

2023.01.09-2023.01.13

## 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“经济增长疲弱，政策稳增长”的状态。12月经济数据显示外需延续回落、内需疲弱。考虑到美国经济短期环比仍存在回落压力，短期外需回落、扩内需政策发力逻辑仍成立。政策层面，一是杭州市与阿里巴巴签订全面深化战略合作协议，释放平台经济的积极信号。二是央行银保监会继续释放房地产行业供给侧积极信号。三是银行调研反馈1月信贷持平或可能略高于去年同期，项目储备仍以对公基建贷款为主。
- 权益市场：美国12月CPI环比转负、核心CPI韧性较强，符合预期。10年期美债利率继续下行，美股三大宽基指数普涨。我们认为在基数以及需求走弱之下，美国通胀下行趋势基本得以确立，这对于市场是一个相对正面的信号。不过，在美国通胀绝对水平仍高、通胀粘性因素仍在的环境下，通胀读数下行过程中可能仍将有所扰动，进而造成市场波动。A股上周北向资金单周净流入额创2021年12月以来最高，占A股成交额12%。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：权益市场近期企稳反弹，叠加理财赎回压力暂缓，转债估值小幅反弹，百元平价估值回到约历史79%分位，2017年以来75%的估值分位作为支撑点经受住考验。我们认为，可转债存在一定的结构性机会，随着股市中期性价比的明显提升，转债估值有望跟随上涨。我们中期维持对转债谨慎乐观的观点。

## ➤ 正文内容：

## 一、市场回顾

## (一) 宏观方面

1、经济增长：从社融、物价以及进出口数据来看，12月经济相较11月仍然处在探底的过程中。12月经济作为疫情政策变化之后的首个月份，本身的走势并不具备趋势性。从结构性数据以及高频数据来看，23年开年以来，经济活动的恢复仍然较为顺畅，而政策端依然偏向积极，体现出开年发力的特征，与之对应的是12月企业中长期贷款的显著高增，以及1月以来的积极投

贷情况。

上周整车货运量同比继续上升，地铁客运量延续上行。南华综合指数较前一周上升0.2%。结构上，工业品、金属、能化价格指数环比增速分别为0.7%、0.8%、0.7%。农业品价格指数环比-1.2%，贵金属价格指数环比-0.1%。

生产方面，上周高炉开工上升，焦化厂、汽车半钢胎开工率下降。全国247家钢铁企业高炉开工率由74.2%升至75.7%，持平去年水平。上周，焦化企业（产能>200万吨）开工率由83.2%降至82.2%，持平去年水平。汽车半钢胎开工率由51.5%降至42.6%，弱于去年水平。

地产方面，新房销售同比走弱，二手房销售同比增速提升。上周（1月6日-1月12日），一手商品房成交面积同比增速（春节对标）由2.2%降至-11.9%，环比有所走弱。从城市能级上来看，一线城市商品房成交面积同比增速由8.8%升至10.6%。二线城市同比增速由-5.3%降至-27.1%。

上周（1月6日-1月12日），15城二手房成交面积（春节对标）同比增速由-8.4%升至5.3%。

上周螺纹钢消费量环比下降，价格环比上升。螺纹钢周消费量由212.1万吨降至171万吨，环比下降19.2%。与去年春节同期相比，同比增速由-19.9%降至-21.4%。库存方面，上周螺纹钢库存环比上升14%。价格方面，上周螺纹钢价格由4200元/万吨升至4238元/万吨，较前一周上升0.9%。

上周水泥出货水平下降，价格环比下降。全国水泥出货率由39.5%降至28.1%。水泥价格指数较前一周下降1%，延续回落。

上周农业部公布的农产品批发价格200指数环比+1.7%，持平季节性。

注：以上数据来源于WIND资讯

**2、通货膨胀：**12月CPI同比上行0.2个百分点至1.8%，较为重要的结构特征是在疫情防控放松背景下，核心CPI环比自2022年7月后首度超出季节性，但是猪价、油价对本月CPI同比继续形成拖累。12月PPI同比增速上升0.6个百分点至-0.7%，主要受油价相关分项以及生活资料分项拖累影响。

