2020.10.12-2020.10.16 每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，9月金融和外贸数据表现仍然较强。通货膨胀方面，9月CPI同比延续下行，其中食品价格及油价是主要拖累，核心CPI同比增速与上月持平。流动性方面，9月新增贷款和社融处在市场预期的偏上区间。当前融资需求延续改善，金融端供给端偏中性。
- 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：9月金融和外贸数据表现仍然较强

中国9月（以美元计）出口同比增9.9%，预期增10%，前值增9.5%；进口同比增13.2%，预期增0.3%，前值降2.1%。以人民币计价，中国9月出口同比由11.6%降至8.7%，进口同比由-

0.5%升至11.6%。

南华综合指数环比增速由2.85%降至0.3%，其中农产品、能化、贵金属、工业品分别上行1.53%、0.94%、0.89%、0.08%，金属指数下行0.52%。上周水泥价格环比增速由0%升至0.95%，表现强于季节性。螺纹钢价格环比回落（由1.25%降至0.5%），环比表现符合季节性。钢材库存增速由5.85%降至-5.4%，螺纹钢库存增速由4.4%降至-6.5%。

地产销售方面，上周地产销售四周移动平均增速由10.3%降至4.4%。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继续下行。

生产方面，10月上旬发电量日均同比增速由8.2%降至4%。开工率方面，上周焦化厂开工率基本维稳于88%，同比多增由10%降至8.8%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：9月出口增速高位维持平稳。剔除疫情相关行业出口增速继续上行，特别是劳动密集型行业出口跌幅明显收窄，机电产品出口仍维持高位。海外经济和全球贸易复苏将对未来出口增速形成正面支撑。虽然海外复工将带来出口份额的进一步回落，但是考虑到截至7月出口份额已经回落至较2019年高2个百分点的位置，以及海外复工进程较为缓慢和部分出口转移的粘性，我们倾向于认为二者共同作用将使得出口增速维持中高个位数增长。9月进口增速较上月出现明显上行，内需改善和海外复工将对进口增速形成正面支撑。习近平总书记在广东考察时强调，要以更大魄力、在更高起点上推进改革开放。

2、通货膨胀：9月CPI同比延续下行，其中食品价格及油价是主要拖累，核心CPI同比增速与上月持平

上周猪肉价格（商务部口径）环比增速由-2.9%降至-3.1%，同比增速降至19%。上周蔬菜价格（商务部口径）环比由2.2%降至-0.2%，同比增速由18.6%升至20%。

点评：9月CPI同比增速延续下行，食品价格以及油价相关分项是主要拖累；核心CPI同比增速与上月持平。9月PPI环比涨幅由0.3%收窄至0.1%，不及市场预期。预计短期CPI将在猪肉等食品价格回落的带动下延续下行，不过非食品价格将逐渐企稳回升。PPI同比跌幅延续收窄，考虑到全球需求全面恢复仍需时间，PPI同比年内转正概率较低。

3、流动性：9月新增贷款和社融处在市场预期的偏上区间。新增信贷主要集中在企业中长期贷款和居民中长期贷款；信贷放量、地方政府债融资高位是支撑社融的主要因素。当前融资需求延续改善，金融端供给端偏中性。往后看，10月前政府专项债发行完毕将对11、12月社融增速读数形成一定拖累，不过在金融端供给维持中性和融资需求改善的支撑下，预计社融增速将顶部震荡

上周央行扩量续作MLF，发行5000亿元MLF资金（利率维持不变）对冲2000亿MLF到期量。此外，央行上周还进行了1000亿元7天逆回购，14天逆回购到期2100亿元。合并来看，当周央行向市场净投放资金1900亿元。上周7天回购定盘利率周均值由2.23%降至2.17%，R007周均值降至2.25%，DR007则降至2.07%。

上周人民币汇率中间价均值由6.78降至6.73，周五在岸即期汇率突破6.7。离岸汇率周均值由6.78降至6.72。

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3336.36点，上涨1.96%，深证成指报收13532.73点，上涨1.83%，中小板指上涨1.51%，创业板指上涨1.93%。

分行业来看，30个中信一级行业中27个行业上涨，其中纺织服装、银行、煤炭分别上涨6.56%、5.80%、5.19%，3个行业下跌，电子、传媒、房地产分别下跌1.06%、0.45%、0.25%。

