

2020.04.07-2020.04.10

## 每周市场回顾与展望

## 【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，3月金融数据显示经济活动环比有所恢复，但内生融资需求仍然弱势。上周中观数据显示生产仍在缓慢恢复中，地产销售面积跌幅延续收窄。通货膨胀方面，预计全年CPI将呈现下行态势；预计短期PPI同比还将维持在负区间，关注与建安相关的工业品价格变化。流动性方面，上周货币市场利率再度回落至新低，流动性维持充裕。3月经济活动环比恢复对数据改善有一定支撑，但更主要反映纾困救助等逆周期调节政策发力。在当前疫情进展不确定性仍大、经济内生需求仍然疲弱的背景下，逆周期调节政策还将聚焦流动性纾困和疏通信用传导机制，预计短期社融增速有望维持高位。
- 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。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：当前债券估值偏贵，收益率继续下行的空间具体取决于疫情的发展，后续仍需动态评估；考虑到二季度债券供给存在一定压力或将带来短期扰动，与此同时财政刺激力度和由此带来的经济恢复速度超预期是债市面临的重大调整风险，当前位置仍建议控制久期超配幅度、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月金融数据显示经济活动环比有所恢复，但内生融资需求仍然弱势。上周中观数据显示生产仍在缓慢恢复中，地产销售面积跌幅延续收窄

3月新增人民币贷款2.85万亿元，同比多增1.16万亿元（预期增1.8万亿元，前值9057亿

元)；一季度人民币贷款增加7.1万亿元，同比多增1.29万亿元。3月新增社融5.16万亿，同比多增2.2万亿，前值8554亿。2020年一季度新增社融11.08万亿元，同比多增2.47万亿元。3月M0增速由10.9%降至10.8%，M1增速由4.8%升至5%，M2增速由8.8%升至10.1%。

上周南华综合指数环比增速由-0.5%升至4%，其中能化、贵金属、工业品、金属、农产品分别上行5.2%、4.8%、4.4%、2.8%、1.3%。水泥价格环比由-0.45%降至-0.92%，上周钢材库存增速由-3.4%降至-4.5%。

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-31%升至-28%，连续七周跌幅收窄。土地成交方面，上周土地出让面积四周移动平均同比增速5%，较前周上行；土地溢价率四周移动平均基本由18%小幅下行至17%。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速-16.8%，较前周基本维持平稳，三峡水库出库量四周移动平均增速由4.8%降至-5%。开工率方面，上周全国高炉开工率由67%小幅上行至68%；焦化厂开工率由81.7%小幅下行至81.4%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：3月金融数据显示经济活动环比有所恢复，但内生融资需求仍然弱势。上周中观数据显示生产仍在缓慢恢复中，地产销售面积跌幅延续收窄。中央政治局常委会指出要做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备，并再提疫情防控常态化。国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制意见》，部署中长期要素市场化改革方向。

**2、通货膨胀：3月CPI同比增速由5.2%降至4.3%，其中食品和非食品价格同比增速均有所回落；3月PPI同比-1.5%**

3月CPI同比增速4.3%，较2月的5.2%明显下行，市场预期4.7%；PPI同比-1.5%，较2月的-0.4%继续下行，市场预期-1.1%。

3.29-4.4日农产品价格（商务部口径）环比增速由前周-1.3%（3月数据有所调整）升至1%，表现弱于季节性。猪肉价格（商务部口径）环比增速由-2.1%降至-2.6%，同比增速由129%降至121%。蔬菜价格（商务部口径）环比由-3.9%升至-0.6%，同比由-9%降至-10%。

点评：3月CPI同比增速由5.2%降至4.3%，环比增速由强于季节性转为弱于季节性。食品和非食品价格同比增速均有所回落。预计全年CPI将呈现下行态势。受部分农产品出口国相继暂停粮食出口影响，国际粮价近期有所上行。但是我国主粮自给自足率大于98%且库存充裕，政治局会议也强调要做好粮食生产工作，这将有利于维持我国主粮价格稳定。此外在居民收入预期下行背景下，这将对非食品价格上涨产生持续压制。3月PPI同比跌幅进一步扩大，工业品价格下行主要受到原油价格回落和总需求偏弱导致的上游库存积累影响。预计短期PPI同比还将

