

2022.01.24-2022.01.28

## 每周市场回顾与展望

## 【主要结论：】

- 宏观经济：春节前一周开工率有所下降并且弱于季节性，地产销售面积、土地成交面积仍低迷。初步预计1月CPI同比增速0.6%，PPI同比增速9.2%左右。央行资金净投放6000亿，DR007季节性走高。
- 权益市场：1月制造业PMI仍在荣枯线上且回落幅度符合春节季节性因素，建筑业景气指数回落幅度小于春节季节性因素，显示经济在经历2021年三季度低点后，仍在修复通道中。但当前修复基础仍不牢固：一是制造业中大小企业分化明显；二是当月上游价格再次上行，在中下游需求偏弱背景下关注价格上行可能对需求的抑制；三是服务业景气度受疫情冲击回落至8月疫情以来最低点。
- 固定收益市场：短期而言预计宽货币的趋势有望延续，但从债券估值和利差水平来看，当前债券市场对于宽货币的乐观预期也已经较为充分。而另一方面，债券市场对于稳增长预期相对悲观，但从高层表态和地方经济目标来看，政府对于稳增长仍有较强的诉求，而从抓手来看，财政发力的条件具备、短期无法证伪。如果后续稳增长出现超预期的进展，在当前偏贵的估值下，债券市场存在一定的调整压力。综上所述，我们短期依然维持中性偏谨慎观点不变。

## 正文内容：

## 一、市场回顾

## (一) 宏观方面

1、经济增长：春节前一周开工率有所下降并且弱于季节性，地产销售面积、土地成交面积仍低迷

1月份，中国制造业采购经理指数为50.1%，较上月下降0.2个百分点。非制造业商务活动指数为51.1%，较上月下降1.7个百分点。1月份，综合PMI产出指数为51%，较上月下降1.2个百分点。

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0.95%。结构上，工业品、农

业品、金属、能化、贵金属价格指数环比增速分别为0.83%、2.16%、1.63%、0.28%、-0.38%。上周水泥价格指数环比增速由-1.3%降至-1.4%，弱于季节性。春节前一周，全国水泥出货率由34.2%降至11.6%，弱于2016-2021年春节前一周均值。春节前一周，螺纹钢周消费量247.62万吨，环比减少32.4%，弱于2016-2021年春节前一周均值。春节前一周，螺纹钢价格环比增速由0.6%降至0.5%，符合季节性。螺纹钢库存环比增速由12.7%升至24.1%，库存继续回升。

地产方面，春节当周商品房成交面积环比下降-15.4%，稍低于2017-2021年春节当周环比均值-12.9%。春节前一周土地成交面积环比跌幅有所收窄，但仍大幅低于2017-2021年春节前一周均值-0.6%。

生产方面，春节前一周，全国唐山高炉开工率由54.8%降至50.8%，低于2017-2021年春节前一周均值65.8%。春节前一周，焦化企业开工率由82.6%降至81.4%，持平于2017-2021年春节前一周均值81.4%。

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0.6%，PPI同比增速9.2%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。

春节前一周农业部公布的农产品价格环比增幅由1.4%升至5.2%，表现强于季节性。春节前一周猪肉价格环比增速由-2%升至0.3%，表现弱于季节性。春节前一周蔬菜价格环比增速由0.9%升至14.2%，表现强于季节性。

## 3、流动性：央行资金净投放6000亿，DR007季节性走高

春节前一周逆回购到期5000亿元，央行实施逆回购11000亿元，资金净投放6000亿。春节前一周回购定盘利率FR007周均值由2.18%升至2.29%，DR007由2.11%升至2.28%。

