

中意人寿

投资连结保险投资账户月度报告

2008-09

目录

- 一、 宏观经济
- 二、 股票市场
- 三、 固定收益市场
- 四、 基金市场



中意人寿
GENERALI CHINA



一、宏观经济

（一）国际经济形势

1. 次贷危机演变金融危机，全球步入衰退

9月份，以雷曼破产、美林被兼并标志，次贷危机正式演变为金融危机，并迅速蔓延到欧洲，英国、德国、冰岛、意大利等国纷纷传出金融机构破产和被接管的消息，甚至冰岛被认为“国家破产”。

随着金融危机的大爆发，市场流动性急剧萎缩，对实体经济的影响也逐步显现。

一 房地产价格进一步下跌，危机引发因素依然存在；

二 失业人口进一步增加，而且很多机构已经宣布了新的裁员计划；

三 企业融资困难，企业倒闭的情况也越来越严重，经济步入“负”增长。

2. 油价大幅下挫，通缩迹象初现

九月份原油期货价格再度大幅下跌，BRENT原油期货价一度跌破90美元，最终收于98.17美元，跌幅接近14%。全球经济衰退导致的原油需求的预期减少，是本次原油价格大跌的根本原因。

与此同时，受经济衰退的预期影响，其他大宗商品如金属、粮食期货价格也出现了大幅下跌，使得之前的全球通胀预期突然转变为“通缩”预期，随着经济形式的进一步恶化，预计国际大宗商品的价格仍有下跌的空间。

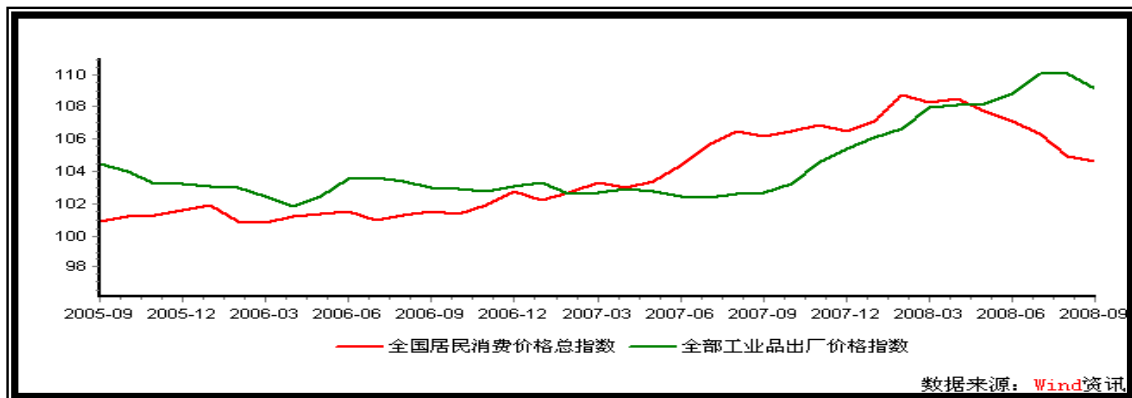


（二）国内宏观经济形势

1、经济运行总体平稳，增速下降明显

国家统计局消息：初步核算，前三季度国内生产总值201631亿元，按可比价格计算，同比增长9.9%，比上年同期回落2.3个百分点。其中，第一产业增加值21800亿元，增长4.5%，加快0.2个百分点；第二产业增加值101117亿元，增长10.5%，回落3.0个百分点；第三产业增加值78714亿元，增长10.3%，回落2.4个百分点。

第三季度GDP增长9%，明显低于一季度的10.6%和二季度的10.1%。虽然我国受国外的金融危机的直接影响相对较小，但从经济增长方面来看，依然是存在着很大的压力。

