

# 中英人寿投资连结保险 投资账户月度报告

2012年06月

## 市场热点

### 央行再次降息，出于市场预期。

中国人民银行7月5日晚宣布：自2012年7月6日起下调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率下调0.25个百分点，一年期贷款基准利率下调0.31个百分点；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。自同日起，将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.7倍。个人住房贷款利率浮动区间不作调整，金融机构要继续严格执行差别化的各项住房信贷政策，继续抑制投机投资性购房。

在经济下滑速度超出预期，并没有见底企稳迹象的背景下，央行此次降息的动机并不令人意外。但降息的时点早于普遍的市场预期。降息并且下调贷款利率下浮区间有助于降低企业的融资成本，缓解企业盈利和现金流压力。然而在此次降息中，我们认为有三点值得注意：

第一，自去年三季度通胀走过高点以后，包括降息和降准在内的货币政策放松节奏显得比较缓慢，实体经济利率处于偏高的水平。从一些公开报道来看，不同部门对经济形势和宽松支持政策必要性和力度的看法并不完全一致。但目前连续快速地降息表明中央对经济和政策的态度已经明朗。下调存款准备金率和其他积极政策的配套推出只是时间问题。我们相信，中央目标的统一有助于更好地协调各部门宏观政策相互配合，发挥协同效应。虽然本轮政策的空间和能力受到诸多限制，但执行到位的积极政策，有助于经济在未来几个季度逐步形成底部。

第二，虽然本轮经济调整面临诸多结构性的问题，但房地产存货的累积和房地产投资的快速下滑是短期经济压力较大的主要原因之一。降低贷款利率有助于房地产需求的回升和库存的清理，从而稳定内需。

个人住房贷款利率浮动区间不变，表明了中央对地产调控的方向并没有发生变化。考虑到中国2006年以来的房地产泡沫受07年之前的外汇占款高速增长和09-10年的主动信贷创造的影响颇大。现在这两个条件都不复存在，我们认为房地产价格在未来出现大幅上涨的概率较小。

第三，本次降息在一年期上有非对称的技术特点，但整体来看是较为平衡的。一年期贷款利率多降6个点，但1年以上期限的存款基准的降幅要高于贷款。另外，本次贷款利率下浮区间扩大到0.7，意味着一年期按照基准利率6.0%的浮动下限是4.2%，这个水平接近一年期AA级短融的收益率。贷款利率浮动下限的扩大意味着贷款端的利率自由化已经基本达到。理论上，未来贷款基准利率的进一步变动对银行商业贷款价格的影响已经不大。

### 7月5日，欧洲央行议息会议决定降息25个基点，英国央行扩大资产购买计划以刺激经济增长。

#### 欧洲央行降息25个基点，以刺激银行部门放贷

从货币政策操作来看，欧洲央行采取了对称降息的方法，将主要再融资的贷款利率从1%下调至0.75%，存款利率从0.25%下调至0%。

通胀走低使得欧洲央行把政策目标转入更多关注经济增长。尽管6月通胀维持在2.4%，考虑低迷的需求和大宗商品价格走低将舒缓通胀压力，未来欧元区将更多面临经济衰退的挑战（如近期各国PMI延续走低），使得欧洲央行需要以宽松政策进行应对。

欧洲央行将商业银行在其账面的存款利率下调至0，主要用以改善企业、家庭部门的信贷条件，刺激商业银行派发贷款，带动投资、消费回升，目前来看，M3增速仅为2.9%依然偏低。但是考虑到欧洲商业银行资本面临补充压力和存款流失问题，该措施的效果仍需观察。

欧洲央行的政策操作较为保守，并未使用非常规的货币政策工具。但德拉吉在记者招待会上强调了财政和经济结构改革的重要性，对于落实推进货币、经济更高程度一体化的明晰的时间表表示支持。我们认为这意味着ESM/EFSF将取代欧洲央行，在未来银行重组、二级市场债券干预等领域发挥更大的作用，欧洲央行再次推出去年和年初LTRO的概率将大大降低。

