

中英人寿投资连结保险 投资账户月度报告

2012年05月

市场热点

央行启动新一轮降息周期

6月8日，央行宣布下调一年期存贷款利率各25基点。这是过去3年以来的首度降息。调整后的一年期存贷款基准利率分别为3.25%和6.31%。央行同时还宣布将存款利率浮动上限扩大到基准利率的1.1倍，贷款利率的下限放宽到基准的0.8倍。由于存款利率浮动上限是个紧约束，银行几乎一定会把新的存款利率设定到基准利率的1.1倍处。考虑到存款利率上浮这一因素，一年期存款利率的下降幅度仅8个基点，远小于贷款利率的下调程度。因此，此次降息可以视为非对称降息。

降息的时点在市场预期之外。非对称降息是目前这种经济状况下决策者应该走的一步。但考虑到CPI通胀还未大幅下降，负利率刚刚转正，以及政府换届带来的高度不确定性，市场之前认为降息在近期推出的可能性比较低。因此，这次降息的时间在市场预期之外。

年内有可能进一步降息，但应该会是对称性降息。人民银行的上一次降息周期是在2008年的9月至12月。当时也是以一次非对称降息开始，随后紧接着4次对称性降息。最终将一年期存贷款基准利率分别下调至了2.25%和5.31%。由于到未来两三个月内通胀会继续回落，央行年内可能还会继续降息。但考虑到政府对银行的保护，下一次降息应该是对称降息。

单纯的降息对实体经济的支持作用有限，信贷总量是更关键的指标。目前国内总需求疲弱，经济增长明显减速的重要原因是信贷发放不足。这一方面是因为政府严控对房地产和地方政府融资平台两个信贷需求大户的放贷，另一方面则是因为其他行业贷款需求不强。如果政府仍然对贷款投向进行严厉管控，单纯25基点、甚至50基点的降息并不足以让信贷需求明显恢复，对经济增长起到决定性的作用。经济增长的明显回升有赖于政府推动投资加速，带动信贷发放。信贷总量才是需要关注的更关键指标。

此次降息未必意味着其他刺激政策也会跟着推出，这次降息更像是决策者因为观点分歧而选取的妥协之举。相比放松地方政府融资平台和房地产这些更为直接、也更为有效的刺激政策来说，降息所带来的中长期风险无疑更小一些，因而更容易在新老领导人之间达成一致。而决策层也很有可能在降息政策之后采取“等等看”的态度。所以说，降息一出，其他风险更大的刺激政策推出的概率反而会变小。

美国经济复苏或延续放缓

6月1日，美国公布非农就业数据，新增就业仅6.9万人，低于市场预期的15万，失业率反弹至8.2%。

✓ 非农就业低于预期，印证美国经济复苏延续放缓，值得注意的是4月的就业增长也从11.5万大幅下修至7.7万，也就是说单月美国非农就业人数已经连续两个月低于10万。这显示美国就业市场复苏前景趋于黯淡

✓ 私营部门就业仅增加8.2万，显示经济增长放缓，分部门的就业变化数据亦使我们对于美国复苏前景看法谨慎：第一，建筑业部门减少了2.8万就业岗位显示房地产市场依然低迷，这亦与成屋销售、营建支出低于预期相一致；第二，制造业将面临去库存压力，生产反弹受限。当月制造业仅增加岗位1.2万；第三，整体看，占美国GDP90%的服务业表现尚可，但并未出现超预期上行。

✓ 此外，从收入和消费来看，表现无亮点。周薪环比仅增长0.1%，个人收入环比增长0.2%，均小幅低于预期，但消费支出环比增长达到0.3%，显示消费增长较为稳健。但向前看，随着新增就业放缓、收入增加有限，消费难以持续上行，此外近期股市回落、消费者信心下行亦使之承压。

与周五黯淡的就业数据相伴，风险资产均大幅下挫，标普跌幅达到2.5%、油价下跌3.8%，但只有黄金闪烁，涨幅达到3.8%，并再次站稳1600美元以上。

目前，对于中国的宏观经济、调控政策、股票市场走势等问题，市场上出现了不同的声音和观点，我们在此罗列了一些机构的看法：

中金观点：

2 季度市场将继续窄幅整理，即 2350 点附近为安全的买入区域，2400 点以上市场压力逐渐增大，2450 点以上为风险区。

√ 上周公布的各项经济大都显著差于市场预期，主要反映的是在过去几年以基建、房地产为核心的需求拉动效果快速褪去，当前缺乏相应的需求来弥补这部分空缺。近期经济增速的快速回落也符合均值回归的客观规律。

