

2023.03.13-2023.03.17

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，政策维持呵护”的状态。1-2月经济修复幅度略超市场预期，测算对应GDP3.6%左右。考虑到经济内生修复和政策效果的逐渐体现，结合1-2月金融数据，我们认为经济短期将延续扩张态势。后续走势需继续观察近期政策动向。政策层面，一是央行宣布3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，超出市场预期；二是组建中央金融委员会与中央科技委员会。
- 权益市场：硅谷银行事件加剧了美国增长放缓、通胀下行、货币政策紧缩节奏放缓的趋势，虽然政策及时出手暂时缓解了紧张态势，但是未来演化仍具有不确定性。考虑到当前美联储面临的问题是增长、通胀、短期金融稳定和中长期金融稳定的权衡，因此美联储货币政策决策将更加依据形势变化而相机抉择，市场波动也将有所加大。在不发生系统性风险的情况下，对中国经济增长的影响非常有限，中国货币政策决策仍更多以我为主；对于A股市场更多是情绪面的影响。不过我们仍需持续关注储户信心和金融市场流动性情况。
- 固定收益市场：总体上，随着美联储放缓加息节奏、国内疫情防控回归常态，今年内外部面临的宏观风险趋于缓和。短期经济与融资需求恢复可能对债券市场造成阶段性的调整压力，票息策略优于久期策略。关注理财赎回压力冲击出的配置机会，尤其是国有商业银行的二级资本债、永续债等。
- 正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长：从前两月的实体经济表现情况来看，经济的修复相对顺畅，供需出现同步上行。其中工业生产修复斜率与22年4月疫后修复斜率相仿，绝对水平已恢复至11月之前的水平。需求端，前两月基建投资、制造业投资和出口虽然维持韧性或有所改善，但在去年偏高的基数下，三者对经济拉动的上行斜率有所降低。不过年初地产投资与居民消费改善明显，需求端体

现出较为明显的经济驱动力切换的特征。前两月另一个比较明显的特征在于服务业供需修复强于工业，其斜率更甚于22年4月疫后时期，其背后对应着终端相应需求的改善。结合来看，我们认为前两个月经济修复的斜率与22年4月后深坑反弹的斜率相仿。根据我们的推算，前两个月GDP可能已经修复至3.6%左右的水平（vs市场预期3.5%）。从居民出行和企业开工的情况来看，疫后以及节后经济的修复进程基本已经度过，往后更进一步的增长动能将来自于经济环境好转带来的私人部门行为的变化以及政策效果的逐步体现。

上周全国整车货运量同比上升。南华综合指数较前一周上升-2.12%。结构上，工业品、金属、能化价格指数环比增速分别为-2.68%、-1.11%、-3.86%。农业品价格指数环比-2.14%，贵金属价格指数环比+2.91%。

生产方面，上周工业开工率维持平稳。全国247家钢铁企业高炉开工率由82%升至82.3%。上周，汽车半钢胎开工率维持在73%，处于正常水平。

建筑业生产方面，螺纹钢消费量同比略有下降，价格环比上升。需求方面，螺纹钢表观消费量同比增速由15.7%降至13.9%，环比略有下降。价格方面，上周螺纹钢价格较前一周上升+0.65%。

上周水泥出货率环比上升，价格环比上行。上周全国水泥出货率由62.1%升至65.3%。水泥价格指数较前一周上升0.43%。

地产方面，上周新房、二手房销售同比下降。上周一手商品房成交面积同比增速（春节对标）由-1.5%降至-11.6%。从城市能级上来看，一线城市商品房成交面积同比增速由-7.1%升至49.9%，二线城市同比增速由-10%降至-26.6%，三四线城市同比增速由15.8%降至-1.1%。

二手房销售同比增速有所回落。上周二手房成交面积同比增速（春节对标）由88.6%降至46.7%，环比改善。从城市能级上来看，一线城市成交面积同比增速由31.4%降至13.7%，环比上升；二线城市同比增速由151.8%降至54.6%，环比继续上升。

上周农业部公布的农产品批发价格200指数环比-0.36%，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3月CPI同比增长1.2%左右；PPI同比增长降至-2.5%左右。

3、流动性：此次央行宣布降准的时点略超市场预期。我们认为本次降准的性质仍然偏中性，更多是突出政策鸽派的基调以及改善部分领域流动性问题，但并不意味着新一轮的“大水漫灌”：央行在公告中依然强调“不搞大水漫灌，兼顾内外平衡”、“保持货币信贷总量适度、节奏平稳”。对应到信用端，在央行强调信贷“节奏平稳”的背景下，我们认为央行短期内进一步主