维持在负区间，关注与建安相关的工业品价格变化。

3、流动性：受央行下调超额准备金利率等影响，上周货币市场利率再度回落至新低，流动性维持充裕；上周人民币汇率略有升值

上周央行没有进行公开市场操作，市场合计回笼资金700亿元，均为7天逆回购到期。受央行下调超额准备金利率等影响，上周7天回购定盘利率周均值由此前1.92%回落至1.45%；R007周均值由2%回落至1.54%。

上周人民币汇率中间价均值由7.08降至7.06。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：受央行下调超额准备金利率等影响，上周货币市场利率再度回落至新低，流动性维持充裕。10年期国债收益率延续下行，信用利差走阔。3月新增人民币贷款和新增社融数据均大幅回升，超出市场预期。3月央行口径社融增速由10.7%升至11.5%，我们计算的广义社融增速（央行旧口径社融+财政部口径政府债净融资-财政存款+外汇储备）也由10.2%升至10.8%。3月经济活动环比恢复对数据改善有一定支撑，但更主要反映纾困救助等逆周期调节政策发力。在当前疫情进展不确定性仍大、经济内生需求仍然疲弱的背景下，逆周期调节政策还将聚焦流动性纾困和疏通信用传导机制，预计短期社融增速有望维持高位。

## （二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收2796.63点，当周上涨1.18%，深证成指报收10298.41点，当周上涨1.86%，中小板指当周上涨1.09%，创业板指当周上涨2.27%。

分行业来看，29个中信一级行业中28个行业上涨，其中餐饮旅游、国防军工和建材分别上涨4.77%、4.63%和4.47%；1个行业下跌，电子元器件下跌1.15%。

图 1：主要指数表现

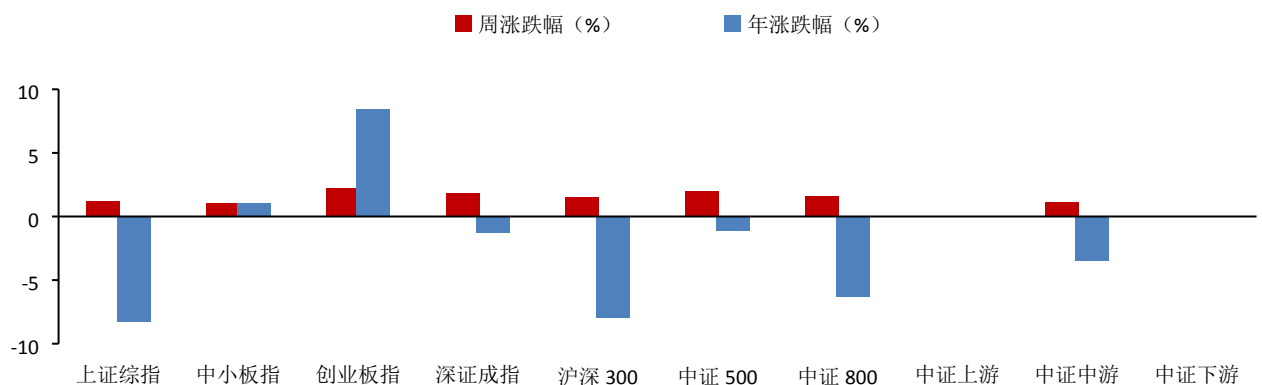
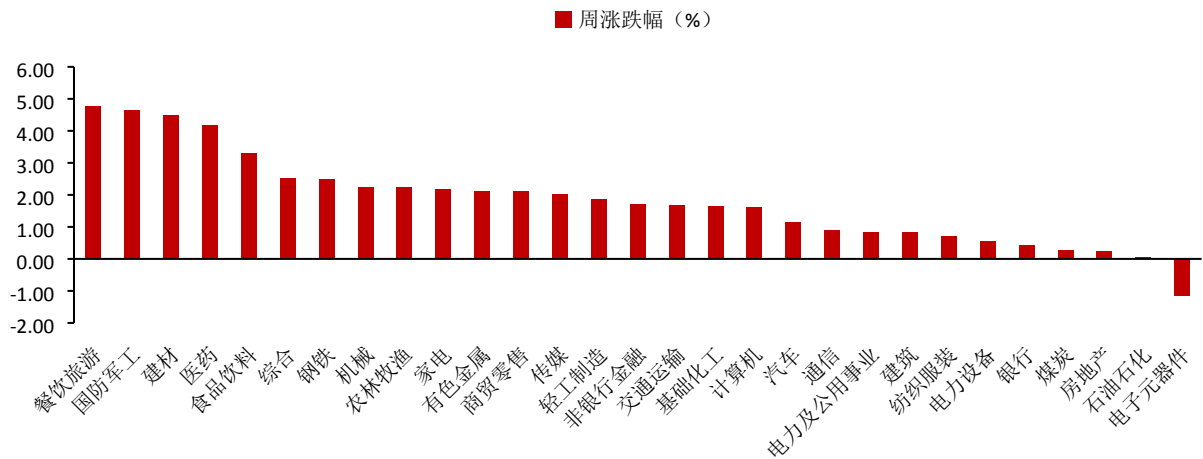


