

2020.03.23-2020.03.27

## 每周市场回顾与展望

## 【主要结论：】

- 宏观经济： 经济增长方面，1-2月工业企业利润增速大幅回落，与工业增加值数据相印证。政治局会议提出的加大逆周期对冲政策符合市场预期。不过对于逆周期政策加大的实际力度和节奏还需观察。通货膨胀方面，初步预计3月CPI同比增速4.8%，较2月小幅回落0.4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，上周货币市场利率低位继续下行；人民币汇率均值小幅贬值。
- 权益市场： 综合来看，维持短期A股波动性仍大，整体维持震荡格局的判断不变。下行风险在海外不确定性加剧、国内政策落地不及预期，上行动力在国内稳增长政策实质性发力。
- 固定收益市场： 展望后续，当前基本面仍对债券市场有利，而国内货币政策宽松的方向较为确定，短期市场可能仍有交易机会，组合久期不宜明显低配。而无论国内翻番目标是否可能出现松动，逆周期政策都将继续加码，更加积极的财政政策+予以配合的宽货币政策中长期对债市是相对不利的。目前海外疫情的演化是否将引发全球更长时间的经济衰退尚难给予概率上的判断，考虑到债券较贵的估值和债市拐点指标跟踪体系中大部分指标给出的不利信号，仍然建议控制久期超配幅度，同时注意提高组合流动性。

## 正文内容：

## 一、市场回顾

## (一) 宏观方面

1、经济增长：1-2月工业企业利润增速大幅回落，与工业增加值数据相印证。政治局会议提出的加大逆周期对冲政策符合市场预期，对于逆周期政策加大的实际力度和节奏还需观察。央行一季度例会提到要平衡好稳增长、防风险和控通胀的关系，并强调要“继续释放改革促进

## 降低贷款实际利率的潜力”和“有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用”

根据统计局公布的数据，2020年1-2月规模以上工业企业利润累计同比增速-38.3%，2019年12月工业企业利润当月同比增速-6.3%，2019年1-2月累计同比增速-14%，2019年全年工业企业利润增速-3.3%。

中共中央政治局3月27日召开会议，分析国内外新冠肺炎疫情防控和经济运行形势，研究部署进一步统筹推进疫情防控和经济社会发展工作。

中国人民银行货币政策委员会2020年第一季度例会于3月26日在北京召开。

上周南华综合指数环比增速由-4.5%升至0.99%，其中贵金属、农产品分别上行6.8%、1.6%，金属、工业品、能化分别下行3.5%、2.8%、2%。水泥价格环比由-1.6%升至-1.3%，表现依旧弱于季节性。上周钢材库存增速由-2.4%降至-4.2%。

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续升至-41%，连续五周收窄。并且在周四周五两天日均成交量达到前四年均值的九成以上。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%，继续维持相对低位，土地溢价率四周移动平均由13%升至19%。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速由-26%续升至-20%，连续三周上行，三峡水库出库量四周移动平均增速由15.7%小幅回落至12.4%。开工率方面，上周全国高炉开工率由65%续升至65.8%；焦化厂开工率由82%续升至82.5%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：1-2月工业企业利润增速大幅回落，与工业增加值数据相印证。发电耗煤显示上周复工进度较前周边际加快，但仍未达到全部复工水平。政治局会议提出要加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务。其中财政政策方面，提出适当提高财政赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债券规模。货币政策方面，要求引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。此次会议提出的加大逆周期对冲政策符合市场预期。不过对于逆周期政策加大的实际力度和节奏还需观察。一是，会议提到“要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施”。二是短期通胀对货币政策的掣肘也待观察。央行一季度例会提到要平衡好稳增长、防风险和控通胀的关系，并强调要“继续释放改革促进降低贷款实际利率的潜力”和“有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用。”

2、通货膨胀：初步预计3月CPI同比增速4.8%，较2月小幅回落0.4个百分点；PPI同比增速-2%左右，较2月回落1.5个百分点

3.15-3.21号农产品价格（商务部口径）环比增速较上周维稳于0%，表现基本符合季节

性。猪肉价格（商务部口径）环比增速由-0.5%降至-0.9%，同比增速由140%降至135%。蔬菜价格（商务部口径）环比由-4.6%降至-6%，同比由1.3%降至-5%。

