

2020.02.24-2020.02.28

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 我们预计3月数据虽仍将受到部分停工影响, 但在内需增长推动下, 3月制造业PMI将出现较明显反弹。目前短期经济的最大不确定性来自海外疫情的发展情况及其对经济的负面影响, 进而对我国外需产生负面拖累。通货膨胀方面, 预计2月CPI同比增速5%左右, PPI同比增速-0.2%左右。流动性方面, 央行表示将继续引导市场利率以及贷款利率下行。
- 权益市场: 综合来看, 我们建议继续关注更受益流动性预期改善和符合政策鼓励方向的成长板块, 并关注稳增长政策发力情况下, 一些超跌价值板块潜在的反弹行情。风险方面, 重点关注国内外疫情进展等。
- 固定收益市场: 考虑到当前海外疫情仍处爆发期, 市场避险情绪和全球货币政策宽松预期明显升温; 同时, 结合此前政治局会议定调和央行表态来看国内货币政策也将更加灵活适度、应对更加积极, 因此短期市场可能仍有交易机会, 组合久期不宜明显低配。但当前曲线陡峭程度与历史四次“牛平”中三次短端利率同样处于类似当前低位的时期相比, 期限利差虽有一定保护, 但价值可能并没有分位数提示的那么显著; 进一步考虑到国内翻番目标的硬约束, 后续基建等稳增长措施发力是必然, 综合目前处于高位的估值, 仍建议控制久期超配幅度、提高流动性、做好应对。

正文内容:

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长: 受疫情影响, 2月制造业PMI较1月大幅下行且创历史新低, 非制造业PMI回落幅度更大。我们预计3月数据虽仍将受到部分停工影响, 但在内需增长推动下, 3月制造业

PMI将出现较明显反弹。目前短期经济的最大不确定性来自海外疫情的发展情况及其对经济的负面影响，进而对我国外需产生负面拖累

中国2月官方制造业PMI 35.7%，前值50%。中国2月非制造业PMI为29.6%，前值54.1%。中国2月综合PMI指数由53%降至28.9%。

上周南华综合指数环比增速由1.66%降至-1.9%，其中能化、工业品、农产品、金属分别下行3.2%、2.3%、1.39%、1.3%，贵金属上行1.4%。水泥价格环比维稳于-1.2%，表现弱于季节性。螺纹钢价格环比由-1.8%回升至-0.5%，表现由弱于季节性转为符合季节性。

地产销售方面，上周30城地产销售面积四周移动平均同比增速由-90%升至-79%。土地成交方面，上周土地出让面积四周移动平均同比增速回升至-65%，土地溢价率四周移动平均小幅回落至10%。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速由-14.8%续降至-21.5%，环比表现由符合季节性转为略强于季节性。上周三峡水库出库量四周移动平均增速由-11.85%升至-7.8%，环比由符合季节性转为超过季节性。开工率方面，上周全国高炉开工率由61.9%回升至62.85%，开工率环比表现由弱于春节对标季节性转为略强于季节性。上周焦化厂开工率由70%进一步升至77%，使用春节对标，开工率环比继续强于季节性。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：受疫情影响，2月制造业PMI较1月大幅下行且创历史新低，非制造业PMI回落幅度更大。考虑到一是2月下旬以来复工率逐渐提高（上周大中型企业复工率超过80%，东部沿海省份接近100%），且各级政府仍在积极提高复工率；二是在1月社融增速平稳基础上，2月财政和货币进一步发力将继续改善金融条件、支撑信用扩张，为此我们预计3月数据虽仍将受到部分停工影响，但在内需增长推动下，3月制造业PMI将出现较明显反弹。目前短期经济的最大不确定性来自海外疫情的发展情况及其对经济的负面影响，进而对我国外需产生负面拖累。

2、通货膨胀：预计2月CPI同比增速5%左右，PPI同比增速-0.2%左右

2.15-2.21农产品价格（商务部口径）环比增速由此前0.2%降至0.1%，表现依旧高于季节性。2.15-2.21猪肉价格（商务部口径）环比增速由2.8-2.14的0.34%降至-0.5%，蔬菜价格（商务部口径）环比由2.8-2.14的1.78%升至1.9%。

