

### 主要结论:

- 宏观经济: 上半年财政政策有望加码配合货币宽松政策, 上半年经济反弹的概率仍较大。
- 权益市场: 短期来看, 股市整体仍将在高位震荡, 以结构性行情为主, 受益于降息和环保的板块将有较好的表现。长期来看, 在货币宽松、改革持续推进的环境下, 股市长期将向好。
- 固定收益市场: 利率债方面, 中等久期政策性金融债价值较大; 信用债方面, 随着资金利率重回宽松, 仍然看好信用债表现, 目前 3 年 AA+ 价值较大。

### 正文内容:

#### 一、市场回顾

宏观方面: 实体经济依旧低迷, 不过企业短期补库存意愿略有提升。2 月份中采 PMI 为 49.9%, 较上月微升 0.1 个百分点, 主要是企业补库存的影响。通缩风险依旧存在, 1 月份 CPI 下滑至 0.8%, 2 月 CPI 同比增速料将继续收窄至 1% 以内。

权益方面: 春节前后, A 股市场连续两周反弹, 截止上周五收盘, 上证综指报收 3310.30 点, 五日上涨 3.32%。在经济基本面依旧疲弱、通胀高速下行的情况下, 降息空间已然打开。市场强烈的降息预期推动了这两周股市的反弹。所有中信一级行业板块都上涨, 周涨幅前五的为建筑、石油石化、电力及公用事业、有色金属 (见图 4)。

固定收益方面: 上周资金面依旧维持春节前紧张态势, 资金利率方面, R001 上行 3BP 至 3.52%, R007 上行至 4.84%, R1M 下行幅度较大为 12BP 至 5.30%, 若考虑月末因素, 长端资金利率下行幅度更大, 显示市场对未来资金面较为乐观。从季节性来看, 历史上春节后的一周资金利率往往依旧处于较高的水平, 而随后则资金面将明显宽松, 因此上周资金面紧张主要受到季节性的影响 (见图 5、图 6)。

利率债方面, 整体小幅波动。具体来看, 一年期国债收益率 3.04%, 较前一周下降 0.04%。三年期国开债收益率 3.64%, 较前一周上升 0.04%; 五年期国开债收益率 3.74%, 较前一周上升 0.08%; 十年期国开债收益率 3.67%, 与前一周持平 (见图 7、图 8)。

信用债整体有所清淡, 收益率整体下行, AA 城投产业债利差有所收窄。一年期 AAA 最新收益率 4.36%, 较前一周下降 0.05%; 三年期 AAA 最新收益率 4.27%, 较前一周下降 0.07%; 一年期

AA+最新收益率 4.74%，较前一周下降 0.05%；三年期 AA+最新收益率 4.71%，较前一周下降 0.07%；一年期 AA 最新收益率 5.04%，较前一周下降 0.06%；五年期 AA 最新收益率 5.36%，较前一周下降 0.04%；一年期城投债最新收益率 5.21%，较前一周下降 0.10%（见图 7、图 8）。

## 二、重大事件回顾

### 1、上交所推出债券质押式协议回购

2月16日，上交所发布《上海证券交易所债券质押式协议回购交易暂行办法》以及相关指引，标志着债券质押式协议回购正式推出。上交所有关负责人介绍，上交所现有债券质押式回购实行集中竞价和担保交收的交易结算机制，采取标准券制度核算质押券价值，为市场提供了有效的流动性管理工具。但还有部分债券和资产支持证券只能进行现货交易，尚不能进行回购融资。协议回购是上交所现有债券质押式回购的有益补充，可为各类债券提供更为灵活的回购交易、结算机制，有助于扩大公司债券和资产证券化产品的投资群体，提高二级市场流动性。

### 2、基金券商资管投资新三板道路铺平

全国股转公司发布公告称，公司目前已完成托管人结算模式下的技术系统通关测试，这将为公募基金、券商资管等特殊机构投资者投资新三板铺平道路。据了解，新三板日前联合中国结算北京分公司、深证通组织开展托管人结算模式下的技术系统通关测试，九泰基金、德邦证券、华融证券 3 家投资机构，以及工商银行、招商证券 2 家资产托管机构参与本次测试。此前，新三板共组织了四次仿真测试和一次全网测试，充分验证了自身及其他市场参与主体的技术系统，其中包括交易系统、行情系统、结算系统、托管账务处理系统、数据汇总系统等。在通关测试当天，各项数据收发正常，测试工作有序进行，顺利达到通关测试的预期目标，技术系统平稳、如期上线。

