

泽 战

观点摘要

□ 复盘

2012 年资产收益延续了近三年衰退期股票弱于债券的典型特征。周期力量主导股票市场，行业轮动带来结构性机会，真实的成长穿越周期。股市融资功能减弱，财富效应消失。债券市场中信用债收益优于利率债。市场的交易开始由单一的做多策略转向多元化的多空策略，这对市场节奏产生了重大的影响。

□ 趋势

2013 年市场趋势由政策与周期共同主导。改革降低了风险溢价，打开了红利空间，中国资产相对有吸引力。主动补库存使得短周期量价利齐升，增长回升快于通胀，流动性在以虚补实中量增价稳，从而利好股票市场。中周期看，资产负债表的修复制约着盈利的趋势性增长，同时，影子银行在支撑周期弱复苏中将会制约政策进一步的负债扩张。在趋势的市场认知中，对政策的理解错误会导致周期股超买，对改革次序理解的错误会导致蓝筹、大盘股超买。

□ 节奏

多元化交易策略的实施迫使投资者更加重视市场的节奏。2013 年市场的节奏主要由估值与市场自身的博弈决定。估值国际化的结果促使金融、资源原材料等行业与其它行业此消彼长并进行风格切换，并吸引海外投资者看好中国市场。产业资本一季度继续减持，个人投资者先解套再寄望于财富效应，基金公司在《基金法》修订后，其行为在加快市场节奏的同时，使得成长股更受青睐。浑水式做空在 2013 年会继续搅乱市场节奏，基金抱团的公司首当其冲。

□ 结构

股票的横向结构解析行业的轮动，纵向结构分析成长的机会。行业生命周期分析阐释了中周期的本质是行业的更替，政策分析表明以虚补实、金融让利实业，公务消费收缩、一般消费扩张，鼓励新型城镇化、继续管制房地产，加大对战安抚慰投入的行业政策倾向。库存周期利好中下游制造业，低估值受到青睐，多产能和多杠杆组合在弱周期复苏中短期受益，少组合则短期受损，长期受益。成长股迎合了中国经济结构出现创新导向和转向内需的大背景，呈现出与估值无关、持续盈利能力是核心、需求稳定的显著特征。债券则出现暴利不再、信用债分化，但仍好于利率债的结构特征。

□ 配置

从战略上讲，2013 年泽战的性质没有变化，运动战将取代游击战成为主要战术。上半年可以考虑超配股票，标配债券，低配置现金。下半年若改革不达预期，则超配债券。债券配置优选高等级信用品种，中短端、国开债有相对优势，一季度利率债难有机会。股票配置，一季度初可以考虑对低估值的周期股超配，重投资、轻消费。一季度中至二季度初相对谨慎，积极布局成长股。警惕影子银行治理与改革不达预期的风险。

目 录

一、 复盘	1
1.1 资产的收益特征	1
1.2 博时策略回顾---资产配置与资产收益特征吻合	5
1.3 2013 年资产收益的决定因素	5
二、 趋势	7
2.1 改革降低风险溢价，打开红利空间：中国资产相对有吸引力	7
2.2 量价利阶段性齐升，增长快于通胀	10
2.3 融资总额量增价稳，流动性以虚补实	13
2.4 资产负债表修复制约盈利趋势性增长	14
2.5 影子银行制约政策再一次负债扩张	17
2.6 趋势判断的注意事项	19
三、 节奏	22
3.1 估值国际化影响全年的节奏	22
3.2 资本市场自身的博弈影响市场节奏	24
四、 结构	28
4.1 股票的横向结构：行业分析	28
4.2 股票的纵向结构：成长的机会	36
五、 配置	39
5.1 配置的战略与战术——泽战中的运动战	40
5.2 大类资产配置——超配股票、标配债券、低配现金	40
5.3 债券的配置——偏信用、轻利率	40
5.4 股票的配置——周期先行、新兴主导	41

凡出师行军，或遇沮泽、圯毁之地，宜倍道兼行速过不可稽留也。若不得已，与不能出其地，道远日暮，必就地形之环龟，都中高四下为圆营，四而受敌。一则防水潦之厄，一则备四周之寇。法曰：历沛圯，坚环龟。

-----出自《百战奇略---泽战》

一、复盘

有效的复盘旨在明示不同资产的收益特征，探究形成这些特征的驱动力。对该驱动力的加强、衰减、消失以及转换中的时空分歧，直接决定了未来投资绩效的云泥之别。

1.1 资产的收益特征

1.1.1 大类资产的收益特征

考察股票和债券的收益特征，需要放在大类资产的篮子中统一分析。2012 年大类资产的配置延续了三年来资产收益的基本特征。即：

- 风格上，投资者偏好无风险收益，股市财富效应消失殆尽；
- 收益上，权益类弱于固定收益类，但负收益开始收敛；
- 动能上，金融创新驱动利率市场化，虚拟经济收益内部转移。

表 1

2012 年国内外各类资产与商品市场表现

		2009	2010	2011	2012
股票	上证综指	79.98	-14.31	-21.68	3.17
	深证成指	111.24	-9.06	-28.41	2.22
	沪深 300	96.71	-12.51	-25.01	7.55
债券	中信标普全债	0.27	2.00	3.79	4.03
	中信标普国债	0.95	2.77	4.39	3.25
	中信标普企债	1.07	7.42	3.81	6.76
基金	标准股票基金	71.57	-2.89	-24.95	5.55
	普通债基	4.73	8.14	-2.83	7.70
	货币基金	1.41	1.79	3.48	3.95
理财产品	人民币 3 月期理财产品	2.41	2.70	4.38	4.61
	信托产品	7.11	8.06	9.12	9.20
贵金属	COMEX 黄金	17.07	29.53	11.20	5.92
	COMEX 白银	49.24	82.91	-10.18	9.02
储蓄存款	一年定期存款	2.25	2.25	2.75	3.50

注：不动产数据截至 2012 年三季度，其他数据截至 2012 年 12 月 31 日。

数据来源：Wind，博时基金

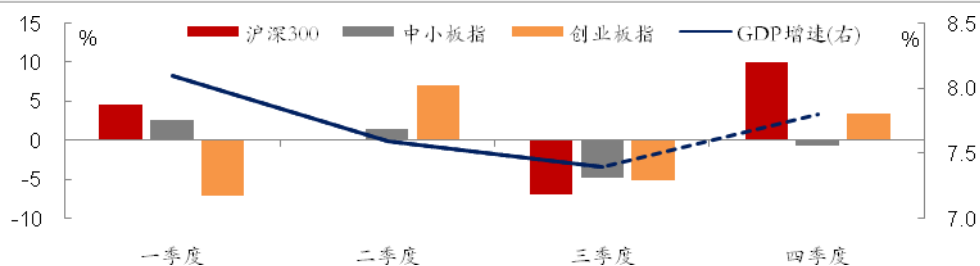
1.1.2 股票的收益特征

□ 周期的力量主导市场

2012 年，经济周期成为主导股票市场的决定力量。政策及其预期的起伏和扰动，并未扭转趋势的方向。年初一波政策预期的热情，促成了今年前三个季度获得市场正收益的稀缺机会。然而，“无可奈何花落去”。二季度开始，预期被逐步消磨，经济增速持续放缓的事实，让政策的力量微乎其微，拉着市场一路向下，终破 2000 点。四季度也是周期的力量驱动股指强烈反弹。

图 1

经济增速驱动市场下行，四季度增速反弹预期扭转年末市场



数据来源：Wind，博时基金

表 2

2012 年各季度涨跌幅前五与后五的行业

一季度	二季度	三季度	四季度
涨跌幅前五行业			
有色金属	非银行金融	传媒	银行
房地产	医药	有色金属	房地产
非银行金融	电力及公用事业	医药	汽车
家电	食品饮料	餐饮旅游	建筑
综合	房地产	煤炭	建材
涨跌幅后五行业			
电力设备	建材	房地产	传媒
电力及公用事业	钢铁	汽车	计算机
医药	通信	交通运输	通信
计算机	电力设备	机械	煤炭
通信	煤炭	纺织服装	食品饮料

数据来源：Wind，博时基金

□ 行业轮动反映周期的节奏和结构性机会

一季度的周期救赎促发强周期行业上涨。

二季度周期的预期开始消弱，经济基本面和政策的期待效应开始显著切换，市场扛起消费防守大旗。同时，在此期间，券商改革的制度红利与煤价回落的结构特征，促使证券与电力行业异军突起。

三季度中游行业几乎全面沦陷，消费仍有一席之地，而外围 QE 的兴起带动起有色煤炭的一小阵“躁动”。

四季度短周期回升渐成共识，城镇化的主题主线也逐步被市场吸收消化。尤其在 12 月以后，市场风格开始明显切换，周期行业成为引领市场的主导力量，而消费行业则“黯然退场”。

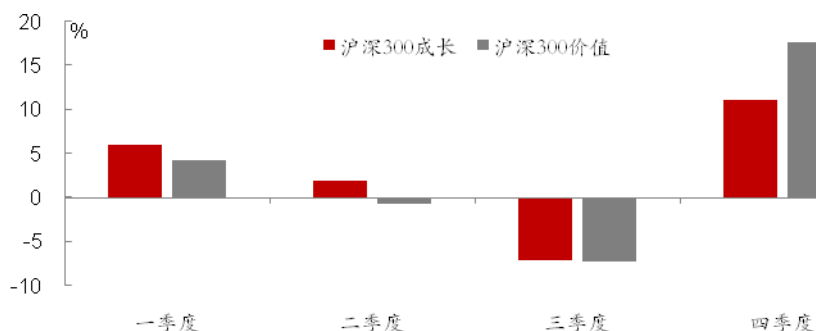
□ 真实的成长穿越周期

周期向下，成长酝酿穿越周期的尝试却不曾停下。

仅仅看规模较大的沪深 300 指数成分股，成长风格在 2012 前三季度几乎一直要强于价值风格，无论是在周期臆想的第一季度，还是经济和市场持续下滑的二三季度。四季度的小周期复苏，价值股在经济增速反弹的驱动下，才找回了失去了近一年的动力。与此同时，成长股的步伐虽有放慢，但也仍然跟上了周期反弹的步伐。再进一步，创出三年来股价新高的近 300 只股票，80% 的是成长股。在典型性衰退中，外围的产业也在突围，这是星星之火，也是未来中周期复苏的希望，必须高度重视。

图 2

沪深 300“价值”vs“成长”



数据来源：Wind，博时基金

□ 融资功能减弱，存量价值消耗，财富效应消失殆尽

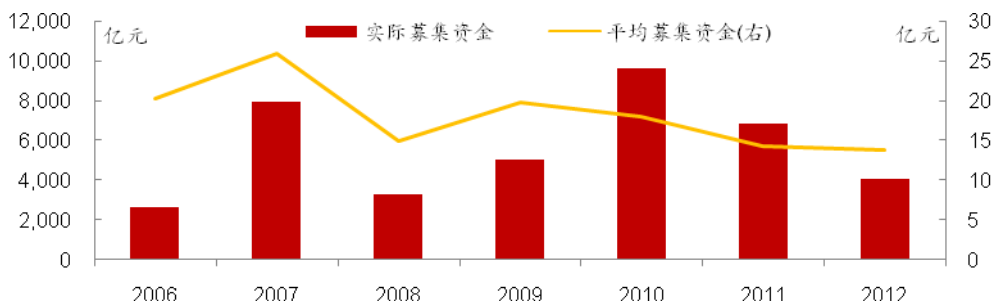
股票市场的融资能力在今年继续了三年以来的走弱趋势。截止 2012.12.19 日，股票市场的融资总量仅仅约为去年全年的一半。而平均每家公司的融资规模，也创下了近几年的新低。

市场的“新鲜血液”趋向减少，存量的资金、证券乃至投资者和参与者，逐步消耗着市场的已有价值，是市场不振的另一大主要原因。一方面表明市场对未来的实体经济缺少足够的信心，另一方面，这种持续渐弱的资本市场融资功能，对企业和产业越过经济困难的沟壑同样不利，形成恶性循环。

与之相对应，股市的财富效应消失殆尽。自 12 月开始，国际资金开始进入，股指的反弹开始产生隐隐的财富效应，似有山雨欲来风满楼的意味。

图 3

2012 股市的融资功能几近丧失



数据来源：Wind，博时基金

1.1.3 债券的收益特征

2012 年债券市场较好地印证了在经济衰退期债优于股的时钟配置逻辑。债市行情如自 2011 年四季度的货币宽松预期，2012 年一季度经历调整。二季度，央行再次降准并首次降息，激发债市又一轮上涨。7 月下旬之后，政策基调由激进转为克制，由此引发债市调整。三季度，1 年期国债收益上浮 44 基点。9 月经济数据显示经济有初步复苏迹象，导致债市在四季度出现结构分化，即信用债走强、利率债盘整。

□ 从收益看，信用债优于利率债

至 2012 年 12 月 18 日，企业债、中期票据和短融债分别上涨 7.3%、5.5% 和 4.6%。利率债仅获得时间收益，如央票、国债和金融债同期仅上涨 3.5%、2.6% 和 2%。

□ 从结构看，全年期限利差无显著变化，信用利差却有大幅缩窄

2012 年影响债券期限利差的因素主要是资金面松紧，通胀预期与经济增长趋势退居其次。二季度，对货币政策的放松预期拉大利率债期限利差，之后因政策放松的预期破灭，国债期限利差重归下行。

决定债券信用利差的宏观因素是货币条件、经济增长，微观因素则是发债主体的财务基本面。中低评级信用债在二季度后受益于货币条件宽松，四季度受益于经济复苏与企业盈利企稳，资本利得空间较其他券种更大。截至 2012 年 12 月 18 日，1 或 3 年期 AA 与 AAA 级企业债的信用债利差下降 100 多基点。

