

博时基金 2013 年第三季度投资策略报告

分道扬镳

观点摘要

□ 复盘

在 2013 年第二季度，市场遭遇经济下行、金融风险管控的双重打击，流动性在季末的“钱荒”中严重紧缩；“新经济”板块的稀缺性进一步凸现。A 股总体下跌，周期和成长的分化更加剧烈；债券收益低于第一季度，收益率曲线变平，信用利差总体略微收窄。

□ 趋势

年度策略报告中认为市场和经济最大的风险是金融风险管控引发的流动性危机。这个危机已经发生，其影响也还未结束。市场和经济个体的信心将变得更加脆弱，海外经济、人民币汇率的动向也更多从流动性预期上影响市场。经济，尤其是大建筑行业，或将在三季度遭受更大的压力。去产能以及它对盈利的抑制也将继续。改革将进一步推动周期和成长分道扬镳。

□ 节奏

对节奏的影响主要是市场对政策刺激和改革博弈的预期。公募基金小盘仓位达到 2010 年以来历史高位，银行、建筑、电力与公用事业、煤炭、食品饮料等行业的估值水平已经处于历史最低水平。IPO 堰塞湖高悬，很多迹象已被解读为 IPO 重启的信号。即使剔除农行，三季度也将迎来 A 股年内解禁量的高点。

□ 结构

中报盈利的亮点可能仍较多集中在中小板和创业板，新兴行业盈利也较好。以金融、地产为代表的行业，已经成为资本市场中的估值洼地；而创业板有 80-90% 的公司都需要警惕增长不达预期而导致双杀的风险。下半年，并购重组可能会成为一个主题机会。老产业依此解决存量的产能与杠杆问题，新行业由此发掘快速增长与扩张的机会。以缓解的债务负担和改善的现金状况大致初筛，新兴行业对外扩张式的并购重组概率更大。在云、移动互联和大数据为代表的革新中，掌控生态系统的公司成为中心；嵌入生态系统的公司成长更为确定。债券方面则偏向长端和高等级品种。

□ 配置

周期和成长分道扬镳是第三季度配置的基础。在执行上，一是要考虑到成长股的分化，二是要做好周期急涨急跌的准备。大类资产上，可以考虑低配股票、标配债券、高配现金。股票上，可以考虑超配新兴，标配基建与地产相关的中游以及低估值行业，低配强周期行业。对于金融整体仍维持标配中的负面展望。债券上，可以考虑超配长端国债，以及高等级、短久期信用债。

目 录

一、复盘.....	1
1.1 资产的收益特征.....	1
1.2 第二季度策略回顾	4
1.3 2013 年第三季度资产收益的决定因素.....	5
二、趋势.....	6
2.1 流动性：余震未了	6
2.2 改革：为周期、成长分道扬镳提供依据.....	7
2.3 海外：经济略为转好，人民币汇率区间波动.....	8
2.4 周期：经济持续低迷.....	12
2.5 盈利：资产负债表修复制约增长.....	13
2.5 趋势判断中的风险	14
三、节奏.....	16
四、结构.....	18
4.1 股票：行业比较分析.....	18
4.2 股票：主题机会.....	21
4.3 债券：偏向长端和高等级品种	26
五、配置	27
5.1 配置的战略与战术	27
5.2 大类资产配置.....	27
5.3 股票的配置	27
5.4 债券的配置	28

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

在 2013 年第二季度，市场遭遇经济下行、金融风险管控的双重打击，流动性在季末的“钱荒”中严重紧缩；“新经济”板块的稀缺性进一步凸现。A 股总体下跌，TMT 和医药等行业跑赢大盘。债市总体涨幅弱于第一季度，收益率曲线变平，信用利差总体缩窄但出现两次较大的波动。商品普遍走弱。

□ 权益

权益类，尤其是以主板为标的的产品收益大幅低于一季度。创业板即便获得了不菲的正收益，股基也配了更多的小盘股，但总体收益仍然为负。

□ 债、货币和理财产品

债收益二季度明显低于一季度，这与钱荒密切相关，货币收益正得益于此，而原本一路下行的理财产品收益率也在该时期被抬升。

□ 商品

在美国经济好转，美元走强，叠加新兴经济羸弱的格局之下，黄金在内的大宗商品呈现出了普跌的态势。

表 1

2013 年第二季度国内外各类资产市场表现

		2011	2012	1Q2013	2Q2013
股票	上证综指	-21.7	3.17	-1.43	-11.5
	沪深 300	-25.0	7.55	-1.10	-11.8
	中小板	-37.1	-1.38	8.92	-3.42
	创业板	-35.9	-2.14	21.4	16.8
债券	中信标普全债	3.79	4.03	1.64	0.97
	中信标普国债	4.39	3.25	1.09	0.77
	中信标普企债	3.81	6.76	2.15	1.61
基金	标准股票基金	-25.0	4.13	5.21	-0.23
	普通债基	-2.83	7.52	3.47	-0.19
	货币基金	3.48	3.92	0.81	1.39

理财产品	人民币 3 月期理财产品	4.38	4.61	4.40	4.34
	信托产品	9.12	9.20	9.11	8.42
商品	COMEX 黄金	10.1	6.84	-4.71	-22.8
	铁矿石	-25.0	1.54	-2.53	-30.2
	布伦特原油	13.1	3.6	-1.21	-6.70
	大豆	-13.6	18.4	-1.27	-10.9
储蓄存款	一年定期存款（期初基准利率）	2.75	3.50	3.00	3.00

数据来源：Wind，博时基金

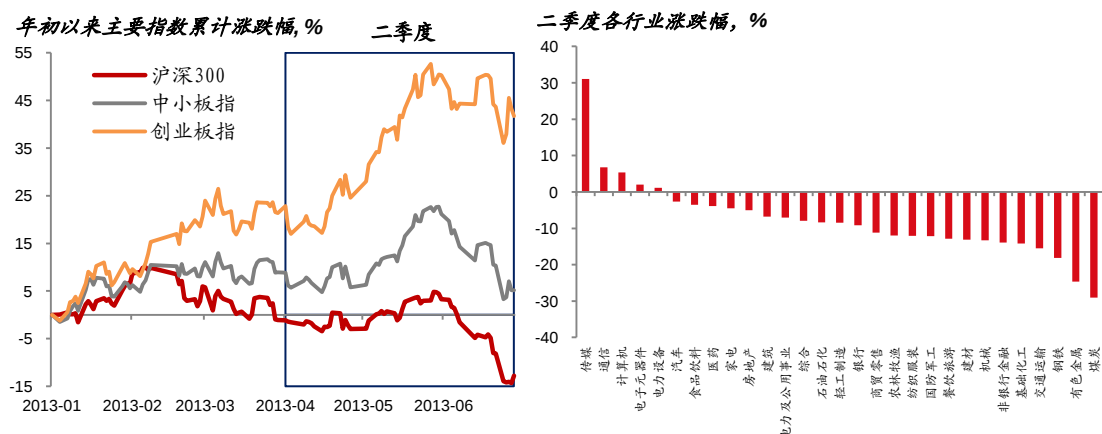
1.1.2 股票的收益特征

第二季度 A 股运行大致可以分为两个阶段。季度初到 5 月中下旬，市场上演了极其剧烈的结构分化。创业板与中小板指数连续突破年内新高，创业板指数在 4、5 月累计上涨达 24.6%。而代表大盘蓝筹的沪深 300 指数，则一直呈现弱势。5 月中下旬以后，受市场流动性冲击，系统性风险抬升，各指数均回落，但创业板以及中小板仍相对抗跌。

行业上，仅传媒、通信、计算机、电子元器件以及电力设备等五行业在二季度取得的正收益，其中传媒上涨 31.8%，居各行业之首。传统周期性行业普遍大幅下跌，以煤炭、有色和钢铁为代表的中上游行业跌幅领先。年初一轮周期的轮转，只短暂惠及部分中游行业，上游非但没有得到利好的传导，反而在复苏失去动力时的下跌中首当其冲。金融行业在流动性冲击下遭遇当头棒喝，向实而生的格局已然体现。

图 1

股票市场二季度前半段分化剧烈，后半段系统性风险抬升，当季仅五个新兴行业取得正收益



数据来源：Wind，博时基金

1.1.3 债券的收益特征

二季度国债的行情由宏观经济的低迷所推动。第一季度经济数据公布后，市场开始质疑“弱复苏”，中长端利率随之下移；而接下来的羸弱数据则进一

步证伪了“弱复苏”，国债中长端行情得以延续。这直到5月中旬，才因短端流动性冲击带动长端收益率上行而结束，最终10年期国债仅留了微弱资本利得。

信用债方面。二季度信用利差以降为主。8号文引发市场作多热情，宏观数据低于预期则强化乐观情绪。“代持”事件冲击虽引发了信用利差脉冲向上，但自4月24日央行会议定调债市监管的问题之后，信用利差便转头持续向下，直到遭遇流动性危机，信用利差再度出现了脉冲式向上，但在钱荒平息之后又重回下行通道。

