

三季度 A

股市缺乏整体性机会

新华基金

展望三季度，经济复苏继续趋缓，经济转型预期开始蔓延。预计三季度经济增速仍处在政府容忍的范围之内，因此稳健的货币政策和积极的财政政策的基调有望延续。

三季度影响股票市场的主要因素有全球资金流动性、经济脱离“稳定状态”的程度、IPO重启、创业板的发展。不过，在创业板方面市场分歧加大。现在的A股市场，已经分化为较为独立的两个市场——主板市场和创业板市场。主板市场上演的是经济疲弱导致股市萎靡不振的景象，创业板市场则更像主板“幼年”时的情景，流动性、风险偏好、市场预期及盈利均对行情有重大影响，创业板的波动程度更大、更难以预料。短期看，两个市场均索然无味，主板市场低位但短期缺乏反弹基础，难以排除继续下跌的可能。创业板虽风光无限但风险积累很深，随时可能变脸，尽管变脸的时点很难确定，但从大框架和常识角度看，创业板目前普遍50倍的市盈率所蕴含对业绩增长的乐观预期很难实现。一旦不达预期，创业板下跌幅度会明显超越主板。从当前时点放眼长期，创业板很难跑赢主板。

从盈利增速分析，地产、汽车、银行、医药、环保、电子、传媒、除白酒外的食品饮料等行业盈利增速相对稳定。从市场风格上看，主板可能继续震荡。而创业板何时出现逆转虽然很难判断，但中报和IPO开闸很可能对其产生重大负面影响。从消费、周期、成长三个纬度分析，相对看好消费品行业。

具体策略上，由于企业盈利增长平淡，IPO扩容压力显现，三季度市场缺乏整体性机会，震荡整理的可能性较大。投资策略的核心首先是优选个股，其次是寻找结构性或主题投资机会，但这种机会将明显少于二季度。最后是从交易层面出发机动灵活的少量参与热点板块的阶段性机会。行业配置上我们倾向于配置防御性行业，三季度大类上相对看好快速消费品、耐用消费品，快速消费品中看好业绩增速较确定、估值相对合理的行业，包括食品饮料和医药；耐用消费品中看好业绩增速较确定、无政策压制的行业，包括汽车和家电。

三季度 B

债券配置需谨慎

本报记者 谢 慧

“三季度内10年国债目标定位3.8%，政策金融债10年国开为4.6%、10年非国开为4.5%。建议进行谨慎性配置，交易还需耐心等待，短久期防御。”这是投研界实力机构申银万国证券研究所给出的最新债市投资策略。

申万债券部认为三季度影响债券市场的核心因素是经济下滑和物价反弹的赛跑。信用债方面，申万认为流动性依然是三季度影响信用债市场的核心因素。

流动性包含四个层面：第一层次流动性是海外市场流动性，申万认为主流央行主动收缩、新兴市场央行被动收缩货币政策，外部流动收缩的趋势非常确定。

第二层次流动性涉及中国货币政策的变化。三季度物价反弹快于经济下滑，央行不会放松货币政策，总量流动性压力较大；再考虑市场结构性资金需求的影响，资金波动会更大。

第三层次涉及企业端的流动性。三季度企业将延续去杠杆过程，但货币政策较此前偏紧，资金供给更少，进入被动信用收缩周期，信用风险和信用利差上升。

第四层次流动性则是微观债券市场的流动性，债市监管未见终点，加剧流动性的收缩；资金利率中枢水平上升，导致杠杆保护不够；转债到期收益率处于历史高点，股票估值处于历史底部，长期投资价值均好于信用债；如果三季度新股发行重启，将从流动性和收益率上对信用债产生新的压力。

