2021.02.22-2021.02.26

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，2 月中采制造业 PMI 录得 50.6%，绝对值高于历史同期均值，但环比回落幅度大于历史可比的春节因素扰动。通胀方面，初步预计 2 月 CPI 同比-0.5%，2 月 PPI 同比 1.4%左右。流动性方面，上周央行净回笼资金，货币市场利率小幅回升。
- 权益市场：当前主要指数估值水平处于历史相对高位，美债收益率回升背景下，部分股票资产价格面临重估压力，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，关注有色、化工等顺周期高景气板块的机会，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。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，以及中美科技领域摩擦等。
- 固定收益市场：短期而言，基本面环境受到疫情和就地过年等临时性因素拖累，后续随着临时性因素的消退，经济有望重新回到高景气状态。而货币政策方面，目前资金利率高于政策利率、从偏离幅度来看中枢可能已经修正到位，但从估值来看，考虑利率中枢的下行、以过去 3-5 年的利率中枢测算，10 年国债和政金债收益率位于中位数水平附近；结合曲线形态看，长端的安全边际也并不充足，信用调整较少的情况下套息利差保护更不充分。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：2月中采制造业PMI录得50.6%，绝对值高于历史同期均值，但环比回落幅度大于历史可比的春节因素扰动

中国2月官方制造业PMI为50.6，前值51.3；2月官方非制造业PMI为51.4，前值52.4。

上周中观生产指数较前周回落，主要受到发电量和玻璃价格指数的拖累。南华综合指数环

比增速由4.3%降至2.5%，其中金属、工业品、能化、贵金属、农产品分别上行2.7%、2.6%、2.3%、1.6%、1.1%。上周水泥价格环比增速由0%降至-2.2%，表现弱于季节性。上周螺纹钢价格环比由3.6%回落至3.2%，表现超过季节性（14-20年中仅弱于17年）。上周钢材库存继续上行，环比增速由32.4%回落至17.6%，螺纹钢库存环比增速由38%降至21.1%。库存绝对水平继续高于往年同期并且环比累库速度超过季节性。螺纹钢价格环比由0%升至3.6%，表现超过季节性。

地产销售方面，截至2.25日，30城地产成交面积7天移动平均升至44.2万平方米左右，表现强于15-20年同期。其中一线城市表现最为强劲。土地出让方面，上周百城土地成交面积继续弱于往年同期，四周移动平均降至687万平方米。

生产方面，2月中旬发电量增速由32.6%降至11.6%。按照春节对标来看，发电量绝对数值仍然较高，从环比角度下行幅度基本符合季节性。开工率方面，上周全国高炉开工率较前周维持平稳(由66.4%降至66.2%)，环比表现符合季节性。焦化厂开工率由85.4%降至84.9%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：2月中采制造业PMI录得50.6%，绝对值高于历史同期均值，但环比回落幅度大于历史可比的春节因素扰动。中采制造业PMI自去年11月见顶后连续3个月回落，期间受到疫情防控政策和春节因素影响。我们认为四季度以来国内经济已经运行在顶部区域。目前经济环比增速拐点是否出现的判断仍然较为困难。一方面，2月以来工业品价格、地产销售高频数据显示总需求仍较强劲；美国即将落地的财政刺激也将对外需形成支撑。另一方面，前期社融环比增速回落指示内需环比见顶信号；1，2月制造业PMI回落幅度均略大于季节性，且2月PMI出口订单指数回落至荣枯线下。政策方面，两会召开在即，市场预期2021年GDP增速目标6%以上，财政赤字额度与2020年基本相近，专项债额度较2020年略减少。此预期与我们年度报告估算基本一致，维持2021年社融增速10.8%左右预测不变（较2020年回落2.5个百分点）。在外需维持强劲的背景下，国内政策易紧难松。

2、通货膨胀：初步预计2月CPI同比-0.5%，2月PPI同比1.4%左右

2.20号-2.26号，农业部公布的农产品批发价格200指数环比增速由0.4%降至-4.7%，表现弱于季节性。猪肉价格（农业部口径）环比增速由-5.1%降至-6.4%，表现继续弱于季节性。蔬菜价格（农业部口径）环比增速由-2.7%降至-7.8%，表现弱于季节性。

