

2022.02.28-2022.03.04

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：2月制造业PMI受新订单指数拉动影响有所回升，其中建筑业景气指数出现超季节性回升，体现财政端发力逐步落实到实体经济。但地产政策放松未见明显效果、消费需求尤其是服务业需求仍较为疲弱，并且大小企业分化仍较为明显。初步预计2月CPI同比增速0.7%，PPI同比增速8.6%左右。央行资金净回笼4300亿，货币市场利率下行。
- 权益市场：国内宏观经济仍处在“经济缓慢修复但绝对水平仍显疲弱，政策继续加码稳增长”的状态。两会确定5.5%左右GDP增长目标，上游价格上涨加大稳增长政策的实施难度。能源价格持续上涨、油价冲破100美元/桶，大类资产价格体现“滞胀”担忧。A股情绪再度转弱，交易活跃度维持平稳，风险容忍度指标降至临界值以下。上周两融余额从前周的17252亿小幅升至17303亿元。从两融占成交额占比角度看，上周从前周的7.54%降至7.4%。
- 固定收益市场：近期债券收益率有所调整，目前短端收益率所隐含的降息预期基本已经消退，但当前政策强目标与经济弱现实的组合意味着未来会有更多、更有力的政策推出，货币、财政和地产等多部门协同将是必然，后续经济企稳回升的形态对于债券市场相对不利。不过考虑到短期货币政策将为稳增长保驾护航，并且国内通胀水平温和、外部均衡短期内不构成核心矛盾，因此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。综上所述，我们建议维持中性偏谨慎的久期策略。
- 正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长：2月制造业PMI受新订单指数拉动影响有所回升，其中建筑业景气指数出现超季节性回升，体现财政端发力逐步落实到实体经济。

2月份，中国制造业采购经理指数为50.2%，较上月上升0.1个百分点。非制造业商务活动指数为51.6%，较上月上升0.5个百分点。2月份，综合PMI产出指数为51.2%，较上月上升0.2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+4.6%。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5.1%、2.7%、4.1%、5.4%、0.7%。上周螺纹钢价格环比增速由-0.9%升至-0.04%，持平季节性。上周螺纹钢库存环比增速由9%降至3.6%，库存继续回升，累库速度放缓但仍高于过去多数年份同期。上周全国水泥出货率由27.3%升至45.7%，明显提升但仍弱于季节性。上周水泥价格指数较前周环比增+0.84%。上周螺纹钢周消费量256万吨，环比增长35.2%，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-34.8%升至-17%，环比增速由-9.1%升至23%，环比超出季节性。前周土地成交面积同比跌幅有所扩大，土地溢价率下降。

生产方面，上周全国247家钢铁企业高炉开工率由73.4%升至74.7%，弱于季节性。上周焦化厂开工率由76.9%升至79.8%，持平季节性。沥青开工率亦出现季节性上行。

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8.6%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8.6%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-2.9%升至+1.1%，表现略弱于季节性。

3、流动性：央行资金净回笼4300亿，货币市场利率下行。

上周逆回购到期8100亿元，央行实施逆回购3800亿元，资金净回笼4300亿。上周回购定盘利率FR007周均值由2.39%降至2.13%，DR007由2.21%降至2.06%，R007由2.41%降至2.18%。

上周人民币汇率中间价均值由春节前一周的6.34降至6.32，离岸汇率周均值维稳于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3447.65点，下跌0.11%，深证成指报收13020.46点，下跌2.93%，中小板指下跌3.52%，创业板指下跌3.75%。

分行业来看，30个中信一级行业中12个行业上涨，其中煤炭、农林牧渔和交通运输分别上涨9.95%、3.65%和3.29%；18个行业下跌，其中汽车、电子和家电分别下跌4.75%、4.22%和3.50%。

