

2020.01.20-2020.01.23

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 1月中采制造业 PMI 录得 50.0%, 回落主要受到春节因素影响, 这显示在疫情集中爆发前宏观经济仍处于环比改善通道中。不过这一进程正受 1月下旬开始疫情集中爆发和防控的影响。我们认为疫情过后, 经济增速将出现恢复性回暖(一季度大概率为全年 GDP 增速低点), 但经济从疫情中恢复改善的幅度可能较 2003 年下半年温和。通货膨胀方面, 预计 1 月 CPI 同比可能在 5%左右, 1 月 PPI 同比增速 0.1%。流动性方面, 在疫情对经济带来负面影响的情况下, 预计逆周期调节政策相机加力的可能性正在提高。
- 权益市场: 综合来看, 尽管短期市场仍可能出现一些波折, 但我们认为 A 股的投资吸引力正在进一步增强。风险方面, 继续关注疫情发展态势及政府相关政策。
- 固定收益市场: 结合当前情况, 暂不建议追涨, 在疫情没有增量悲观信息的情况下, 若收益率继续下行, 我们认为久期不低配组合根据组合具体情况考虑适当降低仓位较为合适; 后续需密切关注疫情进展和节后对冲政策的出台。

正文内容:

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长: 1月中采制造业 PMI 录得 50.0%, 回落主要受到春节因素影响, 这显示在疫情集中爆发前宏观经济仍处于环比改善通道中。不过这一进程正受 1月下旬开始疫情集中爆发和防控的影响。我们认为疫情过后, 经济增速将出现恢复性回暖(一季度大概率为全年 GDP 增速低点), 但经济从疫情中恢复改善的幅度可能较 2003 年下半年温和

1月中采制造业 PMI 50%, 上个月 50.2%; 1月非制造业 PMI 商务活动指数 54.1%, 上个月

53.5%；综合PMI53%，上个月53.4%。

1.18-1.24，南华综合指数环比增速-1%，基本维持平稳，其中能化、工业品、农产品、金属分别下行1.7%、1.05%、0.9%、0.5%，贵金属上行0.38%。水泥价格环比由-0.8%降至-0.9%。螺纹钢价格环比由-0.04%升至-0.01%，表现符合季节性。

地产销售方面，1.18-1.24，30城地产销售面积四周移动平均同比增速由2.9%降至2.2%。土地成交方面，1.13-1.19，土地出让面积四周移动平均同比增速-7%，较前一周下行；土地溢价率由11.4%升至14%。

生产方面，1.18-1.24，四周移动平均发电耗煤增速由-4.1%降至-9.6%（连续六周下行）；使用春节时点对标，环比增速由-4.4%降至-20.5%，环比略强于季节性。1.18-1.24，三峡水库出库量四周移动平均同比增速由-15%降至-18.2%；使用春节时点对标，环比由4%降至-12%。开工率方面，1.18-1.24，全国高炉开工率由66.7%继续小幅升至66.85%。使用春节时点对标，开工率环比变化维稳于0.14%，表现符合季节性。焦化厂开工率由81.8%微升至81.9%。使用春节时点对标，开工率环比多增由此前的0.65%降至0.1%，环比表现符合季节性。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：1月中采制造业PMI录得50.0%，回落主要受到春节因素影响，这显示在疫情集中爆发前宏观经济仍处于环比改善通道中。不过这一进程正受1月下旬开始疫情集中爆发和防控的影响。市场预计疫情对一季度实际GDP增速影响大致在1-2个百分点左右，对全年GDP增速影响在0.1-0.5个百分点。我们认为疫情过后，经济增速将出现恢复性回暖（一季度大概率为全年GDP增速低点），但经济从疫情中恢复改善的幅度可能较2003年下半年温和。就全年维度来看，虽然疫情对我们此前的宏观经济展望带来下修风险，但目前我们认为在逆周期调节政策托底下，经济增长实现5.6%以上的增速仍是大概率事件。

2、通货膨胀：预计1月CPI同比可能在5%左右，1月PPI同比增速0.1%

1.18-1.23，猪肉价格（农业部口径）环比由2.5%降至0.93%，春节对标下环比表现略高于季节性（仅弱于16年同期）；蔬菜价格（农业部口径）环比由3.57%升至6.45%，春节对标下环比符合季节性（强于14、17年，但弱于15、16、18、19年）。

