

2022.03.14-2022.03.18

## 每周市场回顾与展望

## 【主要结论】

- 宏观经济：国内方面，根据统计局，前两月供需两端数据同比均呈现超预期增长，生产端与局部领域的需求（出口与地产投资）出现超季节性增长。1-2月，税收（剔除个税）增速虽然有所上行（强于去年四季度），但是整体水位依然弱于去年三季度，其可对经济的实际表现构成参考。国际方面，美联储如期宣布上调利率，并表示最快将在5月启动缩表。从利率预期中位值看，今年将合计加息七次，明年在此基础上再加息三次。
- 权益市场：上周全球避险情绪有所缓解，欧洲股市已经反弹接近至俄罗斯向乌克兰开展军事行动前的水平；美债在实际利率带动下再度突破2.2%，美股反弹。A股延续下跌后反弹，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。1-2月实体经济数据回升幅度大幅超出市场预期。金稳委会议回应市场关切，央行、银保监会、证监会、财政部均跟进积极表态，后续关注政策落地情况。
- 固定收益市场：策略观点上我们由维持偏谨慎的久期策略转为中性，密切关注政策和基本面的变化。近期基本面出现了一定程度的恶化，2月信贷、社融数据大幅不及预期，需求疲弱是当前制约宽信用的核心掣肘，又面临国内疫情形势明显恶化，同时经过2月以来债券收益率持续向上的调整，估值偏贵的情况得到了较大幅度地改善。尽管全年来看，稳增长、经济改善的趋势未变，但短期而言基于上述两点变化，宏观层面的不确定性上升、债券市场面临的风险有所降低，

## 正文内容：

## 一、市场回顾

## （一）宏观方面

1、经济增长：根据统计局，前两月供需两端数据同比读数均呈现超预期增长，数据的变动部分受到基数的影响。结合三年复合增速以及环比表现剔除基数效应，生产端与局部领域的需求（出口与地产投资）出现超季节性增长。1-2月，税收（剔除个税）增速虽然有所上行

（强于去年四季度），但是整体水位依然弱于去年三季度，其可对经济的实际表现构成参考。同时，制造业投资、基建投资以及社零数据剔除基数效应后均有所走弱（几者表现均弱于季节性），而工业生产、地产投资以及地产销售表现与中观数据以及景气指数包括调研反馈的信息反映相差较大。

上周中观生产指数平稳运行。上周南华综合指数环比-5.3%。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-5.8%、-3.1%、-3.2%、-7.6%、-3.1%。上周螺纹钢价格由4995元/吨降至4921元/吨，环比增速由1.62%降至-1.5%，环比弱于季节性。上周螺纹钢库存环比增速由-0.9%降至-2.3%，库存继续下降，但回落速度慢于季节性。上周全国水泥出货率由57.1%升至59.7%，提升速度慢于季节性。上周水泥价格指数较前周环比增加1%。上周螺纹钢周消费量308.4万吨，环比增长-7%，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-18%降至-40.8%，环比增速由14.2%降至-4.2%，环比弱于季节性。前周土地成交面积同比跌幅扩大，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70.9%升至78.9%，快速回升，但仍略弱于季节性。焦化企业开工率由80.4%升至83.3%，略高于季节性。沥青开工率指标显示年初以来华北地区沥青开工情况显著弱于华东。

注：以上数据来源于WIND资讯

## 2、通货膨胀：初步预计3月CPI同比增速1.1%，PPI同比增速7.9%左右。

初步预计3月CPI同比增长1.1%，较上月回升0.2%；PPI同比增长7.9%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+0.9%降至+0.7%，表现略强于季节性。

## 3、流动性：央行等价超量续作MLF，弱于市场此前预期。本周央行资金净投放1900亿，资金利率维持平稳。

上周逆回购到期500亿元，央行实施逆回购1400亿元，MLF到期1000亿元，央行续作2000亿元并维持利率不变（弱于市场预期），资金净投放1900亿。上周回购定盘利率FR007周均值由2.10%升至2.17%，DR007由2.08%升至2.10%，R007由2.13%升至2.24%。

