

2022. 02. 21-2022. 02. 25

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：上周中观生产与终端消费数据显示经济延续弱势表现，前周明显提升的钢材消费量在上周重新走弱。据百年建筑调研截至2月24日各地区均存在开复工滞后情况。华南、华中以及华东地区相对较好但是今年北方地区受冬奥会环保管控影响工程项目存在不同程度的延期。初步预计2月CPI同比增速0.7%，PPI同比增速8.3%左右。央行宣布维持LPR利率不变，净投放资金7600亿，但是受季末因素影响货币市场利率有所上行。
- 权益市场：国内宏观仍处在“增长仍疲弱、稳增长政策加码”状态：地产销售面积与土地成交面积延续走弱。中观数据显示经济修复动能仍然不强，政策继续加码稳增长。中共中央政治局召开会议指出，要加大宏观政策实施力度，稳定经济大盘。会议强调，要强化金融风险防控，坚决维护金融稳定大局。要深入推进金融领域改革，不断提高金融治理体系和治理能力现代化水平。
- 固定收益市场：债券市场仍面临一定的调整压力，维持中性偏谨慎的观点。一方面，外部均衡约束增强、宽信用初见成效，进一步降息的必要性和空间下降，短端资产定价偏低、下行空间受限。另一方面，在经济阶段性企稳概率上升的背景下，长端资产面临一定的调整压力。不过考虑到经济持续大幅改善的概率较低，并且国内通胀水平温和、防风险和外部均衡短期内不构成核心矛盾，货币政策收紧的概率也较低，暂时还看不到利率大幅上行的风险。

正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长：上周中观生产与终端消费数据显示经济延续弱势表现，前周明显提升的钢材消费量在上周重新走弱。据百年建筑调研截至2月24日各地区均存在开复工滞后情况。华南、华中以及华东地区相对较好但是今年北方地区受冬奥会环保管控影响工程项目存在不同程度的延期。

上周中观生产指数平稳运行。上周南华综合指数环比1.68%。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1.2%、2.8%、-0.7%、2.4%、2%。上周螺纹钢价格环比增速由-0.2%降至-0.9%，弱于季节性。上周螺纹钢库存环比增速由12.8%降至9%，库存继续回升。上周全国水泥出货率由14.6%升至27.3%，弱于季节性。上周水泥价格指数较前周环比增-0.05%。上周螺纹钢周消费量189万吨，环比增长14.8%，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-34.1%降至-34.8%，环比增速由-9.3%升至-9.1%，环比弱于季节性。上周土地成交面积同比跌幅有所扩大，土地溢价率平稳。

生产方面，上周全国247家钢铁企业高炉开工率由69.6%升至73.4%，但是仍然弱于季节性。上周焦化厂开工率由72.7%升至76.9%，弱于季节性。除此之外，沥青开工率继续下行并且弱于季节性。耗煤量亦有所下行。

注：以上数据来源于WIND资讯

2、通货膨胀：初步预计2月CPI同比增速0.7%，PPI同比增速8.3%左右

预计2月CPI同比增长0.7%，较1月下行0.2%；PPI同比增长8.3%左右，较上月继续下行。前周农业部公布的农产品价格环比增幅由-2.5%降至-2.9%，表现弱于季节性。

3、流动性：央行宣布维持LPR利率不变，净投放资金7600亿，但是受季末因素影响货币市场利率有所上行

上周逆回购到期8100亿元，央行实施逆回购500亿元，资金净投放7600亿。上周回购定盘利率FR007周均值由2.06%升至2.19%，DR007由2.01%升至2.21%，R007由2.08%升至2.41%。

上周人民币汇率中间价均值由春节前一周的6.35降至6.34，离岸汇率周均值由6.34降至6.32。

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3451.41点，下跌1.13%，深证成指报收13412.92点，下跌0.35%，中小板指上涨0.25%，创业板指上涨1.03%。

分行业来看，30个中信一级行业中10个行业上涨，其中电力设备及新能源、国防军工和电子分别上涨3.96%、3.27%和2.67%；20个行业下跌，其中建筑、建材和传媒分别下跌6.52%、5.91%和4.41%。

