2020.10.19-2020.10.23

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，三季度 GDP 较二季度进一步上行至 4.9%。通货膨胀方面，初步预计 10 月 CPI 同比增长 0.6%，较上月回落 1.1 个百分点；PPI 环比增长 0%，同比增长-2.1%，与上月持平。流动性方面，上周向市场净投放资金，货币市场利率小幅上行；10 月 LPR 报价不变。
- 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，重点关注经济复苏背景下顺周期低估值板块的阶段性机会，在估值和业绩的平衡中关注可选消费、消费电子、新能源汽车、医药等投资机会，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：三季度GDP较二季度进一步上行至4.9%

3季度GDP当季同比4.9%，预期5.2%，前值3.2%。9月规模以上工业增加值同比6.9%，预期5.8%，前值5.6%。1-9月城镇固定资产投资0.8%，前值-0.3%。9月社会消费品零售总额当月同

比3.3%，预期1.6%，前值0.5%。9月城镇调查失业率5.4%，前值5.6%。

南华综合指数环比增速由0.3%回升至0.37%，其贵金属下行0.15%，能化、工业品、金属、农产品分别上行1%、0.6%、0.24%、0.03%。上周水泥价格环比增速续升至1.7%，表现略强于季节性。螺纹钢价格环比下行（由0.5%降至-0.07%），略低于季节性。钢材库存增速由-5.4%升至-5%，螺纹钢库存增速由-6.5%升至-6%。地产销售方面，上周地产销售四周移动平均增速由4.4%回升至9.2%。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均较上周维持相对平稳。

生产方面，10月中旬发电量日均同比增速由4%回升至6.7%。开工率方面，上周全国高炉开工率由68.2%升至68.4%，焦化厂开工率由87.9%升至89%。两者同比多增亦均有所上行。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：在海外经济恢复及国内逆周期政策托底背景下，三季度GDP较二季度进一步上行至4.9%。9月工业增加值同比增速由5.6%进一步升至6.9%，已略高于疫情前水平。需求端，消费上行明显，出口以及投资均维持相对平稳。预计四季度中国经济增长还将延续改善势头，并逐步接近潜在产出水平。就经济环比改善的情况看，国内经济恢复最快的阶段已经过去，四季度环比改善将进一步放缓。具体来看：一是海外经济恢复将支撑出口维持中高个位数增长。二是国内前期宽信用效果仍在显现，投资还将对经济带来支撑，但信用最宽松阶段正在过去，地产和基建投资对经济的拉动力也将随政策态度变化而面临减弱压力。三是均值回归力量将推动消费继续回升，不过修复幅度仍受就业和收入恢复程度等影响。四是制造业投资可能成为经济的结构性亮点。10月21日中国人民银行行长易纲在2020金融街论坛上发表讲话强调货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，并再提把好货币供给总闸门和宏观杠杆率长期维持在合理轨道。我们认为疫情冲击过后经济逐渐恢复，货币政策回归正常化，信用扩张也将有所收敛。按照“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”的原则，预计2021年社融增速约为10.7%左右（预计2020年社融增速13.5%左右）。

2、通货膨胀：初步预计10月CPI同比增长0.6%，较上月回落1.1个百分点；PPI环比增长0%，同比增长-2.1%，与上月持平

10.10-10.16号农产品价格环比增速由-0.5%降至-1.8%，表现弱于季节性。前周猪肉价格（商务部口径）环比增速由-3.1%降至-4%，同比增速降至0.2%。前周蔬菜价格（商务部口径）环比由-0.2%降至-2.1%，同比增速由20%降至18%。

点评：初步预计10月CPI同比增长0.6%，较上月回落1个百分点；PPI环比增长0%，同比增长-2.1%，与上月持平。

3、流动性：上周向市场净投放资金，货币市场利率小幅上行；10月LPR报价不变

上周央行净投放资金2200亿元，其中7天逆回购到期1000亿元，实施7天逆回购3200亿元。LPR连续6个月按兵不动。10月1年期LPR报3.85%，5年期以上品种报4.65%，均与上次持平。上周7天回购定盘利率周均值由2.17%升至2.3%，R007周均值由2.25%升至2.4%，DR007由2.07%升至2.23%。