图 4

国债期限利差

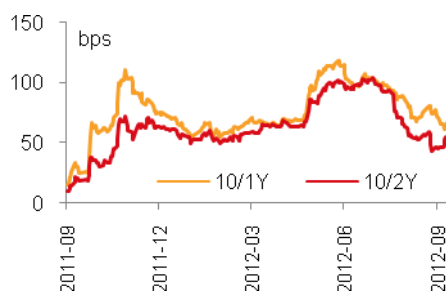
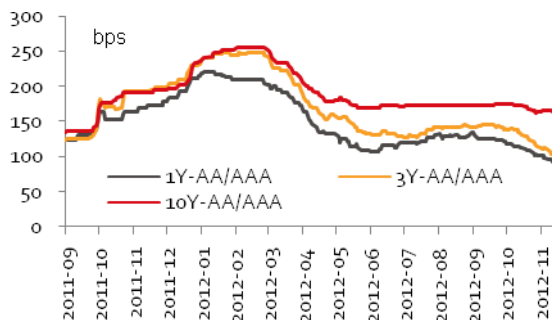


图 5

固定利率企业债信用利差走势



数据来源：Wind 资讯，博时基金

1.2 博时策略回顾——资产配置与资产收益特征吻合

博时策略从 2012 年初定下的战略是消耗战——先守再攻，更加关注周期的力量。政策的波动只能改变市场的节奏，而不能改变趋势。据此，我们确定各个季度的趋势和节奏判断，以及资产配置的建议。

1.2.1 基本的战略实施

一季度，周期与盈利的向下将政策的预期利好渐渐吞噬，典型的消耗战。消耗战最基本的原则是保持主动性，弱势一方不要贸然发起进攻。资产配置上，超配货币和债券，对股票保持谨慎。

二季度，消耗战的本质没有改变，消耗战的核心是防守，游击战的核心仍然是防守。从宏观上看，中国经济陷入僵局，尽管政策不会对经济袖手旁观；从微观上看，企业盈利压力仍然不小。二季度我们看不到一个决定方向的力量。

三季度，投资逻辑还是游击战，防守仍然是明显的战略。我们把报告的题目定为“你死我活”。下半年经济增长将难有表现，通胀也会进一步趋缓；资金外流趋势难以改变；企业盈利上，虽然价格水平今年以来持续下降，但却仍然始终保持收入增速低于成本增速的趋势，尚未有明确的反转迹象，企业的利润压力依然很大。

四季度，最大的机会可能出现在十八大相关的行情中，其逻辑是长期利好当短期利好，故该行情也应较短。股市有脉冲性质的机会，债市下行空间不大。在博弈和预期主导的市场中，周期类股票可能更有机会。新型城镇化可能成为投资主题。债市方面，由于维稳需要，信用债的风险可控。

1.3 2013 年资产收益的决定因素

自 2012 年开始, 市场的交易策略开始由单一的做多策略转向多元化的多空策略, 这对市场节奏产生了重大的影响。2013 年这一特征将一直存在, 并一直影响着市场。从基本面上讲, 2013 年资产收益的决定因素无非是以下几点:

- 经济弱复苏决定了大类资产配置的内容
- 长期制度变革决定了配置的趋势
- 估值国际化与市场主体博弈决定了配置的节奏
- 去产能和去杠杆决定了权益配置的结构
- 金融创新与影子银行决定了配置的风险

二、趋势

投资者对趋势判断的分歧，并不总是对驱动力作用点的分歧，更多是对驱动力动能变化的分歧。在对资产收益自身特征的研究大大弱于对其外部环境分析的背景下，上述分歧的结果往往是差之毫厘，谬之千里。

2013 年决定市场趋势的关键在于改革能否将周期弱复苏催化为强势复苏。

2.1 改革降低风险溢价，打开红利空间：中国资产相对有吸引力

2.1.1 改革显著改变了市场的风险溢价

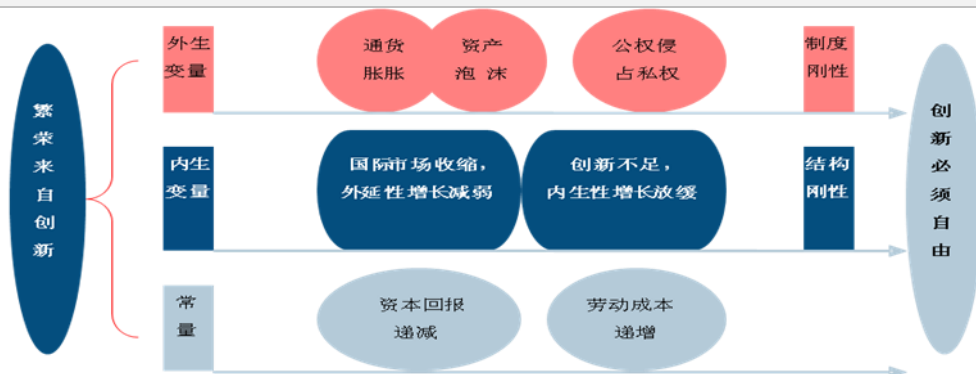
与中共 18 大之前，我们对政策无力改变趋势的认知不同，2013 年我们赋予新政下的变革以充分的正能量。2012 年 12 月初海外资本对中国市场的青睐即是认为变革显著地改变了市场的风险溢价，中国的资产变得更有吸引力。改革使得政策的不确定性减小，这是与 2012 年最大的不同。改革带来的红利给人以极大的想象，从而影响经济运行的趋势。

□ 改革旨在打破制度刚性

我们反复强调过一个事实：中周期的繁荣必然来自创新，创新必须自由，自由必须打破结构刚性与制度刚性。结构刚性是市场的事情，是内生变量。制度刚性是政府的事情，是外生变量。资本回报递减与劳动成本递增是常量，是短期无法改变的事情，改革无法改变这两大特征。改革所要做的就是减少外生变量，特别是公权对私权的侵蚀，以提升内生变量的效率。

图 7

新政的改革旨在打破制度刚性



数据来源：博时基金

改革的目的是寻找到新的增长点，改革的核心是重新定位政府与市场的边界，改革的抓手是以城镇化为枢纽的新四化。改革必然要在目标、领导者与财政约束之间取得平衡。政府边界的收缩主要通过明晰并限制政府的收支，以大部制来约束政府的权力。市场边界的扩张以落实非公 36 条为主要内容，政府以提供基础设施与城乡一体化的公共品为主要职能，市场在投资中将会承担更重要的责任。对内更多的是开放。对外更重要的是变革，以强国为主要职责。

□ 新四化以城镇化为重点

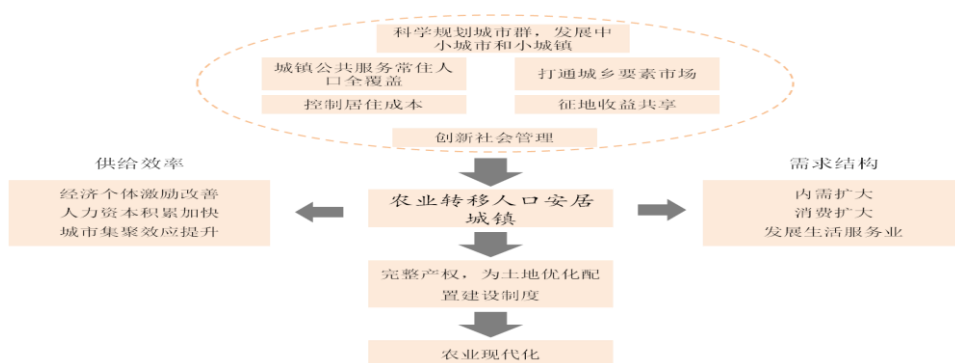
城镇化是“新四化”的重点。十八大报告中提出的工业化、信息化、城镇化和农业现代化，被称为“新四化”。工业化、信息化已经提及多年，农业只占经济一成，决策者多次强调城镇化在扩大内需、转换经济发展方式中的作用。

城镇化大致可以分两条线，一是提高城镇综合承载能力，二是农业转移人口市民化。城镇综合承载能力统合了资源、经济、环境和社会承载力提升的要求，进而与当前的产业政策、节能环保政策、基础设施建设联系起来。而农业转移人口市民化，则是通过城镇公共服务一体化等手段，以扩大内需，促进人力资本积累并推动农业现代化发展。这些公共品可以看做是政府引导非城市化人消费的诱饵，而不是消费的整体。

2013 年应当是政府促进政策出台的时间，投资机会应当集中在“诱饵”部分，而不是预期的结果。以提高城镇土地利用效率为目标的基础设施投资，以及基本医疗服务的扩张，可能是最先受益的板块。当城镇化的投资热潮过去后，信息化有可能成为接力棒。转换的时间可能在春天就开始了。

图 8

农业转移人口安居城镇的逻辑链条



数据来源：Wind 资讯，博时基金

2.1.2 中国在全球再平衡中相对有吸引力

2013 年中国资产相对有吸引力，资金流入中国的概率较高，这将改变整个 2012 年中国权益类市场熊冠全球的局面。

造成这一局面的一个因素是发达国家皆实行继续宽松的货币政策，而国内的实业已然吸纳不了这么多的资金。美联储 QE 扩容并且与定量的失业和通胀水平联系，它们的货币政策已经非常透明和确定；欧央行在疲弱的欧元区经济面前，也会保持宽松的立场；日本安倍政府上台后，强烈要求日本央行执行 2% 的通胀目标，并要求压低日元汇率，这必将带来更宽松的货币政策。

最重要的因素是欧美经济对资本市场的助推力开始减弱。

□ 欧洲疲弱的经济基本面的情况重回市场的中心

在欧央行的庇护和德国人的默许下，欧元区分裂、欧盟政治的崩溃概率已经极低。但任何债务救助计划获得德国人支持的前提，就是边缘国家的财政紧缩、结构性改革。这使得到现在为止，除了爱尔兰之外，主要边缘国家均未走出增长的泥潭，欧元区经济也将持续受到拖累。今年以德国为代表的欧洲股市回暖，反映的是欧洲尾部风险的消除，到 2013 年，疲弱的经济基本面的情况可能会重回市场的中心。

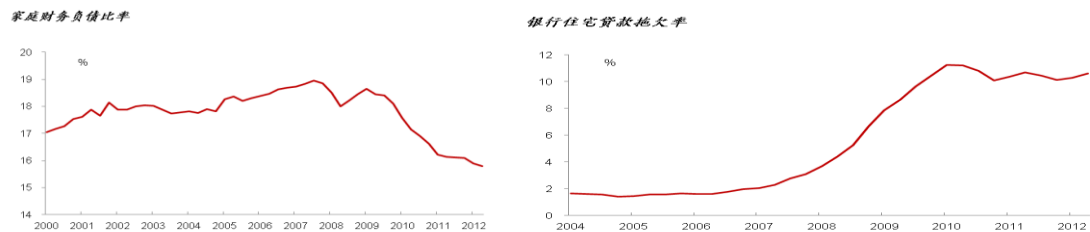
图 9

欧元区增长陷入泥潭，私人信贷持续下行



图 10

尽管去杠杆进程已经走完大半，受银行坏账的影响，美国的信用环境仍然较紧



数据来源：Wind 资讯，博时基金

□ 美国经济前景不因两大正能量而改变

美国经济前景甚至弱于今年，财政将会有额外的紧缩。另外，尽管居民去杠杆进程已经走了很远，利率也在很低水平，但信贷环境并没有明显改善。房地产的回暖在过去两个季度只贡献了 0.3 个百分点的经济增长，联储的 QE

有助于保持低利率环境、利于去杠杆但无助于经济快速回暖。这两方面的“正能量”可能难以扭转 2013 年仍然疲弱的态势。

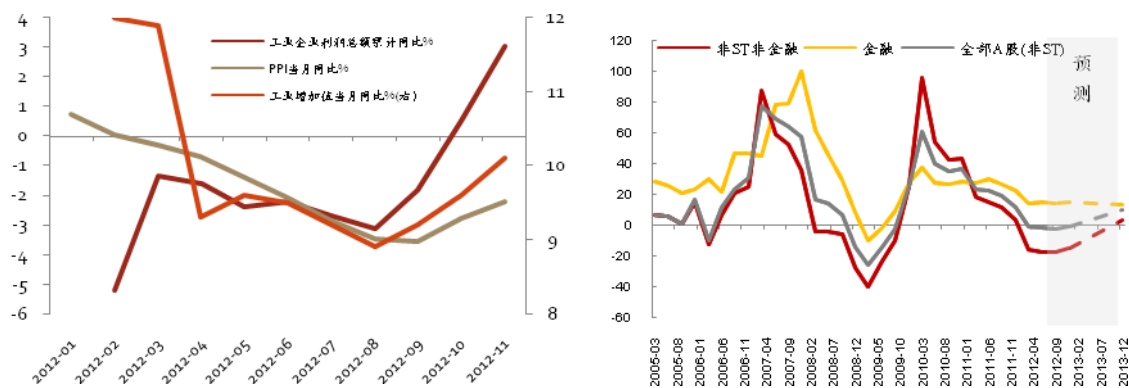
2.2 量价利阶段性齐升，增长快于通胀

2.2.1 量价利齐升，弱复苏确立

从短期来看，主动型的库存回补使得量、价、利齐升，弱复苏得以确立。工业增加值、PPI 与工业企业利润同比增速已经自 2012 年 9、10 月开始反弹，并将持续。补库存的需求会给企业的盈利带来一定的支撑，实体经济价格体系的出清与稳定，使得企业成本占收入的比重在 2013 年有可能从高位回落。预计非金融上市公司 13 年盈利回到微弱正增长，金融企业盈利增速持平，而上市公司整体盈利增速或在 10% 上下。

