|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **夕惕若厉，化债券投资**  **阿喀琉斯之踵于无形**  **股票市场运行周报**  **宏观经济及债券市场 旗下基金表现** |  |  |



**夕惕若厉，化债券投资阿喀琉斯之踵于无形**

近日，英国《金融时报》援引三大国际评级机构之一的标准普尔观点称，中国约一半地方政府应当被给予“垃圾级”信用级别；此番言论的抛出时机，恰逢国务院43号文公布后引发市场对城投债兑付风险担忧之际。然而，以2013年6月末审计结果计、中国地方政府债务率实际上无一超过国际警戒线，在此当且不论标普的夸大其实；在事件已经发生且市场情绪飘忽不定之际抛出此番言论，标普再度难以洗清其“事后诸葛亮”之嫌。事实上，六年前的次贷危机及三年前的欧债危机，国际三大评级机构早就扮演了如上事前“零预警”及事后“落井下石”的角色。

**股票市场运行周报**

**20141124-20141128**

本周上证综指上涨7.88%，深证成指上涨8.04%，中小板指数上涨2.70%，沪深两市成交量为29,714.68亿元，与上周相比大幅上扬。所有行业普涨，非银金融、银行、休闲服务行业涨幅最大，涨幅分别为19.94%、12.74%、12.30%；医药生物、家用电器、食品饮料业涨幅最小，跌幅分别为2.05%、1.93%、1.86%。从行业换手率来看，休闲服务、综合的换手率最大，换手率达19.55%、18.34%；从风格特征来看，低市净率指数涨幅最大，涨幅为10.37%，高市净率指数涨幅最小，涨幅为3.66%。

**夕惕若厉，化债券投资阿喀琉斯之踵于无形**

**交银施罗德债券分析师邓睿**

*君子终日乾乾，夕惕若，厉，无咎。——《周易•乾》*

近日，英国《金融时报》援引三大国际评级机构之一的标准普尔观点称，中国约一半地方政府应当被给予“垃圾级”信用级别；此番言论的抛出时机，恰逢国务院43号文公布后引发市场对城投债兑付风险担忧之际。然而，以2013年6月末审计结果计、中国地方政府债务率实际上无一超过国际警戒线，在此当且不论标普的夸大其实；在事件已经发生且市场情绪飘忽不定之际抛出此番言论，标普再度难以洗清其“事后诸葛亮”之嫌。事实上，六年前的次贷危机及三年前的欧债危机，国际三大评级机构早就扮演了如上事前“零预警”及事后“落井下石”的角色。

无独有偶，中国评级机构普遍缺乏公信力早已成为共识；仅2014年上半年就出现过多达50家政府平台企业评级上调的现象，这还是在中国经济增速明显回落的背景下完成的。评级结果的失效让债券投资者面临着尴尬局面：其一，评级虚高及区分度极低的现象十分严重，鹏元资信竟然对多达2/3以上存续主体给予了AA及以上评级；其二，现有评级报告“八股文”式的写作风格对投资者传递的关键信息十分有限，对于关系到潜在偿债风险的关键问题往往三缄其口、一笔带过。在宏观经济明显走弱、调结构、去产能的新形势下，企业财务表现普遍下滑、流动性普遍弱化，今年亦不断发生诸如洛矿、超日、皖江物流等一系列黑天鹅事件，对于失去外部评级正确指引的中国债券投资者，信用风险很可能成为不可忽视的阿喀琉斯之踵。

在此情况下，对于机构投资者而言，在失去外部评级“看门人”的指引作用后，扮演着内部信用风险“守门员”角色的信评体系及实践体系的信用研究员的作用显得尤为关键，以下几点想法或能为化解债市投资阿喀琉斯之踵提供些许思路。

其一，摒弃评级理念中的所谓“艺术”思维。“评级既是科学也是艺术”的言论想必耳熟能详；诚然，信用评级体系中的方法与模型这一相对科学的元素已由国际评级公司实践百年之久，为扩大差别化竞争优势、分析师的主观经验判断能力既“评级艺术”往往成为评级公司的主要卖点之一。但是，笔者非常赞同中国人民大学吴晶妹教授在2011年接受《羊城晚报》时的一段讲话，“他们（指国际三大评级机构）一直将风险预测定位为艺术，不是科学，结果必然是经济形势好的时候预测全是正面的，反之则全部是负面的。”对于为投资服务的信用评审而言，摒弃冠冕堂皇的主观判断“艺术”思维显得更为关键，坚守信用风险偏好底线，杜绝侥幸心理，方能任风雨飘摇而岿然不动。