图 2

债券各板块第二季度涨跌幅

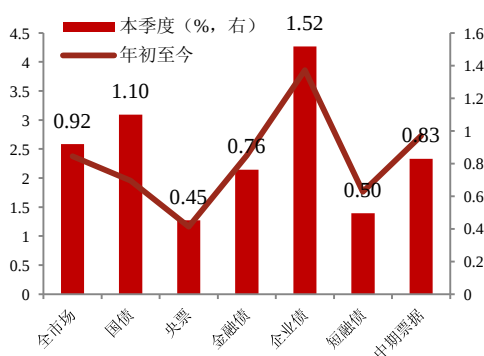


图 3

国债二季度到期收益率曲线

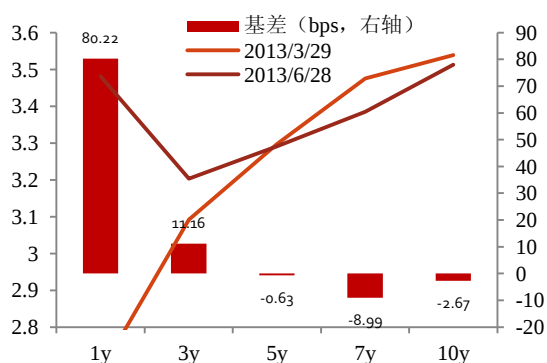


图 4

流动性冲击之前，到期收益率曲线长端下移

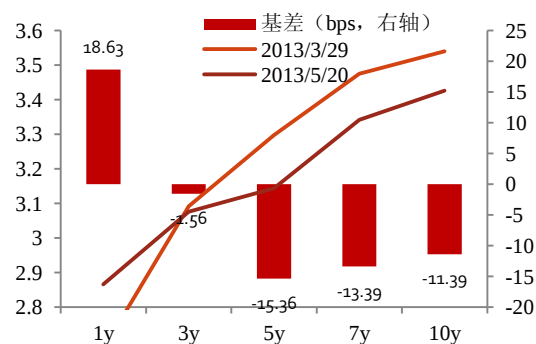


图 5

钱荒冲击全面抬升了到期收益率曲线

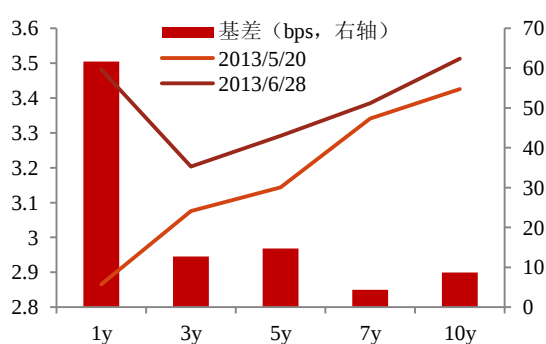
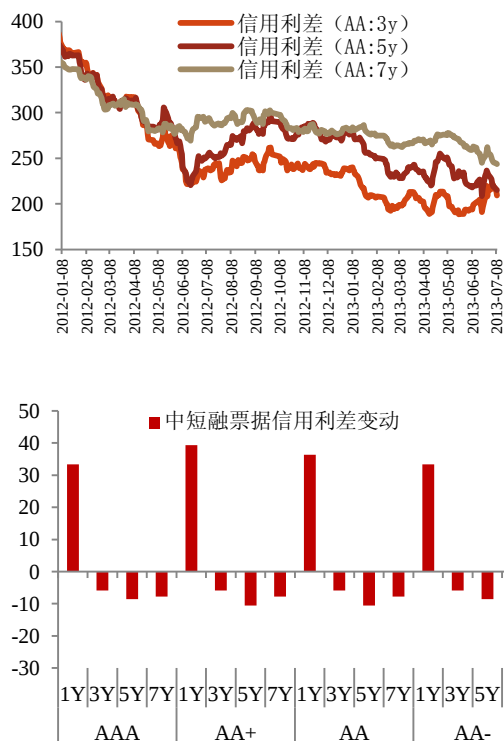


图 6

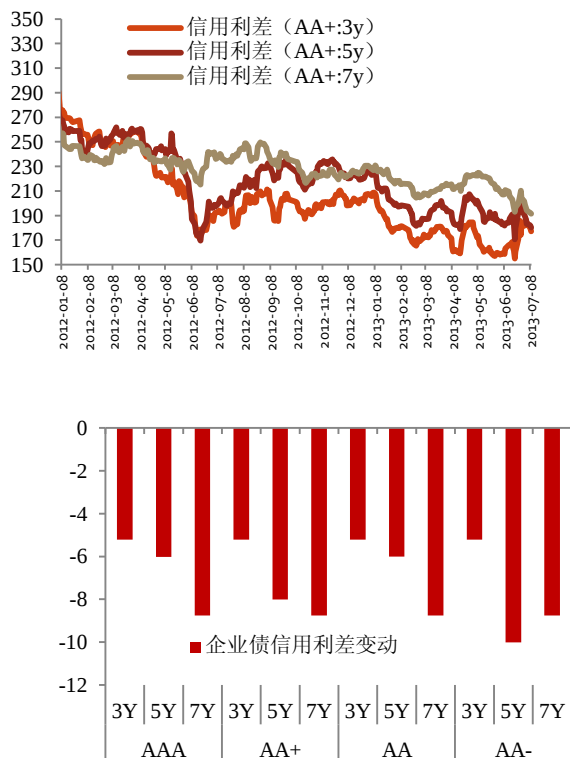
信用债：二季度中短融票据信用利差及变动



数据来源：Wind，博时基金

图 7

信用债：二季度企业债信用利差及变动



1.2 第二季度策略回顾

博时基金 2013 年度策略的总基调是“泽战”。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。

1.2.1 战略实施

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。我们战略上的判断是，权益类资产压力较大。一季度靠流动性推动的债市行情，有强弩之末的态势。我们做出了二季度低配股票，超配现金，标配债券的资产配置策略。

虽然低配股票的战略偏向防守，但在股票行业的配置上，我们仍然寻找结构性的进攻点，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进行布局，超配了电子、计算机、通信、国防军工、电力及公用事业（环保）、石油石化、传媒、以及医药和汽车等行业。同时，考虑到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,我们在金融行业上的配置调整为标配偏负面,但在5月中下旬显现的流动性冲击发生后,我们将其进一步下调至低配。

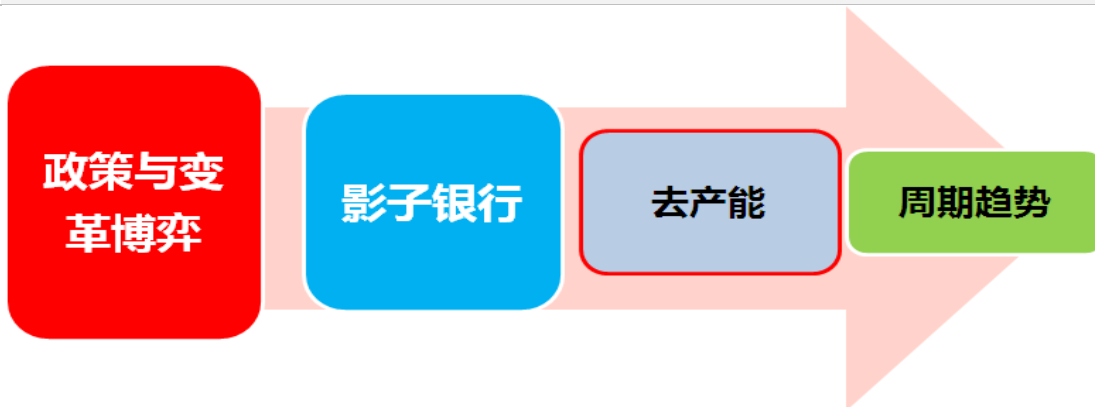
1.3 2013 年第三季度资产收益的决定因素

与上季度相比,二季度流动性紧缩留下来的残局如何收拾,是第三季度资产收益的重要决定因素。影子银行与产能问题一样,是中期的问题,将会持续地影响市场。不仅如此,二者会竞相恶化,从而为外围与中心的演化提供肥沃的土壤。

与中期的问题相比,周期趋势由弱复苏转向衰退已经成为共识,这决定了市场的趋势。对节奏的影响主要是市场对政策刺激和改革博弈的预期。基于底线突破的威胁论可能让市场意淫,但不会影响趋势。改革议题可能会略有升温,但还不到爆发的时候——如果真的还有爆发的话。

图 9

决定三季度行情的宏观经济因素重要性排序



来源: 博时基金

二、趋势

我们年初报告中认为市场和经济最大的风险是金融风险管控引发的流动性危机。这个危机已经在第二季度末发生，其影响也还没有结束。

在金融风险管控与流动性的预期上，市场和经济个体的信心将变得更加脆弱，海外经济动向也更多从流动性预期上影响市场。

经济，尤其是大建筑行业，将在三季度遭受更大的压力。去产能以及它对盈利的抑制也将继续下去。

2.1 流动性：余震未了

□ 钱荒余震未了

“钱荒”既有高层控制货币增量的背景，也是央行默许、甚至可以说是它一手推动的结果，且余震仍未结束。

以6月24日公布的《中国人民银行办公厅关于商业银行流动性管理事宜的函》为代表，央行的基本意见是将此前的资金价格上涨归结于部分银行流动性管理不当，亦暗示一般贷款、票据融资的配置结构和投放进度不合央行意图。但该沟通并未言及在票据与利用信托受益权作为管道的监管套利行为——而这类同业业务是真正打击的重点。

这种沟通的结果是，市场会认为央行在银行间市场的操作会同时用来做监管和窗口指导，而且还不会公开这样讲。由于市场不清楚央行将会对哪些行为挥起大刀，货币政策的透明度和可预测性在一定程度上会下降，导致避险情绪上升。

在**基准情景**下，即便银行间市场的利率在央行的指引下回归上半年水平，一部分市场参与者要借钱也会更加困难。相应地，在灰色地带游走的同业业务存量在三季度预计会下降超过1万亿，拉低M2同比增速约1个百分点。最后，银行也会忌惮贷款规模的快速扩张。

