

主要结论:

- 宏观经济: 整体经济依然疲弱, 企稳基础并不稳固, 仍面临下行风险; 货币政策宽松手段还将陆续出台, 稳增长政策也将加码
- 权益市场: 对政策趋严的担忧或将使市场面临短期调整, 但长期来看牛市格局不变, 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: 利率债期限利差回落将只是时间问题, 继续推荐长端金融债; 信用债期限利差继续维持低位, 板块方面, 依旧推荐老城投, 规避长久期烂债, 警惕信用风险

正文内容:

一、市场回顾

宏观方面: 上周召开中央全面深化改革领导小组第十三次会议, 审议通过了《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》、《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》等; 国务院常务会议确定大力推进大众创业万众创新的政策措施, 部署促进社会办医健康发展; 央行发布《大额存单管理暂行办法》; 上周公布的中采PMI数据显示, 5月份中采PMI由前月的50.1%略微上升至50.2%。分项中, 生产量、新订单、出口订单、雇员指数均较上月小幅改善; 非制造业PMI数据显示, 5月非制造业PMI由前月的53.4%略微下滑至53.2%。其中, 建筑业PMI小幅上升, 但服务业PMI则小幅回落; 海关总署6月8日公布数据显示, 5月份我国进出口总值1.97万亿元, 下降9.7%。其中, 出口1.17万亿元, 下降2.8%, 降幅较4月份继续收窄3.4个百分点; 进口8033.3亿元, 下降18.1%; 贸易顺差3668亿元, 扩大65%。

公开市场操作方面: 2015年6月1日到6月5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: 上周市场震荡中上行, 在经过上周四、五两天的大幅调整, 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%, 随后几

天大盘震荡走高，上证综指收复4900点，并在周五站上5000点大关。截至周五收盘，上证综指报收5023.10点，当周累计上涨8.92%，深证成指报收17649.09点，当周累计上涨9.62%，均创年内最大周涨幅；中小板指当周涨6.80%，连涨五周，创业板指当周涨9.68%，连涨七周。

固定收益方面：R001上行4.01BP至1.06%，R007上行6.08BP至2.05%，R1M上行42.52BP至3.03%（见图5、图6）。

利率债方面，一年期国债收益率1.88%，较前一周下降0.06%；三年期国债收益率2.87%，较前一周下降0.05%。三年期国开债收益率3.53%，较前一周下降0.03%；七年期国开债收益率4.06%，较前一周下降0.07%；十年期国开债收益率4.04%，较前一周下降0.05%（见图7、图8）。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.28%，较前一周下降0.21%；三年期AAA最新收益率4.10%，较前一周下降0.04%；一年期AA+最新收益率3.67%，较前一周下降0.18%；三年期AA+最新收益率4.59%，较前一周下降0.01%；一年期AA最新收益率4.06%，较前一周下降0.21%；三年期AA最新收益率5.01%，较前一周下降0.01%；五年期城投债最新收益率5.43%，较前一周下降0.02%（见图7、图8）。

二、重大事件回顾

1、京津冀发布首批区域协同地方标准7月1日实施

6月1日，京津冀三地发布首批区域协同地方标准，包括《电子不停车收费系统路侧单元应用技术规范》、《老年护理常见风险防控要求》，将于7月1日实施。今后，三地还将围绕环境治理、产业对接和交通一体化等重点领域，探索制定发布实施更多区域协同地方标准。北京市、天津市和河北省共同组织制定的《电子不停车收费系统路侧单元应用技术规范》、《老年护理常见风险防控要求》地方标准正式发布。北京市质监局副局长姚娉介绍，在首都标准化委员会的协调组织下，作为落实《京津冀质量发展合作框架协议》具体措施，三地相关部门加强在标准化领域沟通合作，提出共同制定、分别发布地方标准的工作意见，通过统一的实施助推京津冀协同发展。北京速通科技有限公司高级工程师李全发在发布会上介绍说，截至今年4月底，京津冀三地ETC系统联网的覆盖率已达到96%，远高于全国水平。新标准的出台将提高京津冀区域ETC系统的稳定性、可靠性和通行成功率，避免邻道干扰和跟车干扰，同时新增远程监控功能、网络监控功能等，提高系统对外地标签的兼容性，改善用户体验。

