|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **前所未有的复杂局面****股票市场运行周报****宏观经济及债券市场旗下基金表现** |  |  |



**前所未有的复杂局面**

前几个月，中国经济下滑的压力再次加大，放松货币政策刺激经济的呼声也再次高涨，而我们看到央行虽然在一定程度上进行了放松，但放松的力度始终不大，也很难彻底消除经济在经历短期企稳后继续下滑的风险，这与以往央行的做法有较大的差别，难道是央行对经济的认识滞后于市场？我认为恰恰相反，央行对于经济的理解已经远远超越了市场。

前路充满挑战，以往我们总是习惯性地听到央行在分析中国经济时给出“中国经济面临前所未有的复杂局面”这一提法，但这次恐怕真的是“前所未有”的复杂局面。然而我们别无选择，这是任何一个经济体从新兴走向成熟的必经之路。黎明前的黑暗总是特别的黑，我们只能用黑色的眼睛去寻找光明。

**宏观经济与债券市场**

**20140623-20140629**

经济增长方面，国内经济继续回升但易衰竭。6 月汇丰PMI 预览值由上月49.4 升至本月50.8，为今年来首次突破荣枯平衡线，且是7个月来的最高水平，显示制造业景气度进一步好转。但6月中观数据显示经济反弹存隐忧，地产销售继续下滑，库存状况转差，工业增速短期反弹或后继无力。物价方面，猪价继续回落，通胀短期稳定。

海外市场方面，美国一季度GDP大幅下修，环比下降2.9%，主要受医疗保健支出和净出口拖累，但未来消费者信心指数向好，二季度经济有望恢复增长。欧元区综合PMI 创新低，德法分化加剧。迪拜股市本周暴跌，缘起房地产泡沫破灭。**前所未有的复杂局面**

**交银主题、交银周期回报基金经理 李永兴**

 前几个月，中国经济下滑的压力再次加大，放松货币政策刺激经济的呼声也再次高涨，而我们看到央行虽然在一定程度上进行了放松，但放松的力度始终不大，也很难彻底消除经济在经历短期企稳后继续下滑的风险，这与以往央行的做法有较大的差别，难道是央行对经济的认识滞后于市场？

我认为恰恰相反，央行对于经济的理解已经远远超越了市场。中国经济近几年最大的变化主要有两点，一是农村劳动力向城市转移的速度下降，二是居民储蓄率开始下降。前者意味着投资扩张（信贷扩张）使得劳动力价格的弹性更大，后者意味着即使投资率保持不变，由于储蓄率的下降也会带来通货膨胀。在凯恩斯的模型中，总体物价主要受两方面因素的影响，一是生产要素成本，二是投资与储蓄之间的差额（这也解释了为什么近两年来CPI总是高于PPI）。而信贷一旦大规模扩张，一方面劳动力价格对于投资扩张的弹性已远高于前几年，这将使得生产要素成本显著上升；另一方面投资率上升叠加储蓄率的下降也将使得通胀压力进一步加大。这就是央行认为当前中国经济中债务扩张对经济的刺激作用在下降的原因。这意味着，要想刺激经济以维持均衡状态，市场利率下降的幅度（包括信贷扩张的规模）必须小于前几年，否则只会造成通胀更大的弹性。

