2021.03.15-2021.03.19

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，1-2 月生产端维持强劲，超出市场预期；需求端，外需高增，内需较四季度走弱。通胀方面，初步预计 3 月 CPI 同比增速 0.2%，较上月回升 0.4 个百分点。PPI 环比增速 0.6%，较上月回落 0.2 个百分点，对应同比增速 3.3%，较上月回升 1.6 个百分点。流动性方面，上周缴税期货币市场利率小幅上行，不过 DR007 仍在政策利率附近。

- 权益市场：预计短期 A 股维持震荡格局，市场波动加大。投资线索上，一是在全球经济复苏背景下，关注顺周期板块的机会，二是在中长期成长性方向中关注估值和业绩增长比较匹配的消费电子、新能源汽车、医药、军工等投资机会，三是关注低估值的金融板块的投资机会。主题投资方面，关注短期碳中和相关的交易性机会。

- 固定收益市场：短期而言，国内逆周期政策不急转弯，美国新一轮财政刺激落地对出口构成支撑，经济有望维持高景气状态。海外供需缺口对工业品带来涨价压力，叠加油价上涨以及低基数，PPI 通胀压力仍然需要警惕，整体上基本面对债券市场仍相对不利。从估值来看，目前收益率多数位于 08 年以来 30-40%分位数，考虑利率中枢下移之后可能仍相对中性，缺乏明确配置价值。因此，短期而言，我们对债券市场仍维持中性偏谨慎的判断。

正文内容：

一、市场回顾

（一）宏观方面

1、经济增长：1-2月生产端维持强劲，超出市场预期；需求端，外需高增，内需较四季度走弱

1-2月规模以上工业增加值同比增35.1%，去年1-2月降13.5%。1-2月固定资产投资同比增35%，去年1-2月降24.5%。其中1-2月全国房地产开发投资同比增长38.3%，去年1-2月降16.3%；1-2月社会消费品零售总额同比增33.8%，去年1-2月降20.5%。2月城镇调查失业率

5.5%，去年12月为5.2%。

上周中观生产指数较前周继续上行，主要受到锌价上行的影响。上周南华综合指数环比增速基本维稳于-1%，其中贵金属、金属分别上行1.4%、0.7%，能化、农产品、工业品分别下行1.8%、1.7%、0.9%。上周水泥价格环比增速由-0.5%微升至-0.3%，表现符合季节性。上周螺纹钢价格环比基本维稳于0.05%，表现符合季节性。上周钢材库存有所下行，环比增速由-0.6%降至-2.3%，螺纹钢库存环比增速由-0.16%降至-1.6%。去库速度符合往年季节性。

地产方面，截至3.18日，30城地产成交面积7天移动平均基本维稳于56平方米左右，仍明显高于2019年同期。

开工率方面，上周全国高炉开工率较前周继续下行(由62.7%降至62%)，焦化厂开工率由85%降至84%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：1-2月生产端维持强劲，超出市场预期。工业增加值两年年化增长率8.1%，处在历史高位；服务业生产指数两年年化增速6.8%，在1月疫情反复的情况下增速回到疫情前水平。1-2月公共财政收入年均增速3.4%，财政收入反映的经济活动强度不及生产端数据。需求端来看，外需高增，内需较四季度走弱。对于1-2月内需走弱，不能排除如就地过年、基建项目未下达等临时因素影响。不过从自上而下的角度来看，社融环比拐点在3季度出现，虽然截至到2月回落幅度较为缓和，但是信用条件的调整还是会反映到内需中去。因此我们认为短期可能因为上述暂时性因素的消失而有所回升，不过从全年的方向上看内需或将呈现温和回落态势。政策方面，上周国常会提出“政府杠杆率要有所降低”，我们倾向于认为政策可能指向化解地方政府债务。根据2010年以来三轮加强地方政府债务管控经验，加强地方政府债务管控将使得城投债净融资额回落、加速信用增速回落幅度、拖累基建投资增速。我们认为此次加强地方政府债务管控对经济和信用的影响方向较为确定。基于一是经过前期整顿地债务扩张已经得到了一定控制，二是政策协调度提升以及前期“去杠杆”积累的丰富经验，推测整体影响幅度或将较为温和。不过考虑到地方政府债务风险分布不均以及与地方金融机构联系紧密，仍需关注点状风险是否可能扩散及对资本市场的暂时扰动。上周在中国发展高层论坛上易纲行长指出我国有较大货币政策调控空间，要珍惜和用好；易会满主席指出当前A股杠杆风险可控，要防范资本大进大出。

2、通货膨胀：初步预计3月CPI同比增速0.2%，较上月回升0.4个百分点。PPI环比增速0.6%，较上月回落0.2个百分点，对应同比增速3.3%，较上月回升1.6个百分点

