|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **大小盘股票估值分化之谜****股票市场运行周报****宏观经济及债券市场旗下基金表现** |  |  |



**大小盘股票估值分化之谜**

大小盘股票估值分化既有宏观经济转型的因素，也有利率市场化后投资者风险偏好变化和金融衍生工具推动的作用。当前阶段，投资者风险偏好是驱动估值分化的核心因素，一些外在因素，例如债券的信用事件、美国QE退出加速等，可能令风险偏好出现转向，需密切关注。

**宏观经济与债券市场**

**20140210-20140214**

1月的M2、新增信贷及社会融资总量数据整体上有利于稳定对经济增长的预期，但可能导致对央行后续政策是否会抽紧的猜测；

CPI超预期，主要原因是非食品环比强于季节性；

债券市场方面，受节后资金回流影响，本周银行间资金面维持宽松态势。**大小盘股票估值分化之谜**

**交银趋势基金经理 曹文俊**

过去的半年以来，市场最关心也是最困惑的问题，就是如何看待和理解日益分化的大小盘股票的估值水平。中小市值股票，估值水平从50倍PE奔向100倍PE，互联网模式大行其道；而大市值蓝筹股票，则从10倍PE压缩至5倍PE。最难以理解的是，这两种情形同时发生在同一个市场中。

以自由现金流贴现模型为股票价值的分析框架，那么影响股票估值水平（静态市盈率）的因素主要有三个方面：第一，未来几年的企业盈利改善或恶化预期，从而影响未来企业的自由现金流状况；第二，对于长期成长空间的预期，体现在对永续增长率g的预期变化；第三，贴现因子，反映资金成本。

首先，我们看看盈利预期的变化对估值的影响。从过去半年的情况来看，无论是中小盘还是大盘蓝筹股，企业盈利改善的预期并不明显，这与宏观环境“上有顶、下有底”的运行状况相一致。中小市值行业中，仅传媒等个别行业存在盈利预期超预期情况；整体来看，中小盘和大盘蓝筹整体的盈利增速预期相近，且变化不大。因此，盈利预期变化应该不是构成大小盘估值差距拉大的主要原因。

其次，我们观测长期成长空间对估值的影响。过去半年里，由于经济上行周期偏短，且力度有限，使得代表大盘蓝筹的传统周期性行业的成长性出现了天花板；而以互联网和移动互联为代表的新兴社会趋势一定程度上巅峰或者改造了传统商业模式，成为缺乏亮点的宏观数据中“结构性的亮点”。因为其亮点的稀缺性以及趋势的确定性，成为市场追捧的热点。在传统周期行业永续增长率预期下行的同时，移动互联等行业的成长空间预期被大幅提高，这是构成大小盘估值分化的一个重要因素。而至于新兴行业和传统行业的永续增长预期是否合理，成长空间是否与估值水平匹配则另当别论。从大小盘股票估值分化的严重情况来看，似乎这种预期存在被夸大的成分，一定程度上受投资者情绪的影响。

最后，贴现因子的影响整体是负面的。由于2013年利率市场化使得整体资金成本显著上升，无风险收益率是显著上行的，无论对大盘股还是小盘股的估值影响均是负面的。

上述是从基本面的角度来看待大小盘股票估值分化的成因。对于成长空间（永续增长率）的预期变化是大小盘估值分化的主要原因，但为何估值分化能够演化到匪夷所思的地步呢？

我们认为除了基本面因素之外，利率市场化背景下投资者风险偏好的变化和金融衍生工具的助推作用是估值分化变得严重的重要因素。

利率市场化导致资金成本上行，股票市场整体的估值水平下行，但投资者的风险偏好不但没有下降，反而快速上升了。类似的情形也发生在债券市场，因潜在对标产品的收益率提高（如余额宝、银行理财产品），投资者的资产配置更倾向于高风险高收益的标的，这也是去年下半年国债价格大跌而信用债相对坚挺的主要原因；股票市场亦如此，中规中矩的白马蓝筹被抛弃，而故事大、切合主题的中小盘股票受到热捧。

此外，融资融券工具的应用也使得中小盘股票估值提升的高度超乎想象。去年下半年以来，中小盘龙头公司融资买入余额节节攀升，助推了中小盘股票的估值提升。

大小盘股票估值分化既有宏观经济转型的因素，也有利率市场化后投资者风险偏好变化和金融衍生工具推动的作用。当前阶段，投资者风险偏好是驱动估值分化的核心因素，一些外在因素（例如债券的信用事件、美国QE退出加速等）可能令风险偏好出现转向，需密切关注。

**股票市场运行周报（20140210-20140214）**

**交银施罗德量化投资部**
本周上证综指上涨3.49%，深证成指上涨3.51%，中小板指数上涨4.48%，沪深两市成交量为14,144.26亿元。从行业表现来看，电气设备、有色金属、综合行业涨幅最大，涨幅分别为6.98%、6.64%、6.60%，传媒、国防军工、计算机三个行业有所下跌，跌幅分别为2.06%、1.45%、0.68%；从行业换手率来看，传媒、电子行业换手率最大，换手率超过16%；从风格特征来看，中市净率指数涨幅最大，涨幅为4.72%，高市净率指数涨幅最小，涨幅为2.12%。

