|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **化繁为简 心随幡动****股票市场运行周报****宏观经济及债券市场旗下基金表现** |  |  |



**化繁为简 心随幡动**

股票市场是实体经济的镜像，受情绪影响投资者观察事物的时间窗口期往往过短，分析政策效应缺乏整体综合性；但少即是多、慢即是快，不要拘泥于单次宏观调控的力度是否符合市场预期，而更应看到决策层频频出手所反应的思路、风格和决心，并进而形成仓位、风格、行业配置略偏进攻的投资组合。

**宏观经济与债券市场**

**20140414-20140420**

经济增长方面，一季度GDP同比增长7.4%；通货膨胀方面，3月CPI同比增长2.4%，略低于市场一致预期2.5%。本周农产品价格指数下滑；

债券市场方面，季末效应消退和公开市场净投放，本周银行间资金面较上周明显宽松；二级市场方面，前半周市场就交投较为活跃，尤其长端品种成交较之前有明显放量的趋势；

国际方面，美国3月消费加速回暖，CPI超预期；美国3月失业率与美联储上月放弃的开始考虑加息的门槛仅差0.2个百分点，美联储可能按照既定步伐逐步缩减QE。

**化繁为简 心随幡动**

**交银核心基金经理 龙向东**

**当前的核心问题**

投资组合反应了投资者对当前市场特征、经济形式的看法。社会、经济在每个时点上都受多种因素的影响，既有中长期时代特点，又有短期阶段性问题；流动性、投资者注意力也不会一成不变，而是不断调整、心随幡动。自然，投资组合既要反应趋势性时代特征，又要反应阶段性问题。股票投资组合中的仓位、风格、行业配置是投资者对这些问题思考、认识的映射：高仓位还是低仓位？大盘蓝筹股还是小盘成长股？周期股还是非周期股？每个投资者都在用自己的持仓动态投票。

虽然勤奋是取得优秀投资业绩的必要路径，但方向比勤奋更重要。选择方向的重要方法之一就是做减法，厘清复杂现象背后的核心要素，化繁为简，抓住主要矛盾、主要原因。理解投资者的投资风格，有助于预判投资者的投资行为、投资业绩；同理，理解宏观决策层的宏观调控理念、思路、逻辑，也有助于我们预判宏观决策层的调控手段和调控力度。鉴于经济运行的阶段性特征已为宏观数据所充分展示，当前的核心问题就是分析、理解、预判决策层宏观调控的逻辑、目标、和路径。

**理性假设**

宏观经济学早期沿用微观经济学的供给需求分析，发展出了IS-LM模型；而中后期在引入预期之后，新凯恩斯学派、新古典学派都是在约束条件下优化代表人（市场参与主体、宏观决策层）效用函数的方式来分析各种宏观经济政策对实体经济的影响。这一方法论可以归纳为宏观决策的微观主体化，它假设了代表人的行为理性，既针对各种市场参与主体，也包括了宏观决策层。实践中，宏观决策层在面对纷繁复杂的局面时，会平衡各方利益关系、协调分配各种资源，其行为的理性假设不言而喻；在“市场因素将在中国的资源分配中起决定性作用”这一背景下，理性假设也让排除偶然因素影响之后的政策分析相对容易进行，围绕着约束条件下的宏观决策目标函数最大化展开。需要注意的是这一决策过程是动态的，而非静态的；是多期的，而非单期的；是有约束的，而非无约束的。

**多元目标的动态顺序**

宏观经济政策目标从来都不是单一的；而且多个目标之间的优先顺序、权重也不会是僵化固定的，而是随时而变的。“稳增长、调结构、促改革”概括了决策层的目标函数，既然是多元目标，而非单一目标，就不能只盯着某一个目标，而忽略其他目标；在某一具体时刻，这三个目标之间的顺序、权重应该有所侧重。

时间管理上常根据重要不重要、紧急不紧急来划分四个象限，将各种事物分别归类，达到管理时间、提高效率的目标；一个突出问题是事情的紧急性常常打破重要性的排序，造成时间安排上的动态调整。宏观决策层在考虑其政策目标的轻重缓急时，其对重要性的关注也会被紧急性所打扰。因为旧的经济发展模式对各种资源消耗过大，已经走到了尽头，调结构是宏观决策层在相当长一段时期的首要目标；但在某个阶段，因为经济下行导致就业等问题，目标函数中稳增长的权重就会自然高于调结构的权重。如果说去年的工作重心、市场热点集中在增量上，那么今年的关注点则更加集中于存量。用改革的方式来稳增长，可以理解为通过改革要素市场、打破某些行业垄断来提高经济的活力；而且经过多年的改革努力，产品市场已经基本实现了市场机制的主导，而要素市场、某些行业还有相当的改革空间，需要加速推进在这些领域的改革，释放市场活力。

