

主要结论:

- 宏观经济: 短期增长和通胀仍将低位运行, 经济处于筑底过程之中, 政策仍有进一步宽松的空间。
- 权益市场: 短期政策转向的担忧仍存在; 主板震荡调整后, 其风险收益比相对创业板将更为突出, 继续看好蓝筹股。
- 固定收益市场: 在流动性充裕的情况下, 利率债长端利率下行是大概率事件; 信用债方面, 信用利差将继续处于低位, 板块方面继续看多城投债、高收益债。

正文内容:

一、市场回顾

宏观方面: 上周国家统计局发布的2015年4月份全国居民消费价格指数(CPI)和工业生产者出厂价格指数(PPI)数据显示, CPI环比下降0.2%, 同比上涨1.5%; PPI环比下降0.3%, 同比下降4.6%。海关总署8日公布, 4月进出口总值1.96万亿元, 同比下降10.9%。其中, 出口下降6.2%, 进口下降16.1%, 4月出口增速降幅较3月有所收窄, 但仍处于历史低位, 我们认为主要原因是外需疲弱叠加人民币实际汇率持续走高。进口方面, 4月进口增速降幅较3月有所扩大, 反映内需持续疲弱, 近期大宗商品价格的反弹对进口的影响相对滞后。周日晚间央行宣布自2015年5月11日起金融机构人民币一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%, 一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%, 同时, 将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍。

公开市场操作方面: 2015年5月4日到5月8日, 央行公开市场无逆回购到期, 也无正回购、央票到期。同时, 央行公开市场未进行任何操作。据此推算, 央行公开市场上周实现零净投放。

权益方面: 上周监管层调查资金违规入市全面降杠杆, 伞形信托新项目暂停, 多家券商大幅下调两融担保折算率, 主动严控两融杠杆, 引发了市场对监管短期政策转向的担忧, 导致市

场前几个交易日出现大幅调整。但是监管层的本意是为了市场的长期向好，打造慢牛、长牛，而非打压市场，主流媒体也发文安慰市场，提示不要过分解读。因此，周五在新股回款提供流动性的情况下，市场顺势反弹，当日涨2.28%。截止周五收盘，上证综指收报4205.92点，当周累计下跌5.31%；深证成指收报14481.25点，当周累计下跌2.28%，均结束连续八周上扬。中小板指当周涨1.83%；创业板指当周涨4.05%，连涨三周。

固定收益方面：资金面持续宽松，R001下行18BP至1.42%，R007下行11BP至2.34%，R1M下行20BP至3.22%，市场对未来资金面明显乐观（见图5、图6）。

利率债方面，全周来看，收益率短端继续下行，长端小幅上行。具体来看，一年期国债收益率2.68%，较前一周下降0.012%；三年期国债收益率3.09%，较前一周下降0.064%。三年期国开债收益率3.60%，较前一周下降0.03%；七年期国开债收益率4.11%，较前一周下降0.01%；十年期国开债收益率3.82%，较前一周上升0.05%（见图7、图8）。

信用债方面，上周信用债收益率继续下行，下行3-29BP。具体来看，一年期AAA最新收益率3.71%，较前一周下降0.29%；三年期AAA最新收益率4.28%，较前一周下降0.10%；一年期AA+最新收益率4.09%，较前一周下降0.24%；三年期AA+最新收益率4.75%，较前一周下降0.11%；一年期AA最新收益率4.39%，较前一周下降0.17%；三年期AA最新收益率5.11%，较前一周下降0.05%；五年期城投债最新收益率5.52%，较前一周下降0.06%（见图7、图8）。

二、重大事件回顾

1、机构评央行降息：政策仍有放松空间利好A股

5月10日，央行决定，自2015年5月11日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍。央行表示，此次进一步下调存贷款基准利率，重点就是要继续发挥好基准利率的引导作用，进一步推动社会融资成本下行，支持实体经济持续健康发展。此外，多家机构认为，未来政策仍有进一步放松空间，降息之后还有降息，或仍有4次以上空间，降息利好A股。

