

2022.01.17-2022.01.21

每周市场回顾与展望

**【主要结论：】**

- 宏观经济：三产增速恢复拉动四季度 GDP 增速超预期，供给约束打开以及需求端的边际回暖对经济形成主要拉动，但是多项指标指向大小企业分化的格局有所拉大，经济企稳根基尚不牢固。初步预计 1 月 CPI 同比增速 0.8%，PPI 同比增速 9%左右。上周央行资金净投放 6500 亿，R007 小幅上升。
- 权益市场：四季度 GDP 增速较三季度回升，经济最差的时候或已经过去；但经济修复的基础并不牢固，影响增长预期的地产和消费仍然疲弱。政策方面，各省两会相继召开，对全国增速目标较有指示意义的上海 GDP 目标为 5.5%左右。李克强总理指出要明显加大宏观政策实施力度，确保一季度良好开局。央行下调 MLF\OMO 利率，1 年期和 5 年期 LPR 报价跟随下调；央行副行长表示要把货币政策工具箱开得再大一些，避免信贷塌方。我们认为此次利率的调降有利于降低实体经济的融资成本，不过幅度仍然有限，信用扩张的实现仍需财政和地产的配合。央行降准降息后，我们认为短期货币更多是相机抉择，是否进一步宽松取决于信贷情况。
- 固定收益市场：去年四季度经济较三季度有所改善，主要源于能耗政策与财政支出力度加大，而消费和地产延续疲弱表现。近期央行表态体现出较强的稳增长诉求，背后应有增长目标的约束。抓手可能主要在于财政的跨周期调节，从去年下半年以来的政策前瞻安排到年初国常会加快部署，2-3 万亿体量的财政支出有望对短期经济起到托底作用。当前债券市场估值隐含了对经济和政策效果相当悲观的预期，在稳增长诉求较强、财政具有发力空间的情况下，观点上维持中性偏谨慎。

**正文内容：****一、市场回顾****（一）宏观方面**

- 1、经济增长：三产增速恢复拉动四季度GDP增速超预期，供给约束打开以及需求端的边际回暖对经济形成主要拉动，但是多项指标指向大小企业分化的格局有所拉大，经济企稳根

## 基尚不牢固

四季度实际GDP增速由4.9%降至4%（其下行主要受到20年四季度基数过高的影响），两年复合增速由4.9%回升至5%。四季度二产两年复合增速由4.7%降至4.4%，一产、三产两年复合增速分别由5.4%、4.8%升至5.5%、5.4%。三产之中的住宿餐饮业、金融业、商务租赁业与其他行业增速有所上行（两年复合增速分别由1%、7.5%、3.6%、6.3%升至4.3%、8.6%、8.1%、7.3%。在价格支撑因素走弱之下，四季度名义GDP增速小幅回落（由9.8%降至9.4%）。全年来看，21年实际、名义GDP增速分别由2.3%、3%升至8.1%、12.9%。

12月工业增加值增速由3.8%升至4.3%，两年复合增速由5.4%进一步升至5.8%，环比增速由6.4%升至9.3%，表现超过季节性。当月产销率季节性上行，但是整体水位依然偏低（由97%升至98%），显示需求/生产比值依然偏弱，工业增长整体依然快于需求。与之对应的是四季度产能利用率的上行幅度弱于季节性（由77.1%升至77.4%）

上周中观生产指数平稳运行。上周南华综合指数环比增速为1.53%。结构上，工业品、农业品、金属、能化、贵金属价格指数均上行，环比增速分别为1.9%、1.1%、1.3%、2.3%、1.6%。1月15日-1月21日，全国水泥出货率由42.6%降至34.2%，全国所有区域均有所下滑。2022年1月13日-2022年1月19日，螺纹钢周消费量218.2万吨，环比减少17.6%，弱于季节性。上周螺纹钢价格环比增速由0.5%升至0.6%，符合季节性。螺纹钢库存环比增速由7.6%升至12.7%，库存继续回升。上周水泥价格指数环比增速由-2.1%升至-1.3%，弱于季节性。

