

主要结论:

- 宏观经济: 积极因素显现, 短期 (1-2 个季度左右) 经济进一步恶化的可能性较低, 改善的时点在临近。
- 权益市场: 市场逐步向理性回归, 震荡上行; 蓝筹板块轮动领涨, 估值修复逐渐显现; 长期来看, 估值提升动力仍然较强, 但需注意短期流动性带来的市场调整风险。
- 固定收益市场: 受新股冻结资金等因素影响, 债市短期仍受到资金偏紧的压力。短期需注意流动性风险。长期来看, 城投债有较好的配置机遇。

正文内容:

一、 市场回顾

宏观方面: 虽然目前的融资结构和实体经济环比趋势仍然没有好转的迹象, 一些积极的因素已经显现。第一, 上半年对于财政赤字的过度消耗正在被逐步消化。第二, 房地产周期的趋势持续上行。第三, 中期来看, 今年的 PPI 水平和 ROE 水平都没有随着经济增速的下降而进一步下滑, 说明供给收缩的力量已经逐步形成。

公开市场操作方面, 本周无正回购到期, 公开市场无操作。

权益方面: 接近年关, 加上新股密集申购, 上半周市场资金面较为紧张; 下半周央行进行 MLF 和 SLO 操作, 提供流动性支持, 资金面有所缓解。在经历了前期的迅猛上涨之后, 市场情绪向理性回归, 较前期有所降温但依旧乐观。截至周五收盘, 上证综指报收 3108 点, 深证成指报收 106271 点, 两市一周成交量达 3401 亿元 (见图 2、图 3)。周涨幅前五板块为建筑、非银金融、金融、交通运输、钢铁。传媒板块跌幅最大 (见图 4)。

固定收益方面: 受新股资金冻结的影响, 资金面紧张情况持续加剧, 资金利率一路上行。分期限来看, R001 上行 116BP 至 3.80%, R007 大幅上行 233BP 至 6.08%, R1M 大幅上行 180BP 至 7.68%, 3 个月的 SHIBOR 上行 67BP 至 5.0%, 票贴利率上行 122BP 至 6.42%。(见图 5、图 6)。

利率市场三至十年收益率有所下行, 但受资金面影响一年及一年以内收益率和一年以上收益率倒挂。一年期国债收益率 3.53%, 较前一周上升 0.19%; 三年期国债收益率 3.48%, 较前一周上涨 0.04%。一年期国开债收益率 4.3%, 较前一周上升 0.15%; 五年期国开债收益率 4.18%, 较前一周下降 0.07% (见图 7、图 8)。

信用债方面，受资金面紧张和货币基金赎回双重影响，半年期内短融抛压严重，中长期限高等级债券收益率稳定，收益率曲线倒挂。一年期 AAA 最新收益率 4.96%，较前一周上涨 0.1%；一年期 AA+最新收益率 5.58%，较前一周上涨 0.15%；一年期 AA 最新收益率 5.97%，较前一周上涨 0.2%；一年期城投债最新收益率 6.01%，较前一周上涨 0.32%（见图 7、图 8）。

转债市场平均转股溢价率为 4.87%，仍处于历史较低水平。受近年来股指波动率明显下降、转债市场大幅扩容、低弹性个券占比提升等因素影响，转债市场估值中枢较历史均值明显下降（见图 9）。

二、重大事件回顾

1、地方债“变脸”：乌鲁木齐撤销10亿政府债务；山东明确不救助市县级政府债

继常州14天宁债被剔出政府债务的队伍后，又一例地方政府债务甄别结果出炉。乌鲁木齐财政局发布声明称，撤销乌财外〔2014〕59号文件。该文件将信达证券股份有限公司在债券市场为乌鲁木齐国有资产投资有限公司承销的10亿元公司债券录入政府债务系统，甄别为政府专项债务。12月18日，山东省公布《加强政府性债务管理的实施意见》（下称《实施意见》，明确对市县级政府债务实施“不救助”原则，这也是国务院出台43号文规范地方债之后首个提出此理念的省级政府。Wind资讯统计数据显示，山东省存量城投债中，剔除主体评级为“AAA”级发行人外，存量债务总数达1349.6亿元。

