

2023.02.27-2023.03.03

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“经济底部修复，政策仍在支持”状态。2月PMI明显回升，结合高频数据来看，春节之后经济的修复斜率较快。我们认为修复方向短期仍将延续。动能一是来自于人员返岗、开工率提升仍在进行中，二是前期稳增长政策的效果逐渐显现。政策层面，一是二十届二中全会审议通过《党和国家机构改革方案》，同意把部分内容按照法定程序提交十四届全国人大一次会议审议。二是全国两会召开，《政府工作报告》符合市场预期。
- **权益市场：**上周十年期美债收益率继续上行，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。上周A股主要指数涨跌不一，上证综指、上证50领涨，创业板50、创业板指领跌，北向资金单周转为净流入。经济修复弹性和持续性、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：**2月PMI数据超预期增长，结合我们跟踪的高频数据来看，春节之后经济的修复斜率偏快，制造业与服务业均录得近十年来的新高，并且在这之中，中小企业景气度的改善

更加明显。分结构数据来看，2月的经济呈现较为明显的疫后修复的特征。从高频数据来看，我们倾向于认为当前经济已经恢复至22年四季度疫情前的水平，往后更进一步的动能更多将来自于防疫管控放松带来的居民行为的变化以及前期政策效果的逐步体现。

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-0.1%。结构上，工业品、金属、能化价格指数环比增速分别为-0.1%、-1.3%、0.8%。农业品价格指数环比-0.5%，贵金属价格指数环比-0.4%。

生产方面，上周工业开工率基本恢复至去年水平。上周，全国247家钢铁企业高炉开工率由81%升至81.1%，高于去年水平。上周，焦化企业（产能>200万吨）开工率由82.7%降至80.9%，跌至去年水平以下。上周，汽车半钢胎开工率由73.7%升至73.8%，超出去年水平。

建筑业生产方面，螺纹钢消费量同比下降，库存环比下降，价格环比下降。需求方面，螺纹钢表观消费量低于去年同期水平。库存方面，上周螺纹钢库存较前一周上升-0.5%。价格方面，上周螺纹钢价格较前一周上升-0.2%。

上周水泥出货量超出去年水平，价格环比上行。上周全国水泥出货率由49.8%升至59.1%。水泥价格指数较前一周上升0.5%。

地产方面，上周新房销售继续改善，二手房销售较为强劲。上一手商品房成交面积同比增速（春节对标）由20.7%升至38.7%。从城市能级上来看，一线城市商品房成交面积同比增速为10.6%升至43.8%，二线城市同比增速为10.3%升至30.5%，三四线城市同比增速为46.8%升至50.5%。

二手房销售增速继续提升。上周二手房商品房成交面积同比增速（春节对标）由38.7%升至71.8%。从城市能级上来看，一线城市成交面积同比增速由27.7%升至53.8%，二三线城市同比增速由44.1%升至81.3%。

上周农业部公布的农产品批发价格200指数环比+0%，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-1.4%左右。

3、流动性：上周央行净回笼资金，但是月末影响消散，市场利率有所下行。根据统计，卖方主流预测2月新增信贷1.35-1.5万亿（去年同期1.23万亿），新增社融规模1.8-2.8万亿（去年同期1.2万亿），社融存量增速预测区间9.6%-9.8%左右（1月同比增速为9.4%）。

上周央行资金净回笼4750亿元。

上周，回购定盘利率FR007周均值由2.47%降至2.36%，DR007由2.18%降至2.15%，R007由

2.49%降至2.44%。

上周美元升值，人民币贬值。美元兑人民币中间价周均值由6.88升至6.93，人民币离岸汇率周均值由6.91升至6.92。

4、国际经济与政策方面：1) 美国1月核心PCE超预期增长；2) 美国商务部下属的工业和安全局更新了实体清单，添加37个实体。其中，有28个中国实体企业、研发机构和个人被列入该清单；3) 欧元区经济领先指标超预期修复；4) 疫情方面，上周咳嗽搜索指数有所回升。但专家研判分析认为，近期引发新一轮规模流行的可能性较小。

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3328.39点，较前一周上涨1.87%，深证成指报收11851.92点，较前一周上涨0.55%，中小100较前一周上涨0.21%，创业板指较前一周下跌0.27%。

