

2022.07.11-2022.07.15

## 每周市场回顾与展望

## 【主要结论】

- 宏观经济：考虑到影响海外通胀的供给侧因素尚未消除、美联储当前收紧幅度难以对需求形成有效压制，我们认为不宜低估下半年海外滞胀交易重来的可能，需关注无风险利率再度抬升可能对整体大类资产的冲击。不过对于国内市场而言，考虑到一是面临的滞胀担忧程度难以超过上半年3、4月时点，二是全球增长进入比差阶段、中国优势再次突出，三是国内政策的逐渐明朗，我们认为如果外部冲击引起市场下跌会是较好的配置机会。
- 权益市场：下半年国内稳增长形势关键在于房地产。我们认为在地产已经进入中长期趋势下行通道的背景下，以时间换空间争取地产软着陆是政策的最优解，因此稳增长的区间将被拉长和压扁。基准情形是下半年地产温和改善、信用扩张幅度有限。在这样的情形下，市场将更多基于短期景气度进行投资，成长板块相对占优，但考虑到通胀读数上行、货币难以进一步宽松，成长板块难以继续4月底以来的全面上涨态势，需要细挖赛道，同时也要承受更大波动。如果地产政策出现超预期放松，地产产业链和部分消费占优。
- 固定收益市场：前期对债券市场构成利好的因素主要包括疫情、地产和宽松的资金面。展望后续，疫情形势总体可控，叠加各地广泛的刺激政策使得地产销售在近期出现拐点，经济最差的时期已经过去，且不排除：1) 政策出台更大力度的刺激政策着力稳增长；2) 随着经济的好转，资金面也有望较前期有所收敛，我们认为未来一段时间宏观和流动性环境对债券市场边际不利，建议保持偏谨慎的久期策略。

## ➤ 正文内容：

## 一、市场回顾

## (一) 宏观方面

1、6月实体数据显示经济恢复斜率加快，其均较5月出现明显的抬升。六月用电量增速由-0.1%升至6%，本轮疫情之前的中枢水平在7%左右。PMI综合产出指数由48.4%升至54.1%（本轮疫情之前的中枢在51.6%左右）。本轮疫后呈现的修复和前面几轮呈现出一定的区别：1) 工业

**修复偏慢，而服务业修复偏快。**6月工业增加值增速由0.7%升至3.9%，六月随着更多地区开启复工，生产修复的节奏明显有所提升，但是其恢复速度仍然明显弱于前面几轮疫情。服务业生产指数增速由-5.1%升至1.3%（图5），恢复速度偏快。与之对应，用电量数据以及PMI数据也反映出相同信息：一、产用电量增速由1%升至2.4%（疫情前中枢6%），二、产用电量增速由-4.3%升至10.2%（疫情前中枢9%）。2）工业修复过程中，工业的产需修复均弱于前面几轮疫后时期，而且需求相对生产的修复更加缓慢。6月产销率由96.4%降至96%，相比此前几轮，本次产销率的恢复更加缓慢（主要受到地产建安产业链的影响，与之对应的是建安相关价格的弱势表现）。

2、生产端方面，6月分行业数据显示生产依然具备较明显的“爬坑”特征。前期下降比较多的行业这个月上行比较快（长三角分布较集中的产业链的好转仍是主要带动，汽车反弹最为明显，而机床、工业机器人亦增速上行）。分行业数据之中除却汽车明显超过Omicron疫情前水平（汽车制造业增速由-7%升至16.2%），其余已公布行业均弱于此轮疫情前：医药、农副食品、纺织距离疫情前最为显著。从增速表现来看，当前出口相关行业整体增速偏高，建安相关行业、农副食品、纺织业、医药制造业比较弱。

3、生产恢复偏慢背后的原因除却需求偏弱之外还在于企业的库存已经处在相对高位，这对企业的生产意愿形成拖累。

4、具体到需求端，除却地产投资，其余几大主要分项均有所抬升，其中社零增速上行幅度最为显著，出口、制造业投资、基建投资均已修复至Omicron疫情前水平。

注：以上数据来源于WIND资讯

5、国际经济与政策方面：1）2022年3月美联储首次加息，以此为观察点，我们回顾了历次加息前后3个月大类资产表现发现：在本轮周期中美股和美债调整幅度都更大。2）年初以来，海外主要央行纷纷开启紧缩周期。截至6月，G10经济体政策利率均值由年初的-0.03%升至0.54%。资产负债表增速则由10.5%降至8.3%。新兴市场和欠发达地区的危机正在出现，斯里兰卡和土耳其已经出现危机，全球流动性收紧对新兴市场的冲击尚未结束。

## （二）权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3228.06点，较前周下跌3.81%，深证成指报收12411.01点，较前周下跌3.47%，中小板指较前周下跌4.27%，创业板指较前周下跌2.03%。

