|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **跨越A股市场的“明斯基时刻”****股票市场运行周报****宏观经济及债券市场旗下基金表现** |  |  |



**跨越A股市场的“明斯基时刻”**

所谓“明斯基时刻”（Minsky Moment）是指海曼•明斯基（Hyman Minsky，美国经济学家)所描述的时刻，即资产价值崩溃时刻。笔者认为，对于A股市场来说，核心还是在于经济风险的预判，但二级市场会放大经济波幅，导致股市的超调，因此A股市场比实体经济可能更容易发生所谓的“明斯基时刻”。A股市场最艰难的时刻或许在未来4-5个月的窗口期内，如果政策托底不力导致经济下滑超预期，作为经济晴雨表的股市不排除出现过激的挖坑行情，因此投资上要慎之又慎，跨过可能出现的股市“明斯基时刻”，实乃上策。

**宏观经济与债券市场**

**20140512-20140518**

经济增长方面，4月投资、工业、消费同比增速分别降至17.3%、8.7%以及11.9%，一致指向经济仍疲弱。在需求偏弱背景下，工业生产承压，短期或难以改善。而地产仍是潜在的最大风险;宏观政策方面，127号文是本周市场焦点，其对宏观经济的影响主要体现在两个方面：一是通过影响同业市场的融资或对社会融资总量产生负面冲击；二是非标转标过程中可能加快风险释放过程，这包括矿产、房地产、过剩产能行业、中小企业的资金链将受到考验，且可能危及银行资产的安全。从这个角度来看，短期内央行或将着力稳定货币市场流动性；国际方面，本周国际市场最重要的变化来自发达国家债券收益率的大幅走低。美国10年期国债收益率一度跌破2.5%，创去年7月以来新低，美国国债中短端利率也出现回落；在欧洲，德国10年期国债上周四逼近1.3%，创一年来新低。

**跨越A股市场的“明斯基时刻”**

**交银双息平衡、交银强化回报基金经理 李德亮**

所谓“明斯基时刻”（Minsky Moment）是指海曼·明斯基（Hyman Minsky，美国经济学家)所描述的时刻，即资产价值崩溃时刻。他的主要观点是经济长时期稳定可能导致债务增加、杠杆比率上升，进而从内部滋生爆发金融危机和陷入漫长去杠杆化周期的风险。经济好的时候，投资者倾向于承担更多风险，随着经济向好的时间不断推移，投资者承受的风险水平越大，直到超过收支不平衡点而崩溃，这种投机资产促使放贷人尽快回收借出去的款项，从而导致资产价值的崩溃。始于2007年的金融危机和“大衰退”（Great Recession）被广泛地解释为一场明斯基式的危机，随之而至的金融体系崩溃和深度的经济衰退也被认为是对明斯基关于资本主义经济危机理论的确认。

关于中国经济的“明斯基时刻”的学术讨论很多，在此不予过多探讨，作为股票二级市场的投资者，最关心的事情应该是A股会不会面临“明斯基时刻”?笔者认为对于A股市场来说，核心还是在于经济风险的预判，但二级市场会放大经济波幅，导致股市的超调，因此A股市场比实体经济可能更容易发生所谓的“明斯基时刻”。利用最简单实用的DCF（Discounted Cash Flow）定价模型进行分析，笔者认为A股市场最艰难的时刻或许在未来4-5个月的窗口期内，如果政策托底不力导致经济下滑超预期，A股市场的“明斯基”时刻就将来临，指数“挖坑”或将不可避免。

中国经济目前最大的风险因素来自于房地产行业，新开工的拐点已经基本确立，而作为先行指标的房地产销售受制于高房价和住房贷款的难获得性而面临巨大压力，房地产投资的下滑或将不可避免。此外需要特别注意的是，之前的几轮经济刺激中，由于房地产整体上处于供不应求的阶段，地产政策的放松是非常有效的，产业链的投资拉动逻辑也很顺畅，但从2013年开始全国整体房地产市场拐点显现，去库存成为行业的主题，因此即使目前房地产需求端政策放松，料也很难在短期内对房地产及相关产业链的投资产生立竿见影的效果。笔者猜想，这也许是中央政府短期对地产需求端政策放松比较慎重的主要原因之一，当然重走老路迹象过重也是其考虑的因素，因此不到万不得已，地产政策放松短期尚难见到，最快或许也要等到2-3个月之后政府投资托底政策效果不理想而导致就业出现问题时才可能祭出。鉴于以上原因，目前托增长的政策主要还是来自于政府投资力度的加大和项目建设的提前，但笔者判断对冲地产投资的下滑有一定难度，经济短期增长不容乐观，从企业盈利的趋势来讲，股指存在不小的压力。

