

2021.09.13-2021.09.17

## 每周市场回顾与展望

## 【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，8月实体经济较7月进一步走弱，除内生需求走弱外，疫情和供给受限进一步拖累了8月实体经济表现。通货膨胀方面，初步预计9月CPI同比增长0.7%，较8月维持相对平稳；PPI同比增长9.7%左右（环比增速0.4%），较上个月9.5%进一步走高。流动性方面，上周央行等量续作MLF，货币市场利率小幅走高。
- 权益市场：市场展望上，目前我们维持短期A股震荡的判断不变。投资线索上，一是在中长期成长性方向中关注估值和业绩增长较匹配的电子、新能源汽车、储能、氢能等板块；二是受益于供给偏紧和能源转型的有色、煤炭、化工等周期性板块。风险方面，关注经济下行风险、海内外疫情等。
- 固定收益市场：基本面相对有利，但市场预期较为充分，跨周期调节下博弈政策的难度加大，同时估值缺乏压缩空间，短期建议维持中性久期。

## 正文内容：

## 一、市场回顾

## （一）宏观方面

1、经济增长：8月实体经济较7月进一步走弱，除内生需求走弱外，疫情和供给受限进一步拖累了8月实体经济表现。

中国8月规模以上工业增加值同比增5.3%，前值增6.4%。中国1-8月固定资产投资同比增8.9%，前值增10.3%。中国8月社会消费品零售同比增2.5%，前值增8.5%。8月城镇调查失业率5.1%，前值5.1%。

上周中观生产指数较上周边际下行，主要受近期铜价、高炉开工率下降影响。上周南华综合指数环比增速由1.2%降至-0.6%。结构上，工业品、能化价格指数上行，环比增速分别为0.06%、1.29%；农产品、金属、贵金属价格指数下行，环比增速分别为-0.07%、-1.78%、-

2.19%。

地产方面，上周地产销售面积四周移动平均同比增速由-24.5%回升至-22.7%。上周土地成交面积同比跌幅持平前周，土地溢价率延续下行。上周螺纹钢价格环比增速由2.2%升至2.8%，表现超季节性。螺纹钢库存环比增速由-3.3%升至-2.7%，去化速度放缓。上周水泥价格指数环比增速由2.8%升至5.5%，表现强于季节性。

生产端，9月上旬全国发电量日均同比增速由8月下旬的2.7%升至5.3%。上周全国高炉开工率由56.5%降至55.7%，同比多增有所下行；唐山钢厂高炉开工率维稳于54.8%，同比多增持平前周。焦化厂开工率由72.7%降至69.3%，同比多增有所下行。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：8月实体经济较7月进一步走弱，除内生需求走弱外，疫情和供给受限进一步拖累了8月实体经济表现。8月工业增加值增速由6.4%降至5.3%，两年复合增速由5.6%降至5.4%。其中上游高耗能行业及汽车生产走弱是主要拖累。8月服务业生产指数由7.8%降至4.8%，相比工业，服务业的走弱幅度可能更加显著。需求端来看，外需仍维持强劲，消费表现最为疲弱，地产销售延续回落，建安投资和制造业投资较上月稳中略升。考虑到地产产业链走弱对经济的拖累，出口高位难以持续，消费恢复幅度受限，预计经济短期或仍存周期性下行压力。政策层面，一是发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》；二是刘鹤表示要积极探索以各种方式减轻要素成本快速上涨对中小企业的压力；三是发改委表示要统筹做好今明两年以及今年三四季度政策设计和衔接，及时出台必要政策措施。加快地方专项债发行和使用进度，推进尽快形成实物工作量。四是中国正式申请加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》(CPTPP)。

**2、通货膨胀：**初步预计9月CPI同比增长0.7%，较8月维持相对平稳；PPI同比增长9.7%左右（环比增速0.4%），较上个月9.5%进一步走高。

前周商务部公布的农产品价格环比由-0.7%升至-0.2%，表现持平季节性。猪肉价格环比增速由-2.8%升至-1.8%，表现弱于季节性。蔬菜价格环比增速由0%升至0.9%，表现持平季节性。