2、银行开始“收伞” 监管层调查资金违规入市全面降杠杆

日前，有银行业内人士透露，现在有监管部门已经开始调查股份制银行是否存在资金违规入市的情况，不少分行网点已经收到检查通知。目前银行入市渠道多元化，资金规模也较庞大，

监管层已经开始注意到这方面的动向，要求对银行资金尤其是贷款去向进行严格监管。作为杠杆资金的重要组成部分，伞形信托被视为此轮降杠杆操作的重点，除了券商机构被禁止代销伞形信托产品外，信托公司方面也逐渐收缩伞形信托业务线，而作为资金提供方的银行同样开始进行“收伞”操作。5月5日，光大银行资产管理部发出通知，5月18日起光大银行伞形信托最高杠杆降为1:2。另据消息，有股份制银行此前已经将伞形信托配资对应的警戒线和平仓线也相应调高，或者直接暂停面向信托公司的伞形信托配资业务等。

3、华泰海通等多家券商上调两融保证金比例

5月5日，招商证券发布公告称，自即日起下调1352只证券折算率。而此前，华泰海通等多家券商相继上调两融保证金比例。从招商证券最新发布的折算率看，股票的折算率最高的为0.7，而前期涨幅较大的蓝筹品种中国南车、中国中铁、乐视网的折算率被大幅调低，分别为0.34、0.32、0.35，而中信证券、万科A、中国银行等涨幅较小的蓝筹股的折算率较高，为0.7。最新报道显示，海通证券、华泰证券、德邦证券等多家证券公司也在本月初加强风险控制，上调了保证金比例。此前，继申万宏源、东海证券等部分券商陆续上调融资融券保证金比例至0.7后，中信证券也大面积调整可抵充保证金证券的担保折算率。此外，海通证券也自周一起大面积调整可抵充保证金证券的折算率。2595只股票中，仅有897只股票的折算率未有变化。其余1698只股票的折算率均有不同程度的下调。不过，调整幅度在0.1以内的股票有1233只，在下调股票中的占比达到72.6%，并且没有一家公司的折算率被打到零。华鑫证券分析师董浩认为，券商加强两融业务的风险控制举措，相当于从两融渠道上给A股的新增资金加上“节流阀”。从市场调整角度看，券商新一轮降杠杆是循序渐进的市场化行为，叠加新股发行，短期将对资金面产生一定影响。然而，场外资金正在源源不断流入股市，市场降温不会一蹴而就，投资者需密切关注融资资金近期动向。

4、发改委推动特许经营立法PPP模式将有法可依

5月5日，国家发改委就《基础设施和公用事业特许经营管理办法》进行了解读，《办法》出台的背景之一，即是为引导规范基础设施和公用事业特许经营、推进政府和社会资本合作提供了统一的制度规范，自此，PPP模式将真正做到有法可依，现行的特许经营项目将得到强有力的保障。去年5月，国家发改委发布首批向社会资本开放的80个示范项目，包括蒙西至华中地区铁路煤运通道、北京地铁16号线、深圳地铁6号线、陕京四线天然气管道工程等，鼓励和吸引社会资本特别是民间投资以合资、独资、特许经营等方式参与建设及营运。国家发改委投资所副所长汪文祥称，虽然政府推出的项目很多，但在实践中，市场主体也反映了一些亟待解决的问

题。主要是国家层面缺乏统一的制度规范，民间投资权益保障机制不完善，行政审批程序繁琐等。这些问题影响了社会资本参与的积极性，制约着特许经营健康发展等。《办法》的出台，恰恰是打破政策瓶颈的重拳之一，而且作为推广PPP（政府与社会资本合作）模式的重要制度设计，接下来发改委还会推动基础设施和公用事业特许经营国家立法进程。