2、担忧政府不再兜底，地方债务拟被列入资产证券化负面清单

中国证券投资基金业协会12月15日发布关于就《资产支持专项计划备案管理办法》及配套规则公开征求意见的通知，其中，《资产证券化业务基础资产负面清单指引》的征求意见稿显示，以地方政府为直接或间接债务人的基础资产或被列入资产证券化基础资产负面清单，负面清单还将包括矿产资源开采收益权、土地出让收益权等产生现金流的能力具有较大不确定性的资产。分析人士指出，征求意见稿的负面清单表明，市场对政府最后到底会不会兜底的风险考虑比较充分。

3、国务院发布本届政府成立以来重要金融政策及成效

中国政府网刊登“本届政府成立以来出台的重要金融政策及成效”，主要有五大方面：一是完善金融宏观调控，二是加大金融服务实体经济力度，三是深化金融改革，四是防范化解金融风险，五是扩大金融对外开放。具体政策例如：推进人民币利率市场化，非对称下调存款贷款利率；定向降低存款准备金率；推进人民币汇率形成机制改革；金融服务“三农”发展；降低企业融资成本；建立存款保险制度；开展民营银行试点；扩大信贷资产证券化试点规模；建

立金融监管协调部际联席会议制度；启动沪港通交易试点；金融支持上海自贸区建设；推动双边本币互换等。

4、央行发布银行间债券预发行管理办法

12月18日，央行发布了《全国银行间债券市场债券预发行业务管理办法》。除国债外，预发行范围也囊括了全国银行间债券市场发行的债券品种。央行称，国债预发行的具体券种将由财政部会同央行确定。拟进行预发行交易的除国债外的其他券种，应符合以下条件。包括通过央行债券发行系统招标发行；发行人在发行公告中应至少列明标的债券计划发行数量、期限、计息方式、还本付息方式等足以影响标的债券价格判断的基本要求；央行规定的其他条件。

5、证监会展开打击市场操纵专项行动

在12月19日的新闻发布会上，证监会发言人张晓军表示，展开打击市场操纵专项行动，对涉嫌的18只个股相关机构、个人开展立案调查。张晓军称，今年以来，市场操纵行为出现了一些新变化、新特点：一是隐蔽性较强的类庄股操纵模式有所抬头；二是涉案人集中资金优势，多种手法交叉并用，操纵股价非法获利巨大；三是出现“以市值管理”名义内外勾结、通过上市公司发布选择性信息配合等新型手段操纵股价的案件。针对这些新特点，证监会近期进行了打击市场操纵的专项执法行动，强化实时监控，依托大数据分析，挖掘操纵市场线索，集中力量查处市场操纵案件，已对18只股票的涉案机构和个人立案调查。

三、市场展望

宏观方面：上半年对于财政赤字的过度消耗正在被逐步消化，未来的基建投资可能会伴随着财政扩张而带动信用扩张。从房价和融资数据来看，房地产周期趋势改善的延续性较高。房地产投资的下滑对经济的拖累有望在明年初被终止。基于这些积极因素，短期（1-2 个季度左右）经济进一步恶化的可能性较低，改善的时点在临近。

权益方面：本周因新股申购将继续冻结大量资金，需警惕短期流动性风险。近期蓝筹板块轮动领涨，估值修复逐渐显现；长期来看，估值提升动力仍然较强。此外，随着对国企改革、土地改革等政策以及降准降息预期的逐渐加强，2015 年的股市或将继续保持上涨行情。

固定收益方面：利率债方面，波动加剧，三至十年利率曲线几乎是直线，一年以内出现倒挂，中短端国开债有较好配置价值。信用债方面，未来监管层或将进一步加强风险把控，交易所债券杠杆投资宜关注高评级品种。长期来看，在当前收益率上，经历超调的城投债配置机遇大于风险。

