|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **信用债投资精耕细作时代来临****股票市场运行周报****宏观经济及债券市场旗下基金表现** |  |  |



**信用债投资精耕细作时代来临**

2014年上半年债券的持有期收益非常可观，中债总财富指数年初以来涨幅已经达到6.05%。本轮推动债券牛市运行的因素主要来自流动性改善和基本面下滑。货币政策取向悄然发生变化，银行间流动性较去年出现明显改善。

但和过去不同，今年持有具有较高票息的信用债来获得的收益却很难让人满意，易见信用债投资一味追求高票息的粗放式管理时代正在过去。在金融体系逐步打破刚性兑付的演进中，对信用债的精耕细作不仅仅是规避风险的大盾牌，也将是助益投资者取得稳定的超额收益的超级利器。我们乐见信用债市场的分化和扩容，在经济周期轮动中主动择时，以行业和个券的视角深度把握信用定价，相信会带来确定性较高的风险收益比。

**宏观经济与债券市场**

**20140630-20140706**

经济增长方面，下行风险未除，经济反弹或有限。6 月PMI 继续反弹但动能趋弱，地产销售依然低迷，房价跌幅扩大。2014 年6 月中观数据显示，工业增速或将回落。物价方面，食品价格或稳定，预测6月CPI或与5月持平，7月通胀或小升，可能是年内高点。

海外市场方面，美国6月非农就业超预期大增28.8万人，失业率创近6年新低为6.1%，耶伦周三在IMF会议上表示现阶段不适合加息，预计美联储或将维持低利率较长时间，美联储或将用宏观审慎工具加强银行间系统性风险监管。欧央行议息会议维持负利率政策不变，欧央行暗示若通胀持续过低，未来可能采取QE。**信用债投资精耕细作时代来临**

**交银施罗德固定收益研究员 李娜**

债券牛市运行数月，10年国债收益率从年初4.56%下行至4.06%，银行间7年企业债收益率也从7.62%下行至6.84%，上半年债券的持有期收益非常可观，中债总财富指数年初以来涨幅已经达到6.05%。本轮推动债券牛市运行的因素主要来自流动性改善和基本面下滑。春节过后，PMI以及工业等经济数据持续低于预期，通胀也在低位运行。货币政策取向悄然发生变化，央行通过正逆回购、SLO和SLF等工具尽力熨平资金面的季节性波动，再贷款和定向降准等措施意在助力稳增长，银行间流动性较去年出现明显改善，银行间七天质押式回购利率自节后均值为3.44%，较2013年下半年的均值4.35%下降91bp。



和过去不同，今年持有具有较高票息的信用债来获得的收益却很难让人满意，易见信用债投资一味追求高票息的粗放式管理时代正在过去。以银行间5年期中票为例，在利率债收益率年初以来大幅下行的过程中，AAA和AA评级信用债的信用利差变化不大，但AA-品种的信用利差则从236bp扩张76bp达到312bp。这其中包含信用风险溢价和流动性溢价两个方面。超日债违约事件、信托兑付风险频发以及区域性互保违约发酵等事件不断刺痛投资者的神经，新发债券的资质不断下沉也在挑战投资者的风险承受能力。对市场来说感受更深的是，信用债各个行业和不同主体的流动性状况也在分化，相对资质较差以及有信用瑕疵的债券，流动性十分匮乏，在银行间市场鲜少交易，这也在侧面反映了市场参与者对于信用债个券实质违约发生的担忧情绪上升。



信用债作为企业直接融资的重要渠道，在整个社会融资中所发挥的作用已经愈加明显。从社会融资总量来看，今年月平均企业债券融资额已经超过2000亿元。这种信用债市场的持续快速扩容，必将带来巨大的投资机会。在金融体系逐步打破刚性兑付的演进中，对信用债的精耕细作不仅仅是规避风险的大盾牌，也将是助益投资者取得稳定的超额收益的超级利器。

