

### 主要结论:

- 宏观经济: 3月经济数据印证经济低迷, 后续稳增长政策仍将发力。
- 权益市场: 从市场整体估值的角度来看, 仍有一定的提升空间; 但中小板、创业板的估值水平依旧过高, 短期需注意调整风险。
- 固定收益市场: 经济在二季度大概率回弹, 利率债方面, 短端利率稳定地处于低位的态势更加明确, 长债安全边际较高, 维持对长短金融债的推荐观点; 信用债方面, 看好城投债和高收益债。

### 正文内容:

#### 一、市场回顾

宏观方面: 上周公布了3月经济金融数据, 主要经济金融数据下滑, 反应实体经济依旧疲弱。3月贷款新增1.18万亿, 扣除非银同业拆借的原口径贷款新增为1万亿; 社融新增1.18万亿, 社融余额同比由13.7%下降至12.7%; 广义货币M2 同比由12.5%下降至11.6%; 一季度国内生产总值140667亿元, 按可比价格计算, 同比增长7.0%, 该增速为2009年一季度以来最低。

公开市场操作方面: 2015年4月13日到4月17日, 央行公开市场净回笼150亿, 其中周二进行7D逆回购操作100亿, 中标利率继续下调10BP至3.35%, 且到期200亿; 周四央行7D逆回购操作100亿, 中标利率维持不变, 到期150亿。央行自3月中旬以来, 一个月内下调4次正回购利率共40BP至3.35%, 带动资金利率下滑, 显示央行维持资金面稳定意图明显。

权益方面: 上周市场风格转向明显, 截至周五收盘, 上证综指与深证成指继续上扬, 周线均六连阳, 而创业板终结十周连升。具体来看, 上证综指收报4287.30点, 当周累计上涨6.27%; 深证成指收报14149.34点, 当周累计上涨0.97%; 中小板指当周跌0.90%, 结束九周连涨; 创业板指当周跌3.48%, 终结十周连升(见图3、图4)。

固定收益方面: 资金面如期宽松, R007持续处于3%以下。随着新股冻结因素以及汇率制约因素消失, 上周资金面继续宽松, 资金利率大幅下行, 期限方面, R001下行14BP至2.26%, R007

大幅下行11BP至2.92%，R1M上行9BP至4.23%（见图5、图6）。

利率债方面，上周全周来看，收益率整体呈现下行态势，长端下行较多，曲线平坦化，以10年期国开收益率来看，全周下行12BP，下行幅度与基本面弱化态势似乎并不匹配，反映市场仍然对地方债供给冲击心存忌惮。具体来看，一年期国债收益率3.16%，较前一周上升0.003%；三年期国债收益率3.23%，较前一周下降0.03%。三年期国开债收益率3.84%，较前一周下降0.14%；七年期国开债收益率4.17%，较前一周下降0.14%；十年期国开债收益率4.08%，较前一周下降0.12%（见图7、图8）。

信用债方面，上周信用债收益率整体下行。具体来看，一年期AAA最新收益率4.51%，较前一周下降0.18%；三年期AAA最新收益率4.53%，较前一周下降0.21%；一年期AA+最新收益率4.87%，较前一周下降0.18%；三年期AA+最新收益率5.01%，较前一周下降0.16%；一年期AA最新收益率5.06%，较前一周下降0.18%；三年期AA最新收益率5.34%，较前一周下降0.16%；五年期城投债最新收益率5.85%，较前一周下降0.08%（见图7、图8）。

## 二、重大事件回顾

### 1、中国3月进出口同比双降贸易顺差181.6亿大幅低于预期

4月13日，海关总署公布数据显示，中国3月贸易帐181.6亿人民币，预期2500亿人民币，前值3705亿人民币，同比收窄62.6%。按人民币计价，中国3月出口同比减少14.6%，预期8.2%，前值48.9%。中国3月进口同比减少12.3%，预期减少11.3%，前值减少20.1%。数据同时显示，一季度按人民币计出口增长4.9%，进口下降17.3%；一季度贸易顺差7553.3亿元人民币，同比扩大6.1倍。海关总署表示，中国3月外贸出口先导指数为38.2，比2月份下滑1.4，预示二季度出口向好仍存在不确定性。