### 3、2015 年城投债发行量收缩流动性风险大幅增加

进入 2015 年，城投债发行量延续了去年以来的收缩态势。统计数据显示，2015 年 1 月，城投债发行规模较去年 12 月水平继续下降，单月发行规模由去年 12 月的 349.5 亿元降至 244.5 亿元，缩量幅度扩大。市场人士分析，2015 年城投债的发行规模将进一步放缓，在当前城投企业融资渠道收紧、2015 年到期债务规模庞大的状况下，城投企业的流动性风险大幅增加。此外，值得注意的是，城投债的评级出现了明显下降，最高评级的 AAA 级占比大幅下降，多数降至 AA+ 级和 AA 级。中债资信公共机构首席分析师霍志辉表示，2015 年城投企业发生信用事件的概率将会增多。中债资信统计数据显示，2015 年已发债城投企业到期全部债务和城投债券分别为

1.89 万亿元和 0.22 万亿元。霍志辉认为，无论是地方政府存量债务处置，还是城投企业的转型，都需要一个过程，如果操之过急，可能引发系统性风险。

#### 4、发改委：今年推进一批重大交通基建项目

今年发改委将推进一批重大交通基础设施项目建设，重点抓好中西部铁路、城际铁路、国家高速公路“断头路”等新开工重大项目相关工作。去年发改委共下达中央预算内投资 340 亿元用于交通基础设施建设，全年新开工铁路项目 66 个，国家高速公路“断头路”项目 20 个，普通国道“瓶颈路段”项目 21 个，水路项目 12 个，支线机场项目 9 个。截至去年底，全国铁路运营里程达到 11 万公里，公路通车里程达到 446 万公里，沿海港口 2116 个，通航的民用运输机场 202 个。全国有 21 个城市开通城市轨道交通线路，运营总里程超过 2800 公里。高速铁路运营里程达到 1.58 万公里，位列世界第一，高速铁路服务范围覆盖 28 个省区市，实现网络化运营。今年发改委将重点抓好中西部铁路、城际铁路、国家高速公路“断头路”和普通国道“瓶颈路段”、内河高等级航道、新建干线机场等新开工重大项目相关工作，确保商丘至合肥至杭州铁路、郑州至万州铁路、石嘴山(蒙宁界)至中宁公路改扩建、香格里拉至丽江高速公路等一批重大项目开工。同时，创新投融资模式，进一步研究细化鼓励社会资本进入交通基础设施领域的支持政策和保障措施，积极吸引社会资本，用好铁路发展基金平台，扩大铁路建设资本金来源。

### 三、市场展望

宏观方面：本次降息对于降低社会融资成本的幅度低于上次降息，但货币政策的累积效应在增加，并且我们预计在两会后财政端便会有所发力，配合货币政策。因此，我们维持上半年经济反弹的判断。在短期通缩压力加剧的背景下，预期降准降息仍会继续。

权益方面：展望后市，当下流动性充裕，股市下行空间有限；另一方面，尽管降息将对股市有正面的影响，但出现大幅拉升的可能性不大，并且今年以来两融余额已有小幅下行，去杠杆的过程仍在继续。此外，3 月份是年报的密集公布期，在四季度盈利增速低于三季度的预期下，业绩发布将对股市的上行带来一定的压力。因此，短期来看，股市整体仍将在高位震荡，以结构性行情为主，受益于降息和环保的板块将有较好的表现。长期来看，在货币宽松、改革持续推进的环境下，股市长期将向好。

固定收益方面：资金面方面，随着春节后资金回流影响，叠加央行降息影响，资金面将明显宽松。利率债方面，目前收益曲线已极度平坦，在短端利率明显下行之之前，长短利率下行空间有限，综合来看，中等久期政策性金融债价值较大。信用债方面，虽然目前整体信用收益率

