

2022.05.09-2022.05.13

每周市场回顾与展望

【主要结论】

- **宏观经济：**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。4月出口、信贷和社融数据大幅回落，增长下行压力加大。往后看，海外需求回落使得出口走弱方向较为确定，稳增长的迫切度在进一步提升。预计货币政策将有所行动，但是实质效果仍取决于财政政策发力和相关政策调整，增量政策出台力度和政策效果仍待观察。
- **权益市场：**流动性紧缩环境下对增长前景担忧加大海外市场波动。上周10年期美债收益率小幅回落、大宗商品价格和美股下行。A股在前期持续回调、情绪已经偏悲观、政策稳定预期、美国CPI回落的背景下呈现一定的韧性，其中成长股明显反弹。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。
- **固定收益市场：**短期而言，货币政策放松与收益率下行的空间受到约束，收益率显著上行的概率不大，债券市场可能处于震荡状态。中期而言，随着经济下行与就业压力的加大，政策逐步加码的方向相对确定，在本轮疫情逐步得到控制后，稳增长政策的落地和传导将加快，需要密切关注社融、地产销售等指标的变化与经济的上行风险。
- **正文内容：**

一、市场回顾**（一）宏观方面**

1、经济增长：疫情反扑之下，4月内外需均受到显著扰动，前期一直支撑中国经济的出口出现显著回落。虽然当月出口的走弱更多体现为工厂生产、物流、港口装卸货不畅对出口的拖累，但是目前已有部分外贸企业反映自3月下旬以后订单出现明显下滑，体现当前背景下出口动能已经处在下行的坡道之中，不过考虑到疫情对供给端的拖累，出口的下行斜率和幅度仍待进一步的跟踪。4月内需亦走弱明显，当月核心CPI低位下行，而私人部门融资需求则出现近乎停滞的增长。在私人部门需求走弱的背景下，4月新增社融和信贷滑坡式下行，相比过去五年

同期均值下滑幅度超过一半。积极的地方在于当月财政端发力已经有所显现，财政存款在央行利润上缴的背景下亦出现显著走弱。

上周南华综合指数环比由1.2%降至-2.8%。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-3.2%、-1%、-3.9%、-2.5%、-1.3%。上周螺纹钢周消费量由302万吨升至327万吨，环比增长+8.4%，螺纹钢社会库存环比上升-4.2%，钢厂库存环比上行+6.1%。上周全国水泥出货率由64.1%降至59.6%，同差由-22.2%降至-25.8%。上周螺纹钢价格由5131元/吨降至4997元/吨，环比增速由+1.2%降至-2.6%。上周水泥价格指数较上周环比由-0.8%降至-1%。

地产方面，地产销售面积同比维持低位。上周地产销售面积四周移动平均同比增速维稳于-53%，环比增速由-1.8%升至3.1%。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，5月上旬发电量继续回落，高炉、焦化厂开工率上升。上周全国247家钢铁企业高炉开工率由82%升至83%。焦化厂开工率由85.5%抬升至88.1%。5月上旬发电量同比增速由0.3%降至-1.1%。

注：以上数据来源于WIND资讯

2、通货膨胀：4月CPI同比增速由1.5%升至2.1%，环比超出季节性。4月PPI同比增速回落，符合预期。

4月CPI同比增速由1.5%升至2.1%主要受到食品CPI普涨和能源维持高位的带动，但是核心CPI低位下行。4月PPI同比增速回落0.3个百分点至8%，环比有所收窄，PPI表现基本符合预期。

上周农业部公布的农产品批发价格200指数环比为-2.1%，弱于季节性。

3、流动性：央行资金净投放400亿，银行间市场利率下行。

上周逆回购到期200亿元，央行实施逆回购600亿元，资金净投放400亿。

上周回购定盘利率FR007周均值由1.84%降至1.65%，DR007由1.75%降至1.58%，R007由1.85%降至1.65%。

上周人民币汇率中间价均值由6.60升至6.73（周五收至6.78），离岸汇率周均值由6.67升至6.78（期间一度突破6.8）。

注：以上数据来源于WIND资讯

4、国际经济与政策方面：1) 美国4月CPI由8.5%回落至8.3%，但是核心商品价格维持强势。为抵御通胀，拜登政府考虑降低特朗普时期对中国输美商品征收的关税。2) 俄乌局势延续紧张态势，英国北爱尔兰争端再度升级。3) 上周国内各地密集出台地产放松政策。