**3、流动性：**12月总量层面的社融数据受到的干扰较大，结构性数据则显示出一定的积极信号（包括非标融资、居民与企业中长期贷款的改善等）。根据卖方银行端调研反馈，1月以来投融资情况较为强劲，数值上来看有望维持在4万亿左右（去年1月为4.2万亿），不过投向方面依然以对公（基建）相关项目为主。往后看，政策稳增长的基调依然较为确定，货币政策宽松以及地产政策的调整叠加经济的恢复有望使得社融增速企稳回升，但是短期在基数影响以及春节因

素扰动下社融增速可能仍在探底。

上周逆回购到期1270亿元，央行实施逆回购3400亿元，资金净回笼2130亿元。

上周回购定盘利率FR007周均值由1.77%升至2.06%，DR007由1.48%升至1.9%，R007由1.9%升至2.17%。

上周美元指数走高，人民币汇率继续升值。人民币汇率中间价均值由6.91降至6.77，环比上行-2.01%；离岸汇率周均值由6.89降至6.75，环比上行-2.04%。

**4、国际经济与政策方面：**1) 美国12月通胀延续走弱，表现符合预期。考虑到劳动力供求紧平衡的态势依然有所延续，对于通胀的下行斜率后续仍有待进一步跟踪。2) 移民局宣布将对韩国、日本公民暂停签发口岸签证，暂停韩国、日本公民来华实行72/144小时过境免签政策。3) 疫情方面，上周百度发烧搜索指数与咳嗽搜索指数持续回落。

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3195.31点，较前一周上涨1.19%，深证成指报收11602.30点，较前一周上涨2.06%，中小100较前一周上涨1.77%，创业板指较前一周上涨2.93%。

分行业来看，上周30个中信一级行业中23个行业上涨，其中非银行金融、食品饮料和煤炭较前一周分别上涨4.26%、4.05%和3.71%；7个行业下跌，其中国防军工、电力及公用事业和综合较前一周分别下跌3.99%、1.73%和1.68%。

