

债券市场，博弈之下 路在何方？

股票市场运行周报
宏观经济及债券市场
旗下基金表现

[本期摘要]

债券市场, 博弈之下路在何方?

近期公布的8月份宏观经济数据让市场为之震惊, 甚至连细项分析似乎都用不着——因为全部经济增长类数据都低于预期。其中, 市场关注的核心指标——工业增加值严重低于预期, 录得2009年以来的最低值6.9%。虽然之前市场普遍预期8月份工业增速会出现回落, 但是回落幅度如此之大确实令人大跌眼镜。8月份极差的经济数据恐会令市场对未来的经济产生较为悲观的预期, 进而产生对货币政策进一步宽松, 乃至降息降准的预期。但令人寻味的是, 近期李总理的讲话以及统计局的解读, 都花费较大篇幅强调了就业的稳定, 并传递出中央并不会全面放松政策的信号。预计后期政策层面维持此前的定向宽松, 而非全面放松的可能性更大。

股票市场运行周报

20140915-20140919

9月15日至9月19日, 市场指数大幅回调后继续延续上涨趋势。上证综指、沪深300和深证成指分别下跌0.11%、0.54%和1.22%, 中证100和中证200分别下跌0.52%和0.57%, 中证500上涨0.04%, 中小板指和创业板指分别下跌1.27%和1.64%。行业方面, 综合和农林牧渔表现居前, 分别上涨5.55%和2.92%, 国防军工和传媒表现居后, 分别下跌2.11%和2.78%。

债券市场, 博弈之下路在何方?

交银增利基金经理助理唐贇

近期公布的8月份宏观经济数据让市场为之震惊, 甚至连细项分析似乎都用不着——因为全部经济增长类数据都低于预期。其中, 市场关注的核心指标——工业增加值严重低于预期, 录得2009年以来的最低值6.9%。虽然之前市场普遍预期8月份工业增速会出现回落, 但是回落幅度如此之大确实令人大跌眼镜。8月份极差的经济数据恐会令市场对未来的经济产生较为悲观的预期, 进而产生对货币政策进一步宽松, 乃至降息降准的预期。但令人寻味的是, 近期李总理的讲话以及统计局的解读, 都花费较大篇幅强调了就业的稳定, 并传递出中央并不会全面放松政策的信号。预计后期政策层面维持此前的定向宽松, 而非全面放松的可能性更大。

债券市场方面, 经过上半年的牛市和6月底以来的震荡, 目前长端政策性金融债收益率又接近了6月的前期低点水平, 长端国债较前期低点上行约20bp左右。与此同时, 利率品种的短端却较6月时明显上行, 使得收益率曲线异常平坦, 国债10年和1年的期限利差仅约逾40bp, 在历史上已处于低点位置。回顾过往, 国债期限利差明显低到30bp以内的情况, 仅有2008年10月、2011年9月、2013年6月寥寥数次。其中, 除了2008年是由于异常悲观的经济预期造成的“牛平”之外, 另外两次都是由于资金面紧张带来的短端利率快速上行所导致。目前的宏观经济环境既不支持极度悲观的经济预期, 也看不到货币政策过度收紧的可能。因此, 如果短端利率品种收益率无法明显下行, 则过于平坦的收益率曲线将限制长端利率的下行空间。

另一方面, 今年以来市场趋之若鹜的城投债作为市场理解的“无风险收益率”, 经过不断的下行, 信用利差已屡创新低。其中银行理财的规模扩张以及对非标占比的控

制功不可没。近期，一、二级市场的疯狂使得中高等级城投债收益率已达到 6.0% 附近甚至以下水平。然而须认识到，银行理财在负债端的成本使得其资产端也会有一个刚性成本，如果城投债收益率下到这个刚性成本附近，则其下行的主要动力将逐渐消失。延伸到投资层面上来，在目前的市场环境下，作为一个理性的投资者该如何进行操作？是随着经济数据的走弱继续加仓，还是担心下行空间有限而减仓止盈？