## 英国央行增加资产购买规模500亿，用以提振风险资产价格。

由于英国央行已经将利息降至0.5%的水平，因此只能继续使用非常规的资产购买来实现宽松货币政策，目前的目标资产购买量将达到3750亿英镑。

从政策操作来看，将主要购买企业债、股票等资产，一方面降低企业借贷成本，同时支持企业发行新债、股票融资，以促进投资增长。

从政策效果来看，我们依然较为谨慎，英国1季度GDP环比出现0.3%的衰退，向前看，一方面，全球经济放缓和欧洲债务危机冲击仍将使得出口承受压力，另一方面，国内房价低迷亦将影响消费和投资，因此再次量化宽松仅是无奈之举。

## 专家视点

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：

**7、8月有望出现可操作性的反弹机会，建议在7月份以更加积极的心态来运作可能到来的一波反弹机会。**

◇降息早于市场预期，反映了2季度的经济数据较差，同时CPI快速下降也打开的降息空间，也表现出了中央政府对经济增长的态度，3季度政策放松超预期的概率很大。

◇降息对A股市场的影响短期中性，但2季度的经济数据状况很可能已经接近甚至跌破政策制定者的容忍度下限，因此进一步的稳增长政策有望出台，同时市场资金面状况也有望持续好转，7月中后期降准的概率依然存在，中期利好，7月反弹可期。

### 申万观点：

**再次降息并未打破市场原有运行逻辑，经济运行的不**

**确定性仍存，建议再等等，趁机减仓成长和小票。**

◇1个月内连续两次非对称降息确实超越市场预期，原因无法确认。救股市、经济太差、和欧洲同步，具体原因无从考究。但欧洲降息早有预期，欧洲股市反应平淡。

◇降息并没有打破市场原有的运行逻辑，经济运行的不确定性依然存在，建议投资者再等等。中国正处于转型调整之中，结构性问题是主要矛盾，总量调控往往事倍功半。短期内，经济运行中库存压力凸显，7、8月淡季很可能经历一波去库存。因此，看未来两个季度，尽管央行持续出手，经济运行方向都不确定。如果真是一路向下，后面股市的风险还是很大，因此建议再等等。

当务之急是减点中报不及预期的小票和成长股，按照“投资者行为走在预期之前，基本面和预期的喇叭口不断拉大，现在要开始收敛”的大逻辑，第三波的下跌必然是这些品种。

### 安信观点：

**三季度市场波动区间在2400-2100，预期市场反弹的高度和持续时间都不大。**

◇对短期A股市场，企业盈利下滑成为主要风险。盈利下调家数较多的行业包括证券、航运、钢铁、化工、建材、农林牧渔、汽车零部件、家电、电子和信息设备。预计这一批上市中报业绩地雷可能频现。

◇海外方面，尽管欧洲及英国央行口径一致放宽货币政策，但美国6月非农就业人数增幅不及预期，且失业率依然维持在8%上方，暗示美国为首的全球经济复苏依然举步维艰，也将阻止全球风险偏好的反弹。

◇本次降息时，市场对于周期性行业盈利恶化已经有了一定的预期，股票市场也有了不同程度的调整，因此市场短期反弹的概率更大。但是由于降息对基本面的影响相对滞后，短期内难看到基本面配合，例如：库存水平过低引发生产与价格的反弹；银行信贷配合政府投资出现了明显的改善。

## 宏观经济分析

### 通胀无压力、PPI加速回落

6月CPI同比增长2.2%，环比下降0.6%。蔬菜和水果价格下降仍旧是CPI下行的主要原因。7月翘尾因素比6月低0.5个百分点，通胀压力不大，预计CPI将进一步回落到2%以下。

6月PPI同比下降2.1%，环比下降0.7%。生活资料价格指数同比上涨0.7%，相比5月份增幅下降0.21个百分点；生产资料价格指数同比下降2.9%，跌幅扩大了0.81个百分点。采掘、原材料、加工工业跌幅分别比上月扩大1.4、1.9、0.4个百分点，上游价格有加速回落的态势。