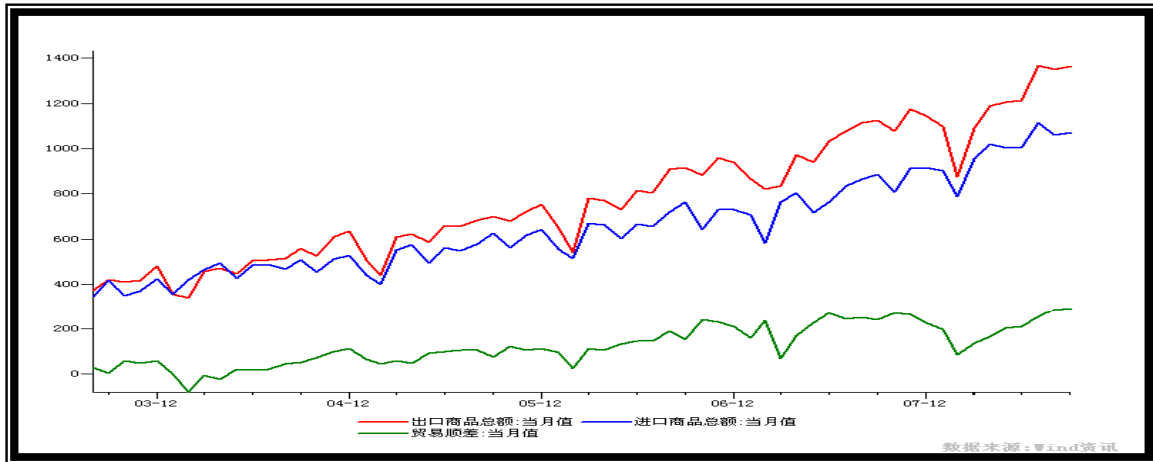


2、9月份CPI涨幅再度回落，PPI大幅下滑，通胀压力逐步消失

国家统计局公告数据显示：

9月份，居民消费价格总水平同比上涨4.6%，环比下降0.3%。这是CPI连续5个月下降，预计随着翘尾因素的逐步消失，CPI有望进一步下降，这标志着物价上涨的压力基本上已经消除。

9月份PPI数据同比上涨9.1%，这是在PPI连创新高后，首次回落。而且回落幅度达到1.5%，如此大幅回落说明了上游物价向下传导的压力在减小。同时预计随着国际大宗商品价格的进一步回落，PPI的增幅有可能快速下降，通缩的压力开始显现。



3、9月进出口：进出口增速减缓，贸易顺差再度扩大

海关统计显示，9月份当月中国进出口总值2435亿美元，增长21.4%。其中，

当月出口1364亿美元，增长21.5%；

进口1071亿美元，增长21.3%。

从增速上看，明显有一个放缓的趋势。

9月外贸顺差293.7亿美元，与今年之前的几个月的贸易顺差相比，明显处于扩大趋势。

4、货币政策开始放松，市场流动性相对富裕。

9月16日，央行宣布降低贷款利率和存款准备金率，这是贷款利率4年来首次下调，说明央行在货币政策方面已经开始转变，对通货膨胀的忧虑已经让位于经济增长的压力。

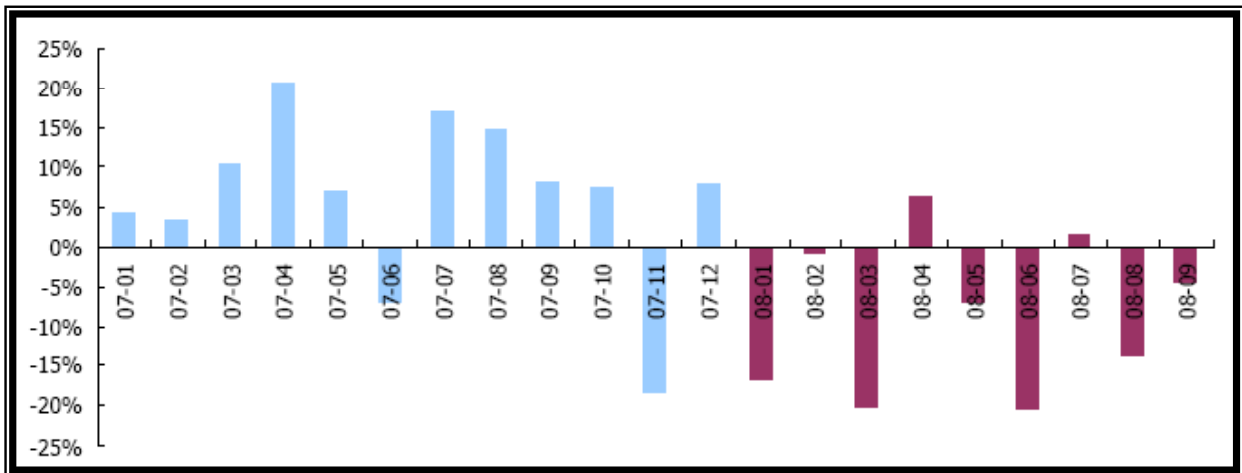
而随着股票市场的进一步下跌，资金回流到银行系统，同时准备金率的下调，使整个市场的流动性开始出现相对富裕。

