2021.03.08-2021.03.12

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，3 月上旬发电量环比回升幅度高于往年，显示当期生产较强。通胀方面，预计 2 月 CPI 同比增速-0.5%；2 月 PPI 同比增速 1.4%左右。流动性方面，上周货币市场利率维持平稳，2 月央行口径社融增速由上月的 13%回升至 13.3%。

- 权益市场：当前主要指数估值水平处于历史相对高位，美债收益率回升令部分股票资产价格面临重估，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：3月上旬发电量环比回升幅度高于往年，显示当期生产较强

中国2月社会融资规模增量17100亿元，预期10669亿元，前值51700亿元。中国2月新增人民币贷款13600亿元，预期9192亿元，前值35800亿元。中国2月M2同比增长10.1%，前值增9.4%。

上周中观生产指数较前周回升，主要受到粗钢日产量、玻璃价格、铝价上升的拉动。上周南华综合指数环比增速由-1.5%小幅升至-1.16%，其中金属、工业品、农产品、贵金属分别下行3.2%、1.2%、1%、0.7%、0.4%，能化上行0.5%。上周水泥价格环比增速基本维稳于-0.5%，表现符合季节性。上周螺纹钢价格环比由1.36%降至0.07%，表现符合季节性。上周钢材库存继续上行，环比增速由5.3%降至-0.6%，螺纹钢库存环比增速由6.7%降至-0.16%。去库速度超过往年季节性。

地产方面，截至3.11日，30城地产成交面积7天移动平均降至55.5万平方米左右，地产成交绝对量相比往年同期依然偏高但是上行态势已经明显趋缓。

生产方面，3月上旬发电量增速基本维稳于25%，环比表现强于季节性，3月上旬发电量远超往年同期。开工率方面，上周全国高炉开工率较前周下行(由65.9%降至62.7%)，环比表现弱于季节性。焦化厂开工率基本维稳于85%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：3月上旬发电量环比回升幅度高于往年，显示当期生产较强。2月新增信贷和社融下行幅度弱于春节可比年份同期，中长期贷款占比进一步提升，显示融资需求仍然强劲。政策方面，一是《十四五规划纲要》淡化经济增长目标表述，但我们认为并不意味着不要GDP增长；二是两会闭幕总理答记者问中再次强调今年政策不需要急转弯，调整会适度。

2、通货膨胀：预计2月CPI同比增速-0.5%；2月PPI同比增速1.4%左右

中国2月CPI同比降0.2%，预期降0.5%，前值降0.3%。中国2月PPI同比涨1.7%，预期涨1.5%，前值涨0.3%。

2.27号-3.5号，商务部公布的农产品价格指数环比增速由-4.6%升至-0.8%，表现由弱于季节性转为符合季节性。猪肉价格（商务部口径）环比增速由-8.7%升至-0.4%，表现符合季节性。蔬菜价格（商务部口径）环比增速由-10.7%升至-3.6%，表现符合季节性。

点评：2月CPI同比增速由1月的-0.3%小幅上行至-0.2%。其中食品价格主要拖累因素，非食品价格受去年低基数影响同比跌幅收窄，不过环比涨幅弱于春节所在月份。2月PPI环比增速0.8%，较1月的1%继续回落；同比受基数因素影响进一步上行至1.9%。预计CPI同比底部已现，一方面基数下行对CPI回升形成支撑；另一方面，非食品价格环比也有望逐渐企稳回升。在供给逐渐恢复的假设下，我们倾向于认为PPI环比高点已过，同比增速在基数效应下将继续上行预计PPI同比增速高点将出现在5月，高点增速在6%左右。

3、流动性：上周货币市场利率维持平稳。2月央行口径社融增速由上月的13%回升至13.3%，我们认为这样的扩张节奏或不可持续，未来可能仍将看到社融增速的逐步回落。此

