|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **从利率市场化视角**  **看未来股市的行情演绎**  **股票市场运行周报**  **宏观经济与债券市场 旗下基金表现** |  |  |



**从利率市场化视角看未来股市的行情演绎**

从2003年中国人民银行明确我国利率市场化改革的总体思路以来，贷款利率已经基本实现了市场化，存款端利率市场化正处于最后的攻坚阶段。在经济不出现超预期下滑的前提下，理财产品收益率向同期限存款产品靠近将是必然趋势，无风险利率水平仍有下降空间，从主导逻辑上看对股票市场进一步上涨形成有利支撑。路径上看，理财产品渗透率在突破10%之后进入快速成长期，对股票资产的配置需求加大，将进一步推升市场的整体估值水平。但也要看到，无风险利率下降对估值报复性修复的过程已经在2014年完成，未来市场上涨的空间虽在，但斜率必将是变小的。

**股票市场运行周报**

**20150209-20150213**

本周上证综指上涨4.16%，深证成指上涨6.04%，中小板指数上涨4.68%，沪深两市成交量为22,043.48亿元。计算机、通信、非银金融行业涨幅最大，涨幅分别为7.53%、7.03%、6.43%。从行业换手率来看，计算机、家用电器换手率最大，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5.90%。

**从利率市场化视角看未来股市的行情演绎**

**交银双息平衡基金经理 李德亮**

2014年开启的牛市行情令市场参与者兴奋不已，于是在2015年初市场上充斥着几乎一边倒的看多声音，畅谈十年牛市行情者也不在少数。但从历史经验来看，每年年末回顾一年市场走势，或与年初的市场一致预期完全相反，或方向正确但偏离幅度巨大，因此有必要在市场一片看多之际再多审视一下主导市场的主线逻辑有何风险？市场最终会不会偏离出一致预期的轨道？

如果把市场作为一个整体，决定其上涨或下跌的因素无外乎盈利增长、无风险利率和风险偏好，从经济自身来看，目前仍处于经济增速下行和转型期，盈利增长乏力，但也看不到超预期下滑的迹象，因此盈利增长很难成为驱动市场行情的主导力量。十八大之后，市场对改革的预期升温，风险偏好不断提升，典型的市场特征就是对以创业板为主的新兴产业的估值容忍度大幅提升，但其边际提升幅度已经很有限了。因此，无论是过去的2014年还是未来的2015年市场行情的主线逻辑还是看无风险利率，但笔者想从另外一个大的宏观背景即利率市场化的视角来解析一下这个关键变量及其对股市的影响。

从2003年中国人民银行明确我国利率市场化改革的总体思路以来，贷款利率已经基本实现了市场化，存款端利率市场化正处于最后的攻坚阶段。在存款端利率市场化改革中具有标志性意义的事件当属2013年余额宝产品的推出，由于对活期存款的高度替代性，各类理财宝产品规模迅速做大。最后,商业银行坐不住了，也加入了宝类产品大战，只不过银行这边统称为理财产品，其提供的产品也更加丰富。2013年底银行理财产品余额在10万亿左右，存款规模在100万亿左右，而到2014年底理财产品规模超过了17万亿，从产业发展的经验来看，渗透率越过10%-20%之间时，将从导入期步入快速成长期，当渗透率达到一定程度时，基本可以说存款端利率也就基本实现了市场化。因此,如果把与同期限存款类比的银行理财产品收益率作为无风险利率的话，分析其未来走势对股票市场的意义将是重大的。