上周人民币汇率中间价均值由6.73降至6.68，离岸汇率周均值由6.72降至6.66。

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3278.00点，下跌1.75%，深证成指报收13128.46点，下跌2.99%，中小板指下跌2.82%，创业板指下跌4.54%。

分行业来看，30个中信一级行业中2个行业上涨，其中银行、汽车分别上涨2.13%、1.38%，28个行业下跌，其中医药、农林牧渔、国防军工下跌6.40%、5.58%、5.47%。

图 1：主要指数表现

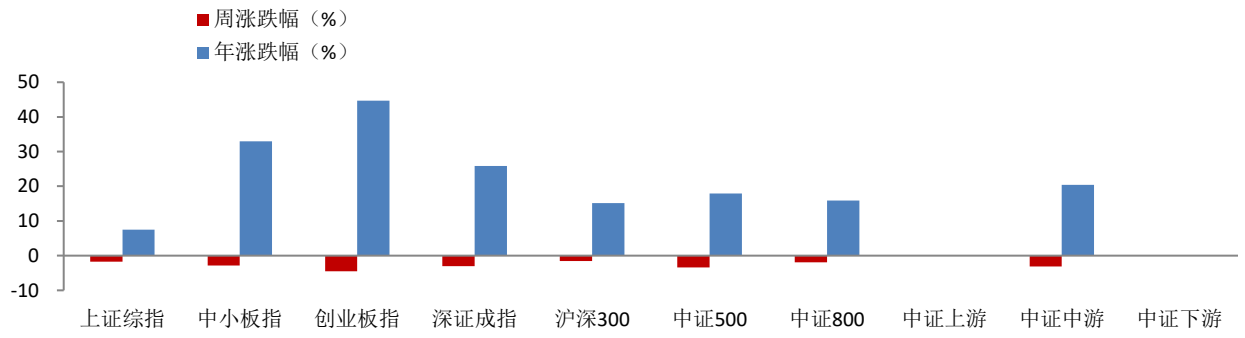
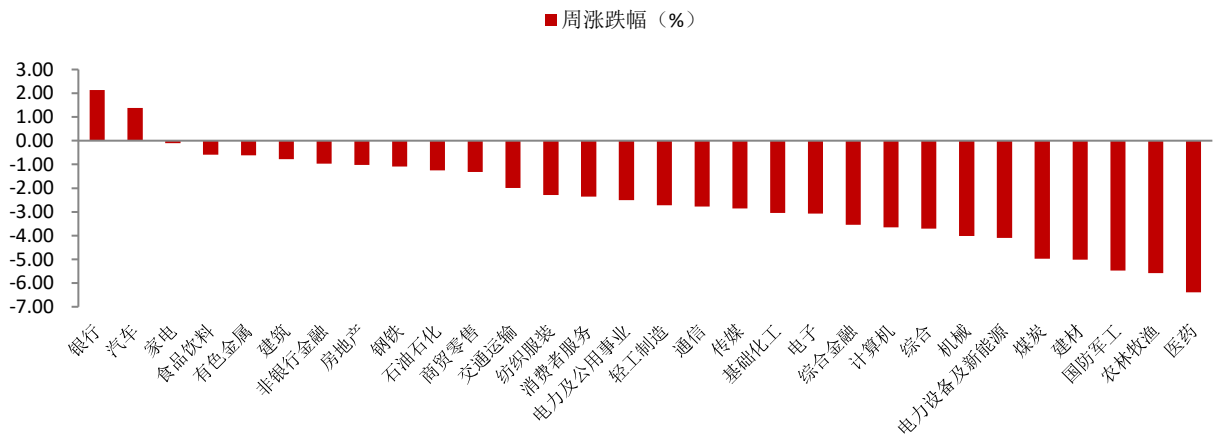


