

主要结论:

- 宏观经济: 低通胀延续, 稳增长态度明确, 货币政策仍将宽松。
- 权益市场: 未来 A 股市场的上行还会继续; 相对于中小板与创业板, 看好低估值、高分红、盈利增长稳定的 A 股蓝筹股的表现。
- 固定收益市场: 利率债方面, 没有趋势机会, 只有波段操作机会; 信用债方面, 利差维持低位, 分化加大。

正文内容:

一、市场回顾

宏观方面: 上周政策面继续释放稳增长信号, 侧面反映实体经济增长疲弱, 经济下行压力仍大。央行宣布将SLF和MLF操作披露频率提高至月度, 表明央行货币政策透明度正在提升; 3月CPI和PPI走势符合市场预期, 猪价回升、房租环比上涨的持续性值得关注, 但这并未改变总需求疲弱下低通胀这一主要矛盾。

公开市场操作方面: 2015年4月4日到4月10日, 央行公开市场净回笼150亿元, 其中周二进行7D逆回购操作200亿, 中标利率3.45%, 到期250亿; 周四央行7D逆回购操作150亿, 回购利率3.45%, 到期250亿。

权益方面: 上周四, 市场盘中出现剧烈震荡, 尤其是创业板全天振幅超过6%, 导致本次市场, 尤其是中小板、创业板出现大幅调整的根本原因在于其估值水平短期已经过高, 触发调整的催化剂是最近监管部门对于国内投资者投资港股渠道的放开。以前虽然存在估值差异的套利空间但是受投资渠道的限制难以实现, 限制打开了之后资金自然会从国内估值过高的板块流向相对估值较低的港股或中概股, 这也使我们看到在创业板大幅调整的时候, 恒生指数、恒生国企指数出现大涨, 沪港通南向资金从开通后几乎没有流量到目前额度每天用满这些情形的出现。具体来看, 上证综指收报4034.31点, 当周累计上涨4.41%; 深证成指收报14013.34点, 当周累计上涨3.84%; 中小板指当周涨0.51%, 连涨九周; 创业板指当周涨1.70%, 连升十周。

固定收益方面:上周资金面维持宽松,资金利率继续下行,期限方面,R001大幅下行至2.39%,R007下行至3.03%,R1M下行至4.15%(见图5、图6)。

利率债方面,上周长端收益率继续上行,短端则有所下降;曲线形态上来看,则是以短端变化不大,长端继续上行。具体到各品种来说,1年金融债收益率下行幅度在13BP左右,而10年金融债上行5BP左右。具体来看,一年期国债收益率3.16%,较前一周下降0.015%;三年期国债收益率3.26%,较前一周下降0.004%。三年期国开债收益率3.98%,较前一周下降0.02%;七年期国开债收益率4.31%,较前一周上升0.06%;十年期国开债收益率4.20%,较前一周上升0.05%(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4.69%,较前一周下降0.02%;三年期AAA最新收益率4.74%,较前一周下降0.08%;一年期AA+最新收益率5.05%,较前一周下降0.05%;三年期AA+最新收益率5.17%,较前一周下降0.05%;一年期AA最新收益率5.24%,较前一周下降0.05%;三年期AA最新收益率5.50%,较前一周下降0.05%;五年期城投债最新收益率5.93%,较前一周上升0.04%(见图7、图8)。

二、重大事件回顾

1、两融余额达1.5万亿监管成常态化:杠杆牛市进入新阶段

股指再起升势,A股两融余额也重回快速上冲态势。然而,一面是A股融资融券突破1.5万亿元的新高;另一面却是两融监管风暴年内二度来袭,证监会日前通报了6家券商因业务违规而被采取监管措施。两融业务的严格监管,或已被市场视为常态化。这场杠杆牛市,行情或正驶入强化规范运作的新阶段。

2、发改委发布养老及战略性新兴产业等专项债券发行指引

发改委网站信息显示,为加大债券融资方式对信息电网油气等重大网络工程、健康与养老服务、生态环保、清洁能源、粮食和水利、交通、油气及矿产资源保障工程等七大类重大投资工程包,以及信息消费、绿色消费、住房消费、旅游休闲消费、教育文体消费和养老健康消费等六大领域消费工程的支持力度,拉动重点领域投资和消费需求增长,发改委分别制定《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》,要求在企业债券预审工作中认真贯彻执行。