理财产品的收益率是与其所投资的资产池的收益水平密切相关的，在地方融资平台和房地产行业大发展的时间，理财产品的收益率水平也是水涨船高的，就连准货币基金的宝类产品都一度出现过6%以上的收益率，在那个时间段这些刚性兑付产品的投资吸引力是非常大的，股票资产作为一个整体的配置价值就会很差。但随着中央对地方融资平台的规范和房地产行业利润率的趋势性下滑，资产池的收益率也是逐步下滑的。此外，在2013年银监会下发的8号文的限制下，理财产品投资非标资产的比重不得超过35%，这意味着65%的资产必须配置在债券、股票等标准化的资产上，这种配置结构的变化让我们看到的一个结果就是2014年初9%左右分红收益率的股票资产的年末分红收益率降到了6%左右，这直接造就了2014年股票指数50%多的暴涨行情。如果把理财产品收益率与同期限银行存款利率接轨代表利率市场化发展的终极结果的话，将目前3%左右的一年期存款利率做参照，再考虑到1%的理财产品中间费用率，理财产品收益率的下限预计在4%左右，与目前5%左右的水平相比还有下降空间。在4%的目标收益率下可纳入投资范围的股票品种还很多，直到把股票资产的分红收益率水平从目前的6%拉低到4%左右，因此，只要经济不失速、企业盈利增长不大幅下滑，股票市场中期看依然是一个看涨的格局。

总结来看，利率市场化进程进入最后阶段，理财产品收益率向同期限存款产品靠近将是必然趋势，无风险利率水平仍有下降空间，从主导逻辑上看对股票市场进一步上涨形成有利支撑。路径上看，理财产品渗透率在突破10%之后进入快速成长期，对股票资产的配置需求加大，将进一步推升市场的整体估值水平。但也要看到，无风险利率下降对估值报复性修复的过程已经在2014年完成，未来市场上涨的空间虽在，但斜率必将是变小的。最后不得不提醒的一点是，以上所有的逻辑分析都是基于经济不出现超预期下滑为前提的，否则单纯的利率市场化视角下无风险利率水平的下降就不能成为主导市场的主线逻辑，市场一致预期偏轨也将是大概率事件。

**股票市场运行周报（20150209-20150213）**

**交银施罗德量化投资部**  
本周上证综指上涨4.16%，深证成指上涨6.04%，中小板指数上涨4.68%，沪深两市成交量为22,043.48亿元。计算机、通信、非银金融行业涨幅最大，涨幅分别为7.53%、7.03%、6.43%。从行业换手率来看，计算机、家用电器换手率最大，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5.90%。

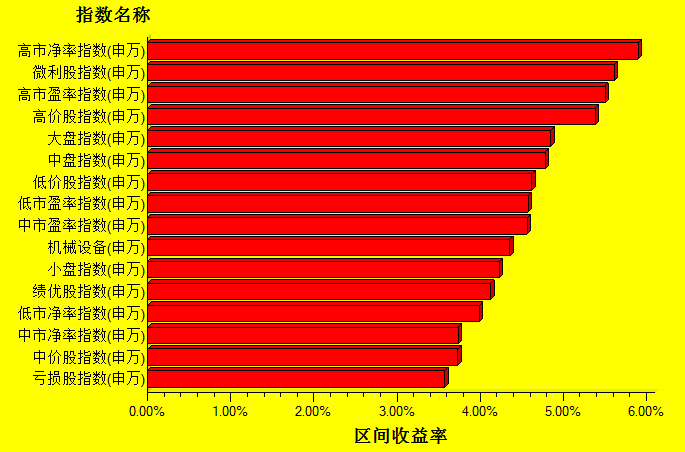
**表1:指数表现**   **表2:市场总体指标**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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 | 4.16% | 11,993.8 | A股总市值（亿元） | 440,926.09 |
| 上证180 | 4.50% | 7,498.3 | A股流通市值（亿元） | 324,698.63 |
| 上证50 | 4.40% | 4,417.2 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 18.18 |
| 沪深300 | 4.75% | 10,442.3 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 16.60 |
| 深证成指 | 6.04% | 1,647.0 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 2.50 |
| 深证100 | 5.49% | 2,928.7 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 2.27 |
| 申万中小板 | 4.68% | 3,924.5 | A股加权平均股价 | 9.99 |
| 申万基金重仓 | 4.80% | 16,532.8 | 两市A股成交金额(亿元) | 22,043.48 |

