

2022.02.07-2022.02.11

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：1月新增社融与新增信贷均呈现超预期增长。信贷与社融高增的背后受政策前置和银行开门红效应的共同影响，1月数据并不能完全反映真实的信用扩张的情况。初步预计1月CPI同比增速0.6%，PPI同比增速9.2%左右。上周央行净回笼资金，资金利率在春节过后有所回落。
- 权益市场：中观高频数据和1月金融数据显示当前经济内生需求仍然疲弱。不过1月社融和信贷总量可观；企业中长期贷款放量与调研反映的政府融资需求回升相印证，地方政府债财政存款同比多增继续回升，财政发力强度有所提升；央行发布《四季度货币政策报告》，基本延续了去年底中央经济工作会议和1月央行新闻发布会中的提法，显示货币政策仍然积极，将继续支持信用扩张至经济企稳。我们认为稳增长政策发力托底经济的方向仍然较为确定。
- 固定收益市场：对债券市场而言，随着财政与信用的扩张、经济企稳的概率上升，进一步考虑到外部均衡的约束、货币政策宽松加码的必要性下降，收益率短期面临一定的调整压力。但在没有看到政策力度超调、经济存在超预期的上行风险之前，以及汇率安全垫明显消耗、外部均衡成为实质约束之前，收益率暂不具备大幅上行的基础。策略上维持中性偏谨慎的看法。

正文内容：**一、市场回顾****（一）宏观方面****1、经济增长：1月新增社融与新增信贷均呈现超预期增长**

中国1月社会融资规模增量6.17万亿元人民币，前值2.37万亿元人民币。中国1月新增人民币贷款3.98万亿元人民币，前值1.13万亿元人民币。中国1月M2货币供应同比增长9.8%，前值9%；M1同比增长2%，前值3.5%。

上周中观生产指数平稳运行。上周南华综合指数较春节前一周增3%。结构上，工业品、农

业品、金属、能化价格指数较春节前一周增速分别为3.9%、3.3%、3.6%、4%，贵金属下行0.6%。上周全国水泥出货率由11.6%降至4.1%，弱于季节性。上周螺纹钢周消费量86.8万吨，环比增长132%，较去年同期（农历）同比下降33.2%。目前南方市场消费略有起色，但多数市场未有回暖迹象。上周螺纹钢价格环比增速由0.1%升至3.2%，强于季节性。上周螺纹钢库存环比增速由35.5%降至11.9%，库存继续回升。上周水泥价格指数较春节前一周环比增-1.1%。

地产方面，上周地产销售面积四周移动平均同比增速由-36.7%降至-45.5%，环比增速由-14.4%降至-23.5%，环比持平季节性。上周土地成交面积同比跌幅有所扩大，土地溢价率上升。1月全国土地市场成交规模周期性下滑，一二线城市成交规模的走低主要是由于集中土拍导致供地节奏发生变化所致，但三四线城市成交规模的缩减则是因为大部分城市楼市下行压力巨大、土地市场持续遇冷。土地溢价率抬升主要受宁波三轮集中土拍明显回暖带动。

生产方面，上周全国唐山高炉开工率由40.5%降至34.1%，弱于季节性。焦化厂开工率由79.6%降至75.5%，弱于季节性。1月发电量同比增速由12月的-0.31%下降至-2.4%，主要受1月底春节的季节性影响。

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0.6%，较12月下行0.9%；PPI同比增长9.2%左右，较上月继续下行。春节当周农业部公布的农产品价格环比增幅由5.2%降至1.4%，表现持平季节性。

3、流动性：上周央行净回笼资金，资金利率在春节过后有所回落

上周逆回购到期9000亿元，央行实施逆回购1000亿元，资金净回笼8000亿。上周回购定盘利率FR007周均值由2.29%降至2.08%，DR007由2.28%降至2.01%，R007由2.3%降至2.12%。

上周人民币汇率中间价均值由春节前一周的6.34升至6.36，离岸汇率周均值维稳于6.36。

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3462.95点，上涨3.02%，深证成指报收13224.38点，下跌0.78%，中小板指下跌1.19%，创业板指下跌5.59%。

