

2020.03.16-2020.03.20

## 每周市场回顾与展望

## 【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，受疫情影响，1-2月生产和需求端数据均出现大幅回落，失业率明显上升。预计3月工业增加值增速依然承压，预计一季度GDP增速为负。预计随着国内生产生活的逐步正常化和刺激政策的落地，二季度内需将出现明显回升。但目前来看，海外经济衰退将对我国二季度外需造成明显拖累。通货膨胀方面，初步预计3月CPI同比增速4.9%，PPI同比增速-2%左右。流动性方面，上周国内流动性维持宽裕，本月MLF和LPR利率均未下调，低于市场预期；与此同时海外美元流动性紧张格局下，外资短期流出压力加大。
- 权益市场：综合来看，预计短期A股波动性仍大，整体维持震荡格局，下行风险在海外不确定性加剧。预计在二季度海外需求明显下滑的情况下，外需依赖型和全球产业链类公司短期面临的压力还将明显增大。
- 固定收益市场：短期市场可能仍有交易机会，组合久期不宜明显低配。中期来看，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：预计3月工业增加值增速依然承压，预计一季度GDP增速为负，若不考虑数字经济等支撑，跌幅可能达到-5%甚至更大。预计随着国内生产生活的逐步正常化和刺激政策的落地，二季度内需将出现明显回升。但目前来看，二季度欧美经济陷入衰退基本确定，海外经济衰退将对我国二季度外需造成明显拖累

中国1-2月规模以上工业增加值同比-13.5%，2019年12月为6.9%。1-2月社会消费品零售

总额同比-20.5%，2019年12月为8%。1-2月固定资产投资同比-24.5%，2019年12月为7.2%。其中1-2月房地产开发投资同比-16.3%，2019年12月为7.4%；1-2月制造业投资同比-31.5%，2019年12月为9.2%；1-2月基建投资同比-27%，2019年12月为2.1%。2月城镇调查失业率6.2%，2019年12月为5.2%，为有数以来同期最高。

上周南华综合指数环比增速由-3.8%降至-4.5%，其中贵金属-13.2%、能化-6.6%、工业品-4.5%、金属-2.6%、农产品-1.2%。水泥价格环比-1.6%，钢材库存增速由2.8%降至-2.4%。

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-62%升至-55%，增速连续四周上行。土地成交方面，上周土地出让面积四周移动平均同比增速-40%，维持相对低位，土地溢价率四周移动平均由15%降至13%。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速由-28%升至-26%，三峡水库出库量四周移动平均增速由12%续升至15.7%。开工率方面，上周全国高炉开工率由64.5%升至65%，焦化厂开工率由80%升至82%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：受疫情影响，1-2月生产和需求端数据均出现大幅回落，失业率明显上升。从消费需求结构（服务消费跌幅大于商品消费；线下消费跌幅大于线上消费）和海外经济数据（美、欧、日2月制造业PMI数据仅稳中略落）来看，我们认为1-2月经济增速回落主要受供给端收缩影响。发电耗煤显示上周复工进度低于我们此前的预期，叠加1-2月工业企业增速数据公布后对模型的修正，我们预计3月工业增加值增速不排除低于1-2月的可能。预计一季度工业增加值增速-15%左右，拖累GDP增速约5-6个百分点。结合此前对三产的估算，预计一季度GDP增速基本为负，若不考虑数字经济等支撑，跌幅可能达到-5%甚至更大。预计随着国内生产生活的逐步正常化和刺激政策的落地，二季度内需将出现明显回升。但目前来看，二季度欧美经济陷入衰退基本确定，海外经济衰退将对我国二季度外需造成明显拖累。为此当前国内复工偏慢和海外衰退将对就业形成持续压力。上周政治局常委会提出要“加强海外形势研判，及时制定针对性政策”，当前稳就业仍是政策确定性底线。

2、通货膨胀：初步预计3月CPI同比增速4.9%，较2月小幅回落0.3个百分点；PPI同比增速-2%左右，较2月回落1.5个百分点

3.8-3.14号农产品价格（商务部口径）环比增速由此前-1%升至0%，表现略强于季节性。猪肉价格（商务部口径）环比增速-0.5%，较前周维持平稳，同比增速由158%降至140%。蔬菜价格（商务部口径）环比由-3.2%降至-4.6%，同比由8.5%降至1.3%。

