

周期之轮转至何处

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]

周期之轮转至何处

面对纷繁复杂的经济数据，市场的预期显得混沌不明，周期之轮究竟转至何处，回落中期抑或复苏初期？笔者试图解读宏观经济数据和中观行业数据，探讨周期股的潜在机会。

一季度的经济数据公布完毕，我们将该经济数据组合简单概括为下滑的经济和下滑的通胀，即投资时钟意义上的衰退阶段。如果没有政策，各行业去库存和去杠杆的进程可能远未结束，即在可预见的未来是似乎是仍看不到“经济底”的。

归根结底，市场的分歧点依然纠结于“政策”。政策“有还是没有”，或将对市场形成方向性的影响。当前的宏观环境和市场环境对周期股偏可能有利，资产型周期性行业、销量驱动型周期性行业相对占优，价格驱动型周期性行业则需精选。行业筛选的标准按重要性排列依次为：1）景气度处于周期低位（价格或销量）；2）库存处于低位；3）受益于政策刺激的行业。

宏观经济和债券市场

国内(20120427-20120504)：截至4月27日，一周食品价格环比上升0.33%；央行公开市场操作共计净投放资金1170亿元；本周上海银行间同业拆放利率涨跌不一，均有小幅波动；本周银行间市场交投活跃程度仍较高；5月4日，人民币兑美元中间价为6.2721。

国际(20120427-20120504)：本周MSCI全球指数基本持平，美国标普指数基本持平，欧洲市场小幅下跌，西班牙市场再创年内新低，香港恒生指数上涨2.9%。法国大选左翼奥朗德胜出，希腊大选存在变局，欧债危机前景不明，欧洲政策面的博弈还将演绎。

周期之轮转至何处

交银施罗德行业分析师 曹文俊

面对纷繁复杂的经济数据，市场的预期显得混沌不明，周期之轮究竟转至何处，回落中期抑或复苏初期？笔者试图解读宏观经济数据和中观行业数据，探讨周期股的潜在机会。

一季度的经济数据公布完毕，我们将该经济数据组合简单概括为下滑的经济和下滑的通胀，即投资时钟意义上的衰退阶段。8.1%的GDP增速，11.9%的工业增加值增速，13.4%的M2，一系列的数据相互印证，表明目前经济增速在潜在增长水平以下。另外，有两个排他性证据可以证明实际需求的疲弱：1) 整个一季度，中长期贷款占新增贷款金额的比例仅为34%，处于非常低的水平，甚至低于2009年一季度的水平。2) 1-2月，在信贷投放量明显低于预期的背景下，短端利率显著下行，显示实体经济对于资金的需求量在急剧下降。

那么，在可预见的未来，我们能否看清“经济底”呢？如果没有外力的影响（即政策的刺激），经济底可能是看不到的。通常而言，市场行为形成的经济底伴随着深度去库存和深度去杠杆两大过程，经济底部的特征是库存水平极低且杠杆水平降至历史平均水平以下。然而现状如何呢？目前多数行业的产成品库存处于历史均值水平甚至偏高，原材料库存相对合理；杠杆水平则自2009年信贷过量投放后大多还处于历史高位水平，后续进一步提高杠杆水平的空间非常有限。简单来说，如果没有政策，各行业去库存和去杠杆的进程可能远未结束，即在可预见的未来是似乎是仍看不到“经济底”的。

归根结底，市场的分歧点依然纠结于“政策”。政策“有还是没有”，或将对市场形成方向性的影响。从一个季度的时间维度而言，这是一个难以证伪的命题。我们就从政策环境、管理层态度和市场预期三个维度进行简要分析。

自去年四季度提出“预调微调”政策至今，我们观察到经济数据并未改变其下滑轨迹，反而下滑的速度有些超预期。在此背景下，我们对于通胀的大体判断或许依然是趋势向下，3季度也许能够达到CPI同比低点。尽管3月单月的数据略高于预期，但下降趋势未变。在二季度至三季度，政策放松的宏观环境是具备的，经济下滑越

是加速，政策放松预期越是强烈。从这个意义上讲，宏观环境对周期股是偏有利的。

管理层态度其实也是逐步“微调”的。房地产调控政策，从之前一味强调打压控制，到转向扶持支持首套房消费，包括首套房贷款利率的不断下降、部分地区首套房税收优惠等举措。基建方面，管理层一直强调“保在建”，保持合理投资规模。然而一季度公布的基础设施投资规模同比增长仅1.8%，其中交运仓储的基础设施建设同比下滑7.2%，显然实际建设情况低于“保在建”的预期效果，尽管我们对于基建投资增长不抱太高期望，但是我们认为后面几个季度基建投资的同比增速可能将有所改善。

