

工银私人银行业务晨报

2014 年 5 月 4 日星期日（总第 241 期）

编辑：罗建中 梁蓉 王培康 审核：吴轶

市场动态&交易回顾

- 4 月官方制造业 PMI 升至 50.4% 创 3 个月新高
- 2014 年 4 月中国非制造业商务活动指数为 54.8%
- 人民币汇率持续走低 今年已贬值 3.5%
- 3 月债券市场发行债券同比增加 20.1%
- IPO 配套规则有望近期公布
- 4 月增持资金 127.44 亿元创新高
- QFII 一季度增持逾 4 亿股蓝筹股
- 证监会再发 30 家 IPO 预披露名单 总数达 186 家
- 交易所债市回顾

同业动态&监管动向

- 五大上市银行一季度净利润 2585 亿元
- 基金过亿元增持 133 只股
- 备战打新 新基金跑步发行 老基金急降仓位
- 公募基金投研改革发力 多元化分组破风格藩篱
- 18 家上市券商一季度净利增逾一成
- 上周逾四成 QDII 基金实现净值增长
- 上交所：内地投资者不能通过港股通买“窝轮”

专题研究

- 从沃尔克转型看中国收益率曲线

持续营销类产品信息

- 2009 年第 1 期中国工商银行私人银行委托资产管理—增强型债券理财计划（830006）
- 2012 年第 1 期中国工商银行私人银行全权委托资产管理—混合型稳健配置理财计划（PBZ01201）
- 2012 年第 2 期中国工商银行私人银行全权委托资产管理—灵活配置理财计划（PBZ01202）
- 中国工商银行私人银行全权委托资产管理—混合型优势精选理财计划 2012 年第 6 期（PBZ01206）

海外市场指数

	收盘	涨跌幅
道琼斯	16512.89	-0.28%
S&P500	1881.14	-0.13%
NASDAQ	4123.90	-0.09%
FTSE100	6822.42	+0.20%
日经 225 指数	14457.51	-0.19%
国际现货黄金	1300.60	+1.22%
NYMEX 原油期货	99.86	+0.66%
伦敦铜	6729.00	+1.26%

A 股及港股隔夜市场动态

指数	收盘	涨跌幅
上证指数	2026.36	+0.30%
沪深 300 指数	2158.66	+0.01%
中小板指数	4552.27	+0.52%
创业板指数	1283.21	+1.32%
恒生指数	22260.67	+0.57%

Shibor

期限	利率(%)	涨跌(BP)
0/N	2.5000	-10.40
1W	4.1340	+6.02
1M	4.6040	+1.10
3M	5.4950	+0.50

银行同业拆借利率

期限	利率(%)	涨跌(BP)
1D	2.5144	-12.26
7D	3.9747	-25.31
14D	4.1919	-69.84
1M	3.8534	+9.03
3M	4.3000	-10.00

外汇市场

	收盘	涨跌幅
美元/人民币	6.2591	+0.09%
美元指数	79.50	+0.00%
欧元/美元	1.3873	+0.03%
英镑/美元	1.6870	-0.12%
美元/日元	102.20	-0.12%
澳元/美元	0.9273	+0.00%
美元/瑞郎	0.8778	-0.16%
美元/加元	1.0975	+0.19%
美元/港币	7.7517	-0.01%

票据直贴

类型	月利率(%)	涨跌(BP)
中西部: 6M	4.55	+0.50
环渤海: 6M	4.60	+0.50
珠三角: 6M	4.50	+0.50
长三角: 6M	4.45	+0.50

票据转贴

类型	月利率(%)	涨跌(BP)
6M	4.30	+0.50

银行质押式回购利率

期限	利率(%)	涨跌(BP)
R001	2.4744	-15.11
R007	4.0744	-3.29
R014	4.2319	-71.01
R021	4.3500	-39.03
R1M	4.5000	-17.33
R2M	4.3000	-9.33
R3M	4.5606	-11.96
R4M	4.6000	+20.00
R6M	-	-

市场动态&交易回顾

4 月官方制造业 PMI 升至 50.4% 创 3 个月新高

据统计局网站消息，2014 年 4 月，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.4%，连续 2 个月微升 0.1 个百分点，预示我国制造业继续保持平稳增长势头。分企业规模看，大型企业 PMI 为 50.8%，比上月微幅回落 0.2 个百分点，继续位于临界点以上；中型企业 PMI 为 50.3%，比上月上升 1.1 个百分点，重回临界点上方；小型企业 PMI 为 48.8%，比上月下降 0.5 个百分点，位于临界点以下。(中国新闻网)

