

2022.03.07-2022.03.11

每周市场回顾与展望

【主要结论】

- 宏观经济：国内方面，2月出口维持强劲增长，反映海外需求仍然较为强劲，预计出口短期内有望维持高增。当前经济的问题仍出在内需环节，受严监管背景与融资需求疲弱影响，2月的社融数据显示宽信用传导不畅。我们认为当前政策力度尚不足以对经济形成有效支撑，货币端和财政端有必要进一步发力，后者的发力尤为重要。国际方面，美国2月通胀延续上行，市场对联储加息预期有所提升。目前联邦利率期货显示联储加息预期为3月加息1次，全年加息7次。
- 权益市场：上周全球大类资产仍受到避险情绪影响，美债和美股表现显示市场对美国滞胀的担忧。A股受国际地缘局势、国内疫情反复影响明显回调，市场情绪较为悲观。国内仍处在“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，市场期待稳增长政策进一步加码发力。
- 固定收益市场：债券收益率经历了比较明显的调整，3年AAA信用债较低点调整幅度达到37bp，调整幅度已经相对充分。另一方面，债券市场利多因素开始增加，2月信贷、社融数据不及预期，国内疫情形势严峻，无疑增加了需求恢复的难度，短期而言宽货币概率有所增加。在债券市场对前期利多反应相对充分的情况下，建议久期策略由前期的偏谨慎观点向中性靠拢。

正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长：2月出口维持强劲增长，背后反映海外需求仍然较为强劲，在海外需求维持韧性的背景下预计出口短期内也有望维持高增。当前经济的问题仍然出在内需环节，2月的社融数据显示宽信用传导不畅。合并1、2月来看，社融和信贷环比并未明显超过季节性。结合信贷和社融的结构来看，严监管背景与融资需求的疲弱是导致宽信用受阻的主要原因。我们认为这背后显示当前的政策力度尚不足以对经济形成有效支撑，而制造业投资信心的转变到实际

资本开支的形成还需要时间。在地产产业链的拖累之下，经济下行压力仍然较大，在这种背景下货币和财政端有必要进一步的进行发力。

上周中观生产指数平稳运行。上周南华综合指数环比+7.4%。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7.8%、2.2%、6.8%、7.9%、4%。上周螺纹钢价格环比增速由0.03%升至1.62%，环比稍强于季节性。上周螺纹钢库存环比增速由3.6%降至-0.9%，库存下降。上周全国水泥出货率由45.7%升至57.1%，明显提升但仍弱于季节性。上周水泥价格指数较上周环比增0.81%。上周螺纹钢周消费量333万吨，环比增长30.4%。

地产方面，上周地产销售面积四周移动平均同比增速由-17%降至-18%，环比增速由23%降至14.2%，环比弱于季节性。前周土地成交面积同比跌幅有所收窄，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74.7%降至70.9%，弱于季节性。焦化厂开工率由79.8%升至80.4%，持平季节性。沥青开工率延续缓慢修复态势。

注：以上数据来源于WIND资讯

2、通货膨胀：2月CPI同比维持低位，PPI同比回落但环比由负转正。

2月CPI同比持平1月，环比依然弱于季节性，其中核心CPI表现仍然偏弱，反映居民消费仍然较为疲弱。2月PPI同比下行0.3个百分点，环比由负转正。从产业链角度来看，石化产业链、有色产业链表现较为突出。

前周农业部公布的农产品价格环比增幅由-1.1%升至+0.9%，表现强于季节性。

3、流动性：央行资金净回笼3300亿，银行间市场货币利率上行。

上周逆回购到期3800亿元，央行实施逆回购500亿元，资金净回笼3300亿。上周回购定盘利率FR007周均值由2.13%降至2.10%，DR007由2.06%升至2.08%，R007由2.18%降至2.13%。

