

主要结论:

- 宏观经济: 房地产销售继续改善, 1月汇丰 PMI 略超预期, 表明经济环比趋势出现弱企稳的迹象, 结合目前良好的信贷结构, 我们认为上半年经济企稳回升是大概率事件。
- 权益市场: 短期来看, 股市或将维持高位震荡; 长期来看, 大盘蓝筹类仍有估值提升的空间; 此外, 主性投资机会依然丰富。
- 固定收益市场: 利率债收益率持续下行并进一步平坦化, 信用债收益率小幅下行; 长期债市仍有下行空间, 但短期资金利率难以大幅下降, 信用债收益率短期将处于震荡态势。

正文内容:

一、市场回顾

宏观方面: 食品价格涨势继续回落, 生产资料价格依旧低迷, 通缩压力不减, 宽松依旧是政策主基调。房地产销售的趋势性向好依旧没有改变, 销售的复苏可持续, 房价也持续改善。本月第一个宏观数据汇丰 PMI 为 49.8, 较去年 12 月上升 0.2, 从分项指标来看, 表明经济环比趋势出现弱企稳的迹象。

公开市场操作方面, 上周四央行进行了 500 亿元的 7 天逆回购操作, 这是自 2014 年 1 月 28 日起, 央行再次重启逆回购操作。当日公开市场无正、逆回购到期, 据此推算, 当日净投放 500 亿元。

权益方面: 受证监会两融检查处罚和银监会加强委托贷款监管征求意见的影响, 上周市场小幅回落, 截至周五收盘, 上证综指报收 3351.76 点, 下跌 0.73%, 深证成指报收 11436.29 点, 下跌 0.84%, 两市一周成交量达 35629 亿元 (见图 2、图 3)。大部份中信一级行业板块上涨, 周涨幅前五板块为国防军工、综合、轻工制造、餐饮旅游、通信。(见图 4)。

固定收益方面: 上周资金面呈现前紧后松的态势, 周初受到缴税影响, 资金面较前一周明显紧张, 而随着周三周四央行放水, 资金面明显宽松。对于交易所回购而言, 全周均处于较为宽松的态势, 值得注意的是本次新股申购对交易所资金面的影响显著低于以往。对于银行间回购而言, 分期限来看, R001 上行 8BP 至 2.71%, R007 上行 6BP 至 3.94%, R1M 大幅上行 19BP 至 4.93%, 3 个月的 Shibor 小幅上行 1BP 至 4.90%, 票贴利率上行 8BP 至 5.46%。(见图 5、图 6)。

利率债收益率曲线继续下行,进一步平坦化。三年期国债收益率 3.20%,较前一周下降 0.03%。三年期国开债收益率 3.76%,较前一周下降 0.05%; 五年期国开债收益率 3.81%,较前一周下降 0.08%; 十年期国开债收益率 3.99%,较前一周下降 0.13% (见图 7、图 8)。

信用债依旧成交火爆,资金面有所收紧下,收益率小幅下行。期限方面,从估值角度来看,各期限下行幅度基本相差不大;从板块上来看,上周城投债表现明显好于产业债。一年期 AAA 最新收益率 4.45%,较前一周下降 0.04%; 一年期 AA+最新收益率 4.87%,较前一周下降 0.06%; 三年期 AA+最新收益率 4.88%,较前一周下降 0.06%; 一年期 AA 最新收益率 5.24%,较前一周下降 0.06%; 三年期 AA 最新收益率 5.30%,较前一周下降 0.06%; 一年期城投债最新收益率 5.45%,较前一周下降 0.03%; 五年期城投债最新收益率 5.73%,较前一周下降 0.10% (见图 7、图 8)。

转债市场平均转股溢价率为 20%,环比连续提升 (见图 9)。

二、重大事件回顾

1、四川今年力争公路水路建设投资超千亿

四川省日前召开的2015年全省交通运输工作会议提出,2015年四川省将努力稳定交通建设投资,力争公路水路建设完成投资1000亿元以上,实现“十二五”交通建设投资连续5年超千亿元。四川还将积极推动智慧交通发展,实施智慧交通建设工程。2015年,四川省将推进实施三类对全省经济社会发展具有重要支撑作用的重大项目。加快推进长江经济带立体综合交通走廊建设;加快推进高速公路建设,确保通车500公里、开工300公里(力争开工500公里)、储备500公里;加快推进专项工程建设,其中完成普通国省干线公路大中修1500公里,确保全面完成改造1万公里县乡公路的规划任务。