3.6号-3.12号，商务部公布的农产品价格指数环比增速维稳于-0.8%，表现继续符合季节

性。猪肉价格（商务部口径）环比增速由-0.4%降至-2%，表现略弱于季节性。蔬菜价格（商务部口径）环比增速由-3.6%升至-1.3%，表现符合季节性。

点评：初步预计3月CPI同比增速0.2%，较上月回升0.4个百分点。PPI环比增速0.6%，较上月回落0.2个百分点，对应同比增速3.3%，较上月回升1.6个百分点。近期局部地区猪瘟有所恶化，关注后续对补栏和出栏是否造成影响。

3、流动性：上周缴税期货币市场利率小幅上行，不过DR007仍在政策利率附近

上周央行净投放为0，其中7天逆回购到期500亿元，实施7天逆回购500亿元。此外，央行开展1000亿元MLF等量对冲到期MLF并维持利率不变。上周7天回购定盘利率周均值由2.06%回升至2.2%，R007周均值由2.05%升至2.2%，DR007由2.06%升至2.2%。

上周人民币汇率中间价均值维稳于6.5，离岸汇率周均值维稳于6.5。

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3404.66点，下跌1.40%，深证成指报收13606.00点，下跌2.09%，中小板指下跌3.43%，创业板指下跌3.09%。

分行业来看，30个中信一级行业中9个行业上涨，其中国防军工、轻工制造和纺织服装分别上涨3.18%、3.07%和2.82%；21个行业下跌，其中非银行金融、石油石化和电子分别下跌4.03%、3.85%和3.48%。

图 1：主要指数表现

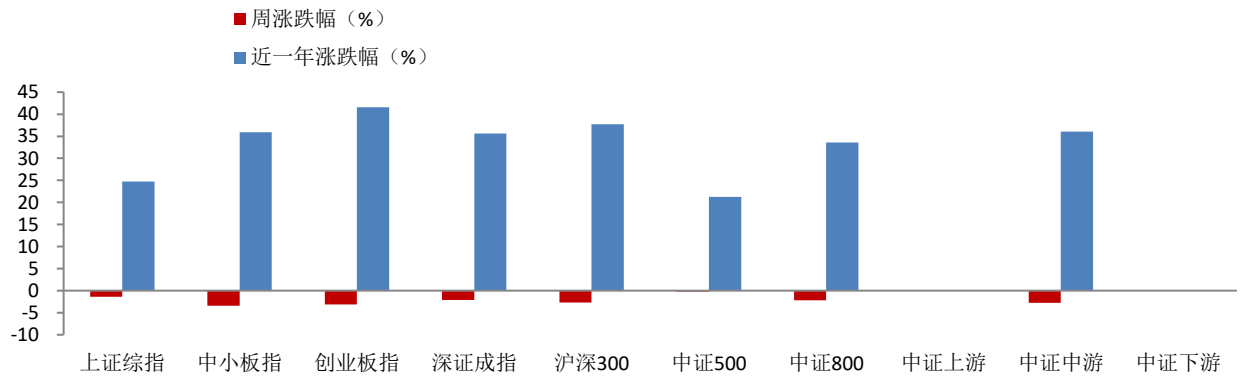
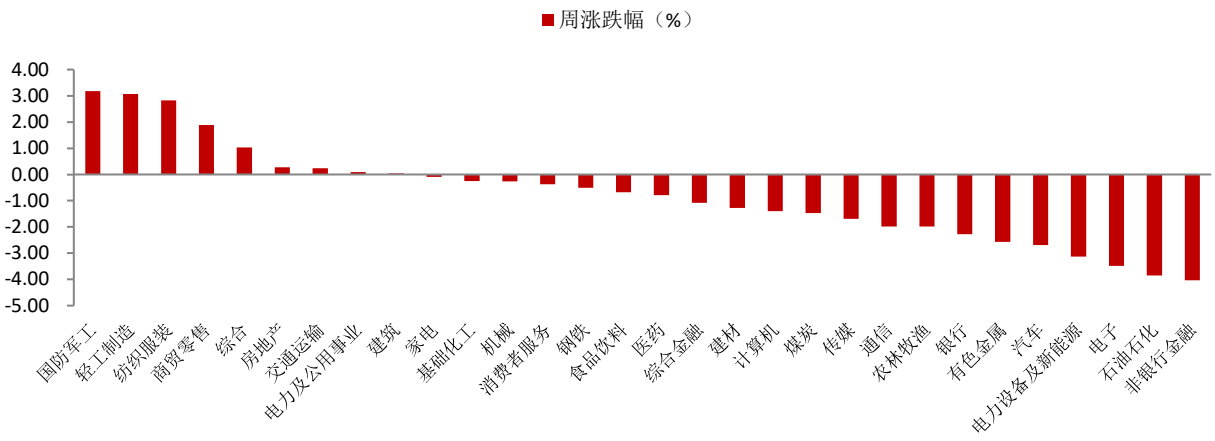


