2020.11.09-2020.11.13

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，10 月新增社融扩张边际放缓，财政资金闲置问题仍然存在。通货膨胀方面，猪价回落拖累 10 月 CPI 同比增速由 1.7%进一步降至 0.5%。流动性方面，上周央行净投放资金，货币市场利率明显上行，部分受到信用债市场波动影响。

- 权益市场：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。

- 固定收益市场：债券市场目前难以看到明确的机会，不过相对中期的维度上没必要对市场过于悲观。国内政策再平衡与信用周期的转向，消费恢复面临的一些结构性问题，临时性因素消退后供应替代对出口支撑的减弱等都可能对经济复苏的持续性构成挑战，这些因素未来是否会成为经济以及市场的主线需要密切的关注和评估。短期而言建议策略相对中性，控制久期超配幅度。

正文内容：

一、市场回顾

（一）宏观方面

1、经济增长：10月新增社融扩张边际放缓，财政资金闲置问题仍然存在。

10月社会融资规模增量为14200亿元，预期14000亿元，前值34800亿元。9月新增人民币贷款为6898亿元，预期7943亿元，前值19000亿元。10月M2货币供应同比10.5%，前值10.9%。

南华综合指数环比增速由-0.8%升至2.7%，其中工业品、能化、金属品、农产品分别上行3%、2.6%、2.6%、0.65%，贵金属下行1%。上周水泥价格环比增速由0.7%降至0.6%，表现符合季节性。螺纹钢价格环比回升（由2.3%升至4.9%），超过季节性。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3%回升至8%。土地出让方面，土地出让面积增速与成交溢价率四周移动平均较上周有所回升。

开工率方面，上周全国高炉开工率由67.1%升至67.4%，焦化厂开工率由88%降至87.4%。两者同比多增均有所下行。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：10月新增社融扩张边际放缓，财政资金闲置问题仍然存在。分结构数据显示融资需求仍然较强，供给是信用扩张放缓的主要因素。10月全社会用电量增速稳中略落（由9月的7.2%小幅下行至6.6%）。10月建安类工业品价格表现相对较弱，不过11月以来螺纹表观需求和价格明显回升，结合财政部表示近期“钱等项目”的问题已经得到初步解决，预计随着后续财政资金下拨，短期M2和政府相关支出将得到一定支撑。我们推测短期建安投资或仍有支撑，中期需关注信用收紧带来的的回落压力。此外，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）签署仪式15日以视频方式进行，15个RCEP成员国经贸部长将在仪式上正式签署该协定。

2、通货膨胀：猪价回落拖累10月CPI同比增速由1.7%进一步降至0.5%

10.31-11.6号农产品价格环比增速由-0.9%升至-0.3%，表现依然弱于季节性。前周猪肉价格（商务部口径）环比增速由-3.5%升至0.3%，同比增速由-23%微降至-24%。前周蔬菜价格（商务部口径）环比由1.1%降至-1.5%，同比增速由14.5%降至12.2%。

点评：猪价回落拖累10月CPI同比增速由1.7%进一步降至0.5%。分结构看，核心CPI维持平稳，消费需求回暖推动服务类CPI继续上行，房租跌幅小幅收窄。10月PPI同比增速维持平稳，油价、黑色和非金融矿物品价格均有所回落。预计短期CPI同比增速将延续下行，PPI同比增速将延续温和上行。

3、流动性：上周央行净投放资金，货币市场利率明显上行，部分受到信用债市场波动影响。近期信用债市场波动加剧，短期关注固定收益类产品赎回等流动性压力，中期关注信用收缩情况

上周央行净投放资金2300亿元，其中7天逆回购到期3200亿元，实施7天逆回购5500亿元。上周7天回购定盘利率周均值由2.3%升至2.75%，R007周均值由2.4%升至2.8%，DR007由2.2%升至2.44%。上周货币市场利率上行，一定程度受到信用债市场大幅波动的影响。