点评：根据截止1月23日高频数据显示，1月CPI同比增速在4.8%。但是春节期间高频数据模型并不稳定。考虑到1月末最后一周春节叠加疫情防控推升食品价格进一步上涨，因此预计1月CPI同比可能在5%左右。预计1月PPI同比增速0.1%。疫情带来短期供给和需求错配可能进一步推升一季度CPI读数，但不具有持续性，对市场影响弱。目前市场对通缩风险的担忧大于通胀。

3、流动性：春节前一周央行实施货币净投放并且缩量续作TMLF，货币市场利率下行。1月20日央行宣布维持LPR利率不变。在疫情对经济带来负面影响的情况下，预计逆周期调节政策相机加力的可能性正在提高；疫情影响之下人民币离岸汇率快速贬值并破7

1.19-1.24，央行公开市场操作合计净投放资金5630亿元，其中实施14天逆回购5800亿元，实施TMLF投放2405亿元（到期2575亿元，利率维持在3.15%不变）。1月20日，央行宣布维持LPR利率不变（1年期维稳于4.15%、五年期维稳于4.8%）。央行货币政策委员马骏强调，降准等货币政策的效果，并不是没有体现在LPR报价中，而是需要一定的时间积累，让更多报价行作出调整。

春节前一周，7天回购定盘利率周均值由2.72%回落至2.6%；R007周均值由3%降至2.66%。春节对标下，当前利率与2019年同期基本持平，略高于16年。

1.18-1.24，人民币离岸汇率由6.88升至6.9；1.25-1.31，人民币离岸汇率由6.9升至6.98；1月31号人民币离岸汇率已经回到7以上（7.0001）。

注：以上数据来源于WIND资讯

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收2976.53点，当周下跌3.22%，深证成指报收10681.90点，当周下跌2.49%，中小板指当周下跌0.99%，创业板指当周下跌0.25%。

分行业来看，29个中信一级行业中3个行业上涨，电子元器件、医药和电力设备分别上涨3.02%、0.47%和0.14%；26个行业下跌，其中餐饮旅游、农林牧渔和商贸零售分别下跌8.89%、7.39%和6.35%。

图 1：主要指数表现

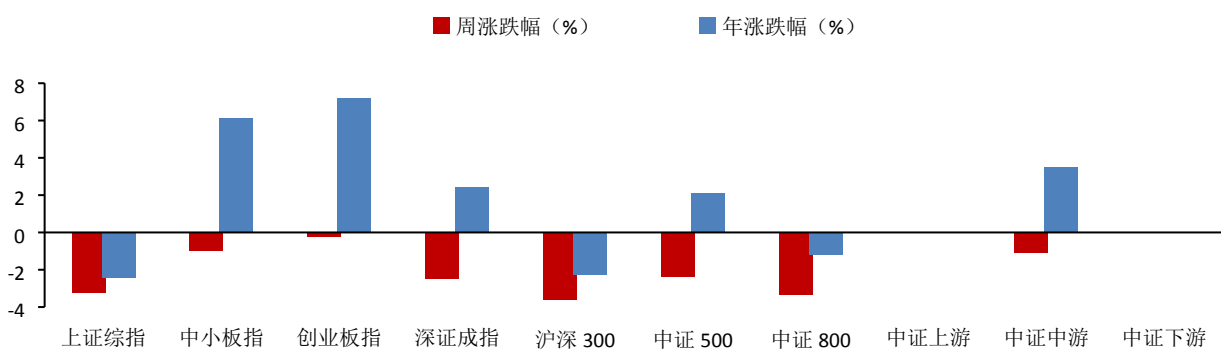
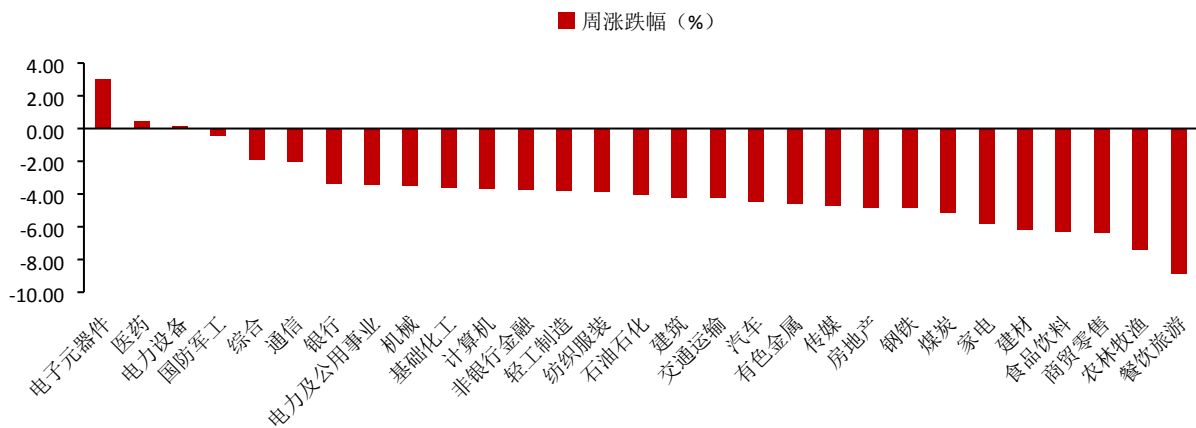


