2020.12.07-2020.12.11

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，11 月内外需表现依然强劲。通货膨胀方面，11 月 CPI 同比由 0.5%降至-0.5%，进入负增长区间，食品价格是主要拖累，核心通胀仍维持低位。流动性方面，上周货币市场利率继续小幅下行。
- 权益市场：预计 A 股震荡中枢有望小幅抬升，市场将从流动性驱动转为盈利驱动。市场风格上，预计价值性价比边际提升。投资线索上，一是关注国内经济复苏背景下上游原材料、出口链等顺周期低估值板块的阶段性机会，二是在估值和业绩的平衡中继续关注可选消费、消费电子、新能源汽车、医药等投资机会，三是关注受益十四五规划等产业政策的投资机会。
- 固定收益市场：预计年内政策退出概率偏低、一季度信用环境的收缩对经济增长产生抑制的概率在加大，需密切关注三季度货币政策执行报告和年底中央政策定调以确认信用收缩的信号，届时有可能为债券市场带来机会；而当前环境下，考虑到短期经济复苏的趋势还难以证伪、后续疫苗的进展也存在较大不确定性，整体仍建议控制组合久期超配幅度。

正文内容：

一、市场回顾

（一）宏观方面

1、经济增长：11月内外需表现依然强劲

中国11月（以美元计）出口同比增21.1%，前值增11.4%；进口同比增4.5%，前值增4.7%；贸易顺差754.2亿美元，前值584.4亿美元。以人民币计价，中国11月出口同比由7.6%升至14.9%，进口同比0.9%降至-0.8%。

11月社会融资规模增量为2.13万亿元，比上年同期多1406亿元，前值1.42万亿元。11月新

增人民币贷款1.43万亿元，同比多增456亿元，前值增6898亿元。11月M2货币供应同比增长10.7%，前值10.5%。

南华综合指数环比增速由1%回升至1.7%，其中金属、工业品、贵金属、能化分别上行3.4%、2.2%、1.9%、1.5%，农产品下行0.7%。上周水泥价格环比增速0.07%，较前周基本维持平稳且表现符合季节性。螺纹钢价格环比由-1.5%升至0.18%，符合季节性。钢材库存增速由-5%降至-6.5%，螺纹钢库存增速由-5.3%降至-7.1% 。

地产销售方面，上周地产销售四周移动平均增速由-0.14%小幅回升至0.04%。土地出让面积增速与成交溢价率四周移动平均均较前周下行。

开工率方面，上周全国高炉开工率由66.9%降至66.6%，焦化厂开工率由87.3%降至85%。其中高炉开工率同比多增有所上行，而焦化厂开工率同比多增有所下行。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：11月内外需表现依然强劲。外需方面，疫情反复下海外生产受阻致海外需求缺口增大等因素助力11月中国出口增速大幅上行，超出市场预期。内需方面，11月企业居民中长期贷款环比继续上行，M1增速延续回升，表明国内需求延续复苏。政策面，第一，政治局会议指出宏观政策强调科学精准，努力保持经济运行在合理区间。对此我们认为，在逆周期调节政策正常化的过程中，决策层也将避免政策悬崖。第二，政治局会议要求2021年立足新发展观念，统筹安全和发展，指出三大攻坚战取得决定性成果。我们预计改革创新是2021年经济运行的亮点。第三，会议首次提出要“注重需求侧改革”，这一提法的出发点应在扩大内需、畅通国内市场，抓手可能为收入分配制度改革。第四，会议首次提到强化反垄断和防止资本无序扩张，互联网巨头的垄断性和无序性扩张已经受到了决策层极大关注，后续关注具体监管政策落地等。

2、通货膨胀：11月CPI同比由0.5%降至-0.5%，进入负增长区间，食品价格是主要拖累，核心通胀仍维持低位

11.28-12.5号农产品价格环比增速由0.8%升至2.5%，表现继续强于季节性。前周猪肉价格（商务部口径）环比增速由0.9%升至6%，同比增速由-9%升至-0.3%。前周蔬菜价格（商务部口径）环比由1.5%升至2.4%，同比增速基本维稳于12%。

点评：11月CPI同比由0.5%降至-0.5%，进入负增长区间，食品价格是主要拖累，核心通胀仍维持低位。往后看，预计受食品价格拖累CPI短期仍将在负区间，不过伴随消费需求的恢复预计非食品价格增速将逐渐回升。11月PPI环比增速由0%升至0.5%，这一方面受油价上涨影响而导致油化相关行业环比上行明显，另一方面也与建安需求拉动黑色金属冶炼等行业环比

