

2023.01.16-2023.01.27

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。春节期间国内消费呈现复苏态势，较2021年同期明显回升。春节期间消费整体表现符合疫后修复的预期。政策层面，一是中国国务院副总理刘鹤称2023年中国经济将实现整体性好转，增速达到正常水平是大概率事件。二是文化和旅游部发布通知试点恢复中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票酒店”业务。
- 权益市场：美国及海外主要经济体增长动能继续放缓，市场继续交易“软着陆”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。春节前一周A股主要宽基指数普涨，北向资金单周净流入额续创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**：12月经济活动延续弱势，表现特征与国内前几轮疫情管控放松时期类似，需求端表现强于生产端。但相比我们跟踪的高频数据，12月的经济表现更加有韧性。主要体现在：1、工业生产同比下行幅度较为有限，环比维持正增长；2、服务业生产指数同比触底回

升；3、需求端之中的社零同比触底回升，固定资产投资亦有所上行。经济韧性背后一方面受到政策端的支撑，另一方面居民在疫情管控环境的变化中存在部分领域的消费透支。考虑到11月、12月均受到疫情的影响，四季度实际GDP增速表现超出了市场的预期。其中二产与三产均呈现超季节性的韧性，这背后可能凸显了非市场性行为的影响，如二产受到建筑业的支撑，三产受到非市场性服务业（如医疗、教育等）和非消费性服务业（如物流仓储等）的影响。另外，四季度快速下行的价格数据也加大了市场对经济下行幅度的体感，一定程度高估了实际增速的下行幅度。

春节前一周，南华综合指数较前一周上升2.1%。结构上，工业品、金属、能化价格指数环比增速分别为2.6%、1.4%、3.7%。农业品价格指数环比0.6%，贵金属价格指数环比1.1%。

工业生产方面，生产修复慢于需求，全国整车货运流量同比下降。春节前一周，全国247家钢铁企业高炉开工率由75.7%升至76%，持平去年水平。春节前一周，焦化企业（产能>200万吨）开工率由82.2%升至82.5%，高于去年。春节前一周，汽车半钢胎开工率由42.6%降至23.8%，显著弱于去年水平。

螺纹钢消费量同比略升，价格环比上升。需求方面，与去年春节同期相比，近两周螺纹钢表观消费量同比增速由-21.4%升至-9.8%。库存方面，春节前一周螺纹钢库存环比上升14.8%。价格方面，春节前一周螺纹钢价格较前一周上升0.5%。

地产方面，春节期间新房销售走弱，不过春节当周明显好于春节前一周。总体来看，春节期间地产消费仍弱。春节前一周，一手商品房成交面积同比增速（春节对标）由-3%降至-26.7%，春节当周一手房销售同比增速由-26.7%升至-9.4%，合并两周同比增速为-21.9%。

由于今年返乡规模扩大，关注返乡置业情况。从数据上看，二三四线城市春节当周置业规模有所扩大，但幅度有限，关注春节后续两三周的地产销售情况。从城市能级上来看，一线城市商品房成交面积同比增速由10.6%降至-22.6%（两周分别为-13.4%/-46.3%）。二线城市同比增速由4.6%降至-16.1%（两周分别为-21.9%/-2.1%）。三四线城市同比增速由-30.3%降至-33%（两周分别为-46.8%/11.9%）。

春节期间二手房销售同比增速提升。春节前一周，二手商品房成交面积同比增速（春节对标）由0%降至-15.7%，春节当周一手房销售同比增速由-15.7%升至154%，合并两周同比增速为17.8%。

从城市能级上来看，一线城市商品房成交面积同比增速由-2.9%升至0.7%（两周分别为-29.4%/113.5%）。二三线城市同比增速由1.4%升至30.1%（两周分别为-6.2%/186.7%）。

