2020.11.30-2020.12.04

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，11月制造业、建筑业、服务业PMI均较10月上行。通货膨胀方面，预计11月CPI同比增速-0.3%，较上月回落0.8个百分点；PPI环比增速0.4%，同比增速-1.7%，较上月跌幅收窄0.4个百分点。流动性方面，上周央行净投放1年期MLF2000亿元，超出市场预期。我们认为央行此举主要为了平滑前期信用债违约和临近年底带来的资金面紧张情况，货币政策短期仍将维持平稳。
- 权益市场：预计四季度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，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月制造业、建筑业、服务业PMI均较10月上行

11月中国制造业PMI为52.1%，前值51.4%。11月中国非制造业PMI为56.4%，前值56.2%。综

合PMI指数由55.3%升至55.7%。

南华综合指数环比增速由2.3%降至1%，其中金属、工业品、能化分别上行2.5%、1.9%、1.9%，贵金属、农产品分别下行1.1%、1.2%。上周水泥价格环比增速由0.5%降至0.03%，表现符合季节性。螺纹钢价格环比回落（由-0.13%降至-1.5%），符合季节性。螺纹钢库存增速由-7.7%升至-5.3% 。

地产销售方面，上周地产销售四周移动平均增速由9%续降至-0.14%。土地出让方面，土地出让面积增速继续下行但是成交溢价率四周移动平均较前周继续上行。

生产方面，11月发电量增速整体由6.2%升至8.2%，与9月同比增速相当。开工率方面，上周全国高炉开工率由67.3%降至66.9%，焦化厂开工率基本维稳于87.3%。两者同比多增均较前周有所下行。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：11月制造业、建筑业、服务业PMI均较10月上行。其中，内外需延续扩张推动制造业PMI由51.4%进一步升至52.1%。从出厂价格指数和原材料购进价格指数表现，并结合分行业PMI数据看，短期经济特别是上中游周期类相关行业景气度继续向好。11月出厂价格指数和原材料购进价格指数分别由53.2%、58.8%升至56.5%、62.6%。在短期内外需延续改善背景下，我们预计四季度GDP增速将恢复至潜在增速附近。根据10月月度宏观经济数据对GDP分项的拟合，我们认为10月GDP增速可能在5.6%附近。政策面上，银保监会主席郭树清在《完善现代金融监管体系》指出“房地产是现阶段我国金融风险方面最大的灰犀牛”。

2、通货膨胀：预计11月CPI同比增速-0.3%，较上月回落0.8个百分点；PPI环比增速0.4%，同比增速-1.7%，较上月跌幅收窄0.4个百分点

11.21-11.27号农产品价格环比增速由0%升至0.8%，表现略强于季节性。前周猪肉价格（商务部口径）环比增速由-0.1%升至0.9%，同比增速由-17%升至-9%。前周蔬菜价格（商务部口径）环比由-0.4%升至1.5%，同比增速基本维稳于12%。

点评：预计11月CPI同比增速-0.3%，较上月回落0.8个百分点；PPI环比增速0.4%，同比增速-1.7%，较上月跌幅收窄0.4个百分点。

3、流动性：上周央行净投放1年期MLF2000亿元，超出市场预期。我们认为央行此举主要为了平滑前期信用债违约和临近年底带来的资金面紧张情况，货币政策短期仍将维持平稳

上周央行净投放资金2000亿元，其中7天逆回购到期4300亿元，全部续作7天逆回购。并额外实施MLF投放资金2000亿元（对于此次投放MLF，央行公告称为维护月末流动性平稳，此外，央行将于12月15日开展中期借贷便利（MLF）操作，具体操作金额将根据市场需求等情况确

定）。上周7天回购定盘利率周均值由2.8%降至2.17%，R007周均值由2.8%降至2.24%，DR007由2.3%降至2%。

上周人民币汇率中间价均值基本维稳于6.57，离岸汇率周均值由6.57升至6.55，上周五两者分别已经升至6.55和6.52。

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3444.58点，上涨1.06%，深证成指报收14026.66点，上涨2.45%，中小板指上涨2.72%，创业板指上涨4.27%。

分行业来看，30个中信一级行业中21个行业上涨，其中医药、传媒、食品饮料分别上涨5.67%、3.76%、3.74%，9个行业下跌，其中煤炭、房地产、汽车分别下跌1.76%、1.58%、1.48%。

