2020.11.23-2020.11.27

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，10月工业企业利润增速明显上行，由10.1%升至28.2%。通货膨胀方面，初步预计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0.3%，同比增速-1.8%，较上月跌幅收窄0.3个百分点。流动性方面，上周央行净投放资金，月末资金面偏紧，货币市场利率有所上行。
- 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，价值性价比将边际提升。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：我们预计信用事件后的短期维稳过后货币政策重回紧平衡的概率较大，市场或仍缺乏机会。下一个重要的关注点是政治局会议与中央经济工作会议对宏观杠杆率的定调。我们认为信用环境转向收紧的窗口期已经临近。如果政治局会议与中央经济工作会议也提出要稳定宏观杠杆率或是更严格的表述，策略上可以考虑适度积极一些。目前仍建议维持相对中性的久期、控制超配幅度。

正文内容：

一、市场回顾

（一）宏观方面

1、经济增长：10月工业企业利润增速明显上行，由10.1%升至28.2%

根据统计局公布的数据，10月规模以上工业企业利润累计同比增速为0.7%，9月累计同比

增速-2.4%；10月单月工业企业利润增速28.2%，9月工业企业利润增速为10.1%。

南华综合指数环比增速由1.4%升至2.3%，其中能化、工业品、金属、农产品分别上行4.4%、3.4%、1.9%、0%，贵金属下行3.2%。上周水泥价格环比增速降至0.5%，表现符合季节性。螺纹钢价格环比回落（由0.73%降至-0.13%），符合季节性。钢材库存增速由-6.9%升至-5.6%，螺纹钢库存增速由-10.6%%升至-7.7% 。

地产销售方面，上周地产销售四周移动平均增速由10%回落至9%。土地出让方面，土地出让面积增速有所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月中旬，发电量同比增速由11月上旬的9.2%降至6.2%。开工率方面，上周全国高炉开工率维稳于67.3%，焦化厂开工率由86.2%升至87.4%。两者同比多增较前周维持相对平稳。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：10月工业企业利润增速明显上行，由10.1%升至28.2%。其中，营业收入增速维持平稳，推测投资收益上行、费用率下降是利润增速上行的主要拉动因素。统计局表示当月利润的高增长主要是去年同期基数较低、本月投资收益增加等因素共同作用的结果。剔除短期非经营因素影响后，10月利润增速与9月基本相当。11月高频中观数据显示生产端仍维持平稳，螺纹和水泥价格和库存显示建安需求仍然较强。政策方面，货币政策重提总闸门，强调下阶段将保持宏观杠杆率稳定，基调延续此前易纲行长以及刘国强副行长讲话。我们维持货币政策和信用扩张将向正常化回归的判断。此外，据证券时报，多家信托公司近日收到来自监管部门的窗口指导，要求严格压降融资类信托业务规模，保证完成此前设定的压降任务。

2、通货膨胀：初步预计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0.3%，同比增速-1.8%，较上月跌幅收窄0.3个百分点

11.14-11.20号农产品价格环比增速维稳于0%，基本符合季节性。前周猪肉价格（商务部口径）环比增速由-0.2%升至-0.1%，同比增速由-23%升至-17%。前周蔬菜价格（商务部口径）环比由-0.7%升至-0.4%，同比增速由10.7%升至12%。

点评：初步预计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0.3%，同比增速-1.8%，较上月跌幅收窄0.3个百分点。前周农产品价格环比维持平稳，表现符合季节性。

3、流动性：上周央行净投放资金，月末资金面偏紧，货币市场利率有所上行。金稳委会议后，永煤集团表示将先归还50%本金、剩余部分展期270天兑付。河南省领导表示没有想不还钱；市场关注的冀中能源并未违约，河北省领导表态绝对不会违约，国企信用债违约风险

暂时被控制

上周央行净投放资金1300亿元，其中7天逆回购到期3000亿元，实施7天逆回购4300亿元。上周7天回购定盘利率周均值由2.37%升至2.8%，R007周均值由2.5%升至2.8%，DR007由2.25%升至2.3%。