图 11

量价利齐升，短周期复苏确立，上市公司（非 ST 非金融）盈利增速微弱反弹



数据来源: Wind 资讯, 博时基金

2.2.2 增长回升快于通胀

经济弱复苏虽已确立，但能否催发产能扩张以至于消费繁荣，是市场最关注的问题。我们的结论是：

2013 年中国经济在周期上的特征，是基础设施投资加速与直接融资扩张带来的弱复苏，出口贡献有限，该复苏尚不足以催发产能再扩张和消费繁荣，也不足以将通胀迅速推高。经济向下风险大于向上风险，主要来源为直接融资监管的加强。

□ 基础设施依靠直接融资稳住增长

基础设施投资是 2012 年“稳增长”的主要抓手，也符合李克强新型城镇化的愿景。2012 年 1 月到 11 月，剔除季节因素后，基础设施投资累计环比增长

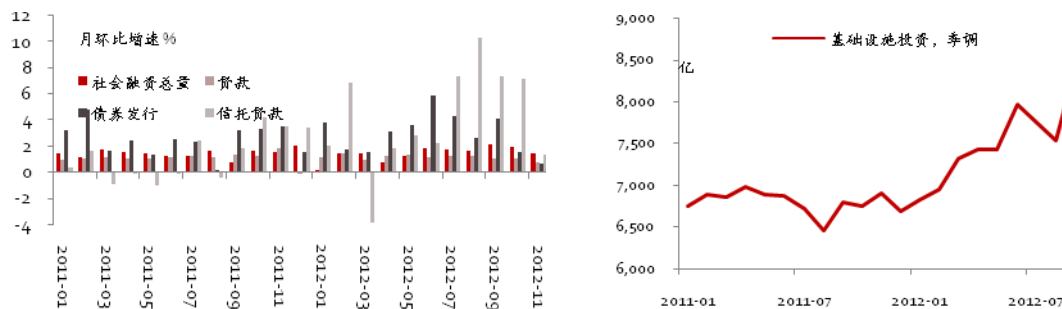
13.8%（用于季节调整的数据中，1月数据记为1-2月累计的50%）；扭转了2011年3月到12月一路下滑的趋势。与往年不同，基础设施投资的资金更多来源于直接融资，2012年第三、四季度来自信托和债券的融资增加显著；BT和BOT的方式使用也更为广泛（2012年2月贵州调研，预期经营性现金流较好的高速公路，其建设已几乎全采用BT或BOT的方式）。

除了直接助力基建外，直接融资的扩张也为经济注入了更多流动性。从2012年年中开始，社会融资总量余额环比增长加速，信托、债券的余额上升尤为显著。在2012年第四季度，即便融资需求有所恢复、银行人民币贷款新增量受压的情况下，民间利率水平也没有上升。

2013年稳定经济增长的主要抓手仍在基建，尽管存在加强监管的风险，发展直接融资仍是中国的必由之路，这两个因素有望在明年年初带来较弱的复苏。

图 12

社会融资总量及若干分项余额季节调整后月环比增速加快，基础设施投资 2012 年年中开始发力



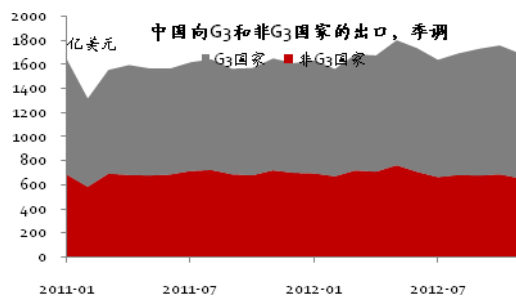
数据来源: Wind 资讯, 博时基金

□ 出口的贡献将极为有限

周期上，欧洲经济长期陷入增长泥潭，美国还会经受额外财政紧缩的冲击；对新兴市场的出口波动与对美欧的出口几乎完全一致。结构上，竞争力较弱的加工贸易退出历史舞台的进程远未结束。明年出口对增长的贡献将极为有限。

图 13

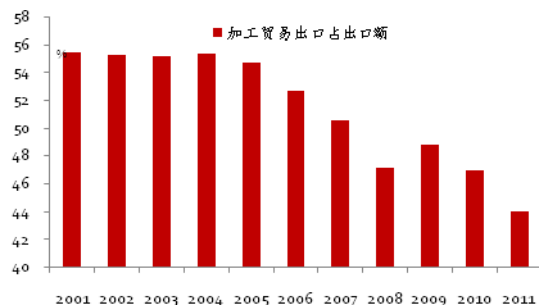
向 G3（美日欧）的出口与非 G3 的出口波动一致



数据来源: Wind 资讯, 博时基金

图 14

加工贸易占出口比例的下降趋势远未结束



□ 该复苏尚不足以催发产能扩张加速

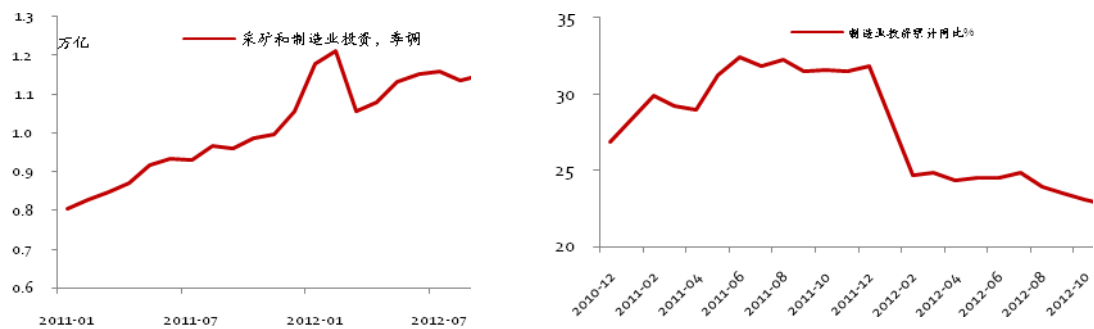
从汽车、工程机械、水泥等行业的情况看，行业产能利用率仍在下降，扩产动力走弱；2012 年 1 到 11 月，剔除季节因素后，制造业投资累计环比下降 0.8%。（2012 年 1-2 月，季节调整后的制造业投资有跳增。即使和 2012 年全年的低点 3 月相比，11 月的制造业投资也只得 11%）。定位为稳增长的基础设施投资，不足以催生产能扩张加速。

□ 消费也不会快速回暖

就业是滞后于经济波动的，居民收入预期的调整也需要时间。在这轮周期中，消费走弱的时间大致在 2010 年第四季度，晚于投资品约半年，我们认为直到年底可能都看不到消费品的快速回暖。

图 15

制造业和采矿业产能投放速度减缓



数据来源：Wind 资讯，博时基金

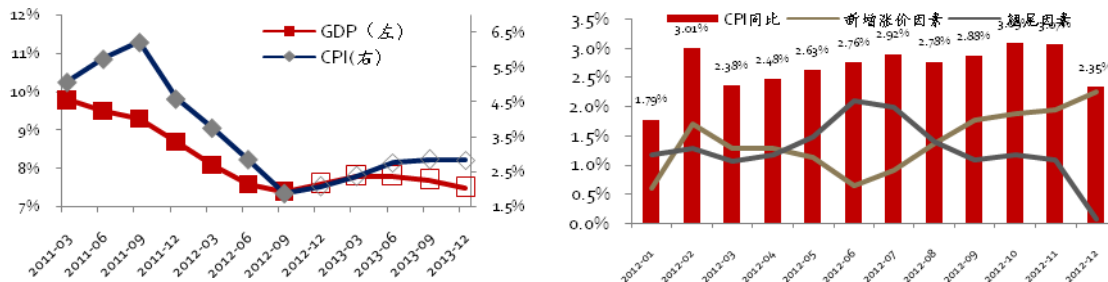
□ 上半年增长回暖快于通胀回升，下半年则相反

弱复苏、产能利用率处于低位的背景下，CPI 同比通胀难居高位，央行较为审慎的货币政策将进一步抑制物价上涨；我们对猪肉价格和石油价格的看法也支持较低的通胀水平。改革开放以来，国内通胀波动均滞后于增长，这次周期也不例外，CPI 通胀下行发生在 2011 年 8 月，晚于 GDP 增长下行（2010 年第二季度）接近一年半的时间。与节奏一致，回升则是增长快于通胀。

2013 年 GDP 增长预计为 7.7%，其中上半年 7.8%，下半年 7.6%。CPI 同比增长 2.68%，新增 1.26%，翘尾 1.42%，高点在 2 月和 10 月，一头一尾。

图 16

增长早于通胀回升



数据来源: Wind 资讯, 博时基金

2.3 融资总额量增价稳，流动性以虚补实

国内流动性总体呈现价略紧、量升，但监管风险上行的特征

受海外央行持续宽松、一二线城市房价攀升压力加大的制约，国内货币政策总体上难以进一步宽松。政策制定者已经接受中国潜在增速下行的逻辑，并判断中国经济更容易出现过热和通货膨胀，从中期看货币政策也都会较为谨慎。银行间七天拆借利率可能会保持在 2.7% 到 3.2% 之间，与今年相比，只是略有下行。考虑到非银行贷款融资渠道的扩张，银行新增贷款可能在 8.3 万亿，M2 全年目标可能在 13.5%。

主要的非银行贷款融资渠道，包括信托、债券发行，新增量可能会部分延续今年的快速上升态势，在社会融资总量中的份额会上升。非银行贷款融资渠道监管存在加强的可能，并伴随一定程度风险的暴露，导致融资个体的资质门槛抬升，伴随收益率和融资量的下行。

其他融资渠道，委托贷款监管一直较轻并主要投向中小企业，新增量有望持续上升；股票融资取决于股票市场状况，预计回暖程度有限；在货币政策略紧的情况下，未贴现票据发行有望逐步攀升。

新增流动性以虚补实

中国过剩的流动性形成了事实上的虚实分离。随着流动性泛滥的结束，结构开始取代总量成为市场关注的焦点。结构性的分离取决于流动性究竟是谁控制了流动性。信贷是新增货币进入市场的最重要通道，而信贷的易得者却是政府、大中型国企，在“稳中求变”基调下，这些流动性将注入于基建相关的生产领域。就新增货币而言，2013 将是虚补实，逐步结合的一年。以 M1 表征实体生产，以 M2 表示广义价格，从 M1-M2 同比的走势来看，拐点已过，未来有向上的趋势。这意味着新增流动性将不会偏离实体经济。除此之外，虚实结合另一个表现则是，PPI 领先于 CPI 上涨，即生产先于消费复苏。从数据来看这一现象已经初见端倪。

图 17

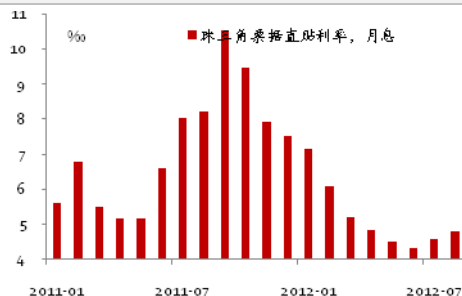
M1-M2 趋势向上，新增流动性不会偏离实体经济



数据来源: Wind 资讯, 博时基金

图 18

资金价格稳中难降



□ 存量流动性因影子银行治理而改变远离股市的窘境

以存款形式掌握在家庭手中的存量货币则不然，投资品种稀缺，利率受到管制，居民的货币收益受到了银行的过度侵蚀。长期压抑之下，它们渴望高收益投资品种，并伺机而动，进而更容易促成价格与之对应资产的分离。

当前影子银行产品的收益如此之高，也正是存量货币导致经济虚实分离的结果。关键在于，谁承担了如此高额的融资成本？中小企业是其一，他们通常难以获得银行贷款，但资金不可替代性却很高，为了生存不得不支付高额的融资成本。有着“中央隐性担保”的地方政府则是其二，土地出让金减少，地方政府预算资金下滑叠加银行对融资平台的严控，使得基建融资表内来源受到限制，推动政信合作及基建类信托的发展。房地产企业是其三，在地产严控的政策下，房地产融资需求受制约直接推动了地产类信托的发展。

于是，影子银行游离于转型与旧有增长模式之间规模迅速得到膨胀。这是 2012 年的真实写照。物极必反，当影子银行开始治理时，居民投资偏好的变化可能改变储蓄远离股市的窘境。于是，股市的吸引力便会相对提升。

2.4 资产负债表修复制约盈利趋势性增长

2.4.1 不察市场自身修复状况易患头脑发热病

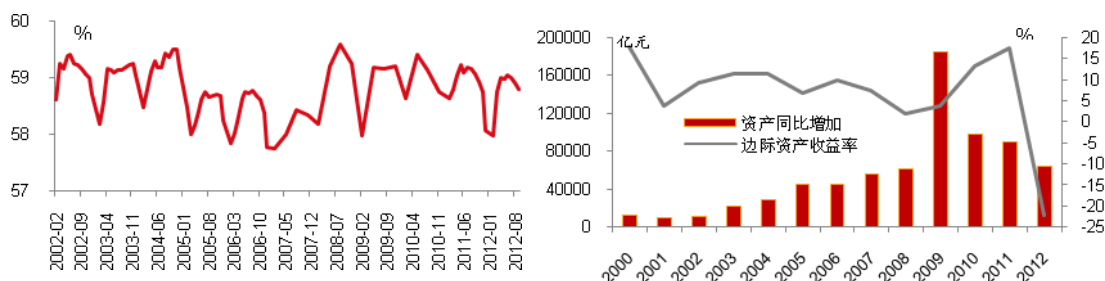
周期的暂时回暖并不会改变中国近四年来资产负债表重新修复的事实，这对企业盈利趋势性增长具有显著的制约作用。在讨论这一点时，很多人会以 2000 年后中国经济的新周期提出反证。我们这里只想提醒大家一点的是，上一个新周期是以向外开放扩大市场边界寻找到了新的需求。本次的新周期启动也是从扩大市场边界开始的，但它必须以收缩政府的边界为前提条件，后者的利益博弈不可能不对改革的进程与力度产生影响。因此，在改革改变了风险溢价的同时，还不得不观察市场自身的修复，否则会患头脑发热病。