(二) 权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3084.28点，上涨2.76%，深证成指报收11159.79点，上涨3.24%，中小板指上涨2.66%，创业板指上涨5.04%。

分行业来看，30个中信一级行业中26个行业上涨，其中汽车、综合和电力设备及新能源分别上涨8.44%、7.68%和7.28%；4个行业下跌，其中银行、煤炭和石油石化分别下跌0.47%、0.42%和0.42%。

图 1：主要指数表现

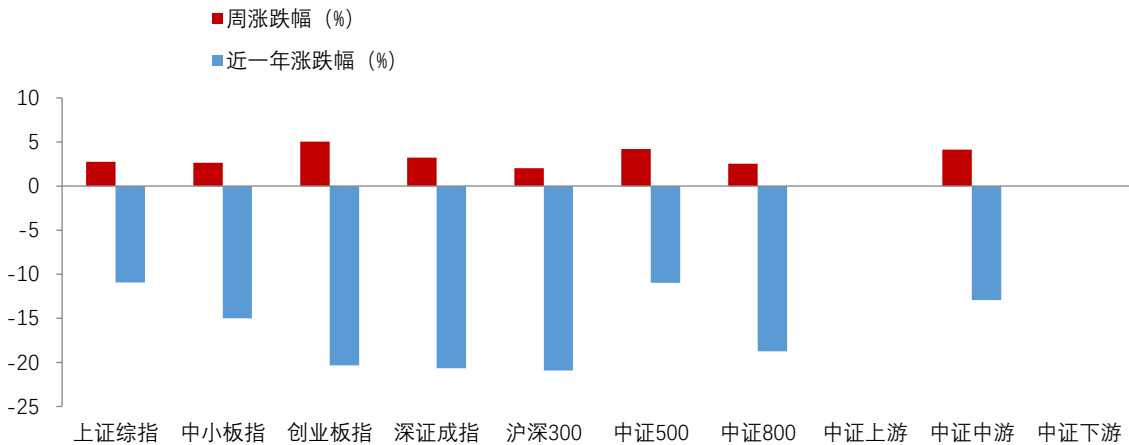
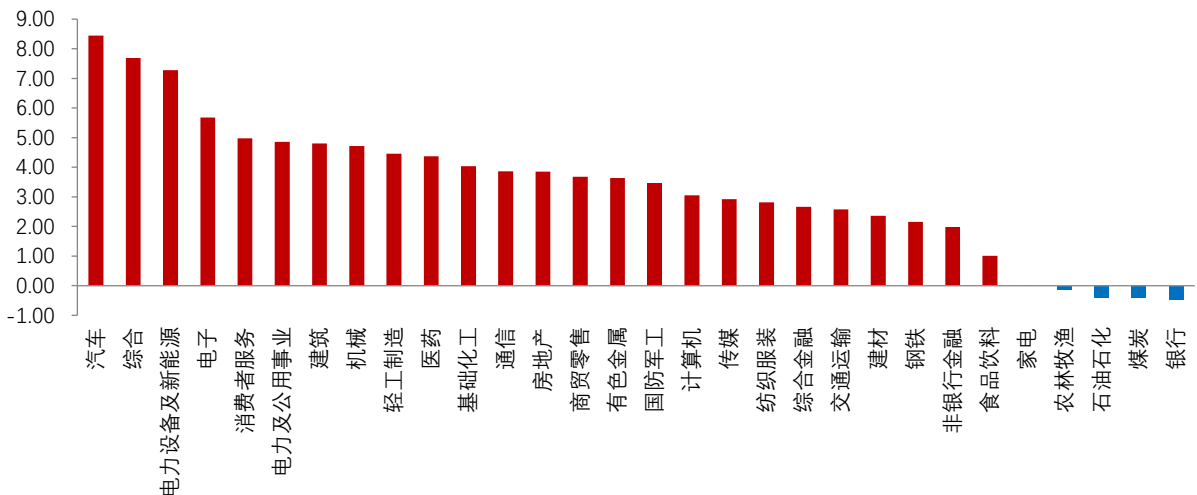


