2020.09.28-2020.10.09

# 每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，9 月中采制造业和服务业 PMI 均较 8 月进一步回升，特别是小企业景气度回升显示国内经济延续修复。通货膨胀方面，维持 9 月 CPI 同比增长 1.9%，PPI 同比增长-1.8%的预测不变。流动性方面，DR007 在政策利率 2.2%附近波动。货币政策三季度例会延续 7 月政治局会议定调，货币政策强调灵活适度、精准导向。
- 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，市场整体还将呈现结构性特征。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月中采制造业和服务业PMI均较8月进一步回升，特别是小企业景气度回升显示国内经济延续修复

9月中国制造业PMI为51.5%，前值51%。9月中国非制造业PMI为55.9%，前值55.2%。综合

PMI指数由54.5%升至55.1%。

南华综合指数环比增速亦连续两周上行：9.26-10.2日环比增速由-2%升至-0.7%，10.3-10.9日进一步升至2.9%。水泥价格环比先升后降：9.26-10.2日环比增速由0.8%升至1%，10.3-10.9日由1%降至0%。螺纹钢价格环比有所回升，并且表现超过季节性：9.26-10.2日，螺纹钢价格环比由-0.9%升至-0.33%。10.3-10.9日，进一步升至1.2%。

地产销售方面，30城地产销售面积四周移动平均同比增速有所回升：9.25-10.1日，同比增速由-2.3%升至-0.9%，10.2-10.8日，同比增速由-0.9%进一步升至10.3%。土地出让方面，土地出让面积与溢价率四周移动平均同比增速维持下行：9.21-9.27日，两者分别由-26.3%、16.1%降至-37%、14.3%。9.28-10.4日，两者分别落至-40%、13.8%。

开工率方面，9.26-10.2日，全国高炉开工率由68.7%降至68%；10.3-10.9日，全国高炉开工率由68%回升至68.8%。

注：以上数据来源于WIND资讯

**点评：9月中采制造业和服务业PMI均较8月进一步回升，特别是小企业景气度回升显示国内经济延续修复。分细项看，新订单指数继续强于生产，出口订单指数继续回升并重回荣枯线上。国庆期间数据显示服务类消费正向均值方向修复。其中国庆期间日均接待游客总数以及旅游收入同比增速分别由端午节期间的-49.1%、-68.8%升至-28.7%、-37.2%；铁路以及民航日均运输旅客同比增速分别由五一期间的-61%、-71%升至-17%、-20%。此外，央行发布的三季度储户调查问卷显示居民对就业、收入、收入预期以及消费倾向继续回升，不过较2019年同期仍有一定差距。总体来看，当前国内经济仍在恢复通道中。其中消费特别是服务类消费继续向均值回归，同时外需对国内经济的拉动仍然较强。**

**2、通货膨胀：维持9月CPI同比增长1.9%，PPI同比增长-1.8%的预测不变**

9.18-9.24日农产品价格（商务部口径）环比增速由-0.4%续降至-0.5%，表现继续弱于季节性。9.18-9.24日猪肉价格（商务部口径）环比增速由-1.2%续降至-2.9%，同比增速基本维稳于29.6%。9.18-9.24日蔬菜价格（商务部口径）环比由-0.9%升至2.2%，同比增速由16%升至18.6%。

**点评：预计9月CPI同比增长1.9%，较上月回落0.5个百分点；PPI同比增长-1.8%，较上月回升0.2个百分点。**

**3、流动性：DR007在政策利率2.2%附近波动。货币政策三季度例会延续7月政治局会议定调，货币政策强调灵活适度、精准导向。易纲行长在《中国金融》发表署名文章再次强调要尽可能长时间实施正常货币政策，促进居民储蓄和收入合理增长**

9.26-10.2日，央行净回笼资金2500亿元，其中进行14天逆回购2100亿元，7天逆回购到期4000亿元，14天逆回购到期600亿元。10.3-10.9日，央行净回笼资金5000亿元，均为14天逆回购到期。9.26-10.2日，7天回购定盘利率周均值由2.26%升至2.32%；R007周均值由2.45%升至2.54%，DR007周均值由2.12%升至2.26%。10.3-10.9日，几者分别降至2.23%、2.3%、2.17%。