申万认为资金利率底部逐渐探明后，短融利率下行空间已不大；三季度资金利率仍有波动，但要重现6月份的流动性紧张也不可能，短久期的防御性较高。需求端以银行需求为主，保险需求并不足，资金成本提高，经济平稳，通胀压力水平上升，难有交易型机会。因此建议，配置型机构放缓配置，收益率上行速度越快，则配置力度越大；交易型机构暂时观望，等待右侧交易机会。申万认为低评级信用债调整压力较大：资金利率提高，带动信用利差上升；评级集中下调，增加机构卖出压力，违约不违约只是结果，更应该关注违约预期提高对估值的压力；企业去杠杆，信用风险增加，目前信用利差过低，对信用风险保护不够，等待调整后的买点。

转债方面，申万认为，在供给、流动性和估值压力下，转债市场的寻底之旅仍将继续。建议中低风险投资者在底部确认过程中逐步增加转债配置，策略上配置的天平向股性角度倾斜，并重点关注一级市场的博弈机会。

6月中下旬“钱荒”骤然来袭，令市场上众多投资机构措手不及。债券基金净值纷纷大幅下跌，货币市场基金面临空前的投资风险，固定收益类基金产品投资风险增大。而源于“钱荒”的结构性背景和利率市场化的大趋势，固定收益投资的想象空间也正打开，关键是在合适的市场时机推出合适的产品——

掘金 固定收益

本报记者 姚 进

Wind数据显示，6月份货币基金平均实现收益0.27%，延续上月的正收益表现，年化收益率增值为3.33%；债券型基金中主要投资利率债的纯债基金整体表现较好，33只基金实现正收益。

◎创新基金的“大”空间

“事实上，固定收益金融产品已经脱离原来投资者低风险低收益的固有印象。通过产品创新和良好的投资管理，在合适的市场环境中，固定收益金融产品也可以为投资者赚大钱，这正是债券投资的魅力所在。”汇添富基金固定收益部副总监陆文磊表示，今年以来，债券市场成为投资热点，一方面，债券市场格局新变化层出不穷，另一方面，固定收益类金融产品实现了不菲回报，部分产品收益甚至超越股票基金。

过去几年，债券基金的平均首募规模总体呈现逐级下降的趋势，而创新型产品中却诞生了一批“巨无霸”基金。海通证券统计了短期理财基金、纯债基金、债券ETF、分级债基、T+0货基等五类创新基金前5只的平均首募规模，并与其他债基的平均首募规模进行对比发现，这五类创

新基金的平均首募规模分别为139.55亿元、59.29亿元、54.24亿元、30.81亿元和27.66亿元，远超其他债基的21.27亿元的平均规模。

“创新基金的创新溢价非常明显。”海通证券金融产品研究中心副总监单开佳认为，债券基金未来发展趋向有三大方向，其中将涌现出一大批创新产品，具体来看分别是：定收益、定期限品种，细分风格化交易型产品实现了不菲回报，部分产品收益甚至超越股票基金。

“现有公募基金产品中定收益、定期限债券产品存在缺失，此类产品对流动性要求不高，但是对收益确定性要求非常高，未来这类产品会成为一个创新的方向。”单开佳表示，其次是细分风格化交易型产品。从久期维度细分，可以包括像现金久期、目标久期的产品，给有久期需求的投资者做一个配置的标的。此外还可以从信用维度上作细分，

包括利率债、高等级债、低评级债产品等，或者从券种维度划分，比如短融、中票、浮息债、城投债产品等。

而就低成本主动管理型产品而言，如主动型的债券ETF，相对于被动ETF来说，可以在牛熊市当中获得更高的收益，也可以在债市较好的时候容易获得超额收益。

“值得关注的是高收益债券基金的出现，会给国内资产管理机构带来很大的想象空间。目前，美国高收益债的存量规模接近1.3万亿美元，最大的一只高收益债基的资产规模接近200亿美元。”陆文磊指出，下半年投资策略将以防范流动性风险、控制杠杆为主，在债券市场近期可能出现调整之际，进行一定的布局，来锁定相对较高收益率的券种，借助深度的信用研究和灵活的投资操作为基金资产实现一定的超额收益。