3、流动性：上周央行净回笼资金，货币市场利率维持低位，央行表示将继续引导市场利率以及贷款利率下行；人民币汇率维持相对平稳

上周央行净回笼资金3000亿，其中7天逆回购到期1000亿，14天逆回购到期2000亿。央行表示资金利率下行仍有较大空间。上周7天回购定盘利率周均值由此前2.27%小幅回升至2.3%；

R007周均值由2.28%小幅回升至2.36%，依然维持在近六年来春节对标下的最低值。

上周人民币汇率中间价由7微升至7.02，离岸汇率基本维稳于7.02。

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2880.30点，当周下跌5.24%，深证成指报收10980.77点，当周下跌5.58%，中小板指当周下跌5.60%，创业板指当周下跌6.96%。

分行业来看，29个中信一级行业中1个行业上涨，纺织服装上涨1.36%，28个行业下跌，其中电子元器件、有色金属及电力设备分别下跌9.68%、9.29%及8.36%。

图 1：主要指数表现

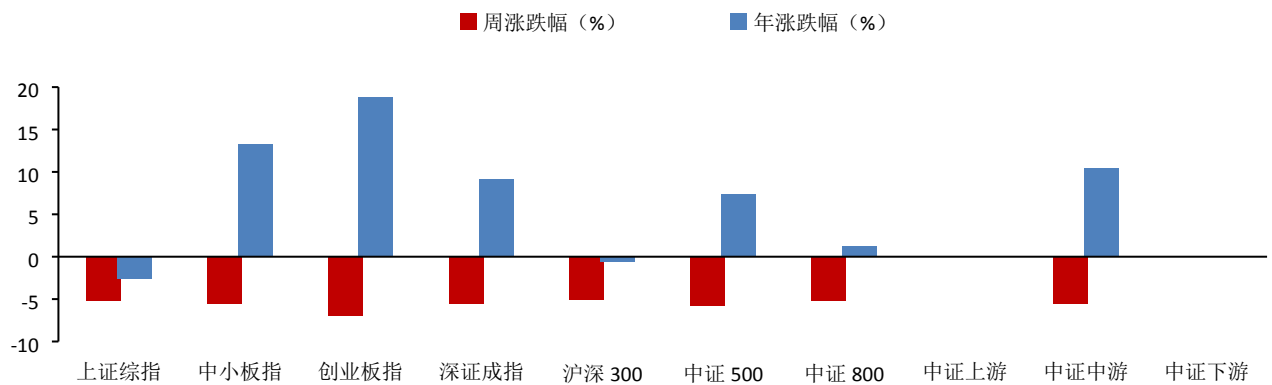
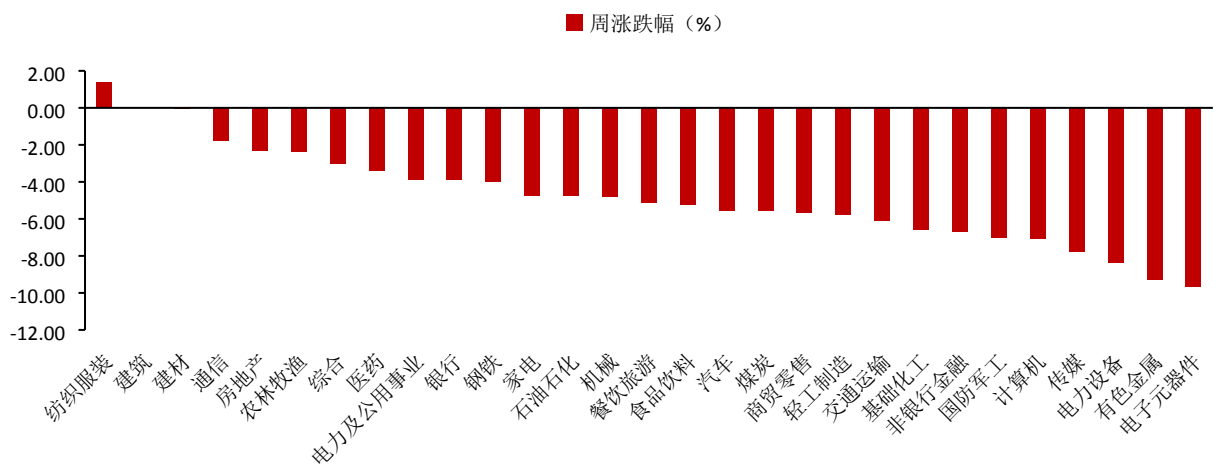