### 3、流动性：上周货币市场利率低位继续下行；人民币汇率均值小幅贬值

上周央行没有进行公开市场操作，市场没有资金到期。中央政治局会议亦提到要引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。据外媒报道，央行正考虑降低存款基准利率。上周7天回购定盘利率周均值由此前的1.79%降至1.67%；R007周均值由1.85%降至1.77%。

上周人民币汇率中间价均值由7.04升至7.08。

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2772.20点，当周上涨0.97%，深证成指报收10109.91点，当周下跌0.40%，中小板指当周下跌1.36%，创业板指当周下跌0.58%。

分行业来看，29个中信一级行业中15个行业上涨，其中医药、食品饮料和银行分别上涨5.74%、5.35%和2.86%；14个行业下跌，其中电子元器件、电力设备和通信分别下跌6.49%、3.86%和3.57%。

图 1：主要指数表现

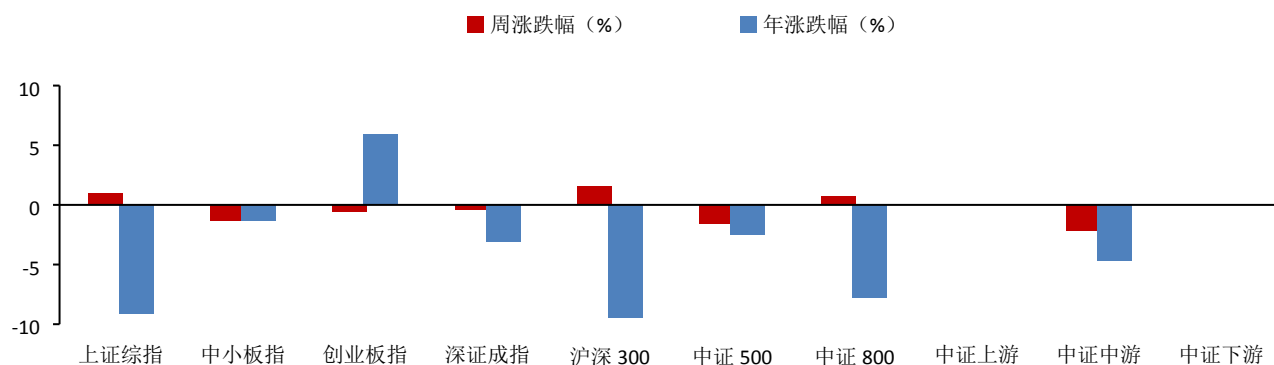
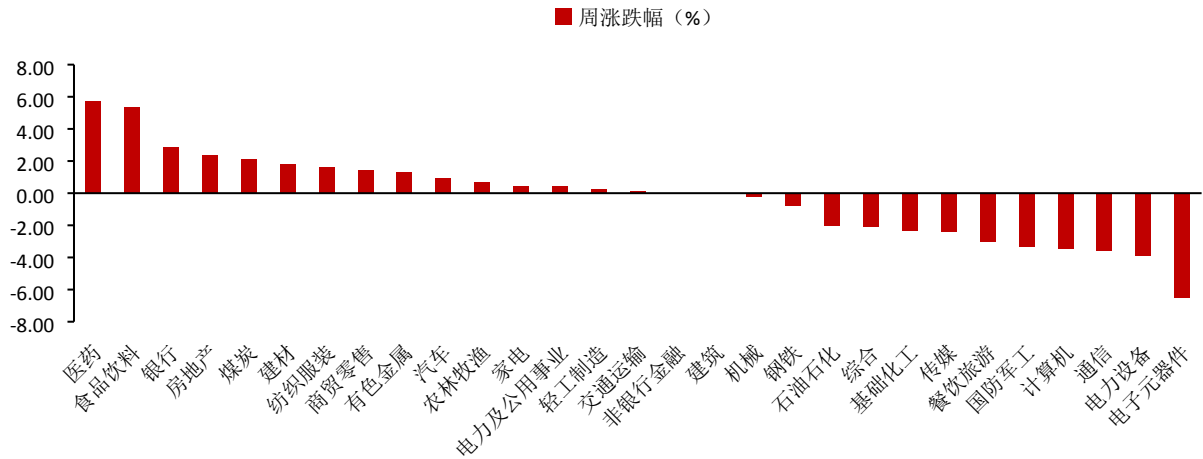