但我认为中国经济的复杂性不仅限于此。从当期模型实现市场均衡的角度看，一旦经济出现通缩迹象时，货币政策的确需要做出适当的反应。但如果考虑多期模型，当期的均衡市场利率未必是多期的最优市场利率。许多观点认为货币政策对长期经济增长的影响是中性的，但在中国这一点恐怕不成立，至少暂时不成立。在中国容易获得贷款尤其是低利率贷款的往往是国企或者有政府关系的企业，这些企业往往从事的都是低劳动生产率的传统行业，信贷扩张（利率下降）会使得这些企业获得更高的ROE（资金成本下降加上杠杆率提高），相应地这些企业也会增加投资，也就是说信贷扩张更多将刺激低劳动生产率行业的就业，这其实阻碍了劳动力从低劳动生产率行业向高劳动生产率行业转移。这一点在前几年不是问题，因为当时农村有大量的富余劳动力，无论是低劳动生产率的行业还是高劳动生产率的行业，只要能把农村富余劳动力转移出来就是对劳动生产率的提升，因此当时的低利率是有利于整体劳动生产率的提升。但现在随着农村富余劳动力的下降，以及低劳动生产率行业劳动生产率提升速度的减慢，实现当期市场均衡的低利率实际上会使劳动力继续停留在低劳动生产率的行业，阻碍整体劳动生产率的提升。也就是说，要想实现多期模型的最优化，可能需要在一段时间内牺牲当期的市场均衡，即在出现轻微通缩的情况下依然维持偏高利率，为劳动生产率的提升创造环境。

当然，这一问题更复杂的一点在于，劳动生产率的提升不是央行能够决定的，需要其他各政府部门的共同努力，甚至需要对阻碍劳动生产率提升的一些旧有机制进行彻底的改革。否则，如果只是央行维持偏高利率以避免劳动力在刺激经济时重新回到低劳动生产率的行业，而其他政府部门无所作为的话，则可能造成即出现通货紧缩又无法有效提高劳动生产率的最差结果。

前路充满挑战，以往我们总是习惯性地听到央行在分析中国经济时给出“中国经济面临前所未有的复杂局面”这一提法，但这次恐怕真的是“前所未有”的复杂局面。然而我们别无选择，这是任何一个经济体从新兴走向成熟的必经之路。黎明前的黑暗总是特别的黑，我们只能用黑色的眼睛去寻找光明。

**股票市场运行周报（20140623-20140627）**

**交银施罗德量化投资部**
本周上证综指上涨0.49%，深证成指上涨1.63%，中小板指数上涨3.45%，沪深两市成交量为8,035.73亿元。国防军工、通信、钢铁行业涨幅最大，涨幅分别为6.87%、4.69%、4.35%。银行、非银金融跌幅最大，分别下跌0.58%、0.25%；从行业换手率来看，计算机、轻工制造行业换手率最大，换手率超过9%；从风格特征来看，中市净率指数涨幅最大，涨幅为3.76%，低市盈率指数跌幅最大，跌幅为0.13%。

**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 | 0.49% | 3,186.9 | A股总市值（亿元） | 274,267.57 |
| 上证180 | 0.17% | 1,325.7 | A股流通市值（亿元） | 200,270.75 |
| 上证50 | (0.72%) | 550.3 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 11.44 |
| 沪深300 | 0.63% | 1,958.3 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 11.02 |
| 深证成指 | 1.63% | 326.9 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 1.57 |
| 深证100 | 1.99% | 736.6 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 1.50 |
| 申万中小板 | 3.45% | 2,151.5 | A股加权平均股价 | 6.49 |
| 申万基金重仓 | 1.63% | 4,587.2 | 两市A股成交金额(亿元) | 8,035.73 |

**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 | 6.87% | 5.38% | 医药生物 | 2.70% | 4.11% |
| 通信 | 4.69% | 5.25% |  | 有色金属 | 2.36% | 6.33% |
| 钢铁 | 4.35% | 1.75% | 商业贸易 | 2.26% | 4.44% |
| 传媒 | 3.91% | 8.11% |  | 汽车 | 2.25% | 3.84% |
| 轻工制造 | 3.90% | 9.45% |  | 采掘 | 2.03% | 1.64% |
| 机械设备 | 3.22% | 6.13% |  | 房地产 | 1.89% | 4.04% |
| 休闲服务 | 3.09% | 3.97% | 家用电器 | 1.73% | 4.79% |
| 农林牧渔 | 3.08% | 5.57% |  | 建筑装饰 | 1.72% | 1.65% |
| 综合 | 3.04% | 4.92% | 建筑材料 | 1.66% | 5.46% |
| 计算机 | 3.03% | 10.79% |  | 公用事业 | 1.41% | 2.04% |
| 电子 | 2.97% | 8.22% | 交通运输 | 1.17% | 1.99% |
| 纺织服装 | 2.91% | 4.41% | 化工 | 0.93% | 2.19% |
| 电气设备 | 2.88% | 4.53% | 非银金融 | (0.25%) | . |
| 食品饮料 | 2.81% | 3.42% | 银行 | (0.58%) | 0.27% |

