|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **读懂牛市“新常态”**  **股票市场运行周报**  **宏观经济与债券市场 旗下基金表现** |  |  |



**读懂牛市“新常态”**

与以往的牛市不同，造就本轮牛市的核心原因是大类资产配置的再平衡：房地产市场的天花板显现，使得存量财富配置在不动产和信托理财产品上的资金必须寻找新的方向，而长期被低估的股市则成为资金最青睐的地方。而由于住户部门的权益资产配置比例极其低，因此大类资产配置再均衡的时间可能持续较长。当然，资金入市的速度取决于估值吸引力的程度，慢牛比“疯牛”更健康，也更有利于延长大类资产配置再均衡的持续时间。

**股票市场运行周报**

**20150126-20150130**

本周上证综指下跌4.22%，深证成指下跌2.50%，中小板指数上涨0.31 %，沪深两市成交量为29,470.52亿元。纺织服装、商业贸易、农林牧渔行业涨幅最大，涨幅分别为2.18%、1.26%、1.16%；非银金融、银行、化工行业跌幅最大，跌幅分别为7.66%、7.60%、6.08%。从行业换手率来看，计算机、国防军工换手率最大，换手率超过14%；从风格特征来看，微利股指数涨幅最大，涨幅为1.33%，绩优股指数跌幅最大，跌幅为5.14%。

**读懂牛市“新常态”**

**交银趋势基金经理 曹文俊**

2014年四季度以来，A股市场经历了酣畅淋漓的快速上涨，市场结构发生了剧烈的变化。回顾来看，市场长期青睐的成长股与昔日相比显得褪色不少，而曾被市场束之高阁的低估值蓝筹股则表现异常抢眼，市场的“非典型”特征让过去几年操作游刃有余的成长股投资者感觉不太习惯。那么，A股市场暴涨背后究竟发生了怎么样的变化呢，这些因素能使牛市走得更长更远吗？

与以往牛市的驱动因素不同，本轮牛市似乎明显缺乏宏观经济基本面的支持和依据，牛市的产生主要依靠估值水平的系统性修复。疲弱的宏观经济与强劲的股市表现形成鲜明的反差，这与我们传统认识中股市楼市同涨同跌的现象完全不同，2014年我们看到的是“楼市跌、股市涨”。为什么以前都是楼市股市同涨同跌，而现在却不是呢？理解这个问题对于我们理解牛市“新常态”至关重要。

以前楼市股市同涨同跌有两个驱动因素：其一，总需求扩张，带动房地产市场回暖，而二级市场投资者则预期需求改善后企业盈利恢复，带动股市上涨；其二，流动性宽松，促使资产价格上升。那么，现在为何不同以往呢？其实，2014年至今，总需求扩张和流动性宽松并没有发生。我们的证据在于，从PMI和工业增加值等指标可以看出需求端处于收缩状态，总需求并未扩张；而流动性宽松体现为需求不足产生的“衰退式宽松”，并非主动创造产生的流动性宽松，是相对的宽松，而非绝对的宽松。那么，此轮股市上涨的主要原因既非预期企业盈利的改善，也非由于流动性的泛滥。

我们认为，大类资产配置的再平衡是造就股市大牛市的核心原因，其中蕴含两大背景事件。其一，房地产市场的长期高估和股市的长期低估；其二，房地产市场的天花板已经显现，新的投资渠道亟待拓展。

首先，房地产市场的高估可以用两个指标来反应——房价收入比和租金收益率，无论从购买能力角度，还是从相对于其他资产的投资回报吸引力角度，房地产市场都是存在高估的，此处不多赘述。地产市场的高估是有多方面因素叠加造成的，投资难度相对较低、可吸纳资金量大和地方政府土地财政依赖性强是三个比较重要的因素。再论股票市场的低估，从估值水平来看，A股市场整体的估值水平一两年前就已经没有太多泡沫了，而过去数年盈利不断增长而股价却跌创新低，估值水平处于不断下降过程中，典型的代表如地产、银行等行业。尽管中期行业前景并不乐观，但是从价值的角度，该些公司的确是被低估的。两大类资产的估值吸引力差距是显而易见的，但促使大类资产配置再平衡仍需要一些契机。

这个契机就是房地产市场的天花板出现。股市的持续低估有一个重要原因在于银行信托类理财产品给予8-10%的高收益，且始终由银行刚性兑付。信托理财产品的收益率成为投资者心目中的无风险收益率，股市的风险收益比变得吸引力不足。而信托理财产品的主要发行人就是地产商和地方融资平台。2014年二季度开始，信托产品规模开始出现收缩，这既有地产行业景气度下降，需求不足的原因，也有银行渠道考虑“刚性兑付”风险越来越大主动收缩的原因。从逻辑演绎上，我们也不难理解房地产市场天花板显现这一现状。从需求端来看，随着人均居住面积达到合理水平，未来购房需求将转化为以更新需求和改善需求为主，销售面积的增长空间有限；而供给端，未来可售资源量（目前在建项目和可售库存项目）仍然偏大，三四线城市供求失衡矛盾尤为突出。