分行业来看，上周30个中信一级行业中1个行业上涨，电力设备及新能源较前周上涨1.49%；29个行业下跌，其中有色金属、房地产和计算机分别较前周下跌5.86%、5.81%和

5.02%。

图 1: 主要指数表现

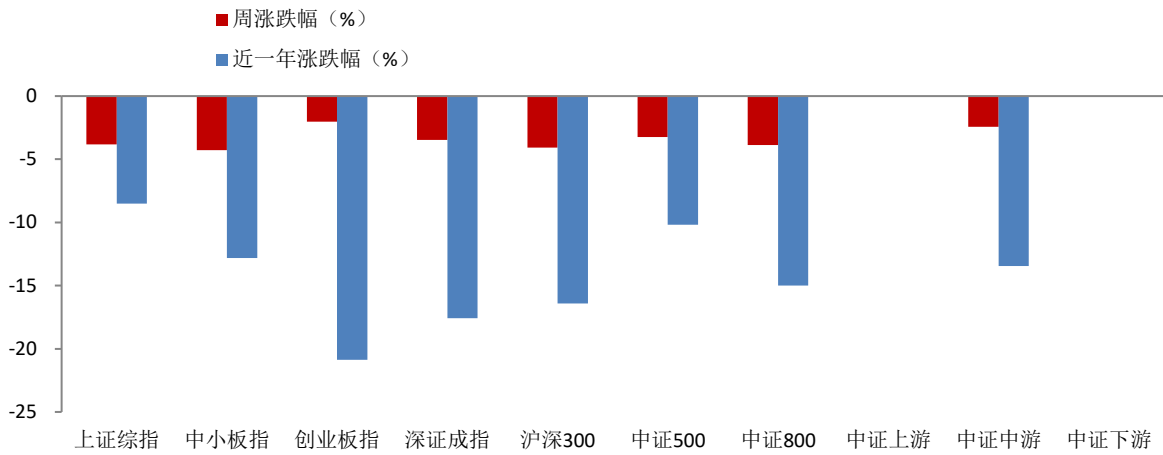
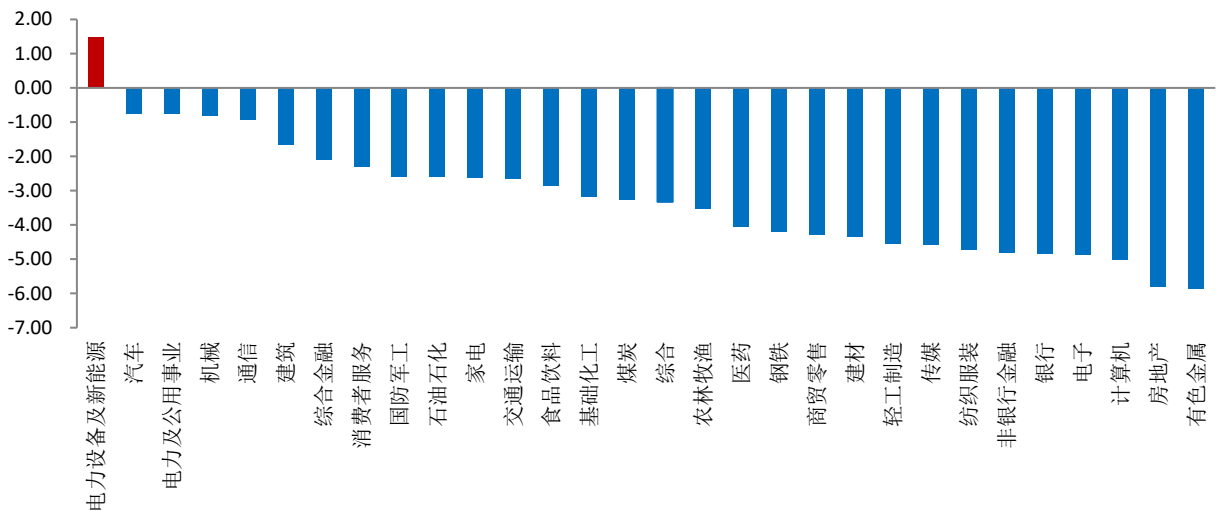


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年07月11日至2022年07月15日

上半年外资对中国债券的持仓和人民币汇率显示 5-6 月开始也有企稳迹象。外资对中国债券的持仓今年以来持续走弱，5 月流出放缓。人民币汇率 4 月-5 月经历了快速走弱，但是 6 月以来人民币的优势相比其他新兴市场货币较为凸显。

今年以来货币市场利率持续走弱，体现资金端流动性整体较为充裕。截至 2022 年 6 月，DR007 降至 1.7%，余额宝利率降至 1.65%。货币政策层面，本次 Omicron 疫情之后边际放松的力度弱于 20 年年初疫情。