**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：20140623-20140627

**宏观经济及债券市场20140623-20140629**

**交银施罗德固定收益部**

●**经济增长：**国内经济继续回升但易衰竭。6 月汇丰PMI 预览值由上月49.4 升至本月50.8，为今年来首次突破荣枯平衡线，且是7个月来的最高水平，显示制造业景气度进一步好转。但6月中观数据显示经济反弹存隐忧，地产销售继续下滑，库存状况转差，工业增速短期反弹或后继无力。物价方面，猪价继续回落，通胀短期稳定。国内流动性方面，正回购首次暂停，包括此前的定向降准、再贷款等，再加上本次正回购暂停，以及未来逆回购可能的重启，均标志央行宽松货币政策基调未变。

●**宏观政策：**政策山雨欲来。近日全国各地纷纷出台微刺激政策，稳增长似有全面加码，山雨欲来风满楼之势。2012年以来，年年中央政府喊稳增长，地方政府出台大量项目。然而，“年年岁岁花相似，岁岁年年人不同”，与以往相比，今年最大的区别在于影子银行的全面监管，加上防控地方债务风险，因而资金来源或将成为全面刺激的最大制约。

●**国际宏观：**美一季度GDP 大幅下修，迪拜房地产泡沫破灭。美国一季度GDP大幅下修，环比下降2.9%，主要受医疗保健支出和净出口拖累，但未来消费者信心指数向好，二季度经济有望恢复增长。欧元区综合PMI 创新低，德法分化加剧。迪拜股市本周暴跌，缘起房地产泡沫破灭。

●**债券市场：**本周二央行在公开市场开展28天180亿元正回购操作，周四暂停了正回购操作，且有3m期限的500亿国库现金招标，全周实现净投放620亿元。银行间资金市场供需呈现两极态势：以利率债质押的资金交投较为轻松，而质押信用跨半年品种难觅，带动7-14d回购加权价格大幅上行。利率债各期限品种收益率小幅震荡，5-7y金融债成交相对活跃。信用债收益则以下行为主。