2014 年 4 月中国非制造业商务活动指数为 54.8%

据国家统计局网站消息，2014 年 4 月，中国非制造业商务活动指数为 54.8%，比上月上升 0.3 个百分点，高于荣枯线 4.8 个百分点。分行业看，服务业商务活动指数为 53.4%，比上月上升 0.6 个百分点，其中邮政业、生态环境保护治理及公共设施管理业、装卸搬运及仓储业和航空运输业位于 60% 以上的较高景气区间，企业业务总量增长明显；居民服务及修理业、餐饮业、互联网及软件信息技术服务业和道路运输业商务活动指数位于临界点以下，企业业务总量减少。建筑业商务活动指数为 60.9%，虽比上月回落 0.4 个百分点，但仍位于较高景气区间。(中国新闻网)

人民币汇率持续走低 今年已贬值 3.5%

中国经济走势当下正在发生微妙的变化，最显著的特点莫过于人民币汇率自年初以来显著贬值。截至 30 日，人民币对美元已经贬值 3.5%，回吐了去年全年的涨幅。分析人士称，人民币汇率已不能简单从商品供求关系来看，而是越来越像股票和债券这类资产价格的变化。4 月 30 日，人民币对美元中间价结束了连续五日的上涨，下行了 24 个基点至 6.1580。随着中间价的回调，人民币对美元在即期市场跌破 6.25 这一重要点位，并一路下探至 6.2650，刷新一年半以来的新低。(中国新闻网)

3 月债券市场发行债券同比增加 20.1%

央行网站消息，债券市场发行情况方面，2014 年 1-3 月，债券市场累计发行债券 2.1 万亿元，同比增加 6.7%。其中，银行间债券市场累计发行债券 2.06 万亿元，同比增加 9.0%。3 月份，债券市场共发行债券 1.1 万亿元，同比增加 20.1%，环比增加 89.1%。其中，银行间债券市场共发行债券 1.09 万亿元，同比增加 25.0%，环比增加 89.2%。截至 3 月末，债券市场总托管余额为 30.5 万亿元。其中，银行间债券市场债券托管余额为 28.5 万亿元，占总托管量的 93.6%。(证券日报)

IPO 配套规则有望近期公布

首次公开发行股票承销管理业务规范、自主配售细则和网下投资者备案管理细则有望近期发布。包含具体改革措施的“新国九条”已修订完毕，其中有关私募市场发展及资本市场开放等政策将为市场带来利好。业内人士表示，预计最快 5 月上旬就要开始受理网下投资者备案。随着 IPO 配套规则发布，

已过会未上市企业有望在 5 月获上市批文。预计发审会审核节奏不会太快，每周四到五家的可能性较大。（中国证券报）

4 月增持资金 127.44 亿元创新高

4 月份共有 60 家公司增持了 15.49 亿股，增持资金为 127.44 亿元；环比 3 月份的 70 家公司增持 9.82 亿股，增持资金为 77.23 亿元相比，增持力度又大幅增加，而且一举创下近年来增持新高。从增持的行业来看，房地产在 2 月份、3 月份拔得头筹外，4 月份再度夺魁，有 11 家房地产公司被增持了 12.94 亿股，增持资金高达 104.86 亿元，占总增持比例的八成之多。另外，增持行业中医药行业和商业零售业也成为增持公司的集中营。（证券日报）

QFII 一季度增持逾 4 亿股蓝筹股

统计显示，一季度，共有 73 只 QFII 买入新目标 A 股上市公司，新进股份量达 44862 万股；原有 QFII 进驻的上市公司，则获得 QFII 增持 6853.48 万股，同时减持 10461 万股。这意味着整个一季度 QFII 的动作表现为净增持，净增持量为 41254 万股。（证券时报）

证监会再发 30 家 IPO 预披露名单 总数达 186 家

证监会再发第九批 30 家 IPO 预披露名单，15 家在上交所上市，6 家在中小板上市，9 家在创业板上市，加上此前八批披露 156 家，目前已有 186 家企业披露招股说明书。根据《证券法》第二十一条和《首次公开发行股票并上市管理办法》第五十八条、《首次公开发行股票并在创业板(行情 股吧 买卖点)上市管理暂行办法》第四十四条的规定，申请文件受理后、发行审核委员会审核前，发行人应当将招股说明书(申报稿)在中国证监会网站预先披露。（证监会网站）