9.26-10.2日，人民币汇率中间价均值维稳于6.8，离岸汇率均值由6.81降至6.78。10.3-10.9日，二者均值分别降至6.73、6.78，并且离岸汇率于上周五已落至6.69。

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3272.08点，9.28-10.9日上涨1.64%，深证成指报收13289.26点，9.28-10.9日上涨3.71%，中小板指9.28-10.9日上涨4.41%，创业板指9.28-10.9日上涨5.22%。

分行业来看，30个中信一级行业中27个行业上涨，其中电力设备及新能源、电子、国防军工分别上涨9.19%、5.06%、4.66%，3个行业下跌，消费者服务、银行、农林牧渔分别下跌3.53%、0.67%、0.47%。

图 1：主要指数表现

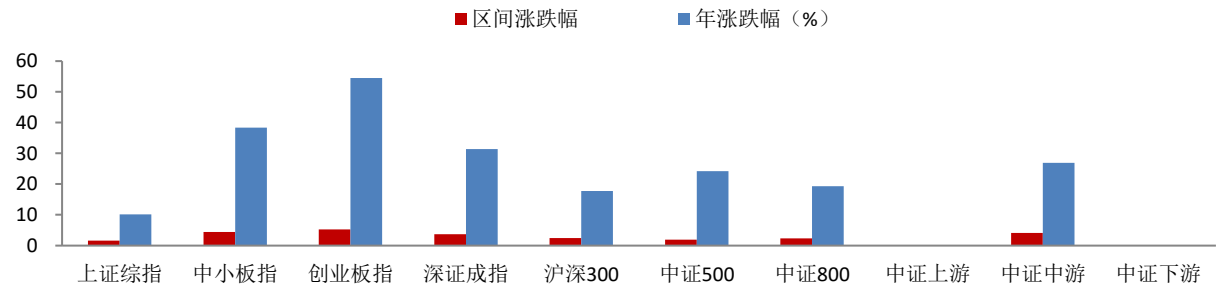
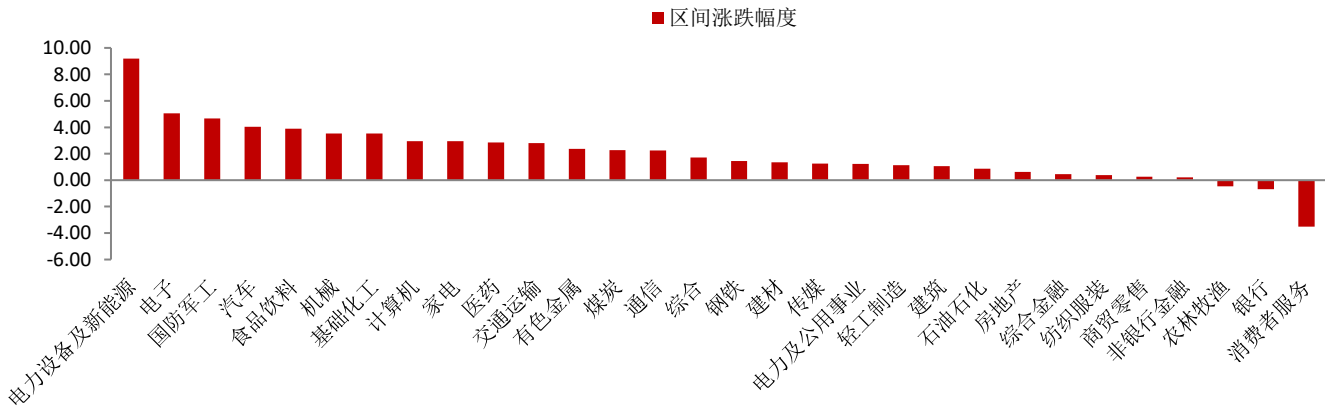