笔者的同事兼好友前不久写过一篇关于当下投资圈人士非常热衷的一项游戏——德州扑克和债券投资的种种相似之处的文章，笔者阅后深以为然。德扑中有经典的“Sklansky Dollar”、和 Phil Galfond 后来提出的 G-Bucks 等概念，具体细节受篇幅所限不便展开，但所讲述的原则都是，德州扑克中每一次的行动，都是将对牌面、桌面情况、对手风格等等综合之后，基于所读到对手和你的牌力，或是对手和你的牌力范围的强弱，从概率学的角度作出最大化期望值的行为。单独看某一次行为，可能因为小概率事件的发生而导致亏损，但只要保证自己犯错的机会尽可能的少，则长期来看期望值必然是正的。这一点和投资何其相似。

目前有利于债券市场的基本面情况，笔者认为好比德州扑克中在翻牌面击中了 TPTK（顶对顶踢脚）的牌。目前来看，较大可能是领先的，但在转牌和河牌上牌力难以得到明显增强（利率债过窄的期限利差和城投债过低的收益率水平）。同时，牌面却有形成同花和顺子的可能。通常德州扑克中在这种情况下，在翻牌下注取一条街价值，然后在转牌圈过牌控制底池的大小是一个较为明智的选择。如果河牌发出了同花面或顺子面，而对方又展露了相应的牌力，则要能够果然弃牌。对应债券投资，即目前保持适中的杠杆为佳，不再大幅加仓。8 月份的经济数据固然有环比层面的走弱，但去年 8 月过高的基数效应造成的影响同样不可忽视。从基数效应看，8 月的同比数据可能是全年低点，9-10 月之后较大可能会看到同比数据逐步从企稳到小幅改善。如果短期内看不到货币政策的进一步放松，而到了 10 月经济数据有企稳的

迹象，则可以逐步降低仓位，再做观望。或许有读者会问，那如果短期内看到货币政策全面放松，打开了长端利率的下行空间，中性仓位岂不吃亏？记住，我们要做的只是基于目前的各种可能，让我们在债券投资中的“Sklansky Dollar”和“G-buks”最大化。

股票市场运行周报（20140915-20140919）

交银施罗德量化投资部

9月15日至9月19日，市场指数大幅回调后继续延续上涨趋势。上证综指、沪深300和深证成指分别下跌0.11%、0.54%和1.22%，中证100和中证200分别下跌0.52%和0.57%，中证500上涨0.04%，中小板指和创业板指分别下跌1.27%和1.64%。行业方面，综合和农林牧渔表现居前，分别上涨5.55%和2.92%，国防军工和传媒表现居后，分别下跌2.11%和2.78%。

图1：主要指数表现（20140915-20140919）

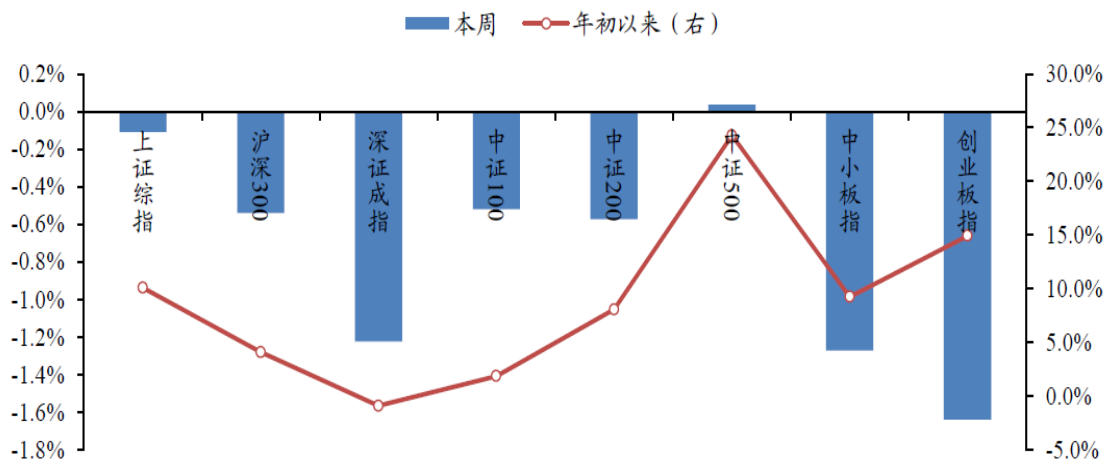
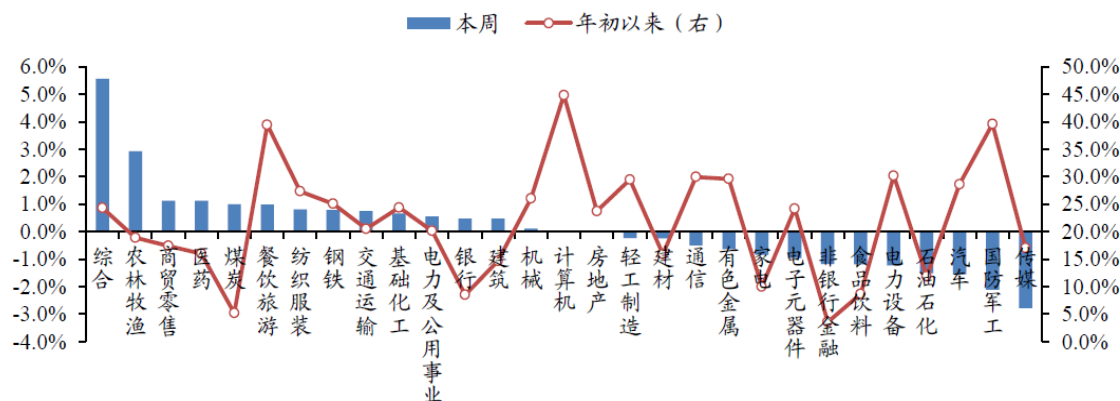