动开启信用扩张的概率偏低，后续的亮点可能更多体现在结构端的改善。

上周央行资金净投放7120亿元。上周，回购定盘利率FR007周均值由2.04%升至2.25%，DR007由1.92%升至2.09%，R007由2.10%升至2.33%。

上周美元贬值，人民币升值。美元兑人民币中间价周均值由6.94降至6.90，人民币离岸汇率周均值由6.97降至6.88。

4、国际经济与政策方面：1) 硅谷银行、签字银行、第一共和银行与瑞士信贷集团纷纷出现经营危机。当前海外主要发达国家的应对手段主要集中于央行流动性支持以及市场化收购。2) 欧央行维持鹰派加息，不过亦预留了变动余地：指出金融市场稳定与物价稳定同等重要，可以在必要时向欧元区金融体系提供流动性支持。

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3250.55点，较前一周上涨0.63%，深证成指报收11278.05点，较前一周下跌1.44%，中小100较前一周下跌1.26%，创业板指较前一周下跌3.24%。

分行业来看，上周30个中信一级行业中14个行业上涨，其中传媒、建筑和计算机较前一周分别上涨5.74%、5.38%和4.81%；16个行业下跌，其中电力设备及新能源、汽车和基础化工分别下跌5.70%、3.19%和2.66%。

图 1：主要指数表现

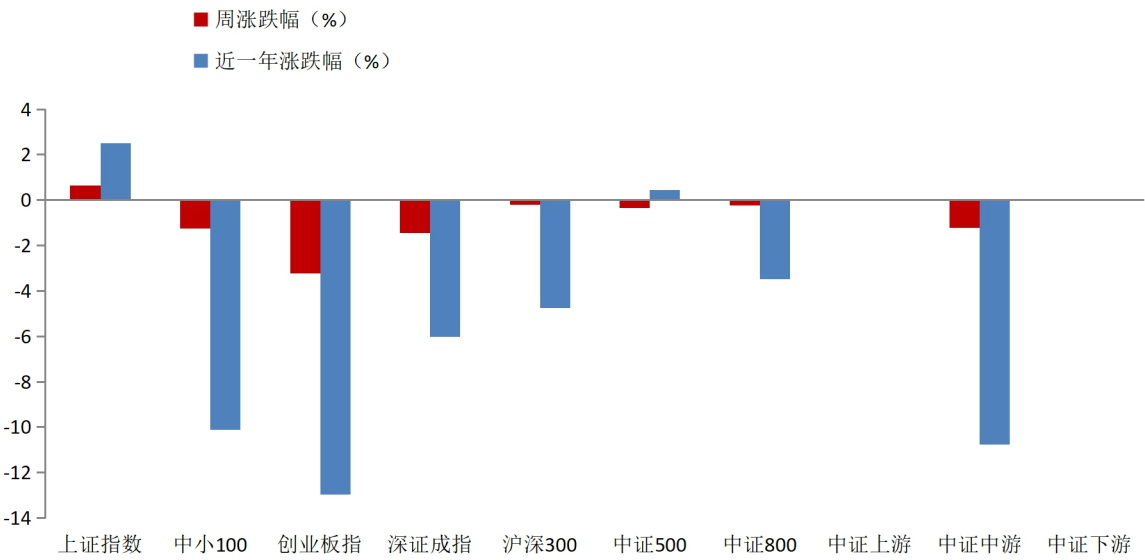
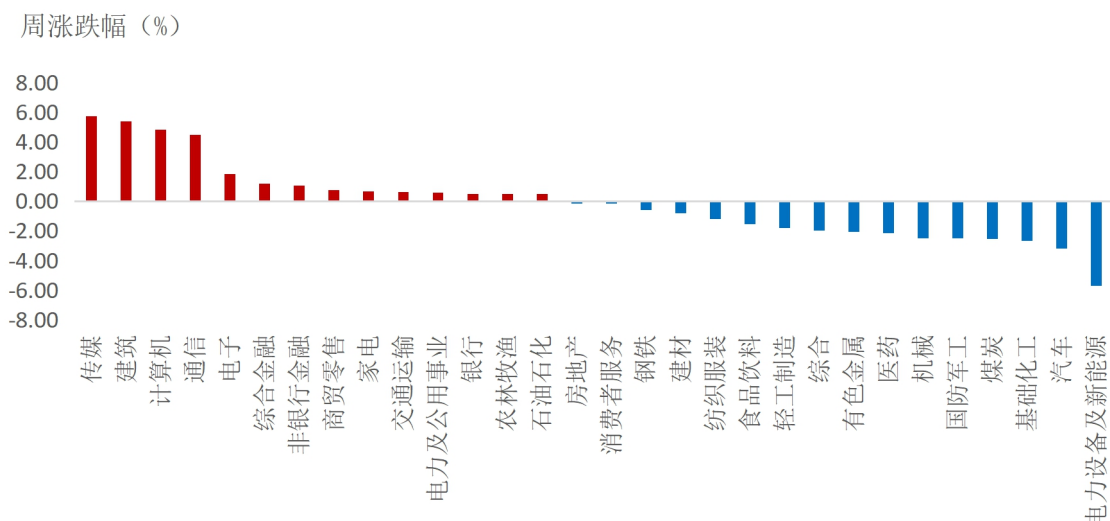