**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 | 7.53% | 18.22% | 交通运输 | 4.22% | 3.73% |
| 通信 | 7.03% | 10.87% |  | 国防军工 | 4.03% | 7.00% |
| 非银金融 | 6.43% | 12.81% | 电子 | 4.01% | 10.43% |
| 传媒 | 6.00% | 13.15% |  | 公用事业 | 3.93% | 5.76% |
| 家用电器 | 5.94% | 14.51% |  | 轻工制造 | 3.59% | 8.89% |
| 建筑装饰 | 5.80% | 7.30% |  | 建筑材料 | 3.54% | 5.93% |
| 商业贸易 | 5.74% | 9.20% | 有色金属 | 3.48% | 6.17% |
| 汽车 | 5.66% | 6.31% |  | 机械设备 | 3.25% | 7.09% |
| 休闲服务 | 5.62% | 10.37% | 电气设备 | 3.25% | 7.19% |
| 房地产 | 5.15% | 5.99% |  | 农林牧渔 | 3.21% | 6.54% |
| 医药生物 | 4.77% | 7.82% | 采掘 | 3.05% | 4.03% |
| 钢铁 | 4.48% | 5.21% | 银行 | 2.94% | 1.75% |
| 纺织服装 | 4.45% | 7.22% | 化工 | 2.89% | 3.06% |
| 食品饮料 | 4.25% | 5.51% | 综合 | 2.72% | 5.52% |

**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：20150209-20150213

**宏观经济与债券市场20150209-20150213**

**交银施罗德权益部、固定收益部**

**●国内宏观：**1月我国外贸出口同比下滑3.3%，大幅不及预期。其中对美增4.8%，但对欧-4.6%，对日-20.6%，对港-11.0%，对东盟出口增速15%、为仅有的亮点。近期人民币对欧元、英镑、澳元、日元均大幅升值，而全球各大央行竞相推出宽松政策、纷纷降息贬值，人民币指数的大幅升值对2015 年出口不利。1月我国外贸总额约为3400 亿美元，同比下降10.9%，完成全年6%的外贸增长目标压力较大。当通缩来敲门，宽松需加码：1月CPI 同比由12 月的1.5%大幅回落至0.8%，五年来首次跌破1%，其中食品价格跳水至1.1%，源于鲜菜价格转跌、春节错位因素影响；而油价低迷、消费不振，非食品价格同比大降至0.6%。2月以来由于春节因素菜价上涨，但猪价因需求低迷继续下跌，食品价格涨幅有限，预测2月食品价格环比上涨3%，2月CPI 为1.1%。1月PPI同比降幅扩大至4.3%，受油价下跌和大宗原材料价格波动影响，工业品通缩持续恶化。2月以来国际油价反弹，但国内油价仍低，且煤价、钢价叠创新低，预测2月PPI 环降0.4%，2月PPI 降幅将扩大至4.5%。我们预测2015年CPI为1.2%，PPI为-4.1%，通缩仍为主要风险。

1月新增融资总量2.05万亿，表外融资仍是社融总量缩水的主要拖累。1月新增贷款1.47 万亿，基建投资稳增长持续发力，地产销量暂回暖。1月M2增速大幅回落至10.8%，创M2公布20年以来新低，与社融余额增速的回落相呼应，反映经济整体信用创造萎缩。社融总量增速的回落预示未来半年内经济仍难见底，而货币M2增速的下行也预示着通缩风险继续加大，未来仍需加码降息、降准等宽松货币政策。央行4 季度货币政策报告不再讲“定力”，此前全面降准的启动有助于降低市场化的银行理财收益率，扫清降息障碍，而再次降息或已不远。

**●国际宏观：**瑞典负利率接力放水，关注下周希腊谈判：全球央行放水大赛再度升级，瑞典央行宣布降息至-0.1%，实施负利率，并推出100亿瑞典克朗的QE，希望借此帮助其摆脱通缩的恶性循环，这种宽松表态与一年半前声言退出的政策声音大相径庭。希腊政府发言人周四表示，在下周一的欧元区财长会议上，将竭尽全力同援助方就新的支援项目达成一致。希腊当前的国际救助项目于2月28日到期，下周一开始的会议能否带来政治性突破，成为市场关注的焦点。希腊政府希望获得过渡性贷款至六月，而多数欧州国家拒绝放虎归山，政治上的不确定性依然存在。