图 1: 公开操作市场

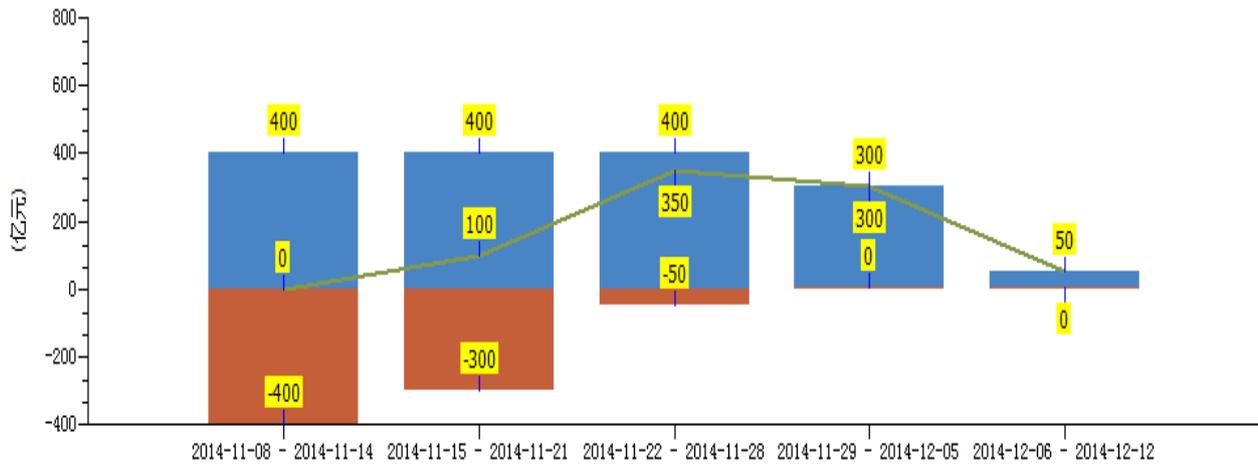


图 2: 股市走势

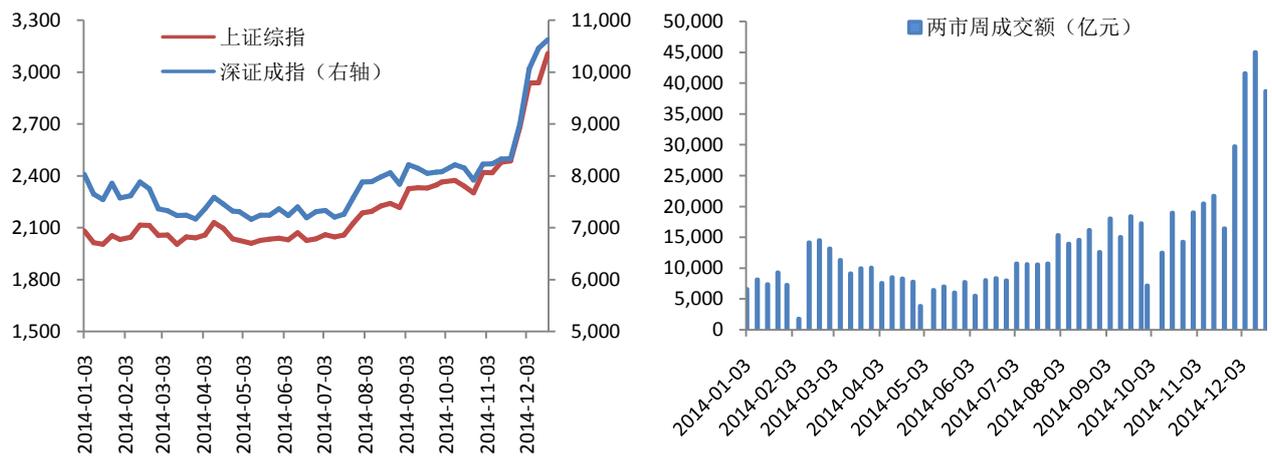


图 3: 主要指数表现