当前 A 股估值处在中位数水平。纵向来看,当前 A 股主要股指均处于历史中位数水平左右,创业板指估值略高。横向来看,当前 A 股的估值水平分位数相对全球其他权益指数中等略高。从沪深 300 估值水平来看,未来一年的收益率的指示性并不强。

行业景气度方面,从短期景气度的角度来看,新旧能源景气度仍然较高,但当前市场对新能源的交易已经隐含了对未来较大空间的预期。估值是最大挑战,旧能源估值的抬升需要持续稳定的价格预期。

### (三) 固定收益方面

利率债方面,一年期国债收益率1.88%,较前一周上涨0.11%;三年期国债收益率2.40%,较前一周上涨0.33%;十年期国债收益率2.79%,较前一周上涨0.51%。一年期国开债收益率1.99%,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0.35%;十年期国开债收益率3.05%,较前一周上涨0.31%。

信用债方面,一年期AAA最新收益率2.29%,较前一周上涨0.14%;五年期AAA最新收益率3.23%,较前一周上涨0.39%;一年期AA+最新收益率2.42%,较前一周上涨0.13%;五年期AA+最新收益率3.45%,较前一周上涨0.26%;一年期AA最新收益率2.52%,较前一周上涨0.15%;五年期AA最新收益率3.92%,较前一周上涨0.35%;一年期城投债最新收益率2.51%,较前一周上涨0.11%;五年期城投债最新收益率3.69%,较前一周上涨0.19%。

图 3: 各类债券持有期收益率涨跌幅

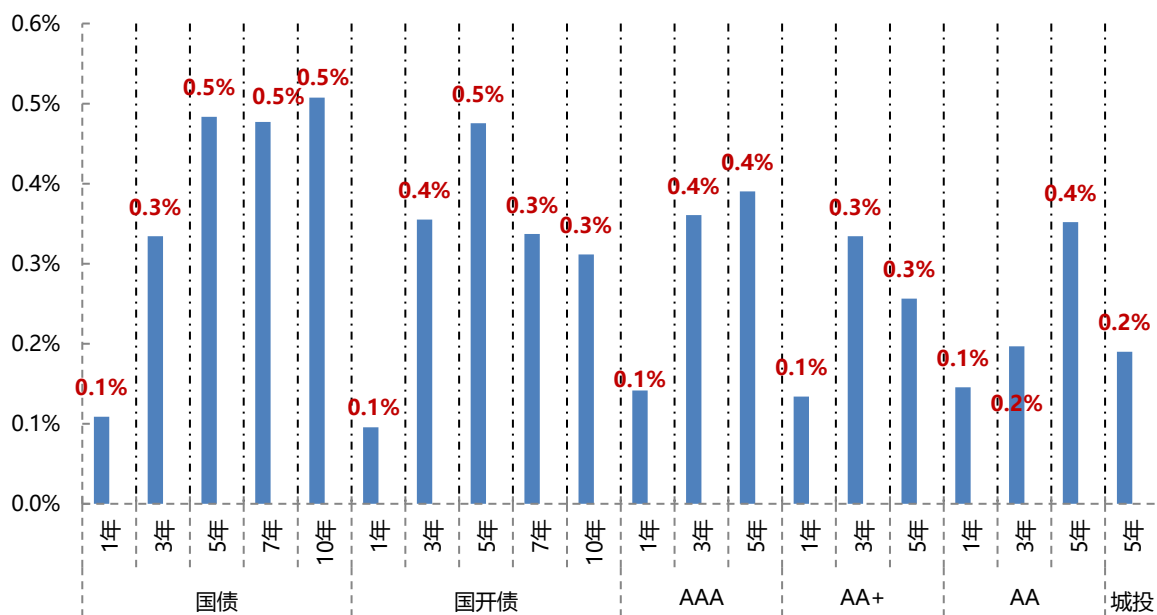
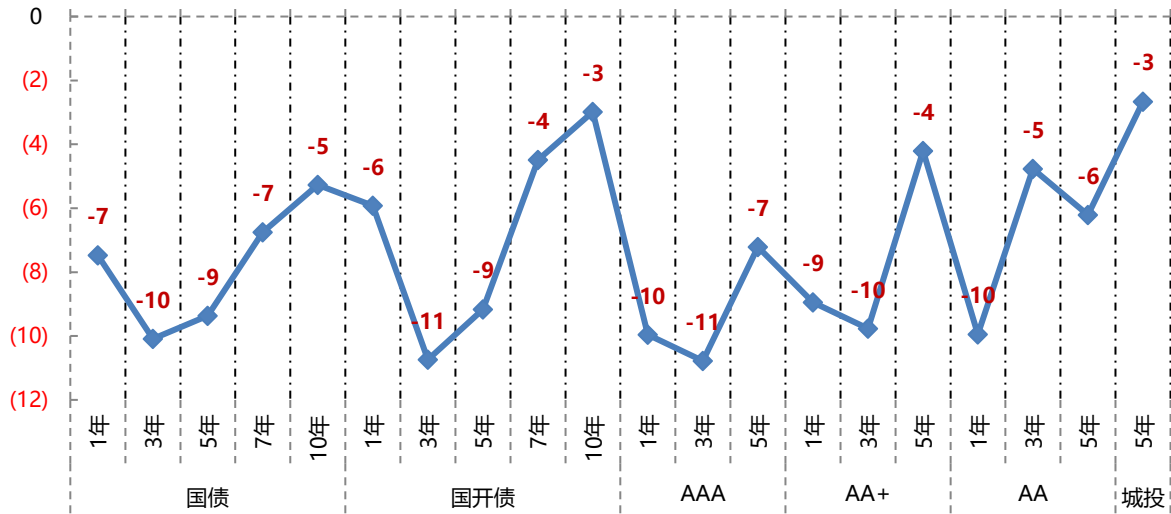


