|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **高收益债投资步入新时代**  **股票市场运行周报**  **宏观经济及债券市场 旗下基金表现** |  |  |



**高收益债投资步入新时代**

丰富的高收益债品种是我国加速发展多层次资本市场过程中所不可缺少的。高收益债的投资精髓是“从负债中发现资产，超越债务而发现真正的价值并创造更多”。对高收益债投资者而言，首先应重视持有人会议制度、约束性条款、强制信息披露等投资者保护机制。此外，投资者应加强适当性管理，客观评估自身的风险承受能力。不同的机构投资者各有适合自己的高收益债投资策略，分散化投资则是所有成功的投资策略的共性。可以预见，随着越来越多的机构投资者开始密集实地调研高收益债发行人，高收益债投资即将步入个券分化更加鲜明的新时代。

**宏观经济与债券市场**

**20140505-20140511**

经济增长方面，4月外贸数据改善明显，同比较上月加速。进出口走强显示欧美经济复苏对中国出口的正面效应正在增强，而稳增长措施带动工业原料需求回升拉动进口。不过未来6个月出口改善幅度有限，仍面临一定的压力。实体经济复苏力度可能不及预期；债券市场方面，本周央行公开市场共进行1200亿28天正回购，有600亿正回购到期，净回笼资金600亿。银行间资金面持续宽松，各期限资金价格均大幅下行；国际方面，欧洲央行会议5月8号决定继续维持基准利率不变，但会议上德拉吉暗示6月份可能采取降息措施。本周，美联储主席耶伦表示美国经济已经走出一季度恶劣天气的负面影响，迎来较为强劲的复苏，但面临房地产市场、就业市场和地缘政治三大风险。房地产市场是美国本轮经济复苏的关键，目前房地产复苏对经济的拉动有限，意味着未来美联储的加息周期在启动时间和节奏上或都不会过于激进。

**高收益债投资步入新时代**

**交银施罗德固定收益部基金经理助理 孙超**

众所周知，国外高收益债来源包括“堕落天使”、“明日之星”、杠杆收购公司等几大类。在我国，交易所高收益债往往对应于“堕落天使”，而部分中小企业私募债和创业板私募债则对应于“明日之星”。

所谓“堕落天使”，指的是原来属于投资级别，但由于公司经营状况的恶化，导致信用资质下降至较低的投机评级的债券，通用汽车是一个典型的例子。这类品种在我国主要集中于交易所市场。交易所对债券上市和质押都有明确规定，交易所债券一旦被下调评级或展望，其价格调整幅度远远超过银行间相似资质的债券，以体现在流动性上的损失。

所谓“明日之星”，则指的是中小企业在快速成长阶段资金需求难以得到满足，高收益债券融资成为推动其成长的重要手段。事实上，CNN等大企业都曾借力高收益债而得到发展。在我国，中小微企业对多样化的融资渠道需求迫切，陆续推出的创业板私募债、中小企业私募债的发行初衷实际并不着眼于“高收益、高风险”的形式特征，而是引入多种增信方式，加强投资者适当性管理工作，为合格投资者提供创新的投资渠道，更好地服务实体经济。

丰富的高收益债品种是我国加速发展多层次资本市场过程中所不可缺少的。无论是“明日之星”，还是“堕落天使”，都有面临违约的几率，只要不是普遍性、连锁性的违约事件，都是正常现象。在经济增速换挡期、结构调整阵痛期相叠加的新时代，局部地区个别债券违约事件发生的可能性并不能排除，但不发生系统性、区域性金融风险的底线一定会牢牢守住。在这一历史进程中，违约处理、信用衍生等相关领域将进一步完善，各品种的高收益债也将迎来蓬勃发展的新时代。

对高收益债投资者而言，首先应重视持有人会议制度、约束性条款、强制信息披露等投资者保护机制。在重主体轻债项的传统思路下，有些债券发行人的资产划转或重组所导致的信用资质恶化的风险时有发生，投资者应关注并积极参与持有人大会维护自身权益。投资者也应要求发债主体及其子公司遵守严格的约束性条款，甚至引入中间人监管机制、立法强制发行人进行信息披露，以确保发债主体未来的偿债能力，防范道德风险。

