

2020.03.09-2020.03.13

## 每周市场回顾与展望

## 主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 我们认为 2020 年全球经济增速取决于疫情扩散情况。通货膨胀方面, 预计 3 月 CPI 将较 2 月下行但仍在相对高位, 预计一季度 CPI 同比增速在 5% 左右; 预计 3 月 PPI 同比增速继续回落, 受原油价格大幅回落影响将继续承压。流动性方面, 上周流动性仍维持宽裕; 2 月金融数据显示疫情对经济短期造成较大冲击, 同时逆周期调节政策发力下信用条件呈现稳中略改善局面。我们认为以 1、2 月社融增速水平难以抵消疫情对经济的冲击, 待全面复工后将看到政策的再次发力。
- 权益市场: 如按照疫情将在年中左右得到有效控制的乐观假设, 我们认为在流动性整体宽松的背景下, 年内成长风格占优的格局还将延续, 同时内需相关行业也将相对受益。风险方面, 重点关注国内外疫情进展等。
- 固定收益市场: 从中期维度来看, 海外疫情演化是否会失控、甚至引发经济衰退或金融危机是尾部风险, 目前给予概率上的判断相对困难。与此同时, 随着复工复产的有序推进、逆周期政策尤其是广义财政支持也将在二季度逐步落地, 若按照钟南山的判断、乐观情形下全球疫情扩散有望在年中前后得到控制, 下半年收益率将面临调整的压力。进一步考虑到除了估值较贵, 仍然建议控制久期超配幅度、提高流动性、做好组合应对。

## 正文内容:

## 一、市场回顾

## (一) 宏观方面

1、经济增长: 根据官方统计, 截至上周规上工业企业考虑人员到岗的复工率为 75%, 中小企业开工率 60%, 建筑业开工率 58%。海外疫情扩散超预期增加市场对全球陷入衰退的担忧。我们认为 2020 年全球经济增速取决于疫情扩散情况。按照当前主要国际机构的情景预测结果, 基

准情形下（海外疫情在二季度得到控制）全球经济增速可能回落至2.2%左右，二季度外需将对国内经济带来较明显的冲击

上周南华综合指数环比增速由-0.8%降至-3.8%，其中能化、工业品、农产品、贵金属、金属分别下行8.2%、4.4%、2.4%、1.3%、0.6%。水泥价格环比由-1.25%升至-0.74%，钢材库存增速由6.5%降至2.8%。

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-69%续升至-62%，增速连续三周上行。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落至-50%，土地溢价率四周移动平均由13%升至15%。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速维稳于28%，三峡水库出库量四周移动平均增速由-0.9%进一步升至12%。开工率方面，上周全国高炉开工率由63.5%升至64.5%，焦化厂开工率由79.5%升至80%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：根据官方统计，截至上周规上工业企业考虑人员到岗的复工率为75%，中小企业开工率60%，建筑业开工率58%。海外疫情扩散超预期增加市场对全球陷入衰退的担忧。我们认为2020年全球经济增速取决于疫情扩散情况。按照当前主要国际机构的情景预测结果，基准情形下（海外疫情在二季度得到控制）全球经济增速可能回落至2.2%左右（2019年全球经济增速为2.9%），这将拖累中国出口5-10个百分点，静态估算拖累GDP增速0.9个百分点左右，二季度将是海外需求最差的时候，对出口的影响程度可能类似于2009年前三季度。悲观情形下全球经济增速可能回落至1.5%左右，全球贸易和产业链都将受到较严重打击。

2、通货膨胀：2月CPI同比增速5.2%。支撑CPI维持高位的主要是食品价格，非食品价格仍然偏疲弱。预计3月CPI将较2月下行但仍在相对高位。2月PPI同比增速-0.4%，预计3月PPI同比增速继续回落