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年4月7日至2020年4月10日。

### (三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率1.24%，较前一周上涨0.43%；三年期国债收益率1.76%，较前一周上涨0.75%；十年期国债收益率2.54%，较前一周上涨0.54%。一年期国开债收益率1.31%，较前一周上涨0.44%；三年期国开债收益率1.88%，较前一周上涨1.17%；十年期国开债收益率2.85%，较前一周上涨0.91%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率1.95%，较前一周上涨0.40%；五年期AAA最新收益率3.11%，较前一周上涨0.90%；一年期AA+最新收益率2.20%，较前一周上涨0.36%；五年期AA+最新收益率3.31%，较前一周上涨0.95%；一年期AA最新收益率2.53%，较前一周上涨0.28%；五年期AA最新收益率3.80%，较前一周上涨0.50%；一年期城投债最新收益率2.46%，较前一周上涨0.36%；五年期城投债最新收益率3.56%，较前一周上涨0.64%。

图 3：各类债券持有期收益率

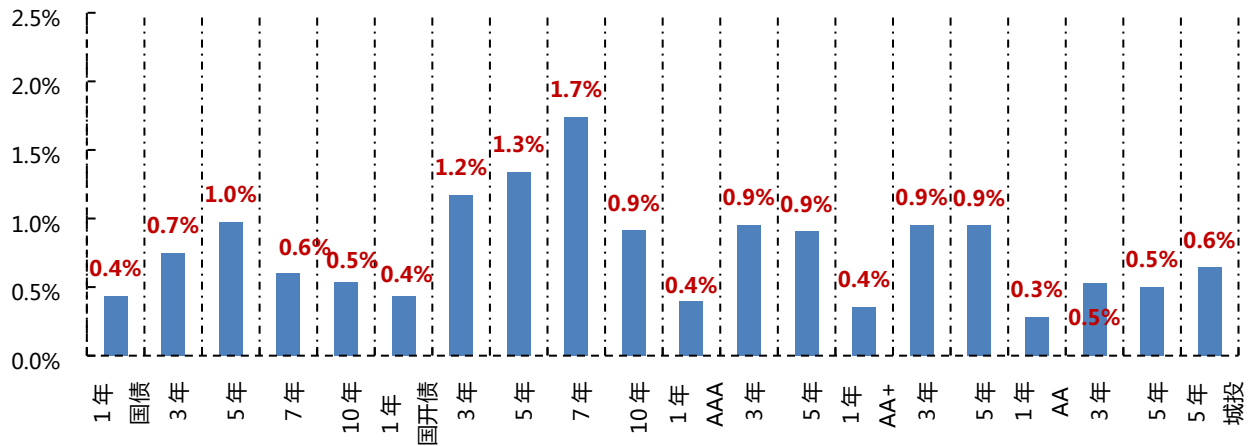
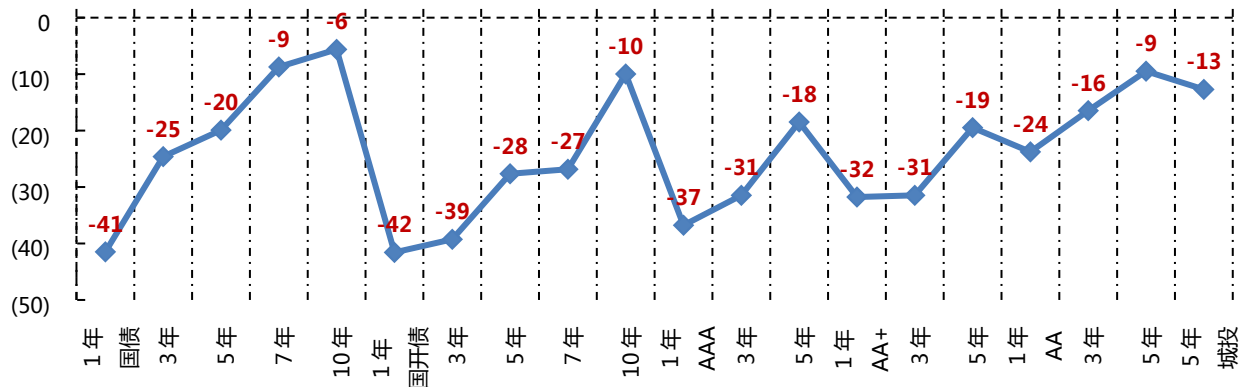