春节前一周农业部公布的农产品批发价格200指数环比+3.4%，春节当周环比2.1%，持平季节性。

注：以上数据来源于WIND资讯

2、通货膨胀：初步预计1月CPI同比增长维稳于1.8%；PPI同比增长维稳于-0.6%左右。

3、流动性：节前央行净投放资金，但是银行间市场资金利率在春节假期影响下依然上升。

春节前一周央行资金净投放2130亿元，春节当周央行资金净投放20450亿元。

春节前一周，回购定盘利率FR007周均值由2.06%升至2.35%，DR007由1.9%升至2.22%，R007由2.17%升至2.3%。

近两周美元延续贬值，人民币汇率保持平稳。人民币离岸汇率周均值由6.75升至6.76。

4、国际经济与政策方面：1) 美国2022年四季度GDP边际走弱，但是表现强于市场预期。其中个人消费支出维持韧性（商品消费环比折年率回升，服务消费环比折年率高位小幅下行），私人投资受建筑投资和库存变动影响由负转正（但设备投资环比转负），政府消费和投资高位维持平稳。以上几项对美国经济形成正向支撑。但是四季度美国设备投资环比已经跌入负增长区间，并且出口增速大幅走弱，进口增速维持弱势，与此同时，12月以来美国零售数据与PMI相关数据均较之前进一步走弱，显示出美国经济仍然存在一定压力；此前公布的2022年12月美国零售销售、工业产出、房地产销售等“硬核”数据均不及预期，显示经济动能在边际减弱。2) 在最近的公开讲话和采访中，美联储官员们表示，正准备连续第二次会议放慢加息速度至更传统的25个基点，并就终端利率进行辩论。3) 英国央行行长贝利表示，英国整体通胀率连续两个月下降是一个信号，表明英国经济可能已经度过了生活成本压力最严重的时期。但工资上涨和劳动力市场紧张令通胀依然面临上行风险。4) 疫情方面，近两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

截至节前收盘，上证综指报收3264.81点，较前一周上涨2.18%，深证成指报收11980.62点，较前一周上涨3.26%，中小100较前一周上涨2.84%，创业板指较前一周上涨3.72%。

分行业来看，上周30个中信一级行业中28个行业上涨，其中计算机、电子和有色金属较前一周分别上涨7.71%、6.36%和5.56%；2个行业下跌，其中食品饮料和轻工制造较前一周分别下跌0.82%和0.64%。

图 1: 主要指数表现

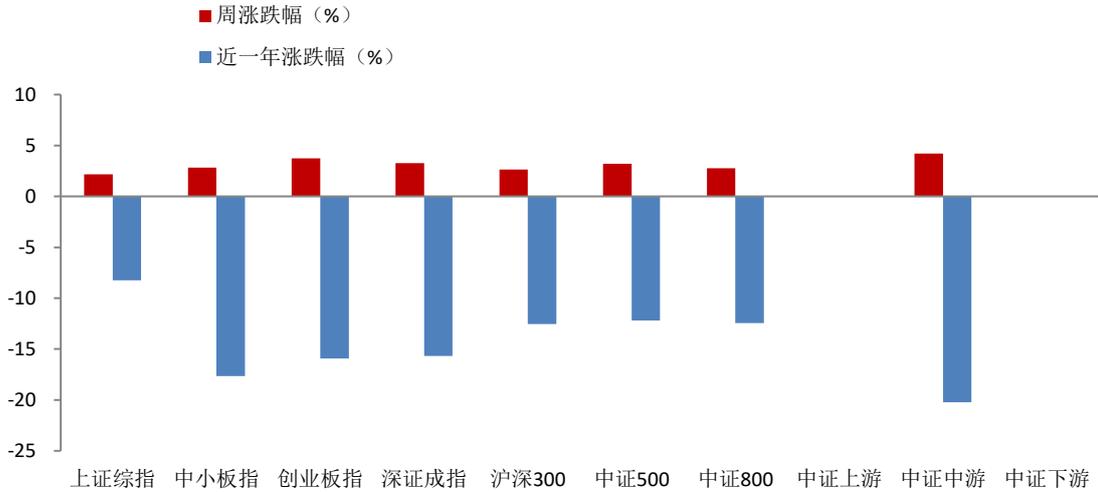
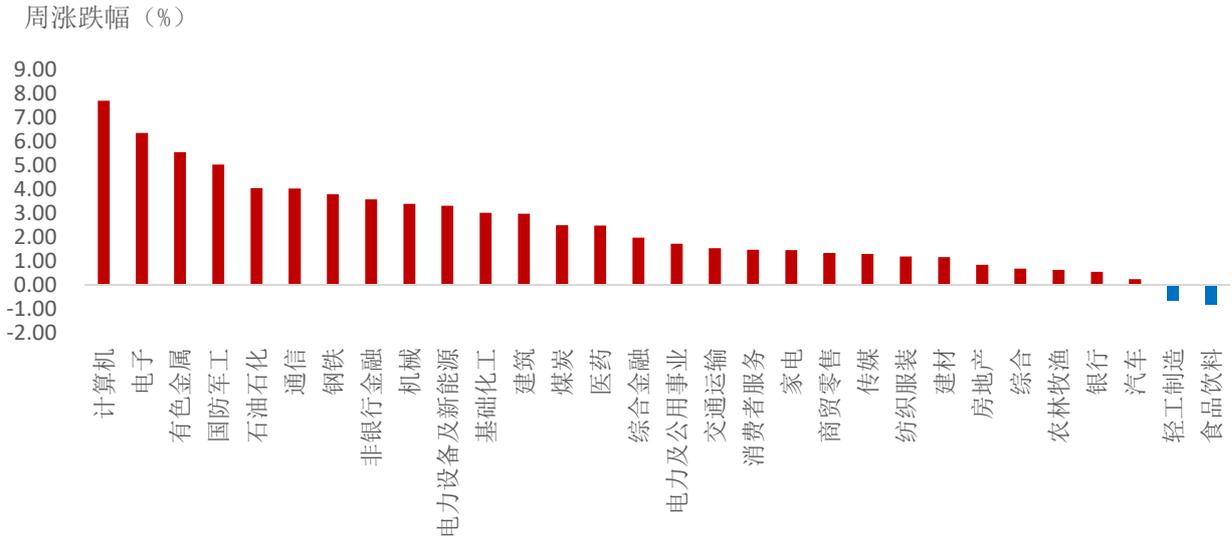