√ 未来政策继续保持适度微调仍将是大概率事件，也是最符合理性的政策取向。不过投资者的习惯思维定式仍会将经济增速下滑看做政策放松力度必定加大的信号。周六RRR的下调对于宏观经济的意义可能不大，但有助于放松预期升温。这种情况下，预计市场仍将在预期与现实的矛盾中上下两难。

√ 券商创新的着眼点在于未来十年直接融资市场的大发展，意味着将有大量新的金融产品和更多的直接融资分流当前本就并不宽裕的股市资金来源。虽然也谈到了鼓励更多资金入市，但是就券商创新发展的方向看，其未来影响更多将是中性。

申万观点：

5月市场特征为政策证伪，推荐医药、电子和环保。

√ 5月市场特征将转向“政策预期过甚，难以实现”，市场风格将发生明显转变。如果4月份是“周期搭台”，那么5月份应该是“成长唱戏”，与市场风格相匹配的品种，往往会与推动市场上行的催化剂不期而遇。

宏观经济分析

CPI继续回落，PPI加速下滑

5月CPI同比上涨3.0%，比市场预期低0.1-0.2个百分点。在蔬菜价格季节性下跌、肉制品价格周期性下跌和经济增长放缓导致上游大宗商品价格下降的因素影响下，物价趋势性快速回落。

5月份PPI同比下降-1.4%，下滑幅度增大。有效需求不足，企业正处于深度去库存阶段。

工业增加值环比向好，消费增长平缓

5月，规模以上工业增加值同比实际增长9.6%，比4月份增速小幅反弹0.3个百分点，从环比看，比上月增长0.89%。工业有企稳的趋势，但去库存压力仍然较大，需求回暖对生产的

带动作用有限。

√ 1季度贷款利率上浮比率和贷款成本不降反升，4月新增信贷结构依然不容乐观。3月末商业银行超额存款准备金为2.2%，处于3年来较高水平，4月存款大幅减少，超储率还将有所提高。4月份CPI同比增长3.4%，基本符合市场预期，但央行仍然对通胀抱有担忧，因此短期内降息的概率依然不大。

√ 基于“政策证伪”，“成长唱戏”，前期涨幅较小，调整较深的成长股成为行业推荐的备选对象。在短期内可能存在政策或者基本面催化剂的品种，医药、电子和环保行业。

安信观点：

二季度市场维持震荡概率较大，存准下调对于市场情绪的影响可能更大一些，如果市场高开，建议逢高降低仓位。

√ 央行此次下调存款准备金率旨在维持流动性的稳定并压低短端利率水平，有助于减缓企业的财务负担，但无法对冲经济的快速下滑。企业的ROE决定了投资，盈利能力下降反映了企业处于供应大于需求的状态，如果利率水平大幅下降鼓励企业继续投资，只会使供过于求的情况更加严重，盈利能力进一步下降。利率水平的下降对于扩大外需或者促进消费的影响并不大，由于今年全年通胀的中枢仍处于3%以上，央行也很难下调存款利率或者贷款利率。

√ 经济下滑周期中，能够对冲经济下滑的主线是政府投资上升。政府投资的主要力量来自于地方政府和国有企业的投资。目前中央投资的占比极低，而国有企业和地方政府自身的现金流并不充裕，所以政府投资增加需要看到银行信贷尤其是中长期贷款上升。4月的信贷数据仍没有这样的现象。

带动作用有限。

社会消费品零售总额同比名义增长13.8%，比上月放缓0.3个百分点；扣除价格因素实际增长11%，比上月小幅回升0.3个百分点，延续上月平缓趋势。

基建投资反弹，投资增速回稳

1-5月份，固定资产投资同比增长20.1%，增速较前4个月仅回落0.1个百分点。单月投资增速为19.9%，高于4月19.0%的增速。

单月看，基建投资增速由4月的5.1%回升至7.8%，地产投资增速由4月9.3%攀升至18.0%，是总投资增速回升的动力。配合发改委项目审批加快，新开工项目增速也有所回升。

景气指数反复，库存或将回补

5月中采PMI为50.4，比上月下滑2.9个百分点；汇丰PMI从4月的49.1下降到5月的48.4，两者的趋势一致。指数结束上升趋势，再次接近荣枯平衡线。新订单和生产指数回落，去库存过程延续。