**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 | 3.49% | 5,705.7 | A股总市值（亿元） | 281,477.09 |
| 上证180 | 3.65% | 2,598.9 | A股流通市值（亿元） | 204,412.07 |
| 上证50 | 3.99% | 1,156.5 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 13.03 |
| 沪深300 | 3.76% | 3,992.5 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 11.65 |
| 深证成指 | 3.51% | 700.8 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 1.79 |
| 深证100 | 3.68% | 1,537.4 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 1.66 |
| 申万中小板 | 4.48% | 4,004.0 | A股加权平均股价 | 6.90 |
| 申万基金重仓 | 3.39% | 7,978.0 | 两市A股成交金额(亿元) | 14,144.26 |

**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** |
| 电气设备 | 6.98% | 9.45% | 商业贸易 | 3.85% | 8.99% |
| 有色金属 | 6.64% | 5.77% |  | 公用事业 | 3.72% | 4.23% |
| 综合 | 6.60% | 10.17% | 房地产 | 3.63% | 5.77% |
| 汽车 | 6.16% | 7.46% |  | 银行 | 3.58% | 0.77% |
| 农林牧渔 | 5.93% | 10.42% |  | 钢铁 | 3.44% | 1.65% |
| 交通运输 | 5.92% | 3.09% |  | 轻工制造 | 3.18% | 11.88% |
| 休闲服务 | 5.28% | 8.72% | 非银金融 | 2.82% | . |
| 纺织服装 | 5.25% | 8.82% |  | 建筑材料 | 2.58% | 7.56% |
| 食品饮料 | 5.12% | 5.96% | 家用电器 | 2.56% | 13.35% |
| 医药生物 | 4.60% | 8.83% |  | 通信 | 1.93% | 9.41% |
| 机械设备 | 4.47% | 8.76% | 采掘 | 1.61% | 2.29% |
| 电子 | 4.40% | 16.09% | 计算机 | (0.68%) | 15.99% |
| 化工 | 4.24% | 3.45% | 国防军工 | (1.45%) | 7.61% |
| 建筑装饰 | 3.92% | 2.78% | 传媒 | (2.06%) | 16.51% |

 **[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：20140210-20140214

**宏观经济及债券市场20140210-20140214**

**交银施罗德固定收益部**

●**宏观经济：**1月M2同比13.2%，市场一致预期13.2%，前值13.6%;1月新增信贷1.32万亿元，高于市场一致预期的1.15万亿元，同比增长14.3%;1月社会融资总量新增2.58万亿元，测算余额同比增速较前值下降0.3个百分点至16.8%，其中人民币贷款余额同比增速上升0.2个百分点至14.3%，非人民币贷款部分的同比增速下降1.3个百分点至20.8%，新增人民币贷款占新增社会融资总量的比率从去年12月的39.2%上升到51.2%。数据整体上有利于稳定对经济增长的预期，但可能导致对央行后续政策是否会抽紧的猜测。贷款数据是本月金融信贷数据的闪光点。2014年1月新增人民币贷款比去年同期多增约2500亿元，其中代表实体经济的非金融性公司及其他部门的中长期贷款，比去年同期多增约2000亿元，是本月数据超预期的主要来源。

1月CPI同比2.5%，市场一致预期2.4%，前值2.5%;1月PPI同比-1.6%，市场一致预期-1.7%，前值-1.4%。CPI超预期的主要原因是非食品环比强于季节性；2003-2013年1月CPI非食品环比的均值为0.15%，最终公布值为0.3%。

●**债券市场：**受节后资金回流影响，本周银行间资金面维持宽松态势。大行纷纷融出3个月以内资金，各期限资金价格均大幅下跌。具体来看，隔夜资金价格较上周下行99bp，再度回落到4以下。R007，R014均较上周下行88bp。1M以上资金由于需求价格较低，而融出方又维持在高位，故成交较少，加权也较上周末大幅下行。

本周公开市场共有4500亿逆回购到期，300亿国库现金定存到期，由于节后资金面极为宽松，本周央行没有逆回购操作，因而本周公开市场净回笼资金4800亿。

本周1M以内各期限shibor也较上周末大幅下行。1Mshibor价格5.4930，较上周末下跌32bp。线下存款价格随之下跌，1M5.5%，2M6.2%，3M6.2%。

