

资产管理市场分析周报

Weekly Report of Asset Market Analysis by Asset Management

资产管理部

2015/01/26—2015/01/30

基本面疲弱资金面偏紧，利率品种收益下行信用品种收益上行，A股领涨板块延续调整

摘要

宏观经济：实体经济依然疲弱

国家统计局1月27日公布的数据显示，2014年12月份，全国规模以上工业企业实现利润总额8507.3亿元，同比下降8%，降幅比11月份扩大3.8个百分点，同时也创下历史最大跌幅。1月中采制造业PMI回落至49.8，低于荣枯线，连续7个月下滑并创26个月新低，供需价指标均继续下滑，显示制造业经济仍在转差，经济依然疲弱。生产和新订单均小幅下滑，新出口订单小幅回落，仍在荣枯线下，显示内外需同步走弱，供需状态继续恶化。购进价格指数继续下滑，连续6个月处于荣枯线下并创28个月新低，主要源于国际大宗商品价格大幅下跌和国内生产资料价格持续下滑，预示1月PPI跌幅继续扩大，通缩风险正在加剧。

利率债券：上周央行公开市场时隔一年后重启逆回购，市场对货币政策的宽松预期增强，债券市场成交活跃，整体收益率继续小幅下行

一级市场从发行量来看，上周利率债新债发行量显著上升。从中标利率看，除2年期口行债和3年期农发债与估值持平外，其他品种中标利率均低于市场前日估值。从认购倍数看，金融债平均认购倍数基本维持在3以上。以上情况说明上周机构年初配债需求依然较为旺盛。二级市场利率债收益率曲线趋于陡峭，利率债收益率整体上行，特别是长端被动回调，一方面是由于春节临近的资金压力增加，另一方面也说明央行的逆回购规模和利率略低于市场预期，对冲流动性的效果不够。

信用债券：资金面偏紧致信用品种收益小幅上行

一级市场方面，依然是短期品种供给最多，二级市场方面，市场对疲弱的基本面反应较为平淡。相反，市场对偏紧资金面以及央行28天逆回购利率4.8%更为敏感。全周收益率呈现小幅上行态势。品种方面，高评级信用债收益率上行幅度大于低评级；期限方面，短期品种收益率上行幅度大于中长期。

权益类资产：A股市场领涨板块延续调整，杠杆型牛市暂告段落

在一系列事件的冲击之下，投资者的信心受到打压，场内投机资金出现松动，A股市场开始出现明显的调整迹象，在周线上出现了自2014年11月以来最大单周下跌，上证指数击穿了颇具象征意义的30日均线。证监会、保监会例行检查两融业务，显示了监管层对于股票市场杠杆化潜在风险的谨慎态度，也暗示了其对于目前市场点位高度和活跃度的适度认可。在中央态度发生微妙变化的情况下，股票市场继续加大杠杆的概率降低，资金快速流入股票市场的趋势将受到遏制，从而可能引发前期正反馈转向短期的负反馈，引发市场的较大波动。银行、券商、保险、一带一路等前期领涨板块出现显著的下跌形态，资金出逃迹象明显，而创业板受制于高估值和供给压力，只呈现了短期的上攻态势，难以形成持续性的上涨，市场呈现整体弱势的概率较高。未来市场何时继续上攻，在很大程度上取决于何时中央政府超预期的加大刺激力度或者减税，何时银行、保险、券商、一带一路等本轮行情龙头股出现大幅反弹上涨，同时成交量是否可以继续放大也是市场出现上升动能的主要观察指标之一。耐心等待市场机会将是投资者较为适当的选择。