此外，投资者应加强适当性管理，客观评估自身的风险承受能力。从国外经验来看，个人投资者对高收益债的持有主要是通过购买相关的产品而实现的，由于缺乏必要的风险管理能力，较少有个人投资者直接参与高收益债市场投资。机构投资者则主要以保险公司、养老金账户、共同基金和对冲基金为主。

不同的机构投资者各有适合自己的高收益债投资策略，分散化投资则是所有成功的投资策略的共性：不仅组合里的个券应分散化投资，组合所包含的行业也应遵循分散化原则。具体来看，交易型策略依赖宏观判断，往往自上而下；而持有型策略则更多依据对个券的深入研究，在账户允许的范围内持有到期，以获得高票息收益。自上而下的交易型策略需要关注市场风险偏好和资金面情况：资金面宽松时，高收益债往往涨幅喜人；而避险情绪高涨时，资金则会流向低风险资产，撤出高收益债领域。自下而上的持有型策略则需要用周期的眼光来判断行业整体、用发展的眼光来衡量企业个体，与权益类研究的紧密结合则更有助于理解企业的治理结构、发展战略和竞争力。

高收益债的投资精髓是“从负债中发现资产，超越债务而发现真正的价值并创造更多”。过去有些机构投资者一刀切，仅以所有制为准绳、闭着眼睛买国企；也有些机构投资者只看外部评级，而忽视精细化的信用研究。这些投资者一定会得到应有的教训。而有能力构筑充分分散化的高收益债组合、深入研究和密切跟踪组合中每一只高收益个券、对违约处理方案和信用衍生工具研究先行一步的机构投资者，必将在新时代的浪潮中获得可观的回报。

可以预见，随着越来越多的机构投资者开始密集实地调研高收益债发行人，高收益债投资即将步入个券分化更加鲜明的新时代。

**股票市场运行周报（20140505-20140509）**

**交银施罗德量化投资部**  
本周上证综指下跌0.75%，深证成指下跌2.06%，中小板指数下跌0.75%，沪深两市成交量为6,482.05亿元。有色金属、农林牧渔、电子涨幅居前，分别上涨2.47%、0.90%、0.87%。房地产、电气设备、商业贸易跌幅较大，分别下跌3.20%、2.56%、2.07%；从行业换手率来看，电子和传媒行业换手率最大，换手率超6%；从风格特征来看，绩优股指数跌幅最大，跌幅为1.82%，亏损股指数跌幅最小，跌幅为0.16%。

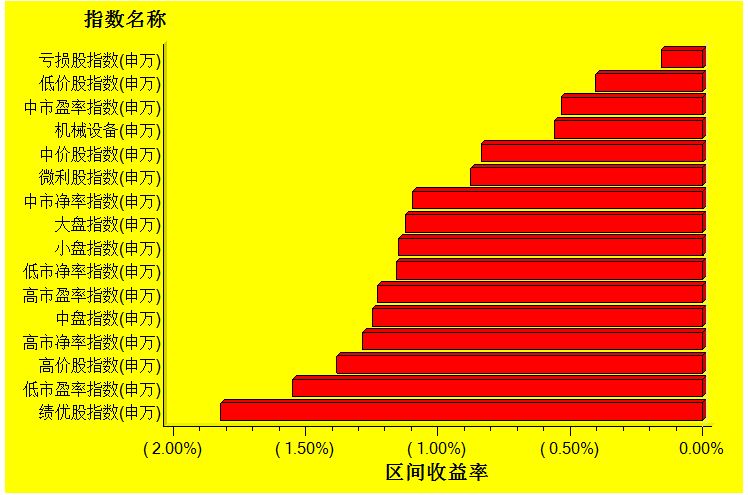
**表1:指数表现**   **表2:市场总体指标**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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 | (0.75%) | 2,922.3 | A股总市值（亿元） | 265,326.80 |
| 上证180 | (0.98%) | 1,293.7 | A股流通市值（亿元） | 193,940.21 |
| 上证50 | (0.94%) | 672.9 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 11.08 |
| 沪深300 | (1.15%) | 2,016.8 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 10.68 |
| 深证成指 | (2.06%) | 387.2 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 1.52 |
| 深证100 | (1.48%) | 738.3 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 1.45 |
| 申万中小板 | (0.75%) | 1,651.7 | A股加权平均股价 | 6.40 |
| 申万基金重仓 | (1.38%) | 3,841.5 | 两市A股成交金额(亿元) | 6,482.05 |

