

### 主要结论:

- 宏观经济: 稳增长措施加大力度, 地产销售持续回升, 加上二季度较为明确的财政政策的配合, 经济增长的拐点或将在上半年出现。
- 权益市场: A 股进一步上涨对基本面支撑的力度的要求或将提升; 进一步的货币宽松政策或将出台。短期来看, 市场下行空间有限, 长期来看股市向好是大概率事件。
- 固定收益市场: 利率债方面, 短期来看货币市场利率难以大幅下行, 3-5 年金融债较长端品种配置价值高; 信用债方面, 基本面疲弱逐步被确认, 回购利率下行打开套息空间, 债券收益率或将重新下行。

### 正文内容:

#### 一、市场回顾

宏观方面: 上周公布了 1 月进出口数据, 进出口增速超预期下滑, 内需延续弱势, 通缩压力依然较大。目前公布的宏观经济数据、中观数据以及降准, 均表明当前的经济增长仍然没有改善。虽然 12 月信贷数据和 1 月信贷数据总量和结构有所改善, 但经济增长拐点并没有提前到来。

公开市场操作方面, 上周市场到期资金量为 300 亿元, 在周二、周四合计 1200 亿元的逆回购操作结束后, 一周合计实现资金净投放 900 亿元。

权益方面: 在各项数据均反映经济疲弱的情况下, 上周三央行宣布降准, 周四、周五市场连跌, 截至周五收盘, 上证综指报收 3075.91 点, 下跌 4.19%, 深证成指报收 10791.10 点, 下跌 3.22%, 两市一周成交量为 25,962 亿元(见图 2、图 3)。除了计算机、传媒分别上周了 7.19%、5.20%, 其他板块上周都是下跌行情(见图 4)。

固定收益方面: 上周资金面呈现前紧后松的态势: 周初受到季节性因素影响, 资金面较前一周明显紧张, 而随着周三央行降准, 资金面明显宽松。分期限来看, R001 下行 6BP 至 2.80%, R007 上行 7BP 至 4.41%, R1M 大幅上行 3BP 至 5.53%, 3 个月的 Shibor 小幅下行 1BP 至 4.91%, 票贴利率下行 13BP 至 5.37%(见图 5、图 6)。

利率债方面, 从周一起, 收益率曲线缓步下移, 周三晚间降准后, 收益率曲线在夜盘快速下降, 但从周四起又开始反弹, 回吐部分跌幅, 一周整体来看, 以下行为主。具体来看, 一年

期国债收益率 3.09%，较前一周下降 0.01%；三年期国债收益率 3.14%，较前一周下降 0.08%。三年期国开债收益率 3.70%，较前一周下降 0.11%；五年期国开债收益率 3.77%，较前一周下降 0.10%；十年期国开债收益率 3.76%，较前一周下降 0.11%（见图 7、图 8）。

信用债上周整体成交有所清淡，但是降准后成交明显活跃，收益率有所下行。从估值来看，短端下行幅度较大，但中长端却有所上行。一年期 AAA 最新收益率 4.49%，较前一周下降 0.03%；三年期 AAA 最新收益率 4.48%，较前一周上升 0.03%；一年期 AA+最新收益率 4.91%，较前一周下降 0.03%；三年期 AA+最新收益率 4.93%，较前一周上升 0.01%；一年期 AA 最新收益率 5.18%，较前一周下降 0.07%；五年期 AA 最新收益率 5.55%，较前一周上升 0.02%；一年期城投债最新收益率 5.36%，较前一周下降 0.11%（见图 7、图 8）。

转债市场平均转股溢价率为 12%，环比年内首次显著下降（见图 9）。

## 二、重大事件回顾

### 1、央行下调存款准备金率释放7000-9000亿元流动性

央行宣布自2月5日起，下调存款准备金率0.5个百分点。机构认为，本次降准释放7000-9000亿元；再次降息已经提上日程。央行称，为进一步增强金融机构支持结构调整的能力，加大对小微企业、“三农”以及重大水利工程建设的支持力度，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率0.5个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率4个百分点。多数机构认为银行、房地产、农业、有色金属等四大板块个股将从中直接受益。

### 2、中阿签百亿合同，核电走出去加快

2月4日中国国家主席习近平在人民大会堂同阿根廷总统克里斯蒂娜举行会谈，表示后期将核电作为两方的合作重点。2月5日就证实了具体的合作方案。四号核电站需要投资58亿美元，五号核电站需要投资70亿美元。习近平强调，中阿双方合作要建设好现有的铁路和水电站等重点项目，积极开展基础设施的建设、农业、能源、矿产、装备制造等领域合作，将核电作为下一阶段重点合作领域加以推进。