目前市场更愿意将当前经济数据和政策解读为经济底部和政策底部，不少周期性股票在一季报业绩显著低于预期甚至亏损金额较大的情况下，不跌反涨，呈现出较强的周期性底部的预期。展望三季度，十八大临近，市场将对领导层换届后新的投资周期启动报以更多的期待。同样，这也是一个短期内无法证伪的预期。因此在5-6月一季报之后的业绩真空期，市场预期可能也是对周期股明显有利的。

那么，哪一类的周期性行业更符合现阶段的环境呢？我们将周期性行业分为三种类型，资产型周期性行业、销量驱动型周期性行业 and 价格驱动型周期性行业。当前环境市场预期经济底和政策底，对于资产型周期性行业而言，资产价格基本筑底，向下安全边际较强，向上存在政策预期，因此是较为上佳的选择；销量驱动型周期性行业大多跟随地产销量改变后续销量预期，目前阶段也是相对较好选择，不过需要区分各行业间不同的竞争结构和当前渠道中的库存情况；价格驱动型周期性行业则需要格外留心，部分行业属于中游行业，在经济复苏初期供求关系依然偏弱，价格维持低迷状态，向上业绩弹性不足；而部分上游的周期性行业具有后周期属性，价格总体维持在偏高的位置，向上的弹性也不足。

我们的判断可能存在的潜在风险：房地产成交量减弱、月度新增信贷低于预期（8000亿）、中报业绩风险（7-8月份）。

综上所述，当前的宏观环境和市场环境对周期股偏可能有利，资产型周期性行业、销量驱动型周期性行业相对占优，价格驱动型周期性行业则需精选。行业筛选的标准按重要性排列依次为：1）景气度处于周期低位（价格或销量）；2）库存处于低位；3）受益于政策刺激的行业。

股票市场运行周报（20120502-20120504）

交银施罗德量化投资部

本周沪深两市双双上涨，上综指上涨 2.32%，深成指上涨 3.86%，中小板指数上涨 3.20%，沪深两市共成交 5,666.89 亿元，成交量较上一交易周有所减少。从行业表现来看，所有行业均取得正收益，涨幅较大的行业有：有色金属 5.50%、医药生物 4.94%等，涨幅较小的行业有：餐饮旅游 0.82%、造纸林业 0.87%；从行业换手率来看，贸易、农业与牧渔业和食品饮料等相对活跃，换手率均超过 5%；从风格特征来看，高价股指数上涨 4.96%，涨幅最大，而亏损股指数上涨 0.54%，涨幅最小。

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	2.32%	3,285.40
上证 180 指数	3.14%	1,606.20
上证 50 指数	2.97%	860.6
沪深 300	3.42%	2,384.00
深证成份指数	3.86%	468.4
深证 100P	3.90%	736.7
申万中小板	3.20%	853.6
申万基金重仓	3.42%	3,194.60

表 2: 市场总体指标

市场总体指标	数值
A 股总市值 (亿元)	282,285.58
A 股流通市值 (亿元)	186,408.52
A 股市盈率 (最新年报, 剔除负值)	14.04
A 股市盈率 (递推 12 个月, 剔除负值)	13.65
A 股市净率 (最新年报, 剔除负值)	2.06
A 股市净率 (最新报告期, 剔除负值)	1.96
A 股加权平均股价	7.67
两市 A 股成交金额 (亿元)	5,666.89