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年3月15日至2021年3月19日

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.64%，较前一周上涨0.05%；三年期国债收益率2.92%，较前一周上涨0.16%；十年期国债收益率3.24%，较前一周上涨0.27%。一年期国开债收益率2.76%，较前一周上涨0.02%；三年期国开债收益率3.22%，较前一周上涨0.11%；十年期国开债收益率3.64%，较前一周上涨0.25%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.06%，较前一周上涨0.08%；五年期AAA最新收益率3.82%，较前一周上涨0.09%；一年期AA+最新收益率3.26%，较前一周上涨0.09%；五年期AA+最新收益率4.17%，较前一周下跌0.03%；一年期AA最新收益率3.66%，较前一周上涨0.11%；五年期AA最新收益率4.66%，较前一周上涨0.02%；一年期城投债最新收益率3.45%，较前一周上涨0.10%；五年期城投债最新收益率4.60%，较前一周下跌0.03%。

图 3：各类债券持有期收益率

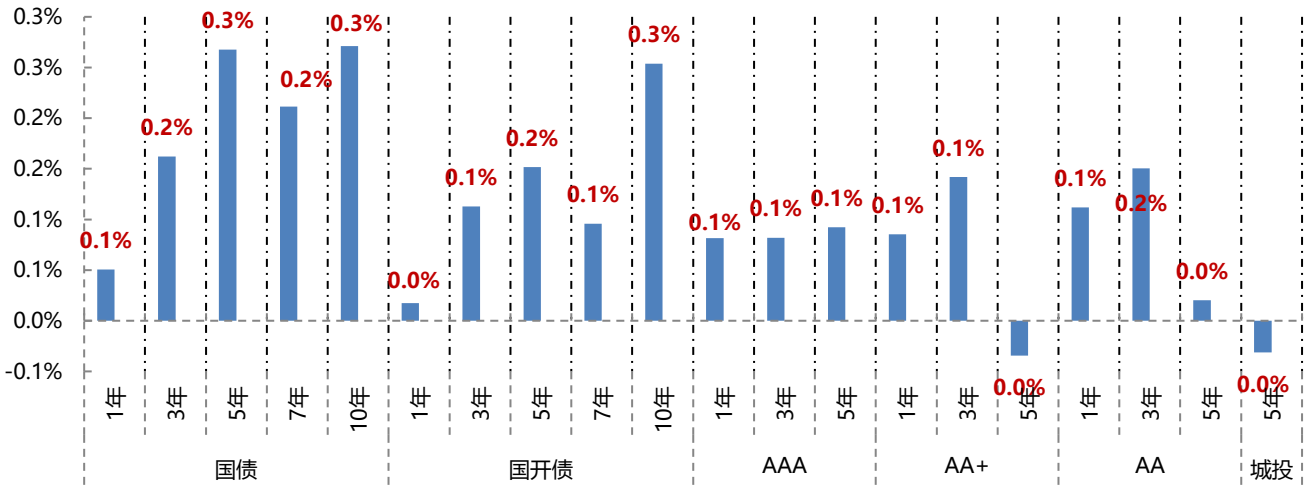
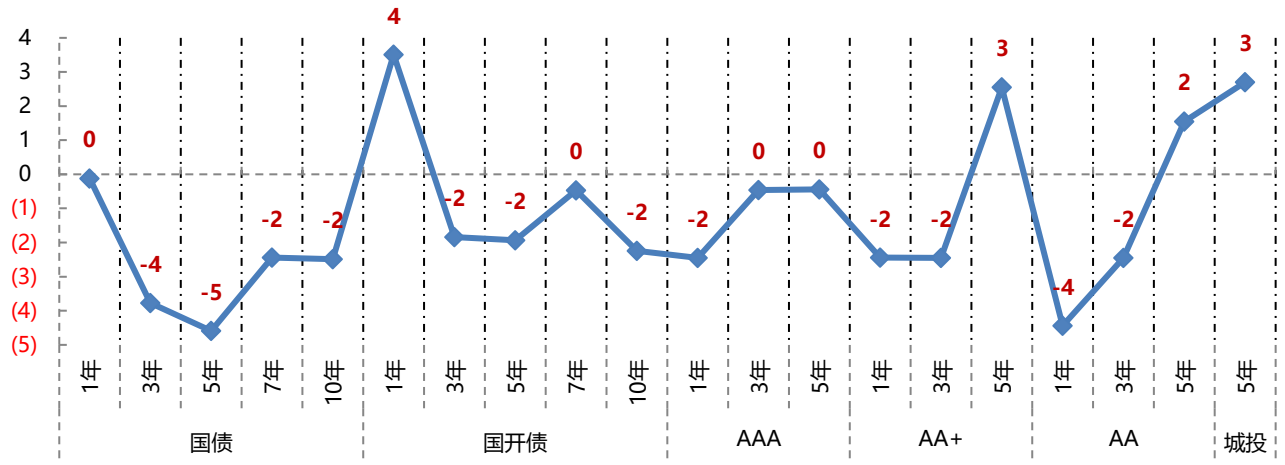


