|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **关注债券市场中的“异常”信号**  **股票市场运行周报**  **宏观经济及债券市场 旗下基金表现** |  |  |



**关注债券市场中的“异常”信号**

2013年带给债券投资者的教训，除了不能完全依赖传统的债券分析框架，更重要的是在不停变化的市场环境中找到“异常”，并以此为突破口寻找新的投资机会。利率市场化持续推进、对美联储退出QE进程加快的预期、信用风险及市场对其的担忧等都是值得关注的因素。

**宏观经济与债券市场**

**20140317-20140321**

国内方面，3月第2周食品价格环比下跌0.4%其中猪价下跌1.4%，蔬菜价格下跌0.2%；2月新增外汇占款1282亿元；人民币兑美元汇率中间价、即期价在本周延续贬值态势；

国际方面，本周美联储FOMC会议决议显示：继续缩减100亿美元的QE，取消6.5%失业率的门槛；

债券市场方面，本周债券二级市场收益率上行，期限结构上短端上行幅度大于长端，等级结构上低评级品种上行幅度大于高评级品种，信用债一级市场招标利率上行，期限越短上行幅度越大，信用利差走阔。

**关注债券市场中的“异常”信号**

**交银施罗德固定收益部基金经理助理 吕一楠**

从2013年6月的钱荒到2014年春节以后开始的牛市，债券市场的走势用“过山车”来形容再合适不过。以钱荒为标志，债市开始了长达半年之久的单边下跌，国债收益率节节攀升，投资者不断止损。而当市场从利率市场化、金融系统去杠杆、银行表外资产向表内转移等等多个角度对央行的意图进行解读，并对债市产生了一定熊市思维的时候，春节以后出乎意料宽松的资金面又再次让投资者措手不及，各机构开始疯狂扫货，收益率急速下行，一些低等级城投债收益率甚至从前期高点下行近200bp，似乎苦等的债券牛市终于要来临了。

2013年带给债券投资者的教训，除了不能完全依赖传统的债券分析框架——即通过对经济基本面的分析来研判利率走势以外，更重要的是在不停变化的市场环境中找到“异常”，并以此为突破口寻找新的投资机会，之前类似于“股债跷跷板”一类经验法则的有效性已经大打折扣。

以2013年为例，全年通胀温和，经济在调结构、去产能的大背景下较为低迷，本应是对债市的利好，但“异常”紧张的流动性却将债券收益率推至近几年的高位。在资金利率高企的环境下，同时借助年末大额存单推出的契机，各期限SHIBOR利率大幅上行，使得平日备受冷落、以SHIBOR为基准利率的浮动利率债在熊市中脱颖而出。那么，今年春节以来的债券牛市中，是否也存在值得注意的“异常”呢？

前不久公布的经济数据显示，今年1-2月份工业增速8.6%，消费仅增11.8%，均大幅低于市场预期。同时2月份出口增速-18.1%，进口增速10%，贸易逆差229亿美元——三驾马车全部低于预期，经济明显下滑。疲弱的经济为债券市场提供了支撑，在这种情况下，投资者预期风险资产未来收益下降，一般会配置长期限无风险资产，最终结果是收益率曲线长端下降。但值得注意的是，当前的国债收益率曲线只有短端下行幅度较大，10年国债收益率下行幅度很小，甚至一度反弹回前期4.5%的高点。个人认为造成这种情况的原因是在利率市场化持续推进、对美联储退出QE进程加快的预期、以及债券供给即将放量的多重利空因素作用下，市场对目前宽松的资金环境能否继续维持存有疑虑。近期3个月SHIBOR的利率互换报价出现明显上行，也从另一个角度反映了市场对未来资金面重新紧张的预期。

另一方面，今年春节后的这一轮牛市最先由国债一级市场招标引发，再由一级市场带动二级市场收益率下行，最后再传导给信用债。一般而言，在信用债内部的收益率下行会由高评级传导给低评级，但本轮牛市这一传导过程似乎没有出现，相反有些低等级债还跑赢了高等级债。这也在一定程度上解释了为何收益率曲线长端没有出现明显下行：前期收益率下行幅度过大，市场担心回调风险。