### 3、“一带一路”顶层规划方案即将出台超2/3省份有专项规划

据消息人士获悉，国家层面的“一带一路”规划已经获批并在小范围下发，即将正式出台。进入尾声的地方两会也显示出对“一带一路”政策的巨大热情。截至2月5日，已召开地方两会的28个省份中，超过2/3的省份都对“一带一路”进行了省内规划和推进。中国区域经济学会秘书长陈耀称，“一带一路”战略有望在2015年全面落实铺开，预计很快会有国家层面的规划方

案或指导意见出台。近期以铁路建设、核电合作等为主的一批基建项目有望实质性落地。统计数据显示，“一带一路”沿线总人口约44亿，经济总量约21万亿美元，分别约占全球的63%和29%。随着战略不断推进，“一带一路”有望成为中国经济新的增长点。

#### 4、券商禁止代销伞型信托重申两融50万门槛

监管部门正在收紧证券公司的相关融资类业务，相关监管部门近日发文要求券商严格执行《证券公司融资融券业务管理办法》，禁止证券公司通过代销伞型信托、P2P平台、自主开发相关融资服务系统等形式，为客户与他人、客户与客户之间的融资融券活动提供任何便利和服务。业内人士认为，监管部门降杠杆的决心非常明显。尽管目前券商的融资类业务依然以两融为主，但是因为伞型信托具有“放大资产”和“增量资金”的作用，而且随着近期市场行情回暖，业务较为活跃。受此影响，券商将在交易佣金方面、增量资产方面受到一定的冲击。此外，在对券商的两融业务的监管方面，相关监管部门也重申要求券商的业务门槛。证券公司不得为证券资产低于50万元的客户开立融资融券信用帐户。对已开立融资融券信用帐户且证券资产低于50万元的客户，继续按证监会原有政策和规定执行，不因为这一资产门槛而强行平仓。

### 三、市场展望

宏观方面：根据以往的经验，此次降准对经济的效果会有一定时滞；但不同于2008、2011年两次降准的背景，本次降准前中央稳增长的措施一直在加大，并且房地产销售已经持续4个月改善，因此本次的时滞会比2011年短，可能在二季度初见效。为防止经济惯性下滑，财政政策在二季度将提供较为确定的配合。一旦财政配合，经济将大概率企稳回升。因此，我们维持之前的判断，认为上半年经济出现拐点的概率较大。

权益方面：本次降准代表了政府对经济下行的确认。从估值角度来看，与去年11月的降息时点不同，当前A股估值水平较去年11月已经提升很多，尽管政府的货币宽松态度较为明确，但当前的货币宽松可能无法带来足够的估值提升动力。未来A股对基本面的关注或将提升，而在经济下行风险较大的情况下，监管层可能将出台进一步的货币宽松政策。短期来看，市场下行空间有限；在降杠杆、促改革、利创新的监管思维下，股市长期向好是大概率事件。

固定收益方面：在新股申购和春节因素的影响下，市场对长期资金面预期依旧谨慎。随着新股冻结资金和春节因素加重，预计本周资金面依旧保持紧平衡的态势。利率债方面，我们倾向于认为本次降准主要是为了补足基础货币缺口，经济将在内生的周期性恢复力量和既定的财政发力下缓慢回升，短期来看货币市场利率难以大幅下行，3-5年金融债较长端品种配置价值

高。信用债方面，基本面疲弱逐步被确认，回购利率下行打开套息空间，债券收益率或将重新下行；权衡收益与风险，并考虑到 12 月的表现，在当前行情下 3 年中票有较好的配置价值。

