

势战：安全第一

观点摘要

□ 复盘

2013 年全球资产中股胜于债，商品以跌为主。A 股呈现结构性牛市，科技行业引领市场；海外市场动向对国内市场的影响日益明显。银行资产配置行为发生趋势性改变，货币政策一路趋紧，债市收益率大幅调整。2014 年决胜在于技术而非意识，改革增长的轻重、对新兴经济的理解与对信用风险暴露的判断是投资成功的关键点。

□ 趋势

2014 年必须高度重视改革的冲击。全球经济有望温和复苏，中国经济增速将略低于 2013 年，投资进一步放缓；通胀与 2013 年大致持平；非金融上市公司盈利增速略高于 10%。意在抬升短期利率水平的货币政策立场是 2014 年利率的决定因素，跨境资金流动与信用风险冲击只影响节奏，不影响趋势。与平台债相比，产能过剩行业债券较有可能发生信用事件。对冲改革冲击所带来的机会最为确定，对冲措施可用“安全”来概括，包括国防安全、社会安全、食品安全、环境安全、粮食安全、信息安全、金融安全、能源安全与生命安全。

□ 结构

我们定位了近 200 个三级行业的生命周期，并以去产能与去库存为标准，确定各子行业短期前景；A 股除金融地产外基本处于成长阶段。创业板、中小板走势与纳斯达克密切相关，海外主题明显向 A 股市场渗透，国内新兴行业的大市值公司还在孕育之中。我们看好科技革命、国资改革、产业升级与泛能源等四大投资主题。

□ 市场行为

2013 年是个分水岭，之前投资者对周期和增长的故事还有期待，之后对经济、社会转型的认识已深入人心。估值方面，创业板存在整体估值风险，核心龙头估值则仍有合理成分；银行估值还有下行空间。公募基金 2013 年第四季度已小幅减少对科技行业的配置，消费配置稳定；整体市场的投资者对强周期板块的关注程度持续较低。

□ 配置

2014 年，势战，是战略，即市场依然是新兴的天下。大类资产上股优于债。股票上，以满足民众与政府的安全需求为原则，以估值为安全线，以产能与杠杆去化为基点，逐级超配重生的传统产业和自强的新兴产业，回避改革利益受损行业。全年超配的行业包括电子、国防军工、环保及公用事业、计算机、汽车、家电、电力设备和机械。债券方面，超配国债、低配信用债，城投债强于产能过剩行业的企业债。

2014 年，尤其是上半年，股和债都有潜在的风险，而且是不得不防的风险，因此仍须保持一定的现金水平，安全第一。

目 录

一、复盘.....	2
1.1 资产的收益特征.....	2
1.2 2013 年配置失误的原因——意识	7
1.3 2014 年资产配置的决定因素——技术	7
二、趋势——宏观情景与大类资产.....	8
2.1 改革：小休克疗法	8
2.2 周期：增长与通胀	8
2.3 流动性：货币政策立场决定利率中枢.....	13
2.4 风险：产能过剩与改革冲击	15
2.5 对冲：安全第一.....	18
2.6 大类资产配置	18
三、结构.....	20
3.1 根据现金流的特征分析产业生命周期.....	20
3.2 非金融地产整体处成长期，创业板正走出导入期	21
3.3 投资逻辑——掘金成长期与成熟期的行业	23
3.4 四维驱动与主题投资.....	25
3.5 国际视野：全球产业与资本市场	28
四、市场行为	32
4.1 风格：经济社会转型的认识已经深入人心	32
4.2 估值：创业板整体估值过高，银行估值仍有下行压力	33
五、配置：势战——安全第一.....	35
5.1 配置的战略与战术	35
5.2 大类资产配置	35
5.3 股票的配置	35
5.4 债券的配置	36

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

2013 年，全球大的经济环境为弱增长、低通胀，这种环境利好股票，尤其是科技成长类股票，对金属及原材料等大宗商品则无明显刺激。由于对美联储 QE 退出预期的长期存在，贵金属、避险债券等资产表现不佳。

就全球股票市场看，表现最好的为深证创业板，以及日、美、德、英、澳等发达市场股市。新兴市场股市普遍趋弱，金砖四国中的俄罗斯、中国和巴西等国的主板市场均下跌 5% 以上，只有印度股市上涨近 9%。A 股呈现结构分化行情，使股票基金大幅跑赢主板指数，国内标准股基平均净值涨幅达 17.3%，为 2010 年以来最好表现。

