

主要结论:

- 宏观经济: 实体经济需求未见持续改善, 短期通胀并不能对货币政策宽松构成掣肘, 预计未来政策将维持宽松
- 权益市场: 中长期来看, 货币宽松和监管层打造慢牛、长牛的态度不变, 牛市格局不变, 仍看好有改革红利支撑以及稳增长相关的主题板块和低估值蓝筹
- 固定收益市场: 利率债方面, 中长期看好长端利率, 维持对于长端金融债的推荐; 信用债方面, 信用利差依旧维持历史低位, 板块方面依旧推荐老城投, 规避低等级信用债

正文内容:

一、市场回顾

宏观方面: 习近平在华东七省党委主要负责同志座谈会上表示, 十三五发展有十大目标, 其中保持经济增长依然放在首位, 调结构、转方式、促创新分列2-4位, 而改革体制机制亦位列第6位; 国家统计局公布数据显示, 1-4月份, 全国规模以上工业企业实现利润总额17341.3亿元, 同比下降1.3%, 降幅比1-3月份收窄1.4个百分点; 4月规模以上工业企业实现利润总额4795亿元, 同比增长2.6%, 而3月份同比下降0.4%; 5月中国制造业采购经理指数(PMI)为50.2%, 比上月微升0.1个百分点, 高于临界点, 制造业小幅扩张; 中国非制造业商务活动指数为53.2%, 比上月小幅回落0.2个百分点, 高于临界点3.2个百分点。

公开市场操作方面: 2015年5月25日到5月29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: 上周市场经历了急上急下的过山车式震荡, 周一市场延续上周态势大涨逾3%, 随后两个工作日在权重股与国防军工等主题板块的拉动下继续微微上扬, 而周四, 在市场传言央行进行千亿定向正回购操作、汇金减持工行与建行股份的利空消息下, 叠加近期监管层去杠杆的压制措施, 如摸底银行资金入市情况、券商两融接连降杠杆, 沪深各指数巨幅下挫, 周五

市场再现巨幅震荡,险守4600点,截止周五收盘,上证综指报收4611.74点,当周累计下跌0.98%,深证成指报收16100.45点,当周累计上涨0.34%,中小板盘当周涨0.39%,创业板当周涨0.75%。

固定收益方面: R001下行2.68BP至1.02%,R007上行0.26BP至1.99%,R1M上行36.15BP至2.60% (见图5、图6)。

利率债方面,短端收益率下行,中长端小幅上行,一年期国债收益率1.94%,较前一周下降0.44%;三年期国债收益率2.92%,较前一周上涨0.09%。三年期国开债收益率3.56%,较前一周上涨0.12%;七年期国开债收益率4.13%,较前一周上涨0.12%;十年期国开债收益率4.10%,较前一周上升0.12%(见图7、图8)。

信用债方面,收益率整体上行,一年期AAA最新收益率3.49%,较前一周上升0.23%;三年期AAA最新收益率4.14%,较前一周上升0.22%;一年期AA+最新收益率3.85%,较前一周上升0.21%;三年期AA+最新收益率4.60%,较前一周上升0.22%;一年期AA最新收益率4.27%,较前一周上升0.21%;三年期AA最新收益率5.02%,较前一周上升0.19%;五年期城投债最新收益率5.46%,较前一周上升0.09%(见图7、图8)。

