

大处着眼 小处着手

股票市场运行周报
宏观经济及债券市场
旗下基金表现

[本期摘要]

大处着眼 小处着手

股票市场近期有所调整，大家探寻各种动因，以期发现解决问题的办法和时机。虽然造成市场调整的表层原因有很多，但我们需要专注于主要矛盾；毕竟长期、关键因素将决定事物发展变化的大方向，而短期、次要因素往往会将简单问题复杂化。厘清思路，才能审时度势、稳健投资。

当前股票市场，各种估值指标都处于历史低位，反映了实体经济中企业盈利的快速下滑；但是市场回调并未如大家所期盼的如期而至，虽有估值水平国际化的变动倾向，但关键原因是经济下行周期调整和结构变迁两大重要因素的叠加，对二者的力度、作用后果仁者见仁、智者见智，在投资中则表现为难以掌握的市场节奏。

当前市场表现可能并非断崖式调整，大开大合的投资方式相应地也就并非最佳方案。审慎观察、相机而动、小幅调整不但是宏观决策者的选择，也是投资者应对当前市场之道。在没有看到市场反转的明确信号之前，稳健是一个时期投资的主题词，自上而下的大类资产配置不应发生突变和跳跃，行业上强调均衡化配置，风格上价值成长并重，自下而上精选个股的作用得以彰显。

宏观经济和债券市场

国内(20120827-20120831)：上周食品价格继续回升而生产资料价格又有下跌，8月商务部、统计局和农业部食品价格分别环比7月上涨1.6%、2.4%和5.6%，商务部生产资料价格和港口期货价格环比分别下跌2.1%和0.4%，但PMI购进价格指数止跌。预计8月CPI小幅反弹至2.2%，PPI降至-3.4%，通胀水平仍然较低。

近期下游地产销量增速依然较高，上游发电增速还在低位。8月PMI反季节性下降，库存滞后回落可能是主要原因，但生产资料价格止跌将有助于工业逐渐企稳。目前企业盈利仍在低位，预计其三季度仍会继续筑底，但四季度可能将有所回升。

大处着眼 小处着手¹

量化投资部总经理、交银核心基金经理 龙向东

股票市场近期有所调整，大家探寻各种动因，以期发现解决问题的办法和时机。虽然造成市场调整的表层原因有很多，但我们需要专注于主要矛盾；毕竟长期、关键因素将决定事物发展变化的大方向，而短期、次要因素往往会将简单问题复杂化。厘清思路，才能审时度势、稳健投资。

股票市场的实体经济、宏观经济政策背景解析

我国著名经济学家孙冶方曾经说过“千规律万规律，价值规律第一条”。在资本市场上所有的投资原则最终都体现为低买高卖，但同一商品大家有买有卖、定价不同所隐含的是对价值的不同认识。政治经济学阐明价值决定价格，价格围绕价值上下波动；但现实中价格偏离价值的货币度量幅度和持续时间长度是由诸多因素决定的。当前股票市场，各种估值指标都处于历史低位，反映了实体经济中企业盈利的快速下滑；但是市场回调并未如大家所期盼的如期而至，虽有估值水平国际化的变动倾向，但关键原因可能是经济下行周期调整和结构变迁两大重要因素的叠加，对二者的力度、作用后果仁者见仁、智者见智，在投资中则表现为难以掌握的市场节奏。

周期调整既有内生性因素，又有外部因素：中国在经历了过去十多年的高速增长后，环境、资源等多方面都是压力渐升，有一个自然调整的顺周期过程；而外部因素则可追溯于次贷危机及衍生发展而来的欧债危机，其对中国出口及整体经济的冲击也由脉冲式冲击发展为持续性冲击。较之于周期分析侧重的中短期背景，结构变迁需要在一个大的框架体系下去思考。投资者普遍担心刘易斯拐点之后，劳动力红利丧失，同时未富先老，人口结构上的比较优势演变为比较劣势。两个现象强化了这一担心：（1）普通劳动力成本在过去几年里快速上涨；（2）劳动力密集型农产品的价格上涨幅度超过资本密集型农产品的价格上涨幅度。产业结构升级、劳动生产率提高本可解决这一问题，但都需要借力于科技创新；理想很丰满、现实很骨感，中国的高等教育产业目前尚未能如其欧美同行一样提供制造业升级换代所需要的技术创新，现实反让大家颇为忧虑：所谓的技术创新往往经不起仔细推敲。