**●公开市场业务:** 央行上周二进行了250亿元14天期逆回购操作以及550亿元21天期逆回购操作，上周四进行800亿元14天期逆回购操作和800亿元21天期逆回购操作，此外共有350亿元逆回购到期，公开市场实现2050亿元净投放。但上周资金面仍然持续偏紧，信用债融资成本依然较高，银行间加权整体上行。

**●债券市场:** 上周债券收益率保持整体下行趋势。具体而言，国债方面，3个月与1年期品种小幅下行区间在2~4BP，3年期品种收益率下行6BP，而5年以及7年期品种下行幅度达到13~15BP，10年期品种下行幅度为7BP；政策性金融债方面，3个月和1年期收益率基本持平，3年以及5年期品种下行幅度在10BP左右，7年以及10年期品种下行幅度在6~8BP之间；央票收益率方面，7天品种收益率上行36BP左右，14天品种收益率下行约5BP，1个月以及2个月品种收益率则小幅上行1~2BP左右，3个月品种收益率下行3BP，6个月以及9个月品种则小幅上行1BP左右，1年、2年以及3年期品种下行在2~5BP之间。

****

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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** | | 0.8003 | | 3.0211 | 1.38% | | 18.80% | 23.69% | | 12.36% | 290.15% | | 15.62% |
| **交银稳健** | | 1.4396 | | 3.2206 | 2.09% | | 33.52% | 49.35% | | 41.26% | 302.93% | | 17.43% |
| **交银成长** | | 3.5481 | | 4.0691 | 1.41% | | 19.36% | 23.05% | | 15.28% | 323.35% | | 18.95% |
| **交银蓝筹** | | 0.8710 | | 0.8860 | 1.43% | | 17.62% | 22.95% | | 14.54% | -11.69% | | -1.64% |
| **交银增利A/B** | | 1.0086 | | 1.4906 | 0.21% | | 1.85% | 9.66% | | 17.76% | 59.34% | | 7.01% |
| **交银增利C** | | 1.0100 | | 1.4580 | 0.22% | | 1.75% | 9.44% | | 17.27% | 54.63% | | 6.54% |
| **交银环球** | | 1.583 | | 1.843 | 0.89% | | -0.85% | 1.40% | | 4.56% | 89.55% | | 10.37% |
| **交银先锋** | | 1.4340 | | 1.5380 | 0.73% | | 14.11% | 19.80% | | 21.92% | 56.08% | | 7.91% |
| **治理ETF** | | 1.014 | | 1.129 | 0.50% | | 39.86% | 54.10% | | 65.15% | 12.85% | | 2.27% |
| **交银治理** | | 1.129 | | 1.129 | 0.44% | | 37.85% | 51.14% | | 61.29% | 12.90% | | 2.28% |
| **交银主题** | | 1.212 | | 1.227 | 1.85% | | 40.44% | 56.79% | | 51.31% | 22.89% | | 4.55% |
| **交银趋势** | | 1.075 | | 1.075 | 1.61% | | 22.30% | 28.59% | | 32.39% | 7.50% | | 1.76% |
| **交银添利(LOF)** | | 1.148 | | 1.259 | 0.53% | | 1.95% | 9.65% | | 15.03% | 27.56% | | 6.20% |
| **交银制造** | | 1.538 | | 1.538 | 1.72% | | 16.69% | 22.84% | | 27.63% | 53.80% | | 12.52% |
| **交银深证300价值ETF** | | 1.343 | | 1.343 | 1.21% | | 26.46% | 36.21% | | 46.30% | 34.30% | | 9.07% |
| **交银双利A/B** | | 1.264 | | 1.502 | 0.72% | | 13.81% | 25.62% | | 34.13% | 55.26% | | 13.87% |
| **交银双利C** | | 1.245 | | 1.480 | 0.73% | | 13.65% | 25.26% | | 33.45% | 52.83% | | 13.34% |
| **交银价值** | | 1.309 | | 1.309 | 1.16% | | 25.87% | 34.67% | | 43.85% | 30.90% | | 8.29% |
| **交银行业** | | 1.655 | | 1.795 | 1.41% | | 29.02% | 42.81% | | 49.04% | 66.18% | | 18.25% |
| **交银资源** | | 1.104 | | 1.127 | 1.01% | | -11.75% | -12.03% | | -7.54% | 12.47% | | 4.40% |