上周人民币汇率中间价均值由6.68降至6.61，离岸汇率周均值由6.64降至6.6。

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3310.10点，下跌0.06%，深证成指报收13754.55点，下跌0.61%，中小板指下跌1.99%，创业板指下跌0.96%。

分行业来看，30个中信一级行业中13个行业上涨，其中石油石化、钢铁、建材分别上涨3.99%、3.72%、3.58%，17个行业下跌，其中汽车、传媒、商贸零售分别下跌3.60%、2.39%、1.70%。

图 1：主要指数表现

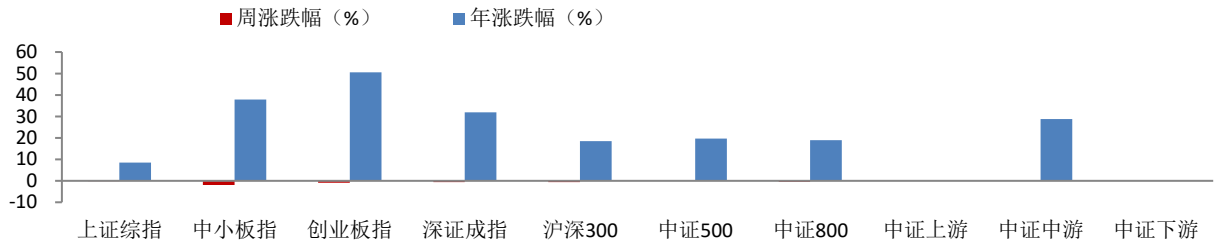
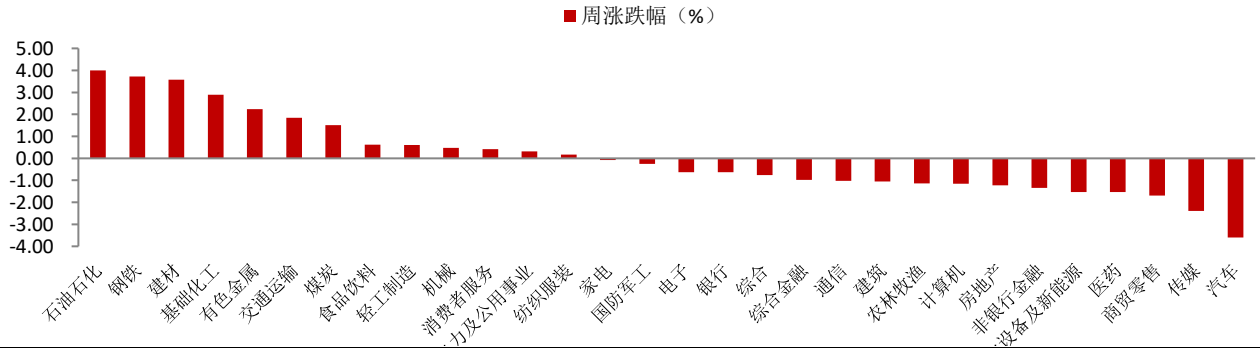


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年11月9日至2020年11月13日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.85%，较前一周下跌0.01%；三年期国债收益率3.01%，较前一周下跌0.04%；十年期国债收益率3.27%，较前一周下跌0.49%。一年期国开债收益率2.94%，较前一周下跌0.04%；三年期国开债收益率3.32%，较前一周下跌0.15%；十年期国开债收益率3.71%，较前一周下跌0.26%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.43%，较前一周下跌0.10%；五年期AAA最新收益率4.07%，较前一周下跌0.46%；一年期AA+最新收益率3.60%，较前一周下跌0.13%；五年期AA+最新收益率4.27%，较前一周下跌0.49%；一年期AA最新收益率3.72%，较前一周上下跌0.12%；五

年期AA最新收益率4.63%，较前一周下跌0.48%；一年期城投债最新收益率3.66%，较前一周下跌0.11%；五年期城投债最新收益率4.44%，较前一周下跌0.44%。