目前原材料库存已接近历史底部，随着近期国家刺激政策的推行，需求将在未来逐步恢复，预计库存回补的动力将逐步显现。

信贷超预期，流动性改善

5月，M2同比增长13.2%，比上月末高0.6个百分点；M1同比增长3.2%，比上月末高0.1个百分点。但M2-M1增速差与4月相当，企业经营活力仍然较弱。

信贷回暖，新增人民币贷款7932亿元，超过市场平均7000亿的预期。居民和企业的中长期贷款占比上升至34%，票据融资占比略有回落至29%，贷款结构和规模都有所改善。

美国QE3悬而不决

5月非农就业仅新增6.9万人，大幅低于市场预期，明显

低于美联储的预测（15万至20万）。此外，美国普遍的经济数据也低于市场以及美联储的预期，再次印证了我们之前的判断，即美国经济复苏的动能已经下了而一个台阶。伯南克在国会听证上的演讲并未明言量化宽松，市场对于短期内QE3预期降温。但是，6月12日，芝加哥联储主席埃文斯又表态称当前环境下，不能排除任何政策选项。可以看出，关于是否进行QE3，美联储内部分歧还比较大，决策艰难。有关Fed是否需要进一步采取经济刺激举措，6月19日的FOMC会议结果至关重要。

欧元区救助范围扩大

欧元集团通过EFSF/ESM向西班牙提供最多1000亿欧元贷款，帮助西班牙银行有序重组基金，欧元集团行动迅速。本次援助不同于此前EFSF对希腊等国政府的救助，而是对银行业的金融援助，援助条件将主要集中于银行体系，而非财政政策。对欧元集团来说，这次行动也意味着其除了监管各国政府财政之后，欧元集团又向监管各国金融体系迈进了一步。

2012年5月市场回顾

货币市场

5月份受央行降低存款准备金率的影响，流动性极为充裕，回购利率大幅下行。全月7天回购成交均价2.6%，比四月大幅下行120bp。隔夜SHIBOR大幅下行92bp至1.88%，为去年3月份以来的新低。公开市场投放3250亿，回笼3690亿，净回笼资金440亿。

债券市场

利率品种：5月份国债总净价指数大幅上涨1.42%，十年国债收益率从3.54%下调到3.34%。4月份经济数据意外低于预期以及央行再次降低存款准备金率使得债市全面上涨。

信用债：中债企业债总（净价）指数大幅上涨1.79%。5月份“牛陡”行情并不特别明显，主要由于经济下滑超预期推动长端利率明显下降，而货币快速宽松使得短端收益率同样大幅下行。具体来看，AA-中短期票据收益率下降幅度最大，达60-70bp，AA及以上等级降幅基本在50-60bp。短久期品种表现略好。预计六月份“牛陡”行情将更加明显。

可转债：中信标普可转债指数5月份上扬1.39%，大幅跑赢上证指数的-1%，主要是受到了转债可质押的影响。目前转债到期收益率在2%以上有9只，其中只有中行转债的转股溢价率低于30%。除个别大盘转债外，当前转债估值已并不便宜，未来上涨动力应主要来自于正股的推动。

股票市场

5月份市场呈现震荡微跌的走势，主要原因是5月初公

布的宏观经济数据显示目前经济正处于快速下滑的过程中。4月份，规模以上工业增加值同比实际增长9.3%，比3月份回落2.6个百分点，大幅低于市场平均预期的12.0%。投资消费继续放缓，1-4月份，固定资产投资同比增长20.2%，增速较1-3月份回落0.7个百分点。4月社会消费品零售总额，同比名义增长14.1%。增速较1至3月份回落0.7个百分点。4月份，M1、M2货币增速指标出现回落，且月新增信贷6800亿元，远低于市场预期。较差的经济数据使得市场在4月份涨幅较大的基础上进行了一定幅度的调整。沪深300指数单月微涨0.22%，上证指数下跌1.00%，深证成指下跌0.38%。从风格指数上看，申万大、中、小盘指数的涨跌幅分别为-0.11%，2.96%，1.99%。中、小盘股表现略占优。从板块上看，医药生物、建筑建材、有色金属、电子等行业表现居前，而商贸、金融、采掘等行业表现靠后。

基金市场

5月份股票市场震荡调整，主要股指小幅下跌，但风格之间差异较大，下跌主要集中在大盘股，而中小盘股票表现相对较好。5月份，基金整体表现强于指数，主要是基金重仓的行业，例如房地产、食品饮料等行业表现较好。股票型和混合型基金的收益率中值分别为2.02%和1.77%。5月份，医药板块涨幅第一，因此，重仓持有医药的基金表现较好。而由于强周期类板块，包括煤炭、建材等5月份跌幅较大，因此，重仓强周期类的基金5月份跌幅较大。