春节前一周，人民币汇率中间价均值由6.35降至6.34，离岸汇率周均值维稳于6.35。春节当周，离岸汇率周均值由6.35升至6.36。

注：以上数据来源于WIND资讯

### （二）权益方面

截至春节前收盘，上证综指报收3361.44点，下跌4.57%，深证成指报收13328.06点，下跌5.00%，中小板指下跌4.02%，创业板指下跌4.14%。

分行业来看，30个中信一级行业中1个行业上涨，其中消费者服务上涨0.07%；29个行业下跌，其中传媒、计算机和煤炭分别下跌9.69%、9.56%和8.39%。

图 1：主要指数表现

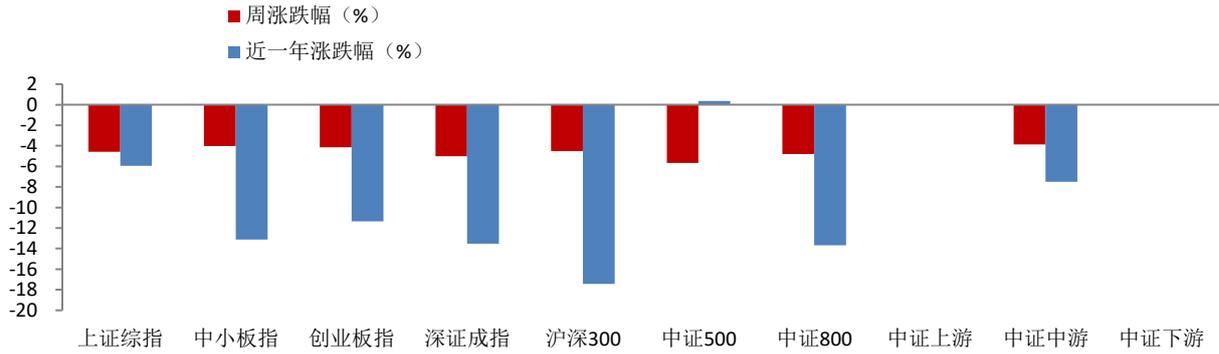
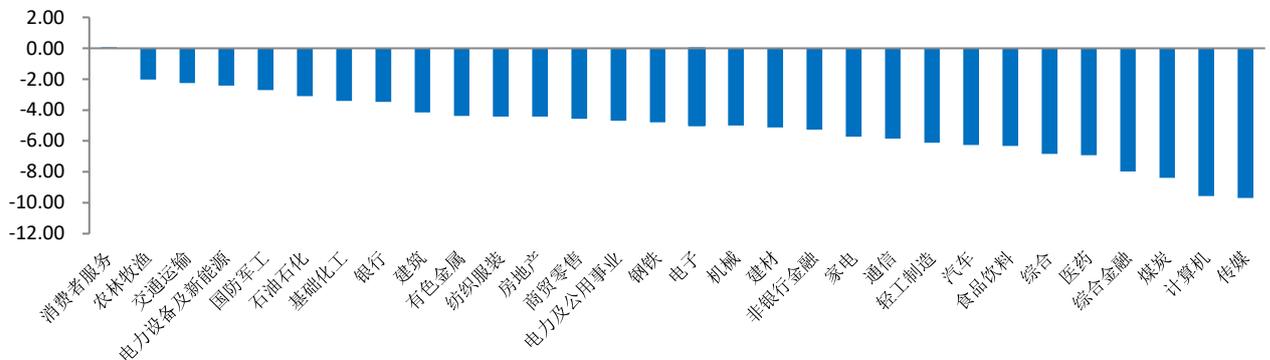


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年01月24日至2022年01月28日

### （三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率1.95%，较前一周上涨0.09%；三年期国债收益率2.24%，较前一周上涨0.10%；十年期国债收益率2.70%，较前一周上涨0.12%。一年期国开债收益率2.00%，较前一周上涨0.10%；三年期国开债收益率2.44%，较前一周上涨0.01%；十年期国开债收益率2.95%，较前一周上涨0.03%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.50%，较前一周上涨0.08%；五年期AAA最新收益率3.19%，较前一周上涨0.04%；一年期AA+最新收益率2.61%，较前一周上涨0.07%；五年期AA+最新收益率3.43%，较前一周上涨0.09%；一年期AA最新收益率2.72%，较前一周上涨0.13%；五年期AA最新收益率4.04%，较前一周上涨0.14%；一年期城投债最新收益率2.77%，较前一周上涨0.05%；五年期城投债最新收益率3.70%，较前一周上涨0.13%。

