|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **软约束与底线思维**  **股票市场运行周报**  **宏观经济及债券市场 旗下基金表现** |  |  |



**软约束与底线思维**

对“软约束市场主体”的深刻认识，是我们理解过去一段时间利率高企的核心线索，也是指引未来投资方向的重要依据。

所谓“预算软约束”概念（Soft Budget Constraint），最早由哈佛大学的著名经济学家雅诺什•科尔奈(János Kornai)提出。国家视企业如同自己的子女，如果企业亏损，会得到国家“父爱主义”（Paternalism）的支持和帮助。预算软约束对于企业的影响体现在3个方面：第一，在预算软约束的条件下，企业对价格的敏感性下降；第二，企业领导者关注补贴甚过关注效率；第三，造成过度需求尤其是投资需求。在当前，部分地方政府融资平台实质上是典型的软约束市场主体。在银行体系流动性总体适度的情况下，对融资利率不敏感的部分软约束市场主体过多占用了信贷资源，需求端对资金的饥渴推高了整体利率的价格平衡点。在利率市场化改革中，推进软约束市场主体的改革，是必要的配套工作。

“记事者必提其要，纂言者必钩其玄。”软约束和底线思维，作为我们认识纷繁复杂的经济现象的切入点和落脚点，是很有意义的。

**宏观经济与债券市场**

**20140303-20140307**

政府工作报告明确2014年GDP目标7.5%左右，CPI目标3.5%，M2目标13%；预算赤字规模较去年小幅上升; 2月出口同比增速大幅下降到18.1%，大幅低于市场预期。但进口增速相对稳定，同比增长10.4%;2月CPI同比2.0%，前值2.5%，预期2.0%。2月PPI同比-2.0%，前值-1.6%，预期-1.9%。通货膨胀非常温和，预期3月CPI反弹到2.5%左右，上半年在3%以内;

本周央行于周二周四继续正回购，但由于有正回购到期，实际回笼资金不多，银行间资金面依然延续宽松局面; 本周利率市场活跃度高，后半周每天收益率波动达10BP左右; 本周信用债受超日违约事件影响，下半周收益上行较快。**软约束与底线思维**

**交银施罗德固定收益部基金经理助理 孙超**

对“软约束市场主体”的深刻认识，是我们理解过去一段时间利率高企的核心线索，也是指引未来投资方向的重要依据。

所谓“预算软约束”概念（Soft Budget Constraint），最早由哈佛大学的著名经济学家雅诺什•科尔奈(János Kornai)提出。国家视企业如同自己的子女，如果企业亏损，会得到国家“父爱主义”（Paternalism）的支持和帮助。预算软约束对于企业的影响体现在3个方面：第一，在预算软约束的条件下，企业对价格的敏感性下降；第二，企业领导者关注补贴甚过关注效率；第三，造成过度需求尤其是投资需求。在当前，部分地方政府融资平台实质上是典型的软约束市场主体。在银行体系流动性总体适度的情况下，对融资利率不敏感的部分软约束市场主体过多占用了信贷资源，需求端对资金的饥渴推高了整体利率的价格平衡点。在利率市场化改革中，推进软约束市场主体的改革，是必要的配套工作。

城镇化是现代化的必由之路。建立透明规范的城市建设投融资机制，通过多种方式拓宽城市建设融资渠道，将是接下来的一大看点。在这一过程中，地方政府的预算软约束将逐渐“硬化”。十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》为此指明了方向，即“允许地方政府发债”，以及“允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营”。前者将遵循“把地方政府性债务分门别类纳入全口径预算管理”的原则，严格政府举债程序：对没有收益的公益性事业发展举借的一般债务，由地方政府发行一般债券融资；对有一定收益的公益性事业发展举借的专项债务，主要由地方政府发行市政债券等专项债券融资。后者则符合“政府向社会力量购买公共服务”的大方向，积极调动社会资本参与基础设施发展，发挥政府投资“四两拨千斤”的带动作用。在基础设施建设领域，可以采取在国外广泛运用的PPP（Public-Private-Partnership），即政府与社会资本合作模式，鼓励社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施等的投资和运营。二者并举，修明渠、堵暗道，建立规范的地方政府举债融资机制，实现阳光、规范融资，逐渐“硬化”预算约束，防止和化解债务风险。