该判断的**上行风险**是，如果政府能更清晰地区分监管和货币政策，货币政策的透明度能显著提高，有助于缓解避险情绪。一些正常和官方支持的领域能继续以较便宜的价格拿到钱。若能借此机会，两高一剩行业存量产能得到有序的处置，并趁机建立房地产调控的长效机制、开好地方举债的“前门”，则更是相当的利好。

下行风险上，如果政府继续“破得快立得慢”，增长底线进一步调降，主动引导信贷和货币进一步紧缩，经济增长将更加困难。再考虑到债券市场并没

有出现过正式的违约、信托“刚性兑付”的金身未破，这种紧缩甚至会引发一轮债务危机。

□ 货币政策较上半年略紧概率偏大

从近期的言论看，高层的货币政策态度并没有调整的态势，反而透露出对较快的货币信贷扩张速度的担忧，预计这将使得第三季度货币政策较上半年略紧的概率偏大。

由就业触发政策明显转向的概率也并不高。考虑到[1]中国就业统计数据缺陷较多，[2]除非是与共同的结构缺陷或优势相关联，在中期一个经济体失业率的高低与经济增速没有关系，[3]就业问题也可以通过增加社会保障支出来缓解。

预计第三季度银行间七天拆借利率平均会维持在 3.5% 或更高的水平，三季度末 M2 同比增速下降至 14%。

□ 财政政策

全国公共财政收入 1-5 月累计增速为 6.6%，低于预算 8% 增速目标，财政支出方面则基本符合以往支出节奏。1-5 月中央财政收入累计增速仅为 0.1%，显示中央财政尤其紧张。

但我们认为，一是财政支出的方向不会偏离调结构、惠民生、扩内需的主线。铁路投资、棚户区改造、城市基础设施建设等方面将成为重点，一般性公共支出将进一步下降，二是在第三季度不会调整财政赤字。

2.2 改革：为周期、成长分道扬镳提供依据

第三季度，市场对 18 届三中全会的期待是相当明确的，即，希望政府指出未来明确的投资热点。现在市场对政府不做什么已经非常明确，但对做什么并不清楚。在对改革预期进行剖析时，必须明确以下几点：

□ 改革的步伐不会轻易动摇

进入七月，以《华尔街新闻》的莫西干为代表的人对于迷信政府改革表示担心，认为政府不应该减少支出，即政府还应在刺激中进行结构调整。我们的判断是改革的步伐不会轻易停止。

通俗地讲，决策者作为医生面对要进行手术的中国病人，其底线是在手术前病人不能死掉。自去年 18 大以来，就一直在给病人降温、节欲，以食补代替药补，并强加了保安以防止外人的干扰。完善了 ICU，以防止病人突然的心力

衰竭。一切都是在按部就班地进行。当病人偶感不适时，以前卖激素的人士就大喊“医生，病人不行了，必须打强心针”。这显然是对改革者的不信任。

新华社 7 月 11 日发表评论“中央政府经济政策从未改变”，指出：“宏观调控要立足当前、着眼长远。要着力调结构、促改革，推动经济转型升级”。这与本届政府就职以来一直倡导的经济政策总体思路是完全一致的，这同时表明中央经济政策从未改变。也表明中央为改革做的准备没有改变。

□ 改革所立者较少

改革是目标、领导者与财政约束的函数。改革的方式有二：一是大包大揽，二是甩包袱。前者强化政府的力量，后者强化市场的力量。从换届以来，习李新政所做的事情来看，减少政府干预，让出市场空间是大方向。所以从这个方面来看，政府不作为就相当于改革了。

因此，我们会看到在整治影子银行以及背后的地产和基础设施建设融资的同时，相应制度建设甚少，尤其是地方政府的借债约束和信息披露制度方面。

□ 改革的重要作用是为成长与周期分道扬镳提供依据

在市场趋于均衡的状态下，改革的作用在于打破均衡。均衡即是刚性，是博弈各方能量消耗不得不妥协的结果。这意味着依靠短期内周期与成长自身的力量无法打破僵局，市场对外部冲击的方向与力度的分歧决定了未来非均衡的市场格局。在确定的外部力量中，改革显然较外需的冲击力要大。十八届三中全会相当于胸有成竹的“父母”，静候“女儿”把周期和成长的“贵婿”带到面前。面对“人到中年”的成熟局面，决策者的舍与得已然相当明确，未来的幸福在于共同成长而不是用青春换取存量的财富。相对长的时间内，周期与成长的总量概念越来越失去意义，结构主义将大行其道。周期与成长的各自分化、外围与中心的相互演进使得个性化的资产配置更有价值。

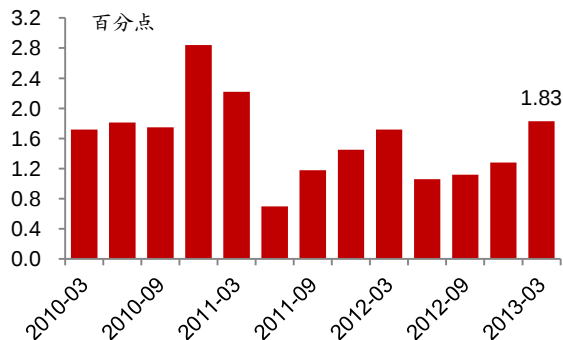
2.3 海外：经济略为转好，人民币汇率区间波动

□ 美国：QE 的胜利

预计美国第三季度经济增速将略高于第二季度。伴随房地产市场的持续恢复，私人消费有望继续支撑 GDP 增长，同时财政紧缩对增长的拖累在第三季度将小于第一季度。

图 10

1Q13 私人消费对 GDP 贡献达到两年内高点



数据来源: Wind, 博时基金

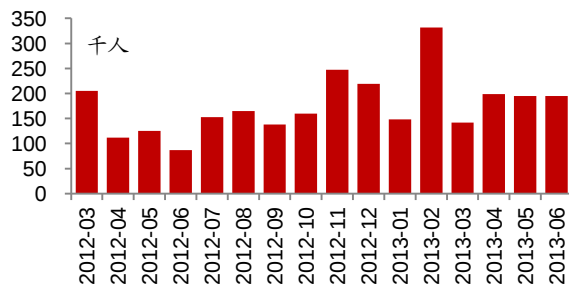
图 11

新建住房许可持续上升



图 12

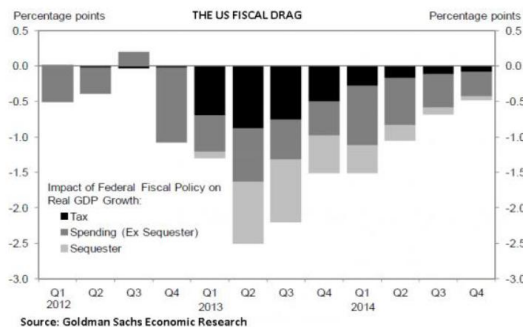
新增非农就业维持在高位……



数据来源: Wind, 高盛公司, 博时基金

图 13

……尽管财政的拖累在 2Q 达到年内顶峰



我们估计 QE 最早在年末缩减购买规模, 但该缩减是对 QE 通过缓解去杠杆的冲击, 促进增长和就业的肯定。在增长动能逐渐恢复, 通胀不高的条件下, QE 的退出, 是对经济增长恢复常态的确认, 伴随的应当是掌声, 而不是泪水。

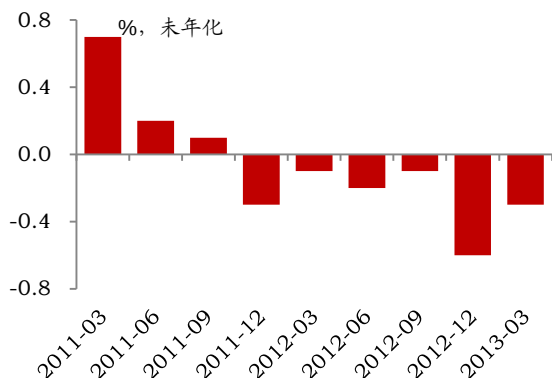
□ 欧洲: 紧缩立场进一步缓解, 但增长的恢复很脆弱

基于核心国家民意、施加于边缘国家的财政紧缩立场在 2Q13 已经明显软化, 体现在欧盟官员的发言上, 也体现在对数个国家财政紧缩未达目标的宽限上。4 月份意大利政局的动荡, 以及近期葡萄牙和希腊的政治事件在市场并未掀起大的波澜, 这与两年前的市场情况已经大不相同。

尽管一些调研指标有回暖迹象, 但这种情况在持续 6 个季度的衰退中也发生过, 事后经济增长数字并没有显著改善。

图 14

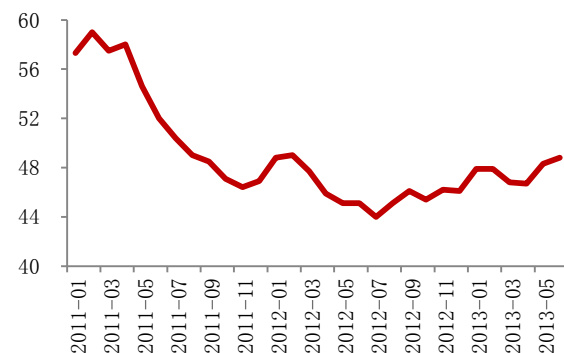
欧元区连续六个季度衰退



数据来源: Wind, 博时基金

图 15

近期欧元区 PMI 的反弹不一定预示走出衰退

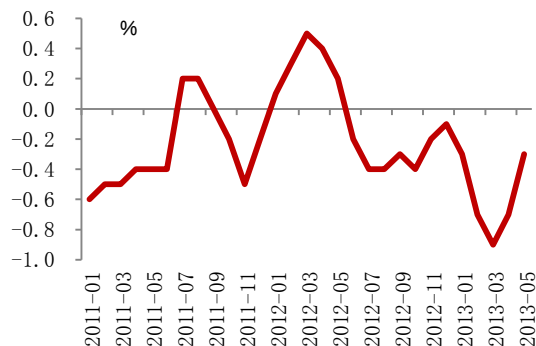


□ 日本：迄今为止数字表现尚可，结构性改革有望在参议院选举后开启

日本的核心通货膨胀和制造业数据反映了经济在经历一个至少是小规模的复苏，日元汇率、国债和股市也过了波动最为剧烈的时期。日本央行也连续两个季度上调八个地区（共九个地区）的经济评估。

