

博时基金 2013 年第二季度投资策略报告

2013-04-17

向 实 而 生

观点摘要

□ 复盘

2013 年第一季度，股票先扬后抑，债市持续向好。创业和中小板完胜主板；周期轮转并不完整，上、中游并未受益弱复苏的预期，从二月开始市场明显转向成长；与 2010 年相比，成长布局迥异，计算机、通信、传媒以及环保成为新生力量的先锋。较低的通胀、弱的经济复苏、持续宽松的流动性支撑债市。结构上，信用债持续好于利率债，期限利差上升，信用利差下降。

□ 趋势

习李新政以管控风险为先，反腐、改作风、金融管控措施可谓一脉相承。我们认为第二季度的经济将略有改善，基础设施投资同比增速有望持续提升，房地产开工持续回暖，但制造业投资、“三公”消费仍难见到曙光，信息产业可能存在较独立的景气。其政策背景，是可能保持现状的货币政策，和着眼长远的金融风险管控措施。海外经济二季度走弱概率较大，降低海外资金风险偏好，海外央行的宽松仍对国内宽松形成限制。企业盈利仍受产能过剩的抑制。基本面的风险来自朝鲜半岛局势和 H7N9 疫情的进展，市场认知的风险来自对金融风险管控导致流动性大幅收紧的恐慌。

□ 节奏

海外投资者更受国内关注，但他们投资中国的热情在下降。公募基金股票仓位接近天花板，产业资本净减持不停。市场上涨时，小盘股票几乎总是跑赢大盘，下跌时小盘跑输大盘的时候在减少。

□ 结构

2012 年第四季度交运和电力及公用事业盈利反弹最大，信息产业增速同样显著。电力与公用事业资产负债表修复进程领先，其次是消费品和 TMT，而周期性行业的中游和上游行业还有很长的一段路要走。从财政角度看，粮油物资储备、社会保障与就业、医疗卫生是预算支出最快的领域，国防支出增速多年来首次超过平均水平。内需的崛起和信息化可能成为主题投资的热点。行业内的特征上，强势行业龙头更强，弱势行业龙头更弱。债券方面，需要回避低评级品种，核心考虑是偏高的估值，并且受金融风险管控和流动性收紧预期的影响较大。

□ 配置

二季度的配置，结构重于总量。可以考虑低配股票，标配债券，超配现金。股票方面，根据稳定增长、改革预期和信息化等逻辑来布局行业配置，超配电子元器件、计算机、通信、国防军工、环保、石油石化、传媒、医药和汽车。标配基础设施和房地产投资产业链，并且展望偏正面。考虑金融风险管控措施对估值的抑制，标

配金融行业，但展望偏负面。低配的行业包括白酒、零售、餐饮、钢铁和煤炭。债券上，可以考虑回避中低等级品种，超配中长期的高评级品种。

目 录

一、 复盘.....	1
1.1 资产的收益特征.....	1
1.2 2013 年第二季度资产收益的决定因素.....	2
二、 趋势.....	4
2.1 改革：习李新政以管控风险为先.....	4
2.2 周期：折磨人的弱复苏.....	4
2.2 流动性：货币政策可能保持现状，金融风险管控压制宽松预期.....	7
2.3 海外：风险偏好可能下降，海外央行宽松持续制约国内货币政策.....	8
2.4 盈利：资产负债表修复制约增长.....	11
2.5 资产配置：宏观因素的影响与风险.....	13
三、 节奏.....	15
3.1 海外投资者的脚步更受关注.....	15
3.2 资本市场自身的博弈影响市场节奏.....	16
四、 结构.....	17
4.1 股票：行业比较分析.....	17
4.2 股票：内需和信息化成为新主题.....	22
4.3 股票：买主题行业就买行业龙头，即便是主题也非纯炒作.....	23
4.4 债券：回避低评级品种.....	24
五、 配置.....	26
5.1 配置的战略与战术.....	26
5.2 大类资产配置.....	26
5.3 股票的配置.....	26
5.4 债券的配置.....	26

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。

1.1 资产的收益特征

1.1.1 大类资产的收益特征

一季度，海外经济向好态势明显，农历新年后国内经济复苏进程慢于预期，需求的传导并不通畅，通胀一度引起担忧；国内货币政策几乎没有变化，市场流动性宽裕，海外资金进出活跃；两会之后，金融风险管控措施陆续出台。这些因素，构成了各类资产收益的关键驱动。

- A 股总体弱于发达与东南亚、南美新兴股市，但风格差异悬殊，创业与中小板完胜主板，获得正的绝对收益，股基投资以风格取胜；
- 国内债市受益于经济增长偏弱与货币超预期宽松，信用债无惧信用风险，持续优于利率债；债基投资以高票息、可转债与高杠杆取胜；
- 流动性重回宽裕，银行理财和信托产品预期收益下降，仍处偏高水位；
- 商品强周期消失，大宗与贵金属收益普遍为负，与经济密切相关的原油相对强势。

表 1

2013 年第一季度国内外各类资产市场表现

		2010	2011	2012	1Q2013
股票	上证综指	-14.3	-21.7	3.17	-1.43
	沪深 300	-12.5	-25.0	7.55	-1.10
	中小板	21.3	-37.1	-1.38	8.92
	创业板	16.9	-35.9	-2.14	21.4
债券	中信标普全债	2.00	3.79	4.03	1.64
	中信标普国债	2.77	4.39	3.25	1.09
	中信标普企债	7.42	3.81	6.76	2.15
基金	标准股票基金	-2.89	-25.0	4.13	5.21
	普通债基	8.14	-2.83	7.52	3.47
	货币基金	1.79	3.48	3.92	0.81
理财产品	人民币 3 月期理财产品	2.70	4.38	4.61	4.40
	信托产品	8.06	9.12	9.20	9.11
商品	COMEX 黄金	29.5	10.1	6.84	-4.71
	铁矿石	39.0	-25.0	1.54	-2.53
	布伦特原油	21.2	13.1	3.6	-1.21
	大豆	33.8	-13.6	18.4	-1.27
储蓄存款	一年定期存款（期初基准利率）	2.25	2.75	3.50	3.00

数据来源：Wind，博时基金

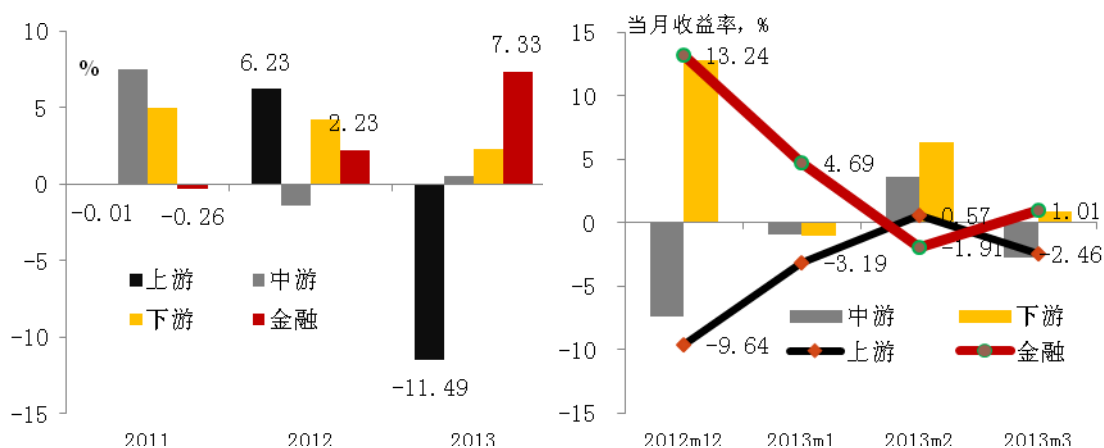
1.1.2 股票的收益特征

□ 特征之一：不完整的周期轮转

2011 年以来的春季行情，体现了不一样的格局特征。2011 年，中游领导，下游跟进；2012 年，上游发力，跳至下游；2013 年，金融主导，实体周期弱复苏，中下游领头，上游尚未跟进。本轮从 2012 年 12 月开始的春季行情，周期并未形成完整的轮转。12 月银行与下游“剧烈”上涨，1 月周期、上游未跟进，中下游弱表现，银行持续挑大梁。2 月周期结构大致复制 12 月，中游有所突进，金融回落，3 月周期弱势隐现，分化降低。

图 1

2011 年以来三次春季行情的行业结构特征（2013 年段从 2012 年 12 月开始计算）



数据来源：Wind，博时基金

□ 特征之二：行业分化严重

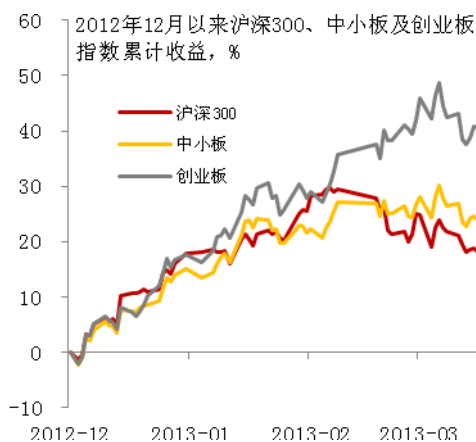
2013 年以来，军工、医药、电子元器件、通信、计算机、传媒、公共事业（环保）领跑；煤炭、有色、地产产业链、食品饮料（白酒）承压。以城镇化为主的“第一战场”逐渐平息，而以信息化为主的“第二战场”风起云涌。