图 1：主要指数表现

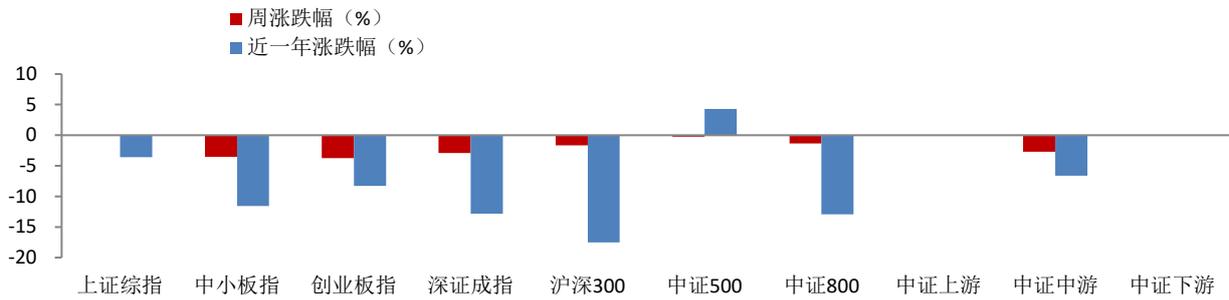
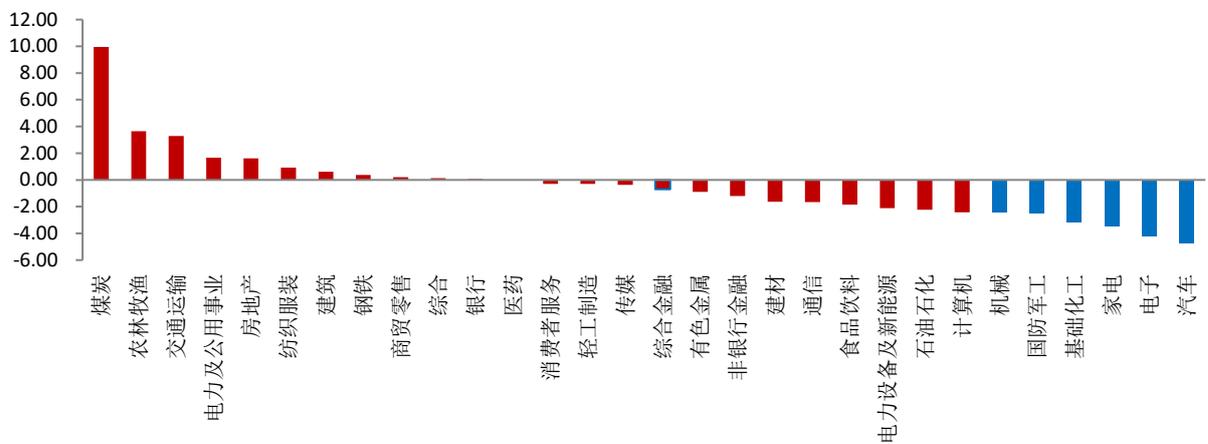


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年02月28日至2022年03月04日

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.11%，较前一周下跌0.04%；三年期国债收益率2.33%，较前一周下跌0.06%；十年期国债收益率2.81%，较前一周下跌0.27%。一年期国开债收益率2.25%，较前一周下跌0.08%；三年期国开债收益率2.68%，较前一周下跌0.24%；十年期国开债收益率3.08%，较前一周下跌0.24%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.63%，较前一周下跌0.05%；五年期AAA最新收益率3.46%，较前一周下跌0.33%；一年期AA+最新收益率2.74%，较前一周下跌0.03%；五年期AA+最新收益率3.67%，较前一周下跌0.28%；一年期AA最新收益率2.82%，较前一周下跌0.04%；五年期AA最新收益率4.29%，较前一周下跌0.31%；一年期城投债最新收益率2.80%，较前一周上涨0.03%；五年期城投债最新收益率3.84%，较前一周下跌0.10%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