图2：主要行业表现（20140915-20140919）



数据来源：WIND

宏观经济及债券市场 20140915-20140919

交银施罗德固定收益部

经济企稳：经济短期企稳，下行风险未消。9月上旬发电增速回升至4%，中旬发电耗煤增速从上周的-15.6%回升至-14.7%，而9月上旬粗钢产量增速从8月下旬的-3.6%回升至1.8%，均明显改善，表明前期高基数效应影响已过、经济短期企稳。但上周30城地产销售增速-17.3%、跌势延续，预示下行风险未消。

政策指标：开放步伐加快，定向调控加码。降低系统性金融风险是中国政府当前的一个重要目标，所采用的手段一是加快开放步伐，二是加码定向宽松。前者体现在三个方面，一是上周习主席访印，未来5年双边贸易额将提升；二是李总理考察自贸区，通过改革倒逼资本项目开放；三是阿里巴巴在美国上市，标志中国经济融入全球。后者体现在上周李总理主持座谈会，推进城镇化、扶持小微企业发展。

海外经济：美提前加息概率减小，苏格兰独立公投告负。美联储9月议息会议声明继续缩减每月购债规模至150亿美元，沿用“相当长一段时间”维持超低利率政策的表述，2015年一季度提前加息可能性减弱。周五，苏格兰独立失败，公投官方结果为44.7%赞成独立，55.3%反对。英国加息日程受苏格兰独立影响减小。