债券市场

6月份债市谨慎乐观：央行降息，且调整基准利率的浮动范围，力度和时间略快于市场预期，利率长端尤其是金融债将有较好表现，信用债也同时受益，欧债问题进展和国内经济下降程度决定接下来债市的机会，目前看债市机会期仍在，但正走向平台期的过渡过程中。长债下降空间相对有限。随着“降息”利好逐步兑现，信用债或平台整理。基准利率的降低带动利率品种进而带动高评级品种收益率下行，而对于低评级品种，降息导致信用环境改善的预期升温，同样形成利好。当前收益率水平已经达到或接近历史均值水平，信用利差也明显收窄，考虑到基准利率的变动，收益率下行空间小幅打开，信用债行情加快。从目前收益率水平来看，本次降息利好已有所透支，考虑到基准利率和历史收益率情况，目前信用债收益率“易上难下”，预计短期信用债将平台整理为主。

据媒体近日报道，人民银行、证监会、财政部已于5月中旬下发《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，正式重启信贷资产证券化，首期信贷资产证券化额度为500亿元。扩大信贷资产证券化，对城投债信号意义较大。

股票市场

6月份最重要的事件莫非于央行6月7日宣布降息，这是自2008年12月以来三年多时间首次降息，也意味着货币政策正式转向宽松。同时，6月初公布的宏观经济数据显示经济仍处于下滑通道，工业增长值等数据仍在底部徘徊。此次降息与以往不同之处在于本次降息扩大了利率自由浮动的区间，贷款下浮区间大于存款上浮区间，显示出央行在利率市场化推进迈向了实质性的一步。降息消息发布以后，市场反应较为谨慎，主要原因还是在于非对称性降息，将压缩银行业的盈利，同时由于银行长久以来存在平台贷不良资产上升的风险，因此银行板块下跌幅度较大，压制了整个市场的做多情绪。从未来来看，政策放松的空

间已经打开，但要扭转宏观经济快速下滑的形势，需要政策的力度足够大。特别是在外围经济形势持续恶化，欧债危机风险层出不穷的情况下，依靠政策的小修小补，无法达到企稳经济的作用。目前虽然货币政策明显转向，但财政政策和房地产政策，这两个关乎于短期内投资企稳的政策仍然没有实质性放松。因此，目前市场仍然较多的反应经济下滑的风险。

基金市场

5月基金整体跑赢指数，主要原因是基金重配的消费类和地产类板块上月表现较好。从仓位监测的情况看，在5市场下跌过程中，基金仓位有进一步提高的迹象，目前偏股类基金整体在仓位上处于偏高的水平。从以往的经验看，基金仓位在高位时，往往意味着市场存在着一定的风险。展望未来，如果政策持续加码，经济复苏预期强烈，不能排除场外资金进场的可能，市场还可能进一步走高，基金也可能因为仓位布局较早而获益。反之，如果政策放松力度有限，市场仍然是场内资金的博弈，这种情况下，基金目前的高仓位蕴含的风险将较大。

投资账户分析

1. 积极型账户

基本信息（2012年5月31日）：

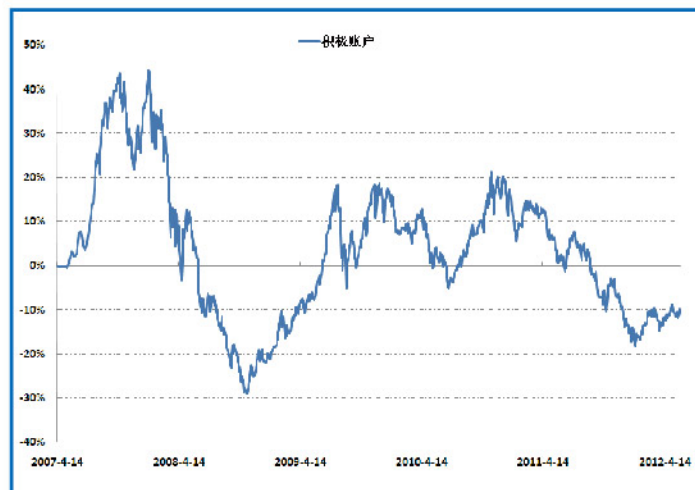
账户规模	2.34亿	设立日期	2007-4-14	买入价	0.89981	卖出价	0.88347
------	-------	------	-----------	-----	---------	-----	---------