2、2015年起编制三年滚动预算,地方政府不得新设偿债准备金

政府对钱袋子的监管越来越紧,1月21日国务院办公厅发布通知,明确从2015年起各级财政开始编制三年滚动预算,地方各级政府不得新设各种形式的偿债准备金;确需偿债的,一律编制三年滚动预算并分年度纳入预算安排。中国政府网刊登的“关于进一步做好盘活财政存量资金工作的通知”要求,全面摸清各地区、各部门存量资金情况,分门别类提出处理方案。清理一般公共预算结转结余资金,各级一般公共预算2012年及以前年度结转(不含权责发生制)资金,应当作为结余资金管理,补充预算稳定调节基金,统筹用于2015年及以后年度预算编制。据通知,从2015年起,在财政部编制全国三年财政规划、地方财政部门编制本地区三年财政规划的同时,对目标比较明确的项目,各部门必须编制三年滚动预算,特别是要在水利投资运营、义务教育、卫生、社保就业、环保等重点领域开展三年滚动预算试点,加强项目库管理,健全

项目预算审核机制，明确规划期内将要开展的项目。通知并要求规范权责发生制核算。各级政府要严格权责发生制核算范围，控制核算规模。从2014年起，地方各级政府除国库集中支付年终结余外，一律不得按权责发生制列支，严禁违规采取权责发生制方式虚列支出。财政部去年10月发布通知，明确截至2014年12月31日尚未清偿完毕的地方政府存量债务，按照先清理、后甄别的顺序，将地方政府债务分门别类纳入全口径预算管理。

3、央行续做2695亿元MLF，新增500亿元MLF

中国人民银行1月21日表示，人民银行续做了到期的2695亿元中期借贷便利，并新增500亿元。操作对象为股份制商业银行、城市商业银行和农村商业银行，期限3个月，利率3.5%。央行表示，该举措为继续发挥中期借贷便利的结构性引导功能，强化正向激励作用，同时也为应对春节前的流动性季节性波动，促进货币市场平稳运行。华尔街见闻网站此前提到，市场上曾流传约2800亿元到期MLF于1月13日得到续做。其中主要是“一对一”面向中信、浦发等股份制银行，而浦发和兴业银行还有一定的新增MLF。此前，一位接近央行的人士称，现在新股申购比较集中，春节临近，如果不继续投放，市场资金面可能吃不消。

4、国开行今年支持重大工程建设，力争棚改贷款超4,000亿元

中国证券报报导，中国国家开发银行2015年支持重点领域薄弱环节建设，力争全年发放棚改贷款4,000亿元以上、铁路贷款1,000亿元、重点水利建设工程项目贷款900亿元。报导引述国开行行长郑之杰称，国开行2015年重大项目贷款要向国家重大工程建设倾斜，棚改贷款向中西部、东北地区及国有工矿、林区、垦区棚户区改造倾斜；区域贷款要向“三大支撑带”倾斜；小微贷款要向支持“三农”、扶贫开发、养老服务、创业就业倾斜。截至2014年底，国开行资产总额突破10万亿元，全年实现净利润884亿元，年末不良贷款率0.63%，连续39个季度保持在1%以内，资产质量保持同业领先水平。去年国开行发放棚改贷款4,086亿元，发行1,013亿元信贷资产支持证券，发放铁路贷款1,195亿元、水利贷款814亿元。此前为稳增长，国务院于去年4月初常务会议部署加快棚户区改造和中西部铁路建设，确定由国开行成立专门机构，采取市场化方式发行住宅金融专项债券，重点用于支持棚改和基建等建设。

三、市场展望

宏观方面：从PPI-PPIRM表征的企业利润来看，企业利润从10月以来开始改善，而利润对工业增加值有2-3个月的领先性，这意味着短期内生产端改善仍然可期。鉴于去年4、5月经济环比改善的时候，也出现过微观数据差、宏观数据好的局面，并结合目前了解到的信贷数据结构良好的情况，我们认为上半年经济企稳回升是大概率事件。