### PMI表现弱势，经济仍在筑底

6月中采PMI为50.2，比上月下滑0.2个百分点；汇丰PMI从5月的48.4下降到6月的48.1，两者均有所下滑，经济

运行仍存下行压力。另一方面，6月回落具有一定的季节性，今年回落幅度较低，显示经济趋稳的基础正在形成。

### 工业生产疲弱，有企稳迹象

二季度GDP同比增速7.6%，在长、短经济周期共同影响下，经济增速回落。

6月规模以上工业增加值同比实际增长9.5%，比上月低0.1个百分点，波动幅度较小。工业生产仍疲弱，但显现一些积极信号。钢铁、水泥和乙烯的产出增速在6月分别达到6.7%、6.5%和-3.3%，较5月的6.3%、4.3%和-7.1%有所改善。工业企稳与企业加速去库存及政策刺激有关，但目前看改善的幅度仍然有限，未来仍取决于企业去库存的幅度和对需求好转的预期。

## 基建投资反弹，消费维稳

1-6月，固定资产投资同比增长20.4%，增速较前5个月提高0.3个百分点，环比看，6月投资增长1.71%，较5月的1.15%有所加快，稳投资效果初现。

从投资的行业结构来看，房地产开发投资同比增速16.6%，增速比一季度回落6.9个百分点，比上年同期回落16.3个百分点；基础设施投资同比增长4.4%，一季度为同比下降2.1%；制造业投资增速与上月基本持平。新开工项目计划总投资同比增长23.2%，较5月末的22%有所回升。新开工项目有所增加，是投资可能触底反弹的先行信号。

## 流动性继续改善，新增信贷增加

6月M2同比增长13.6%，比上月高0.4个百分点，略高于预期；M1同比增长4.7%，比上月末高1.5个百分点，回升幅度较大。M2-M1增速差仍处高位，但比上月降低0.7个百分点，企业流动性偏好有所上升。

信贷需求增加，6月新增人民币贷款9198亿元。降息和财政刺激措施改善了信贷供求，政策放松初见成效。但从结构看，中长期贷款比例再次下降，由上月的34%降至30.7%，扩大基建投资等稳增长措施仍需加大力度。

## 出口尚可，进口偏弱

6月进出口同比增加9%，其中进口增速6.3%，出口

11.3%。环比看均有所回落，进、出口环比增速分别为-8.62%，-0.50%。贸易顺差大幅增加至317亿美元。环比看，出口形势已经趋于稳定。但考虑到欧美经济暂时看不到更为明确的积极信号，外需回暖能否持续还需观察。

## 美国QE3前景仍不明朗

美联储公布了6月议息会议纪要，内部对于是否进行进一步宽松分歧较大。目前经济复苏势头减弱，就业改善迟缓，理论上应该推出更多的刺激计划。但QE3如出台，有可能推升大宗商品价格，导致通胀恶化，对实体经济的支持作用也有可能因为国债市场“功能恶化”而受到影响。QE3前景不明。

## 欧洲继续宽松，危机措施执行引关注

全球经济复苏疲弱刺激各国央行继续放水。与中国降息同步，欧央行宣布降息25个基点至0.75%。

欧盟峰会通过1300亿欧元的刺激计划，并同意欧元区援助基金ESM可以用于稳定债市。峰会还就稳定区内银行业达成一致，将设立统一的欧元区银行业监管机构。整体看，此次欧盟峰会成果颇多，超出了市场之前的悲观预期，从具体政策上，比之前会议有明显进步。但峰会提出的具体措施是否能够稳定住市场局面，很大程度上取决于这些措施在未来将如何实施。

# 2012年6月市场回顾

## 货币市场

6月份底为银行半年度指标考核时点，大行为应对季末考核和流动性风险而提高超储率，对外融出资金积极性不高，造成了6月下旬开始的资金面紧张。7天回购利率水平由月初的2.55%最高冲至5.5%的水平，整个6月下旬资金成本一直保持在高位。

6月份，由于经济数据较差，降息一次，为应对月末的资金紧张央行开始了逆回购操作。公开市场投放4140亿，回笼1200亿，净投放资金2940亿，其中逆回购1250亿。

## 债券市场

利率品种：6月份国债总净价指数随着6.8日降息兑现之后交易盘获利了结，出现小幅下跌，下旬随着经济预期较差，对经济悲观的情绪占据市场主导，指数小幅回升，全月微幅上涨0.06%。

