|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **波动还是趋势，债券投资中的德州扑克****股票市场运行周报****宏观经济及债券市场旗下基金表现** |  |  |



**波动还是趋势，债券投资中的德州扑克**

投资者对经济复苏的强烈预期在8月份受到了重挫，极为疲弱的7月贷款数据、社会融资总量，以及此后的工业增加值、PMI，甚至上周五的8月上半月金融机构贷款数据都让市场开始怀疑复苏的稳定性和真实性。解释有多种，需求疲弱、存款下降制约信贷、央行主动控制的结果等等……似乎都有迹可寻。然而，数据的扰动究竟是短期波动还是趋势性的变化无疑将对投资者的行为产生极大的影响。

近日与一友人相聚，讨论市场之余偶提起了德州扑克与投资之间的关系。德州扑克是一个将运气、技术、心理结合得很平衡的一个游戏，从这个角度说，德州扑克与投资有着太多相似之处。

**宏观经济与债券市场**

**20140818-20140824**

8月汇丰中国PMI初值结束此前连续4个月的升势，回落1.4个百分点至50.3，逼近荣枯线，为3个月来最低，大幅低于市场预期。在房地产行业景气度持续回落背景下，短期经济的偏稳运行对政策依赖或依然较大。资金面方面，本周公开市场净投放110亿元，略低于前周140亿元的净投放规模。市场利率略显压力，国债到期收益率小幅上升。未来一周临近8月末，并且又迎来新股集中IPO或冻结近万亿元，资金面或阶段性偏紧，但预计程度有限，央行或也会相应加大资金投放力度。

海外市场方面，周三公布的美联储会议纪要整体基调偏向鹰派，承认劳动力市场复苏好于预期，经济复苏或也比预期的更乐观。欧元区8月综合PMI初值自53.8降至52.8。因出口和日本国内需求增加，日本8月制造业PMI升至五个月高位52.4。

**波动还是趋势，债券投资中的德州扑克**

**交银施罗德固定收益部助理总经理 林洪钧**

投资者对经济复苏的强烈预期在8月份受到了重挫，极为疲弱的7月贷款数据、社会融资总量，以及此后的工业增加值、PMI，甚至上周五的8月上半月金融机构贷款数据都让市场开始怀疑复苏的稳定性和真实性。解释有多种，需求疲弱、存款下降制约信贷、央行主动控制的结果等等……似乎都有迹可寻。然而，数据的扰动究竟是短期波动还是趋势性的变化无疑将对投资者的行为产生极大的影响。



近日与一友人相聚，讨论市场之余偶提起了德州扑克与投资之间的关系。德州扑克是一个将运气、技术、心理结合得很平衡的一个游戏，从这个角度说，德州扑克与投资有着太多相似之处。首先，德州中所有决定的基础是对牌局的解读，其中包括对翻牌前（PREFLOP）、翻牌圈（FLOP）、转牌圈（TURN）、河牌圈（RIVER）对手所有动作的解读，德州上称之谓读牌。而债券投资中，我们需要对市场发生的任何情况，包括经济、流动性、估值、机构行为等做仔细的研究，然后才能形成投资决策。

而目前市场上发生了微妙的变化，在7月份投资者对经济复苏开始形成稳定预期的时候，金融数据以及PMI等数据突然出现了反向的变化，这时候作为债券投资者，我们需要做怎样的决策？是改变原来谨慎的策略，开始转手做多？还是坚持原来的谨慎操作？这好比在德州扑克中，原先你预期对手手里的牌力弱于你，你在翻牌前、翻牌圈接连下了两条街的价值注（VALUE BET），然而，在转牌圈出现了你不希望看到的牌（基本面数据出现了意料之外的变化），对手也针对牌面下了注（市场投资者近期参与利率债的热情明显提高，长期金融债收益下行了近15BP）。这时候，我们是否要改变原来的策略？FOLD or Call，取决于我们对转牌圈出现变化的解读。在德州上体现为，转牌圈是否真实帮助到了对手？我们是否真实落后于对手了？而在债券投资上则体现为，数据的变化究竟是趋势性的或仅仅是短期波动？