旗下基金表现

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	0.7133	2.9051	1.23%	11.23%	2.05%	-7.34%	1.27%	234.65%
交银稳健	1.1327	2.7677	0.70%	13.97%	6.32%	-3.18%	1.65%	182.77%
交银成长	3.1178	3.5228	0.91%	13.27%	5.42%	-0.11%	30.07%	258.98%
交银蓝筹	0.7405	0.7555	1.23%	10.34%	2.36%	-3.61%	3.34%	-24.92%
交银增利 A/B	1.0723	1.4123	0.22%	4.47%	9.12%	5.16%	26.12%	47.89%
交银增利 C	1.0636	1.3816	0.21%	4.35%	8.89%	4.71%	24.47%	43.76%
交银环球	1.6530	1.8470	0.49%	1.47%	3.25%	14.76%	37.68%	90.03%
交银先锋	1.2457	1.3247	0.88%	14.44%	4.84%	5.75%	23.25%	33.00%
治理 ETF	0.6730	0.7490	0.60%	14.65%	18.69%	0.90%	2.91%	-25.10%
交银治理	0.7640	0.7640	0.66%	14.03%	17.72%	0.92%	2.83%	-23.60%
交银主题	0.7780	0.7930	0.78%	4.57%	0.39%	-3.11%	-15.80%	-21.12%
交银趋势	0.8890	0.8890	0.79%	18.06%	16.21%	8.55%	2.66%	-11.10%
交银添利	1.0690	1.1800	0.19%	4.09%	7.87%	1.89%	25.03%	18.78%
交银制造	1.3310	1.3310	0.45%	18.21%	12.89%	18.21%	39.52%	33.10%
交银深证 300 价值 ETF	1.0110	1.0110	0.50%	17.01%	17.42%	6.65%	--	1.10%
交银双利 A/B	1.1630	1.2710	0.69%	8.19%	12.69%	5.54%	--	28.45%
交银双利 C	1.1490	1.2540	0.70%	7.99%	12.43%	5.03%	--	26.64%
交银价值	0.9950	0.9950	0.40%	16.10%	16.24%	5.96%	--	-0.50%
交银行业	1.2870	1.3770	1.10%	17.32%	15.63%	16.05%	--	25.11%
交银资源	1.2370	1.2600	0.16%	2.15%	2.06%	8.08%	--	26.02%
交银荣安保本	1.0420	1.1480	0.58%	3.96%	4.98%	5.91%	--	15.47%
交银核心	1.1270	1.1270	1.08%	19.13%	12.36%	7.74%	--	12.70%
交银等权	1.1400	1.1790	0.71%	18.63%	14.57%	3.61%	--	18.26%
交银纯债 A/B	1.0830	1.0900	0.18%	3.74%	7.33%	7.44%	--	9.05%
交银纯债 C	1.0720	1.0780	0.19%	3.57%	6.99%	6.77%	--	7.84%
交银双轮动 A/B	1.0630	1.0830	0.00%	2.90%	6.14%	7.41%	--	8.38%
交银双轮动 C	1.0590	1.0760	0.00%	2.81%	5.86%	6.92%	--	7.66%
交银荣祥保本	1.0520	1.1090	0.57%	4.33%	5.66%	7.60%	--	11.15%
交银成长 30	1.0740	1.0740	0.66%	15.36%	4.58%	6.44%	--	7.40%
交银月月丰 A	1.0950	1.0950	0.37%	3.60%	6.83%	9.06%	--	9.50%
交银月月丰 C	1.0900	1.0900	0.46%	3.51%	6.65%	8.57%	--	9.00%
交银双息平衡	1.1290	1.1290	0.80%	12.56%	13.58%	12.67%	--	12.90%

交银施罗德基金管理有限公司

Bank of Communications Schroders Fund Management Co., Ltd

中国 上海 浦东新区世纪大道8号国金中心二期22楼 邮编: 200120

WWW.FUND001.COM 400-700-5000

客服传真: (021) 6105 5054 客服邮箱: services@jysld.com

风险提示: 本基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金财产,但不保证基金一定盈利,也不保证最低收益。基金的过往业绩并不代表其将来表现。投资有风险,敬请投资人认真阅读基金的相关法律文件,并选择适合自身风险承受能力的投资品种进行投资。

交银荣泰保本	1.0470	1.0670	0.48%	3.33%	4.65%	--	--	6.74%
交银强化回报 A/B	1.0460	1.0460	0.38%	2.75%	4.18%	--	--	4.60%
交银强化回报 C	1.0450	1.0450	0.38%	2.55%	3.98%	--	--	4.50%
交银新成长	1.0360	1.0360	0.48%	3.70%	--	--	--	3.60%
交银周期回报	1.0440	1.0440	0.68%	4.50%	--	--	--	4.40%
交银丰盈	1.0090	1.0090	0.30%	--	--	--	--	0.90%

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	0.9595	2.726 %	--
交银货币 A	0.9556	3.413 %	--
交银货币 B	1.0221	3.654 %	--
交银 21 天 A	0.9101	5.094 %	3.801%
交银 21 天 B	0.9896	5.385 %	4.047%
交银 60 天 A	0.5318	2.886 %	3.666%
交银 60 天 B	--	3.467 %	4.151%

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至 2014 年 9 月 19 日，交银环球、交银资源净值数据截至 2014 年 9 月 18 日。