外，去年部分抗疫优惠贷款也将在3月后逐步到期，这部分也会对信贷形成一定拖累

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。上周人民币汇率中间价均值基本维稳于6.47，离岸汇率周均值基本维稳于6.49。上周7天回购定盘利率周均值由2.1%续降至2.06%，R007周均值由2.1%降至2.05%，DR007基本维稳于2.06%。

上周人民币汇率中间价均值由6.47升至6.5，离岸汇率周均值由6.49升至6.51

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3453.08点，下跌1.40%，深证成指报收13897.03点，下跌3.58%，中小板指下跌5.05%，创业板指下跌4.01%。

分行业来看，30个中信一级行业中8个行业上涨，其中电力及公用事业、钢铁和煤炭分别上涨4.60%、4.50%和2.89%；22个行业下跌，其中国防军工、电子和计算机分别下跌10.75%、6.43%和6.40%。

图 1：主要指数表现

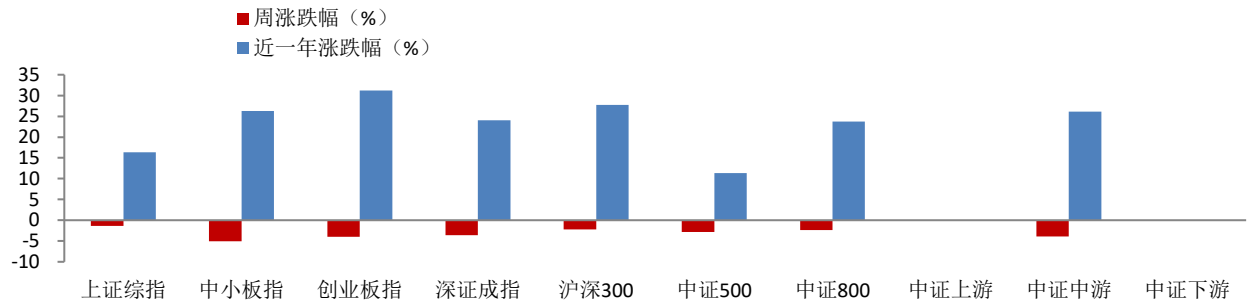
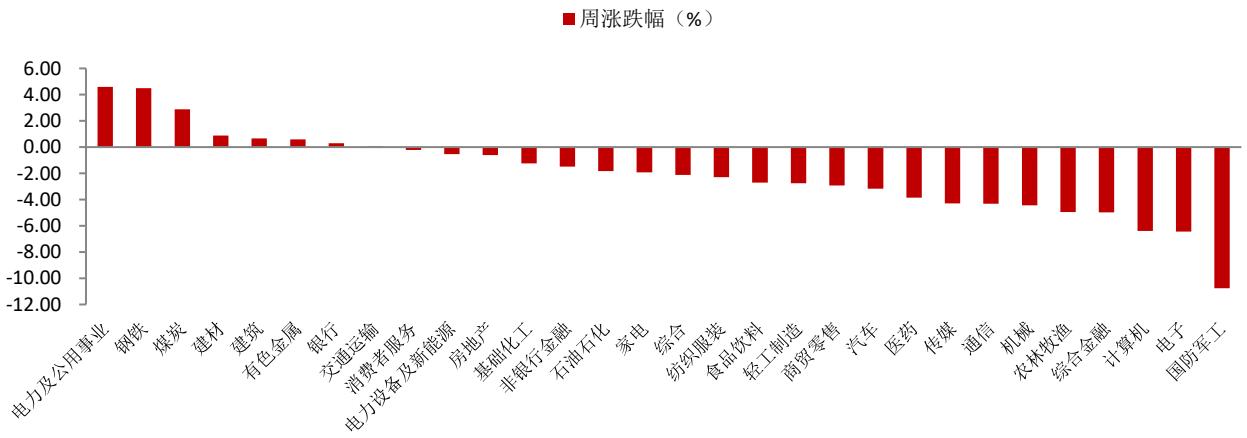