图 1: 公开操作市场

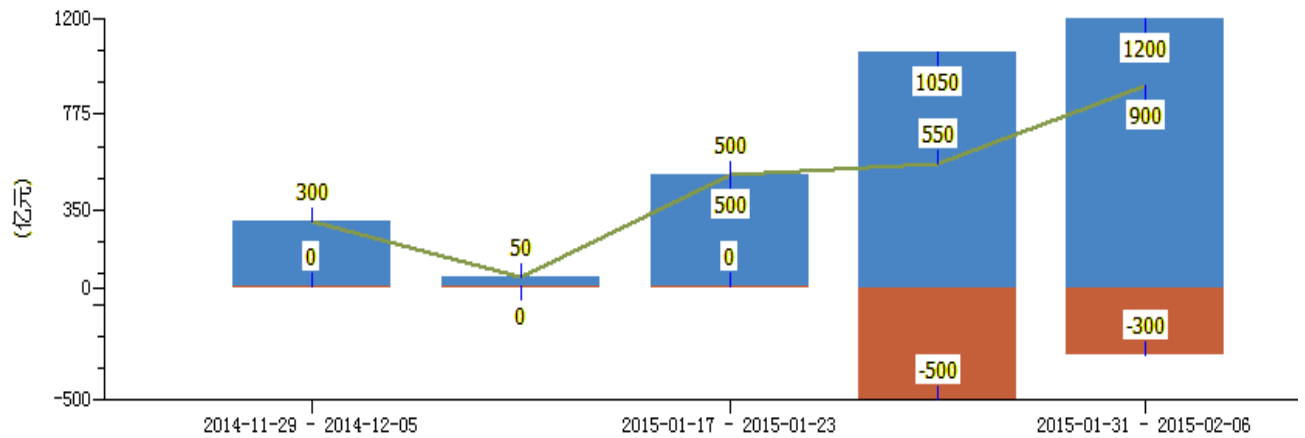


图 2: 股市走势

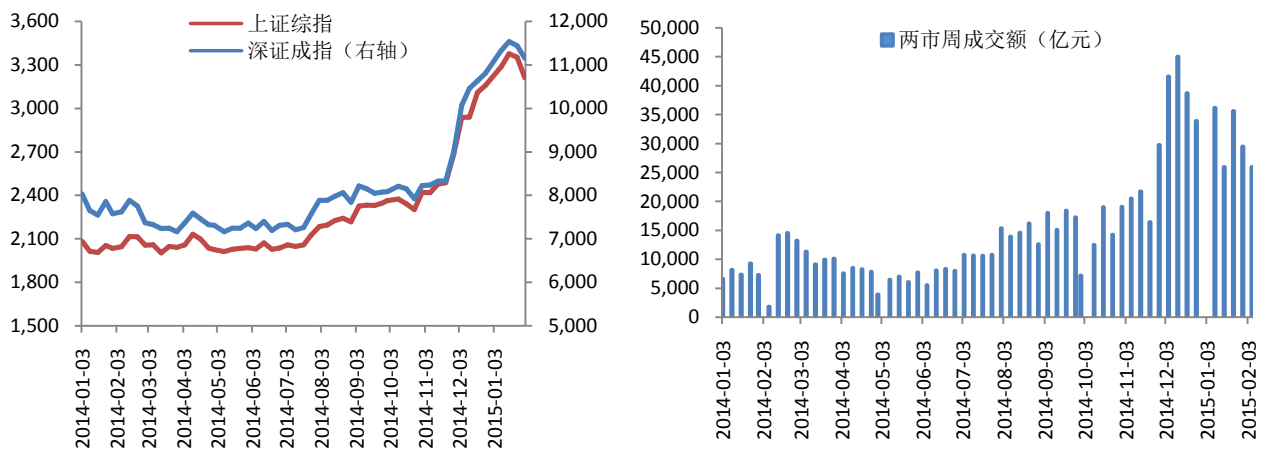


图 3: 主要指数表现

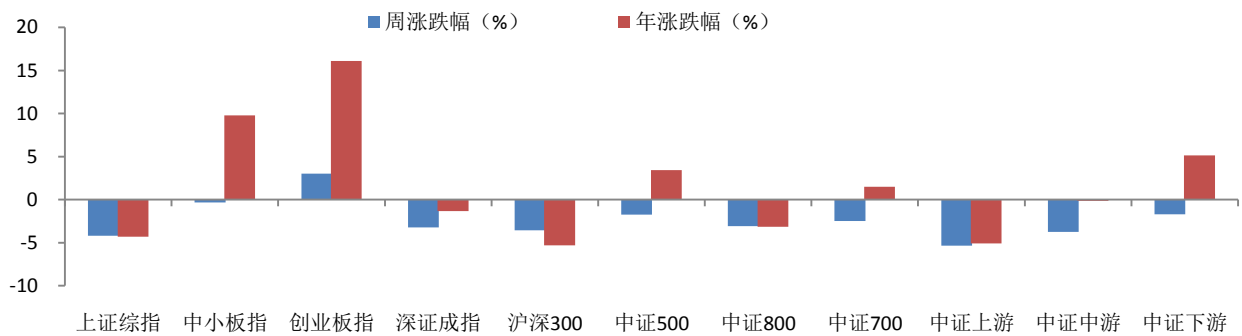


图 4: 行业表现

