



每周视点

Weekly Review 2009年12月28日 第195期

交银精选累计净值增长率走势图



交银稳健累计净值增长率走势图



交银成长累计净值增长率走势图



本期摘要

2010，整固的一年

经验告诉我们，当大家都高度一致乐观的时候，市场走势往往会出其不意。政策的调整很可能会改变投资者对未来一段时间基本面走势的预期。然而政策的改变却是我们无法预测的，而且 11 月底召开的中央政治局会议传达出政策稳定的信号，使得我们对未来一段时间的市场更加迷惘。

总体来说，明年 A 股市场可能是一个相对较为平淡阶段，市场并无太大的系统性风险，但上升的空间也会因估值和政策的原因受到压制。对于以绝对收益为目标的投资者而言，明年将会是很有挑战性的一年，情绪波动会成为我们最大的敌人，降低明年的收益率预期、忽视市场的短期波动、通过自下而上的选股构建组合可能是相对可行的策略。

宏观经济和债券市场（091221-091225）

国内：本周，央行召开货币政策四季度例会，指出要“把握好货币信贷增长速度，引导金融机构均衡放款”，同时，一行三会联合发布公告，指出要“严格执行国家宏观调控政策，着力调整和优化信贷结构”，信贷投放要体现“区别对待，有保有压”的原则。

本周债市继续小幅上涨。债券总指数上涨 0.04%。其中国债指数上涨 0.04%。企业债指数上涨 0.35%。交易所方面，公司债指数微涨了 0.06%，分离债指数上涨 0.16%。

国际：本周美国公布的宏观数据好坏不一，总体而言，美国经济向好趋势不变。本周公布了三季度 GDP 修正后数据，环比折年率为上涨 2.2%，低于此前的 2.8%；11 月二手房销售数字好于预期，年化为 654 万户，创下近 3 年来新高，但新屋销售数据继续下降，11 月环比下降了 11.3%；11 月个人支出增长 0.5%不及预期，个人所得增长 0.4%，创下 4 个月以来新高；11 月耐用品订单上升 0.2%。

本周美国国债价格全面下跌，收益率曲线大幅上行，期限结构陡峭化。10 年期国债收益率本周上行 26 个 bp 至 3.80%。其余关键年限中，1 年期上升 6bp 至 0.40%；2 年期上涨 17bp 至 0.96%；5 年期上升 26bp 至 2.53%。

公司地址：上海市世纪大道211号渣打银行大厦10楼 邮编：200120

客服电话：400-700-5000 021-61055000 公司网站：www.jysld.com, www.bocomschroder.com

风险提示：投资有风险，在进行投资前请仔细阅读相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件，基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金过往业绩并不预示基金未来表现。本宣传材料属于交银施罗德基金管理有限公司所有，其中的观点和预测仅代表当时的观点，今后可能发生改变。



2010，整固的一年

投资副总监兼专户投资部总经理——赵枫

交银蓝筹累计净值增长率走势图



交银环球累计净值增长率走势图



交银增利(A/B)累计净值增长率走势图



仍然记得 2009 年 11 月底大家讨论市场的时候，总是很乐观，其理由是宏观经济基本面正在持续向好，市场并没有太大的下跌空间，而明年一季度无论是宏观经济数据还是企业盈利，其同比增长速度都可能创出较高的水平；此外，明年一季度银行新增信贷的规模很可能再度回升到较高的水平，因此投资者对未来一段时间的流动性改善也抱有较高的期望；当然，乐观的理由还包括居民存款的持续活化、热钱流入速度的加快，以及房地产投资增速回升导致的经济短暂过热等等；券商策略会上也纷纷预测 2010 年的市场走势会是 N 型，一季度上升、二季度调整、三季度整固、四季度再创新高。然而，经验告诉我们，当大家都高度一致乐观的时候，市场走势往往会出其不意，尤其让我们担心的是看多者如基金经理们的仓位都已顶到上限，手里并没有太多的现金去做多，反倒是拿着一大把股票期望新增资金把市场推上去，这样风险就比较大了。

但是，在当时我们确实也想不出来有什么理由去看空市场，从大的方面看，大家所列举的理由在很大程度上是符合逻辑的，因此从基本面角度看，我们找不出太多反对的理由。这里面唯一的变数是政策，政策的调整很可能会改变投资者对未来一段时间基本面走势的预期。然而政策的改变却是我们无法预测的，而且 11 月底召开的中央政治局会议传达出政策稳定的信号，使得我们对未来一段时间的市场更加迷惘。

在近期所作的几场推荐会上，相对于市场一片看多的预期，我们对 2010 年的市场走势总体是偏谨慎的，我们认为相对于 2009 年的收益水平，2010 年的市场整体收益率将大大降低，从年线看明年全年可能仅仅是一根带有上下影线的小阳线，上下影线的长度的则取决于政策的变化。