### 2、央行引导利率下行信号强烈逆回购利率第五次降10个基点

央行引导资金利率下行的力度越来越大。据交易员透露，周二（4月14日）央行进行100亿元7天逆回购，中标利率3.35%，上次为3.45%。这是继3月3日下调后，第五次下调10个基点，一个多月内累计下调50个基点。当日公开市场有200亿逆回购到期，据此测算，公开市场单日净回笼100亿元。本周公开市场共计有350亿元逆回购到期，无正回购和央票到期。

### 3、上证50及中证500股指期货挂牌

经证监会批准，上证50与中证500两只股指期货新品种定于4月16日在中国金融期货交易所挂牌上市。在近年来A股市场波动性显著增强、结构性涨跌特征日益突出的背景下，上证50、中

证500股指期货的上市交易，将为市场参与者提供“多标的”的股指期货产品，并提高各类投资者风险管理的质量，更好地满足投资者的资产配置以及避险需求。

#### 4、2015年一季度GDP同比增长7.0%

据统计局网站消息，初步核算，一季度国内生产总值140667亿元，按可比价格计算，同比增长7.0%。分产业看，第一产业增加值7770亿元，同比增长3.2%；第二产业增加值60292亿元，增长6.4%；第三产业增加值72605亿元，增长7.9%。从环比看，一季度国内生产总值增长1.3%。

#### 5、证监会张育军指出互联网+资本市场六条底线

4月15日，中国证券业协会举办的“互联网+资本市场”培训研讨会，证监会主席助理张育军发表讲话指出互联网+资本市场六条底线：1、不得非法集资；2、不得非法吸收存款；3、不搞资金池；4、不得非法保本保收益；5、不搞利益输送；6、不搞内幕交易。

#### 6、证监会鼓励融券业务 严查融资融券违法行为

中国证监会主席助理张育军17日指出当前证券公司融资融券业务受到社会高度关注，全行业都要高度重视融资融券业务的合规与风险管理，确保持续健康运行。他对证券公司开展融资融券业务提出了七项要求：一是要坚持依法合规稳健经营，进一步强化融资融券业务的合规管理。牢固树立合规意识，完善合规机制，落实合规责任，确保融资融券业务在依法合规的前提下稳健展开。二是要科学合理谨慎确定融资业务规模，根据自身净资本水平、客户状况和风险管理能力，把握好融资融券业务的发展节奏与速度，适当控制经营杠杆，有效防范流动性风险。三是要加强融资融券业务风险管理，根据市场发展情况及自身风控要求，及时调整初始保证金比例、可冲抵保证金证券折算率、标的证券范围等管理手段，合理确定客户融资杠杆。四是不得以任何形式参与场外股票配资、伞形信托等活动，不得为场外股票配资、伞形信托提供数据端口等服务或便利。五是要注意防范和化解客户风险，对高比例持仓单一担保证券和持续亏损的客户群体加强规范引导，对于风险较高的标的证券采取相应管理措施。六是要加强客户管理，落实客户适当性管理和分类分级管理要求，加强投资者教育和风险揭示，引导客户专业投资、理性投资。七是要促进融券业务发展，丰富券源渠道，优化市场交易方式，降低客户融券成本，满足市场多样化融券需求，促进融券与融资业务均衡发展。

#### 7、央行降准1个百分点

中国人民银行决定，自2015年4月20日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点（东方财富网注：本次降准力度为史上最大，之前也有过一次降准一个百分点，但从未降准超过一个百分点）。在此基础上，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等的支持力度，自4月20日起对农信社、村镇银行等农村金融机构额外降低人民币存款准备金率1个百分点，并统一下调农村合作银行存款准备金率至农信社水平；对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率2个百分点；对符合审慎经营要求且“三农”或小微企业贷款达到一定比例的国有银行和股份制商业银行可执行较同类机构法定水平低0.5个百分点的存款准备金率。此次降准释放的资金在1万亿至1.5万亿元。