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年10月19日至2020年10月23日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.68%，较前一周上涨0.06%；三年期国债收益率2.96%，较前一周上涨0.21%；十年期国债收益率3.20%，较前一周上涨0.27%。一年期国开债收益率2.84%，较前一周上涨0.05%；三年期国开债收益率3.25%，较前一周上涨0.31%；十年期国开债收益率3.72%，较前一周上涨0.46%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.17%，较前一周上涨0.10%；五年期AAA最新收益率3.97%，较前一周上涨0.21%；一年期AA+最新收益率3.33%，较前一周上涨0.09%；五年期AA+最新收益率4.17%，较前一周上涨0.26%；一年期AA最新收益率3.47%，较前一周上涨0.10%；五年期AA最新收益率4.52%，较前一周上涨0.27%；一年期城投债最新收益率3.37%，较前一周上涨0.07%；五年期城投债最新收益率4.33%，较前一周上涨0.30%。

图3：各类债券持有期收益率

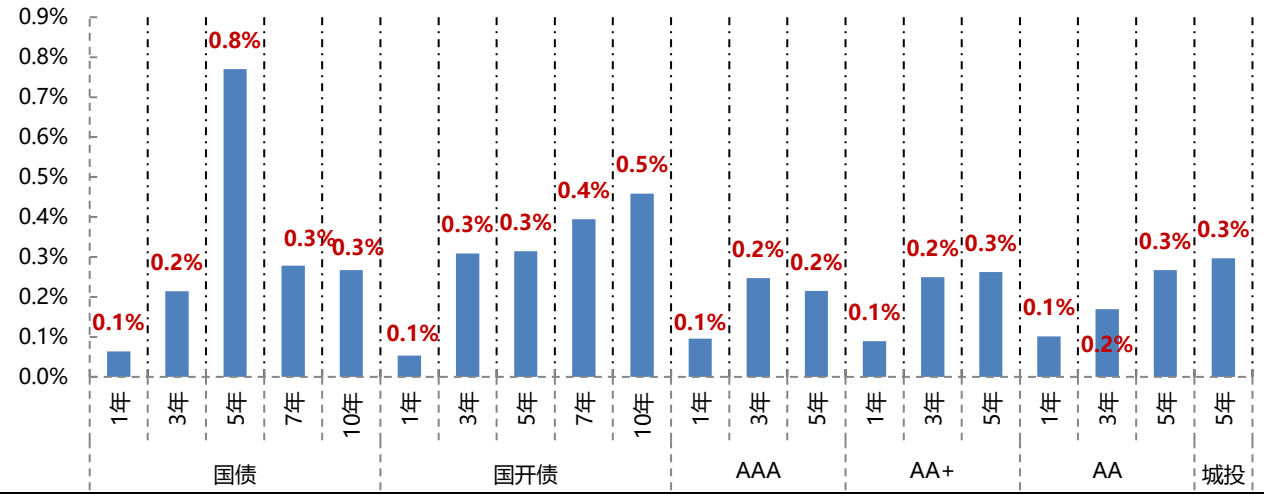
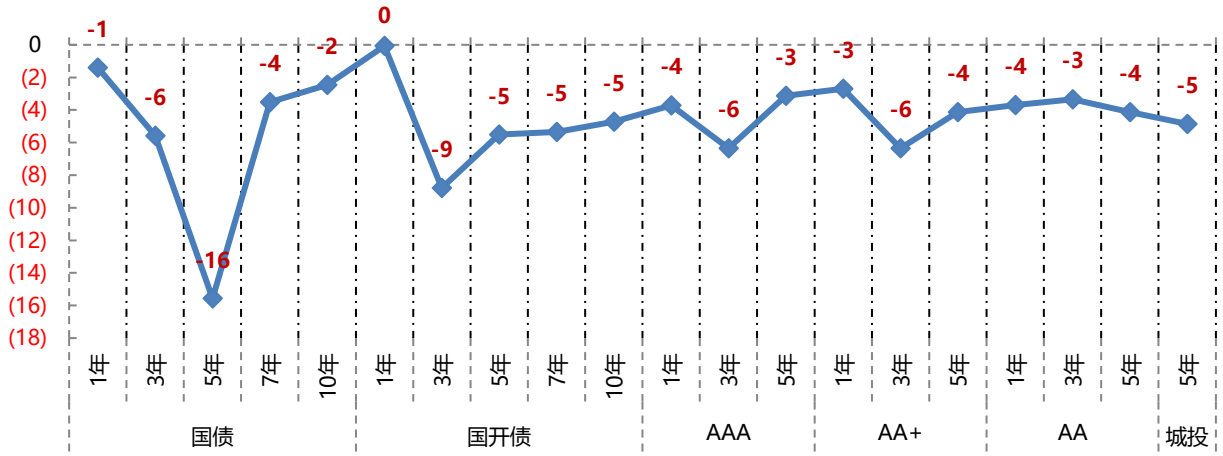