图 16

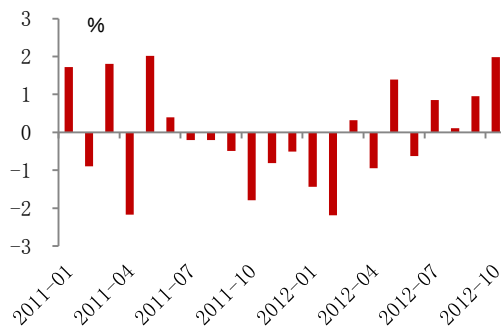
日本 CPI 同比近期逐月上升



数据来源: Wind, 博时基金

图 17

且季调后采矿和生产指数月环比连续 4 个月为正



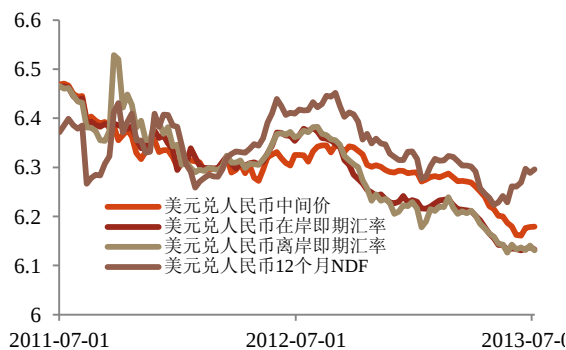
6 月初推出的结构性改革方案是否能执行（或者是否能执行更多的改革）依赖于 7 月 21 日参议院选举的结果。根据雅虎利用大数据技术得到的结果，安倍执政联盟——自民党和公明党——有望获得参议院半数以上席位，并结束连续 6 年参众两院由不同党派联盟控制的现状这与一些日本政治的观察者的结论一致。

□ 人民币汇率：预计第三季度中间价在 6.15 到 6.20 之间

人民币汇率升值趋势出现改变迹象。香港离岸汇率停止升值，之后中间价出现小幅贬值，NDF 汇率明显贬值。相应地，在港上市的 A 股 ETF 也从溢价转为折价。显示前期资本项下资金快速流入的过程，正在发生改变。

图 18

人民币出现贬值迹象



数据来源: Wind, 博时基金

图 19

新兴市场进入资金流出周期

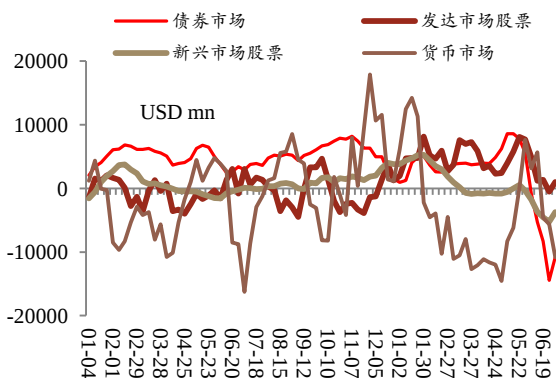
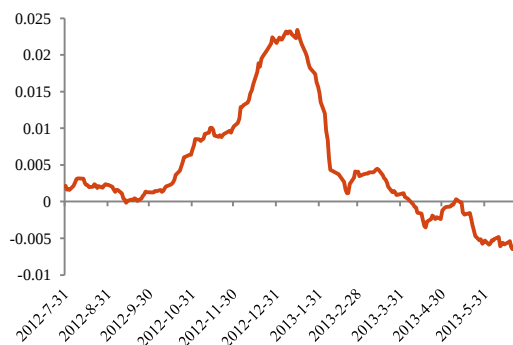


图 20

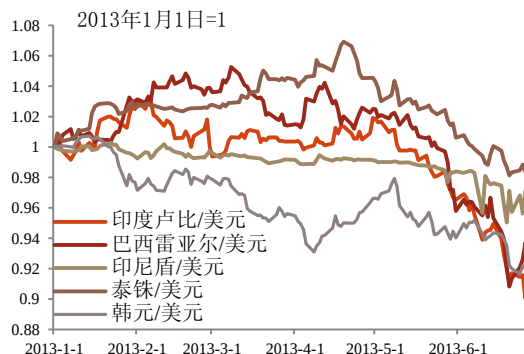
在港上市的 A 股 ETF (RQFII) 变为折价



数据来源: Wind, 博时基金

图 21

新兴市场货币贬值



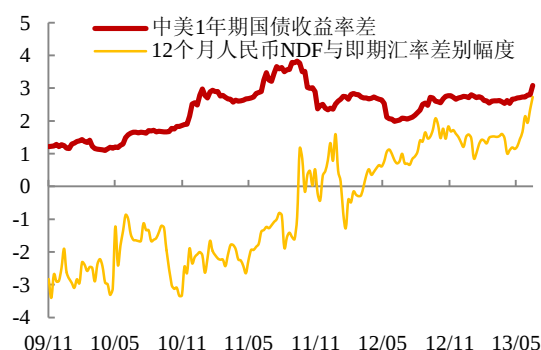
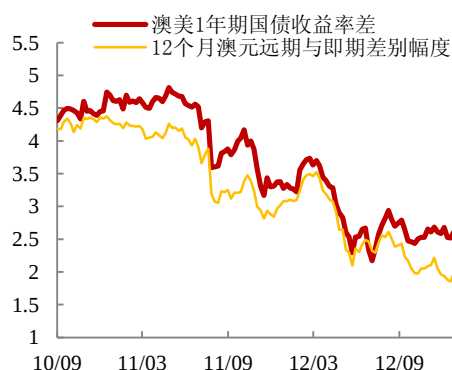
随着美国就业形势的持续改善，美联储退出 QE 的预期持续升温，资本从新兴市场撤离，新兴经济体货币面临进一步贬值的压力。在这一外部环境下，中国作为最大的新兴经济体，三季度人民币的贬值压力在上升。从内部环境来看，国内经济继续面临下行压力，出口 6 月同比增速已经为负。从套利套汇需求来看，6 月份对香港出口同比下降 6.9% 也表明，通过虚假贸易流入境内的资金大幅减少。

即便如此，我们认为贬值程度仍是有限的。美国此轮的复苏和美元牛市并不比前两次，更多地体现为相对全球经济疲软的比较优势。人民币汇率不仅仅是经济问题，更是政治问题，中国政府仍保持着对汇率市场的强大干预力。维持人民币兑美元汇率的稳定是决策层最有可能做出的选择，三季度人民币兑美元汇率中间价或将维持在 6.15-6.20 附近波动。

图 22

图 23

自由兑换货币利差与近远期汇差变动保持联动；人民币利差与近远期汇差之间的联动性有所增强，仍有限



数据来源: Wind, 博时基金

2.4 周期：经济持续低迷

在第三季度，判断周期主要是判断6月钱荒事件的影响与国内货币政策的变化。根据2.1中的分析，在基准情景下，与之对接最多的房地产、融资平台和“两高一剩”行业会遭受持续的信贷紧缩；更趋紧的货币政策对整个经济均显不利。尽管有相当一部分经济对信贷环境并非特别敏感，增长下行，通胀持续较低的概率仍然很高；三季度GDP可能在7.4%左右，通胀平均可能为2.6%左右。

在与货币政策和流动性关系较弱的领域，我们的判断如下，

1. **大众消费**，包括耐用和非耐用消费，将因为经济整体的疲弱会略有承压，但仍可以扮演避风港的角色；与信息消费相关的行业可能仍处于较高景气；
2. 从官方媒体的做法看，改作风完全没松口，尽管规模以上餐饮消费同比增速不再继续下降，但预计**三公消费相关领域**低迷难以结束；
3. **出口**受益美日复苏有限。中国出口占美国进口的比例近年持续下降，对美国出口也仅占国内出口不到两成的比例；中日政治关系仍处于“冰期”，日本经济的好转还伴随较低的日元汇率。

在与货币政策和流动性关系较强的领域，我们的判断如下，

1. **基础设施投资**的增速可能不会再上升，这与基数效应、地方平台融资渠道缩窄、打击违规BT项目都有关系；
2. **工业投资**还会继续下行，为专用机械与部分通用机械的低迷状况将延续；“两高一剩”行业的低迷状况会更加严重；但企业和政府在技术升级与研发、环保、节能和信息化上的投入收到的冲击相对较小；

3. 与制造业投资相比，**房地产销售、开工和投资**所受冲击较小。与二季度策略报告的观点相同，我们也认为房地产再出调控的几率并不高。但在上半年销售增速大幅上升的背景下，新开工、投资并未出现同样的增速，这不一定是货币政策或调控政策的原因。一些分析师开始认同万科等地产商的看法，即中国房地产投资和住房销售的历史顶峰已经比较接近。