**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** |
| 有色金属 | 2.47% | 2.87% | 传媒 | (1.11%) | 6.37% |
| 农林牧渔 | 0.90% | 4.19% |  | 医药生物 | (1.14%) | 3.93% |
| 电子 | 0.87% | 6.43% | 公用事业 | (1.17%) | 1.96% |
| 非银金融 | 0.68% | . |  | 汽车 | (1.19%) | 3.81% |
| 钢铁 | 0.52% | 1.68% |  | 交通运输 | (1.19%) | 2.47% |
| 采掘 | 0.30% | 1.64% |  | 通信 | (1.49%) | 4.83% |
| 国防军工 | 0.20% | 2.68% | 纺织服装 | (1.52%) | 3.77% |
| 建筑装饰 | (0.18%) | 2.43% |  | 食品饮料 | (1.76%) | 2.77% |
| 休闲服务 | (0.19%) | 3.87% | 建筑材料 | (1.77%) | 5.47% |
| 化工 | (0.35%) | 2.25% |  | 家用电器 | (1.97%) | 5.00% |
| 机械设备 | (0.51%) | 3.94% | 计算机 | (1.97%) | 5.59% |
| 轻工制造 | (0.63%) | 5.70% | 商业贸易 | (2.07%) | 4.32% |
| 银行 | (0.74%) | 0.32% | 电气设备 | (2.56%) | 4.07% |
| 综合 | (0.85%) | 3.60% | 房地产 | (3.20%) | 4.52% |

**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：20140505-20140509

**宏观经济及债券市场20140505-20140511**

**交银施罗德固定收益部**

●**经济增长：**海关总署公布：4月份我国进出口总值3586.3亿美元，增长0.8%。其中，出口1885.4亿美元，增长0.9%；进口1700.9亿美元，增长0.8%；贸易顺差184.5亿美元，扩大1.8%。趋势上看，4月外贸数据改善明显，同比较上月加速。进出口走强显示欧美经济复苏对中国出口的正面效应正在增强，而稳增长措施带动工业原料需求回升拉动进口。不过，4月广交会成交情况形势不容乐观，未来6个月出口改善幅度或有限，仍面临一定的压力。从月度日均发电量环比历史数据来看，4月-3.6%的环比变动低于历史同期均值-0.6%的变动幅度，实体经济复苏力度可能不及预期。

●**通货膨胀：**5月9日，统计局公布4月CPI同比上涨1.8%，略低于市场一致预期2.1%； PPI同比下降2%，为连续第26个月负增长，符合市场预期。CPI同比增速大幅走低主要是由于蔬菜和猪肉价格的下跌幅度较大导致食品价格环比大幅下降1.3%，而非食品价格环比走势尚在合理的季节性波动范围内。预计四月CPI同比涨幅是全年低点，受高基数效应影响5月CPI可能在2.4%左右，全年通胀走势温和。PPI的形势比较严重，工业通缩明显，产能过剩问题依然严重，后期可能略有反弹，但力度或有限。

●**稳增长政策：**5月8日，李克强总理在世界经济论坛非洲峰会的致辞讲话中提到，中国目前7.4%的增速属于中高速，中国仍具备持续增长的坚实基础，“有信心有能力实现今年经济增长7.5%左右的预期目标，并在今后相当长时间内保持这样的中高速增长”。5月9日，国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，提出从保护投资者合法权益，优化投资者回报机制、完善资本市场税收政策、发展多层次资本市场等方面推动资本市场长期发展。