上周人民币汇率中间价均值由上周的6.33升至6.36，离岸汇率周均值由6.33升至6.38。

注：以上数据来源于WIND资讯

4、国际经济与政策方面：1）美联储正式宣布加息25BP并表示最快5月宣布缩表，除此之外，鲍威尔对更激进的紧缩政策持保留意见。2）中美领导人就中美关系和乌克兰局势等共

同关心的问题交换了意见。中方新闻稿显示拜登表示美国不寻求同中国打“新冷战”，不寻求改变中国体制，不寻求通过强化同盟关系反对中国，不支持“台独”，无意同中国发生冲突。美国白宫并没有对一些细节的问题进行披露。通话结束后，中概股急剧上涨。3) 乌方表示俄罗斯和乌克兰可能需要几天到一个半星期的时间达成和平条约。4) 国内疫情进一步扩散。

## (二) 权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3251.07点，下跌1.77%，深证成指报收12328.65点，下跌0.95%，中小板指下跌1.67%，创业板指上涨1.81%。

分行业来看，30个中信一级行业中4个行业上涨，其中房地产、非银行金融和医药分别上涨1.99%、1.02%和0.86%；26个行业下跌，其中钢铁、电力及公用事业和煤炭分别下跌4.38%、4.04%和3.61%。

图 1：主要指数表现

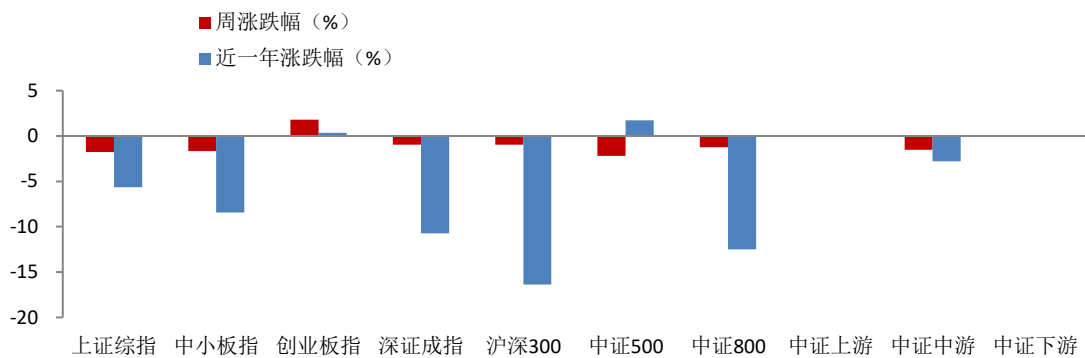
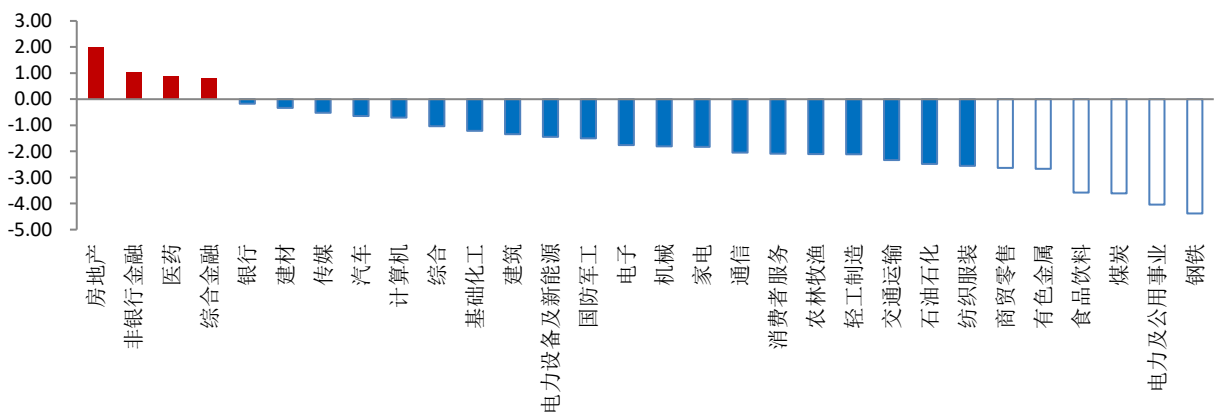