**轻力度、重频率**

旧的经济增长模式需要转变为新的经济增长模式，对资源、环境、资金等要素的使用需要由粗放式转变为精打细算式；与“看不见的手”这一变化相适应的是“看的见的手”调控经济的方式也需要内生转变：宏观管理风格要由原来的“大开大合”式转变为“小步快走”式，否则在潜在经济增速减缓的背景下会加大经济的波动性，违背了熨平经济波动的政策初衷。具体而言，就是在化解经济下行压力时，总量政策的预调微调和结构化运用，将定向使用总量政策与行业结构性政策结合起来，达到一石二鸟、四两拨千斤的作用；单项政策力度往往低于市场预期，但是政策出台频率会高于市场预期；边际调整幅度有限，而累积效应更为重要。

**结构效应**

宏观经济政策的总量效应决定了投资组合的仓位选择；而结构效应则影响了投资组合的行业配置。我国房地产市场在过去十年的快速发展，导致居民财富的较大部分是以不动产的形式存在。房地产价格的波动直接、间接影响到居民和银行的资产负债表，事实上已成为系统性风险的一个潜在源头。在经济转型时期，各种矛盾比较尖锐的时刻，稳住房地产价格、箱体管理或是决策层的一个选择方案。在经济下行压力较大时刻，微调房地产行业可以对冲结构调整政策的短期影响，并有效控制系统性风险。而针对某些垄断性行业的改革举措，会达到提升资源分配效率的长期功效；在深刻认识改革艰巨性的同时，也要看到方向明确后“分解任务、稳步推进”的路线图、时间表。

**投资选择**

股票市场是实体经济的镜像，受情绪影响投资者观察事物的时间窗口期往往过短，分析政策效应缺乏整体综合性；但少即是多、慢即是快，不要拘泥于单次宏观调控的力度是否符合市场预期，而更应看到决策层频频出手所反应的思路、风格和决心，并进而形成仓位、风格、行业配置略偏进攻的投资组合。

**股票市场运行周报（20140414-20140418）**

**交银施罗德量化投资部**
本周上证综指上涨3.48%，深证成指上涨2.97%，中小板指数上涨1.67%，沪深两市成交量为8,508.28亿元。非银金融、采掘、家用电器行业涨幅最大，涨幅分别为6.23%、5.09%、4.90%，房地产行业下跌，跌幅为0.69%；从行业换手率来看，电子、建筑材料行业换手率最大，换手率超过7%；从风格特征来看，绩优股指数涨幅最大，涨幅为4.19%，小盘指数涨幅最小，涨幅为1.53%。

**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 | (1.54%) | 3,996.4 | A股总市值（亿元） | 278,372.51 |
| 上证180 | (2.27%) | 1,789.2 | A股流通市值（亿元） | 203,029.64 |
| 上证50 | (2.81%) | 893.6 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 11.70 |
| 沪深300 | (2.03%) | 2,614.3 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 11.56 |
| 深证成指 | (1.73%) | 426.9 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 1.61 |
| 深证100 | (1.30%) | 838.8 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 1.59 |
| 申万中小板 | 0.52% | 1,856.3 | A股加权平均股价 | 6.75 |
| 申万基金重仓 | (1.24%) | 4,593.0 | 两市A股成交金额(亿元) | 8,296.11 |

**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** |
| 农林牧渔 | 1.71% | 6.41% | 公用事业 | (0.65%) | 2.83% |
| 电子 | 1.49% | 7.90% |  | 房地产 | (0.77%) | 5.98% |
| 综合 | 1.42% | 6.73% | 有色金属 | (0.81%) | 3.18% |
| 通信 | 1.13% | 5.44% |  | 汽车 | (1.01%) | 4.62% |
| 传媒 | 0.89% | 6.90% |  | 国防军工 | (1.13%) | 3.32% |
| 商业贸易 | 0.34% | 6.12% |  | 交通运输 | (1.17%) | 2.72% |
| 休闲服务 | 0.30% | 5.31% | 食品饮料 | (1.37%) | 3.72% |
| 电气设备 | 0.27% | 4.91% |  | 建筑装饰 | (1.75%) | 2.98% |
| 计算机 | 0.20% | 7.43% | 建筑材料 | (1.79%) | 7.69% |
| 机械设备 | 0.08% | 4.77% |  | 家用电器 | (2.23%) | 5.96% |
| 纺织服装 | 0.04% | 5.80% | 采掘 | (2.26%) | 1.74% |
| 轻工制造 | (0.08%) | 6.42% | 银行 | (2.58%) | 0.40% |
| 医药生物 | (0.33%) | 5.09% | 钢铁 | (2.62%) | 1.76% |
| 化工 | (0.58%) | 2.53% | 非银金融 | (2.69%) |  |