分行业来看，30个中信一级行业中24个行业上涨，其中煤炭、消费者服务和石油石化分别上涨13.95%、8.21%和8.02%；6个行业下跌，其中电力设备及新能源、电子和医药分别下跌6.85%、3.20%和3.06%。

图 1：主要指数表现

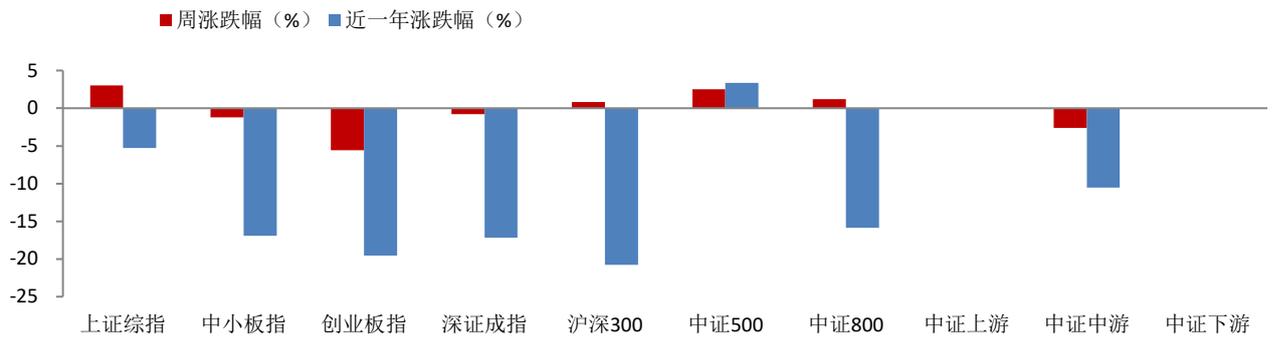
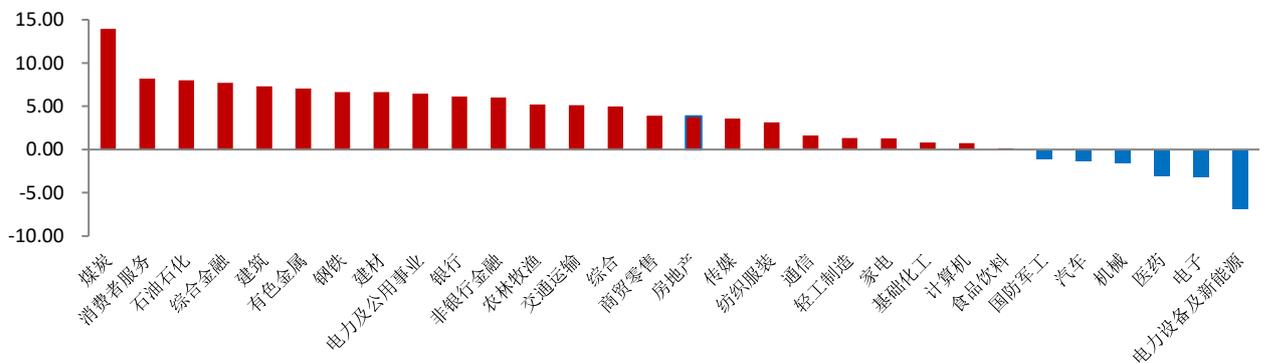


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年02月07日至2022年02月11日

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率1.92%，较前一周下跌1.81%；三年期国债收益率2.35%，较前一周下跌6.64%；十年期国债收益率2.79%，较前一周下跌23.97%。一年期国开债收益率1.97%，较前一周下跌1.86%；三年期国开债收益率2.49%，较前一周下跌7.03%；十年期国开债收益率3.02%，较前一周下跌25.62%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.49%，较前一周下跌2.36%；五年期AAA最新收益率3.24%，较前一周下跌14.67%；一年期AA+最新收益率2.62%，较前一周下跌2.48%；五年期AA+最新收益率3.47%，较前一周下跌15.61%；一年期AA最新收益率2.70%，较前一周下跌2.55%；五年期AA最新收益率4.08%，较前一周下跌18.04%；一年期城投债最新收益率2.74%，较前一周下跌2.58%；五年期城投债最新收益率3.75%，较前一周下跌16.70%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