由于全球宏观经济向好的趋势是相对确定的，因此 A 股市场在 2010 年并不

公司地址：上海市世纪大道210号渣打银行大厦10楼 邮编：200120

客服电话：400-700-5000 021-61055000 公司网站：www.jysid.com, www.bocomschroder.com

风险提示：投资有风险，在进行投资前请仔细阅读相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件，基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金过往业绩并不预示基金未来表现。本宣传材料属于交银施罗德基金管理有限公司所有，其中的观点和预测仅代表当时的观点，今后可能发生改变。



交银增利(C) 累计净值增长率走势图



交银保本累计净值增长率走势图



交银先锋累计净值增长率走势图



存在大幅下跌的系统性风险，考虑到明年市场整体盈利增长在 25%左右，当前沪深 300 指数的点位在明年看来也就是 20 倍左右的市盈率，市场存在较为坚实的估值支持。然而经过 2009 年恢复性上涨之后，市场对未来基本面的乐观情绪比较一致，而这种乐观情绪很大程度上也已经反映到股价和基金的仓位中；如果未来宏观经济或企业盈利情况不达预期，可能会对市场的乐观情绪造成打击，从而导致市场短期调整。从另一个角度来看，伴随经济复苏越来越确定，各国在 2009 年所采取的刺激政策在明年出现调整和退出的可能性越来越大，从而市场流动性产生负面影响，也可能改变经济复苏的节奏和力度。

高盛最近出了一份策略报告，对全球不同地区的股市的波动和宏观经济关系进行了研究。在报告中，高盛按宏观经济运行把股票市场的运行分为四个阶段，分别为绝望 (despair)、希望 (hope)、增长 (growth) 和乐观 (optimism)，与大家较为熟悉的投资时钟较为类似；高盛进一步分析了股票在这四个阶段中的回报率（除英国以外欧洲市场表现），其结果如图一。从图一中看到，虽然股市收益率在大趋势上是与宏观经济基本面同步的，但不同阶段的收益率差异却很大，并非经济越好股市收益率越高。

我们清晰地看到股市收益率最高的阶段正是希望阶段，就象 2009 年发生的情况一样，经济虽已经触底，但复苏的前景并不明朗，企业盈利也仍在低位徘徊，在投资者犹豫和怀疑的时候，股市却创造了最高的回报率。股票市场在这个阶段的上涨并非由基本面驱动的，而是来源于估值水平的扩张。

我们比较担心的是 2010 年中国经济开始步入增长阶段，这个时候投资者对经济增长前景已经没有分歧，市场中充斥着乐观情绪，然而图一显示这个阶段虽然企业盈利确实出现大幅增长，但估值水平却出现了收缩，最终股市收益率表现平平。至于是什么因素导致股票市场估值水平出现收缩，原因可能是多种多样的，有可能是流动性收缩导致的，也有可能是市场转好引发股票供给大增导致的，或者是投资者过度乐观的情绪进行修正所致，等等。我们无法预计明年中国宏观经济政策会出现什么样的改变，但管理层传达“相机抉择”的信号

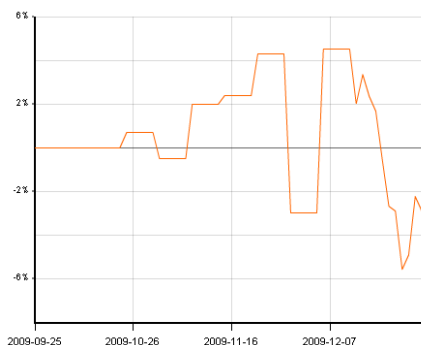
公司地址：上海市世纪大道201号渣打银行大厦10楼 邮编：200120

客服电话：400-700-5000 021-61055000 公司网站：www.jysid.com, www.bocomschroder.com

风险提示：投资有风险，在进行投资前请仔细阅读相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件，基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金过往业绩并不预示基金未来表现，本宣传材料属于交银施罗德基金管理有限公司所有，其中的观点和预测仅代表当时的观点，今后可能发生改变。



180 公司治理 ETF 增长率走势图



旗下基金一周净值

交银精选

日期	单位净值	累计净值
2009-12-25	1.1841	3.1799
2009-12-24	1.1910	3.1868
2009-12-23	1.1515	3.1473
2009-12-22	1.1374	3.1332
2009-12-21	1.1700	3.1658

交银稳健

日期	单位净值	累计净值
2009-12-25	2.1631	2.9931
2009-12-24	2.1741	3.0041
2009-12-23	2.1043	2.9343
2009-12-22	2.0789	2.9089
2009-12-21	2.1284	2.9584

交银成长

日期	单位净值	累计净值
2009-12-25	2.7230	2.9030
2009-12-24	2.7291	2.9091
2009-12-23	2.6526	2.8326
2009-12-22	2.6219	2.8019
2009-12-21	2.6795	2.8595