2、大额存单面世，利率市场化近尾声

中国人民银行2日发布并施行《大额存单管理暂行办法》，决定推出大额存单产品。商业银

行、政策性银行、农村合作金融机构等可面向非金融机构投资人发行记账式大额存款凭证，并以市场化的方式确定利率。个人投资人认购的大额存单起点金额不低于30万元，机构投资人则不低于1000万元。民生银行首席研究员温彬认为，大额存单的推出加上5月1日起实施的《存款保险条例》，与利率市场化相关的制度基础和负债工具创新已基本到位，我国利率市场化进程接近尾声，预计下半年或明年初将取消存款利率上限，最终实现利率市场化。

3、国资委：推动央企子企业整合发展

国资委日前发布的《关于进一步做好中央企业增收节支工作有关事项的通知》提出，央企要加大内部资源整合力度，推动相关子企业整合发展，并加大资本运作力度，推动资产证券化，用好市值管理手段，盘活上市公司资源，实现资产价值最大化。《通知》要求，央企要统筹用好国内、国际两个市场，加大市场开拓，科学组织生产，进一步增强盈利能力。积极落实国家“一带一路”、周边国家互联互通、非洲“三网一化”等战略部署，拓展海外业务，巩固劳务商品出口、境外工程承包优势，带动中国装备、技术、标准“走出去”，推动国际化经营向中高端发展。要加强产业链上下游企业间协同发展，加大海外业务合作力度，倡导有序竞争，避免不规范恶性竞争，实现优势互补、合作共赢。《通知》表示，央企要加大内部资源整合力度，加快清理低效无效资产，盘活存量提升资产效能，用好近期出台的兼并重组税收支持政策，推动相关子企业整合发展，提高业务协同和资源使用效率。加大资本运作力度，推动资产证券化，用好市值管理手段，盘活上市公司资源，实现资产价值最大化。强化低效无效资产处置变现，积极处置长期不分红、收益低、无战略安排的投资，坚决退出盈利差、管控难、无协同优势的非主业经营业务，全面、按时完成国资委部署的低效无效资产清理处置任务。

4、房地产金融等三行业营改增一揽子方案或7月出台

据权威渠道消息，房地产、金融、生活性服务业三大行业今年将出台营改增一揽子方案，而非以往的分行业纳入营改增范围。目前方案已经由财政部税政司制定完毕，有望在7月份向社会公布。接近财政部人士透露称，上述方案尚未上报国务院，一旦上国务院常务会，方案很快就会向社会公布。不过，就算最快6月份能上国务院常务会，准备工作也要好几个月，所以正式实施最快也要今年下半年末期。至于为何要三个行业一起出一揽子方案，该人士称，增值税抵扣涉及上下游的链条，各个行业间并不是完全独立、完全割裂的，按行业改革可能造成更多人为的扭曲，所以多个行业一起改革更为科学。据了解，金融业的征求意见稿内容仍然存在一些变数，方案中与金融业相关的内容在不同部委之间讨论时存在分歧，因此政策的发布可能在6月底7月初，目前争议环节就是对利息收入部分征税是否要抵扣进项。有业内人士透露，房地产