2.5 盈利：资产负债表修复制约增长

去产能与去杠杆的资产负债表修复过程继续制约盈利的增长。

从盈利能力的拆分看，主营业务利润率稳中略升，但今年以来并没有完全摆脱 2012 年就开始的利润率弱势，近几个月的略有上升，大多也能用季节性因素解释。而在成本端，虽然从产业链的上下游结构看，上游行业的价格跌幅更大，但成本率依然显著反弹。我们据此推测，从工业企业总量上，产能过剩下的折旧以及人力成本的上升，抵消了原材料价格的下跌，推高了成本率。而在费用端，三项费用的占比收入今年以来趋于下行，一方面由于企业在经济弱势下费用成本的管理，另一方面，则源于上半年相对较宽松的货币和信用环境。

固定资产在总资产的比重下降，产能的问题在逐步消化，有助于提升资产周转的效率，但需求弱势依然成为掣肘。从上市公司的情况看，杠杆率继续攀升，但动能已有衰减。加之政策管理层管控金融风险，总量上去杠杆将进一步压低企业的盈利能力。

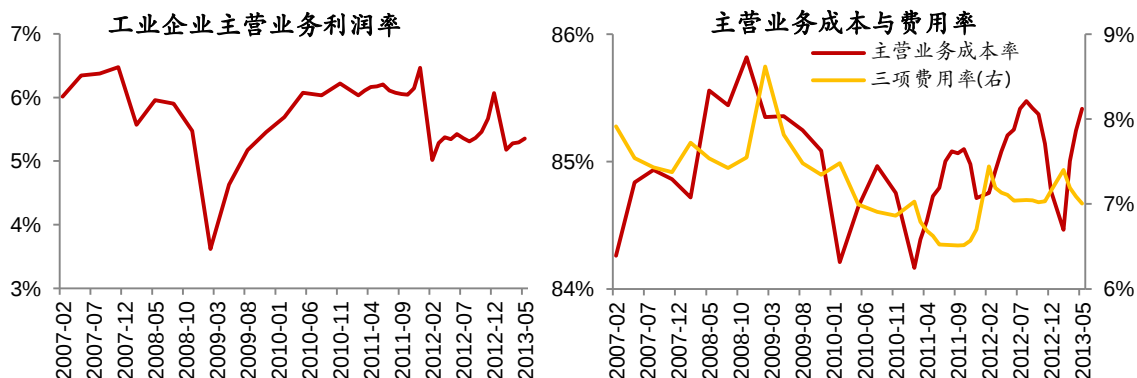
展望下半年，基于宏观的总量判断，盈利能力的各项变动的情况可能如下：

1. 净利率维持低位平稳，产能过剩的成本抵消原材料价格下降的空间；
2. 补库存力度温和，总需求疲弱，资产周转效率难以看见显著提升；
3. 去杠杆叠加对盈利的进一步杀伤力。

因此，中报最终的盈利情况可能不达市场预期，而全年非金融上市公司盈利增速低于 10% 的概率在加大。

图 24

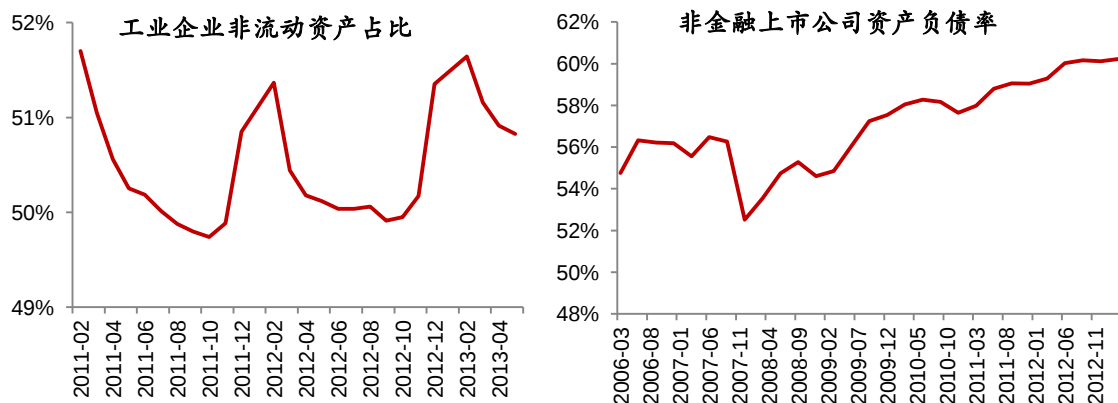
主营业务利润率地位徘徊，成本率反而提升，三项费用占比下降



数据来源: Wind, 博时基金

图 25

产能在消化，杠杆仍处于高位



数据来源: Wind, 博时基金

2.5 趋势判断中的风险

这次经济衰退基本上可以看成是“没有方向感的衰退”，已经是衰退，但人们不知道后面会怎样。因此，来自基本面和市场认知的风险就较大。

若央行能成功安抚好市场的恐慌情绪，在相关机制没建立起来的时候，对融资平台能给予临时性的支持，对“两高一剩”行业支持有序的资本退出，经济情况将相对有利。

向下的风险就是将金融风险管控理解为全面紧缩，6 月的钱荒增大了该风险。如果出现信托违约和连续数例理财产品出问题，信托和理财产品投资者的风险偏好大幅下降，将导致经济陷入更深的衰退。

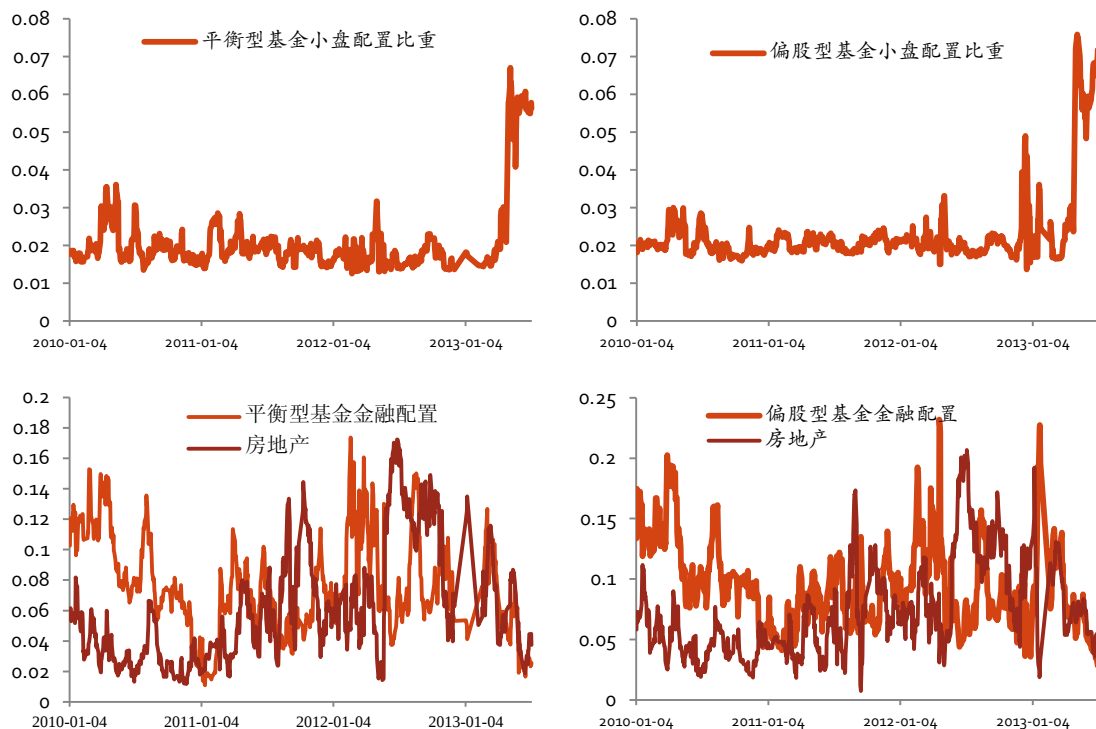
三、节奏

□ 公募基金小盘仓位达到 2010 年以来历史高位，大盘估值极低

从公募基金的仓位看，今年 2 月以来，基金在小盘股上的配置比重急速上升，且已大幅高于 2010 年的比重；但周期性股票的配置则持续下降，以地产威力，当前的配置比重已经接近最近一年来的地点。

图 26

小盘配置比重在基金仓位重处于高位



数据来源: Wind, 博时基金

与之伴随的，大盘的估值已经处于非常低的水平。根据高盛提供的数据，6 月末中国 A 股指数动态 PE 仅 8.1 倍，按月度计算，这是金融危机以来倒数第二低，其中最低值发生在 2008 年 8 月末，为 7.5 倍。

具体到行业上，如 4.3 中关于估值的讨论所言，银行、建筑、电力与公用事业、煤炭、食品饮料等行业的估值水平已经处于历史最低水平。

低估值并不表示一定会大幅上涨，这些行业通常是面临结构或周期上的困境，但在同样的利好消息或预期面前，估值越低的品种常常会有更强的弹性。

□ IPO 重启推动小盘股分化

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。

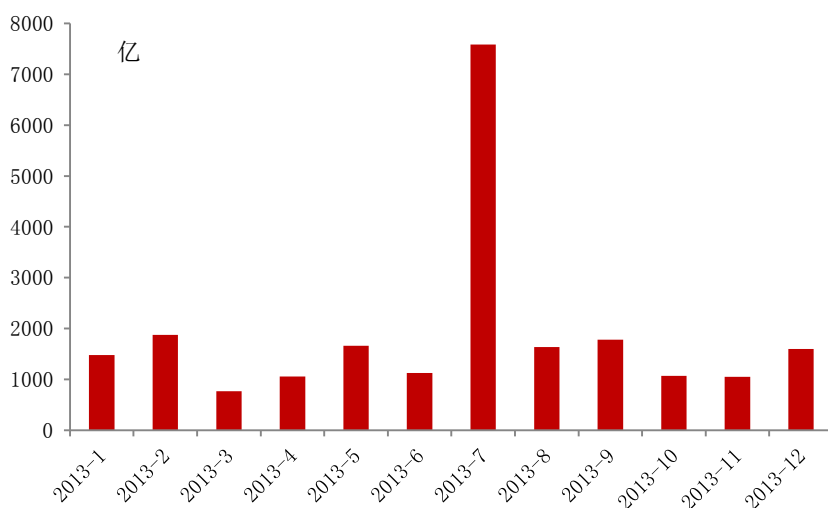
IPO 堰塞湖高悬，很多迹象已被解读为 IPO 重启的信号。5 月 31 日，证监会通报聘任第 15 届主板发审委委员，导致市场尾盘大幅下调。可见 IPO 重启是市场难以迈过的坎，堰塞湖总有开闸泄洪的一天。届时，小盘的分化或会更加严重。