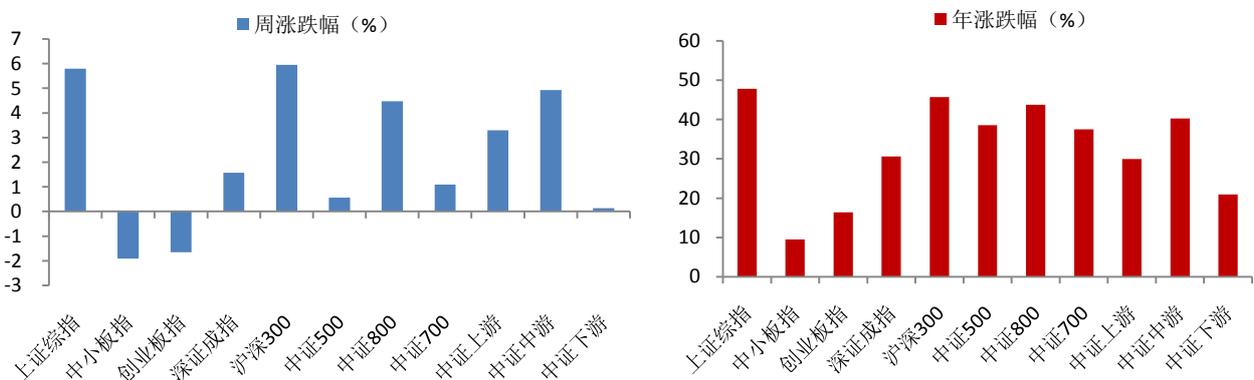


图 4: 行业表现

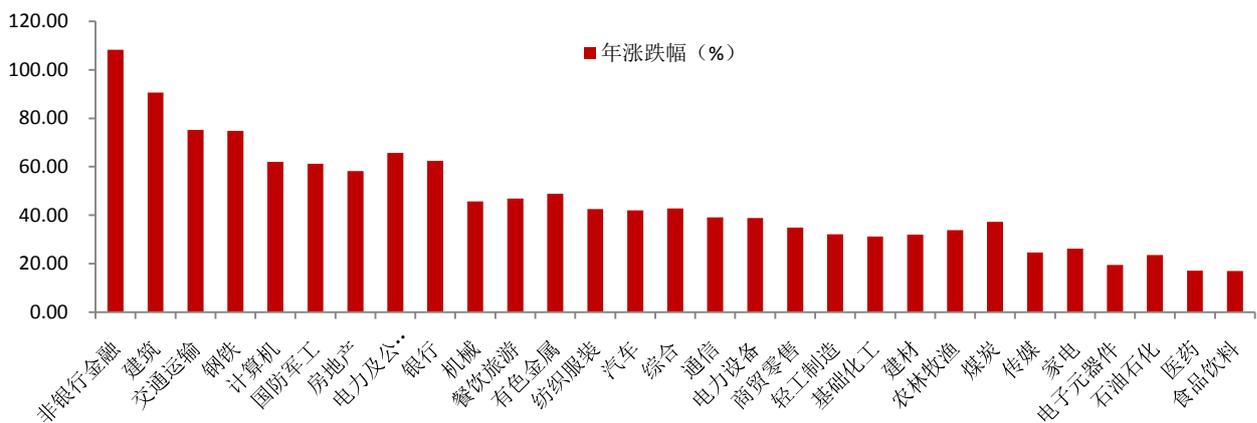
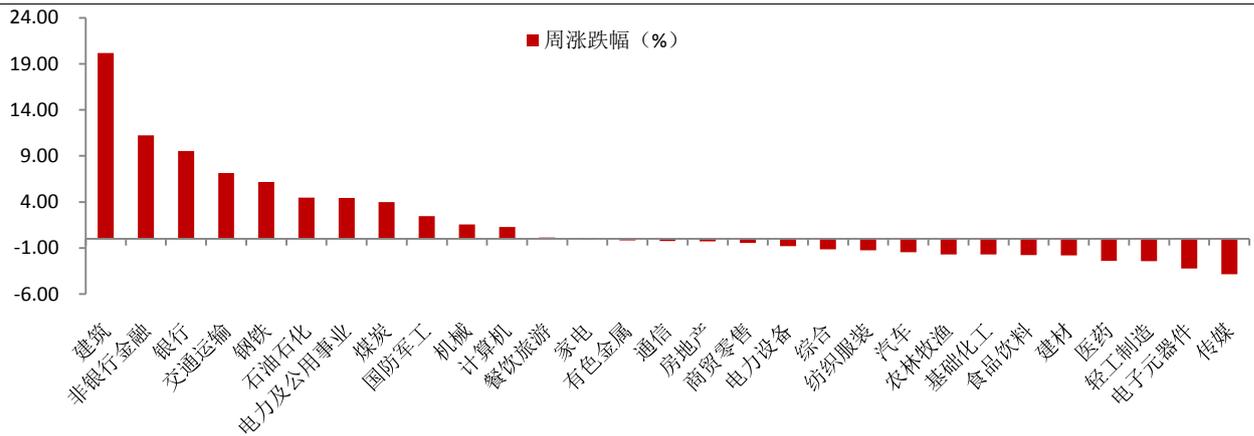


