|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **债市传统研判框架的一点思考**  **股票市场运行周报**  **宏观经济及债券市场 旗下基金表现** |  |  |



**债市传统研判框架的一点思考**

2013年债券市场走势是利率市场化和金融去杠杆等因素共同影响的结果，这一过程在2014年或也还将继续演进。

短期内平稳的基本面暂未受到重大挑战，资金面仍然易紧难松，债券市场供需关系也还是不乐观，趋势性机会还没有显现，但经历过难捱的2013年后，下一个年头可以开始乐观一点。

**宏观经济与债券市场**

**20131230-20140103**

2013年12月，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.0%，构成制造业PMI的5个分类指数普遍回落；

本周虽然资金情况略有好转，但债券收益率普遍上行；收益率曲线的远端异常的平坦，近端和远端的利差仍然较窄。**债市传统研判框架的一点思考**

**交银施罗德固定收益研究员 李娜**

刚刚过去的2013年，对于债券市场投资者而言，可谓是不平凡的一年，在这一年里既没有存贷款基准利率的调整，也没有法定存款准备金率的变化，债券市场的波动幅度却成为2008年以来之最，10年国债收益率从最低点3.40%上行超过130基点达到4.72%，与历史高点仅有咫尺之遥，这样的行情走势在年初甚至年中恐怕也只有寥寥市场参与者能够预测一二。

在传统研究框架中，经济增长、通货膨胀和货币政策是决定债券市场趋势的主要因素。2013年初的基本面环境是低增长低通胀，上半年债券市场走出了一个”牛尾巴“，而后以年中银行间流动性紧张为分截点，债券市场由此受到巨大冲击，陷入漫长难熬的熊市节奏，10年期国债上行幅度惊人，而此时经济增长和通货膨胀双温和的基本面，对于国债收益率飙升现象的解释程度不得不说是十分无力。

从现象的源头一路追索，快速推进的利率市场化是影响债券市场走势的重要因素。我们可以观察到，自2012年以来，仅从信用债层面看，高低评级信用债的评级利差一直维持在历史较低水平，高收益品种明显更受市场青睐，供需两旺。实际上，虽然银行存款利率上限尚未放开，但是随着银行理财的爆发式增长，货币市场基金的快速发展，余额宝等互联网金融产品来势汹汹，金融机构同业负债占比不断增加，银行的负债成本正在不断抬升，从而在资产端推高了银行资产配置的风险偏好。在5月份以前，资金成本很低，这种风险偏好的提升也体现为银行对低等级信用债的配置偏好，债券市场明显受益。但5月份流动性紧张成为牵一发而动全身的关键一发，以高收益完爆其他资产类别的非标资产对传统标准化债券产生了强有力的竞争，银行配置标准化债券的需求明显减弱，由此出现了今年三季度以来债券市场一级市场招标利率带动二级市场收益率不断走高的快熊行情。

自2013年下半年以来，央行通过续发央票，动态调节SLF，逆回购发行利率逐步上调，连续暂停逆回购，非公开正回购等操作，动态调整银行间流动性，引导货币市场利率逐步上调，反映其货币政策从中性向偏紧过渡。在通胀尚属温和的背景下，央行这样的操作反映出两个变化，其一是央行逆回购操作随行就市，正在逐渐的将调控经济周期的货币政策工具，从以往的数量调控，转向价格工具调控，引导资金利率保持在其合意水平；其二是，银行的风险偏好逐渐提升，信用扩张不断加速，同业业务下资金链条延长造成资金面的波动性和脆弱性加大，央行从防风险角度的考量，通过抬升资金利率水平来倒逼金融机构去杠杆。在这个过程中，低风险低收益的标准化债券受伤惨重。