图 1：主要指数表现

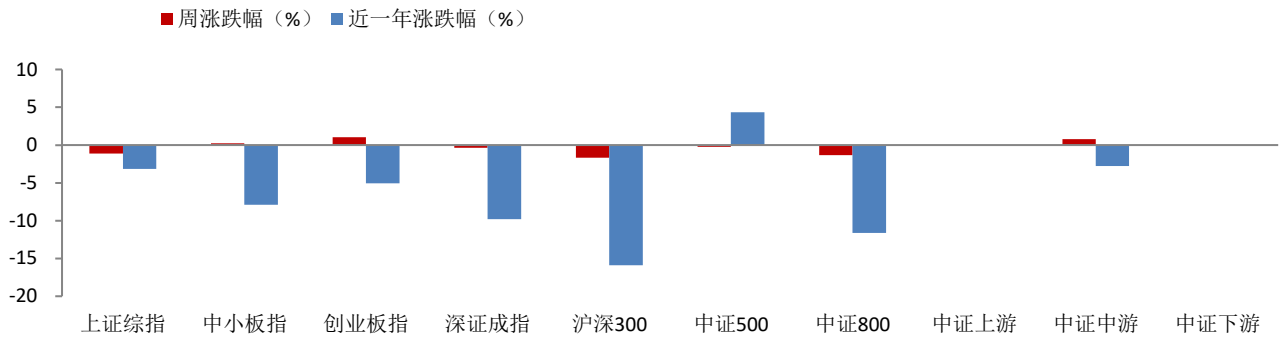
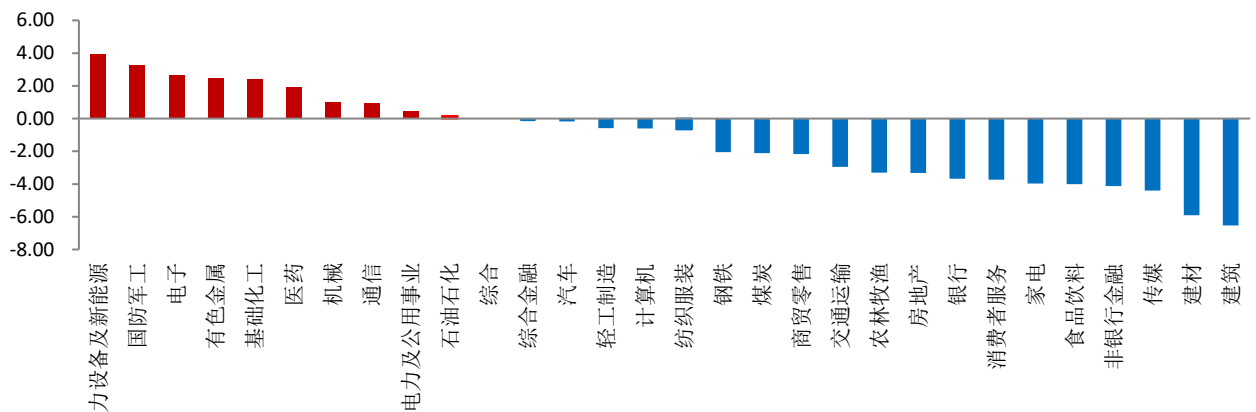


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年02月21日至2022年02月25日

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.02%，较前一周下跌0.01%；三年期国债收益率2.30%，较前一周上涨0.08%；十年期国债收益率2.78%，较前一周上涨0.25%。一年期国开债收益率2.13%，较前一周下跌0.07%；三年期国开债收益率2.58%，较前一周下跌0.19%；十年期国开债收益率3.04%，较前一周下跌0.20%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.54%，较前一周下跌0.01%；五年期AAA最新收益率3.37%，较前一周下跌0.29%；一年期AA+最新收益率2.65%，较前一周上涨0.00%；五年期AA+最新收益率3.59%，较前一周下跌0.24%；一年期AA最新收益率2.72%，较前一周上涨0.03%；五年期AA最新收益率4.20%，较前一周下跌0.18%；一年期城投债最新收益率2.78%，较前一周下跌0.01%；五年期城投债最新收益率3.80%，较前一周下跌0.14%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