值得指出的是，“大国政贵有恒”，在结构调整阵痛期、增长速度换挡期，对软约束市场主体进行“一步到位”的改革并不切实际，坚持底线思维、“稳中有进”才是合理的路径。短期内，稳增长背景下，软约束市场主体资金需求高企的状况预计将依旧存在；而“11超日债”违约事件也还没有打破各界对软约束市场主体负债的安全偿付预期，不发生系统性和区域性金融风险依旧是明确的底线。

在宏观经济层面，坚持底线思维、“明确守住稳增长、保就业的下限和防通胀的上限”的论断，事实上起到了预期管理的功效，通过合理引导社会预期和企业行为而产生良好的效应。作为例子，我们可以看到，在货币政策领域，中央银行也加强了公共沟通，积极进行预期管理，提高货币政策的可信度和有效性。

在微观个体方面，“11超日债”的发行主体是典型的产能过剩行业、民营企业，此次付息违约可以视为信用风险的局部、可控释放。通过市场竞争实现优胜劣汰、鼓励企业兼并重组，本是应有之义。在结构调整阵痛期、增长速度换挡期，后续类似的个体信用风险可能会继续暴露，但在底线思维下，个体信用风险并不足以引发系统性和区域性的金融风险。而市场所关心的地方政府债务问题，性质则截然不同。中央经济工作会议明确指出，要把控制和化解地方政府性债务风险作为经济工作的重要任务。地方政府负债肩负为城镇化融资的重要职责，多元可持续的城镇化建设资金保障机制有望建立，阳光化、规范化才是大势所趋。

“记事者必提其要，纂言者必钩其玄。”软约束和底线思维，作为我们认识纷繁复杂的经济现象的切入点和落脚点，是很有意义的。

**股票市场运行周报（20140303-20140307）**

**交银施罗德量化投资部**  
本周上证综指上扬0.08%，深证成指下跌0.51%，中小板指数上扬0.93%，沪深两市成交量为11,300.02亿元。所有行业均有小幅上扬，食品饮料、纺织服装、房地产、通信行业上涨幅度最大，分别为3.10%、3.03%、2.46%、2.33%；从行业换手率来看，电子行业换手率最大，换手率达11.54%；从风格特征来看，小盘指数涨幅最大，其次为中市净率指数。

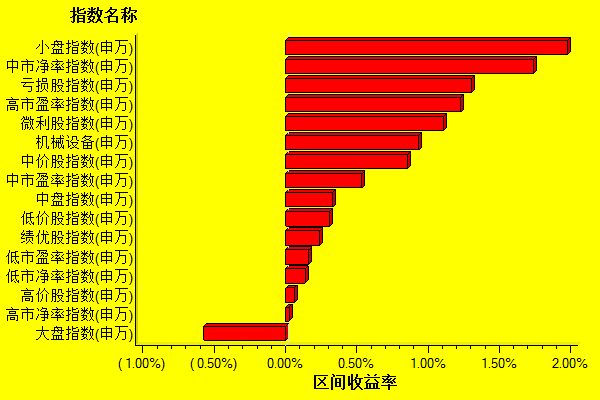
**表1:指数表现**   **表2:市场总体指标**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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 | 0.08% | 4,796.1 | A股总市值（亿元） | 273,768.97 |
| 上证180 | (0.42%) | 2,054.8 | A股流通市值（亿元） | 199,679.40 |
| 上证50 | (0.60%) | 982.6 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 12.60 |
| 沪深300 | (0.49%) | 3,099.6 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 11.32 |
| 深证成指 | (0.51%) | 563.6 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 1.73 |
| 深证100 | (0.34%) | 1,140.9 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 1.61 |
| 申万中小板 | 0.93% | 3,081.5 | A股加权平均股价 | 6.70 |
| 申万基金重仓 | 0.08% | 6,059.8 | 两市A股成交金额(亿元) | 11,300.02 |

