2020.11.16-2020.11.20

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，10月工业增加值同比6.9%，与9月持平。10月税收收入同比增速由8%升至11.2%。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，上周初央行超额续作MLF稳定资金面，周中实现逆回购小幅净回笼，全周资金净投放；货币市场利率周均值较前周小幅下行但仍高于政策利率。
- 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：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：10月工业增加值同比6.9%，与9月持平。10月税收收入同比增速由8%升至11.2%。这些与10月PMI生产分项指标均表明当前企业生产端延续改善

10月规模以上工业增加值同比6.9%，预期6.5%，前值6.9%。1-10月城镇固定资产投资1.8%，预期1.8%，前值0.8%。10月社会消费品零售总额当月同比4.3%，预期5.2%，前值3.3%。10月城镇调查失业率5.3%，前值5.4%。

南华综合指数环比增速由2.7%降至1.4%，其中金属、工业品、能化、农产品分别上行2.4%、1.9%、1.4%、0.8%，贵金属下行0.97%。上周水泥价格环比增速基本维稳于0.7%，表现符合季节性。螺纹钢价格环比回落（由4.9%降至0.73%），符合季节性。钢材库存增速由-6%降至-8%，螺纹钢库存增速由-9%降至-11%。

地产销售方面，上周地产销售四周移动平均增速由8%续升至10%。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有所上行。

生产方面，11月上旬，发电量同比增速由10月下旬的1.8%升至9.2%。开工率方面，上周全国高炉开工率由67.4%微降至67.3%，焦化厂开工率由87.4%降至86.2%。前者同比多增有所上行而后者有所走弱。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：10月工业增加值录得6.9%，与9月持平，与PMI生产分项相一致。10月税收收入增速由8%升至11.2%。在PPI同比增速维持平稳的环境下，税收收入增速的回升也反映了企业生产端延续向上修复的态势。需求端，出口延续强劲，建安投资维持高位，消费继续修复。往后看，维持四季度经济将延续复苏至潜在增速附近的判断不变。其中，消费特别是服务类消费仍存回补需求，带动消费增速继续回升。出口增速在全球需求回升而海外生产恢复相对落后的环境下短期仍将维持强劲。地产投资和基建投资短期尚有支持。根据财政部在国务院吹风会上的讲话，基建投资短期回升与财政资金错配问题得到一定程度解决有关。事实上，10月财政支出中与基建相关支出也出现了明显回升。制造业投资低位回升并仍存结构性亮点。

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

11.7-11.13号农产品价格环比增速由-0.3%升至0%，表现转为符合季节性。前周猪肉价格（商务部口径）环比增速由0.3%降至-0.2%，同比增速基本维稳于-23%。上周蔬菜价格（商务部口径）环比由-1.5%升至-0.7%，同比增速由12.2%降至10.7%。

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。

3、流动性：上周初央行超额续作MLF稳定资金面，上周中实现逆回购小幅净回笼，上周全周资金净投放；货币市场利率周均值较前周小幅下行但仍高于政策利率。信用债违约影响

仍在发酵，信用利差继续上行，长端国债收益率小幅上行。

上周央行净投放资金3500亿元，其中7天逆回购到期5500亿元，实施7天逆回购3000亿元。实施MLF操作8000亿元，净投放MLF资金6000亿元。上周7天回购定盘利率周均值由2.75%降至2.37%，R007周均值由2.8%降至2.5%，DR007由2.44%降至2.25%。

上周人民币汇率中间价均值由6.61降至6.5，离岸汇率周均值由6.6降至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3377.73点，上涨2.04%，深证成指报收13852.42点，上涨0.71%，中小板指下跌0.10%，创业板指下跌1.47%。

分行业来看，30个中信一级行业中25个行业上涨，其中有色金属、国防军工、钢铁分别上涨6.28%、4.30%、4.16%，5个行业下跌，其中医药、电子、消费者服务分别下跌1.43%、1.33%、0.81%。