上周人民币汇率中间价均值维稳于6.57，离岸汇率周均值基本维稳于6.57。

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3408.31点，上涨0.91%，深证成指报收13690.88点，下跌1.17%，中小板指下跌1.17%，创业板指下跌1.80%。

分行业来看，30个中信一级行业中12个行业上涨，其中煤炭、银行、非银行金融分别上涨4.69%、4.46%、3.65%，18个行业下跌，其中家电、建材、医药分别下跌3.60%、3.17%、3.05%。

图 1：主要指数表现

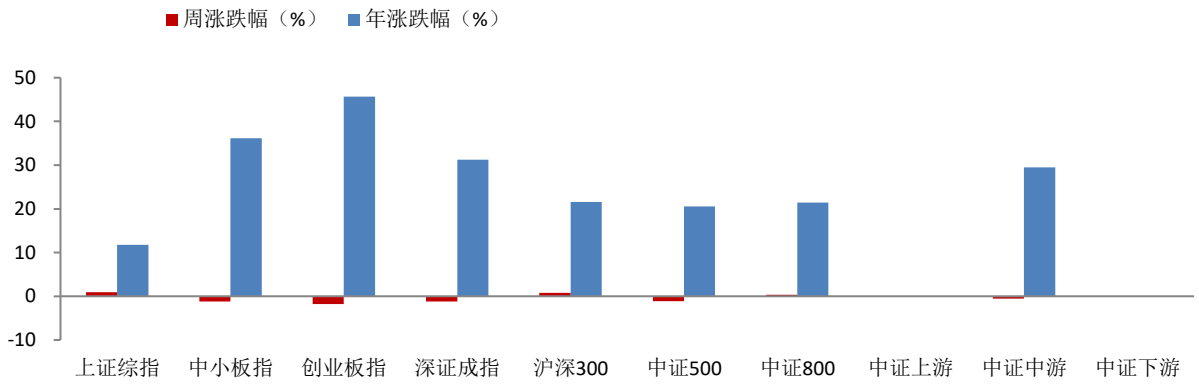
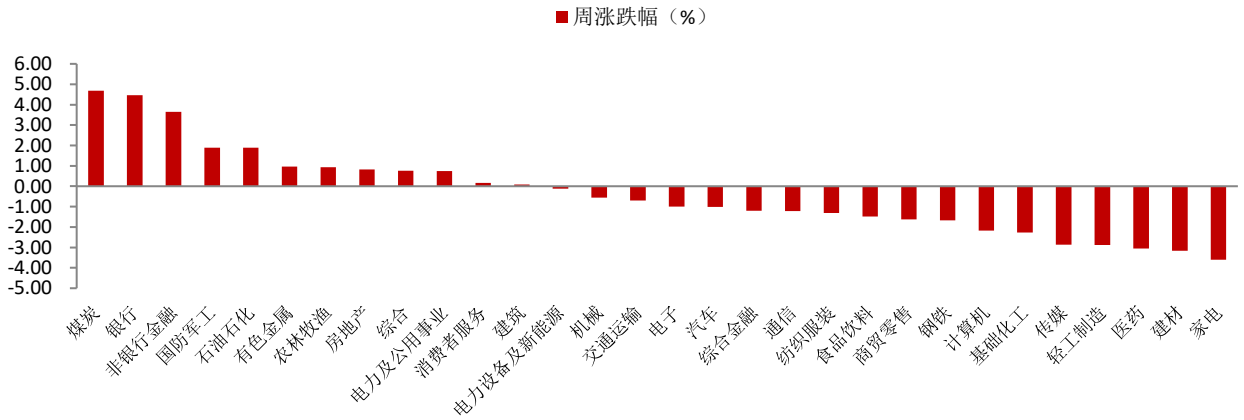