**3、流动性：**上周央行等量续作MLF，货币市场利率小幅走高。

上周7天逆回购到期500亿元，央行实施7天逆回购1400亿元，MLF到期6000亿，央行等量续作6000亿，上周央行资金净投放900亿。上周7天回购定盘利率FR007周均值由2.20%升至2.32%，R007周均值由2.22%升至2.38%，DR007由2.17%升至2.28%。

汇率方面，上周人民币汇率中间价均值由6.46降至6.45，离岸汇率周均值由6.45降至6.44。

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3613.97点，下跌2.41%，深证成指报收14359.36点，下跌2.79%，中小板指下跌2.34%，创业板指下跌1.20%。

分行业来看，30个中信一级行业中5个行业上涨，其中石油石化、基础化工和医药分别上涨2.77%、2.72%和2.62%；25个行业下跌，其中有色金属、钢铁和电子分别下跌7.85%、6.63%和5.38%。

图 1：主要指数表现

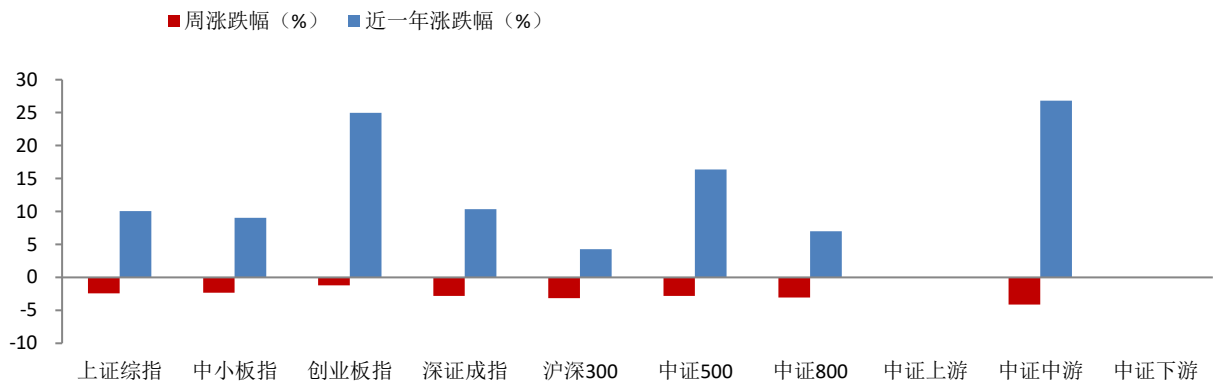
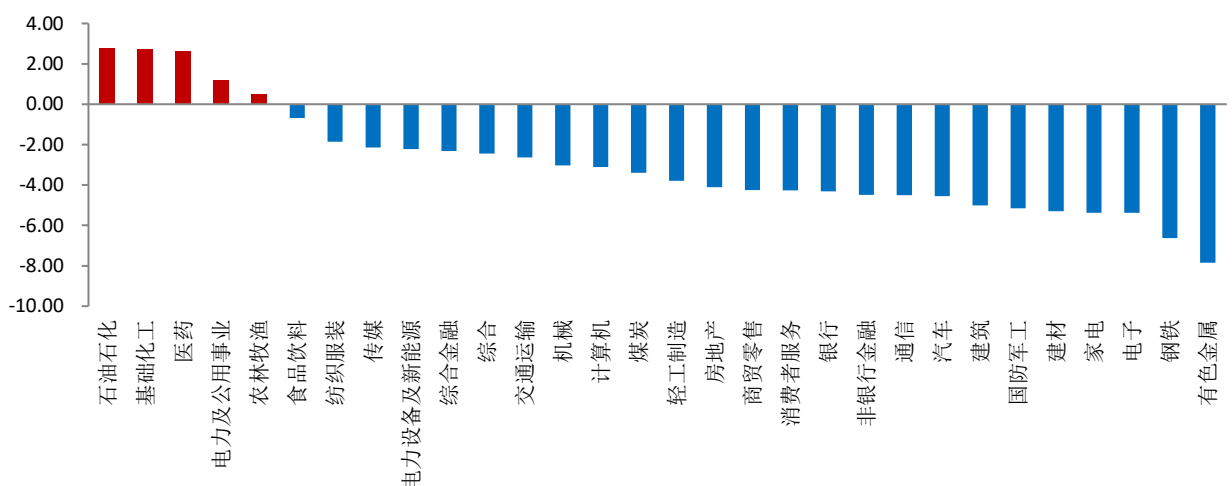