上周人民币汇率中间价均值由前一周的6.32升至6.33，离岸汇率周均值由6.32升至6.33。

注：以上数据来源于WIND资讯

4、国际经济与政策方面：1) 西欧诸国反对乌克兰加入欧盟，乌克兰表示不再坚持加入北约，普京表示俄罗斯与乌克兰的会谈取得某些积极进展，乌方表示双方已接近就签署相关协议达成妥协。2) 西方加大对俄罗斯的能源制裁，高盛警告1970年代的能源危机有重演的风险。高盛表示，油价持续每桶上涨20美元将使欧元区和美国的实际GDP分别下降0.6%和0.3%。3) 欧央行表态偏鹰，宣布将加速结束资产购买计划。4) 美国2月通胀延续上行，市场对联储加息预期有所提升。目前联邦利率期货显示联储加息预期为3月加息1次，今年加息7次。5) 国内疫情进一步扩散，国务院联防联控机制综合组召开会议，强调落实从严从紧、精准防控、严而又严的要求，尽快阻断疫情传播途径。

（二）权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3309.75点，下跌4.00%，深证成指报收12447.37点，下跌4.40%，中小板指下跌4.64%，创业板指下跌3.03%。

分行业来看，上周30个中信一级行业全部处于下跌状态；电力设备及新能源、医药、综合行业表现相对较好，涨跌幅分别为-1.01%、-1.85%、-1.99%；消费者服务、家电、有色金属行业表现相对较差，涨跌幅分别为-8.03%、-7.50%、-6.94%。

图 1：主要指数表现

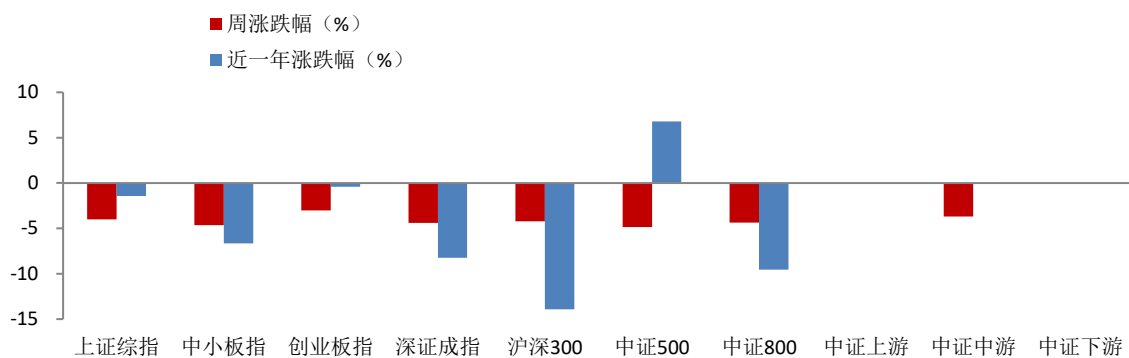
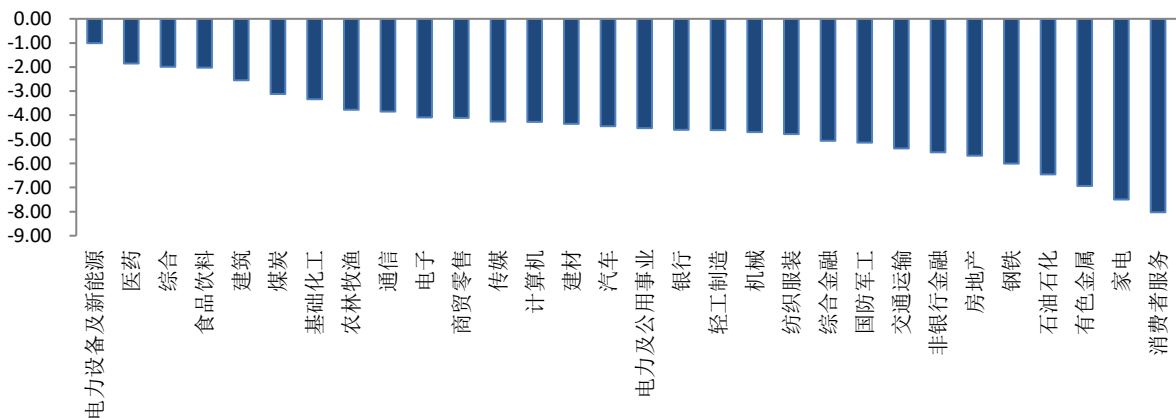


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年03月07日至2022年03月11日

上周宏观流动性维持充裕、A股资金面边际恶化且整体仍偏负面，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，人民币汇率均值维持平稳。上周北上资金明显流出，特别是配置型资金转为净流出；公募基金募资仍在低位，存量申赎率维持正常水平；融资资金净流出A股。