从流动性来看，目前整体处于偏宽松的状态，对市场的估值来说算是中性偏利好的因素。但需要注意的是，5月份开始信托产品集中到期，信用风险事件可能会集中爆发，叠加经济的悲观预期，可能导致信用风险溢价的大幅上升，这会在短期内对整体市场的估值产生巨大压力，市场不排除出现大幅杀跌的黑天鹅事件，尤其是大部分与经济相关的行业可能会出现业绩与估值的双杀，仅有少部分与经济无关的行业能抵御一定的冲击，但杀估值或也在所难免。

最后,不妨对政府政策这一外生变量做一下情景分析，如果托底政策不力导致经济下滑的同时就业尚未出现大的问题，那将是最为理想的一种状况，对股市而言，指数杀跌筑底之后或将迎来中期的市场大底，新兴产业仍将是配置的重点。如果政策托底不力，就业出现大问题，导致政府不得不重回老路，祭出大规模刺激政策，届时部分周期性行业经历短暂狂欢之后，由于投资者对转型的失望会成为主导，风险偏好下降可能将造成新一轮的熊市找底过程。无论出现哪一种情形，未来三四个月或许都将是A股投资最艰难的一个时间窗口，作为经济晴雨表的股市不排除出现过激的挖坑行情，因此投资上要慎之又慎，跨过可能出现的股市“明斯基时刻”，实乃上策。

**股票市场运行周报（20140512-20140516）**

**交银施罗德量化投资部**
本周上证综指上涨0.76%，深证成指上涨1.11%，中小板指数上涨0.09%，沪深两市成交量为7,015.99亿元。国防军工、采掘、房地产行业涨幅居前，分别上涨2.59%、1.96%、1.94%。食品饮料、医药生物、电子行业跌幅较大，分别下跌0.99%、0.80%、0.78%；从行业换手率来看，传媒和电子行业换手率最大，换手率超6%；从风格特征来看，低市净率指数涨幅最大，涨幅为1.31%，高价股指数跌幅最大，跌幅为1.11%。

**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 | 0.76% | 3,296.9 | A股总市值（亿元） | 267,006.34 |
| 上证180 | 0.63% | 1,531.4 | A股流通市值（亿元） | 195,109.66 |
| 上证50 | 0.47% | 742.7 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 11.14 |
| 沪深300 | 0.56% | 2,296.6 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 10.74 |
| 深证成指 | 1.11% | 400.5 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 1.53 |
| 深证100 | 0.44% | 761.1 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 1.46 |
| 申万中小板 | 0.09% | 1,634.4 | A股加权平均股价 | 6.43 |
| 申万基金重仓 | 0.06% | 4,050.5 | 两市A股成交金额(亿元) | 7,015.99 |

**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** |
| 国防军工 | 2.59% | 3.75% | 通信 | 0.21% | 5.23% |
| 采掘 | 1.96% | 3.94% |  | 休闲服务 | 0.20% | 3.93% |
| 房地产 | 1.94% | 4.59% | 纺织服装 | 0.14% | 3.61% |
| 交通运输 | 1.83% | 2.28% |  | 综合 | 0.06% | 3.55% |
| 农林牧渔 | 1.35% | 4.34% |  | 汽车 | 0.03% | 3.51% |
| 钢铁 | 1.22% | 2.18% |  | 计算机 | (0.00%) | 5.13% |
| 化工 | 1.15% | 2.34% | 电气设备 | (0.00%) | 4.29% |
| 银行 | 1.05% | 0.34% |  | 机械设备 | (0.04%) | 4.54% |
| 轻工制造 | 0.86% | 5.07% | 非银金融 | (0.17%) | . |
| 公用事业 | 0.77% | 2.07% |  | 传媒 | (0.19%) | 6.60% |
| 建筑装饰 | 0.49% | 2.34% | 家用电器 | (0.55%) | 4.73% |
| 有色金属 | 0.49% | 5.40% | 电子 | (0.78%) | 6.09% |
| 建筑材料 | 0.43% | 5.12% | 医药生物 | (0.80%) | 3.84% |
| 商业贸易 | 0.31% | 3.98% | 食品饮料 | (0.99%) | 2.89% |