**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** |
| 综合 | 3.38% | 11.12% | 农林牧渔 | 0.70% | 6.63% |
| 食品饮料 | 3.10% | 5.24% |  | 交通运输 | 0.65% | 2.06% |
| 纺织服装 | 3.03% | 8.17% | 建筑装饰 | 0.62% | 2.64% |
| 房地产 | 2.46% | 6.06% |  | 汽车 | 0.60% | 6.76% |
| 通信 | 2.33% | 8.47% |  | 机械设备 | 0.56% | 6.18% |
| 商业贸易 | 1.70% | 8.29% |  | 钢铁 | 0.34% | 1.58% |
| 电气设备 | 1.68% | 8.81% | 国防军工 | 0.34% | 5.33% |
| 化工 | 1.21% | 3.16% |  | 家用电器 | (0.18%) | 8.80% |
| 传媒 | 1.14% | 9.28% | 公用事业 | (0.65%) | 4.09% |
| 轻工制造 | 1.09% | 8.89% |  | 计算机 | (0.87%) | 11.33% |
| 建筑材料 | 0.96% | 5.58% | 采掘 | (0.91%) | 2.88% |
| 电子 | 0.88% | 11.54% | 银行 | (0.93%) | 0.49% |
| 有色金属 | 0.77% | 4.76% | 休闲服务 | (1.88%) | 5.61% |
| 医药生物 | 0.75% | 6.88% | 非银金融 | (1.94%) | . |

**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：20140303-20140307

**宏观经济及债券市场20140303-20140307**

**交银施罗德固定收益部**

●**宏观经济：**政府工作报告明确2014年GDP目标7.5%左右，CPI目标3.5%，M2目标13%；预算赤字规模较去年小幅上升。从两会期间决策层的表态来看，今年GDP增速的目标设定在7.5%这样的高水平，可能主要是为了稳定预期，最终结果略低一点可能也能接受，关键的约束在于保证就业不出现全局性问题。

2月出口同比增速大幅下降到18.1%，大幅低于市场预期。但进口增速相对稳定，同比增长10.4%。外需较弱是难以否定的，但情况并没有2月份单月数据显示的这样差。2月出口数据受到了两个因素的扰动，即春节因素和虚高的基数。季节调整对春节这种移动假日的处理能力较差，对虚假的基数是没有处理能力的，反而可能会计算出偏低的环比。所以对海关总署公布的2月份出口环比-34%也不必太过担忧。合并1-2月数据计算同比，可以较好的消除春节因素的影响。2014年1-2月出口同比增长-1.7%，与2013年4季度7.4%的增速相比，减弱了9.1个百分点。进口增速稳定，大宗商品进口量上升较快，国内部分行业的原材料库存水平较高，后期价格继续下行的概率较大。从出口需求的相关指标来看，国际需求处于弱势，国内的出口新订单连续3个月减速。在目前的局势下，我们预期出口的不景气可能至少在今年上半年会延续。

2月CPI同比2.0%，前值2.5%，预期2.0%。2月PPI同比-2.0%，前值-1.6%，预期-1.9%。通货膨胀非常温和，预期3月CPI反弹到2.5%左右，上半年在3%以内。结合偏弱的增长数据，以及贸易融资危局、信用风险暴露等“两会”期间出现的新情况，预计宏观政策会继续维持当前相对宽松的局面。从货币政策和财政政策的最新表述来看（M2目标13%，CPI目标3.5%，货币政策有宽松的余地；赤字规模略升但赤字率下降，偏紧），货币政策是今年必要情况下稳增长的主力。今年2月CPI环比0.5%，1、2月份环比均值0.75%，比去年1、2月环比均值1.1%明显下降。今年头两个月CPI偏弱主要是食品价格导致的，非食品环比很稳定。在食品价格内部，油脂、猪肉、牛肉在今年1-2月的环比显著弱于去年同期。油脂价格的问题主要归于新一届政府的抑制腐败的政策导向，肉类价格也有大概一半左右可以归结为同样的原因。鲜菜、家庭服务这种跟劳动力成本密切相关的品类价格，与去年同期相比，其动量相对稳定。从行业研究来看，猪这一行业仍处于磨底阶段，在今年上半年我们不担心它对通胀造成上行风险。虽然CPI连续下降，但决策者们对2014年的通胀不确定性仍有很高的警惕，并反映在了政府工作报告中：“但今年推动价格上涨的因素不少，不能掉以轻心，必须做好物价调控”。通胀上行的风险现在来看国际上主要有主要粮食产区的灾害、战乱、物流问题，国内主要有资源价格改革、通胀预期持续攀高、租金价格等。这些因素在上半年还不会发生影响，但需要密切关注其进展。