2013年债券市场走势，并非意味着传统的债券分析研判框架自此失效，而是在稳健的基本面背景下，债券市场受到利率市场化和金融去杠杆等因素共同影响的结果，这一过程在2014年也还将继续演进。展望来年，高企的资金利率将推升企业的融资成本，侵蚀企业的净利润水平，从而有可能出现实体融资需求的内生性下降，逐步降低经济增长的动能。如果按照这一内生性路径演进，风险偏好降低，流动性转为宽松，那么收益率曲线有可能出现牛市增陡，债券市场将重回基本面主导。然而，短期内平稳的基本面暂未受到重大挑战，资金面仍然易紧难松，债券市场供需关系也还是不乐观，趋势性机会还没有显现，但经历过难捱的2013年后，下一个年头可以开始乐观一点。

**股票市场运行周报（20131230-20140103）**

**交银施罗德量化投资部**  
本周上证综指下跌0.86%，深证成指下跌0.25%，中小板指数上涨2.13%，沪深两市成交量为6,604.54亿元。从行业表现来看，各行业涨跌不一，通信传媒、信息技术、机械行业涨幅最大，涨幅分别为4.95%、3.57%、2.15%，煤炭、金融、家用电器行业跌幅最大，跌幅分别为2.47%、2.47%、1.70%；从行业换手率来看，通信传媒行业换手率最大，换手率超过10%；从风格特征来看，高市净率指数涨幅最大，涨幅为2.58%，低市盈率指数跌幅最大，跌幅为1.25%。

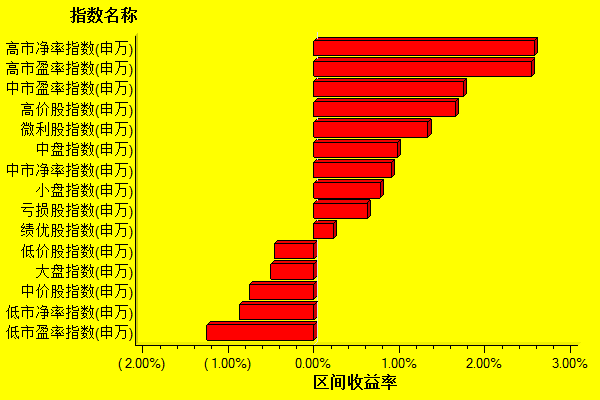
**表1:指数表现**   **表2:市场总体指标**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **指数名称** | **区间**  **收益率** | **成交金额（亿元）** |  | **市场总体指标** | **数值** |
| 上证综指 | (0.86%) | 2,687.9 | A股总市值（亿元） | 269,462.42 |
| 上证180 | (0.82%) | 1,368.8 | A股流通市值（亿元） | 196,534.49 |
| 上证50 | (0.91%) | 712.5 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 12.56 |
| 沪深300 | (0.55%) | 2,099.3 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 11.20 |
| 深证成指 | (0.25%) | 359.1 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 1.72 |
| 深证100 | 0.41% | 715.0 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 1.59 |
| 申万中小板 | 2.13% | 1,760.1 | A股加权平均股价 | 6.65 |
| 申万基金重仓 | 0.27% | 3,974.3 | 两市A股成交金额(亿元) | 6,604.54 |

**表3:行业表现**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **指数** | **区间收益率** | **区间换手率** |  | **指数** | **区间收益率** | **区间换手率** |
| 通信传媒 | 4.95% | 10.65% | 贸易 | (0.12%) | 3.75% |
| 信息技术 | 3.57% | 8.05% |  | 建筑建材 | (0.18%) | 3.90% |
| 机械 | 2.15% | 6.17% | 交运设备(除军工) | (0.22%) | 3.09% |
| 钢铁 | 1.89% | 1.25% |  | 零售 | (0.26%) | 4.16% |
| 医药生物 | 1.81% | 4.62% |  | 交通运输 | (0.32%) | 1.30% |
| 日用化学品 | 1.06% | 6.46% |  | 电气设备 | (0.37%) | 4.38% |
| 餐饮旅游 | 1.05% | 4.28% | 房地产 | (1.02%) | 2.88% |
| 农业与牧渔业 | 0.86% | 5.78% |  | 电力 | (1.34%) | 2.07% |
| 造纸林业 | 0.67% | 2.98% | 石油天然气 | (1.55%) | 0.26% |
| 有色金属 | 0.32% | 3.29% |  | 军工 | (1.62%) | 2.81% |
| 化工 | 0.32% | 4.45% | 家用电器 | (1.70%) | 5.33% |
| 纺织服装 | 0.21% | 5.35% | 金融 | (2.47%) | 2.90% |
| 综合 | 0.17% | 4.68% | 煤炭 | (2.47%) | 1.35% |
| 食品饮料 | (0.04%) | 3.83% |  |  |  |