对于周期性问题，需要耐心等待市场周期的巨大力量；虽然这一力量的发力点在政

府逆周期宏观经济政策操作影响下可能早于市场预期到来，但目前看来近期审慎操作的结果是市场苦盼的刺激政策迟迟未来。决策层在稳增长、调结构二者之间审慎操作，更多的是顺应市场本身的发展节奏，而非水击三千里的逆周期操作。首先需要肯定周期性宏观经济政策的风格变化，这一方面充分反映了决策层对经济转型的认识和决心，另一方面周期性政策在解决结构性问题中确实力有未逮、只能扮演配角，创造一个松紧合适的宏观经济环境应该是其实际操作中的目标，不应该将本应由结构性经济政策完成的工作寄希望于周期性经济政策。有鉴于此，投资者要及时、实时调整其对市场流动性、金融资产要素价格的预期。

而结构性问题的解决非一日之功，更重要的是要判断解决问题的办法是否长期可行。问题的性质决定了解决问题的办法，结构性问题需要结构性办法。除了盼望出台结构性经济政策之外，投资者更曾对三年前诞生的创业板寄予厚望，一方面它将改革开放以来的诸多技术创新、营销创新、管理创新变成了真金白银，另一方面也极大地激励后来者在创新之路上走得更快、更稳。创业板并非至善完美，但瑕不掩瑜：今天我们乐享互联网、移动技术便捷的同时，不会忘记曾经的互联网泡沫；同样，全民 PE 在产生大量泡沫的同时也将资源配置到了新兴产业，市场在长期发展中也会鉴别出那些前景光明的真实创新和假冒伪劣的堂皇包装，并将为中国经济的持续发展创造新的基础和发动机。

峰回路转或终有时

前途是光明的，但道路是曲折的，对立统一思维亦充分体现在我们的投资实践中。虽然我们相信中国经济在经历阶段性调整后或许会迎来一个较长时期的发展新阶段，但要深刻体会这种调整的阶段性。虽然资本市场强调预期，但在周期调整、结构变迁的双重背景下右侧投资的风险收益比要显著好于左侧投资。

当前市场表现可能并非断崖式调整，大开大合的投资方式相应地也就并非最佳方案。审慎观察、相机而动、小幅调整不但是宏观决策者的选择，也是投资者应对当前市场之道。在没有看到市场反转的明确信号之前，稳健是一个时期投资的主题词，自上而下的大类资产配置不应发生突变和跳跃，行业上强调均衡化配置，风格上价值成长并重，自下而上精选个股的作用得以彰显。

市场力量自我调整的过程比较缓慢，难以立竿见影；但慢工出细活，现在的缓慢调

整或将为中国经济下一个十年发展打下坚实的基础。我们有幸见证了中国过去黄金十年；如果等待、煎熬最终能给我们带来下一个黄金十年，那也是值得期盼的。

¹著名投资人江平先生用“大处着眼、小处着手”来总结自己的投资理念，本文作者深以为然，特引用此为小文标题。

股票市场运行周报（20120827-20120831）

交银施罗德量化投资部

本周上证综指下跌 2.13%，深证成指下跌 4.29%，中小板指数下跌 3.33%，沪深两市共成交 4,614.36 亿元，成交量较上一交易周有所减少。从行业表现来看，各行业几乎全线下跌，其中，仅金融行业上涨 0.01%，贸易、有色金属、食品饮料行业跌幅最大，跌幅分别为 8.50%、7.60%、5.54%；从行业换手率来看，信息技术、机械、农业与牧渔业等行业相对活跃，换手率超过 5%；从风格特征来看，风格指数几成普跌状态，低市净率指数跌幅最小，跌幅为 1.09%，而绩优股指数跌幅最大，跌幅为 6.35%。