业、建筑业税率或为11%，金融业税率和生活服务业的一般征收税率或为6%。专家表示，如果营改增按计划全面推进，减税规模有望达9000亿到1万亿元。

5、3万亿地方债置换来袭机构料未来每月需发行3000亿元

继江苏省发行首单地方政府置换债券之后，地方政府置换债券发行迅速扩容。有媒体报道称，第二批债务置换额度已下发至各个省份，总额度为1万亿元。分析人士认为，财政部进一步推进地方债置换在市场预期之中，全年至少将到3万亿元的规模。地方债首期置换在8月完成将为后续地方债置换提供时间，剔除已发行的规模，未来3个月每月需发行近3000亿元。此前，有市场人士认为，地方政府置换债券供应量较大，可能挤压其他利率债的需求空间；地方债发行的利率将为国债“定锚”，可能会对利率债的定价带来不利影响。对此，广发期货分析人士表示，置换债券的密集发行将对市场产生一定的冲击。从中长期看，债务置换并不占用银行的资金，因为地方政府最终需要偿还之前的到期债务，置换后的债务总量并没有发生变化。但在短期内，仍需要投资者垫付先发行资金，对银行等投资者有一定的压力。在心理上，供给压力的提高可能影响债市交易户的情绪。不过，地方债不会给国债等利率债“定锚”。市场人士认为，6月前通过市场化发行的置换债券收益率较低，与非市场化因素有关。未来随着地方债供应逐渐增加，非市场化因素的影响可能会相应降低，地方债对市场的冲击将逐渐减弱。地方债虽是影响债市的重要因素，但债市长端上行的最大动力还是基本面，预计宽松的货币环境将会持续。国泰君安证券研究员乔永远表示，在地方政府债务置换的过程中，中央政府对地方债提供了流动性支持，意味着如果地方债券违约，银行可以不断拿地方债做抵押从央行获得融资，有助于改善投资者的风险评价，提升市场风险偏好。

6、两融规则修订呼之欲出，风险管理或收紧

证监会新闻发言人张晓军表示，为促进券商融资融券业务发展，证监会正在对两融业务管理办法、相关规则进行修订，条件成熟时将按照程序向市场征求意见。在两融余额高企的情况下，部分业内人士认为，对券商两融业务的部分规则或将收紧。

三、市场展望

宏观方面：政府稳增长政策托底下，短期经济出现企稳迹象，但整体经济依然疲弱，企稳基础并不稳固，仍面临下行风险。季调前后的中采PMI均显示经济环比略有好转，不过改善幅度十分有限；分企业大小看，大中企业PMI改善，而小企业PMI则延续弱势，从侧面印证了政府稳增长政策正在出现效果。与此同时，非制造业PMI继续下滑，表明前期工业低迷正在向非制造业

传递，预计降息降准、定向宽松加码等货币政策宽松手段还会陆续出台，政府针对PPP、基建以及消费领域的稳增长政策也将加码，短期流动性延续宽松，货币政策重点将致力于降低长期利率。

权益方面：上周风格转向逐渐显露，周四市场震荡中，创业板盘中跌幅更甚于大盘，而周四收盘，上证综指在权重板块带动下，微涨0.76%，创业板则收跌0.76%，周五上证综指继续震荡上行，涨1.54%，而创业板指则回落翻绿，跌1.46%。前期疯涨的“神创板”风险越发暴露，使得一些机构对创业板股票望而却步，6月4日媒体称，国盛证券下发有关《关于调整融资融券标的券有关事项的通知》，将创业板股票全部调出融资融券标的证券，并且调整创业板股票的可充抵保证金的折算率。另一方面，在监管层摸底银行资金入市情况、加强两融风险监管等利空因素的影响下，市场对政策趋严的担忧对后市有一定的影响，使市场面临短期调整。在经济依旧疲弱、融资成本依旧高企的情况下，货币宽松仍是主基调，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，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。

固定收益方面：利率债方面，从外需、国内投资等方面来看，外部经济不足以拉动出口，基建发力也只是减缓投资下行幅度，因此经济企稳仍面临风险，资金面将持续宽松，利率债期限利差回落将只是时间问题，继续推荐长端金融债。信用债方面，万亿融资平台债务一方面降低了信用债供给，另一方面缓解了城投再融资压力，对城投基本面为确定性利好，信用利差将维持低位；尽管基本面环比改善，无风险利率有压力，但信用债调整风险较小；板块方面，依旧推荐老城投，规避长久期烂债，需警惕信用风险。