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年11月23日至2020年11月27日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.91%，较前一周上涨0.09%；三年期国债收益率3.08%，较前一周上涨0.16%；十年期国债收益率3.30%，较前一周上涨0.15%。一年期国开债收益率3.07%，较前一周上涨0.08%；三年期国开债收益率3.32%，较前一周上涨0.39%；十年期国开债收益率3.75%，较前一周上涨0.32%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.54%，较前一周上涨0.12%；五年期AAA最新收益率4.05%，较前一周上涨0.11%；一年期AA+最新收益率3.82%，较前一周上涨0.10%；五年期AA+最新收益率4.32%，较前一周上涨0.07%；一年期AA最新收益率4.07%，较前一周上涨0.07%；五年期AA最新收益率4.73%，较前一周上涨0.08%；一年期城投债最新收益率3.98%，较前一周上涨0.06%；五年期城投债最新收益率4.48%，较前一周上涨0.13%。

图 3：各类债券持有期收益率

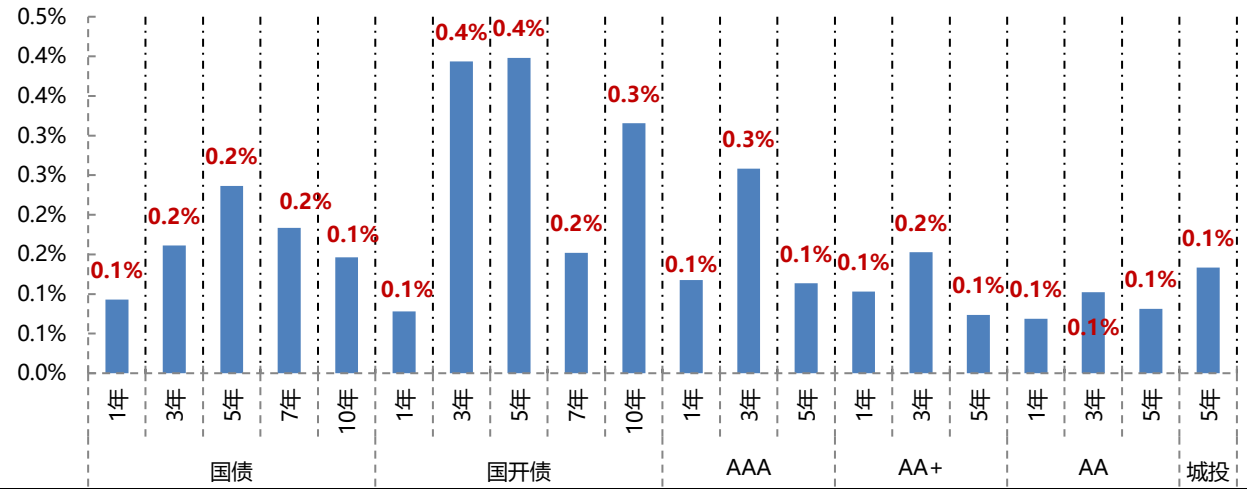
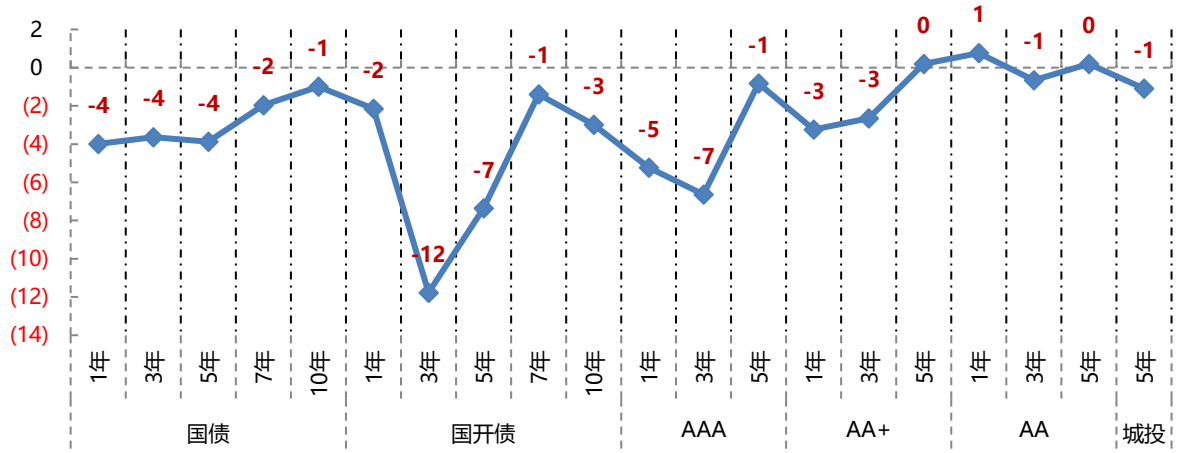