上行有关。往后看，我们认为，未来全球经济修复将有利于大宗商品价格，并支撑国内PPI同比增速继续上行。

3、流动性：上周货币市场利率继续小幅下行

上周央行净回笼资金3500亿元，其中7天逆回购到期2000亿元，实施7天逆回购1500亿元，此外上周MLF到期资金3000亿元。上周7天回购定盘利率周均值维稳于2.17%，R007周均值基本维稳于2.27%，DR007维稳于2%。

上周人民币汇率中间价均值由6.57降至6.54，离岸汇率周均值由6.55降至6.53。

注：以上数据来源于WIND资讯

（二）权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3347.19点，下跌2.83%，深证成指报收13555.14点，下跌3.36%，中小板指下跌3.57%，创业板指下跌1.58%。

分行业来看，30个中信一级行业中4个行业上涨，其中食品饮料、电力设备及新能源和消费者服务分别上涨1.21%、0.75%和0.46%；26个行业下跌，其中非银行金融、传媒和交通运输分别下跌6.23%、6.19%和5.72%。

图 1：主要指数表现

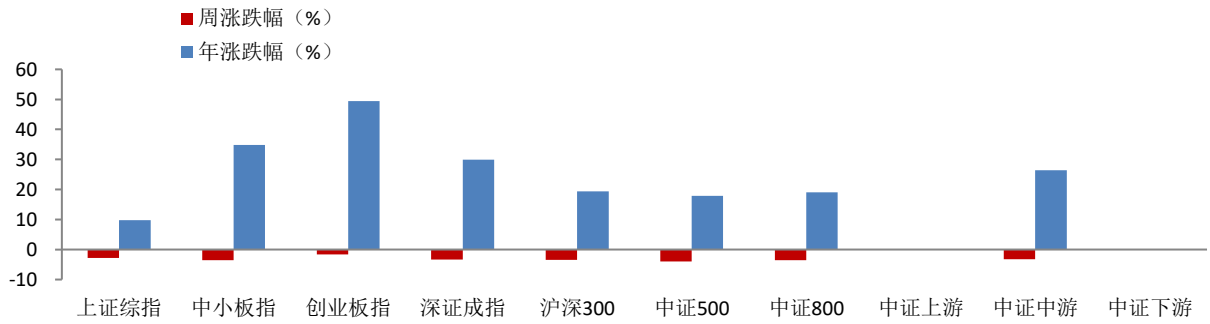
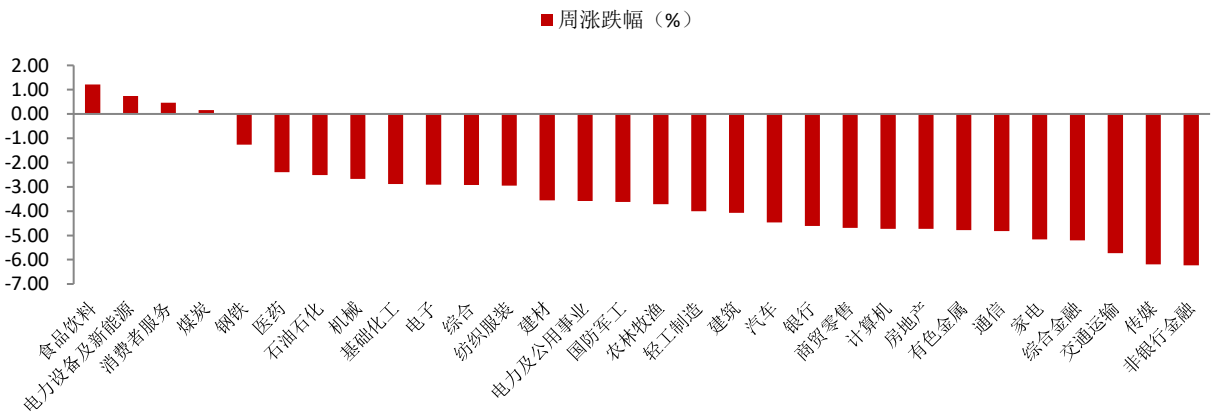