附表:

图 1: 公开操作市场

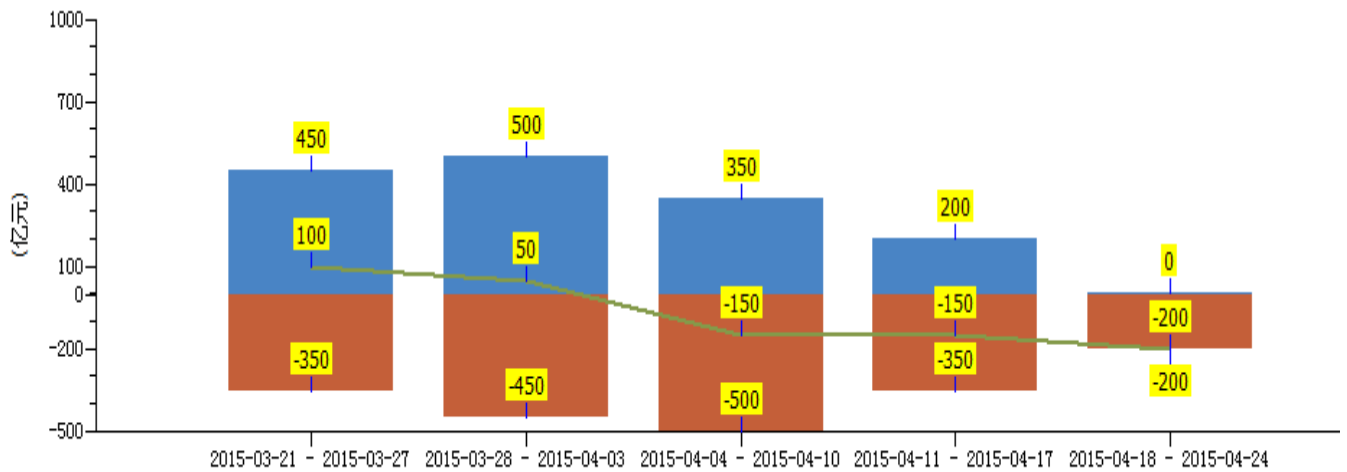


图 2: 股市走势

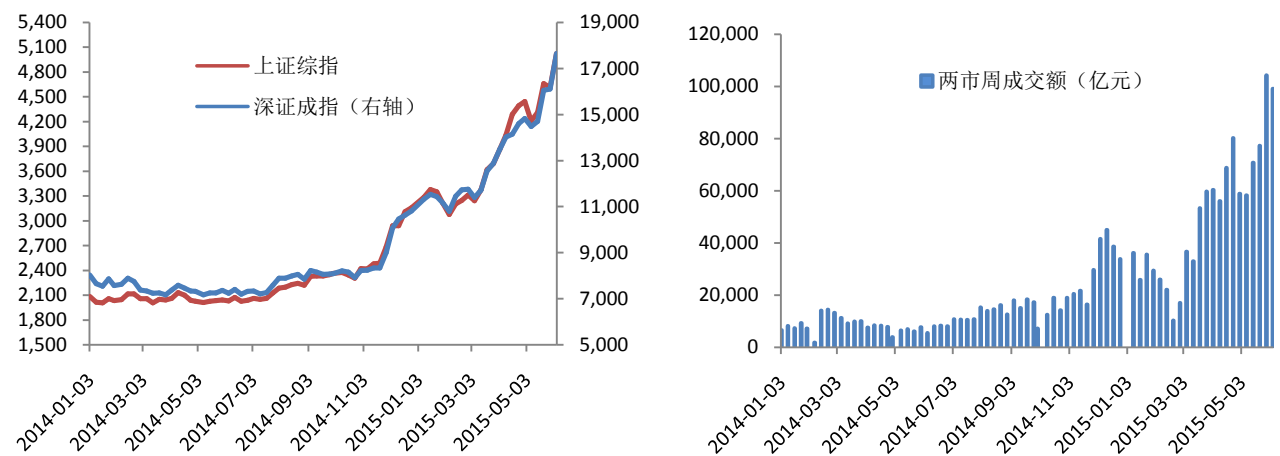


图 3: 主要指数表现

