|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **估值的艺术****股票市场运行周报****宏观经济与债券市场旗下基金表现** |  |  |



**估值的艺术**

上市公司股价在短期内波动的大致原因，除了公司战略、盈利前景有较大变化以外，投资者对公司的理解有较大变化也是不可忽视的一点。今年以来最热的互联网板块就是很好的例子。由于国内资本市场涉猎互联网行业的公司不少处于初创期，没有盈利乃至收入的支持，用传统的市盈率和市净率来估值对这类公司基本无效。理论上而言，目前很多国内市场的上市公司在某些领域的互联网战略已经有所进展，对这类公司应该从市值、用户、长远前景等方面去估值。同时，稀缺性、投资者的结构和偏好等方方面面的因素也需要加以考虑。

**股票市场运行周报**

**20150202-20150206**

本周上证综指下跌4.19%，深证成指下跌3.22%，中小板指数下跌0.40 %，沪深两市成交量为25,939.13亿元。计算机、传媒、轻工制造行业涨幅最大，涨幅分别为5.79%、3.35%、0.47%；公用事业、银行、交通运输行业跌幅最大，跌幅分别为6.43%、5.71%、5.55%。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，高市净率指数涨幅最大，涨幅为0.49%，低价股指数跌幅最大，跌幅为5.33%。

**估值的艺术**

**交银稳健基金经理 唐倩**

在投资过程中，我们经常会遇到疑惑：基本面没有发生重大变化，而上市公司的股价在短期内却有大幅波动，这是为什么？也许这就是估值的艺术。

首先，估值是什么？简单而言，就是投资者的预期。我们看到经典投资学理论中，把这个因素总结为两方面，朝大里讲，就是经济的预期收益率、风险溢价，社会资金的资产配置等。简单而言，就是大家对于经济、社会信心有没有变化。就去年底的一波行情而言，诱因是央行的突然降息。实际上，这一变化是很多综合因素所带来的，包括蓝筹股的长期低估、信托和地产投资受限、未来体制改革的良好预期等等。当然，事后分析总是容易的。就当时而言，为什么蓝筹股的这波行情如此之迅猛和强烈，个人认为这就是资本市场令人迷惘、同时也充满魅力的原因，估值是一门艺术、并不是严格的科学，没有明确的边界和公式。

另一方面，从微观层面讲，上市公司股价为何在短期内有巨大的波动，大致有几种可能。第一，公司战略有了较大的变化；第二，盈利前景有了较大变化；第三，投资者的理解有了很大变化。对于传统研究而言，第一点和第二点是比较容易让人理解的。比如，公司新任管理层到位后，拟定了面目一新的公司战略；或者，公司的研发产品正式进入销售，原材料价格有大幅下跌。比较有趣的是第三点：投资者的理解。作为从业人员，我们经常发现有很多有趣的案例，比如今年以来最热的互联网板块就是很好的例子。

由于国内资本市场长期缺乏优质互联网公司，因此就算是机构投资者，对于这类公司的估值有很大的波动空间。而估值波动大的原因在于：国内资本市场涉猎互联网行业的公司不少处于初创期，没有盈利乃至收入的支持，用传统的市盈率和市净率来估值对这类公司基本无效。但就整个市场的大发展趋势而言，目前中国的互联网公司已经形成了BAT为接近上万亿市值的第一梯队，京东、唯品会等有望上千亿市值，大批垂直互联网公司在百亿市值的格局。在这样的大背景下，互联网行业的巨大潜力毋庸置疑，加上国内资本市场的制度也在变革，会吸引优秀的互联网公司在国内上市和发展。从理论上而言，目前很多国内市场的上市公司在某些领域的互联网战略已经有所进展，对这类公司就应该从市值、用户、长远前景等方面去估值。同时，稀缺性、投资者的结构和偏好等方方面面的因素也需要加以考虑。

总之，估值是一门艺术，就像资本市场永远是不确定性远远高于确定性。掌握这门艺术，是专业投资者必须经历的考验。

**股票市场运行周报（20150202-20150206）**

**交银施罗德量化投资部**
本周上证综指下跌4.19%，深证成指下跌3.22%，中小板指数下跌0.40 %，沪深两市成交量为25,939.13亿元。计算机、传媒、轻工制造行业涨幅最大，涨幅分别为5.79%、3.35%、0.47%；公用事业、银行、交通运输行业跌幅最大，跌幅分别为6.43%、5.71%、5.55%。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，高市净率指数涨幅最大，涨幅为0.49%，低价股指数跌幅最大，跌幅为5.33%。

**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 | (4.19%) | 14,551.3 | A股总市值（亿元） | 422,075.01 |
| 上证180 | (3.42%) | 9,212.2 | A股流通市值（亿元） | 310,617.17 |
| 上证50 | (3.33%) | 5,479.8 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 17.43 |
| 沪深300 | (3.55%) | 12,429.3 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 15.89 |
| 深证成指 | (3.22%) | 1,891.2 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 2.40 |
| 深证100 | (2.78%) | 3,269.0 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 2.18 |
| 申万中小板 | (0.40%) | 4,272.8 | A股加权平均股价 | 9.57 |
| 申万基金重仓 | (2.57%) | 19,340.3 | 两市A股成交金额(亿元) | 25,939.13 |