图 1：主要指数表现

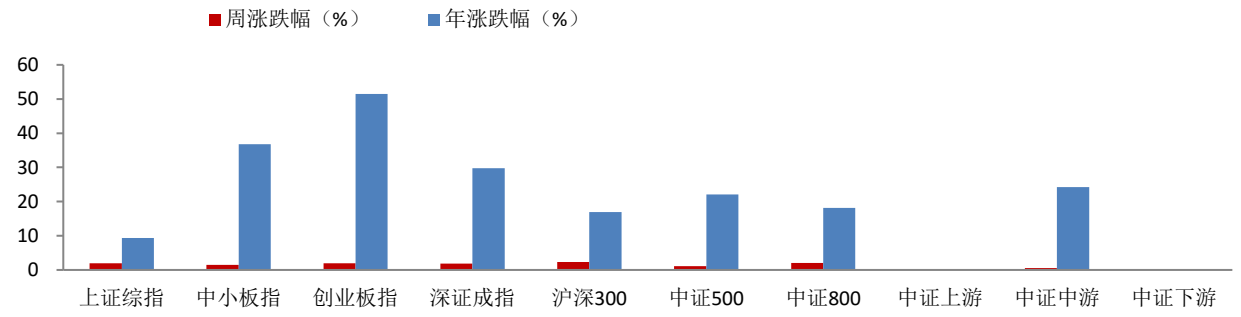
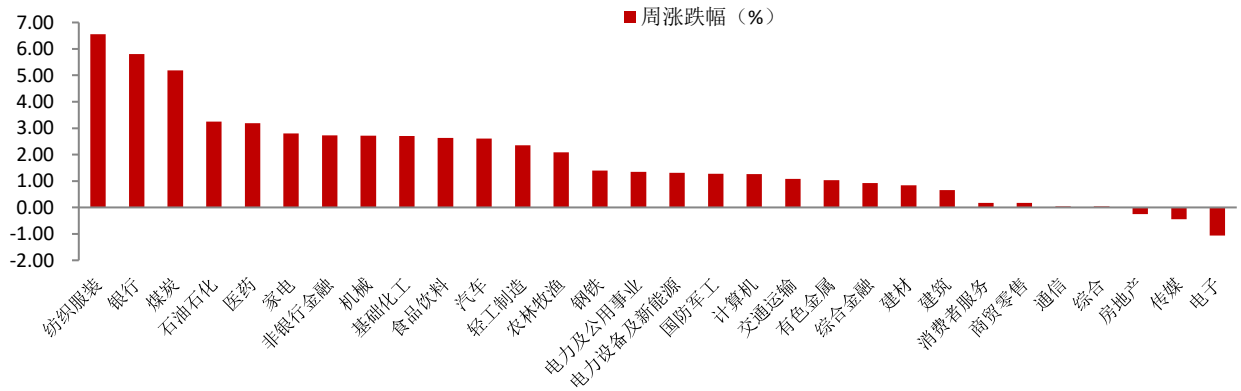


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年10月12日至2020年10月16日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.70%，较前一周上涨0.03%；三年期国债收益率3.02%，较前一周下跌0.01%；十年期国债收益率3.22%，较前一周下跌0.25%。一年期国开债收益率2.84%，较前一周上涨0.06%；三年期国开债收益率3.34%，较前一周上涨0.04%；十年期国开债收益率3.76%，较前一周下跌0.12%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.20%，较前一周上涨0.04%；五年期AAA最新收益率4.00%，较前一周下跌0.03%；一年期AA+最新收益率3.35%，较前一周上涨0.04%；五年期AA+最新收益率4.21%，较前一周上涨0.01%；一年期AA最新收益率3.50%，较前一周上涨0.05%；五年期AA最新收益率4.56%，较前一周上涨0.11%；一年期城投债最新收益率3.37%，较前一周上涨0.03%；五年期城投债最新收益率4.38%，较前一周上涨0.09%。