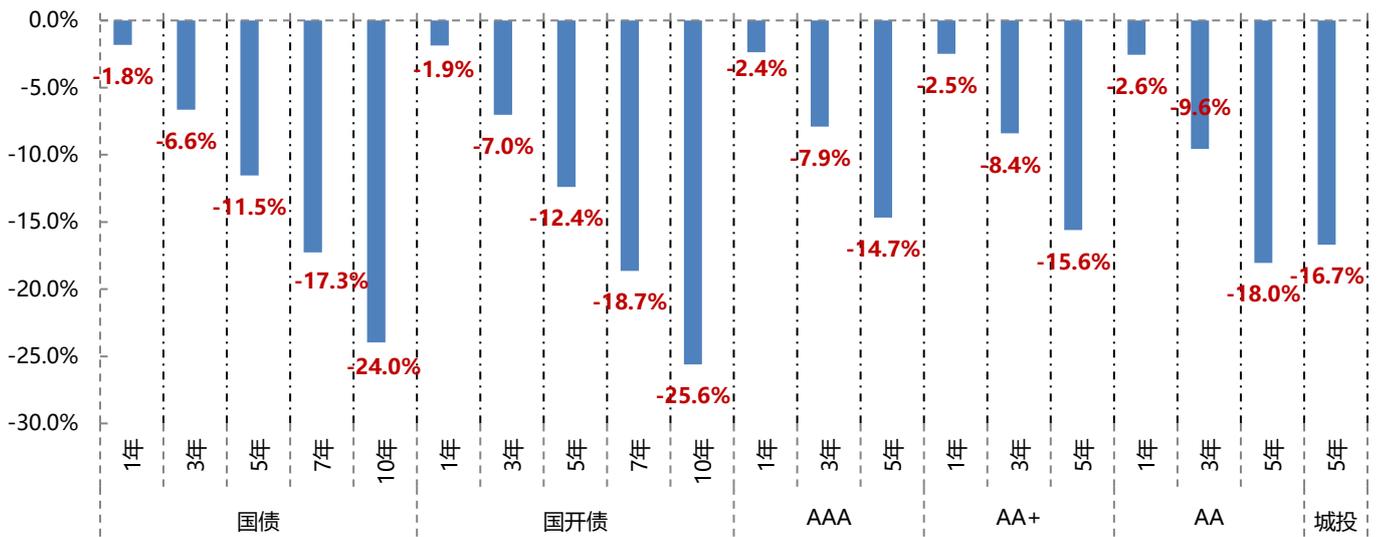


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2022 年 02 月 07 日至 2022 年 02 月 11 日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，1 月新增社融与新增信贷均呈现超预期增长。信贷与社融高增的背后受政策前置和银行开门红效应的共同影响，1 月数据并不能完全反映真实的信用扩张的情况。回顾过去，实现宽货币到宽信用的传导需要财政端与监管政策的配合，从当前情况来看，信用拐点的确认仍需看到政策的进一步见效。而从 M1 增速的大幅走弱以及企业短贷与票据的高增来看，经济内生的活力仍然偏弱（而截至春节后一周，高频数据显示投资领域需求整体仍然偏弱），经济的企稳回升亦需后续政策的进一步跟进。**政策层面**，一是央行发布《2021 年第四季度中国货币政策执行报告》，传递出相对积极的货币政策信号，指出要发挥好货币政

策工具的总量和结构双重功能……实现总量稳、结构优的较好组合。二是央行、银保监会发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》，明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。三是相关部门近日下发关于城市商品房预售资金监管的相关意见，确保项目竣工所需资金，达到监管额度之后的剩余资金则可以由房企提取使用。