点评：初步预计2月CPI同比增速-0.5%，较2月跌幅进一步小幅扩大；2月PPI环比增速0.8%，对应PPI同比增速1.4%左右，较1月进一步回升。

3、流动性：上周央行净回笼资金，货币市场利率小幅回升

上周央行净回笼资金300元，其中7天逆回购到期500亿元，14天逆回购到期500亿元，实施7天逆回购700亿元。上周7天回购定盘利率周均值由2.14%升至2.26%，R007周均值由2.17%回升至2.3%，DR007由2.11%回升至2.17%。

上周人民币汇率中间价均值基本维稳于6.46，离岸汇率周均值由6.44升至6.47。

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3509.08点，下跌5.06%，深证成指报收14507.45点，下跌8.31%，中小板指下跌9.15%，创业板指下跌11.30%。

分行业来看，30个中信一级行业中5个行业上涨，其中房地产、钢铁和综合分别上涨4.29%、1.16%和0.53%；25个行业下跌，其中食品饮料、消费者服务和汽车分别下跌14.18%、12.17%和10.01%。

图 1：主要指数表现

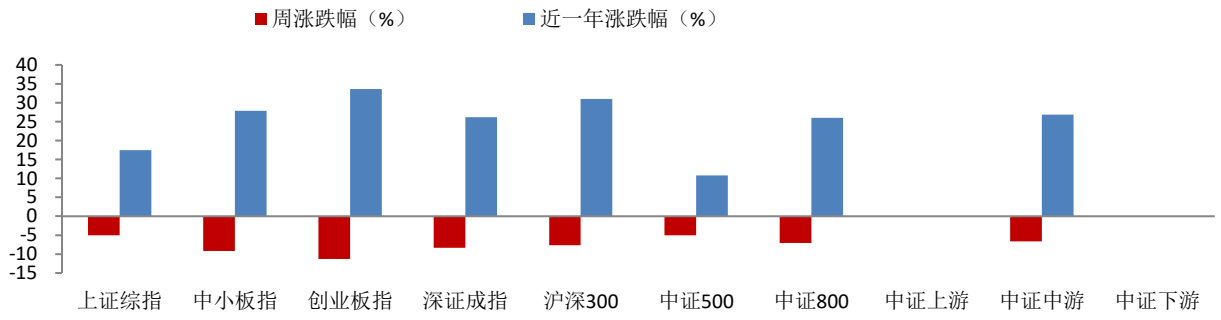
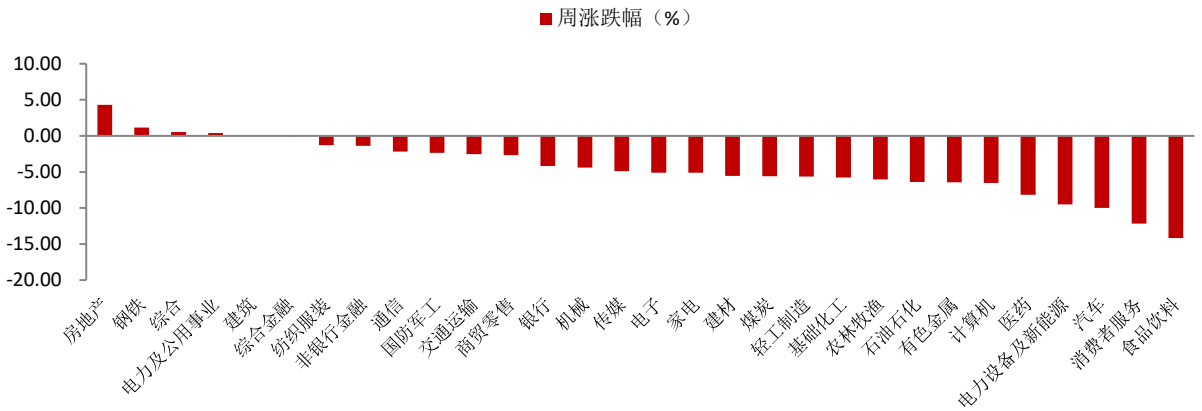