其二，以史为鉴。《全唐文纪事》中记载着一段广为流传的警句，太宗谓侍臣曰：“夫以铜为镜，可以正衣冠；以古为镜，可以知兴替；以人为镜，可以明得失。”我们或许失去了本应具备独立性的外部评级结果这面“人镜”，但依旧可以庆幸“古镜”的存在。以“山东海龙”之鉴警惕逆市激进投资风险，以“洛矿”事件重拾母公司报表分析，以“华通路桥”之殇摒弃“流动性支持”的微弱担保效力，以“超日”“华锐”之痛重视现金流“先行”指标。通过对历史教训的总结，不断以“黑名单要素”形式充实已有评级体系。

其三，苦心孤诣，紧密跟踪。如果说上述两条的意义在于事前风险防范，跟踪评级的意义则在于事后矫正错误。对于大部分发债主体而言，更新财务数据的最高频率仅限于季度，上市公司负面新闻也往往领先于公告，外部跟踪评级报告的时间则更晚。也许苦于中国公开市场融资企业一贯的信息披露谨慎性，及第三方行业研究的结构性缺位，密切跟踪信用风险变迁的难度很大；但加强行业走势的研究，以建立数据库的形式发挥有限信息的想象空间，或能从逆境中窥得柳暗花明。

对于股票投资而言，投资标的错误或许还有斩仓出逃的机会；对于债券投资，信用风险的“踩雷”则意味着该笔债项本息的全部损失。因此，在缺乏外部支持的大环境下，精耕细作下的持之以恒，当是债券研究为投资服务的正确态度选择。

路漫漫其修远兮，为化债券投资阿喀琉斯之踵于无形，吾辈仍将夕惕若厉，上下而求索。

**股票市场运行周报（20141124-20141128）**

**交银施罗德量化投资部**  
本周上证综指上涨7.88%，深证成指上涨8.04%，中小板指数上涨2.70%，沪深两市成交量为29,714.68亿元，与上周相比大幅上扬。所有行业普涨，非银金融、银行、休闲服务行业涨幅最大，涨幅分别为19.94%、12.74%、12.30%；医药生物、家用电器、食品饮料业涨幅最小，跌幅分别为2.05%、1.93%、1.86%。从行业换手率来看，休闲服务、综合的换手率最大，换手率达19.55%、18.34%；从风格特征来看，低市净率指数涨幅最大，涨幅为10.37%，高市净率指数涨幅最小，涨幅为3.66%。

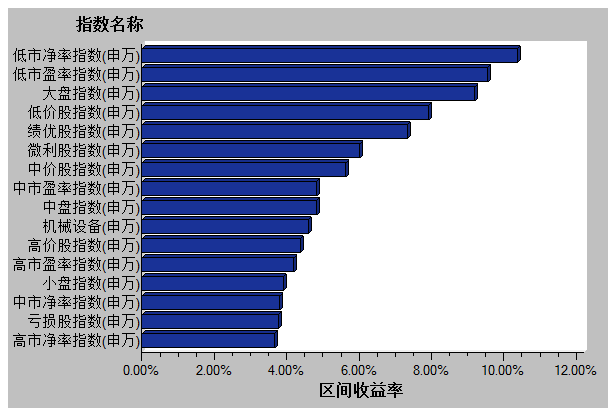
**表1:指数表现**   **表2:市场总体指标**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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 | 7.88% | 16,698.9 | A股总市值（亿元） | 367,690.89 |
| 上证180 | 9.66% | 9,430.1 | A股流通市值（亿元） | 271,307.42 |
| 上证50 | 11.65% | 5,016.6 | A股市盈率（最新年报，剔除负值） | 15.23 |
| 沪深300 | 8.72% | 13,026.1 | A股市盈率（递推12个月，剔除负值） | 13.84 |
| 深证成指 | 8.04% | 1,969.8 | A股市净率（最新年报，剔除负值） | 2.10 |
| 深证100 | 6.95% | 3,642.8 | A股市净率（最新报告期，剔除负值） | 1.90 |
| 申万中小板 | 2.70% | 4,934.2 | A股加权平均股价 | 8.50 |
| 申万基金重仓 | 6.64% | 21,565.6 | 两市A股成交金额(亿元) | 29,714.68 |