●**债券市场:**本周央行于周二周四继续正回购，但由于有正回购到期，实际回笼资金不多，银行间资金面依然延续宽松局面。具体来看，本周前几天隔夜价格维持在2%以上，周五又回落至1.95%。R007加权2.4172，较上周大幅下行110bp。R1M较上周略有上行25bp至4.4918，但由于短端资金充裕，长期资金需求较少。

本周央行周二进行14天正回购14天350亿，28天500亿，周四进行14天正回购430亿，28天正回购500亿。同时本周公开市场有14天正回购到期1080亿，故本周公开市场净回笼资金700亿。回笼力度低于市场预期。

本周银行资金充裕，线下存款价格一直维持在低位。具体来看，3月底以内到期资金除14天外基本没有需求，14天资金价格也一路从2Wshibor-60bp下行至2Wshibor-80bp。1M资金价格从3.9%上行至4.2-4.3%。6月底以内到期之前资金需求也较少，周五3M报价4.2。2M4.1%，4M5.1%，6M5.5%。

本周利率市场活跃度高，后半周每天收益率波动达10BP左右，周二受正回购影响，收益率火速上窜，周三受超日债违约影响，开盘收益率迅速回落，但这样的市场仅仅维持了半小时后，获利盘将收益率再次打高。

本周信用债受超日违约事件影响，下半周收益上行较快。具体来看，受资金面持续宽松影响，短融成交活跃，收益整体下行。中票方面，周三超日违约事件后，很多买盘都撤退，呈观望态势，而一些高评级长久期的中票抛盘增加，有所成交。周四下午至周五，市场略有好转，短久期高评级的需求较多。企债方面，城投收益继续上行，估值较上周末上行约10-15bp。

