

主要结论:

- 宏观经济: 经济依然疲弱, 政府稳增长政策还会陆续出台, 实际效果还需要进一步观察验证; 货币政策取向依然会以中性偏松为主基调。
- 权益市场: 创业板短期向下修正的可能性正在积聚, 未来主板的表现将优于创业板, 战略性看多全年的主板市场。
- 固定收益市场: 利率债方面, 仍然保持短久期 1-3 年金融债, 国开优于非国开。信用债方面, 债务置换有利于提高对信用债的需求, 信用利差有望缩窄, 调整压力小于利率债。

正文内容:

一、市场回顾

宏观方面: 上周国务院常务会议强调“中国制造 2025”与国企改革; “一带一路”规划推出则利好交通、能源和电信类基础设施建设等。汇丰 PMI 初值低于预期; 1-2 月工业企业利润数据继续下滑, 不过下游利润增速平稳。食品价格跌幅有所收窄, 但不改低通胀趋势。央行再次下调逆回购利率, 显示货币政策取向仍将中性偏松, 但实质性宽松效果有限。

公开市场操作方面, 上周央行公开市场将有 350 亿元逆回购到期, 无正回购、央票到期。央行公开市场周二(3 月 24 日)进行了 200 亿元人民币 7 天期逆回购, 周四(3 月 26 日), 央行公开市场进行了 250 亿元 7 天期逆回购。据此推算, 央行公开市场上周净投放 100 亿元人民币。

权益方面: 上周市场风格相比前两周出现了分化, 创业板在周四曾一度暴跌近 5%, 尽管周五又有所回升, 但 80 多倍的 P/E 高估值或难以为继。对于主板而言, 经济基本面依然疲弱, 管理层稳增长的政策将会陆续出台, 如上周五国土资源部、住建部联合下发《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》, 这些政策将对低估值蓝筹股的上涨行情构成一定支撑。具体来看, 上证综指收报 3691.10 点, 当周累计上涨 2.04%; 深证成指收报 12874.42 点, 当周累计上涨 2.63%。

固定收益方面:随着新股冻结因素消失,上周资金面较前两周明显宽松,资金利率大下行,期限方面,R001 大幅下行 15BP 至 3.27%,R007 大幅下行 50BP 至 4.23%,R1M 小幅上行 2BP 至 5.10%。(见图 5、图 6)。

利率债方面,上周收益率一路上行,且到后半周呈加速上行的态势;曲线形态上来看,则是以短端变化不大,长端大幅上行完成陡峭化。具体到各品种来说,1年金融债收益率上行幅度在 5BP 左右,而 10 年金融债上行幅度则高达 20BP,上行速度之快为今年年初以来之最。就影响因素而言,周二汇丰 PMI 低于预期创 11 个月以来新低以及央行本月第 3 次下调 7 天逆回购利率均未阻止收益率上行趋势,也从侧面印证了市场对于供给的担忧才是本轮收益率上行的主要原因。具体来看,一年期国债收益率 3.18%,较前一周上升 0.08%;三年期国债收益率 3.25%,较前一周上升 0.03%。三年期国开债收益率 4.03%,较前一周上升 0.26%;七年期国开债收益率 4.16%,较前一周上升 0.13%;十年期国开债收益率 4.09%,较前一周上升 0.22% (见图 7、图 8)。

信用债方面,上周信用债收益率整体上行。具体来看,一年期 AAA 最新收益率 4.75%,较前一周上升 0.22%;三年期 AAA 最新收益率 4.76%,较前一周上升 0.14%;一年期 AA+最新收益率 5.14%,较前一周上升 0.22%;三年期 AA+最新收益率 5.16%,较前一周上升 0.14%;一年期 AA 最新收益率 5.36%,较前一周上升 0.2%;三年期 AA 最新收益率 5.5%,较前一周上升 0.14%;五年期城投债最新收益率 5.89%,较前一周上升 0.19% (见图 7、图 8)。