图4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理,数据区间为2020年10月19日至2020年10月23日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，三季度 GDP 较二季度进一步上行至 4.9%。9 月工业增加值同比增速由 5.6%进一步升至 6.9%，略高于疫情前水平。需求端，消费上行明显，出口以及投资均维持相对平稳。预计四季度中国经济增长还将延续改善势头，并逐步接近潜在产出水平。就经济环比改善的情况看，国内经济恢复最快的阶段已经过去，四季度改善幅度也将继续放缓。**政策面，**10 月 21 日中国人民银行行长易纲在 2020 金融街论坛上发表讲话强调货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，并再提把好货币供给总闸门和宏观杠杆率长期维持在合理轨道。我们认为疫情冲击过后经济逐渐恢复，货币政策回归正常化，信用扩张也将有所收敛，预计 2021 年社融增速将较 2020 年出现一定幅度回落。**通胀方面，**初步预计 10 月 CPI 同比增长 0.6%，较上月回落 1.1 个百分点；PPI 环比增长 0%，同比增长-2.1%，与上月持平。**流动性方面，**上周向市场净投放资金，货币市场利率小幅上行；10 月 LPR 报价不变。人民币汇率方面，上周人民币汇率均值较上周继续升值，美元指数下行。上周易纲表示人民币汇率形成机制改革要增强人民币汇率弹性，更好地发挥汇率在宏观经济稳定和国际收支平衡中的“自动稳定器”作用。

权益方面:上周主要指数均告下跌，两市含科创板一周成交金额3.41万亿，日均成交额6820亿元，日均成交额较上周成交回落。上周北向资金净流出140.26亿元。基本面上，9月实体经济数据印证目前基本面延续修复态势。政策面上，第一，政治局常委会强调，各方面要将精力更加集中到贯彻党中央部署、谋划推动“十四五”发展上来。第二，央行行长易纲表示，货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，需把好货币供应总闸门，明年GDP增速回升后宏观杠杆率将会更稳一些。第三，中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜表示将适时发布《宏观审慎政策指引》。王岐山表示中国金融不能走投机赌博的歪路，不能走金融泡沫自我循环的歧路，不能走庞氏骗局的邪路。第四，证监会副主席方星海表示，建立健全境外企业在境内市场发行CDR制度，研究完善沪伦通制度，使其覆盖欧洲主要资本市场，完善跨境资本流动监测。海外方面，近期地缘政治等不确定性依然较大。市场展望方面，近期受三季报业绩及临近年底基金调仓概率加大等因素影响，基金重仓的部分成长股上周出现较明显调整。我们倾向于认为，这类调整并不意味着公司竞争优势发生变化。整体来看，我们维持此前观点，认为进入四季度之后，随着美国大选的不确定性逐步消除，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，一是关注经济复苏背景下金融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，关注中美关系、美股波动性加大等海外不确定性。

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）