**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：20140414-20140418

**宏观经济及债券市场20140414-20140420**

**交银施罗德固定收益部**

●**经济增长：**一季度GDP同比增长7.4%，考虑到投资、消费、进出口等各分项数据较弱，工业增加值和发电量增速也低于预期，这一宏观加总的GDP增速还是略超市场预期的。3月份以来政府保增长投资力度有所加大，且进出口有望继续恢复增长，二季度经济增长有望企稳，但房地产投资增速下滑将明显拖累经济。

●**通货膨胀：**3月CPI同比增长2.4%，略低于市场一致预期2.5%。本周农产品价格指数下滑，环比下跌0.2%。从各食品价格分项来看，整体跌幅有所趋缓；而生产资料价格指数环比微降0.06%，生产资料价格各分项价格涨跌互现。预计4月食品价格环比降1%，CPI同比增长1.9%~2.1%。

●**稳增长政策：**4月16日，李克强主持召开国务院常务会议，分析研究一季度经济形势，部署落实2014年深化经济体制改革重点任务，确定金融服务“三农”发展的措施，决定延续并完善支持和促进创业就业的税收政策。其中，市场对符合要求的县域农村商业银行和合作银行适当降低存款准备金率这一提法较为关注，认为是货币政策微调的序幕。4月17日，国务院印发了关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，正式拉开了今年重点领域改革和发展工作的序幕。从今年总体部署的描述中来看，深化改革、稳定增长和改善民生仍然是今年工作的重中之重。

●**债券市场：**季末效应消退和公开市场净投放，本周银行间资金面较上周明显宽松。周二R007加权平均即向下突破3.5%并在周三至周五继续走低至3%以下，期限稍长的R014也回落至3%以内，1个月回购利率收于3.85%，较上周末下行28BP。

本周央行分别于周二和周四进行了1720亿元和950亿元正回购操作，同时有2260亿元正回购到期，共计净回笼资金410亿元。

本周一级共有2支国债和9支金融债招标发行，规模940亿。从发行结果看，10y续发国债140005X受到投资盘青睐，需求较好，加权中标利率4.3184，边际中标利率4.3575，明显低于二级市场水平。金融债投标倍数也普遍较高，市场参与积极。

二级市场方面，前半周市场就交投较为活跃，尤其长端品种成交较之前有明显放量的趋势。周四受“定向降准”的消息影响，收益率更是急下，虽然之后有较为明显的反弹，但全周收益还是大幅的下行。周五国债7y期140003和140006成交在4.24-4.25附近，10y期140005成交在4.3，130018则成交在4.4。金融债3y期140201成交在5.05-5.07，5y期140202在5.24-5.27，7y期140203在5.44，10y期140205则在5.45-5.47间反复成交。

●**国际宏观：**美国3月消费加速回暖，CPI超预期。美国3月零售环比增长1.1%，为近18个月以来峰值。本周，美国劳工部公布数据显示，美国3月CPI同比增长1.5%（环比0.2%），均高于市场预期。虽然当前的通胀水平仍然低于美联储2%的通胀目标，但正逐步向该目标靠拢。同时，美国3月失业率与美联储上月放弃的开始考虑加息的门槛仅差0.2个百分点，美联储可能按照既定步伐逐步缩减QE。