上周主要宽基指数估值处于中等偏低水平，沪深 300 的 ERP 处在历史 77.5%分位，沪深 300 价值指数的 ERP 在历史 99.7%分位。

行业景气度方面，上周 199 家上市公司披露年报（快报），31%年报环比三季报增速改善，有 28%的分析师预期上调。一级行业中，最近一个月 2021 年的盈利预测上调最多的行业有消费者服务、医药、基础化工、机械、电力及公用事业。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.09%，较前一周上涨0.06%；三年期国债收益率2.32%，较前一周上涨0.07%；十年期国债收益率2.79%，较前一周上涨0.25%。一年期国开债收益率2.24%，较前一周上涨0.06%；三年期国开债收益率2.64%，较前一周上涨0.17%；十年期国开债收益率3.05%，较前一周上涨0.29%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.74%，较前一周下跌0.06%；五年期AAA最新收益率3.55%，较前一周下跌0.37%；一年期AA+最新收益率2.85%，较前一周下跌0.06%；五年期AA+最新收益率3.72%，较前一周下跌0.19%；一年期AA最新收益率2.93%，较前一周下跌0.05%；五年期AA最新收益率4.28%，较前一周上涨0.09%；一年期城投债最新收益率2.93%，较前一周下跌0.07%；五年期城投债最新收益率3.93%，较前一周下跌0.31%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

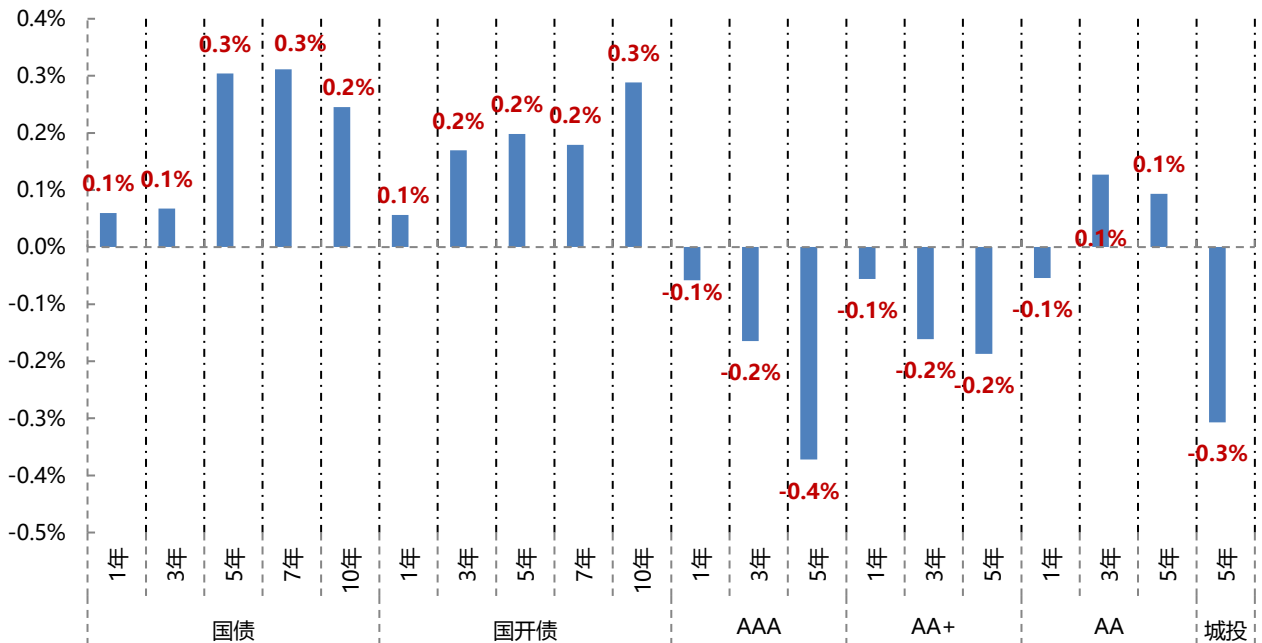
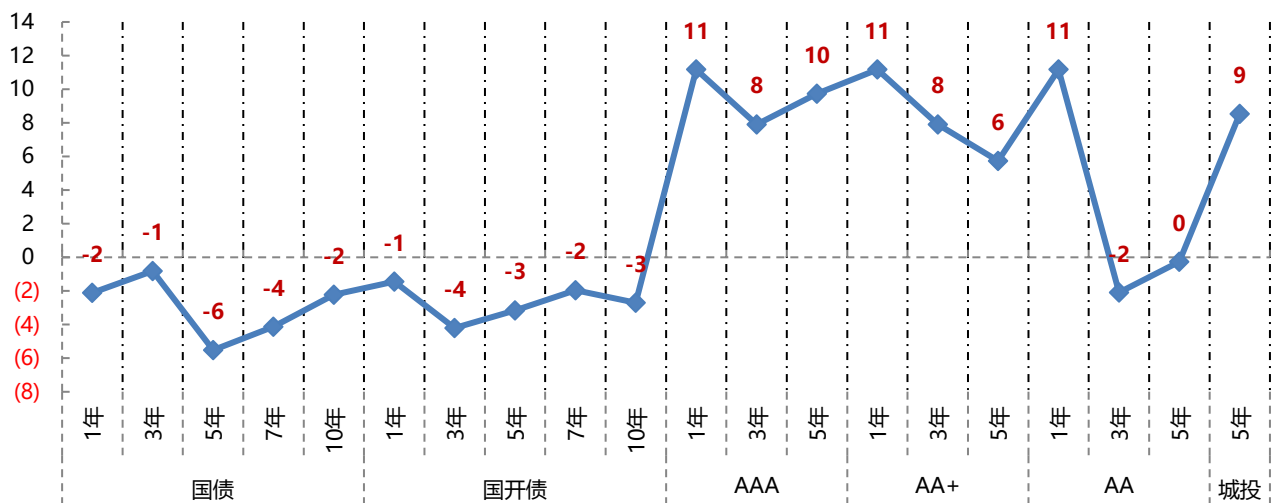