账户特色：积极进取，高风险，高收益。

投资方向：主要投资于股票型开放式证券投资基金，由若干个不同比重的股票型基金构成组合。

业绩表现（2012年5月31日）：

	一个月	三个月	六个月	一年	今年以来	成立以来
积极账户	1.27%	1.34%	-1.85%	-11.56%	4.01%	-10.02%



2. 成长型账户

基本信息（2012年5月31日）：

账户规模	3.77亿	设立日期	2007-9-18	买入价	0.64253	卖出价	0.62993
------	-------	------	-----------	-----	---------	-----	---------

账户特色：积极进取，高风险，高收益。

投资方向：主要投资于股票型开放式证券投资基金，由若干个不同比重的股票型基金构成组合。

业绩表现（2012年5月31日）：

	一个月	三个月	六个月	一年	今年以来	成立以来
成长账户	0.71%	0.61%	-2.82%	-12.08%	3.31%	-35.75%



3.指数型账户

基本信息（2012年5月31日）：

账户规模	0.37亿	设立日期	2007-4-14	买入价	0.59804	卖出价	0.58718
------	-------	------	-----------	-----	---------	-----	---------

账户特色：期望获得指数的平均收益。

投资方向：主要投资于跟踪主要指数的指数型（也属于股票型）开放式证券投资基金。

业绩表现（2012年5月31日）：

	一个月	三个月	六个月	一年	今年以来	成立以来
指数账户	1.10%	0.56%	2.88%	-12.39%	12.33%	-40.20%



4.指数增强型账户

基本信息（2012年5月31日）：

账户规模	1.02亿	设立日期	2007-9-18	买入价	0.41402	卖出价	0.4059
------	-------	------	-----------	-----	---------	-----	--------

账户特色：期望获得指数的平均收益。

投资方向：主要投资于跟踪主要指数的指数型（也属于股票型）开放式证券投资基金。

业绩表现（2012年5月31日）：

	一个月	三个月	六个月	一年	今年以来	成立以来
指数增强账户	0.45%	0.52%	3.21%	-11.04%	11.33%	-58.60%



5.平衡型账户

基本信息（2012年5月31日）：

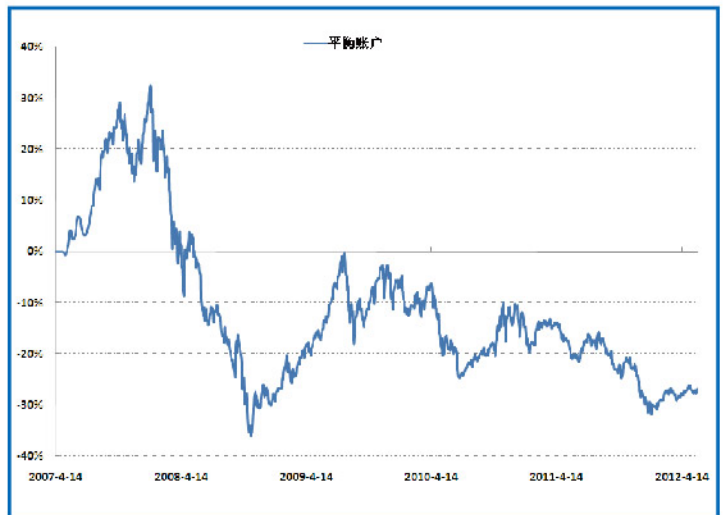
账户规模	0.27亿	设立日期	2007-4-14	买入价	0.73226	卖出价	0.71896
------	-------	------	-----------	-----	---------	-----	---------

账户特色：股债平衡，中等风险，中等收益。

投资方向：主要投资于混合型和股票型开放式证券投资基金，以混合型基金为主；由若干个混合型基金和股票型基金构成组合。

业绩表现（2012年5月31日）：

	一个月	三个月	六个月	一年	今年以来	成立以来
平衡账户	0.47%	1.18%	-4.66%	-8.15%	2.39%	-26.77%



6.平衡配置型账户

基本信息（2012年5月31日）：

账户规模	0.54亿	设立日期	2007-9-18	买入价	0.67791	卖出价	0.66462
------	-------	------	-----------	-----	---------	-----	---------