不能不提的是，信用风险一直是高悬在债券市场上的达摩克利斯之剑，而经济下行背景下市场对信用风险的担忧则愈发强烈，处于产能过剩行业、尤其前期过度扩张、杠杆高企的企业随时都有爆发的信用风险的可能。之前“11超日债”的实质违约和最近爆出的某企业资金断裂事件，虽然并没有涉及刚性兑付的核心，但仍然会对市场的风险偏好产生一定影响。更重要的是，违约企业大多会涉及银行信贷，若银行因违约事件密集发生而改变风险偏好，当前宽松的资金面可能很快又会重新趋紧，对债券市场还是应该保持相对谨慎。

**股票市场运行周报（20140317-20140321）**

**交银施罗德量化投资部**  
本周上证综指上涨2.16%，深证成指上涨0.03%，中小板指数上涨0.94%，沪深两市成交量为9,963.42亿元。建筑材料、房地产、采掘行业涨幅最大，涨幅分别为5.69%、4.99%、4.84%，电子、家用电器、食品饮料行业跌幅最大，跌幅分别为0.60%、0.60%、0.40%；从行业换手率来看，电子、计算机行业换手率最大，换手率超过9%；从风格特征来看，低市净率指数涨幅最大，涨幅为3.37%，高价股指数跌幅最大，跌幅为1.09%。

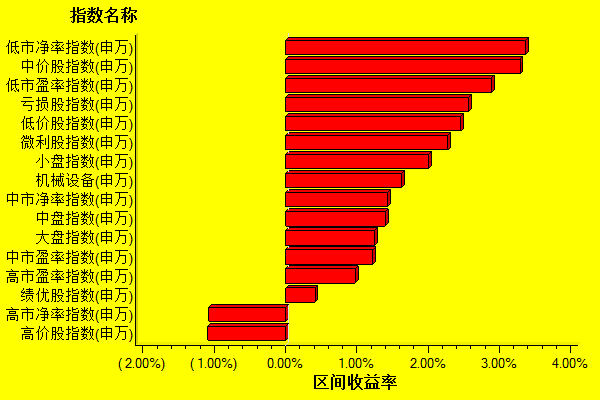
**表1:指数表现**   **表2:市场总体指标**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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 | 2.16% | 4,331.4 | A股总市值（亿元） | 272,322.56 |
| 上证180 | 2.14% | 1,998.0 | A股流通市值（亿元） | 198,672.67 |
| 上证50 | 2.64% | 889.2 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 12.25 |
| 沪深300 | 1.69% | 2,995.6 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 11.28 |
| 深证成指 | 0.03% | 581.7 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 1.69 |
| 深证100 | 0.05% | 1,080.7 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 1.59 |
| 申万中小板 | 0.94% | 2,468.4 | A股加权平均股价 | 6.66 |
| 申万基金重仓 | 1.26% | 5,635.3 | 两市A股成交金额(亿元) | 9,963.42 |

**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** |
| 建筑材料 | 5.69% | 7.95% | 化工 | 1.65% | 3.58% |
| 房地产 | 4.99% | 7.23% |  | 商业贸易 | 1.59% | 6.61% |
| 采掘 | 4.84% | 2.12% | 公用事业 | 1.43% | 3.60% |
| 建筑装饰 | 3.07% | 2.58% |  | 钢铁 | 1.24% | 1.68% |
| 交通运输 | 2.98% | 2.07% |  | 农林牧渔 | 1.00% | 6.16% |
| 轻工制造 | 2.61% | 7.74% |  | 传媒 | 0.87% | 8.22% |
| 银行 | 2.56% | 0.58% | 电气设备 | 0.63% | 6.73% |
| 非银金融 | 2.33% | . |  | 医药生物 | 0.48% | 6.40% |
| 通信 | 2.31% | 5.70% | 有色金属 | 0.48% | 3.50% |
| 综合 | 2.31% | 8.85% |  | 计算机 | 0.08% | 9.58% |
| 纺织服装 | 1.87% | 6.93% | 国防军工 | (0.25%) | 5.10% |
| 休闲服务 | 1.79% | 4.74% | 食品饮料 | (0.40%) | 5.09% |
| 机械设备 | 1.78% | 6.99% | 家用电器 | (0.60%) | 7.04% |
| 汽车 | 1.77% | 6.33% | 电子 | (0.60%) | 9.70% |