二、重大事件回顾

1、习近平:通过变革打通道路释放经济发展潜力

中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平近日在浙江调研时强调,干在实处永无止境,走在前列要谋新篇。要深入贯彻党的十八大和十八届三中、四中全会精神,协调推进全面建成小康社会、全面深化改革、全面依法治国、全面从严治党进程,切实解决改革发展中的突出矛盾和问题,努力实现经济社会持续健康发展。习近平指出,企业持续发展之基、市场制胜之道在于创新,各类企业都要把创新牢牢抓住,不断增加创新研发投入,加强创新平台建设,培养创新人才队伍,促进创新链、产业链、市场需求有机衔接,争当创新驱动发展先行军。习近平对簇拥在身边的年轻科研人员表示,人才是最为宝贵的资源,只要用好人才,充分发挥创新优势,我们国家的发展事业就大有希望,中华民族伟大复兴就指日可待。习近平指出,我国经济发展已经进入新常态,如何适应和引领新常态,我们的认识和实践刚刚起步,有的方面还没有破题,需要广泛探索。关键是要保持战略定力,应势而谋,深入研究管用的措施和办法。改革是推动发展的制胜法宝。路总是有的,路就在脚下,关键是要通过变革打通道路,释放经济发展潜力。各级领导干部要加强调研,在实践中深化规律性认识,努力在调研中吃透情况、把准脉搏,在调研中指导工作、解决问题。习近平强调,一个好的社会,既要充满活力,又要和谐有序。社会建设要以共建共享为基本原则,在体制机制、制度政策上系统谋划,从保障和

改善民生做起，坚持群众想什么、我们就干什么，既尽力而为又量力而行，多一些雪中送炭，使各项工作都做到愿望和效果相统一。要加强对领导干部的法治教育，对社会领域出现的各种问题，要善于运用法治思维和法治方式来解决。要乐见群众用法、支持群众用法，使人民群众成为社会主义法治的忠实崇尚者、自觉遵守者、坚定捍卫者。

2、李克强拉美四国行首要成果：千亿美元大单开启

北京时间5月26日，李克强总理在联合国拉美经委会发表演讲时说，此次拉美之行的一个重要目的是推动与拉美国家的产能合作。李克强此次访问首次提出了中拉产能合作“3×3”模式，即契合拉美国家需求，共同建设物流、电力、信息三大通道，实现企业、社会、政府三者良性互动，拓展基金、信贷、保险三条融资渠道。据统计，李克强拉美四国行签署的基建、产能资金及项目，实际项目及意向协议总额超过了1000亿美元。除去对拉美战略的首次落实外，本次李克强总理访问更是中国对外投资长期战略——国际产能合作的首次试水。李克强此次访问还首次提出了中拉产能合作“3×3”模式，即契合拉美国家需求，共同建设物流、电力、信息三大通道，实现企业、社会、政府三者良性互动，拓展基金、信贷、保险三条融资渠道。李克强此行还深化了与拉美国家的贸易合作。中巴签署了35项总计约270亿美元的合作协议，涉及汽车、飞机等多个领域。在智利，双方同意推进双边自由贸易协定升级。中方并表示，愿同更多拉美国家签署自贸协定，推进贸易自由化便利化。作为产能和贸易合作深入推进的保障，金融领域也是此次李克强出访成果的一大亮点。除将设立300亿美元中拉产能合作专项基金外，中方还表示愿与拉美国家扩大货币互换和本币结算等合作，同意给予智利500亿元人民币合格境外投资者(RQFII)额度。

3、央行注册制效果6月将集中显现信贷ABS规模望达4000亿

央行信贷资产证券化注册制的效果，有望在6月得以显现。5月28日，在由联合资信与惠誉评级共同举办的“资产证券化创新发展研讨会”上，华润深国投信托有限公司同业金融部总经理白洋表示，央行推出信贷资产证券化（下称“信贷ABS”）注册制后，流程简化给信贷ABS市场的效果将很快在市场上呈现出来。最近两个月，整个市场都在为央行注册制做一些改革，正在调整包括发行说明书在内的各种报告。白洋表示，交易商协会下发两个信息披露指引后，就有一些机构做了注册发行的申报，现在第一批的发行请示已经拿到央行的发行批复。所以，很快注册制的效果会在6月份集中发出来了。白洋分析称，在利率市场化愈加接近的大背景下，对银行来讲，负债端的融资成本越来越高，发起机构将有动力通过信贷ABS的方式进行融资。预计，今年信贷ABS发行量有望达到4000亿元左右的水平。相比去年的2800多亿元还是有较大的增长。4

