率回落、北上资金单周净流出。货币市场利率回落人民币汇率继续贬值。北上资金单周净流出、海外 Chinafund 连续 11 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上升。

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 94.6%分位，沪深 300 价值指数的 ERP 在历史 99.4%分位。

行业景气度方面，截至上周，公布三季报业绩的公司占全部上市公司的 4%。最近一个月农林牧渔、消费者服务、机械、煤炭和电力设备及新能源行业的 2022 年业绩预期上调，钢铁、有色金属、建材、商贸零售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1.79%，较国庆前一周上涨0.13%；三年期国债收益率2.26%，较国庆前一周上涨0.30%；十年期国债收益率2.70%，较国庆前一周上涨0.64%。一年期国开债收益率1.89%，较国庆前一周上涨0.07%；三年期国开债收益率2.33%，较国庆前一周上涨0.26%；十年期国开债收益率2.86%，较国庆前一周上涨0.75%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.09%，较国庆前一周上涨0.15%；五年期AAA最新收益率2.94%，较国庆前一周上涨0.29%；一年期AA+最新收益率2.21%，较国庆前一周上涨0.15%；五年期AA+最新收益率3.22%，较国庆前一周上涨0.20%；一年期AA最新收益率2.28%，较国庆前一周上涨0.16%；五年期AA最新收益率3.65%，较国庆前一周上涨0.35%；一年期城投债最新收

益率2.34%，较国庆前一周上涨0.11%；五年期城投债最新收益率3.47%，较国庆前一周上涨0.01%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

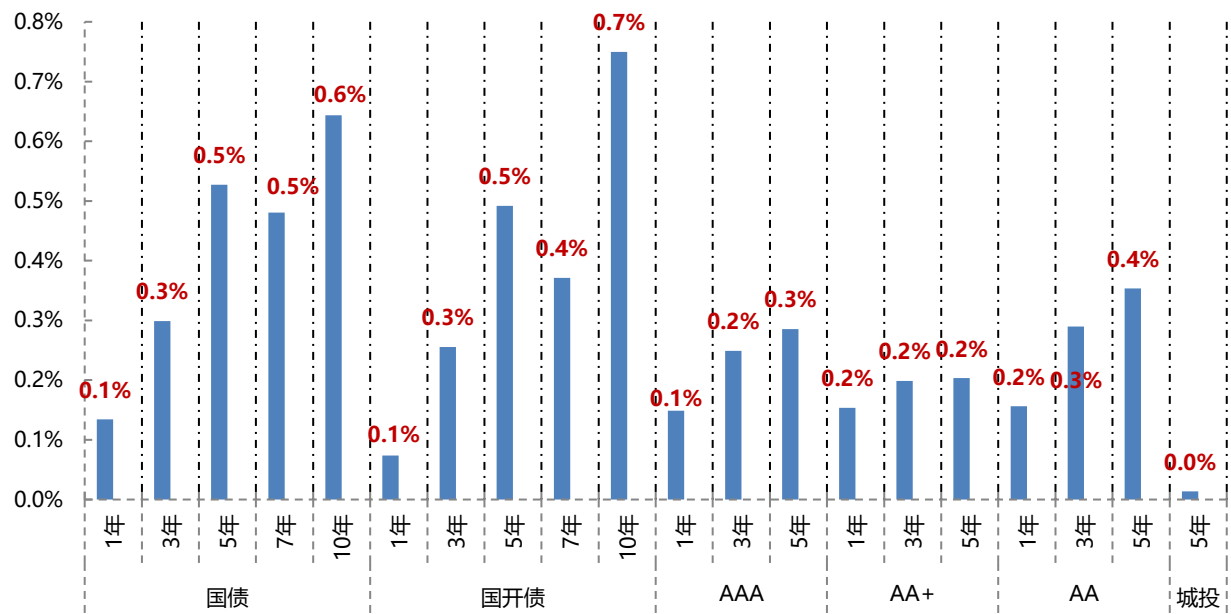
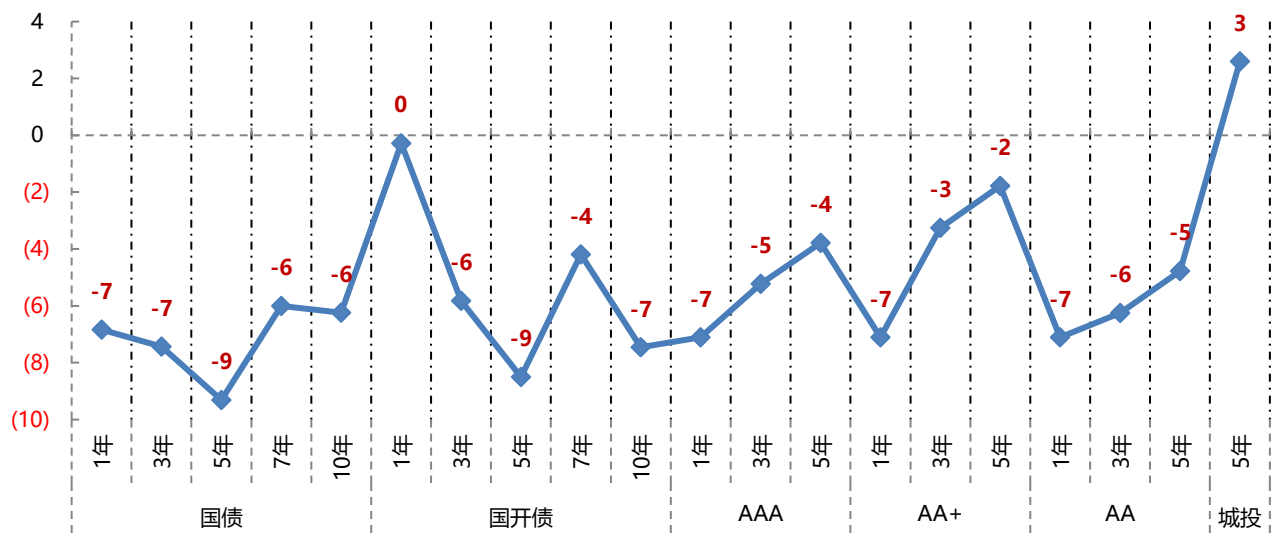