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年2月24日至2020年2月28日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率1.93%，较前一周上涨0.04%；三年期国债收益率2.38%，

较前一周上涨0.11%；十年期国债收益率2.74%，较前一周上涨1.00%。一年期国开债收益率2.15%，较前一周上涨0.03%；三年期国开债收益率2.68%，较前一周上涨0.27%；十年期国开债收益率3.20%，较前一周上涨0.68%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.66%，较前一周上涨0.14%；五年期AAA最新收益率3.30%，较前一周上涨0.40%；一年期AA+最新收益率2.78%，较前一周上涨0.14%；五年期AA+最新收益率3.44%，较前一周上涨0.54%；一年期AA最新收益率2.90%，较前一周上涨0.14%；五年期AA最新收益率3.95%，较前一周上涨0.54%；一年期城投债最新收益率2.88%，较前一周上涨0.08%；五年期城投债最新收益率3.55%，较前一周上涨0.28%。

图 3：各类债券持有期收益率

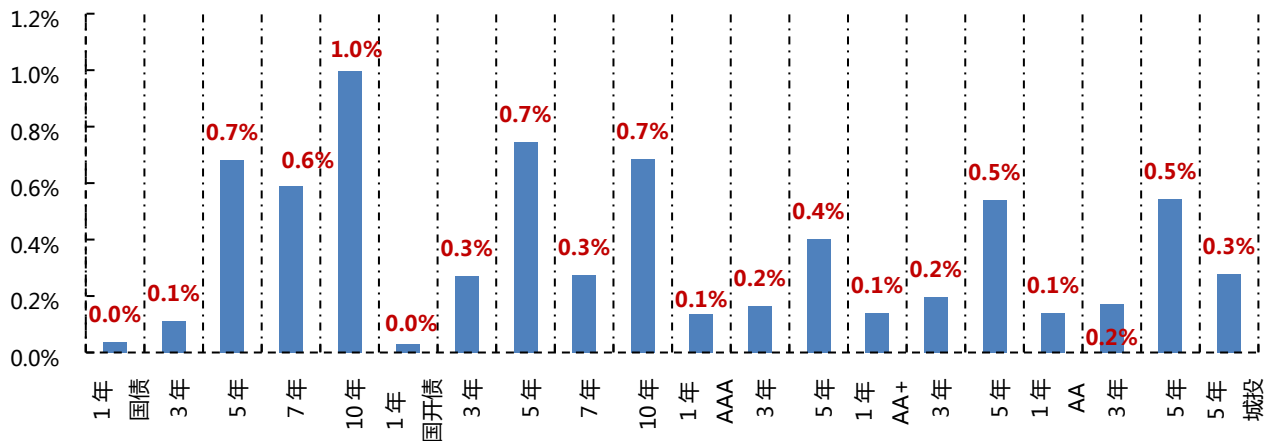
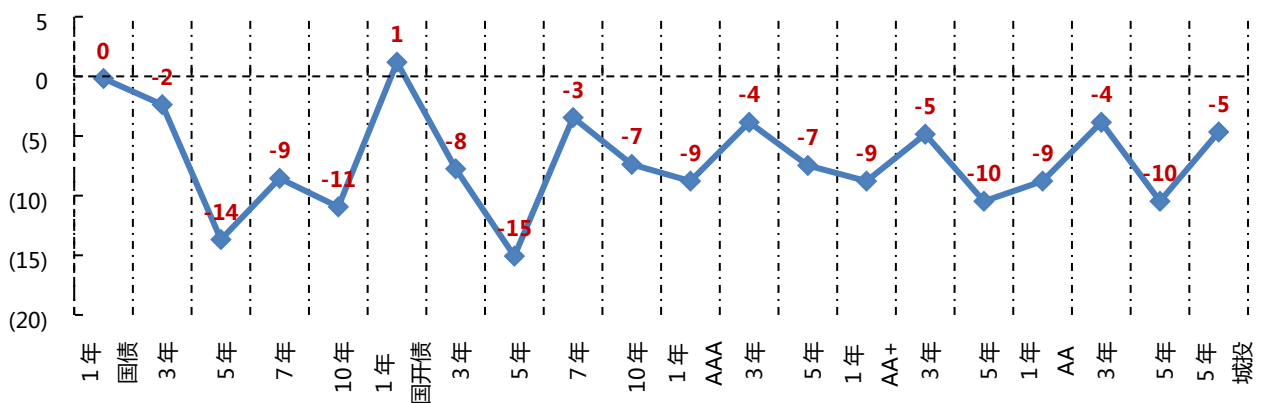