二、重大事件回顾

1、发改委:将有万亿资金流向创新企业

3月23日国务院发文要求培育壮大创业投资和资本市场。创新驱动顶层设计完成,国家发改委预计将有万亿资金流向创新企业。此前的1月份,国务院设立了国家新兴产业创业投资引导基金,规模为400亿元,重点支持处于“蹒跚”起步阶段的创新型企业。国家发改委高技术司副司长徐建平介绍,如按目前“新兴产业创投计划”中央财政资金放大倍数测算,400亿元引导基金可直接带动社会民间投入1800亿元,可扶持近1万家创新型企业,间接带动1万亿元规模的银行贷款、机构投资等各类资金流向创新企业。

2、自贸区全面对接“一带一路”等国家战略

3月24日,中共中央总书记习近平主持会议,审议通过广东、天津、福建自由贸易试验区总体方案,以及进一步深化上海自由贸易试验区改革开放方案。会议要求,四地自贸区,要贯彻“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展等国家战略,在构建开放型经济新体制、探索区域经济合作新模式、建设法治化营商环境等方面,率先挖掘改革潜力,破解改革难

题。广东省商务厅披露，即将挂牌的广东自贸试验区，将立足于打造新型国际投资贸易规则试验区，在国际投资、贸易、知识产权等领域探索对接国际高标准规则体系。同时，有效对接国家“一带一路”战略，推动广东与 21 世纪海上丝绸之路沿线国家和地区的贸易往来和投资合作，着力打造 21 世纪海上丝绸之路的重要枢纽，为 21 世纪海上丝绸之路建设服务。对于天津自贸区来说，除了突出地方特色，与京津冀协同战略进行对接之外，对接“一带一路”战略也是题中应有之义。福建自贸试验区总体战略定位则是，打造改革创新的试验田、两岸经济合作的示范区、面向 21 世纪海上丝绸之路沿线国家和地区开放合作的新高地。而上海自贸区，金融创新仍是重中之重，也是上海自贸区辐射浦东、扩区浦东的重中之重。

3、机构评汇丰中国 3 月制造业 PMI：经济未企稳降准降息可期

3 月 24 日，汇丰银行（HSBC）与英国研究公司 Markit Group 联合公布的数据显示，2015 年 3 月汇丰中国制造业采购经理人指数（PMI）预览值为 49.2，不及预期的 50.5 并创近 11 个月来新低，2 月终值为 50.7。汇丰大中华区首席经济学家屈宏斌认为，汇丰中国制造业 PMI 数据表明中国制造业在 3 月轻微恶化。新业务整体再度下跌拖累产出指数扩张增速放缓，制造业企业持续裁减员工数量。同时，由于国际油价仍在下挫，制造业企业也继续从投入成本下跌中受益。然而，相对疲软的客户需求导致企业节省开支，用以增加新的业务。企业也以同样大的幅度削减了销售价格。民生证券分析认为，3 月是传统开工旺季，但汇丰 PMI 预览值仍大幅低于预期，显示经济下行压力依然存在。新订单加速下行，与房地产投资下行有关。3 月 30 城市房地产销售数据继续疲软，从销售到投资滞后两季度的传导链条看，房地产投资年内难企稳。新订单下行抑制企业生产和采购，数据上看，产出和就业指数继续下行，生产疲弱未来将继续抑制采购与购进价格，企业未来继续以库存去化为主。经济下行压力犹存，政策上预计会加大稳增长力度，围绕着一带一路基建投资项目将陆续上马，货币宽松不会停止，降准降息只是时间问题。

4、证监会发布公募基金参与沪港通指引

证监会新闻发言人 27 日表示，证监会公布公开募集证券投资基金参与沪港通的指引，该指引自发布之日起实行。此次发布的指引是根据证券投资基金法等法律法规进行的，指引共十条，对基金参与沪港通的风险管理、内控制度进行了管理，明确基金管理人可以募集新基金投资香港股票，无需具备 QDII 资格；之前已注册的基金应根据基金约定情况参与沪港通；要求基金合同要遵守规定；强调基金参与沪港通的信披工作；明确基金管理人的决策制度和风险决策要求。

三、市场展望

宏观方面：当前经济依然疲弱，政府稳增长政策还会陆续出台，货币政策仍将以中性偏松为主。经济增长面数据再度表明一季度实体经济增长疲弱，1-2月工业企业利润数据属于滞后类指标，其低迷表现印证了一季度实体经济的低迷；与此同时，虽然汇丰PMI初值对经济增长的指示作用偏弱，但3月汇丰PMI初值明显低于预期，至少无法证伪一季度经济增长弱势。政府稳增长政策还会陆续出台，但目前政府稳增长对经济的直接拉动力趋弱，稳增长政策的实际效果还需要进一步观察验证。货币政策取向依然会以中性偏松为主基调，不过考虑到央行依然关注全社会杠杆率，货币政策实质性宽松的效果可能有限。

