

光大保德信 投资策略报告

2014 年下半年固定收益类投资策略



债券市场

一、摘要

2014年上半年债券市场整体表现良好，自年初以来10年国债收益率下行幅度达到46BP，5年期金融债收益率下行也达到了90BP。在信用债方面，虽然有超日违约事件带来的小幅扰动，但整体上各评级信用类债券收益率曲线也呈现下行态势，因此2014年上半年债券市场可以被定义为一个牛市行情。

展望2014年下半年，我们认为在当前央行货币政策已明显释放转向信号的情况下，债券的牛市行情将有望继续延续。我们认为，利率品种和信用品种在今年下半年都有一定的上涨空间，根据市场展望制定了组合的投资策略，我们将本着“绝对收益”的操作思路，在降低组合波动的前提下，力争为投资者提供更高的收益回报。

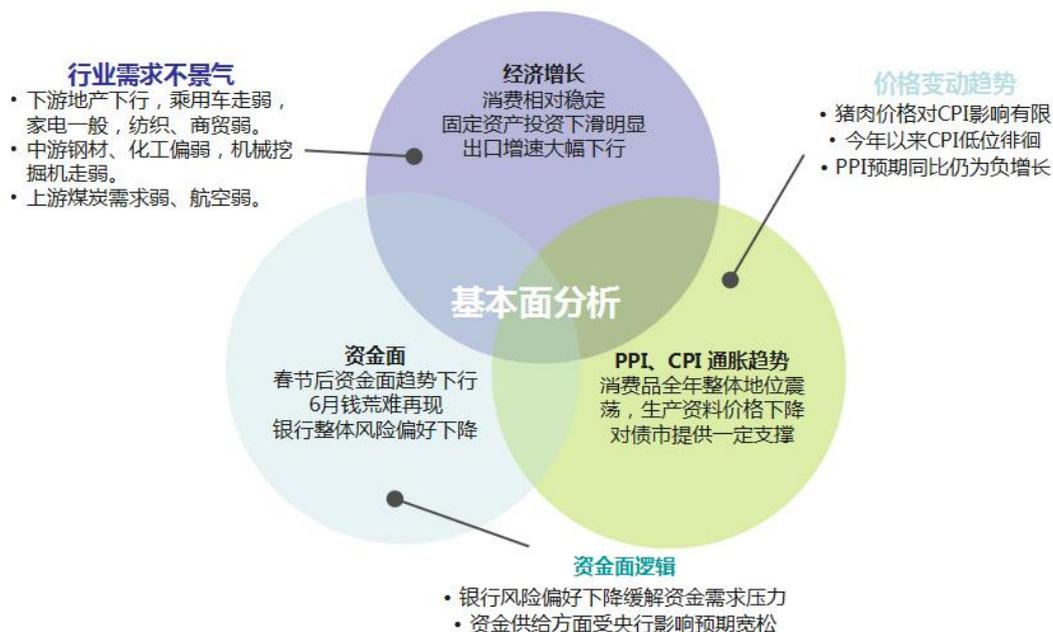
图 1：2014 年下半年债市展望及组合构建框架



二、基本面分析

通过对2014年下半年经济增速、通货膨胀、资金面等因素的分析，结合对未来央行公开市场操作及各种货币政策的研判，我们认为今年下半年整个经济增长仍处于下行通道中，通胀整体在低位徘徊，货币政策在此背景下已经出现了转向，这些因素都为下半年债市的可能出现的走牛提供了良好的市场环境。

图 2：下半年基本面分析框架



1、经济增长低位徘徊

一季度中国 GDP 同比增长 7.4%，环比增长 1.4%，全国规模以上工业增加值同比增长 8.7%，同时工业企业产销率 97.1%，当生产大幅放缓的同时，产销率仍略有下降，反映出今年一季度工业生产需求相对低迷。