□ 特征之三：从二月开始周期弱反弹向成长布局转变

2012 年 12 月到 2013 年 1 月是市场依照弱复苏的逻辑释放系统性风险溢价，到了 2 月份，系统性风险溢价持平。新兴成长的结构性特征显著增强。对比 2012.12 以来的 Top100 和 Bottom100，盈利能力的影响依旧重要，估值的作用仍然较淡。12 月前较低的应收账款和固定资产周转率以及资产负债率，成为市场预期这些公司 ROE 提升的主要驱动力，大小风格的对比十分强烈。

图 2

2012 年 12 月以来各板块指数回报及涨跌幅前 100 只股票的特征对比



数据来源: Wind, 博时基金

2012.12以来, Top100与Bottom100的特征对比

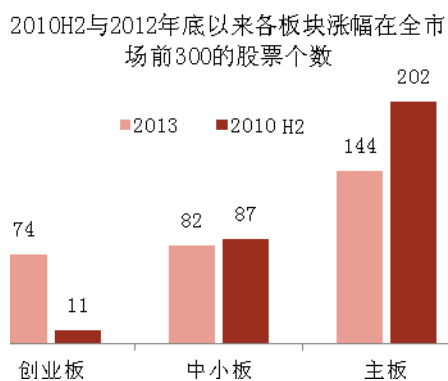
2012.12特征数据中值	Top100	Bottom100
涨跌幅, %	81.62	-4.48
PB, X	2.49	2.49
ROE, %	6.61	4.69
应收账款周转率	3.15	11.17
存货周转率	2.56	1.84
固定资产周转率	2.68	3.67
资产负债率, %	39.20	51.33
净利率, %	20.24	-12.49
流通市值, 亿元	18.08	50.17

特征之四: 成长的布局与 2010 年迥异

对比 2010 年下半年与 2012 年 12 月以来涨幅榜前 300 家公司: 2010 年主板和中小板实际是主要力量, 创业板公司数量有限; 2012 年底以来, 创业板公司数量占到了近四分之一。从 Top300 的中小板和创业板的行业分布看, 医药和电子依旧领先, 而 2010 年的有色金属、汽车、农林牧渔和纺织服装已难见踪影。计算机、通信、传媒以及电力及公用事业 (主要是环保) 等行业充当了成长的新生力量。

图 3

2013 年与 2010 年成长股格局的差异



数据来源: Wind, 博时基金

2010H2与2012年底以来Top300中创业板与中小板的行业分布

2010	2013
电子元器件 18	医药 21
有色金属 7	电子元器件 20
医药 7	计算机 20
基础化工 7	基础化工 17
汽车 6	机械 13
农林牧渔 6	通信 12
电力设备 6	传媒 9
建筑 6	建筑 7
纺织服装 6	轻工制造 6
机械 5	电力设备 6
通信 5	电力及公用事业 5
建材 4	建材 5

1.1.3 债券的收益特征

回顾第一季度, 国内物价除季节扰动外, 基本保持稳定。经济弱势复苏, 加之外部资金大幅流入, 使得货币市场呈现自 2011 年下半年以来最宽松局面。

债市借此三重利好推升，中债综合指数上涨 1.44%，较前两季度涨幅扩大。虽然超日、尚德等信用事件频发，但公募债实质违约仍未破局，流动性推动下，信用债表现继续好于利率债。

□ 信用债持续好于利率债

利率债乏善可呈，国债涨幅仅为 0.85%，虽稍好于央票，但收益仍不及银行人民币理财产品。信用债持续向好，企业债、中期票据分别上涨 2.3% 和 1.89%，金融债上涨 1.61%，短融券上涨 1.26%。

□ 结构偏向中短端和中低评级

利率债期限利差略有上行。由于短端收益率下行，10/1 年期国债利差由年初的 68 基点上浮到季度末的 86 基点。1 年期国债收益下行 23 基点，而 5 至 10 年期国债收益未见明显下行。

信用利差延续上一季度的下行态势，中低等级好于高等级品种。第一季度，1、3、5 和 10 年期 2A 级企业债到期收益率分别下行 58、38、38 和 23 基点，较同期 3A 级品种下行幅度更大。2A 与 3A 一年期无担保企债利差由年初的 81 基点，下降至季末的 66 基点，为 2011 年 7 月以来最低水平。

图 4

债券各板块第一季度涨跌幅

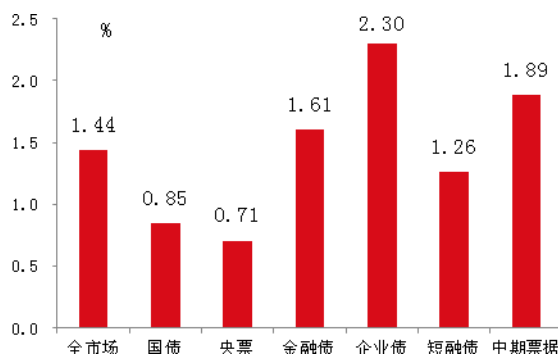
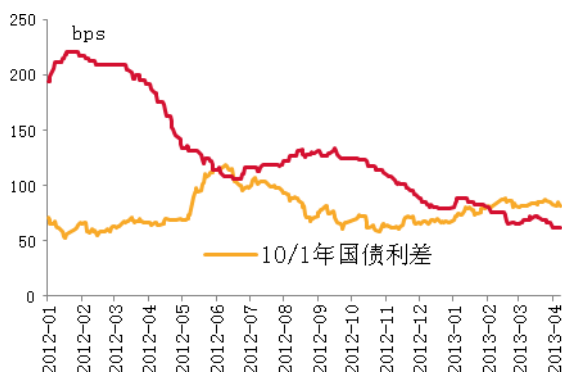


图 5

国债期限利差与企业债信用利差走势



数据来源: Wind, 博时基金

1.2 2013 年第二季度资产收益的决定因素

我们认为，以下因素决定了二季度资产收益，其中首要的就是金融风险管控的进度以及对流动性的影响：

□ 金融风险管控的进度与流动性；

□ 去产能的进程；

- 经济在周期上的位置；
- 改革的进程；
- 海外资金流动状况；
- 偶发事件与黑天鹅：H7N9、朝韩争端。

图 7

决定未来一季度行情的宏观经济因素重要性正在发生变化



来源：博时基金

二、趋势

经济复苏或者走弱的预期仍然是最影响市场的趋势。尽管改革进程、货币政策、房地产政策依然无法离开市场的雷达屏幕，但在 2013 年第二季度，最能左右市场预期的，仍然是金融风险管控的进程以及对流动性的影响。

2.1 改革：习李新政以管控风险为先

18 大之前，市场对于习李新政寄予了强烈改革的预期，风险溢价大幅下降。2013 年两会之后，改革的预期仍然强烈，但为改革做准备的意味更浓。据我们的观察，本届政府采取了更加务实的政策策略。按罗斯托的理论，中国已经完成了经济的起飞，并开始走向成熟，即人已到中年。人到中年的正确生活态度是有舍有得。本届政府承认了这一事实，并据此进行宏观决策，这是必须予以高度重视的。

在这种逻辑下，只要增长不穿透弱势民众生理与心理承受的底线，政府就不会打乱改革的步伐。为了避免意外的出现，构筑外部安全罩与内部安全网的工作正在按部就班地进行。与此同时，2013 年的工作重点确定为稳增长、防风险、控通胀与促转型，防风险被提到前所未有高度。这是为 18 届三中全会改革的整体布局进行的必要准备。从这外角度出发，我们才会看到政府对于经济增长的低迷并不担心，也不为 H7N9 给以和 SARS 一样的忙乱应对。当政府不得不刺激经济时，从一定程度上预示着改革的推延，风险溢价必大大提高。对市场来说，是典型的短多长空。

图 8

人到中年的中国经济决定了必须实施舍得之道，决定了新政以管控风险为先



来源：博时基金

2.2 周期：折磨人的弱复苏

博时基金 2013 年年度投资策略报告认为，“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。”关于金融领域的风险隐患监管，年度报告认为会“出现‘保’多‘罚’少的状况”，最终不太可能因此显著收紧流动性。

