

2023.02.20-2023.02.24

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。高频数据显示经济延续前一周的修复斜率，依然呈现快速修复的态势。政策层面，一是中共中央政治局召开会议，决定2月26日至28日召开二十届二中全会。二是中共中央政治局会中提到要把加强基础研究纳入科技工作重要日程，推动基础研究实现高质量发展。三是证监会启动不动产私募投资基金试点工作。
- 权益市场：上周美国1月核心PCE超过市场预期，十年期美债收益率继续上行，美股三大宽基指数多数下跌。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。上周A股主要指数涨跌不一，中证500、上证综指领涨，创业板50、创业板指领跌，北向资金单周转为净流出。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：当前，我们认为市场与我们的预期差已经趋于收敛。后续经济层面的上行风险应该主要来自于地产和政策，对于前者我们预期并不乐观，对于后者也缺乏超越市场的看法，至少从目前政策传递出的信号来看（经济日报对防止投资过热的评论），强刺激的概率相对较低。从资金面来看，资金利率中枢已经收敛回到政策利率附近，在这一水平下，中短端资产的定价处于相对合理的水平。综上我们建议将久期观点调整至中性。

➤ 正文内容：

一、市场回顾

（一）宏观方面

1、**经济增长**：高频数据显示经济延续前一周的修复斜率，依然呈现快速修复的态势，其中：经济活动层面，整车货运量小幅回升（由19年同期81%左右升至82%左右）。生产层面，工业开工率延续修复，已经超过20年疫情前同期水平。建材表观需求继续上行（接近18年同期，略弱

于21年和19年同期水平，超过22年与20年），建筑企业复工情况亦显著快于22年同期。需求层面，地产销售亦延续改善，其中新房成交已经超过22年同期，二手房成交则已经超过19年同期。

上周全国整车货运量同比小幅上升。南华综合指数较前一周上升1.6%。结构上，工业品、金属、能化价格指数环比增速分别为1.9%、2.7%、1.3%。农业品价格指数环比1.5%，贵金属价格指数环比0.5%。

生产方面，上周工业开工率基本恢复至去年水平以上。全国247家钢铁企业高炉开工率由79.5%升至81%，高于去年水平。上周，焦化企业（产能>200万吨）开工率由82.8%降至82.7%，高于去年。上周，汽车半钢胎开工率由71.7%升至73.7%，超出去年水平。

建筑业生产方面，施工企业开工率继续回升；中观层面，上周螺纹钢消费量同比上升，库存环比上升，价格环比上升。需求方面，螺纹钢表观消费量高于去年同期水平。库存方面，上周螺纹钢库存较前一周上升0.4%。价格方面，上周螺纹钢价格较前一周上升1.8%。

上周水泥出货量提升但低于去年水平，价格基本持平上期。上周全国水泥出货率由34.4%升至49.8%。水泥价格指数较前一周上升0.1%。

地产方面，上周新房销售继续改善，二手房销售较为强劲。上周新房销售有所改善。一手商品房成交面积同比增速（春节对标）由-24.8%升至20.7%。从城市能级上来看，一线城市商品房成交面积同比增速为-5.7%升至10.6%，二线城市同比增速为-31.1%升至8.2%，三四线城市同比增速为-20.1%升至45.2%。

二手房销售增速继续提升。上周二手商品房成交面积同比增速（春节对标）由16.3%升至41.6%。从城市能级上来看，一线城市成交面积同比增速由14.6%升至27.7%，二线城市同比增速由20.7%升至29.2%，三四线同比增速由10.3%升至102.3%。据不完全统计，2023年已有近30个城市调整了首套房贷利率。优化限购、降低首付、补贴税费、提高贷款额度也逐渐成为调控政策优化的“标准配置”。