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2023年1月16日至2023年1月20日

北上资金连续十一周净流入，货币市场利率上行。春节前一周货币市场利率上行，人民币汇率保持平稳；北上资金连续十一周净流入、海外 Chinafund 连续三周净申购；公募基金募资仍然维持低位，存量申赎率维持正常水平；私募仓位不变融资余额下降、成交占比回升。

主要宽基指数估值处于历史均值以下水平。沪深 300ERP 在历史 65.8%分位，沪深 300 价值的 ERP 处在历史 78.2%分位。

行业景气度方面，最近一个月煤炭、有色金属、建筑、纺织服装和电力设备及新能源行业盈利预期上调，消费者服务、电力及公用事业、汽车、房地产和电子行业业绩下调。目前全部

A股年报预告快报披露率 21.3%。已披露公司中 46% 的公司 Q4 的盈利增速环比 Q3 改善，17% 的公司业绩超预期（业绩披露的一周内盈利预期上调）。披露率在 20% 以上的行业共 16 个，其中家电、汽车、电力设备及新能源行业的 Q4 单季度增速中位数最靠前、建材、轻工制造和电子行业的 Q4 单季度增速中位数最靠后。

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 2.16%，较前一周下跌 0.03%；三年期国债收益率 2.54%，较前一周下跌 0.01%；十年期国债收益率 2.93%，较前一周下跌 0.22%。一年期国开债收益率 2.31%，较前一周上涨 0.03%；三年期国开债收益率 2.74%，较前一周下跌 0.13%；十年期国开债收益率 3.09%，较前一周下跌 0.43%。

信用债方面，一年期 AAA 最新收益率 2.73%，较前一周上涨 0.04%；五年期 AAA 最新收益率 3.54%，较前一周下跌 0.11%；一年期 AA+ 最新收益率 2.88%，较前一周上涨 0.10%；五年期 AA+ 最新收益率 3.93%，较前一周下跌 0.10%；一年期 AA 最新收益率 3.28%，较前一周上涨 0.06%；五年期 AA 最新收益率 4.40%，较前一周下跌 0.09%；一年期城投债最新收益率 3.36%，较前一周上涨 0.08%；五年期城投债最新收益率 4.42%，较前一周下跌 0.14%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