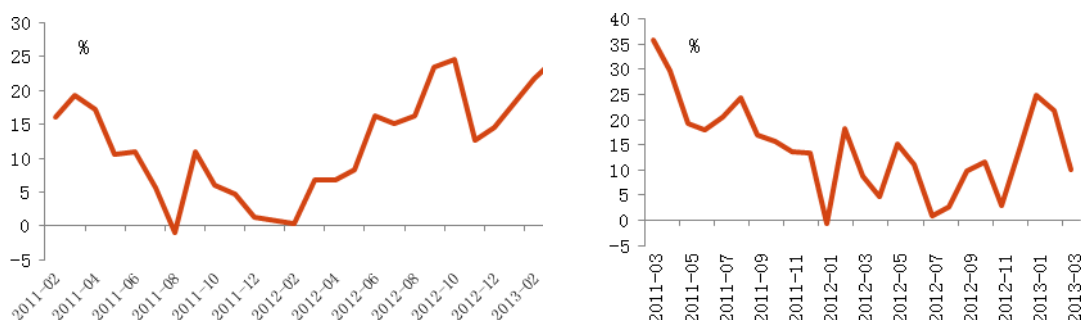
在 2013 年第一季度，制造业投资持续低迷，大众消费也远远谈不上繁荣，通货膨胀仍远离 3.5% 的警戒线。两会之后金融风险管控措施开始出台，但还没有看到微观层面资金显著更紧的迹象。

基本面的新情况之一，是基础设施投资活动并未持续走强，在农历新年之后的一段时间甚至有停滞的迹象；之二，是出口略显强劲，尽管对经济未有明显“拉动”。总的结果，是宏观面数据并未显示复苏动能变强，并体现在同比增速远低于年初预期的·增速、掉头向下的 PPI 等数据上。政策面的新情况，是以“国五条”为代表的房地产政策。

基础设施投资略显迟缓，并非源于一个紧的宏观政策，而更可能来自换届进程尚未结束层面——直到 3 月下旬，仍有几个中部大省更换书记和省长，领导未定带来的不确定性，在各个微观调研中几乎都有提到——并有望在二季度有一些改善，尽管结果仍然不是“强复苏”。

图 9

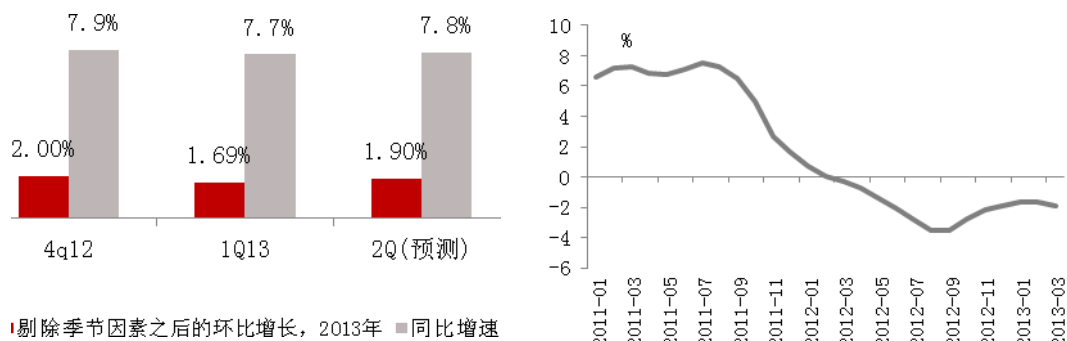
基础设施投资同比增速并显著高于去年第四季度，第一季度出口同比增速（右）较快



数据来源: Wind, 博时基金

图 10

预计第二季度 GDP 可能仅略好于第一季度，从价格看，PPI 同比（右）掉头向下



数据来源: Wind, 博时基金

从微观调研的情况看，三月下半月较年后一段时间已经有所改善，主要体现在广发、莫尼塔和申万的微观调研结果上。从国网发布的旬度日均发电量看，二月最后十天同比下降7.2%，三月上中下旬分别为下降2.6%，上升3.3%和5.8%，而四月上旬已经为上升7.2%。最后，从已有的数据看，也有一些补库存的迹象（详见 2.4 的讨论）。

关于房地产政策，当前能做出的判断包括：

- 新领导对房地产中长期“机制”有自己的看法，主要是将市场和保障区别开。这会涉及到房产税出台等长期政策，但当前要求不动产联网在 2014 年 6 月前完成，在此之前房地产税可能只能停留在试点的状态，同时中长期机制的愿景可能也不会在今年出台。
- 正因为有个中长期机制的看法，现在的行政政策可能也略有三心二意的态势，这也给了地方政府空间。
- 当前市场房价预期完全没有掉头的迹象。
- 以上几点意味着房价调控城市的全年房价涨幅很可能接近目标上限，刚需仍会陆续进场，开发商现金流、库存恶化概率不大，新开工、投资可能仅较年初略有调降。

总的来讲，二季度经济较少可能呈现“二次探底”的状态，经济增长率可能较一季度略高，通胀仍不会成为政策的焦点。

最后，结合上述分析与一些微观行业的证据，我们认为：

- 基础设施投资同比增速有望提升，房地产开工持续回暖态势，制造业投资仍显低迷；
- 公共消费持续低迷，后周期的大众消费（体现在非白酒的食品饮料、乘用车与家电等）可能开始恢复；

- 信息产业由于平板电脑等消费电子的快速增长与国家信息化的推进，存在较为独立的景气；
- 出口二季度可能会略有下降，因为美国二季度经济增速可能放缓。

2.2 流动性：货币政策可能保持现状，金融风险管控压制宽松预期

□ 第二季度货币政策可能会保持现状

国内货币宽裕的苗头始于 2012 年底，货币市场以往的节前或者季末效应明显缓解。例如，2013 年春节前，各银行人民币理财产品的预期收益率相较于去年同期普遍下行 100 基点以上。

其后逐月的货币数据对此做出印证。1-3 月的 M2 同比增速均保持 15% 以上，一季度社会融资总量达 6.15 万亿元，较上季度和去年一季度分别扩张 2.11 和 2.26 万亿元。

虽然第一季度流动性的宽松伴随外汇占款的增加，中央政府对流动性仍然具有绝对的控制能力，应当说这个宽松是政府“默许”下的结果。从去年中央经济工作会议与今年政府工作报告中对宏观调控定的调子看，货币信贷和社会融资总量仍要看到一定增长，这与全年经济“求稳”的态度是一致的。

由于至少在短期看不到物价指数的明显攀升，更谈不上接近 3.5% 的红线，大量产业完全没有过热的迹象，央行在二季度进行紧缩的概率很低；考虑到房价、海外央行持续宽松的因素，货币政策的宽松空间可能也非常有限。我们预期在二季度有利率和准备金率的调整的可能性较小，银行间市场利率或将保持在 2.8% 到 3.3% 的区间，额外的变动可能仅针对住房贷款首付比例上升与利率加成上升。

图 11

2013 年 1 月外汇占款迅猛增加

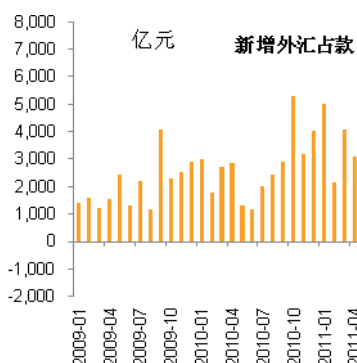
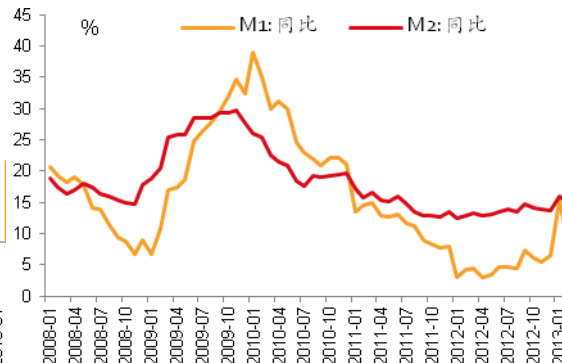


图 12

M1 明显反弹，M2 保持高位



数据来源：Wind，博时基金

□ 影子银行治理着眼长远，但压制市场对流动性宽松的预期

对影子银行的治理，与之前的财政赤字扩大、央行行长留任、证监会主席离职、无锡尚德破产、三峡全通违约、治理债券违规代持等有着清晰的线索贯穿。这说明，新政府对目前尚未廓清的金融风险高度担心：一方面是担心过去埋藏的金融风险将逐渐浮现，另一方面，也担心投融资关系的权责利不明，影响到下一步改革的利益分配格局。更精确地说，中央试图控制地方和国有企业的投资冲动，敲醒它们对风险的麻痹神经，防范中央政府下一步改革让出的市场空间被它们挤占。可以说，对影子银行的治理，本质上是为即将上演的改革大局铺路。

以此目标为指导，银监会接连发布的 463 号文、71 号文和 8 号文，覆盖从地方政府、商业银行到农村金融机构等多方主体，目的在于加强对社会投融资风险的防控。

对于银行等金融机构，这一方面可能抑制理财产品的预期收益率，另一方面也将制约银行的盈利能力。而对于实体经济，可能起到风险归类与分流的作用，但考虑到今年“求稳”的大局，总体流动性不太可能因此剧烈紧缩。地方融资平台、房地产、“两高一限”等信贷受限制行业与产能严重过剩行业，其将会因流动性结构趋紧而更难过。