图 5: 回购利率本周走势

图 6: 票据利率和 SHIBOR 本周走势

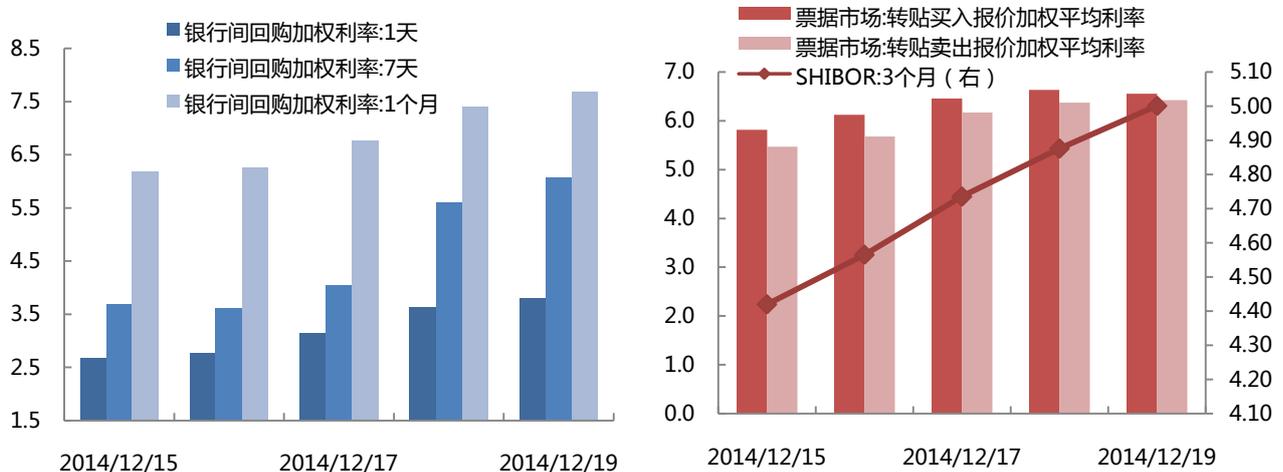


图 7: 上周各类债券持有期收益率



图 8: 上周各类债券收益率变动

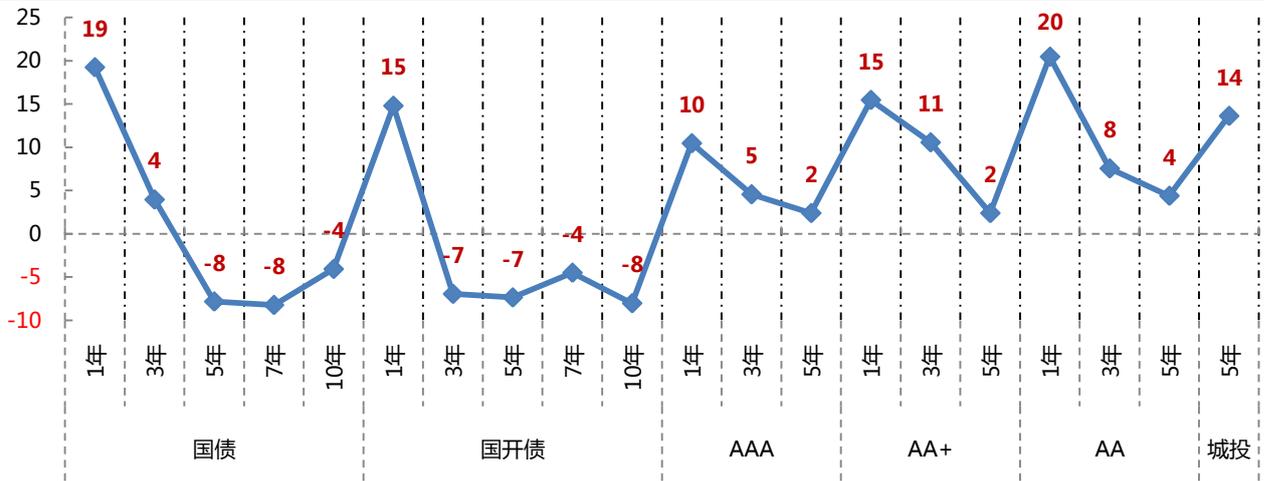
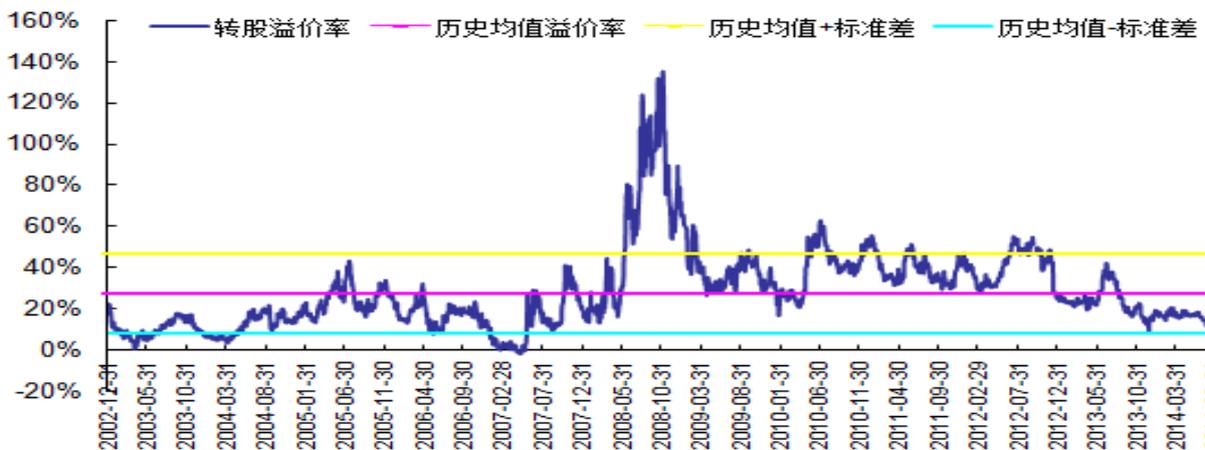


图 9: 可转债市场



如无特别说明，以上所有原始数据来源为 Wind。

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。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的產品时，应认真阅读相关法律文件。

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丙17号北京银行大厦8层

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：www.icbccs.com.cn