表 1: 指数表现

指数名称	区间收益率	成交金额(亿元)
上证综指	(2.13%)	2,176.2
上证 180	(2.70%)	1,021.0
上证 50	(2.32%)	569.7
沪深 300	(3.11%)	1,503.2
深证成指	(4.29%)	272.6
深证 100P	(4.34%)	472.3
申万中小板	(3.33%)	1,043.9
申万基金重仓	(3.25%)	2,490.6

表 2: 市场总体指标

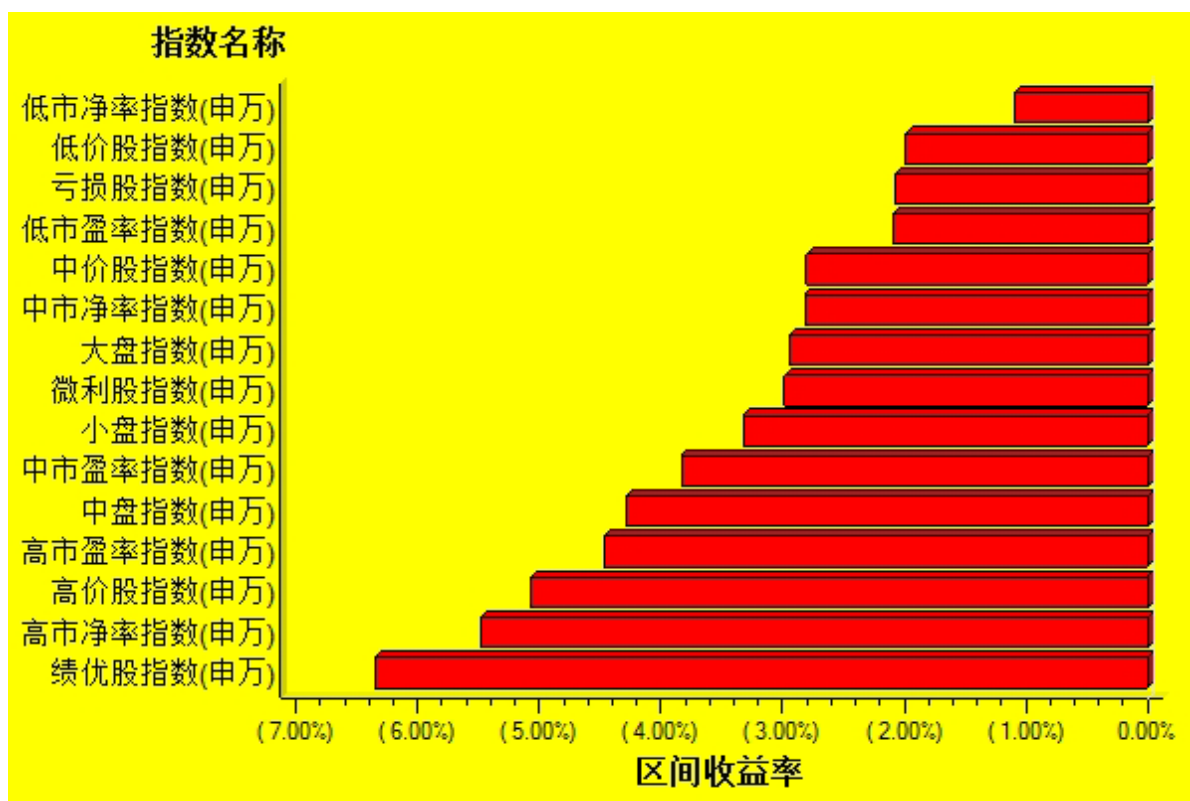
市场总体指标	数值
A 股总市值(亿元)	241,569.59
A 股流通市值(亿元)	159,798.85
A 股市盈率(最新年报, 剔除负值)	11.96
A 股市盈率(递推 12 个月, 剔除负值)	11.50
A 股市净率(最新年报, 剔除负值)	1.75
A 股市净率(最新报告期, 剔除负值)	1.66
A 股加权平均股价	6.34
两市 A 股成交金额(亿元)	4,614.36