3、流动性：上周央行实施定向降准并新增1000亿MLF，货币市场利率下行至新低，国内流

动性维持宽裕。本月MLF和LPR利率均未下调，低于市场预期。与此同时海外美元流动性紧张格局下，外资短期流出压力加大；上周受美元指数上行和资本流出压力，人民币汇率继续贬值

3月16日央行实施定向降准释放资金5500亿元，新增MLF投放1000亿。MLF利率维持3.15%不变，略不及市场预期。3月20日LPR报价维持不变。上周7天回购定盘利率周均值由此前2.18%降至1.79%；R007周均值由2.23%降至1.85%。

上周人民币汇率中间价均值由6.96升至7.04。

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2745.62点，当周下跌4.91%，深证成指报收10150.13点，当周下跌6.29%，中小板指当周下跌5.91%，创业板指当周下跌5.69%。

分行业来看，29个中信一级行业全线下跌，其中汽车、通信和房地产分别下跌8.77%、8.15%和7.61%。

图 1: 主要指数表现

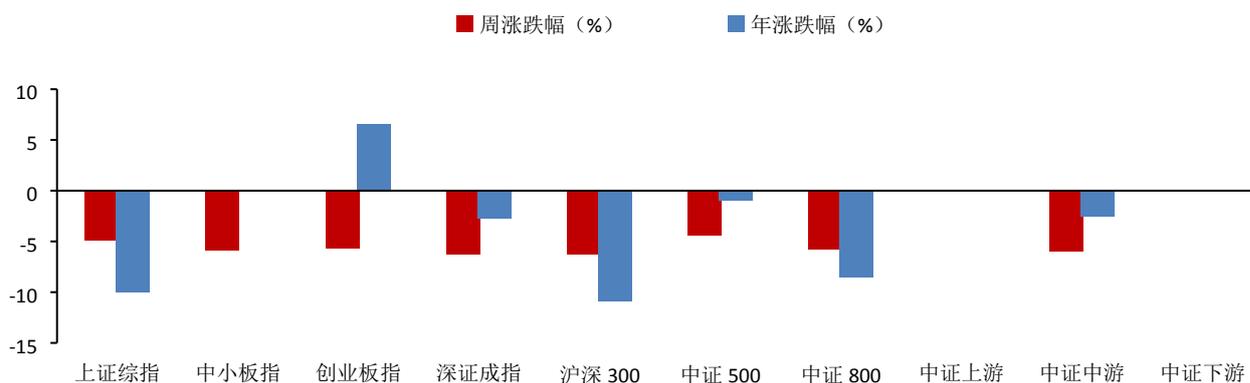
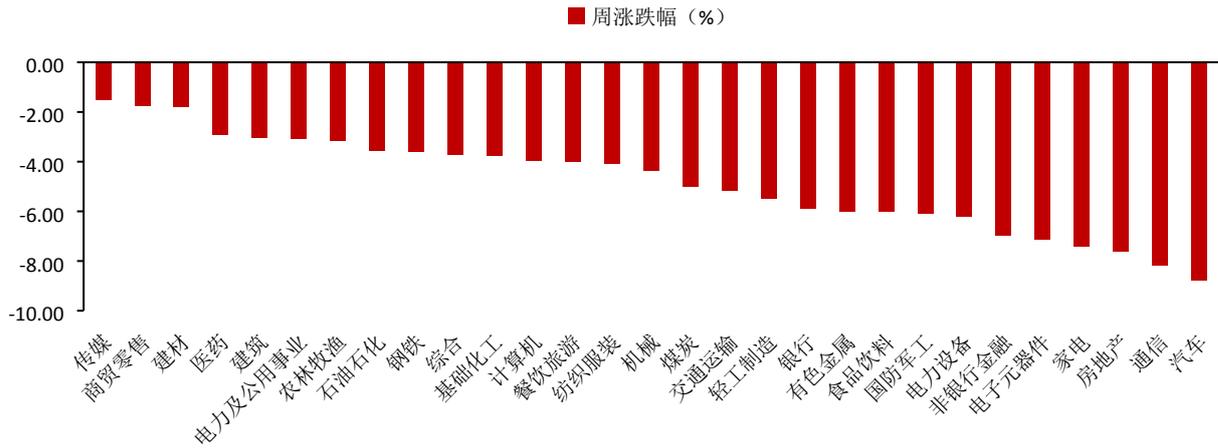