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2023年3月13日至2023年3月17日

上周货币市场利率下行，人民币汇率升值。北上资金单周净流入；海外 Chinafund 转为净赎回、此前连续九周净申购；公募基金募资仍然维持低位，存量申赎率维持正常水平；私募仓位下降；融资余额不变、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 75.1%分位，沪深 300 价值的 ERP 处在历史 58.1%分位。

行业景气度方面：最近一个月银行、煤炭和食品饮料行业的盈利预期略上调或者不变，其余行业均下调。基金持仓：根据测算，当前偏股基金电新行业持仓占比预计降至 11%左右，较去年四季报的 15.8%有一定程度下降。

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2.25%，较前一周上涨0.06%；三年期国债收益率2.52%，较前一周上涨0.05%；十年期国债收益率2.86%，较前一周上涨0.08%。一年期国开债收益率2.50%，较前一周上涨0.08%；三年期国开债收益率2.72%，较前一周上涨0.12%；十年期国开债收益率3.02%，较前一周上涨0.12%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.79%，较前一周上涨0.05%；五年期AAA最新收益率3.31%，较前一周上涨0.29%；一年期AA+最新收益率2.91%，较前一周上涨0.03%；五年期AA+最新收益率3.58%，较前一周上涨0.34%；一年期AA最新收益率2.96%，较前一周上涨0.04%；五年期AA最新收益率4.04%，较前一周上涨0.30%；一年期城投债最新收益率3.04%，较前一周上涨0.04%；五年期城投债最新收益率4.01%，较前一周上涨0.38%。

