|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **凛冬已至，警惕“嘉能可”式信用风险**  **股票市场运行周报**  **宏观经济与债券市场 旗下基金表现** |  |  |



**凛冬已至，警惕“嘉能可”式信用风险**

反思嘉能可事件，其贪婪扩张的秉性及战略选择的失误等“个性”问题固然是重要原因，但高盛的“负反馈循环”理论及法兴银行提出的“需求低迷-价格下跌-商品货币贬值”恶性循环理论无一不在警示，大宗商品寒冬还将持续数年以上时间。因此，当中国资源相关信用债面对与嘉能可同样的全球经济环境时，这样的“共性”导致的信用风险更加值得警惕。

**股票市场运行周报（20151019-20151023）**

**交银施罗德量化投资部**

本周上证综指上涨0.62%，深证成指上涨2.01%，中小板指数上涨2.52%，沪深两市成交量为50,013.66亿元。医药生物、综合、通信涨幅最大，分别上涨5.94%、4.66%、4.55%。从行业换手率来看，综合行业换手率最大，换手率为30.50%。

**凛冬将至，警惕“嘉能可”式信用风险**

**交银施罗德固定收益部研究员 邓睿**

The long summer already, winter is coming.

2012年冬，大宗商品贸易巨头嘉能可（Glencore）完成对全球第四大矿商斯特拉塔（Xstrata）的收购，从单纯贸易商华丽转型为拥有自上而下完整产业链的矿业巨无霸，实力一度与力拓、必和必拓及淡水河谷不分伯仲。然而，这家一直以来备受争议、被冠以“吸血乌贼”外号的贸易寡头并未如期更进一步，而是从此打开了潘多拉魔盒。

2013年伊始，随着全球需求走弱、美元走强，大宗商品十年超级周期宣告终结。时至今日，各类大宗商品已纷纷创下2008年以来的最低价格。在2012年高点进入上游资源领域的嘉能可，则是“满仓踏空”。今年9月，债台高筑加之股价暴跌，嘉能可危机全面爆发。

反思嘉能可事件，其贪婪扩张的秉性及战略选择的失误等“个性”问题固然是重要原因，但高盛的“负反馈循环”理论及法兴银行提出的“需求低迷-价格下跌-商品货币贬值”恶性循环理论无一不在警示，大宗商品寒冬还将持续数年以上时间。因此，当中国资源相关信用债面对与嘉能可同样的全球经济环境时，这样的“共性”导致的信用风险更加值得警惕。

**一、生产型企业首当其冲。**

（一）化工企业“受益原油价格下降”是伪命题。

在2014年原油下跌之时，市场上曾传出下游化工企业将因成本下降而受益的言论。然而，原油下跌实际上已经引发原油产业链下游的大部分产品价格大幅下挫，以PTA为例，价格已经跌穿2008年的最低点。即便原料价格跌幅大于产品价格跌幅、企业毛利率或能被动提升，但需求下降带来的销量下滑及产品单价下降将共同影响企业收入大幅下降，从而企业的绝对毛利润水平很可能会因此下滑，自身偿债能力将受到负面影响。因此，原油产业链中的上下游行业景气度走势实际上休戚相关，信用资质下沉是大概率事件。

（二）煤炭，春天还很远。

2012年下半年至今，动力煤价格在三年时间内腰斩；今年企业亏损面已经达到了80%，而1~8月产量也同比下降了5%左右，煤炭行业是否已经触底？答案恐怕十分悲观。需求方面，房地产拉动的中国经济增长模式已经一去不复返，房地产的主要上游钢铁等金属冶炼行业需求大幅下降，进一步导致冶金行业上游煤炭需求的下滑；电力用煤则受制于电力结构改革与需求下降两方面因素，同样前景堪忧。而在供给方面，8年投资达到3万亿的煤炭行业，总产能恐怕早已超过了50亿吨，供给过剩超过10亿吨，这还没有考虑各企业的“超产”能力。因此，煤炭行业远没有到企稳之时，未来的价格战、产能退出、企业破产重组将是必行之路，成本及费用控制能力、煤种禀赋等将是精选个券的核心参考指标。此外，还需严密关注煤炭企业转型煤化工的动向，一是产业链上下游的价格走势同理原油，二是煤化工部分子产品恐怕还没有投产就已经过剩了。