****

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **基金名称** | **最新净值** | **累计净值** | **基金回报** |
| **最近一天** | **最近三月** | **最近六月** | **最近一年** | **最近三年** | **成立至今** |
| **交银精选** | 0.6803 | 2.8721 | 0.00% | -6.87% | -13.68% | -5.06% | -21.69% | 219.17% |
| **交银稳健** | 1.0433 | 2.6783 | -0.05% | -6.54% | -13.43% | -11.14% | -16.66% | 160.45% |
| **交银成长** | 2.9457 | 3.3507 | 0.03% | -4.21% | -8.32% | 7.17% | 12.66% | 239.17% |
| **交银蓝筹** | 0.7092 | 0.7242 | 0.17% | -3.80% | -10.88% | -0.39% | -13.81% | -28.10% |
| **交银增利A/B** | 0.9988 | 1.3388 | 0.08% | 4.26% | -1.51% | -1.84% | 8.02% | 37.75% |
| **交银增利C** | 0.9925 | 1.3105 | 0.08% | 4.16% | -1.71% | -2.26% | 6.62% | 34.15% |
| **交银环球** | 1.571 | 1.765 | 0.51% | 0.32% | 5.01% | 20.86% | 3.58% | 80.60% |
| **交银先锋** | 1.1840 | 1.2630 | -0.45% | 1.96% | -1.40% | 4.92% | -2.13% | 26.41% |
| **治理ETF** | 0.603 | 0.671 | 0.00% | 1.86% | -7.23% | -8.64% | -27.52% | -32.89% |
| **交银治理** | 0.688 | 0.688 | 0.00% | 1.78% | -6.78% | -8.39% | -26.26% | -31.20% |
| **交银主题** | 0.764 | 0.779 | 0.00% | -1.67% | -2.92% | -15.58% | -29.13% | -22.53% |
| **交银趋势** | 0.778 | 0.778 | 0.13% | -0.64% | -6.94% | -0.26% | -22.12% | -22.20% |
| **交银添利** | 1.005 | 1.116 | 0.00% | 1.52% | -3.50% | -3.05% | 8.52% | 11.67% |
| **交银制造** | 1.178 | 1.178 | 0.08% | 2.52% | 4.16% | 18.87% | -- | 17.80% |
| **交银深证300价值ETF** | 0.894 | 0.894 | 0.00% | 4.07% | -7.74% | -7.26% | -- | -10.60% |
| **交银双利A/B** | 1.059 | 1.167 | 0.19% | 5.27% | -3.38% | -0.76% | -- | 16.97% |
| **交银双利C** | 1.049 | 1.154 | 0.29% | 5.11% | -3.58% | -1.13% | -- | 15.62% |
| **交银价值** | 0.886 | 0.886 | 0.00% | 3.63% | -7.52% | -7.13% | -- | -11.40% |
| **交银行业** | 1.125 | 1.215 | 0.00% | 2.37% | -0.62% | 7.38% | -- | 9.36% |
| **交银资源** | 1.185 | 1.208 | 0.77% | -3.66% | 1.02% | 16.08% | -- | 20.72% |
| **交银荣安保本** | 1.022 | 1.102 | 0.10% | 1.29% | -0.06% | 4.64% | -- | 10.43% |
| **交银核心** | 1.015 | 1.015 | 0.10% | 3.26% | -2.87% | -3.61% | -- | 1.50% |
| **交银等权** | 1.019 | 1.058 | 0.00% | 1.39% | -9.83% | -3.93% | -- | 5.71% |
| **交银纯债A/B** | 1.019 | 1.026 | 0.00% | 2.83% | 0.79% | 0.89% | -- | 2.61% |
| **交银纯债C** | 1.011 | 1.017 | 0.00% | 2.64% | 0.50% | 0.20% | -- | 1.70% |
| **交银双轮动A/B** | 1.024 | 1.030 | 0.10% | 2.81% | 1.69% | 3.01% | -- | 3.01% |
| **交银双轮动C** | 1.020 | 1.026 | 0.10% | 2.72% | 1.49% | 2.61% | -- | 2.61% |
| **交银荣祥保本** | 1.026 | 1.056 | 0.20% | 1.48% | 0.59% | -- | -- | 5.61% |
| **交银成长30** | 1.019 | 1.019 | -0.39% | 1.60% | -1.36% | -- | -- | 1.90% |
| **交银月月丰A** | 1.035 | 1.035 | 0.10% | 1.77% | 2.68% | -- | -- | 3.50% |
| **交银月月丰C** | 1.032 | 1.032 | 0.10% | 1.67% | 2.48% | -- | -- | 3.20% |
| **交银双息平衡** | 1.011 | 1.011 | 0.10% | 0.90% | 0.30% | -- | -- | 1.10% |
| **交银荣泰保本** | 1.0260 | 1.0260 | 0.20% | 2.09% | -- | -- | -- | 2.60% |
| **交银强化回报A/B** | 1.008 | 1.008 | 0.00% | -- | -- | -- | -- | 0.80% |
| **交银强化回报C** | 1.009 | 1.009 | 0.00% | -- | -- | -- | -- | 0.90% |
|  |  |
| **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** | 1.1722  | 4.384 % | -- |
| **交银货币B** | 1.2378  | 4.623 % | -- |
| **交银21天A** | 1.0664  | 3.667 %  | 3.716%  |
| **交银21天B** | --  | 3.869 %  | 4.032%  |
| **交银60天A** | 1.1165  | 4.057 %  | 3.707%  |
| **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4月18日，交银环球、交银资源净值数据截至2014年4月17日。