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 3 月 15 日至 2021 年 3 月 19 日

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，1-2 月生产端维持强劲，超出市场预期。工业增加值两年年化增长率 8.1%，处在历史高位。1-2 月公共财政收入年均增速 3.4%，财政收入反映的经济活动强度不及生产端数据。需求端来看，外需高增，内需较四季度走弱。对于 1-2 月内需走弱，不能排除如就地过年、基建项目未下达等临时因素影响。从自上而下的角度来看，社融环比拐点在 3 季度出现，虽然截至到 2 月回落幅度较为缓和，但是全年维度看，内需大概率将呈现温和回落态势。**政策方面，**上周国常会提出“政府杠杆率要有所降低”，这可能对全年城投债净融资额、基建和整体信用增速带来一定影响，重点关注潜在的点状信用风险。此外，上周在中国发展高层论坛上易纲行长指出我国有较大货币政策调控空间，要珍惜和用好，人民银行已经把绿色金融确定为今年和“十四五”时期的一项重点工作。易会满主席则指出当前 A 股杠杆风险可控，要防范资本大进大出。**通胀方面，**初步预计 3 月 CPI 同比增速 0.2%，较上月回升 0.4 个百分点。PPI 环比增速 0.6%，较上月回落 0.2 个百分点，对应同比增速 3.3%，较上月回升 1.6 个百分点。近期局部地区猪瘟有所恶化，关注后续对补栏和出栏是否造成影响。**流动性方面，**上周货币市场利率小幅上行，不过 DR007 仍在政策利率附近。汇率方面，上周人民币汇率维持平稳。海外方面，一是美联储议息会议未传递更多政策信息，整体态度偏鸽。美联储宣布 SLR 豁免将于本月底到期，美债长端收益率上行。与此同时，美国 TGA 账户资金下拨，部分短期债券名义利率转负。二是，俄罗斯、土耳其、巴西央行宣布加息。

权益方面：上周A股主要指数均告下跌，上周北向资金净流入87.08亿元，市场日均成交额较前周回落，两融余额不变，成交占比回升。基本面上，1-2月实体数据显示经济外需驱动的特征较为明显，内需修复速度有所放缓。政策面上，一是，3月15日李克强总理召开国常会敲定政府工作报告重点任务分工及时限，会议表示保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低。二是，第一财经报道，3月初财政部已按程序提前下达各地部分新增专项债券额度17700亿元。三是，证监会主席易会满表示注册制绝不意味着放松审核要求。科创板、创业板发行上市，交易所都要严格履行审核把关职责。目前A股市场杠杆风险总体可控。防范外资大进大出，妥善处置中概股问题。目前国际关系依然复杂。市场展望上，当前主要指数估值水平处于历史相对高位，部分股票资产价格仍面临重估压力，预计短期A股维持震荡格局，市场波动加大。投资线索上，一是在全球经济复苏背景下，关注顺周期板块的机会，二是在中长期成长性方向中关注估值和业绩增长比较匹配的消费电子、新能源汽车、医药、军工等投资机会，三是关注低估值的金融板块的投资机会。主题投资方面，关注短期碳中和相关的交易性机会。风险方面，关注美债收益率上行、美股波动性加大、国内信用紧缩过快等。

固定收益方面：短期而言，国内逆周期政策不急转弯，美国新一轮财政刺激落地对出口构成支撑，经济有望维持高景气状态。海外供需缺口对工业品带来涨价压力，叠加油价上涨以及低基数，PPI通胀压力仍然需要警惕，整体上基本面对债券市场仍相对不利。货币政策方面，近期资金利率中枢已略低于政策利率，这也是在央行引导市场利率围绕政策利率波动定调下的偏低水平，后续随着债券供给大幕的拉开，供求关系相对最友好的时间窗口或将过去，资金利率中枢低于政策利率的持续性存疑。从估值来看，目前收益率多数位于08年以来30-40%分位数，考虑利率中枢下移之后可能仍相对中性，缺乏明确配置价值。因此，短期而言，我们对债券市场仍维持中性偏谨慎的判断。

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）