正在分化出的高收益债券投资品类，其投资属性介于权益和高等级信用债之间，从相关关系来看，与权益的收益相关关系更高。以美银美林高收益债指数为例，其与美国长期国债的相关性系数为0.48，与标普500指数的相关性系数则达到0.77。经济周期波动中，高收益债券的信用利差波动幅度更是相较投资级债券扩大数倍。这种更似权益的投资属性，对于动态的信用风险定价提出了很高的要求。同时，海外数据显示高收益债券是风险收益比相当高的投资品种，其波动率明显低于权益类资产，但是其长期平均投资收益却不逊于权益。目前中国的高收益债券市场尚在培育之中，但如前所述，市场已经对于行业和个券开始给出风险溢价，未来这种分化势必加剧，而在信用领域深耕细作的投资者将会在把握投资机会上棋先一着。随着市场深度的提升，风险暴露和违约回收数据的增多，信用风险管理工具的逐步完善，付诸量化手段也会成为提高超额收益的重要手段。我们乐见信用债市场的分化和扩容，在经济周期轮动中主动择时，以行业和个券的视角深度把握信用定价，相信会带来确定性较高的风险收益比。

**股票市场运行周报（20140630-20140704）**

**交银施罗德量化投资部**
本周上证综指上涨1.12%，深证成指上涨0.29%，中小板指数上涨2.89%，沪深两市成交量为10,771.61亿元。国防军工、纺织服装、电气设备行业涨幅最大，涨幅分别为4.68%、3.62%、3.16%。采掘业跌幅最大，下跌0.71%；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12%；从风格特征来看，高市盈率指数涨幅最大，涨幅为3.29%，绩优股指数涨幅最小，涨幅为0.70%。

**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 | 1.12% | 4,325.9 | A股总市值（亿元） | 279,331.15 |
| 上证180 | 1.42% | 1,703.3 | A股流通市值（亿元） | 204,109.24 |
| 上证50 | 1.27% | 646.4 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 11.64 |
| 沪深300 | 1.32% | 2,575.0 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 11.22 |
| 深证成指 | 0.29% | 477.1 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 1.60 |
| 深证100 | 0.72% | 1,079.7 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 1.53 |
| 申万中小板 | 2.89% | 2,827.0 | A股加权平均股价 | 6.60 |
| 申万基金重仓 | 1.91% | 6,188.9 | 两市A股成交金额(亿元) | 10,771.61 |

**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 | 4.68% | 10.41% | 通信 | 2.23% | 6.58% |
| 纺织服装 | 3.62% | 7.31% |  | 轻工制造 | 2.10% | 12.35% |
| 电气设备 | 3.16% | 6.38% | 非银金融 | 2.04% | . |
| 机械设备 | 3.15% | 8.23% |  | 公用事业 | 1.88% | 2.90% |
| 汽车 | 3.14% | 5.94% |  | 传媒 | 1.47% | 10.52% |
| 农林牧渔 | 3.11% | 7.39% |  | 建筑装饰 | 1.39% | 2.20% |
| 电子 | 2.96% | 10.45% | 综合 | 1.29% | 7.47% |
| 医药生物 | 2.89% | 6.86% |  | 银行 | 1.09% | 0.29% |
| 有色金属 | 2.68% | 7.67% | 化工 | 1.07% | 3.33% |
| 计算机 | 2.59% | 12.35% |  | 钢铁 | 1.07% | 2.19% |
| 建筑材料 | 2.40% | 6.24% | 食品饮料 | 0.86% | 3.88% |
| 交通运输 | 2.40% | 3.69% | 休闲服务 | 0.80% | 7.00% |
| 商业贸易 | 2.37% | 5.81% | 家用电器 | 0.39% | 6.35% |
| 房地产 | 2.34% | 4.79% | 采掘 | (0.71%) | 1.98% |

**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：20140630-20140704

**宏观经济及债券市场20140630-20140706**

**交银施罗德固定收益部**

●**经济增长：**下行风险未除，经济反弹或有限。6 月PMI 继续反弹但动能趋弱，地产销售依然低迷，房价跌幅扩大。2014 年6 月中观数据显示，工业增速或将回落。6月PMI为51，较上月回升0.2个百分点，显示制造业景气度继续在小幅改善，但仍处于历年偏低水平。然而，本月升幅0.2%，较上月缩窄，或显示反弹动能趋弱。从结构看，主要分项均产生正向拉动，特别是新订单指标回升幅度较大，成为PMI 回升的主要贡献。但新房销售面积跌幅近30%，意味着后期新开工、施工和投资仍然不乐观。地产需求若要大幅提振，或仍将有赖于按揭利率的改善。此外，发电增速和电力耗煤增速双双跳水，预示工业增速或将回落，经济下行风险或升温。