5、油气改革方案目前正制定中或下半年出台

《经济参考报》报道，垄断程度较高的能源领域，正迎来市场化改革的窗口期。去年以来中石化和中石油都在国企改革上有所动作，而作为今年能源体制改革领域的重要任务之一，油气改革方案目前也正在制定中，有望在今年下半年出台。按照目标，“十三五”期间油气行业市场化改革将加速推进，有望基本实现市场化。另一方面，继4年前的大调整之后，“三桶油”迎来了新一轮集体换帅。5月4日下午，中石化宣布王玉普任中石化董事长，中海油董事长王宜林重回中石油任董事长，中海油总经理杨华接替王宜林任董事长。值得注意的是，这一系列大洗牌是在国企改革逐步推进、高压反腐下人事震荡和低油价冲击业绩急降的背景下进行，新掌舵者将面临前所未有的艰巨挑战，未来较长时期“三桶油”的发展格局和中国油气行业市场化改革将再生变局。

6、新华社连发四文：A股将回归理性慢牛

5月5日晚间，新华社及新华网连发四篇文章，解读暴跌的A股，分别为：《新闻分析：沪深股市缘何大幅下挫？》（署名：新华社记者许晟、赵晓辉）、《新股并非洪水猛兽，A股终将回归理性慢牛》（署名：刘绪尧）、《5日沪深股市遭遇重创，投资者观望情绪渐浓》（署名：记者武卫红、吴燕婷）、《市遭遇重创不失为一场洗礼 风雨过后更见彩虹》（署名：记者王旺旺），认为“本轮股市的快速修正有利于市场进入管理层所倡导的慢牛模式”、“A股终将回归理性慢牛”、“风雨过后更见彩虹”。新华社文章认为，无论从技术面还是消息面，本轮股市的快速修正有利于市场进入管理层所倡导的慢牛模式，今日的大跌与其当做“牛市终结”不如视为“模式切换”。一路上扬屡创新高的沪指怎会倒在小小的数十只新股发行上，况且中国资本市场不断走向成熟，该经历的坎坷总要经历。随着A股市场的日渐完善，投资者也需破除过去成见，趋向成熟。新股发行真的并非洪水猛兽，A股也终将回归理性慢牛。

三、市场展望

宏观方面：经济未企稳，近期经济仍处于筑底过程之中，需加大政策宽松力度。价格方面，食品项是本月通胀低于预期主因，下月CPI可能小幅回落，但在房价回升与大宗反弹背景下，通

胀已处底部区域；国内石油化工价格下跌使得PPI环比小幅下滑，但在政策推动基建投资和大宗价格反弹的背景下，工业品价格已经底部企稳；在整体物价水平处于底部区域的情况下，通胀不会构成货币放松的障碍。周日晚间央行的降息也表明了货币政策在今年已经从“中性”转为“宽松”，且宽松的进程加速。短期内，增长和通胀短期仍将低位运行，降息对降低社会融资成本的效果仍不明显且外汇占款大概率仍会低迷，这些均表明货币政策宽松的宏观条件仍然具备，量价宽松皆有空间，整体无风险利率水平将继续维持低位。

权益方面：短期来看，对政策转向的担忧仍将存在，由此引起的市场调整或将持续一段时间。风格上，虽然充裕的流动性可能使创业板继续走强，但是其泡沫程度也在逐步提高，而主板震荡调整后，其风险收益比相对将更为突出，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，同时看好有改革红利支撑的相应板块表现如电力改革、能源互联网、中国制造2025、互联网+、新能源汽车等等。

固定收益方面：利率债方面，仍维持前期观点，长端利率有望下行。从基本面来看，经济企稳不具备可持续性；从资金面来看，资金利率保持低位无忧，甚至可能创出新低；政策方面，进一步宽松兑现，周末降息显示央行的货币政策由中性转为宽松；而债务置换如引入定向发行，将有效地减少对市场流动性和利率的冲击。因此，利率债期限利差或将回落，长端利率下行是大概率事件。信用债方面，近期信用债交投活跃，流动性宽松的背景下，短期利率仍有下行空间，信用利差将持续处于低位，但是未来随着刚性兑付打破，需注意等级利差的系统性抬升；板块方面，由于市场环境没有实质性改变，继续看多城投债、高收益债。

