

纠结政策下的投资思考

股票市场运行周报
国内、国际宏观经济及债券市场
旗下基金表现

[本期摘要]

纠结政策下的投资思考

回顾今年以来的行情走势，基本还是遵循经济差、政策放松、周期股弹性大的逻辑来演绎的，但我们发现地产股和中上游周期股的走势截然不同，地产指数涨幅达到25%左右，而水泥、工程机械、煤炭等周期行业拉长看还是处于平台整理的状态，可以说基本没有什么收益，背后的原因也很简单，因为板块的上涨不可能永远建立在预期之上，如果预期最终被证伪甚至数据验证还是低于预期的，板块的向下调整或也将不可避免。

虽然政府的微调力度在加大，但能否快速稳住经济的下滑趋势还是有一定的不确定性，在这种政策背景下如何进行投资布局将显得至关重要。

总结看，由于6至7月份房价和物价可能均不成为股市上涨的约束条件，因此无论短期政策微调力度是否足够，中期看稳住经济下滑趋势的目标是较为确定的，因此这一阶段的整体行情或许是可以期待的，在5月份经济数据披露之前，需要谨慎对待的就是中上游周期板块出现短期调整的可能性，待经济数据披露之后，政策也许就不会那么纠结了，投资者也不会那么迷茫了，“山重水复疑无路，柳暗花明又一村”可能更适合描述届时的市场！

宏观经济和债券市场

国内(20120601-20120609)：5月CPI同比上涨3%，创下近2年来新低。可喜的是，除了食品价格如我们每周跟踪的那样回落，非食品的7个类别全面回落，这或许是央行选择降息的因素之一。我们预期7-8月CPI或将进一步稳步回落至2.4%-2.5%左右。通胀的稳步回落将为货币政策进一步打开空间，未来政策刺激力度或将进一步加大，未来两个月可能还将降息一次，降准一次。

国际(20120601-20120608)：在上周恐慌性下跌之后，本周市场普遍反弹，MSCI全球指数涨幅在3%，避险情绪有缓和，在欧债危机愈演愈烈的局势中暂缓一口气。

纠结政策下的投资思考

交银施罗德高级研究员 李德亮

回顾今年以来的行情走势，基本还是遵循经济差、政策放松、周期股弹性大的逻辑来演绎的，但我们发现地产股和中上游周期股的走势截然不同，地产指数涨幅达到25%左右，而水泥、工程机械、煤炭等周期行业拉长看还是处于平台整理的状态，可以说基本没有什么收益，背后的原因也很简单，因为板块的上涨不可能永远建立在预期之上，如果预期最终被证伪甚至数据验证还是低于预期的，板块的向下调整或也将不可避免。

我们看到，在四月份低于预期的经济数据披露之后，市场对经济下滑的担忧再次升温，而上证综指也以超百点的调整作出回应。我们认为存货的短期调整可能是比较剧烈的，这造成了经济数据大幅低于预期，而政府也清楚地认识到了这一点，随之而来的是政策微调力度的加码，最直接的表现就是项目审批的加快。但我们也看到了决策高层内部意见的不一致和政策的纠结，主要还是担心又回到过去依靠投资拉动增长的老路上去，结构调整又被推后，政策的纠结可以用一句话来概括，就是“要投资，不要投资冲动”。

虽然政府的微调力度在加大，但能否快速稳住经济的下滑趋势还是有一定的不确定性，在这种政策背景下如何进行投资布局将显得至关重要。从市场层面看，投资者对政策能否稳住经济实际是有分歧的，微调的力度是否足够也是有争议的，短期的印证就要看5月份的经济数据，如果数据低于预期，投资者一定会认为政策微调的力度不够大，甚至不排除出现硬着陆的声音。由于5月份国际大宗商品价格暴跌，国内企业的存货调整超出预期将是大概率事件，叠加经济向下的惯性，我们判断5月份经济数据尤其是工业增加值低于预期的概率较大，在这种背景下，中上游周期性行业很可能先出现一波调整，但空间可能也不会特别大，毕竟后面还有更大力度政策放松预期的支撑。如果5月份的数据低于预期，预计政策的力度将加大，可能的政策刺激点包括首套房支持政策调整、汽车下乡和以旧换新、基建投资力度加快、降准、降息等，届时房地产和中上游行业中期内或将存在一波行情，而板块的上涨幅度主要则取决于政策的着力点和力度。