●**通胀：**物价方面，食品价格稳定，预测6月CPI或与5月持平，7月通胀或小升，可能是年内高点。6月食品价格基本稳定，商务部、统计局食品价格环比涨幅均在0 左右，预测6月CPI食品价格环比或持平，CPI 同比或稳定在2.5%。猪肉批发价持续回落；菜篮子批发价格指数持续小幅上涨，肉价下跌菜价上涨，食品价格整体或保持稳定。

●**货币政策：**国内流动性方面，央票扑朔迷离，上周正回购再度重启，亦引发对货币政策态度转向的担心，但目前经济下行压力未消、通胀仍处低位，央行货币政策或难紧，宽松政策或未改。

●**稳增长政策：**李总理7月3、4日在湖南调研，提到当前经济运行平稳，处于合理区间，二季度比一季度有所改善。强调发展是第一要务，确保经济运行处于合理区间，更加注重定向调控。总理不断强调定向调控和稳增长，许多省市也进行了呼应，6 月以来有十多个省份出台了稳投资、稳工业或稳外贸的措施。更值得重视的是，在信贷总量稳定（2014 年全年9.5 万亿-10 万亿）和影子银行收缩的背景下，稳增长领域资金占用越多，意味着对房地产、传统制造业和一些服务业将产生挤出效应，它们融资或将更加困难，融资成本居高不下。因此，我们看到今年以来的企业贷款利率和房贷按揭利率均呈上行趋势。

●**国际宏观：**美国6 月非农就业超预期大增28.8万人，失业率创近6年新低为6.1%，耶伦周三在IMF 会议上表示现阶段不适合加息，预计美联储或将维持低利率较长时间，美联储或将用宏观审慎工具加强银行间系统性风险监管。欧央行议息会议维持负利率政策不变，欧央行暗示若通胀持续过低，未来可能采取QE。

●**债券市场：**跨季之后资金面转为宽松，大行以及政策性银行纷纷融出资金。预计近期资金面会继续维持宽松。受到周二国开行招标结果带动，本周利率产品整体上行，中长端上行幅度较大。城投、中票交投热情大减，市场观望情绪浓厚。短融市场交投活跃，收益下浮明显，基金买盘涌现，银行抛盘较多。