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年05月09日至2022年05月13日

上周人民币汇率贬值、A股资金面延续弱势，银行间市场流动性维持宽松；人民币汇率贬值。北上资金净流出，公募基金募资维持低位，存量申赎率维持正常水平，私募仓位小幅上行，融资资金小幅净流入。

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91%分位，沪深300价值指数的ERP在历史98%分位。

行业景气度方面，最近一个月煤炭、电力及公用事业、有色金属、基础化工和建筑行业的2022年业绩预期上调，其余行业均下调，其中消费者服务、农林牧渔、非银行金融、房地产行业业绩下调明显。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.01%，较前一周上涨0.07%；三年期国债收益率2.39%，较前一周上涨0.20%；十年期国债收益率2.81%，较前一周上涨0.17%。一年期国开债收益率2.08%，较前一周上涨0.10%；三年期国开债收益率2.55%，较前一周上涨0.20%；十年期国开债收益率3.00%，较前一周上涨0.30%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.38%，较前一周上涨0.12%；五年期AAA最新收益率3.30%，较前一周上涨0.42%；一年期AA+最新收益率2.48%，较前一周上涨0.12%；五年期AA+最新收益率3.47%，较前一周上涨0.42%；一年期AA最新收益率2.54%，较前一周上涨0.13%；五年期AA最新收益率4.03%，较前一周上涨0.43%；一年期城投债最新收益率2.55%，较前一周上涨0.09%；五年期城投债最新收益率3.82%，较前一周上涨0.34%。

图3：各类债券持有期收益率涨跌幅

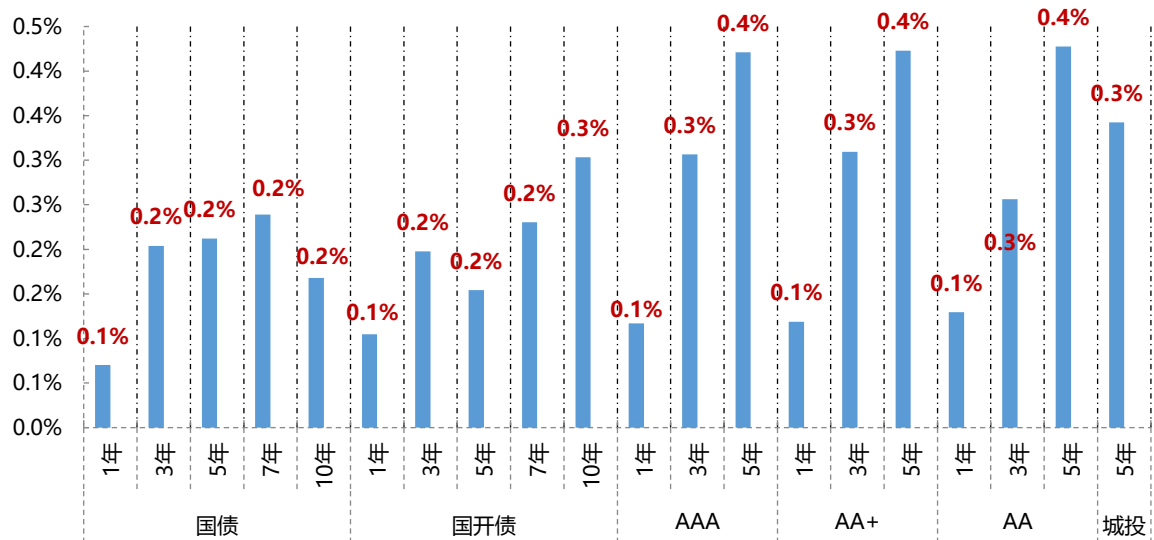
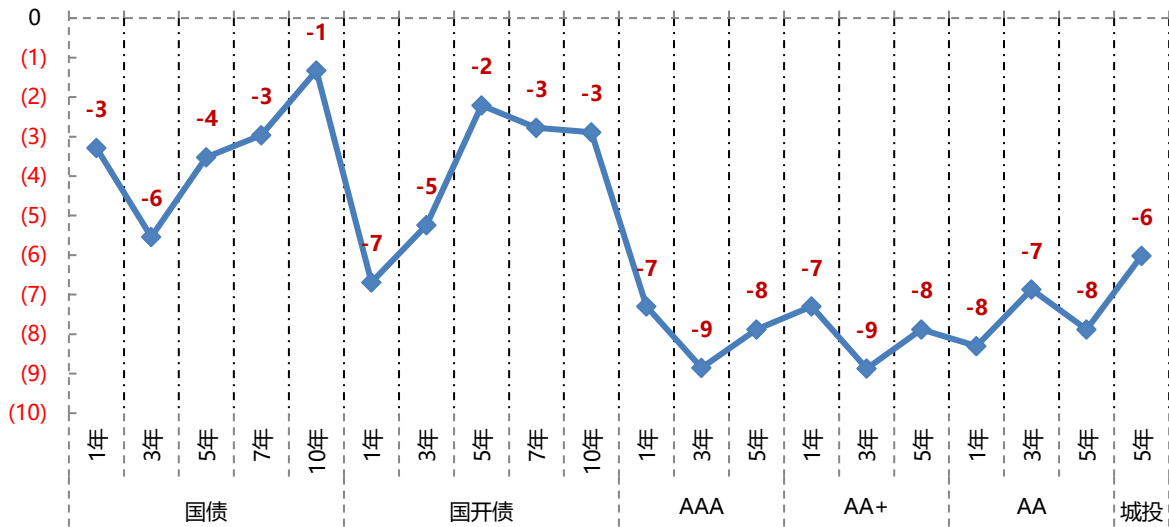