图 1：主要指数表现

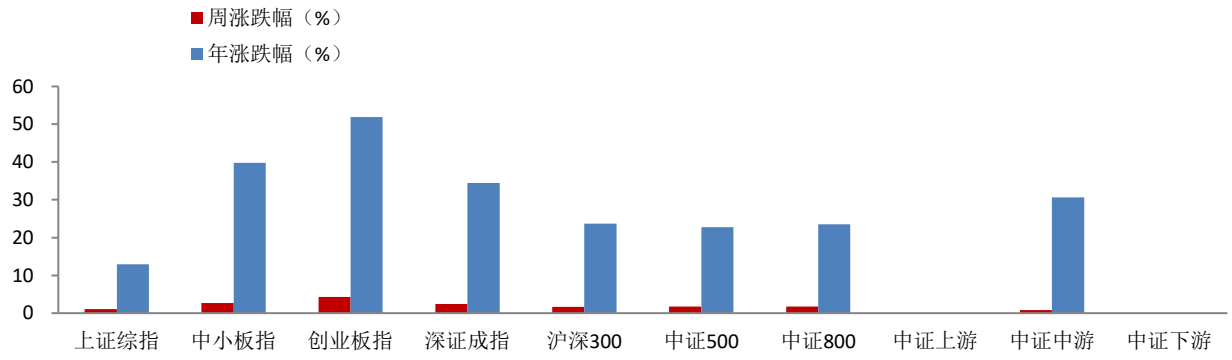
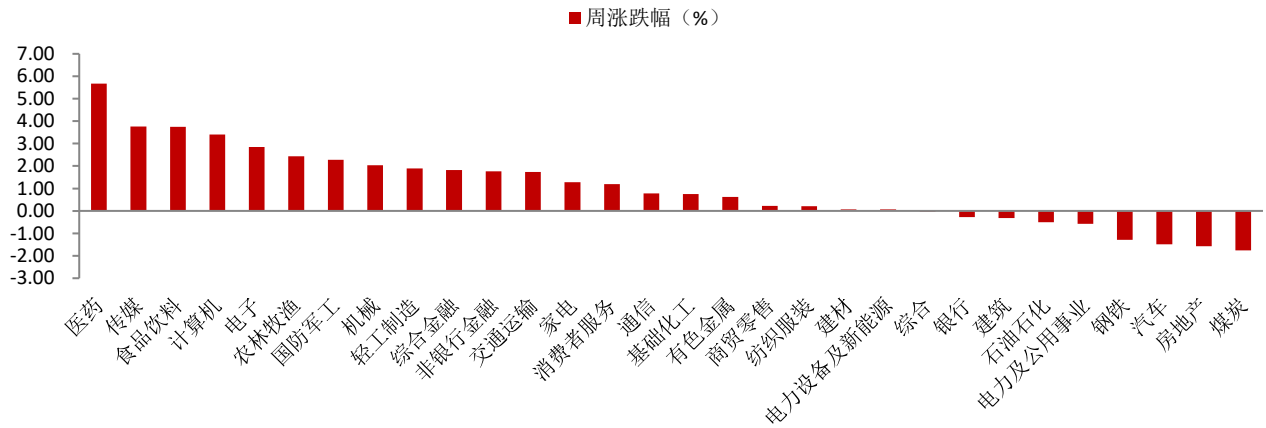


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年11月30日至2020年12月4日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.87%，较前一周上涨0.09%；三年期国债收益率3.03%，较前一周上涨0.20%；十年期国债收益率3.27%，较前一周上涨0.36%。一年期国开债收益率3.01%，较前一周上涨0.12%；三年期国开债收益率3.26%，较前一周上涨0.21%；十年期国开债收益率3.71%，较前一周上涨0.38%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.46%，较前一周上涨0.14%；五年期AAA最新收益率3.96%，较前一周上涨0.48%；一年期AA+最新收益率3.73%，较前一周上涨0.15%；五年期AA+最新收益率4.27%，较前一周上涨0.30%；一年期AA最新收益率3.99%，较前一周上涨0.15%；五年期AA最新收益率4.66%，较前一周上涨0.39%；一年期城投债最新收益率3.90%，较前一周上涨0.15%；五年期城投债最新收益率4.43%，较前一周上涨0.27%。