图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年9月28日至2020年10月9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0.01%；三年期国债收益率2.99%，较前一周下跌0.21%；十年期国债收益率3.19%，较前一周下跌0.37%。一年期国开债收益率2.88%，较前一周上涨0.08%；三年期国开债收益率3.33%，较前一周上涨0.01%；十年期国开债收益率3.76%，较前一周下跌0.23%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.19%，较前一周上涨0.10%；五年期AAA最新收益率3.99%，较前一周上涨0.03%；一年期AA+最新收益率3.35%，较前一周上涨0.10%；五年期AA+最新收益率4.21%，较前一周上涨0.12%；一年期AA最新收益率3.50%，较前一周上涨0.10%；五年期AA最新收益率4.58%，较前一周上涨0.18%；一年期城投债最新收益率3.36%，较前一周上涨0.15%；五年期城投债最新收益率4.37%，较前一周上涨0.17%。

图 3：各类债券持有期收益率

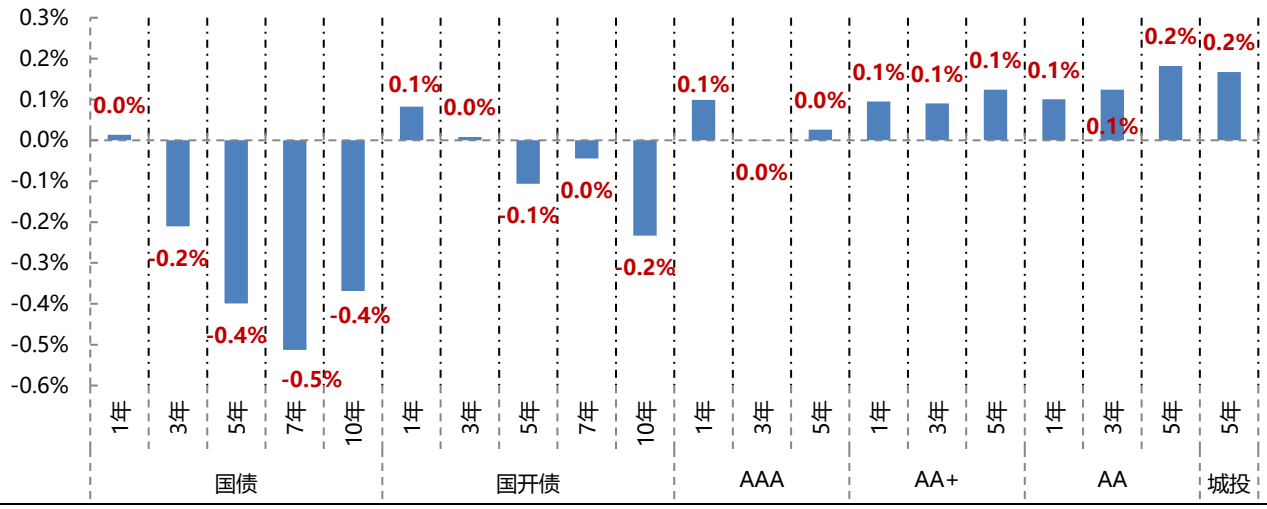
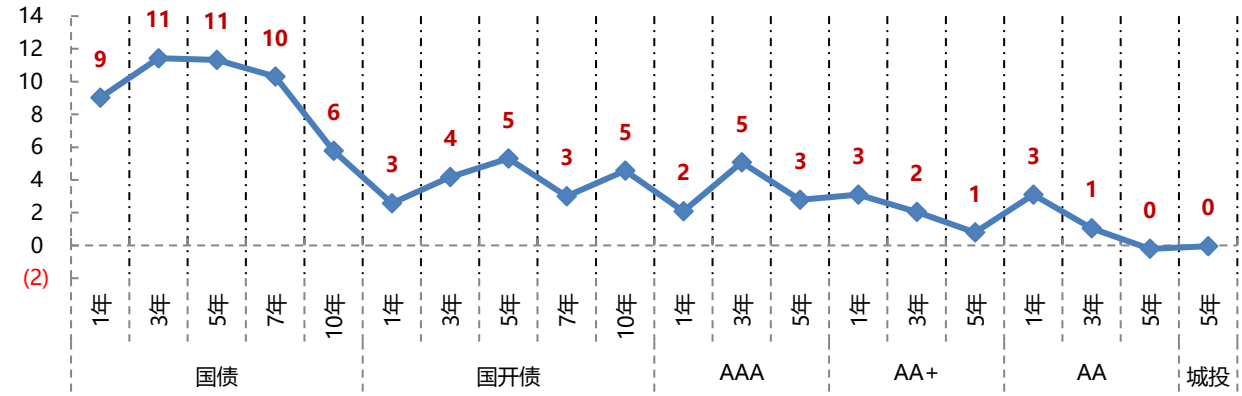