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年3月16日至2020年3月20日。

### (三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率1.87%，较前一周上涨0.09%；三年期国债收益率2.24%，较前一周上涨0.08%；十年期国债收益率2.68%，较前一周略微持平。一年期国开债收益率2.03%，较前一周上涨0.10%；三年期国开债收益率2.60%，较前一周上涨0.14%；十年期国开债收益率3.05%，较前一周上涨0.14%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.51%，较前一周上涨0.13%；五年期AAA最新收益率3.43%，较前一周下跌0.56%；一年期AA+最新收益率2.68%，较前一周上涨0.10%；五年期AA+最新收益率3.60%，较前一周下跌0.60%；一年期AA最新收益率2.85%，较前一周上涨0.05%；五年期AA最新收益率3.90%，较前一周上涨0.03%；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3.70%，较前一周下跌0.49%。

图 3: 各类债券持有期收益率

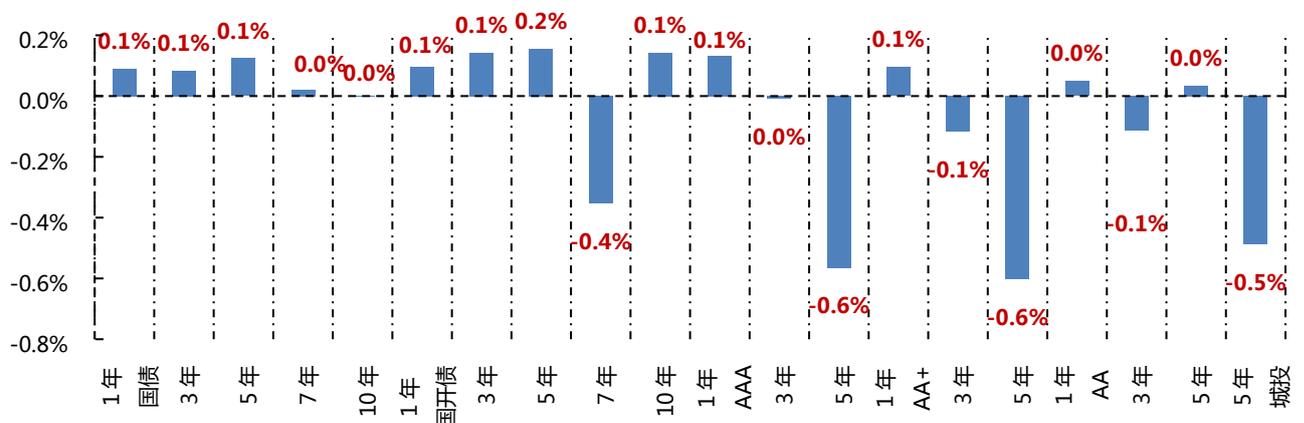
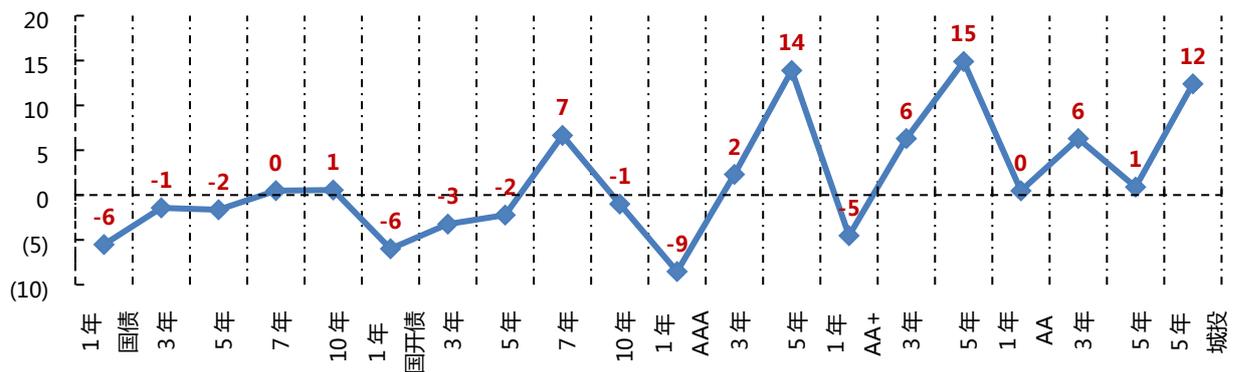