图 3：各类债券持有期收益率

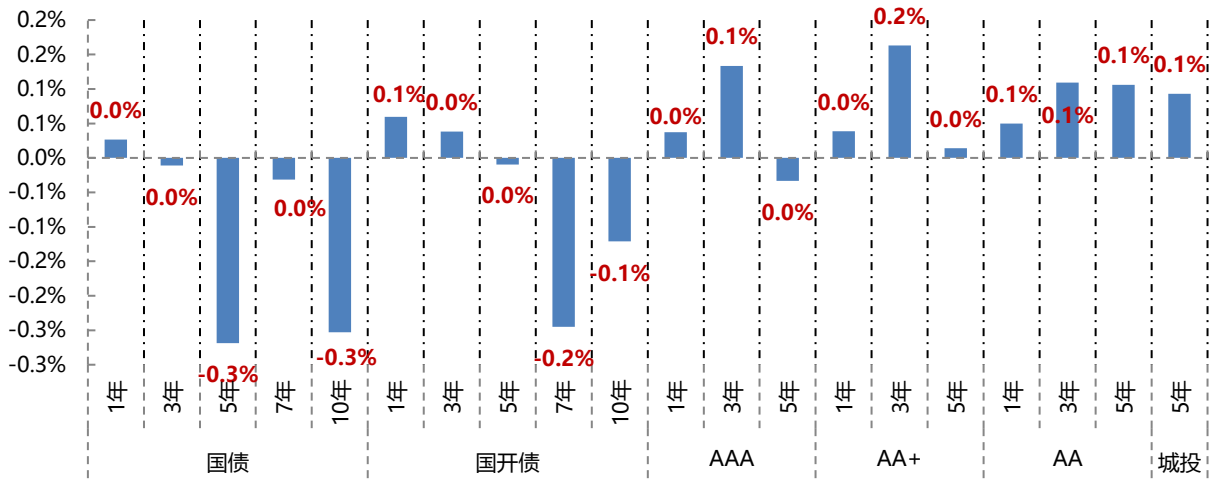
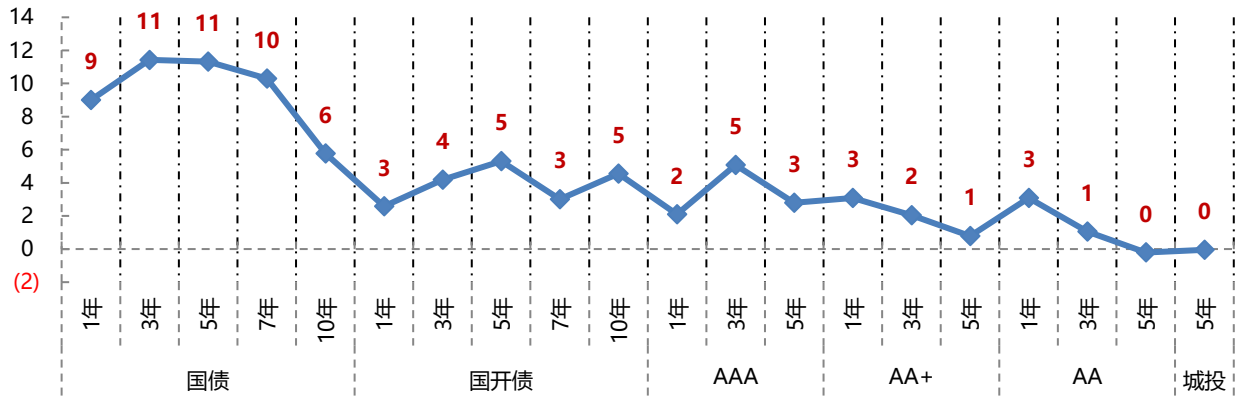


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理,数据区间为 2020 年 10 月 12 日至 2020 年 10 月 16 日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，9 月金融和外贸数据表现仍然较强。金融数据方面，9 月新增贷款和社融处在市场预期的偏上区间。其中，新增信贷主要集中在企业中长期贷款和居民中长期贷款。而信贷放量、地方政府债融资高位支撑社融增长，社融增速较前月继续上行。预计四季度社融增速将在顶部震荡。外贸数据方面，9 月出口增速高位维持平稳。剔除疫情相关行业出口增速继续上行，特别是劳动密集型行业出口跌幅明显收窄，机电产品出口仍维持高位。预计未来一段时期国内出口增速还将维持中高个位数增长。9 月进口增速较上月明显上行。预计后续内需改善和海外复工还将对进口增速形成正面支撑。上周习近平总书记在广东考察时强调，要以更大魄力、在更高起点上推进改革开放。**通胀方面，**9 月 CPI 同比延续下行，其中食品价格及油价是主要拖累，核心 CPI 同比增速与上月持平。9 月 PPI 环比涨幅由 0.3%收窄至 0.1%，表现不及市场预期。**流动性方面，**上周央行超额续作 1 年期 MLF，货币市场利率小幅下行。央行货币政策司司长孙国峰在答记者问中指出利率水平与当前经济基本面总体匹配，下一阶段将根据形势变化综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，支持货币供应量和社会融资规模合理增长。**国际方面，**9 月美国零售数据改善超市场预期。9 月中下旬以来美联储资产负债表扩张速度边际提升。特朗普表示将把新一轮刺激法案的规模提高。

权益方面:上周主要指数除科创50外均告上涨，两市含科创板一周成交金额4.05万亿，日均成交额8100亿元，日均成交额较前周成交回升。上周北向资金净流入111.19亿元。基本面上，9月外贸和金融数据印证目前基本面延续修复态势。政策面上，第一，上周习近平总书记强调要积极作为深入推进粤港澳大湾区建设，并要求加强量子科技发展战略谋划和系统布局。第二，证监会主席易会满表示全市场推行注册制的条件逐步具备，选择适当时机全面推进注册制改革。第三，上周央行官员表示，“当前应允许宏观杠杆率有阶段性上升，扩大对实体经济信用支持”，并认为“目前利率水平与当前经济基本面总体匹配，保持流动性合理充裕，支持货币供应量和社会融资规模合理增长。”此外，央行将会同住建部和其他相关的部门，完善房地产融资规则，稳步扩大适用范围。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，我们倾向于认为，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，关注中美冲突升级、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）