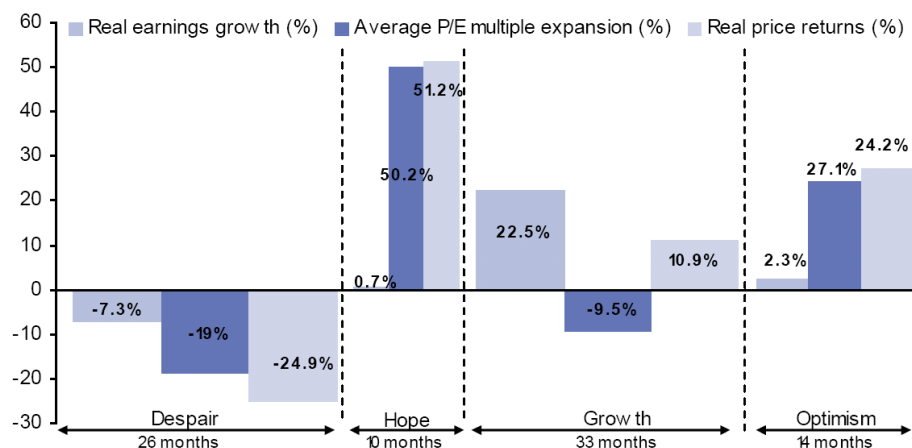
无疑使得投资在明年面临一个不确定的宏观政策环境，而通胀的上升、资产价格的飞涨、银行信贷的超高速增长都可能使原来的刺激政策出现明显的转向，即使是刺激政策的正常退出，也会给市场流动性造成负面影响，投资者在预期明年中国经济高速增长乃至可能过热的情况下，也应当担心政策调整给经济增长和市场环境所带来的冲击。

总体来说，明年 A 股市场可能是一个相对较为平淡阶段，市场并无太大的系统性风险，但上升的空间也会因估值和政策的原因受到压制。对于以绝对收益为目标的投资者而言，明年将会是很有挑战性的一年，情绪波动会成为我们最大的敌人，降低明年的收益率预期、忽视市场的短期波动、通过自下而上的选股构建组合可能是相对可行的策略。

最后，新的一年即将来临，祝投资者新年快乐。

图一：欧洲市场（除英国外）股市收益率分解

Annualized contributions to real price returns from real earnings growth and P/E expansion



数据来源：Goldman Sachs, 2009-12-03



股票市场运行周报（091221-091225）

交银施罗德基金 张炳炜

上周沪深两市止跌回稳，上综指总体上涨 0.88%，深成指总体上涨 2.90%，中小板指数上涨 5.45%，沪深两市共成交 8254.75 亿元，成交额较上期继续有所减少。从行业表现来看，所有行业中仅金融下跌了 0.95%，其余上涨的行业中涨幅较大的行业有：信息技术 8.32%、食品饮料 7.31% 与家用电器 7.04%，而房地产 0.31% 与煤炭 0.32% 则涨幅较小；从行业换手率来看，信息技术、造纸林业、纺织服装和餐饮旅游表现相对活跃，换手率都超过 10.3%；从风格特征来看，小盘股上涨 5.51%，涨幅居前，中市净率股上涨了 0.55%，涨幅居后。

表 1：指数表现

指数名称	区间收益率	成交金额（亿元）
上证综合指数	0.88%	5,054.00
上证 180 指数	0.08%	2,618.80
上证 50 指数	-0.75%	1,520.50
沪深 300	0.97%	3,760.20
深证成份指数	2.90%	655.2
深证 100P	2.99%	1,092.10
申万中小板	5.45%	950
申万基金重仓	1.55%	4,289.20

交银蓝筹

日期	单位净值	累计净值
2009-12-25	0.9041	0.9191
2009-12-24	0.9033	0.9183
2009-12-23	0.8759	0.8909
2009-12-22	0.8658	0.8808
2009-12-21	0.8803	0.8953

交银环球

日期	单位净值	累计净值
2009-12-25	1.567	1.647
2009-12-24	1.567	1.647
2009-12-23		
2009-12-22	1.540	1.620
2009-12-21	1.534	1.614

交银货币 A

日期	每万份基金净收益	七日年收益率
2009-12-25	1.6300	1.843%
2009-12-24	0.2975	1.174%
2009-12-23	0.3161	1.169%
2009-12-22	0.3028	1.151%
2009-12-21	0.3038	1.131%

交银货币 B

日期	每万份基金净收益	七日年收益率
2009-12-25	1.6906	2.070%
2009-12-24	0.3591	1.403%
2009-12-23	0.3763	1.399%
2009-12-22	0.3637	1.383%
2009-12-21	0.3655	1.365%

交银增利 A/B

日期	单位净值	累计净值
2009-12-25	1.0740	1.1950
2009-12-24	1.0727	1.1937

公司地址：上海市世纪大道201号渣打银行大厦10楼 邮编：200120

客服电话：400-700-5000 021-61055000 公司网站：www.jysld.com, www.bocomschroder.com

风险提示：投资有风险，在进行投资前应参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件，基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金过往业绩并不预示基金未来表现。本宣传材料属于交银施罗德基金管理有限公司所有，其中的观点和预测仅代表当时的观点，今后可能发生改变。