已下行 20BP，但随着货币政策持续宽松以及本周资金利率将重回宽松，我们仍然看好信用债表现，目前 3 年 AA+信用利差依旧相对较高，仍看好 3 年 AA+。

图 1: 公开操作市场

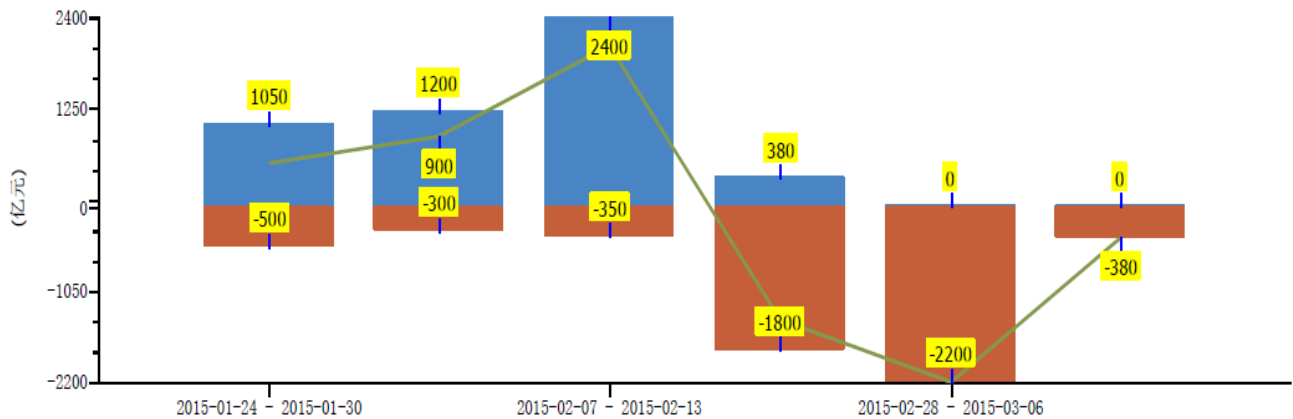


图 2: 股市走势

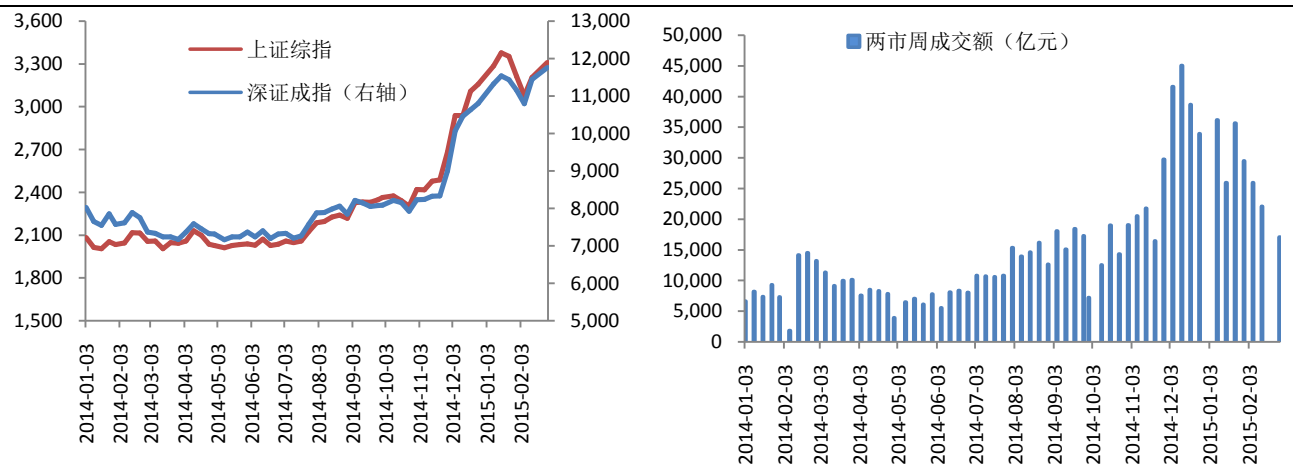


图 3: 主要指数表现

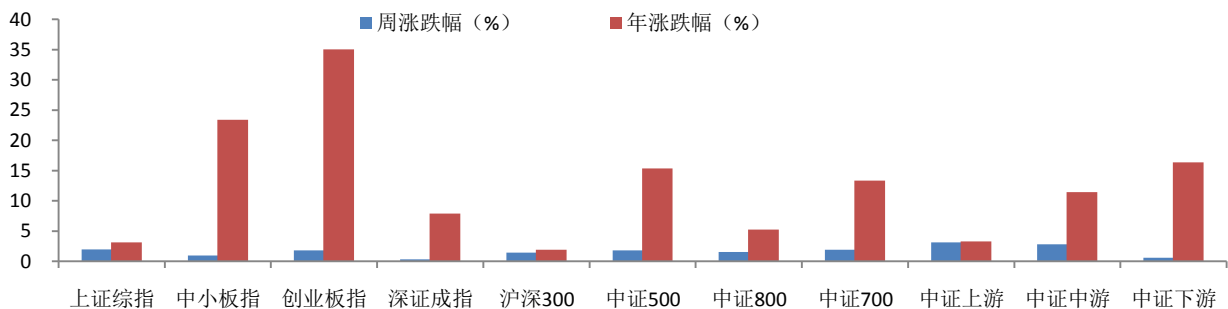