分行业来看，上周30个中信一级行业中20个行业上涨，其中通信、建筑和传媒较前一周分别上涨7.14%、6.19%和4.57%；10个行业下跌，其中电力设备及新能源、汽车和有色金属较前一周分别下跌1.17%、1.14%和0.98%。

图 1：主要指数表现

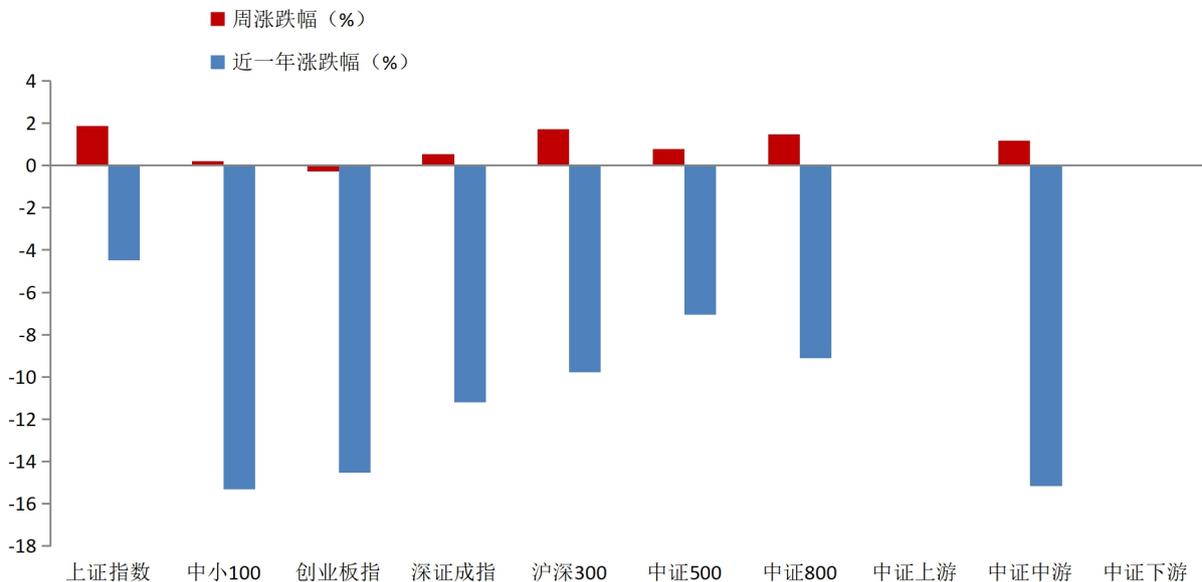
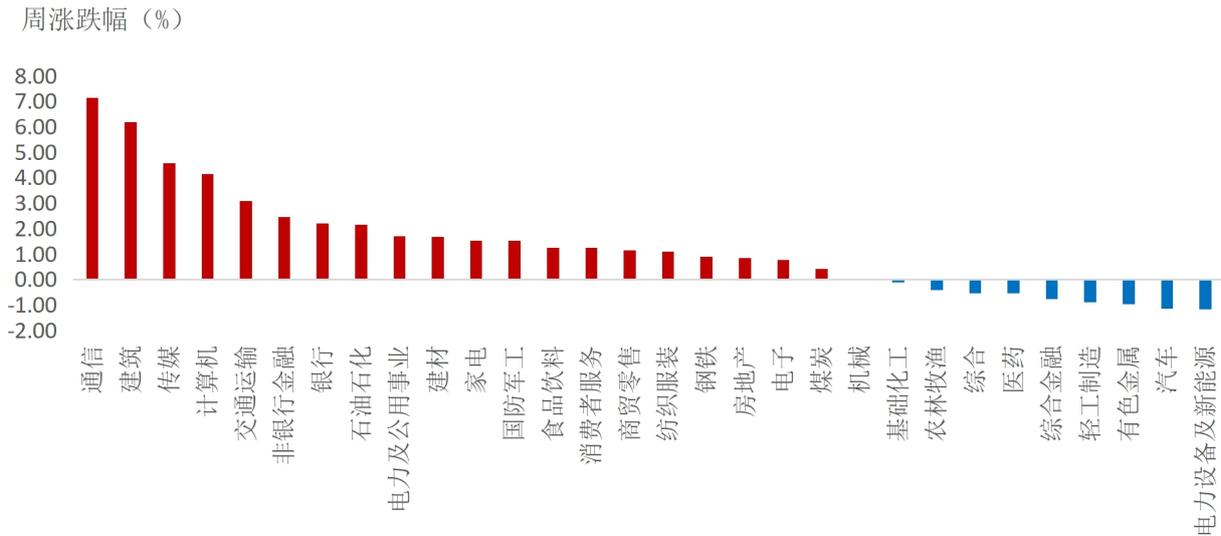


