

主要结论:

- **宏观经济:** 一季度经济增速已到触及或跌破下限,稳增长意愿增强,二季度经济企稳概率增加。若基建难以持续,地产销售未明显带动投资,制造业启动较晚,下半年经济存下行风险
- **权益投资策略:** 目前中小创的相对估值已不具有吸引力。短期需注意风险溢价的影响,行业上仍以盈利增长稳定估值相对合理的板块为主
- **债券投资策略:** 货币政策将继续通过“宽货币”和“宽信用”的双向宽松托底经济,财政政策将更加积极。利率债没有趋势机会,信用债利差维持低位,分化加大

内容摘要:

宏观经济: 一季度经济再次触及经济增长区间下限,货币和财政已经开始明显放松,二季度经济企稳概率增加。如果基建难以持续发力,地产销售需要首先消耗高企库存,制造业周期无启动迹象,则下半年经济增长仍有进一步下行风险。前期需求下滑叠加美元强势震荡,物价二季度仍将维持低位,下半年抬升幅度有限。

权益投资策略: 去年以来的增量资金推动的市场估值回升过程还未结束,并且从市场整体估值的角度来看仍有一定的提升空间。从风险收益比的角度来看,目前中小创的相对估值已不具有吸引力。短期需注意风险溢价的影响,行业上仍以盈利增长稳定估值相对合理的板块为主。

债券投资策略: 由于经济内生动力不强,货币政策将继续通过“宽货币”和“宽信用”的双向宽松托底经济。财政政策正走向积极,一方面盘活万亿财政存量,一方面扩大今年的财政赤字率。利率债没有趋势机会,只有波段操作。信用债利差维持低位,分化加大,违约风险增大。

1. 宏观经济

重要宏观经济指标预测（4月）

指标	上期数值 (3月)	市场预测 (实际数值)	内部 预测
GDP:当季(%)			7.1
社会消费品零售(%)		10.8	10.8
工业增加值(%)		6.5	7.2
出口(%)	-15.0	6.0	5.8
固定资产投资:累计(%)		14.0	14.2
CPI(%)	1.4	1.6	1.2
M2(%)		12.0	11.4
人民币贷款:新增(亿元)		9000	10500

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	标配	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。

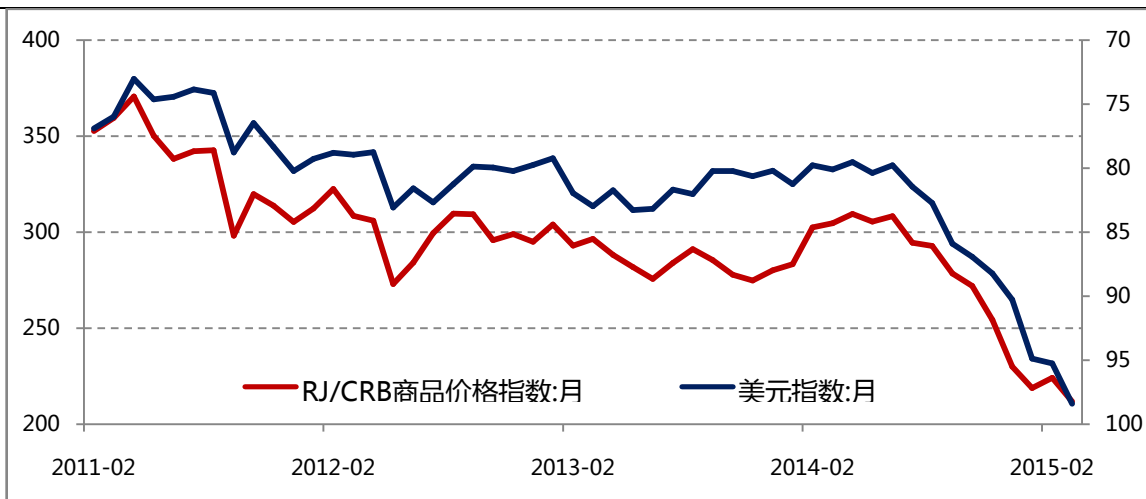
货币资产超配为银行间7日质押式回购利率月度加权上行15BP以上，中性为月度加权变化在15BP到-15BP之间，低配为单月下行15BP以上。

经济增长方面，一季度经济再次触及经济增长区间下限，货币和财政已经开始明显放松，二季度经济企稳概率增加。如果基建难以持续发力，地产销售需要首先消耗高企库存，制造业周期无启动迹象，则下半年经济增长仍有进一步下行风险。通货膨胀方面，前期需求下滑叠加美元强势震荡，物价二季度仍将维持低位，下半年抬升幅度有限。