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2020 年 4 月 7 日至 2020 年 4 月 10 日。

## 二、市场展望

**宏观方面：**经济增长方面，3月金融数据显示经济活动环比有所恢复，但内生融资需求仍然弱势。上周中观数据显示生产仍在缓慢恢复中，地产销售面积跌幅延续收窄。中央政治局常委会指出要做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备，并再提疫情防控常态化。国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制意见》，部署中长期要素市场化改革方向。**通货膨胀方面**，3月CPI同比增速由5.2%降至4.3%，环比增速由强于季节性转为弱于季节性。食品和非食品价格同比增速均有所回落。预计全年CPI将呈现下行态势。受部分农产品

出口国相继暂停粮食出口影响，国际粮价近期有所上行。但是我国主粮自给自足率大于98%且库存充裕，政治局会议也强调要做好粮食生产工作，这将有利于维持我国主粮价格稳定。此外在居民收入预期下行背景下，这将对非食品价格上涨产生持续压制。3月PPI同比跌幅进一步扩大，工业品价格下行主要受到原油价格回落和总需求偏弱导致的上游库存积累影响。预计短期PPI同比还将维持在负区间，关注与建安相关的工业品价格变化。**流动性方面**，受央行下调超额准备金利率等影响，上周货币市场利率再度回落至新低，流动性维持充裕。3月经济活动环比恢复对数据改善有一定支撑，但更主要反映纾困救助等逆周期调节政策发力。在当前疫情进展不确定性仍大、经济内生需求仍然疲弱的背景下，逆周期调节政策还将聚焦流动性纾困和疏通信用传导机制，预计短期社融增速有望维持高位。

**权益方面**：上周主要指数均告上涨，两市含科创板一周成交金额2.72万亿，日均成交额5660亿元，日均成交额较前周成交缩量。北向资金净流入净流入92.21亿元，连续三周净流入。在海外疫情扩散和企业盈利预期面临下调冲击的背景下，预计投资者风险偏好难有明显改善。上周国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》有助于提升国内中长期增长潜力。就短期来看，A股市场仍面临盈利面的压制。未来一段时期国内稳增长政策还将继续发力托底经济增长（政策着力点继续在扩大内需上），同时国内复工复产逐步恢复也将令经济环比有所改善，但上半年海外经济衰退将对二季度国内经济带来显著拖累，上周政治局会议就明确要做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备。此外疫情防控常态化也可能对国内经济活动恢复的速度带来一定影响。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**：得益于央行的加码宽松，上周收益率全线下行，曲线明显陡峭化。疫情尚未出现拐点，外需拖累正在兑现，货币政策偏宽松取向暂难改变，超额准备金利率调降打开利率走廊下限，基本面和政策面对债市仍偏有利；同时中美利差和国内期限利差均较宽，仍有一定保护，建议债券组合杠杆水平不宜偏低，久期不宜明显低配。当前债券估值偏贵，收益率继续下行的空间具体取决于疫情会终止于中短期现象还是会将全球经济拖入更长期的停滞，而目前尚难给予概率上的判断，后续仍需动态评估；考虑到二季度债券供给存在一定压力或将带来短期扰动，与此同时财政刺激力度和由此带来的经济恢复速度超预期是债市面临的重大调整风险，当前位置仍建议控制久期超配幅度、提高组合流动性，结构上以偏短期的信用债搭配适量长期利率债的哑铃型为主。

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)