图 1：主要指数表现

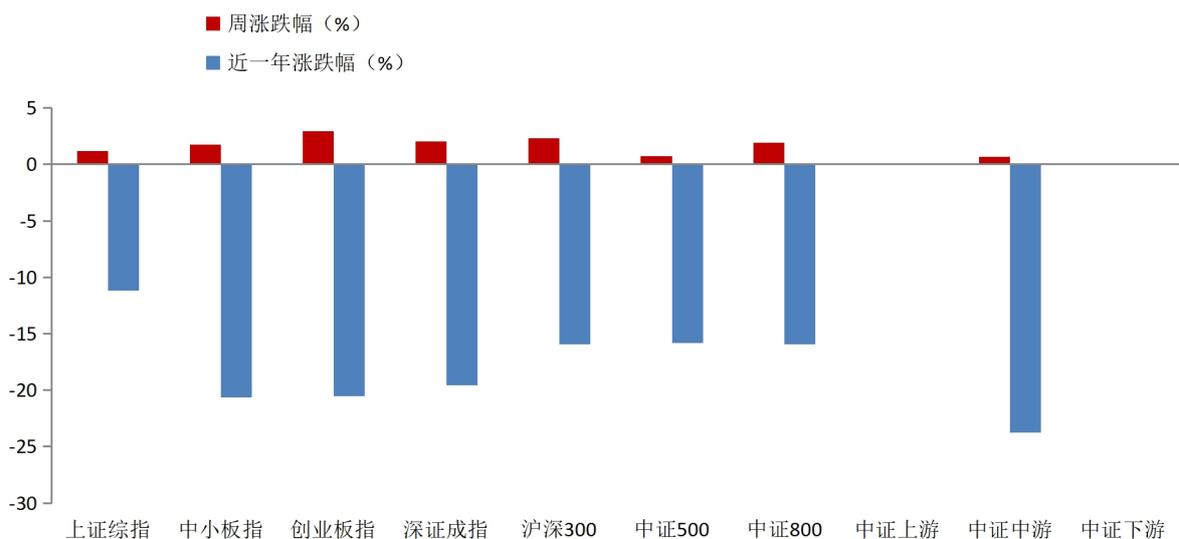
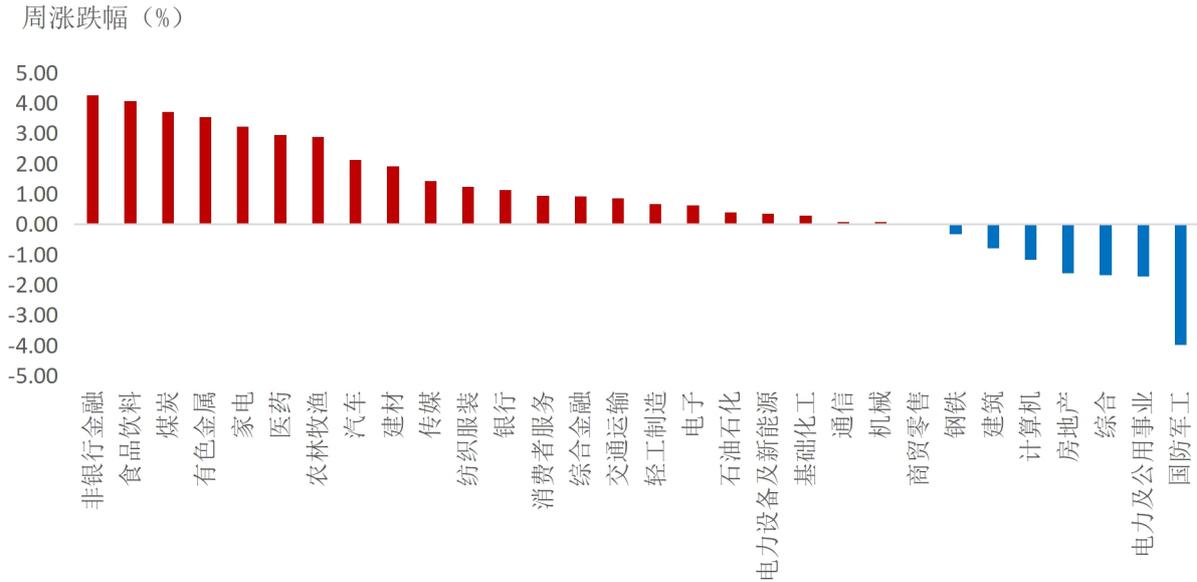


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2023年1月9日至2023年1月13日

**北上资金连续十周净流入，货币市场利率上行。**上周货币市场利率上行，人民币汇率升值；北上资金连续十周净流入、海外China fund连续两周净申购；公募基金募资仍然维持低位，存量申赎率维持正常水平；私募仓位上升；融资余额不变、成交占比回升。

**主要宽基指数估值处于历史偏低水平。**沪深300ERP在历史73.5%分位，沪深300价值的ERP处在历史81.9%分位。

**行业景气度方面，**最近一个月商贸零售、煤炭、钢铁、传媒和电力设备及新能源行业盈利预期上调，这些行业估值分位数均较低；交通运输、银行、汽车、电力及公用事业和轻工制造行业业绩下调，其中电力公用事业和汽车估值分位数较高。

注：以上数据来源于WIND资讯

### （三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.10%，较前一周上涨0.04%；三年期国债收益率2.52%，较前一周下跌0.17%；十年期国债收益率2.90%，较前一周下跌0.53%。一年期国开债收益率2.30%，较前一周上涨0.01%；三年期国开债收益率2.67%，较前一周下跌0.07%；十年期国开债收益率3.03%，较前一周下跌0.56%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.71%，较前一周下跌0.08%；五年期AAA最新收益率3.50%，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0.08%；五年期AA+最新收益率3.89%，较前一周下跌0.09%；一年期AA最新收益率3.28%，较前一周下跌0.01%；五年期AA最新收益率4.36%，较前一周下跌0.08%；一年期城投债最新收益率3.38%，较前一周上涨0.13%；五