信用债：中债企业债总（净价）指数小幅上涨0.37%，中债短融总净价指数小幅下跌0.15%。继5月份经济数据较差带动信用债大幅上涨之后，6月份信用债上涨乏力。目前信用利差相对历史中值已无明显偏离，未来行情展开需要经济继续走弱的刺激，需要紧密跟踪宏观经济和财政、货币政策。

可转债：中信标普可转债指数6月份下跌1.61%，大幅跑赢上证指数的-6.19%，凸显了转债在权益市场处于熊市中的保值功能。然而由于大盘下跌幅度较大，目前转债估值

水平已不具吸引力，未来转债市场整体估值的提升需要大盘上涨来推动，短期并无系统性机会。

## 股票市场

6月份市场呈现下跌走势，主要原因还是在于市场认为经济增速尚未出现见底迹象，同时，政府稳增长的政策措施效果没有明显体现。6月初，央行开始启动2008年11月以来的降息周期。此次降息与以往不同的是采用非对称降息的方式，扩大存贷款利率的浮动区间，表明政府推进利率市场化改革进程的态度和决心。7月初，央行再次非对称降息。一个月内两次降息，亦表明目前宏观经济下滑的态势十分严峻，或许已经超出政府预期。7月份公布的CPI和PPI数据分别为2.2%和-2.1%，均超出市场预期，一方面表明实体经济需求疲弱仍然没有缓解，另一方面也表明实体经济仍然处于去库存阶段。

尽管政府货币政策已经明显放松，但市场的反应仍然是下跌。主要原因在于目前影响市场的核心因素已经由前期的政策预期转变为对于宏观经济下滑的担忧。本月沪深300指数单月下跌6.48%，上证指数下跌6.19%，深证成指下跌6.32%。从风格指数上看，申万大、中、小盘指数的分别下跌为5.72%，7.12%，7.41%。大盘股表现略占优。从板块上看，医药生物、公用事业、食品饮料等行业表现居前，而采掘、钢铁、交运设备、建筑建材等行业表现靠后。

## 基金市场

6月份股票市场下跌，主要股指跌幅均在6%以上。但板块之间分化较大，场内资金抱团取暖现象较为显著。因大家对于经济增速下滑以及企业盈利下滑的担心，周期性行业普遍跑输大盘，而稳定增长类行业取得比较好的表现。6月份，基金整体表现超越指数。主要原因还是在于基金对于消费类和成长类板块配置仍然较重，而对于周期类板块仍处于低配状态。6月份，股票型基金和混合型基金收益率中位数为-2.47%和-2.00%。6月份，医药板块涨幅第一，因此，医药行业基金排名第一。6月份，重仓煤炭、建材的基金跌幅较大。

## 2012年7月市场展望

### 债券市场

7月份结构性行情或将延续但力度有限：6月7日内刚刚首次降息，一个月后央行再次降息，其放松力度和频率超出市场预期。降息主要目的在于刺激信贷，未来中长期贷款会逐步回升，政策主导投资创造的需求占据重要位置，宏观经济基本面会逐步好转。欧债问题不是短期能够解决的，悲观预期已经较为充分的反映在资产价格中了。另外，CPI下行趋势短期不改，只要不发生通缩，绝对水平不是很重要，应密切关注CPI的拐点，拐点到来之际债券大行情即暂告段落。

过了年中考核的关键时点，资金面不会再像6月底那样紧张，7天回购利率平均水平大概率位于3%之下。随着经济持续探底，刺激政策不断出台，利率品种将继续小幅下行，幅度不宜期待过多。目前信用债的信用利差从历史上看已经不具优势，未来将与利率品种变化更加趋同，考虑到低等级信用债下半年的供给压力及风险偏好回升带来的流动性紧张（资金逐步流入权益市场带来固定收益市场的去杠杆造成流动性紧张），未来小行情的展开将以高等级信用债为主。鸡肋行情中流动性的战略地位更为重要，低等级一旦遭遇整个市场的去杠杆将无法保证流动性。

未来操作策略：缩短久期，逐步调仓（高杠杆、低等级向适当杠杆、高等级和低等级均衡配置）。利率品种以隐含税率较高的金融债为主，信用品种以高等级为主，另外辅以部分低等级、高收益的短期融资券。