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年3月23日至2020年3月27日。

### (三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率1.74%，较前一周上涨0.16%；三年期国债收益率2.07%，较前一周上涨0.53%；十年期国债收益率2.61%，较前一周上涨0.68%。一年期国开债收益率1.89%，较前一周上涨0.17%；三年期国开债收益率2.42%，较前一周上涨0.55%；十年期国开债收益率2.99%，较前一周上涨0.57%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.42%，较前一周上涨0.13%；五年期AAA最新收益率3.33%，较前一周上涨0.53%；一年期AA+最新收益率2.63%，较前一周上涨0.10%；五年期AA+最新收益率3.54%，较前一周上涨0.35%；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3.91%，较前一周上涨0.04%；一年期城投债最新收益率2.81%，较前一周上涨0.04%；五年期城投债最新收益率3.68%，较前一周上涨0.14%。

图 3：各类债券持有期收益率

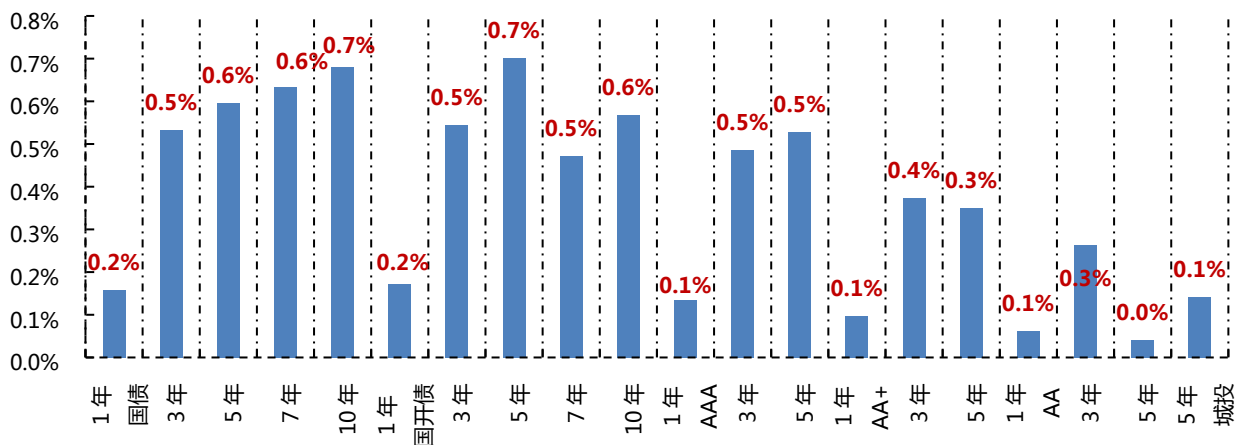
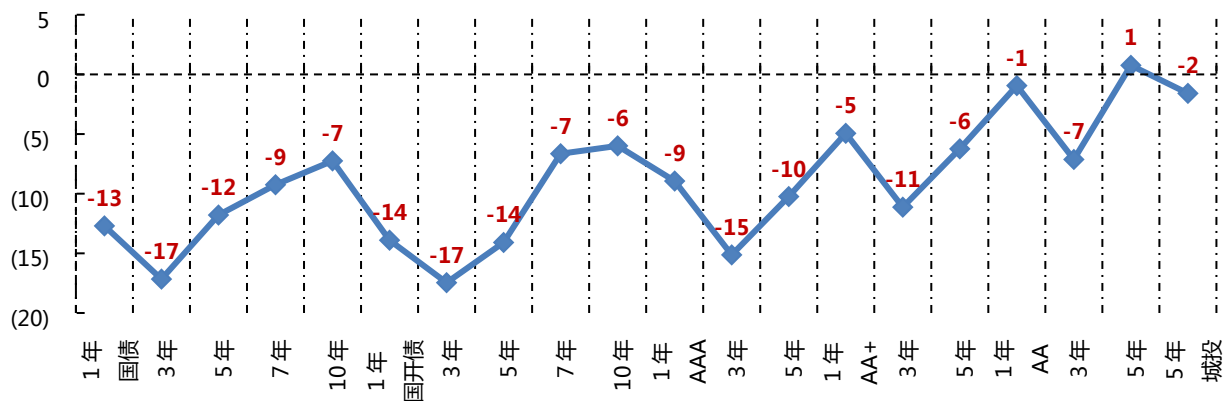


