

主要结论:

- 宏观经济: 地产销售趋势持续回升, 价格改善。经济企稳回升的概率增加, 上半年经济出现拐点的概率较大。
- 权益市场: 短期来看, 市场下行风险较大, 需警惕政策转向风险; 盈利较好的低估值股票、基本面良好的主题型标的更有安全边际, 可重点关注。
- 固定收益市场: 上周利率债、信用债收益率小幅上行; 利率债中短期限品种更有配置价值, 信用债短期将维持震荡行情。

正文内容:

一、市场回顾

宏观方面: 贷款结构改善, 社融和贷款余额增速上升, 流动性回升; 地产销售趋势回升, 价格改善; 财政政策均值回复, 基建投资加速, 去年四季度发改委批复项目明显增加。海外方面, 美国四季度经济增长符合预期, 经济其实比数字显示的要强劲; 就业稳定, 叠加油价持续下跌和强美元背景, 消费继续加速。

公开市场操作方面, 央行公开市场上周有 500 亿元逆回购到期, 周四进行了 450 亿元 7 天期逆回购操作, 周二进行了 300 亿元 7 天期逆回购操作, 并时隔近两年之后重启 28 天期逆回购操作, 操作量为 300 亿元。据此推算, 央行上周公开市场实现净投放 550 亿元。

权益方面: 在第二批券商两融业务检查开启、银行行收紧伞形信托等利空消息影响下, A 股再次上演跳水戏码, 截至周五收盘, 上证综指报收 3210.36 点, 下跌 4.22%, 深证成指报收 11150.69 点, 下跌 2.50%, 两市一周成交量为 29,499 亿元 (见图 2、图 3)。周涨幅前五板块为纺织服装、商贸零售、农林牧渔、钢铁、基础化工 (见图 4)。

固定收益方面: 受央行逆回购投放不及预期, 财政存款集中上缴, 及月末等因素影响, 上周资金面相对紧张。对于银行间回购而言, R001 上行 16BP 至 2.86%, R007 大幅上行 41BP 至 4.34%, R1M 大幅上行 57BP 至 5.50%, 3 个月的 Shibor 小幅上行 1BP 至 4.91%, 票贴利率上行 3BP 至 5.49% (见图 5、图 6)。

利率债收益率曲线小幅上行。三年期国债收益率 3.22%，较前一周上升 0.02%。三年期国开债收益率 3.81%，较前一周上升 0.05%；五年期国开债收益率 3.86%，较前一周上升 0.05%；十年期国开债收益率 3.87%，较前一周上升 0.01%（见图 7、图 8）。

信用债交投活跃，收益率小幅上行。一年期 AAA 最新收益率 4.52%，较前一周上升 0.07%；一年期 AA+最新收益率 4.94%，较前一周上升 0.07%；三年期 AA+最新收益率 4.92%，较前一周上升 0.04%；一年期 AA 最新收益率 5.25%，较前一周上升 0.01%；一年期城投债最新收益率 5.47%，较前一周上升 0.02%；五年期城投债最新收益率 5.77%，较前一周上升 0.04%（见图 7、图 8）。

转债市场平均转股溢价率为 20%，与前一周持平（见图 9）。

二、重大事件回顾

1、发改委首月批800亿基建项目，全年规模或达万亿

1月26日，发改委批复三项目，分别为杭州至南京高速公路浙江段改扩建工程、香格里拉至丽江公路、江西赣江新干航电枢纽工程等项目，总投资分别为29.5亿元、203.2亿元、35.35亿元。三个项目合计投资超268亿元。加上今年1月16日所批复的新建弥勒至蒙自铁路项目与济南市城市轨道交通近期建设规划，截至26日，国家发展改革委批复的基础设施建设项目投资额已达799.45亿元。中投顾问董事、研究总监郭凡礼表示，预计今年基础设施建设项目总体投资规模将近万亿元。今年批复的项目，除了铁路外，还会涉及公路、机场、地铁以及水利工程等方面。郭凡礼称，去年批复的万亿元级别基建项目将在今年陆续上马、落实，并且将带动基建、钢铁、煤炭等行业上下游企业发展，有望为其增加订单，增加公司业绩，从而带动实体经济增速恢复。业内专家表示，2014年，中国所批复的各项基础设施投资项目对拉动经济增长，缓解宏观经济压力具有积极意义，有利于中国经济结构调整和产业转型升级。今年继续在基础设施建设项目，特别是与民生相关的项目上加码，更加体现出中国经济转型过程中的根本性变化，使中国经济增长更加注重提质增效。