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年03月07日至2022年03月11日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，结合信贷和社融的结构来看，严监管背景与融资需求的疲弱是导致宽信用受阻的主要原因。我们认为这背后显示当前的政策力度尚不足以对经济形成有效支撑，仅仅依靠受限制的基建投资（隐性债务管控趋严的背景）并不足以对经济形成有效支撑，而制造业投资信心的转变到实际资本开支的形成还需要时间。在地产产业链的拖累之下，经济下行压力仍然较大，在这种背景下货币和财政端有必要进一步的进行发力（在宽信用受阻的背景下后者更为重要）。关注3月15号MLF到期后的操作情况。**政策层面**，一是**李克强总理表示实现5.5%左右的增长**，这是在高水平上的稳，实质上就是进，是不容易的，必须有相应的宏观政策支撑。对于退税，如果效果好，还会加大力度。二是央行宣布依法向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元。

通货膨胀方面，预计上半年CPI压力有限，下半年存不确定性，PPI延续回落趋势，但回落幅度或受全球大宗商品价格上行阻碍。往后看，内需恢复偏慢将压制CPI的上行斜率，预计短期CPI上行幅度有限。但是需要关注国际粮价、猪价以及油价的情况。PPI同比在基数效应之下大概率延续下行的走势，但是受俄乌冲击以及国内稳增长的起步，下行斜率将有所放缓。

权益方面：上周全球大类资产仍受到避险情绪影响，美债和美股表现显示市场对美国滞胀的担忧。A股受国际地缘局势、国内疫情反复影响明显回调，市场情绪较为悲观。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。2月金融数据低于预期，显示融资需求疲弱，特别是房地产部门；稳增长政策仍需加码发力。

固定收益方面：过去一段时间，随着宽信用政策不断推出，同时政府工作报告明确全年 5.5% 左右的增速目标，债券收益率经历了比较明显的调整，3 年 AAA 信用债较低点调整幅度达到 37bp，与以往货币政策平稳时期相比较，当前调整幅度已相对充分。另一方面，债券市场利多因素开始增加，2 月信贷、社融数据不及预期，表明当前偏弱的需求下宽信用环境将延续，而国内疫情形势严峻，中观数据明显走弱，无疑增加了需求恢复的难度，短期而言宽货币的概率有所增加。在债券市场对前期利多反应相对充分的情况下，建议久期策略由前期的偏谨慎观点向中性靠拢。

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）