附表:

图 1: 公开操作市场

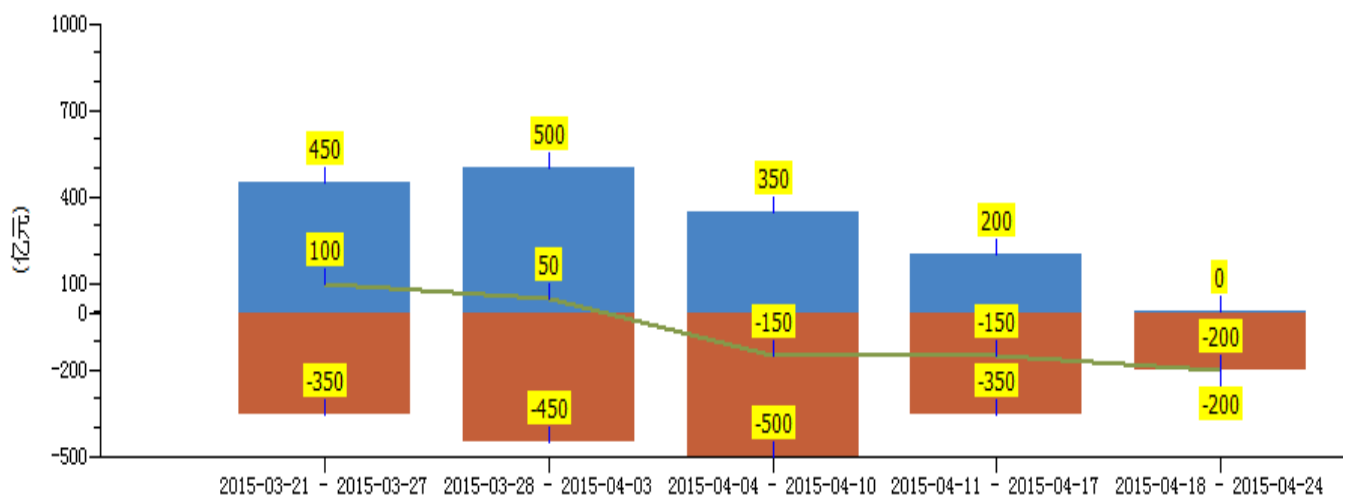


图 2: 股市走势

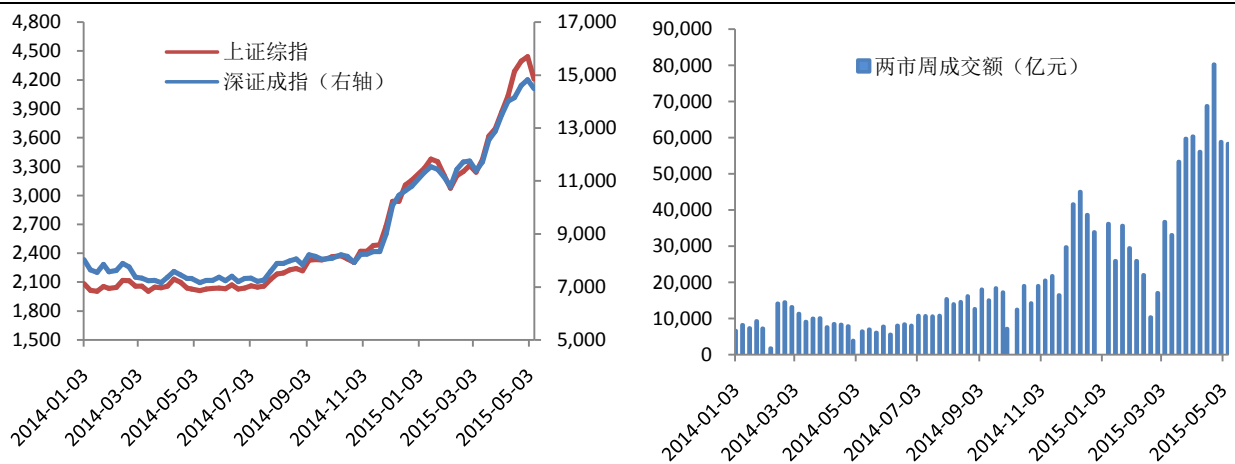