投资增速今年 1 季度继续回落，主要是由于制造业投资回落、房地产投资大幅下滑和地方政府投资增速回落等因素共同作用的结果。在考虑未来财政刺激政策聚沙成塔的累计作用下，虽然投资下滑势头能部分得到缓解，但市场自发的投资动能仍将趋势性下行。

消费方面，社会消费品零售总额 1 季度同比名义增长 12%。一季度，社会消费品零售总额比去年同期有所下降，社会消费不足是主要原因，除汽车消费外，其他行业消费均有所下降。预计二季度开始，社会消费零售总额同比增速将维持地位，从历史数据看，消费增速无法在短期快速增长。

进出口方面，一季度主要出口商品均出现下降，季度末劳动密集型产品出口回升，但高科技产品出口下降幅度增大，出口结构调整仍需时间。

2、通货膨胀年内无忧

2014 年一季度物价上涨幅度不大，一季度物价环比只上涨 1 个百分点。由于经济缓慢下滑，加上年初公务消费的限制及连续两年的 PPI 负增长，支撑 CPI 上涨动力不足。展望下半年，虽然翘尾因素对 CPI 略有影响，但全年物价基本能维持低位稳定。

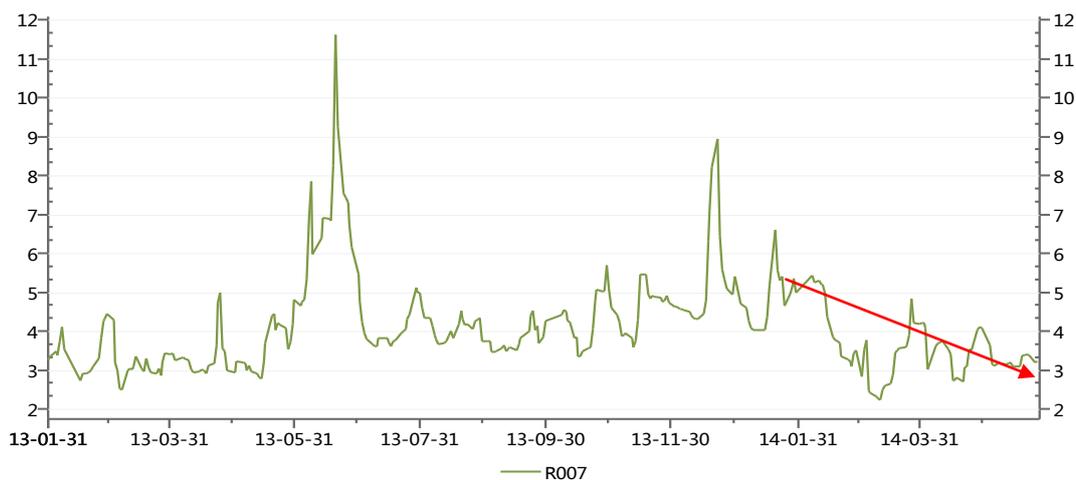
近期市场比较关注猪肉价格，猪肉近期暴涨主要缘于假期需求和养殖户亏损，导致去库存所致，因此市场预期新一轮猪周期即将来临。但经济下行和居民收入低位增长制约将能抑制猪价上涨空间，综合看 CPI 全年大幅上行的可能性很小。

3、资金面趋势性下行态势明显

今年春节过后，资金面随着存款回流出现了明显的松动，7 天回购利率从年初的 4.98%，回落至 5 月 28 日的 3.20%。我们认为这一变化的主要原因来源于两方面：首先，2014 年以来银行的风险偏好出现明显下降，导致资金需求出现下滑；另一方面，央行通过 SLO、再贷款等方式，对去年偏紧的货币政策进行了微调，从近期央行的公开市场操作看，未来有望进一步加大再贷款力度。