总结看，由于6至7月份房价和物价可能均不成为股市上涨的约束条件，因此无论短期政策微调力度是否足够，中期看稳住经济下滑趋势的目标是较为确定的，因此这一阶段的整体行情或许是可以期待的，在5月份经济数据披露之前，需要谨慎对

待的就是中上游周期板块出现短期调整的可能性，待经济数据披露之后，政策也许就不会那么纠结了，投资者也不会那么迷茫了，“山重水复疑无路，柳暗花明又一村”可能更适合描述届时的市场！

股票市场运行周报（20120604-20120608）

交银施罗德量化投资部

本周沪深两市双双下跌，上综指下跌 3.88%，深成指下跌 4.32%，中小板指数下跌 4.17%，沪深两市共成交 6,123.22 亿元，成交量较上一交易周有所减少。从行业表现来看，仅电力行业取得 1.03% 的涨幅，其余行业均有不同程度的下跌，跌幅较大的行业是煤炭、日用化学品、综合等，跌幅均超过 6%；从行业换手率来看，医药生物、食品饮料行业相对活跃，换手率超过 6%；从风格特征来看，高市净率指数跌幅最小，而中市净率指数跌幅最大。

表 1: 指数表现

指数名称	区间收益率	成交金额 (亿元)
上证综合指数	(3.88%)	3,329.7
上证 180 指数	(4.08%)	1,648.7
上证 50 指数	(3.87%)	900.0
沪深 300	(4.13%)	2,351.8
深证成份指数	(4.32%)	399.0
深证 100P	(4.43%)	746.2
申万中小板	(4.17%)	1,093.5
申万基金重仓	(4.04%)	3,344.5

表 2: 市场总体指标

市场总体指标	数值
A 股总市值 (亿元)	265,221.12
A 股流通市值 (亿元)	174,745.15
A 股市盈率 (最新年报, 剔除负值)	13.17
A 股市盈率 (递推 12 个月, 剔除负值)	12.81
A 股市净率 (最新年报, 剔除负值)	1.93
A 股市净率 (最新报告期, 剔除负值)	1.84
A 股加权平均股价	7.10
两市 A 股成交金额 (亿元)	6,123.22

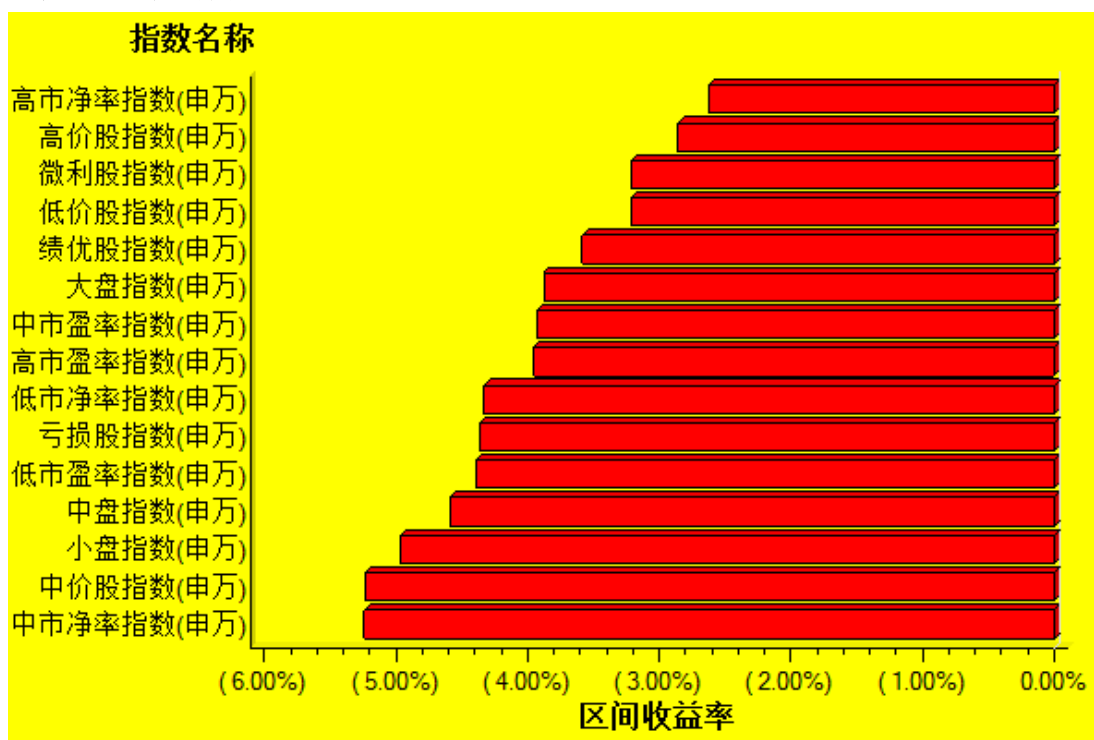
表 3: 行业表现

指数	区间收益率	区间换手率
电力	1.03%	2.83%
医药生物	(1.44%)	6.52%
食品饮料	(2.39%)	6.11%
石油天然气	(2.54%)	0.16%
纺织服装	(3.05%)	4.58%
金融	(3.30%)	0.89%
房地产	(3.65%)	4.55%
餐饮旅游	(3.69%)	5.76%