交易所债市回顾

【资金】：全天大部分时间 GC001 在 5.59 左右；GC007 在 2.34 左右；GC028 在 3.42 左右；GC091 在 4.16 左右。资金宽松，回购利率处于低位。

【债券指数】：企债指数上涨 0.03%，成交 16.36 亿；5 年信用指数上涨 0.03%，成交 4.77 亿；沪企债 30 上涨 0.13%，成交 1.15 亿；沪公司债上涨 0.06%，成交 4.01 亿。

【公司债】：公司债上涨为主，成交量较大的有 12 辰矿 01（AA+，5.53y），今日成交 7838 万，收益率与上一交易日持平至 6.80%；12 松建化（AA，5.60y），成交 4158 万，收益率下跌 2bp 至 7.36%；一年内到期的公司债到期收益率成交在 4.69~8.5 之间，其中 09 沪张江（AA+，0.61y），成交 2068 万，收益率下跌 19bp 至 4.88%；09 美好债（AA+，0.51y），成交 1293 万，收益率下跌 31bp 至 7.42%。

【企业债】：企业债上涨居多，成交量较大的有 11 临汾债（AA+，4.82y），今日成交 6852 万，收益率微跌 1bp 至 6.55%；11 蒙乃伦（AA，4y），成交 5598 万，收益率下跌 2bp 至 9.85%；两年内到期的

企业债成交清淡，成交量较大的有 PR 长城开（AA+，1.86y），成交 1838 万，收益率下跌 2bp 至 5.55%；09 滇投投（AA，1y），成交 792.6 万，收益率下跌 7bp 至 6.00%。（中国债券）

同业动态&监管动向

五大上市银行一季度净利润 2585 亿元

上市银行一季报日前纷纷出炉，五大行一季度共实现净利润 2585.94 亿元，平均日赚 7.08 亿元。上市银行的业绩增速并没有像一些机构预计那样跌入个位数时代，而是普遍好于预期。不过不良贷款余额和不良贷款率“双升”的现象也更为普遍。季报显示，上市银行的业绩普遍好于机构的预期。（证券时报）

基金过亿元增持 133 只股

随着上市公司一季报披露，基金的最新持股路径浮出水面，总体保持去年涌入创业板、中小板等成长股的风格，信息技术和医药行业受到基金重点增持。据统计数据显示，在一季度基金增持的股票中，有 133 只股票受到基金的青睐，增持金额超过 1 亿元。在减持方面，尽管金融、地产等行业均被减持，但从个股的角度可以看到，减持幅度较高的个股并不集中于某行业，而是前期涨幅较为明显的个股。（证券时报）

备战打新 新基金跑步发行 老基金急降仓位

基金公司为了备战第二轮打新潮，新股基以及混合型基金发行也迎来高峰，统计发现，截至上周末，正在发行的 17 只基金中可以参与打新的股基以及混合型基金有 11 只，占比达到了 65%，其中 5 只普通股票型基金，1 只偏股混合型基金以及 5 只灵活配置型基金。除了目前正在发行的新基金，不少今年以来发行的次新股基目前仓位普遍偏低，目标直指打新。（证券日报）

公募基金投研改革发力 多元化分组破风格藩篱

经历了 2013 年成长股结构性牛市的洗礼，崇尚价值投资理念的公募基金如今更加注重贴近市场风格的投资。一些基金公司也积极推进投研体系改革，突破过去由分管投研副总管理的架构，将更多权利下放至各种风格的组别之中。与少数基金公司尝试事业部制的投研架构改革不同，招商基金则在统一管理的投研平台上，以核心基金经理“组团”的方式进行多元化分组，并将挑选招聘团队成员、制定团队考核体系等管理权限部分下放给小组领头人，在不脱离公司投研与风控平台的前提下，让各小组充分发挥自己的投资专长。（中国证券报）

18 家上市券商一季度净利增逾一成

截至 30 日，上市券商中除太平洋证券外，其余 18 家券商均已披露一季度业绩报告。据统计，18 家上市券商今年一季度实现营业收入总和 233 亿元，同比增长 19.39%；实现归属于上市公司股东的净利润合计 78.86 亿元，同比增长 10.27%；截至一季度末，18 家上市公司净资产合计 4023.32 亿元。从 2014 年第一季度证券行业经营环境来看，整体而言要弱于去年同期，主要归于权益类自营环境同比恶化。（中国证券报）