**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：20140512-20140516

**宏观经济及债券市场20140512-20140518**

**交银施罗德固定收益部**

●**经济增长：**4月投资、工业、消费同比增速分别降至17.3%、8.7%以及11.9%，一致指向经济仍疲弱。在需求偏弱背景下，工业生产承压，短期或难以改善。而地产仍是潜在的最大风险。在房地产市场“量缩价平”背景下，地产商现金流压力上升，或进一步抑制后期投资。考虑到铁路相关工业数据指向政府托底有一定效果，同时5月份进出口因为基数效应可能有所恢复，因此不排除5月份数据看上去有改善的可能性。但总的来说，经济大方向还是趋于疲弱的。而政府“新常态”的表述或暗示了对经济放缓有一定容忍度，因此大幅放松概率较小，但“微调”或仍可期，2季度数据公布或是第一个关键时点。

●**宏观政策：**127号文是本周市场焦点，其对宏观经济的影响主要体现在两个方面：（1）通过影响同业市场的融资或对社会融资总量产生负面冲击；（2）非标转标过程中可能加快风险释放过程，这包括矿产、房地产、过剩产能行业、中小企业的资金链将受到考验，且可能危及银行资产的安全。从这个角度来看，短期内央行或将着力稳定货币市场流动性。

●**国际宏观：**本周国际市场最重要的变化来自发达国家债券收益率的大幅走低。美国10年期国债收益率一度跌破2.5%，创去年7月以来新低，美国国债中短端利率也出现回落；在欧洲，德国10年期国债上周四逼近1.3%，创一年来新低。与发达国家债市上涨相比，欧美股市跌宕起伏，周初上涨后，周二开始受欧美坏于预期的经济数据冲击遭遇明显回调，直到周五投资者情绪才有所好转，带动主要股指全周微涨或小幅收跌。新兴市场从发达市场疲软中获益，本周新兴市场货币走强，股市普遍上扬。外汇市场上美元兑除欧元外的大部分货币走低。商品从弱势美元中获益，部分上涨。

●**债券市场：** 本周长端利率反而出现上行，体现了市场对经济基本面重回“稳增长”模式的担忧（刚性兑付持续，资金流向非标），同时也是短端利率过高、曲线过于平坦的暂时回调。127号文将明显减缓这种担忧情绪，而且央行为了稳定流动性可能顺势调整短端利率，收益率曲线可能再次回到“牛陡”模式。