●**货币政策：**本周央行发布一季度《货币政策执行报告》，首次提出“保持定力、主动作为”，显示货币政策“总体稳健、定向宽松”的思路。报告中，央行淡化了2013年下半年持续推动的“去杠杆”、信贷资源过度向房地产倾斜和房价过高的问题，为货币政策放松预留了空间。不过，央行依然仍认为当前的货币供应量增速处于适度区间，无意进行包括降准在内的全面宽松政策。周末，周小川行长在五道口全球金融论坛上的发言印证了上述思路，并表示央行已经在实施逆周期的微调，但降准短期内或难以实现。

●**国际宏观：**欧洲央行会议5月8号决定继续维持基准利率不变，但会议上德拉吉暗示6月份可能采取降息措施。欧央行引导降息预期主要源于近期欧元汇率强势对欧元区通胀前景带来负面影响。本周，美联储主席耶伦就货币政策及美国经济前景发表证词。耶伦表示美国经济已经走出一季度恶劣天气的负面影响，迎来较为强劲的复苏，但面临房地产市场、就业市场和地缘政治三大风险。房地产市场是美国本轮经济复苏的关键，目前房地产复苏对经济的拉动有限，意味着未来美联储的加息周期在启动时间和节奏上或都不会过于激进。

●**债券市场：** 本周央行公开市场共进行1200亿28天正回购，有600亿正回购到期，净回笼资金600亿。银行间资金面持续宽松，各期限资金价格均大幅下行。具体来看，隔夜资金由于价格低廉，需求旺盛，一直维持在2.5%以内的较低水平。7天~1天资金供大于求，其中7天回购利率回落至3.2%附近，显示资金面非常宽松。

本周一级共有3支国债和11支金融债招标发行，规模1085亿，与上周基本持平。从发行结果看，中长久期金融债受到投资盘青睐，需求火爆，倍率均有3~4倍，收益均大幅低于市场预期。主要是大行和基金参与较多。

二级市场，各政策性金融债收益率大幅下行，3~10关键期限品种平均下行20~30bp；其中，5年期品种下行30bp，7年期品种下降36bp，10年期品种下行37bp，中长久期金融债均突破前期收益率低点。