**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** |
| 非银金融 | 19.94% | . | 化工 | 4.51% | 4.35% |
| 银行 | 12.74% | 3.16% |  | 国防军工 | 4.33% | 10.45% |
| 休闲服务 | 12.30% | 19.55% | 公用事业 | 3.81% | 9.23% |
| 房地产 | 11.28% | 16.34% |  | 通信 | 3.70% | 11.45% |
| 建筑装饰 | 8.90% | 14.75% |  | 传媒 | 3.68% | 15.80% |
| 采掘 | 6.57% | 11.04% |  | 纺织服装 | 3.66% | 13.11% |
| 有色金属 | 6.24% | 16.05% | 轻工制造 | 3.56% | 14.16% |
| 钢铁 | 6.12% | 9.54% |  | 汽车 | 3.22% | 7.99% |
| 综合 | 5.90% | 18.34% | 电子 | 2.98% | 13.49% |
| 计算机 | 5.87% | 15.55% |  | 电气设备 | 2.65% | 10.54% |
| 建筑材料 | 5.43% | 13.96% | 农林牧渔 | 2.33% | 16.97% |
| 机械设备 | 5.35% | 16.30% | 医药生物 | 2.05% | 10.82% |
| 商业贸易 | 5.34% | 13.87% | 家用电器 | 1.93% | 11.46% |
| 交通运输 | 5.32% | 9.38% | 食品饮料 | 1.86% | 9.73% |