指数	区间收益率	区间换手率
交运设备 (除军工)	(4.70%)	3.12%
通信传媒	(5.02%)	3.39%
家用电器	(5.03%)	4.33%
建筑建材	(5.13%)	4.34%
农业与牧渔业	(5.16%)	5.01%
电气设备	(5.35%)	3.29%
造纸林业	(5.37%)	3.90%
机械	(5.41%)	5.68%

钢铁	(3.74%)	1.39%	化工	(5.51%)	5.57%
交通运输	(3.85%)	1.83%	贸易	(5.67%)	5.01%
有色金属	(4.11%)	4.51%	综合	(6.12%)	3.87%
信息技术	(4.31%)	4.86%	日用化学品	(6.23%)	5.72%
零售	(4.44%)	4.08%	煤炭	(6.37%)	2.44%
军工	(4.69%)	3.71%			

[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: 20120604-20120608

国内宏观经济及债券市场 (20120601-20120609)

交银施罗德策略小组

● **最新经济数据:** 5月CPI同比上涨3%, 创下近2年来新低。可喜的是, 除了食品价格如我们每周跟踪的那样回落, 非食品的7个类别全面回落, 这或许是央行选择降息的因素之一。我们认为, 由于前期猪肉价格已有较大幅度下跌, 目前猪肉疫情因素对食品价格产生的影响并不会使得CPI有非常大幅度的回落, 综合来看我们预期7-8月CPI或将进一步稳步回落至2.4%-2.5%左右。通胀的稳步回落将为货币政策进一步打开空间, 未来政策刺激力度或将进一步加大, 未来两个月可能还将降息

一次，降准一次。

● **公开市场操作**：本周央行周二进行 300 亿 28 天正回购，周四进行 200 亿 91 天正回购，央票继续停发，公开市场到期量 520 亿元，实现资金净投放 20 亿。6 月各周公开市场到期量分别为 810 亿、810 亿和 720 亿，流动性宽裕局面在央行适度宽松的调控目标下有望维持。

● **上海银行间同业拆放利率(Shibor)**：本周以来，上海银行间同业拆放利率(Shibor)中短期利率出现了普遍上涨，其中隔夜利率在时隔半个多月以后再度升至 2% 关口上方，而 7 天期和 14 天期利率水平也出现了小幅上移，1 个月期利率水平小幅下降。

● **债券市场**：本周美国经济数据不佳、欧洲银行陷入困境等外围的利好因素并没有推动利率品种进一步下行，交易盘获利回吐压力下，在对 5 月份各项经济数据的谨慎等待中利率品种于前四个交易日逐日小幅调整，国债方面 5 年期收益率上行 8 个基点，其余期限上行 5 个基点左右，金融债收益率上行幅度小于国债。同时，信用债方面需求却仍然很旺盛，市场交投活跃，收益率曲线延续前期陡峭化下行，各评级短融收益率下行近 30 个基点，3 年期中低评级中票下行 15 个基点左右，5 年期 AA+ 中票下行 13 个基点，其余期限评级品种下行幅度不大。

● **人民币汇率**：本周五（6 月 8 日）人民币兑美元中间价为 6.3188。预计短期内人民币兑美元可能将维持横盘震荡状态。

国际宏观经济及债券市场（20120601-20120608）

交银施罗德 QDII 研究小组

● **全球市场**：在上周恐慌性下跌之后，本周市场普遍反弹，MSCI 全球指数涨幅在 3%，避险情绪有缓和，在欧债危机愈演愈烈的局势中暂缓一口气。虽然近期的欧元区利率与英国利率保持不变，受欧央行行长德拉吉最新讲话的积极影响，市场对西班牙银行的前景担心有所缓和，欧央行除在下半年每个月以固定利率无规模限制地推出 3 个月期 LTRO 操作外，同时称可以充当 EFSF 的临时代理，以及考虑对 ESM 被直接用于重组银行增加前提条件，这可能进一步加强了欧央行作为危急时刻最后贷款人的权限和能力，欧洲领导人对解决短期的危机具有更多的经验和应对措施，可以防止短期的黑天鹅事件发生。但是基于德国一贯的立场，政策层面的博弈继续进行，