****

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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** | | 0.6323 | | 2.8241 | -1.36% | | -15.82% | -10.93% | | -13.63% | -21.50% | | 196.65% |
| **交银稳健** | | 0.9676 | | 2.6026 | -1.27% | | -15.96% | -11.73% | | -19.25% | -18.81% | | 141.56% |
| **交银成长** | | 2.7688 | | 3.1738 | -1.12% | | -12.67% | -5.75% | | -2.33% | 8.67% | | 218.80% |
| **交银蓝筹** | | 0.6677 | | 0.6827 | -0.93% | | -12.25% | -7.33% | | -9.48% | -13.96% | | -32.30% |
| **交银增利A/B** | | 1.0113 | | 1.3513 | 0.27% | | 3.82% | 1.26% | | -0.93% | 10.37% | | 39.47% |
| **交银增利C** | | 1.0047 | | 1.3227 | 0.27% | | 3.72% | 1.06% | | -1.35% | 8.94% | | 35.80% |
| **交银环球** | | 1.54 | | 1.734 | -0.77% | | -0.26% | 4.16% | | 11.68% | 3.69% | | 77.04% |
| **交银先锋** | | 1.0919 | | 1.1709 | -1.39% | | -8.34% | -3.33% | | -6.32% | -5.51% | | 16.58% |
| **治理ETF** | | 0.583 | | 0.649 | 0.00% | | -2.02% | -7.31% | | -13.88% | -24.29% | | -35.12% |
| **交银治理** | | 0.666 | | 0.666 | 0.00% | | -2.06% | -6.98% | | -13.39% | -23.18% | | -33.40% |
| **交银主题** | | 0.743 | | 0.758 | -0.27% | | -6.89% | -1.20% | | -15.18% | -28.69% | | -24.66% |
| **交银趋势** | | 0.751 | | 0.751 | -0.79% | | -6.82% | -1.83% | | -6.24% | -22.01% | | -24.90% |
| **交银添利** | | 1.008 | | 1.119 | 0.20% | | 1.41% | -0.91% | | -2.85% | 9.27% | | 12.00% |
| **交银制造** | | 1.123 | | 1.123 | -1.23% | | -6.57% | 6.55% | | 9.45% | -- | | 12.30% |
| **交银深证300价值ETF** | | 0.85 | | 0.85 | 0.00% | | -4.28% | -8.21% | | -13.27% | -- | | -15.00% |
| **交银双利A/B** | | 1.052 | | 1.16 | 0.29% | | 2.24% | -0.28% | | -3.14% | -- | | 16.19% |
| **交银双利C** | | 1.042 | | 1.147 | 0.29% | | 2.16% | -0.48% | | -3.51% | -- | | 14.85% |
| **交银价值** | | 0.844 | | 0.844 | 0.00% | | -4.31% | -8.06% | | -12.90% | -- | | -15.60% |
| **交银行业** | | 1.077 | | 1.167 | -0.74% | | -5.86% | 0.09% | | 0.19% | -- | | 4.70% |
| **交银资源** | | 1.125 | | 1.148 | -1.75% | | -5.06% | -1.62% | | 0.01% | -- | | 14.61% |
| **交银荣安保本** | | 1.016 | | 1.096 | 0.00% | | -1.26% | 0.59% | | 2.94% | -- | | 9.78% |
| **交银核心** | | 0.957 | | 0.957 | -0.62% | | -6.27% | -3.04% | | -10.64% | -- | | -4.30% |
| **交银等权** | | 0.969 | | 1.008 | -0.21% | | -5.74% | -8.47% | | -11.05% | -- | | 0.52% |
| **交银纯债A/B** | | 1.032 | | 1.039 | 0.10% | | 3.51% | 2.58% | | 2.08% | -- | | 3.91% |
| **交银纯债C** | | 1.023 | | 1.029 | 0.10% | | 3.23% | 2.20% | | 1.29% | -- | | 2.91% |
| **交银双轮动A/B** | | 1.035 | | 1.041 | 0.19% | | 3.09% | 3.19% | | 3.91% | -- | | 4.12% |
| **交银双轮动C** | | 1.03 | | 1.036 | 0.19% | | 2.90% | 2.90% | | 3.51% | -- | | 3.62% |
| **交银荣祥保本** | | 1.021 | | 1.051 | 0.00% | | -1.07% | 1.39% | | 4.78% | -- | | 5.09% |
| **交银成长30** | | 0.936 | | 0.936 | -1.47% | | -7.87% | -4.88% | | -- | -- | | -6.40% |
| **交银月月丰A** | | 1.042 | | 1.042 | 0.10% | | 2.16% | 3.07% | | -- | -- | | 4.20% |
| **交银月月丰C** | | 1.039 | | 1.039 | 0.19% | | 2.06% | 2.87% | | -- | -- | | 3.90% |
| **交银双息平衡** | | 0.995 | | 0.995 | -0.20% | | -2.26% | -1.29% | | -- | -- | | -0.50% |
| **交银荣泰保本** | | 1.021 | | 1.021 | 0.10% | | -0.58% | -- | | -- | -- | | 2.10% |
| **交银强化回报A/B** | | 1.01 | | 1.01 | 0.10% | | 0.80% | -- | | -- | -- | | 1.00% |
| **交银强化回报C** | | 1.011 | | 1.011 | 0.10% | | 0.90% | -- | | -- | -- | | 1.10% |
| **交银新成长** | | 1 | | 1 | % | | -- | -- | | -- | -- | | -- |
|  | |  | | | | | | | | | | | |
| **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** | | 1.1847 | | | 4.336 % | | | -- | | |
| **交银货币B** | | 1.2503 | | | 4.575 % | | | -- | | |
| **交银21天A** | | 1.0776 | | | 3.834 % | | | 3.819% | | |
| **交银21天B** | | -- | | | -- | | | 4.032% | | |
| **交银60天A** | | 1.1369 | | | 4.030 % | | | 3.725% | | |
| **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5月9日，交银环球、交银资源净值数据截至2014年5月8日。