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2023年2月27日至2023年3月03日

北上资金单周净流入，货币市场利率下行。上周货币市场利率小幅下行，人民币汇率贬值；北上资金单周净流入、海外 China fund 连续八周净申购；公募基金募资仍然维持低位，存量申赎率维持正常水平；私募仓位回升；融资余额及成交占比不变。

主要宽基指数估值处于历史均值以下水平。沪深 300ERP 在历史 63.5%分位，沪深 300 价值的 ERP 处在历史 63.9%分位。

行业景气度方面，最近一个月交通运输、钢铁和家电行业的盈利预期上调，消费者服务、计算机、传媒行业业绩下调较多。3月行业打分排名前5的行业：煤炭、家电、通信、食品饮料和钢铁。

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2.32%，较前一周上涨0.02%；三年期国债收益率2.57%，较前一周上涨0.04%；十年期国债收益率2.90%，较前一周上涨0.14%。一年期国开债收益率2.48%，较前一周上涨0.03%；三年期国开债收益率2.81%，较前一周上涨0.03%；十年期国开债收益率3.09%，较前一周下跌0.04%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.86%，较前一周上涨0.02%；五年期AAA最新收益率3.40%，较前一周上涨0.00%；一年期AA+最新收益率2.96%，较前一周上涨0.02%；五年期AA+最新收益率3.69%，较前一周上涨0.19%；一年期AA最新收益率3.02%，较前一周上涨0.02%；五年期AA最新收益率4.14%，较前一周上涨0.24%；一年期城投债最新收益率3.09%，较前一周上涨0.02%；五