（三）“看空铜就是看空中国”，但中国经济仍未企稳。

铜价长期走势向来与中国经济密切相关，源于全球40%需求来自中国，随着对中国经济前景的担忧，铜价也已经创出6年新低。上一轮大宗商品牛市带来了大量铜矿投资热潮，而产能释放之际，则遭遇了主要需求国——中国的经济下滑，2014年开始全球铜精矿供应增速从此前5年的不足2%大幅升至5%左右，供需失衡是铜价持续下滑的根本原因。中国铜冶炼企业相对而言竞争秩序尚可，但拥有自有矿山的企业利润仍将大概率下滑；近年铜加工费趋势稳定，更多于依赖进口铜矿的冶炼商单位冶炼利润趋于稳定，但销量下跌是否导致绝对毛利润额下降，仍然值得关注。

（四）西进东不退，电解铝仍是基本面最差金属。

化解电解铝产能一直是行业热议话题，甚至一度写入工信部有色行业年度重点工作内容，但事实却是电解铝产能正向4000万吨大关迈进。在成本相对低廉的新疆地区，电解铝产量2013年、2014年及2015年1~9月的同比增速分别高达154%、73%和49%，西进东不退成为中国电解铝行业的奇葩现象。究其原因，是因为成本最高的企业基本都是国企，且直接关系到当地电网的运营情况，无法贸然关停。供需关系的持续倒挂，决定了电解铝仍然是基本面最差的金属。

**二、贸易型企业，钢贸危机或只是冰山一角。**

在金属价格上涨周期中，贸易企业通过“买进卖出”的倒手交易，可以获得貌似“稳赚不赔”的利润，并进一步衍生了为贸易融资的垫资、托盘业务，风险不断累积。在2012年开始暴露的钢贸危机中，持续下跌的钢铁和铁矿石价格成为压倒骆驼的最后一根稻草，风险如多米诺骨牌般蔓延，甚至累及部分央企。在价格趋势性下跌的情况下，贸易企业又往往高杠杆经营，一旦出现对手方或垫资方资金拖欠，便可能牵一发而动全身，再加之融资杠杆，风险将会继续被放大。因此，在大宗商品的寒冬，从事相关贸易业务债券发行人的杠杆倍数、对手方资质、风控能力，均是需要密切关注的风险点。

**三、预防处于资源型地域的城投债估值风险。**

2014年及2015年至今的地方财政收入分化表现，已经很大程度体现了大宗商品价格下跌带来的连锁反应。尽管投资者已经基本重拾对城投债的信仰，但依赖于石油、煤炭、钢铁及有色金属等产业的地方财政收入下滑已是不争的事实。从评级逻辑而言，城投债背后的隐性支持——政府财力下滑，自然而然将对应城投债信用资质的下沉。2015年以来，外部评级公司史无前例的“有节操”部分下调了上述地区城投债评级，引发了估值的下跌；未来，基于对大宗商品严冬持续的判断，投资者仍需认真对待地处辽宁、黑龙江、山西、安徽等地区城投的估值风险。

**股票市场运行周报（20151019-20151023）**

**交银施罗德量化投资部**  
本周上证综指上涨0.62%，深证成指上涨2.01%，中小板指数上涨2.52%，沪深两市成交量为50,013.66亿元。医药生物、综合、通信涨幅最大，分别上涨5.94%、4.66%、4.55%。从行业换手率来看，综合行业换手率最大，换手率为30.50%。

**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 | 0.62% | 21,561.1 | A股总市值（亿元） | 529,989.94 |
| 上证180 | 0.80% | 7,849.4 | A股流通市值（亿元） | 384,919.97 |
| 上证50 | 0.87% | 3,303.6 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 20.15 |
| 沪深300 | 1.05% | 12,789.5 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 18.37 |
| 深证成指 | 2.01% | 14,076.2 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 2.57 |
| 深证100 | 1.67% | 5,014.1 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 2.34 |
| 申万中小板 | 2.52% | 11,999.1 | A股加权平均股价 | 10.80 |
| 申万基金重仓 | 1.67% | 35,924.5 | 两市A股成交金额(亿元) | 50,013.66 |