2.4.2 工业企业已无再加杠杆的可能

2011 年下半年，企业部门因债务紧缩而小幅去杠杆，工业企业负债率由 7 月的 59.18% 下降至 2011 年底的 58.06%。2012 年货币条件逐渐放松，社会融资相比去年大幅增加，企业去杠杆过程逐渐扭转，工业企业资产负债率 6 月再次回升至 59.05%，并维持在该水平上下。然而，企业盈利能力恶化，将制约企业的投资或负债扩张。考虑政府投资偏中性的对冲作用，企业在中短期内仍将维持去杠杆的进程。

图 19

工业企业资产负债率（左）与工业企业历年资产净增加与边际资产收益（右）



数据来源：Wind 资讯，博时基金

注：数据截至 2012 年 10 月；

2.4.3 去杠杆与去产能直接约束企业盈利能力

统计经验表明，产能利用率与行业和企业的盈利能力息息相关。当产能利用率高的时候，表明需求旺盛，同时开工充足，产出提升，进而盈利水平上升。反之，当产能利用率下降，则表明需求下滑，库存积压导致产能减少，产能过剩，收入下滑的同时，产能的日常维护和折旧，从而压缩了企业的盈利空间。

广义产能反映在企业的实际经营活动中，一是体现在形成的固定资产上，处于资产负债表的左端，二是通过企业的杠杆水平，刻画在资产负债表的另一端。表现在财务分析上，一是经营杠杆，一是财务杠杆。产能的实体维度非常直接：企业募资、投资、开始形成产能、进而达产，整个过程按照一定的过程逐步计入资产负债表的“固定资产”一项。固定资产的增速反映了企业实体产能的变化节奏。产能的另一面是融资维度上的债务杠杆水平。负债区别于权益的重要之处在于其信号传递和经营约束作用。企业扩产增资，选择倾向于债务的方式，一方面表明了企业自身对新产能、新项目的信心，另一方面对产能的投放提供了有效的财务约束。因此，在周期的视角里，企业真实产能的此消彼长往往伴随着杠杆水平的高低变化。

□ 2013 年出现产能增速转折向下的拐点

企业投资的水平决定着未来实际产能的发展趋势。同时，在数据可得性的限制下，我们使用工业企业总资产的同比增速减去流动资产同比增速的差值，反推出工业企业固定资产水平的变化趋势，进而代表其实际产能的状况。结合两者的变化情况看，投资增速往往要领先于实际的工业企业固定资产形成的增速变化节奏。本轮的投资增速高点在 2011 年中期，随后，固定资产的实际形成在 2012 年持续攀升，至 10 月尚无见到转折点的迹象，企业产能总体上是不断上升。今年以来，制造业投资增速持续放缓，意味着未来的产能增速会出现转折向下的情况，而拐点很可能在 2013 年会出现。实体经济将进入去产能的阶段。

□ 去杠杆延续 2012 年的趋势

随着投资与产能的增加，企业杠杆水平提升同步进行，但变化频率则要比产能周期更快一些。从企业整体的财务费用同比增速看，这种中周期的变化更加明显。不管是从工业企业资产负债率的变化，还是从整体财务费用增速的波动看，在产能周期仍然向上的情况下，实体经济实际上已经开始去杠杆了，这种趋势大概率上会贯穿明年全年，这无疑对企业盈利能力的伤害是巨大的。

从上市公司的财务数据来看，去产能和去杠杆的情况同样存在。

图 20

工业企业去产能与去杠杆压力大

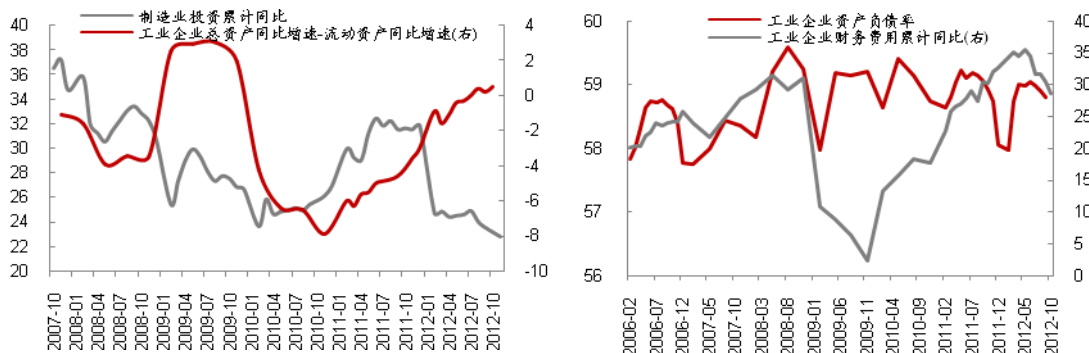
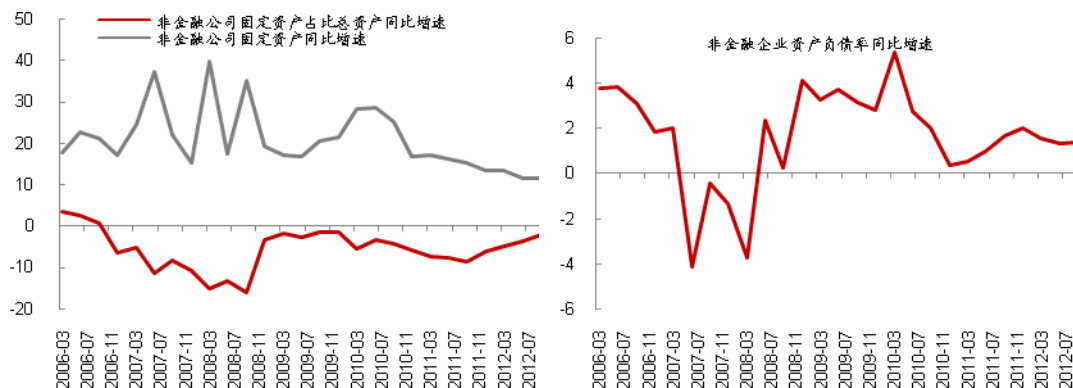


图 21

上市公司总体同样表现出去产能与去杠杆的压力



数据来源: Wind 资讯, 博时基金

2.5 影子银行制约政策再一次负债扩张

18 大后的新政显然是在为 18 届三中全会的重大改革做准备。在改革之前, 政府要平衡增长、稳定与改革的关系, 2012 年中央经济工作会议的报告已经对 2013 年的政策基调讲得非常清楚。市场的分歧有两点: 一是政府如何平衡财政压力增长与公共品供给不足的矛盾, 二是政府是否还会再一次负债扩张。这些分歧统一在对影子银行的认知上。

2.5.1 影子银行的风险暴露点在春末夏初

□ 影子银行的产生有现实的土壤

在中国, 影子银行泛指非银行贷款的融资方式。它的存在有其现实的必然性。在融资平台、房地产的严格监管政策、银行存贷比监管和资本监管要求的驱动下, 影子银行 (主要是信托和理财产品) 已经成为中国基础设施和房地产融资的主力。从 2011 年四季度开始, 包括城投债和基础产业信托为主的非银渠道融资规模呈现逐季上升的趋势, 今年三季度以来累计融资规模占比超过总融资规模的 50%。

□ 影子银行确有风险

上述融资渠道面临相关监管机制不健全, 资金提供者风险意识不足, 逆向选择严重的问题。这方面融资的放开, 有稳增长的原因, 也有监管部门领导面临人事变动, “多一事不如少一事” 的考虑。

影子银行确实存在风险。一是负债期限和资产期限的错配问题。如, 不少银行理财产品, 通常以短期负债类理财产品 (多为 3 个月或 6 个月) 匹配长期资产 (地产或基建项目), 具有挤兑的风险, 需要相应进行管理。二是发行利率、标的项目回报率的错配问题。在全部的 5.9 万亿信托资金中, 有 23% 投向

了基础设施, 2012 年新增的 2 万亿单一信托资金中, 有 30% 都投向了基础设施。工商业信托也与政府基建项目有着千丝万缕的联系, 这些基建信托产品的发行利率却远高于公共项目的平均收益率。

□ 央地博弈决定了中央对影子银行采取相对温和的态度

影子银行之所以膨胀, 与地方政府有着密不可分的关系。土地出让金减少, 地方政府预算资金下滑叠加银行对融资平台的严控, 使得基建融资表内来源受到限制, 推动政信合作及基建类信托的发展。房地产是地方经济的支柱产业, 但在地产严控的政策下, 房地产融资需求受制约直接推动了地产类信托的发展。

地方政府财权小于事权, 又缺乏必要的融资手段, 因而通过影子银行融资有其合理性。平衡地方政府的财权与事权会伤筋动骨, 即对现行财税体系做出根本性的制度变革, 地方与中央因而仍将处于博弈之中。由于“稳增长”与“新型城镇化”是 2013 中央经济工作的主线, 中央或以相对温和态度对待影子银行。

□ 影子银行在风险暴露的同时, 监管会更严厉

与纵容放任的态度相比, 温和其实已经显得严厉。2013 年央行经济工作会议对利率市场化采取善意忽视的态度, 本身就意味着金融创新会因其无法更好地以虚补实而会在 2013 年受到如 2012 年的鼓励。改革是有顺序的, 放权给实业比放权给金融业对新政来讲更迫切。改革是要有利益让渡的, 决策者认为, 最肥的金融业让利给实业就是改革的方向, 而不是继续让金融业以创新的名义把垄断的触手伸得更远。

在 2013 年春节到两会期间, 金融监管部门人事较为确定后, 存在加强监管, 融资资质要求提高的风险, 这将收紧市场流动性、不利于经济增长。

该风险在今年有可能会暴露, 同时, 会伴随更严格的监管。十八大报告对金融体系的要求, 首先就是有利于维持宏观经济稳定, 中央经济工作会议也强调了“高度重视财政金融领域存在的风险隐患, 坚决守住不发生系统性和区域性金融风险的底线”。因此, 在高层人事问题解决之后, 监管层可能会着手处理上述问题, 也不排除让违约事件暴露。但是, 一方面考虑到直接融资占比扩大是监管层愿意看到的趋势, 另一方面基础设施也是稳增长和城镇化的重要部分, 上述风险的处理可能延缓, 也可能出现“保”多“罚”少的状况。

□ 影子银行的治理改变资产配置的偏好

影子银行在助推地方政府扩张的同时, 还改变了资产在证券、基金、保险、与信托等金融产品间的配置, 并形成了在第一部分中所展示的结果。这与其说是利率市场化进程中的积极步骤, 不如说是它契合了“投资推动的旧有增长模

式”及“经济结构转型”的双重背景，并藉此而将“制度红利”垄断地位表现得淋漓尽致。

随着频繁的金融新政与对影子银行的治理，投资者的风险偏好将会发生重要的变化。当投资者认为理财产品、信托是风险资产而不是发行机构所宣称的无风险资产时，股票市场则相对有吸引力。这一点对于 2013 年的市场将会产生深远的影响。

2.5.2 中央并不鼓励继续负债扩张

基于以上的判断，2013 年的政策并不鼓励如四万亿的负债扩张。

□ 货币不宽松，个人加杠杆受到抑制

海外央行的宽松、一二线城市房价攀升压力加大，导致国内货币政策总体难以进一步宽松。2012 年 12 月召开的中央经济工作会议，对海外经济的判断，就有一句“潜在通胀和资产泡沫压力加大”，中央对输入型通胀的警惕并未放松。预计明年房地产销售同比大致增长 10%，延续温和回暖态势，一二线库存较低的城市，房价存在上涨压力，调控仍然不会放松，相应的货币政策也会更加谨慎。希望政府大幅度降息是不现实的，个人加杠杆的概率进一步减弱。

□ 财政更积极，中央政府加杠杆

财政政策称为“积极”，主要着力点仍然是基建和公共服务的均等化。积极的财政是以减少经常性支出，并提升赤字率为主要手段的，财政的公共性更加明显。减税可能更多的与中小企业相关，对上市公司带来的利好可能有限。基建是 2012 年年中以来稳增长最主要的方式，也与新型城镇化的诉求一致，有望得到进一步支持。公共服务的均等化，包括基本医疗、教育、就业和社会保障建设，也会持续得到重视。同时，我们反复强调的“战安抚娱”也会成为政府公共开支的首选，这是新型社会管理所要求体现的公共支出原则。

□ 大规模刺激不再有

需要重视，新任的领导人对增长速度的要求是进一步下降的，这一部分源于对中国“潜在”增长率下行的判断；同时，领导人对“质量”和“效益”的要求会更多一些。因此增长的底线会越来越低，即使是失业情况较为严重，也不会采用大规模刺激的办法，而会以失业救济、再就业培训等方式来解决问题。

2.6 趋势判断的注意事项

2.6.1 宏观因素对资产配置的影响

经济向下的风险大于向上的风险，最主要源于政府可能会加强对直接融资的监管。这会导致市场流动性收紧、信用利差扩大，影响经济增长。

在这个周期背景下，配置的依据，是增长较通胀先上行。在大类资产可以考虑超配股票，标配债券，低配现金。在股票中，与投资相关联的板块相对收益更佳，消费和出口板块不佳。2013 年春节至两会期间，是直接融资监管是否加强的重要观察时间点，在此之前流动性是重要的资产配置标准。

2.6.2 资产负债表修复对资产配置的影响

企业、居民以及政府在资产负债表修复中，杠杆率的变化对于大类资产投资结构上的具体启示分别表现为：

一，反映在企业端，去杠杆对企业盈利产生直接的负面影响，进而影响股票预期收益率。同时，对上游大宗商品的需求也构成不利因素。

二，反映在居民端，加杠杆的结果是依靠信贷消费的相关产品（如地产、汽车）需求有一定的支撑，对权益市场的局部领域构成一定的利好。同时，随着居民杠杆的提升，基于居民消费信贷的信托以及理财等金融产品有可能加快出现和创新。