2009-12-23	1.0692	1.1902
2009-12-22	1.0683	1.1893
2009-12-21	1.0729	1.1939

交银增利 C

日期	单位净值	累计净值
2009-12-25	1.0704	1.1864
2009-12-24	1.0691	1.1851
2009-12-23	1.0656	1.1816
2009-12-22	1.0647	1.1807
2009-12-21	1.0694	1.1854

交银保本

日期	单位净值	累计净值
2009-12-25	1.067	1.067
2009-12-24	1.066	1.066
2009-12-23	1.058	1.058
2009-12-22	1.056	1.056
2009-12-21	1.060	1.060

交银先锋

日期	单位净值	累计净值
2009-12-25	1.2076	1.2076
2009-12-24	1.2052	1.2052
2009-12-23	1.1681	1.1681
2009-12-22	1.1571	1.1571
2009-12-21	1.1837	1.1837

180 公司治理 ETF

日期	单位净值	累计净值
2009-12-25	0.870	0.968
2009-12-24	0.876	0.975
2009-12-23	0.852	0.948
2009-12-22	0.846	0.942
2009-12-21	0.870	0.968

数据来源：财汇资讯

表 2：市场总体指标

市场总体指标	数值
A 股总市值（亿元）	277,775.31
A 股流通市值（亿元）	143,711.74
A 股市盈率（最新年报，剔除负值）	28.20
A 股市盈率（递推 12 个月，剔除负值）	25.71
A 股市净率（最新年报，剔除负值）	3.83
A 股市净率（最新报告期，剔除负值）	3.46
A 股加权平均股价	10.66
两市 A 股成交金额	8,254.75

表 3：行业表现

指数	区间收益率	区间换手率
信息技术	8.32%	13.80%
食品饮料	7.31%	8.01%
家用电器	7.04%	6.49%
汽车及零部件	6.01%	7.27%
零售	5.21%	8.10%
餐饮旅游	4.91%	10.36%
医药生物	4.83%	8.13%
通信设备与服务	4.57%	9.24%
纺织服装	4.06%	10.44%

公司地址：上海市世纪大道201号渣打银行大厦10楼 邮编：200120

客服电话：400-700-5000 021-61055000 公司网站：www.jsid.com, www.bocomschroder.com

风险提示：投资有风险，在进行投资前应参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件，基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金过往业绩并不预示基金未来表现，本宣传材料属于交银施罗德基金管理有限公司所有，其中的观点和预测仅代表当时的观点，今后可能发生改变。



机械	4.06%	9.42%
电气设备	3.79%	7.57%
造纸林业	3.46%	11.91%
传媒	3.36%	4.50%
化工	3.17%	8.27%
农业与牧渔业	3.15%	9.28%
日用化学品	3.07%	7.75%
贸易	2.43%	5.76%
石油天然气	2.15%	1.16%
钢铁	2.09%	3.75%
建筑建材	1.94%	10.01%
综合	1.62%	8.86%
交通运输	1.58%	3.92%
有色金属	0.89%	8.29%
电力	0.69%	3.37%
煤炭	0.32%	6.97%
房地产	0.31%	8.08%
金融	-0.95%	1.15%

数据来源：WIND 资讯 交银施罗德基金

日期区间：20091221-20091225

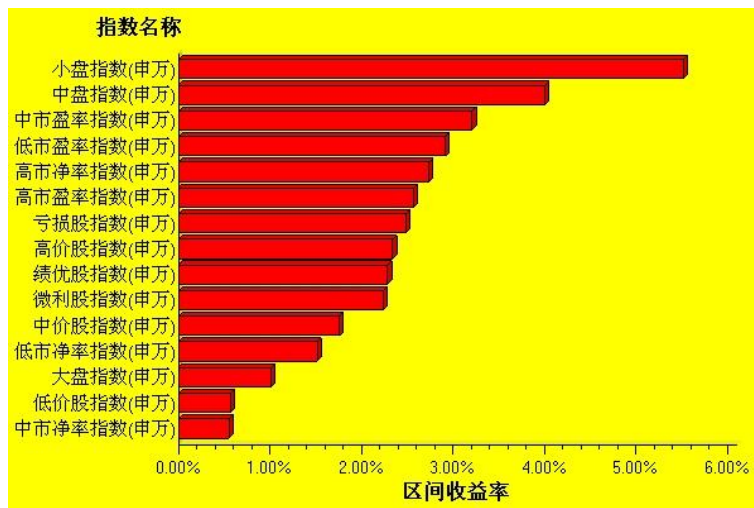
公司地址：上海市世纪大道201号渣打银行大厦10楼 邮编：200120

客服电话：400-700-5000 021-61055000 公司网站：www.jysld.com, www.bocomschroder.com

风险提示：投资有风险，在进行投资前应参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件，基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金过往业绩并不预示基金未来表现。本宣传材料属于交银施罗德基金管理有限公司所有，其中的观点和预测仅代表当时的观点，今后可能发生改变。