### 三、市场展望

**宏观方面：经济大概率跌破底线，后续政策加码可期。**4月20日的降准至少会在环比上对经济产生一定的正面推动：前期地方政府债务到期续作由于缺乏有效融资渠道创新而挤占了其他融资需求，降准配合债务置换有望释放这部分融资额度；而降准对金融机构融资能力的改善也将对其他市场化宏观需求形成支撑。但需要注意的是，本次政策刺激目前缺乏基建投资的有力支撑，债务置换而非新增，只是为其他融资需求腾挪空间，因此经济改善的速度可能较以往偏慢，幅度也需要进一步观察。

**权益方面：**上周五证监会在例行发布会上通报了对券商开展融资融券业务的规范要求，周日央行宣布降准，力度超出市场预期，于是4月20日股指在多空双方的博弈中震荡加剧，最终沪深300下跌1.61%，振幅3.89%，A股成交量近1.8万亿创历史新高。对于今天的放量调整，我们认为主要是周末政策对投资者风险偏好带来影响，一方面是多空双方博弈激烈，如沪深300股指期货IF1505成交量单日大增17%，突破2.2万亿，带动股指大幅震荡，并成交放量；另一方面是部分前期融资进入A股的集中避险，带动股指放量下跌。目前众多低风险承受能力投资者加速入市，不符合两融业务条件的投资者通过不规范两融通道加杠杆进入股市的情况，与监管塑造健康的资本市场、保护中小投资者利益的愿景不符，证监会加强两融业务监管是确保投资者风险匹配，是规范杠杆而非去杠杆，且证监会禁止的非规范两融业务对股指资金量影响有限，且不排除后续进一步放开券商融资，提升券商加杠杆能力。

政策宽松背景下，牛市趋势不改。货币政策有望继续宽松，市场利率将继续下行：一方面，利率下行有助于增加企业投资意愿；另一方面，利率下行才有助于降低地方政府债务负担，平稳实现地方政府债务置换。在利率下行的市场环境中，股票市场长期牛市仍将延续，但短期应该关注股市过快拉升的监管加强带来的回调和震荡风险。从市场结构角度来看，中小板、创业

板的估值水平依旧过高，而企业盈利不及预期，因此中小盘、创业板仍有调整空间，我们**长期仍看多低估值蓝筹股**。

**固定收益方面：**利率债方面，此次降准的推出可能在节奏上可能会加快收益率的下行，与2月降准相比，基本面和资金面的因素已经发生变化，期限利差处于今年以来的高位，基本面弱勢的前提下，长债安全边际较高；**短端利率稳定处于低位的态势更加明确，长端利率的下行空间正在被打开**。信用债方面，在“再融资风险降低+供需改善+纳入预算比例高于市场预期”的情况下，**我们继续看好城投**；除了继续看好城投之外，在经济环比改善、流动性宽松的条件下，**我们认为2季度高收益债的表现也将好于其他板块**，不过高收益债内部在违约风险加大的背景下需要加强个券甄别。



附表:

