

### 主要结论:

- **宏观经济:** 在政府加快支出支持基金投资和地产销售带动投资回暖的拉动下, 预计今年上半年经济增长企稳回升的概率较大, 通货膨胀有望整体较为温和。
- **权益投资策略:** 短期看, 资金退潮, 市场整体波动加剧; 长期看, 市场仍有上升空间。
- **债券投资策略:** 货币政策有望进一步宽松, 债市仍有机会。但在春节前资金偏紧因素影响下, 资金利率高企, 短期债券收益率将处于震荡态势。

### 内容摘要:

**宏观经济:** 在政府加快支出支持基金投资和地产销售带动投资回暖的拉动下, 预计今年上半年经济增长企稳回升的概率较大, 通货膨胀有望整体较为温和。国际方面, 就业持续改善叠加油价持续下跌和强美元背景, 消费将继续加速, 支持美国经济增长延续改善的趋势; 欧元区 QE 利好当地经济, 外需的改善利好我国出口。国内方面, 部分经济领先或同步指标有所好转, 如贷款结构改善、流动性回升, 地产销售趋势回升, 地产价格改善等。随着财政政策和货币政策的进一步配合, 上半年经济企稳回升的概率增大。

**权益投资策略:** 在短期增量资金流入暂缓的情况下, 市场整体的投资机会将告一段落, 热点将转向主题投资, 在清查工作结束后宽松政策将很快再次带动市场开展新一轮的行情。长期来看, 大类资产配置迁移的过程还没有结束, 市场仍有一定的上升空间。在经济弱、通胀低、利率高的背景下, 政策放松应该是必然趋势, 但是由于短期一些外在因素的制约如汇率贬值、股市大涨的吸金效应等, 宽松政策的有效性受到影响。短期政策的摆动是造成市场波动的主要驱动因素。

**债券投资策略:** 在通缩导致实际利率高企、地方政府融资受限的情况下, 货币政策有望进一步宽松, 债市仍有机会。但在春节因素影响下, 资金利率高企, 短期债券收益率将处于震荡态势。

重要宏观经济指标预测 (2月)

指标	上期数值 (12月)	市场预测 (实际数值)	内部 预测
GDP:当季(%)	7.4	7.3	7.2
社会消费品零售(%)	11.89		
工业增加值(%)	7.9		
出口(%)	9.7	5.2	5
固定资产投资:累计(%)	12.58		
CPI(%)	1.5	1.0	1.1
M2(%)	12.2	12.1	12.4
人民币贷款:新增(亿元)	6973	13049	14000

资产配置观点——一季度

权益资产	固定收益资产	货币资产
超配	超配	低配

注：资产配置观点分为超配，超配和低配。  
 权益资产超配为沪深 300 指数月度涨幅 2% 以上，中性为月度涨幅在 2% 至 -2% 之间，低配为指数月度跌幅 2% 以下。  
 固定收益资产超配为中债综合净价指数月度涨幅 0.2% 以上，中性为月度涨幅在 0.2% 至 -0.2% 之间，低配为指数月度跌幅 0.2% 以下。  
 货币资产超配为银行间 7 日质押式回购利率月度加权上行 15BP 以上，中性为月度加权变化在 15BP 到 -15BP 之间，低配为单月下行 15BP 以上

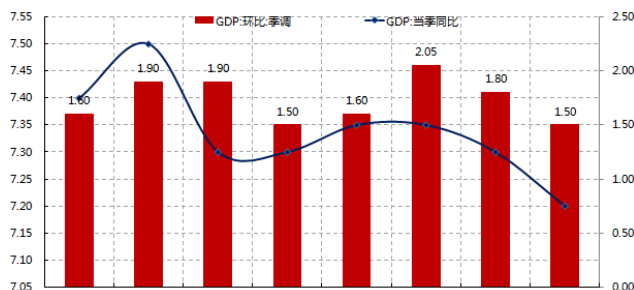
1. 宏观经济

上半年政府可能加快支出节奏支撑基建投资，随着地产销售持续的好转，地产投资在二季度有望恢复，在此带动下预计今年上半年经济增长企稳回升的概率较大；预计通货膨胀整体较为温和。