房地产市场的天花板显现，使得存量财富配置在不动产和信托理财产品上的资金必须寻找新的方向，而长期被低估的股市则成为资金最青睐的地方。而由于住户部门的权益资产配置比例极其低，因此大类资产配置再均衡的时间可能持续较长。当然，资金入市的速度取决于估值吸引力的程度，慢牛比“疯牛”更健康，也更有利于延长大类资产配置再均衡的持续时间。

**股票市场运行周报（20150126-20150130）**

**交银施罗德量化投资部**  
本周上证综指下跌4.22%，深证成指下跌2.50%，中小板指数上涨0.31 %，沪深两市成交量为29,470.52亿元。纺织服装、商业贸易、农林牧渔行业涨幅最大，涨幅分别为2.18%、1.26%、1.16%；非银金融、银行、化工行业跌幅最大，跌幅分别为7.66%、7.60%、6.08%。从行业换手率来看，计算机、国防军工换手率最大，换手率超过14%；从风格特征来看，微利股指数涨幅最大，涨幅为1.33%，绩优股指数跌幅最大，跌幅为5.14%。

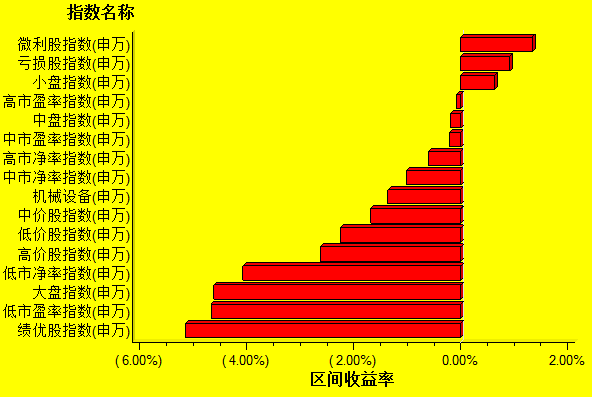
**表1:指数表现**   **表2:市场总体指标**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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 | (4.22%) | 16,989.8 | A股总市值（亿元） | 436,060.52 |
| 上证180 | (4.75%) | 10,238.8 | A股流通市值（亿元） | 320,975.25 |
| 上证50 | (6.21%) | 5,906.1 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 18.02 |
| 沪深300 | (3.85%) | 14,352.0 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 16.42 |
| 深证成指 | (2.50%) | 2,315.1 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 2.48 |
| 深证100 | (1.92%) | 3,767.3 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 2.25 |
| 申万中小板 | 0.31% | 4,786.3 | A股加权平均股价 | 9.90 |
| 申万基金重仓 | (2.43%) | 22,260.4 | 两市A股成交金额(亿元) | 29,470.52 |

**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** |
| 纺织服装 | 2.18% | 13.93% | 综合 | (0.60%) | 11.48% |
| 商业贸易 | 1.26% | 13.84% |  | 食品饮料 | (0.80%) | 7.04% |
| 农林牧渔 | 1.16% | 12.72% | 房地产 | (1.34%) | 9.19% |
| 轻工制造 | 0.97% | 13.16% |  | 交通运输 | (1.44%) | 7.22% |
| 公用事业 | 0.88% | 9.31% |  | 有色金属 | (1.62%) | 10.58% |
| 钢铁 | 0.77% | 8.08% |  | 通信 | (1.77%) | 8.39% |
| 电子 | 0.27% | 12.14% | 建筑装饰 | (1.97%) | 12.76% |
| 传媒 | 0.11% | 13.57% |  | 国防军工 | (2.54%) | 14.45% |
| 计算机 | 0.02% | 15.08% | 汽车 | (2.60%) | 9.49% |
| 家用电器 | (0.35%) | 13.26% |  | 休闲服务 | (3.14%) | 11.66% |
| 电气设备 | (0.36%) | 12.56% | 采掘 | (3.86%) | 5.94% |
| 建筑材料 | (0.43%) | 9.69% | 化工 | (6.08%) | 4.59% |
| 医药生物 | (0.49%) | 9.00% | 银行 | (7.60%) | 2.37% |
| 机械设备 | (0.50%) | 11.69% | 非银金融 | (7.66%) | 14.76% |

