|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **再议软约束与底线思维**  **股票市场运行周报**  **宏观经济及债券市场 旗下基金表现** |  |  |



**再议软约束与底线思维**

周虽旧邦，其命维新。在中国经济走向新常态的过程中，旧的约束条件也将逐渐呈现新的内涵。以地方政府融资平台为代表的非市场化的软约束主体在市场化场合进行融资，导致资金无法按照真正的市场规律进行配置，也影响了利率市场化的进程。开弓没有回头箭的金融改革要求软约束主体逐步“硬化”。

三期叠加下的中国经济正在驶向新常态。只有深刻理解作为约束条件的软约束与底线思维，才能准确把握当前和未来一段时间宏观政策动向，梳理出恰当的投资逻辑，从而获取丰厚的投资回报。

**宏观经济与债券市场**

**20140714-20140720**

经济增长方面，6月工业增加值同比增速由前月8.8%小幅加快至9.2%。二季度GDP同比增速也回升至7.5%，这一切表明政府微刺激政策正在发挥效力。尽管如此，完成今年全年7.5%经济增长目标的压力或依然很大。稳增长政策层面，本周国务院常务会议指出，已经确定的经济社会发展主要目标任务，“是对人民的庄严承诺，必须保证完成。”这一表述表明国务院稳增长的态度十分坚决。

货币信贷方面，6月新增人民币信贷1.08万亿元，明显超出市场预期。6月社会融资新增近2万亿。与此同时，6月M2超预期增长，增速达到14.7%，M1增速也较前月小幅加快。

本周央行共开展了380亿元的28天正回购。由于有500亿元的正回购和50亿元的央票到期，因此全周央行共注入170 亿元的流动性，为连续第10 周实现货币净投放。

**再议软约束与底线思维**

**交银施罗德固定收益部基金经理助理 孙超**

周虽旧邦，其命维新。在中国经济走向新常态的过程中，旧的约束条件也将逐渐呈现新的内涵。

以地方政府融资平台为代表的非市场化的软约束主体在市场化场合进行融资，导致资金无法按照真正的市场规律进行配置，也影响了利率市场化的进程。开弓没有回头箭的金融改革要求软约束主体逐步“硬化”。对软约束主体的规范由以下两个层次展开：

从政府体系内部看，以制度建设为抓手规范软约束主体的融资行为。推行权责发生制的政府综合财务报告制度，也就是地方政府的资产负债表，提高财政透明度。未来逐渐通过立法明确地方各级政府的债务上限。还可以按照一定法定程序，强化上级政府对下级政府的督导，在地方政府债务水平达到一定程度时采取种种措施限制其继续举债，并引导其提升偿债能力。

从外部制约环境看，以市场主体为助力抑制软约束主体的融资冲动。逐步建立和完善地方政府的信用评级制度，规范其融资行为。与信用评级同时发挥作用的，还有地方债务的最终出资方——个人投资者与机构投资者。未来的地方债个人投资者可以以本地投资者为主，本地投资者对地方政府债务发行人更为熟悉，也更有动力防范发行人的道德风险。机构投资者则更为专业，对发行人偿债能力的变化更加敏感。近年来部分地方融资平台偿债能力出现的问题都迅速反映在相应债券在市场的认可度、价格和流动性上，可以预见未来市场主体对地方政府偿债意愿和融资行为的约束力还将进一步增强，真正做到使市场在资源配置中起决定性作用。近期地方债自发自还的试点正是对软约束主体进行规范的尝试性举措，而提高财政透明度也是实现国家治理现代化的重要一环。

当然，市场投资者应深刻理解“大国政贵有恒”的基调，规范地方债务的管理是本轮财税体制改革的一部分，对其推进节奏应有适当的把握。本轮财税体制改革的前提是保持中央与地方收入的格局大体不变，在这一历史进程中，地方政府财权和事权不匹配的处境仍将延续。软约束主体在短期内将继续存在于中国经济舞台，其为城镇化融资的重要使命也还远未完成。软约束主体的广泛存在依旧制约货币政策向价格型调控的转变。无论是对决策层还是投资者，数量型目标在一定时间内依然具有参考意义。当然，中央银行出于防范系统性金融风险的考虑，在实践中可能对M2增速超越年初设定的目标值有一定的容忍度。

作为机构投资者，在充分理解改革总体方向的基础上，也要准确把握近期目标和长期发展的平衡点。短期内，三季度经济能否顶住下行压力，继续企稳甚至进一步改善，将是决策层和投资者共同关注的关键。