图 4: 行业表现

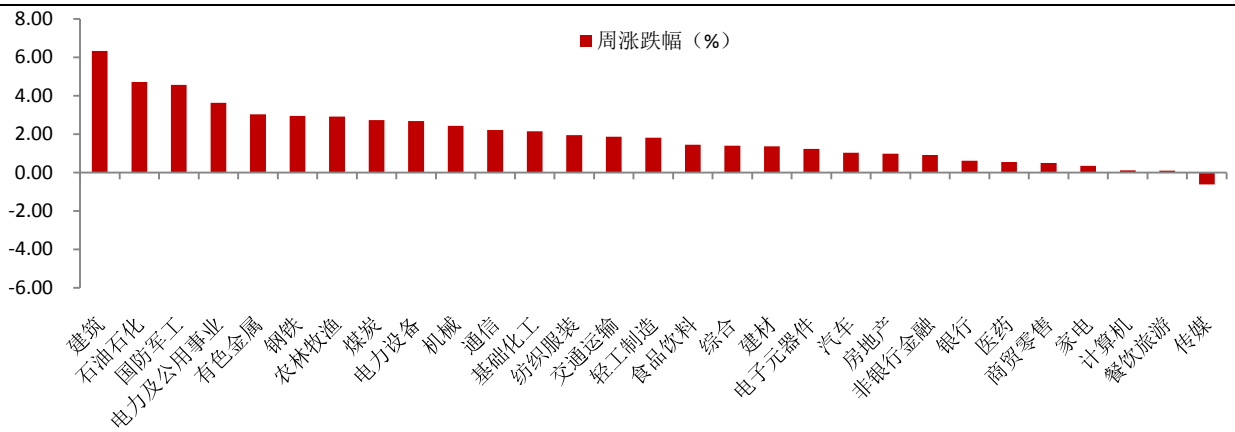


图 5: 回购利率一周走势

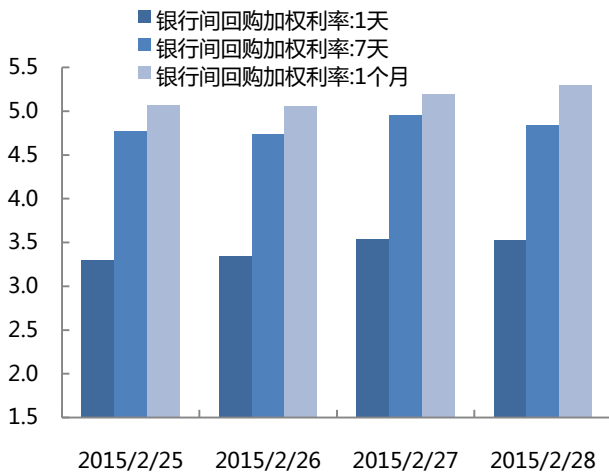


图 6: 票据利率和 SHIBOR 一周走势

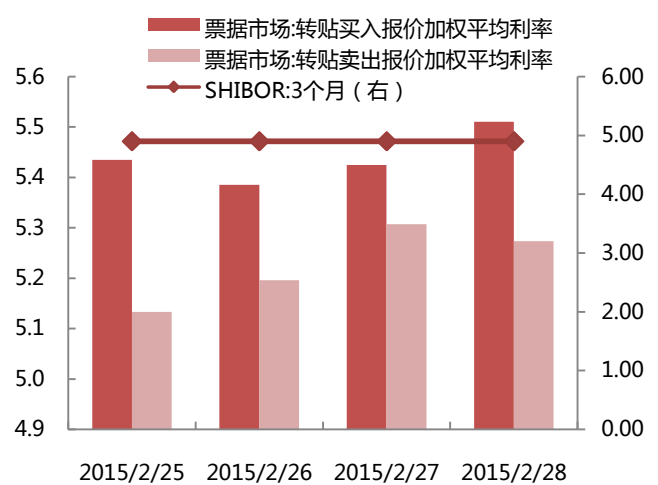


图 7: 上周各类债券持有期收益率 (2月16日-2月27日)