权益方面：央行货币政策有进行进一步宽松的必要性，但从央行继续 MLF 操作且进行了增量、重启逆回购的操作来看，央行短期内更倾向于定向的宽松，对全面降准后资金流入股市而未能惠及实体经济仍有顾虑。因此预计在全面放松之前，市场监管层有可能进行进一步规范股市的资金渠道的动作，或者在全面放松之后立即加快新股供应，以促进股市直接融资对实体经济的支持。短期来看在没有进一步监管政策出台和流动性保持较宽松的情况下，股市将维持高位震荡；长期来看，大盘蓝筹类仍有估值提升的空间。此外，随着对系列改革政策的推进主性投资机会依然丰富。

固定收益方面：随着缴税因素褪去，叠加央行将继续在公开市场上投放，本周资金面将有所缓解，资金利率将继续下行。目前利率债收益率曲线极为平坦，长短还出现倒挂；短端主要受资金面影响难以下行，从目前收益曲线的形态看，相对来说，3、5 年的政策性金融债价值较大。信用债方面，1 年金融债和回购利率之间高利差已经收敛完毕，各个期限债券的收益率已经恢复到 12 月初的水平（除了不能质押的城投债之外），中证登的冲击已经基本消退，修复行情进入尾声。长期债市仍有下行空间，但短期资金利率难以大幅下降，短期信用债收益率将处于震荡态势。