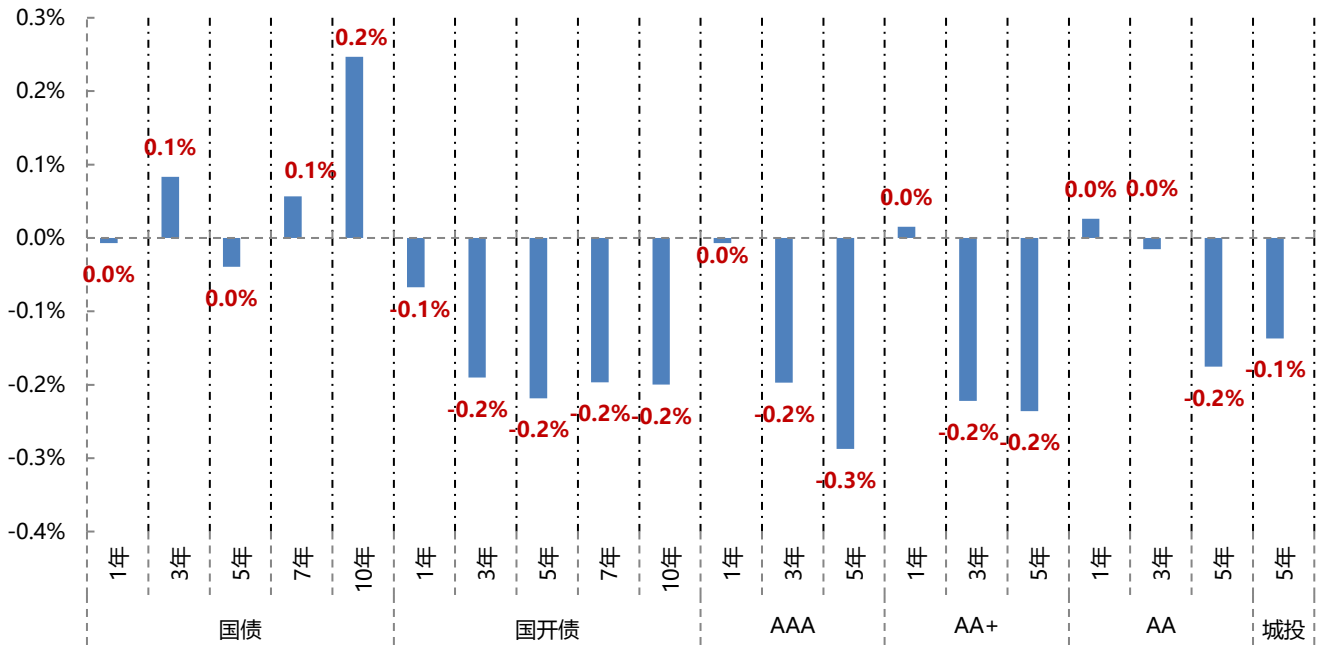
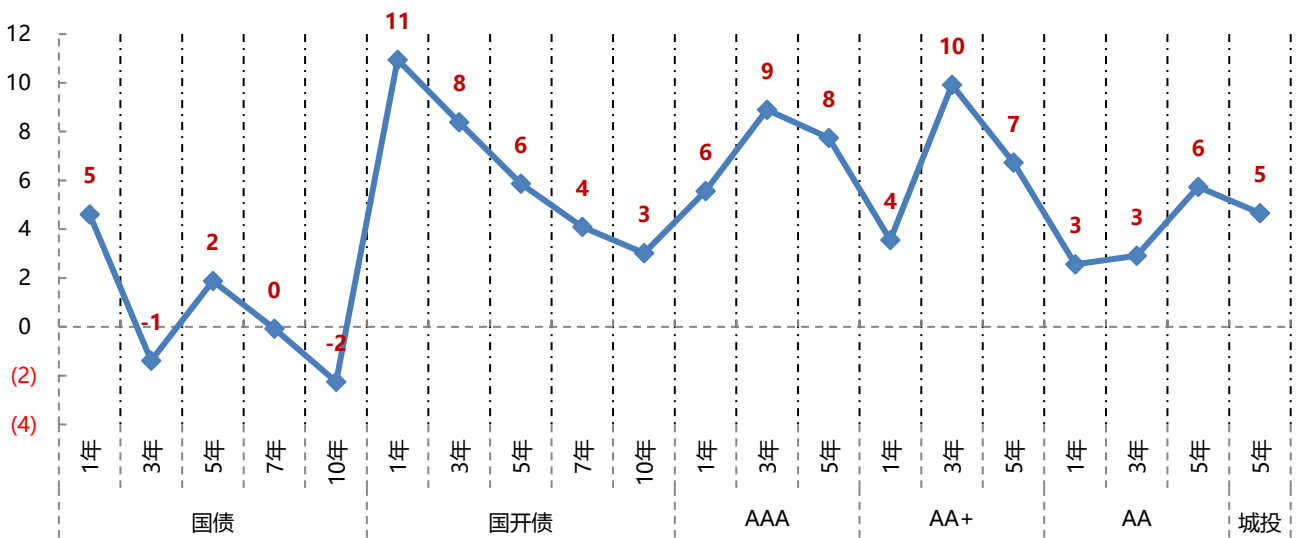