2、2015年地方债或成头号灰天鹅

2015年市场首当其冲的就是地方债务，地方债或成头号灰天鹅。以城投债为例，按最宽泛口径计算，城投债约5.6万亿，推算显示，2015年有6000亿规模的偿还压力，并在2016年进入到期高峰。中金公司的测算显示，截至2014年末，地方政府性债务规模约为21万亿-22万亿，相比审计署发布过的截至2013年6月底的数据增长约20%。其中，政府承担偿还责任的债务约为14万亿，或有债务约为7万亿-8万亿。此外，中金估算15%-20%的地方政府性债务存在较高风险。除城投债外，如果再考察银行、信托相关的地方政府融资平台，那么债务压力比城投债还要大。

日前银监会公布的银行业不良率数据增长也已显现了这一苗头。银监会数据显示，中国银行业金融机构2014年末不良贷款率1.64%，而2013年为1.49%；中国商业银行2014年末不良贷款率1.29%，而2013年为1%。

3、房地产REITs有望上半年重启试点

暂停近7年的房地产REITs（房地产信托投资基金）有望在今年上半年开启试点，房地产行业将迎来直接融资时代。据权威人士透露，现阶段中央层面已对重启房地产REITs观点达成一致，虽然还面临政策层面的限制，但有望以试点方式先行放开。现在REITs试点正在破除障碍，会减免部分税收。上层已考虑对REITs产品减免部分税收，但针对的不是开发商，而是投资者。事实上，在过去一年里决策层面对REITs的态度明显转向。2014年9月30日，央行发布《中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》中便提出了将积极稳妥开展REITs试点工作。近日，住建部发布了《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，更是明确建立多种渠道发展租赁市场，推进房地产投资信托基金（REITs）试点。

4、南方资本等多家基金公司获首批前海QDIE试点

近日，南方基金旗下南方资本、招商基金旗下招商财富、长城证券旗下长城富浩基金、中诚信托子公司深圳前海中诚股权投资基金等多家在深圳前海注册的机构，获批QDIE试点资格，标志着QDIE试点正式在前海推出。继QDII（合格境内机构投资者）和QDLP（合格境内有限合伙人）后，跨境投资又多了一个新渠道。为配合QDIE试点工作，深圳市金融办2014年底下发了《关于深圳市开展合格境内投资者境外投资试点工作的暂行办法》（深府办函【2014】161号）。《暂行办法》允许满足条件的深圳市金融机构申请合格境内投资者境外投资试点资格，获批试点资格的机构可向深圳市QDIE试点工作联席会议办公室申请设立投资于境外的投资主体及产品外汇额度；境外投资主体可面向境内合格投资者募集资金，资金在获批的产品外汇额度内换汇出境。

5、核电央企重组启幕：中电投国家核电合并获批

继南北车开始合并之后，与高铁同属“出海”重点领域的核电也将诞生新的“巨无霸”。进入2015年，我国核电领域动作不断。1月29日从多个渠道获悉，今年1月初，国家核电技术公司（以下简称国家核电）和中国电力投资集团（以下简称中电投）的合并事宜获得了国务院常务会议通过；1月28日，国务院常务会议部署加快核电等中国装备“走出去”；昨日下午，中国广核集团（以下简称中广核）还和法国电力公司在京签署了核电站设计领域的有关合作协议。一系列动作表明，我国核电“走出去”的战略步伐进一步加快。针对国家核电和中电投的合并，业内认为其最大的意义在于国产三代核电的研发技术与核电牌照资质的融合。未来，国家核电更有望借助中电投的平台，将核电资产整体上市。厦门大学能源协同创新中心主任林伯强表示，

目前国家核电的CAP1400由于技术方面还需要完善，因而迟迟未能落地，两者合并将有望加速技术成熟并落地开工。届时，国产核电技术“走出去”将产生华龙一号和CAP1400两件利器。

三、市场展望

宏观方面：房地产销售持续改善，百城环比房价止跌回升，地产投资或将在二季度恢复；政府防止经济惯性下滑，上半年政府可能加快支出节奏，基建投资将加速；银行信贷将配合政府推进基础设施建设；货币政策将向基本面回归。同时，海外经济改善将带来正面的影响。因此，我们认为上半年经济出现拐点的概率较大。