宏观经济：实体经济依然疲弱

国家统计局 1 月 27 日公布的数据显示，2014 年 12 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 8507.3 亿元，同比下降 8%，降幅比 11 月份扩大 3.8 个百分点，同时也创下历史最大跌幅。1 月中采制造业 PMI 回落至 49.8，低于荣枯线，连续 7 个月下滑并创 26 个月新低，供需价指标均继续下滑，显示制造业经济仍在转差，经济依然疲弱。生产和新订单均小幅下滑，新出口订单小幅回落，仍在荣枯线下，显示内外需同步走弱，供需状态继续恶化。购进价格指数继续下滑，连续 6 个月处于荣枯线下并创 28 个月新低，主要源于国际大宗商品价格大幅下跌和国内生产资料价格持续下滑，预示 1 月 PPI 跌幅继续扩大，通缩风险正在加剧。原材料库存继续回落而产成品库存回升，显示库存状况继续转差。而就业也继续回落。从数据和观察到的经济表现来看，需求低迷的现状没有改变，带动生产继续收缩，库存结构更趋恶化，去库存压力仍在增加。通缩压力继续增加，实体经济依然疲弱。钢材、水泥、煤炭价格上周继续下跌。六大电厂日均耗煤量上周同比略有回升，房地产销售上周环比有所好转。整体来看，经济偏弱的局面没有改变。上周发改委继续加码基建审批，周一周二两日共批复五大基建项目，涉及公路和航电枢纽工程，合计投资 571.25 亿。去年 10 月中旬以来，发改委审批基建项目速度明显加速，截止目前审批项目投资总额超过 1.4 万亿，对冲经济下行的意图十分明显。

利率债券：一级市场净供给较上期增加，二级市场利率债收益率曲线趋于陡峭，收益率整体上行

一级市场：上周利率债一级市场共发行 12 只利率债，实际发行总额 930.1 亿，到期 360 亿，净供给 570 亿，较上周有所增加。从发行结果来看，上周国开行招标的一年、三年、五年、七年期和十年期金融债，中标收益率分别为 3.64%、3.65%、3.69%、3.80%和 3.77%，投标倍数分别为 4.05、3.85、3.21、3.34、3.73。与前一日国开债估值差分别为-13bp、-8bp、-8bp、-5bp 和-4bp。口行 1 月 30 日招标的 4 期金融债，1 年期、2 年期、5 年期、7 年期中标收益率分别为 3.77%、3.85%、3.94%、4.02%，与前一日非国开债估值差分别为-4bp、0bp、-2bp 和-2bp。农发行 1 月 29 日招标的 3 年期、5 年期金融债中标收益率分别为 3.85%、3.92%，与前一日估值分别差 0bp 和 1bp；从发行量来看，上周利率债新债发行量显著上升。从中标利率看，除 2 年期口行债和 3 年期农发债与估值持平外，其他品种中标利率均低于市场前日估值。从认购倍数看，金融债平均认购倍数基本维持在 3 以上。以上情况说明上周机构年初配债需求依然较为旺盛。本周一二级市场 10 年期国债招标认购倍数下滑至 2.28，但依然维持在 2 以上，中标收益率明显低于二级市场利率。金融债认购倍数有所减少，短端需求更好，中标利率低于二级市场。本周

公开市场操作		
单位: 亿元	上周	前一周
总回笼量	0	0
到期投放量	500	500
净投放/回笼量	550	500

银行间质押式回购收益率 (%)			
期限	上周末	前周末	变化 (bp)
1D	2.7925	2.7479	4.46
7D	4.1634	4.1832	-1.98
14D	4.9986	5.0854	-8.68
21D	5.2675	5.3385	-7.10
1M	2.7925	2.7479	4.46

资金面偏紧，央行公开市场资金净投放较上周缩减，利率债收益率曲线上行，现券下跌，截至周五 10 年国债和国开债分别落定 3.5%和 3.87%。

二级市场利率债收益率曲线趋于陡峭，利率债收益率整体上行，特别是长端被动回调，一方面是由于春节临近的资金压力增加，另一方面也说明央行的逆回购规模和利率略低于市场预期，对冲流动性的效果不够。国债方面，1 年期估值略有下行，5 年期及 10 年期上行 6bp 和 5bp；国开债方面，各期限收益率均有上行，3 年期和 5 年期上行幅度最大。

上周二（1 月 27 日）央行进行 300 亿元 7 天期逆回购、300 亿元 28 天期逆回购操作，单日合计净投放资金 600 亿元。上周四（1 月 29 日）进行了 450 亿元 28 天期逆回购操作。上周央行公开市场有 500 亿元 7 天期逆回购到期，无正回购与央票到期。上周公开市场实现 550 亿元净投放，央行向市场注入的流动性较上周有所减少。上周受月末因素影响，机构资金需求加大；另一方面，央行并未如市场预期下调 28 天期逆回购利率，资金面又开始收紧。