月3日，央行发布【2015】第7号公告，宣布信贷资产证券化业务实行注册发行管理。5月15日，《个人汽车贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》、《个人住房抵押贷款资产支持证券信息披露指引》（试行）及配套表格体系也随之推出。2014年，时走时停的中国信贷资产证券化市场终于迎来了爆发式增长。Wind资讯数据显示，2014年全年，共有66单信贷ABS产品发行，发行金额总计2832.76亿元，远超往年总和。

4、中国2014年末资产托管规模约57.5万亿

5月28日，中国银行业协会发布《中国资产托管行业发展报告（2014）》。数据显示，截止2014年末，公募基金、券商资管、信托计划、银行理财等规模合计约57.5万亿元，相当于银行存款规模的40%。报告总结了三个大方面。首先是托管行业战略地位提升，保障经济中高速增长，主力商业银行经营转型。报告认为，利率市场化、人民币国际化、多层次资本市场日臻完善的背景下，资产托管机制能够消除市场不确定性，防范道德风险，它的引入对于防范金融风险非常重要。而在存贷利差收窄的大趋势下，银行利润由此向中间业务收入倾斜，资产托管业务对于商业银行转型的意义就凸显出来。另外，资产托管对商业银行在存款理财化趋势下稳定存款也具有重要的战略意义。数据显示，截止2014年末，公募基金、券商资管、信托计划、银行理财等规模合计约57.5万亿元，相当于银行存款规模的40%。从报告中看，目前资产托管正在经历服务升级转型，向综合化、平台化方向发展。同时，托管服务范围 and 对象扩展，比如我们有了RQFII、QDLP、QDIE等更多的跨境投资主体。这些特点都是资产托管行业向纵深发展的体现。报告认为，未来3-5年将是人民币国际化的快速发展时期，也是我国资产托管行业向全球化发展的主要时间窗口，将为我国资产托管行业的发展带来重大变革。另外，互联网金融迅速崛起，也是目前金融领域创新发展的一大热点。在P2P网贷、股权众筹、互联网理财等领域中，都存在着资金所有人、使用人与第三方平台角色分离的情况，从而引发信息不对称、道德风险等问题，恰恰是未来资产托管行业的一片蓝海

5、统计局解读5月PMI：制造业仍然面临较大下行压力

香港万得通讯社报道，6月1日，国家统计局公布数据显示，2015年5月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，比上月微升0.1个百分点，高于临界点，制造业小幅扩张。中国非制造业商务活动指数为53.2%，比上月小幅回落0.2个百分点，高于临界点3.2个百分点，表明我国非制造业继续保持平稳增长状态，但增速略有放缓。对此，国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河进行了解读。首先，制造业采购经理指数微升。5月份，制造业PMI为50.2%，连续3个月保持在临界点上方，走势总体平稳。本月制造业PMI运行的主要特点：一是党中央、国务院出台的一系列政策措施效果正逐步显现，生产与市场需求双双小幅回升，生产指数和新订单指

数分别为52.9%和50.6%，比上月上升0.3和0.4个百分点；二是主要原材料购进价格指数为49.4%，虽位于临界点以下，但已连续4个月回升，同时采购量指数升至今年以来的高点51.0%，企业采购活动有所加快；三是高技术制造业表现好于制造业总体水平，表明高技术制造业在制造业增长和结构调整中的支撑作用不断增强。5月份，制造业PMI虽然小幅扩张，但历史看，仍属于较低水平，我国制造业仍然面临较大的下行压力。调查结果显示资金紧张、市场需求不足和劳动力成本上涨等仍是目前困扰企业发展的主要因素。此外，制造业进出口形势依然严峻，新出口订单指数和进口指数均位于临界点以下，进口指数连续2个月回落。分企业规模看，大型企业PMI为50.7%，比上月微升0.1个百分点，连续高于临界点；中型企业PMI为50.4%，连续两个月回升，年内首次升至临界点以上，表明中型企业生产经营状况有所改善；小型企业PMI为47.9%，今年以来始终在46.0%—49.0%区间波动，持续处于收缩区间，小型企业生产经营困难依然较大。其次，非制造业商务活动指数略有回落。2015年5月份，中国非制造业商务活动指数为53.2%，比上月小幅回落0.2个百分点。今年以来该指数始终在53.0%—54.0%的区间运行，表明我国非制造业继续保持平稳增长状态，本月扩张步伐略有放缓。