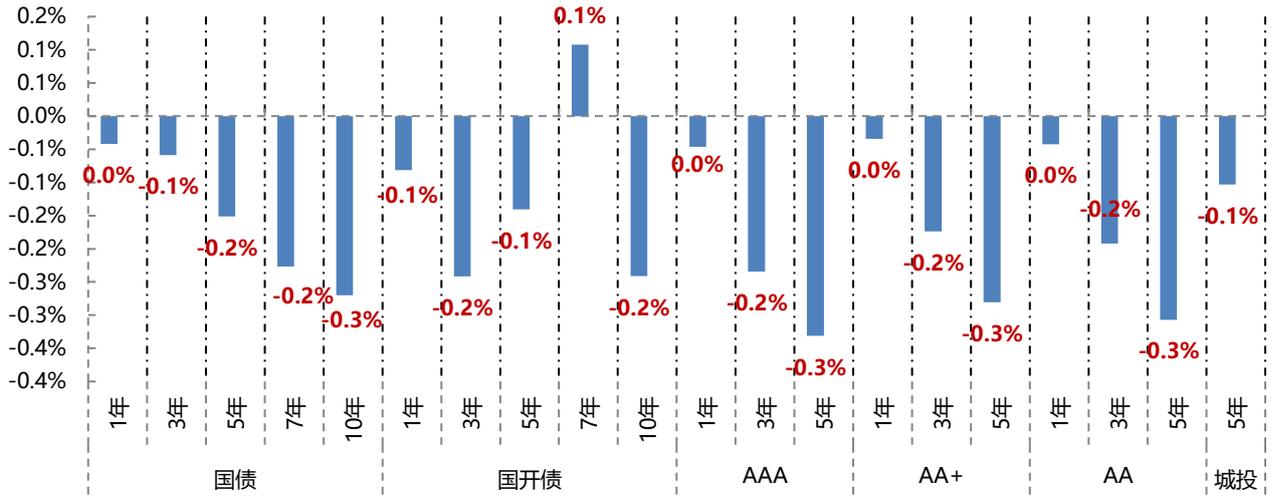
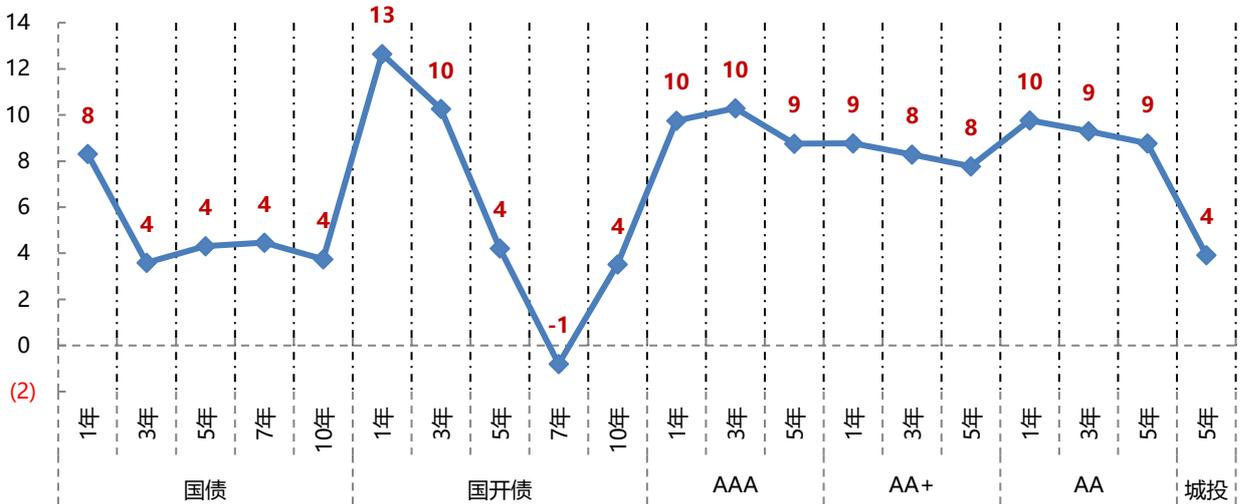


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年02月28日至2022年03月04日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，2月制造业PMI受新订单指数拉动影响有所回升，其中建筑业景气指数出现超季节性回升，体现财政端发力逐步落实到实体经济。但地产政策放松未见明显效果、消费需求尤其是服务业需求仍较为疲弱，并且大小企业分化仍较为明显。政策层面，两会提出5.5%的经济增长目标，政策基调整体延续去年底中央经济工作会议的提法，稳增长依然是主要诉求。其中货币政策指出要加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结构双重功能与扩大新增信贷规模。财政政策“明紧实松”：赤字率由3%降至2.8%，但是财