****

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **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** | 0.7495 | 2.9413 | 0.96% | 3.47% | -3.60% | 3.25% | -15.39% | 251.63% |
| **交银稳健** | 1.1584 | 2.7934 | 2.94% | 3.33% | -2.43% | -7.80% | -9.01% | 189.19% |
| **交银成长** | 3.2278 | 3.6328 | 4.64% | 7.30% | 1.98% | 17.98% | 25.83% | 271.65% |
| **交银蓝筹** | 0.7694 | 0.7844 | 3.07% | 4.45% | -0.40% | 2.14% | -6.20% | -21.99% |
| **交银增利A/B** | 0.9849 | 1.3249 | 2.66% | -0.79% | -2.67% | -2.85% | 7.63% | 35.83% |
| **交银增利C** | 0.9794 | 1.2974 | 2.62% | -0.88% | -2.87% | -3.27% | 6.23% | 32.38% |
| **交银环球** | 1.582 | 1.776 | 1.67% | 6.16% | 11.88% | 16.54% | 7.21% | 81.87% |
| **交银先锋** | 1.2101 | 1.2891 | 2.78% | 6.25% | 0.24% | 3.49% | -2.06% | 29.20% |
| **治理ETF** | 0.617 | 0.687 | 2.83% | -1.28% | -2.37% | -18.28% | -20.80% | -31.33% |
| **交银治理** | 0.704 | 0.704 | 2.77% | -0.98% | -2.09% | -17.47% | -19.63% | -29.60% |
| **交银主题** | 0.807 | 0.822 | 3.86% | 7.31% | -0.49% | -18.73% | -27.03% | -18.18% |
| **交银趋势** | 0.823 | 0.823 | 3.52% | 5.11% | -0.96% | 0.86% | -17.95% | -17.70% |
| **交银添利** | 1.002 | 1.113 | 1.01% | -0.93% | -2.98% | -3.07% | 11.12% | 11.34% |
| **交银制造** | 1.216 | 1.216 | 5.46% | 12.91% | 6.29% | 27.46% | -- | 21.60% |
| **交银深证300价值ETF** | 0.926 | 0.926 | 5.95% | 0.76% | 0.65% | -12.97% | -- | -7.40% |
| **交银双利A/B** | 1.054 | 1.162 | 4.15% | 0.19% | -3.62% | -2.70% | -- | 16.41% |
| **交银双利C** | 1.045 | 1.150 | 4.19% | 0.10% | -3.74% | -2.98% | -- | 15.18% |
| **交银价值** | 0.918 | 0.918 | 5.64% | 0.77% | 0.55% | -12.15% | -- | -8.20% |
| **交银行业** | 1.162 | 1.252 | 5.54% | 6.61% | 3.96% | 7.81% | -- | 12.96% |
| **交银资源** | 1.199 | 1.222 | -1.40% | 4.79% | 6.25% | 10.18% | -- | 22.19% |
| **交银荣安保本** | 1.035 | 1.115 | 2.48% | 2.47% | 3.47% | 6.59% | -- | 11.83% |
| **交银核心** | 1.055 | 1.055 | 7.00% | 6.57% | 2.04% | -7.59% | -- | 5.71% |
| **交银等权** | 1.064 | 1.103 | 4.31% | 0.31% | -2.33% | -7.39% | -- | 10.38% |
| **交银纯债A/B** | 0.999 | 1.006 | 0.81% | 0.00% | -0.79% | -0.11% | -- | 0.59% |
| **交银纯债C** | 0.993 | 0.999 | 0.81% | -0.10% | -1.00% | -0.71% | -- | -0.11% |
| **交银双轮动A/B** | 1.007 | 1.013 | 1.21% | 0.80% | 0.60% | -- | -- | 1.30% |
| **交银双轮动C** | 1.003 | 1.009 | 1.11% | 0.70% | 0.40% | -- | -- | 0.90% |
| **交银荣祥保本** | 1.038 | 1.068 | 2.57% | 2.87% | 3.53% | -- | -- | 6.84% |
| **交银成长30** | 1.033 | 1.033 | 1.18% | 4.66% | 2.68% | -- | -- | 3.30% |
| **交银月月丰A** | 1.022 | 1.022 | 0.49% | 1.09% | 2.20% | -- | -- | 2.20% |
| **交银月月丰C** | 1.020 | 1.020 | 0.49% | 0.99% | 2.00% | -- | -- | 2.00% |
| **交银双息平衡** | 1.030 | 1.030 | 2.59% | 2.08% | -- | -- | -- | 3.00% |
| **交银荣泰保本** | 1.0320 | 1.0320 | 2.99% | -- | -- | -- | -- | 3.20% |
| **交银强化回报A/B** | 1.003 | 1.003 | -- | -- | -- | -- | -- | 0.30% |
| **交银强化回报C** | 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** | 1.5081  | 5.534 % | -- |
| **交银货币B** | 1.5736  | 5.768 % | -- |
| **交银21天A** | 1.5836  | 5.311 %  | 4.850%  |
| **交银21天B** | 1.6631  | 5.602 %  | 5.139% |
| **交银60天A** | 1.1419  | 4.138 %  | 3.666%  |
| **交银60天B** | --  | --  | 3.438% |

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至2014年2月14日，交银环球、交银资源净值数据截至2014年2月13日。