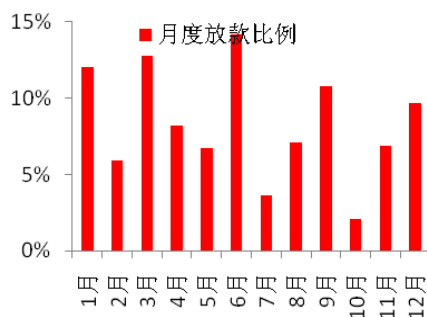
图 1：风格特征



数据来源：WIND 资讯 交银施罗德基金

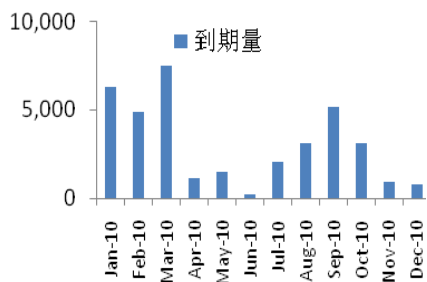
日期区间：20091221-20091225

银行月度放款比例历史统计



数据来源：Wind 资讯

2010年各月公开市场到期量



数据来源：Wind 资讯

宏观经济及债券市场周报（091221-0901225）

交银施罗德基金 固定收益部

指数类别	涨跌（%）	指数类别	涨跌（%）
债券总指数	0.04	国债总指数	0.04
金融债总指数	0.05	企业债总指数	0.35
短融总指数	0.06	央票总指数	0.02

数据来源：<http://www.chinabond.com.cn>

宏观经济（091221-091225）

国内部分

本周，央行召开货币政策四季度例会，指出要“把握好货币信贷增长速度，引导金融机构均衡放款”，同时，一行三会联合发布公告，指出要“严格执行国家宏观调控政策，着力调整和优化信贷结构”，信贷投放要体现“区别对待，

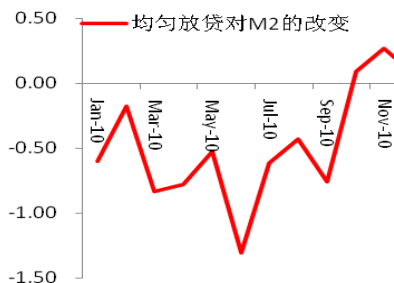
公司地址：上海市世纪大道201号渣打银行大厦10楼 邮编：200120

客服电话：400-700-5000 021-61055000 公司网站：www.jysld.com, www.bocomschroder.com

风险提示：投资有风险，在进行投资前应参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件，基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金过往业绩并不预示基金未来表现。本宣传材料属于交银施罗德基金管理有限公司所有，其中的观点和预测仅代表当时的观点，今后可能发生改变。



放贷节奏对货币供应量的影响



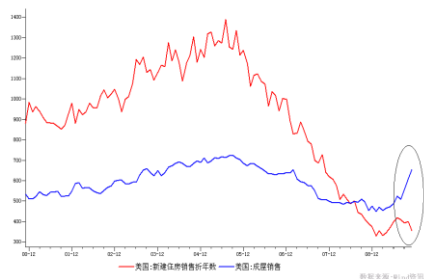
数据来源: Wind 资讯

美国本周公布经济指标一览
—2009/12/25

经济指标	当前值	前次值
GDP- (修正值)	+2.2	+2.8
核心 PCE	+0	+0.3
成屋销售(万户)	654	610
个人所得	+0.4	+0.2
个人支出	+0.5	+0.7
消费者信心	72.5	67.4
新屋销售(万户)	35.5	43
耐用品订单	+0.2	-0.6

数据来源: Bloomberg, 交银施罗德基金

美国成屋销售及新屋销售

数据来源: Wind, 交银施罗德基金,
2000.12-2009.12

有保有压”的原则。

例会和公告总体上延续了中央工作会议的精神,在保持政策稳定性和连续性的同时,管理层对2010年的信贷加强调控的倾向也表露无遗,而这种调控主要集中在放贷节奏以及信贷结构的调整上面。

在放款节奏上,央行强调要引导金融机构均衡放款。从历史上看,银行具有年初突击放贷的经营特点,通常上半年的放贷总额占比在60%以上。2009年由于政府鼓励放贷,上半年的比例估计高达77%左右,这直接拉动了中国经济在09年从危机谷底V形强劲复苏。在目前实现全年保8目标基本无疑的情况下,明年经济的走势可能是前高后低,若信贷也依然如历史情况一样前高后低,这可能导致上半年经济的过热,同时在下半年则加剧经济本来的阶段性回落,因而,尽管目前政府仍没有公开表态明年的信贷总量,但若以市场预期的7.5亿水平看,单月贷款再次超万亿的可能性在下降,这不是说银行一定会在一季度主动进行信贷收缩,而是说若信贷超万亿,可能招致管理层更严厉的调控。

若调控,政府可能先动央票利率还是准备金?我们认为两个工具互有优劣,跳过央票利率先动准备金的可能性也是存在。若考虑到目前加速上升的CPI,从治理通胀预期角度看,央票利率抬升的作用要大于准备金。但仅从回收流动性角度看,准备金在一次性冻结银行部分超储的同时也降低了货币乘数,对流动性的收缩效率要大于央票,而通过上调央票利率来回收流动性需要一定的时间,若再考虑到明年公开市场需要对冲3.6万亿(一季度达1.87万亿)以及可能的外汇占款高启,从央行在上半年控制银行放款节奏的目的看,准备金在回收效率上显然具有优势。