金融风险管控措施很容易被认为针对短期的流动性“过剩”的状况，并进一步联想到货币政策的紧缩；这在一定程度上与 2011 年股债双杀的记忆有关。考虑到金融管控的措施未来还会陆续出台，市场认知带来的风险会相当大。

2.3 海外：风险偏好可能下降，海外央行宽松持续制约国内货币政策

□ 二季度：海外资金风险偏好可能向下，东南亚资产或收益日本扩张

从去年年末到今年年初，海外资产的风险偏好处于较高水平。美国经济数据持续向好，欧债危机的恐慌程度大幅下降，同时欧洲一些调查数据也有好转迹象，最后全球主要央行均处于“放水”状态，其中尤以日本为甚。中国外汇占款在去年年末到今年年初有如此高的增长，与对中国经济的预期相关，也与全球资金风险偏好向上有关。

但从短期看，美、欧基本面情况可能都不如一季度那么好。美国三月非农就业人数骤降至 8.8 万，尚不及预期一半；零售情况指向景气的下行。这种下行最有可能的原因，仍然是美国的财政紧缩。据高盛的测算，在今年第二季度，政府支出的紧缩将拖累 2.5 个百分点的经济增长。

图 13

美国 3 月非农就业增速骤降

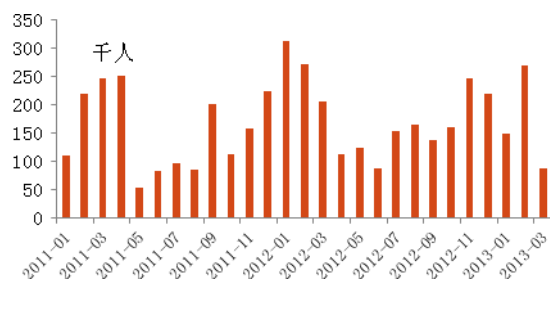
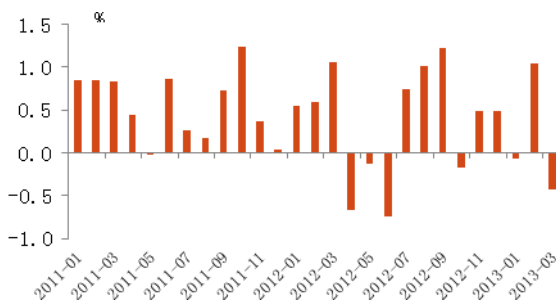


图 14

美 3 月零售环比增速远低于 2 月



数据来源: Wind, 博时基金

欧洲经济方面, 德国 IFO 景气指数, 制造业 PMI 均开始下行, 今年的经济形势仍然严峻。另外, 二季度意大利的组阁还有很大的不确定性, 最后形成的政府很可能没有蒙蒂对改革那么坚决, 这对市场的冲击会大于塞浦路斯。

图 15

德国 IFO 景气指数 3 月调头向下

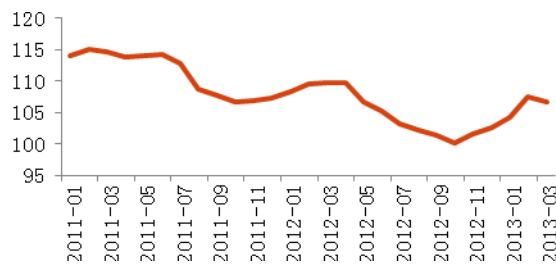
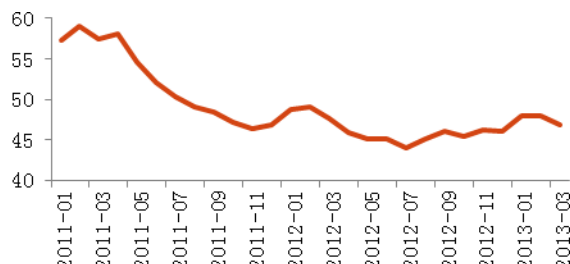


图 16

欧洲制造业 PMI 同样呈现疲态



数据来源: Wind, 博时基金

我们仍然预期联储和 ECB 会保持宽松的态度。但考虑到美欧经济基本面和一些事件性的冲击, 风险资产偏好向下的可能仍然更高。

东南亚资产受益于日本央行宽松的概率比中国大陆更高一些。首先, 东南亚一些国家, 比如泰国、印度尼西亚、菲律宾, 本身资产就处于快速升值的过程中; 其次, 日本也有投资于东南亚国家的传统, 在亚洲金融危机之前, 这点体现的非常明显; 最后, 中日关系交恶, 可能会阻碍日本的资金向大陆的流入。

□ 海外央行的宽松, 仍然对国内货币政策形成限制

正如我们在国内流动性的讨论中提到的, 央行一直很警惕海外资金流入中国。央行也一直认为海外央行的宽松很可能会导致“热钱”大量流入, 导致国内流动性过于宽松, 引发通胀和经济过热, 或者催生国内资产泡沫。

正因为这一点, 二季度可能较为疲弱的经济会迫使海外央行继续维持极其宽松的货币政策, 这进一步压缩了人民银行货币政策进一步宽松的空间。

□ 长期看，现在需要弄清楚海外央行政策退出之后的影响

尽管短期海外发达国家经济仍在泥潭之中，但至少看美国的情况，联储两、三年之内退出极其宽松的货币政策，仍然是大概率事件。

当前联储的货币政策实践可以说本身就是实验性的，因此当它退出后，金融市场也将对一个没有先例的事件做出反应；现在这样的讨论已经渐渐热了起来。这个问题对研究形成极大的挑战，同时也是一个获得收益的绝佳机会。我们在未来的研究中，将尽量对退出的影响进行估计。

2.4 盈利：资产负债表修复制约增长

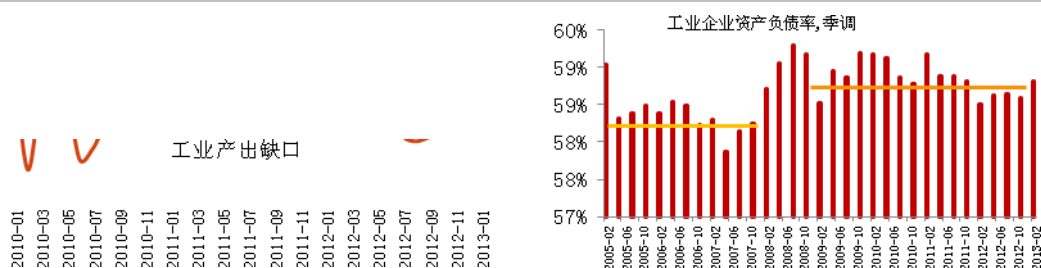
□ 产能过程制约周期产业链上的盈利传导

企业资产负债表的修复仍处于去产能和去杠杆的艰苦过程中。产能过剩对企业盈利能力的恢复继续起到压制作用，这种压制作用在中上游行业中体现的尤为明显。即使弱复苏的经济态势下，下游的可选消费，如汽车、家电等景气有所上升，对中上游行业的需求有所拉动，但高企的产能，制约了需求施加在价格和盈利能力上的弹性，中断了周期性产业链上的盈利传导。这也是今年以来资本市场中不完整的周期轮转特征的背后机理。

去产能和去库存的过程并非一帆风顺，而是一波三折。从已公布的 1-2 月工业企业数据看，基于工业增加值计算的产出缺口用以模拟工业企业产能利用率的变化情况，其回升的力度并没有持续去年四季度的势头，幅度有所减弱。而季调以后的工业企业资产负债率在今年 1-2 月相比去年底不降反升。

图 17

产能利用率并无显著的持续改善



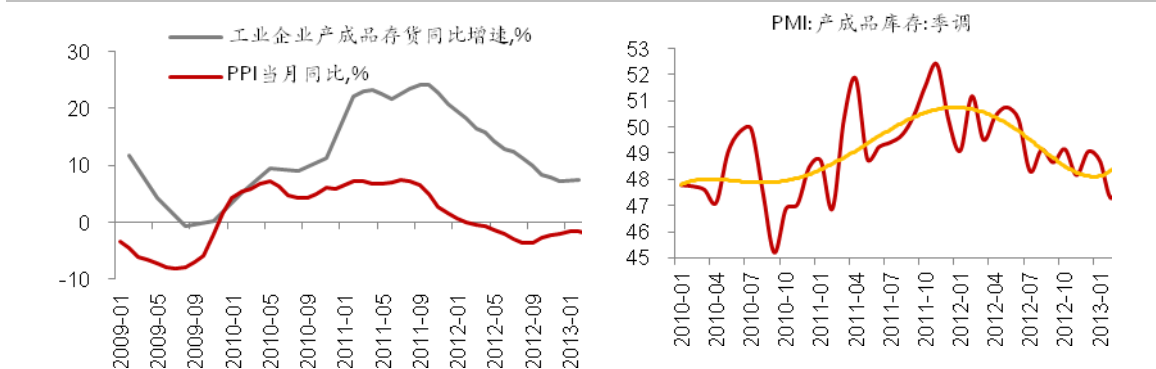
数据来源：Wind，博时基金

□ 企业补库存有利于需求景气提升，但力度较弱

短期来看库存周期尤为重要，是需求回升的主要动力之一。PPI 是库存周期的领先指标。目前，库存增速已在低位企稳，再结合前期有所改善的 PPI，综合判断未来将步入主动补库存阶段。这意味着，未来经济中的需求景气有所提升。但需要注意的，这一过程仍有可能表现的非常弱，甚至有所反复，3 月 PPI 同比增速再次回落，环比零增长，即是这种弱势的表现。