三、市场展望

宏观方面：4月工业企业利润总额增速由负转正至2.6%，主要缘于投资收益增长和财务费用下降，而工业企业利润率仍然维持低位，显示盈利改善状况仍不乐观，工业需求仍较萎靡。在实体经济需求未见持续改善的情况下，短期通胀并不能对货币政策宽松构成掣肘，预计未来政策将维持宽松。上周政策面明确“十三五”十大目标，其中稳增长仍是首要任务、调结构和改革殿后，预计财政政策将进一步发力。短期稳增长更多还需要依靠投资基建等，但消费、减税式积极财政政策也将是政策重点。

权益方面：在经济基本面持续下行的背景下，货币宽松大概率是不变的。本次定向正回购是资金面宽松的结果，而非央行主动收紧，在货币极度宽松导致银行间短端资金价格长期维持较低水平的情况下，商业银行必然会产生为资金寻找较高收益的动力，就像2014年春节一样，由于流动性泛滥，而实体经济需求不高，商业银行主动向央行申请正回购，但这不代表货币政策转向，我们认为货币宽松的过程还会延续。短期来看，流动性收紧对市场会有一些影响，但中长期来看，宽松货币政策和监管层打造慢牛、长牛的态度没有变化，牛市格局不变，仍看好有改革红利支撑以及稳增长相关的主题板块和低估值蓝筹。在经过上周四、五两天调整，周一沪深两市股指早盘高开后震荡走高，上证综指相继站上4700、4800点关口，各指数一度涨幅

均超4%，盘面上，权重股集体上扬，题材股表现活跃。

固定收益方面：利率债方面，由于我们暂时看不到投资需求的恢复，既没有4 万亿的刺激，房地产销售的库存去化也才刚刚开始，地产投资仍然较遥远，因此我们认为这次流动性的宽裕并不会对应长期利率的见底回升；短期内，长端利率暂时看不到明显的交易机会，但我们中期看好长端利率，目前这一位置买长债并不存在太大风险，维持对于长端金融债的推荐。信用债方面，套息利差处于高位，短期信用利差依旧维持历史低位，中长期来看，信用利差由违约率主导时代正在来临；板块方面，依旧推荐老城投，规避低等级信用债，此外部分可质押公司债具有配置价值。

附表:

图 1: 公开操作市场

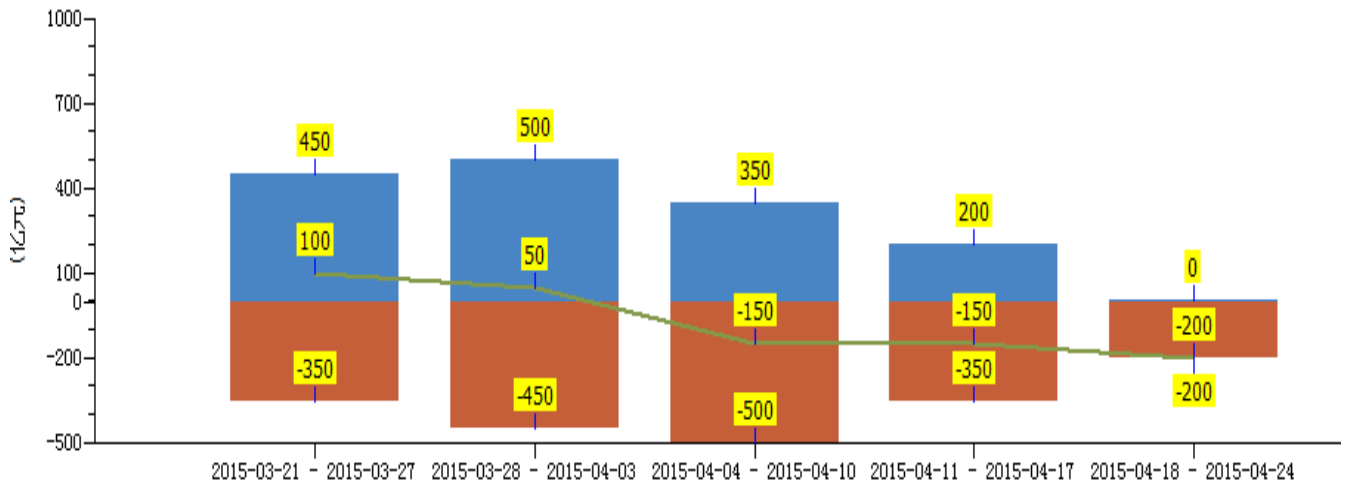


图 2: 股市走势

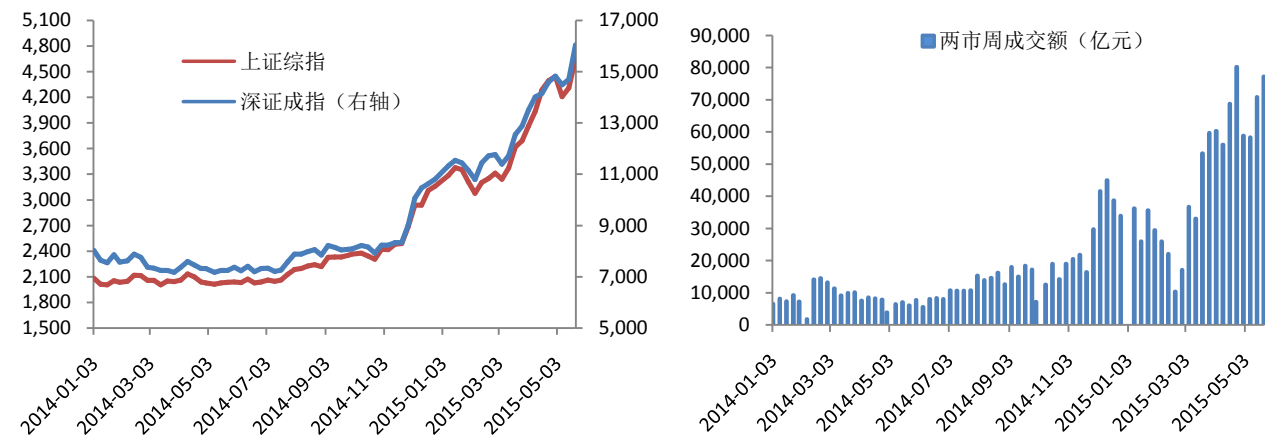


图 3: 主要指数表现

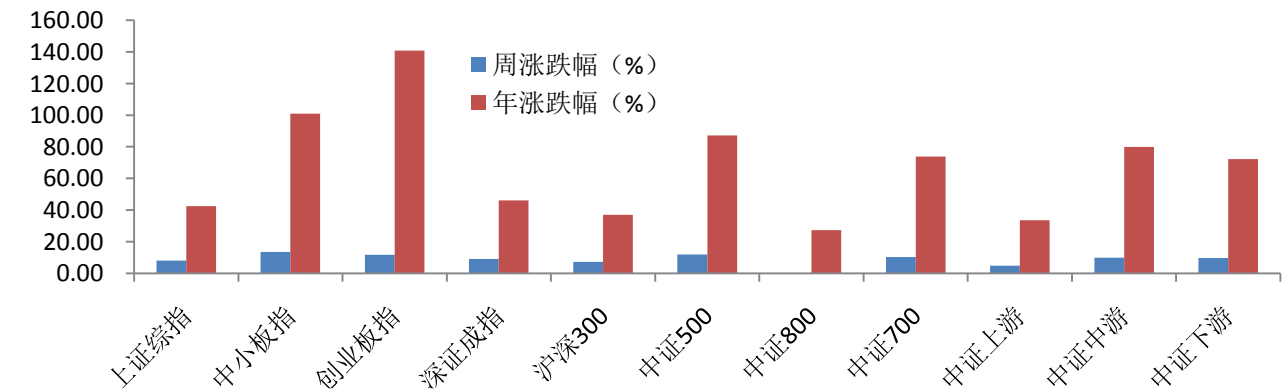


图 4: 行业表现