账户特色：股债平衡，中等风险，中等收益。

投资方向：主要投资于混合型和股票型开放式证券投资基金，以混合型基金为主；由若干个混合型基金和股票型基金构成组合。

业绩表现（2012年5月31日）：

	一个月	三个月	六个月	一年	今年以来	成立以来
平衡配置账户	0.55%	0.57%	-2.77%	-9.98%	3.24%	-32.21%



7. 稳健型账户

基本信息（2012年5月31日）：

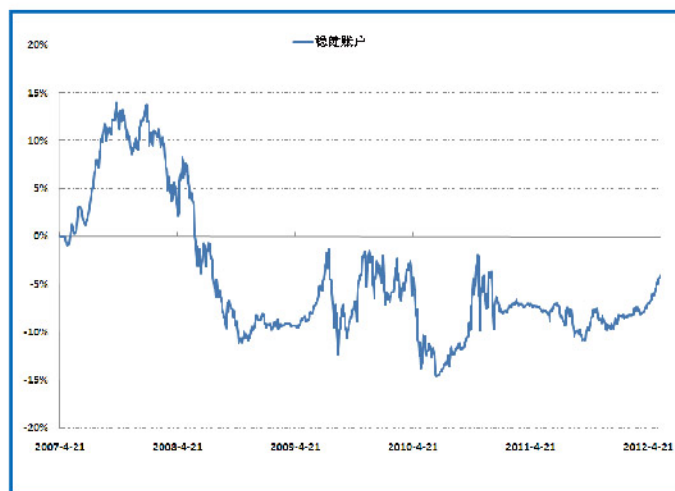
账户规模	0.17亿	设立日期	2007-4-14	买入价	0.9601	卖出价	0.94266
------	-------	------	-----------	-----	--------	-----	---------

账户特色：稳健投资，较低的风险，较低的收益。

投资方向：主要投资于混合型和债券型开放式证券投资基金，以债券型基金为主；由若干个混合型基金和债券型基金构成组合。

业绩表现（2012年5月31日）：

	一个月	三个月	六个月	一年	今年以来	成立以来
稳健账户	3.01%	4.67%	5.61%	4.05%	5.67%	-3.99%



8. 避险型账户

基本信息（2012年5月31日）：

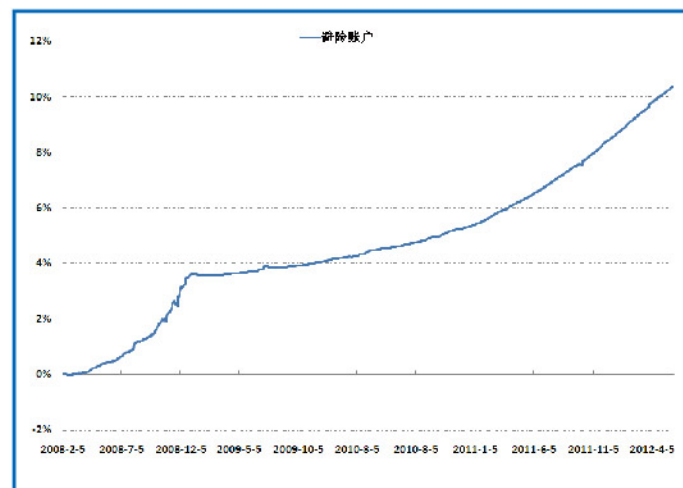
账户规模	0.52亿	设立日期	2008-2-4	买入价	1.10227	卖出价	1.08225
------	-------	------	----------	-----	---------	-----	---------

账户特色：高流动性，低风险，低收益。

投资方向：主要投资于货币型开放式证券投资基金。

业绩表现（2012年5月31日）：

	一个月	三个月	六个月	一年	今年以来	成立以来
避险账户	0.33%	0.95%	1.95%	3.68%	1.66%	10.39%



账户经理观点

5月投资回顾

市场在5月份震荡调整，本月，成长类、平衡类账户在仓位上基本保持稳定。在结构上，周期风格与非周期类风格兼顾。成长类和平衡类账户本月上涨1.27%和0.47%。

6月投资展望

5月份公布的宏观经济数据显著低于市场预期，政策层面上也看到了货币政策放松的力度在加强。然而，对于直接

刺激经济见底回升的投资项目目前拉动作用有限，一方面是大规模基建项目的启动没有看到，另外是房地产实质放松的迹象没有。今年面临的经济情况比2008年更为复杂，政策空间和力度受制于4万亿带来的融资平台呆坏账问题以及房地产泡沫。如果刺激经济政策迟迟达不到力度，将推迟经济见底的时间。目前，对市场唯一较为有利的是估值仍然在历史底部。