上周农业部公布的农产品批发价格200指数环比+0.4%，超出季节性。

注：以上数据来源于WIND资讯

2、通货膨胀：初步预计2月CPI同比增长降至1.5%左右；PPI同比增长降至-1.5%左右。

3、流动性：上周央行净回笼资金1720亿元，资金利率有所上行。央行发布《四季度货币政策执行报告》，其中货币政策维稳呵护经济的基调没有变化，相比上次报告，本次报告更加看重政策效果对实体经济支持的可持续力度以及有效需求的培养。报告对国内经济的积极论调有所增多，但是对海外经济维持谨慎观点。整体来看，本次报告延续了中央经济工作会议以及年

初央行工作会议的表态，结合货币政策执行报告以及当前经济的表现来看，我们倾向于认为短期货币政策将维持年初以来的宽松基调，但是宽信用政策继续加码的必要性在下降，后续可能进入观察期。但是在经济未修复至潜在增速前，货币政策亦不存在转向基础。

上周，回购定盘利率FR007周均值由2.17%升至2.47%，DR007由2.05%升至2.18%，R007由2.29%升至2.49%。

上周美元继续升值，人民币继续贬值。美元兑人民币中间价周均值由6.83升至6.88，人民币离岸汇率周均值由6.85升至6.91。

4、国际经济与政策方面：1) 美国1月核心PCE超预期增长；2) 欧元区经济领先指标超预期修复；3) 上周与疫情较为相关的咳嗽搜索指数出现回升迹象。

注：以上数据来源于WIND资讯

（二）权益方面

截至上周收盘，上证指数报收3267.16点，较前一周上涨1.34%，深证成指报收11787.45点，较前一周0.61%，中小100较前一周上涨0.45%，创业板指较前一周下跌0.83%。

分行业来看，上周30个中信一级行业中26个行业上涨，其中煤炭、钢铁和家电较前一周分别上涨5.71%、4.75%和3.64%；4个行业下跌，其中食品饮料、医药和传媒较前一周分别下跌1.72%、0.89%和0.87%。

图 1：主要指数表现

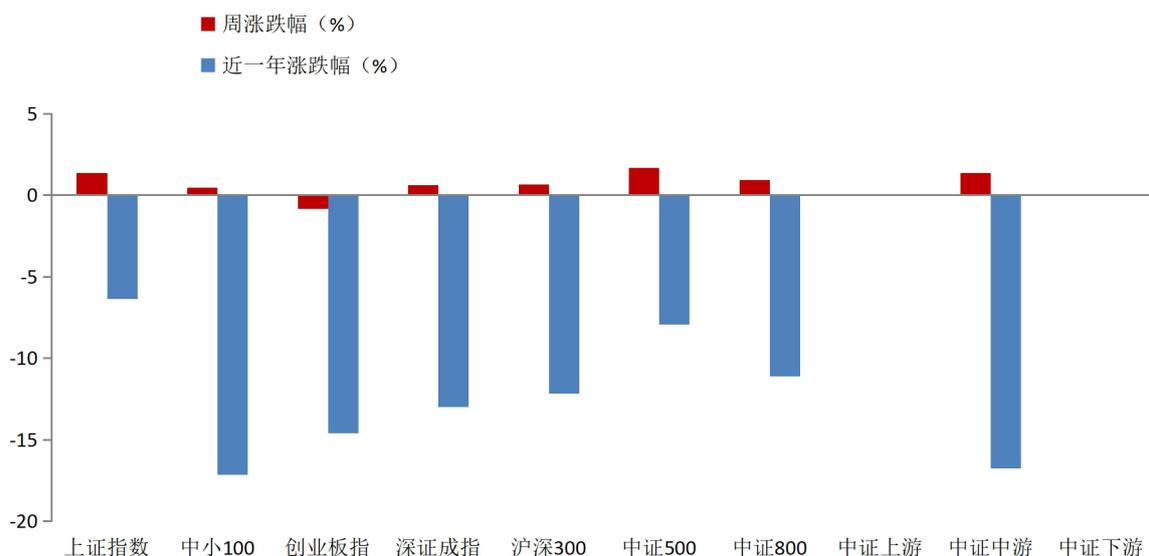
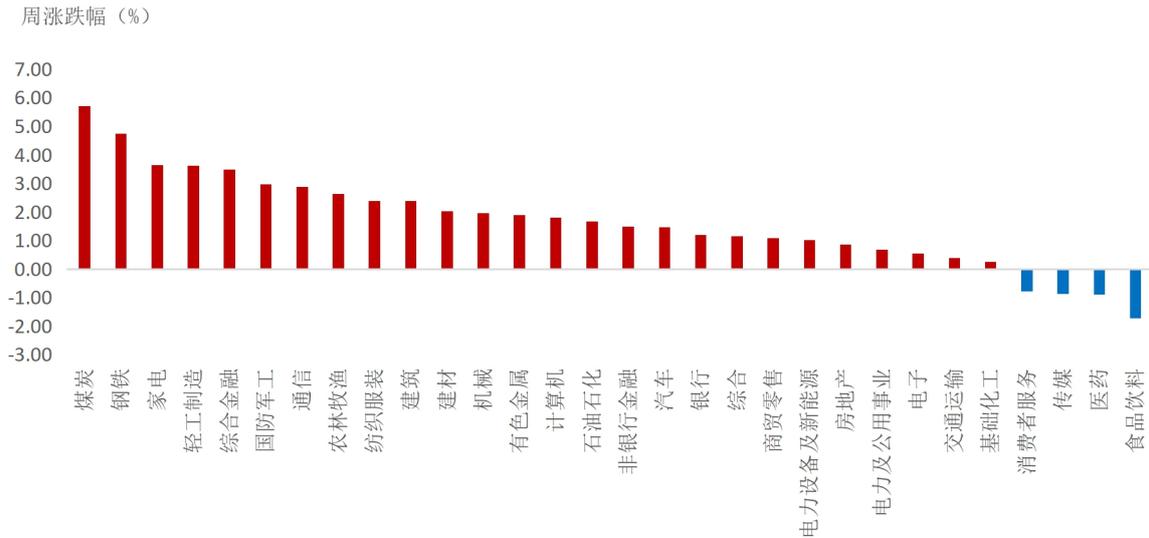