图 1: 公开操作市场

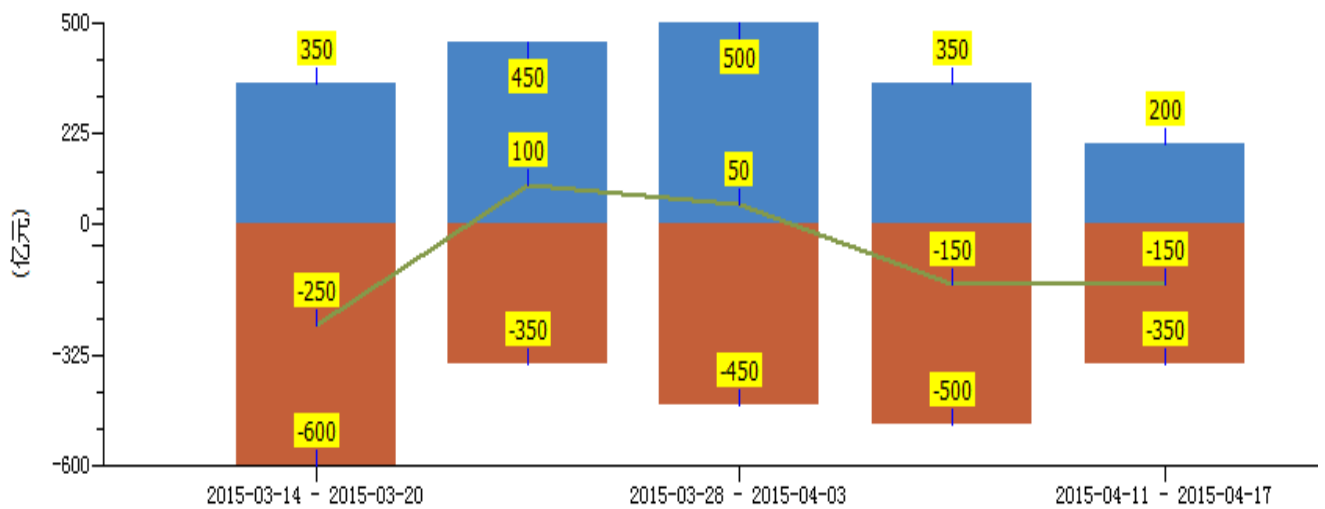


图 2: 股市走势

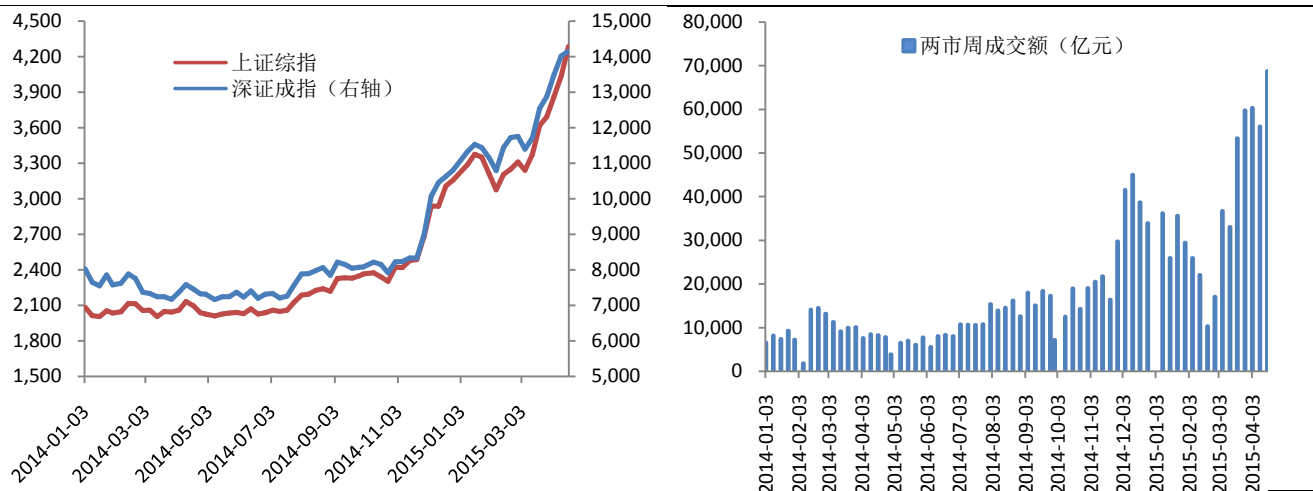


图 3: 主要指数表现

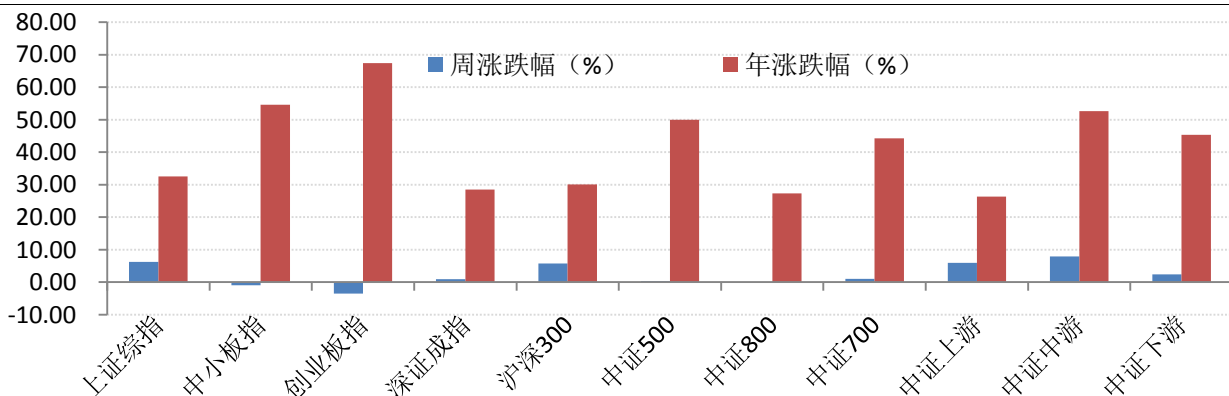