2月CPI同比增速5.2%，较1月的5.4%小幅回落，市场预期4.9%；PPI同比增速-0.4%，较1月的0.1%有所回落，市场预期-0.3%。

3.1-3.7号农产品价格（商务部口径）环比增速由此前-1.3%升至-1%，表现符合季节性。猪肉价格（商务部口径）环比增速由-2%升至-0.5%，同比增速由166%降至158%。蔬菜价格（商务部口径）环比由-3.4%升至-3.2%，同比由12.3%续降至8.5%。

点评：2月CPI同比增速5.2%，较1月回落0.2个百分点。支撑CPI维持高位的主要是食品价格，非食品价格仍然偏疲弱。考虑到供给逐渐释放下食品和部分日用品价格将有所回落，叠加油价冲击，预计3月CPI将较2月下行但仍在相对高位。预计一季度CPI同比增速在5%左右。2月

PPI环比增速-0.5%，同比增速-0.4%。预计3月PPI同比增速继续回落。受原油价格大幅回落影响将继续承压。

3、流动性：上周货币市场利率受季节因素小幅上行，流动性仍维持宽裕。上周央行宣布3月16日实施定向降准，合计释放5500亿长期资金；受避险情绪和美元流动性偏紧因素影响，上周人民币汇率贬值

2月社会融资规模增量8554亿元，前值50700亿元；2月新增贷款9057亿元，前值 33400亿元；2月M2同比增速8.8%，前值8.4%。

央行宣布，3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。此次定向降准释放长期资金5500亿元，其中对达到普惠金融定向降准考核标准的银行释放长期资金4000亿元，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点释放长期资金1500亿元。

上周央行没有进行公开市场操作，市场实现零回笼。上周7天回购定盘利率周均值由此前2.12%微升至2.18%；R007周均值由2.18%升至2.23%，依然弱于政策利率。上周货币市场利率边际小幅上行的主要原因是月初受2月末财政减收增支影响货币市场流动性过于宽松所致。

上周人民币汇率中间价均值基本维稳于6.96，离岸汇率由6.94升至6.99。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：上周货币市场利率受季节因素小幅上行，流动性仍维持宽裕。2月金融数据显示疫情对经济短期造成较大冲击，同时逆周期调节政策发力下信用条件（社融增速\M2\广义社融增速）呈现稳中略改善局面。基于对一季度疫情防控对GDP拖累的估算，叠加二季度还将受到外需下滑的拖累，以1、2月社融增速水平难以抵消疫情对经济的冲击。我们认为待全面复工后将看到政策的再次发力。央行宣布3月16日实施定向降准，合计释放5500亿长期资金。本次定向降准为年初例行操作，其中符合条件的股份制银行额外降准1个百分点是额外操作。且实施日期恰好可以部分对冲本月后期缴税对短期资金的消耗。因此，并不能将其认为是央行进一步加码宽松的表现。不过我们认为货币政策进一步宽松仍可期待，当前市场有部分预期央行在3月16日可能新增MLF并调降利率。

## （二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收2887.43点，当周下跌4.85%，深证成指报收10831.13点，当周下跌6.49%，中小板指当周下跌6.79%，创业板指当周下跌7.40%。