□ 三季度 A 股解禁量迎来年内高点

根据我们的统计，即使剔除农行 A 股解禁量，三季度也将迎来年内解禁量的高点。考虑到中小盘股解禁近期屡创新高，股票解禁会进一步推动成长股的分化。

图 27

三季度 A 股解禁量迎来年内高点



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

● 中报盈利的亮点可能仍较多集中在中小板和创业板

截至 7 月 12 日，创业板和中小板发布 2013H1 预警的公司所占流通市值比例均已过 90%，按照预警的平均值，两个板块二季度整体盈利当季同比增速均上升至两位数，分别为 11% 和 15%，较一季度上升明显。主板公布的公司流通市值占比仅为 7%，尚不具备普遍代表性，但就已公布的公司看，二季度增速向下。创业板的盈利能力仍集中在规模较大的公司，虽然按规模划分的五个分组下，第一大流通市值分组二季度预估增速略低于一季度，但绝对增速仍很高，且第二大分组的二季度盈利增速显著反弹，从一季度的-12% 上升至 33%。中小板第一、二大流通市值分组的盈利增速进一步显著提升，值得关注的是第四分组（规模相对较小）的公司，二季度盈利增速反转明显。

表 2

盈利的亮点可能仍在创业板和中小板（截至 2013.7.12）

	计算公司占比板块总流通市值	2013H1(预估)	2013Q2(预估)	2013Q1
创业板	91%	5%	11%	-2%
中小板	96%	9%	15%	3%
主板	7%	227%	149%	543%

数据来源：Wind，博时基金

● 盈利较好的行业倾向于新兴

从中报预警的行业上分析，公布公司流通市值占比较高的行业，电子、传媒、家电等，二季度增速相比一季度略有所下降，但增速绝对水平仍维持较高；计算机和纺织服装，二季度增速水平不高，但相比一季度边际改善幅度较明显；轻工制造、电力设备以及通信行业二季度盈利增速提升幅度居前。

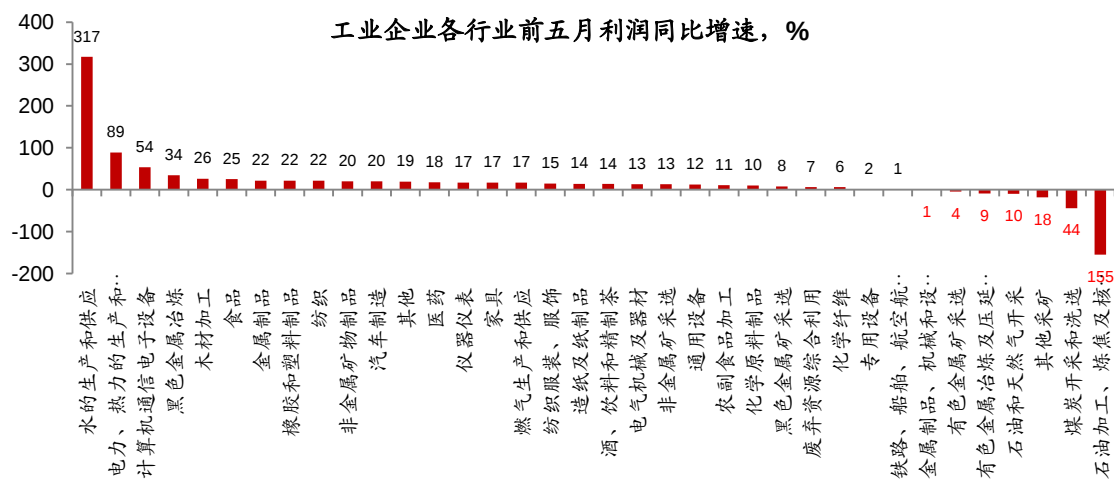
从工业企业前 5 个月行业层面的利润增速看，盈利上保持较高增长水平的主要行业集中在公用事业（水务、电力）、通信电子及计算机设备、消费中的食品、纺织及汽车、以及少数中游行业，如金属与非金属制品、橡胶和塑料制品等。

多数行业的盈利增速仍略显疲态，正增长多是源自于去年同期的低基数，相对于一季度显著改善的并不多，有的甚至还继续减速。二季度前两个月，盈

增速相比一季度有明显提升的行业包括水务及水处理、汽车、电气设备及器材、化纤及专用设备。几乎所有上游资源行业，盈利的情况则继续恶化。

图 28

1-5 月利润增速偏向新兴行业



数据来源：Wind，博时基金

4.1.2 政策视角：政策释放的信号

从国务院多次常务会议释放的政策信号看，棚户区改造、节能环保、公共服务业、城市基础设施建设、信息消费、光伏、以及持续获得政策鼓励的文化传媒行业，具备政策上的优势。

4.1.3 估值视角：洼地与高地

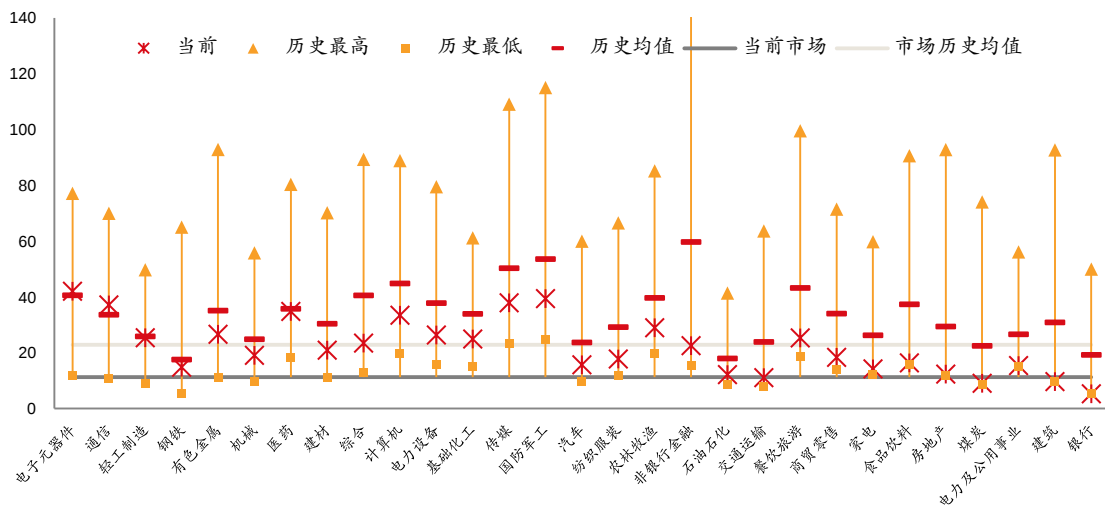
● 估值洼地等待救赎

以金融、地产为代表的行业，已经成为资本市场中的估值洼地。行业平均的 PE 估值水平，几乎处于历史的最低位。

估值洼地的救赎，是市场中为数不少投资者的期冀。但洼地如何实现救赎，市场可能最终给出各不一样的答案。“向实而生”的格局，使得以银行为代表的金融行业，很可能继续会受到市场的压制，而且这种认识会趋于强化。销售与开工的平稳，以及较稳定的盈利能力，使得地产产业链仍将是不少投资者流连忘返。政策的不确定性，不管正面还是负面，也都使我们不宜离该行业及产业链太远。密切跟踪政策的微妙变化，是实现救赎的关键。

图 29

估值洼地的价值



数据来源：Wind，博时基金

● 估值高地面临分化

与我们此前的研究结论类似，有研究机构研究今年以来火爆的创业板结构行情后发现，创业板指数的屡创新高，源自于创业板中的“核心新蓝筹”。35家公司个股在创业板指数涨幅中的贡献度达到75%，创业板综指的上涨中贡献度达到50%，也就是说创业板的大幅上涨基本都是由这35家公司来引领的，占所有创业板公司355家公司的比重为10%。

表 3

创业板的动力在于核心行业和公司

	股 票 数	2012PE	2013PE	2012 净利 润（亿）	2013 预测 净利润(亿)	2013Q1 净利润同 比（%）	2013 预测 净利润同 比（%）	2013PEG	按 Q1 增 速计算 2013PEG
创业超越	35	64.42	41.32	54.31	80.83	50.88	48.85	0.85	0.81
创业市值	50	49.16	35.04	100.63	138.68	19.14	37.80	0.93	1.83
创业核心	24	63.85	41.73	47.60	70.63	64.21	48.39	0.86	0.65
创业板	355	41.88	29.86	245.16	330.11	-1.27	34.65	0.86	-
沪深 300	300	8.99	7.87	18,592.15	20,338.07	9.39	9.39	0.84	0.84

