

2020.03.30-2020.04.03

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，3月制造业和服务业PMI均回到荣枯线上，显示3月经济活动较2月有所改善。但是考虑到2月经济大幅收缩，3月经济环比恢复幅度偏弱。疫情对经济的冲击已经从供给限制为主转为需求回落为主。往后看，国内经济环比回升斜率将取决于生活恢复情况和政策对冲效果。通货膨胀方面，预计3月CPI同比增速4.8%，PPI同比增速-1.5%。流动性方面，上周央行宣布调降OMO利率20BP，有利于引导LPR利率继续下行；与此同时，央行宣布将定向降准1个百分点（释放资金约4000亿），叠加中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，有利于降低中小银行负债成本、并引导中小银行更好的服务中小企业。此外央行宣布将超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%，这对于引导利率下行和释放宽信用信号均有正面作用。
- 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。就短期来看，关注未来一段时期国内稳增长政策逐步发力带来的结构性机会，但同时也仍需关注海外疫情超预期恶化的风险。
- 固定收益市场：短期基本面和政策环境仍对债券市场有利，收益率曲线陡峭，市场可能仍有交易机会，组合久期不宜明显低配。海外疫情演化会否引发更长时间的经济衰退尚难给予概率上的判断，进一步考虑到估值因素，仍建议注意控制久期超配幅度、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：3月制造业和服务业PMI均回到荣枯线上，显示3月经济活动较2月有所改

善。但是考虑到2月经济大幅收缩，3月经济环比恢复幅度并不强。目前疫情对国内经济的冲击已经从供给端转向需求端。考虑到海外疫情扩散和强隔离措施将令二季度外需大幅回落，并对供应链继续带来影响，二季度国内经济环比回升斜率将取决于国内生产生活恢复情况和政策对冲效果

3月官方制造业PMI52，预期42.5，前值35.7。中国3月非制造业PMI为52.3，前值29.6。3月综合PMI指数由28.9%回升至53%。

上周南华综合指数环比增速由-0.99%升至0.5%，其中贵金属、农产品分别上行1.08%、0.44%，能化、工业品、金属分别下行0.83%、0.74%、0.66%。水泥价格环比由-1.3%升至-0.45%，上周钢材库存增速由-4.2%回升至-3.4%。

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-41%升至-31%，连续六周跌幅收窄。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%，土地溢价率四周移动平均基本维稳于18%。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速由-20%进一步升至-16.5%，连续四周上行，三峡水库出库量四周移动平均增速由12.4%降至4.8%。开工率方面，上周全国高炉开工率由65.8%升至67%；焦化厂开工率由82.5%回落至81.7%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：3月制造业和服务业PMI均回到荣枯线上，显示3月经济活动较2月有所改善。但是考虑到2月经济大幅收缩，3月经济环比恢复幅度偏弱。从同比意义上来看，3月经济景气度应仅较2月低位小幅回升。这与我们观测的发电耗煤、客运等数据相一致。从分项和分行业数据来看，疫情对经济的冲击已经从供给限制为主转为需求回落为主。下游复工偏慢和外需回落均是拖累原因。往后看，考虑到海外疫情仍在加速扩散，强隔离措施的执行将使得二季度外需大幅回落，同时还可能对供应链产生冲击。因此，国内经济环比回升斜率将取决于生活恢复情况和政策对冲效果。政治局会议后上周国内逆周期调节政策相继出台，但是幅度和节奏仍存在不确定性。对于经济目标的设定和为达到目标的政策组合可能仍需等到两会确认。

2、通货膨胀：预计3月CPI同比增速4.8%，PPI同比增速-1.5%

3.22-3.28号农产品价格（商务部口径）环比增速较前周继续维稳于0%，表现基本符合季节性。猪肉价格（商务部口径）环比增速由-0.9%将至-2.1%，同比增速由135%降至129%。蔬菜价格（商务部口径）环比由-6%升至-3.9%，同比由-5%续降至-9%。

3、流动性：上周央行宣布调降OMO利率20BP，有利于引导LPR利率继续下行；与此同时，上周央行还宣布将定向降准1个百分点，将释放资金约4000亿，并对中小银行再贷款再贴现额