权益方面：创业板短期向上空间不大，而向下修正的可能性正在积聚。对于主板而言，政策将对低估值蓝筹股的上涨行情构成一定支撑，未来主板的表现将优于创业板，战略性看多全年的主板市场。

固定收益方面：利率债方面，对长端利率仍需保持谨慎，短久期1-3年金融债依然有配置价值；信用利差有望缩窄，城投板块值得关注。利率债的大规模供给将伴随央行相应的对冲性宽松政策，供给冲击最终对收益率的影响很有限，但问题是如果央行宽松不及时，收益率可能会经历先上后下的走势，目前来看长端利率的上行可能恰是体现了市场对于央行能否及时对冲的疑问。我们认为，在央行态度仍未明确之前，对长端利率仍需保持谨慎，推荐策略依旧是短久期1-3年金融债，其中国开债优于非国开债。信用债方面，债务置换有利于提高对信用债的需求，信用利差有望缩窄，调整压力小于利率债；板块方面，城投板块仍值得关注。

附表:

图 1: 公开操作市场

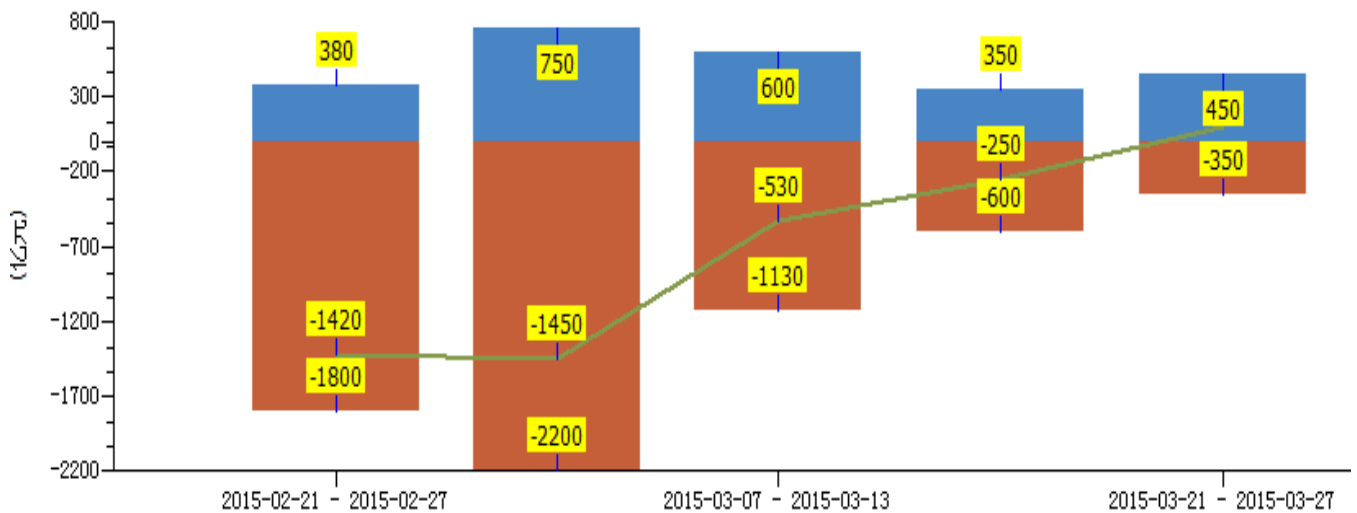


图 2: 股市走势

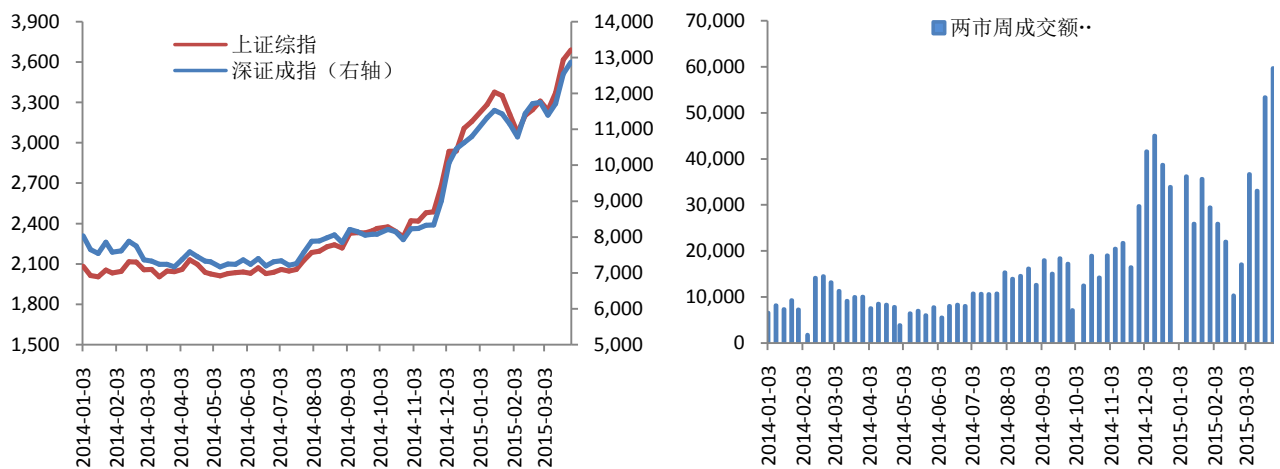