分行业来看，29个中信一级行业中1个行业上涨，通信上涨0.90%；28个行业下跌，其中纺

织服装、有色金属和基础化工分别下跌10.30%、9.40%和8.69%。

图 1: 主要指数表现

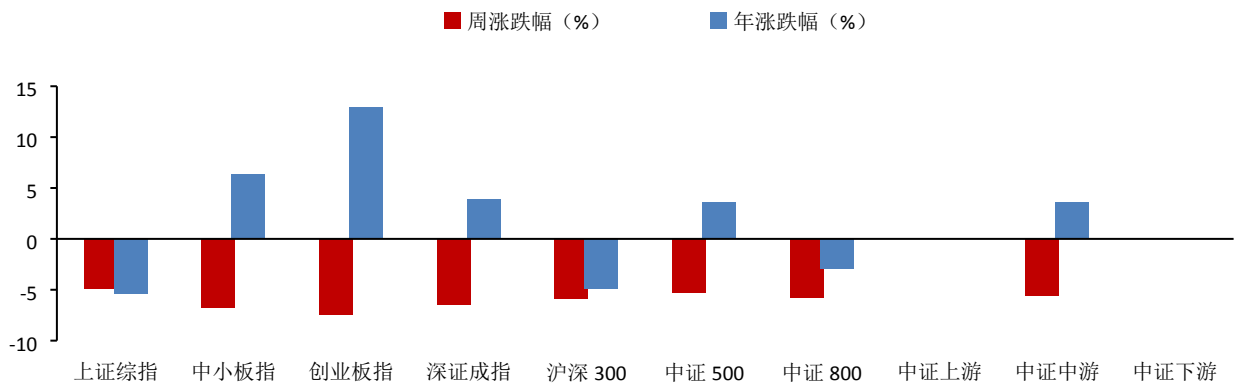
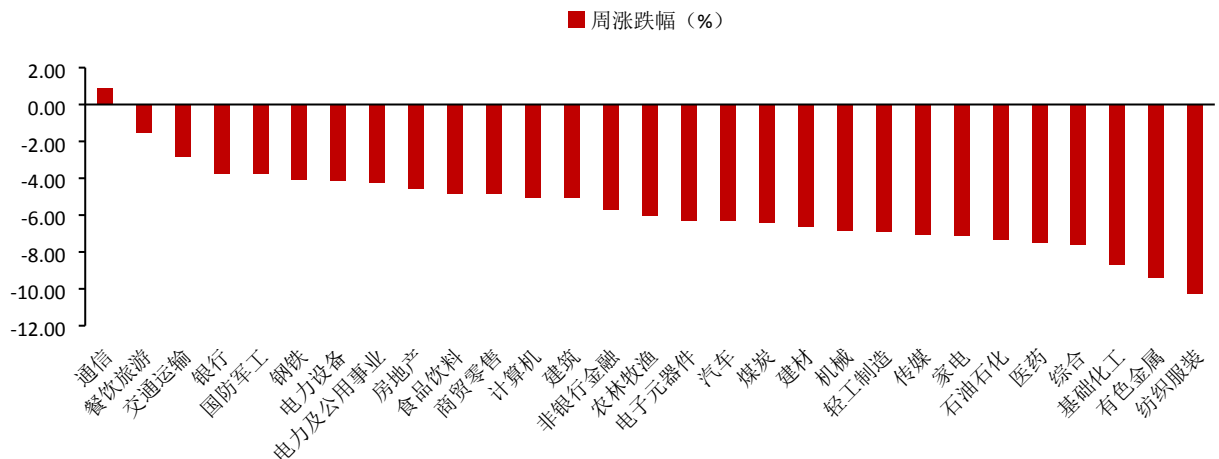


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年3月9日至2020年3月13日。

### （三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率1.92%，较前一周上涨0.03%；三年期国债收益率2.26%，较前一周下跌0.05%；十年期国债收益率2.68%，较前一周下跌0.36%。一年期国开债收益率2.09%，较前一周略微持平；三年期国开债收益率2.63%，较前一周下跌0.12%；十年期国开债收益率3.06%，较前一周上涨0.70%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.59%，较前一周上涨0.07%；五年期AAA最新收益率3.29%，较前一周下跌0.13%；一年期AA+最新收益率2.72%，较前一周上涨0.06%；五年期AA+最新收益率3.45%，较前一周下跌0.31%；一年期AA最新收益率2.84%，较前一周上涨0.06%；五年期AA最新收益率3.89%，较前一周下跌0.07%；一年期城投债最新收益率2.80%，较前一周上涨