年期城投债最新收益率4.37%，较前一周上涨0.03%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

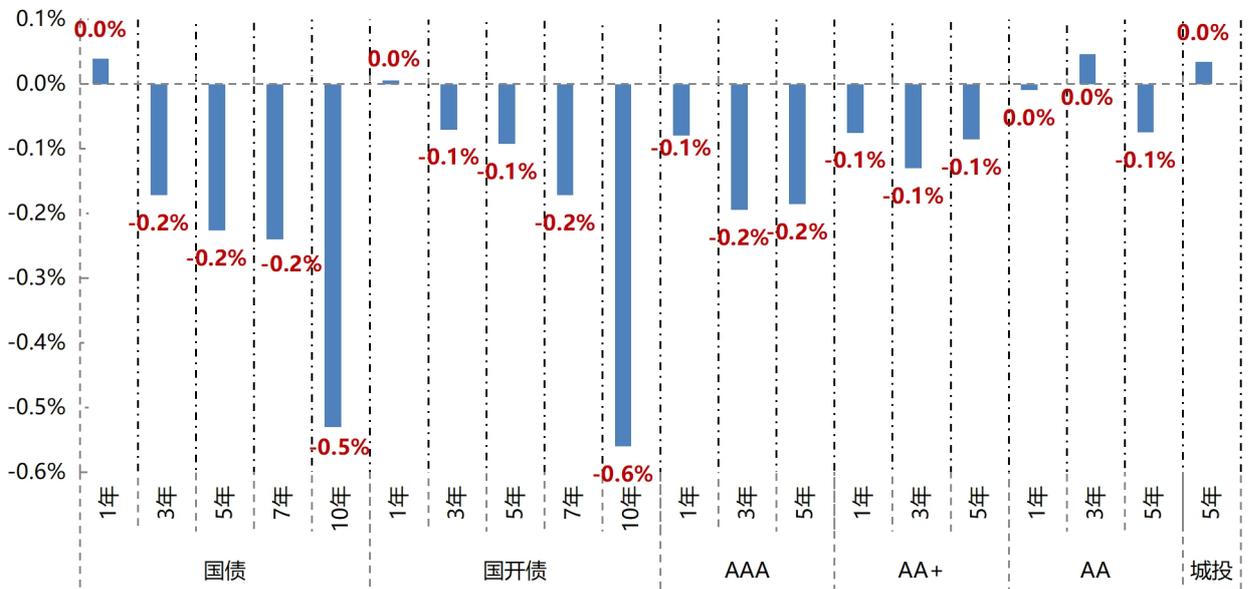
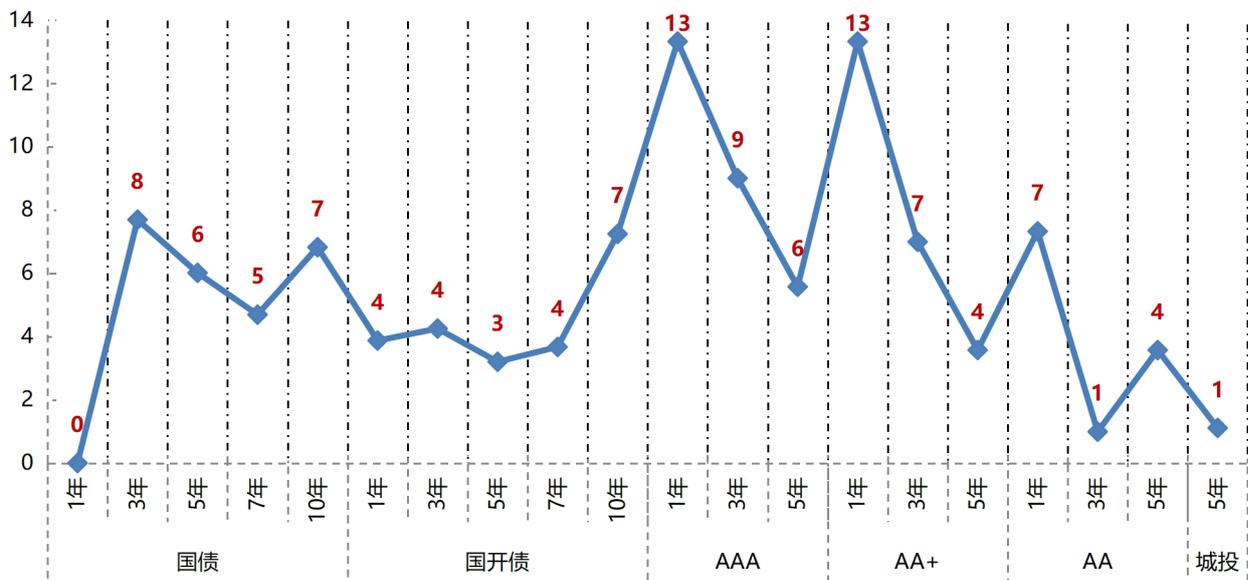