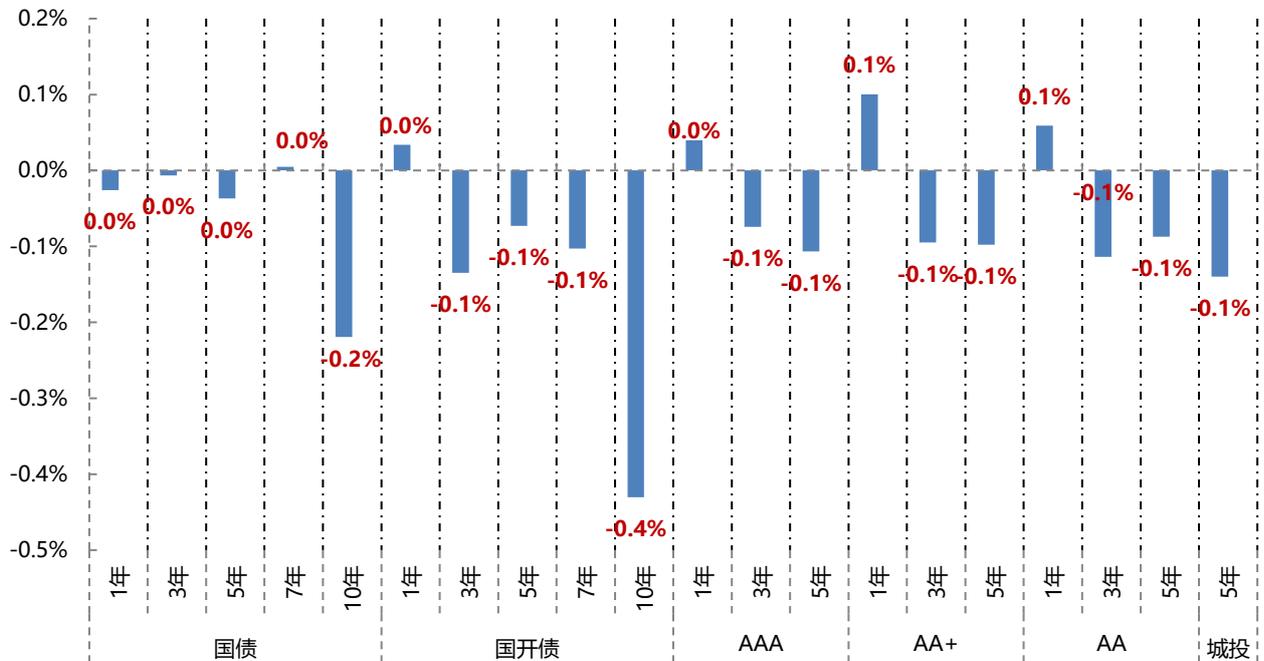
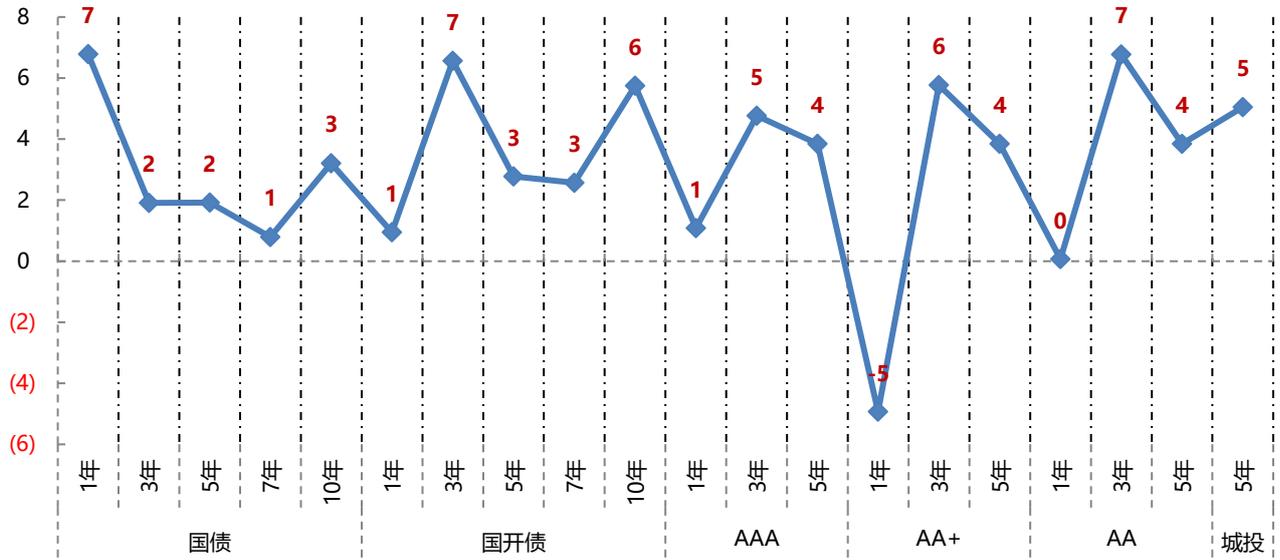


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2023年1月16日至2023年1月20日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，从春运情况来看，消费整体延续修复态势，其中服务消费恢复速度快于商品消费（高频数据显示春节服务消费已经修复至19年同期八成左右水平）。往后看，在春运潮的干扰下，当前尚难以对这一次经济修复的高度形成判断，具体仍需观察节后高频数据的变化。中期层面，我们认为在疫后修复和政策传导之下经济将呈现逐季上行的态势，全年来看，消费对经济的拉动率将大于投资大于出口。**政策层面**，一是中国国务院副总理刘鹤称，中国疫情防控转型总体平稳顺利，最近以来生产生活全面恢复正常；相信经过努力，2023年中国经济将实现整体性好转，增速达到正常水平是大概率事件。二是文化和旅游部发布通知，2月6日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务。即日起，旅行社及在线旅游企业可开展产品发布、宣传推广等准备工作。

通货膨胀方面，初步预计1月CPI同比增长维稳于1.8%；PPI同比增长维稳于-0.6%左右。

权益方面：春节期间全球风险偏好继续改善，大类资产表现股票>债券>大宗。近两周，十年期美债收益率有所下行；美股三大宽基指数普涨。春节期间国内消费修复，较2022年同期明显回升，部分消费仍不及2019年同期。春节前一周A股主要指数均告上涨，科创50涨幅最大；盈利因子表现相对较好，其余因子表现不明显。板块方面，成长板块上涨较多。A股成交

拥挤度有所下降，但风险容忍度上升、市场情绪升温。

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）