0.05%；五年期城投债最新收益率3.58%，较前一周下跌0.25%。

图 3：各类债券持有期收益率

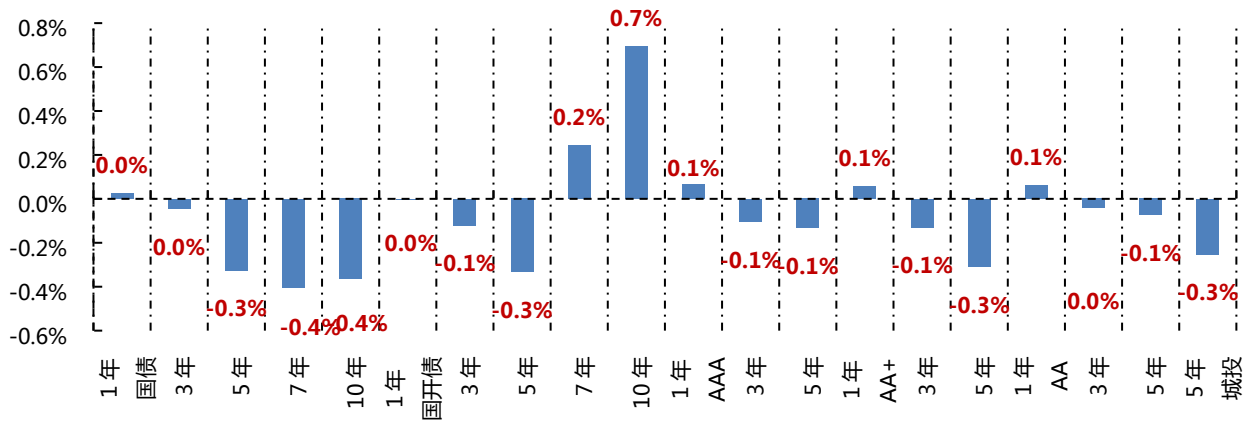
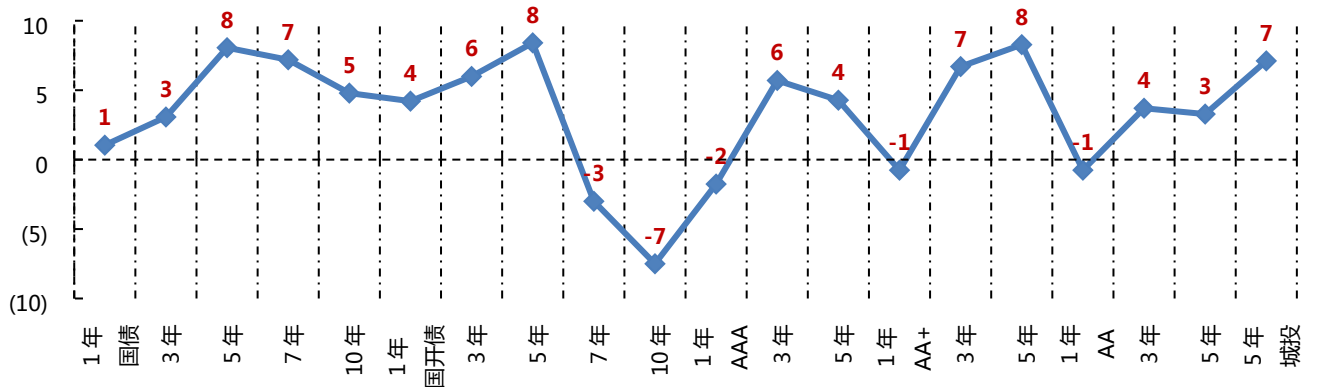


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2020 年 3 月 9 日至 2020 年 3 月 13 日。

## 二、市场展望

**宏观方面：经济增长方面**，根据官方统计，截至上周规上工业企业考虑人员到岗的复工率为 75%，中小企业开工率 60%，建筑业开工率 58%。海外疫情扩散超预期增加市场对全球陷入衰退的担忧。我们认为 2020 年全球经济增速取决于疫情扩散情况。按照当前主要国际机构的情景预测结果，基准情形下（海外疫情在二季度得到控制）全球经济增速可能回落至 2.2% 左右（2019 年全球经济增速为 2.9%），这将拖累中国出口 5-10 个百分点，静态估算拖累 GDP 增速 0.9

个百分点左右，二季度将是海外需求最差的时候，对出口的影响程度可能类似于2009年前三季度。悲观情形下全球经济增速可能回落至1.5%左右，全球贸易和产业链都将受到较严重打击。