图 1: 公开操作市场

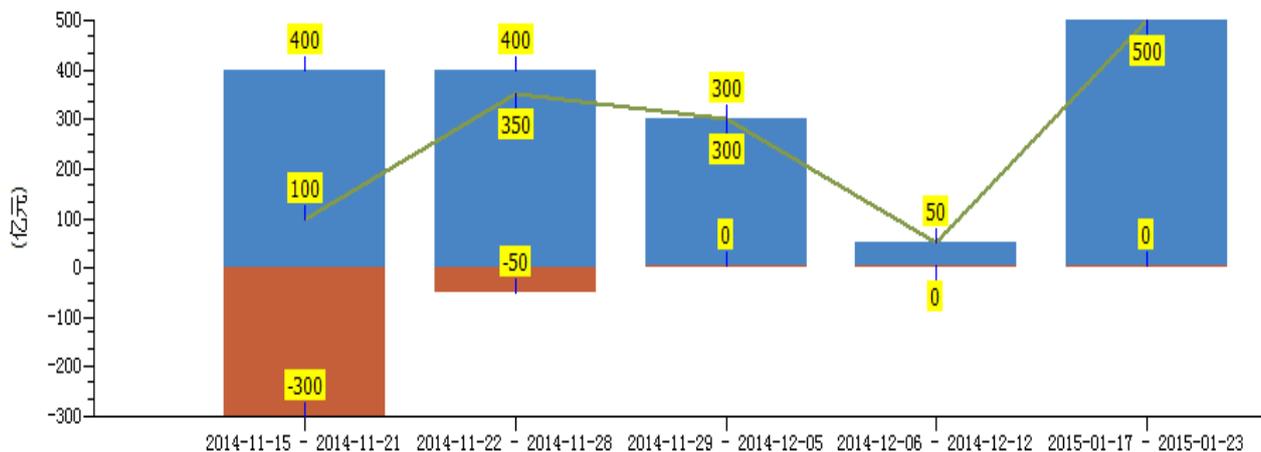


图 2: 股市走势

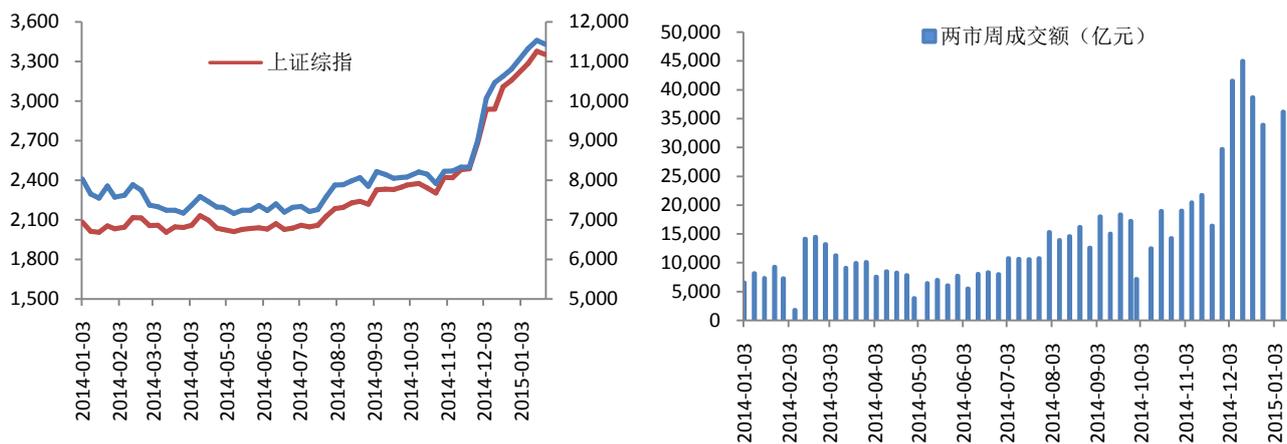


图 3: 主要指数表现

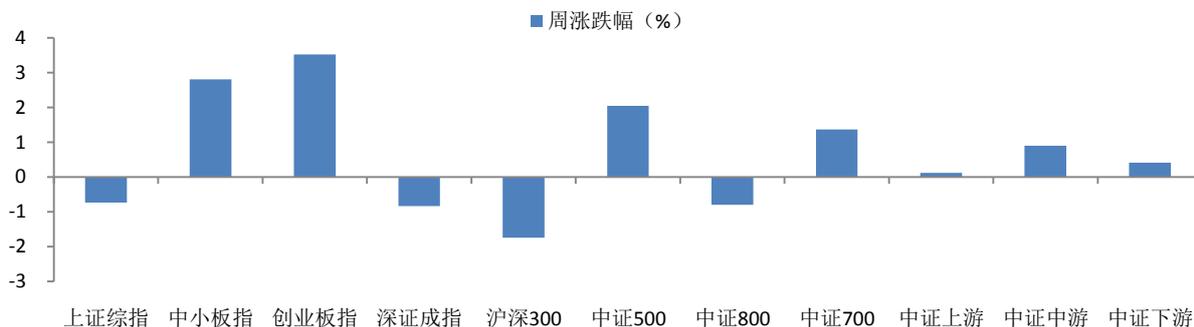


图 4: 行业表现