◎利率债配置正当时

对比去年四季度和今年一季度的债券基金规模变动情况，单开佳认为，市场认可度较高的固定收益品牌主要的表现在于，首先是产品线布局非常全，多元化的产品为投资者提供了一个丰富的选择空间。包括纯债基金、封闭型产品、货币型产品，还有短期理财基金以及可转债产品等。

其次是创新能力。以汇添富为例，去年以来，汇添富连续推出了两大重量级固定收益创新产品，一个是2012年5月份推出的短期理财产品，另一个是国内首只实现了场内“T+0”申赎的货币基金——添富快线。“目前来看，这两只基金都是叫好又叫座的产品。”单开佳说。

此外，“固定收益的团队打造和风控能力也很重要”。景顺长城固收团队投资总监汝平表示，一个实力强大的固收团队的基础在于，有严格的风险管理体系及稳健的团队管理，同时能够将宏观调控政策及全球经济脉动与债券基金投资结合在一起。

谈及管理债券基金的心得，汝平表示，从事债券投资最主要的是把握宏观经济，在中国从事债券投资，要关注信贷的松紧、资金面动向。我国债券投资的主力军是银行，如果银行资金面宽松，就会多配债券，资金面紧张，银行就会少配甚至是卖出债券，反过来会影响债券的需求和收益率水平。此外，通胀

也是影响长债的主要因素。“考虑到当前信用利差已处于历史低位水平，在市场投资者风险偏好降低背景下利率债配置价值增大。”上海证券基金评价研究中心一级分析师刘亦千建议投资者重点关注货币市场基金，短期内继续侧重配置利率债基金。

刘亦千推荐华夏亚债A、华夏现金、广发货币B。其中华夏亚债A基金通过分层抽样的策略，跟踪Markit指数公司编制并发布的亚债中国指数，该指数成分券为主权级和准主权级发行人发行的债券，均属利率债。在结构上该指数以国债为主，央行票据和金融债次之。

国内棉纺企业成本压力高企

中债资信 李木子

中国是全球最大的产棉国、棉花消费国及进口国。棉花是棉纺企业主要生产原材料，约占生产成本的60%。纺织企业利润空间小，成本转嫁能力差，对原材料价格的变动较为敏感。

2010年至2011年，棉花市场价格出现剧烈波动，为了平抑市场波动，保护棉农积极性，中国将原有的区域性、临时性、限量的棉花收储政策，调整为年度定价、全年常态化的敞开式收储。而随着全球市场棉花价格回落，国内种植成本高企，国内外棉价出现显著倒挂。2012年以来，由于国内市场棉花需求不旺，棉农积极性进一步降低。为保障国内长期棉花供给，敞开式棉花收储政策仍得以延续。2013年上半年内外棉价差约为4000元至5000元，国内棉价相对国外而言依然很高。而在进口方面，中国实行棉花进口配额制，但进口额度总体有限，国内多数纺织企业被

迫使用国内高价棉，承受了较大的原材料成本压力。

未来一年全球棉花供应宽松局面依然持续，预计需求短期内仍将延续疲软态势，国外棉花价格缺乏上涨动力。国内棉花供需方面，未来短期内，国内纺织服装行业景气度将持续低迷，棉花下游需求不旺，国内棉花短期内供给宽松，在目前供需环境下，国内棉价走势主要受收储及配额政策影响。2013年9月至2014年3月，国家仍将按照20400元/吨的价格进行敞开收储，在外棉供应宽松的情况下，预计内外棉价差仍将保持在较高水平。

在目前国内外市场棉价倒挂的背景下，不同类型的纺织企业受价差影响的程度不同，有配额的企业面临的成本端压力要明显轻于没有进口配额的企业。

从A股棉纺行业14家上市公司和发债企业来看，以孚日股份为代表的拥

有配额的出口型企业由于产品出口价格主要参照国际棉价，因此配额对业绩的改善作用不大。孚日股份2012年采购进口棉7.53万吨，占棉花采购总量的94.13%，2012年毛利率为15.97%，较上年下降1.28个百分点。以魏桥创业为代表的拥有配额的内销型企业则因相对较低的原材料成本提升了盈利空间。魏桥创业拥有年均30万吨的进口配额，2012年魏桥创业毛利率增加1.28个百分点至8.80%，其子公司魏桥纺织毛利率由上年的1.8%上升至6.8%，经营业绩有较大改善。而以鲁泰A为代表的棉花能够部分自给的企业则通过产业链的协同效应降低了部分成本。