## 股票市场

7月份对于市场影响最重要的两个方面在于：7月份即将公布上半年的宏观经济数据以及7月份上市公司即将公布的中报。从已公布的CPI和PPI数据来看，企业需求端疲弱以及去库存仍然继续的状况没有改变。从最近发电量数据以及粗钢产量数据看，经济仍处于下滑通道中。虽然7月初，央行两次非对称降息以降低资金价格，提振企业层面投资。但效果难以在短期内显现。由于2008年以来政府采取了较为激进的经济刺激政策，企业部门的杠杆已经较高，这一轮希望降低资金价格，让企业部门再加杠杆空间不大。此外，08年的消费刺激政策也过度透支的居民的消费能力。因此本轮稳增长希望通过提振消费来实现亦不现实。目前来看，短期内对经济起到止跌企稳作用的政策只能寄希望于政府部门扩大投资。具体体现在重大基建项目的审批、银行中长期贷款放量等。而从中期来看，国家采取积极的减税措施，实际减轻企业负担，启动企业部门的投资以及促进结构转型才是经济真正走出低谷的关键所在。

预期本月市场将围绕中报的展开，对于中报低于预期的个股将面临较大的投资风险，而中报符合预期甚至超预期的个股将持续受到资金的追捧。

### 基金市场

6月基金业绩大幅超越市场，主要原因在于基金配置目前仍然集中在消费类和地产类板块。6月股票市场有一定幅度的调整。在市场下跌过程中，基金的仓位有一定的分化，部分基金仍然维持在较高的仓位，而也有基金基于对宏观经济基本面的担忧进行了减仓。从仓位测算的情况看，基金的整体仓位有小幅下降。展望7月，由于市场目前气氛仍然谨慎，加之中报披露的大幕开启，因此，对于业绩稳定的板块，如食品饮料、医药等，资金抱团现象明显。因此在短期内，仍然看好主动型基金的表现。但随着三季度，宏观经济形势逐步明朗，基金目前低配的一些领域有望出现反弹，因此，亦不能排除以周期为主的指数型基金表现超于主动型基金的可能。

# 投资账户分析

## 1. 积极型账户

基本信息（2012年6月29日）：

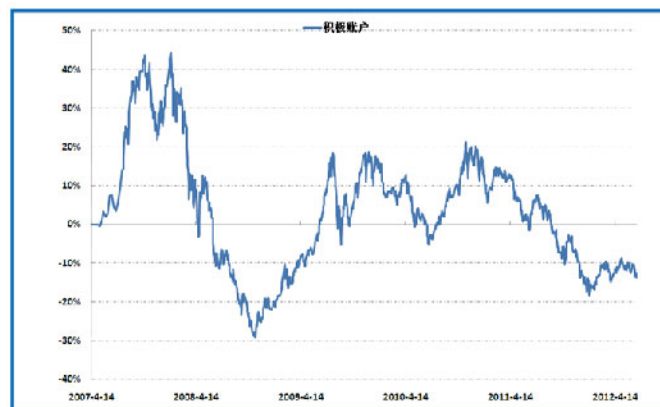
账户规模	2.27亿	设立日期	2007-4-14	买入价	0.87265	卖出价	0.8568
------	-------	------	-----------	-----	---------	-----	--------

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6月29日）：

	一个月	三个月	六个月	一年	今年以来	成立以来
积极账户	-3.02%	2.13%	0.87%	-15.97%	0.87%	-12.73%



## 2. 成长型账户

基本信息（2012年6月29日）：

账户规模	3.63亿	设立日期	2007-9-18	买入价	0.61894	卖出价	0.6068
------	-------	------	-----------	-----	---------	-----	--------