地产方面，上周地产销售面积四周移动平均同比增速由-19%降至-23.7%，环比增速为-10.1%。融360数据显示，去年十月开始，重点城市的房贷利率已经连续四个月有所下行（由去年9月的5.74%降至5.56%）上周土地成交面积同比跌幅继续扩大。

上周全国唐山高炉开工率维稳于54.8%，较去年同期增幅由-18.3%进一步收窄至-17.4%。焦化企业开工率由79.4%升至82.6%，较去年同期增幅由-3.5%进一步收窄至-0.4%。1月上旬，全国旬度发电量日均值同比增速由3%降至-3.3%。

注：以上数据来源于WIND资讯

## 2、通货膨胀：初步预计1月CPI同比增速0.8%，PPI同比增速9%左右

预计1月CPI同比增长0.8%，较12月下行0.7%；PPI同比增长9%左右，较上月继续下行。

前一周上一周商务部公布的农产品价格环比增幅由-0.4%降至-0.7%，表现弱于季节性。上周猪肉价格环比增速由-3.1%降至-3.9%，表现弱于季节性。上周蔬菜价格环比增速由-0.4%降至-1.2%，表现弱于季节性。

## 3、流动性：上周央行资金净投放6500亿，R007小幅上升

上周7天逆回购到期500亿元，央行实施7天逆回购5000亿元，MLF到期5000亿元，续作7000亿元，上周资金净投放6500亿。上周7天回购定盘利率FR007周均值由维稳于2.18%，R007周均值由2.23%升至2.29%，DR007维稳于2.12%。

上周人民币汇率中间价均值由6.36降至6.35，离岸汇率周均值由6.37降至6.35，NDF汇率由6.52降至6.50。

注：以上数据来源于WIND资讯

## （二）权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3522.57点，上涨0.04%，深证成指报收14029.55点，下跌0.86%，中小板指上涨0.05%，创业板指下跌2.72%。

分行业来看，30个中信一级行业中10个行业上涨，其中煤炭、计算机和银行分别上涨5.49%、4.57%和4.26%；20个行业下跌，其中医药、国防军工和基础化工分别下跌7.21%、5.81%和3.83%。

图 1：主要指数表现

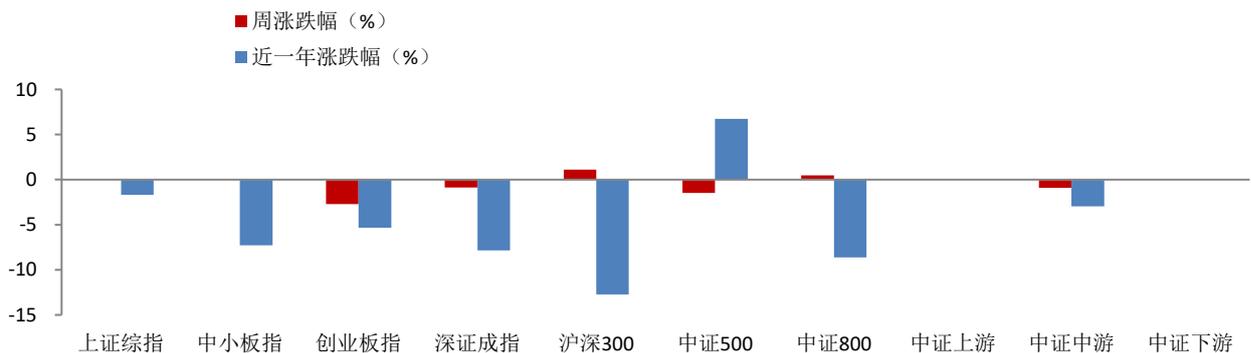
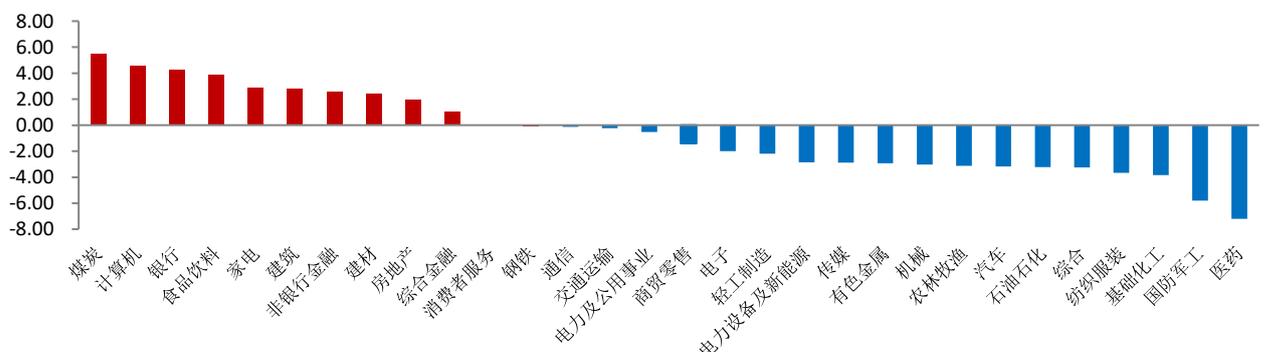