**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** |
| 计算机 | 5.79% | 17.89% | 食品饮料 | (2.81%) | 6.05% |
| 传媒 | 3.35% | 14.34% |  | 电气设备 | (3.24%) | 9.37% |
| 轻工制造 | 0.47% | 11.20% | 汽车 | (3.43%) | 7.64% |
| 休闲服务 | (0.31%) | 10.36% |  | 家用电器 | (3.59%) | 10.63% |
| 纺织服装 | (0.53%) | 8.60% |  | 房地产 | (4.07%) | 8.45% |
| 电子 | (1.19%) | 11.71% |  | 有色金属 | (4.57%) | 7.79% |
| 通信 | (1.26%) | 8.54% | 农林牧渔 | (4.64%) | 10.86% |
| 非银金融 | (1.30%) | 13.19% |  | 国防军工 | (4.73%) | 11.35% |
| 医药生物 | (1.81%) | 7.43% | 建筑装饰 | (4.73%) | 8.79% |
| 商业贸易 | (2.06%) | 11.64% |  | 化工 | (4.84%) | 3.99% |
| 综合 | (2.38%) | 7.36% | 采掘 | (5.20%) | 5.22% |
| 机械设备 | (2.50%) | 9.16% | 交通运输 | (5.55%) | 5.35% |
| 建筑材料 | (2.75%) | 7.36% | 银行 | (5.71%) | 2.44% |
| 钢铁 | (2.77%) | 7.23% | 公用事业 | (6.43%) | 8.40% |

**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：20150202-20150206

**宏观经济与债券市场20150202-20150206**

**交银施罗德权益部、固定收益部**

**●国内宏观：**除春节错位影响，1月外贸情况并不乐观，此前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。本周全面及定向降准也印证这一判断。价格面，国内通缩风险持续。周内人民币兑美元中间价出现小幅升值，但即期和远期贬值压力继续小幅上升。流动性方面，期初缴准令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：**美国就业数据的好转令年中首次加息预期升温。欧元区宽松持续，多国央行继续采取降息及货币贬值策略，希腊问题出现转机。

**●公开市场业务:** 央行周二开展了7天350亿元和28天550亿元逆回购操作，中标利率为3.85%和4.80%，同日有300亿元逆回购到期；并在周四进行了28天300亿元逆回购操作，中标利率为4.80%；因此，本周央行在公开市场净投放资金合计为900亿元。资金面在本周一受到转债申购冻结资金影响，呈现紧张局面，但随着市场传言央行对商行的SLO续作、以及公开市场逆回购操作和下调准备金率的影响，资金面在下半周维持较为宽松的局面。

**●债券市场:** 本周债券收益率整体下行。具体而言，国债方面，3个月品种小幅下行3BP左右，1年期品种收益率基本持平，而3年、5年、7年以及10年期品种下降幅度集中在5~10BP之间；政策性金融债各期限品种收益率下行幅度一致，均在10个BP左右；央票收益率方面，7天品种收益率上行27BP左右，14天品种收益率下行16BP，1个月品种收益率则下行在8BP左右，2个月品种收益率基本持平，3个月、6个月以及9个月品种下行幅度在7~10BP之间，1年期品种小幅下行2BP，2年以及3年期品种下行在5BP左右。