**通货膨胀方面**，2月CPI同比增速5.2%，较1月回落0.2个百分点。支撑CPI维持高位的主要是食品价格，非食品价格仍然偏疲弱。考虑到供给逐渐释放下食品和部分日用品价格将有所回落，叠加油价冲击，预计3月CPI将较2月下行但仍在相对高位。预计一季度CPI同比增速在5%左右。2月PPI环比增速-0.5%，同比增速-0.4%。预计3月PPI同比增速继续回落。受原油价格大幅回落影响将继续承压。

**流动性方面**，上周货币市场利率受季节因素小幅上行，流动性仍维持宽裕。2月金融数据显示疫情对经济短期造成较大冲击，同时逆周期调节政策发力下信用条件（社融增速\M2\广义社融增速）呈现稳中略改善局面。基于对一季度疫情防控对GDP拖累的估算，叠加二季度还将受到外需下滑的拖累，以1、2月社融增速水平难以抵消疫情对经济的冲击。我们认为待全面复工后将看到政策的再次发力。央行宣布3月16日实施定向降准，合计释放5500亿长期资金。本次定向降准为年初例行操作，其中符合条件的股份制银行额外降准1个百分点是额外操作。且实施日期恰好可以部分对冲本月后期缴税对短期资金的消耗。因此，并不能将其认为是央行进一步加码宽松的表现。不过我们认为货币政策进一步宽松仍可期待，当前市场有部分预期央行在3月16日可能新增MLF并调降利率。

**权益方面**：上周主要指数均告下跌，两市含科创板一周成交金额4.94万亿，日均成交额9880亿元，日均成交额较前周成交缩量。北向资金净卖出418亿元，为历史最大单周净卖出纪录。上周海外市场剧烈调整，美国金融市场还出现一定流动性危机情形。为此联储等央行已经出台一系列措施缓解市场流动性压力。周五特朗普宣布国家进入紧急状态后，美股尾盘大幅大涨。近期导致全球资本市场动荡的核心驱动因素是疫情扩散。上周G20协调人会议表示成员国将加强协调合作，控制新冠肺炎疫情，减轻其对经济影响。同时美欧等国也开始积极应对疫情扩散。短期海外股票市场持续暴跌的局面可能得到阶段性缓解。但在疫情扩散不确定性仍高的背景下，预计短期全球资本市场高波动性特征还将延续。对于国内而言，受疫情影响，年内企业盈利整体将面临压制状态，特别是外需产业链面临较大压力。如按照疫情将在年中左右得到有效控制的乐观假设，我们认为在流动性整体宽松的背景下，年内成长风格占优的格局还将延续，同时内需相关行业也将相对受益。风险方面，重点关注国内外疫情进展等。

**固定收益方面**：虽然越来越多的国家开始采取更加积极的防疫措施，但执行力和效果仍然存在较大的不确定性，尤其是在部分欧洲大国继续采取消极策略的情况下。海外疫情扩散至少将对二季度全球经济和国内出口造成比较明显的负面影响，尽管全球金融市场流动性受到的阶段性冲击仍可能通过外资渠道传导至国内市场、造成一定的扰动，但发达国家央行普遍在采取

措施缓解流动性风险。随着流动性冲击的消退，疫情影响下的经济下滑压力、以及货币政策更加灵活适度的应对仍然是主要矛盾。短期市场可能仍有交易机会，组合久期不宜明显低配。从中期维度来看，海外疫情演化是否会失控、甚至引发经济衰退或金融危机是尾部风险，目前给予概率上的判断相对困难。与此同时，随着复工复产的有序推进、逆周期政策尤其是广义财政支持也将在二季度逐步落地，若按照钟南山的判断、乐观情形下全球疫情扩散有望在年中前后得到控制，下半年收益率将面临调整的压力。进一步考虑到除了估值较贵，仍然建议控制久期超配幅度、提高流动性、做好组合应对。

#### 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)