此次央行进行了 2015 年度第二次逆回购操作，此次逆回购操作主要目的是对冲节前资金紧张，并不代表进一步的宽松趋势。第一，从数量角度观察，上周央行净投放 550 亿货币，连续两周净投放，政策信号偏正面。但从价格角度观察，28 天逆回购招标利率高达 4.8%，虽然低于目前二级市场同期限 5%以上的回购利率，但显著高于此前 7 天逆回购 3.85%的招标利率，价格信号偏负面。在银行间利率维持高位的态势，央行分别以 3.85%和 4.8%的利率水平实施逆回购操作，主要驱动因素是节前银行间市场流动性紧张。第二，可能 1 月新增外汇占款情况仍未好转，从而基础货币投放需求无法有效满足。第三，央行行长周小川日前在达沃斯论坛上明确表示，一旦实施总量性货币宽松，可能助推房地产市场和股票市场等资产市场泡沫。基于其明确表示的对资产泡沫的担忧，并结合中国 A 股市场近期表现出的高杠杆特征，我们认为总量宽松性货币政策可能有所延后，近期货币政策仍将以逆回购等可逆的公开市场操作、以及结构性、针对性的货币宽松政策为主。

信用债券：资金面偏紧致信用品种收益小幅上行

经济方面，1 月 27 日国家统计局发布的工业企业财务数据显示，2014 年，全国规模以上工业企业实现利润 64715.3 亿元，比上年增长 3.3%，增速比 1-11 月份回落 2 个百分点，比上年回落 8.9 个百分点。其中，12 月份实现利润 8507.3 亿元，同比下降 8%，降幅比 11 月份扩大 3.8 个百分点。2 月 1 日国家统计局公布了 1 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.8%，较上月

指标名称	中债中短期 票据到期收 益率 (AAA):1年	中债中短期 票据到期收 益率 (AAA):3年	中债中短期 票据到期收 益率 (AAA):5年
频率	日	日	日
2015-01-23	4.4492	4.4140	4.4931
2015-01-26	4.4352	4.3940	4.5031
2015-01-27	4.4191	4.3816	4.5027
2015-01-28	4.4391	4.4016	4.5186
2015-01-29	4.4928	4.4409	4.5186
2015-01-30	4.5229	4.4509	4.5146

下降 0.3 个百分点，显示当前经济下行压力仍不容忽视。从分类指数看，生产指数 51.7%，比上月回落 0.5 个百分点，高于临界点，表明制造业生产继续保持扩张态势，但扩张步伐有所放缓；新订单指数 50.2%，比上月回落 0.2 个百分点，位于临界点以上，表明制造业市场需求增速微幅回落；从业人员指数 47.9%，比上月下降 0.2 个百分点，继续位于临界点以下，表明制造业企业用工量有所减少；原材料库存指数 47.3%，比上月下降 0.2 个百分点，低于临界点，表明制造业生产用原材料库存量持续回落；供应商配送时间指数 50.2%，比上月上升 0.3 个百分点，升至临界点上方，表明制造业原材料供应商交货时间略有加快。

资金面方面，上周央行向市场投放资金，上周二（1月27日）进行 300 亿元 7 天期逆回购、300 亿元 28 天期逆回购操作，单日合计净投放资金 600 亿元。周四（1月29日）进行了 450 亿元 28 天期逆回购操作。本周央行公开市场有 500 亿元 7 天期逆回购到期，无正回购与央票到期。本周公开市场实现 550 亿元净投放。资金利率方面，虽然央行投放资金，但市场资金面仍较紧张。截止周五，隔夜回购加权利率为 2.8639%，较上周末上行约 16bps，七天回购加权利率为 4.3438%，较上周末小幅上行约 41bps。

指标名称	中债中短期 票据到期收 益率 (AA+):1年	中债中短期 票据到期收 益率 (AA+):3年	中债中短 期票据到 期收益率 (AA+):5年
频率	日	日	日
2015-01-23	4.8692	4.8840	5.0131
2015-01-26	4.8552	4.8640	5.0231
2015-01-27	4.8391	4.8516	5.0227
2015-01-28	4.8591	4.8716	5.0386
2015-01-29	4.9128	4.9109	5.0286
2015-01-30	4.9429	4.9209	5.0246

一级市场方面，上周信用债发行总量为 1086.03 亿元，到期量为 335.30 亿元，净供给为 750.73 亿元。分品种来看，依然是短期品种供给最多，其中，超短融、短融发行 649 亿元，中期票票据和定向融资工具发行 125.8 亿元，企业债和公司债发行 151 亿元。