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年01月17日至2022年01月21日

### （三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.00%，较前一周上涨0.20%；三年期国债收益率2.26%，较前一周上涨0.53%；十年期国债收益率2.71%，较前一周上涨0.77%。一年期国开债收益率2.06%，较前一周上涨0.28%；三年期国开债收益率2.43%，较前一周上涨0.49%；十年期国开债收益率2.94%，较前一周上涨1.30%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.53%，较前一周上涨0.15%；五年期AAA最新收益率3.19%，较前一周上涨0.31%；一年期AA+最新收益率2.63%，较前一周上涨0.16%；五年期AA+最新收益率3.44%，较前一周上涨0.45%；一年期AA最新收益率2.80%，较前一周上涨0.15%；五年期AA最新收益率4.06%，较前一周上涨0.36%；一年期城投债最新收益率2.78%，较前一周上涨0.19%；五年期城投债最新收益率3.72%，较前一周上涨0.36%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

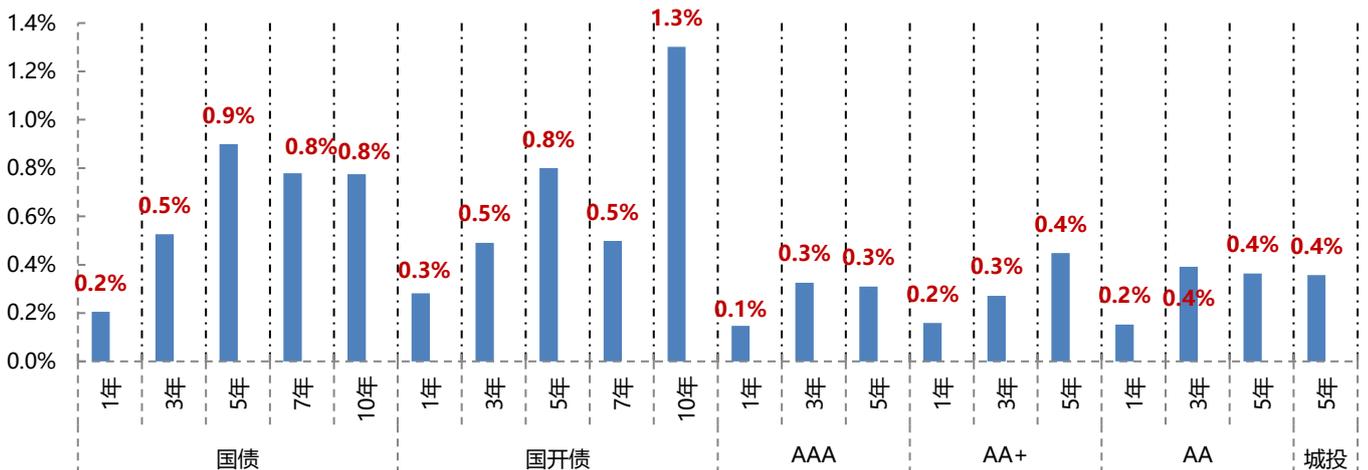
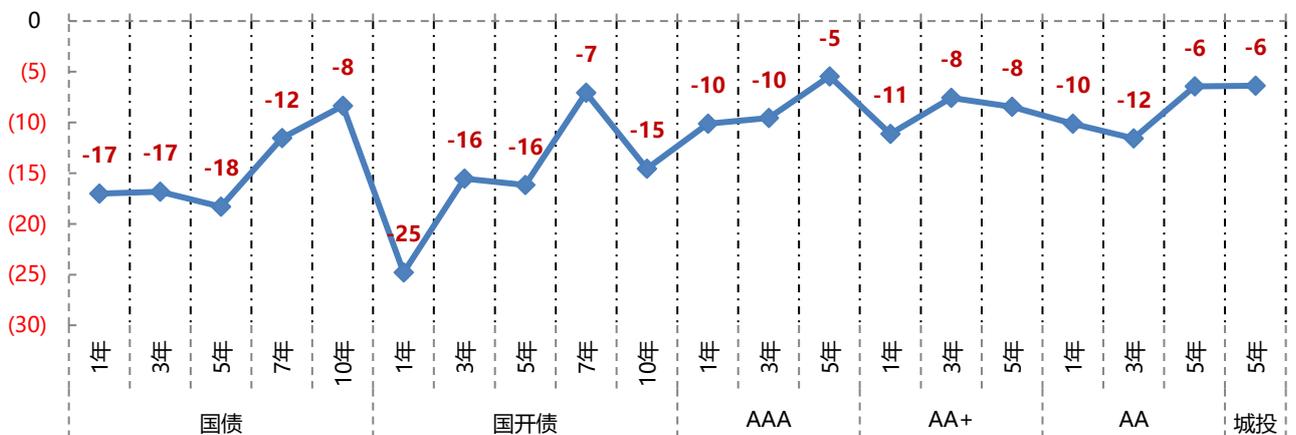