从举措上看，作为宏观调控方式的创新，定向调控不仅是区间调控的重要组成部分，也是对区间调控的深化。财政政策天然具有结构性的特征，而货币政策也在加大定向力度，未来如果经济下行压力进一步显现，定向货币政策工具库仍有充足的储备，PSL（补充抵押贷款）等政策工具的运用规模也有望更上一层楼。然而，货币政策本质上是总量政策，结构性的定向工具有利于局部地区和部门金融环境的改善，最终完成调结构的重大使命则需要改革的顶层设计与政治经济的通盘考虑。

在通胀压力不大的情况下，明确守住稳增长、保就业的下限或依然是底线思维的核心关注。决策层最为关心的地产情况尤为关键，毕竟土地财政在当下依然是各级地方政府最主要的收入来源，而要守住改善民生的底线也离不开财政资源的再分配。因此，维系资产价格及其预期的稳定至关重要。一方面，各地限购政策可以视情况而有所调整；另一方面，总量货币政策是守住底线的有力屏障，运用与否或也同样取决于经济运行的真实走势。

三期叠加下的中国经济正在驶向新常态。只有深刻理解作为约束条件的软约束与底线思维，才能准确把握当前和未来一段时间宏观政策动向，梳理出恰当的投资逻辑，从而获取丰厚的投资回报。

**股票市场运行周报（20140714-20140718）**

**交银施罗德量化投资部**  
本周上证综指上涨0.59%，深证成指上涨0.73%，中小板指数下跌0.82%，沪深两市成交量为10,591.87亿元。食品饮料、建筑材料、房地产行业涨幅最大，涨幅分别为6.82%、2.92%、2.55%。国防军工、传媒、通信跌幅最大，分别下跌7.06%、4.13%、3.05%；从行业换手率来看，计算机、轻工制造、电子行业换手率最大，换手率超过9%；从风格特征来看，绩优股指数涨幅最大，涨幅为2%，高市净率指数跌幅最大，跌幅为2.52%。

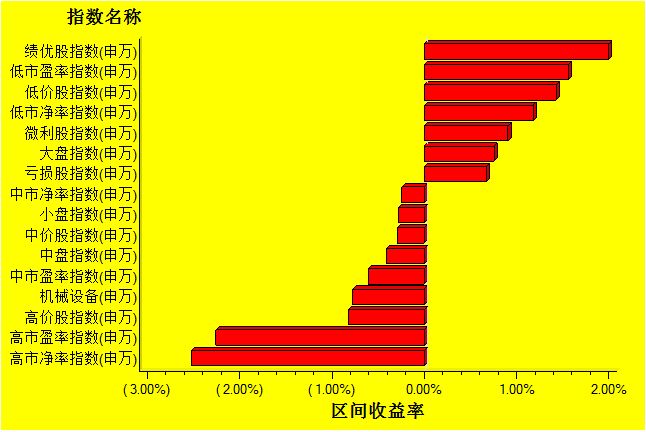
**表1:指数表现**   **表2:市场总体指标**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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 | 0.59% | 4,629.0 | A股总市值（亿元） | 277,602.20 |
| 上证180 | 0.62% | 1,920.7 | A股流通市值（亿元） | 204,296.79 |
| 上证50 | 0.70% | 784.1 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 11.56 |
| 沪深300 | 0.75% | 2,860.1 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 11.13 |
| 深证成指 | 0.73% | 570.0 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 1.59 |
| 深证100 | 0.44% | 1,155.3 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 1.52 |
| 申万中小板 | (0.82%) | 2,524.7 | A股加权平均股价 | 6.54 |
| 申万基金重仓 | 0.06% | 6,063.8 | 两市A股成交金额(亿元) | 10,591.87 |

**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** |
| 食品饮料 | 6.82% | 5.77% | 银行 | 0.61% | 0.36% |
| 建筑材料 | 2.92% | 7.93% |  | 商业贸易 | 0.59% | 5.95% |
| 房地产 | 2.55% | 5.55% | 化工 | 0.49% | 2.30% |
| 农林牧渔 | 2.44% | 8.01% |  | 电气设备 | 0.34% | 6.88% |
| 钢铁 | 2.03% | 2.99% |  | 采掘 | 0.06% | 4.54% |
| 建筑装饰 | 1.80% | 3.71% |  | 休闲服务 | 0.05% | 4.72% |
| 交通运输 | 1.78% | 2.69% | 轻工制造 | (0.03%) | 9.51% |
| 公用事业 | 1.68% | 4.52% |  | 医药生物 | (0.37%) | 6.67% |
| 家用电器 | 1.56% | 4.39% | 机械设备 | (0.53%) | 8.08% |
| 有色金属 | 1.39% | 7.71% |  | 电子 | (1.03%) | 9.43% |
| 非银金融 | 1.14% | . | 计算机 | (2.04%) | 9.69% |
| 纺织服装 | 1.05% | 7.92% | 通信 | (3.05%) | 6.24% |
| 综合 | 0.71% | 7.44% | 传媒 | (4.13%) | 7.37% |
| 汽车 | 0.62% | 7.71% | 国防军工 | (7.06%) | 8.30% |