****

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **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** | 0.7677 | 2.9885 | -1.59% | 10.09% | 19.42% | 7.78% | 274.25% | 15.14% |
| **交银稳健** | 1.3470 | 3.1280 | -3.16% | 26.90% | 41.05% | 32.78% | 277.01% | 16.57% |
| **交银成长** | 3.3713 | 3.8923 | -2.63% | 10.47% | 17.54% | 12.02% | 302.26% | 18.27% |
| **交银蓝筹** | 0.8272 | 0.8422 | -1.91% | 9.45% | 17.62% | 10.38% | -16.13% | -2.32% |
| **交银增利A/B** | 1.0005 | 1.4825 | -0.24% | 2.39% | 9.04% | 17.82% | 58.06% | 6.90% |
| **交银增利C** | 1.0019 | 1.4499 | -0.24% | 2.27% | 8.80% | 17.31% | 53.39% | 6.44% |
| **交银环球** | 1.573 | 1.833 | 0.45% | -0.58% | 1.01% | 6.74% | 88.35% | 10.30% |
| **交银先锋** | 1.3704 | 1.4744 | -1.88% | 8.43% | 15.97% | 18.96% | 49.15% | 7.10% |
| **治理ETF** | 0.972 | 1.082 | -1.22% | 39.86% | 47.05% | 63.36% | 8.17% | 1.47% |
| **交银治理** | 1.085 | 1.085 | -1.18% | 37.87% | 44.47% | 59.56% | 8.50% | 1.53% |
| **交银主题** | 1.170 | 1.185 | -2.26% | 41.30% | 53.14% | 48.86% | 18.63% | 3.78% |
| **交银趋势** | 1.027 | 1.027 | -1.63% | 13.86% | 23.59% | 28.70% | 2.70% | 0.65% |
| **交银添利(LOF)** | 1.141 | 1.252 | -0.26% | 2.70% | 8.98% | 15.14% | 26.78% | 6.07% |
| **交银制造** | 1.479 | 1.479 | -2.18% | 8.91% | 19.85% | 25.55% | 47.90% | 11.38% |
| **交银深证300价值ETF** | 1.279 | 1.279 | -2.44% | 21.46% | 29.85% | 45.01% | 27.90% | 7.56% |
| **交银双利A/B** | 1.237 | 1.475 | -0.80% | 12.05% | 23.05% | 34.35% | 51.95% | 13.23% |
| **交银双利C** | 1.218 | 1.453 | -0.81% | 11.85% | 22.65% | 33.65% | 49.52% | 12.69% |
| **交银价值** | 1.250 | 1.250 | -2.27% | 21.12% | 28.73% | 42.53% | 25.00% | 6.86% |
| **交银行业** | 1.576 | 1.716 | -1.87% | 22.86% | 36.91% | 44.96% | 58.25% | 16.47% |
| **交银资源** | 1.110 | 1.133 | -0.54% | -9.39% | -11.06% | -7.19% | 13.08% | 4.64% |
| **交银荣安保本** | 1.115 | 1.276 | -1.15% | 10.47% | 15.25% | 17.97% | 30.02% | 10.48% |
| **交银核心** | 1.608 | 1.608 | -1.59% | 33.44% | 54.32% | 58.58% | 60.80% | 20.81% |
| **交银等权** | 1.418 | 1.457 | -2.14% | 19.86% | 30.45% | 39.29% | 47.10% | 18.72% |
| **交银纯债A/B** | 1.053 | 1.105 | 0.10% | -1.73% | 3.80% | 10.26% | 10.58% | 4.83% |
| **交银纯债C** | 1.040 | 1.091 | 0.00% | -1.85% | 3.55% | 9.61% | 9.16% | 4.19% |
| **交银双轮动A/B** | 1.045 | 1.107 | 0.00% | -1.39% | 3.95% | 9.87% | 10.86% | 5.88% |
| **交银双轮动C** | 1.039 | 1.098 | 0.10% | -1.49% | 3.67% | 9.28% | 9.93% | 5.39% |
| **交银荣祥保本** | 1.033 | 1.235 | -1.05% | 9.74% | 15.11% | 18.62% | 24.90% | 13.23% |
| **交银成长30** | 1.212 | 1.212 | -2.18% | 9.49% | 15.87% | 20.36% | 21.20% | 12.17% |
| **交银月月丰A** | 1.187 | 1.187 | -0.67% | 3.58% | 10.42% | 16.60% | 18.70% | 12.24% |
| **交银月月丰C** | 1.179 | 1.179 | -0.59% | 3.51% | 10.19% | 16.04% | 17.90% | 11.73% |
| **交银双息平衡** | 1.289 | 1.289 | -2.05% | 10.74% | 18.80% | 27.62% | 28.90% | 19.51% |
| **交银荣泰保本** | 1.1160 | 1.1910 | -0.89% | 9.53% | 14.35% | 18.07% | 19.72% | 17.47% |
| **交银强化回报A/B** | 1.047 | 1.087 | -0.19% | 0.96% | 5.55% | 8.71% | 8.82% | 8.60% |
| **交银强化回报C** | 1.045 | 1.085 | -0.19% | 0.87% | 5.35% | 8.51% | 8.62% | 8.40% |
| **交银新成长** | 1.195 | 1.195 | -2.37% | 14.57% | 19.02% | -- | 19.50% | 26.89% |
| **交银周期回报** | 1.109 | 1.189 | -1.51% | 9.23% | 17.77% | -- | 19.06% | 27.75% |
| **交银丰盈A** | 1.0180 | 1.0380 | 0.39% | -0.66% | -- | -- | 3.81% | 7.92% |
| [**交银丰润A**](http://www.fund001.com/fund/519743/index.shtml) | 0.9950 | 0.9950 | 0.30% | -- | -- | -- | -0.50% | -3.39% |
| **交银丰润C** | 0.9940 | 0.9940 | 0.30% | -- | -- | -- | -0.60% | -4.06% |
| **交银丰享C** | 0.9980 | 0.9980 | 0.10% | -- | -- | -- | -0.20% | -3.27% |
|  |  |
| **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** | 1.4975  | 4.094 % | -- |
| **交银货币A** | 0.9764  | 3.606 % | -- |
| **交银货币B** | 1.0437  | 3.849 % | -- |
| **交银21天A** | 1.0069  | 3.671 %  | 5.837%  |
| **交银21天B** | 1.0875  | 3.962 %  | 6.355%  |
| **交银60天A** | 1.1889  | 4.361 %  | 4.114%  |
| **交银60天B** | 1.2683  | 4.648 %  | 4.109%  |

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至2015年2月6日，交银环球、交银资源净值数据截至2015年2月5日。