表 3: 行业表现

指数	区间收益率	区间换手率	指数	区间收益率	区间换手率
金融	0.01%	0.57%	建筑建材	(3.54%)	2.68%
石油天然气	(0.31%)	0.23%	电气设备	(3.59%)	3.61%

家用电器	(0.34%)	2.77%	综合	(3.83%)	3.63%
信息技术	(1.61%)	6.98%	化工	(3.99%)	5.38%
房地产	(2.08%)	2.84%	纺织服装	(4.52%)	3.72%
日用化学品	(2.36%)	4.81%	煤炭	(4.72%)	1.62%
造纸林业	(2.45%)	4.44%	机械	(4.76%)	5.98%
零售	(2.49%)	3.94%	医药生物	(4.77%)	4.61%
钢铁	(2.63%)	1.97%	军工	(5.05%)	4.32%
交通运输	(2.69%)	1.31%	农业与牧渔业	(5.25%)	5.48%
通信传媒	(3.02%)	3.61%	食品饮料	(5.54%)	3.64%
餐饮旅游	(3.02%)	4.83%	有色金属	(7.60%)	3.10%
电力	(3.09%)	1.84%	贸易	(8.50%)	3.26%
交运设备(除军工)	(3.43%)	2.65%			

[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：20120827-20120831

国内宏观经济及债券市场 (20120827-20120831)

交银施罗德策略小组

●**通胀水平仍然较低**：上周食品价格继续回升而生产资料价格又有下跌，8月商务部、统计局和农业部食品价格分别环比7月上漲1.6%、2.4%和5.6%，商务部生产资料价格和港口期货价格环比分别下跌2.1%和0.4%，但PMI购进价格指数止跌。预计8月CPI小幅反弹至2.2%，PPI降至-3.4%，通胀水平仍然较低。

近期下游的产销量增速依然较高，上游发电增速还在低位。8月PMI反季节性下降，库存滞后回落可能是主要原因，但生产资料价格止跌将有助于工业逐渐企稳。目前企业盈利仍在低位，预计其三季度仍会继续筑底，但四季度可能将有所回升。

●**政策支持力度持续加码**：近期温总理要求要进一步加大宏观调控的力度，着力提高政策的针对性和有效性；财政部表示将继续保持政策连续性和稳定性；商务部表示将努力实现流通成本下降和提高流通领域效率；目前各政府机构一系列的政策表明政府政策支持经济力度仍在逐渐加码中。央行强调“中国债券市场实现跨越式发展，且地位日益突出”，也与我们目前强调债券市场将大幅发展并有利于经济见底企稳的判断一致。

●**货币最新跟踪**：上周7天质押式回购利率小幅回落至3.52%，资金仍比前周宽松。虽然本周央行再次净回笼，但14天逆回购招标利率回落5bp至3.55%，仍透露相对宽松的货币政策信号。而面对外汇占款增长放缓，降准预期仍将存在，但已持续延后。8月企业中长期债券净融资2470亿，已同比多增1500亿，且已取代长贷成为企业长期融资的主要来源。

●**海外经济运行及货币政策**：伯南克演讲释放积极宽松信号，2季度美国GDP上修至1.7%，6月房价同比自10年6月首次转正。7月欧元区M3同比增3.4%，8月CPI同比增2.6%，通胀压力回升。7月西班牙失业率达到创纪录的25.1%。黄金继续指示QE3预期在增强，一度无限接近1700。全球货币政策将在9月迎来高潮，巴西央行降息至历史新低。欧央行、澳洲联储、美联储进一步宽松的概率较大。