**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：20140714-20140718

**宏观经济及债券市场20140714-20140720**

**交银施罗德固定收益部**

●**经济数据：**6月工业增加值同比增速由前月8.8%小幅加快至9.2%。二季度GDP同比增速也回升至7.5%，表明政府微刺激政策正在发挥效力。尽管如此，完成今年全年7.5%经济增长目标的压力或依然很大。首先，目前投资增长所面临的资金瓶颈并未改善，或继续给投资和经济增长带来下行压力。6月，投资增速与投资到位资金增速之间的缺口还略有扩大。特别地，地产投资到位资金增速仍在零增长附近，地产销售、新开工、房价数据也依然低迷，显示地产投资前景或仍然黯淡。其次，今年3季度将面临去年3季度高增长带来的高基数效应，同比增长数字或会有下行压力。决策者或也注意到了这些压力，所以微刺激政策可能还将延续。除了财政政策的扩张外，下半年货币政策的大方向或仍将是宽松。

●**稳增长政策：**本周国务院常务会议指出，已经确定的经济社会发展主要目标任务，“是对人民的庄严承诺，必须保证完成。”这一表述表明国务院稳增长的态度十分坚决。虽然李总理在经济形势专家座谈会上又提到比7.5%低一点的增速也可能可以接受，但目前来看，7.5%更可能是今年国务院可接受的下限。此外国务院常务会议还强调要加快投融资体制改革，在落实定向调控上持续发力。

●**货币信贷：** 6月新增人民币信贷1.08万亿元，明显超出市场预期。在基数效应和近期定向宽松货币政策推动下，6月表外流动性投放也大幅增长。表内与表外融资的双扩张令6月社会融资新增近2万亿。与此同时，6月M2超预期增长，增速达到14.7%，M1增速也较前月小幅加快。货币增速明显加快一方面与去年低基数有关，另一方面也是近期流动性投放加强的产物。然而考虑到监管当局对表外融资扩张依然持谨慎态度，未来一段时间央行很可能会稍微控制放松节奏。

●**债券市场：**本周央行共开展了380亿元的28天正回购。由于有500亿元的正回购和50亿元的央票到期，因此全周央行共注入170 亿元的流动性，为连续第10周实现货币净投放。尽管仍有税收上缴等因素扰动，但在经历月中存款准备金退款对冲后，货币市场流动性总体上有所缓和。隔夜SHIBOR和1周SHIBOR分别下降0.04和0.07个百分点，R001和R007也小幅回落。但未来新股申购冻结的流动性数量可观，货币市场利率可能会再次出现波动。