图 3: 主要指数表现

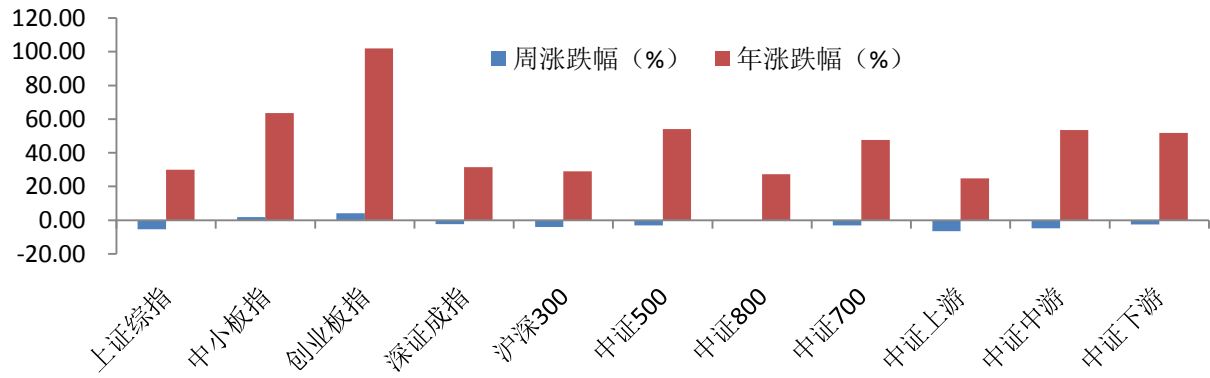


图 4: 行业表现

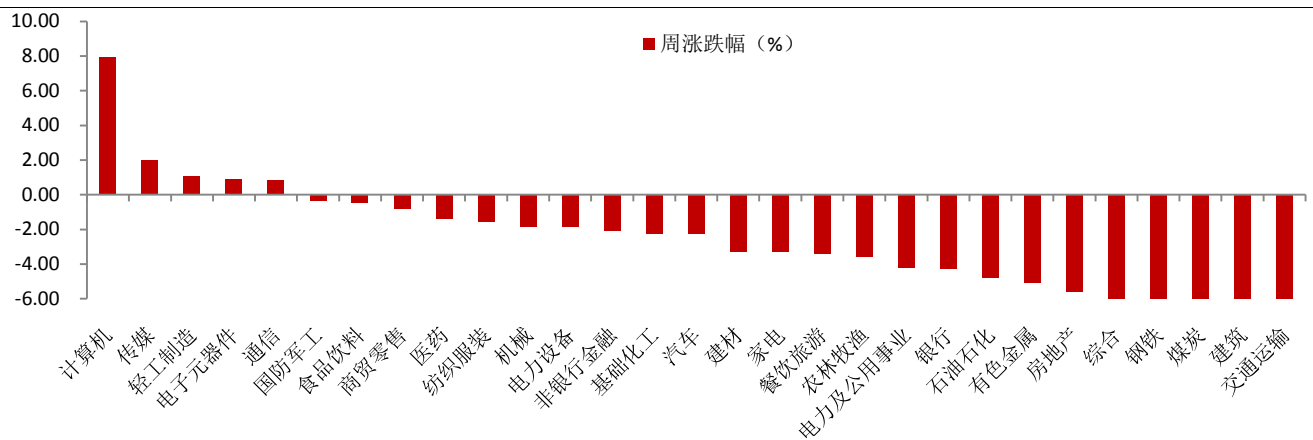