**[图1：风格特征]**



数据来源：万得资讯、交银施罗德基金 日期区间：20131230-20140103

**宏观经济及债券市场20131230-20140103**

**交银施罗德固定收益部**

●**宏观经济：**2013年12月，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.0%，比上月回落0.4个百分点，较路透调查的一致预期低0.2个百分点。构成制造业PMI的5个分类指数普遍回落。其中生产指数为53.9%，比上月回落0.6个百分点。新订单指数为52.0%，比上月回落0.3个百分点。主要原材料购进价格指数为52.6%，比上月略升0.1个百分点。在库存周期方面，原材料库存指标47.6%，小幅回落0.2，为第二个月下降。企业原材料补库意愿较差。在外需方面，数据显示外部需求下滑，新出口订单环比降0.8个百分点至49.8%，五个月来首次降至收缩区间。本月PMI数据显示经济增长处于温和回落的趋势中，预计12月工业增速回落至10%以内，CPI同比可能有明显回落。

●**债券市场：**本周虽然资金情况略有好转，但债券收益率普遍上行。1年期国债到期收益率上行约8个基点至4.23%，7年期国债到期收益率上行约6个基点至4.64%，10年期国债到期收益率上行约10个基点至4.65%。收益率曲线的远端异常的平坦，近端和远端的利差仍然较窄。