3、今年新三板成交活跃 日均成交量是去年的13倍

证监会4月10日召开例行发布会，针对三板成指和三板做市指数涨幅较大，证监会新闻发言人10日表示，新三板市场近期交易活跃，投资者参与积极，截至4月7日，三板成指较年初上涨113%，三板做市上涨146%，2015年以来新三板日均成交量6.87亿元，为2014年的13倍，数据显示，年内，特别是3月以来，新三板活跃度和涨幅进一步增加，反映投资者对经济转型升级的预期。

4、一季度CPI涨幅创六年最低机构称降准等宽松政策临近

4月10日，统计局公布数据显示，3月份CPI环比下降0.5%，同比上涨1.4%；PPI环比下降0.1%，同比下降4.6%。一季度CPI涨幅为1.2%，为09年以来最低，该数据远远低于全年3%的涨幅目标。多家机构分析师表示，短期内通缩阴影仍在，民生证券预测央行将很快推出降准或MLF、PSL等“数量”型宽松措施，4月中旬经济数据公布以及25日政治局会议前后是可能的时点。

5、A股一人一户今起解禁每人可开20个证券账户

中国证券登记结算有限公司4月12日发布通知，自2015年4月13日起，取消自然人投资者开立A股账户的一人一户限制，允许自然人投资者根据实际需要开立多个沪、深A股账户及场内封闭式基金账户。也就是说，现在只能在一家证券公司拥有一个证券账户的股民，将最多可以在20家证券公司开设20个账户。通知称，各开户代理机构应当严格根据投资者本人意愿为其开立多户，引导投资者理性开户，严禁使用违规营销等不正当竞争手段，诱导没有实际需求的投资者开立多个证券账户。值得注意的是，单一投资者的账户无论有多少个，都只有一个统一的入口——一码通。去年“十一”期间，中国结算的统一账户平台上线，正式启用了一码通账户，每个投资者只有一个一码通账户，在此之下可以开设多个账户操作。

6、一万亿地方债置换已启动：地方政府一年减负四五百亿

一万亿地方债置换已经启动。近日，已有部分地方省份开始发债准备。其中安徽、江苏等已在组建债券承销团，安徽、天津、河北、广西、贵州等已招标信用评级机构。根据财政部测算，1万亿元的置换债券能让地方政府一年减轻利息负担400亿元-500亿元。近期地方政府偿债迎来高峰期，根据之前的审计报告，截至2013年上半年地方政府负有偿还责任的存量债务中，2015年到期需偿还近1.86万亿元。不久前，经国务院批准，财政部下达了1万亿元地方政府债券置换存量债务额度，从而达到置换后地方政府债务延长，利率降低的效果，缓解了债务风险。获得置换债券最高额度(810亿元)的江苏省测算过，过去每年利息负担在80亿元-100亿元之间，通过发行地方债能减少一半的利息支出，既缓解了地方的支出压力，也为地方挪腾出一部分资金，用于加大其他支出。

三、市场展望

宏观方面：政策面将继续释放稳增长信号，实体经济下行压力将逐步减轻。当前宽松是货币政策主基调，这更有利于稳定市场预期和有助于引导市场利率下行。中短期来看，经济二季度企稳概率增加，但，地产销售需要首先消耗高企库存，如果基建难以持续发力，制造业周期无启动迹象，则下半年经济增长仍有进一步下行风险。通胀方面，前期需求下滑叠加美元强势震荡，物价二季度仍将维持低位，下半年抬升幅度有限。

权益方面：国内市场，由于无风险收益率趋势性下行所导致的资产再配置还有向权益市场倾斜的空间，未来A股市场的上行还会继续。但是从市场结构的角度出发，中小板、创业板的估值水平短期的确已经有些过高，其风险收益比相对蓝筹股已经不具有优势，未来相对看好低估值高分红盈利增长稳定的蓝筹股的表现。海外方面，港股和中概股方面投资机会贯穿全年，主要原因是估值低，加上启动深港通将尽快启动，与深市相比，香港市场的对应中小盘股票估值套利空间巨大，资金会提前布局，带来的投资机会有望持续至年末。