权益方面：短期来看，监管层去杠杆的态度比较坚决，陆续出台措施启动降杠杆，规范资金流向，因此股市短期下行压力较大，需警惕政策转向风险。另一方面，上月工业企业利润增速加速下滑，预计上市公司利润不太乐观，经济下行风险依然较大。在此情况下，盈利较好的低估值股票、基本面良好的主题型标的更有安全边际，可重点关注。

固定收益方面：目前利率债收益率曲线继续平坦化，长短端出现倒挂；短端主要受资金面影响难以下行，相对于长周期利率债来说，中短期限品种更有配置价值。信用债方面，随着基本面的利好逐步累积、货币政策放松必将带动资金面宽松，信用牛市终将来临；但是，修复行情已经结束，在回购利率偏高、套息利差偏低的情况下，短期将维持震荡行情。

图 1: 公开操作市场

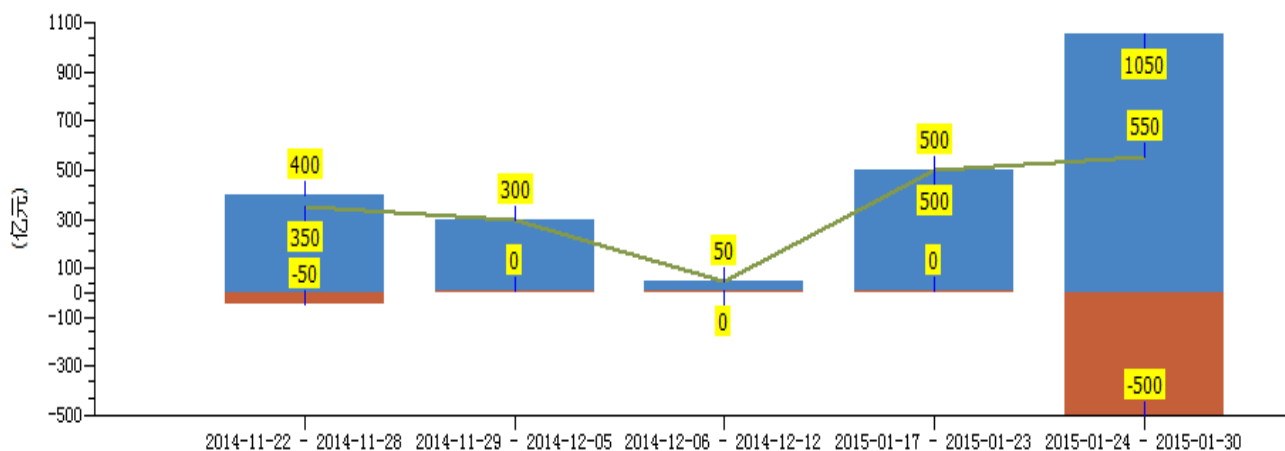


图 2: 股市走势

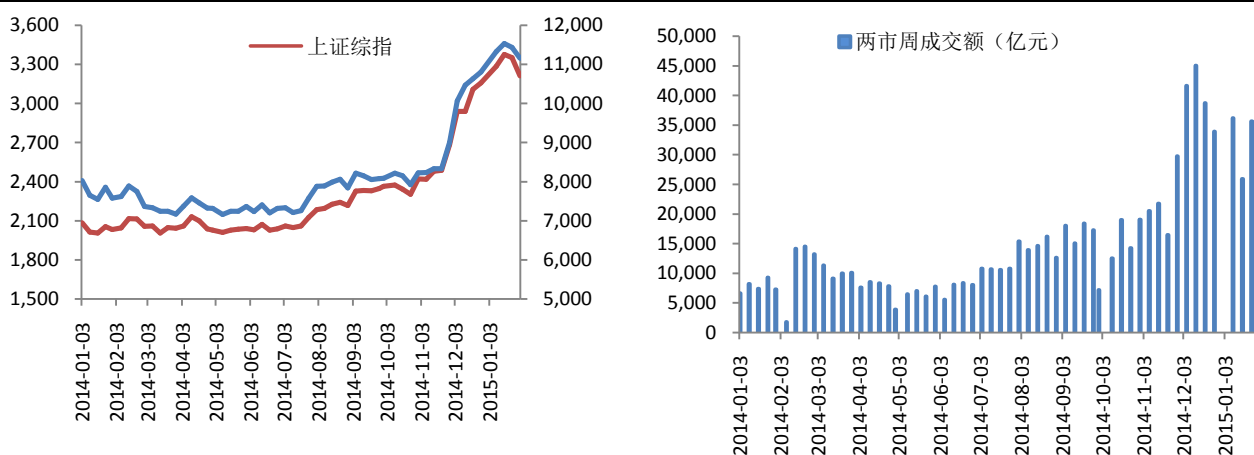