****

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **基金名称** | | **最新 净值** | | **累计 净值** | **基金回报** | | | | | | | | |
| **最近一月** | | **最近三月** | **最近六月** | | **最近一年** | **最近三年** | | **成立至今** |
| **交银精选** | | 0.7935 | | 2.9393 | 1.77% | | -6.37% | -1.42% | | 9.71% | -13.56% | | 250.55% |
| **交银稳健** | | 1.1501 | | 2.7851 | 0.61% | | -3.97% | 0.25% | | -2.20% | -13.08% | | 187.12% |
| **交银成长** | | 3.2832 | | 3.5282 | 1.79% | | -1.56% | 6.17% | | 25.47% | 18.31% | | 259.37% |
| **交银蓝筹** | | 0.7590 | | 0.7740 | 1.62% | | -4.15% | 2.32% | | 6.66% | -9.29% | | -23.05% |
| **交银增利A/B** | | 0.9691 | | 1.3091 | -2.37% | | -4.38% | -4.43% | | 0.30% | 4.70% | | 33.65% |
| **交银增利C** | | 0.9641 | | 1.2821 | -2.40% | | -4.49% | -4.64% | | -0.15% | 3.33% | | 30.31% |
| **交银环球** | | 1.606 | | 1.761 | 1.77% | | 9.03% | 19.94% | | 20.39% | 5.91% | | 80.17% |
| **交银先锋** | | 1.2236 | | 1.2786 | 3.98% | | 1.26% | 4.72% | | 8.93% | -3.22% | | 27.98% |
| **治理ETF** | | 0.617 | | 0.687 | -7.77% | | -5.08% | 5.11% | | -9.93% | -17.51% | | -31.33% |
| **交银治理** | | 0.703 | | 0.703 | -7.38% | | -4.74% | 4.93% | | -9.64% | -16.61% | | -29.70% |
| **交银主题** | | 0.778 | | 0.793 | 0.13% | | -1.02% | 3.60% | | -15.98% | -29.94% | | -21.12% |
| **交银趋势** | | 0.809 | | 0.809 | 1.00% | | -2.29% | 1.51% | | 7.01% | -19.34% | | -19.10% |
| **交银添利** | | 1.032 | | 1.112 | -0.86% | | -4.18% | -3.64% | | -0.17% | -- | | 11.20% |
| **交银制造** | | 1.167 | | 1.167 | 2.46% | | 1.66% | 8.26% | | 35.38% | -- | | 16.70% |
| **交银深证300价值ETF** | | 0.914 | | 0.914 | -3.79% | | -3.08% | 8.81% | | -4.39% | -- | | -8.60% |
| **交银双利A/B** | | 1.041 | | 1.149 | -2.80% | | -4.50% | -3.73% | | 4.29% | -- | | 14.98% |
| **交银双利C** | | 1.032 | | 1.137 | -2.92% | | -4.62% | -3.85% | | 3.95% | -- | | 13.75% |
| **交银价值** | | 0.907 | | 0.907 | -3.51% | | -2.89% | 8.23% | | -3.92% | -- | | -9.30% |
| **交银行业** | | 1.122 | | 1.212 | 0.81% | | 0.27% | 4.47% | | 11.77% | -- | | 9.07% |
| **交银资源** | | 1.262 | | 1.262 | 3.27% | | 9.64% | 15.25% | | 19.17% | -- | | 26.20% |
| **交银荣安保本** | | 1.015 | | 1.095 | 0.11% | | 0.01% | 1.86% | | 7.10% | -- | | 9.67% |
| **交银核心** | | 1.011 | | 1.011 | -1.56% | | -2.88% | 2.12% | | -6.82% | -- | | 1.10% |
| **交银等权** | | 1.073 | | 1.103 | -4.45% | | -4.37% | 5.71% | | 0.68% | -- | | 10.34% |
| **交银纯债A/B** | | 0.989 | | 0.996 | -0.20% | | -2.08% | -1.98% | | -0.51% | -- | | -0.42% |
| **交银纯债C** | | 0.983 | | 0.989 | -0.20% | | -2.19% | -2.38% | | -1.21% | -- | | -1.12% |
| **交银双轮动A/B** | | 0.993 | | 0.999 | 0.10% | | -1.10% | -0.60% | | -- | -- | | -0.11% |
| **交银双轮动C** | | 0.990 | | 0.996 | 0.10% | | -1.30% | -0.81% | | -- | -- | | -0.41% |
| **交银荣祥保本** | | 1.018 | | 1.048 | 0.49% | | 0.75% | 2.53% | | -- | -- | | 4.78% |
| **交银成长30** | | 1.030 | | 1.030 | 3.83% | | 1.08% | 2.79% | | -- | -- | | 3.00% |
| **交银月月丰A** | | 1.016 | | 1.016 | 0.30% | | 1.09% | -- | | -- | -- | | 1.60% |
| **交银月月丰C** | | 1.015 | | 1.015 | 0.30% | | 1.00% | -- | | -- | -- | | 1.50% |
| **交银双息平衡** | | 1.017 | | 1.017 | 0.39% | | 1.29% | -- | | -- | -- | | 1.70% |
| **交银荣泰保本** | | 1.003 | | 1.003 | -- | | -- | -- | | -- | -- | | 0.30% |
|  | |  | | | | | | | | | | | |
| **基金名称** | | **万份收益(元)** | | | **七日年化收益率** | | | **最新运作期年化收益率** | | |
| **交银货币A** | | 1.6166 | | | 5.712 % | | | -- | | |
| **交银货币B** | | 1.6855 | | | 5.956 % | | | -- | | |
| **交银21天A** | | 2.0044 | | | 6.134 % | | | 4.496% | | |
| **交银21天B** | | -- | | | 6.230 % | | | 4.443% | | |
| **交银60天A** | | 0.6472 | | | 3.143 % | | | 3.953% | | |
| **交银60天B** | | 0.7266 | | | 3.433 % | | | 3.438% | | |

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至2014年1月3日，交银环球、交银资源净值数据截至2014年1月2日。