图 3: 各类债券持有期收益率涨跌幅

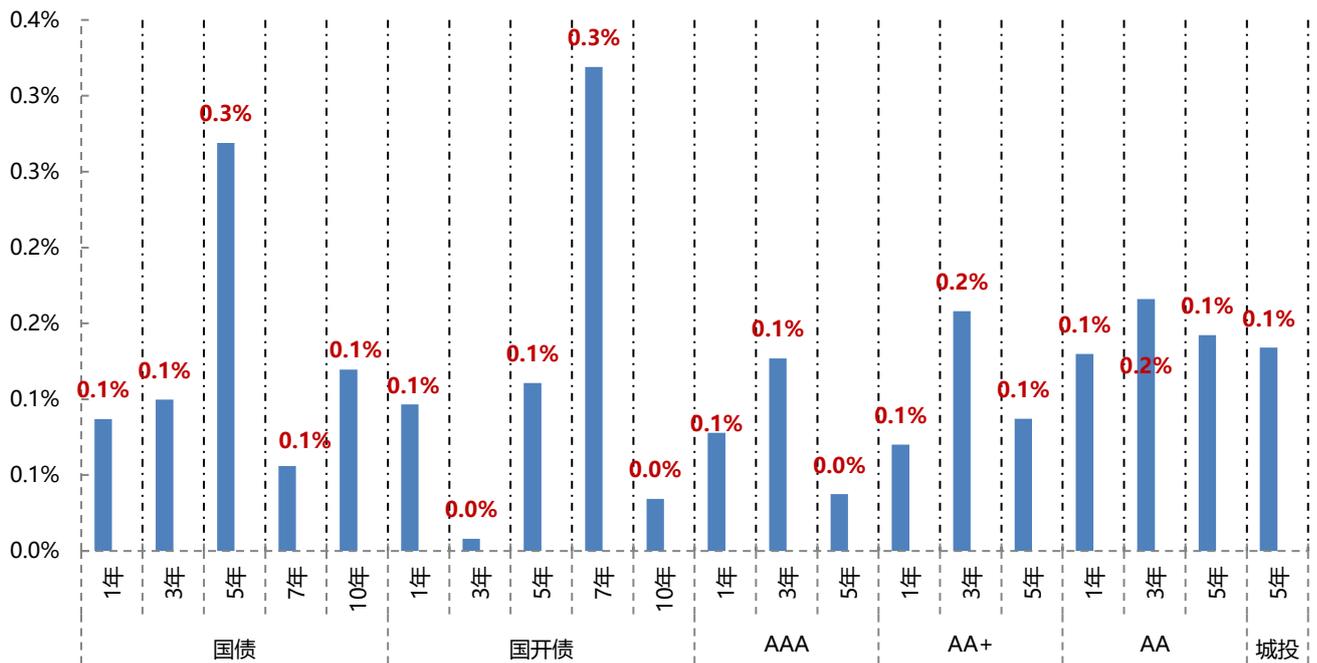
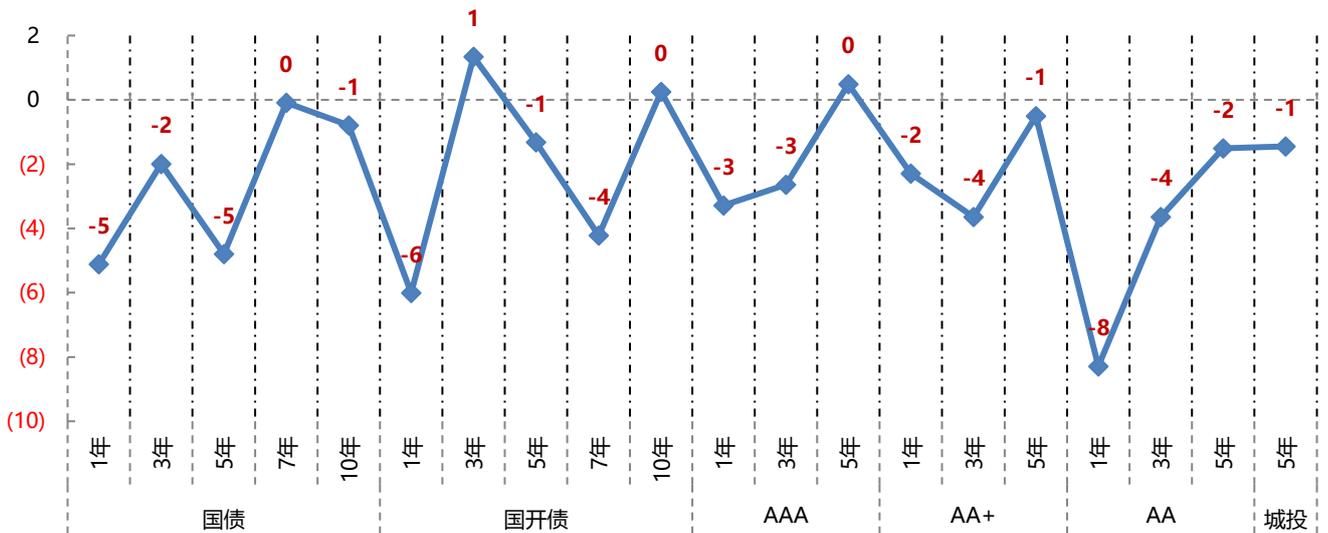


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年01月24日至2022年01月28日

## 二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，1月制造业PMI季节性走弱（除却19年走强，近几年其余春节可比年份均有所走弱），走弱幅度没有显著超过季节性。从绝对值来看，当前仍然位于荣