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年1月20日至2020年1月23日。

(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.18%，较前一周上涨0.11%；三年期国债收益率2.59%，较前一周上涨0.36%；十年期国债收益率2.99%，较前一周上涨0.82%。一年期国开债收益率2.39%，较前一周上涨0.04%；三年期国开债收益率2.98%，较前一周上涨0.06%；十年期国开债收益率3.41%，较前一周上涨1.03%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.03%，较前一周上涨0.04%；五年期AAA最新收益率3.63%，较前一周上涨0.26%；一年期AA+最新收益率3.13%，较前一周上涨0.05%；五年期AA+最新收益率3.88%，较前一周上涨0.27%；一年期AA最新收益率3.24%，较前一周上涨0.07%；五年期AA最新收益率4.26%，较前一周上涨0.27%；一年期城投债最新收益率3.20%，较前一周上涨0.09%；五年期城投债最新收益率4.02%，较前一周上涨0.17%。

图 3: 各类债券持有期收益率

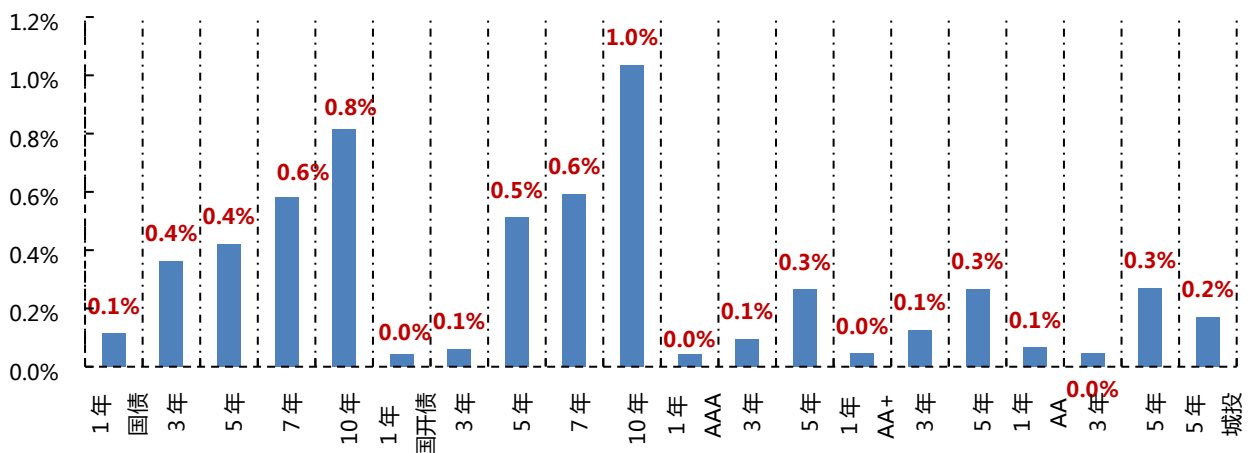
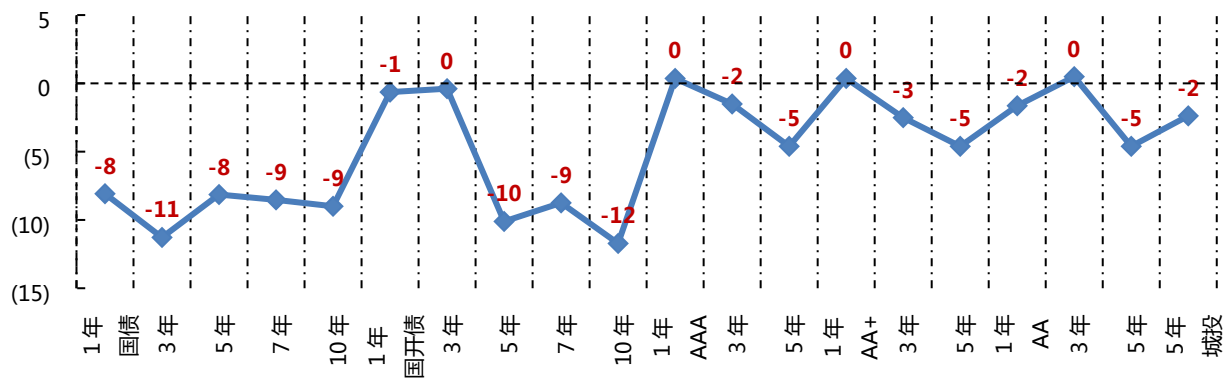