图 18

库存低位企稳，存上升迹象但力度尚很弱



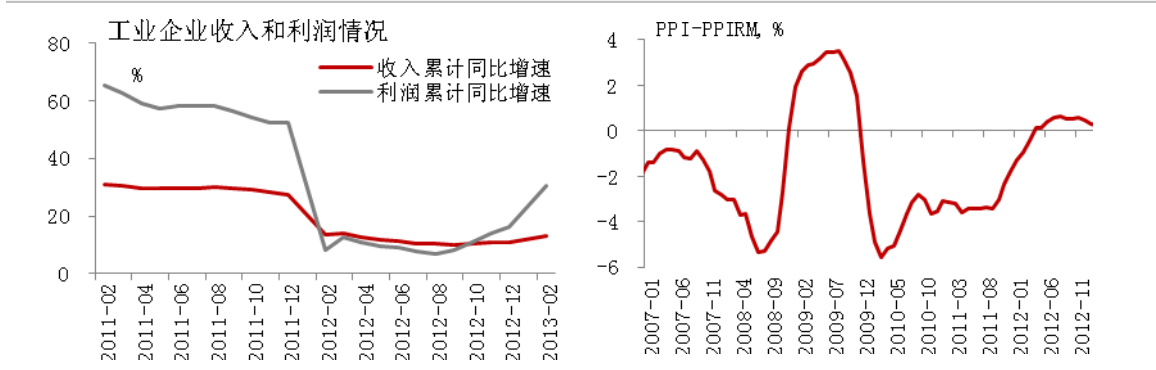
数据来源: Wind, 博时基金

□ 利润增速的反弹快于收入源于成本下降，但持续性存疑

从收入增速和利润增速的对比看，利润增速的提升幅度显著高于收入增速，这实际上反映了需求复苏的弱势，而利润回升的主要原因在于成本端的优势带来的利润空间。而 PPI-PPIRM 价差开始回落，单纯的收入-成本驱动利润回升的持续性开始有所疑问，这显然对未来的盈利是个不利的信号。

图 19

成本下降推升利润率，但持续性需观察



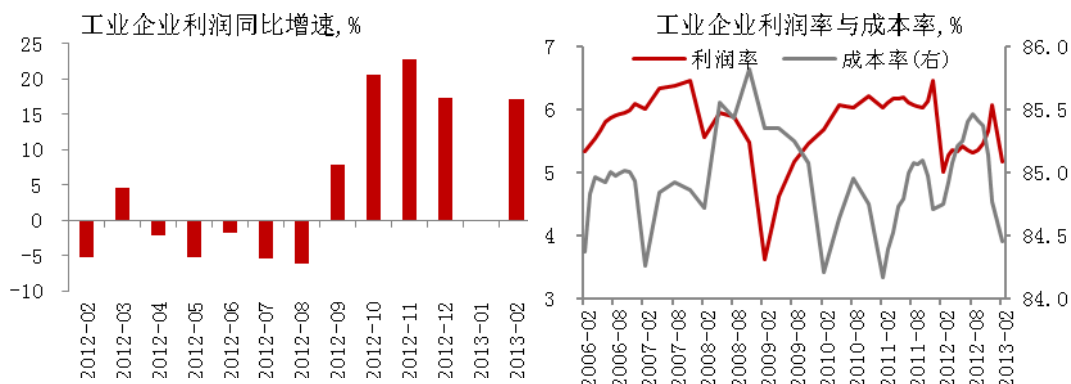
数据来源: Wind, 博时基金

□ 产能对盈利的结构性影响体现在成本之外的费用

1-2 月成本率的大幅下降，提升了企业的盈利能力而利润率却有所降低，表明成本之外的费用下压利润率，这同样与去产能和去杠杆的过程紧密联系在一起。

图 20

利润增速持平，利润率与成本率双降



数据来源: Wind, 博时基金。成本率即毛利率。

ROE 结构分解的边际新变化

综合以上分析, 相比我们年初的判断, ROE 内部各项结构的边际变化如下:

- 需求仍有弱复苏的动力, 但工业企业收入增速提升并不明显, 补库存的力度持续偏弱;
- 净利率回升的道路更加艰难, 成本优势的边际效应递减, 产能压力依然存在, 且 2、3 季度较集中, 由此带来的其他支出侵占利润空间;
- 政策的新变化 (银行理财治理与 IPO 重启预期), 导致融资结构指向去杠杆的力度加大。

在企业资产负债表修复的艰难进程中, 企业的盈利恢复同样出现了减速的迹象。1-2 月工业企业的盈利增速虽然延续了 12 月的态势, 但是未有明显的提升, 基本处于持平状态。未来, 从基数效应看, 工业企业 3 月的盈利增速或有所回落, 而在随后的 4、5 两个月再次上升, 下半年的盈利同比增速可能降低。在宏观弱复苏判断的大背景下, 我们虽然仍维持全年的上市公司盈利增速 10% 的判断, 但基于上述原因, 对于盈利前景的变化, 给予偏向负面的判断。

2.5 资产配置：宏观因素的影响与风险

2.5.1 宏观因素对资产配置的影响

在 2013 年第二季度, 新增影响市场的因素, 来自改革预期的改变、金融风险管控, 来自基建持续缓慢回暖, 也来自信息化与可能的大众消费景气的改善。

我们认为在 A 股市场，金融风险管控可能是更重要的因素：首先，它的确存在影响流动性的可能；其次，由于“创新”日趋复杂，市场对金融风险管控认知偏少，但又心存恐惧；最后，它直接冲击的板块——金融——以及可能会发生间接冲击的板块——资本品和原材料——在市场占据了绝大部分市值。这决定了金融风险管控对市场的冲击可能会大于对经济基本面的冲击。

相比之下，基建持续缓慢回暖，可能只是抬升市场的低点：由于普遍谨慎的心态，由基建驱动的超买将很难发生。信息化与大众消费景气的改善可能支持相关板块较高的相对估值，但由于市值占比较低，很难改变整个市场变动的方向。

而在经济预期比较疲弱，通胀处于低位的情况下，债市可能相对机会较高，但中低评级的品种可能会面临压力，尤其信用债，它受金融风险管控的冲击也会比较大。

2.5.2 来自基本面和市场认知的风险

在基本上，影响资本市场的风险或者“小概率事件”，一是朝鲜半岛的战事，一是 H7N9 疫情的扩散。

半岛局势真正的麻烦在于信息极端不透明，即使专职观察朝鲜的专家在朝鲜国内政治——这是真正的关键——上，也只能“拍脑袋”，这意味着发生战争的事前判断不是“可能很低”，而是“可能很低，但这个概率估计会非常不准确，因为有大量看不到的因素在左右”，这也许是黑天鹅事件的典型特征。

H7N9 疫情的发展并不快，也没有人传染人的情况，但整个疫情还没有停止的迹象。市场已经开始将它与 2003 年的疫情做比较。的确，一场大的疫情不仅会改变宏观调控立场，还会改变政府一段时间的工作重点。但站在当前，我们无法判断疫情未来的走势，与朝鲜半岛的情况相同，唯一能做的是紧密跟踪相关信息，并在第一时间做出相应的经济和市场判断。

在市场认知方面，将金融风险管控理解为全面紧缩，是市场认知上最大的风险，这会带来金融及投资相关板块的超卖，也会对信用债形成压力。另外一个方面，则是错误判断改革推进的节奏，不过与年初不同，当前的市场情绪则可能倾向于往坏的方向想，认为改革“什么都会做”，一些与改革密切相关的板块，比如铁路、电网、金融等可能存在相关市场预期超调的状况。

三、节奏

3.1 海外投资者的脚步更受关注

由于去年年末的市场反弹前 QFII 和 RQFII 成功“抄底”，海外投资者的脚步更受关注。由于海外投资者是指数化操作，基于权重的考虑，与之相关的板块便是金融。相关 ETF 的折价和 A/H 溢价情况则显示 A 股的吸引力明显下降。华夏沪深 300ETF 溢价率仍在低位徘徊。银行股 A/H 股的溢价也已经显著的高于去年年末反弹时的水平，呈现折价的行业也极少。