图 4: 行业表现

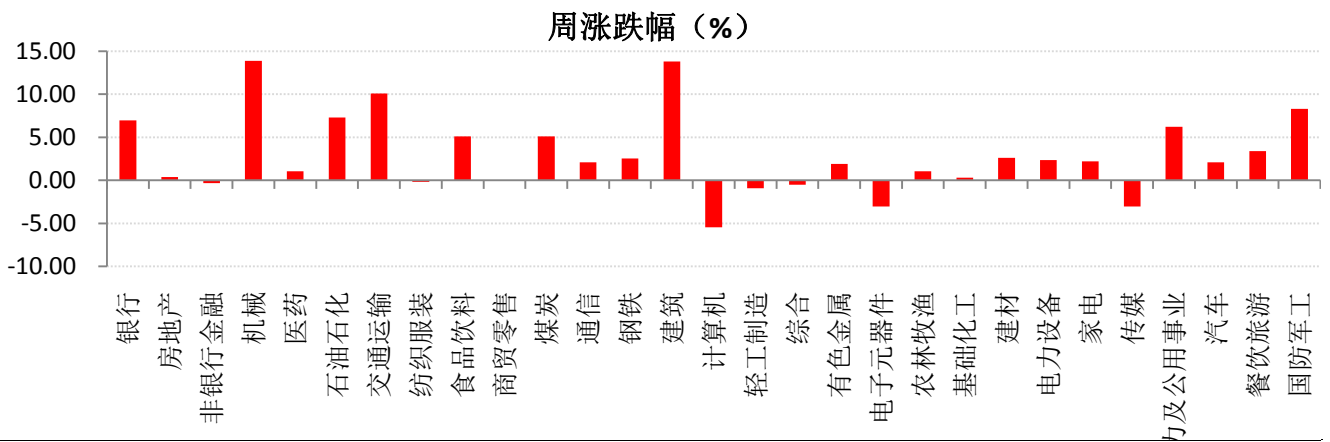


图 5: 回购利率一周走势

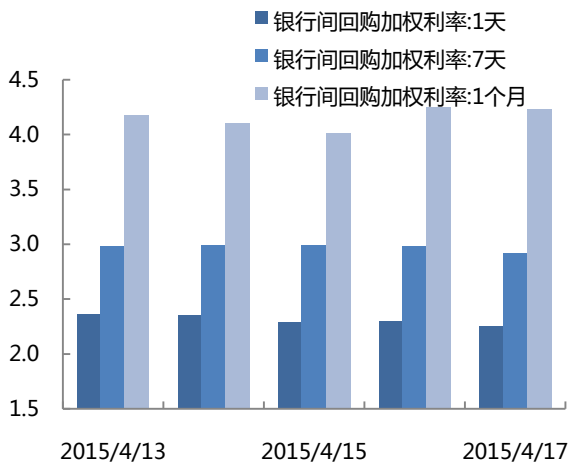


图 6: 票据利率和 SHIBOR 一周走势