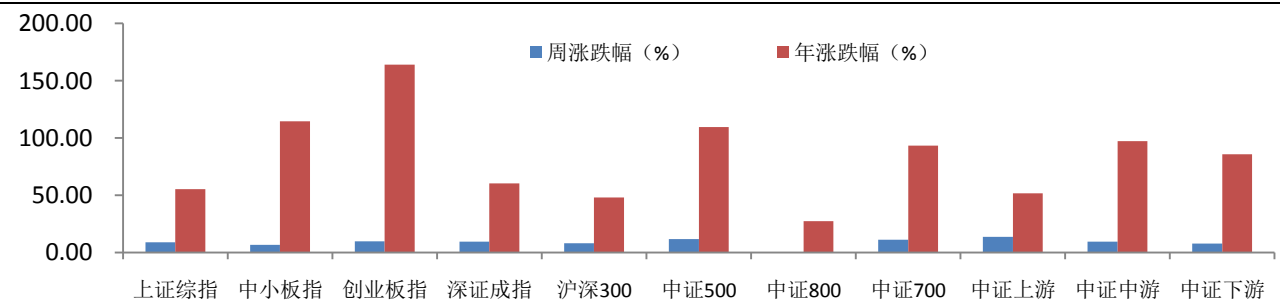


图 4: 行业表现

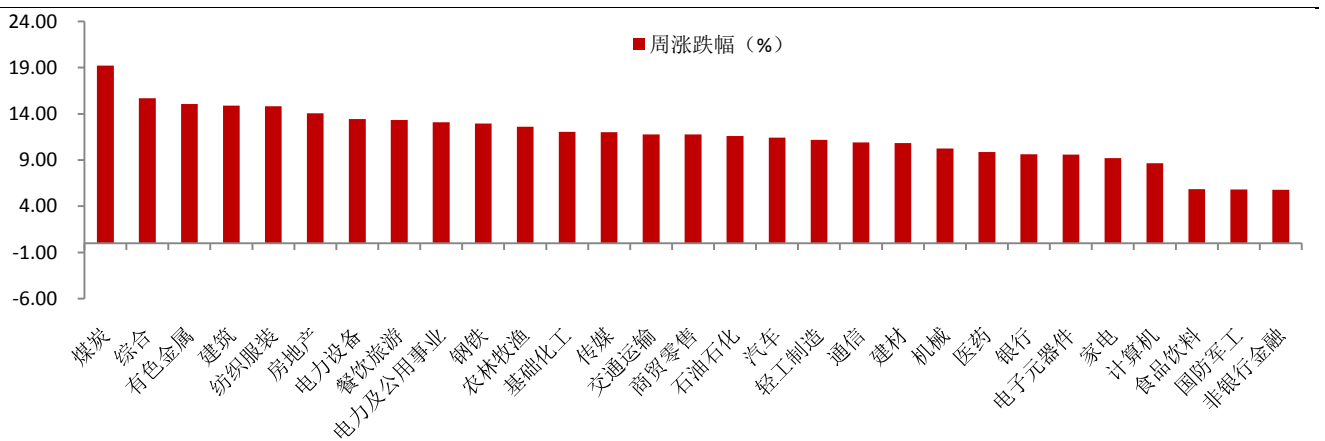


图 5: 回购利率一周走势

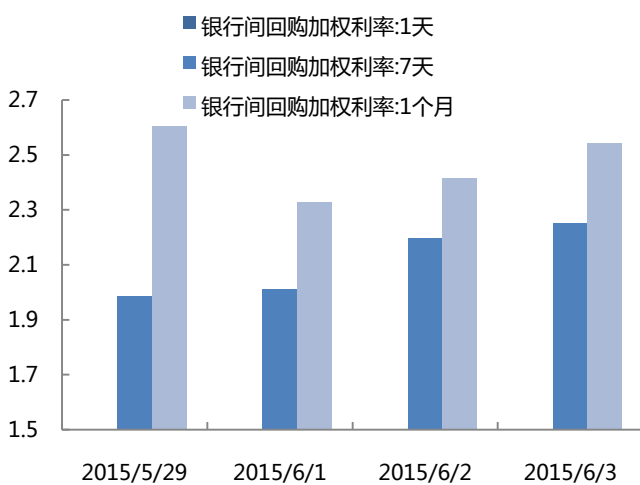