我们认为 6 月出现 2013 年的“钱荒”现象的概率较小，在央行货币政策明显转向的情况下，未来资金面将维持稳定，对债券市场形成有力的支撑。

图 3：7 天回购利率变化趋势



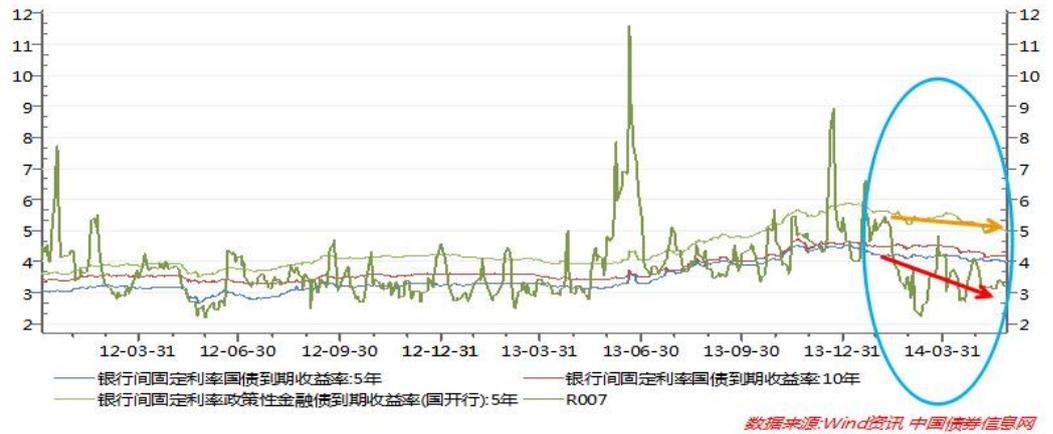
数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

三、组合构建策略及情景测算

1、利率债、信用债后市展望及观点

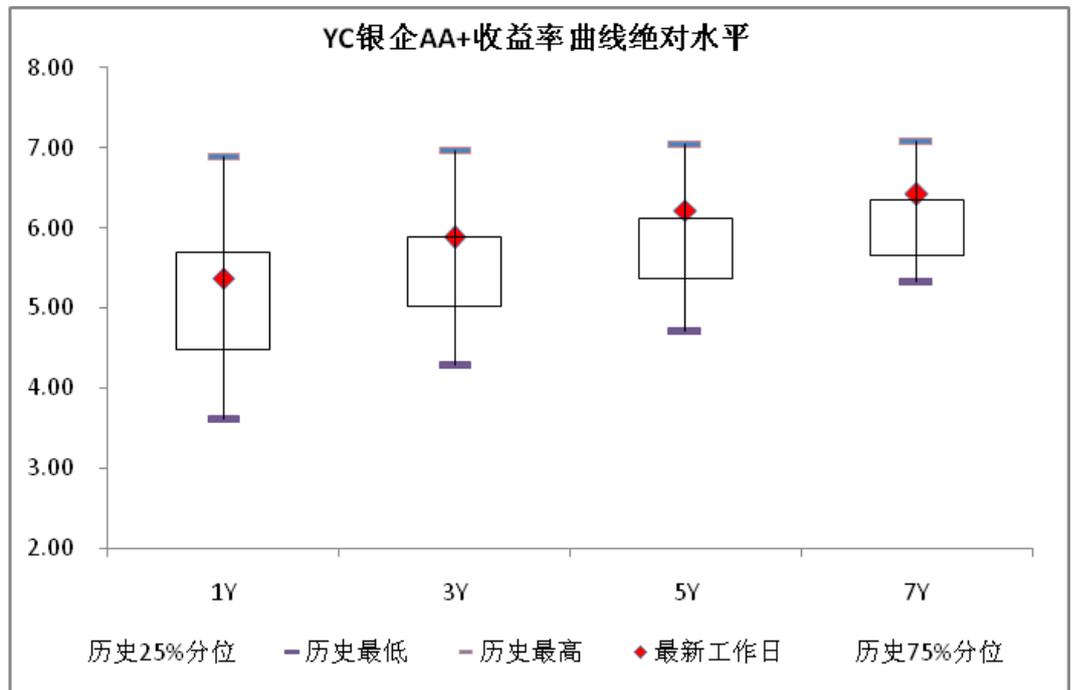
从历史经验看，利率债收益率（包括国债、金融债）的定价中枢与 7 天回购利率的中枢水平保持相对吻合的关系。今年以来，虽然利率债收益率已经出现一定幅度的下降，但是 7 天回购利率的下降更为明显，从数据上看，目前利率债和 7 天回购利率的中枢相比，收益率仍有一定的下降空间。