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2022 年 05 月 09 日至 2022 年 05 月 13 日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，5 月以来，随着疫情的好转，高频数据显示全国层面经济活动尤其是生产端出现小幅修复的态势。但是在疫情管控和地产销售需求难起以及出口预期走弱的背景下，经济仍需更大力度政策的扶持。**政策层面**，一是韩文秀指出后续政策端将会进一步加强相机调控，该出手时就会出手；二是央行提出“宏观杠杆率会有所上升”的措辞，表示将发挥存款利率市场化调整机制作用带动降低企业融资成本。后续关注 5 月 20 号 LPR 的情况。

通货膨胀方面，疫情干扰食品价格普涨，下半年需关注需求恢复、国际粮价传导、猪肉产能出清可能带来的上行风险。往后看基准情形下，CPI 仍将处在温和区间，但是也需要关注需求修复、供给冲击和猪肉产能出清后可能对 CPI 带来的上行风险。PPI 预计将延续下行态势。

权益方面：上周对经济增长的担忧情绪渐起，大宗商品多数下跌，全球主要权益指数涨跌不一，美股三大股指悉数下跌。上周 A 股主要指数悉数上涨，成长板块反弹明显，成交活跃度上升，风险容忍度指标指示市场情绪在底部反复震荡，后续还需要观察等待情绪修复，根据经验市场将跟随情绪修复逐步上涨。

固定收益方面：短期而言，债券市场可能处于震荡状态。一方面，货币政策放松与收益率下行的空间受到约束。国内通胀压力相对可控，货币宽松的主要约束来自于外部均衡与传导机制。外部均衡方面，疫情防控优势逆转对经济造成的压力、贸易顺差与 FDI 流入的减少更值得警惕，外部均衡的压力逐步累积。传导机制方面，银行净息差降至历史低位，通过 MLF-LPR 这

一路径降低实体融资成本、向实体让利的阻力在增加。考虑到当前的估值水平，如果降息空间受限，收益率曲线难以明显下行。另一方面，收益率显著上行的概率不大。在防疫政策有效调整或地产政策大幅放松之前，经济难以明显改善。本轮疫情对上半年经济造成明显拖累，5.5%的增长目标约束力减弱，政策重心或从保增速向保市场主体、保就业倾斜。就需求端而言，消费恢复难度加大，疫情防控优势逆转后出口面临下行压力，而财政资源被防疫、保民生、保市场主体挤占，除了有效调整防疫政策或是大幅放松地产之外，政策缺乏有效抓手。目前看来，短期内防疫政策明显调整的概率较低，地产政策放松的力度仍然不够。

中期而言，需要对收益率调整的风险保持关注。随着经济下行与就业压力的加大，政策逐步加码的方向相对确定，此次政治局会议对全力扩大国内需求、全面加强基础设施建设、支持各地从当地实际出发完善房地产政策、优化商品房预售资金监管等方面的表态相对积极。当前经济大概率处于底部区域，在本轮疫情逐步得到控制后，稳增长政策的落地和传导将加快，需要密切关注社融、地产销售等指标的变化与经济的上行风险。

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）