**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：20150126-20150130

**宏观经济与债券市场20150126-20150130**

**交银施罗德权益部、固定收益部**

**●国内宏观：**经济景气指数显示自9月开始的放松带来的经济弱复苏可能周期性见顶，在政策维持现状的情况下，1、2月经济增长大概率在去年年末位置震荡。考虑到经济不好可能带来的春节后失业隐忧，目前的经济增长坏消息加大了政策全面放松的可能。价格面，国内通缩风险持续。外围宽松令周内人民币兑美元中间价继续小幅贬值，即期和远期贬值压力上升。流动性方面，月末银行间流动性紧张程度小幅增加，实体经济融资利率继续抬升。

**●国际宏观：**美国复苏格局不变，首次加息时点大概率在年中或以后。欧元区局势震荡，多国央行继续采取降息及货币贬值策略，希腊和欧洲方面均兑债务问题态度强硬，增加短期市场风险。

**●公开市场业务:** 周二，央行同时进行了各300亿元的7天和28天期逆回购,利率分别为3.85%和4.80%；随后在周四进行了450亿元、期限28天的逆回购，利率维持在4.80%。另一方面，本周逆回购到期共500亿元。因此，央行在本周共实现资金净投放550亿元。

**●债券市场:** 本周债券收益率整体有所上行。具体而言，国债方面，3个月品种小幅上行2BP左右，1年期品种下行6BP左右，而3年、5年、7年以及10年期品种上涨幅度集中在2~6BP之间；政策性金融债方面，3个月品种上升幅度超过15BP，1年、3年以及5年期品种上行幅度在3~5BP之间，7年以及10年期品种收益率波动幅度在1BP之内；央票收益率方面，7天与14天品种收益率基本保持平稳，1个月品种收益率下行在9BP左右，2个月以及3个月品种下行在5BP左右，3个月品种则上行5BP，6个月、9个月、1年以及2年期品种下行幅度在2~6BP之间，而3年期品种收益率基本保持平稳。