****

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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** | | 0.6437 | | 2.8355 | 0.28% | | -5.38% | -11.88% | | -15.71% | -20.10% | | 202.00% |
| **交银稳健** | | 1.0208 | | 2.6558 | 0.43% | | -2.16% | -8.56% | | -12.11% | -15.78% | | 154.84% |
| **交银成长** | | 2.8151 | | 3.2201 | -0.01% | | -4.43% | -8.46% | | -7.09% | 6.39% | | 224.13% |
| **交银蓝筹** | | 0.6758 | | 0.6908 | 0.01% | | -4.71% | -8.33% | | -10.60% | -14.75% | | -31.48% |
| **交银增利A/B** | | 1.0346 | | 1.3746 | -0.03% | | 3.58% | 8.00% | | 2.50% | 14.29% | | 42.69% |
| **交银增利C** | | 1.027 | | 1.345 | -0.02% | | 3.48% | 7.78% | | 2.07% | 12.80% | | 38.81% |
| **交银环球** | | 1.637 | | 1.831 | -0.91% | | 4.20% | 4.53% | | 20.08% | 16.36% | | 88.19% |
| **交银先锋** | | 1.1331 | | 1.2121 | -0.25% | | -4.30% | -2.42% | | -2.33% | -4.95% | | 20.98% |
| **治理ETF** | | 0.604 | | 0.672 | 0.33% | | 0.17% | 2.03% | | 0.17% | -20.42% | | -32.78% |
| **交银治理** | | 0.689 | | 0.689 | 0.29% | | 0.15% | 1.92% | | 0.15% | -19.42% | | -31.10% |
| **交银主题** | | 0.749 | | 0.764 | -0.27% | | -1.96% | -3.60% | | -2.22% | -29.47% | | -24.06% |
| **交银趋势** | | 0.787 | | 0.787 | 0.77% | | 1.16% | 0.51% | | -3.44% | -20.98% | | -21.30% |
| **交银添利** | | 1.033 | | 1.144 | 0.00% | | 2.79% | 4.34% | | -0.07% | 13.65% | | 14.78% |
| **交银制造** | | 1.176 | | 1.176 | -0.25% | | -0.17% | 2.35% | | 6.23% | 16.78% | | 17.60% |
| **交银深证300价值ETF** | | 0.914 | | 0.914 | 1.22% | | 2.24% | 6.40% | | 5.91% | -- | | -8.60% |
| **交银双利A/B** | | 1.089 | | 1.197 | 0.00% | | 2.83% | 8.25% | | 1.24% | -- | | 20.28% |
| **交银双利C** | | 1.078 | | 1.183 | 0.09% | | 2.76% | 8.02% | | 0.97% | -- | | 18.82% |
| **交银价值** | | 0.904 | | 0.904 | 1.12% | | 2.03% | 5.73% | | 5.24% | -- | | -9.60% |
| **交银行业** | | 1.119 | | 1.209 | 0.27% | | -0.53% | 1.82% | | 2.25% | -- | | 8.78% |
| **交银资源** | | 1.228 | | 1.251 | -1.21% | | 3.63% | -0.16% | | 13.01% | -- | | 25.10% |
| **交银荣安保本** | | 1.006 | | 1.112 | -0.10% | | 0.95% | 2.25% | | 3.44% | -- | | 11.48% |
| **交银核心** | | 0.983 | | 0.983 | 0.10% | | -3.15% | 0.00% | | -2.58% | -- | | -1.70% |
| **交银等权** | | 0.999 | | 1.038 | 0.30% | | -1.96% | -0.60% | | -2.72% | -- | | 3.64% |
| **交银纯债A/B** | | 1.051 | | 1.058 | -0.10% | | 3.14% | 6.05% | | 4.16% | -- | | 5.83% |
| **交银纯债C** | | 1.042 | | 1.048 | 0.00% | | 3.07% | 5.79% | | 3.48% | -- | | 4.82% |
| **交银双轮动A/B** | | 1.039 | | 1.059 | 0.00% | | 2.83% | 5.72% | | 5.19% | -- | | 5.93% |
| **交银双轮动C** | | 1.036 | | 1.053 | -0.10% | | 2.65% | 5.44% | | 4.70% | -- | | 5.33% |
| **交银荣祥保本** | | 1.013 | | 1.07 | -0.20% | | 1.35% | 2.85% | | 4.52% | -- | | 7.03% |
| **交银成长30** | | 0.98 | | 0.98 | 0.00% | | -3.83% | -2.29% | | -2.29% | -- | | -2.00% |
| **交银月月丰A** | | 1.065 | | 1.065 | 0.00% | | 2.90% | 4.72% | | -- | -- | | 6.50% |
| **交银月月丰C** | | 1.06 | | 1.06 | -0.09% | | 2.71% | 4.43% | | -- | -- | | 6.00% |
| **交银双息平衡** | | 1.029 | | 1.029 | 0.39% | | 1.78% | 2.69% | | -- | -- | | 2.90% |
| **交银荣泰保本** | | 1.016 | | 1.036 | -0.20% | | 0.96% | 3.07% | | -- | -- | | 3.58% |
| **交银强化回报A/B** | | 1.019 | | 1.019 | 0.00% | | 1.09% | -- | | -- | -- | | 1.90% |
| **交银强化回报C** | | 1.019 | | 1.019 | 0.00% | | 0.99% | -- | | -- | -- | | 1.90% |
| **交银新成长** | | 1.002 | | 1.002 | 0.10% | | -- | -- | | -- | -- | | 0.20% |
| **交银周期回报** | | 1.003 | | 1.003 | 0.00% | | -- | -- | | -- | -- | | 0.30% |
|  | |  | | | | | | | | | | | |
| **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** | | 1.1921 | | | 3.913 % | | | -- | | |
| **交银货币B** | | 1.2575 | | | 4.153 % | | | -- | | |
| **交银21天A** | | 1.1150 | | | 5.012 % | | | 13.556% | | |
| **交银21天B** | | -- | | | -- | | | 4.161% | | |
| **交银60天A** | | 1.1333 | | | 4.029 % | | | 4.022% | | |
| **交银60天B** | | 1.2127 | | | 4.323 % | | | 4.286% | | |

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至2014年7月18日，交银环球、交银资源净值数据截至2014年7月17日。