度1万亿元；上周人民币汇率基本维持平稳

4月4日中国人民银行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。中国人民银行决定自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。

上周央行宣布下调7天OMO利率20BP，并且实施700亿元逆回购，净投放资金700亿元。受跨季资金收紧影响，上周7天回购定盘利率周均值由此前1.67%回升至1.92%；R007周均值由1.77%回升至2%。不过周五两者已分别落至1.50%、1.59%。

上周人民币汇率中间价均值基本维稳于7.08。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：上周货币市场利率维持低位，出台政策着力“扩信用”。上周央行宣布调降OMO利率20BP，考虑到货币市场利率已经低于2%，因此调降对于流动性而言更多是随行就市；不过这将引导LPR利率下行，降低融资成本。央行宣布将定向降准1个百分点（释放资金约4000亿），叠加中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，有利于降低中小银行负债成本、并引导中小银行更好的服务中小企业。此外央行宣布将超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%，这对于引导利率下行和释放宽信用信号均有正面作用。此外，国常会还要求引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元。

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收2763.99点，当周下跌0.30%，深证成指报收10110.11点，当周略微持平，中小板指当周上涨1.33%，创业板指当周上涨0.15%。

分行业来看，29个中信一级行业中6个行业上涨，其中农林牧渔、食品饮料和电子元器件分别上涨7.53%、3.53%和2.22%；23个行业下跌，其中传媒、通信和餐饮旅游分别下跌3.56%、3.43%和3.06%。

图 1：主要指数表现

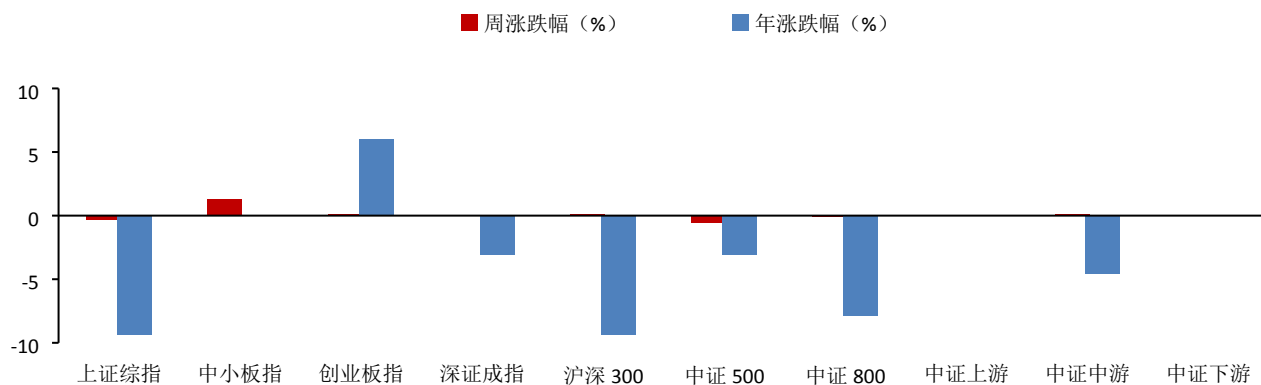
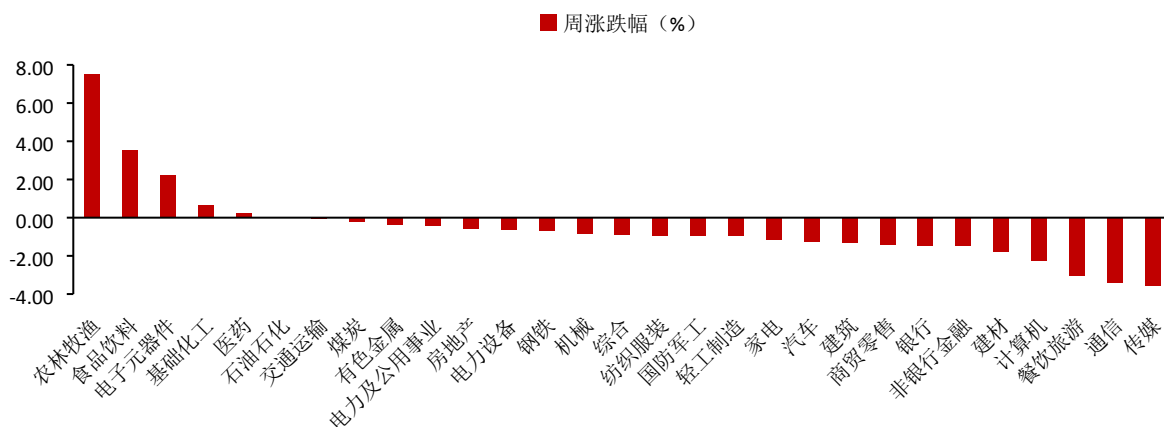