上周逾四成 QDII 基金实现净值增长

Wind 资讯统计显示，上周（4 月 22 日-4 月 25 日），41.94% QDII 基金实现净值增长。统计显示，上周可比的 QDII 基金共有 62 只，复权单位净值平均缩水 0.3612%，前一周平均增长 0.9733%。其中 26 只录得净值上涨，占比 41.94%；净值缩水的基金有 30 只，占比 48.39%；另有 6 只保持净值不变。今年以来，纳入统计 101 只 QDII 基金的平均复权单位净值增长率为 0.5529%。（wind）

上交所：内地投资者不能通过港股通买“窝轮”

4 月 30 日，针对“通过沪港通投资港股是否可以买窝轮”问题，上交所通过官方微博回应称，内地投资者不能通过港股通买“窝轮”。上交所官方微博表示，沪港通是中国资本市场对外开放的重要内容，有利于加强两地资本市场联系，有利于资本市场双向开放及人民币国际化，可能为内地市场吸引更多的境外资金。（wind）

专题研究

从沃尔克转型看中国收益率曲线

近期中国收益率曲线陡峭化惹起诸多争议，尤其是经济每况愈下而长端利率兀自高企颇为令人费解。历史总是重演，或许我们可以从保罗·沃尔克（Paul Volcker）货币政策调控转型的历程中得到一些启示。

在沃尔克就任美联储主席之前，1975 年的美国出现了短端利率和长端利率走势截然背离的情形。1975 年 7 月，联邦基金利率从上年同期的 13% 下降到 6%，而 10 年期国债收益率却从 7.8% 升至 8%。短端利率下降，是因为美联储正在采取措施应对日益显现的衰退；长端利率上扬，是因为市场担心宽松货币政策会推高通胀。自此，收益率曲线陡峭化的一幕深印在沃尔克的头脑中。

1979 年 10 月 6 日，在出任美联储主席的首次联邦公开市场委员会（FOMC）会议上，沃尔克即宣布将贴现率提高整整一个百分点。当时美国通胀率达到惊人的 13%，失业率也超过了两位数，美国经济进入战后最低迷时期。沃尔克这一高调反通胀举动，当时被称作“星期六晚间的大屠杀”。沃尔克一厢情愿地认为，为抑制势不可挡的通胀，短端利率上行是必须的，而一旦市场相信美联储新政能够取得成功，长端利率自会水到渠成地下行。如此，收益率曲线平坦化应是可以预期的。然而，事与愿违的是，1979 年 11 月 20 日，美联储再次召开 FOMC 会议之际，10 年期国债收益率已经向上突破到 10.75%。而请务必阅读正文后的免责声明

造成收益率曲线进一步陡峭化的症结恰恰在于：在过去长达十年的时间内，美联储在控制通胀加速方面屡战屡败，市场对美联储政策普遍持怀疑态度。

那么如何才能凭空树立美联储“反通胀斗士”的高大上形象呢？

沃尔克不得不放弃利率这一传统工具，转而采纳了控制货币供应量增长的货币主义药方。僵化地秉持“单一货币规则”，让美国经济短期陷入阵痛之中，但易于观察且易于问责的规则，也为美联储逐渐赢得了“言必行，行必果”的声誉。此后，10年期国债收益率不断攀升的势头才告终结。

从这段历史中可以得到什么启示？简单地说，预期在收益率曲线走平或变陡中发挥了重要作用，而预期与政府的所作所为脱不了干系。长端利率的下行（及其背后通胀水平的下行），需要一个负责任的政府，或者说一个不折腾的政府。沃尔克之前的美联储之所以“一（声）誉难求”，就是因为在经济下行时下调利率太快太久，而在经济回稳时收紧利率太慢太短。或者说，政府更多喜欢做“雪中送炭”的好人，而不甚喜欢做“泼冷水”的恶人。这其中固然有美联储掌舵者的个性因素，最主要还是受时代政治经济氛围的影响。

反观当下中国，无风险收益率的陡峭化已达九月之久。10年期国债和1年期国债的利差从去年底接近30bp一度扩大至4月上旬的140bp。长端利率之所以盘桓不下，有说是因为市场对短端利率预期不稳，索取更高风险溢价所致。其背后肇因当然在于，中国央行在引导预期上一直做得不够，在公开市场操作上屡屡让人“一头雾水”。有说是因为商业银行风险偏好降低，长债配置需求减弱。其背后肇因大概在于，商行负债端一般存款向同业存款的转化，带来了商行纠正期限和流动性错配的需求。