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2020 年 11 月 23 日至 2020 年 11 月 27 日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，10 月工业企业利润增速明显上行，由 10.1%升至 28.2%。其中，营业收入增速维持平稳，推测投资收益上行、费用率下降是利润增速上行的主要拉动因素。统计局也表示当月利润的高增主要是去年同期基数较低、本月投资收益增加等因素共同作用的结果。剔除短期非经营因素影响后，10 月利润增速与 9 月基本相当。11 月高频中观数据显示生产端仍维持平稳，螺纹和水泥价格和库存等数据显示建安需求仍然较强。**政策方面，**货币政策重提总闸门，强调下阶段将保持宏观杠杆率基本稳定，这一政策基调延续此前易纲行长以及刘国强副行长讲话精神。我们维持货币政策和信用扩张将向正常化回归的判断不变。此外，据证券时报，多家信托公司近日收到来自监管部门的窗口指导，要求严格压降融资类信托业务规模，保证完成此前设定的压降任务。**通胀方面，**初步预计 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 0.3%，同比增速-1.8%，较上月跌幅收窄 0.3 个百分点。前周农产品价格环比维持平稳，表现符合季节性。**流动性方面，**上周央行净投放资金，月末资金面偏紧，货币市场利率有所上行。金稳委会议后，永煤集团表示将先归还 50%本金、剩余部分展期 270 天兑付，国企信用债违约风险暂时被控制。**人民币汇率方面，**上周人民币汇率较前周维持平稳。**海外经济方面，**美联储 11 月议息会议纪要显示委员们认为如有必要可能提高购债速度或延长购债时间。

权益方面：上周主要指数涨跌不一，两市含科创板一周成交金额 4.07 万亿，日均成交额 8140 亿元，日均成交额较前周成交回升，上周北向资金净流入 168.51 亿元。上周 A 股主要指数涨跌不一，银行和周期股上涨较多，主要因为市场对经济复苏持乐观预期。这与大宗商品延续上涨相一致。上周 brent 油价上涨 7.43%，LME 铜上涨 3.13%。基本面上，10 月工业企业利润等数据印证目前基本面延续修复态势。**政策面上，**刘鹤撰文从科技创新、供需互动、金融支持、新型城镇化、提高收入水平、高水平对外开放六个方面详解加快构建“双循环”新发展格局的实施路径。商务部要求稳定和扩大汽车消费，提振家电家具消费，扩大进口商品消费，促进餐饮消费。 货币政策方面，央行发布第三季度中国货币政策执行报告称，下一阶段既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。金融监管方面，据证券时报，多家信托公司近日收到来自监管部门的窗口指导，要求严格压降融资类信托业务规模，保证完成此前设定的压降任务。海外方面，中美关系依然复杂。**市场展望方面，**随着美国大选逐步落地，并叠加国内相关经济和各项产业政策的陆续出台，以及经济继续修复，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，价值性价比将边际提

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：在信用收缩压力体现出来之前，消费驱动下的基本面改善仍然是市场主线，我们预计信用事件后的短期维稳过后货币政策重回紧平衡的概率较大，市场或仍缺乏机会。下一个重要的关注点是政治局会议与中央经济工作会议对宏观杠杆率的定调。三季度货币政策执行报告重提把好货币供应总闸门和保持宏观杠杆率基本稳定，与易行长近期表态一致，结合四季度吹风会上刘国强副行长和孙司长对信用支持政策退出的讨论，我们认为信用环境转向收紧的窗口期已经临近。如果政治局会议与中央经济工作会议也提出要稳定宏观杠杆率或是更严格的表述，策略上可以考虑适度积极一些。目前仍建议维持相对中性的久期、控制超配幅度。

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