从近期PMI以及贷款数据上看，经济短期内或仍面临较大压力。然而，6月份与7、8两个月极大的波动无法仅仅用需求疲弱来解释，央行主导银行端的收紧似乎也与降低融资成本的趋势不符，更合理的解释可能仍然在存款下降制约了商业银行的信贷投放。如果从这个层面出发，短期经济的波动可能在一个季度内仍将持续，而长期来看，经济复苏的趋势仍将取决于外需的持续有效性以及其对国内私营部门投资的拉动；此外，房地产可能出现的阶段性筑底回升也可能对经济的走势起着方向性的作用。

在对基本面有了仔细的阅读之后，就要落实在决策上。这里引用德州上的一些理念，笔者最近刚开始学习德州，对德州中一个专业词汇印象深刻——许多德州扑克的职业选手并不追求一手牌或几手牌的输赢，对于职业选手而言，他们更强调EV（expected value）的概念。简单来说，EV等于对所有可能的价值乘以其对应的概率的求和。这个概念对于债券投资而言同样重要。如果我们认为当前短期内受金融数据的影响，债券市场仍将持续向好，我们可以bet在长端利率债上；但从长期趋势来看，如果我们坚持经济的缓慢复苏的话，则需要意识到，目前只会是一个短期的波段，我们无法判断这个短期是持续一个月还是两个月，但长期而言，最+EV的投资策略仍将回到城投债的票息收入上。

**股票市场运行周报（20140818-20140822）**

**交银施罗德量化投资部**
本周上证综指上涨0.63%，深证成指上涨0.97%，中小板指数上涨2.55%，沪深两市成交量为16,176.26亿元，比上周有所增加。传媒、综合、纺织服装行业涨幅最大，涨幅分别为7.70%、5.94%、3.26%。非银金融、银行、采掘跌幅最大，分别下跌1.66%、0.74%、0.62%；从行业换手率来看，传媒行业的换手率最大，换手率超过20%；从风格特征来看，微利股指数涨幅最大，涨幅为4.17%，低市盈率指数跌幅最大，跌幅为0.14%。

**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 | 上证综指 | 0.63% | A股总市值（亿元） | 305,430.59 |
| 上证180 | 上证180 | (0.24%) | A股流通市值（亿元） | 225,452.48 |
| 上证50 | 上证50 | (1.11%) | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 12.69 |
| 沪深300 | 沪深300 | 0.20% | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 12.04 |
| 深证成指 | 深证成指 | 0.97% | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 1.75 |
| 深证100 | 深证100 | 1.66% | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 1.66 |
| 申万中小板 | 申万中小板 | 2.55% | A股加权平均股价 | 7.17 |
| 申万基金重仓 | 申万基金重仓 | 1.13% | 两市A股成交金额(亿元) | 16,176.26 |

**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** |
| 传媒 | 7.70% | 21.35% | 房地产 | 1.88% | 7.48% |
| 综合 | 5.94% | 13.00% |  | 医药生物 | 1.73% | 8.19% |
| 纺织服装 | 3.26% | 9.84% | 家用电器 | 1.59% | 12.29% |
| 计算机 | 3.20% | 12.81% |  | 电子 | 1.58% | 14.37% |
| 机械设备 | 3.09% | 10.90% |  | 建筑装饰 | 1.04% | 3.88% |
| 休闲服务 | 2.89% | 8.95% |  | 农林牧渔 | 0.96% | 11.92% |
| 公用事业 | 2.73% | 5.50% | 有色金属 | 0.96% | 9.12% |
| 电气设备 | 2.71% | 9.15% |  | 建筑材料 | 0.77% | 10.70% |
| 通信 | 2.67% | 8.46% | 食品饮料 | 0.68% | 6.32% |
| 商业贸易 | 2.52% | 9.89% |  | 化工 | 0.41% | 3.55% |
| 交通运输 | 2.45% | 4.96% | 汽车 | (0.34%) | 7.93% |
| 钢铁 | 2.42% | 4.46% | 采掘 | (0.62%) | 7.95% |
| 国防军工 | 2.31% | 7.98% | 银行 | (0.74%) | 0.47% |
| 轻工制造 | 2.15% | 11.79% | 非银金融 | (1.66%) |  |