图 4：各类债券收益率变动




注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2020 年 9 月 28 日至 2020 年 10 月 9 日。

## 二、市场展望

**宏观方面：经济增长方面，**9 月中采制造业和服务业 PMI 均较 8 月进一步回升，特别是小企业景气度回升显示国内经济延续修复。分细项看，新订单指数继续强于生产，出口订单指数继续回升并重回荣枯线上。国庆期间数据显示服务类消费正向均值方向修复。其中国庆期间日均接待游客总数以及旅游收入同比增速分别由端午节期间的-49.1%、-68.8%升至-28.7%、-37.2%；铁路以及民航日均运输旅客同比增速分别由五一期间的-61%、-71%升至-17%、-20%。此外，央行发布的三季度储户调查问卷显示居民对就业、收入、收入预期以及消费倾向继续回升，不过较 2019 年同期仍有一定差距。总体来看，当前国内经济仍在恢复通道中。其中消费特别是服务类消费继续向均值回归，同时外需对国内经济的拉动仍然较强。**通胀方面，**维持 9 月 CPI 同比增长 1.9%，PPI 同比增长-1.8%的预测不变。**流动性方面，**DR007 在政策利率 2.2%附近波动。货币政策三季度例会延续 7 月政治局会议定调，货币政策强调灵活适度、精准导向。易纲行长在《中国金融》发表署名文章再次强调要尽可能长时间实施正常货币政策。**人民币汇率方面，**上周人民币兑美元汇率升值并突破 6.7，美元指数由 94.5 回落至 93 附近。上周人民银行宣布下调远期售汇业务外汇风险准备金至 0%，汇率政策回归中性。外汇风险准备金下调短期主要通过购汇成本和预期层面影响即期汇率，能够在一定程度上平滑外汇市场波动。不过历史经验看，外汇风险准备金率的调整并不一定会改变原有汇率走势，汇率走势更多受基本面影响。此外，易纲行长在《中国金融》发表署名文章强调要坚持和推动人民汇率市场化。**国际方面，**美国 9 月就业和 PMI 数据略不及预期，但经济仍在修复过程中。欧元区 9 月制造业景气度提升，服务业 PMI 则受疫情扩散影响再次回到荣枯线下。上周特朗普宣布暂停财政救助计划谈判后又表示有意促成对为居民提供支票、对航空业实行救助和对小企业提供救助的方案。此外据报道，美国财长努钦将向美国众议院议长提交规模为 1.8 万亿美元的援助法案提案。

**权益方面**:上周主要指数均告上涨，两市含科创板一周成交金额3.31万亿，日均成交额6620亿元，日均成交额较前周成交回落。上周北向资金净流入112.67亿元。基本面上，9月PMI数据印证目前基本面延续修复态势。上周国内政策面信息较多，对市场影响整体正面。一是10月9日国务院通过《新能源汽车产业发展规划》并印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》。二是易纲行长表示促进货币供应量和社会融资规模合理增长，坚决不搞“大水漫灌”，要尽可能长时间实施正常货币政策，促进居民储蓄和收入合理增长。三是9月27日国务院国有企业改革领导小组第四次会议要求，国有企业要成为有核心竞争力的市场主体，积极稳妥深化混合所有制改革。四是，9月28日政治局召开会议，研究制定第十四个五年规划和二〇三五年

远景目标重大问题。海外方面，近期地缘政治等不确定性依然较大。综合来看进入四季度之后，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，市场整体还将呈现结构性特征。投资方向上，一是关注经济复苏背景下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）