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2022年07月11日至2022年07月15日

## 二、市场展望

**宏观经济方面：经济增长方面**，2020年以来，全国共经历五轮较大规模疫情。每轮疫情后市场均会交易疫后复苏，观察服务类消费行业的走势，可以发现明显疫后复苏的交易特征，但行情一般不超过一个季度。本轮疫情是2020年初疫情后对经济影响最严重的一次疫情，涉及省份较多，在GDP、社零、投资、出口等主要经济分项中占比明显提升。整体来看，疫情管控力度与疫情扩散情况呈现正相关关系。但是本轮Omicron病例的特殊性在于：1）这次的管控力度偏强。从分省份的情况来看，单位新增感染病例对应的防疫严格指数的变化程度要强于前面几轮。2）这次疫情下行之之后，疫情管控指数并未随之显著走弱。从PMI和发电量表现来看，本轮5月开启的疫后经济“爬坑”速度略慢于前几轮疫情；不过6月以来恢复有所加速。**政策层面**，我们对政策方向的基准预期为，地产更多是以时间换空间，稳增长区间将被拉长压扁。地产销售中枢下移背景下，政策的最优结果是引导地产实现软着陆。政策应对的原则应是不发生系统性风险、保护人民生命财产安全、无序加杠杆需要承担责任。“保交房”应是较为确定的。

**通货膨胀方面，国际方面**，2020年4月至2022年6月，美国CPI由0.3%快速上行至9.1%，中枢达3.9%，高于1990年以来的10年CPI中枢。美国通胀中枢结束了1970年以来的下移态势。美联储当前面临的通胀水平高于目标区间的幅度是过去40年之最。**国内方面**，在基数影响下，下半年CPI个别月份存在破“3”的压力。下半年需要关注央行对物价的“定性”。

**权益方面**：2022H1上证综指下跌6.6%，沪深300下跌9.2%，相对欧美和其他新兴市场跌幅

相对较少。分解来看，盈利贡献-1.8%，估值贡献-7.4%。节奏上，呈现类似V型。1-2月阶段性交易拥挤叠加海外紧缩预期加深，A股指数与海外市场跌幅相当，以宁指数为代表的热门赛道跌幅较大。3-4月受俄乌冲突、中美关系、疫情反复等因素影响，A股下跌幅度大于海外市场。5-6月疫情缓解、稳增长政策出台、海外通胀预期回落，A股反弹与海外市场方向背离。与此相对应，全球资金对A股的配置在二季度后有所上行。结构上，通胀受益板块表现最好，成长V型，稳增长相对低波。当前A股估值处在中位数水平。行业估值分化仍然较大，更多行业估值分位数高于中位数。

疫情反复、动态清零、策略优化仍是下半年我国抗疫的主要局面。疫情冲击和复苏可能不时成为市场交易的主题，消费和成长往往成为疫后复苏交易的进攻行业，收入担忧制约消费的系统性机会。

**固定收益方面：**前期对债券市场构成利好的因素主要包括疫情、地产和宽松的资金面。展望后续，尽管疫情偶发频率可能加快，但再次发生类似上海级别的疫情概率明显偏低，疫情形势总体可控，叠加各地广泛的刺激政策使得地产销售在近期出现拐点，经济最差的时期已经过去，且不排除：1）政策出台更大力度的刺激政策着力稳增长；2）随着经济的好转，资金面也有望较前期有所收敛，综上所述我们认为，未来一段时间宏观和流动性环境对债券市场边际不利，建议保持偏谨慎的久期策略。

#### 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）