**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：20140317-20140321

**宏观经济及债券市场20140317-20140321**

**交银施罗德固定收益部**

●**通货膨胀：**3月第2周食品价格环比下跌0.4%其中猪价下跌1.4%，蔬菜价格下跌0.2%。目前，根据高频数据推测3月CPI同比会反弹到2.4%左右，PPI同比下跌至-2.6%至-2.8%。

●**货币政策：**1、2月新增外汇占款1282亿元，减去贸易余额和FDI后达2165亿元“热钱”，较1月多增近400亿元。这表明2月人民币汇率的走弱，主要原因可能并非资本的外流；本周公开市场在周二、周四均有正回购操作，净回笼480亿元，其中周四正回购缩量至260亿元，被市场解读为央行的宽松姿态；人民币兑美元汇率中间价、即期价在本周延续贬值态势。目前即期汇率相对中间价的偏离程度已经超过了此前的1%区间。目前的汇率波动看起来仍是有序的、可控的，是否会形成趋势性的贬值，仍有待观察。汇率波动幅度的放宽，意味着中国央行的货币政策有效性增强了，在必要的情况下可以维持更长时间的相对宽松的政策立场，以支持国内需求。

●**稳增长政策：**如果将1月中旬以来利率环境的宽松视为稳增长的第一波，那么在3月中旬两会结束、1-2月宏观经济数据披露后的一些政策，看起来是政府第二轮的稳增长努力。最近一周左右和经济增长相关的政策较多，尽管总量有限，并且有些在此前早有讨论和预期，但它们得到的中央媒体曝光程度偏高。这些政策包括：铁路，棚户区改造，城镇化方案等。

从最近一周的政策披露情况来看，政府正在复制去年6月“钱荒”事件之后的成功经验。这种稳增长的模式和过去十年不同，不是比较剧烈的放水和巨量投资，而是相对稳定的货币环境辅助之下的政策礼包，其中每个领域的政策对应的投资量都不大，但涉及的领域比较广泛，加总起来数量也较可观。

在1-2月数据披露后，降准的预期越来越强，上周五大涨后也有人传言本周末会降准，现在看来这种预期再次落空。实际上，降准被普遍视为大幅放水的信号，这种感知恰恰使得它不太可能被本届政府采用，因为本届政府反复重申不会放水。

●**国际宏观：**本周美联储FOMC会议决议显示：1、继续缩减100亿美元的QE：符合预期；2、取消6.5%失业率的门槛：偏鸽派举动。在随后的答记者问中，Yellen说“相当长的一段时间”是指6个月左右，使得市场对首次加息的时间从2015年4季度左右提前到2015年4月。

●**债券市场：**本周债券二级市场收益率上行，期限结构上短端上行幅度大于长端，等级结构上低评级品种上行幅度大于高评级品种。本周信用债一级市场招标利率上行，期限越短上行幅度越大，信用利差走阔。