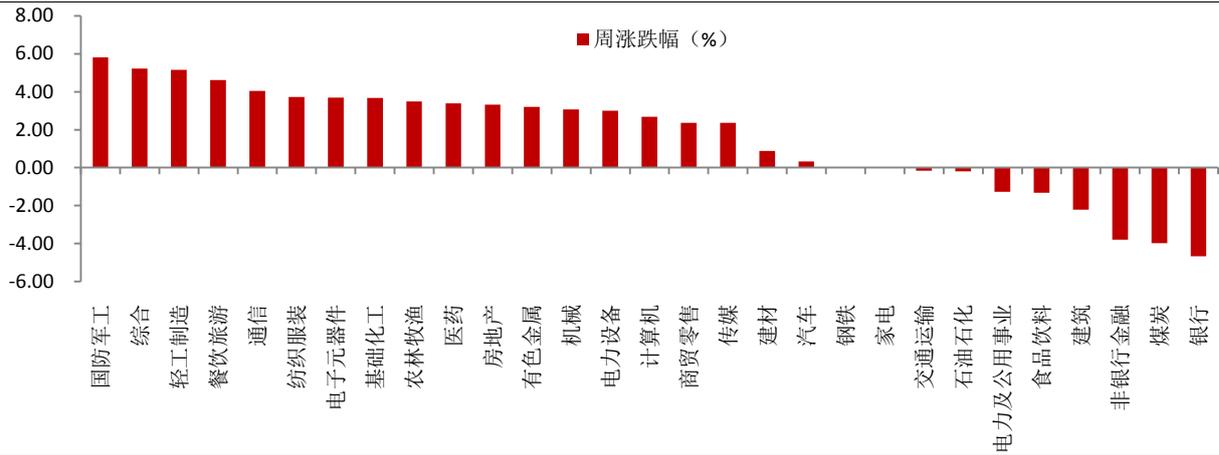


图 5: 回购利率一周走势

图 6: 票据利率和 SHIBOR 一周走势

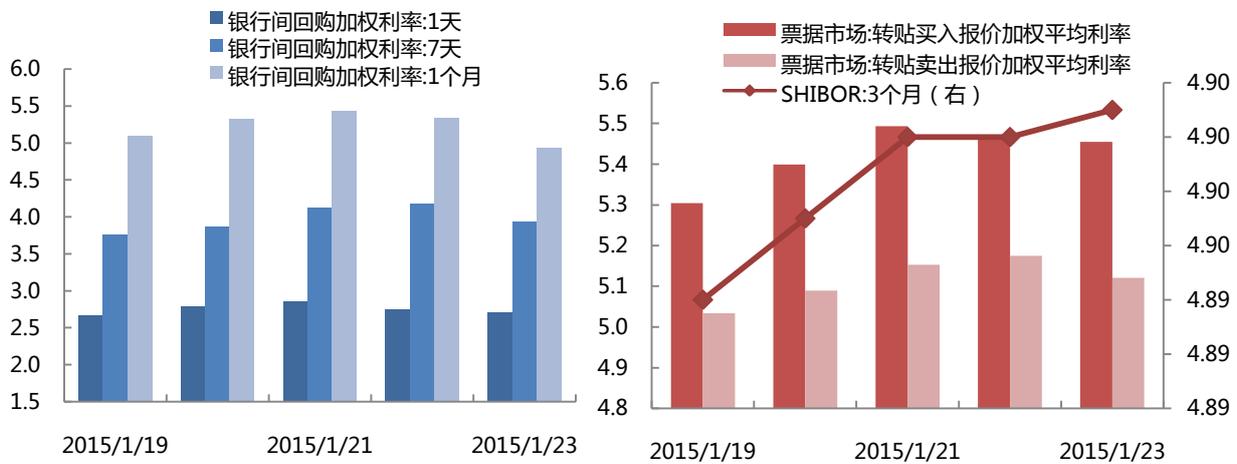


图 7: 上周各类债券持有期收益率

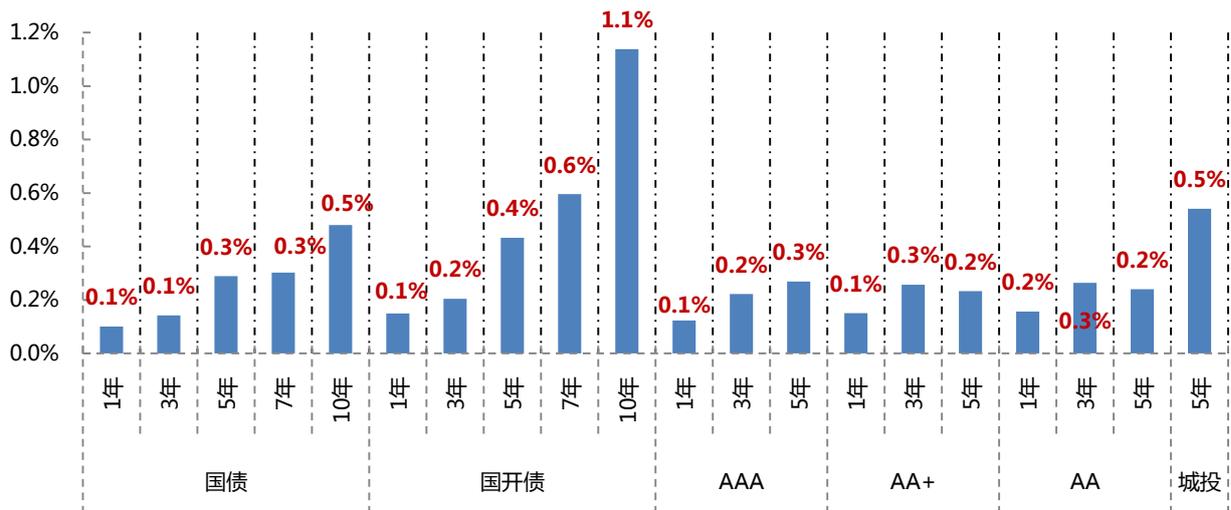


图 8: 上周各类债券收益率变动