国外部分

本周美国公布的宏观数据好坏不一,总体而言,美国经济向好趋势不变。本周公布了三季度GDP修正后数据,环比折年率为上涨2.2%,低于此前的2.8%;11月二手房销售数字好于预期,年化为654万户,创下近3年来新高,但新屋

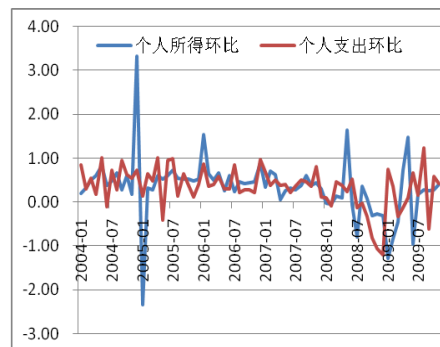
公司地址:上海市世纪大道201号渣打银行大厦10楼 邮编:200120

客服电话:400-700-5000 021-61055000 公司网站:www.lysid.com, www.bocomschroder.com

风险提示:投资有风险,在进行投资前应参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件,基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产,但不保证基金一定盈利,也不保证最低收益,同时基金过往业绩并不预示基金未来表现,本宣传材料属于交银施罗德基金管理有限公司所有,其中的观点和预测仅代表当时的观点,今后可能发生改变。



个人所得及个人支出



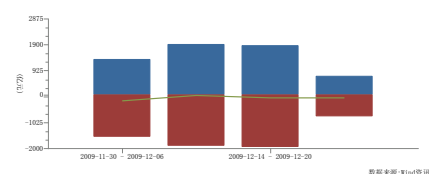
数据来源：Bloomberg, 交银施罗德基金, 2004.01-2009 年底

下周预公布的重要经济指标一览

经济指标	时段	预估值	前次值
芝加哥-PMI	12 月	55	56.1

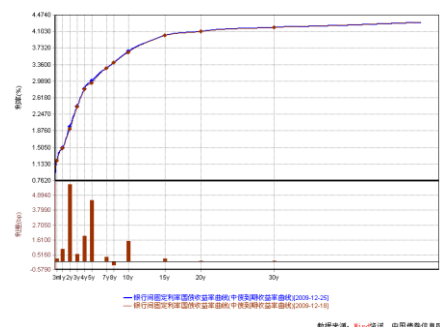
数据来源：Bloomberg, 交银施罗德基金

公开市场操作



数据来源：Wind 资讯, 2009.11.30-2009.12.06, 2009.12.14-2009.12.20

银行间国债各关键年限收益率变化



销售数据继续下降, 11 月环比下降了 11.3%; 11 月个人支出增长 0.5% 不及预期, 个人所得增长 0.4%, 创下 4 个月以来新高; 11 月耐用品订单上升 0.2%。

先来看一下房地产市场数据: 美国房地产交易商协会 (NAR) 周二报告称, 美国 11 月份二手房销售数字环比增长了 7.4%, 年化数字攀升至 654 万幢, 此数字已经连续三个月大幅攀升, 创下了 2007 年 2 月份以来新高。自今年 8 月份以来, 美国的二手房销售数字已经增长了 28%。然而强劲增长的背后是美国政府的刺激政策——政府为购房者提供税项优惠政策。美国政府的这项优惠政策原定于 2009 年 11 月 30 日结束, 但此后奥巴马政府又将该计划最后期限延长至 2010 年 6 月份, 并且扩大了该项政策的受惠者范围, 将非首次购房者也纳入其中。本周公布的新屋销售数据验证了刺激政策对购买力的决定性作用。11 月新屋销量月环比下降了 11.3%, 至 35.5 万套, 为 4 月份以来最低水平。市场此前预期环比增长 1.7%, 至 43.8 万套。因此, 我们预计, 由于政策的延期, 居民购房计划可以拖后, 未来 2、3 个月美国房地产市场销售数据会有所下降。

美国商务部周四报告称, 11 月季调后耐用品订单环比增长 0.2%, 其中飞行器订单环比下降了 32.6%。扣除交通运输产品订单不计, 11 月份的耐用品订单数字环比增长了 2%。商务部报告表明, 除了交通运输产品订单下滑之外, 几乎其他各个工业门类的耐用品订单数字均出现强劲增长。11 月份的耐用品订单数字全面攀升, 印证了我们此前不断强调的美国制造业明确复苏的事实。国际市场与美国国内市场的需求同步增长, 将继续推动了美国制造业的复苏。

比较不利的数据依旧是消费数据: 尽管 11 月份个人所得增长 0.4%, 创下 5 月份以来的最高增幅 (10 月份为增长 0.3%), 但 11 月份消费者开支增长 0.5%, 低于 10 月份的增长 0.6%, 也低于市场的平均预期。我们认为, 在购买了房屋及汽车以后, 消费者减少了在其他方面的支出。我们预期, 尽管面临圣诞, 12 月消费者开支数据可能依旧会低于预期。