图 1：主要指数表现

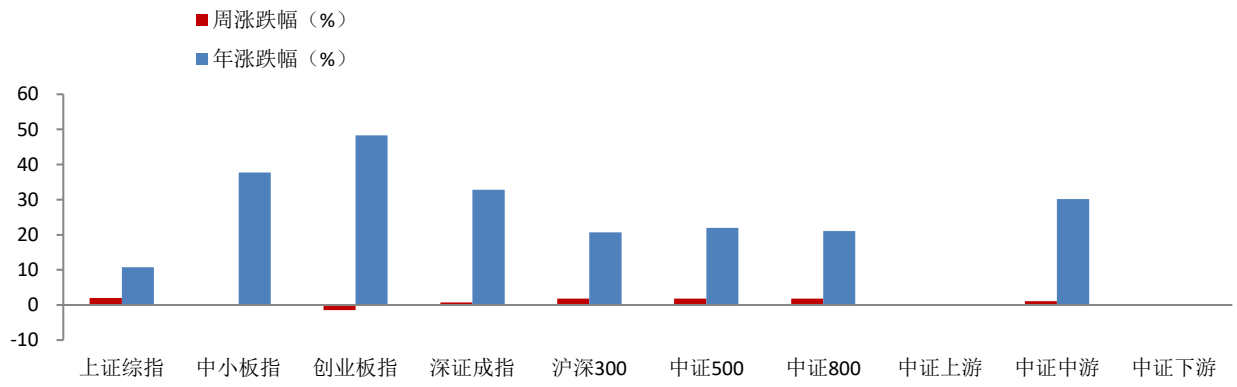
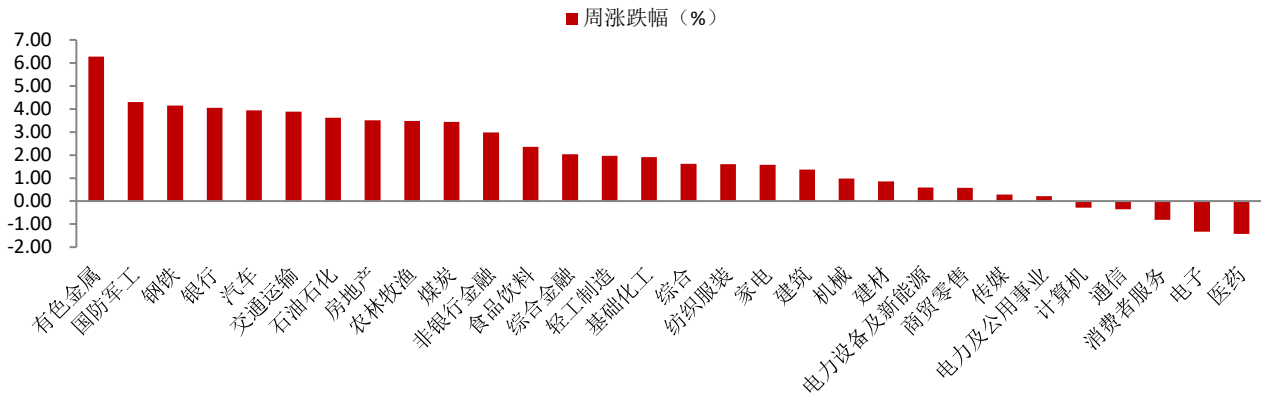


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年11月16日至2020年11月20日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.95%，较前一周下跌0.05%；三年期国债收益率3.12%，较前一周下跌0.27%；十年期国债收益率3.31%，较前一周下跌0.26%。一年期国开债收益率3.09%，较前一周下跌0.09%；三年期国开债收益率3.43%，较前一周下跌0.26%；十年期国开债收益率3.78%，较前一周下跌0.44%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.59%，较前一周下跌0.09%；五年期AAA最新收益率4.06%，较前一周上涨0.10%；一年期AA+最新收益率3.85%，较前一周下跌0.17%；五年期AA+最新收益率4.32%，较前一周下跌0.17%；一年期AA最新收益率4.06%，较前一周下跌0.25%；五年期AA最新收益率4.73%，较前一周下跌0.37%；一年期城投债最新收益率3.96%，较前一周下跌0.22%；五年期城投债最新收益率4.49%，较前一周下跌0.12%。