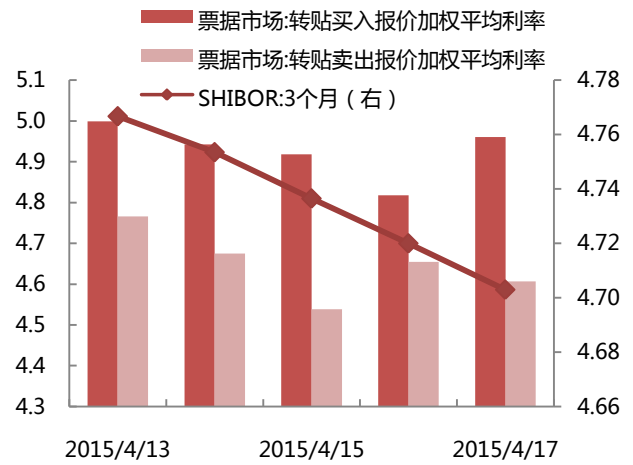


图 7: 上周各类债券持有期收益率

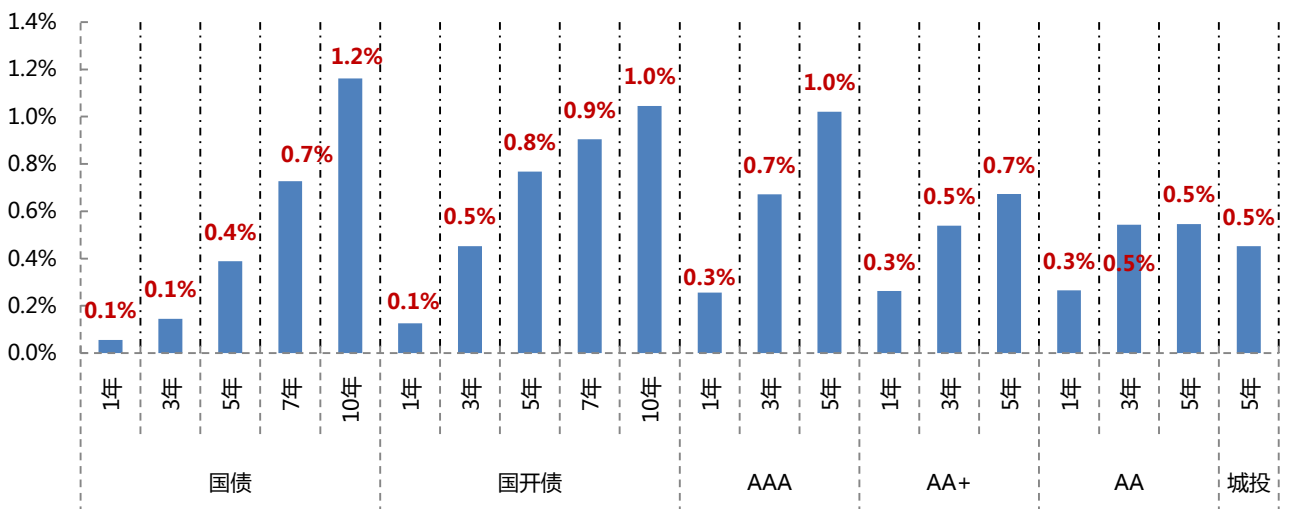


图 8: 上周各类债券收益率变动

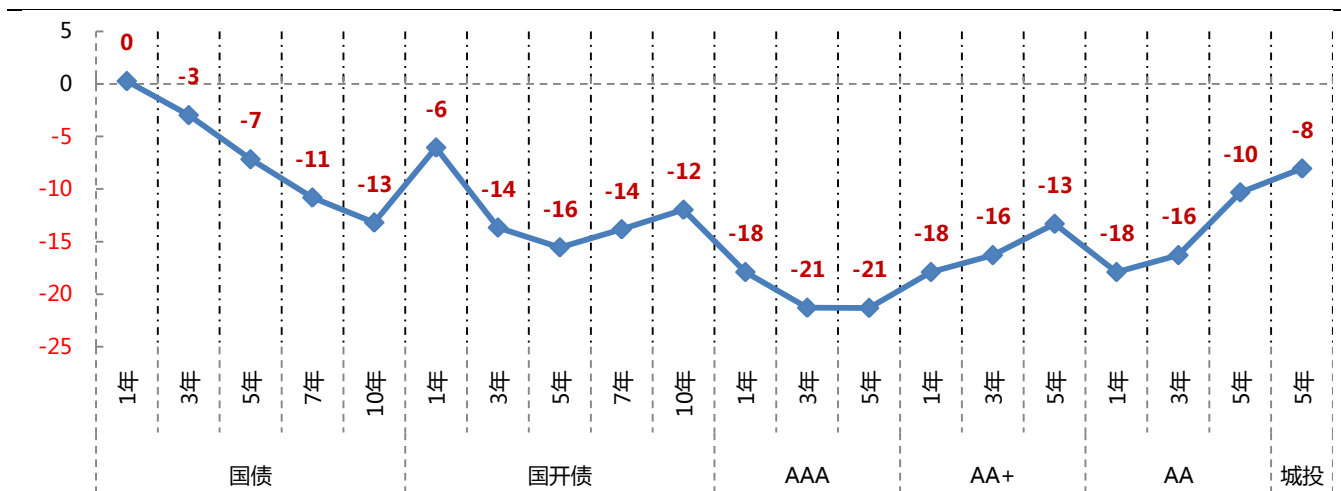