****

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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** | | 0.7099 | | 2.9017 | -5.49% | | -1.69% | -9.98% | | -0.17% | -22.27% | | 233.06% |
| **交银稳健** | | 1.0873 | | 2.7223 | -5.56% | | -3.61% | -8.71% | | -10.33% | -14.97% | | 171.44% |
| **交银成长** | | 3.0165 | | 3.4215 | -4.85% | | 0.18% | -5.03% | | 10.83% | 14.91% | | 247.32% |
| **交银蓝筹** | | 0.7314 | | 0.7464 | -3.88% | | -0.81% | -6.80% | | 0.77% | -12.56% | | -25.85% |
| **交银增利A/B** | | 0.9880 | | 1.3280 | 1.43% | | -0.57% | -2.27% | | -2.70% | 7.79% | | 36.26% |
| **交银增利C** | | 0.9822 | | 1.3002 | 1.39% | | -0.67% | -2.48% | | -3.11% | 6.40% | | 32.76% |
| **交银环球** | | 1.6450 | | 1.8390 | 7.17% | | 7.57% | 17.96% | | 21.10% | 11.40% | | 89.11% |
| **交银先锋** | | 1.2040 | | 1.2830 | 1.07% | | 4.32% | 1.93% | | 6.94% | -3.84% | | 28.55% |
| **治理ETF** | | 0.5840 | | 0.6500 | -1.85% | | -12.84% | -8.46% | | -17.28% | -27.99% | | -35.01% |
| **交银治理** | | 0.6680 | | 0.6680 | -1.76% | | -12.11% | -7.86% | | -16.50% | -26.67% | | -33.20% |
| **交银主题** | | 0.7820 | | 0.7970 | -2.00% | | -0.26% | -2.00% | | -17.34% | -30.05% | | -20.71% |
| **交银趋势** | | 0.7800 | | 0.7800 | -3.23% | | -1.52% | -5.11% | | -1.27% | -23.08% | | -22.00% |
| **交银添利** | | 0.9960 | | 1.1070 | 0.20% | | -1.43% | -3.37% | | -3.83% | 9.68% | | 10.67% |
| **交银制造** | | 1.1970 | | 1.1970 | -0.42% | | 6.12% | 4.91% | | 21.03% | -- | | 19.70% |
| **交银深证300价值ETF** | | 0.8700 | | 0.8700 | -2.03% | | -10.12% | -5.13% | | -13.17% | -- | | -13.00% |
| **交银双利A/B** | | 1.0380 | | 1.1460 | 0.87% | | -3.17% | -4.51% | | -3.33% | -- | | 14.65% |
| **交银双利C** | | 1.0290 | | 1.1340 | 0.88% | | -3.20% | -4.63% | | -3.62% | -- | | 13.42% |
| **交银价值** | | 0.8640 | | 0.8640 | -2.04% | | -9.72% | -4.95% | | -12.55% | -- | | -13.60% |
| **交银行业** | | 1.1330 | | 1.2230 | -0.96% | | 2.35% | 3.09% | | 7.64% | -- | | 10.14% |
| **交银资源** | | 1.2450 | | 1.2680 | 4.10% | | 4.60% | 11.30% | | 15.45% | -- | | 26.88% |
| **交银荣安保本** | | 1.0200 | | 1.1000 | -0.87% | | 0.89% | 1.87% | | 5.14% | -- | | 10.21% |
| **交银核心** | | 1.0120 | | 1.0120 | -0.88% | | -2.12% | -2.21% | | -6.28% | -- | | 1.41% |
| **交银等权** | | 1.0110 | | 1.0500 | -1.65% | | -10.06% | -6.77% | | -10.14% | -- | | 4.88% |
| **交银纯债A/B** | | 1.0090 | | 1.0160 | 1.20% | | 1.92% | 0.10% | | 0.59% | -- | | 1.60% |
| **交银纯债C** | | 1.0010 | | 1.0070 | 1.01% | | 1.62% | -0.30% | | -0.20% | -- | | 0.70% |
| **交银双轮动A/B** | | 1.0140 | | 1.0200 | 1.00% | | 2.22% | 1.20% | | -- | -- | | 2.00% |
| **交银双轮动C** | | 1.0100 | | 1.0160 | 0.90% | | 2.02% | 0.90% | | -- | -- | | 1.60% |
| **交银荣祥保本** | | 1.0240 | | 1.0540 | -0.78% | | 1.29% | 1.44% | | -- | -- | | 5.40% |
| **交银成长30** | | 1.0340 | | 1.0340 | 1.77% | | 3.50% | 2.78% | | -- | -- | | 3.40% |
| **交银月月丰A** | | 1.0260 | | 1.0260 | 0.59% | | 1.38% | 2.29% | | -- | -- | | 2.60% |
| **交银月月丰C** | | 1.0230 | | 1.0230 | 0.49% | | 1.19% | 1.99% | | -- | -- | | 2.30% |
| **交银双息平衡** | | 1.0070 | | 1.0070 | -1.08% | | -0.69% | 0.70% | | -- | -- | | 0.70% |
| **交银荣泰保本** | | 1.0210 | | 1.0210 | -0.58% | | -- | -- | | -- | -- | | 2.10% |
| **交银强化回报A/B** | | 1.0050 | | 1.0050 | 0.30% | | -- | -- | | -- | -- | | 0.50% |
| **交银强化回报C** | | 1.0070 | | 1.0070 | 0.50% | | -- | -- | | -- | -- | | 0.70% |
|  | |  | | | | | | | | | | | |
| **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** | | 1.2547 | | | 4.791% | | | -- | | |
| **交银货币B** | | 1.3193 | | | 5.031% | | | -- | | |
| **交银21天A** | | 1.1077 | | | 4.196% | | | 4.662% | | |
| **交银21天B** | | 1.1868 | | | 4.489% | | | 4.952% | | |
| **交银60天A** | | 1.1267 | | | 4.110% | | | 3.954% | | |
| **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3月7日，交银环球、交银资源净值数据截至2014年3月6日。