总体上看，国内宏观经济依然保持平稳，但经济增长的下行趋势明显。

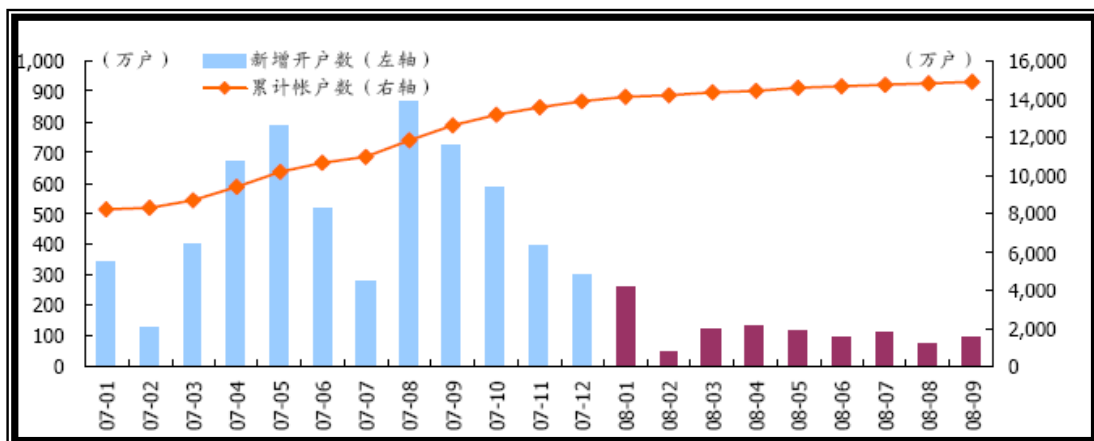


二、股票市场

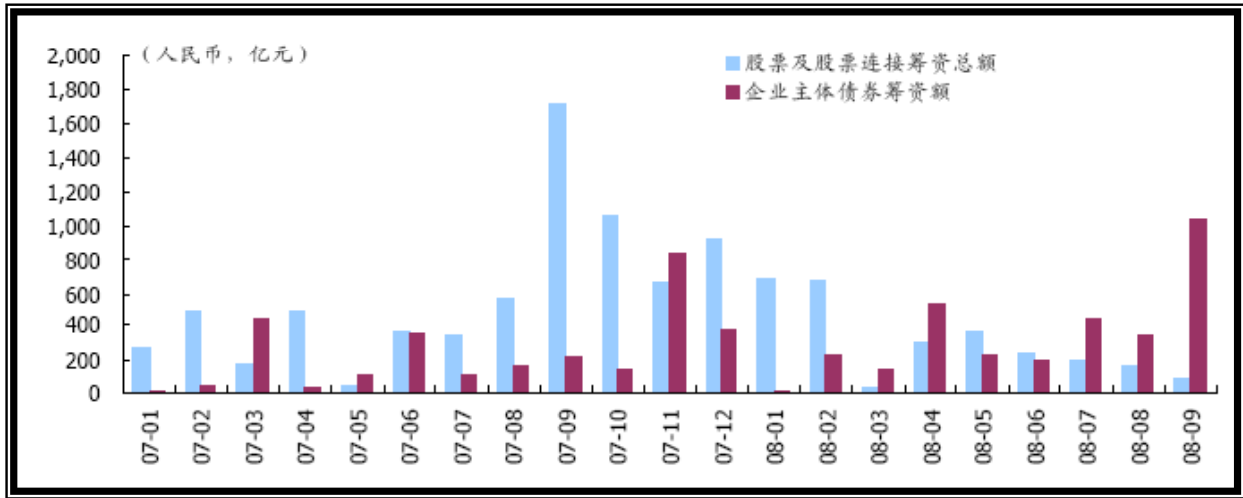
(一) 股票市场回顾 (上证指数月涨跌幅)



9月份股市表现跌宕起伏，上证指数一度跌至1800点左右，随后在印花税单边征收、汇金公司和大型国企纷纷表态将回购上市公司股票、融资融券即将推出等利好消息刺激下快速反弹至2300点附近；进入10月后，在海外市场暴跌和次贷危机扩大的拖累下，上证指数又下跌至2000点附近。上证指数开盘2380.47点，最高2380.47点，最低1802.33点，收盘2293.78点，跌幅为4.32%。沪深300指数跌6.19%。



股票市场人气仍较为低迷，9月新增开户数仍在较低水平，仅为93.44万户；9月日均股票交易额为607亿元，2008年1-9月累计日均股票交易额为1180亿元。



新股方面：中国证监会9月9日表态，仍在严格执行“平衡资金供求，控制新股发行节奏”的既定原则，并将延续下去，有30多家企业审而未发。

2008年9月股票及股票连接融资额较上月继续下降，为83.81亿元，同比减少95.11%，环比减少45.73%，2008年累计融资额为2695.65亿元。

9月份共发行4支新股，募集12.35亿元，其中网下募集资金2.47亿元，平均中签率1.56%；网上募集资金9.88亿元，平均中签率0.062%。受9/19日大盘强劲反弹影响，9月份上市首日平均涨幅135.48%，平均年化收益率9.44%。