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年12月7日至2020年12月11日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.83%，较前一周上涨0.09%；三年期国债收益率3.00%，较前一周上涨0.16%；十年期国债收益率3.30%，较前一周下跌0.19%。一年期国开债收益率2.92%，较前一周上涨0.14%；三年期国开债收益率3.23%，较前一周上涨0.16%；十年期国开债收益率3.72%，较前一周下跌0.03%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.39%，较前一周上涨0.13%；五年期AAA最新收益率3.94%，较前一周上涨0.20%；一年期AA+最新收益率3.68%，较前一周上涨0.12%；五年期AA+最新收益率4.28%，较前一周上涨0.07%；一年期AA最新收益率4.00%，较前一周上涨0.06%；五年期AA最新收益率4.67%，较前一周上涨0.08%；一年期城投债最新收益率3.82%，较前一周上涨0.15%；五年期城投债最新收益率4.45%，较前一周上涨0.01%。

图3：各类债券持有期收益率

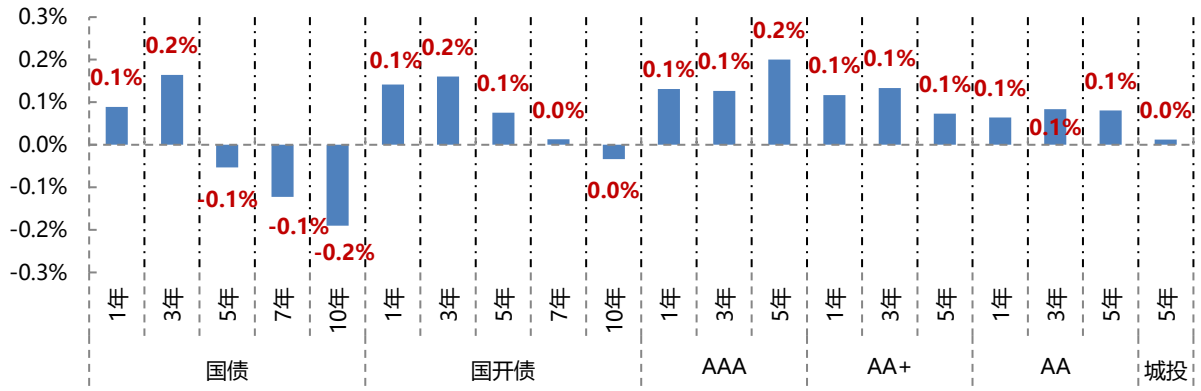
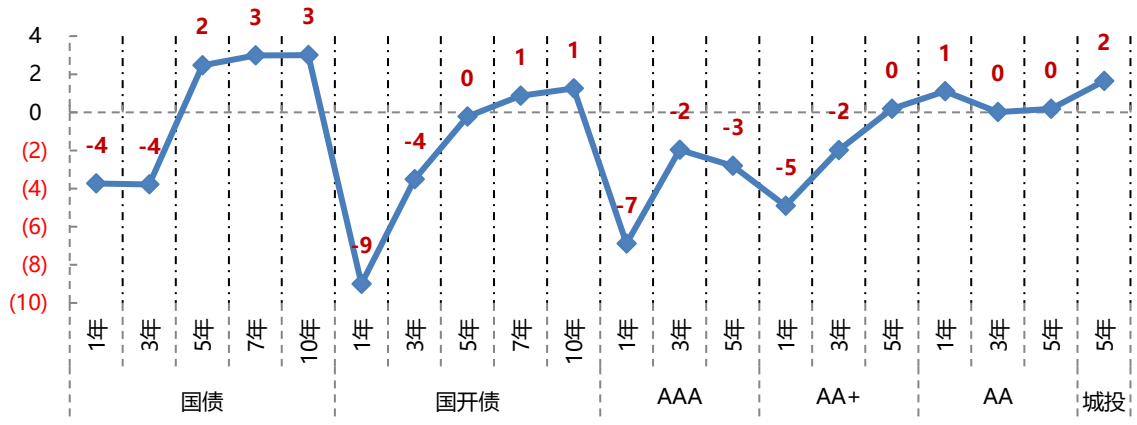