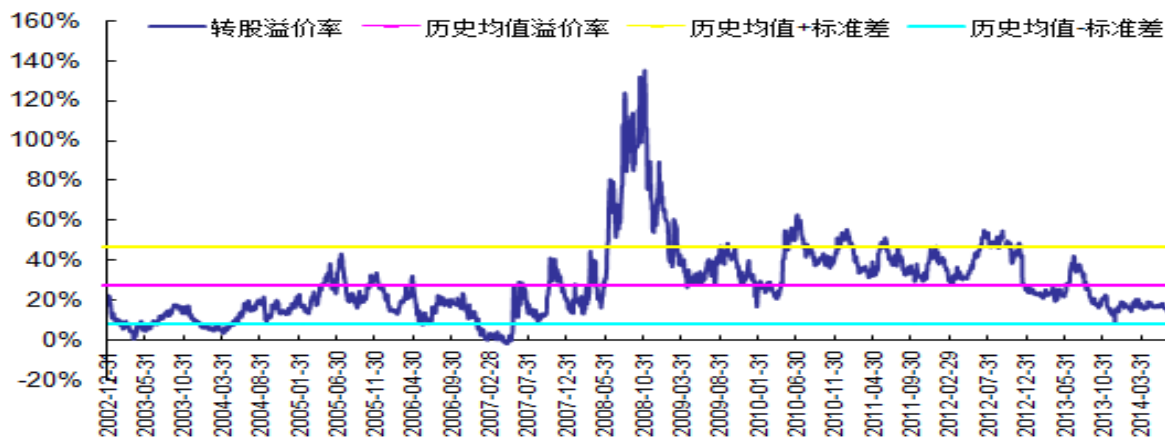


图 9: 可转债市场



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產品时，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)