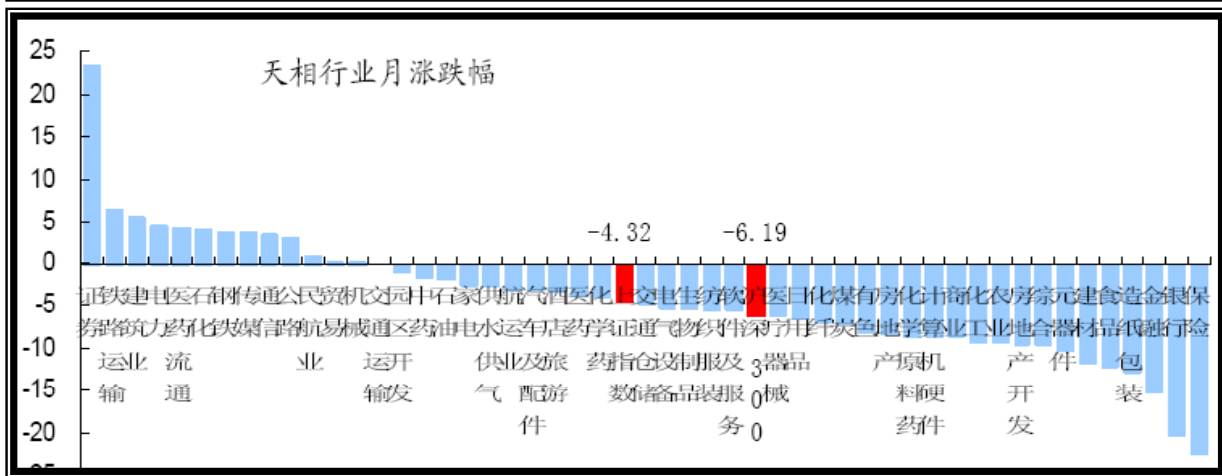
2008年9月企业主体债券（不含短期融资券）融资额较上月大幅上升，为1030亿元（图3），同比上升369.25%，环比上升202.05%，2008年累计融资额为3115.90亿元。本月共有11只企业债、1只公司债和4只商业银行债发行，其中，铁道部发行的企业债以及招商银行和北京银行发行的商业银行债募集资金在100亿元以上。



沪深300行业指数表现

代码	行业简称	股票个数	权重	本月涨幅	上月涨幅	本月贡献率	最近三月涨幅	最近半年涨幅
980916	300电信	3	2.3	6.89	-28.09	-0.01	-23.62	-36.02
980917	300公用	19	5.55	5.40	-13.49	-0.02	-9.87	-28.45
980910	300工业	67	15.85	2.83	-18.30	-0.10	-12.04	-39.38
980911	300可选	39	7.84	-1.88	-19.26	-0.01	-17.26	-42.16
980908	300能源	22	11.15	-3.12	-19.77	0.04	-28.71	-32.66
980909	300材料	66	14.6	-3.13	-21.34	-0.86	-24.35	-48.96
980913	300医药	7	1.09	-4.70	-20.67	0.02	-22.39	-33.57
980915	300信息	9	1.2	-7.80	-22.48	-0.07	-23.22	-50.09
980912	300消费	16	5.11	-11.52	-14.03	0.06	-15.80	-34.97
980914	300金融	52	35.34	-13.78	-6.64	-0.05	-19.45	-42.11

注：权重数据为2008年9月26日数据，贡献率=涨幅*权重/Σ(涨幅*权重)。



9月银行、保险等跌幅居前。证券行业受印花税调整及政策预期（融资融券推出）的影响涨幅巨大。在经济下滑的趋势下，国家为保增长，投资者预期国家产业政策的松动会趋向于固定资产投资行业，在板块上体现为铁路运输、建筑业等相关行业涨幅较大。