图 3: 主要指数表现

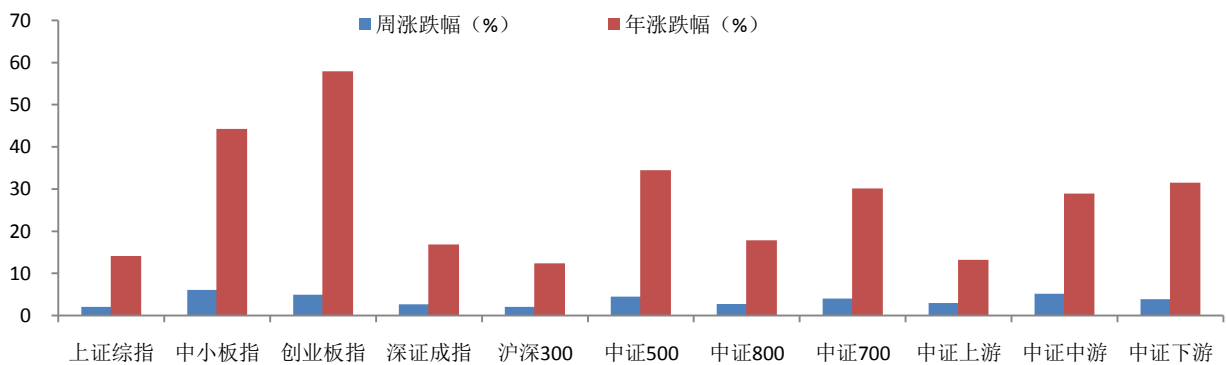


图 4: 行业表现

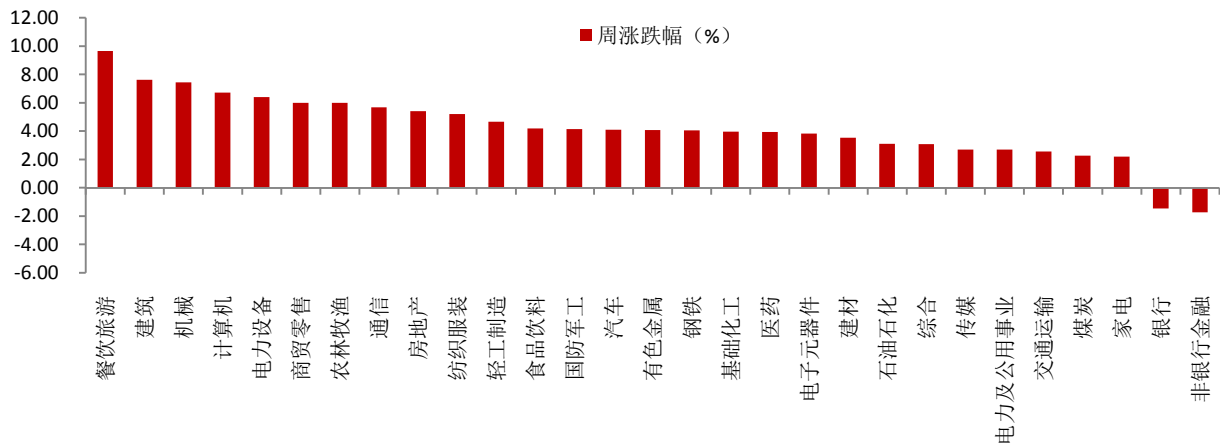


图 5: 回购利率一周走势

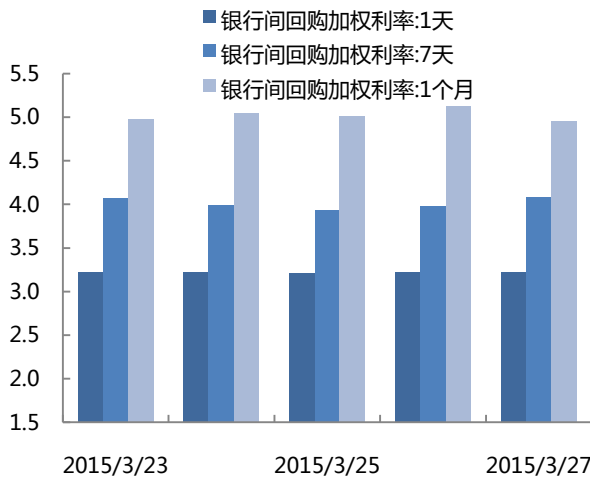


图 6: 票据利率和 SHIBOR 一周走势

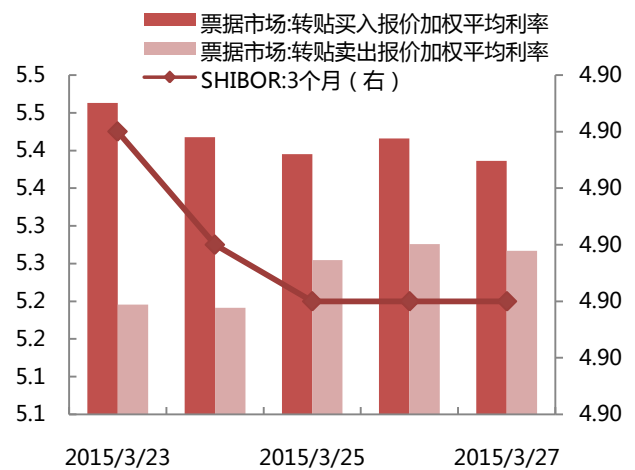