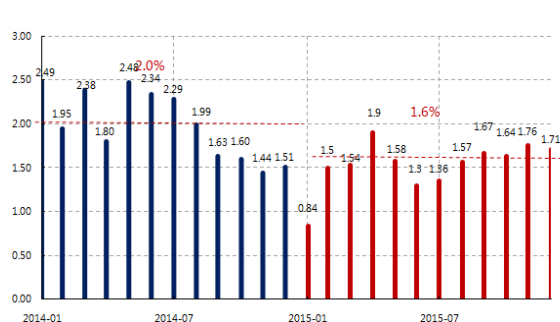
国际方面，美国四季度经济增长符合预期，政府支出对经济的拖累较大但是一次性的，油价下跌虽然造成能源业资本支出增速下滑但对就业影响不大。就业持续改善叠加油价持续下跌和强美元背景，消费将继续加速，支持美国经济增长延续改善的趋势。。同时，欧元区 QE 利好当地经济的恢复。影响我国出口最关键的因素是美、欧的经济增长。两国经济的改善将利好我国出口短期海外风险在于希腊的债务问题将在 2 月持续发酵。

国内方面，部分经济领先或同步指标有所好转，如贷款结构改善、流动性回升，地产销售趋势回升，地产价格改善等随着财政政策和货币政策的进一步配合，上半年经济企稳回升的概率增大。财政政策方面，政府在积极盘活存量，中央层面的基建投资在加速增长，货币政策方面，降息降准均以发生，并且后续仍有进一步放松的可能。短期国内经济的风险在于，一季度地方政府受制于资金压力的不作为，可能会延缓经济反弹复苏的时点。财政部关于地方政府债务的改革措施极有可能在短期内抑制地方政府的融资能力，进而在投资中影响经济复苏力度。

图表 1: GDP 预测



图表 2: CPI 预测



资料来源: WIND、工银瑞信

## 2. 权益投资策略

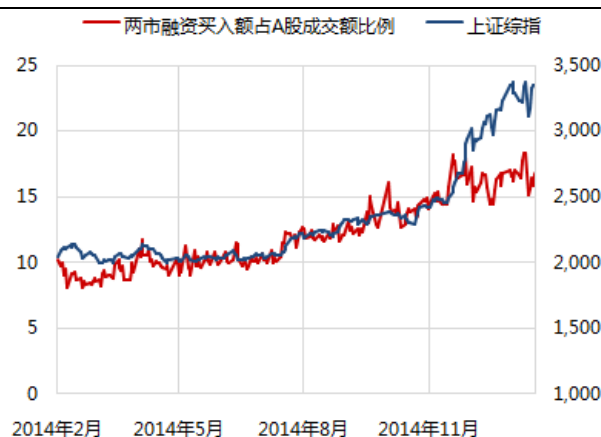
在短期增量资金流入暂缓的情况下，市场整体的投资机会将告一段落，热点将转向主题投资，在清查工作结束后宽松政策将很快再次带动市场开展新一轮的行情。长期来看，大类资产配置迁移的过程还没有结束，市场仍有一定的上升空间。

在经济弱、通胀低、利率高的背景下，政策放松有其必要性，但是由于短期一些外在因素的制约如汇率贬值、股市大涨的吸金效应等，宽松政策的有效性受到影响。短期政策的摆动是造成市场波动的主要驱动因素，近期规范政策的出台并非针对股市，规范的目的是为了后续宽松政策能够更加顺利有效的实施，在目前大的宏观环境下，相信随着清理规范政策逐步到位，后续的宽松政策将会陆续跟进。在短期增量资金流入暂缓的，节前资金偏紧的情况下，市场整体的投资机会将暂告一段落，热点将转向主题投资，在清查工作结束后宽松政策将很快再次带动市场开展新一轮的行情。长期来看，大类资产配置迁移的过程还没有结束，市场仍有一定的上升空间。