图 21

对海外投资者而言，国内 A 股吸引力较去年年末明显下降



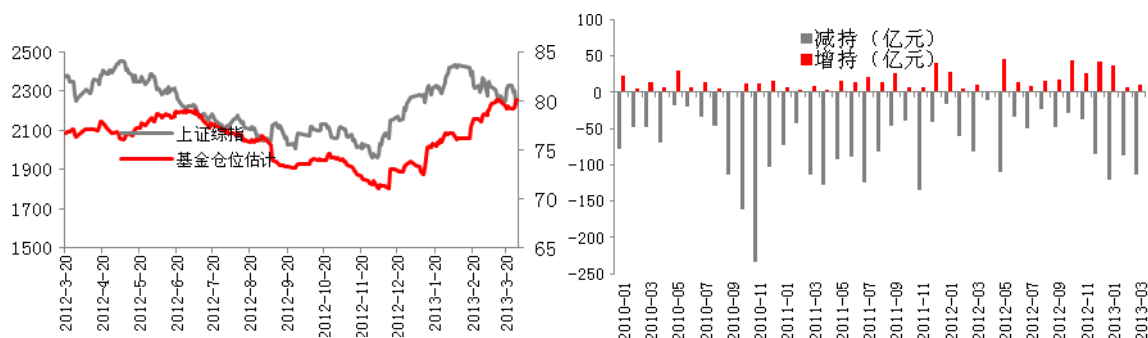
数据来源：Wind，博时基金

3.2 资本市场自身的博弈影响市场节奏

从公募基金和产业资本的行为看，大盘上升的动力不足。公募基金仓位已升至较高水平；产业资本在近三个月则是持续净减持，资金流出态势愈发明显。

图 22

投资者已难推升股市



数据来源: Wind, 博时基金

同时 IPO 重启的约束也不能忽视。尽管，中国的 IPO/市值比率一直呈顺周期特点，自 2005 年以来与 GDP 增速、股票回报和估值之间存在明显正相关关系，相关度高达 80%以上。但是，一些调查显示，IPO 重启是市场重要的担忧，其规模将抑制市场的情绪。

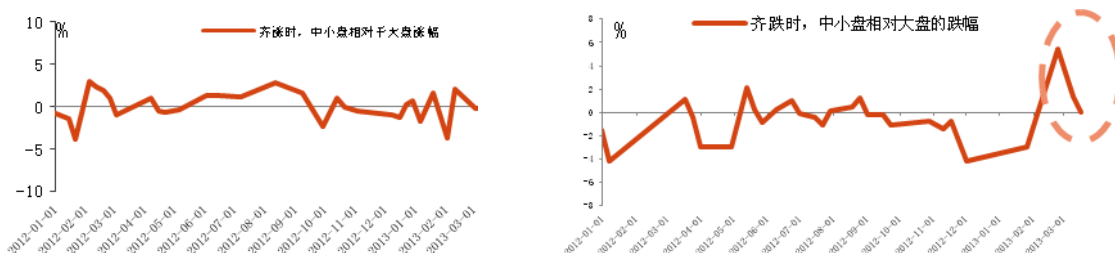
从沪深 300 与中小板走势特征来看，市场的博弈以大小资金间博弈来刻画更为合适。大小资金在信息上不对等，若大资金体现贝塔信息，与小资金投资者之间的博弈，容易描述成一个经典的“领导-追随”模型。

上涨途中，小资金参与者搭上了贝塔的顺风车，故而参与积极，这也正体现了经济学上的“搭便车行为”。而下跌途中贝塔则充当了小资金参与者在时间上的安全垫。

以中小盘与沪深 300 收益率相减构造指标，可以发现，齐涨时，小盘跑赢大盘概率大；齐跌时，小盘跑输大盘的概率，在近期显示出减小的迹象。

图 23

齐涨时，小盘跑赢大盘概率大，齐跌时，小盘跑输大盘的概率，在近期显示出减小的迹象



数据来源：Wind，博时基金

四、结构

4.1 股票：行业比较分析

4.1.1 企业盈利视角

□ 2012Q4 盈利普遍反弹，金融和消费略有滞后

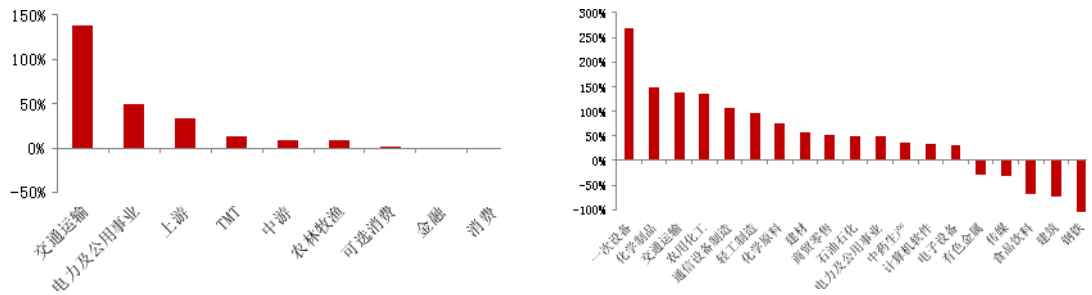
根据已公布的近一半上市公司的年报统计（约全部上市公司数量的一半），对比 2012Q4 当季盈利增速与 2012Q3 差异，除金融和消费行业利润继续小幅下降以外，其他行业大类盈利增速均有所反转向上，其中，反弹力度最大的两个行业大类是交通运输和电力及公用事业。周期性行业中，上游的反弹幅度大于中游，中游大于下游可选消费。TMT 板块的盈利增速反弹幅度同样显著。

然而，从市场表现来看，资本市场对交通运输、上游及中游行业去年四季度盈利增速显著反弹并未给出积极响应。究其原因，这三个行业大类是产能过剩最为过剩的领域，产能过剩问题，使得市场对这些行业盈利反弹可持续有所担忧。而对盈利增速不升反降的金融和消费，市场似乎正在给予负面的反映。

进一步，我们对已公布了超过 20 家公司年报的细分行业（至中信三级行业分类）进行分析，筛选出盈利增速反弹最大和下降最大的代表行业。盈利反弹最显著的行业包括电力一次设备、化学制品、农用化工、通信设备、化学原料、石油石化、电力及公用事业、中药生产、计算机软件以及电子设备等。而盈利增速降幅显著的细分行业则包括，钢铁、建筑、食品饮料、传媒和有色金属。

图 25

根据已公布年报公司统计 12Q4 当季利润同比增速与 12Q3 之差



数据来源: Wind, 博时基金

□ 电力与公用事业在资产负债表修复的进程中领先

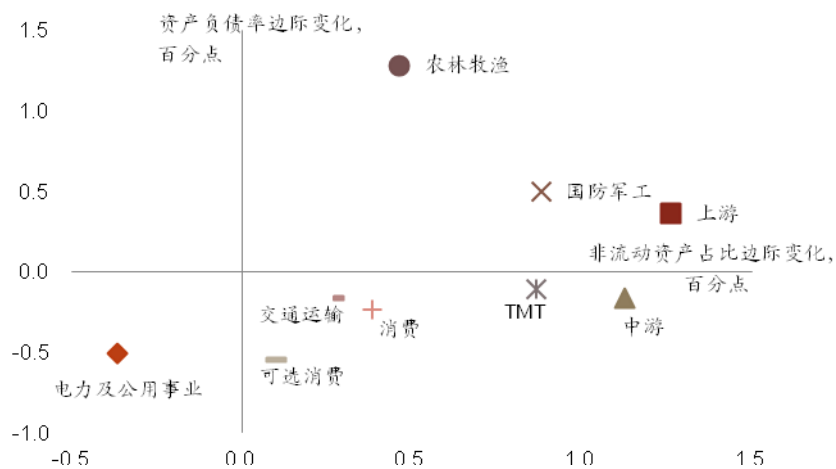
从行业大类的角度看(基于已公布年报的公司数据),多数行业截至 2012Q4 非流动资产占比总资产(用以度量各行业大类的产能变化),相比 2013Q3(均为过去四个季度移动平均)有所提升,其中上游行业、中游行业、国防军工和 TMT 的提升幅度领先。整体看,上游和中游行业非流动资产占比的提升,与 2011 年制造业投资大幅启动的滞后产能形成效应有关,国防军工和 TMT 则与行业自身的发展动力有关。因此,资本市场对于两种情况的态度几乎截然相反。

资产负债率方面,上游、国防军工和农林牧渔有所提升,其他行业均有所下降。电力及公用事业、可选消费以及必需消费的资产负债的修复较好,这对未来盈利能力的提升有所帮助。

综合产能与杠杆的最新变化情况,电力与公用事业的产能与杠杆双降,是资产负债表修复进程领先的大类行业部门,其次是消费品及 TMT,资产负债表修复对盈利的压力相对较轻。而中游与上游行业,在持续而缓慢的资产负债表修复过程中,盈利的弹性可能会持续受到压制。

图 26

基于已公布年报公司各行业大类非流动资产占比与资产负债率的边际变化



数据来源: Wind, 博时基金

□ 2013 行业盈利能力预测略有调整

根据各方面信息的更新和分析,与年初对 2013 年各行业的盈利能力预测相比,信息化相关的行业,包括电子元器件、计算机及通信行业盈利能有所上调,而金融行业的盈利能力略有下调。