图 6: 票据利率和 SHIBOR 一周走势

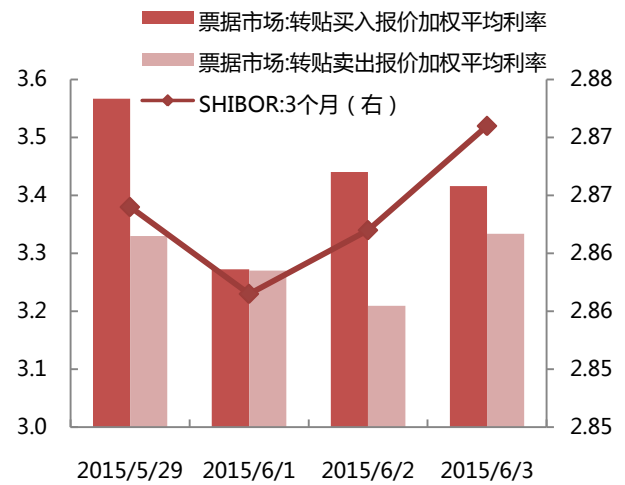


图 7: 上周各类债券持有期收益率

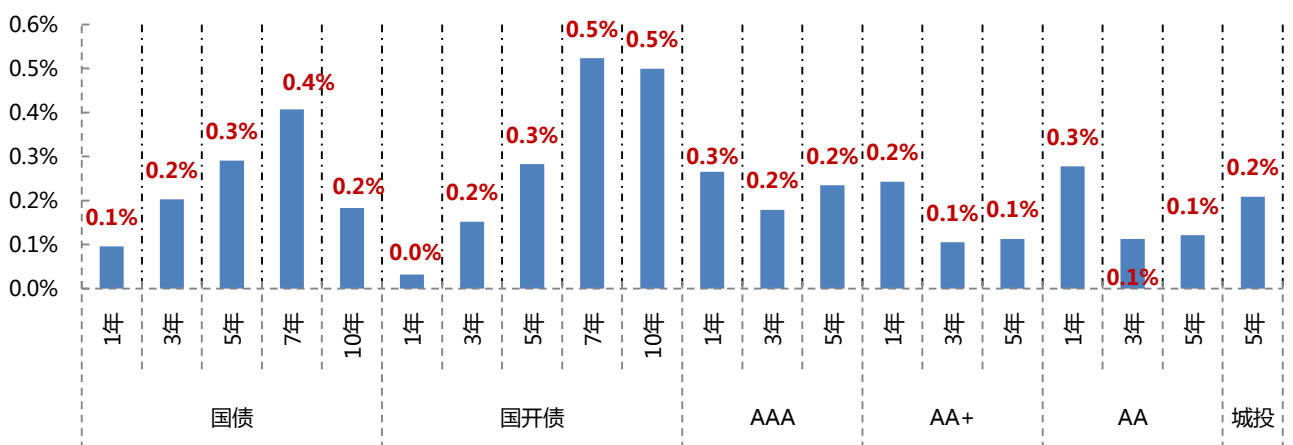


图 8: 上周各类债券收益率变动