三，反映在政府端，中央政府杠杆提升，国债收益率仍可能维持较低的水平，国债以及相类似等级的利率债会有一定的吸引力。地方信用债，随着供给的不断扩容，收益率有可能有所攀升，加之信用方面随着杠杆水平的提升，市场要求的风险溢价提高，对信用债市场产生一定的压力。

2.6.3 市场认知的风险

2013 年决定资产收益的核心风险，除了影子银行的基本面风险外，还包括两个市场认知的风险。

□ 市场认知风险一：误解调控政策目标为推高增长

从 2012 年 5 月开始，“稳增长”的调控政策目标就在于消除经济过快下滑的尾部风险，而非制造繁荣。2012 年，投资者已经犯了将“稳增长”理解为快速拉升经济的错误。2013 年，市场的错误可能会体现为在弱复苏的经济背景下，政府面临可能的通胀和资产泡沫化风险，仍将维持宽松力度。

□ 市场认知风险二：错误判断改革推进的节奏

从议程上讲，到 2013 年 3 月的“两会”，新一届中央领导层才会成形；到十月，十八届三中全会才会有覆盖十年的改革部署。从现有政策落脚点讲，新型城镇化的着力点，可能更多在公共服务均等化，以及城市建设精细化等方面，城镇化对内需的拉动还需要这些政策的落实。从可能的改革推进力度讲，新领

领导人可能还需要积攒更多的共识与政治力量，以推动企业所有制等中国改革的核心议题。市场可能会将领导人锐意改革的风气，理解为大量改革将快速推进。

总的来讲，我们所能看到的资产的主要风险都是向下的。

- 在结构上，对非银行贷款融资渠道的监管，对股市的基础设施建设板块、对信用利差和市场流动性的冲击将尤为显著。
- 短期周期政策的理解错误，会导致周期股超买，风险偏好过高。
- 对改革次序的理解，则可能会导致蓝筹、大盘股票的超买。

三、节奏

2012 年我们多空组合的收益明显高于其它组合。这迎合了资本市场变革过程中多元化投资的时代要求。这要求我们对投资的研究不能仅停留在趋势上，节奏的把握也是非常重要的。即使是最坚定的趋势投资者，也不得不承认 2012 年的节奏把握对于全年的业绩贡献是你死我活的。这种走势提醒投资者，配置、择时与选股的平衡或许是未来的投资策略所必须遵守的原则。

3.1 估值国际化影响全年的节奏

估值是判断市场走势的重要参考标准，其对趋势的决定性已经不复存在，对节奏却有重要的影响。自 2012 年 12 月开始，估值的国际化已然引领大盘向上突破了，当估值达到一个所谓均衡的标准后，它又必然会对大盘造成打压。

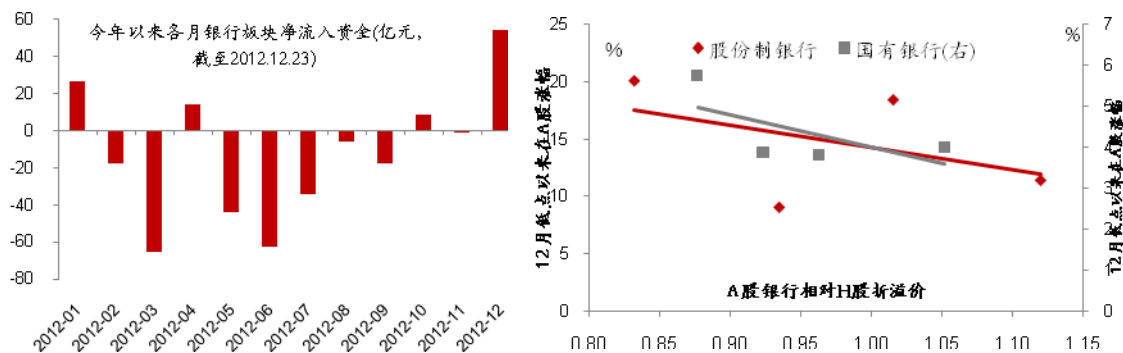
□ 以银行股为例，估值效应对节奏的改变是明显的

2012 年大部分时间中，市场中的银行板块持续经历着资金净流出的局面。仅在 1 月、4 月和 10 月有小规模的资金净流入，且部分与大股东自身的增减持有关。在其余大部分时间中，银行板块总体表现出更大规模的资金净流出。

自 12 月份开始，银行板块首现今年以来最大规模的资金净流入，时间上的集中导致银行股在 12 月带领市场大幅反弹。从市场结构判断，这与 QFII 等外部资金在 12 月大规模流入国内股市有很大关系，银行股作为估值最低的板块之一，自然会受到一些以估值作为主要价值判断的机构投资者的青睐。加之逐渐明晰的“虚实分离”的现实，此前市场对银行股的悲观看法有一定程度的修正。

图 22

2012 年 12 月资金流入银行更多的是估值的因素



数据来源：Wind 资讯，博时基金

在 A、H 市场同时上市交易的银行自 12 月 4 日 A 股市场反弹以来的表现说明，相对 H 股折价越多的银行，至 23 日止的涨幅越高（分成国有银行和股

份制银行两组)。虽然因为样本数量的原因,并不能够证明这一现象在统计上的显著性,但至少也能部分证明了在 12 月以来银行股大涨中所发挥的作用,主要是估值效应所致。

□ 估价的历史标准是刻舟求剑

从自身纵向对比看,A 股的估值无疑处于历史较低的水平。虽然全部 A 的整体 PE 已经低于此前 2008 年的历史最低水平,若剔除金融服务行业,实际上离历史的最低水平尚有 20% 的空间。市场在不同时间段的结构差异很大,单从与自己过去的估值水平比,从而判断市场是否已经足够便宜,意义已经不大。

□ A 股整体估值低于主要新兴市场

横向对比看,全部 A 股的 PE 估值为 10 倍左右,与全球主要新兴市场的估值相比,处于非常低的水平,仅俄罗斯、韩国和匈牙利低于 A 股市场,同时,也显著低于标普 500 的整体估值水平。然而,同样的问题是 A 股市场金融行业的低估值拉低了整体水平。剔除金融服务行业后,A 股的 PE 估值立刻升至全球主要新兴市场前列,也显著高于标普 500 指数的整体水平。

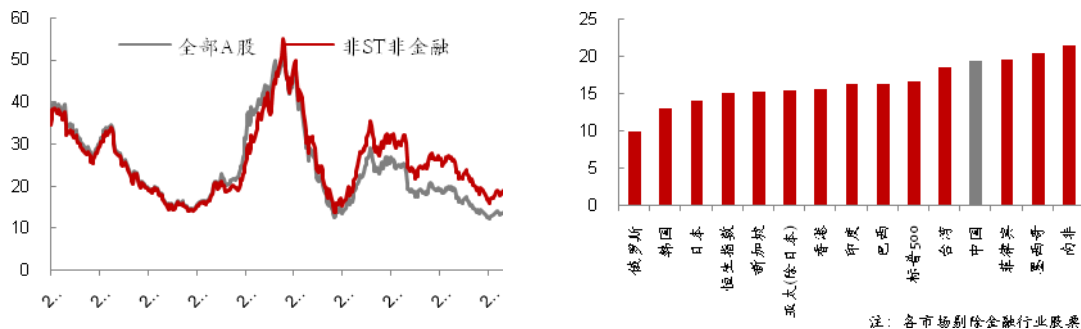
□ 相对标普 500,医药、信息与制造溢价,金融、采掘折价

进一步分主要行业看,A 股市场的医药保健、信息技术以及制造业,整体估值显著高于标普 500 的对应行业,必须消费和公用事业略高,但大体相当。金融以及原材料采掘行业,A 股市场则表现出对标普 500 对应行业的明显折价。

因此,A 股与国际市场在估值上的差异是结构性的。这其中,对金融和资源采掘以外的行业,体现了作为新兴市场本身应有的一部分溢价,而对于金融行业,则体现了国内经济金融体系一定的结构性问题。若以国际资本流动的视角考虑,“估值国际化”的结果,更大的可能便是金融和资源原材料等行业与除此之外行业的此消彼长及风格切换。这将对明年一年的节奏产生重大影响。

图 23

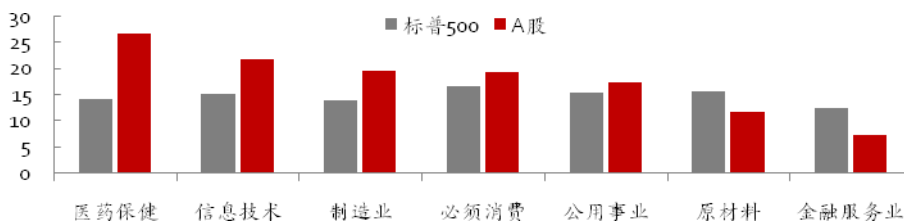
估值 (PE) 的纵比与横比



数据来源: Wind 资讯, 博时基金

图 24

主要行业的估值 (PE) 国际对比



数据来源: Wind 资讯, 博时基金

3.2 资本市场自身的博弈影响市场节奏

3.2.1 产业资本的博弈

2012 年, 产业资本在市场博弈中起到了重要的作用。产业资本能够缓冲股价跌势, 又因强大的市场号召力可带动场内的其他资金跟随, 放大支撑作用。

2012 年 10 月产业资本出现年内首次月度净增持, 这种情况出现在市场底部。金融服务、商业贸易、交通运输为产业资本净增持最高的 3 个行业, 特别是四大行增持明显。机械设备、有色金属、公用事业减持规模最大。

增持行为可以改变市场的节奏, 但绝无可能扭转趋势, 且难以摆脱边际效应递减的规律。2013 年产业资本还不得不面对继续去杠杆与去产能的窘境, 减持是不得不进行的事情。我们长期跟踪计算的托宾 Q 值各个行业皆大于 1 的事实表明, 产业资本还有减持的动力。或者说企业间并购的时机还没有到来。

2013 年大小非减持依旧压制市场, 特别是 2012 年末股市的反弹为减持创造了很好的时机。2013 年一季度, 主板解禁 3321 亿, 中小板解禁 984 亿元, 创业板 478 亿元。按行业划分, 未来 3 个月机械设备、交通运输、交运设备为解禁市值最高的 3 个行业, 纺织服装、家用电器、餐饮旅游减持压力较小。

图 25

2013 年一季度大小非解禁有压力, 机械设备、交通运输、交运设备为解禁市值最高

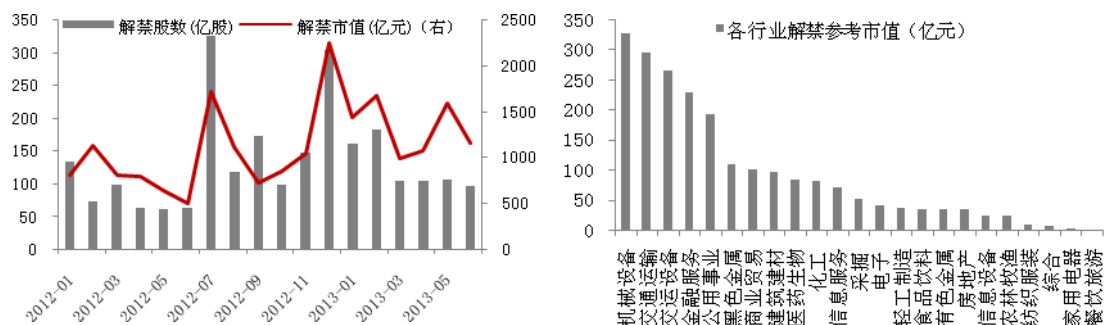
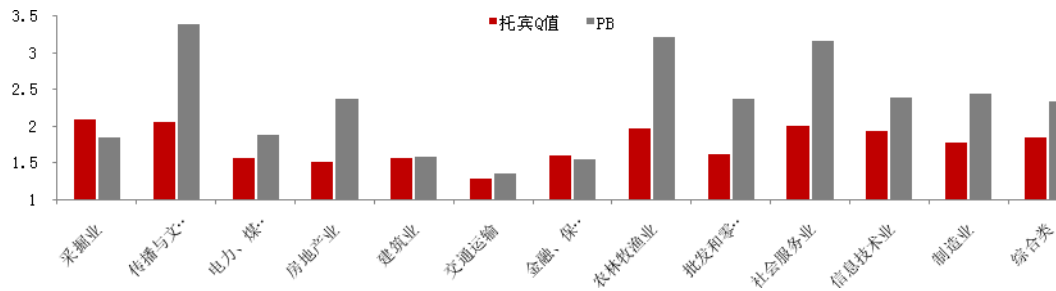


图 26

托宾 Q 值大于 1，并显示采掘业、传播与文化行业、农林牧渔、社会服务业处于相对高位



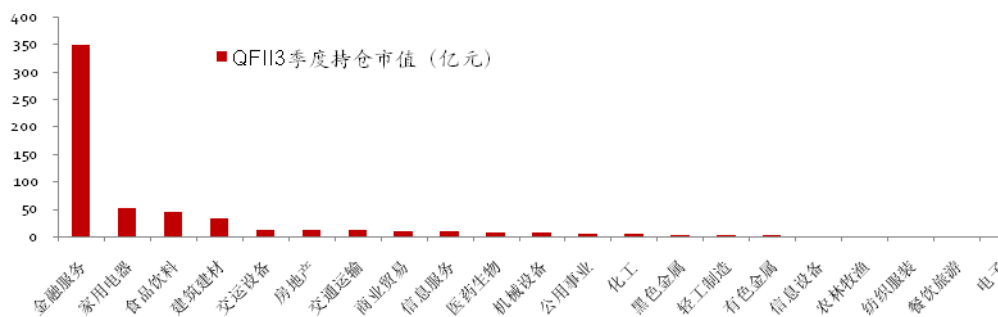
数据来源: Wind 资讯, 博时基金

3.2.2 市场主体的博弈——QFII、RQFII 看多 A 股市场

自 2012 年三季度始, 海外资本开始看多中国市场, 直接改变了市场的节奏。究其原因, 资本市场对外开放的步伐在加快, 海外资金出入中国更加容易, 提高了中国资产的吸引力, 看多国内资产的战术配置资金会进入国内市场。此为其一。其二, 由于中国在新兴市场国家举足轻重的地位, 海外资金战略配置中对中国的配置也只会增加。其三, 对于看空国内的海外投资者, 考虑在国内的海外资金存量较少, 做空条件并不健全, 即便看空也处于无“货”可卖的境地。