固定收益方面：经济增长短期企稳，利率债面临供给冲击，信用债违约增加。利率债方面，没有趋势机会，只有波段操作机会；地方政府债务置换有不确定性，市场担心地方政府债券净发行可能带来供给冲击。信用债方面，债务置换缓解了城投再融资压力，暂时无供给冲击风险，所以整体信用利差可能下行；但是目前信用债收益率较回购利率仍无吸引力，利差虽然维持低位，但进一步压缩的空间不大。

附表:

图 1: 公开操作市场

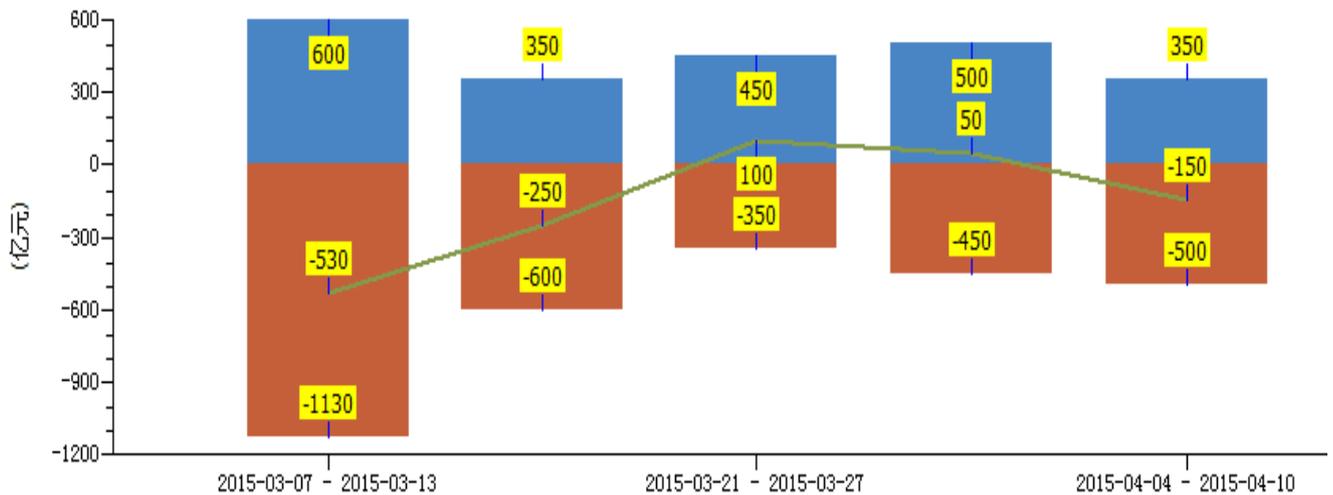


图 2: 股市走势

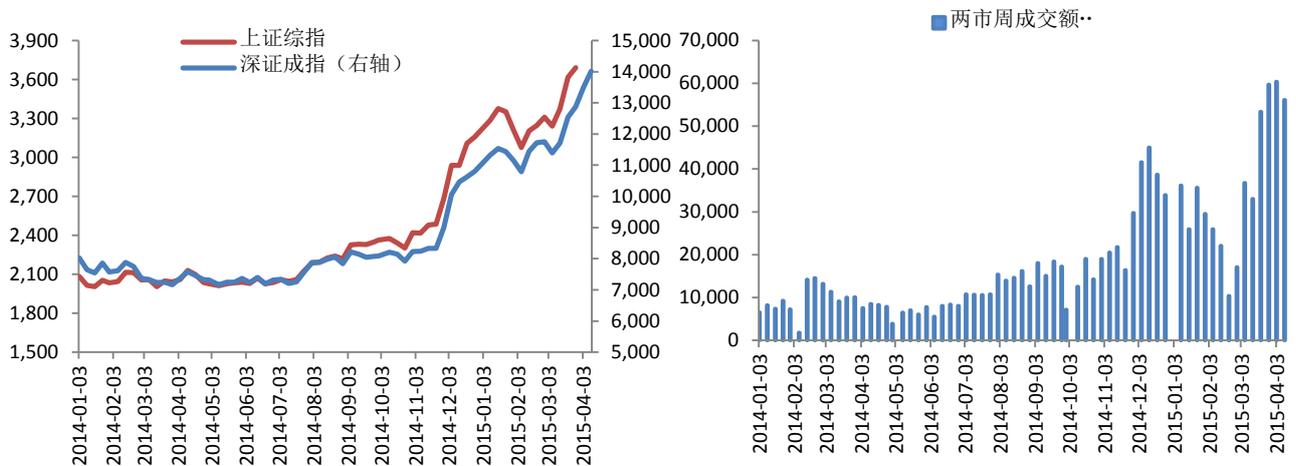


图 3: 主要指数表现

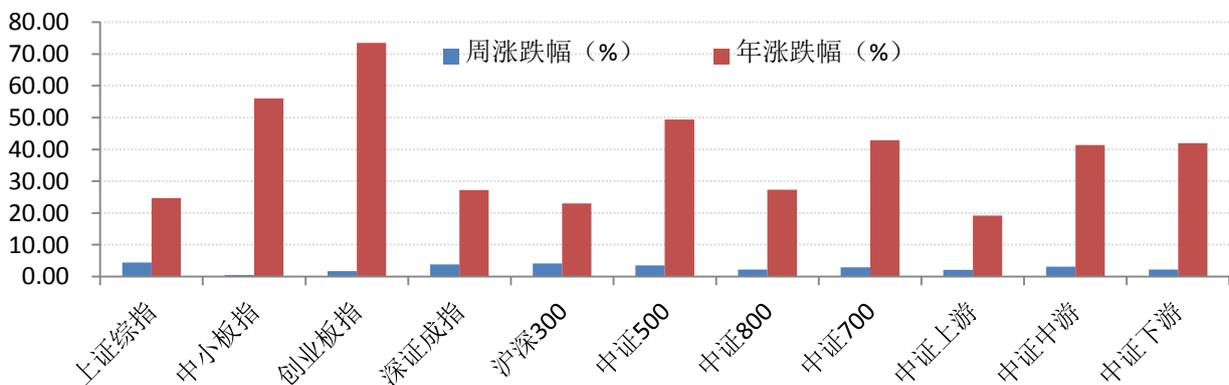


图 4: 行业表现