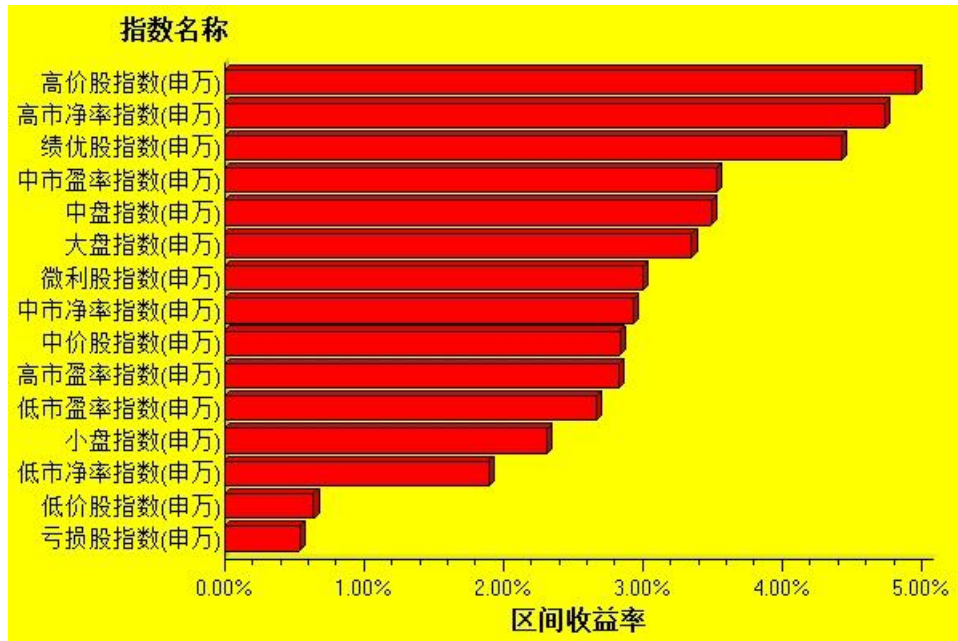
表 3: 行业表现

指数	区间收益率	区间换手率
有色金属	5.50%	4.43%
医药生物	4.94%	4.87%
日用化学品	4.48%	5.54%
煤炭	4.38%	3.18%
食品饮料	4.38%	5.57%
传媒	4.00%	3.52%
机械	3.93%	5.33%
化工	3.67%	4.98%
家用电器	3.25%	3.90%
农业与牧渔业	3.12%	5.99%
交运设备 (除军工)	3.06%	3.26%
信息技术	2.96%	3.81%

指数	区间收益率	区间换手率
电气设备	2.69%	2.83%
交通运输	2.34%	1.63%
军工	2.33%	3.96%
电力	1.93%	1.97%
贸易	1.87%	6.82%
金融	1.86%	0.88%
零售	1.70%	3.77%
纺织服装	1.60%	4.14%
石油天然气	1.52%	0.16%
建筑建材	1.38%	3.32%
房地产	1.07%	4.54%
综合	0.94%	5.53%

钢铁	2.93%	1.80%	造纸林业	0.87%	4.09%
通信传媒	2.77%	3.44%	餐饮旅游	0.82%	3.58%

[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: 20120502-20120505

国内宏观经济及债券市场 (20120427-20120504)

交银施罗德策略小组

- 农产品价格:** 截至4月27日,一周食品价格环比上升0.33%,打破了之前连续5周的下跌。具体到细项来看,各分项涨跌不一,整体食品价格的涨幅主要来自蔬菜和水产品的上涨。蔬菜上涨2.4%,水产品上涨1.1%。其他分项来看,粮食环比涨0.1%,禽类环比涨0.1%,肉类跌0.1%。
- 公开市场操作:** 本周公开市场有520亿元央票到期,无正回购到期,共计到期资金520亿元。央行未进行正回购操作,以利率招标方式开展了650亿元7天期逆回购操作,中标利率为3.53%。故,央行公开市场操作共计净投放资金1170亿元,较前几周明显加大了公开市场投放力度,创下15周以来新高,央行公开市场操作连续六周实现净投放,共3890亿元。
- 上海银行间同业拆放利率 (Shibor):** 本周上海银行间同业拆放利率涨跌不一,均

有小幅波动。隔夜利率上涨 16 个基点、1 周利率上涨 5 个基点，而 2 周利率下跌 9 个基点，3 个月期产品下跌 2 个基点。

● **债券市场：**本周银行间市场交投活跃程度仍较高，信用债行情集中体现为 AA-及以下品种收益率下行 10 个基点以上，其余品种基本持平。由于本周金融债收益率曲线基本持平，AA-/A+品种信用利差继续大幅收窄，1 年期 AA-短融信用利差基本达到历史中位数，3 年及 5 年期 AA-中票信用利差基本达到 3/4 历史分位数，各期限 AA-企业债信用利差仍大幅高于 3/4 历史分位数；企业债方面，城投债需求仍比较旺盛，剩余 2.7+2 年 AA+10 乌城投债成交在 6.3%，剩余 3.25+2 年 AA10 平湖债成交在 7.3%，剩余 5.9 年 AA+12 济城建成成交在 6.17%，剩余 0.7+3 年 09AAA 青海国投成交在 4.98%。一级市场看，AA+城投发行利率向 7%靠近，AA 交易所可质押城投发行利率靠近 7.5%，中枢继续下移，一二级利差空间继续缩窄。