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2023年1月9日至2023年1月13日

## 二、市场展望

**宏观经济方面：经济增长方面**，往后看，需要注意的是外需在这一轮海外经济走弱的过程中可能具备的下行幅度，尤其是美欧当前消费尚且存在韧性，出口的探底情况仍需保持关注。上周高频数据显示经济活动延续修复态势，但相比去年同期仍然存在距离。**政策层面**，一是杭州市与阿里巴巴签订全面深化战略合作协议，释放平台经济的积极信号。二是央行银保监会召开

银行信贷工作座谈会指出货币政策要适度靠前发力。三是央行银保监会继续释放房地产行业供给侧积极信号。四是地方两会之中，31个省份加权目标值为5.6%（去年可比口径为6.1%，历史来看加权目标值与公布目标值差额在0.6到0.8个百分点），并且地方重点任务聚焦于扩内需、产业转型升级等国家重大战略。

**通货膨胀方面**，往后看，在经济动能偏弱的背景下，上半年CPI预计较为温和，但是需要关注下半年在商品、服务和劳动力市场供需错配的情况下核心CPI可能会走强。PPI的走势取决于海外经济走势、地缘的变化以及国内经济上行动能，当前来看仍然处在探底过程，企稳回升的态势仍需等待。

**权益方面**：上周全球股市和大宗商品多数上涨，10年期美债利率继续下行，美股三大宽基指数普涨。年初以来北上资金大幅流入，上周A股主要指数除科创50外均上涨，创业板50涨幅最大。大市值表现好于小市值，估值因子和盈利因子表现均较好。板块方面，上周疫情受益和通胀预期板块上涨较多。上周成交拥挤度与前一周持平，成交活跃度下降，但风险容忍度上升、市场情绪升温，从历史经验看，风险容忍度指标若能继续上行突破临界值，将是市场反弹的信号。

**固定收益方面**：权益市场近期企稳反弹，叠加理财赎回压力暂缓，转债估值小幅反弹，百元平价估值回到约历史79%分位，2017年以来75%的估值分位作为支撑点经受住考验。我们认为，可转债存在一定的结构性机会，随着股市中期性价比的明显提升，转债估值有望跟随上涨。

当前全国各地正在或已经渡过疫情峰值，防疫政策做出“乙类乙管”的进一步优化，全国层面的流量指标触底反弹，疫情对居民消费、出行方面的制约开始缓解，至暗时刻已经度过。至于后续市场的演绎，其一关注消费修复的进展，检验“疫情管控放松-出行社交恢复-消费改善”的传导链条是否顺畅，其二关注经济复苏的节奏。整体看，权益市场暂时企稳，考虑到春节前后本身是实体经济淡季，难以对经济复苏的预期给予指引，市场短期或仍处于底部震荡阶段，不过中期性价比已明显改善。

我们中期维持对转债谨慎乐观的观点。一方面，当前信用债收益率相较2020年二季度高点仅有40-50bp差距，叠加去年11月份以来可转债估值已有回落、整体不贵且局部出现配置价值，即使债市调整对转债估值的冲击预计也较为可控。另一方面，股市中期性价比明显提升。随着股市迎来阶段性行情，可转债估值有望跟随上涨，可把握权益市场磨底的窗口期。

**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）