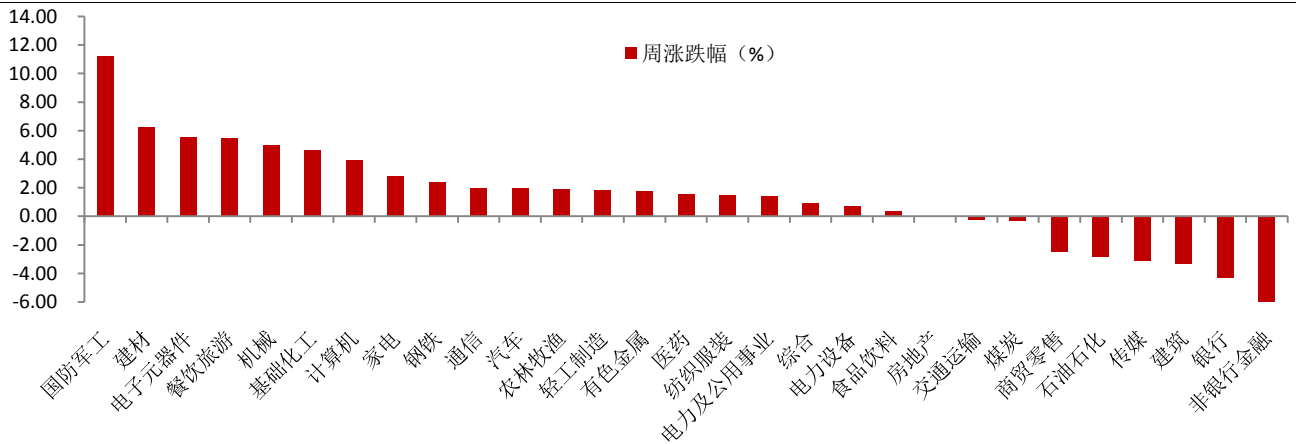


图 5: 回购利率一周走势

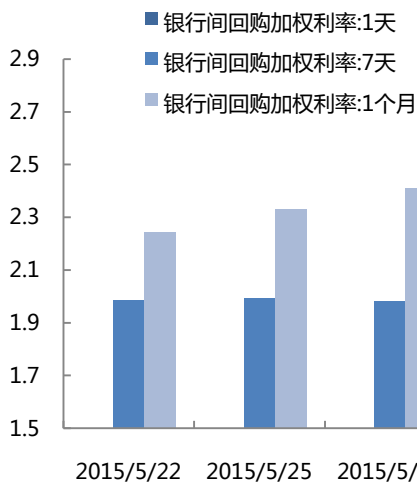


图 6: 票据利率和 SHIBOR 一周走势

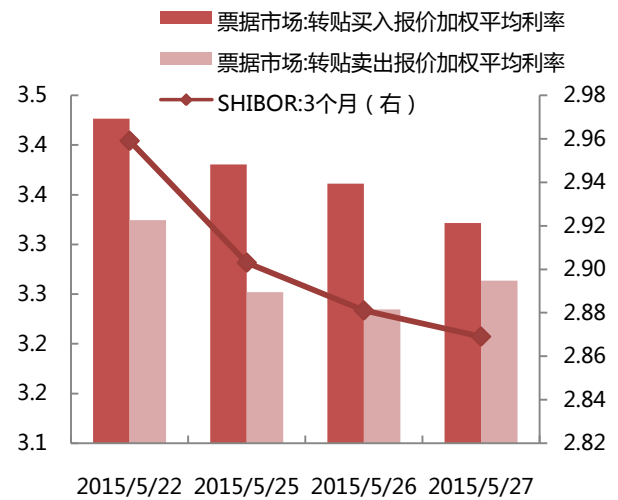


图 7: 上周各类债券持有期收益率