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年3月8日至2021年3月12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2.96%，较前一周下跌0.05%；十年期国债收益率3.26%，较前一周下跌0.07%。一年期国开债收益率2.73%，较前一周上涨0.05%；三年期国开债收益率3.24%，较前一周上涨0.00%；十年期国开债收益率3.66%，较前一周上涨0.19%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.09%，较前一周上涨0.07%；五年期AAA最新收益率3.82%，较前一周上涨0.03%；一年期AA+最新收益率3.28%，较前一周上涨0.10%；五年期AA+最新收益率4.14%，较前一周上涨0.08%；一年期AA最新收益率3.70%，较前一周上涨0.07%；五年期AA最新收益率4.64%，较前一周上涨0.09%；一年期城投债最新收益率3.48%，较前一周上涨0.09%；五年期城投债最新收益率4.58%，较前一周上涨0.15%。

图 3：各类债券持有期收益率

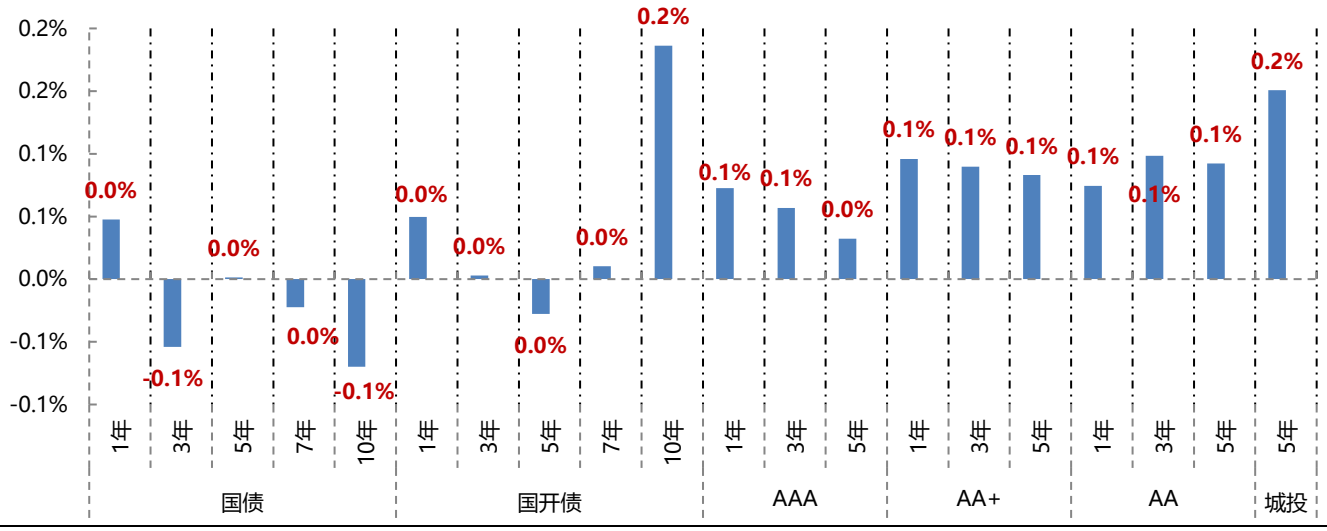
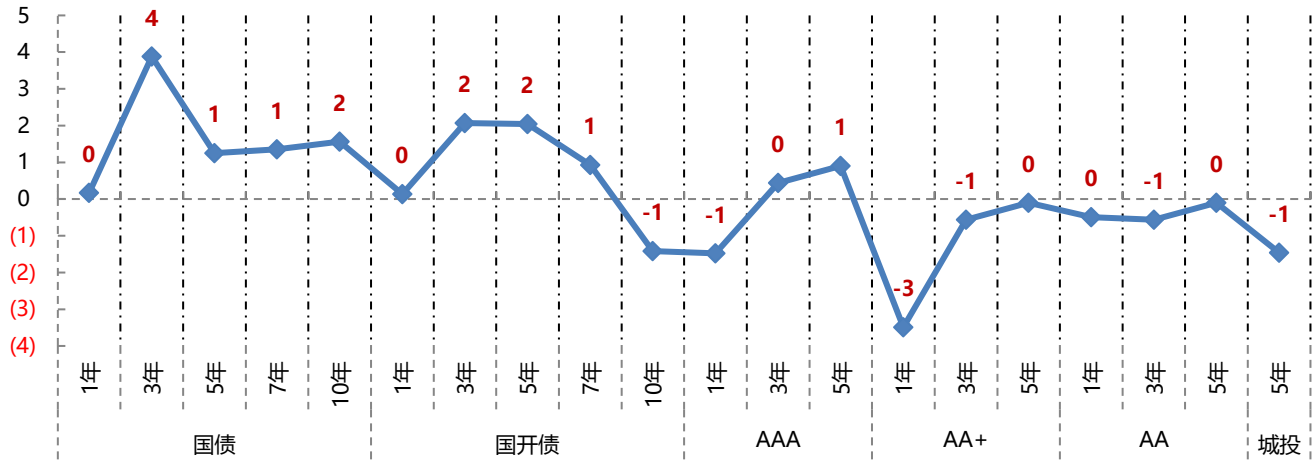