| **交银荣安保本** | | 1.139 | | 1.300 | 0.62% | | 12.52% | 17.27% | | 19.22% | 32.81% | | 11.29% |
| **交银核心** | | 1.672 | | 1.672 | 1.58% | | 37.05% | 59.24% | | 60.31% | 67.20% | | 22.51% |
| **交银等权** | | 1.483 | | 1.522 | 1.16% | | 24.62% | 35.68% | | 40.97% | 53.85% | | 20.91% |
| **交银纯债A/B** | | 1.053 | | 1.105 | 0.00% | | -2.80% | 3.51% | | 10.04% | 10.58% | | 4.78% |
| **交银纯债C** | | 1.041 | | 1.092 | 0.00% | | -2.83% | 3.45% | | 9.50% | 9.27% | | 4.20% |
| **交银双轮动A/B** | | 1.048 | | 1.110 | 0.19% | | -1.93% | 3.95% | | 9.86% | 11.18% | | 5.98% |
| **交银双轮动C** | | 1.041 | | 1.100 | 0.10% | | -2.12% | 3.58% | | 9.27% | 10.15% | | 5.44% |
| **交银荣祥保本** | | 1.056 | | 1.258 | 0.67% | | 11.97% | 17.10% | | 19.97% | 27.68% | | 14.47% |
| **交银成长30** | | 1.265 | | 1.265 | 0.40% | | 14.48% | 19.91% | | 23.54% | 26.50% | | 14.89% |
| **交银月月丰A** | | 1.196 | | 1.196 | 0.08% | | 2.31% | 11.05% | | 17.03% | 19.60% | | 12.66% |
| **交银月月丰C** | | 1.188 | | 1.188 | 0.08% | | 2.24% | 10.82% | | 16.58% | 18.80% | | 12.16% |
| **交银双息平衡** | | 1.364 | | 1.364 | 1.94% | | 18.10% | 25.25% | | 33.33% | 36.40% | | 23.99% |
| **交银荣泰保本** | | 1.1370 | | 1.2120 | 0.62% | | 11.80% | 16.05% | | 18.43% | 21.98% | | 19.09% |
| **交银强化回报A/B** | | 1.058 | | 1.098 | 0.47% | | 1.34% | 6.66% | | 9.64% | 9.97% | | 9.53% |
| **交银强化回报C** | | 1.055 | | 1.095 | 0.38% | | 1.25% | 6.36% | | 9.33% | 9.66% | | 9.23% |
| **交银新成长** | | 1.258 | | 1.258 | 1.70% | | 25.05% | 24.43% | | -- | 25.80% | | 34.88% |
| **交银周期回报** | | 1.142 | | 1.222 | 0.88% | | 12.17% | 20.91% | | -- | 22.60% | | 32.13% |
| **交银丰盈A** | | 1.0200 | | 1.0400 | -0.10% | | -1.32% | 4.01% | | -- | 4.01% | | 8.03% |
| [**交银丰润A**](http://www.fund001.com/fund/519743/index.shtml) | | 0.9990 | | 0.9990 | 0.10% | | -- | -- | | -- | -0.10% | | -0.61% |
| **交银丰润C** | | 0.9980 | | 0.9980 | 0.10% | | -- | -- | | -- | -0.20% | | -1.21% |
| **交银丰享C** | | 1.0000 | | 1.0000 | 0.10% | | -- | -- | | -- | 0.00% | | 0.00% |
|  | |  | | | | | | | | | | | |
| **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** | | 1.1159 | | | 4.465 % | | | -- | | |
| **交银货币A** | | 0.8811 | | | 3.726 % | | | -- | | |
| **交银货币B** | | 0.9466 | | | 3.968 % | | | -- | | |
| **交银21天A** | | 0.9021 | | | 3.580 % | | | 3.612% | | |
| **交银21天B** | | 0.9814 | | | 3.870 % | | | 6.060% | | |
| **交银60天A** | | 1.1888 | | | 4.346 % | | | 4.067% | | |
| **交银60天B** | | 1.2682 | | | 4.637 % | | | 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13日，交银环球、交银资源净值数据截至2015年2月12日。