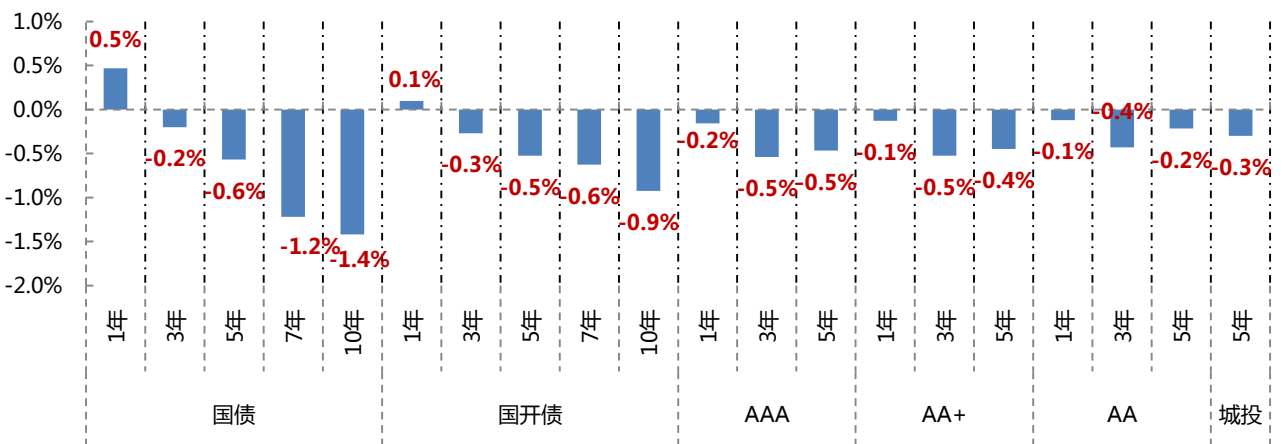


图 8: 上周各类债券收益率变动

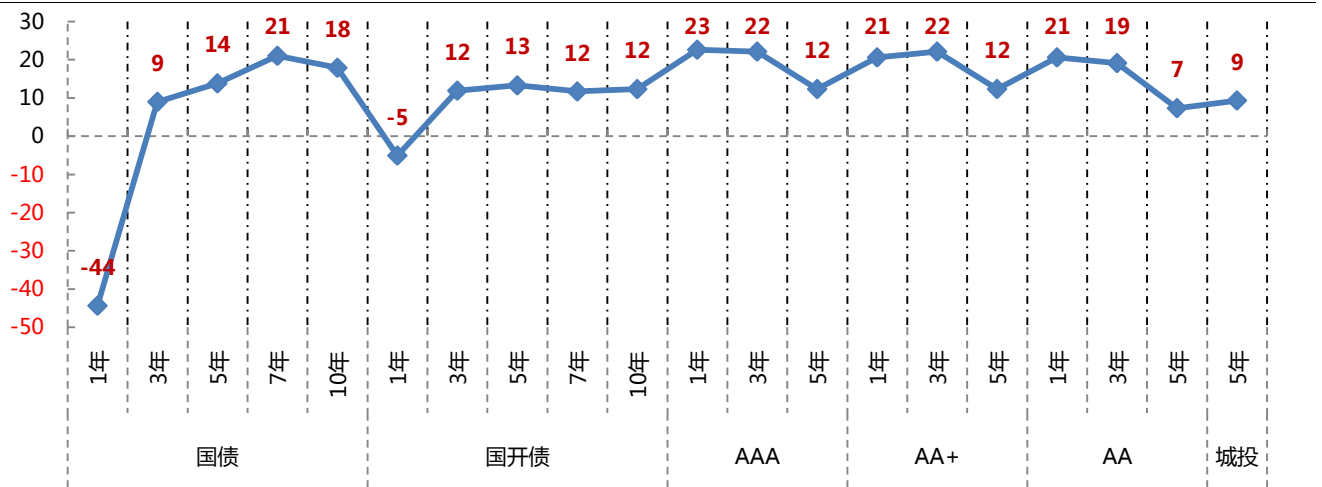


图 9: 可转债市场



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