****

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **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** | 0.6253 | 2.8171 | -0.79% | -16.57% | -14.60% | -15.93% | -21.66% | 193.37% |
| **交银稳健** | 0.956 | 2.591 | -0.99% | -17.47% | -15.79% | -20.70% | -19.65% | 138.66% |
| **交银成长** | 2.705 | 3.11 | -0.87% | -16.20% | -11.22% | -6.55% | 7.67% | 211.45% |
| **交银蓝筹** | 0.6632 | 0.6782 | -0.67% | -13.80% | -11.02% | -11.84% | -13.65% | -32.76% |
| **交银增利A/B** | 1.0102 | 1.3502 | -0.03% | 2.57% | 1.91% | -1.72% | 9.72% | 39.32% |
| **交银增利C** | 1.0035 | 1.3215 | -0.03% | 2.46% | 1.70% | -2.13% | 8.29% | 35.64% |
| **交银环球** | 1.56 | 1.754 | -0.19% | -1.70% | 2.28% | 11.63% | 6.40% | 79.34% |
| **交银先锋** | 1.0807 | 1.1597 | -0.47% | -10.69% | -6.47% | -7.88% | -5.76% | 15.38% |
| **治理ETF** | 0.587 | 0.653 | 0.00% | -4.86% | -7.99% | -14.18% | -23.07% | -34.67% |
| **交银治理** | 0.67 | 0.67 | 0.00% | -4.83% | -7.59% | -13.77% | -22.00% | -33.00% |
| **交银主题** | 0.74 | 0.755 | 0.14% | -8.30% | -2.76% | -14.94% | -28.43% | -24.97% |
| **交银趋势** | 0.742 | 0.742 | -0.93% | -9.84% | -6.43% | -8.96% | -22.14% | -25.80% |
| **交银添利** | 1.012 | 1.123 | 0.00% | 1.00% | 0.25% | -3.19% | 9.28% | 12.45% |
| **交银制造** | 1.123 | 1.123 | -0.44% | -7.65% | 2.65% | 7.67% | -- | 12.30% |
| **交银深证300价值ETF** | 0.858 | 0.858 | 0.47% | -7.34% | -8.24% | -13.25% | -- | -14.20% |
| **交银双利A/B** | 1.049 | 1.157 | -0.19% | -0.47% | -0.57% | -4.74% | -- | 15.86% |
| **交银双利C** | 1.039 | 1.144 | -0.19% | -0.57% | -0.76% | -5.04% | -- | 14.52% |
| **交银价值** | 0.852 | 0.852 | 0.47% | -7.19% | -7.99% | -12.88% | -- | -14.80% |
| **交银行业** | 1.067 | 1.157 | -0.74% | -8.18% | -2.56% | -2.33% | -- | 3.72% |
| **交银资源** | 1.152 | 1.175 | -0.26% | -4.16% | -0.21% | -1.21% | -- | 17.36% |
| **交银荣安保本** | 1.014 | 1.094 | -0.10% | -2.03% | 0.20% | 1.59% | -- | 9.56% |
| **交银核心** | 0.959 | 0.959 | -0.10% | -9.10% | -4.67% | -11.86% | -- | -4.10% |
| **交银等权** | 0.974 | 1.013 | 0.10% | -8.46% | -9.86% | -12.35% | -- | 1.04% |
| **交银纯债A/B** | 1.033 | 1.04 | 0.00% | 3.40% | 3.61% | 2.08% | -- | 4.02% |
| **交银纯债C** | 1.025 | 1.031 | 0.10% | 3.22% | 3.33% | 1.39% | -- | 3.11% |
| **交银双轮动A/B** | 1.036 | 1.042 | 0.00% | 2.88% | 3.91% | 4.01% | -- | 4.22% |
| **交银双轮动C** | 1.031 | 1.037 | 0.00% | 2.79% | 3.62% | 3.51% | -- | 3.72% |
| **交银荣祥保本** | 1.016 | 1.046 | -0.20% | -2.12% | 0.40% | 3.44% | -- | 4.58% |
| **交银成长30** | 0.929 | 0.929 | -0.11% | -10.07% | -6.73% | -- | -- | -7.10% |
| **交银月月丰A** | 1.044 | 1.044 | 0.00% | 2.15% | 3.16% | -- | -- | 4.40% |
| **交银月月丰C** | 1.04 | 1.04 | 0.00% | 1.96% | 2.87% | -- | -- | 4.00% |
| **交银双息平衡** | 0.986 | 0.986 | -0.50% | -4.27% | -2.38% | -- | -- | -1.40% |
| **交银荣泰保本** | 1.017 | 1.017 | -0.10% | -1.45% | -- | -- | -- | 1.70% |
| **交银强化回报A/B** | 1.011 | 1.011 | 0.00% | 0.80% | -- | -- | -- | 1.10% |
| **交银强化回报C** | 1.012 | 1.012 | 0.00% | 0.90% | -- | -- | -- | 1.20% |
| **交银新成长** | 1 | 1 | 0.00% | -- | -- | -- | -- | -- |
|  |  |
| **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** | 1.1980 | 4.336 % | -- |
| **交银货币B** | 1.2637 | 4.576 % | -- |
| **交银21天A** | 1.0436 | 3.919 % | 3.869%  |
| **交银21天B** | --  | -- | 4.032% |
| **交银60天A** | 1.0955 | 3.981 % | 3.731%  |
| **交银60天B** | 1.1750 | 3.968 % | 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16日，交银环球、交银资源净值数据截至2014年5月15日。