**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** |
| 医药生物 | 5.94% | 15.61% | 休闲服务 | 1.22% | 14.59% |
| 综合 | 4.66% | 30.50% |  | 银行 | 1.11% | 0.99% |
| 通信 | 4.55% | 18.82% | 机械设备 | 1.02% | 20.80% |
| 商业贸易 | 3.67% | 21.81% |  | 电气设备 | 0.85% | 17.75% |
| 房地产 | 3.10% | 15.06% |  | 汽车 | 0.42% | 14.76% |
| 建筑装饰 | 2.98% | 9.41% |  | 公用事业 | 0.24% | 13.17% |
| 家用电器 | 2.69% | 15.67% | 有色金属 | (0.27%) | 14.07% |
| 纺织服装 | 2.46% | 20.45% |  | 建筑材料 | (0.36%) | 17.26% |
| 计算机 | 2.23% | 26.48% | 化工 | (0.41%) | 6.56% |
| 传媒 | 2.18% | 17.73% |  | 国防军工 | (0.70%) | 16.76% |
| 电子 | 1.84% | 19.15% | 农林牧渔 | (1.33%) | 17.03% |
| 非银金融 | 1.70% | 9.19% | 采掘 | (1.50%) | 12.22% |
| 轻工制造 | 1.69% | 21.14% | 交通运输 | (1.60%) | 7.97% |
| 食品饮料 | 1.50% | 11.77% | 钢铁 | (1.74%) | 9.40% |

数据来源：万得资讯、交银施罗德基金 日期区间：20151019-20151023

**宏观经济与债券市场20151019-20151023**

**交银施罗德权益部、固定收益部**

**●货币政策：**人民银行10月23日宣布，自24日起调降一年期人民币存款与贷款基准利率0.25个百分点，并不再对存款利率设定浮动上限。同时自24日起下调存款准备金率0.5个百分点，并对符合支持“三农”和小微企业标准的金融机构额外调降存款准备金0.5个百分点。本次降准或将释放8000亿元左右流动性，年内或还有一次降准可能；降息空间随通胀压力下行打开，但年内再次降息的概率小于降准。持续降息对银行明年净利影响或较大；提升保险长期再投资风险，但是短期利好保单销售；双降及近期权益市场变化在一定程度上利好券商行业。

**●公开市场业务:**上周央行共进行900亿元逆回购操作，累计回笼450亿元，并再次于周五晚上宣布“双降”。上周整体来看短期限资金利率变动不大，长期限利率下行。

**●债券市场：**上周债券市场牛市趋势未改。具体而言，国债方面，3个月及1年期品种收益率小幅上行约1BP，其他中长期限品种均下行在5~8BP不等；政策性金融债方面，3个月品种约上行2BP，1年期品种走势基本平稳，3年、5年及7年期品种基本下行在5BP左右，10年期品种下行约10BP；央票收益率走势有所背离，其中2个月及以内的期限品种波动幅度在1BP以内，3个月及6个月品种约上行2~3BP，9个月、1年、2年期品种收益率上行在8~12BP之间，3年期品种收益率约上行3BP。