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年9月13日至2021年9月17日

## （三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.40%，较前一周上涨0.01%；三年期国债收益率2.58%，较前一周上涨0.02%；十年期国债收益率2.88%，较前一周下跌0.06%。一年期国开债收益率2.42%，较前一周持平；三年期国开债收益率2.82%，较前一周下跌0.06%；十年期国开债收益率3.19%，较前一周上涨0.10%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.80%，较前一周下跌0.02%；五年期AAA最新收益率3.48%，较前一周下跌0.02%；一年期AA+最新收益率2.91%，较前一周下跌0.03%；五年期AA+最新收益率3.71%，较前一周下跌0.06%；一年期AA最新收益率3.04%，较前一周持平；五年期AA最新收益率4.32%，较前一周上涨0.04%；一年期城投债最新收益率3.00%，较前一周上涨0.01%；五年期城投债最新收益率3.99%，较前一周上涨0.01%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

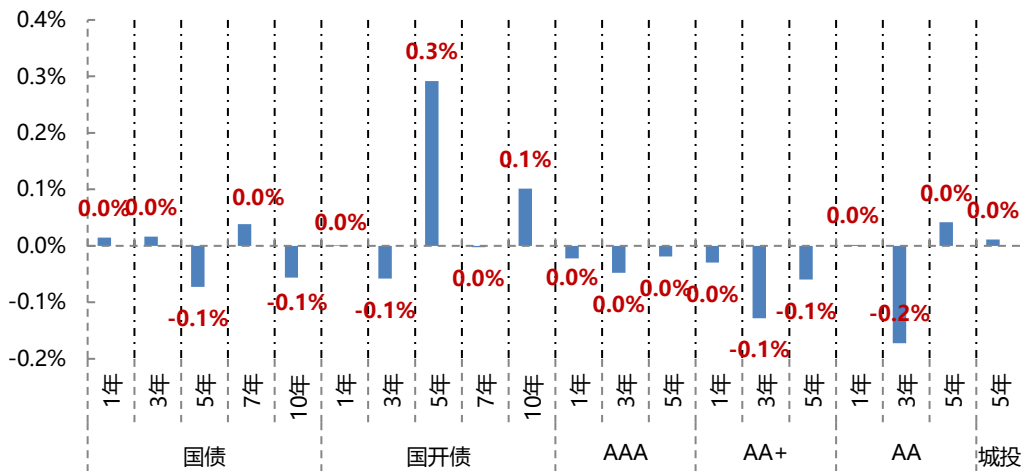
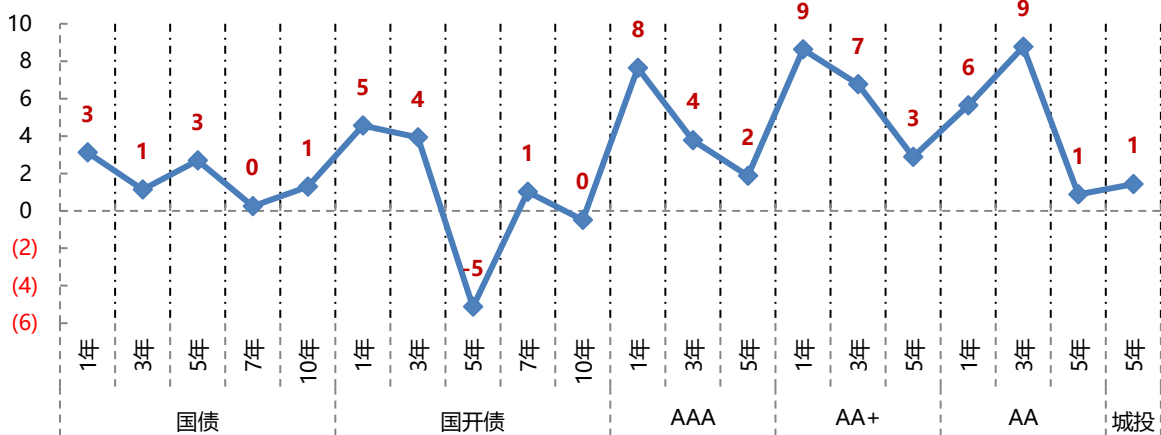