许多投资者及经济学家持有这样一个观点, 美国经济的复苏更像是纸面上

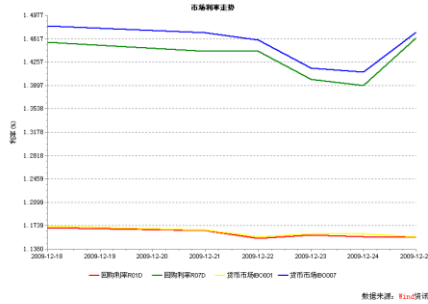
公司地址: 上海市世纪大道 201 号渣打银行大厦 10 楼 邮编: 200120

客服电话: 400-700-5000 021-61055000 公司网站: www.jsid.com, www.bocomschroder.com

风险提示: 投资有风险, 在进行投资前应参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件, 基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产, 但不保证基金一定盈利, 也不保证最低收益, 同时基金过往业绩并不预示基金未来表现, 本宣传材料属于交银施罗德基金管理有限公司所有, 其中的观点和预测仅代表当时的观点, 今后可能发生改变。

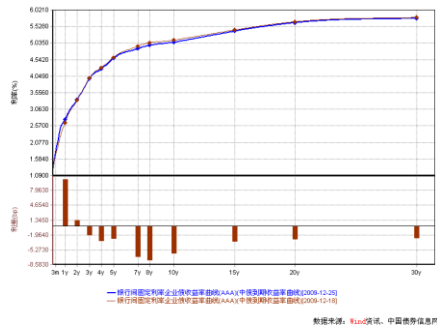
数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网

货币市场利率走势



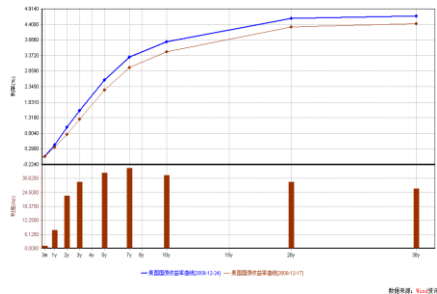
数据来源：Wind 资讯，
2009.12.18-2009.12.25

AAA 企业债收益率曲线形变



数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网

美国国债收益率曲线



数据来源：Wind 资讯

的繁荣。这种说法有一定的道理。从本周的数据可以看出，受刺激政策的影响，美国经济复苏的持续动力仍不清晰，在政策退出后，这种“纸面繁荣”是否会很快退潮存在很大的不确定性。这里我们并不是说一定会二次探底，我们坚信大的复苏方向，只是需要提醒的是，复苏的过程可能会比我们想象的更长一些。

由于处于圣诞及新年的交接期，下周为美国宏观数据的真空期，比较重要的经济数据有：12 月芝加哥采购经理人指数 (PMI)。

债券市场（091221-091225）

国内部分

本周债市继续小幅上涨。债券总指数上涨 0.04%。其中国债指数上涨 0.04%。企业债指数上涨 0.35%。交易所方面，公司债指数微涨了 0.06%，分离债指数上涨 0.16%。

公开市场方面，本周央行公开市场操作继续净回笼，总计净回笼资金仍然是 100 亿。具体如下：央票发行 600 亿，央票到期 300 亿，正回购 200 亿，正回购到期 400 亿。一年期央票发行利率 1.7605%，三个月央票发行利率 1.3280%。

货币市场方面，本周几个主要货币市场指标总体微幅下跌，流动性依旧较好。具体来看：银行间隔夜拆借利率下跌了 1.7 个 BP 至 1.1566%，7 天拆借利率下跌了 1 个 BP 至 1.4715%。银行间质押式隔夜回购利率下跌了 1.4 个 BP 至 1.1560%；7 天回购利率上升了 0.6 个 BP 至 1.4627%。

二级市场方面。国债：收益率曲线呈现平坦化上行。1-3 年期限银行间国债收益率上涨了 0.45-5.7 个 BP。5-10 年期限银行间国债收益率平均上升了 1.5-4.5 个 BP。其余期限收益率变动在 1 个 BP 左右。政策性金融债：收益率曲线涨跌互现。10 年期收益率下跌了 3.7 个 BP，15 年期限以上收益率上涨了 1.3 个 BP，其余各关键年限收益率变动在一个 BP 之内。

本周银行间企业债收益率曲线整体下行。具体来看：AAA 级企业债，1 年期限收益率上升了 10.5 个 BP，3-5 年期限收益率曲线下跌了 2-3 个 BP，7-10