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年3月16日至2020年3月20日。

## 二、市场展望

**宏观方面：经济增长方面**，受疫情影响，1-2月生产和需求端数据均出现大幅回落，失业率明显上升。从消费需求结构（服务消费跌幅大于商品消费；线下消费跌幅大于线上消费）和海外经济数据（美、欧、日2月制造业PMI数据仅稳中略落）来看，我们认为1-2月经济增速回落主要受供给端收缩影响。发电耗煤显示上周复工进度低于我们此前的预期，叠加1-2月工业企业增速数据公布后对模型的修正，我们预计3月工业增加值增速不排除低于1-2月的可能。预计一季度工业增加值增速-15%左右，拖累GDP增速约5-6个百分点。结合此前对三产的估算，预计一季度GDP增速基本为负，若不考虑数字经济等支撑，跌幅可能达到-5%甚至更大。预计随着国内生产生活的逐步正常化和刺激政策的落地，二季度内需将出现明显回升。但目前来看，二季度欧美经济陷入衰退基本确定，海外经济衰退将对我国二季度外需造成明显拖累。为此当前国内复工偏慢和海外衰退将对就业形成持续压力。上周政治局常委会提出要“加强海外形势研判，及时制定针对性政策”，当前稳就业仍是政策确定性底线。

**通货膨胀方面**，初步预计3月CPI同比增速4.9%，较2月小幅回落0.3个百分点；PPI同比增速-2%左右，较2月回落1.5个百分点。

**流动性方面**，上周央行实施定向降准并新增1000亿MLF，货币市场利率下行至新低，国内流动性维持宽裕。本月MLF和LPR利率均未下调，低于市场预期。与此同时海外美元流动性紧张格局下，外资短期流出压力加大。

**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4.15万亿，日均成交额

9590亿元，日均成交额较前周成交缩量。北向资金净卖出337.7亿元，连续两周净卖出。在海外美元流动性紧张加剧情况下，上周全球资本市场继续剧烈震荡，新兴市场资金流出压力剧增。考虑到全球主要央行不断加大货币政策宽松力度，同时联储已与多家央行签订货币互换协议或扩大互换额度，预计近期美元指数上行最快的阶段有望暂告一段落，但在疫情蔓延不确定性的背景下，预计全球美元流动性紧张局面尚难有效缓解，美元指数难言见顶。在这种情况下，新兴市场股市包括A股仍将面临短期外资流出压力的冲击。在近期全球股市明显调整后，目前全球主要股指的隐含ERP均处于历史高位，其中恒生指数和恒生国企指数隐含ERP更在历史100%分位。就国内而言，在当前国内经济下行压力加大的情况下，预计复工复产将积极推进。虽然上周央行未调整MLF和LPR利率，但未来一段时期预计稳增长政策整体将逐步实质性落地。综合来看，预计短期A股波动性仍大，整体维持震荡格局，下行风险在海外不确定性加剧。预计在二季度海外需求明显下滑的情况下，外需依赖型和全球产业链类公司短期面临的压力还将明显增大。

**固定收益方面：**上周海外流动性是主导资产价格变化的核心矛盾，国内债市整体呈现宽幅震荡态势。我们认为无需太担心流动性风险对国内债市的冲击。一方面，海外风险资产下跌导致金融市场流动性收紧与债券下跌的机制在国内并不成立，央行对于金融市场流动性传导具有较强的把控力；另一方面，从CFETS指数来看，人民币汇率表现比其他主要货币更强，人民币资产并未遭大规模抛售。当前基本面仍对债市有利：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，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。相比于08年，国内经济对出口的依赖度明显降低，但企业和居民层面的抗风险能力更差，货币政策在降低融资成本、维系微观主体现金流、支持财政政策发力等维度上都需进一步宽松，只是节奏和力度需在短期稳增长与中长期空间之间平衡。短期市场可能仍有交易机会，组合久期不宜明显低配。中期来看，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。进一步考虑到除了估值较贵之外，债市拐点指标跟踪体系中大部分指标已经释放出风险信号。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）