图 3：各类债券持有期收益率

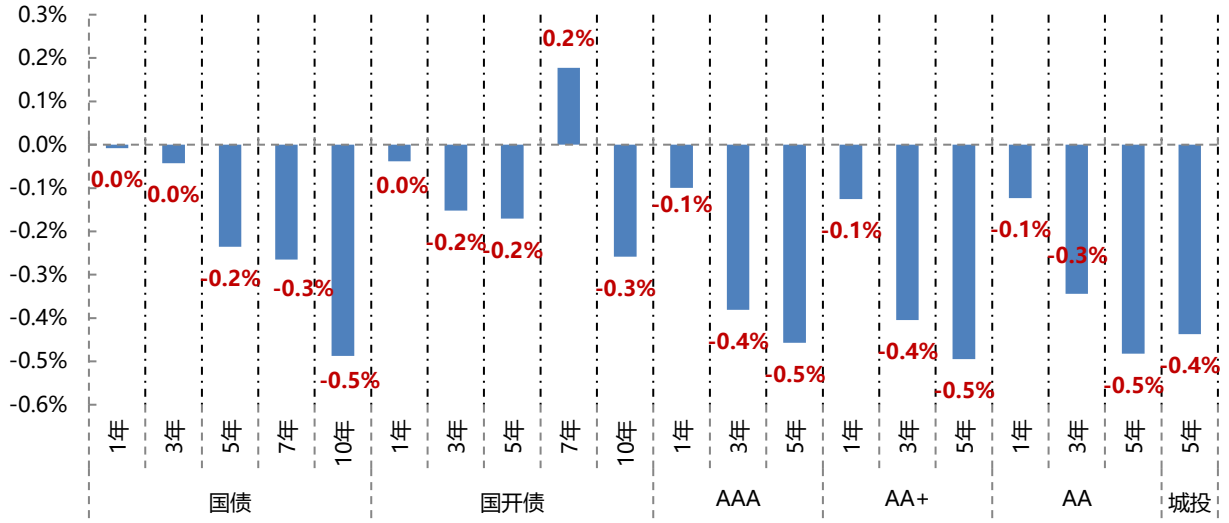
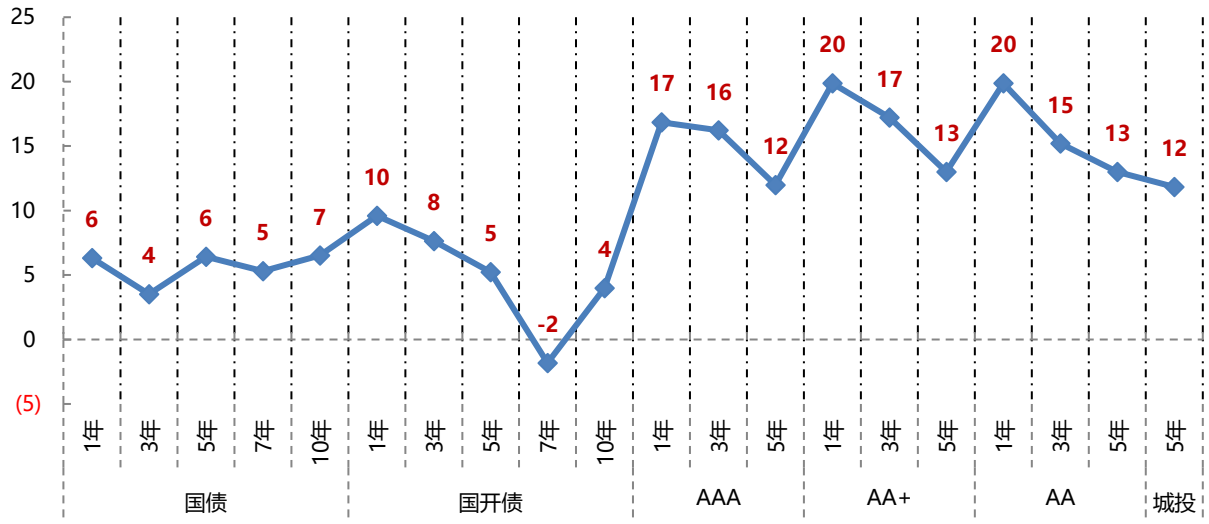