图 4：利率债中枢与 7 天回购利率保持一致



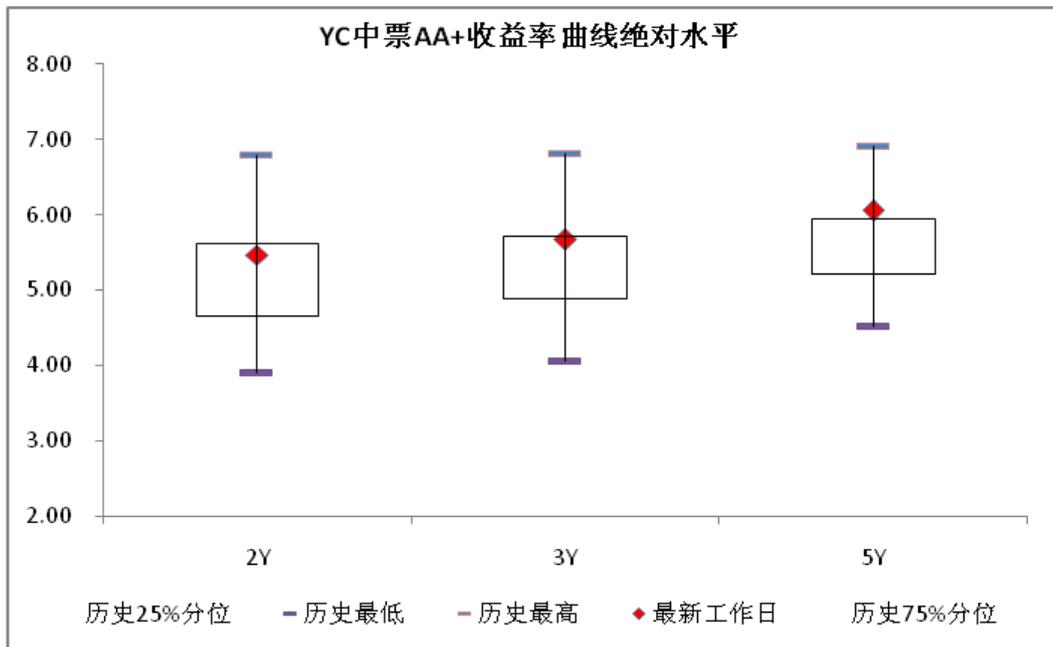
信用债方面，当前银行间企业债、中票等的绝对收益水平，都处在历史相对较高位置，未来仍有一定的下行空间。信用风险角度看，未来信用债将出现分化，信用风险规模爆发的可能不大，更多地是“定点爆破”的模式。