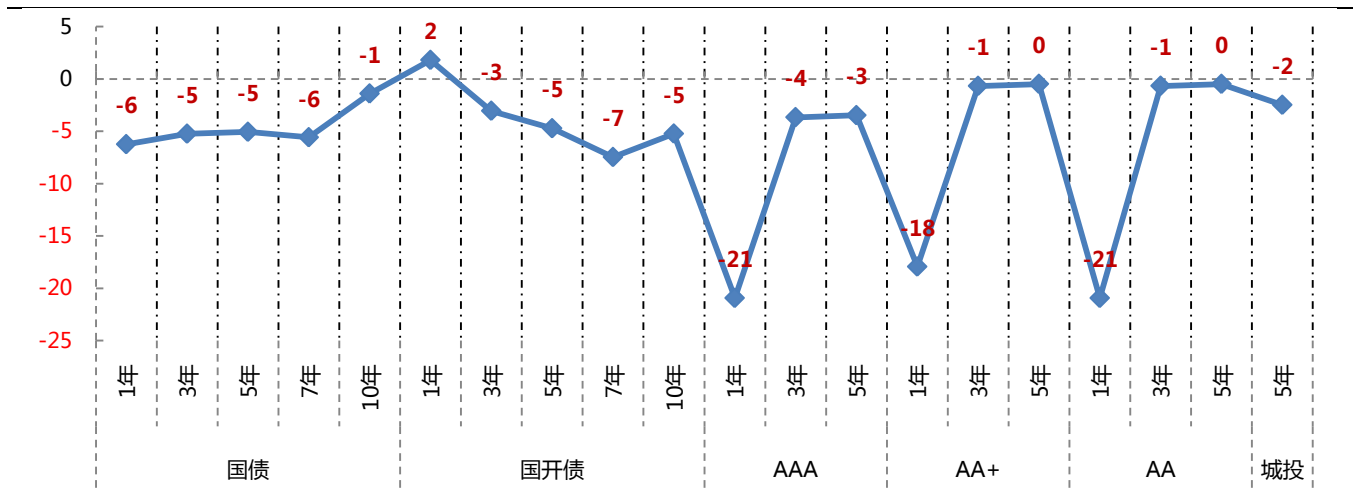
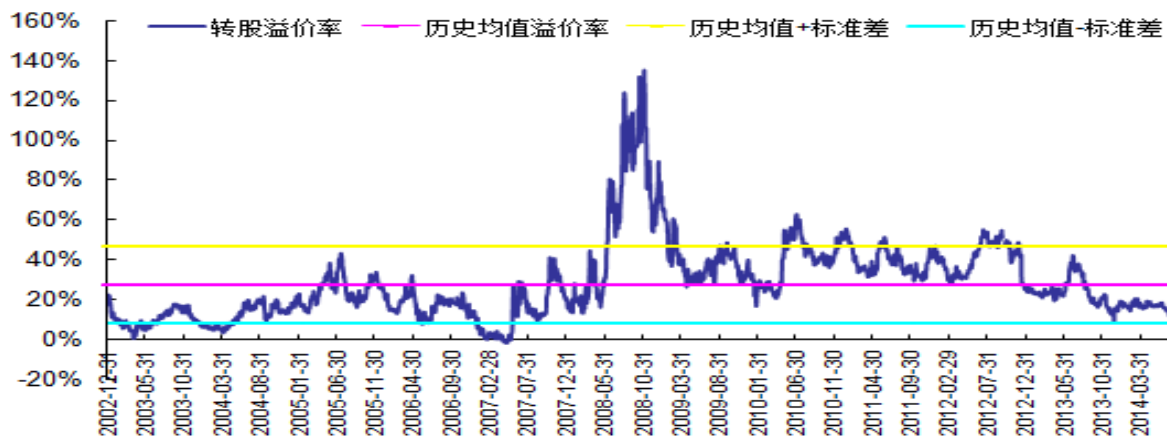


图 9: 可转债市场



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