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理,数据区间为 2020 年 11 月 9 日至 2020 年 11 月 13 日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，10 月新增社融扩张边际放缓，财政资金闲置问题仍然存在。分结构数据显示融资需求仍然较强，供给是信用扩张放缓的主要因素。10 月全社会用电量增速稳中略落（由 9 月的 7.2%小幅下行至 6.6%）。10 月建安类工业品价格表现相对较弱，不过 11 月

以来螺纹表观需求和价格明显回升，结合财政部表示近期“钱等项目”的问题已经得到初步解决，预计随着后续财政资金下拨，短期 M2 和政府相关支出将得到一定支撑。我们推测短期建安投资或仍有支撑，中期需关注信用收紧带来的的回落压力。此外，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）签署仪式 15 日以视频方式进行，15 个 RCEP 成员国经贸部长将在仪式上正式签署该协定。**通胀方面，**猪价回落拖累 10 月 CPI 同比增速由 1.7%进一步降至 0.5%。分结构看，核心 CPI 维持平稳，消费需求回暖推动服务类 CPI 继续上行，房租跌幅小幅收窄。10 月 PPI 同比增速维持平稳，油价、黑色和非金融矿物品价格均有所回落。预计短期 CPI 同比增速将延续下行，PPI 同比增速将延续温和上行。**流动性方面，**上周央行净投放资金，货币市场利率明显上行，部分受到信用债市场波动影响。近期信用债市场波动加剧，短期关注固定收益类产品赎回等流动性压力，中期关注信用收缩情况。**人民币汇率方面，**上周人民币汇率延续升值。**海外经济方面，**高频数据显示美欧经济增长动能都有所放缓，欧盟就 7500 亿复苏基金达成共识。

权益方面:上周主要指数除中证500外均告下跌，两市含科创板一周成交金额4.3万亿，日均成交额8600亿元，日均成交额较前周成交回升。上周北向资金净流入92.13亿元。基本面上，10月社融数据印证目前基本面延续修复态势。政策面上，浦东开发开放30周年庆祝大会隆重举行，习近平表示党中央正在研究制定《关于支持浦东新区高水平改革开放、打造社会主义现代化建设引领区的意见》。货币政策方面，财政部原部长楼继伟表示中国已经到了研究宽松货币政策有序退出的时候。国际贸易方面，上周中国、日本、澳大利亚等15个亚太国家计划在周末东盟峰会结束之前签署区域全面经济伙伴关系(RCEP)协议。上周对资本市场影响较直接的事件主要有，一是市场监管总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，二是国内信用债风险加剧。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：从9月的PMI和近期高频数据来看，经济恢复的主要驱动因素从社融-地产基建链条、出口链条向消费链条切换。虽然经济恢复的斜率大概率将较地产基建和出口驱动的阶段放缓，但在政策进一步转向防风险、信用周期转向收紧，以及造成出口份额上升的临时性

因素明显消退之前，短期内经济在消费带动下继续恢复的方向仍将延续。从近期官方表态来看，短期内货币政策将继续保持中性。DR007中枢向逆回购利率回归的过程已经基本到位，央行通过MLF增加中长期流动性投放，平抑存单利率上行压力，但四季度结构性存款压降、同业存单到期压力仍然较大，叠加年底季节性因素的扰动，资金面分层压力难以实质性缓解。综合考虑到国内基本面所处的状态、资金面和理财转型等不稳定因素，债券市场目前难以看到明确的机会。不过相对中期的维度上没必要对市场过于悲观，国内政策再平衡与信用周期的转向，消费恢复面临的一些结构性问题，临时性因素消退后供应替代对出口支撑的减弱等都可能对经济复苏的持续性构成挑战，这些因素未来是否会成为经济以及市场的主线需要密切的关注和评估。短期而言建议策略相对中性，控制久期超配幅度。

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）