表 2

2013 年各行业盈利预测更新

板块名称	净利率	营收	产能投放当前/13 年末	杠杆	政策	ROE, %	盈利增长率, %
电力及公用事业	++	+	+/+	+	o	9.5	13.9
传媒	+	+	+/o	--	+	10	12.2
电子元器件	++	++	-/o	+	+	5.6	11.7
计算机	+	+	+/o	-	+	6.2	11.2
基础化工	+	o	+/-	-	o	5.0	11.1
建材	+	+	+/+	++	+	6.5	11.0
食品	++	++	+/-	-	+	8.5	11.0
通信	+	o	-/+	+	o	1.7	9.86
国防军工	+	+	+/-	++	+	3.2	9.25
房地产	+	+	o	o	o	9.0	9.17
农林牧渔	+	+	+/o	-	o	6.0	9.04
医药	+	+	+/o	-	+	11.5	8.72
汽车	+	++	-/-	-	o	10.5	8.55
机械	++	++	+/-	-	o	9.5	8.25
银行	o	o	o	o	o	22.8	7.71
石油石化	+	o	+/-	++	o	11.8	7.36
非银行金融	+	+	o	o	o	7.4	7.36
交通运输	+	+	-/o	o	o	7.5	7.25
家电	+	+	-/+	-	o	15	7.21
餐饮旅游	+	+	+/o	o	o	9.8	7.18
电力设备	++	++	+/-	--	o	4.8	7.07
商贸零售	+	+	-/o	o	o	9.3	7.06
建筑	+	+	+/o	+	+	11	6.35
轻工制造	+	o	-/+	++	o	3.0	5.60
纺织服装	+	o	+/-	-	o	7.3	5.26
有色金属	+	o	+/-	++	o	4.8	3.81
煤炭	o	o	+/-	++	o	15	0.36
饮料	+	+	+/-	+	o	39	-1.20
钢铁	+	o	+/-	++	o	1.0	——

来源：博时基金。

注：净利率和营收下，“+”代表向好，“o”代表中性；产能投放下，“+”代表产能偏低，相对利好，“-”代表产能偏高，相对不利，“o”代表中性判断；杠杆下，“+”代表偏高，“-”代表偏低；政策下，“+”代表具有政策利好可能，“o”代表中性。

4.1.2 政策视角：财政预算的信号

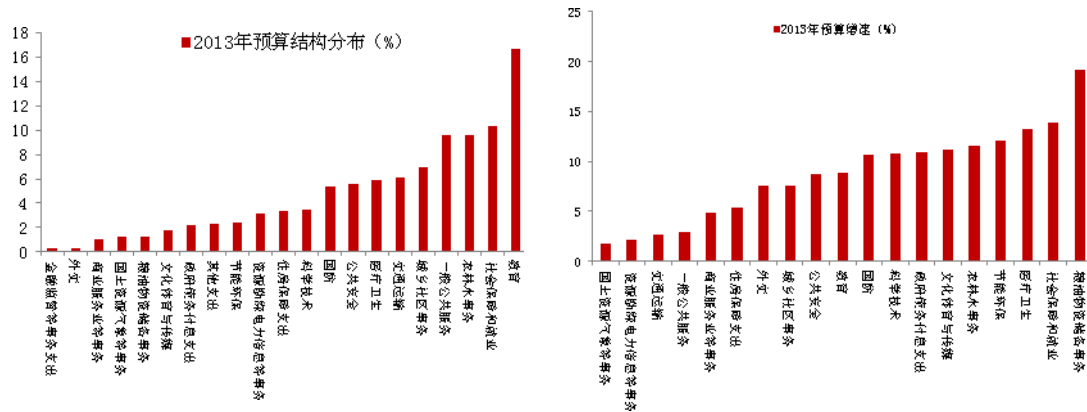
政策视角的新增行业信号来自与 2013 年全国预算报告。

从 2013 年公共财政支出结构看,增速居前的是粮油物资储备事务、社会保障和就业、医疗卫生、节能环保、农林水事务、文化体育与传媒、政府债务付息支出、科学技术和国防,这些领域的支出增速快于全部领域平均 10% 的水平。

2012 年国防领域的支出预算增速为 11.2%，低于全部财政支出 14.1% 的水平，而 2013 年国防的支出增速高于平均水平，表明 2013 年对国防的支出力度有望加大，而重点或将是军队机械化和信息化建设。

图 27

2013 年预算的结构分布与各领域增速



数据来源: Wind, 博时基金

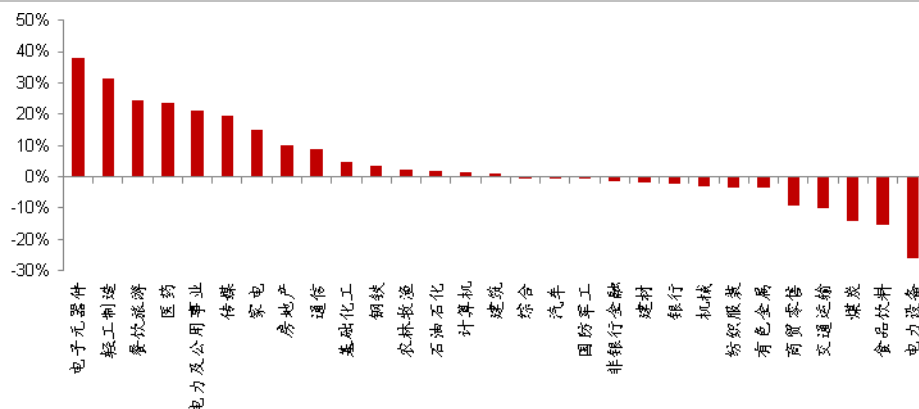
4.1.3 估值视角：相对估值差异明显

各行业相对市场的 PB 估值，与 09 年以来均值水平的偏离程度，彰显了当前各行业相对市场的强弱差异，以及不同的投资策略思路 and 风控注意点。

对于相对估值偏高的行业，不可忽视其蕴含的未来长期成长的预期和潜力，但需要注意的风险是市场资金的博弈，以及外部政策带来的冲击。而对于相对估值偏低的行业，需要留意的是行业本身的增长前景，但在外部的长期资金可能进入 A 股市场的情况下，其可能会具有阶段性的 Beta 收益，但考验的是波段操作的能力。

图 28

各行业相对市场 PB 估值与 09 年以来平均水平的偏离程度



数据来源: Wind, 博时基金

4.2 股票：内需和信息化成为新主题

4.2.1 内需当自强

按照国务院发展研究中心党组书记、副主任刘鹤撰文解读十八大报告中的总结，十八大报告中指出的国际国内形势的新动向之一，就包括中国成为全球需求的重要来源，中国将从生产国的地位转型。未来中国国内买哪家的产品，可能比哪家的产品在海外更卖得好更关键，这其中有产业升级的因素，但又不全是产业升级。内需的最终结果，是国人用国货。

从日韩的经验看，它们也走过了出口导向到国内品牌走出世界的过程，伴随技术密集型经济的崛起。中国与日韩不同的地方在于自身有巨大的市场，国内市场的统治地位将是国“牌”走向世界的开始。而从当前中国所处的阶段看，中国正处于出口导向型经济的后期，也正是国货发端的时期。

这样的故事似乎已经不在星星之火的阶段。比如，品类繁多的消费品公司的升级似乎表明国货当自强不仅仅是星星点点。向前看十年，国货当自强的代表是资本品的进口替代，再向前看二十年，家电也走过了这样的历程。

综合考虑日、韩的经验 and 国内的态势，汽车、化妆品、电子元器件、金融机具、电力设备行业可能是国货自强的代表。

汽车。中国汽车已经从原来各自独立的散、乱、差的局面改变为规模化、集约化产业新格局，并且与日本六十年代的情况相同，在“引进技术-消化吸收-自主创新”的三级跳中处于“消化吸收”阶段。现在国内汽车企业可能正在少年时期，随着国内需求的增长，以及自主创新的能力的提升，他们也可能成为中国的丰田和日产。

化妆品。内资品牌科研投入不断增加，差异化而非低价的竞争策略也开始普遍采用，品牌的复兴与国际化将成为中国化妆品行业未来的发展方向之一。

电子元器件与金融机具。该行业处于进口替代期，体现在金融 IC 卡、金融机具等行业的进口替代；另一方面，依托在通信技术上长期的积累，中国企业开始进入苹果、三星的供应链。