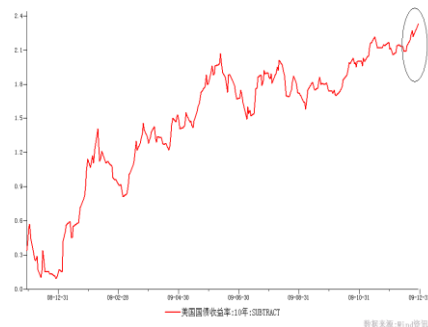
公司地址：上海市世纪大道201号渣打银行大厦10楼 邮编：200120

客服电话：400-700-5000 021-61055000 公司网站：www.jysid.com, www.bocomschroder.com

风险提示：投资有风险，在进行投资前应参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件，基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金过往业绩并不预示基金未来表现。本宣传材料属于交银施罗德基金管理有限公司所有，其中的观点和预测仅代表当时的观点，今后可能发生改变。



通胀预期（10年国债-10年TIPS）



数据来源：Wind 资讯，交银施罗德基金，
2008.11-2009.12

一周关键期限国债收益率

	3M	1Y	5Y	10Y
12月18日	0.04	0.34	2.27	3.54
12月25日	0.04	0.40	2.53	3.80

数据来源：Bloomberg

投资级别信用债

	YTD %	Volume	Index
12月18日	4.91	1671.1	148.82
12月25日	5.06	209.14	147.9

数据来源：Bloomberg

高收益级别信用债

	YTD %	Volume	Index
12月18日	9.68	1257.6	215.8
12月25日	9.62	90.07	216.69

数据来源：Bloomberg

年期限收益率整体下行 6-7.5 个 BP 左右。10 年期限以上收益率下跌了 3 个 BP 左右。AA-级企业债收益率曲线变动与 AAA 级基本类似。1 年期限收益率上升了 10.5 个 BP，3-5 年期限收益率曲线下跌了 2-3 个 BP，7-10 年期限收益率整体下行 5-7.5 个 BP 左右。10 年期限以上收益率下跌了 2 个 BP 左右。

交易所方面，本周公司债指数上涨了 0.06%，分离债指数上涨了 0.16%。

国际部分

如我们在上周的判断，本周美国国债价格全面下跌，收益率曲线大幅上行，期限结构陡峭化。10 年期国债收益率本周上行 26 个 bp 至 3.80%。其余关键年限中，1 年期上升 6bp 至 0.40%；2 年期上涨 17bp 至 0.96%；5 年期上升 26bp 至 2.53%。

本周宏观数据并未出现特别不利于债市的数据，但如我们在上期报告中所提，通胀预期在 TIPS 价格中首先反映，本周延续到国债市场。从左图可以看出，本周 10 年期国债收益率与 10 年期 TIPS 的差值继续扩大，我们认为有两个因素：

其一，延续我们上周所提，由于 PPI 数据的超预期上涨，通胀预期开始升温，本周的走势为上周消息的延续；

其二，由于美国股市不断创新高，主导美元的因素短期内似乎也回到了经济复苏上，美国国内权益类资产的价格不断走高，国债市场资金出逃明显，造成本周国债价格的大幅下跌。

我们保持近期的观点不变：美国国债市场的风险在不断加大，收益率上行的大趋势开始逐渐体现。如果谈论短期的走势，10 年期美国国债的利率可能短期上升的过快，未来一个月将有可能维持在 3.60%至 3.80%区间震荡。

本周信用债市场结束了 3 周以来的涨势，价格走势平稳。另外，由于本周只有 3 天半的交易日，信用债市场成交清淡。投资级别信用债加权收益上升 15bp 至 5.06%；高收益级别收益率下降了 6bp 至 9.62%。

公司地址：上海市世纪大道201号渣打银行大厦10楼 邮编：200120

客服电话：400-700-5000 021-61055000 公司网站：www.jysld.com, www.bocomschroder.com

风险提示：投资有风险。在进行投资前应参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。同时基金过往业绩并不预示基金未来表现。本宣传材料属于交银施罗德基金管理有限公司所有，其中的观点和预测仅代表当时的观点，今后可能发生改变。



免责声明：

本报告由交银施罗德基金管理有限公司（以下简称“本公司”）基于公开披露的信息资料和分析师的个人判断组织编写，但本公司并不对本报告中所载信息的完整性和准确性提供任何直接的或隐含的声明或保证。

本报告不构成本公司进行投资决策的依据，亦不表明本公司将承诺持有交易报告中所提及的全部或部分证券。

本报告中所载信息或所表达的意见仅作参考用途，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保或承诺。

本报告中所载信息仅反映本公司在本报告最初发布日期前的判断，本公司有权在任何时间更改或修订本报告而无需事先通知或公告。

在任何情况下，任何人因使用本报告而导致的直接损失或者间接损失，本公司不承担任何责任。

本报告版权为本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本报告并非基金宣传推介材料，也不构成任何法律文件。过往表现未必可作日后业绩的准则。投资涉及风险，投资者投资本公司管理的基金产品时，应认真阅读相关法律文件。



公司地址：上海市世纪大道201号渣打银行大厦10楼 邮编：200120

客服电话：400-700-5000 021-61055000 公司网站：www.jysld.com, www.bocomschroder.com

风险提示：投资有风险，在进行投资前应参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件，基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金过往业绩并不预示基金未来表现。本宣传材料属于交银施罗德基金管理有限公司所有，其中的观点和预测仅代表当时的观点，今后可能发生改变。