图3：各类债券持有期收益率

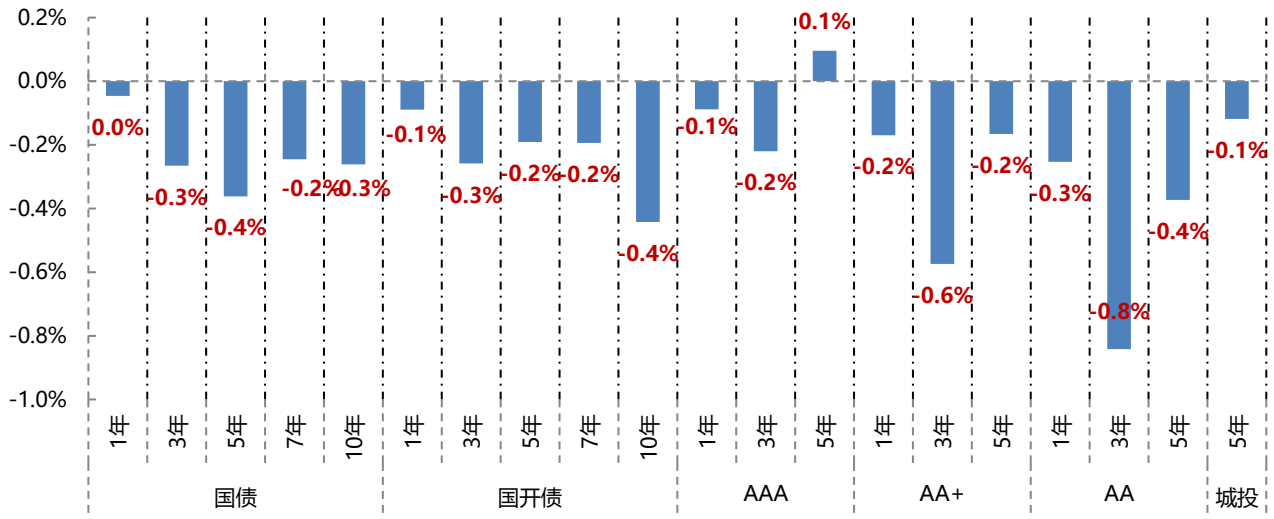
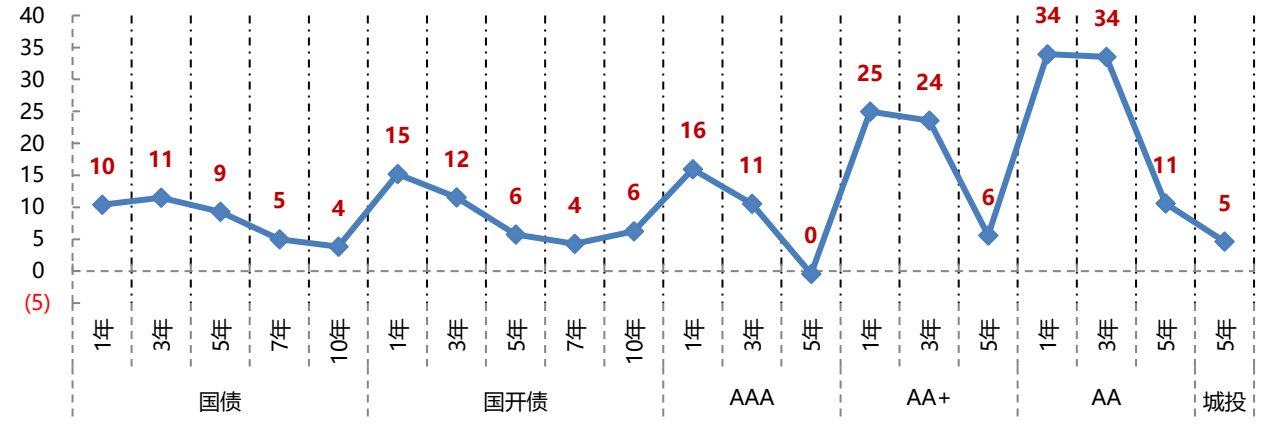


图4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理,数据区间为2020年11月16日至2020年11月20日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，10 月工业增加值同比 6.9%，与 9 月持平。10 月税收收入同比增速由 8%升至 11.2%。这些与 10 月 PMI 生产分项指标均表明当前企业生产端延续改善。需求面上，10 月出口延续强劲表现，建安投资维持高位，消费继续修复。我们维持四季度经济将延续复苏至潜在增速附近的判断不变。分结构看，消费特别是服务类消费仍存回补需求，并将带动消费增速继续回升。出口增速在海外生产恢复仍面临疫情影响的情况下短期仍将维持强劲。根据财政部近期表态推测，短期基建投资回升与近期财政资金错配问题得到一定程度缓解有关。可以看到 10 月财政支出中与基建相关支出也出现了明显回升。为此预计基建投资短期也有望维持平稳。制造业投资有望低位回升，较高的地产投资增速仍有一定支撑。**政策方面，**习近平总书记在 APEC 领导人会议上提到中国积极考虑加入 CPTPP。上周金稳委会议指出“近期违约个案有所增加，是周期性、体制性、行为性因素相互叠加的结果。要坚持稳中求进工作总基调，按照市场化、法治化、国际化原则，处理好促发展与防风险的关系，推动债券市场持续健康发展。”**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。**流动性方面，**上周初央行超额续作 MLF 稳定资金面，周中实现逆回购小幅净回笼，全周资金净投放；货币市场利率周均值较前周小幅下行但仍高于政策利率。信用债违约影响仍在发酵，一级市场部分债权取消发行，二级市场信用利差继续上行，长端国债收益率小幅上行。**人民币汇率方面，**上周人民币汇率延续升值。

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 3.96 万亿，日均成交额 7920 亿元，日均成交额较前周成交回落。上周北向资金净流入 55.1 亿元。上周银行和周期股上涨较多，主要受疫苗正面消息提振市场经济复苏预期等影响。与之相应的，上周大宗商品价格整体上涨，brent 油价上涨 5.8%，LME 铜上涨 4%。**基本面上，**10 月工业增加值等数据印证目前基本面延续修复态势。**政策面上，**国常会指出要扩大汽车消费，开展新一轮汽车下乡和以旧换新；促进家电家具家装消费。**国际贸易方面，**习近平总书记表示中方将积极考虑加入 CPTPP，商务部表示中方愿与日韩加快推进中日韩自贸协定谈判，打造“RCEP+”的自贸协定。**货币政策方面，**中国人民银行行长易纲表示趋势上看中国的宏观杠杆率还有可能上升，宏观调控的任务就是使杠杆率尽量保持稳定。央行金融研究所所长周诚君表示我国目前市场利率水平低于自然利率均衡水平，个人认为并没有多少空间去降低利率。**金融监管方面，**郭树清发表署名文章《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》，表示要尽最大可能提早处置不良资产。上周金稳会会议要求提高牢牢守住不发生系统性风险的底线。**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：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。结合李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