二级市场方面，虽然上周公布的 12 月份全国规模以上工业企业实现利润 8507.3 亿元，同比下降 8%，创自 2011 年 10 月国家统计局发布单月数据以来的最大降幅，但市场对疲弱的基本面反应较为平淡。相反，市场对偏紧资金面以及央行 28 天逆回购利率 4.8% 更为敏感。全周收益率呈现小幅上行态势。品种方面，高评级信用债收益率上行幅度大于低评级，以 3 年期限 AAA 评级和 AA 评级中票为例，中债到期收益率较上周末分别上行 4BP 和 0BP；期限方面，短期品种收益率上行幅度大于中长期，以 AA+1 年和 5 年中票为例，中债到期收益率较上周末分别上行 7BP 和 1BP。

上周债券市场收益率出现调整，在偏紧的资金面下，利率品种、高等级信用品种收益先下后上。年初以来经济下行压力依然较大，市场充斥着央行降准、降息传言，1 月前三周债券尤其是中长期利率品种收益出现了一波下行走势。但是，随着美元走强以及人民币贬值压力趋大，料定外汇占款出现负增长可能性较大。央行虽然重启逆回购对冲，但无论是资金量还是资金价

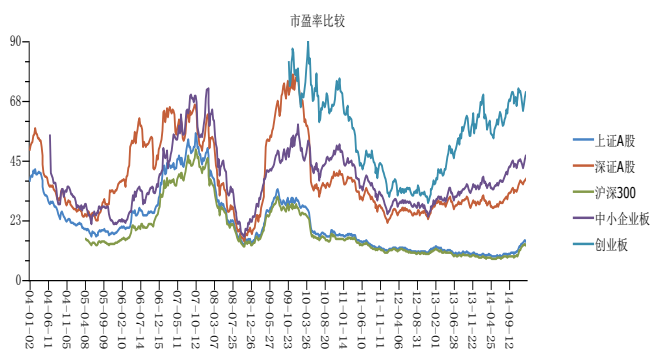
指标名称	中债中短期 票据到期收 益率(AA):1 年	中债中短期 票据到期 期收益率 (AA):3年	中债中短期 票据到期收 益率(AA):5 年
频率	日	日	日
2015-01-23	5.2392	5.3040	5.5331
2015-01-26	5.2052	5.2640	5.5431
2015-01-27	5.1891	5.2516	5.5327
2015-01-28	5.2091	5.2516	5.5486
2015-01-29	5.2228	5.2909	5.5386
2015-01-30	5.2529	5.3009	5.5346

格，都未体现出货币政策的放松。同时，7天回购利率维持在4%附近的高位，收益率曲线异常平坦，中长期利率品种收益与回购利率一直处于倒挂，导致上周利率品种出现调整，信用品种由于供给较小，卖盘压力较小，因此调整幅度不大。从短期来看，未来新股申购、春节陆续到来，资金利率下行受到约束；长期来看，经济下行压力依然较大，并且今年政府平台、融资平台等付息到期压力很大。在不爆发系统性风险下，央行料定会通过降准、降息方式化解风险以及保增长。短期内，债券尤其是利率品种收益将出现调整，或有一定交易机会，建议关注5、7年利率品种交易机会。

权益类资产：A股市场领涨板块延续调整，杠杆型牛市暂告段落

1月25日至1月29日期间，上证指数收益率为-2.67%，深证综指收益率为1%，沪深300指数收益率为-2.52%，中小板指收益率为1.35%，创业板指收益率为0.83%。2015年以来，上证指数收益率为-0.75%，深证综指收益率为6.87%，沪深300指数收益率为-2.81%，中小板指收益率为10.72%，创业板指数收益率为14.19%。香港市场方面，1月25日至1月29日期间，恒生指数收益率为-1.02%，恒生国企指数收益率为-4.27%。2015年以来，恒生指数收益率为3.82%，恒生国企指数收益率为-2.21%。美国市场方面，1月25日至1月29日期间，标普500收益率为-1.49%，纳斯达克收益率为-1.57%，道琼斯收益率为-1.45%。2015年以来，标普500收益率为-3.10%，纳斯达克收益率为-2.13%，道琼斯收益率为-3.69%。市场估值水平方面，根据WIND口径统计，截至1月29日，上市公司总数2635家，总市值43.67万亿，A股流通市值为32.09万亿元。全部A股的市净率为2.18倍，市盈率为17.66倍；深证A股市净率3.40倍，市盈率38.24倍；沪深300的市净率为1.82倍，市盈率为12.63倍；中小板市净率为3.83倍，市盈率为45.77倍；创业板市净率为5.47倍，市盈率为70.86倍。