表 1

2013 年国内外各类资产与商品市场表现（截至 2013.12.31）

		2010	2011	2012	2013
股票	沪深 300	-12.51	-25.01	7.55	-7.65
	中小板指	21.26	-37.09	-1.38	17.54
	创业板指	16.90	-35.88	-2.14	82.73
债券	中信标普全债	2.00	3.79	4.03	1.78
	中信标普国债	2.77	4.39	3.25	0.99
	中信标普企债	7.42	3.81	6.76	3.98
基金	标准股票基金	-2.89	-24.95	5.55	17.31
	普通债基	8.14	-2.83	7.70	0.21
	货币基金	1.79	3.48	3.95	3.87
理财产品	人民币 3 月期理财	3.05	4.38	4.61	4.75
	信托产品	8.06	9.12	9.20	8.80
贵金属	COMEX 黄金	29.53	10.09	6.84	-27.86
	COMEX 白银	82.91	-10.20	8.69	-35.74
大宗商品	IPE 布油	21.15	13.06	3.62	-0.19
	LME 铜	30.74	-21.97	5.12	-7.17
	CBOT 大豆	33.81	-13.60	18.38	-8.96
储蓄存款	一年定期存款	2.25	2.75	3.30	3.30

注：基金收益数据截至 12 月 31 日；理财产品、信托产品、储蓄存款收益均为预期的年化收益率。

数据来源：Wind，银河基金研究中心，用益信托网，博时研究

因央行有意收紧流动性，以及在利率市场化进程中商业银行的配置行为发生趋势性改变，国内债市在 2013 年大幅调整，回撤集中在下半年。国债指数收益不足 1%，为近四年最差。信用债指数收益为 4%，与 2011 年相当。受债

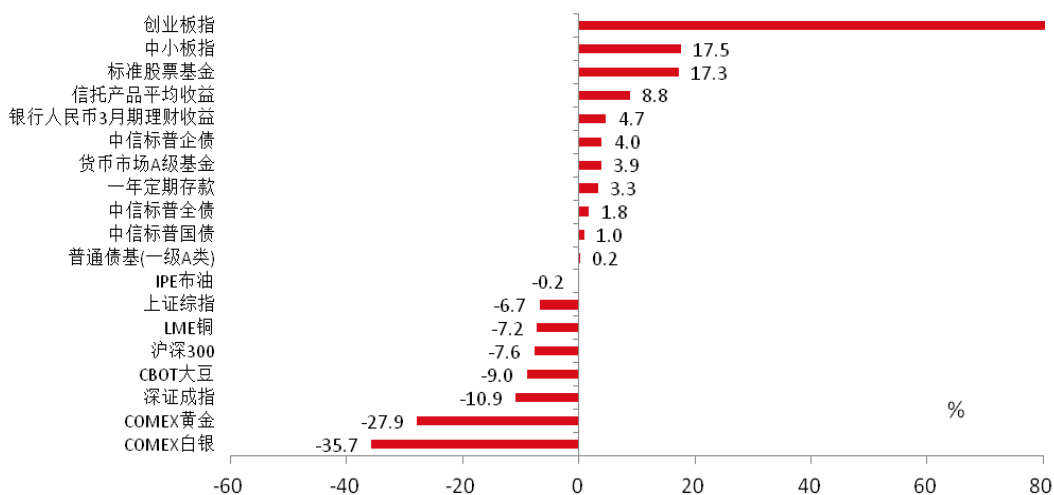
市冲击，债券基金平均收益仅 0.2%，大幅跑输股票基金（17.31%）和货币基金（3.9%）。

因货币市场利率在下半年逐渐上行，银行理财产品收益率明显上升，平均预期年化收益率达 4.75%，较去年上升了 14 基点。短期利率上行对信托产品收益率的冲击并不大，全年信托产品的预期收益率为 8.8%，较去年下降了 40 基点。

QE 进入下半场，美国货币政策由宽到紧的分界点临近，金融属性较重的贵金属价格大幅回调。就其他大宗商品来说，货币面的负面影响压过经济增长的支撑力量，原油、铜、大豆等大宗商品小幅下跌。

图 1

2013 年各类资产收益率比较



数据来源：Wind，博时研究

1.1.2 股票的收益特征

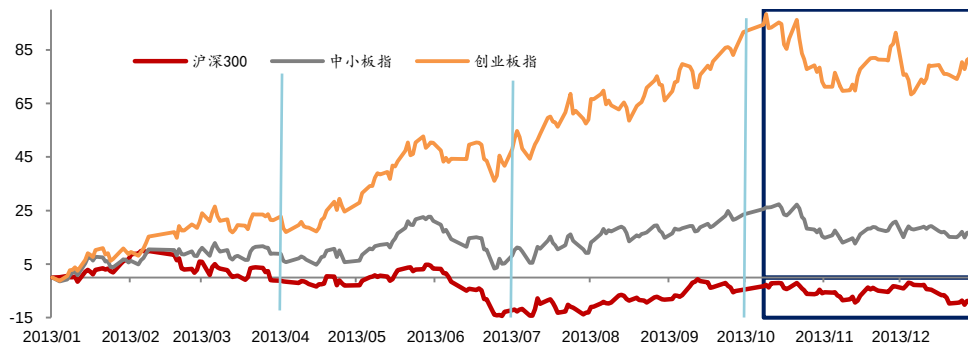
回顾 2013 年，股票市场可以用“结构性牛市”来概括。代表主板市场的沪深 300 指数全年下跌 7.65%，代表新兴市场中小板和创业板指数分别上涨 17.54%和 82.73%。