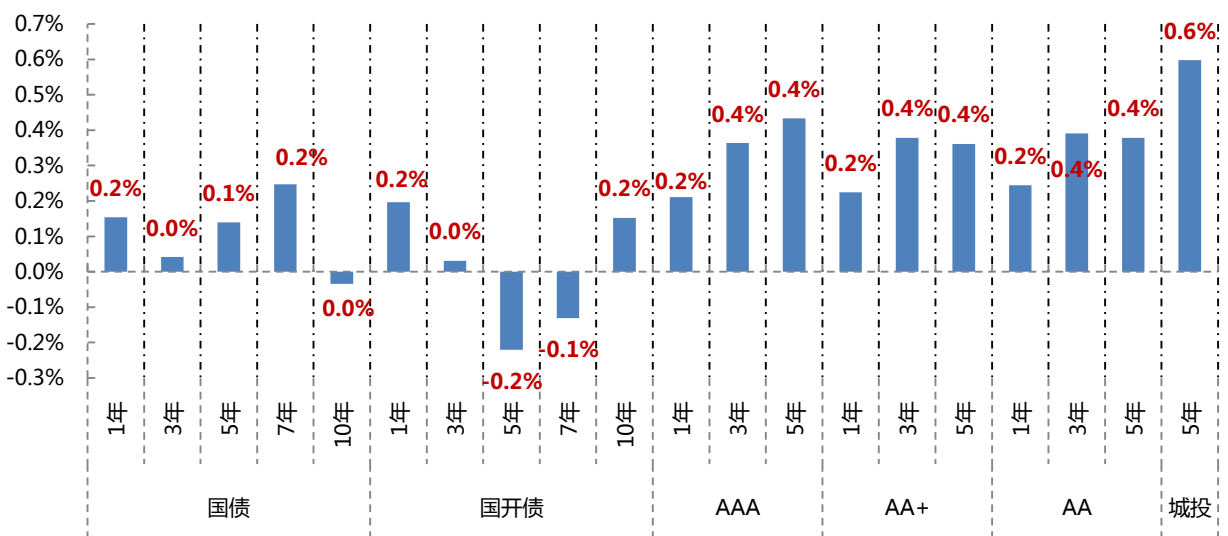


图 8: 上周各类债券收益率变动 (2月16日-2月27日)

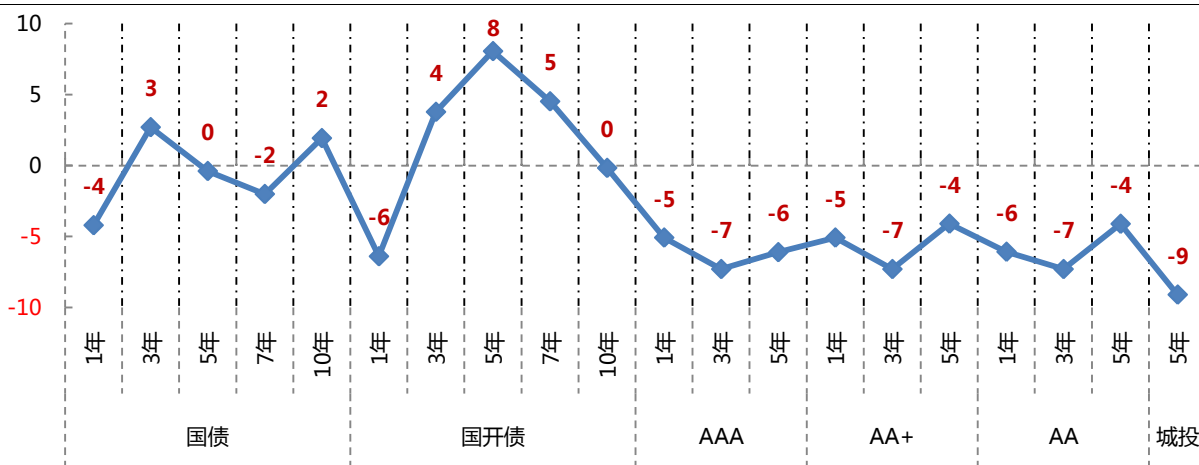


图 9: 可转债市场



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)