图 3：各类债券持有期收益率涨跌幅

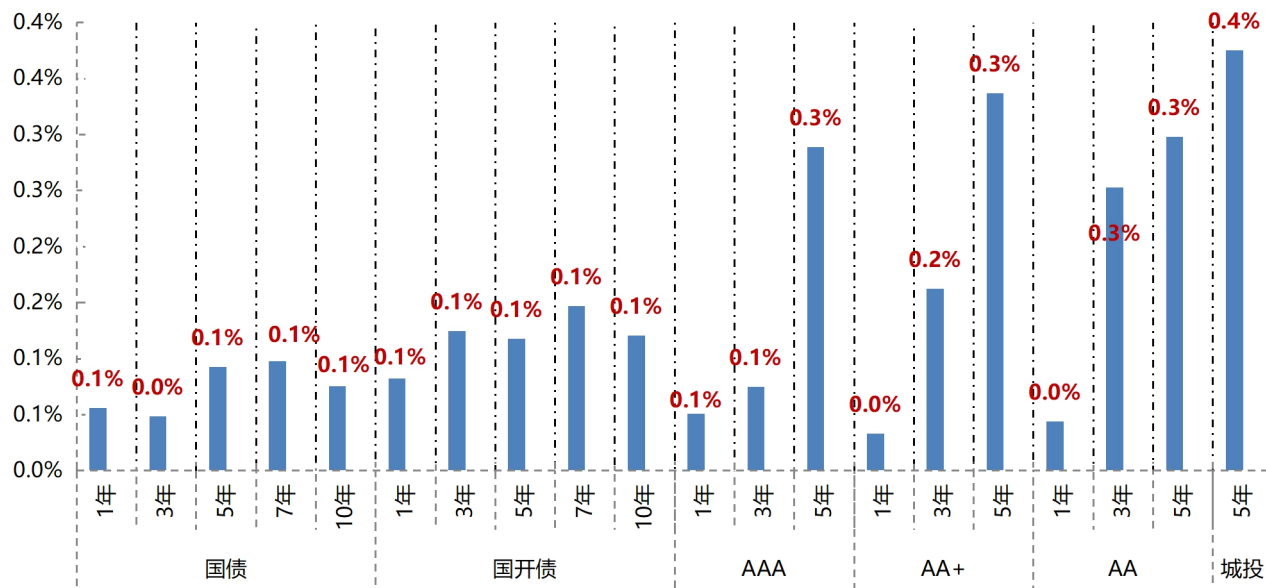
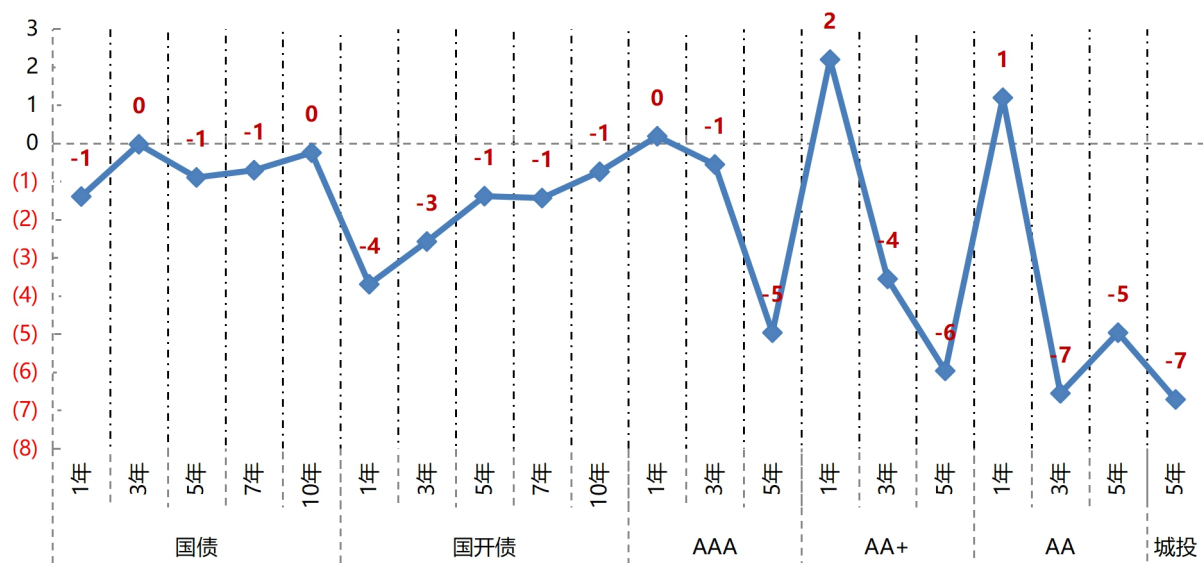


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2023 年 3 月 13 日至 2023 年 3 月 17 日

二、市场展望

宏观经济方面：经济增长方面，从高频数据来看，当前经济的结构性特征依然较为明显，私人部门内生动能的改善幅度仍较为有限。我们倾向于认为后续将处于经济平缓修复，政策予以扶持的阶段。**政策层面**，一是李强总理在国务院第一次全体会议指出，要把发展经济的着力点放在实体经济上…谋划实施新一轮国有企业改革。二是《党和国家机构改革方案》出炉，组

建中央金融委员会与中央科技委员会；三是央行指出要把握好信贷投放节奏，并决定于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。

通货膨胀方面，初步预计3月CPI同比增速维稳于1.2%；PPI同比增速由-1.4%降至-2.5%。

权益方面：受美联储释放鹰派信号、硅谷银行破产影响，上周全球股市涨跌不一，大宗商品多数下跌；十年期美债收益率有所回落；美股宽基指数涨跌不一。上周A股主要指数涨跌不一，科创50、上证综指领涨，创业板50、创业板指领跌。板块方面，上周chatgpt和中特估主题活跃，医药、消费、电新调整。当前影响A股市场的核心因素仍是国内经济增长预期。

固定收益方面：总体上，随着美联储放缓加息节奏、国内疫情防控回归常态，今年内外部面临的宏观风险趋于缓和。短期经济与融资需求恢复可能对债券市场造成阶段性的调整压力，票息策略优于久期策略。关注理财赎回压力冲击出的配置机会，尤其是国有商业银行的二级资本债、永续债等。

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）