金融市场的短期波动将持续。

- **商品市场：**本周大宗商品涨跌互见，基于重回 QE3 预期以及预期落空，贵金属先上涨后回落，受中国降息的影响，农产品价格上扬。
- **债券市场：**西班牙与德法国债息差有所收窄，欧洲银行间交易对手风险未见明显上升。
- **经济数据：**美国领先指标继续走软，美国经济景气指数继续下探，但是幅度有所放缓。近期的 PMI 数据止住快速下滑的势头；从联储的两个最主要目标来看，因近期的避险情绪上升，导致国债收益率下降，通胀预期有所下降，4 月 CPI 在 2.3%，趋势上向下。短期的就业状况有所疲软，无论是失业率还是劳动部的就业数据均低于预期；从联储的两个最主要目标来看，因近期的避险情绪上升，导致国债收益率下降，通胀预期有所下降，4 月 CPI 在 2.3%，趋势向下。短期的就业状况有所疲软，无论是失业率还是劳动部的就业数据均低于预期美国股指本周出现反弹，但整体市盈率依然在历史均值之下，风险情绪指数快速上升有所回落；欧洲国债中德法收益率水平有所上升，西班牙有所回落。银行间市场较为稳定，3 个月银行间利率与互换利率差在 40bp 之内。

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	一周	一月	三月	六月	一年	两年	成立至今
交银精选	0.7008	2.8466	0.14%	-2.37%	-1.82%	-0.40%	0.65%	-15.16%	4.77%	203.56%
交银稳健	1.2812	2.7362	0.04%	-1.79%	-1.00%	3.27%	3.06%	-3.97%	8.79%	177.01%
交银成长	2.5185	2.7635	0.20%	-2.23%	-1.10%	4.35%	5.14%	-2.50%	10.28%	175.66%
交银蓝筹	0.6915	0.7065	-0.03%	-2.67%	-2.50%	1.89%	1.87%	-8.16%	7.13%	-29.89%
交银增利 A/B	1.0289	1.2859	0.19%	0.16%	2.16%	5.20%	9.18%	3.22%	8.75%	30.86%
交银增利 C	1.026	1.266	0.19%	0.15%	2.13%	5.08%	8.93%	2.79%	8.54%	28.48%
交银环球	1.188	1.313	0.59%	0.68%	-5.49%	-7.55%	-2.38%	-20.11%	0.76%	30.44%
交银行业	1.117	1.157	0.18%	-1.41%	-1.50%	1.92%	4.20%	4.88%	4.10%	15.89%
交银先锋	1.0497	1.1047	0.10%	-2.56%	-1.68%	3.18%	8.87%	-7.94%	11.79%	9.79%
180 治理 ETF	0.642	0.715	-0.77%	-4.04%	-6.41%	-4.18%	1.26%	-13.13%	7.00%	-28.53%
交银治理	0.731	0.731	-0.68%	-3.82%	-6.04%	-3.94%	1.25%	-12.35%	6.72%	-26.90%
交银主题	0.927	0.942	-0.22%	-3.54%	-3.03%	0.76%	9.70%	-8.13%	--	-6.01%
交银趋势	0.814	0.814	0.12%	-2.63%	-2.28%	-0.85%	1.75%	-12.28%	--	-18.60%
交银添利	1.095	1.095	0.46%	0.74%	3.79%	8.74%	12.19%	6.83%	--	9.50%
交银制造	0.85	0.85	0.24%	-3.08%	-3.41%	-1.96%	-5.35%	--	--	-15.00%
交银深证 300 价值 ETF	1.002	1.002	-0.30%	-4.30%	-5.38%	-4.11%	3.51%	--	--	0.20%
交银价值	0.99	0.99	-0.30%	-3.98%	-5.17%	-4.16%	2.70%	--	--	-1.00%
交银双利 A/B	1.063	1.088	0.28%	-0.09%	0.85%	2.83%	7.39%	--	--	8.90%
交银双利 C	1.059	1.084	0.38%	-0.09%	0.86%	2.64%	7.10%	--	--	8.50%

基金名称	代码	万份收益(元)	七日年化收益率
交银货币 A	519588	1.0167	4.020%
交银货币 B	519589	1.0824	4.257%

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至 2012 年 6 月 8 日