总体来看，由于中国每年发放的进口配额规模不足年需求量的25%，因此除符合配额申请条件的部分大型企业外，短期内国内多数棉纺企业仍将面临较大的原材料成本压力。



主持人 钱筹施

游戏规则

阿拉伯数字为横向填字；汉字为纵向填字；每格填一个字，灰色区域不用填字；格中含有两个数字的表示该格中的文字在横纵两题答案中均含有。

1	—		2二	三
3			4	五
			七	
八			九	十
7			八	
8			九	
9			十	

横向

1、以指数成份股为投资对象的基金。

2、指贷款人按《担保法》规定的保证方式以第三人承诺在借款人不能偿还贷款本息时，按约定承担连带责任而发放的贷款。

3、由黄金、白银、铂、钯等贵金属材料所铸造的限量发行的国家法定货币。

4、全称黄金投资共同基金。是由基金发起人组织成立，由投资人出资认购，基金管理公司负责具体的投资操作，专门以黄金或黄金类衍生交易品种作为投资媒体的一种共同基金。

5、指长期被股东持有的股票。

6、指投资者在基金成立后的存续期间，基金处于申购开放状态期内，向基金管理人购买基金份额时所支付的手续费。

7、指在权证到期前，正股价格需要变动一定比率，从而使权证投资者在到期日实现打平。该比率是量度权证风险高低的数据之一，该比率愈高，打平不容易。

8、由证券管理部门批准的，为证券的集中交易提供固定场所和有关设施，并制定各项规则以形成公正合理价格和有条不紊秩序的正式组织。

9、指债券价格大于票面价值的差额。

10、基金经理人、基金托管人、基金发起人为设立投资基金而订立的，用以明确基金当事人各方权利和义务关系的书面文件。

纵向

一、指投资者按基金管理人的规定，在同一基金管理公司管理的不同开放式基金之间转换投资所需支付的费用。

二、指客户要缴纳的保证金与买卖证券总市值的比率。

三、指在贷款活动中运用信贷资金或自由资金向借款人发放贷款的人或金融机构。

四、指在市场上不断流通的股票。

五、一种测量互惠基金经营业绩的指标。计算方法为以互惠基金的收益减去同期标准普尔500指数的变化。

六、指在存款时约定存储时间，一次或按期分次存入本金，整笔或分期平均支取本金利息的一种储蓄方式。

七、指通过买卖期货合约而抵消存在于现货市场上价格风险的交易。

八、指标有票面金额，证明持有人有权按期取得一定收入并可自由转让和买卖的所有权或债权凭证。按其所表明的财产权利的不同性质，可分为商品证券、货币证券及资本证券。

九、一种用于支付退休收入的基金，是社会保障基金的一部分。

十、指信托人接受委托人的委托，以自己的名义，用委托人的费用，为委托人办理购销、寄售等事务，并收取相应酬金的协议。

答案

1指	数	一基	金		2二	保	三贷	款
3贵	金	属	币		证		款	
		转	4黄	金	五基	金	人	四浮
		换			金	比		动
6申	购	费			标	率	5稳	六定
					七避	普		股
八有					险	差	九养	十信
7溢	价	率			交		老	蓄
8证	券	交	易	所			基	合
9债	券	溢	价				10基	同

横向：1、指数基金 2、保证贷款 3、贵金属币 4、黄金基金 5、稳定股 6、申购费 7、溢价率 8、证券交易所 9、债券溢价 10、基金合同

纵向：一、基金转换费 二、保证金比率 三、贷款人 四、浮动股 五、基金标普差 六、定期储蓄 七、避险交易 八、有价证券 九、养老基金 十、信托合同