****

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **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** | 0.6694 | 2.8612 | -0.37% | 0.31% | -10.41% | -11.24% | -16.31% | 214.06% |
| **交银稳健** | 1.042 | 2.677 | -0.54% | 2.94% | -9.40% | -9.70% | -12.26% | 160.13% |
| **交银成长** | 2.9163 | 3.3213 | -0.59% | 2.12% | -6.56% | -0.96% | 12.17% | 235.78% |
| **交银蓝筹** | 0.6924 | 0.7074 | -0.45% | -0.46% | -8.77% | -6.79% | -12.35% | -29.80% |
| **交银增利A/B** | 1.0355 | 1.3755 | -0.10% | 5.14% | 6.85% | 1.97% | 13.41% | 42.81% |
| **交银增利C** | 1.028 | 1.346 | -0.11% | 5.03% | 6.63% | 1.53% | 11.93% | 38.95% |
| **交银环球** | 1.669 | 1.863 | 0.91% | 4.51% | 6.76% | 29.08% | 16.19% | 91.87% |
| **交银先锋** | 1.1558 | 1.2348 | -0.31% | -2.23% | -3.58% | 0.48% | -2.35% | 23.40% |
| **治理ETF** | 0.602 | 0.67 | -0.17% | 1.69% | -2.43% | 1.52% | -21.72% | -33.00% |
| **交银治理** | 0.687 | 0.687 | -0.15% | 1.63% | -2.28% | 1.48% | -20.67% | -31.30% |
| **交银主题** | 0.768 | 0.783 | -0.78% | 1.45% | -1.29% | 0.92% | -27.34% | -22.13% |
| **交银趋势** | 0.799 | 0.799 | 0.25% | 5.69% | -1.24% | 0.13% | -18.64% | -20.10% |
| **交银添利** | 1.033 | 1.144 | 0.00% | 4.24% | 3.22% | -0.72% | 11.87% | 14.78% |
| **交银制造** | 1.2 | 1.2 | -0.08% | 2.39% | 2.83% | 11.52% | 19.64% | 20.00% |
| **交银深证300价值ETF** | 0.896 | 0.896 | -0.11% | 0.79% | -1.97% | 4.92% | -- | -10.40% |
| **交银双利A/B** | 1.097 | 1.205 | -0.27% | 6.30% | 5.38% | 1.36% | -- | 21.16% |
| **交银双利C** | 1.085 | 1.19 | -0.37% | 6.16% | 5.14% | 0.91% | -- | 19.59% |
| **交银价值** | 0.887 | 0.887 | -0.11% | 0.57% | -2.21% | 4.23% | -- | -11.30% |
| **交银行业** | 1.139 | 1.229 | -0.35% | 3.36% | 1.52% | 5.96% | -- | 10.72% |
| **交银资源** | 1.244 | 1.267 | 1.55% | 4.89% | 0.26% | 17.34% | -- | 26.73% |
| **交银荣安保本** | 1.041 | 1.121 | -0.19% | 2.66% | 2.56% | 4.57% | -- | 12.48% |
| **交银核心** | 0.992 | 0.992 | -0.20% | -1.00% | -1.88% | -0.40% | -- | -0.80% |
| **交银等权** | 0.998 | 1.037 | -0.30% | -0.40% | -6.17% | -1.49% | -- | 3.53% |
| **交银纯债A/B** | 1.05 | 1.057 | 0.00% | 4.06% | 6.17% | 3.96% | -- | 5.73% |
| **交银纯债C** | 1.04 | 1.046 | 0.00% | 3.90% | 5.80% | 3.17% | -- | 4.62% |
| **交银双轮动A/B** | 1.051 | 1.057 | 0.00% | 3.44% | 5.84% | 5.10% | -- | 5.73% |
| **交银双轮动C** | 1.045 | 1.051 | 0.00% | 3.26% | 5.56% | 4.60% | -- | 5.12% |
| **交银荣祥保本** | 1.047 | 1.077 | -0.19% | 3.05% | 2.85% | 5.55% | -- | 7.77% |
| **交银成长30** | 0.986 | 0.986 | -0.70% | -2.47% | -4.27% | -1.60% | -- | -1.40% |
| **交银月月丰A** | 1.065 | 1.065 | -0.09% | 3.70% | 4.82% | -- | -- | 6.50% |
| **交银月月丰C** | 1.061 | 1.061 | -0.09% | 3.61% | 4.53% | -- | -- | 6.10% |
| **交银双息平衡** | 1.036 | 1.036 | -0.38% | 4.02% | 1.87% | -- | -- | 3.60% |
| **交银荣泰保本** | 1.044 | 1.044 | -0.19% | 2.65% | 4.09% | -- | -- | 4.40% |
| **交银强化回报A/B** | 1.021 | 1.021 | -0.10% | 1.29% | -- | -- | -- | 2.10% |
| **交银强化回报C** | 1.021 | 1.021 | -0.10% | 1.19% | -- | -- | -- | 2.10% |
| **交银新成长** | 1.004 | 1.004 | -0.10% | -- | -- | -- | -- | 0.40% |
| **交银周期回报** | 1.007 | 1.007 | -0.20% | -- | -- | -- | -- | 0.70% |
|  |  |
| **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** | 1.0030 | 4.294 % | -- |
| **交银货币B** | 1.0675 | 4.530 % | -- |
| **交银21天A** | 1.0598 | 3.865 % | 3.879% |
| **交银21天B** | 1.1392 | 4.155 % | 4.208% |
| **交银60天A** | 1.1126 | 4.232 % | 4.016% |
| **交银60天B** | 1.1920 | 4.521 % | 3.438% |

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至2014年7月4日，交银环球、交银资源净值数据截至2014年7月3日。