****

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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**](http://www.fund001.com/fund/519688/index.shtml) | | 1.0363 | | 3.2571 | 3.18% | | -10.01% | -5.47% | | 51.64% | 405.20% | | 17.45% |
| [**交银稳健**](http://www.fund001.com/fund/519690/index.shtml) | | 1.6111 | | 3.3921 | 1.38% | | -16.35% | -24.42% | | 60.66% | 350.93% | | 17.45% |
| [**交银成长**](http://www.fund001.com/fund/519692/index.shtml) | | 4.6804 | | 5.2014 | 2.42% | | -9.41% | -9.21% | | 59.15% | 458.45% | | 21.05% |
| [**交银蓝筹**](http://www.fund001.com/fund/519694/index.shtml) | | 0.8839 | | 1.0989 | 2.06% | | -6.96% | -7.25% | | 49.70% | 11.89% | | 1.38% |
| [**交银增利A/B**](http://www.fund001.com/fund/519680/index.shtml) | | 1.0324 | | 1.5744 | 0.07% | | 1.67% | 5.41% | | 14.78% | 72.78% | | 7.49% |
| [**交银增利C**](http://www.fund001.com/fund/519682/index.shtml) | | 1.0306 | | 1.5386 | 0.07% | | 1.57% | 5.18% | | 14.28% | 67.17% | | 7.03% |
| [**交银环球**](http://www.fund001.com/fund/519696/index.shtml) | | 1.584 | | 1.844 | 0.32% | | -4.00% | -13.87% | | 3.57% | 89.67% | | 9.34% |
| [**交银先锋**](http://www.fund001.com/fund/519698/index.shtml) | | 1.8208 | | 1.9248 | 4.21% | | -7.80% | -8.76% | | 49.39% | 98.17% | | 11.03% |
| [**治理ETF**](http://www.fund001.com/fund/510010/index.shtml) | | 1.011 | | 1.125 | 0.50% | | -15.89% | -27.06% | | 52.49% | 12.51% | | 1.96% |
| [**交银治理**](http://www.fund001.com/fund/519686/index.shtml) | | 1.131 | | 1.131 | 0.53% | | -14.90% | -25.64% | | 50.20% | 13.10% | | 2.05% |
| [**交银主题**](http://www.fund001.com/fund/519700/index.shtml) | | 1.717 | | 1.732 | 3.12% | | 1.72% | 6.71% | | 119.28% | 74.09% | | 10.99% |
| [**交银趋势**](http://www.fund001.com/fund/519702/index.shtml) | | 1.461 | | 1.461 | 3.47% | | -5.44% | -2.47% | | 64.90% | 46.10% | | 8.15% |
| [**交银添利（LOF）**](http://www.fund001.com/fund/164902/index.shtml) | | 1.31 | | 1.421 | 0.08% | | 2.18% | 5.05% | | 19.96% | 45.56% | | 8.24% |
| [**交银制造**](http://www.fund001.com/fund/519704/index.shtml) | | 2.181 | | 2.181 | 2.97% | | -2.02% | 3.07% | | 65.23% | 118.10% | | 19.68% |
| [**交银深证300价值ETF**](http://www.fund001.com/fund/159913/index.shtml) | | 1.395 | | 1.395 | 2.42% | | -16.91% | -22.67% | | 39.36% | 39.50% | | 8.48% |
| [**交银双利A/B**](http://www.fund001.com/fund/519683/index.shtml) | | 1.226 | | 1.564 | 0.49% | | -3.16% | -4.14% | | 24.52% | 62.55% | | 12.66% |
| [**交银双利C**](http://www.fund001.com/fund/519685/index.shtml) | | 1.202 | | 1.537 | 0.50% | | -3.30% | -4.38% | | 23.88% | 59.46% | | 12.13% |
| [**交银价值**](http://www.fund001.com/fund/519706/index.shtml) | | 1.336 | | 1.336 | 2.38% | | -16.08% | -23.00% | | 35.50% | 33.60% | | 7.37% |
| [**交银行业**](http://www.fund001.com/fund/519697/index.shtml) | | 2.353 | | 2.493 | 3.11% | | 0.68% | 8.53% | | 88.41% | 136.26% | | 26.00% |