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2022 年 02 月 21 日至 2022 年 02 月 25 日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，上周中观生产与终端消费数据显示经济延续弱势表现，前周明显提升的钢材消费量在上周重新走弱。据百年建筑调研，截至2月24日，各地区均存在开工滞后情况。华南、华中以及华东地区相对较好，但是今年北方地区受冬奥会环保管控影响，工程项目存在不同程度的延期。**政策层面**，一是中国中央巡视组公布对25家金融单位的巡视结果，指出要加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长。于此同时，政治局会议亦强调要不断提高金融治理体系。二是住建部指出2022年全国将新筹集240万套，包括新筹集公租房10万套，棚户区改造120万套。而2021年已经筹集了保障性租赁住房94.2万套。据统计，利用存量土地和房屋建设的保障性租赁住房达到了70%。三是国家发改委进一步完善煤炭市场价格形成机制，提出煤炭价格合理区间，即秦皇岛港下水煤中长期交易价格合理区间为每吨570~770元。

通货膨胀方面，初步预计2月CPI同比增速0.7%，PPI同比增速8.3%左右。

流动性方面，央行宣布维持LPR利率不变，净投放资金7600亿，但是受季末因素影响货币市场利率有所上行。

汇率方面，上周美元指数在避险情绪下有所走强，但是人民币汇率亦维持强劲走势。

海外经济与政策方面，上周乌克兰局势持续发酵，市场风险资产均出现一定程度的走弱。从当前情况来看，西方对俄罗斯的制裁主要包含金融制裁、贸易制裁以及旅游管制三个方面，西方诸国对俄罗斯的制裁未涉及能源打击。但是西方已经发布联合声明宣布将俄罗斯剔除出SWIFT系统。虽然此次制裁未涉及到能源层面的打压，但是考虑到俄、乌两国是重要的原材料和粮食的出口国，此次俄乌两国的冲突还将直接对全球的通胀带来上行压力。另一方面，此次的制裁中心俄罗斯的经济走势也需要进一步跟踪。**俄乌局势发酵之下市场对联储紧缩节奏的预期边际趋缓**（当前认为3月将加息25BP（根据CME，截至2月25日，市场认为3月加息25BP的概率为76%），但仍认为全年将加息6次），欧英央行亦传递出偏鸽信号。对于中国而言，俄乌冲击对我国直接影响较为有限，但是需要关注其对我国部分产业链上游供给的影响。

权益方面：国内宏观仍处在“增长仍疲弱、稳增长政策加码”状态：中观数据显示经济修复动能仍然不强，政策继续加码稳增长。

宏观流动性维持充裕、A股资金面边际好转但整体仍偏负面：月末货币市场利率季节性走高，银行间市场流动性维持宽松，10年期国债收益率周均值维持平稳；避险情绪推动美元指数上行，人民币汇率小幅升值，10年期美债收益率小幅回落。上周北上资金连续小幅净流出，其

中交易型资金净流出、配置型资金净流入；公募基金募资边际回升但仍在低位，存量申赎率维持正常水平；融资融券资金小幅净流入。

上周主要宽基指数估值处于中等水平：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。沪深 300ERP 处在 2011 年以来 60%分位数。

行业景气度方面，上周 515 家上市公司披露年报（/快报），36%年报环比三季报增速改善，有 18%的分析师预期上调。地产链条行业整体景气度偏弱。

风险跟踪方面，1) 俄乌局势恶化，俄罗斯进入乌克兰开展军事活动，西方国家升级制裁阻断俄罗斯几家主要银行使用 SWIFT 系统。2) 美国发布供应链安全审查报告。

固定收益方面：未来一段时间，宏观层面的核心变量仍是美欧货币政策收紧的速度与国内稳增长的力度。四季度经济主要受益于能耗与财政政策的纠偏，地产、消费链条的压力尚未缓解，经济企稳基础不稳固。结合地方两会确定的增长目标，预计全国增长目标在 5.5%或略低，仍需政策发力实现。1 月信贷社融数据大幅超预期、结构也略有好转，初步体现出政策协同发力的效果，其信号意义值得重视。尽管新基建、减碳转型和保障房建设等新抓手体量有限，但老抓手中地产实现软着陆的概率上升，财政结余结转体量较大、不宜低估其发力空间。基准情形下，短期内外需仍有韧性、出口有望缓慢回落，随着政策纠偏、地产继续大幅下滑的概率较低，财政基建的前置发力有望带动经济阶段性企稳。不过考虑到地产缺位、内外周期错位，经济持续大幅改善的概率较低。

策略层面，债券市场仍面临一定的调整压力，维持中性偏谨慎的观点。一方面，外部均衡约束增强、宽信用初见成效，进一步降息的必要性和空间下降，短端资产定价偏低、下行空间受限。另一方面，在经济阶段性企稳概率上升的背景下，长端资产面临一定的调整压力。不过考虑到经济持续大幅改善的概率较低，并且国内通胀水平温和、防风险和外部均衡短期内不构成核心矛盾，货币政策收紧的概率也较低，暂时还看不到利率大幅上行的风险。

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）