中短期看，经济暂未复苏，一季度公布的经济增长达到7%的下限，而实际增速恐怕不及这个水平。政策发力概率将会明显增加。货币政策方面，贷款投放已经开始加速，央行主动下调利率。财政政策发力迹象也较为明显。预计二季度政策效果逐渐体现，经济有望企稳。但下半年经济有继续下行风险。虽然房地产销售反弹可期，但消化高库存后投资难以回升。财政的持续加码可能会导致上半年对财政透支，基建投资下半年继续上行概率降低，且地方政府表外融资能否持续恢复也需要密切跟踪，政策控风险，很难持续增加资金供给。

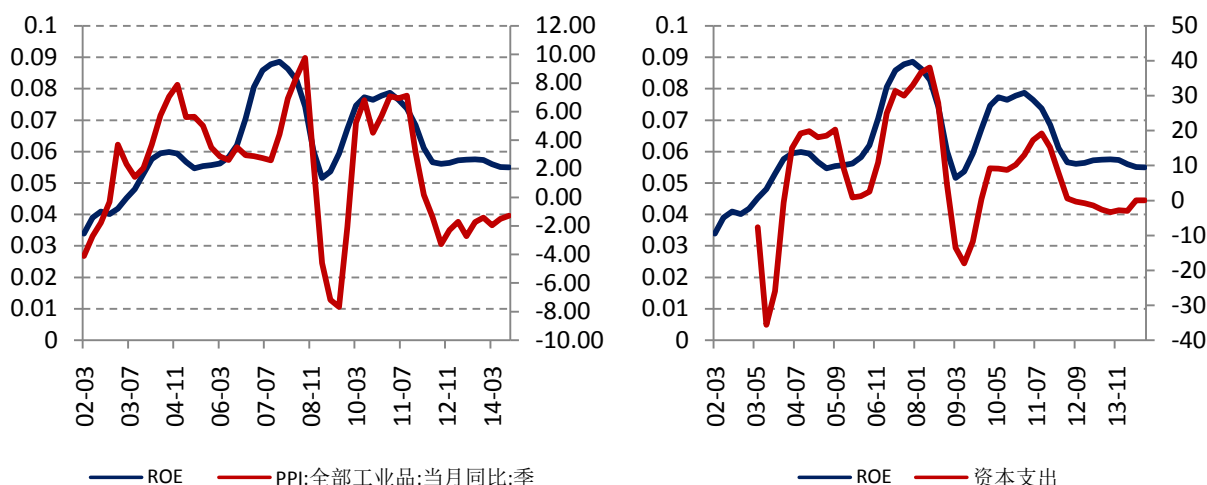
外需方面，美元走势对欧美经济产生截然不同的影响，即刺激欧洲而拖累美国。QE对信贷形成一定脉冲性利好，但欧洲经济可能会有反复。新兴市场回升趋势也不明显，全球经济预计仍将低位盘整。全球需求低位叠加欧洲QE，美元强和大宗弱格局难改，大宗价格如无法持续改善，制造业投资启动概率较低。

图表 1: 美元（逆序）的持续强势压低了大宗商品价格



资料来源: WIND、工银瑞信

图表 2: PPI 弱势情况下资本支出周期难以启动



资料来源: WIND、工银瑞信

2. 权益投资策略

去年以来的增量资金推动的市场估值回升过程还未结束，并且从市场整体估值的角度来看仍有一定的提升空间。从风险收益比的角度来看，目前中小创的相对估值已不具有吸引力。短期需注意风险溢价的影响，行业上仍以盈利增长稳定估值相对合理的板块为主。