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年9月13日至2021年9月17日

## 二、市场展望

**宏观方面：经济增长方面**，8月实体经济较7月进一步走弱，除内生需求走弱外，疫情和供给受限进一步拖累了8月实体经济表现。8月工业增加值增速由6.4%降至5.3%，两年复合增速由5.6%降至5.4%。其中上游高耗能行业及汽车生产走弱是主要拖累。8月服务业生产指数由7.8%降至4.8%，相比工业，服务业的走弱幅度可能更加显著。需求端来看，外需仍维持强劲，消费表现最为疲弱，地产销售延续回落，建安投资和制造业投资较上月稳中略升。考虑到地产产业链走弱对经济的拖累，出口高位难以持续，消费恢复幅度受限，预计经济短期仍存周期性下行压力。稳增长政策将适时托底经济，经济增长温和回落。**政策层面**，一是发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》；二是刘鹤表示要积极探索以各种方式减轻要素成本快速上涨对中小企业的压力；三是发改委表示要统筹做好今明两年以及今年三四季度政策设计和衔接，及时出台必要政策措施。加快地方专项债发行和使用进度，推进尽快形成实物工作量。四是中国正式申请加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）。**通货膨胀方面**，初步预计9月CPI同比增长0.7%，较8月维持相对平稳；PPI同比增长9.7%左右（环比增速0.4%），较上个月9.5%进一步走高。**流动性方面**，上周央行等量续作MLF，货币市场利率小幅走高。**汇率方面**，上周人民币汇率基本稳定。**海外经济与政策方面**，1)美国8月CPI和核心CPI走弱，幅度超出市场预期。2)参议院共和党领袖麦康奈尔称，共和党人团结一致反对提高债务上限。

**权益方面**：上周主要指数均告下跌，北向资金净流出88.27亿元，市场日均成交额较前周回落，两融余额及成交占比回落。**基本面上**，8月实体数据显示经济供需延续走弱态势，经济面临的下行压力对A股相关板块可能带来不利影响。据媒体报道，香港地产商可能被要求解决房屋短缺问题，市场担心香港本地地产的垄断利润受损；另一方面，市场继续担心某地产企业的债务问题拖累地产板块，受此影响节假日期间恒生指数大跌。

市场展望上，目前我们维持短期A股震荡的判断不变。投资线索上，一是在中长期成长性方向中关注估值和业绩增长较匹配的电子、新能源汽车、储能、氢能等板块；二是受益于供给偏紧和能源转型的有色、煤炭、化工等周期性板块。风险方面，关注经济下行风险、海内外疫情等。

**固定收益方面**：基本面相对有利，但市场预期较为充分，跨周期调节下博弈政策的难度加大，同时估值缺乏压缩空间，短期建议维持中性久期。

收益率大幅上行的风险或相对较小：1)年内CPI仍处于温和区间，面对结构性的通胀压力，政策层面延续结构性的应对思路；2)供给冲击根本上取决于央行态度，当前宏观形势下大概率

偏温和,Q2 货币政策报告特别提到加强对政府债券发行的监测分析、8月 MLF 操作也相对积极；3) 增强自主性，汇率具有吸收外部冲击的空间，货币政策因 QE 缩减而跟随收紧的概率较低；在配置盘为主的外资结构以及中美利差具有一定保护性的情况下，美债收益率上行对国内市场的直接冲击也相对可控；4) 久期、杠杆等显示市场偏乐观，但并不极端。

收益率下行最顺畅的阶段可能已经过去，波动或将上升：1) 相比于正常周期，疫后经济反弹以及向新均衡水平回归的过程确定性非常高、市场预期变化比基本面快，与前期的复苏和通胀交易类似；就触发因素而言，今年财政后置与明年财政前置、央行意图保持信贷总量稳定增长，一旦地产调控或隐性债务监管出现松动容易形成宽信用预期；2) 跨周期调节下政策预判与经济实际运行之间可能存在差异，后续政策调整的节奏和力度存在较大不确定性，考虑到货币政策偏宽松已成为市场一致预期，央行主动宽松意愿受限，继续博弈的难度较大；3) 动态分位数体系、以短定长等均显示估值较贵。

#### 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）