| [**交银资源**](http://www.fund001.com/fund/519709/index.shtml) | | 1.211 | | 1.234 | -0.57% | | -3.04% | -11.67% | | 0.92% | 23.37% | | 6.33% |
| [**交银阿尔法**](http://www.fund001.com/fund/519712/index.shtml) | | 1.945 | | 1.945 | 4.51% | | -10.16% | -17.09% | | 68.84% | 94.50% | | 22.93% |
| [**交银纯债A/B**](http://www.fund001.com/fund/519718/index.shtml) | | 1.056 | | 1.188 | 0.09% | | 1.50% | 5.94% | | 7.88% | 19.51% | | 6.47% |
| [**交银纯债C**](http://www.fund001.com/fund/519720/index.shtml) | | 1.039 | | 1.17 | 0.10% | | 1.43% | 5.73% | | 7.49% | 17.66% | | 5.89% |
| [**交银双轮动A/B**](http://www.fund001.com/fund/519723/index.shtml) | | 1.048 | | 1.168 | 0.10% | | 1.52% | 4.35% | | 6.17% | 17.48% | | 6.61% |
| [**交银双轮动C**](http://www.fund001.com/fund/519725/index.shtml) | | 1.038 | | 1.155 | 0.10% | | 1.44% | 4.09% | | 5.62% | 16.11% | | 6.12% |
| [**交银荣祥保本**](http://www.fund001.com/fund/519726/index.shtml) | | 0.921 | | 1.364 | 0.66% | | -7.53% | -4.05% | | 23.99% | 38.70% | | 13.99% |
| [**交银成长30**](http://www.fund001.com/fund/519727/index.shtml) | | 1.543 | | 1.543 | 2.52% | | -11.32% | -12.97% | | 43.67% | 54.30% | | 19.96% |
| [**交银月月丰A**](http://www.fund001.com/fund/519730/index.shtml) | | 1.297 | | 1.297 | 0.39% | | -0.46% | 2.61% | | 16.43% | 29.70% | | 12.58% |
| [**交银月月丰C**](http://www.fund001.com/fund/519731/index.shtml) | | 1.284 | | 1.284 | 0.31% | | -0.62% | 2.39% | | 15.88% | 28.40% | | 12.07% |
| [**交银双息平衡**](http://www.fund001.com/fund/519732/index.shtml) | | 1.801 | | 1.801 | 2.91% | | -1.48% | 0.50% | | 60.09% | 80.10% | | 31.74% |
| [**交银荣泰保本**](http://www.fund001.com/fund/519729/index.shtml) | | 1.21 | | 1.345 | 0.58% | | -7.63% | -1.79% | | 26.76% | 36.18% | | 18.41% |
| [**交银强化回报A/B**](http://www.fund001.com/fund/519733/index.shtml) | | 1.185 | | 1.225 | 0.51% | | 1.02% | 5.43% | | 16.86% | 23.17% | | 12.77% |
| [**交银强化回报C**](http://www.fund001.com/fund/519735/index.shtml) | | 1.18 | | 1.22 | 0.51% | | 0.85% | 5.17% | | 16.49% | 22.65% | | 12.49% |
| [**交银新成长**](http://www.fund001.com/fund/519736/index.shtml) | | 1.657 | | 1.657 | 2.47% | | -2.93% | -9.45% | | 63.41% | 65.70% | | 41.41% |
| [**交银周期回报**](http://www.fund001.com/fund/519738/index.shtml) | | 1.141 | | 1.311 | 0.18% | | 0.62% | 4.39% | | 24.99% | 32.87% | | 22.12% |
| [**交银丰盈A**](http://www.fund001.com/fund/519740/index.shtml) | | 1.12 | | 1.14 | 0.09% | | 3.23% | 7.80% | | 10.99% | 14.21% | | 11.71% |
| [**交银丰润A**](http://www.fund001.com/fund/519743/index.shtml) | | 1.093 | | 1.093 | 0.09% | | 2.73% | 7.90% | | -- | 9.30% | | 10.96% |
| [**交银丰润C**](http://www.fund001.com/fund/519745/index.shtml) | | 1.088 | | 1.088 | 0.18% | | 2.64% | 7.62% | | -- | 8.80% | | 10.37% |
| [**交银丰享C**](http://www.fund001.com/fund/519748/index.shtml) | | 1.092 | | 1.092 | 0.09% | | 3.21% | 8.01% | | -- | 9.20% | | 12.11% |