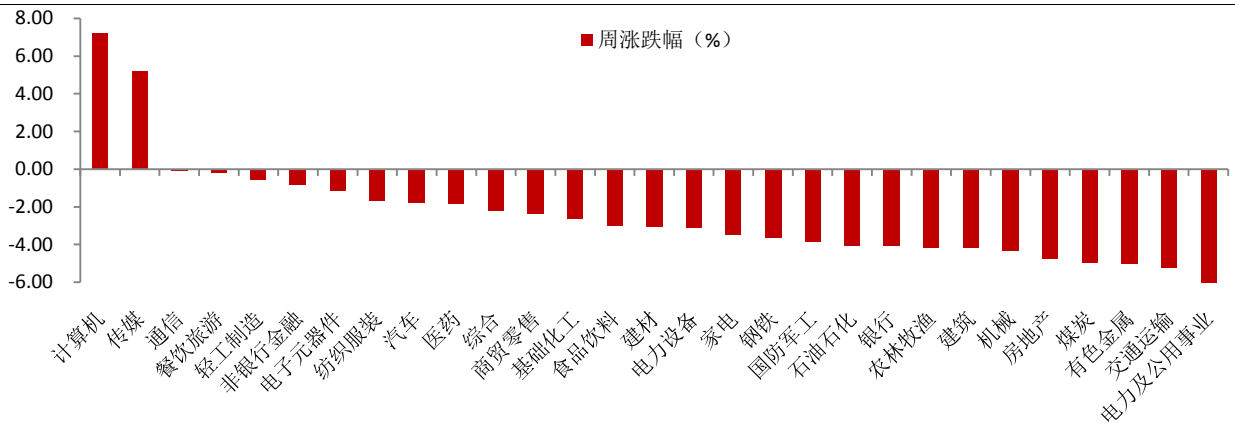


图 5: 回购利率一周走势

图 6: 票据利率和 SHIBOR 一周走势

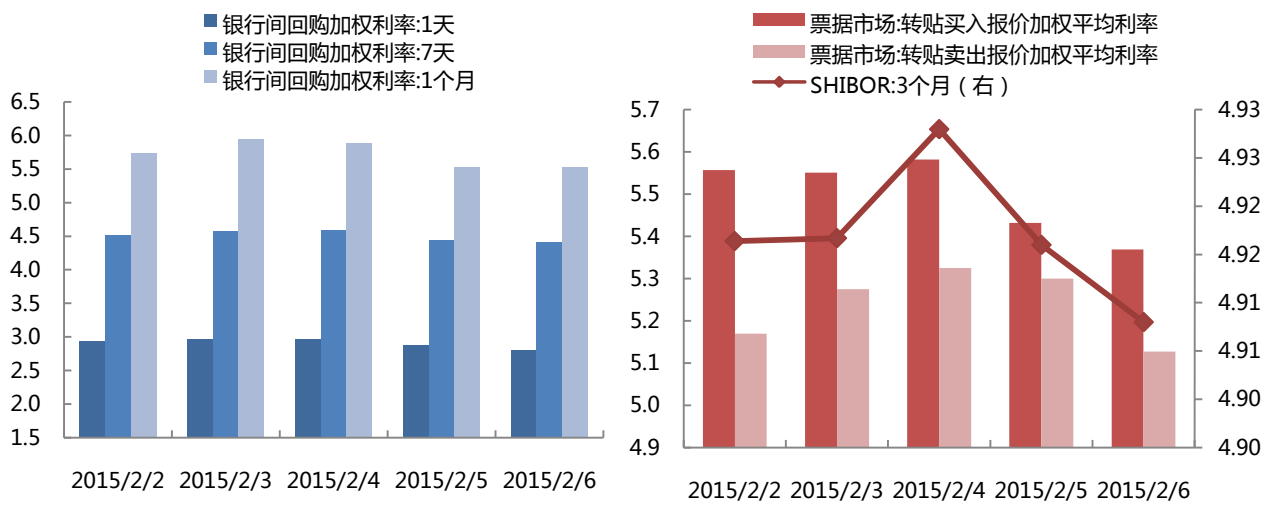


图 7: 上周各类债券持有期收益率

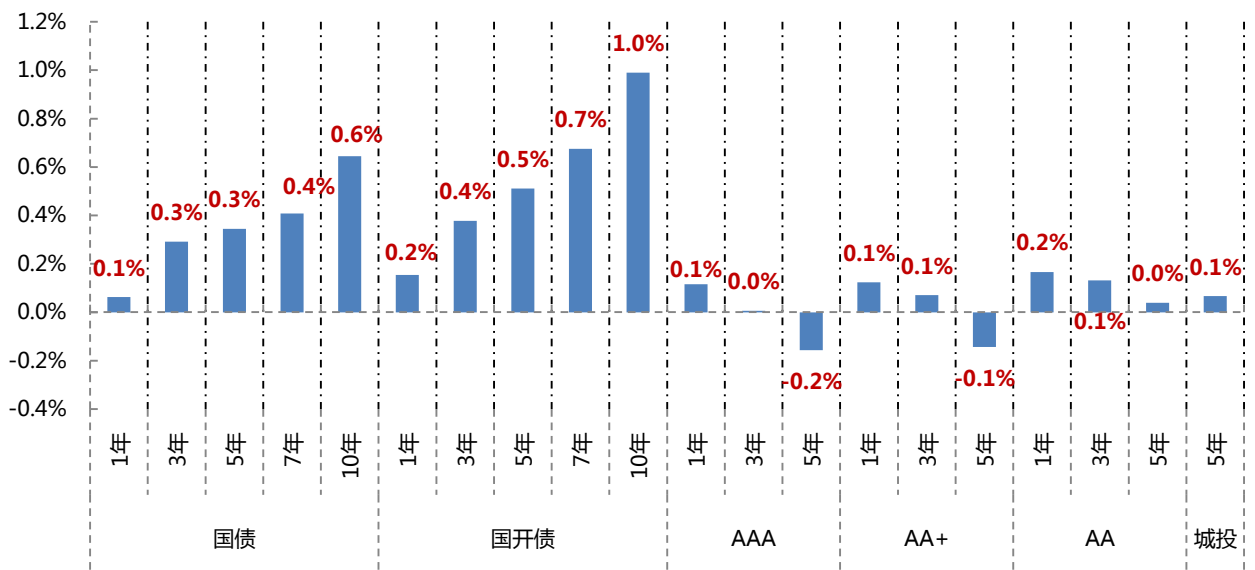