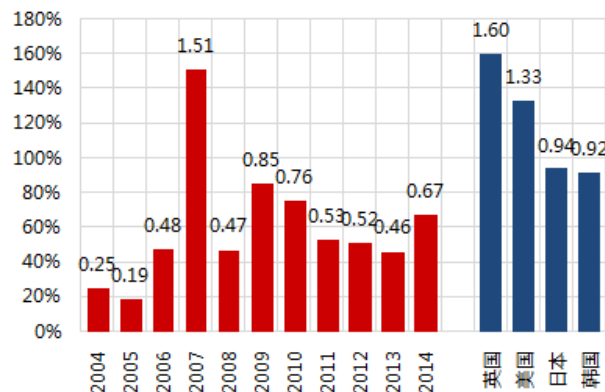
在增量资金流入暂缓的情况下，权重板块短期难以继续大幅上行，市场将重回存量博弈，主题投资将成为热点，可以关注中央一号文件和长江经济带等主题投资，低估值成长股，以及地产产业链。2015 年中央一号文件或将于本月下旬颁布，结合此前中央农村工作会议及农业部年终工作会议内容，预计今年“一号文件”将重点推进以土地制度改革为主的农村改革、农业现代化等方面内容。2014 年底的中央经济工作会议也将长江经济带与“一带一路”、京津冀协同发展一同列为 2015 年要重点实施的三大战略。1 月下旬，地方两会拉开序幕，长江沿线省市积极寻求对接长江经济带战略突破口。横贯东西一体化战略势在必行。在主题投资的同时仍需对业绩保持一份关注。低估值成长股在经济下行的过程中其业绩波动幅度较小，在市场关注的焦点转向经济基本面的时候具有一定的业绩支撑。同时，其相对估值水平目前仍处于历史低点，在目前市场整体估值水平提升过程接近尾声、短期

波动加大的背景下，具有一定的安全边际。受益于行业政策以及货币政策的放松，30大中城市成交面积在2015年1月还差一天数据的情况下已经由负转正。地产销量的回暖也将带动其下游行业景气度的回升。目前地产产业链的估值水平处于历史中位数水平，本次降息后与沪深300的相对估值反而出现了回落，是目前为数不多的价值洼地。

图表 3: 大量资金加杠杆入市



图表 4: A股资产证券化率仍有较大上升空间



资料来源: WIND、工银瑞信

### 3. 债券投资策略

在基本面弱势、货币政策继续宽松的判断下，我们仍相对看好债市表现，但在春节因素影响下，资金利率高企，短期债券收益率将处于震荡态势。

随着2014年4季度货币政策宽松以及大量基建项目出台，2015年上半年经济增速有望企稳，但短期在通缩导致实际利率高企、地方政府融资受限的情况下，推动经济复苏仍需要货币政策进一步宽松，2015年债券市场仍有机会。此外对于2015年资金面，在美元强势导致外汇占款减少、IPO时点冲击、金融体系杠杆高企的背景下，我们认为货币市场的波动将成为常态，传统的杠杆操作模式面临挑战。

分类属来看，中短端利率债和中低等级短融具有较好配置价值。利率债方面，随着货币政策增量宽松，平坦的利率曲线有望出现牛陡行情，相比长端，中短端利率债收益率下行空间较大。信用债方面，在目前短端利率高企背景下，中低等级短融具有较高配置价值。此外在监管机构去金融杠杆的政策背景下，组合宜保持适度杠杆应对资金面的波动。

图表 5: 利率信用绝对收益率与利差

利率债					信用债				
金融债收益率	1Y	3Y	5Y	10Y	绝对收益率	3年 AAA	3年 AA+	3年 AA	5年城投
当前值	3.75	3.76	3.79	3.80	当前值	4.52	4.97	5.33	5.81
分位数	65%	48%	37%	18%	分位数	49%	53%	54%	28%
期限利差(BPs)	3Y-1Y	5Y-3Y	7Y-5Y	10Y-7Y	信用利差(BPs)	3年 AAA	3年 AA+	3年 AA	AA 城投产业利差
当前值	0	8	10	5	当前值	44	104	142	24
分位数	4%	13%	18%	17%	分位数	25%	47%	49%	11%

资料来源: WIND、工银瑞信

**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