| [**交银丰泽A**](http://www.fund001.com/fund/519749/index.shtml) | | 1.09 | | 1.09 | 0.00% | | 2.93% | 7.81% | | -- | 9.00% | | 12.50% |
| [**交银新能源**](http://www.fund001.com/fund2015/164905/index.shtml) | | 1.251 | | 0.846 | 2.46% | | -15.43% | -22.84% | | -- | -15.43% | | -25.17% |
| [**交银新回报**](http://www.fund001.com/fund/519752/index.shtml) | | 1.017 | | 1.017 | 0.10% | | 0.49% | -- | | -- | 1.70% | | 3.90% |
| [**交银海外中国互联网(LOF)**](http://www.fund001.com/fund/164906/index.shtml) | | 0.834 | | 0.834 | 0.85% | | -6.92% | -- | | -- | -16.60% | | -36.09% |
| [**交银荣和保本**](http://www.fund001.com/fund/519753/index.shtml) | | 0.962 | | 0.962 | 0.21% | | -2.34% | -- | | -- | -3.80% | | -9.17% |
| [**交银多策略**](http://www.fund001.com/fund/519755/index.shtml) | | 0.998 | | 0.998 | 0.10% | | -0.10% | -- | | -- | -0.20% | | -0.51% |
| [**交银国企改革**](http://www.fund001.com/fund/519756/index.shtml) | | 1.032 | | 1.032 | 1.98% | | 8.29% | -- | | -- | 3.20% | | 8.89% |
| [**交银互联网金融**](http://www.fund001.com/fund2015/164907/index.shtml) | | 0.866 | | 0.866 | 1.52% | | -18.84% | -- | | -- | -13.40% | | -35.68% |
| [**交银策略回报**](http://www.fund001.com/fund/519710/index.shtml) | | 1.016 | | 1.237 | 2.52% | | -12.19% | -16.86% | | 6.87% | 24.33% | | 6.73% |
| [**交银消费**](http://www.fund001.com/fund/519714/index.shtml) | | 0.923 | | 1.847 | 1.10% | | 9.49% | -- | | -- | -4.25% | | -12.87% |
| **交银环境治理** | | 1.096 | | 1.096 | 5.08% | | -- | -- | | -- | 9.60% | | 60.20% |
| [**交银新能源A**](http://www.fund001.com/fund2015/164905/index.shtml) | | 1.005 | | 1.031 | 0.00% | | 1.29% | 2.70% | | -- | 3.11% | | 5.45% |
| [**交银新能源B**](http://www.fund001.com/fund2015/164905/index.shtml) | | 1.497 | | 0.489 | 4.18% | | -50.15% | -58.80% | | -- | -51.05% | | -70.94% |
| [**E金融A**](http://www.fund001.com/fund2015/164907/index.shtml) | | 1.02 | | 1.02 | 0.00% | | 1.49% | -- | | -- | 2.00% | | 6.26% |
| [**E金融B**](http://www.fund001.com/fund2015/164907/index.shtml) | | 0.712 | | 0.712 | 3.79% | | -36.94% | -- | | -- | -28.80% | | -64.72% |
| **环境A** | | 1.012 | | 1.012 | 0.10% | | -- | -- | | -- | 1.20% | | 6.32% |
| **环境B** | | 1.18 | | 1.18 | 9.77% | | -- | -- | | -- | 18.00% | | 134.17% |
|  | |  | | | | | | | | | | | |
| **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** | | 0.6210 | | | 2.725 % | | | -- | | |
| **交银货币A** | | 0.7846 | | | 2.456 % | | | -- | | |
| **交银货币B** | | 0.8508 | | | 2.697 % | | | -- | | |
| **交银21天A** | | 0.4706 | | | 2.566 % | | | 5.764% | | |
| **交银21天B** | | 0.5493 | | | 2.856 % | | | 5.217% | | |
| **交银60天A** | | 0.4886 | | | 1.842 % | | | 4.643% | | |
| **交银60天B** | | 0.5681 | | | 2.133 %  数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至2015年10月23日，  交银环球、交银资源、交银海外中国互联网(LOF)净值数据截至2015年10月22日。 | | | 4.632% | | |