图4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理,数据区间为2020年12月4日至2020年12月11日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，11 月内外需表现依然强劲。外需方面，疫情反复下海外生产受阻致海外需求缺口增大等因素助力 11 月中国出口增速大幅上行，超出市场预期。内需方面，11 月企业居民中长期贷款环比继续上行，M1 增速延续回升，表明国内需求延续复苏。政策面，第一，政治局会议指出宏观政策强调科学精准，努力保持经济运行在合理区间。对此我们认为，在逆周期调节政策正常化的过程中，决策层也将避免政策悬崖。第二，政治局会议要求 2021 年立足新发展观念，统筹安全和发展，指出三大攻坚战取得决定性成果。我们预计改革创新是 2021 年经济运行的亮点。第三，会议首次提出要“注重需求侧改革”，这一提法的出发点应在扩大内需、畅通国内市场，抓手可能为收入分配制度改革。第四，会议首次提到强化反垄断和防止资本无序扩张，互联网巨头的垄断性和无序性扩张已经受到了决策层极大关注，后续关注具体监管政策落地等。**通胀方面，**11 月 CPI 同比由 0.5%降至-0.5%，进入负增长区间，食品价格是主要拖累，核心通胀仍维持低位。预计受食品价格拖累 CPI 短期仍将在负区间，不过伴随消费需求的恢复预计非食品价格增速将逐渐回升。11 月 PPI 环比增速由 0%升至 0.5%，这一方面受油价上涨影响而导致油化相关行业环比上行明显，另一方面也与建安需求拉动黑色金属冶炼等行业环比上行有关。往后看，我们认为，未来全球经济修复将有利于大宗商品价格，并支撑国内 PPI 同比增速继续上行。**流动性方面，**上周货币市场利率继续小幅下行。人民币汇率方面，上周美元指数下行，人民币汇率较前周继续升值。央行下调跨境融资宏观审慎调节参数体现央行维稳汇率意图，政策稳步回归常态。海外经济方面，美欧高频数据显示其生产及需求端边际修复，上周美国申请失业救济金人数上升。

权益方面：上周 A 股主要指数均告下跌，北向资金净流入 69.59 亿元，市场日均成交额较前周回落，两融余额几乎不变，成交占比回落。基本面上，11 月出口社融等数据印证目前基本面延续修复态势。政策面上，上周官媒强调科技创新的星辰大海更令人心潮澎湃，同时政治局会议首提强化反垄断和防止资本无序扩张。与此同时，政治局会议还指出，未来继续做好“六稳”落实“六保”任务，注重需求侧改革，促进房地产市场平稳健康发展，抓好各种存量风险化解和增量风险防范。货币政策方面，央行副行长刘国强表示要对疫情防控特殊时期出台的政策要适时适度调整，做好政策接续。金融监管方面，银保监会主席郭树清表示关注新型“大而不能倒”风险。同时据媒体报道，资管新规过渡期再延长系误读。市场展望方面，随着美国大选等不确定性的消除，国内进一步释放改革开放信号，以及国内经济继续改善，预计 A 股震荡中枢有望小幅抬升，市场将从流动性驱动转为盈利驱动。市场风格上，预计价值性价比边际提

升。投资线索上，一是关注国内经济复苏背景下上游原材料、出口链等顺周期低估值板块的阶段性机会，二是在估值和业绩的平衡中继续关注可选消费、消费电子、新能源汽车、医药等投资机会，三是关注受益十四五规划等产业政策的投资机会。整体来看，疫苗进展和经济修复情况是未来影响市场的重要事件。风险方面，关注中美冲突、海外疫情发酵、美股波动性加大、国内信用紧缩过快等。

固定收益方面：我们倾向于认为本轮信用事件对于无风险收益率的冲击可能趋于结束，债市核心矛盾将重回基本面；但高等级信用利差的修复还具有一定不确定性、可能同步或滞后，中低等级信用债则大概率仍未调整到位。当前国内经济表现平稳，同时央行对于内外部经济形势判断都相对乐观，政策向常态化回归的下一阶段在临近。结合总理明确强调要巩固经济稳定恢复增长态势的表态，预计年内政策退出概率偏低、一季度信用环境的收缩对经济增长产生抑制的概率在加大，需密切关注三季度货币政策执行报告和年底中央政策定调以确认信用收缩的信号，届时有可能为债券市场带来机会；而当前环境下，考虑到短期经济复苏的趋势还难以证伪、后续疫苗的进展也存在较大不确定性，整体仍建议控制组合久期超配幅度。

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）
公司网址：www.icbccs.com.cn