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6月29日）：

	一个月	三个月	六个月	一年	今年以来	成立以来
成长账户	-3.67%	0.52%	-0.49%	-17.39%	-0.49%	-38.11%



### 3. 指数型账户

基本信息（2012年6月29日）：

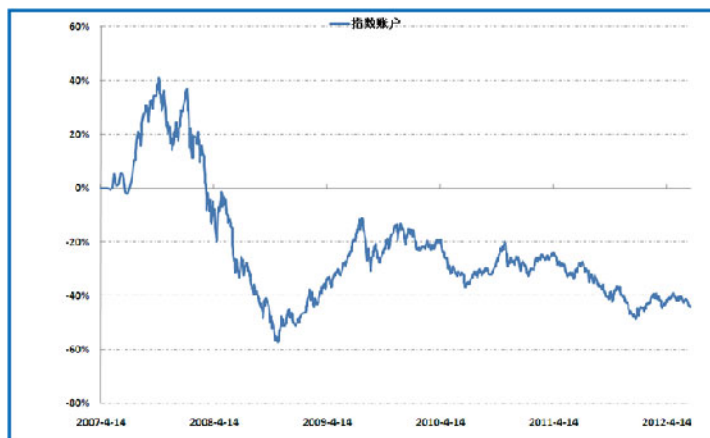
账户规模	0.35亿	设立日期	2007-4-14	买入价	0.56355	卖出价	0.55331
------	-------	------	-----------	-----	---------	-----	---------

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6月29日）：

	一个月	三个月	六个月	一年	今年以来	成立以来
指数账户	-5.77%	1.27%	5.85%	-19.69%	5.85%	-43.65%



### 4. 指数增强型账户

基本信息（2012年6月29日）：

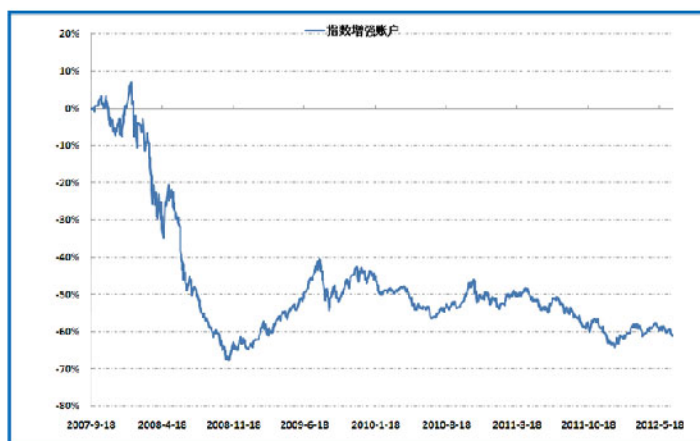
账户规模	0.97亿	设立日期	2007-9-18	买入价	0.3935	卖出价	0.38578
------	-------	------	-----------	-----	--------	-----	---------

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6月29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	-4.96%	1.20%	5.81%	-17.88%	5.81%	-60.65%



## 5.平衡型账户

基本信息（2012年6月29日）：

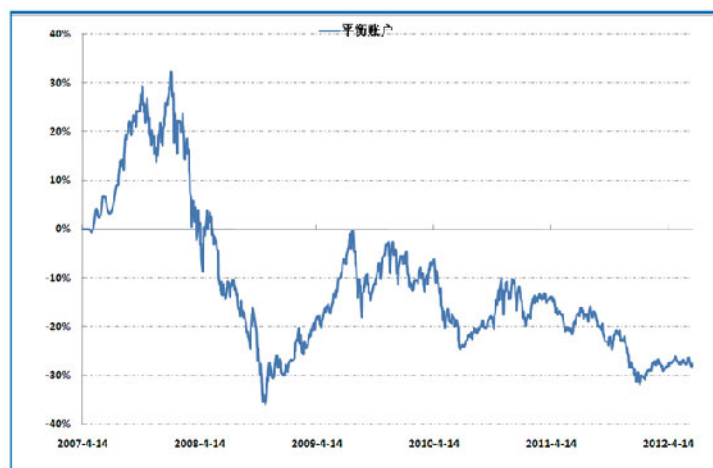
账户规模	0.27亿	设立日期	2007-4-14	买入价	0.72428	卖出价	0.71112
------	-------	------	-----------	-----	---------	-----	---------