图 27

2012 年 3 季度 QFII 看好低估值的金融服务行业



数据来源: Wind 资讯, 博时基金

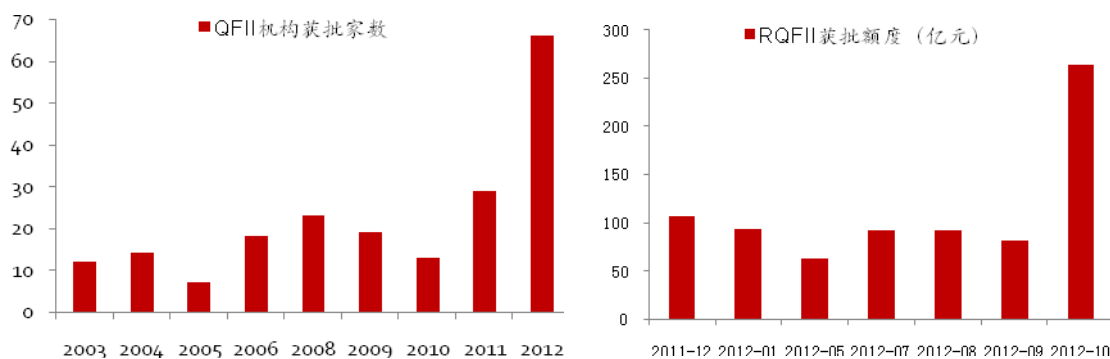
为吸引更多境外长期资金, 扩大机构投资者队伍, 促进资本市场稳定发展, 证监会和外汇局加快了 QFII 审批速度, 2012 年 QFII 机构获批 66 家, 获批额度 321 亿美元, 远超前几年 QFII 市场的准入规模。此外, 监管层实施了一系列扩大开放的措施, 包括将 QFII 总投资额度扩大到 800 亿美元, 同时修改 QFII 法规, 大幅降低了 QFII 资格要求、提高持股比例上限和增加运作便利等。投资主体的多元化或将改变未来市场博弈的格局。

11 月中国证监会、央行及国家外管局增加 2000 亿元人民币 RQFII 投资额度的同时提到, 将进一步扩大试点机构范围。12 月 14 日, 国家外汇管理局对

《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》做出修改，明确主权基金、央行及货币当局等机构投资额度上限可超过等值 10 亿美元。RQFII 额度的追加，QFII 额度上限提高，有望向 A 股市场注入健康、持续的流动性，对于股市信心也有提振作用。

图 28

QFII 审批速度加快，RQFII 获批额度提高，为 A 股市场注入更多流动性



数据来源: Wind 资讯, 博时基金

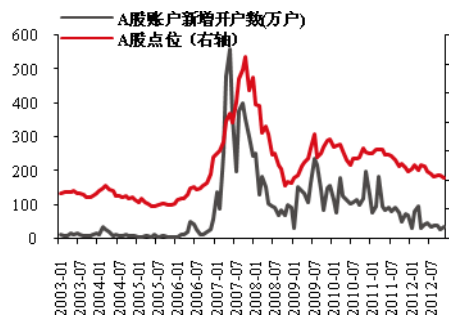
3.2.3 市场主体的博弈——个人投资者寄望于财富效应

股市的低迷，让投资者忘记了中国还是一个以个人投资者为主的市场。财富效应的消失，个人投资者也忘记了自己的存在。历史的经验表明，股市的财富效应是明显的，股市场前景较好时，新开户数增加，存款搬家，反之则反是。

2013 年的市场迎来的第一波个人投资者并不是财富效应的信奉者，而是终于解套的庆幸者，减持是必然的。第二波的投资者才可能是财富效应的感召者，当群众运动兴起的时候，机构投资者的理性将无法左右市场，群众的感性才是决定性的。从目前的数据来看，风还未起。

图 29

股市点位 VS 新增开户数：同向变动



数据来源: Wind, 博时基金

图 30

股市收益率 VS 准货币——个人存款：反向变动



3.2.4 市场主体的博弈——基金公司

基金公司，特别是公募基金已经失去了当年呼风唤雨的领袖气质了，以至于市场把基金公司当成最后接盘的笨象。2012 年这一现象开始有所改变，特别是四季度，基金公司的防守反击对市场的节奏影响极大。

随着 2012 年 12 月 28 日新《基金法》的修订，基金公司的行为对市场的影响又将发生新的变化。《基金法》第 22 条，允许基金公司实施专业人士持股计划。第 18 条，允许从业人员在事先申报的前提下投资股票。第 48 条，加强基金份额持有人的权利。以及明确规定衍生品作为基金投资范围，并对基金投资的限制条件做出了修改，其中包括关联交易条款的修订。

初步判断，上述行为无法改变市场的趋势，但会对投资的风格产生重大影响，并影响节奏。一方面因为可以投资金融衍生品，因而节奏会加快。另一方面，因为可以持有股票，契合新周期的成长股将会比价值股更有价值。

3.2.5 交易规则：市场节奏变快，多元化策略呈威

融资融券与股指期货推出后市场节奏变快。

自 2012 年 10 月份以来，市场的低迷令投资者融资买入额直线下滑，而融券放空的规模在快速增加。股指期货已成为投资者风险对冲的首选工具。相对现货市场，股指期货的交易量逐步增大的趋势已经非常明显。

在节奏加快的同时，多元化的策略开始呈威。2012 年白酒、药业等的浑水式做空绝不是个案，这对于 2013 年基金抱团的投票来讲，意味着存在着极大的风险。在中国找一个公司的优点可能很难，但找出其瑕疵可是相当容易的一件事情。

四、结构

时间与空间的排列将资本分割成不同的投资标的，结构问题随之显现。即使在趋势明朗的前提下，结构依然特别重要。迂回生产的直接结果是资本结构发生分化，高阶资本与低阶资本在加杠杆与去杠杆中呈现迥然相异的状态，并且呈现明显的时间序列特征。结构研究对于资产配置至关重要。

4.1 股票的横向结构：行业分析

4.1.1 行业生命周期视角：中周期的本质是行业的更替

中周期的本质是行业的更替，在改革即将启动新周期的时刻，在一个相对大的框架内界定行业的生命周期是重要的工作。

近十年的市场发展，不同行业经历了不同的发展阶段。计算各个行业的营业收入相对于全市场平均增速的水平，并对比其 2003 至 2007 年，以及 2008 年至 2012Q3 两段时期内的平均水平，基于这两段时期的平均相对收入增速之差，来判断各个行业所处的发展阶段，有如下结论：

□ 显著成长期的行业

白酒、计算机、传媒、乘用车、通信设备、餐饮旅游、建筑、农林牧渔以及医药等行业当前处于显著的成长期。接下来，处于这个阶段的行业有两种发展可能：一是高增长的行业有可能减慢增长速度（增速提升幅度居前的可能性较大），逐步步入平稳的成熟期。二是成长增速进一步提升，进入成长阶段的下半段。

□ 平稳成熟期的行业

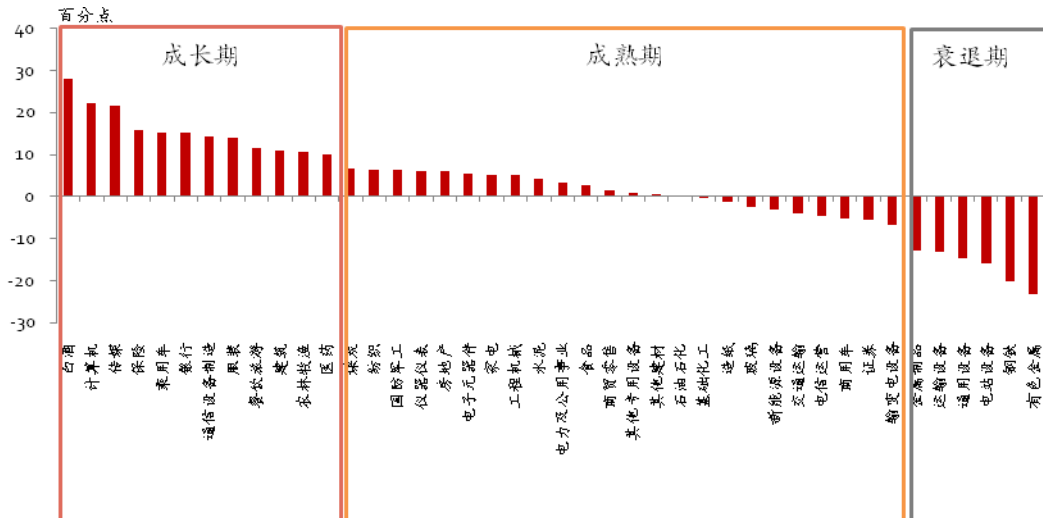
处于平稳成熟期的行业收入增速上下变化有限。比如，煤炭、纺织、国防军工、房地产、电子元器件、工程机械、水泥、电力、食品等行业有小幅的收入增速提升。商贸零售、石油石化、基础化工等行业则几乎保持收入的平稳增长。输变电设备、商用车、电信运营、交通运输、新能源设备、玻璃和造纸行业收入增速小幅下滑。这些行业在未来，一是有可能在某些外部因素影响下进入快速的成长期。对于另一些行业来说，则不可避免要步入衰退期。

□ 处于衰退期的行业

当前处于衰退期的行业，收入增速显著下滑，如有色金属、钢铁、电站设备、通用设备、运输设备以及金属制品业。这些行业未来的发展趋势，或者继续处于低迷期，或者在足够量级的外部冲击下获得变身成长的机会。

图 31

以平均收入相对增速划分的行业生命周期



数据来源: wind, 博时基金

4.1.2 政策视角：中央政府强调以虚补实

18 大报告与之后的中央经济工作会议以及即将于 2013 年 3 月召开的两会，异常清晰地明示了政府对行业的态度，兹列表如下。

概括起来讲，政府对行业的政策原则如下：

- 以虚补实，金融业向实业让利
- 压缩政府一般性消费，鼓励大众消费
- 鼓励以新型城镇化为依托的基建、信息业、农业、节能环保产业
- 继续对房地产进行管制，并通过房产税优化存量
- 加大对战、安、抚、娱的投入

表 3

中央政策对行业的抑制

抑制行业	具体表述	来源	简评
房地产	改革征地制度，提高农民在土地增值收益中的分配比例；建立市场配置和政府保障相结合的住房制度，加强保障性住房建设和管理，满足困难家庭基本需求。	十八大报告	房地产整体受到打压，但因中部地区要承接东部的产业
	要继续保持房地产市场调控政策不动摇	经济工作会议	
	落实促进中部地区崛起战略的若干意见，支持重点地区、城市群和特殊功能区加快发展，发挥比较优势承接东部地区产业转移。	发改委	

			转移，或有区域性机会
消费行业	鼓励消费，加大反腐败力度，减少政府职数，并严管政府全预算	十八大报告	政府消费减少，低收入阶层工资会增长，低端居民消费或受益
	培育一批拉动力强的消费增长点；各级政府要厉行节约，严格控制一般性支出，把钱用在刀刃上。	经济工作会议	
	推动建立工资正常增长机制；	人社部	
金融行业	现代金融体系要促进宏观经济稳定，支持实体经济发展，实行更加有利实体经济发展的政策措施；建立社会保险基金投资运营制度，确保基金安全和保值增值；发展民间金融；发展多层次资本市场，稳步推进利率和汇率市场化改革，推进金融创新，维护金融稳定。	十八大报告	坚守风险底线无疑是针对影子银行来说的。影子银行的主导方在银行，收益主体也是银行。所以监管并不利好银行，但监管态度会偏温和。因为，如果没有影子银行，社会
	适当扩大社会融资总规模，保持贷款适度增加，保持人民币汇率基本稳定，切实降低实体经济发展的融资成本；要高度重视财政金融领域存在的风险隐患，坚决守住不发生系统性和区域性金融风险的底线。	经济工作会议	
	高度重视、深入分析金融领域存在的风险隐患，坚决守住不发生系统性和区域性金融风险的底线	央行	
	要牢牢坚守系统性和区域性金融风险底线；加快发展民营金融机构，加快农村金融机构和地方金融机构改革	银监会	