****

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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** | **成立至今** | | **年化收益** |
| **交银精选** | | 0.7815 | | 3.0023 | -0.91% | | 10.26% | 23.24% | | 9.72% | 280.98% | | 15.39% |
| **交银稳健** | | 1.3016 | | 3.0826 | -0.60% | | 23.26% | 38.26% | | 28.30% | 264.30% | | 16.15% |
| **交银成长** | | 3.3857 | | 3.9067 | -0.92% | | 10.30% | 20.17% | | 12.50% | 303.97% | | 18.38% |
| **交银蓝筹** | | 0.8441 | | 0.8591 | -0.85% | | 11.08% | 21.58% | | 12.64% | -14.42% | | -2.06% |
| **交银增利A/B** | | 1.0095 | | 1.4915 | -0.05% | | 4.63% | 10.71% | | 18.88% | 59.48% | | 7.06% |
| **交银增利C** | | 1.0110 | | 1.4590 | -0.06% | | 4.51% | 10.47% | | 18.38% | 54.79% | | 6.60% |
| **交银环球** | | 1.568 | | 1.828 | 0.00% | | 0.38% | -1.20% | | 6.61% | 87.75% | | 10.27% |
| **交银先锋** | | 1.3712 | | 1.4752 | -1.34% | | 8.01% | 18.76% | | 19.03% | 49.24% | | 7.13% |
| **治理ETF** | | 1.006 | | 1.120 | -1.66% | | 47.51% | 53.82% | | 69.08% | 11.96% | | 2.13% |
| **交银治理** | | 1.121 | | 1.121 | -1.58% | | 45.02% | 50.87% | | 64.85% | 12.10% | | 2.16% |
| **交银主题** | | 1.191 | | 1.206 | -1.16% | | 47.58% | 57.54% | | 51.53% | 20.76% | | 4.20% |
| **交银趋势** | | 1.042 | | 1.042 | -0.86% | | 13.88% | 27.23% | | 30.58% | 4.20% | | 1.01% |
| **交银添利(LOF)** | | 1.145 | | 1.256 | -0.26% | | 4.09% | 9.78% | | 15.54% | 27.23% | | 6.19% |
| **交银制造** | | 1.490 | | 1.490 | -1.39% | | 9.40% | 23.04% | | 26.49% | 49.00% | | 11.68% |
| **交银深证300价值ETF** | | 1.332 | | 1.332 | -0.52% | | 29.45% | 37.75% | | 51.02% | 33.20% | | 8.91% |
| **交银双利A/B** | | 1.247 | | 1.485 | -0.48% | | 14.81% | 25.73% | | 35.43% | 53.17% | | 13.58% |
| **交银双利C** | | 1.228 | | 1.463 | -0.49% | | 14.65% | 25.36% | | 34.74% | 50.74% | | 13.04% |
| **交银价值** | | 1.298 | | 1.298 | -0.54% | | 28.39% | 36.06% | | 48.00% | 29.80% | | 8.12% |
| **交银行业** | | 1.590 | | 1.730 | -0.75% | | 24.70% | 40.61% | | 46.25% | 59.65% | | 16.93% |
| **交银资源** | | 1.144 | | 1.167 | 0.09% | | -5.38% | -9.64% | | -5.06% | 16.54% | | 5.86% |
| **交银荣安保本** | | 1.124 | | 1.285 | -0.35% | | 11.79% | 16.64% | | 18.92% | 31.07% | | 10.90% |
| **交银核心** | | 1.647 | | 1.647 | -0.72% | | 38.17% | 60.37% | | 62.43% | 64.70% | | 22.16% |
| **交银等权** | | 1.473 | | 1.512 | -1.14% | | 26.33% | 39.22% | | 44.70% | 52.81% | | 20.94% |
| **交银纯债A/B** | | 1.052 | | 1.104 | 0.10% | | -1.01% | 3.90% | | 10.16% | 10.48% | | 4.82% |
| **交银纯债C** | | 1.040 | | 1.091 | 0.19% | | -1.02% | 3.74% | | 9.61% | 9.16% | | 4.23% |
| **交银双轮动A/B** | | 1.044 | | 1.106 | 0.00% | | -0.38% | 4.25% | | 9.77% | 10.75% | | 5.88% |
| **交银双轮动C** | | 1.038 | | 1.097 | 0.00% | | -0.47% | 4.07% | | 9.18% | 9.83% | | 5.39% |
| **交银荣祥保本** | | 1.04 | | 1.242 | -0.48% | | 11.12% | 16.34% | | 19.42% | 25.75% | | 13.82% |
| **交银成长30** | | 1.219 | | 1.219 | -1.38% | | 9.82% | 19.98% | | 21.05% | 21.90% | | 12.71% |
| **交银月月丰A** | | 1.192 | | 1.192 | -0.17% | | 5.49% | 11.40% | | 17.09% | 19.20% | | 12.73% |
| **交银月月丰C** | | 1.184 | | 1.184 | -0.17% | | 5.34% | 11.17% | | 16.54% | 18.40% | | 12.21% |
| **交银双息平衡** | | 1.334 | | 1.334 | -0.74% | | 14.51% | 25.02% | | 32.08% | 33.40% | | 22.76% |
| **交银荣泰保本** | | 1.1200 | | 1.1950 | -0.53% | | 10.45% | 15.09% | | 18.50% | 20.15% | | 18.19% |
| **交银强化回报A/B** | | 1.047 | | 1.087 | 0.00% | | 1.85% | 6.27% | | 8.71% | 8.82% | | 8.77% |
| **交银强化回报C** | | 1.045 | | 1.085 | 0.00% | | 1.75% | 6.07% | | 8.51% | 8.62% | | 8.57% |
| **交银新成长** | | 1.201 | | 1.201 | -1.07% | | 14.60% | 19.74% | | -- | 20.10% | | 28.57% |
| **交银周期回报** | | 1.118 | | 1.198 | -0.53% | | 11.24% | 19.08% | | -- | 20.03% | | 30.13% |
| **交银丰盈** | | 1.0140 | | 1.0340 | 0.10% | | 0.00% | -- | | -- | 3.40% | | 7.36% |
| [**交银丰润A**](http://www.fund001.com/fund/519743/index.shtml) | | 0.9910 | | 0.9910 | 0.00% | | -- | -- | | -- | -0.90% | | -6.92% |
| **交银丰润C** | | 0.9900 | | 0.9900 | 0.00% | | -- | -- | | -- | -1.00% | | -7.67% |
| **交银丰享C** | | 0.9970 | | 0.9970 | 0.00% | | -- | -- | | -- | -0.30% | | -7.05% |
|  | |  | | | | | | | | | | | |
| **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** | | |
| **交银现金宝** | | 1.0722 | | | 6.785 % | | | -- | | |
| **交银货币A** | | 0.9703 | | | 3.556 % | | | -- | | |
| **交银货币B** | | 1.5964 | | | 4.681 % | | | -- | | |
| **交银21天A** | | 1.0145 | | | 3.919 % | | | 6.657% | | |
| **交银21天B** | | 1.0939 | | | 4.208 % | | | 7.071% | | |
| **交银60天A** | | 1.2672 | | | 6.968 % | | | 4.092% | | |
| **交银60天B** | | 1.3502 | | | 7.260 % | | | 4.109% | | |

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至2015年1月30日，交银环球、交银资源净值数据截至2015年1月29日。