时间节奏上，一季度前期的市场总体处于十八大召开后风险溢价回落的尾声，较高的市场预期得以维持。一季度末开启了结构性牛市的起点。二季度末的“钱荒”并没有停止创业板上涨的势头，新兴成长与周期蓝筹的分道扬镳在三季度愈演愈烈。如果说二、三季度市场对新兴的热情过高，那么四季度则是理性回归的过程，过高的估值成为创业板继续大幅上涨的掣肘。但四季度的市场总体偏弱，而且新兴的力量并没有显示出泥沙俱下崩塌式的下跌。

图 2

市场结构性特征在二、季度显著表现，四季度市场出现预期变化

2013年主要指数累计涨跌幅，%



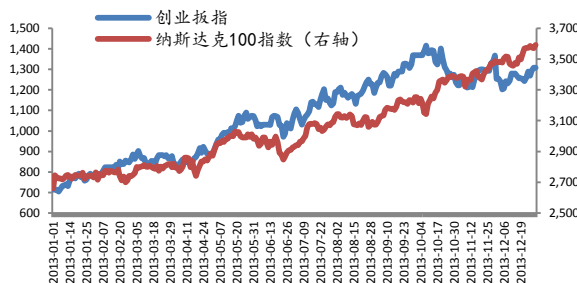
数据来源：Wind，博时研究

全球产业链重新演绎的映射

在结构性牛市中，创业板指全年上涨 82.73%，而美国纳斯达克 100 指数全年也上涨了 35.00%，且创业板指数与美国纳斯达克指数的走势高度相关。在上涨行业板块中，纳斯达克市场以手机及其零部件、健康护理和旅游与休闲为最高，这一特性也相应的映射到了沪深股市中的成长型股票。

图 3

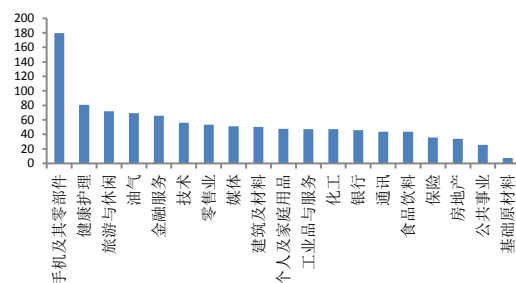
创业板指与纳斯达克高度相关



数据来源：Wind，博时研究

图 4

纳斯达克市场中各行业年回报率 (%)

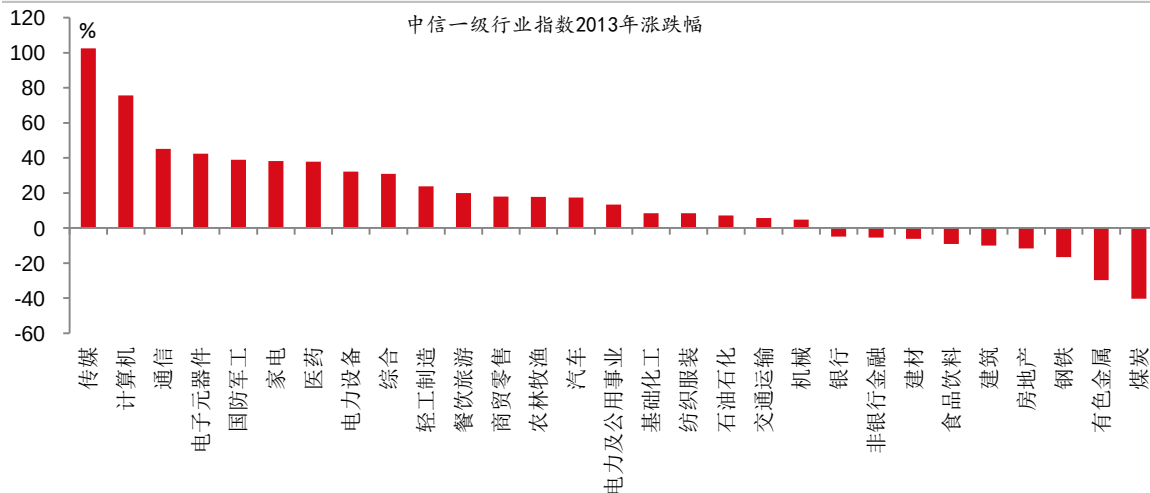


中心与外围易位，新主导产业滥觞

行业板块方面，中心与外围的易位非常明显。传统的高弹性资源股、经济的中间力量金融地产、曾经市场的“宠儿”食品饮料（白酒）全年都遭遇下跌的局面。而以传媒、计算机、通信、电子为代表的新兴科技行业全年涨幅都在 40% 以上，传媒的涨幅更是突破了 100%。此外，国防军工异军突起，传统的家电和医药依然保持强势。