			融资成本会更高，与十八大的方向不吻合。民营金融机构有机会。
--	--	--	-------------------------------

表 4

中央政策对行业的支持

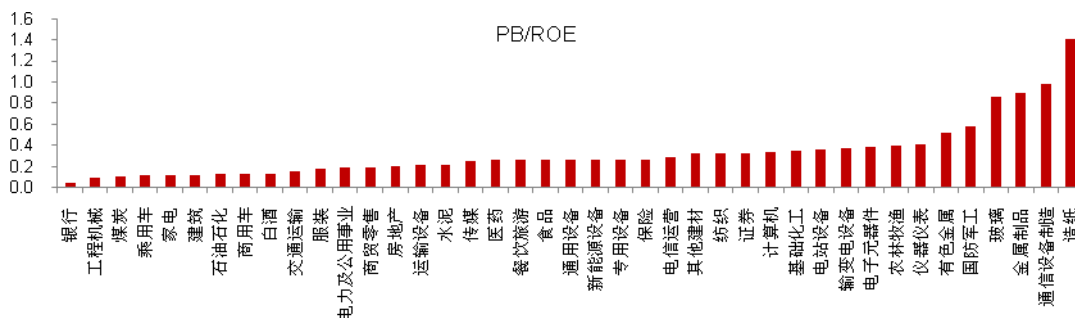
支持行业	具体表述	来源	简评
基建行业	坚持把国家基础设施建设重点放在农村；实施重大生态修复工程；加快水利建设，增强城乡防洪抗旱排涝能力	十八大报告	与城镇化相配套的基础设施建设会持续存在。
	在打基础、利长远、惠民生、又不会造成重复建设的基础设施领域加大公共投资力度；大兴农田水利	经济工作会议	
	发挥好投资对经济增长的关键作用；中央预算内投资主要投向保障性安居工程和城镇基础设施；	发改委	
信息业	科技创新必须摆在国家发展全局的核心位置；建设下一代信息基础设施，发展现代信息技术产业体系，健全信息安全保障体系；推进信息技术运用\部队建设\社会管理\文化产业；推动信息化和工业化深度融合	十八大报告	针对创新型企业可能会有进一步优惠财税措施出台
	结合税制改革完善结构性减税政策，……，提高科技创新能力	财政部	
资源、能源产业	公共资源出让利益共享；深化资源性产品价格和税费改革，建立反映市场供求和资源稀缺程度，体现生态价值和代际补偿资源有限使用制度和生态补偿制度；大幅降低能源、水、土地消耗强度；支持节能低碳产业和新能源、可再生能源发展，确保国家能源安全	十八大报告	
环保产业	促进生产空间集约高效，生活空间宜居适度；全面促进资源节约；实施重大生态修复工程；生态环境落实到奖金和官位上，建立体现生态文明要求的目标体系、考核办法、奖惩机制。	十八大报告	环保产业因政策支持或有受益，但注意到，中部地区要承接东部的产业转移，所以，真正的机会应该在东部。
	要把生态文明理念和原则全面融入城镇化全过程，走集约、智能、绿色、低碳的新型城镇化道路	经济工作会议	
	结合税制改革完善结构性减税政策，……，加强节能减排和环境保护	财政部	
	中央预算内投资主要投向保障性安居工程和城镇基础设施、“三农”、社会事业和社会管理、节能减排和生态环保	发改委	
文化产业	主导产业	十八大报告	
	深入研究人口大规模流动、利益多样化、社会信息化、思想文化多元化形势下的社会管理规律	经济工作会议	
医疗行业	提供安全有效方便价廉的公共卫生和基本医疗服务；鼓励社会办医	十八大报告	

数据来源：新华网、博时基金

4.1.3 库存视角：中下游制造业受益于主动补库存

第二部分趋势的分析已经指出中国正经历着一个量价利齐升的阶段。这一主动补库存的过程对行业的影响是直接的，是第一季度行业配置的重要依据。

估值的行业对比



数据来源: Wind 资讯, 博时基金

4.1.5 产能与杠杆视角——一、二反弹，三反转，四在个股

产能与杠杆制约着企业的盈利能力，从而决定着市场的趋势。不同产业产能与杠杆的不同水平决定着股票配置的结果。

□ 自 2011 年下半年开始多数行业开始去产能，中游去杠杆

2009、2010 两年的宽松环境，多数企业投资增速剧烈攀升。随后，需求下降凸显产能过剩。成本与开支的刚性影响现金流，收入与盈利的压力日益凸显，流入现金流不达预期。在正常情况下，经济收缩的大周期中，企业的理性选择是去产能，以顺应收缩以求“过冬”。2011 年下半年以来，多数行业表现出去产能的情况。

在杠杆以及负债水平的变化方面，中游制造业普遍在去杠杆进程中领先，2012 年以来盈利压力较大。上游资源行业以及电信运营和国防军工的杠杆则仍继续提升。

图 34

产能变化的行业对比

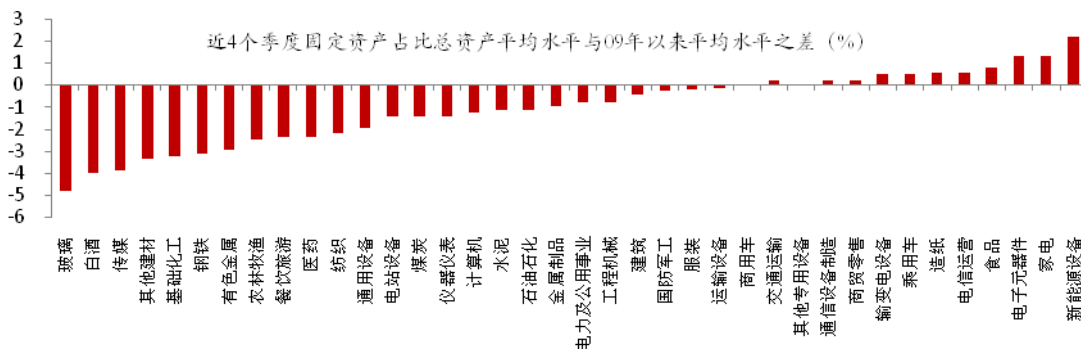
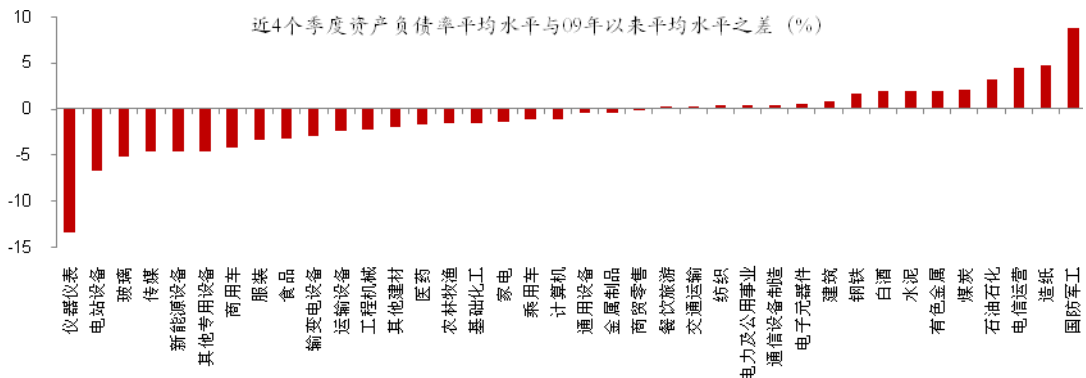


图 35

杠杆变化的行业对比



数据来源: Wind 资讯, 博时基金

经营杠杆与财务杠杆确定的行业轮动

产能与杠杆是企业资产负债表的两个部分, 将二者结合起来, 会更清楚地看清楚企业盈利的决定力量。

方法是分别计算产能水平与杠杆水平, 前者是实体维度的固定资产占比, 后者是财务维度。数据是取近两大指标的四个季度的平均水平与 2009 年以来的长期均值水平之差。以此来构建产能与杠杆的双维度, 形成四个象限。

图 36

c 第三象限行业无牵无挂，弹性十足

行业主要是中游制造行业，比如工程机械、运输设备、通用设备、技术制品以及基础化工等行业。固定资产和财务杠杆双双落至平均水平之下，在经济趋势上升中更可能获得更大的弹性。

d 第四象限行业整体弹性较弱，机会在个股

主要以中下游制造以及消费类行业为主，包括家电、汽车、新能源设备、输变电设备、专用设备以及食品制造等行业，固定资产增速超越而杠杆水平落至前期平均水平以下。该象限中投产产能继续，而财务杠杆开始收缩，盈利能力存在压力。在经济周期中，整体弹性较弱，以行业中个体的增长为主要机会。

4.2 股票的纵向结构：成长的机会

2012 年资金青睐成长股，背后是中国经济在自我调整的几年中已经出现了一些新的特征。这些新特征足以使得我们的投资视野从低估值的所谓价值股转向成长股。当前的这些价值股在上一个中周期启动的时候，也是成长股，只是现在的投资者已经不再年轻，健忘了自己当年也是耐心耕耘成长企业的罢了。

4.2.1 中国经济结构上出现明显的变化

中国经济结构上的变化，主要指的是创新驱动的模式和内需驱动的需求变化，这对资产配置有明确的含义。

□ 创新驱动改变投资标的的选择标准

国家走向创新驱动，将改变投资标的的选择标准。创新就是靠摸索和磕碰将未知变成已知，将不可能变成可能。与模仿和“抄作业”相比，创新更依赖经济个体的积极性，更少依赖计划的指挥。企业内部的资源、流程和文化都应当与之匹配，适宜的市场秩序和竞争环境也会更加重要。结合中国的实际，由于企业发展在盈利的同时，还肩负国家发展战略的执行和各种社会责任，信息不对称带来的道德风险问题更加严重，国企在激励机制的改善上始终有天花板。而民营企业则有可能塑造更加适应创新的激励机制和文化。民营企业、以及上下游为民营企业的公司，在少受不恰当的管制和“鼓励”政策影响的市场中，更有可能迸发出创新的动力。

□ 内需变化表明消费导向特别重要

内需导向的经济，对投资配置的含义有二：

一、国内产能扩张的步伐可能持续缓慢，国家政策也支持居民收入和消费意愿的提升。2013 年年初消费股与周期品相较于是弱势的，中长期来看，消费品

市场的发展前景将明显好于投资品。2013 年消费将会明确分化，以政府一般支出为支撑的消费品显然无法取得 2012 年的业绩。

二、伴随企业转向国内市场，以及消费品份额的提高，贴牌生产、靠搞定大客户做销售的方式将越来越不能满足市场要求。面向最终消费者的研发、营销和品牌建设将越来越重要。当前公共消费在反腐的背景下趋于收缩，把握国内居民的特征、消费文化和心理，将是消费品企业必不可少的一课。

在这个背景下，文化与社会心理的新趋势，更值得投资者关注。

A “快时尚”趋势

主要发生在年轻人群体，典型热销商品的特点是价格适中甚至低廉、设计变化快、紧跟时尚、更新频率高。相反，越往“高档”、“牛气”上攀，这部分人可能越不喜欢。

B 品牌定位“极化”和集中化

定位为极高端和极“平民”的品牌，发展空间可能更大；同时在任何一个品牌定位上，集中化的趋势较为明显，海外名牌对国内后进品牌的挤压可能更为严重。

C 焦虑与安全成为热点

与经济不景气相关，人内心的焦虑、人与人、国与国之间关系的紧张也越来越严重。精神病发病率提升，网络安全成为热点。

4.2.2 新兴产业的趋势特征

博时基金在 2011 年下半年提出外围中心论，指出中心与外围的分化是市场明显的特征。在第一部分复盘，我们已经指出，2012 年资金有进入新兴产业的迹象，这一特征在 2013 年将更明显。

市场中枢波动向下，增量资本迟迟犹豫，但在存量资本的池子中，资本市场的资源也还在进行着自我的结构性再优化。在外围—中心的框架下，这种新兴产业与传统产业的资本再优化暗流涌动。

我们依照申万三级行业，分别算出今年以来行业市值增长和下降幅度前 20 的细分子行业。资本表现出了向新兴行业聚拢的显著特征，比如物流、网络服务、电子制造、环保、光学光电子等。即使在周期向下，缺少“外来水源”的情况下，资本仍然贯穿于行业的动态变迁和此消彼长，流入未来新兴的、真实成长的行业。这也同样解释了 2012 年以来弱市中不乏“大牛股”的现象。

实际上，通过第一部分对今年股票收益的分析，以及我们自己构建的基本组合的表现情况，2012 年以来，中小市值的股票确实表现出了一定的成长性，同时也获得了市场的认可。需要明确的是，外围—中心的转换与变迁是一个长期的过程，“迹象—>结构—>变迁”的进程决定了新兴产业的崛起中会有“中流砥柱”的公司，也会有“壮志未酬”的遗憾，分化将十分巨大，是创新的风险，也是成长的磨练。

表 5

资本向新兴行业聚拢（行业市值变化,%）

市值上升前 20		市值下降前 20	
其他采掘	213.38	通用机械	-8.77
物流	64.24	计算机应用	-9.07
林业	48.00	造纸	-11.06
网络服务	42.09	渔业	-12.10
建筑装饰	36.46	医疗器械	-12.52
证券	30.16	农产品加工	-13.67
燃气	26.32	零售	-14.68
房地产开发	24.55	钢铁	-14.99
汽车整车	22.87	生物制品	-15.03
电子制造	21.54	其他电子	-15.21
交运设备服务	20.15	橡胶	-17.68
环保工程及服务	19.33	金属制品	-18.30
有色金属冶炼与加工	18.88	电气设备	-18.32
白色家电	16.62	服装家纺	-19.00
光学光电子	15.49	景点	-20.06
食品加工制造	15.21	通信设备	-22.44
视听器材	14.67	酒店	-27.52
化学制药	14.54	贸易	-29.34
保险	12.30	化学纤维	-29.37
餐饮	10.61	通信运营	-36.22

数据来源：Wind 资讯，博时基金

更进一步，分别选取今年以来（截止 2012.12.19）涨幅和跌幅前 200 的股票（除去长期停牌复牌、以及 ST 摘牌等特殊情况的样本），简要对照两组样本的指标，我们可以发现以下显著特征：

□ 分化明显

涨幅前 200 的股票平均上涨幅度超过 40%，而跌幅前 200 的股票平均下跌幅度超过 35%；市值方面，小市值股票反而表现更强。

□ 与估值几乎无关

年初看两组样本当时的 PE 估值，差异并不大，这一点在四季度周期企稳之前，更加明显。站在年末回看，估值也并不成为上涨的主要驱动力量。

□ 盈利能力是核心

涨幅前 200 的样本，在经济周期向下的过程中，盈利能力反而进一步增强，跌幅前 200 的样本 ROE 显著下滑，几乎下滑了一半。

□ 需求稳定、成本控制保证盈利增速

涨幅前 200 的样本，收入增速总体维持在 20% 以上，与去年持平，没有下降。盈利则更是从去年的 24% 大幅增至超过 30%，一部分原因是企业成本控制较好。而跌幅前 200 的样本，收入增速大幅下滑至负增长，同时成本明显提升，总体盈利增幅的负增长幅度超过 40%。