通货膨胀方面，初步预计1月CPI同比增速0.6%，PPI同比增速9.2%左右。

流动性方面，上周央行净回笼资金，资金利率在春节过后有所回落。

汇率方面，上周人民币汇率维持稳定。

海外经济与政策方面，一是中美摩擦边际加剧：美国商会国际事务负责人表示如果有关中国未兑现“第一阶段”贸易协议采购承诺的磋商失败，拜登政府将考虑一系列选项，包括可能导致新关税的新贸易调查。美国商务部工业与安全局(BIS)发表声明，宣布将33个总部在中国的实体列入所谓“未经核实名单”。这些中国实体包括生物制药、光电、航空航天等领域的公司和研究机构。二是俄乌局势仍然紧张：美国国家安全顾问沙利文表示，俄罗斯随时可能发动攻击，而且很可能以空袭开始。三是美国1月通胀超预期上行：联邦基金利率期货显示市场目前预期今年加息次数将达到6次。四是欧日英加发达国家央行释放信号纠偏市场对央行政策过紧的预期。

权益方面：中观高频数据和1月金融数据显示当前经济内生需求仍然疲弱。不过1月社融和信贷总量可观；企业中长期贷款放量与调研反映的政府融资需求回升相印证，地方政府债财政存款同比多增继续回升，财政发力强度有所提升；央行发布《四季度货币政策报告》，基本延续了去年底中央经济工作会议和1月央行新闻发布会中的提法，在维持流动性维持合理充裕、增强信贷总量稳定性的表述的基础上，提到“我国宏观杠杆率稳中有降，为未来金融体系继续加大对实体经济的支持创造了空间”，显示货币政策仍然积极，将继续支持信用扩张至经济企稳。我们认为稳增长政策发力托底经济的方向仍然较为确定。

上周货币市场利率下行。美元指数震荡，人民币震荡略贬值，北上资金净流入；据中信证券托管数据，年初以来活跃私募仓位持续下降，公募基金渠道存量周度净申赎率维持正常水平。

上周主要宽基指数估值处于中等水平，技术面显示的市场情绪较为悲观。

风险跟踪方面，1) 海外新增确诊人数继续回落，多国放松常规管控，出行指数回升。国内新增确诊人数小幅上行、扩散省份并未进一步扩大。2) 1月美国CPI超预期，联邦基金利率期货显示市场目前预期今年加息次数将达到6次。3) 近期中美摩擦加剧，俄乌局势紧张。

固定收益方面：去年底中央经济工作会议定调全面稳增长以来，政策落地的速度不及预期，近期数据显示地产和消费链条仍面临压力，经济基本面未见起色，因而市场对稳增长的抓手与力度产生较多的疑虑。然而，根据地方两会给出的经济增长目标推算，全国层面的目标应该在5.5附近或略低，回顾历史可以发现，尽管我们在90年代中后期与12年以来面临持续的经济转型与调结构，完成经济增长目标仍然是刚性任务，只有98年极其困难的情况下才没有完成、并且差距不大。当前的政策力度显然不足以完成今年的增长目标，我们认为，除了货币政策先行发力之外、其他政策的协同发力是必然。

市场担忧在房地产去杠杆的过程中难以实现宽信用，但1月的社融数据大幅超出预期、结构上也略有改善，一方面体现出稳增长的决心、另一方面也说明融资需求的扩张存在一定空间，尤其考虑到财政跨周期调节的背景下、去年结余结转的财政资金高达2.5—3万亿，财政和基建对需求的托底作用不宜低估。除此之外，在美欧大规模货币财政刺激的滞后效应下、通胀压力仍在持续，考虑到金融市场和实体部门剩余的流动性仍然十分充裕，财政货币政策收缩初期可能对抑制通胀效果有限，外部流动性仍相对不利。尽管在稳增长的背景下，再加上汇率处于近年高位、具有一定的缓冲空间，外部均衡不会影响货币政策宽松的基调，但经验上可能会约束降息这一强信号工具的使用。

对债券市场而言，随着财政与信用的扩张、经济企稳的概率上升，进一步考虑到外部均衡的约束、货币政策宽松加码的必要性下降，收益率短期面临一定的调整压力。但在没有看到政策力度超调、经济存在超预期的上行风险之前，以及汇率安全垫明显消耗、外部均衡成为实质约束之前，收益率暂不具备大幅上行的基础。策略上维持中性偏谨慎的看法。

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）