图3：各类债券持有期收益率

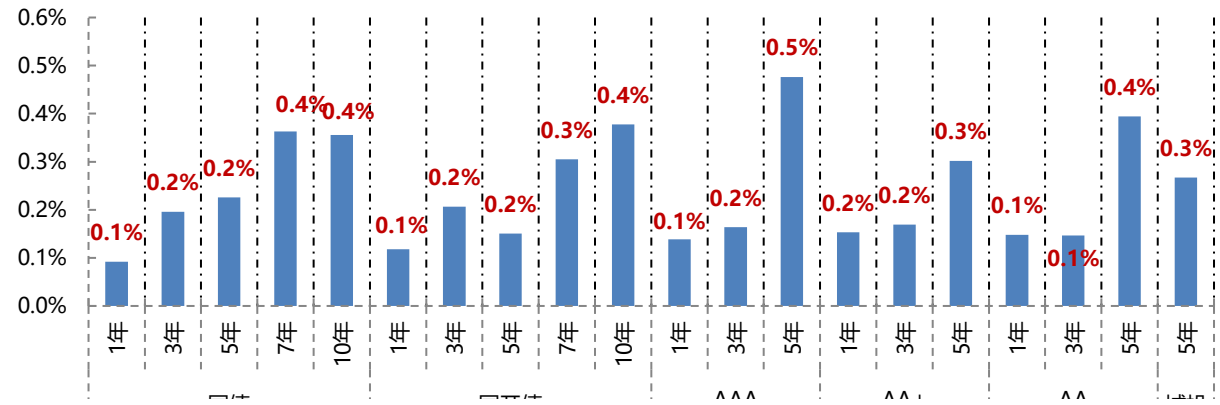
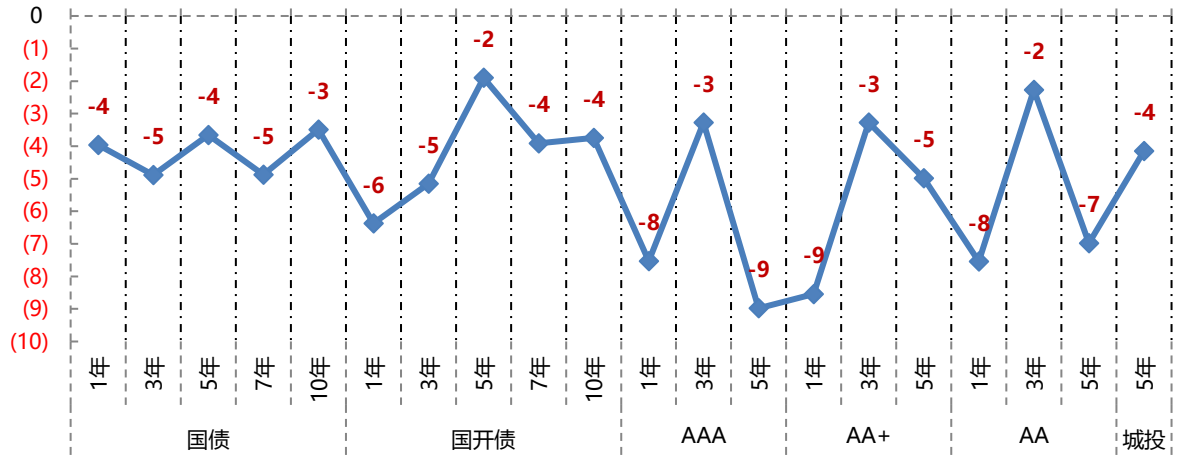


图4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理,数据区间为2020年11月30日至2020年12月4日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，11 月制造业、建筑业、服务业 PMI 均较 10 月上行。其中，内外需延续扩张推动制造业 PMI 由 51.4%进一步升至 52.1%。从出厂价格指数和原材料购进价格指数表现，并结合分行业 PMI 数据看，短期经济特别是上中游周期类相关行业景气度继续向好。11 月出厂价格指数和原材料购进价格指数分别由 53.2%、58.8%升至 56.5%、62.6%。在短期内外需延续改善背景下，我们预计四季度 GDP 增速将恢复至潜在增速附近。根据 10 月月度宏观经济数据对 GDP 分项的拟合，我们认为 10 月 GDP 增速可能在 5.6%附近。政策面上，银保监会主席郭树清在《完善现代金融监管体系》指出“房地产是现阶段我国金融风险方面最大的灰犀牛”。**通胀方面，**预计 11 月 CPI 同比增速-0.3%，较上月回落 0.8 个百分点；PPI 环比增速 0.4%，同比增速-1.7%，较上月跌幅收窄 0.4 个百分点。**流动性方面，**上周央行净投放 1 年期 MLF2000 亿元，超出市场预期，有助于缓解前期信用债违约和临近年底带来的资金面紧张情况。**人民币汇率方面，**上周人民币汇率较前周升值。

权益方面：上周 A 股主要指数均告上涨，北向资金净流入 245.4 亿元，市场日均成交额较前周回升，两融余额创新高，成交占比回升。基本面上，11 月 PMI 等数据印证目前基本面延续修复态势。货币政策方面，中国人民银行调查统计司原司长盛松成表示“当前远未达到收紧货币政策的条件”。金融监管方面，银保监会主席郭树清在《完善现代金融监管体系》文中指出，房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”。资本市场方面，证监会主席易会满表示十四五时期提高直接融资比重，要贯彻新发展理念，强化资本市场功能发挥畅通直接融资渠道，促进投融资协同发展，努力提高直接融资的包容度和覆盖面。科创板方面，上交所明确科创板公司可转债转股环节投资者适当性管理相关事项。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，预计四季度 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