注：1. 创业超越指的是创业板指数成份中涨幅超越创业板指数的股票，共计35只。

2. 创业市值指的是整个创业板中市值最大的50只股票，整体估值水平较低，业绩增速更为较低，代表性并不明显。

3. 创业核心是既属于创业超越，又属于创业市值的核心股票，共计24只。其Q1合计利润增速更高达64%。

数据来源：东方证券

而从估值看，35家所谓的“核心新蓝筹”目前预测2013PEG在0.85左右，而沪深300的2013年预测PEG也是0.85左右，这一对比从侧面也印证了市场

在今年明显给增长一个很高的溢价，而这个溢价与大盘指数相比较，似乎也属于较为合理的水平。

此外，创业板剩下的 80-90% 的公司，就非常需要关注增长不达预期的风险。中报和季报的发布，有可能会成为这样一波估值和市场表现分化的催化剂。

4.2 股票：主题机会

4.2.1 并购重组主题

并购重组主题有两个宏观上的逻辑出发点。

一是在去产能和去杠杆的大背景下，债务问题成为当下市场关注的热点。历史上看，解决债务问题，比较差的情况是通胀或者违约，而比较好的情况是寻找到新的增长点，依靠经济增长自然而然就化解了债务问题。中国的当前的情况，更大的可能是寻找“中间路线”，均衡的解决债务问题。一方面对新兴产业支持鼓励，努力挖掘新的增长点和增长动力，扩大具备有效需求的产出，另一方面，对于传统产业，并购和重组和可能成为接下来市场的重要主题。前者今年以来，市场反映剧烈，而后者，很可能是下半年的一个新增机会。

二是在我们一直所强调的“外围-中心”论的框架下，“老中心”自我救赎，行业内和行业之间公司及产业链整合，化解供需矛盾，提升整体资产运用效率；“新中心”则奋发崛起，在需求、要素、技术、政策四个维度的扩张下，实现跨越式发展。这两方面，都需要依靠并购重组这一重要方式进行。

因此，从以上两方面考虑，我们尝试对现有产业的并购重组类型做一个简单的划分，并建立若干观察点，以抓住并购重组带来的投资机会。

老的中心产业，在需求不振，产能过剩的情况下，行业增速下降，债务负担变重，盈利能力减弱，现金流恶化，若行业出现系统性问题，中心向外围退化的可能性很大。同时，从供给端着手解决行业困境，指向的便是并购重组。

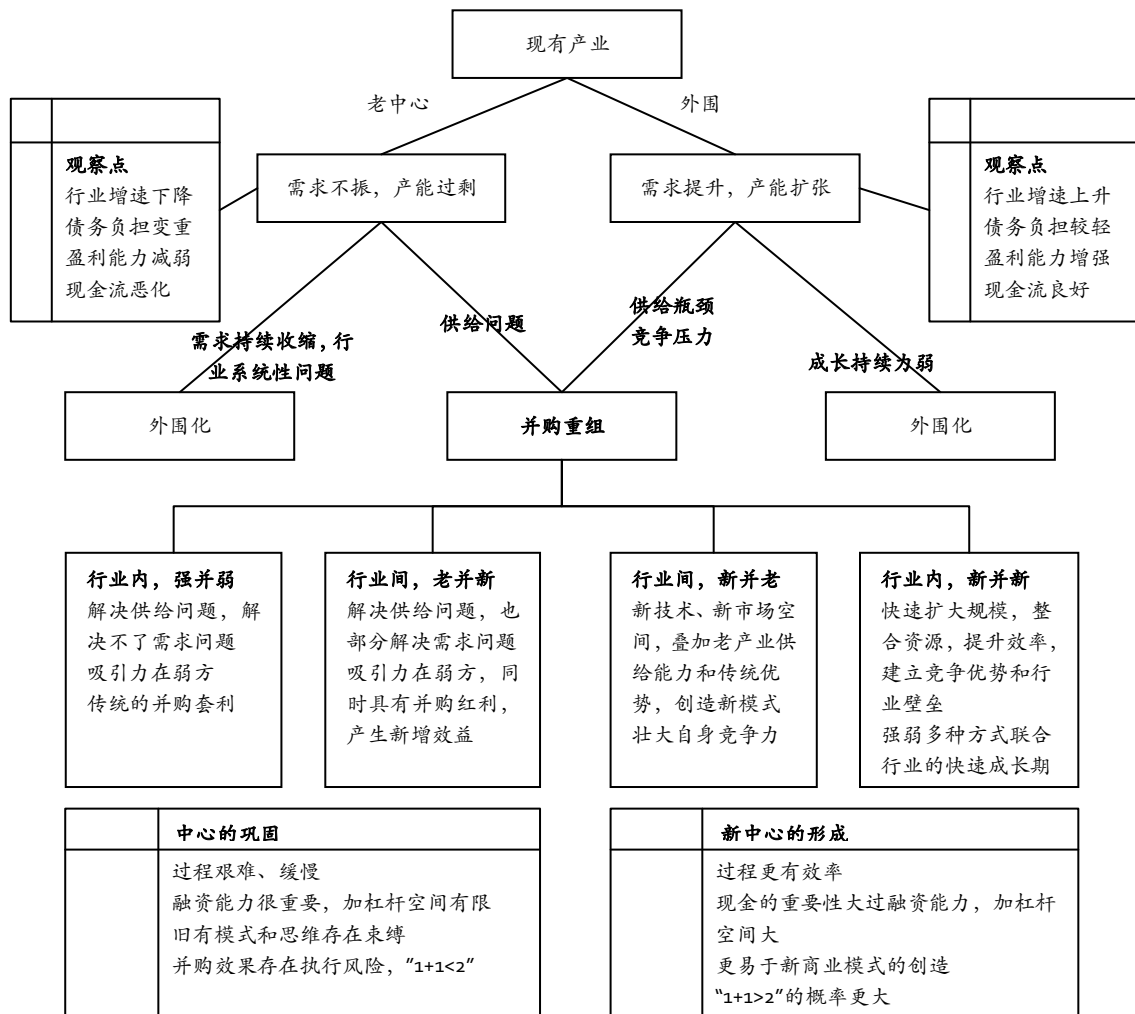
- ◆ 老产业，行业内强并弱。解决供给问题，但解决不了需求问题。投资上的吸引力在弱方，以及传统的并购套利。
- ◆ 老产业，行业间老并新。解决供给问题，也部分解决需求问题，吸引力在弱方，同时具有并购红利，产生新增效益。

处于需求提升，行业扩张阶段的新兴产业，行业增速上升，债务情况良好，盈利能力增强，现金流充裕，在供给瓶颈和竞争压力的驱动下，同样具有并购重组的动力。而未能抓住机遇实现可持续成长的产业，则继续处于外围阶段。

- ◆ 新产业，行业内新并新。快速扩大规模，整合资源，提升效率，建立竞争优势和行业壁垒，存在强弱多种方式联合，形成行业的快速成长期。
- ◆ 新产业，行业间新并老。新技术、新市场空间，叠加老产业供给能力和传统优势，创造新模式，壮大自身竞争力

图 30

去产能去杠杆与“外围-中心”论框架下的并购重组思路



数据来源：博时基金

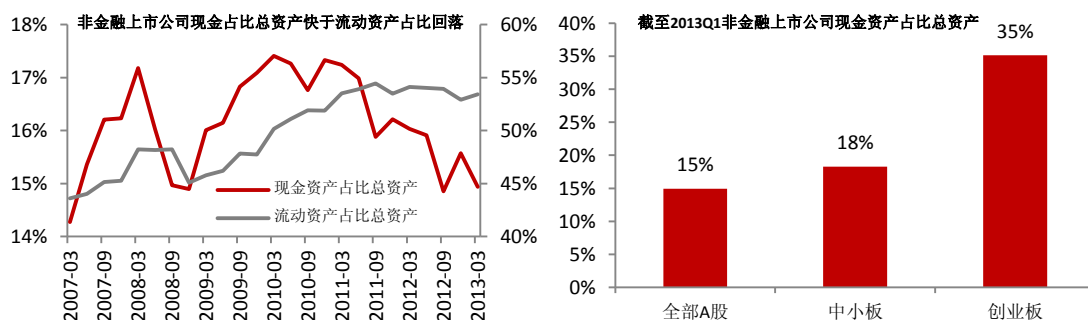
综合以上四种模式，从投资的角度看，集中于新兴行业的并购重组更具备投资价值。在当前融资环境不是特别有利的情况下，新兴产业现金的重要性更加突出，加杠杆的空间大，并购重组的效率，更易于新商业模式的创造。因此，新中心的形成，相比老中心的巩固，具有更大的空间。

市场实际也已有端倪。据统计，A 股上市公司并购案数量在 2013 年二季度出现了大幅上升，环比一季度上升 50%，其中创业板并购数量的增速是最快的，二季度增加近 70%。由于经济趋弱，各产业将面临产业集中度提升的要求，而创业板公司现金储备较好，随着募投项目集中投产释放后将有更多动力进行并购。并购行为往往是企业提高市场占有率、提高产业链上下游整合度的重要手段，因此对于企业的未来经营甚至是当下的业绩都会有影响。

基于以上的分析，从行业的角度，下半年并购重组的机会，我们将在新兴行业中重点挖掘，并主要以现金的充裕程度，辅以融资能力，以及一级市场的融资动向，确定该主题下的股票组合。

图 31

上市公司现金流状况不佳，创业板公司现金相对充裕



数据来源：Wind，博时基金

行业上，以 2007 年为对比坐标，观察债务杠杆与现金状况的变化，将行业在并购重组中的格局做一个粗略的划分。

债务杠杆提升，现金状况改善。这类行业存在债务压力，但行业整体现金状况的改善，使得行业内并购重组的概率更大，从而达到行业债务再优化。其中，建筑装饰行业盈利能力的提升，使得该行业内部并购重组的动力更强。