**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：20141124-20141128

**宏观经济及债券市场20141124-20141128**

**交银施罗德固定收益部**

**●消费：**汽车类消费继续低迷，石油及制品类消费继续下跌，房地产相关消费保持弱势，通胀低位运行而去年同期基数较高。

**●投资：**在前期政策刺激效果有所显现背景下，受央行大幅降低中长期贷款基准利率影响，市场对房价预期更趋稳定，商品房销售逐步回升，房地产开发投资增速或有所企稳。

**●外贸：**尽管美国经济复苏强劲，但欧元区和日本经济增长低迷，外需复苏力度或阶段性减弱，预计出口增速或有所放缓；由于房地产市场依然弱势，内需或保持低迷，进口增速或维持低位。

**●产出：**受APEC会议期间停产减排影响，北京周边省市的火电、钢铁和水泥等工业产出受到较大影响，叠加房地产弱势下需求低迷，预计11月工业增加值同比增速或显著降至7.1%附近。

**●通胀：**由于生产资料价格降幅收窄，汇丰PMI 初值出厂价格指数回升，预计11 月PPI 环比降幅有所收窄，PPI同比增速或降至-2.5%附近。

**●货币信贷：**贷款和社融增速仍有下行压力。10月份贷款增量5483 亿，较去年同期略增加。M2增速可能持平或略低于上个月。在月末存款偏离度考核推出后，央行为了保持M2的可比性，对口径进行了调整，M2 的预测变得比以前困难。

****

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **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** | | 0.7290 | | 2.9208 | -0.03% | | 8.81% | 12.03% | | -2.25% | 9.10% | | 242.02% |
| **交银稳健** | | 1.3155 | | 2.9505 | 0.99% | | 20.95% | 31.12% | | 13.38% | 20.22% | | 228.41% |
| **交银成长** | | 3.3047 | | 3.7097 | 0.09% | | 11.38% | 16.36% | | 5.98% | 41.78% | | 280.50% |
| **交银蓝筹** | | 0.7665 | | 0.7815 | -0.12% | | 8.89% | 11.88% | | 1.09% | 11.44% | | -22.29% |
| **交银增利A/B** | | 1.0647 | | 1.4767 | 0.00% | | 7.91% | 12.31% | | 15.18% | 30.75% | | 57.30% |
| **交银增利C** | | 1.0631 | | 1.4451 | 0.00% | | 7.80% | 12.08% | | 14.71% | 29.05% | | 52.80% |
| **交银环球** | | 1.6720 | | 1.8660 | -0.30% | | 0.54% | 4.63% | | 8.78% | 52.89% | | 92.21% |
| **交银先锋** | | 1.2850 | | 1.3640 | -0.93% | | 5.87% | 15.83% | | 8.96% | 34.25% | | 37.19% |
| **治理ETF** | | 0.7970 | | 0.8870 | 2.44% | | 23.95% | 34.40% | | 20.03% | 25.51% | | -11.30% |
| **交银治理** | | 0.8970 | | 0.8970 | 2.40% | | 22.71% | 32.50% | | 18.97% | 24.07% | | -10.30% |
| **交银主题** | | 0.9860 | | 1.0010 | 1.02% | | 27.89% | 30.25% | | 26.25% | 15.46% | | -0.03% |
| **交银趋势** | | 0.9090 | | 0.9090 | -0.44% | | 8.34% | 18.21% | | 12.50% | 10.58% | | -9.10% |
| **交银添利** | | 1.1270 | | 1.2380 | 0.00% | | 6.82% | 11.14% | | 11.75% | 28.31% | | 25.23% |
| **交银制造** | | 1.3630 | | 1.3630 | -0.44% | | 8.09% | 19.77% | | 18.21% | 46.72% | | 36.30% |
| **交银深证300价值ETF** | | 1.1390 | | 1.1390 | 1.70% | | 17.91% | 28.56% | | 18.28% | 14.36% | | 13.90% |
| **交银双利A/B** | | 1.2150 | | 1.3730 | 0.25% | | 13.06% | 19.11% | | 18.89% | 38.17% | | 40.11% |
| **交银双利C** | | 1.1990 | | 1.3540 | 0.25% | | 12.94% | 18.72% | | 18.27% | 36.28% | | 38.05% |
| **交银价值** | | 1.1120 | | 1.1120 | 1.65% | | 16.56% | 26.65% | | 16.81% | 12.66% | | 11.20% |
| **交银行业** | | 1.3750 | | 1.4650 | 0.07% | | 14.11% | 25.11% | | 22.99% | -- | | 33.66% |
| **交银资源** | | 1.2510 | | 1.2740 | -0.64% | | 0.00% | 7.29% | | 5.76% | -- | | 27.44% |
| **交银荣安保本** | | 1.0670 | | 1.1980 | 0.00% | | 7.03% | 9.13% | | 10.33% | -- | | 21.10% |
| **交银核心** | | 1.3400 | | 1.3400 | 1.06% | | 28.35% | 37.44% | | 30.10% | -- | | 34.00% |
| **交银等权** | | 1.2680 | | 1.3070 | 0.56% | | 17.41% | 28.34% | | 13.20% | -- | | 31.54% |
| **交银纯债A/B** | | 1.0950 | | 1.1270 | -0.09% | | 5.03% | 8.17% | | 13.31% | -- | | 12.84% |
| **交银纯债C** | | 1.0830 | | 1.1140 | -0.09% | | 4.99% | 7.95% | | 12.67% | -- | | 11.53% |
| **交银双轮动A/B** | | 1.0830 | | 1.1280 | -0.09% | | 5.40% | 8.06% | | 13.40% | -- | | 13.05% |
| **交银双轮动C** | | 1.0780 | | 1.1200 | -0.09% | | 5.23% | 7.78% | | 12.91% | -- | | 12.22% |
| **交银荣祥保本** | | 1.0830 | | 1.1650 | 0.18% | | 7.67% | 10.19% | | 12.26% | -- | | 17.17% |
| **交银成长30** | | 1.1080 | | 1.1080 | -0.89% | | 6.13% | 16.63% | | 10.58% | -- | | 10.80% |
| **交银月月丰A** | | 1.1690 | | 1.1690 | 0.00% | | 8.44% | 11.33% | | 15.40% | -- | | 16.90% |
| **交银月月丰C** | | 1.1620 | | 1.1620 | 0.00% | | 8.29% | 11.09% | | 14.82% | -- | | 16.20% |
| **交银双息平衡** | | 1.2000 | | 1.2000 | 0.84% | | 10.80% | 19.05% | | 18.46% | -- | | 20.00% |
| **交银荣泰保本** | | 1.0740 | | 1.1190 | 0.19% | | 6.57% | 8.97% | | -- | -- | | 12.13% |
| **交银强化回报A/B** | | 1.0540 | | 1.0940 | 0.29% | | 6.46% | 8.14% | | -- | -- | | 9.55% |
| **交银强化回报C** | | 1.0520 | | 1.0920 | 0.19% | | 6.26% | 7.94% | | -- | -- | | 9.35% |
| **交银新成长** | | 1.0580 | | 1.0580 | 0.19% | | 4.65% | 5.69% | | -- | -- | | 5.80% |
| **交银周期回报** | | 1.1260 | | 1.1260 | 0.27% | | 10.94% | 12.38% | | -- | -- | | 12.60% |
| **交银丰盈** | | 1.0510 | | 1.0510 | 0.00% | | 5.00% | -- | | -- | -- | | 5.10% |
|  | |  | | | | | | | | | | | |
| **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** | | 0.7047 | | | 3.278 % | | | -- | | |
| **交银货币A** | | 0.8732 | | | 4.584 % | | | -- | | |
| **交银货币B** | | 0.9396 | | | 4.828 % | | | -- | | |
| **交银21天A** | | 0.7611 | | | 2.360 % | | | 2.891% | | |
| **交银21天B** | | 0.8405 | | | 2.650 % | | | 3.389% | | |
| **交银60天A** | | 0.9467 | | | 3.191 % | | | 4.047% | | |
| **交银60天B** | | 1.0261 | | | 3.481 % | | | 4.151% | | |

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至2014年11月27日，交银环球、交银资源净值数据截至2014年11月28日。