□ 业绩的持续性是关键

实际上涨跌幅前 200 的公司，在 2011 年的净利率差距并不大。涨幅前 200 的样本公司在 2012 年维持了可观的盈利空间，跌幅前 200 的样本公司，净利率则是腰斩。

□ 产能过剩杀伤力巨大

虽然两组样本总体上产能（资产周转率）均有所提升，但跌幅前 200 的样本显然遭受到了产能过剩的更大问题。

□ 杠杆的放大作用仍然明显

两组样本的杠杆虽然都有所提升，但需求收入稳定，成本控制有效的公司，对盈利能力的放大作用更加明显。反之，就看到了盈利能力的大幅下滑。

表 6

2012 的“Winners”与“Losers”

截止 2012-12-19	涨幅前 200		跌幅前 200	
涨跌幅, %	44.02		-37.34	
市值, 亿元	31.19		38.93	
主要财务指标	2012Q3	2011Y	2012Q3	2011Y
PE, X	31.93	26.88	23.40	31.40
ROE, %	8.93	8.49	3.64	6.96
收入增速, %	20.62	20.79	-0.63	16.91
盈利增速, %	32.13	24.13	-43.08	5.60
销售成本率, %	70.50	71.21	76.67	73.41
净利率, %	10.29	10.70	5.51	9.50
总资产周转率	0.49	0.55	0.50	0.64
固定资产周转率	4.89	5.28	3.02	4.09
流动资产周转率	0.80	0.85	0.83	1.03
资产负债率, %	51.56	49.70	35.64	34.73

数据来源: Wind, 博时基金

五、配置

研究趋势、节奏与结构的目的即在于为资产配置寻找依据，配置的重点在于时空的转换。

5.1 配置的战略与战术——泽战中的运动战

2013 年正确的战略是消耗战：先守再攻，这是博时 2012 年投资策略报告题目。这延续了我们自 2011 年二季度起一直坚持的战略相持阶段主打游击战的基本作战方针。前面四部分的分析并没有指出 2013 年就可以进行战略进攻了。但随着市场自我出清与制度变革的推进，市场的驱动力发生了相对积极的变化。相应地，相对消极的游击战可以转化成相对积极的运动战。但以防守为主的作战方针依然适用，即泽战的性质没有发生根本的变化。

泽战是基于之前的海战、池战而言的。泽战可能现出两种结局，一是等待海战再起，周期复兴。一是不再相信历史会重演，或者说认为历史只会相似，但不会重复，毅然寻找新的战场。客观地讲，过去三年这两种战略思想反复较量，至 2013 年后者才略占上锋。这两种战略在 2013 年仍然还会发生激烈的碰撞，即对周期股与成长股的态度还会存在明显的分歧。

单纯从周期与成长来看，显然对泽战的理解过于简单。冬雨阵阵与春雷声声当然可以带来无穷的希冀，但断不可认为池将满而重与海平。改革的春雷带来的多是秋雨。如果说 2012 年闭门不出是良策，那么 2013 年不妨出门捕些鱼鲜，但要记得天黑前回家。在不出门的时候，改造船只或许比织网更是未雨绸缪。等到秋天来临的时候，我们会发现，改革的目标绝不是重复过去十年的池海齐平的壮观景色。

5.2 大类资产配置——超配股票、标配债券、低配现金

股市自 2012 年 12 月开始的火借风威的态势短期可能不会结束，股票可能会好于债券，这也是周期弱复苏的必然结果。上半年增长回升可能快于通胀，改革预期显著改变了投资者的风险偏好，企业主动补库存促使盈利上升，股票可能会好于债券。下半年受去产能与去杠杆的约束，增长开始回落，通胀预期回升政策或将会偏紧，债券与股票可能都会偏弱。改革不达预期的局面可能会使债券重新优于股票。无论是股票还是债券，影子银行的治理都是定时炸弹，据我们的初步判断，市场在春末夏初要对此高度重视。

5.3 债券的配置——偏信用、轻利率

□ 债市暴利不在，影子银行治理左右债券结构

2013 年，经济增长短期企稳，货币政策或将保持稳健，月度通胀率大多维持在 3% 以下，这决定了市场利率的波幅将进一步缩窄，但下行空间有限。整体来看，2013 年债市投资或将没有暴利。对影子银行的治理，以及金融变革或利率市场化的影响，决定着债市的结构对立与转变。

信用债表现或继续好于利率债

2013 年信用债较 2012 年的资本利得将微乎其微，但结构上中低信用的企业债、中票等仍具有估值优势。须注意的是，影子银行的治理力度或某些信用事件的曝光，可能使信用债估值面临变数。因此，激进者可以维持 2012 年以来侧重中低信用品种的思路，谨慎者可以考虑将配置逐渐转换为高等级信用品种。

利率债一季度难有机会

考虑到二、三季度内约一万亿元的央票到期，公开市场资金状况届时可能有显著宽松，但在此之前，银行间资金都将保持适度偏紧状态。与此对应，利率债在 2013 年一季度或将难有机会，二季度以后或有小幅的上涨空间。

中短端、国开债有相对优势

结构上看，5 年以下中短端相对 7 年以上中长端、政策金融债（尤其是国开债）相对同期限国债，均有一定的估值优势。

图 37

3 年期企业债、中票估值与基准贷款利率的比较

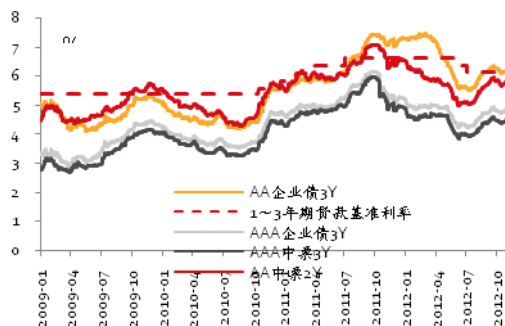
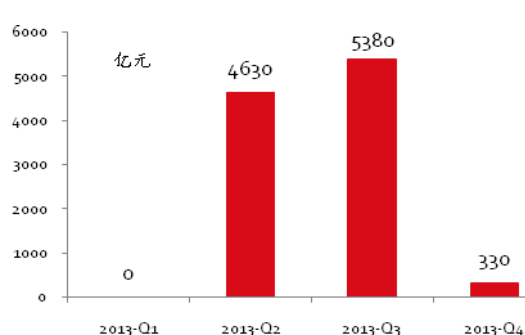


图 38

2013 年央行票据到期节奏



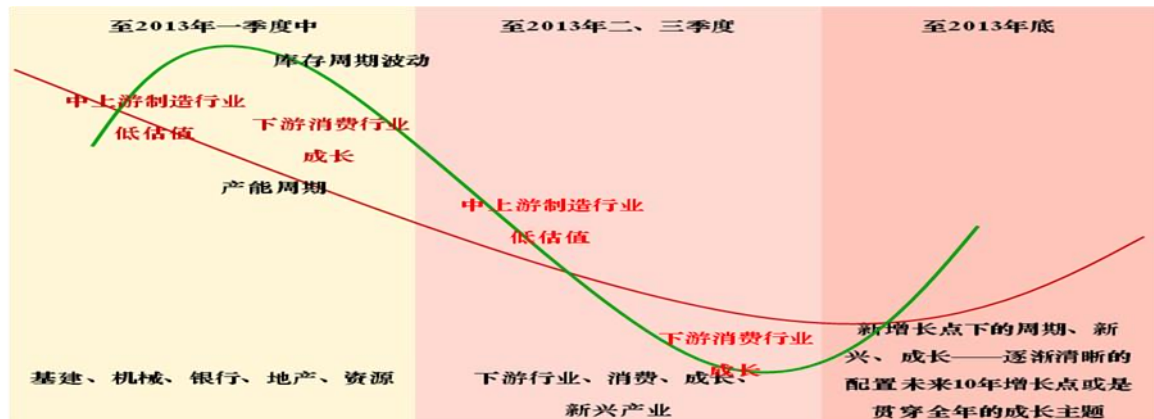
数据来源：Wind 资讯，博时基金

5.4 股票的配置——周期先行、新兴主导

股票的行业配置，根据以上对趋势、节奏以及结构的判断，我们倾向于在一季度对周期更加积极一些，同时增加对价值和蓝筹行业的配置。到一季度中后期至二季度初，目前判断可能需要转为相对谨慎，但同时可以考虑开始积极布局新兴和成长类型的行业和公司。

图 39

股票配置的结构与节奏



数据来源：博时基金

表 7

2013 年一季度行业配置的理由

超配	
建材	经济小周期反弹，补库存，去产能、较高杠杆、低估值，城镇化主题
机械	经济小周期反弹，补库存、低估值、城镇化主题
汽车	补库存，低估值
交通运输	经济小周期反弹，低估值、具备一定的杠杆水平
房地产	经济小周期反弹，低估值、城镇化主题
有色金属	经济小周期反弹，城镇化主题
非银行金融	市场好转，一季度交易活跃
银行	低估值，风险可控
传媒	国家文化传媒的战略定位
建筑	城镇化主题、低估值、具备一定的杠杆水平
电力及公用事业	煤价稳定，成本有利
标配	
电力设备	经济小周期反弹，库存较低，而杠杆与产能因素不利，估值总体不低
家电	估值较低，而库存较高，且产能持续投放，杠杆率不高
基础化工	经济小周期反弹，而库存和估值并不显著偏低，产能去化较大，但杠杆不高
石油石化	估值较低，杠杆水平相对高位而产能有所收减，库存并不低，油价不确定性高
计算机	库存不高，而估值不低，产能有所去化但杠杆亦有下降，个股成长存机会
农林牧渔	估值不低，库存存在品种上有分化，产能有所去化而杠杆下降，存在政策性机会
餐饮旅游	产能结构偏向有利，而杠杆变化无起色，估值上中性
轻工制造	估值较高，库存优势劣势均不大，产能去化不明显，但杠杆处于相对高位
国防军工	杠杆水平较高，政策主题机会较大，估值相对较高
电子元器件	产能偏高，而杠杆水平略有利，库存偏低，而估值优势不明显
低配	
煤炭	库存仍较高，价格不确定性大，国际能源结构有影响的可能
通信	估值较高
医药	库存中性，估值中性，而杠杆率变化趋势向下，消费属性与一季度市场风格可能存分离
钢铁	库存较高，盈利能力持续较弱
食品饮料	消费属性与一季度市场风格可能存分离，杠杆偏向向下变化，产能偏高
纺织服装	库存较高，消费属性与一季度市场风格可能存分离，纺织板块估值不低
商贸零售	消费属性与一季度市场风格可能存分离，杠杆偏向向下变化

数据来源：博时基金

附表：2013 年主要经济变量预测值

表 8

2013 年主要经济变量预测

	2013F	2012.1-11	说明
1) GDP	7.7%	7.7%	伴随影子银行扩张的弱复苏。
2) CPI	2.7%	2.7%	弱复苏经济难见通胀；猪价、油价上行风险低。
3) 规模以上工业增加值	10%	10%	预测考虑： [1]GDP 增速略高 2012 年，[2] 工业占 GDP 比例下降。
4) 固定资产投资	20%	20.7%	是以下四个分项的加总。
其中：房地产	21%	22.2%	根据施工面积预测得到；隐含假设新开工同比上升 5%（全国库存仍在极高水平），竣工上升 12%。在历史上类似的经济背景下，房地产开发投资增速高于施工面积约

			4 个百分点，房地产投资投资增速高于开发投资增速约 5 个百分点。
制造业	18%	23.1%	反映“去产能尚未结束”的看法，具体数字存在不确定性。
基础设施	21%	14.2%	隐含假设月环比折年增速为 15%，低于今年 3 到 12 月 22.7% 的增速；主要考虑到影子银行监管可能会加强。无论从稳增长，还是城镇化、城乡一体化，基础设施建设都是非常重要的抓手。去年下半年的放缓主要是为了反通胀。
非基础设施服务业	31%	31%	从 2011 年以来投资一

			直保持高增长。
5) 出口	6%	7.3%	不看好外需，不看好加工贸易的竞争力。这两点都不利于出口额增长。
6) 消费	社会消费品零售总额的数字不准确，难找微观对应。就业不景气、工资增速放缓已经持续了一段时间，可能只是延续今年的颓势，而非进一步恶化。		
7) 广义货币	14%	13.9%	预测为 2013 年 12 月余额同比；11M12 为当月余额同比。预测的主要依据为对货币政策目标的猜测，因为明年的经济增速和通胀目标很可能仍然为 7.5% 和 4%，对脱媒的考虑可能还不至于影响到广义货币目标的设定。
8) 新增贷款	8.5 万亿	7.75 万亿	2012 年新增贷款在三季度加快，预计全年可能接近 8.3 万亿。

			明年 8.5 万 亿贷款，部 分考虑到债券 的发 行。
9) 同业拆借利率，七天	3-3.5%	3-3.5% (11 月)	该利率 是观察 货币政 策的窗 口，这 样的利 率水平 不利于 企业去 杠杆。
10) 基准利率和准备金率	降息可能性小；法定存款准备金率的政策信号减弱，操作 已经被逆回购代替。		
11) 汇率	全年持平或略升。央行有加强汇改的意图，让市场率中间 价的鼻子走，这个力量至少在上半年偏向升值。		

免责声明:

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对该等信息的准确性及完整性不作 任何保证。在任何情况下本报告中的信息或所表达的意见不构成我公司实际的投资 结果, 也不构成任何对投资人的投资建议。

本报告中的数据出处若未加特别说明, 均来自万得, 彭博或博时基金。本报告 版权归博时基金管理有限公司所有。

投资有风险, 请谨慎选择。