**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：20140818-20140822

**宏观经济及债券市场20140818-20140824**

**交银施罗德固定收益部**

●**经济数据：**8月汇丰中国PMI初值结束了此前连续4个月的升势，回落1.4个百分点至50.3，逼近荣枯线，为3个月来最低，大幅低于市场预期。从细分数据看，所有分项均出现较大幅调整。特别是新订单指数和新出口订单指数初值分别回落2个百分点和1.2个百分点至51.3和51.4；产出指数初值亦回落1.5个百分点至51.3，反应制造业增长势头短期或放缓。在房地产行业景气度持续回落背景下，短期经济的偏稳运行对政策依赖较大。下半年若想稳住7.5%左右的增速，预计政策或仍要延续宽松。

●**资金面流动性：**本周公开市场净投放110亿元，略低于前周140亿元的净投放规模。市场利率略显压力，国债到期收益率小幅上升。未来一周临近8月末，并且又迎来新股集中IPO或冻结近万亿元，资金面或阶段性偏紧，但预计程度有限，央行或也会相应加大资金投放力度。

●**货币政策：**货币政策上央行继续净投放，显示了宽松货币政策或在进一步推进。在产业政策上，除了地产政策进一步放松，本周国家出台一系列刺激政策，如东北振兴举措、大批基础设施建设规划、科技体制改革、习主席出访蒙古提出的矿业开发等。未来一段时间内支撑市场继续向上的动力或可能更多来自政策面预期而非基本面，目前市场显然对政策面抱有较高的预期。

●**海外市场：**周三公布的美联储会议纪要整体基调偏向鹰派，承认劳动力市场复苏好于预期，经济复苏或也比预期的更乐观。周末的全球央行年会上，美联储主席耶伦明确表示升息的关键标准是“就业市场全面复苏”，尤其强调了薪资数据，她重申美国劳动力市场资源远未充分利用，但坦承美联储将在10月结束购债，劳动力市场离目标进展越快，升息时间则越早。欧元区8月综合PMI初值自53.8降至52.8。因出口和日本国内需求增加，日本8月制造业PMI升至五个月高位52.4。