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年2月22日至2021年2月26日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.60%，较前一周上涨0.10%；三年期国债收益率2.90%，较前一周上涨0.02%；十年期国债收益率3.28%，较前一周下跌0.12%。一年期国开债收益率2.74%，较前一周上涨0.06%；三年期国开债收益率3.23%，较前一周上涨0.17%；十年期国开债收益率3.75%，较前一周下跌0.04%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.18%，较前一周上涨0.15%；五年期AAA最新收益率3.86%，较前一周上涨0.12%；一年期AA+最新收益率3.40%，较前一周上涨0.14%；五年期AA+最新收益率4.19%，较前一周上涨0.39%；一年期AA最新收益率3.78%，较前一周上涨0.12%；五年期AA最新收益率4.67%，较前一周上涨0.48%；一年期城投债最新收益率3.58%，较前一周上涨0.07%；五年期城投债最新收益率4.65%，较前一周上涨0.03%。

图 3：各类债券持有期收益率

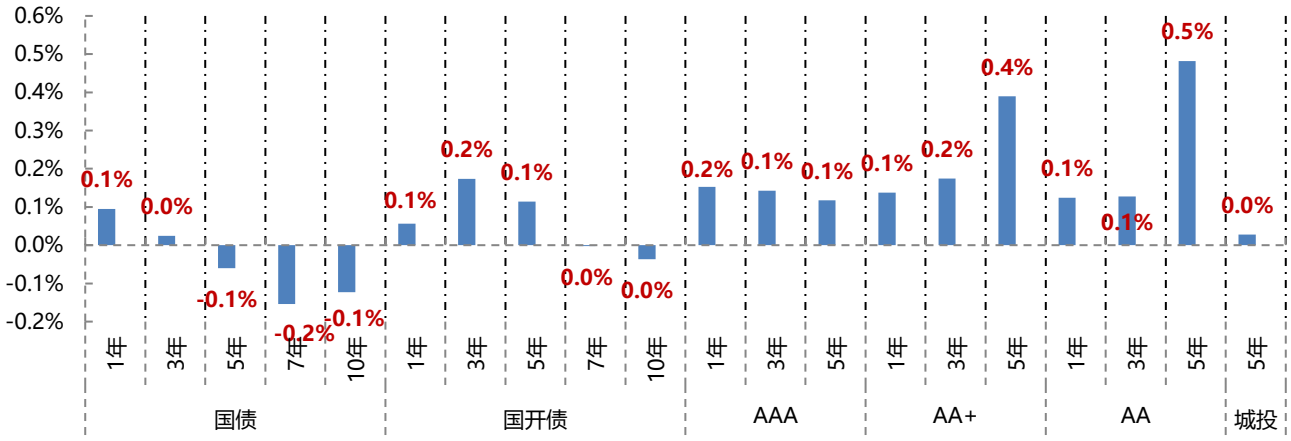
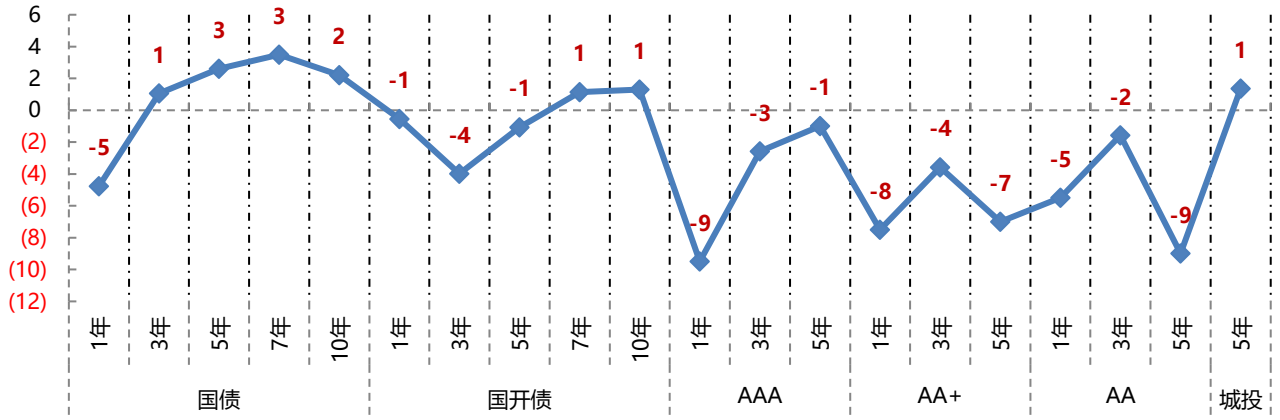