图 5：银行间 AA+企业债收益率分位数水平



数据来源：光大保德信固定收益部

图 6：AA+中票收益率分位数水平



数据来源：光大保德信固定收益部

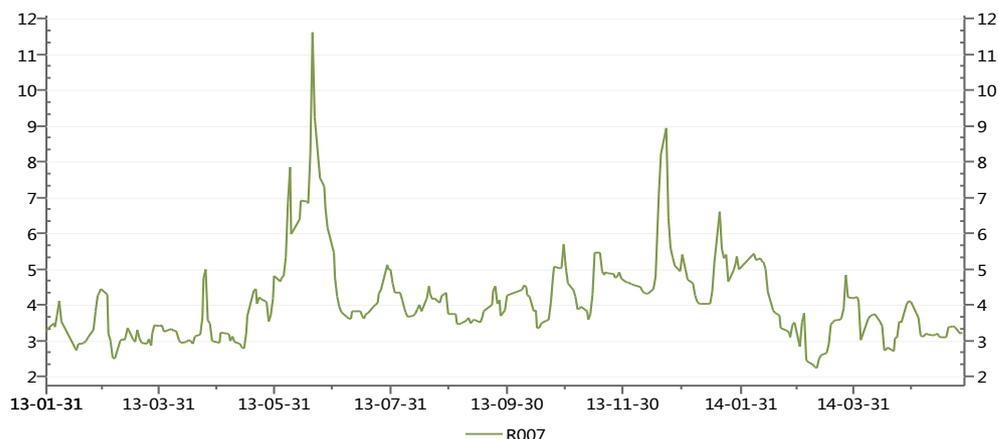
四、光大保德信债券基金操作思路

基于对 2014 年下半年债券市场走势的研判，我们认为债券市场仍具有较好的投资机会。光大保德信两款债券基金在未来将继续秉承“绝对收益”的投资理念，重点关注优质信用类债券的投资机会，保持组合的均衡配置，控制净值波动，力争实现基金净值的稳定增长。

货币市场

一、资金面分析

春节之后资金面的趋势性宽松源于银行风险偏好的下降和资金供给端央行的政策转向，未来资金面或将继续保持平稳。



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

二、货币政策分析

从今年以来央行的公开市场操作看，央行有意维持稳定的资金利率，正回购数量保持相对平稳，并且灵活采用再贷款方式稳定货币供给。虽然7月初资金面由于财政存款因素有上行压力，但从央行今年以来一贯的操作思路看，预计资金面的波动不会太大。

月份	投放量			回笼量			净投放量	
	票据到期	正回购到期	逆回购	合计	正回购	逆回购到期		合计
2014-01			5,250	5,250		750	750	4,500
2014-02					2,680	4,500	7,180	-7,180
2014-03		3,460		3,460	6,020		6,020	-2,560
2014-04		8,420		8,420	8,410		8,410	10
2014-05	400	5,230		5,630	3,990		3,990	1,640
2014-06	230	3,990		4,220				4,220
2014-07	200			200				200
2014-08	10			10				10
2014-10	400			400				400

三、光大保德信货币基金操作思路

1、资金面平稳：协议存款加长久期

由于未来资金面预计将保持平稳，在央行货币政策转向情况下，甚至会出现资金面进一步下行，加长久期有助于维持收益稳定性；

2、市场利率趋势：提高短融投资比例

由于短期限利率相互之间有联动关系，若资金利率继续下行，短融收益率也有下行趋势，提高短融比例将为组合创造浮盈；

3、流动性管理：控制无效资产仓位

基于良好的负债端管理，在确保流动性管理不出问题的前提下，尽量压缩回购、金融债等低收益资产的仓位，力争提高组合收益。

光大保德信旗下货币基金全部开通 T+0 业务，不论个人还是机构投资者，都可以随用随取，最快 1 秒到账，而且 0 手续费！（单日取现上限 50 万，限三笔）

注：图中所引用 R007 指 7 天回购利率

基金有风险，投资须谨慎。

以上数据仅供参考。未经光大保德信基金管理有限公司书面许可，不得复制或散布本资料的任何部分。所有出现的公司、证券、行业与/或市场均为说明经济走势、条件或投资过程而列举，光大保德信基金管理有限公司下属分支机构可能持有或不持有相关账户。本资料讨论的策略和资产配置并不代表光大保德信的服务或产品。所有的这些不能视为建议或推荐，不作为公开宣传推介材料，以及购买或销售任何证券的要约或邀请，也不能视为采纳任何投资策略的建议。

该材料为内部培训使用，不得以任何形式向不特定对象分发，不视为宣传推介材料。