● **人民币汇率：**本周五（5 月 4 日）人民币兑美元中间价为 6.2721。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（20120427-20120504）

交银施罗德 QDII 研究小组

● **全球市场：**本周 MSCI 全球指数基本持平，美国标普指数基本持平，欧洲市场小幅下跌，西班牙市场再创年内新低，香港恒生指数上涨 2.9%。板块风格上，港股科技和电信板块领涨，涨幅超过 4%，原材料板块表现落后，与 A 股板块风格上有较大差异。

● **欧洲：**欧洲银行间流动性持续宽松，意债和西班牙国债收益率水平与上周基本持平。欧央行会议维持利率不变，欧央行行长指出经济依然存在下行风险，还称欧央行拥有一切可用工具来采取坚决而及时的行动，非标准宽松举措目前还没有显露出全部影响力。法国大选左翼奥朗德胜出，希腊大选存在变局，欧债危机前景不明，欧洲政策面的博弈还将演绎。4 月份欧元区制造业 PMI 从 3 月份的 47.7 降至 45.9，创下了自 2009 年 6 月以来的最低水平，且低于初值 46.0；德国 4 月份制造业 PMI 降至 46.2，3 月份为 48.4；意大利 4 月份 PMI 降至 43.8，3 月份为 47.9。

● **美国：**美国的经济数据喜忧参半，ISM 制造业指数继续改善至 54.8，但服务业指

数继续回落至 53.5。四月份 ADP 私营就业数据低于预期，而周度首次申领就业金人数环比有所回落，非农就业数据大幅低于预期，总的看来就业改善趋势明显放缓。

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	0.7188	2.8646	0.53%	1.00%	6.25%	7.54%	-2.00%	-16.43%	-14.45%	209.71%
交银稳健	1.2973	2.7523	1.04%	1.61%	5.84%	10.95%	0.37%	-5.25%	1.51%	177.62%
交银成长	2.5415	2.7865	1.28%	1.72%	6.31%	11.42%	0.36%	-4.51%	8.92%	174.67%
交银蓝筹	0.7084	0.7234	1.00%	1.27%	5.91%	8.83%	-1.52%	-8.64%	-10.57%	-28.89%
交银增利 A/B	1.0077	1.2647	0.25%	0.15%	3.02%	4.26%	6.34%	1.81%	-1.85%	27.85%
交银增利 C	1.0054	1.2454	0.26%	0.15%	2.98%	4.15%	6.11%	1.39%	-1.60%	25.58%
交银环球	1.284	1.409	-0.47%	-0.47%	-0.31%	-0.39%	2.64%	-18.06%	-7.11%	41.64%
交银行业	1.13	1.17	0.62%	0.89%	3.76%	4.92%	--	--	--	16.51%
交银先锋	1.0684	1.1234	0.66%	0.97%	8.05%	13.37%	1.67%	-8.75%	-3.43%	11.02%
180 治理 ETF	0.69	0.768	0.58%	0.88%	7.98%	6.81%	0.15%	-10.85%	-4.13%	-23.63%
交银治理	0.965	0.98	0.10%	0.73%	9.41%	14.34%	3.99%	-6.58%	--	-2.26%
交银主题	0.83	0.83	0.73%	1.34%	4.93%	7.37%	-4.49%	-13.36%	--	-17.60%
交银趋势	1.055	1.055	0.09%	0.19%	3.53%	6.89%	8.21%	3.23%	--	5.40%
交银添利	0.876	0.876	1.04%	1.62%	4.66%	5.54%	-7.98%	--	--	-13.30%
交银制造	1.064	1.064	0.66%	0.85%	8.46%	10.72%	-1.39%	--	--	5.70%
交银深证 300 价值 ETF	1.032	1.032	1.08%	1.78%	1.67%	6.72%	3.61%	--	--	2.10%
交银价值	1.048	1.048	0.58%	0.77%	7.93%	9.85%	-0.57%	--	--	4.20%
交银双利 A/B	1.056	1.081	0.48%	0.38%	3.33%	3.42%	7.53%	--	--	7.67%
交银双利 C	1.052	1.077	0.48%	0.38%	3.24%	3.23%	7.24%	--	--	7.27%

基金名称	代码	万份收益(元)	七日年化收益率
交银货币 A	519588	1.0423	4.034%
交银货币 B	519589	1.1061	4.272%

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至 2012 年 5 月 4 日