图 8: 上周各类债券收益率变动

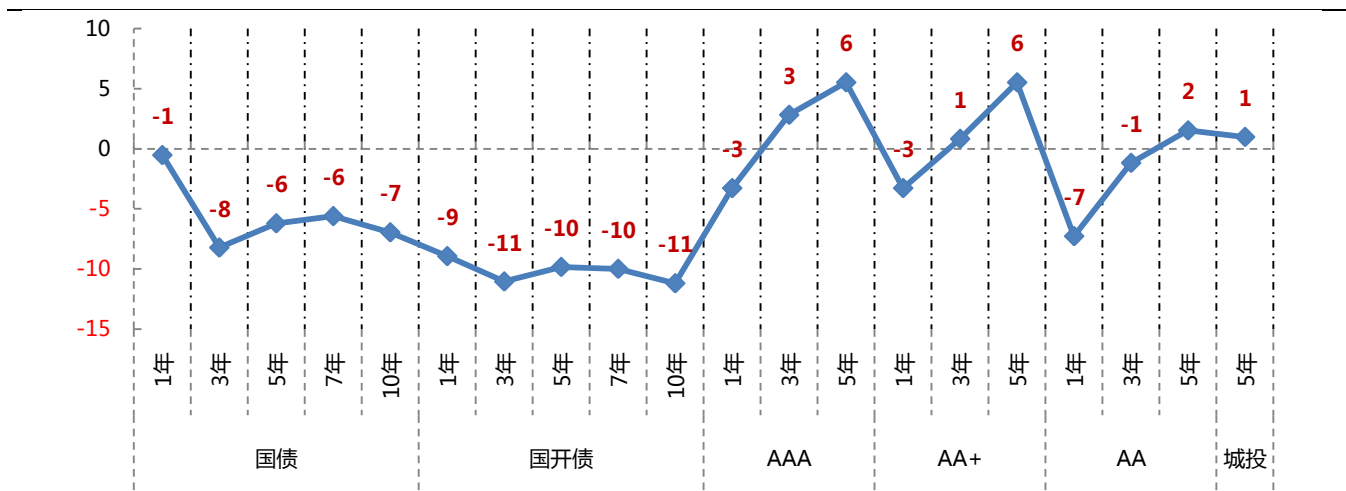


图 9: 可转债市场



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](http://www.icbccs.com.cn)