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 2 月 22 日至 2021 年 2 月 26 日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，2 月中采制造业 PMI 录得 50.6%，绝对值高于历史同期均值，但环比回落幅度大于历史可比的春节因素扰动。政策面上，两会召开在即，目前市场预期 2021 年 GDP 增速目标大概率在 6%以上，财政赤字额度与 2020 年基本接近，专项债额度较 2020 年略有减少。我们维持 2021 年社融增速 10.8%左右预测不变（较 2020 年回落 2.5 个百分点）。**通胀方面，**初步预计 2 月 CPI 同比-0.5%，2 月 PPI 同比 1.4%左右。**流动性方面，**上周央行净回笼资金，货币市场利率小幅回升。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有所贬值。**海外方面，**一是疫情和疫苗进展，全球新增感染人数较前周小幅回升；日均接种疫苗量小幅回落至 150 万剂左右。从完成两针接种人群占比来看，目前以色列占比最高到 38%，美国为 6.5%。二是宏观政策，美国新一轮财政刺激落地在即、疫苗接种顺利提升市场通胀预期，上周美债收益率盘中一度突破 1.6%，周五回落至 1.5%附近。全年来看，目前海外投行近期纷纷上调美债收益率区间由 1.3%-1.7%至 1.5%-2%。对于美债上行，市场普遍预计美联储将可能采取措施压制美债收益率的快速上行。上周鲍威尔在国会听证会上表态偏鸽。

权益方面：上周 A 股主要指数均告下跌，上周北向资金净流出 146.26 亿元，市场日均成交额较前周回落。基本面上，目前我们维持短期经济环比增长动能已经处于顶部区域的判断不变。政策方面，一是银保监会表示对于互联网网贷不搞一刀切、不简单抽贷断贷，确保不增加消费者成本、不降低消费者服务体验。下一阶段工作重心将转向网贷机构存量风险处置和网贷风险监管长效机制建设。二是自然资源部发布住宅用地分类调控文件，文件要求 22 个重点城市住宅用地实现“两集中”。三是证监会表示在注册制上采取试点先行，目前在试点上先评估，然后根据评估情况在市场上稳步推行。证监会将坚持稳中求进的原则，深入研究论证推出 T+0 交易的可行性、实施路径等问题。四是，商务部表示中国积极考虑加入 CPTPP。五是，港股方面，香港财政司司长表示决定提交法案调整股票印花税税率，由现时买卖双方按交易金额各付 0.1%提高至 0.13%。海外方面，拜登 1.9 万亿美元的刺激计划在众议院通过并将计划提交参议院。另外，据媒体报道，拜登签署行政命令，对半导体在内等关键产品全球供应链进行审查。在国内宏观政策定调相对温和并持续释放改革开放信号等背景下，预计未来一段时期国内经济还将延续改善态势。市场展望上，当前主要指数估值水平处于历史相对高位，美债收益率回升背景下，部分股票资产价格面临重估压力，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，关注有色、化工等顺周期高景气板块的机会，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。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，以及中美科技领域摩擦等。

固定收益方面：短期而言，基本面环境受到疫情和就地过年等临时性因素拖累，不过考虑到海外供需缺口对出口-工业链条的支撑逻辑仍在，后续随着临时性因素的消退，经济有望重新回到高景气状态。而货币政策方面，目前资金利率高于政策利率、从偏离幅度来看中枢可能已经修正到位，但从估值来看，目前各品种收益率仍位于08年以来20-40%分位数，考虑利率中枢的下行、以过去3-5年的利率中枢测算，10年国债和政金债收益率位于中位数水平附近；结合曲线形态看，长端的安全边际也并不充足，信用调整较少的情况下套息利差保护更不充分。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）