[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	0.6515	2.7973	0.26%	-3.62%	-6.28%	-9.19%	-6.84%	-18.39%	-27.95%	181.47%
交银稳健	1.1954	2.6504	0.40%	-4.15%	-5.13%	-8.11%	-2.69%	-12.34%	-13.55%	157.42%
交银成长	2.3165	2.5615	0.57%	-4.12%	-6.34%	-10.04%	-3.25%	-13.69%	-7.39%	152.11%
交银蓝筹	0.6398	0.6548	0.22%	-3.52%	-6.43%	-10.03%	-5.76%	-15.40%	-21.00%	-35.27%
交银增利 A/B	0.9961	1.2731	0.01%	-0.60%	-0.53%	-1.19%	4.43%	8.06%	4.31%	29.19%
交银增利 C	0.9922	1.2522	0.01%	-0.60%	-0.56%	-1.30%	4.20%	7.62%	-1.88%	26.71%
交银环球	1.253	1.378	-0.87%	-1.57%	1.38%	5.78%	-5.20%	-3.03%	-7.11%	38.79%
交银行业	1.025	1.065	0.20%	-4.02%	-4.66%	-9.45%	-6.69%	--	--	6.14%
交银先锋	0.9894	1.0444	0.58%	-3.67%	-5.92%	-8.44%	-0.04%	-11.28%	-13.71%	2.89%
180 治理 ETF	0.573	0.638	-0.35%	-3.06%	-5.29%	-14.36%	-14.73%	-16.36%	-19.85%	-35.99%
交银治理	0.656	0.656	-0.46%	-2.97%	-5.06%	-13.67%	-14.01%	-15.53%	-18.73%	-34.10%
交银主题	0.813	0.828	-0.12%	-4.12%	-8.14%	-15.50%	-9.57%	-17.15%	-20.25%	-17.47%
交银趋势	0.735	0.735	0.14%	-4.67%	-5.29%	-11.96%	-9.81%	-21.39%	--	-26.60%
交银添利	1.042	1.076	0.10%	-0.47%	-0.85%	-1.01%	7.87%	11.47%	--	7.46%
交银制造	0.791	0.791	0.64%	-3.88%	-0.84%	-10.18%	-7.91%	-17.70%	--	-21.40%
交银深证 300 价值 ETF	0.842	0.842	0.00%	-5.06%	-7.57%	-19.67%	-17.94%	--	--	-15.80%
交银价值	0.839	0.839	0.00%	-4.77%	-7.18%	-18.69%	-17.22%	--	--	-16.10%
交银双利 A/B	1.004	1.049	0.10%	-1.19%	-2.52%	-3.85%	-0.68%	--	--	4.71%
交银双利 C	0.999	1.044	0.10%	-1.19%	-2.55%	-3.96%	-0.86%	--	--	4.20%
交银资源	0.992	0.992	-1.10%	-3.59%	-0.02%	-0.83%	--	--	--	0.30%
交银荣安保本	1.0000	1.0000	-0.30%	-0.60%	-0.70%	--	--	--	--	0.30%
交银核心	0.9720	0.9720	-0.21%	-2.41%	--	--	--	--	--	-2.60%

基金名称	代码	万份收益(元)	七日年化收益率
交银货币 A	519588	0.9171	3.438%
交银货币 B	519589	0.9816	3.678%

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至 2012 年 8 月 31 日；交银环球、交银资源净值数据截至 2012 年 8 月 30 日

交银施罗德基金管理有限公司
Bank of Communications Schroder Fund Management Co., Ltd.

中国上海市浦东新区世纪大道 201 号渣打银行大厦 10 楼 邮编: 200120
WWW.JYFUND.COM 400-700-5000
客服传真: (86-21) 6105 5054 客服邮箱: services@jysld.com

风险提示: 本基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金财产, 但不保证基金一定盈利, 也不保证最低收益。基金的过往业绩并不代表其将来表现。投资风险, 敬请投资人认真阅读基金的相关法律文件, 并选择适合自身风险承受能力的投资品种进行投资。