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年03月14日至2022年03月18日。

上周宏观流动性维持充裕、A股资金面整体仍偏负面：银行间市场流动性维持宽松，10年期国债收益率小幅下行；避险情绪缓解美元指数小幅下行，人民币汇率先贬后升，整体小幅贬

值。上周北上资金延续流出，特别是配置型资金在金稳委会议后仍无明显流入。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89%分位，沪深300价值指数的ERP在历史99.4%分位。

行业景气度方面，上周220家上市公司披露年报（快报），35%年报环比三季报增速改善，有29%的分析师预期上调。最近一个月商贸零售、消费者服务、医药、有色金属和农林牧渔分析师对2021年盈利预期上调较多。

### （三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.11%，较前一周上涨0.02%；三年期国债收益率2.34%，较前一周下跌0.00%；十年期国债收益率2.79%，较前一周上涨0.03%。一年期国开债收益率2.32%，较前一周下跌0.03%；三年期国开债收益率2.64%，较前一周上涨0.06%；十年期国开债收益率3.05%，较前一周上涨0.08%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.73%，较前一周上涨0.06%；五年期AAA最新收益率3.53%，较前一周上涨0.17%；一年期AA+最新收益率2.85%，较前一周上涨0.06%；五年期AA+最新收益率3.71%，较前一周上涨0.13%；一年期AA最新收益率2.95%，较前一周上涨0.04%；五年期AA最新收益率4.27%，较前一周上涨0.14%；一年期城投债最新收益率2.98%，较前一周上涨0.01%；五年期城投债最新收益率3.94%，较前一周下跌0.00%。

图3：各类债券持有期收益率涨跌幅

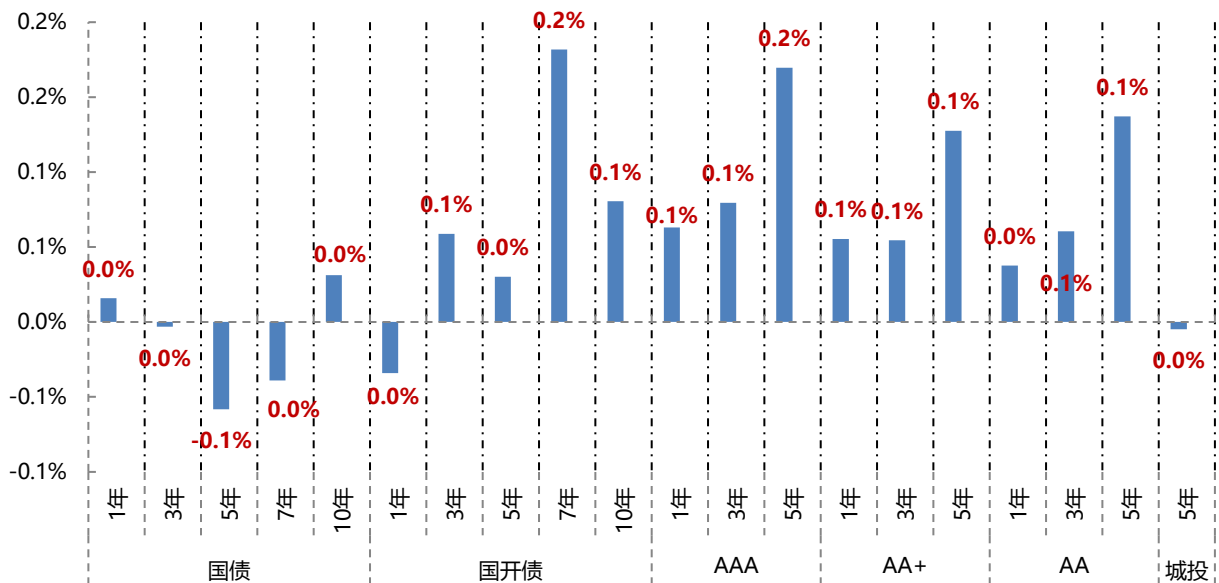
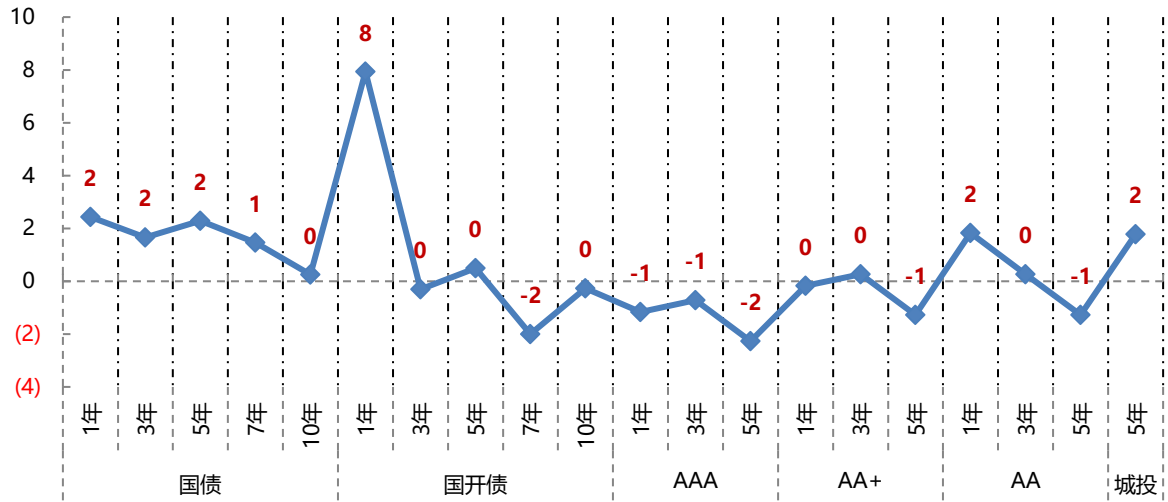