图 5: 回购利率一周走势

图 6: 票据利率和 SHIBOR 一周走势

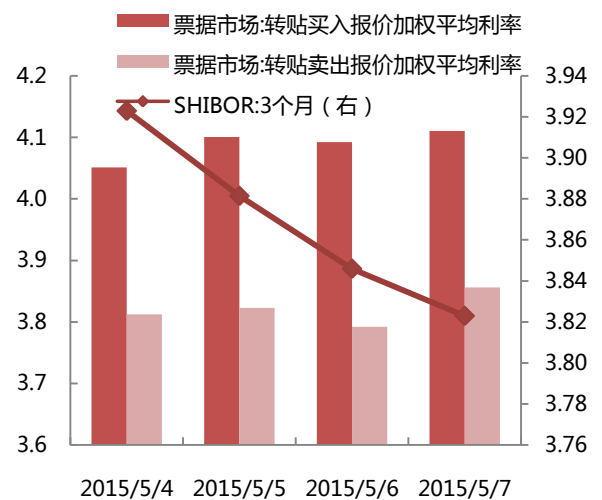
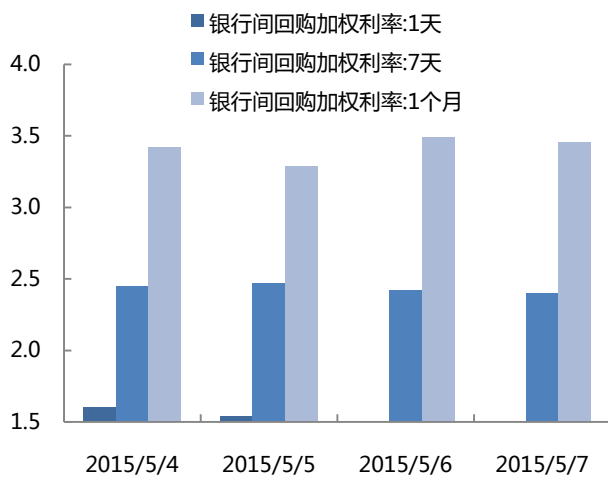