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 3 月 8 日至 2021 年 3 月 12 日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，3 月上旬发电量环比回升幅度高于往年，显示当期生产较强。2 月新增信贷和社融下行幅度弱于春节可比年份同期，中长期贷款占比进一步提升，显示融资需求仍然强劲。**政策面，**《十四五规划纲要》淡化经济增长目标但并非不要 GDP 增长，同时总理再次强调今年政策不需要急转弯，调整会适度。**通胀方面，**2 月 CPI 同比增速由 1 月的-0.3%小幅上行至-0.2%。其中非食品价格受去年低基数影响同比跌幅收窄，不过环比涨幅弱于春节所在月份历史值。2 月 PPI 环比增速 0.8%，同比受基数因素影响进一步上行至 1.9%。初步预计 CPI 同比底部已现，一方面基数下行对 CPI 回升形成支撑；另一方面，非食品价格环比也有望逐渐企稳回升。在供给逐渐恢复的假设下，我们倾向于认为 PPI 环比高点已过，同比增速在基数效应下将继续上行。预计 PPI 同比增速高点将出现在 5 月，高点增速有望达到 6%左右。**流动性方面，**上周货币市场利率维持平稳。2 月央行口径社融增速由上月的 13%回升至 13.3%。我们认为当前的扩张节奏或不可持续，未来可能仍将看到社融增速的逐步回落。**汇率方面，**上周人民币离岸汇率受美元指数上行影响较前周小幅贬值。海外方面，一是疫情和疫苗进展，上周美国日均接种疫苗量达到 223 万剂，拜登要求各州 5 月 1 日前准备为所有成人接种疫苗。二是，政策方面，美国总统拜登正式签署 1.9 万亿美元的新冠纾困救助法案，消息公布后美债 10 年期收益率上行至 1.64%。

权益方面：上周 A 股主要指数均告下跌，北向资金净流入 66.14 亿元，市场日均成交额较前周回落，两融余额及成交占比回落。基本面上，2 月新增信贷和社融超预期。政策面上，一是，十四五规划和 2035 年远景目标纲要发布。二是，央行副行长陈雨露表示今年宏观金融政策将会保持连续性、稳定性和可持续性。广大小微企业普遍关心的贷款延期还本付息等政策将会延续；大型商业银行普惠小微企业贷款将会增长 30%以上。三是，根据一财网，监管已经召集深圳各大商业银行开会，要求对经营贷、消费贷流入房地产市场进行排查。部分北京地区银行业人士称目前北京辖内部分商业银行已对违规流向楼市信贷资金进行回收。海外方面，拜登签署了 1.9 万亿美元的新冠纾困救助法案。市场展望上，当前主要指数估值水平处于历史相对高位，美债收益率回升令部分股票资产价格面临重估，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）