政支出预算增速由 0.9% 升至 6.8%。从《报告》的表态来看，政策端的发力更多体现为扩投资和保民生两头抓的格局，相比之下消费相关的新增内容较为有限。我们认为，在稳增长保民生诉求加大以及联储缩表临近的背景下，货币端进一步的降准降息仍可期待。基建投资仍将是短期内稳经济的主要发力手段，但是其上行空间可能受到配套资金约束的影响。地产方面仍存放松空间，但是目前仍集中在因城施策的框架之下，全面性的放松仍需对经济数据进一步的观察。除此之外，报告在中长期政策的表述上更加注重中长期政策和短期政策之间的协调性，中长期政策方面报告关注绿色转型、粮食和能源安全、人口（“三孩”）、要素改革等领域。产业政策方面，报告提及要突出创新驱动，包括提升科技创新能力、提高制造业竞争力、培育“专精特新”企业、发展数字经济等。从当前的情况来看，经济表现大概率显著弱于目标水平，这也一定程度显示未来短期内宏观政策可能再度加码，短期关注 3.15 号 MLF 到期后央行的操作行为。

通货膨胀方面，初步预计 2 月 CPI 同比增速 0.7%，PPI 同比增速 8.6% 左右。

流动性方面，央行资金净回笼 4300 亿，月末因素消散，货币市场利率有所下行。根据统计，卖方预测 2 月新增信贷 1.2-1.6 万亿，新增社融规模 2.1-2.4 万亿，社融存量增速预测区间 10.6-10.7%（1 月同比增速为 10.5%）。

汇率方面，前周美元指数继续走高，人民币汇率维持相对平稳。

海外经济与政策方面，1) 俄乌摩擦继续发酵，目前双方就临时停火建立人道主义通道达成一致，双方约定于 7 号进行第三轮会谈。与此同时，西方升级对俄的金融制裁与贸易制裁，美国针对俄罗斯能源实施外贸制裁。摩根大通表示，如果俄罗斯石油供应持续遭受欧美制裁的冲击，国际油价有望飙涨至 185 美元。2) 美国 2 月就业数据超过市场预期，但是工资增速有所走弱，工资-通胀螺旋上行的担忧边际缓解。截至 3.3 号，联邦基金利率期货显示市场当前预期 3 月联储将加息 1 次，今年将加息 6 次。

权益方面：能源价格持续上涨、油价冲破 100 美元/桶，大类资产价格体现“滞胀”担忧。A 股情绪再度转弱：交易活跃度维持平稳，风险容忍度指标降至临界值以下。

国内宏观经济仍处在“经济缓慢修复但绝对水平仍显疲弱，政策继续加码稳增长”的状态。两会确定 5.5% 左右 GDP 增长目标，上游价格上涨加大稳增长政策的实施难度。

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：月末因素过后货币市场利率回落，银行间市场流动性维持宽松，10 年期国债收益率稳中略升；避险情绪推动美元指数上行，

人民币汇率维持平稳，10年期美债收益率小幅回落。上周北上资金转为小幅净流入，其中交易型资金净流出、配置型资金净流入。

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估值处于中值略低位置。沪深300ERP处在2011年以来62%分位数。

行业景气度方面：上周243家上市公司披露年报（/快报），39%年报环比三季报增速改善，有20%的分析师预期上调。

风险跟踪方面，1) 俄乌展开会谈，就临时停火建立人道主义通道达成一致，西方加大对俄制裁。2) 美国2月新增就业人数回升，工资增速高位略回落，劳动力市场仍显紧张。

固定收益方面：1月18日央行金融数据发布会以来，市场一度对于进一步宽货币预期强烈，而对宽信用能否实现抱有较大的怀疑态度，随着春节以来信贷社融和PMI数据超预期，以及地产政策的陆续放松，近期债券收益率有所调整，目前短端收益率所隐含的降息预期基本已经消退，但当前政策强目标与经济弱现实的组合意味着未来会有更多、更有力的政策推出，货币、财政和地产等多部门协同将是必然，后续经济企稳回升的形态对于债券市场相对不利。不过考虑到短期货币政策将为稳增长保驾护航，并且国内通胀水平温和、外部均衡短期内不构成核心矛盾，因此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。综上所述，我们建议维持中性偏谨慎的久期策略。

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）