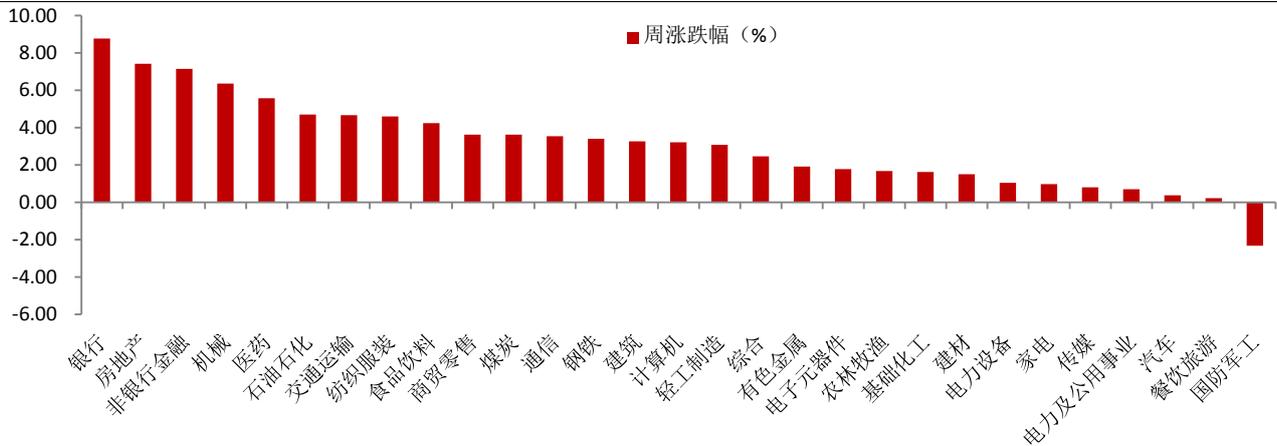


图 5: 回购利率一周走势

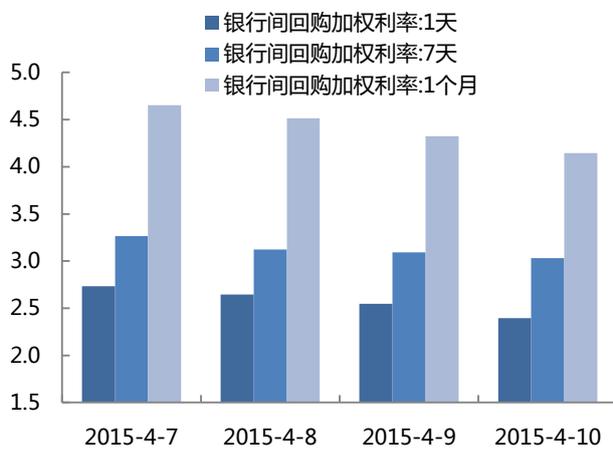


图 6: 票据利率和 SHIBOR 一周走势

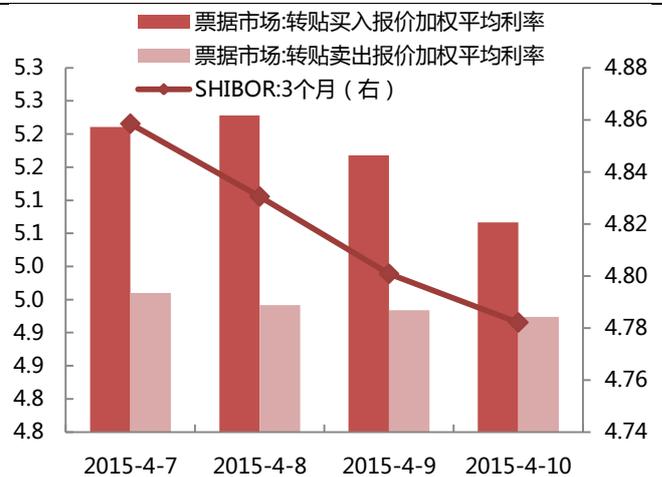


图 7: 上周各类债券持有期收益率

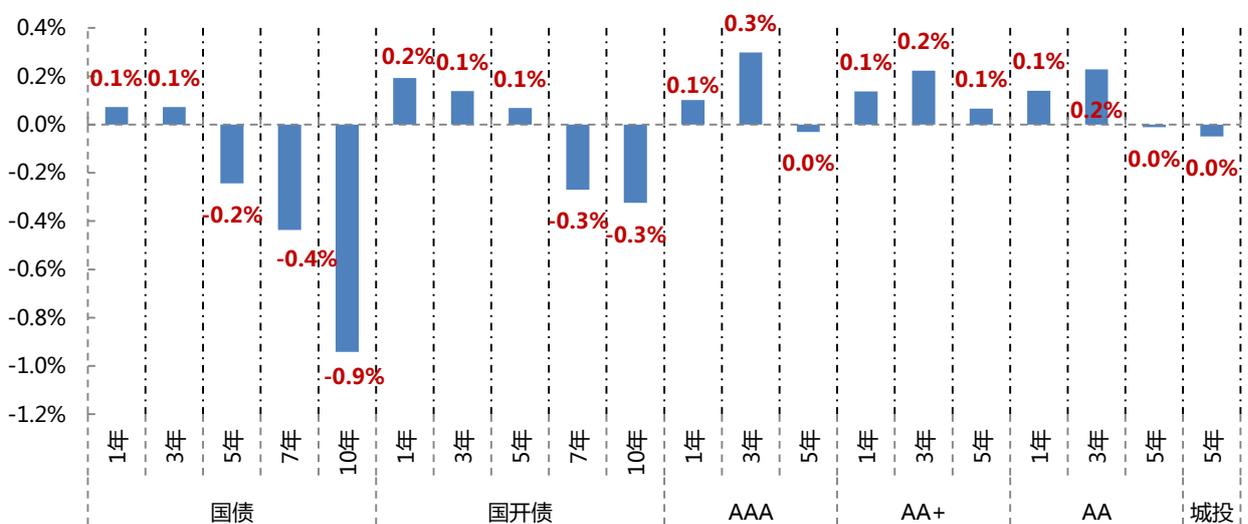