电力设备。依托中国长期大规模的电力建设需求，中国采用的电力设备也在进口替代的进程中，中低压变频器和可编程逻辑控制器（PLC）可能是近期进口替代进程加快的领域。

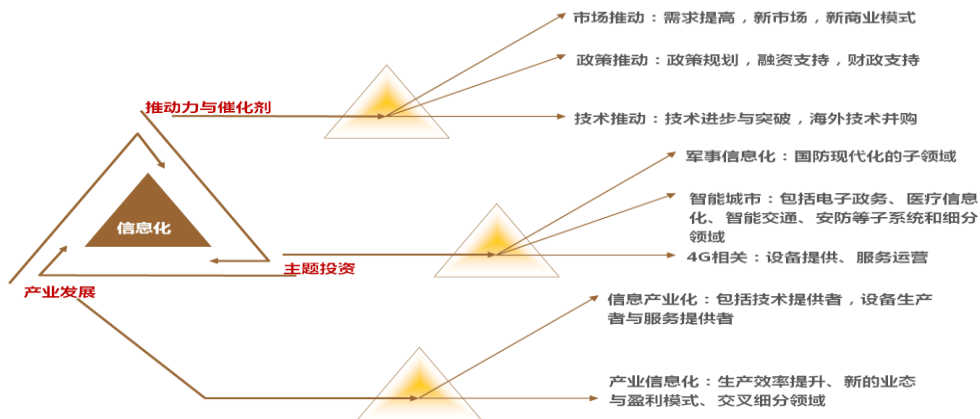
4.2.2 信息化与第二战场的开辟

信息化在“新型四化”中的地位特殊，它贯穿其他“三化”，是提升效益、技术进步的主要引擎。更重要的是，信息化是增量的变革，不伤害既有的存量利益，反对者少；因此，信息化很可能成为“稳增长”的一大政策工具。

同时，海外经验显示信息产业相关行业先受益，然后惠及产业信息化领域（新增需求、盈利模式变迁、效率提升）。中国的信息化程度类似美国世纪之交的状况；而总体产业信息化程度落后的时间则更长；现在投资热点集中在信息产业化化的层面，形成城镇化之后的“第二战场”。

图 29

第二战场刚刚拉开序幕



来源：博时基金，中信证券

4.3 股票：买主题行业就买行业龙头，即便是主题也非纯炒作

今年以来行业龙头表现突出。以总市值这一相对稳定的指标为标准，筛选出中信 180 个三级行业中市值最大的 180 家公司作为行业龙头。从年初至 4 月

8 日，收益最高的前 50 名个龙头企业，极少输给了行业；即便部分行业龙头较大幅度输给了行业，但仍获得了近 20 个百分点的大正收益。

继续比较龙头与市值行业第二公司的收益，龙头跑赢是大概率事件。而这些龙头的分布在医药、军工、信息化、环保等行业。仍有几个行业的“二号”存在较大幅度的“逆袭”，对应的三级行业分别是整合营销、专用计算机设备、电子设备、网络接配及搭建、电影动画等。对于后 50 名而言，龙头既无正收益，同时又跑输行业，他们主要集中在上游，及传统制造业。

4.4 债券：回避低评级品种

对信用债保持警惕。核心考虑是当前估值偏高，继续提升的空间较小，同时金融风险管控以及流动性紧缩的预期对信用债冲击较大。以 1-3 年贷款基准利率与 3 年期 2A 企业债来考察，当前两者利差已扩大至 75 基点，处于历史偏高水平，并与 2012 年 6-7 月幅度相当。须注意的是，信用债与利率债在 2012 年 3 季度均出现调整，虽然经济与物价背景与此稍有差异，但目前信用债到期收益率的下行空间仍将有限。

更重要的是，以银监会 8 号文、71 号文为代表的金融风险管控，最大的可能将打低债券市场的风险偏好，而以流动性增量改善的支撑力度减弱，低评级信用债都将受当其冲。

虽然到目前，国内公募债仍未发生信用违约，但违约风险的苗头不容忽视。产业债是可能爆发信用事件的重点板块，比如一季度的超日债等。随着房地产调控和影子银行治理的深入，与影子银行联系密切的中小型房地产，以及产能过剩颇为严重的水泥、太阳能和光电等产业债，可能承受更大的财务压力。相较之下，低评级城投债出现实质性违约的可能性较小，但对地方融资平台的监管风险仍在，而后续供给压力也不容小觑，估值也将倍受压制。

图 34

3 年 AA 级企业债与贷款基准利率比较

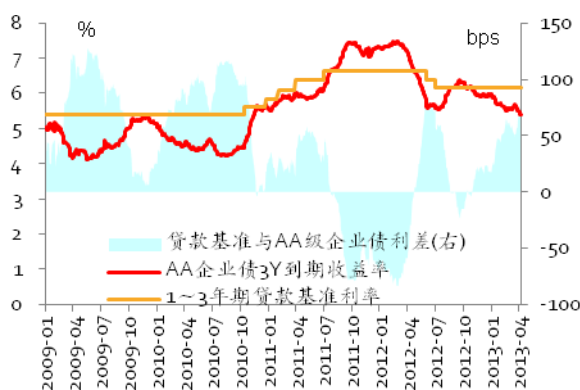
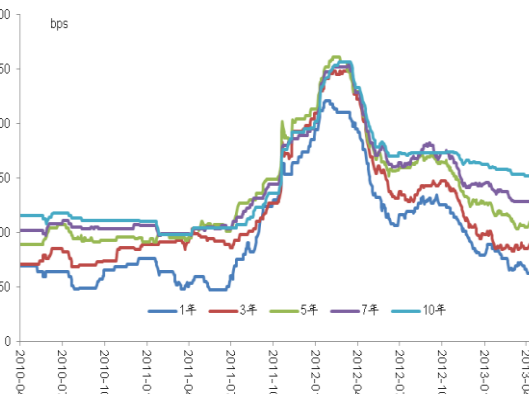


图 35

各期限企业债 AA/AAA 信用利差



数据来源: Wind, 博时基金

五、配置

5.1 配置的战略与战术

坚持年度报告中提出的“泽战”的战略，即以运动战为主要的作战形式，避免陷入阵地战。基于人到中年的逻辑，“舍得之道”是必须要坚持的配置理念。这是一个新老交替的时代，失去向上趋势的资产将会在相当长的时期内被市场摒弃，而对于代表未来的则要尽最大可能地得到，只不过要根据估值与市场情绪进行仓位控制而已。由于决定市场趋势的主要因素已经由制度与周期转向了影子银行与过剩产能，近期回避虚的金融业而转向实业，特别是与技术创新相关联的新中游便是理性的选择。

5.2 大类资产配置

一季度的经济与政策演变，降低了市场对二季度流动性和经济增长的预期，即便出现较好的经济数字，在二季度市场也不太可能大幅上调预期。总的来讲，权益类资产压力较大。一季度靠流动性推动的债市行情，得到影子银行监管政策的助力，有强弩之末的态势。

第二季度可以考虑低配股票，标配债券，超配现金。

5.3 股票的配置

对于二季度的行业配置，我们倾向于遵循稳定增长、改革预期以及信息化战略的第二战场几条逻辑主线布局超配的行业，如电子、计算机、通信、国防军工、电力及公用事业（环保）、石油石化、传媒、以及医药和汽车等。同时，对于基础设施建设，虽然相比传统的制造业投资，或有相对较高的增速，但去产能与去杠杆的压力，会减弱盈利的弹性，因此我们将其归为标配偏积极的行业。而公务消费以及上游行业在弱复苏中较低的敏感性，使得我们继续低配食品饮料（主要是白酒子行业）、零售、餐饮、以及钢铁和煤炭。考虑影子银行治理的不确定性，我们将金融行业整体定位于标配偏负面的配置中。配置详情请见下表。

5.4 债券的配置

主要考虑到金融风险的管控对流动性预期收紧造成的影响，可以考虑回避中低等级品种，超配中长期的高评级品种。需要强调的是，尽管债券和第一季度一样是标配，但内部板块的走势会大相径庭。

表 3

股票行业配置建议

超配	传媒	需求空间广阔，轻资产运作
	电力及公用事业	净利率提升，需求弱复苏，环保主题持续发酵
	基础化工	净利率提升的空间，需求的弱复苏，价格的敏感性
	国防军工	有主题向系统性机会的演变
	电子元器件	国内外需求的双重提升空间
	计算机	政府对冲经济减速的手段，城镇化的第二战场：信息化
	汽车	汽车销量增长市场有所期待
	石油石化	净利率的提升空间，天然气的地位上升
	医药	需求的稳定
	通信	信息化建设的需求空间
标配	建材	价格弹性较强，而基建的复苏或难大超预期
	建筑	基建与地产的不确定性
	机械	基建与地产的投资是否能超预期难以确定
	房地产	政策不确定性
	家电	需求恢复存不确定性
	轻工制造	需求增长是否持续提速仍需观察，价格有空间
	电力设备	经济弱复苏对冲产能的压力
	纺织服装	价格有向上迹象，而库存仍需消化，真实需求仍需观察
	农林牧渔	价格稳定，难超预期
	交通运输	经济弱复苏，行业可能平平表现
	有色金属	价格持续低迷，需求或不足以传导至上游
	非银行金融	金融改革预期向回修正，影响风险溢价，市场交易量也不乐观
低配	银行	金融风险的监管对行业不利
	煤炭	价格持续低迷，能源结构逐步调整
	钢铁	库存需要时间消化，基建与地产存在不确定性
	食品饮料	白酒仍需回避，食品加工有机会
	商贸零售	消费的变化相对经济有滞后效应，弱复苏的格局传导至消费更慢
	餐饮旅游	反腐对餐饮的负面影响较大

来源：博时基金

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。