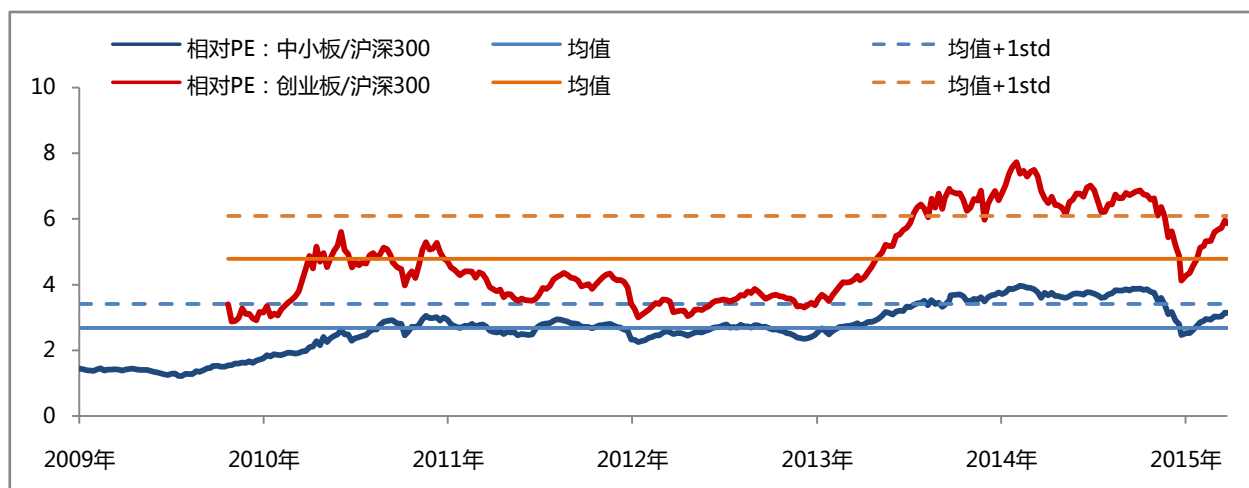
本轮增量资金入市最早始于 2013 年借道定增的产业资本，2014 年起，以两融受益权、配资为代表的银行理财资金也逐渐流入股市，2015 年起，散户开始入场，消灭小市值。本

轮新股重启以来冻结资金规模逐次提升，由于新股发行估值较低，根据测算网下打新的年化收益率均值基本上在 8% 附近，远高于目前理财产品资产端的收益率水平，因而也成为银行理财资金池配置的方向之一。另外，以上证红利为代表的低估值高分红股票在年初的分红收益率已达 6% 左右，估值隐含收益率更是高达 18%。未来随着货币政策的不断宽松，A 股 PE 上行的空间将不断被打开。

当前对于创业板是否存在泡沫的判断，主要方法是对比 2000 年科网泡沫时的纳斯达克指数。暂且不考虑拿这两个时期进行对比是否合适，单从自上而下和自下而上的视角就会得出截然不同的结论：如果从相对估值的水平来看，创业板的市盈率、市净率、市销率已经接近或超过泡沫最顶峰时的纳斯达克指数；但如果从所处经济及政策环境来看，科网泡沫的破灭是在美联储连续 5 次加息之后才实现的，而以目前中国的经济状况，要想在短期内实现货币政策的收紧大概率上是不可能的。

今年以来中小板和创业板是融资净买入的主要流入方向。目前两融余额已达历史高位，一旦指数上行减缓或政策出现摆动，板块整体将面临去杠杆的风险。进入 3 月份以后，去年大规模的定增开始面临解禁，供给方面的压力（尤其是中小板创业板）明显。通过分析发现流动性溢价是推升本轮中小创相对估值溢价的主要因素，而未来大概率上会看到其中一些因素出现削弱，叠加目前其相对海外中概股已估值过高，从风险收益比的角度来看，目前中小创的相对估值已不具有吸引力。

图表 2：相同的相对估值水平，不同的宏观政策环境



3. 债券投资策略

固定收益投资策略：一季度经济增长触及政府目标，货币和财政政策放松力度将加大，经济企稳概率增加，债券收益率难有趋势性下行，但有波段操作机会。

经济企稳概率加大，限制债券收益率下行空间。基本面方面，一季度经济增长触及政府 7% 目标，托底政策加码，叠加地方债发行地方政府财政状况将有所好转，二季度经济企稳概率加大。政策方面，货币政策和财政政策将更加积极，资金面维持宽松态势，但在调结构的压力下，宏观经济政策仍将以托底基调为主。通胀方面，在美元滞胀、大宗商品价格反弹以及猪价受供给影响开始回升等因素影响，预计 CPI 环比将有所提升，债券收益率难有趋势性下行。

具体品种方面，中短端利率和城投债配置价值较大，转债波动操作为主。对于利率债而言，在期限利差较窄且债市没有趋势性机会的情况下，中短端配置价值较高，在地方债供给冲击下，短期存在波段操作的交易性机会。对于信用债而言，目前套息利差处于低位，受益于货币政策宽松以及 1 万亿融资平台债务置换，信用利差将继续维持低位，同时融资平台债务置换对于城投企业融资压力为实质性利好，老城投配置性价比较高，此外需加大个券甄别，防范信用风险。对于可转债而言，随着大盘转债的消亡，转债市场进入了中小盘转债主导的时代，也因此个券的分化会更为明显，建议波段操作为主。

图表 3：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	3.64	3.84	3.96	4.08	当前值	4.53	5.01	5.34	5.85
分位数	61%	54%	49%	38%	分位数	50%	54%	54%	31%
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	35	10	13	5	当前值	42	100	133	22
分位数	36%	18%	33%	19%	分位数	24%	38%	33%	12%

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