年期城投债最新收益率4.13%，较前一周上涨0.20%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

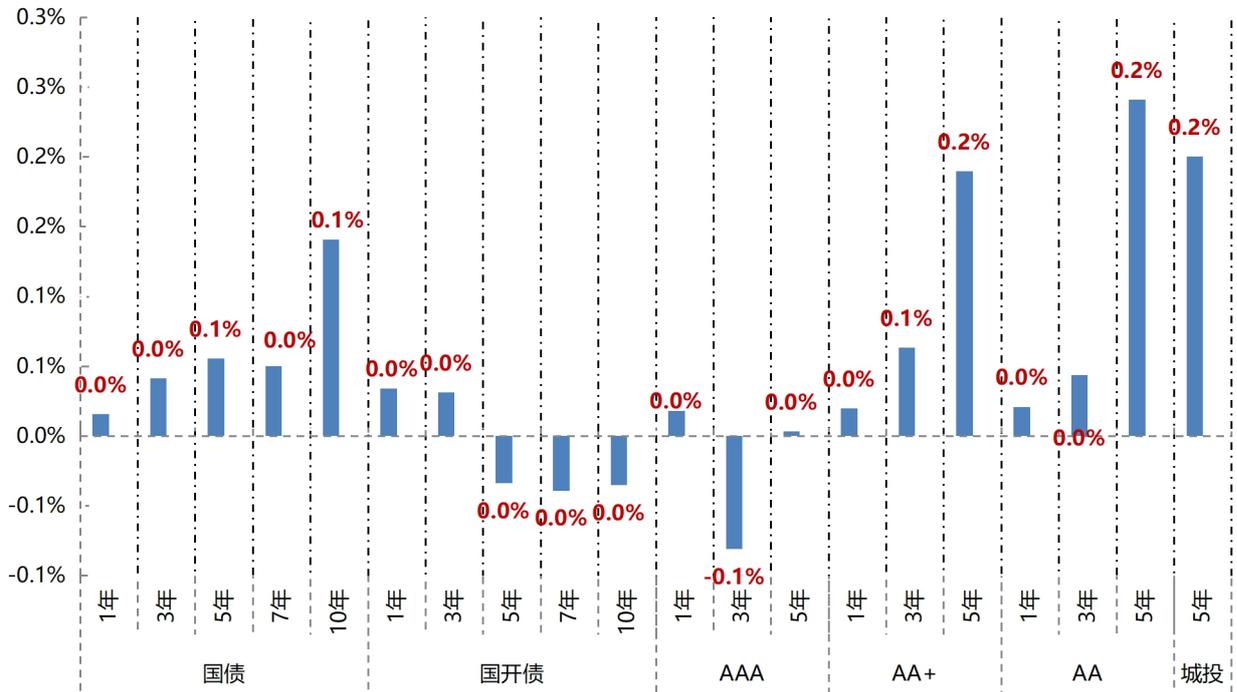
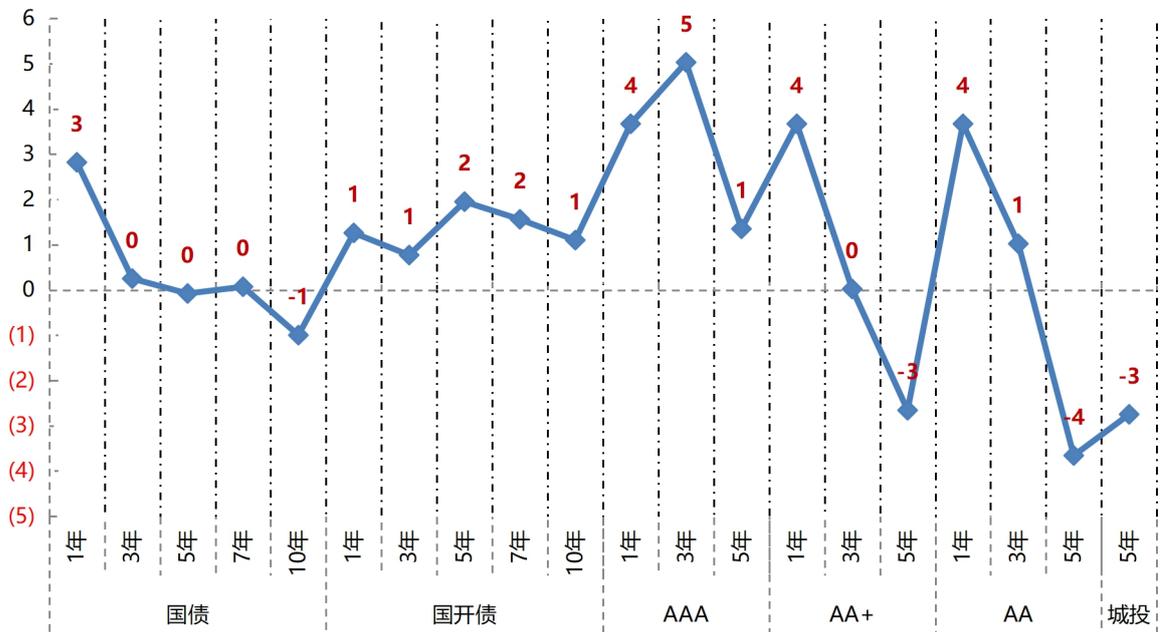


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2023 年 2 月 27 日至 2023 年 3 月 03 日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，上周的数据显示经济改善动能出现放缓迹象，后续保持跟

踪。值得注意的是，虽然出口PMI指数回升叠加海外PMI上行，出口改善预期升温；不过从中观和调研情况来看，短期内出口仍不乐观。除此之外，上周疫情相关指数仍然有所上行，但是幅度较为可控。**政策层面**，一是上周召开两会，对经济增速形成定调（5%）。二是二十届二中全会审议通过《党和国家机构改革方案》，同意把部分内容按照法定程序提交十四届全国人大一次会议审议。

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-1.4%。

权益方面：上周全球股市多数上涨，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，上证综指、上证50领涨，创业板50、创业板指领跌。大市值表现好于小市值，低估值因子表现较好。板块方面，上周情绪略有好转，各板块多数上涨，消费和稳增长板块表现相对较好。上周成交拥挤度相比前一周抬升，成交活跃度上升，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）