图 7: 上周各类债券持有期收益率

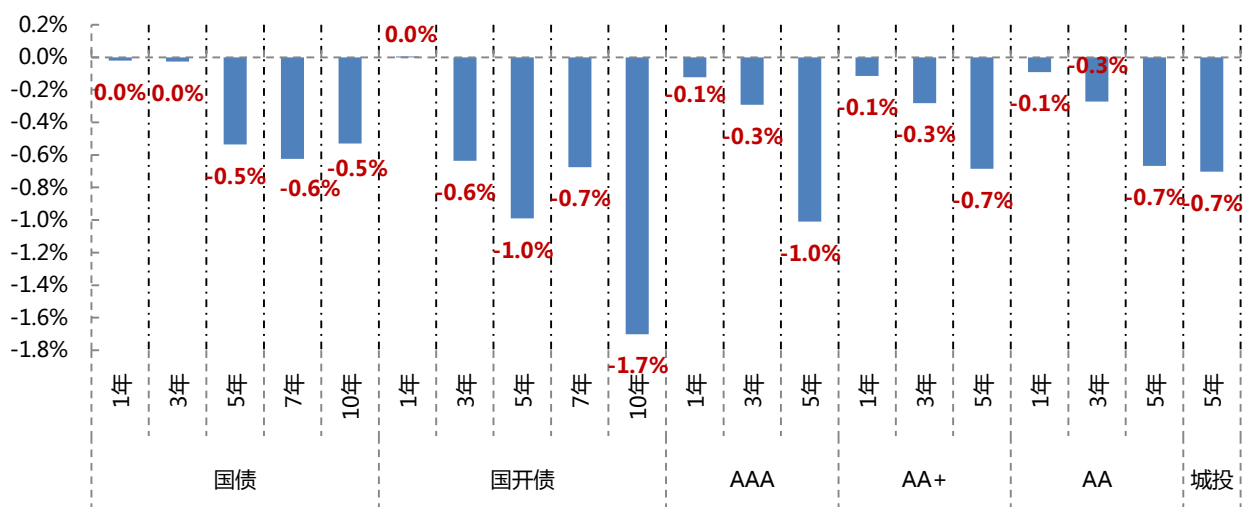


图 8: 上周各类债券收益率变动

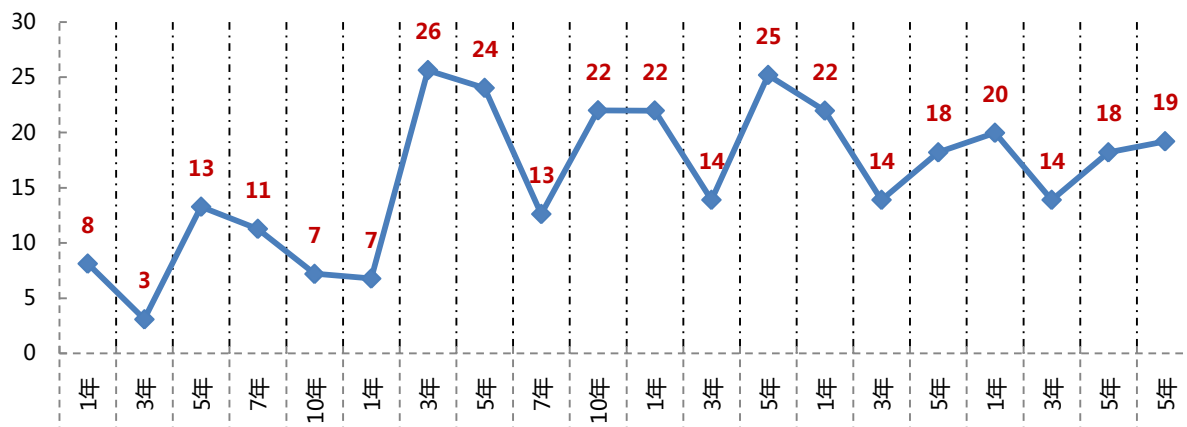
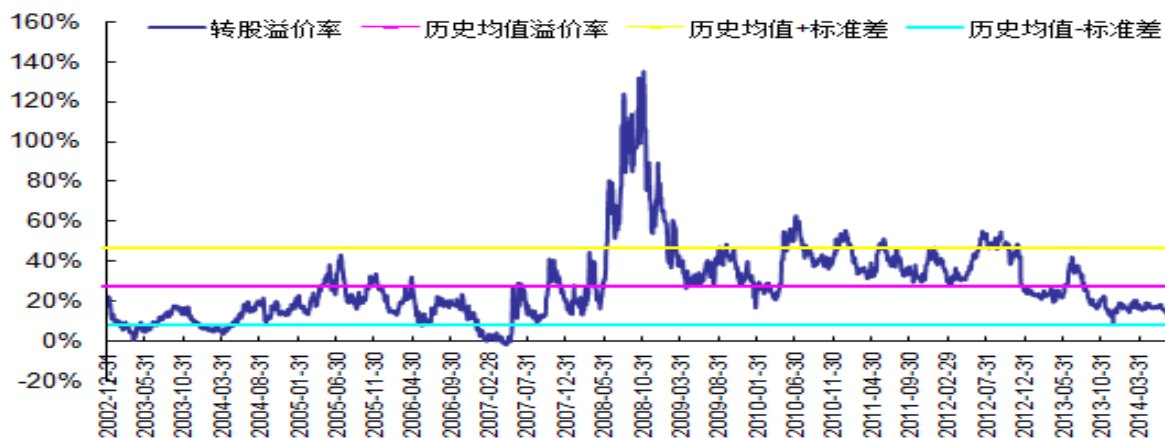


图 9: 可转债市场



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