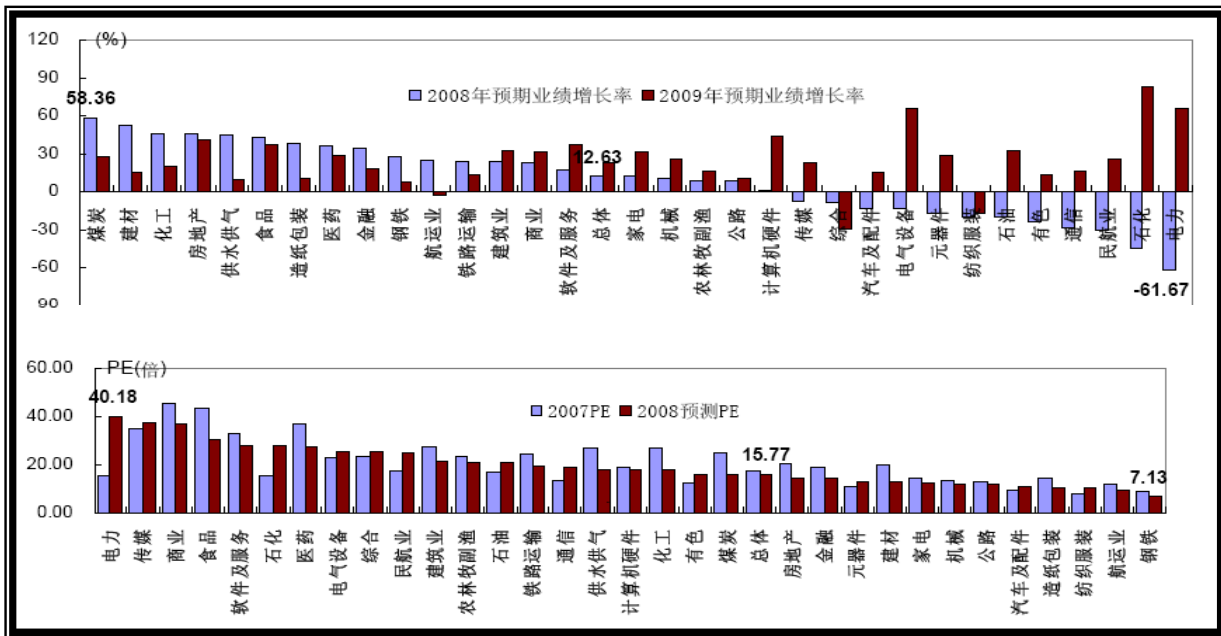


沪深300指数盈利预测

指标	2007A	2008E	2009E	两年平均
每股收益(元)	0.48	0.54	0.67	——
市盈率(倍)	17.76	15.77	12.81	——
业绩增长率(%)	45.49	12.63	23.08	17.74
PEG(倍)	0.39	1.25	0.56	1.00

注：股票价格数据截至到2008年9月26日。业绩增长率为净利润增长率，2007年市盈率为简单市盈率，PEG=市盈率/业绩增长率。一致预期数据取最近3个月以来的盈利预测数据，有231个成份股样本。数据来源：朝阳永续，天相投顾，下同。

天相分类行业业绩预测及市盈率



市场整体及行业估值

截止到9月末，沪深300指数08年动态市盈率为15.77。

按天相行业分类看，21个行业08年预期业绩增长率为正，煤炭、建材、化工、房地产、供水供气、食品等6个行业的预期业绩增长在40%以上。12个行业预期业绩增长率为负，电力、石化、民航、有色等与宏观经济密切相关行业的预期业绩亏损较高，超过20%。电力行业受电煤价格的持续走高影响，其预期业绩亏损被调至61.67%。

从本期的2008年动态PE来看，钢铁、房地产、金融、煤炭等19个行业的估值水平低于20倍。

电力行业中的11家上市公司的08年的预计业绩全部下滑，民航业共有6家上市公司，4家预计业绩下滑；金融行业24家上市公司，9只预计业绩下滑；有色包含19只成份股，9只预计业绩下滑。



（二）股市展望及策略

基本面判断：

宏观经济在全球金融危机之后的衰退无可避免，中国国内股市虽远离金融危机的中心，但全球经济衰退亦将使中国陷于持续走弱的外需环境，而国内房地产市场正面临中期调整的过程中，以房地产为代表的内需在房价见底和房地产销量恢复之前难有实质性转机，宏观经济下行周期趋势进一步明确。企业盈利下滑趋势进一步显现。

未来股市配置策略的宏观经济变量将可能呈现下述三趋势：

- ①较强的美元（美元的走强主要源于美国经济体相比于其他经济体形势要好。美元指数主要构成货币的经济体经济增速均出现明显下滑，部分出现连续两个季度的负增长，已步入衰退）；
- ②弱经济；
- ③低利率（见下述“政策因素”）。

政策因素驱动？

在加速恶化的宏观预期下，政府实施持续放松货币政策、积极的财政支出计划、甚至房地产调控政策松动等措施，有机会比市场原先预计的时间更早做出。可能的政策预期如下：

- ①财政政策：通过国债投资拉动经济增长，税制改革，增值税、个人所得税起征点；
- ②新农村建设：通过基础设施拉动投资需求；
- ③贸易政策：出口退税调整、设立出口基金等；
- ④货币政策：降低准备金率、降低存贷款利率、控制人民币升值幅度；
- ⑤房地产政策：放松二套房房贷限制、提高住房公积金贷款额度、减免契税等措施；
- ⑥可能的救市政策：平准基金、国有股减持基金、大小非二次发售细则。

如政府保增长的决心超过市场预期的情况下，股市会给予正面的反应。我们将密切关注政府政策取向的变化，可能会带给房地产、金融等行业的短期的交易机会，但在时点上较难把握。



结论及操作策略:

综上所述,未来股市将面临“大宗商品下降、较低的通胀水平、财政政策的支持、货币政策的放松,出口疲弱,政府的固定资产投资加快”等配置环境。

从前期政府救市的具体举措看,国家资本开始入市。随着大型国企的陆续上市,政府对股市的调控能力逐步增强,未来会对股市形成一定支撑。

数据表明,产业资本开始入场,9月份上市公司重要股东增持比例快速提升至73%,10月提升至75%。多数投资者目前似乎认同明年上市公司盈利负增长的可能性较大,相比股市而言,实业投资可能面临更大的风险。

从股息角度看待估值,目前股市具备长期投资价值。据机构测算,08年股息率按目前股价约为2.2%,经前述分析,我们也坚持未来降息周期的判断,存款利率有望降到2~3%的水平。部分稳定高分红的个股值得关注,部分个股具备长期的投资价值。

仓位策略:我们在四季度将谨慎控制仓位,保持策略的灵活性,在经济刺激政策带来的股市阶段性上涨中减持,而在宏观数据或企业业绩走弱带来的进一步下跌中增持。

行业策略:

宏观经济周期决定了行业的周期性变化,进而影响行业的景气周期。在我国总体经济呈现放缓的背景下,行业景气周期总体上将趋于下行,或面临景气峰值的“拐点”。

在总体经济环境下行的情况下,行业乃至上市公司的估值水平趋于下行,特别是高估值行业或上市公司估值将不断下移。

行业配置上,我们将采取两条主线:

一 相对保守的投资策略。重点关注弱周期行业-偏好盈利确定性高(与宏观经济相关性有限),财务及现金流状况稳健,但是估值已经达到或者接近历史底部的行业和个股,以规避系统性风险。例如:交通基础设施的机场、消费必需品板块的医药等;

二 相对积极的投资策略。①当前管理层宏观政策已经趋向于保持宏观经济平稳增长,上述三经济变量的受惠行业,如通胀、大宗商品回落成为下半年趋势的话,会带来行业利润的重新调整及新分配格局。我们将关注行业景气处于谷底期或萧条期,但需求较为稳定和受益上游材料成本大幅下降的行业,如电力等行业;加大基础设施建设相关的行业;加大保障性住房建设相关的行业;农村土地改革相关的上市公司;②周期性较强,但受政策预期引致的行业板块轮动,产生交易性机会的银行、证券等行业。

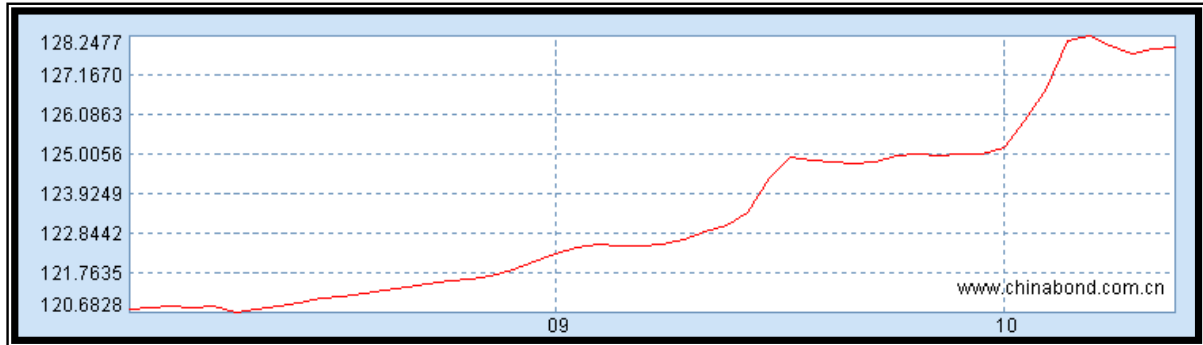
总体而言,目前具备长期投资价值的股票,在整体疲弱的宏观环境下,短期内股价仍有下跌的风险,投资者可能会经历痛苦的过程。但我们更愿拉长投资视角,在控制整体仓位的同时,利用结构性和局部性机会,获取较好的回报。



三、固定收益市场

(一) 9月份固定收益市场回顾

1. 债券指数急升，收益率曲线快速下降



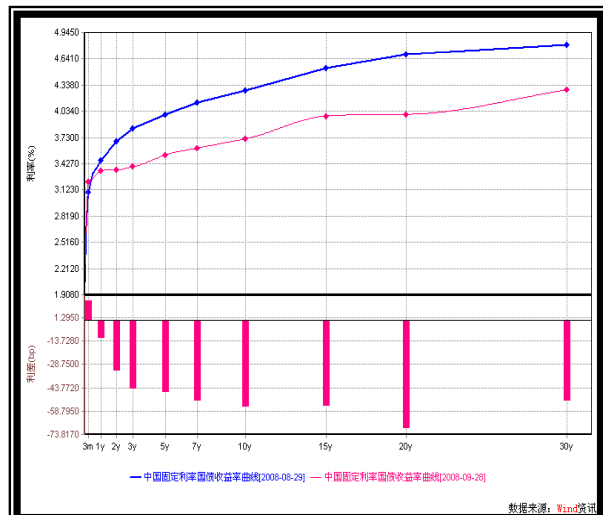
在经历了8月份的小幅上涨之后，9月份中债综合指数走出了快速上升的态势，债券收益率曲线也同步出现快速下跌。