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2022 年 10 月 10 日至 2022 年 10 月 14 日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，综合来看，8月以来社融的持续超预期增长背后主要体现为政策的拉动，9月以来，央行进一步推进了一系列宽信用政策，这些都有助于后续信用的扩张。但是一方面居民部门加杠杆动能的改善仍然需要时间，另一方面外需走弱传导下，企业扩

张意愿将受到压制。结合去年四季度以来走高的基数，后续社融预计将维持在震荡的格局。社融趋势性的变化需看到地产端的明显改善。**政策方面**，一是中国共产党第二十次全国代表大会正式开幕，会期10月16日至10月22日。大会报告强调要坚持以中国式现代化推进中华民族伟大复兴。高质量发展和安全将体现在未来政策制定的方方面面。二是官媒发报告表示疫情管控仍然要从严进行。三是多地首套房贷利率进入“3时代”，天津地区多家银行首套房贷利率从4.1%降至3.9%，石家庄地区的多家银行则将首套房贷利率从4.1%降至3.8%。

通货膨胀方面，往后看，基数效应之下预计10月PPI进一步走弱。不过近期上游黑色、非金属等行业出厂价格环比有所改善，预计随着基建地产施工的边际好转，PPI环比可能好于季节性，同比下行斜率缓于当下。内需疲弱导致低基数效应影响最明显的9月CPI未突破3%，短期内通胀在读数上的压力有所缓解。预计四季度和明年上半年CPI读数仍将在2.5%-3%区间震荡。往后半年的维度来看仍需要关注疫情边际好转、防控边际放松、稳增长效果落地后消费需求恢复以及猪周期可能对CPI形成的拉动情况。

权益方面：上周全球股市和大宗商品涨跌不一。10年期美债收益率继续走高，美股波动加大。上周A股市场波动较大，仅疫情受损板块下跌，医药板块大幅反弹。成交拥挤度升至38.4%，为过去3个月以来最高，成交活跃度回升。风险容忍度指标RTI上周持续上升，市场情绪整体升温。

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)