****

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **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** | 0.6612 | 2.853 | 0.05% | -1.77% | -10.10% | -7.30% | -15.74% | 210.21% |
| **交银稳健** | 1.0254 | 2.6604 | 0.10% | 0.36% | -9.87% | -8.26% | -11.76% | 155.99% |
| **交银成长** | 2.8437 | 3.2487 | 0.00% | -0.22% | -6.99% | 2.38% | 12.44% | 227.42% |
| **交银蓝筹** | 0.6856 | 0.7006 | 0.06% | -2.20% | -8.46% | -3.04% | -10.82% | -30.49% |
| **交银增利A/B** | 1.0359 | 1.3759 | 0.13% | 5.19% | 6.90% | 3.12% | 13.35% | 42.87% |
| **交银增利C** | 1.0285 | 1.3465 | 0.12% | 5.08% | 6.68% | 2.68% | 11.87% | 39.01% |
| **交银环球** | 1.631 | 1.825 | 0.37% | 3.49% | 5.85% | 26.81% | 18.59% | 87.50% |
| **交银先锋** | 1.1309 | 1.2099 | 0.72% | -3.42% | -3.92% | 4.43% | -1.34% | 20.74% |
| **治理ETF** | 0.593 | 0.66 | 0.00% | 1.72% | -4.82% | 2.77% | -21.14% | -34.01% |
| **交银治理** | 0.677 | 0.677 | 0.00% | 1.65% | -4.51% | 2.58% | -20.17% | -32.30% |
| **交银主题** | 0.759 | 0.774 | 0.13% | -0.65% | -2.44% | 1.61% | -26.24% | -23.04% |
| **交银趋势** | 0.777 | 0.777 | 0.00% | 4.16% | -2.26% | 1.44% | -18.55% | -22.30% |
| **交银添利** | 1.034 | 1.145 | 0.00% | 4.23% | 3.53% | 0.50% | 12.09% | 14.89% |
| **交银制造** | 1.161 | 1.161 | 0.35% | -1.36% | 1.49% | 12.50% | 15.98% | 16.10% |
| **交银深证300价值ETF** | 0.883 | 0.883 | 0.46% | 1.49% | -4.13% | 6.13% | -- | -11.70% |
| **交银双利A/B** | 1.096 | 1.204 | 0.18% | 6.30% | 5.59% | 4.27% | -- | 21.05% |
| **交银双利C** | 1.085 | 1.19 | 0.18% | 6.27% | 5.44% | 3.93% | -- | 19.59% |
| **交银价值** | 0.875 | 0.875 | 0.46% | 1.27% | -4.16% | 5.42% | -- | -12.50% |
| **交银行业** | 1.131 | 1.221 | 0.35% | 3.76% | 1.71% | 9.48% | -- | 9.94% |
| **交银资源** | 1.204 | 1.227 | -0.17% | 2.29% | -1.40% | 13.36% | -- | 22.66% |
| **交银荣安保本** | 1.037 | 1.117 | 0.00% | 2.37% | 2.47% | 5.82% | -- | 12.05% |
| **交银核心** | 0.974 | 0.974 | 0.31% | -2.70% | -3.47% | 0.41% | -- | -2.60% |
| **交银等权** | 0.983 | 1.022 | 0.31% | -1.40% | -7.58% | -0.04% | -- | 1.98% |
| **交银纯债A/B** | 1.051 | 1.058 | 0.00% | 4.06% | 6.27% | 4.47% | -- | 5.83% |
| **交银纯债C** | 1.042 | 1.048 | 0.10% | 3.99% | 5.89% | 3.68% | -- | 4.82% |
| **交银双轮动A/B** | 1.05 | 1.056 | 0.10% | 3.45% | 5.85% | 5.31% | -- | 5.63% |
| **交银双轮动C** | 1.045 | 1.051 | 0.10% | 3.36% | 5.56% | 4.91% | -- | 5.12% |
| **交银荣祥保本** | 1.044 | 1.074 | 0.00% | 2.86% | 2.96% | 7.46% | -- | 7.46% |
| **交银成长30** | 0.966 | 0.966 | 0.84% | -3.98% | -5.39% | -3.50% | -- | -3.40% |
| **交银月月丰A** | 1.065 | 1.065 | 0.19% | 3.90% | 4.93% | -- | -- | 6.50% |
| **交银月月丰C** | 1.061 | 1.061 | 0.19% | 3.82% | 4.74% | -- | -- | 6.10% |
| **交银双息平衡** | 1.027 | 1.027 | 0.20% | 4.05% | 1.48% | -- | -- | 2.70% |
| **交银荣泰保本** | 1.041 | 1.041 | 0.00% | 2.56% | 4.10% | -- | -- | 4.10% |
| **交银强化回报A/B** | 1.021 | 1.021 | 0.20% | 1.59% | -- | -- | -- | 2.10% |
| **交银强化回报C** | 1.021 | 1.021 | 0.10% | 1.49% | -- | -- | -- | 2.10% |
| **交银新成长** | 1.003 | 1.003 | 0.00% | -- | -- | -- | -- | 0.30% |
| **交银周期回报** | 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** | 2.1726 | 5.886 % | -- |
| **交银货币B** | 2.2392 | 6.129 % | -- |
| **交银21天A** | 1.0603 | 3.873 % | 3.899% |
| **交银21天B** | 1.1398 | 4.164 % | 4.208% |
| **交银60天A** | 1.2013 | 4.123 % | 3.986% |
| **交银60天B** | 1.2808 | 4.413 % | 3.438% |

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至2014年6月27日，交银环球、交银资源净值数据截至2014年6月26日。