图 7: 上周各类债券持有期收益率

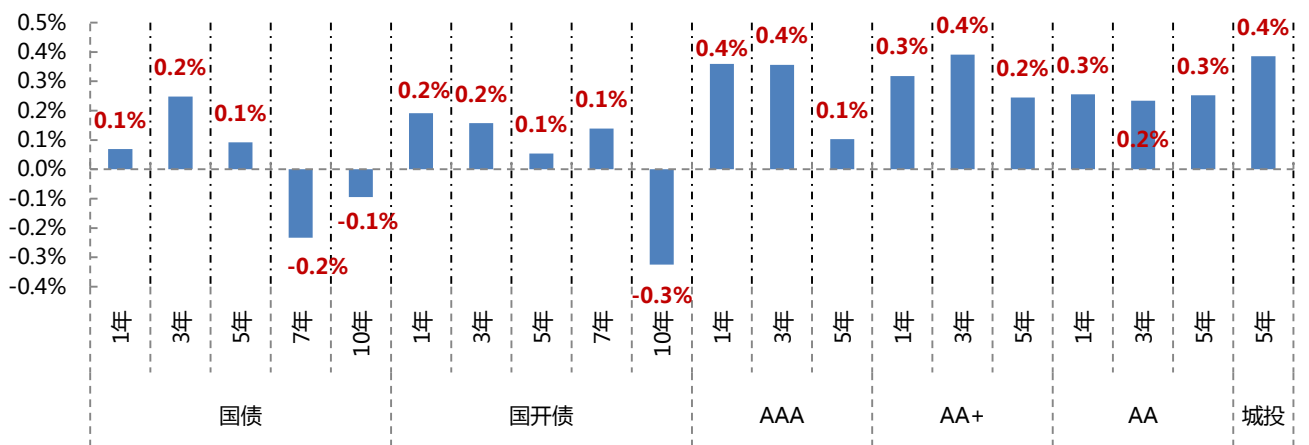


图 8: 上周各类债券收益率变动

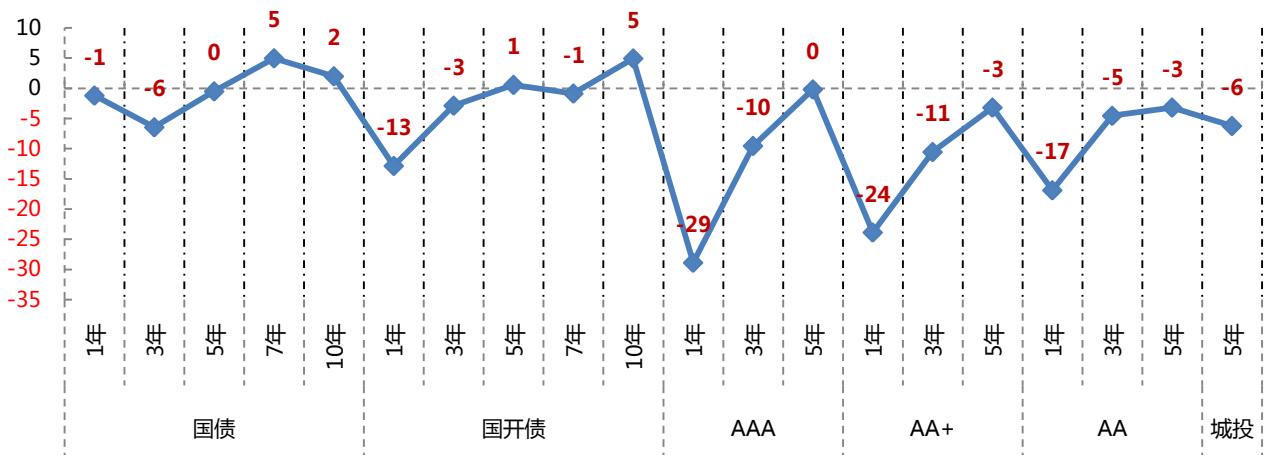
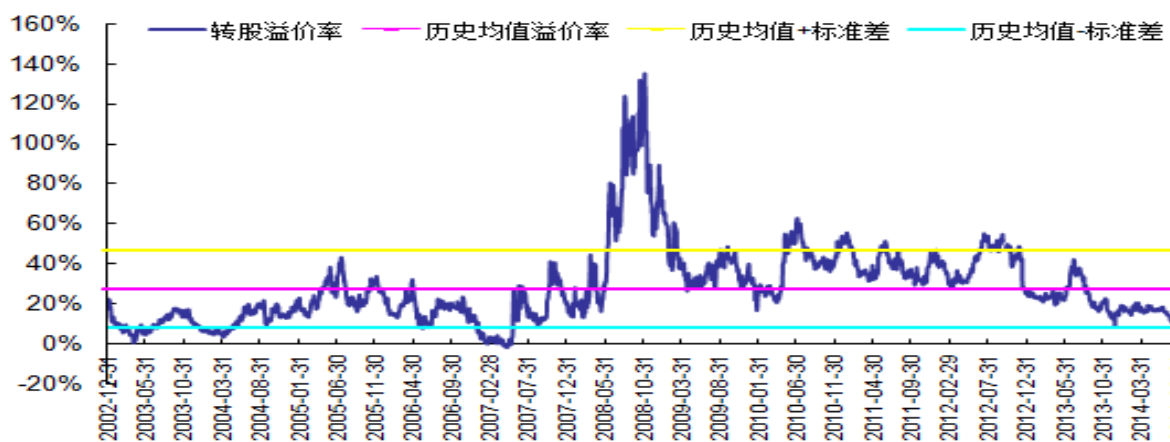


图 9: 可转债市场



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5号新盛大厦A座6-9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