债务杠杆提升，现金条件下降。行业债务压力提升，而现金条件状况下降，使得行业成为被并购的概率较大，且范围有可能跨出行业之外。其中，建筑施工、房地产以及酒店餐饮具有较强的盈利能力，被收购系吸引力相对更大。

债务杠杆下降，现金条件下降。行业由于债务压力驱动的并购概率稍小。

债务杠杆下降，现金状况改善。这类行业债务负担相比 2007 年反而变得更轻，且现金状况有所改善，其中，尤其是新兴行业，对外扩张式的并购重组概率更大。其中，食品，环保，中药、化学药、传媒、仪器仪表以及计算机等行业，凭借改善的盈利能力，在并购重组中的活跃度可能相对更大。

表 4

债务杠杆变化与持有现金状况驱动下的并购重组分析

		相对于 2007 年的变化 (百分点)			
		带息债务/权益	现金/资产	ROE	
债务杠杆提升 现金状况改善 行业内并购重组概率大	家电	1.87	10.83	7.61	建筑装饰行业盈利能力的改善相对动力更强
	建筑装饰	30.13	2.75	7.23	
	乘用车	1.12	2.00	0.97	
	水泥	6.05	1.37	-3.42	
	造纸	36.76	0.75	-7.22	
债务杠杆提升 现金条件下降 行业内并购重组, 以及跨行业被收购概率大	建筑施工	96.36	-8.08	5.73	建筑施工、房地产以及酒店餐饮具有较强的盈利能力, 被收购系吸引力相对更大
	房地产	56.86	-1.58	3.25	
	酒店及餐饮	2.88	-3.71	2.21	
	发电及电网	111.59	-0.99	-1.13	
	煤炭	12.29	-8.30	-1.43	
	通信设备制造	4.79	-1.03	-2.12	
	金属制品	8.83	-7.48	-3.38	
	贸易	12.86	-3.94	-4.44	
	通信	90.51	-2.72	-4.46	
	交通运输	34.10	-1.53	-5.55	
	石油石化	29.96	-2.38	-7.42	
	工程机械	29.95	-2.14	-9.76	
债务杠杆下降 现金条件下降 债务压力下的并购概率稍小	钢铁	47.78	-1.07	-17.45	
	其他医药医疗	-46.23	-44.95	-2.84	
	商用车	-21.89	-3.27	-6.94	
债务杠杆下降 现金状况改善 对外扩张式的并购重组概率更大	运输设备	-18.03	-30.67	-8.28	多数行业债务负担相比 07 年要缓解, 持有现金的状况有所改善, 较强的盈利能力使行业对外扩张式的并购重组驱动力更强
	白酒	-4.86	18.65	14.92	
	食品	-15.69	9.39	8.60	
	仪器仪表	-45.31	9.54	5.71	
	景区和旅行社	-21.75	9.56	3.98	
	环保公用事业	-13.40	4.82	3.09	
	中药生产	-16.28	4.47	2.84	
	传媒	-12.55	3.82	2.61	
	化学制药	-29.98	7.43	0.31	
	计算机	-22.01	3.13	-0.05	
	零售	-14.80	5.77	-0.43	
	农林牧渔	-20.96	3.03	-1.15	
	生物医药	-41.16	13.48	-4.67	
	电力设备	-13.23	0.99	-8.11	
	通用设备	-5.95	2.49	-10.43	

数据来源: Wind, 博时基金

4.2.2 云、移动互联和大数据

□ 掌控生态系统的公司成为中心

全球科技革命方兴未艾, 抛开国界的限制去探求科技发展趋势, 变得越来越重要。云、移动互联和大数据是科技领域的核心主题。

在消费者为最终客户的领域内，关联最大的，是云和移动互联。随时随地可以在不同设备上执行相同的任务，改变了生活方式，也改变了大量产业的商业模式。

在应用层面，苹果基于 iOS 的**生态系统**成为对接消费者的门户，并被包括消费电子提供商、电信运营商、互联网公司的整个 TMT 领域所模仿。包括电视在内的**家电、消费电子**等硬件成为只是附着在某一生态系统上的附件，处于相对劣势的地位。独立应用——包括**游戏**——的提供商将很难脱离上述生态系统而生存。小互联网公司要不开发出独门绝技然后被并购，要不就是与中型公司一同被挤压。这种生态系统也让**网络安全**，尤其是移动互联的安全变得更加必要。

在基础设施层面，**电信服务提供商**的数据业务会越来越像公用设施，利润空间缩窄。软件定制网络（SND）在未来的拓展会让不同厂商的**电信设备**变成同质化极高的商品。

云和移动互联对**商用领域**的影响，则体现在**IT 服务**逐渐转向用户定制的一站式服务（而非设备）转型，以及“带着自己的设备上班”趋势下对商用网络安全的需求。以棱镜门为代表的网络安全问题集中曝光，提高了**电信设备生产和服务**提供能力在战略和军事上的价值。

在商用领域中，还需要加入的关键词是**大数据**。大数据大致可以定义为对未结构化的数据搜集和处理。迄今为止大数据并未商业化，在这个领域的竞争非常开放。尽管当前大数据仍由几个互联网公司引领，但电信运营商、传统数据库和 IT 服务提供商都存在进入的可能。

以上内容参考了 CM Research 的全球 TMT 研究与 Mary Mecker 今年的互联网发展展望报告。

□ 如何以及向谁要投资回报？

不可知是创新的另一面，技术的突破也不是线性过程。一个新的技术或者模式，从开创到最终的成熟，需要建设一个完整的价值链，也可能需要完全不同的组织架构和管理思维。行业在参与者的前仆后继中革新，任何一个先锋都可能成为先烈。中国国内法规并不规范、知识产权保护并不严格、企业的早期融资仍然困难，这让企业的死亡率或者“僵尸率”变得更高。

在这种情况下，投资者寻找“买入并持有”的标的并不是一家公司，而应当是自认为成功概率较大的一种或几种商业模式，它们一定会有缺陷，或者说也一定会有改善空间，只是不清楚这种改善是不是发生在同一家公司，投资中对应的标也会常常变化——这应当是投资这类产业的常态。

例如，当前腾讯、百度和阿里巴巴都在构建自己的生态系统，并且看起来处于领先地位。包括脸谱在内的海外平台难以进入，国内电信运营商和单独的社交网络可能已经失去了建设平台的最佳时机。

这三家平台之间的胜负难以预料，但它们作为一个整体看上去会是最终的大赢家——这与我们前面讲的趋势一样。在平台之外，依托生态系统发展的边缘公司，则更有可能找到生存空间。在这些边缘公司中，也许也会有不同的模式，都在探索和彼此模仿，让人不清楚最后谁会更赚钱。但我们已经能确定它们比其他公司更有希望了，我们投资的就是这种确定性。

4.3 债券：偏向长端和高等级品种

经济低迷是我们的基本判断。银行间流动性又难以回复到前五个月的水平。国债配置倾向于长端。

信用债本质上以配置为主。银行此次钱荒的洗礼，银行或不得不谨慎从事高风险资产扩张，与之伴随则是货币创造与运营效率的降低，相对紧张的流动性传导到实体经济或对低等级债形成压制。信用债以高等级为主。

五、配置

5.1 配置的战略与战术

周期和成长分道扬镳是本次报告最主要的结论，也是第三季度投资策略的配置基础。

但在具体的执行方面，一是要考虑到成长股的分化，市场二八行情甚至一九行情特征会越来越明显。对成长性存疑的品种或板块，万不可存侥幸心理。二是要做好周期急涨急跌的准备。相当多板块的相对和绝对估值均处历史低位，尽管基本面难见改善，但很容易因为一些预期的变化，在短期表现出很强的“弹性”。隔岸观火、逢反弹即减持是最佳的策略。

5.2 大类资产配置

由于处于困境的行业市值占比仍占大头，即使存在一些高景气的新兴行业，也很难独撑大局，可以考虑维持股票低配的配置。流动性偏紧，增长预期弱化的背景下，债券可以考虑标配，货币可以考虑超配。

5.3 股票的配置

三季度的行业配置，整体延续二季度的结构，超配新兴，标配基建与地产相关的中游以及低估值行业，低配强周期行业。对于金融整体仍维持标配中的负面展望。

需要特别提示的是，对于新兴行业，虽然我们对行业超配，但我们更倾向于配置其中的规模较大的行业龙头以及上半年盈利有所验证的公司，好坏的分化有可能在三季度出现集中反映，这是与上半年行业配置中的最大不同。

表 5

股票行业配置建议

超配	传媒	需求空间广阔，轻资产运作，政策支持
	电力及公用事业（环保）	煤价低迷，盈利改善，环保主题持续发酵
	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
	电力设备	经济弱复苏对冲产能的压力
	通信	信息化建设的需求空间
	食品	需求良好

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
	纺织服装	价格有向上迹象，需求有所幅度
	医药	需求的稳定，具备周期陷落下的防御能力
	基础化工	净利率提升的空间，需求的弱复苏，价格的敏感性
	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
	石油石化	净利率的提升空间，天然气的地位上升
低配	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
	银行	金融风险的监管对行业不利
低配	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
	白酒	白酒仍需回避
	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

5.4 债券的配置

国债：在流动性紧于上半年，叠加弱周期的格局之下，长端国债或有下行空间，但会因资金价格维持高位制约下行幅度，配置意义故而更多在防守。

信用债：可以考虑配置高等级、短久期信用债，以抵御周期继续下行带来的信用风险。

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。