****

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **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** | 0.6863 | 2.8781 | 0.87% | 8.61% | -7.95% | -11.03% | -7.57% | 221.98% |
| **交银稳健** | 1.1102 | 2.7452 | 1.24% | 15.08% | -4.65% | -5.60% | -4.74% | 177.16% |
| **交银成长** | 3.0154 | 3.4204 | 0.62% | 10.44% | -6.70% | -3.36% | 19.64% | 247.19% |
| **交银蓝筹** | 0.724 | 0.739 | 0.61% | 8.53% | -5.17% | -5.53% | -2.61% | -26.60% |
| **交银增利A/B** | 1.0563 | 1.3963 | 0.09% | 4.57% | 6.76% | 5.05% | 19.49% | 45.68% |
| **交银增利C** | 1.0481 | 1.3661 | 0.08% | 4.47% | 6.55% | 4.61% | 17.92% | 41.66% |
| **交银环球** | 1.66 | 1.854 | 0.12% | 5.87% | 3.17% | 20.39% | 40.27% | 90.83% |
| **交银先锋** | 1.255 | 1.334 | 0.34% | 16.20% | 2.79% | 5.25% | 16.85% | 33.99% |
| **治理ETF** | 0.656 | 0.73 | 0.46% | 12.52% | 7.72% | 5.64% | -1.65% | -26.99% |
| **交银治理** | 0.745 | 0.745 | 0.40% | 11.86% | 7.19% | 5.52% | -1.59% | -25.50% |
| **交银主题** | 0.778 | 0.793 | 0.26% | 4.15% | -3.35% | -2.02% | -19.63% | -21.12% |
| **交银趋势** | 0.855 | 0.855 | 0.71% | 13.85% | 4.52% | 4.52% | -7.57% | -14.50% |
| **交银添利** | 1.055 | 1.166 | 0.00% | 4.46% | 5.82% | 2.74% | 19.13% | 17.23% |
| **交银制造** | 1.29 | 1.29 | 0.55% | 14.97% | 5.22% | 13.46% | 34.66% | 29.00% |
| **交银深证300价值ETF** | 0.993 | 0.993 | 0.61% | 15.60% | 9.12% | 9.97% | -- | -0.70% |
| **交银双利A/B** | 1.126 | 1.234 | 0.36% | 7.44% | 6.83% | 4.22% | -- | 24.37% |
| **交银双利C** | 1.113 | 1.218 | 0.27% | 7.23% | 6.61% | 3.79% | -- | 22.67% |
| **交银价值** | 0.977 | 0.977 | 0.51% | 14.54% | 8.19% | 9.04% | -- | -2.30% |
| **交银行业** | 1.225 | 1.315 | 0.57% | 14.17% | 5.42% | 11.14% | -- | 19.08% |
| **交银资源** | 1.265 | 1.288 | -0.32% | 10.48% | 4.72% | 14.65% | -- | 28.87% |
| **交银荣安保本** | 1.026 | 1.132 | 0.29% | 3.36% | 2.06% | 5.29% | -- | 13.70% |
| **交银核心** | 1.07 | 1.07 | 0.38% | 11.81% | 2.20% | 4.59% | -- | 7.00% |
| **交银等权** | 1.106 | 1.145 | 0.45% | 14.02% | 4.73% | 3.50% | -- | 14.74% |
| **交银纯债A/B** | 1.064 | 1.071 | 0.00% | 2.90% | 6.08% | 5.98% | -- | 7.14% |
| **交银纯债C** | 1.054 | 1.06 | 0.10% | 2.83% | 5.72% | 5.40% | -- | 6.03% |
| **交银双轮动A/B** | 1.05 | 1.07 | 0.00% | 2.62% | 5.36% | 6.52% | -- | 7.05% |
| **交银双轮动C** | 1.047 | 1.064 | 0.00% | 2.63% | 5.18% | 6.02% | -- | 6.44% |
| **交银荣祥保本** | 1.034 | 1.091 | 0.39% | 3.85% | 2.75% | 5.86% | -- | 9.25% |
| **交银成长30** | 1.081 | 1.081 | 0.46% | 16.61% | 3.44% | 7.78% | -- | 8.10% |
| **交银月月丰A** | 1.078 | 1.078 | 0.00% | 3.26% | 5.17% | 7.69% | -- | 7.80% |
| **交银月月丰C** | 1.073 | 1.073 | 0.00% | 3.17% | 4.89% | 7.19% | -- | 7.30% |
| **交银双息平衡** | 1.099 | 1.099 | 0.55% | 10.79% | 6.80% | -- | -- | 9.90% |
| **交银荣泰保本** | 1.034 | 1.054 | 0.29% | 3.25% | 2.85% | -- | -- | 5.42% |
| **交银强化回报A/B** | 1.032 | 1.032 | 0.10% | 2.08% | 2.69% | -- | -- | 3.20% |
| **交银强化回报C** | 1.031 | 1.031 | 0.00% | 1.88% | 2.69% | -- | -- | 3.10% |
| **交银新成长** | 1.013 | 1.013 | 0.30% | 1.30% | -- | -- | -- | 1.30% |
| **交银周期回报** | 1.021 | 1.021 | 0.20% | 2.10% | -- | -- | -- | 2.10% |
| **交银丰盈** | 1.0010 | 1.0010 | 0.00% | -- | -- | -- | -- | 0.10% |
|  |  |
| **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** | 1.0195 | 3.736 % | -- |
| **交银货币B** | 1.0853 | 3.976 % | -- |
| **交银21天A** | 2.2246 | 2.962 % | 2.525% |
| **交银21天B** | 2.3042 | 3.253 % | 4.161% |
| **交银60天A** | 0.7743 | 2.813 % | 3.737% |
| **交银60天B** | 0.8538 | 3.103 % | 4.286% |

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至2014年8月22日，交银环球、交银资源净值数据截至2014年8月21日。