9月份中债综合指数财富指数从上月末的122.0377点大幅上行到本月末的125.024点，涨幅为2.45%；

中债综合指数净价指数也从上月末的98.3798点涨到本月末的100.4859点，较上月末增幅为2.14%。

由于经济增长下降的进一步明朗，加上央行的降息和降低准备金，使得市场对未来利率的下降有了进一步的预期，这也导致了债券收益率的快速下降。收益率下降情况见下表：

期限(年)	中国固定利率国债收益率曲线[2008-08-29]		中国固定利率国债收益率曲线[2008-09-28]	
	利率(%)	利率(%)	利率(%)	利差(bp)
0.2500	3.0989	3.2211	3.2211	12.2200
1.0000	3.4688	3.3481	3.3481	-12.0700
2.0000	3.6814	3.3550	3.3550	-32.6400
3.0000	3.8348	3.3919	3.3919	-44.2900
5.0000	3.9926	3.5279	3.5279	-46.4700
7.0000	4.1313	3.6063	3.6063	-52.5000
10.0000	4.2769	3.7155	3.7155	-56.1400
15.0000	4.5358	3.9797	3.9797	-55.6100
20.0000	4.6973	4.0001	4.0001	-69.7200
30.0000	4.8068	4.2832	4.2832	-52.3600





2、债券发行持续增加，一年期以下央票为主

9月份债券发行活跃，全月共发行债券60只，发行总量为7620.2亿元，较上月增加了40.45%。其中，

- ①央票发行9次，总量4820亿元，比上月发行量增加71.84%；
- ②记账式国债本月发行3次/ 763.50亿元，发行量较上月增加8.14%；
- ③政策性金融债发行3次/ 595.70亿元，发行量较上月减少48.19%；
- ④本月信用类债券共发行844亿元，发行量有所反弹，增幅达37.24%。其中，企业债本月发行13次/ 524亿元，比上月增加351 亿元，增幅达202.89%；
- ⑤短期融资券本月发行23次/320亿元，发行量比上月减小122亿元，降幅达27.60%。

从发行期限来看，本月发行期限仍然集中在1年以下。1年以下期限发行量本月占比达到70.86%，较上月增加4.57%。

3. 市场回购利率稳步上行，成交小幅下降

9月受公开市场操作大规模回笼资金影响，货币市场利率整体呈走高趋势。

- ①R01D月末收于2.822%，较月初升高了18.2个BP；
- ②R07D月末收于3.327%，较月初升高了23.6个BP。

9月银行间市场21个交易日共发生结算89879.51 亿元，较上月减少4.14%，交易笔数29607笔，较上月增加2100笔，增幅为7.63%。

9月份，上海证券交易所国债和企业债现券交易共成交271.34亿元，比上月增加了65.19亿元，国债新质押式回购成交2402.86亿元，较上月增加486.27亿元。深圳证券交易所国债和企业债现券交易成交85.95亿元，比上月增加70.19亿元。



(二) 固定收益市场展望

1. 降息预期强化，通缩预期加重，货币政策适度放松

金融危机的进一步发展，使得整个宏观调控迅速转调，经济增长重新占据主要位置。央行在这种情况下，9月份首次降低贷款利率和存款准备金率，10月初再次与世界其他国家央行同步降息和降低存款准备金率。这两次降息标志着我国已经进入了降息周期。

随着3季度GDP增长速度的快速回落，通缩的压力逐步显现，市场普遍预计货币政策还将放松。

2. 人民币双向波动，外汇资金流入依旧

9月份人民币波动幅度有所加大，人民币兑美元中间价9月1日开于6.8320，9月30日收于6.8183，月升值幅度有所加大，但双向波动的趋势明显，其中有12个交易日与上一交易日相比处于贬值状态。

9月份，我国外贸顺差293亿美元，同比增长22.2%，再创新高。虽然我国出口增速微增，但由于国际大宗商品价格的下降，进口增速也下降接近两个百分点。预计随着国际大宗商品价格的进一步下降，进口额可能增速再度下降，从而导致贸易顺差保持在高位。

在国外金融动荡的时期，中国成为资金理想的避险场所，外汇流入可能将加大。



四、基金市场

9月份，封闭式基金共33只，共13只表现强于上证综合指数，整体平均跌幅5.8005%，从年初至9月底封闭式基金整体强于大盘走势，平均下降43.6468%。

开放式基金：

9月份，保本型基金、混合型基金、股票型基金、指数型基金依次下跌0.6844%、6.3108%、7.1530%、7.5854%；由于基金仓位低，整体跌幅小于上证指数跌幅。