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2023年2月20日至2023年2月24日

北上资金单周净流出，货币市场利率上行。上周货币市场利率上行，人民币汇率贬值；北上资金单周净流出、海外 Chinafund 连续七周净申购；公募基金募资仍然维持低位，存量申赎率维持正常水平；私募仓位回落；融资余额及成交占比回升。

主要宽基指数估值处于历史均值以下水平。沪深 300ERP 在历史 72.6%分位，沪深 300 价值的 ERP 处在历史 78.9%分位。

行业景气度方面，最近一个月仅农林牧渔、通信和建筑行业的盈利预期上调，消费者服务、传媒、房地产、轻工制造和计算机行业业绩下调较多。

注：以上数据来源于 WIND 资讯

（三）固定收益方面

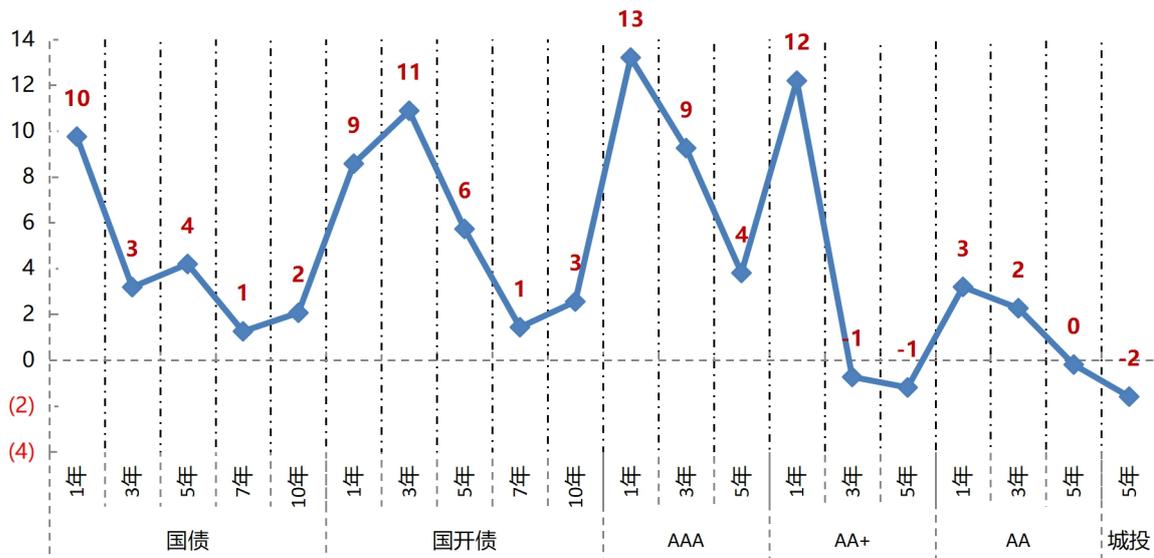
利率债方面，一年期国债收益率2.29%，较前一周下跌0.05%；三年期国债收益率2.56%，较前一周下跌0.04%；十年期国债收益率2.91%，较前一周下跌0.12%。一年期国开债收益率2.47%，较前一周下跌0.04%；三年期国开债收益率2.80%，较前一周下跌0.26%；十年期国开债收益率3.08%，较前一周下跌0.16%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.83%，较前一周下跌0.08%；五年期AAA最新收益率3.39%，较前一周下跌0.11%；一年期AA+最新收益率2.93%，较前一周下跌0.06%；五年期AA+最新收益率3.71%，较前一周上涨0.12%；一年期AA最新收益率2.99%，较前一周上涨0.03%；五年期AA最新收益率4.17%，较前一周上涨0.09%；一年期城投债最新收益率3.04%，较前一周下跌0.02%；五年期城投债最新收益率4.16%，较前一周上涨0.15%。

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 2 月 20 日至 2023 年 2 月 24 日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，整体来看，经济回升的势能当前来看仍然偏强，但是当前仍然难以对恢复的高度形成判断（当前仍处于疫后与节后的修复时间）。往后需要关注的是疫情的变化可能对经济的影响。**政策层面**，一是中共中央政治局召开会议，决定2月26日至28日召开二十届二中全会。二是中共中央政治局会中提到要把加强基础研究纳入科技工作重要日程，

加强统筹协调，加大政策支持，推动基础研究实现高质量发展。三是证监会启动不动产私募投资基金试点工作，基金投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。银保监会亦发文支持。

通货膨胀方面，初步预计2月CPI同比增长由2.1%降至1.5%；PPI同比增速由-0.8%降至-1.5%。

权益方面：上周全球股市多数下跌，大宗商品涨跌不一；十年期美债收益率继续上行，美股三大宽基指数多数下跌。上周A股主要指数涨跌不一，中证500、上证综指领涨，创业板50、创业板指领跌；大小市值因子表现相当，低估值因子表现相对较好。板块方面，上周各板块多数上涨，通胀预期和稳增长板块领涨。上周成交拥挤度与前一周持平，成交活跃度下降，风险容忍度上升。

固定收益方面：站在当前位置看，我们认为市场与我们的预期差已经趋于收敛。1月上旬我们对市场偏谨慎，认为市场对于基本面和资金面的潜在利空预期并不充分。经过前期调整之后，市场对于经济向上（尤其是社会流量和消费修复）的预期已经计入得较为充分，春节后利率转为震荡，即便1月信贷高增市场也不为所动。后续经济层面的上行风险应该主要来自于地产和政策，对于前者我们预期并不乐观，对于后者也缺乏超越市场的看法，至少从目前政策传递出的信号来看（经济日报对防止投资过热的评论），强刺激的概率相对较低，这可能与消费、线下服务业快速改善背景下，经济达成5%增速目标难度较小有关。

从资金面来看，资金利率中枢已经收敛回到政策利率附近，在这一水平下，中短端资产的定价处于相对合理的水平，除了利率债的期限利差偏窄之外，大部分的利差水平都回归到了相对中性的位置。综上我们建议将久期观点调整至中性。

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）