枯线左右水平，显示去年 10 月政策纠偏下经济见底后经济有所恢复但基础仍不牢固，其中小型企业景气指数仍然明显弱于大中型企业。分项来看，当月需求端表现仍然弱于生产端，其中国内订单仍然偏弱而海外订单仍存支撑。当月建筑业与服务业景气指数维持弱势（服务业景气度受疫情冲击回落至 8 月疫情以来最低点），但是建筑业新订单出现明显改善。往后看，随着供给约束带来的经济波动逐渐消散，需求将成为经济更加主导的变量，关注后续财政端的发力情况以及疫情变动下服务业的变化情况。从春节高频指标来看，今年春运情况强于去年同期但是旅游数据仍弱于去年同期。地产销售在春节期间延续走弱。**政策层面**，一是国家统计局局长、党组书记宁吉喆在《求是》撰文指出要慎重出台有收缩效应的政策，政策发力适当靠前。李克强总理指出目前许多市场主体困难较大，国家正在研究加大减税降费支持等政策…要加强定向调控，及时采取有力有效措施应对困难挑战。财政部亦表示 2022 年我国将针对市场主体需求，实施新的更大力度组合式减税降费。二是中国证券报报道金融管理部门召集几家 AMC 公司开会，研究资产管理公司按照市场化法治化原则，参与风险房地产企业资产处置、项目并购及相关金融中介服务。

**通货膨胀方面**，1 月 PMI 价格分项均有所走高并且上行幅度强于季节性。南华工业品与 RJ/CRB 国际期货指数亦显示工业品价格在 1 月以来重新有所走高。我们推测价格走高背后以供给因素和资金面因素为主导，在这之中油价和一些稀缺金属受地缘政治影响比较大。另一方面，国内流动性的释放与稳增长预期的增强也一定程度催使资金往工业品方向流动。针对铁矿石价格近期的上行，国家发改委有关方面分析认为存在炒作成分。后续对价格继续保持关注。

**流动性方面**，春节前一周央行进行 14 天逆回购净投放流动性，货币市场利率季节性上行。我们统计的卖方预测 1 月新增信贷规模在 3.5-4.3 万亿之间，新增社融在 5.05-5.87 万亿之间，多数卖方预计新增规模强于 21 年同期。

**汇率方面**，春节期间受欧英央行货币政策收紧影响，美元指数高位回落，新兴市场普遍升值，人民币离岸汇率小幅贬值。

**海外经济与政策方面**，一是乌克兰事件持续发酵，布伦特油价延续上行态势。二是美联储议息会议释放鹰派信号，表示 3 月将进行加息并提出缩表将提上日程。目前市场预期联储将在 3 月开始加息并在年内加息 4 次。美联储央行表态之后，英国央行宣布调升利率。欧央行表态亦由鸽转鹰，其表示随时准备适当调整其所有工具，以确保通胀在中期稳定在 2% 的目标。欧元区货币市场目前定价反映出，欧洲央行在 9 月前加息 10 个基点、12 月前加息 25 个基点的可能性大于 100%。三是美国 1 月非农就业数据好于市场预期，美债长端名义利率突破 1.9%。

**权益方面：**1月制造业PMI仍在荣枯线上且回落幅度符合春节季节性因素，建筑业景气指数回落幅度小于春节季节性因素，显示经济在经历2021年三季度低点后，仍在修复通道中。但当前修复基础仍不牢固：一是制造业中大小企业分化明显；二是当月上游价格再次上行，在中下游需求偏弱背景下关注价格上行可能对需求的抑制；三是服务业景气度受疫情冲击回落至8月疫情以来最低点。春节期间出行数据略好于2021年春节同期，但旅游数据仍然弱于去年同期。卖方预测1月新增信贷规模在3.5-4.3万亿之间，新增社融在5.05-5.87万亿之间，较去年同期略多增。

春节前一周货币市场利率季节性走高，但仍处同期低位；美元指数上行、人民币汇率波动加大。春节期间，受欧、英央行货币政策收紧影响，美元指数高位回落，新兴市场货币普遍升值，人民币离岸汇率小幅贬值至6.35，资金流入发达和新兴市场权益基金。

风险跟踪方面，1) 海外新增确诊人数回落，多国放松常规管控；国内新增确诊人数维持平稳、扩散省份并未进一步扩大。2) 高频数据显示地产销售和土地成交仍低迷，《中国证券报》文章称，记者获悉近日金融管理部门召集几家全国性资产管理公司开会，研究资产管理公司按照市场化、法治化原则，参与风险房地产企业的资产处置、项目并购及相关金融中介服务。3) 美国1月非农就业超预期，显示就业情况改善但仍显紧俏；美联储1月议息会议释放信号偏鹰，目前市场预期联储将在3月开始加息并在年内加息4次，但对缩表幅度和时间尚未达成一致预期。

**固定收益方面：**短期而言预计宽货币的趋势有望延续，但从债券估值和利差水平来看，当前债券市场对于宽货币的乐观预期也已经较为充分。而另一方面，债券市场对于稳增长预期相对悲观，但从高层表态和地方经济目标来看，政府对于稳增长仍有较强的诉求，而从抓手来看，财政发力的条件具备、短期无法证伪。如果后续稳增长出现超预期的进展，在当前偏贵的估值下，债券市场存在一定的调整压力。综上所述，我们短期依然维持中性偏谨慎观点不变。

#### 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）