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年3月30日至2020年4月3日。

(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率1.65%，较前一周上涨0.12%；三年期国债收益率2.01%，较前一周上涨0.22%；十年期国债收益率2.60%，较前一周上涨0.16%。一年期国开债收益率1.73%，较前一周上涨0.19%；三年期国开债收益率2.27%，较前一周上涨0.49%；十年期国开债收益率2.95%，较前一周上涨0.40%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.32%，较前一周上涨0.15%；五年期AAA最新收益率3.30%，较前一周上涨0.20%；一年期AA+最新收益率2.52%，较前一周上涨0.16%；五年期AA+最新收益率3.51%，较前一周上涨0.20%；一年期AA最新收益率2.77%，较前一周上涨0.12%；五年期AA最新收益率3.90%，较前一周上涨0.12%；一年期城投债最新收益率2.78%，较前一周上涨0.09%；五年期城投债最新收益率3.69%，较前一周上涨0.05%。

图 3: 各类债券持有期收益率

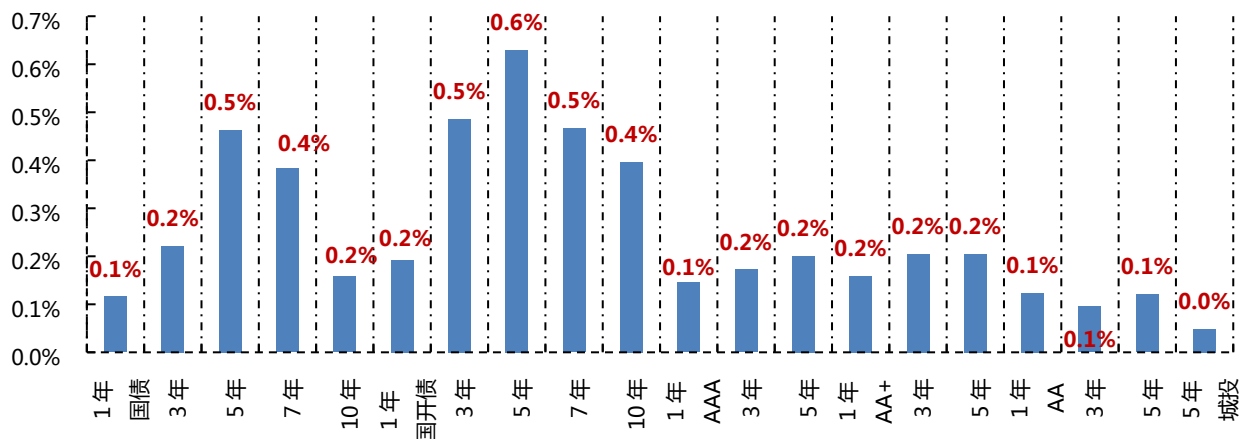
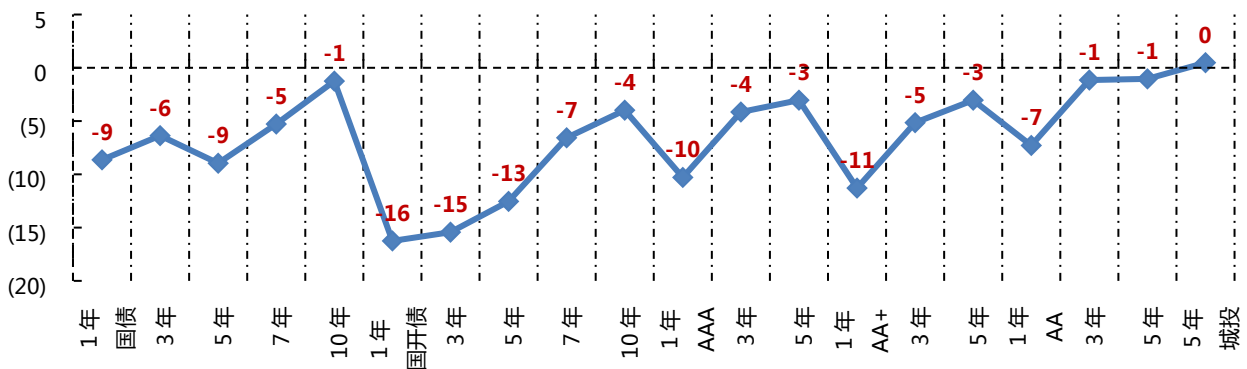