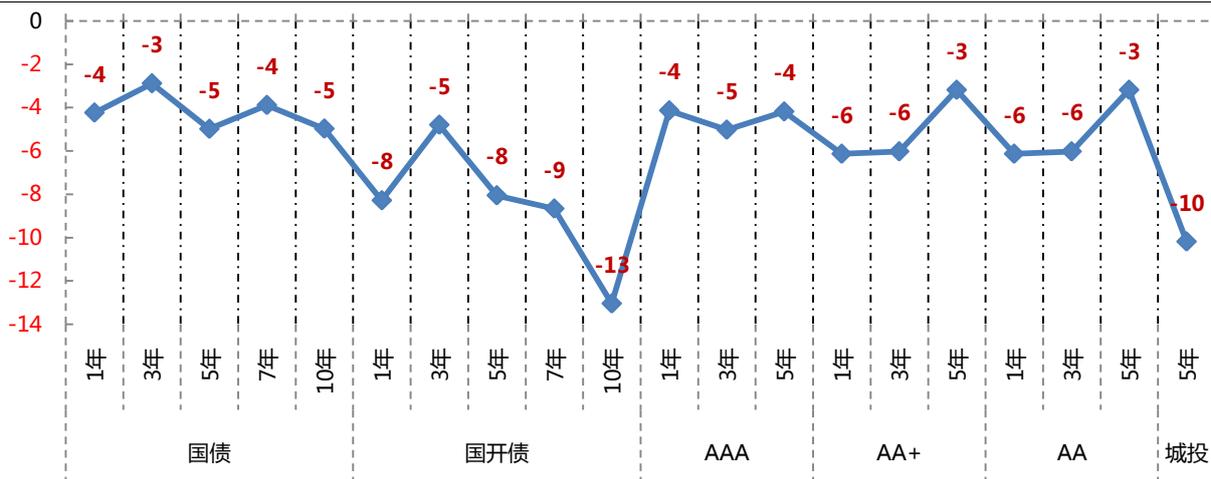
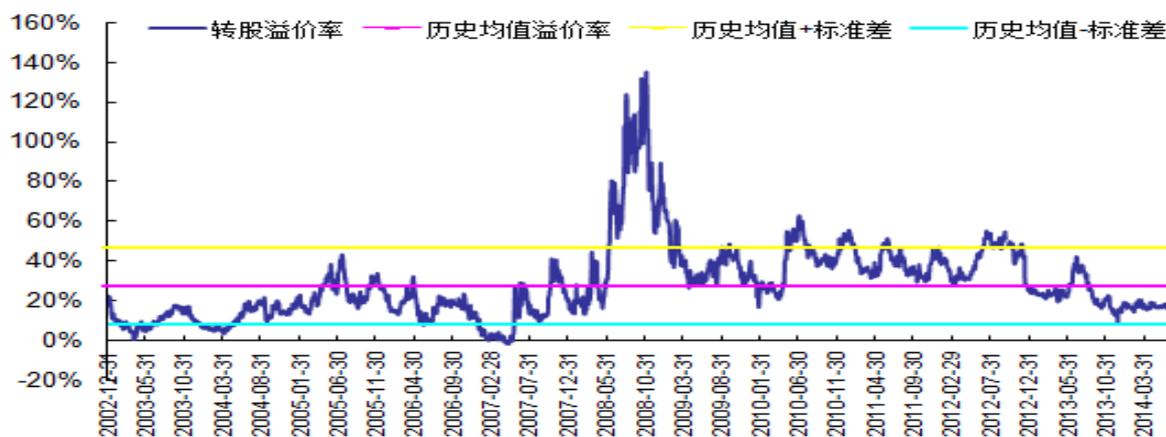


图 9: 可转债市场



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产品时，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