****

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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** | | 0.6832 | | 2.8750 | -8.37% | | -5.21% | -11.25% | | -6.04% | -21.50% | | 220.53% |
| **交银稳健** | | 1.0433 | | 2.6783 | -10.40% | | -5.58% | -10.82% | | -12.87% | -16.94% | | 160.45% |
| **交银成长** | | 2.8984 | | 3.3034 | -10.32% | | -2.63% | -7.14% | | 3.22% | 11.82% | | 233.72% |
| **交银蓝筹** | | 0.7091 | | 0.7241 | -7.13% | | -3.73% | -7.69% | | -3.42% | -12.45% | | -28.11% |
| **交银增利A/B** | | 0.9849 | | 1.3249 | -0.45% | | 1.94% | -3.41% | | -3.14% | 7.98% | | 35.83% |
| **交银增利C** | | 0.9790 | | 1.2970 | -0.48% | | 1.83% | -3.62% | | -3.56% | 6.58% | | 32.32% |
| **交银环球** | | 1.588 | | 1.782 | -1.12% | | 4.51% | 10.25% | | 18.43% | 12.11% | | 82.56% |
| **交银先锋** | | 1.1762 | | 1.2552 | -3.66% | | 2.86% | -0.15% | | 4.28% | -4.11% | | 25.58% |
| **治理ETF** | | 0.581 | | 0.647 | -4.60% | | -5.68% | -12.89% | | -17.71% | -25.42% | | -35.34% |
| **交银治理** | | 0.664 | | 0.664 | -4.46% | | -5.41% | -12.29% | | -17.00% | -24.29% | | -33.60% |
| **交银主题** | | 0.771 | | 0.786 | -4.22% | | 0.13% | -3.99% | | -17.10% | -29.65% | | -21.83% |
| **交银趋势** | | 0.753 | | 0.753 | -7.95% | | -3.46% | -8.06% | | -3.83% | -24.47% | | -24.70% |
| **交银添利** | | 0.992 | | 1.103 | -0.50% | | -0.39% | -5.45% | | -4.03% | 9.03% | | 10.23% |
| **交银制造** | | 1.170 | | 1.170 | -4.57% | | 4.19% | 3.91% | | 16.88% | -- | | 17.00% |
| **交银深证300价值ETF** | | 0.870 | | 0.870 | -4.40% | | -4.61% | -8.23% | | -12.39% | -- | | -13.00% |
| **交银双利A/B** | | 1.031 | | 1.139 | -2.18% | | 0.39% | -6.44% | | -4.40% | -- | | 13.87% |
| **交银双利C** | | 1.021 | | 1.126 | -2.20% | | 0.29% | -6.67% | | -4.79% | -- | | 12.53% |
| **交银价值** | | 0.864 | | 0.864 | -4.32% | | -4.53% | -7.99% | | -11.75% | -- | | -13.60% |
| **交银行业** | | 1.100 | | 1.190 | -5.34% | | 1.01% | -0.81% | | 5.29% | -- | | 6.93% |
| **交银资源** | | 1.203 | | 1.226 | -0.58% | | -0.08% | 5.14% | | 12.68% | -- | | 22.60% |
| **交银荣安保本** | | 1.011 | | 1.091 | -1.94% | | 0.40% | 0.19% | | 3.91% | -- | | 9.24% |
| **交银核心** | | 0.998 | | 0.998 | -4.68% | | 0.10% | -4.40% | | -6.80% | -- | | 0.00% |
| **交银等权** | | 1.002 | | 1.041 | -5.11% | | -5.18% | -8.94% | | -10.78% | -- | | 3.95% |
| **交银纯债A/B** | | 1.010 | | 1.017 | 0.70% | | 2.23% | 0.20% | | 0.59% | -- | | 1.70% |
| **交银纯债C** | | 1.003 | | 1.009 | 0.60% | | 2.03% | -0.10% | | -0.10% | -- | | 0.90% |
| **交银双轮动A/B** | | 1.016 | | 1.022 | 0.59% | | 2.52% | 1.29% | | -- | -- | | 2.21% |
| **交银双轮动C** | | 1.012 | | 1.018 | 0.60% | | 2.33% | 1.10% | | -- | -- | | 1.80% |
| **交银荣祥保本** | | 1.014 | | 1.044 | -1.84% | | 0.50% | 1.04% | | -- | -- | | 4.37% |
| **交银成长30** | | 1.015 | | 1.015 | -2.87% | | 1.70% | 0.59% | | -- | -- | | 1.50% |
| **交银月月丰A** | | 1.025 | | 1.025 | 0.00% | | 1.08% | 2.09% | | -- | -- | | 2.50% |
| **交银月月丰C** | | 1.022 | | 1.022 | -0.10% | | 0.99% | 1.79% | | -- | -- | | 2.20% |
| **交银双息平衡** | | 0.990 | | 0.990 | -3.79% | | -1.79% | -1.20% | | -- | -- | | -1.00% |
| **交银荣泰保本** | | 1.0140 | | 1.0140 | -1.07% | | -- | -- | | -- | -- | | 1.40% |
| **交银强化回报A/B** | | 1.004 | | 1.004 | -0.10% | | -- | -- | | -- | -- | | 0.40% |
| **交银强化回报C** | | 1.006 | | 1.006 | 0.20% | | -- | -- | | -- | -- | | 0.60% |
|  | |  | | | | | | | | | | | |
| **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** | | 1.2550 | | | 4.837 % | | | -- | | |
| **交银货币B** | | 1.3209 | | | 5.078 % | | | -- | | |
| **交银21天A** | | 1.0357 | | | 4.025 % | | | 3.850% | | |
| **交银21天B** | | 1.1152 | | | 4.316 % | | | 4.952% | | |
| **交银60天A** | | 0.6048 | | | 2.396 % | | | 3.836% | | |
| **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21日，交银环球、交银资源净值数据截至2014年3月20日。