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年01月17日至2022年01月21日

## 二、市场展望

**宏观经济方面：经济增长方面**，四季度经济较三季度实现环比修复。第三产增速恢复拉动四季度 GDP 增速超预期增长，背后对应的是住宿餐饮业、商务租赁业的低位反弹以及与财政走势较为相关的其他行业的延续增长。12 月数据反映经济景气延续 11 月以来的恢复态势。供给约束打开以及需求端的边际回暖支撑工业生产端延续改善。除此之外，企业积压的补库行为的集中释放推测也对当月生产形成了部分拉动。值得注意的是，当月多项指标指向大小企业分化的格局仍然有所拉大。当前经济企稳根基尚不牢固，其仍需要政策端的进一步扶持。随着政策端的发力，我们认为经济环比最弱的时期已经过去。在货币宽松落地后，关注财政端的发力情况。**政策层面**，一是对全国增速目标较有指示意义的上海的 22 年增速目标为 5.5%左右。从已披露政府工作报告的地方文件来看，经济增长、绿色低碳转型、科技创新驱动、重大项目建设多被列为 2022 年重点工作任务。二是李克强总理表示要明显加大宏观政策实施力度，推出更多有利于提振有效需求、加强供给保障、稳定市场预期的实招硬招。包括李克强总理在内，发改委、工信部均表示要切实做好一季度工作，确保全年有良好开局。三是央行全面调降资金价格（包括 MLF、LPR 与 SLF）。刘国强表示要充足发力，把货币政策工具箱开得再大一些，避免信贷塌方。四是住建部提出要充分释放居民住房需求，22 年全年建设筹集保障性租赁住房 240 万套（间）。**通货膨胀方面**，初步预计 1 月 CPI 同比增速 0.8%，PPI 同比增速 9%左右。**流动性方面**，上周央行宣布调降政策利率并净投放资金，资金利率稳中略有走弱。此次央行调降政策利率主要基于当前经济压力仍然较大的背景。LPR 的非对称性调降整体延续了在房住不炒框架之下央行对地产的偏谨慎的态度。整体来看，此次利率的调降有利于对企业融资需求形成提振并且降低实体经济的融资成本，不过幅度相对有限。往后看，此次降息实现之后，春节前流动性还存在 2 万亿元左右的缺口，往后短期货币更多是相机抉择，是否进一步宽松取决于信贷和经济情况。在货币宽松落地后，短期关注财政端的落地情况以及效果。**汇率方面**，上周人民币汇率继续维持小幅升值。**海外经济与政策方面**，一是油价走高之下，市场对联储紧缩预期进一步提升，当前市场预期 3 月加息两次的概率已有所提升。二是市场预测欧央行将在九月上调政策利率。

**权益方面**：四季度 GDP 增速较三季度回升，经济最差的时候或已经过去；但经济修复的基础并不牢固，影响增长预期的地产和消费仍然疲弱。政策方面，各省两会相继召开，对全国增速目标较有指示意义的上海 GDP 目标为 5.5%左右。李克强总理指出要明显加大宏观政策实施力度，确保一季度良好开局。央行下调 MLF\OMO 利率，1 年期和 5 年期 LPR 报价跟随下调；央行副

行长表示要把货币政策工具箱开得再大一些，避免信贷塌方。我们认为此次利率的调降有利于降低实体经济的融资成本，不过幅度仍然有限，信用扩张的实现仍需财政和地产的配合。央行降准降息后，我们认为短期货币更多是相机抉择，是否进一步宽松取决于信贷情况。

上周银行间市场流动性维持宽裕。在美联储紧缩预期的背景下，外资尚未出现明显流出，人民币汇率仍维持平稳。但权益类基金募集仍不理想，资金面对 A 股市场整体略偏负面。

上周主要宽基指数（除创业板）估值处于中等略偏高水平，考虑经济增长和无风险利率后的沪深 300 估值处于中值位置。技术面显示隐含的交易风险不大。

风险跟踪方面，1) 海外新增确诊人数上行，多国提出将放松常规管控；国内新增确诊人数下行、扩散省份并未进一步扩大。2) 高频数据显示地产销售维持低位、土地成交继续下行。10 月以来重点城市首套房贷利率累计下行 8BP，彭博报道自上而下的预售资金监管政策可能落地，关注地产政策的微调和地产销售后续是否可能出现企稳。3) 油价上行进一步推升市场对美联储紧缩的担忧。

**固定收益方面：**去年四季度经济较三季度有所改善，主要源于能耗政策与财政支出力度加大，而消费和地产延续疲弱表现。近期央行表态体现出较强的稳增长诉求，背后应有增长目标的约束。回溯历史来看，即便在 90 年代中后期、12 年以来持续转型的过程中，也只有 98 年极其困难的情况下才没有完成增长目标。抓手可能主要在于财政的跨周期调节，从去年下半年以来的政策前瞻安排到年初国常会加快部署，2-3 万亿体量的财政支出有望对短期经济起到托底作用。

当前债券市场估值隐含了对经济和政策效果相当悲观的预期，在稳增长诉求较强、财政具有发力空间的情况下，观点上维持中性偏谨慎。

#### 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）