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6月29日）：

	一个月	三个月	六个月	一年	今年以来	成立以来
平衡账户	-1.09%	1.95%	1.28%	-11.09%	1.28%	-27.57%



## 6.平衡配置型账户

基本信息（2012年6月29日）：

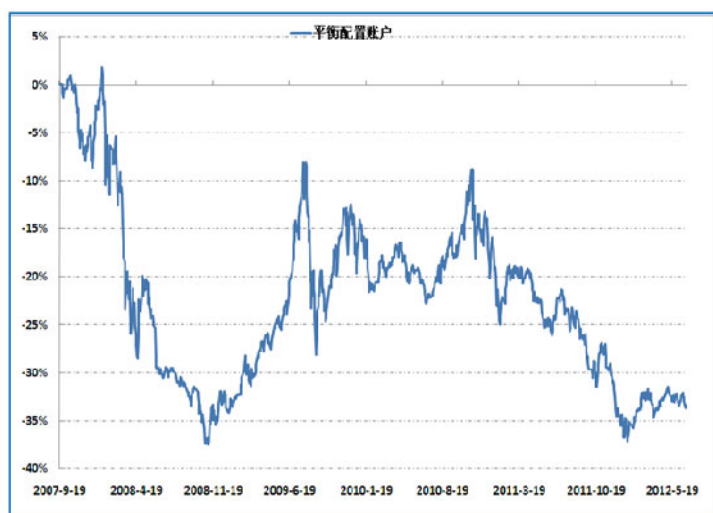
账户规模	0.52亿	设立日期	2007-9-18	买入价	0.66783	卖出价	0.65474
------	-------	------	-----------	-----	---------	-----	---------

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6月29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	-1.49%	1.94%	1.71%	-12.61%	1.71%	-33.22%



## 7. 稳健型账户

基本信息（2012年6月29日）：

账户规模	0.17亿	设立日期	2007-4-14	买入价	0.96458	卖出价	0.94706
------	-------	------	-----------	-----	---------	-----	---------

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6月29日）：

	一个月	三个月	六个月	一年	今年以来	成立以来
稳健账户	0.47%	4.87%	6.16%	4.23%	6.16%	-3.54%



## 8. 避险型账户

基本信息（2012年6月29日）：

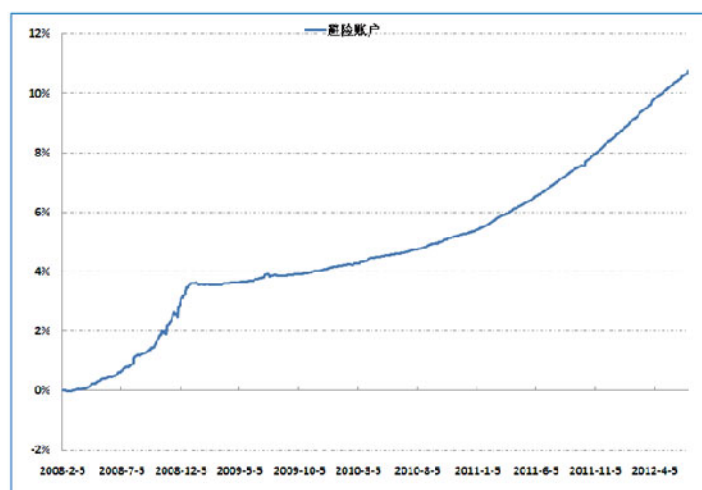
账户规模	0.50亿	设立日期	2008-2-4	买入价	1.10591	卖出价	1.08582
------	-------	------	----------	-----	---------	-----	---------

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6月29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%	0.93%	1.99%	3.77%	1.99%	10.75%





## 账户经理观点

### 6月投资回顾

市场在6月份出现下跌，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下跌3.02%和1.09%。

### 7月投资展望

7月份央行两次降息表明目前实体经济的下滑速度已经超越了管理层的底线，而从发电量和粗钢产量等数据看，实体经济的下滑仍在继续。目前市场对于经济下滑的敏感性远胜于政策。特别是7月中报开始披露，一些业绩不达预期的个

股将面临下跌风险。从这个意义上看，前期跌幅较大的周期性行业，例如银行、煤炭等前期的下跌已经一定程度上包含了中报悲观预期，而一些中小市值的股票，前期资金集中抱团，股价表现坚挺，一旦出现业绩不达预期的情况，将出现较大的风险，因此，未来市场的风险更多的体现在个股方面，而市场的整体性风险，在低估值的作用下，相对有限。