笔者认为，中国长端利率易上难下的重要根源之一，恰恰在于市场对政府推进转型改革决心的不信任。过去两轮经济滑坡，政府毫无例外地推出了“一揽子刺激措施”。地方政府成为稳增长的排头兵，国企事实上也承担了逆周期宏观调控的职能。而且，实体经济越是孱弱不振，货币政策传导越是迟滞不畅，政府越会依赖这些利率不敏感部门的投资。也许，这届政府对经济增速下滑的容忍程度实实在在地提升了，对地方政府和国企负债过快扩张势头也有了更清醒认识，但中国经济对投资和债务过度依赖的困境也并非一朝一夕可以摆脱，因为这背后涉及到财政制度的根本变革，甚至根本就是经济增长模式的脱胎换骨。因此，市场担心本轮刺激“换汤不换药”并非无中生有。换言之，市场担心的是，“投资倒逼信贷”的货币内生逻辑再度重演，软预算约束部门挤占资金（尤其是长期资金）现象难见收敛。也许，这才是长端利率易上难下的“难言之隐”吧。

在当前经济偏弱背景下，高企的期限利差对投资形成挤出，最终不是一个稳定的状态。向前展望，打破这一状态可能有两种路径：第一种路径，稳增长预期重新发酵，商行风险偏好再度回升。如此，商行再次通过种种创新绕开监管约束实现资产负债表的扩张，这会反映为短期利率的上升和期限利差的缩窄。第二种路径，任经济自由落体，风险自然累积，商行风险偏好进一步下降。如此，流动性窖藏会从表外扩展到表内，通过长期利率下行来完成期限利差的缩窄。

但上述两种情形都不是央行乐于见到的。因第一种路径对应着城投债务的再度扩张，而第二种路径对应着债务风险的无序爆发。底线思维下央行会寻求中间路线。去年6月以后，央行通过持续逆回购提供短期流动性，同时续发央票锁定长期流动性，并称之为“锁长放短”的货币中性策略。站在当前节请务必阅读正文后的免责声明

点来看，同样的策略一样可以使用，只不过方向是相反的。央行可以通过正回购锁定短期流动性，而通过定向降准或再贷款等投放长期流动性，通过“锁短放长”实现长期利率的下降和期限利差的收窄，达到稳增长和控杠杆的双重目标。

在3月超预期低迷的货币和增长数据公布后，上述定向宽松的货币政策（定向降准和再贷款等）也许是必需的，也是应景的。但往前追问一步，就会发现货币政策之所以可以定向宽松，正因为财政政策是定向发力的。也就是说，稳健财政才是中性货币的最终保障（不然我们又将看到“投资倒逼信贷”逻辑重演），也是中性货币的有益补充（严格地方债治理下，长端资产的供给压力才会下来）。这样，我们实际上有了降低长端利率的“第三条道路”，也是中长期来看最可持续的道路，即稳健财政与中性货币的政策搭配。在货币供给大体维持不变的情况下，遏制了融资刚性部门的融资需求，也就有效压低了长端资产的收益率。

沃尔克货币政策转型史告诉我们：货币政策调控方式的转变只是“表”，政府树立“言必行，行必果”的声誉才是“里”。这也是促使当前中国收益率曲线平坦化，有效降低实体经济融资成本的关键所在。而这无疑需要本届政府在“刺激，还是不刺激”问题上多一份定力，在做“扶持之手，还是攫取之手”上多一份克制。（私行观察）

持续营销类产品信息

理财计划名称	代码	估值截止日	单位净值
2009年第1期中国工商银行私人银行委托资产管理—增强型债券理财计划	830006	2014-04-28	1.2554

理财计划名称	代码	估值截止日	单位净值
2012年第1期中国工商银行私人银行全权委托资产管理—混合型稳健配置理财计划	PBZ01201	2014-04-29	1.0960

2012年第2期中国工商银行私人银行全权委托资产管理—灵活配置理财计划	PBZ01202	2014-04-01	1.1799
-------------------------------------	----------	------------	--------

中国工商银行私人银行全权委托资产管理—混合型优势精选理财计划 2012年第6期	PBZ01206	2014-04-28	1.0714
---	----------	------------	--------

理财计划名称	代码	估值截止日	币种	单位净值
--------	----	-------	----	------

中国工商银行私人银行客				
户专享产品—“精赢”系	PBWB1001	2014-04-28	美元	1.0987
列之外币投资产品				

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我部对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述产品的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本部和作者无关。

本报告中的信息或观点并不代表工商银行的观点，所构成具体的操作建议，仅供参考。本报告阅读者据此所进行的相关操作，风险自担。本报告仅供中国工商银行私人银行财富顾问参阅，不得用于盈利性商业目的。

本报告版权仅为我部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为中国工商银行私人银行部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。