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2020 年 3 月 23 日至 2020 年 3 月 27 日。

## 二、市场展望

**宏观方面：经济增长方面**，1-2月工业企业利润增速大幅回落，与工业增加值数据相印证。发电耗煤显示上周复工进度较前周边际加快，但仍未达到全部复工水平。政治局会议提出要加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务。其中财政政策方面，提出适当提高财政赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债券规模。货币政策方面，要求引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。此次会议提出的加大逆周期对冲政策符合市场预期。不过对于逆周期政策加大的实际力度和节奏还需观察。一是，会议提到“要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施”。二是短期通胀对货币政策的掣肘也待观察。央行一季度例会提到要平衡好稳增长、防风险和控通胀的关系，并强调要“继续释放改革促进降低贷款实际利率的潜力”和“有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用。”**通货膨胀方面**，初步预计3月CPI同比增速4.8%，较2月小幅回落0.4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**，上周货币市场利率低位继续下行；人民币汇率均值小幅贬值。

**权益方面**：上周主要指数涨跌不一，两市含科创板一周成交金额3.41万亿，日均成交额6820亿元，日均成交额较前周成交缩量。北向资金净流入5.48亿元，终结连续两周净卖出。在各国财政和货币政策明显加力的情况下，上周美股等主要股票市场均出现较大反弹。但当前海外疫情仍在持续蔓延，同时疫情对短期经济的负面冲击正在明显显现，为此尽管前期全球金融

市场的流动性危机暂告一段落，但下一阶段权益市场仍面临盈利预期下调的冲击。在这种环境下，权益市场投资者风险偏好难有改善。就国内而言，政治局会议明确加大宏观政策逆周期调节力度。预计未来一段时期国内政策还将是财政政策为主、货币政策配合的政策组合，政策着力点还将在扩大内需上。考虑到国内复工复产和稳增长政策逐步落地对经济的正面支持，而海外经济进入衰退将对二季度国内经济带来显著拖累，为此目前A股市场仍面临盈利面的压制。估值面上，预计国内流动性还将延续宽松格局，但海外流动性紧张局面、国内货币政策宽松短期可能还将以结构性政策为主，都意味着估值扩张空间也有限。综合来看，维持短期A股波动性仍大，整体维持震荡格局的判断不变。下行风险在海外不确定性加剧、国内政策落地不及预期，上行动力在国内稳增长政策实质性发力。

**固定收益方面：**上周海外流动性明显缓解，叠加国内调低存款基准利率的预期升温，收益率明显下行。展望后续，当前基本面仍对债券市场有利：一方面国内一季度GDP增速大概率负增长，另一方面海外疫情的发展势头仍未得到有效遏制，目前预计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。而国内货币政策宽松的方向较为确定，短期市场可能仍有交易机会，组合久期不宜明显低配。按照政治局会议仍要努力完成全年经济社会发展目标任务的要求，若一季度GDP增速负增长，全年实现目标难度陡增，后续可以先关注一下两会对增长目标的设定。而无论国内翻番目标是否可能出现松动，逆周期政策都将继续加码，更加积极的财政政策+予以配合的宽货币政策中长期对债市是相对不利的。目前海外疫情的演化是否将引发全球更长时间的经济衰退尚难给予概率上的判断，考虑到债券较贵的估值和债市拐点指标跟踪体系中大部分指标给出的不利信号，仍然建议控制久期超配幅度，同时注意提高组合流动性。

#### 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）