图 3: 主要指数表现

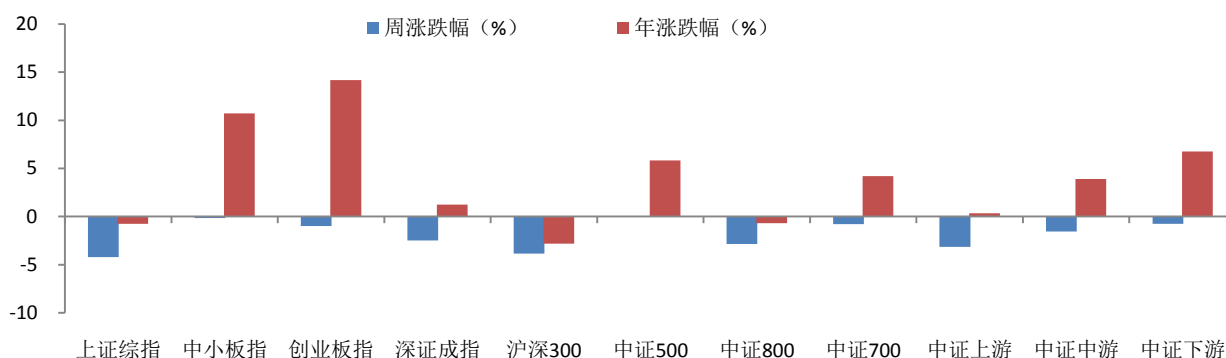


图 4: 行业表现

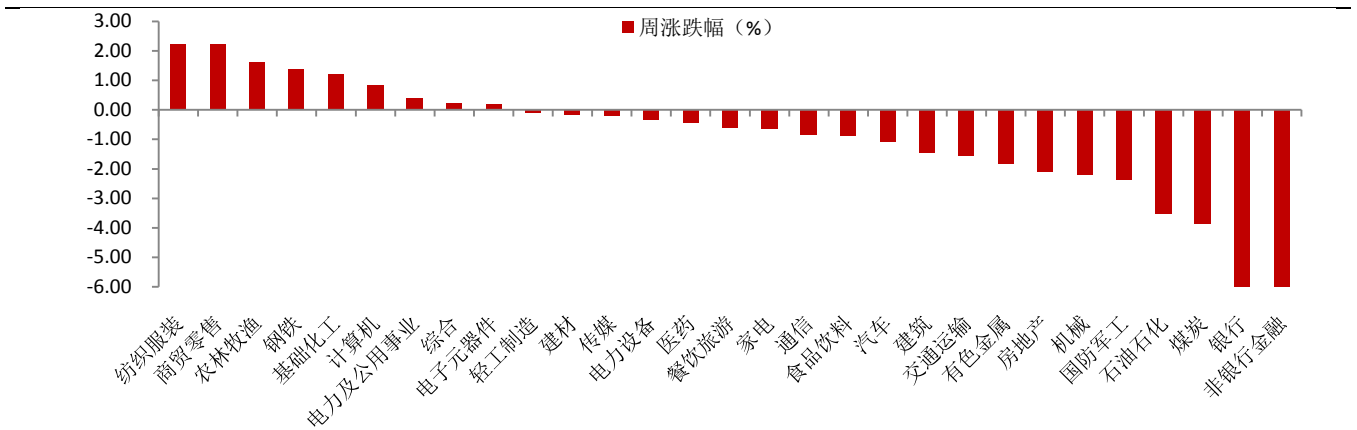


图 5: 回购利率一周走势

图 6: 票据利率和 SHIBOR 一周走势

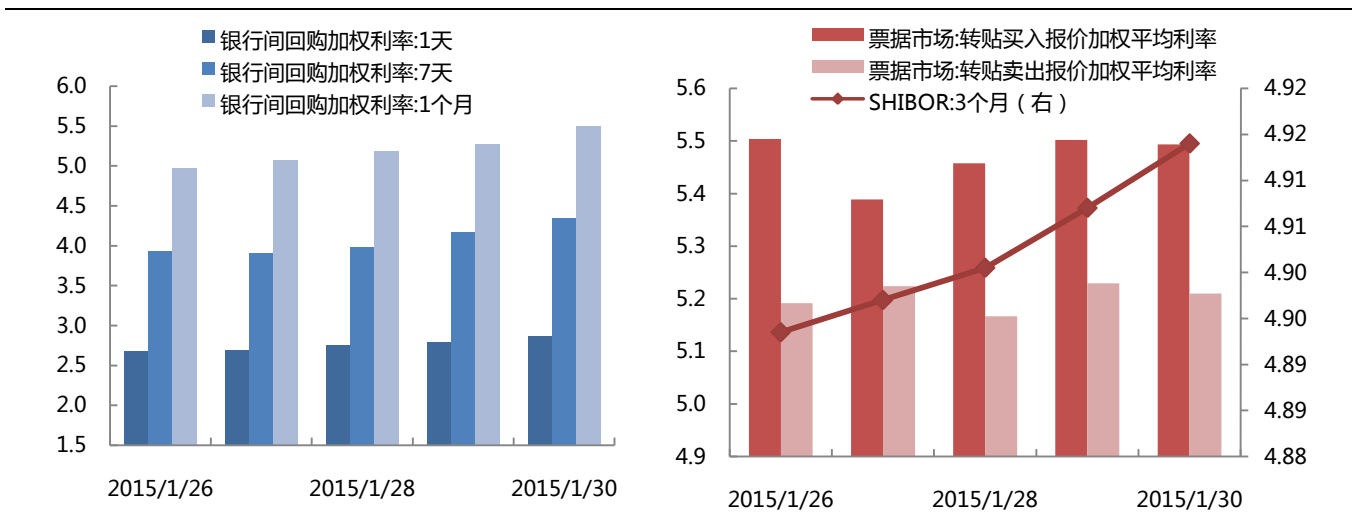


图 7: 上周各类债券持有期收益率