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年2月24日至2020年2月28日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，受疫情影响，2月制造业PMI较1月大幅下行且创历史新低，非制造业PMI回落幅度更大。考虑到一是2月下旬以来复工率逐渐提高（上周大中型企业复工率超过80%，东部沿海省份接近100%），且各级政府仍在积极提高复工率；二是在1月社融增速平稳基础上，2月财政和货币进一步发力将继续改善金融条件、支撑信用扩张，为此我们预计3月数据虽仍将受到部分停工影响，但在内需增长推动下，3月制造业PMI将出现较明显反弹。目前短期经济的最大不确定性来自海外疫情的发展情况及其对经济的负面影响，进而对我国外需产生负面拖累。**通货膨胀方面**，预计2月CPI同比增速5%左右，PPI同比增速-0.2%左右。**流动性方面**，上周央行净回笼资金，货币市场利率维持低位，央行表示将继续引导市场利率以及贷款利率下行。

权益方面：短期海外疫情扩散加大国内外股票市场的波动性。上周国内外市场均出现大幅调整。在疫情不确定性影响下，预计短期市场还将以结构性机会为主。我们认为成长风格占优的格局还将延续，但在短期稳增长政策发力背景下，市场风格将较前期趋于平衡。盈利面上，疫情对一季度宏观经济影响确定性负面。不过近期稳增长政策不断释放积极信号，为此预计逆周期调节政策力度还将持续发力，这有助于对冲部分经济下行压力。不过需要关注海外经济受疫情影响而走弱对国内经济的再次影响。估值面上，预计短期流动性宽松格局还将延续。上周央行表示将继续推进LPR改革，引导整体市场的利率以及贷款的利率下行。海外方面，当前市场对美联储降息预期上升。综合来看，我们建议继续关注更受益流动性预期改善和符合政策鼓励方向的成长板块，并关注稳增长政策发力情况下，一些超跌价值板块潜在的反弹行情。风险方面，重点关注国内外疫情进展等。

固定收益方面：上周海外疫情扩散强化美联储降息预期，全球市场开启risk-off模式，美债收益率创下百年新低，国内债市收益率曲线也明显平坦化下行。短期来看，海外疫情滞后于国内发展出现超预期扩散，将成为影响国内资产价格走势的关键变量；考虑到当前海外疫情仍处爆发期，市场避险情绪和全球货币政策宽松预期明显升温；同时，结合此前政治局会议定调和央行表态来看国内货币政策也将更加灵活适度、应对更加积极，因此短期市场可能仍有交易机会，组合久期不宜明显低配。但当前曲线陡峭程度与历史四次“牛平”中三次短端利率同样处于类似当前低位的时期相比，期限利差虽有一定保护，但价值可能并没有分位数提示的那么显著；进一步考虑到国内翻番目标的硬约束，后续基建等稳增长措施发力是必然，综合目前处于高位的估值，仍建议控制久期超配幅度、提高流动性、做好应对。

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)