从年初至9月底，保本型基金、混合型基金、股票型基金、指数型基金依次下跌9.7215%、44.1860%、44.7768%、50.2033%。

债券型基金：

9月份，债券型基金平均上涨+2.1415%。由于通胀预期的降低及股市疲弱，大量资金堆积债市，推高债券价格。

从年初至9月底，债券型基金平均上涨3.8877%。



中意人寿 – 投连增长

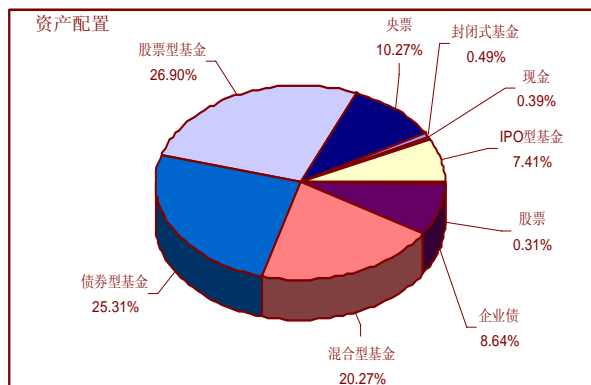
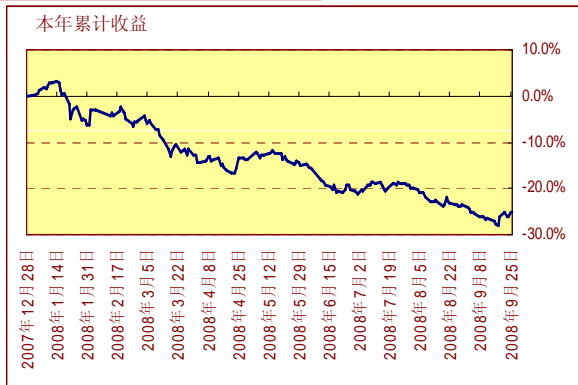
账户基本信息

账户名称	投连增长	投资目标
设立日期	2004.9.30	在中等偏高的风险水平下实现中长期收益最大化。
币种	人民币	投资范围
管理费	1.5% 每年	该账户主要投资证券投资基金，固定收益证券（国债，金融债，AA级以上的企业债等），存款及保监会规定的其他可投品种。
最新价格 (26/09/2008)		目标客户
价格	1.5632	该账户投资风格为中等偏激进型，收益率波动性较大，适合风险承受能力较高的长期投资者。

投资业绩

	最近1个月	最近3个月	最近1年	年初至今	自从产品成立
产品净值涨幅	-2.03%	-5.68%	-24.46%	-24.97%	56.32%
上证国债指数	2.06%	2.57%	5.86%	4.92%	
沪深 300 指数	-6.19%	-19.63%	-59.80%	-57.97%	

投资收益走势及资产配置



投资组合及策略评述

组合回顾及未来策略:

9月组合净值跌2.03%。

未来的策略选择上，保持该账户平衡配置的特征。

仓位保持谨慎的同时，股票投资偏重于弱周期的行业，以规避防御为主。债券投资也以加大信用品种配置为主。



中意人寿 – 投连稳健

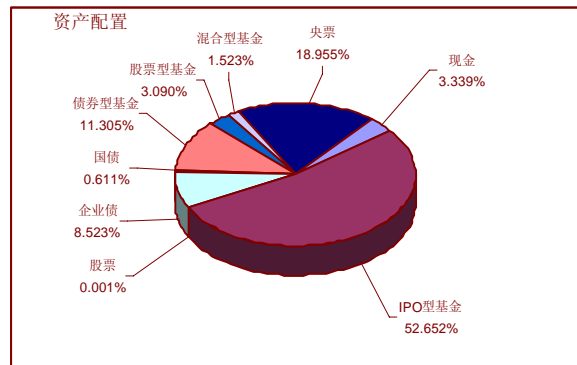
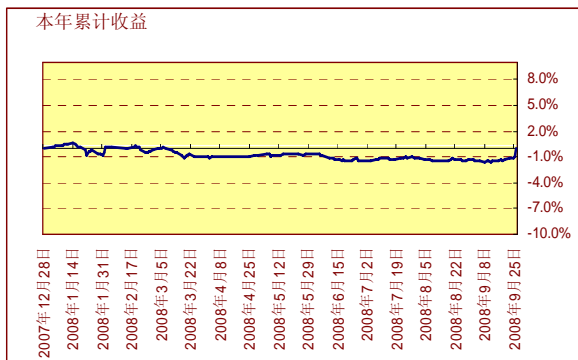
账户基本信息

账户名称	投连稳健	投资目标
设立日期	2004.9.30	在低风险及满足较高流动性水平下获得中长期的稳定投资收益。
币种	人民币	投资范围
管理费	1.25% 每年	主要投资于固定收益产品和货币市场工具，小部分投资于权益品种及保监会规定的可投品种。
最新价格 (26/09/2008)		目标客户
价格	1.3096	该账户投资风格为保守稳健型，适合低风险偏好并追求稳定收益的客户。

投资业绩

	最近1个月	最近3个月	最近1年	年初至今	自从产品成立
产品净值涨幅	0.28%	0.43%	3.07%	-0.99%	30.96%
上证国债指数	2.06%	2.57%	5.86%	4.92%	
沪深 300 指数	-6.19%	-19.63%	-59.80%	-57.97%	

投资收益走势及资产配置



投资组合及策略评述

组合回顾及未来策略:

9月，账户净值微涨0.28%。

未来通胀压力逐步减轻，中国进入降息周期的趋势较为明显。目前市场收益率降幅部分反映了未来降息的预期，随着最新通胀数据的确认与降息政策的实施，债券收益率保持平稳向下的可能性较大。继续增加信用品种的配置，进行结构性调整，将是未来策略的重点。

2008年9月