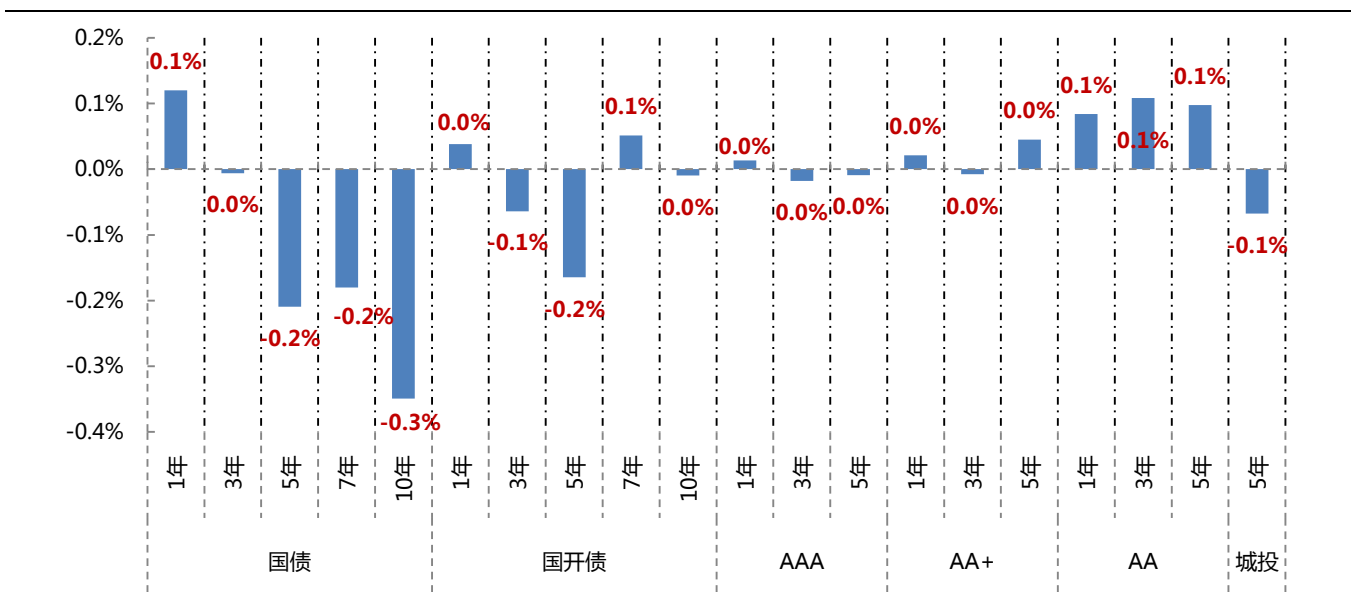


图 8: 上周各类债券收益率变动

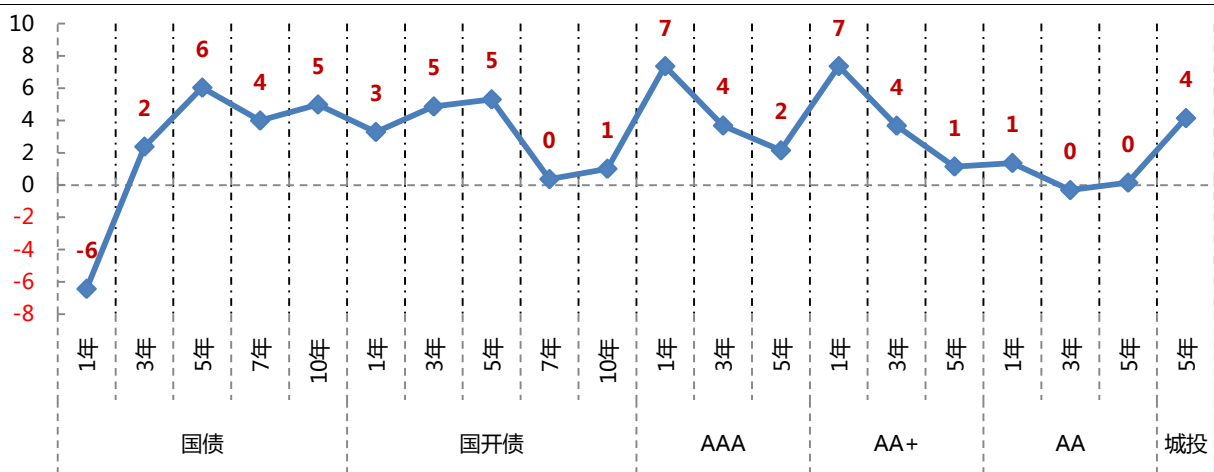
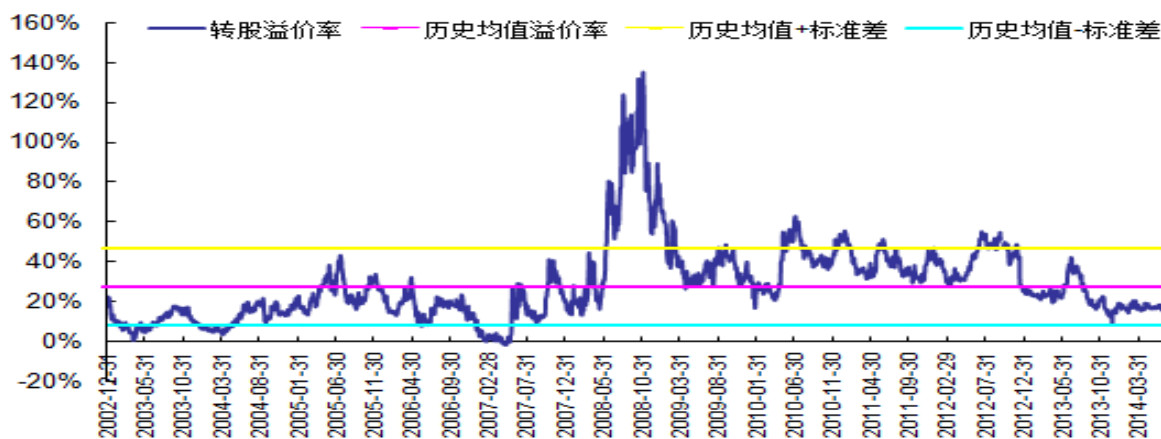


图 9: 可转债市场



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