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2020 年 1 月 20 日至 2020 年 1 月 23 日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，1月中采制造业PMI录得50.0%，回落主要受到春节因素影响，这显示在疫情集中爆发前宏观经济仍处于环比改善通道中。不过这一进程正受1月下旬开始疫情集中爆发和防控的影响。市场预计疫情对一季度实际GDP增速影响大致在1-2个百分点左右，对全年GDP增速影响在0.1-0.5个百分点。我们认为疫情过后，经济增速将出现恢复性回暖（一季度大概率为全年GDP增速低点），但经济从疫情中恢复改善的幅度可能较2003年下半年温和。就全年维度来看，虽然疫情对我们此前的宏观经济展望带来下修风险，但目前我们认为在逆周期调节政策托底下，经济增长实现5.6%以上的增速仍是大概率事件。**通货膨胀方面**，根据截止1月23日高频数据显示，1月CPI同比增速在4.8%。但是春节期间高频数据模型并不稳定。考虑到1月末最后一周春节叠加疫情防控推升食品价格进一步上涨，因此预计1月CPI同比可能在5%左右。预计1月PPI同比增速0.1%。疫情带来短期供给和需求错配可能进一步推升一季度CPI读数，但不具有持续性，对市场影响弱。目前市场对通缩风险的担忧大于通胀。**流动性方面**，春节前一周央行实施货币净投放并且缩量续作TMLF，货币市场利率下行。1月20日央行宣布维持LPR利率不变。在疫情对经济带来负面影响的情况下，预计逆周期调节政策相机加力的可能性正在提高；疫情影响之下人民币离岸汇率快速贬值并破7。

权益方面：春节期间（1月24日-1月31日）A50指数期货、恒生指数和中概股普跌，跌幅分别为7.7%、5.7%和5.3%。短期而言，疫情的不确定性很可能还将对市场带来情绪面扰动，加大

市场波动。综合来看，尽管短期市场仍可能出现一些波折，但我们认为，A股的投资吸引力正在进一步增强。风险方面，继续关注疫情发展态势及政府相关政策。

固定收益方面：疫情是主导节前一周债市行情的主线。避险情绪持续升温，收益率曲线明显平坦化下行。鉴于市场普遍将这一轮与非典进行对比，学习效应可能会使市场定价更加有效，不排除收益率会集中反映。考虑到节后第一天开盘收益率即快速下行20余bp、而央行盘中公开市场操作又降息10bp，疫情发展趋势难以预判，而当前债券估值已明显偏贵，组合继续加仓不确定性较大，暂不建议追涨，在疫情没有增量悲观信息的情况下，若收益率继续下行，我们认为久期不低配组合根据组合具体情况考虑适当降低仓位较为合适；后续需密切关注疫情进展和节后对冲政策的出台。

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）

投资者教育基地网址：edu.icbccs.com.cn