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2022 年 03 月 14 日至 2022 年 03 月 18 日。

## 二、市场展望

**宏观经济方面：经济增长方面**，若以统计局公布的前两月数据线性外推，生产法口径之下一季度 GDP 增速在去年低基数的背景下可能超过 5%，值得注意的是 2 月下旬以来的新变化并未反映在经济数据之中，而这些变化大概率会加大经济的下行压力。在这种背景下，我们认为政策呵护经济的整体基调并不会发生扭转，后续政策更多将是边走边看相机抉择的过程。**政策层面**，一是金稳委对稳定经济、资本市场以及房地产市场传递积极信号，央行、银保监会、证监会、外汇局均跟进表态；二是政治局召开会议，表示要努力用最小的代价实现最大的防控效果，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。

**权益方面**：疫情、国内政策走向、中美关系仍是影响 A 股走势的重要因素。1-2 月实体经济数据回升幅度大幅超出市场预期。宏观数据与中观数据出现一定程度背离，但稳增长方向不会发生改变。金稳委会议回应市场关切，央行、银保监会、证监会、财政部均跟进积极表态，后续关注政策落地情况。下周关注中美领导人通话是否对配置型资金流入有所提振。

**固定收益方面**：此前一段时间，策略观点上我们倾向于维持偏谨慎的久期策略，理由在于：1) 前期市场对于宽货币预期存在过度乐观的倾向，体现为存单和短端债券收益率总体偏低；2) 政府今年经济增速目标较高，稳增长意愿强烈且节奏上趋于前置，宽信用的趋势尚未结束。

最近的边际变化在于：1) 近期基本面出现了一定程度的恶化，一方面，2月信贷、社融数据大幅不及预期，需求疲弱是当前制约宽信用的核心掣肘，现有调控政策并不足以改变房地产市场疲弱的局面，作为宽信用最重要的链条，房地产板块景气度仍然位于谷底；另一方面，近期国内疫情形势明显恶化，各地防疫政策出现了普遍收紧，从中观数据看，本轮疫情已经对居民消费、出行乃至房地产销售和建筑施工活动造成了广泛的影响。基本面短期对债券市场造成大幅冲击的概率在降低。2) 经过2月以来债券收益率持续向上的调整，前期市场过度乐观的情况已经得到纠偏，以3年AAA为例，当前收益率较春节前低点已经调整37bp，估值偏贵的情况得到了较大幅度地改善。

尽管全年来看，稳增长、经济改善的趋势未变，但短期而言基于上述两点变化，宏观层面的不确定性上升、债券市场面临的风险有所降低，建议久期策略由前期的偏谨慎转为中性，密切关注政策和基本面的变化。

#### 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）