图 8: 上周各类债券收益率变动

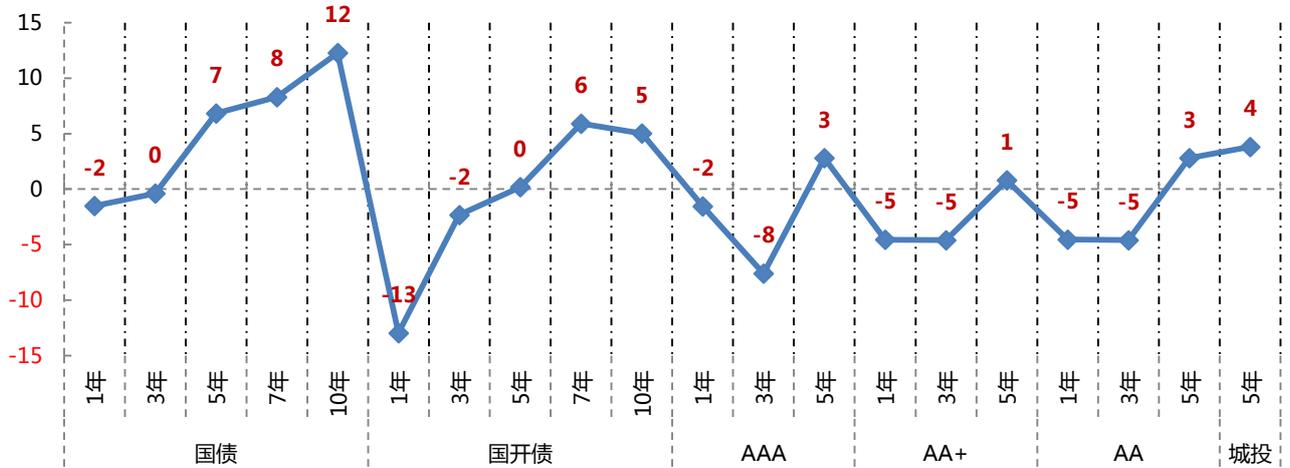
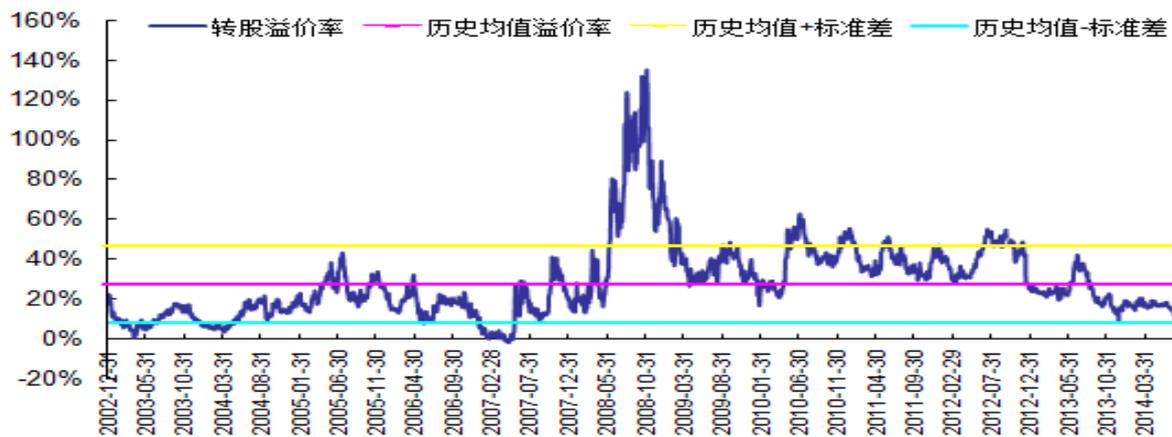


图 9: 可转债市场



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