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2020 年 3 月 30 日至 2020 年 4 月 3 日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，3月制造业和服务业PMI均回到荣枯线上，显示3月经济活动较2月有所改善。但是考虑到2月经济大幅收缩，3月经济环比恢复幅度偏弱。从同比意义上来看，3月经济景气度应仅较2月低位小幅回升。这与我们观测的发电耗煤、客运等数据相一致。从分项和分行业数据来看，疫情对经济的冲击已经从供给限制为主转为需求回落为主。下游复工偏慢和外需回落均是拖累原因。往后看，考虑到海外疫情仍在加速扩散，强隔离措施的执行将使得二季度外需大幅回落，同时还可能对供应链产生冲击。因此，国内经济环比回升斜率将取决于生活恢复情况和政策对冲效果。政治局会议后上周国内逆周期调节政策相继出台，但是幅度

和节奏仍存在不确定性。对于经济目标的设定和为达到目标的政策组合可能仍需等到两会确认。**通货膨胀方面**，预计3月CPI同比增速4.8%，PPI同比增速-1.5%。**流动性方面**，上周货币市场利率维持低位，出台政策着力“扩信用”。上周央行宣布调降OMO利率20BP，考虑到货币市场利率已经低于2%，因此调降对于流动性而言更多是随行就市；不过这将引导LPR利率下行，降低融资成本。央行宣布将定向降准1个百分点（释放资金约4000亿），叠加中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，有利于降低中小银行负债成本、并引导中小银行更好的服务中小企业。此外央行宣布将超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%，这对于引导利率下行和释放宽信用信号均有正面作用。此外，国常会还要求引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元。

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2.94万亿，日均成交额5880亿元，日均成交额较前周成交缩量。北向资金净流入81.48亿元，连续两周净流入。上周习总书记强调奋力实现今年经济社会发展目标任务。同时国内逆周期调节政策逐步加力，央行调降OMO利率、宣布定向降准并下调超额存款准备金利率。预计未来一段时期国内稳增长政策将以财政政策为主、货币政策配合，政策着力点继续在扩大内需上。虽然国内复工复产和稳增长政策逐步落地对经济有正面支持，但海外经济短期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，但在风险偏好整体承压的背景下，预计市场估值扩张空间整体有限。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。就短期来看，关注未来一段时期国内稳增长政策逐步发力带来的结构性机会。但同时也仍需关注海外疫情超预期恶化的风险。

固定收益方面：上周跨季因素消退，同时货币宽松加码，OMO降息20bp、超额准备金利率下调37bp，曲线陡峭化下行。短期基本面和政策环境仍对债券市场有利：国内经济缓慢恢复、但外部压力开始显现，稳增长压力较大、货币政策宽松加码。超额准备金利率调降打开利率走廊下限，短端利率存在进一步下行的可能。收益率曲线陡峭，市场可能仍有交易机会，组合久期不宜明显低配。海外疫情已经触发部分次生风险，包括居民负财富效应、高收益债融资收紧、部分欧洲重债国和新兴市场主权债风险上升，但政策力度也在不断加码。海外疫情演化会否引发更长时间的经济衰退尚难给予概率上的判断，进一步考虑到估值因素，仍建议注意控制久期超配幅度、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）