全部A股、沪深300、中小企业板市盈率变化对照图



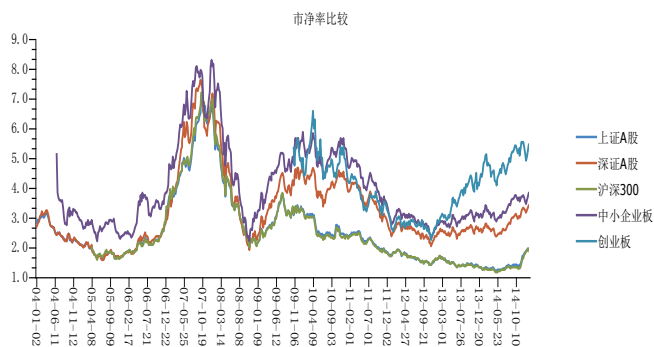
数据来源: Wind资讯

在过去的一周，11个行业上涨，17个行业下跌。纺织服装、商业贸易、钢铁、农林牧渔、轻工制造涨幅领先，涨幅在2.56%至0.81%之间；银行、非银行金融、采掘、国防军工、房地产涨幅落后，涨幅介于-6.93%至-1.73%之间。在过去一个月，20个行业上涨，8个行业下跌。计算机、传媒、电子、农林牧渔、纺织服装涨幅居前，涨幅在18.50%至7.85%之间；银行、非银行金融、采掘、建筑装饰、食品饮料涨幅落后，涨幅在-11.81%至-4.86%之间。

近期以来，证监会启动对证券公司两融业务的第二批例行检查、保监会启动对于保险公司两融业务的例行检查、中信证券大股东的精准减持、民生银行行长毛晓峰事件、安邦保险高管一反

常态高调亮相、复星系和新希望系低调减持民生银行、证监会在春节前启动 23 只新股的集中发行等，在一系列事件的冲击之下，投资者的信心受到打压，场内投机资金出现松动，A 股市场开始出现明显的调整迹象，在周线上出现了自 2014 年 11 月以来最大单周下跌，上证指数击穿了颇具象征意义的 30 日均线。证监会、保监会例行检查两融业务，显示了监管层对于股票市场杠杆化潜在风险的谨慎态度，也暗示了其对于目前市场点位高度和活跃度的适度认可。在中央态度发生微妙变化的情况下，股票市场继续加大杠杆的概率降低，资金快速流入股票市场的趋势将受到遏制，从而可能引发前期正反馈转向短期的负反馈，引发市场的较大波动。银行、券商、保险、一带一路等前期领涨板块出现显著的下落形态，资金出逃迹象明显，而创业板受制于高估值和供给压力，只呈现了短期的上攻态势，难以形成持续性的上涨，市场呈现整体弱势的概率较高。中国国内的经济形势延续了前期的弱势格局，PMI 指数创出新低，房地产价格在不断的注入之下出现企稳迹象。一般而言，在经济形势越差的情况下，中央保持刺激的力度可能就越强，因而对于 A 股的支撑作用也越强。短期大涨后市场反复波动维持整固，A 股市场可能将在一个较为宽幅的区间内开始震荡，投资者的做多热情受到较大遏制。

全部 A 股、沪深 300、中小企业板市净率变化对照图



数据来源:Wind资讯

未来市场何时继续上攻，在很大程度上取决于何时中央政府超预期加大刺激力度或者减税，何时银行、保险、券商、一带一路等本轮行情龙头股出现大幅反弹上涨，同时成交量是否可以继续放大也是市场出现上升动能的主要观察指标之一。短期内，我们对于 A 股市场保持谨慎，市场可能会出现 5%-10%左右的调整，中期在国内刺激力度不减和海外市场出现稳定迹象后，A 股市场仍可能在下半年创出新高。耐心等待市场机会将是目前投资者较为适当的选择。

特别声明

本报告由中国光大银行资产管理部制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国光大银行及其关联机构（以下简称“光大银行”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，光大银行及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，光大银行可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

光大银行的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。光大银行没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。光大银行的自营部门、投行部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，光大银行可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到光大银行及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

本报告的版权仅为光大银行资产管理部所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

中国光大银行资产管理部

China Everbright Bank Asset Management