图 5

新兴行业成为全年冠军，上游与金融地产全年下跌



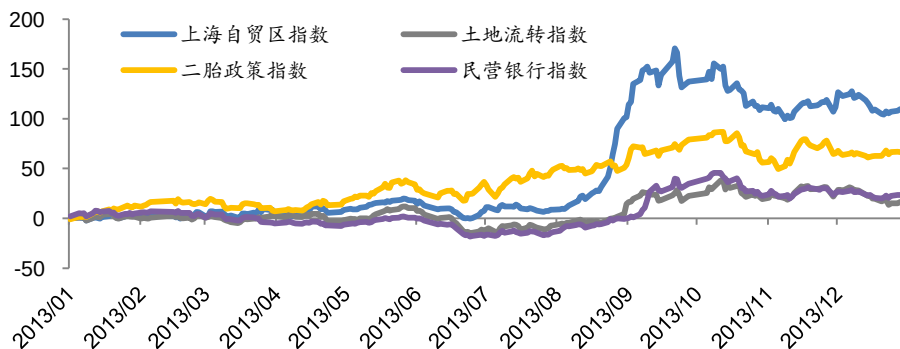
数据来源：Wind，博时研究

改革从憧憬到理性

2013 年股票市场的另一大特征是对改革的强烈憧憬。三季度中，自贸区、土地流转、二胎政策放开以及民营银行等众多改革的主题热潮涌动。到四季度，各种憧憬开始向理性回归。

图 6

新兴行业成为全年冠军，上游与金融地产全年下跌



数据来源：Wind，博时研究

1.1.3 债券：收益率大幅调整，银行资产配置行为改变

2013 年注定将在中国债券市场划下浓墨重彩的一笔。钱荒之后，债券收益率一路走高，国债创下了自 2004 年底以来的新高。

今年债市如此大幅调整，内因是银行资产配置行为的改变：出于对自身流动性的保护，增加了预防性现金需求；出于利润的追逐，则增加了类信贷资产的配置。这使得处于中间位置的债券处境变得非常尴尬。外因则是偏紧的货币环境，它加速了债券，尤其是低收益、高流动性国债的变现。

图 7

债券各板块 2013 涨跌幅

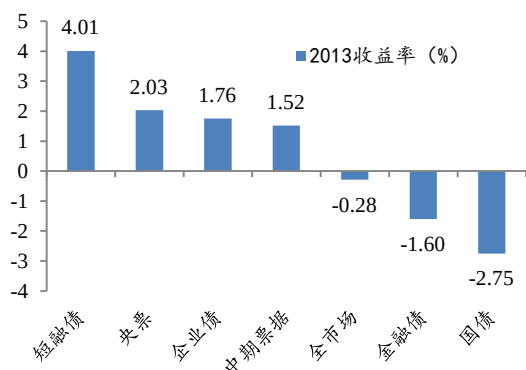
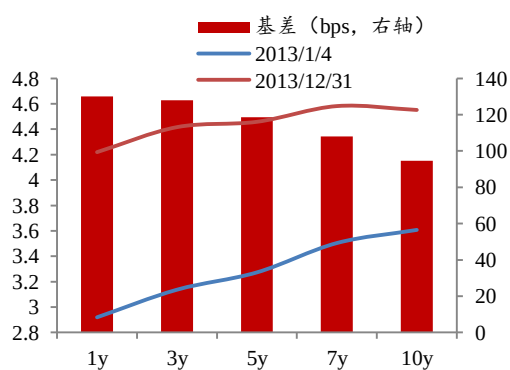


图 8

国债 2013 年收益率曲线变动情况



数据来源: Wind, 博时研究

图 9

2013 年企业债信用利差变动情况 (bps)

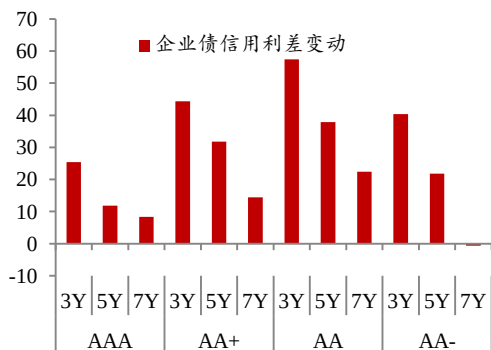
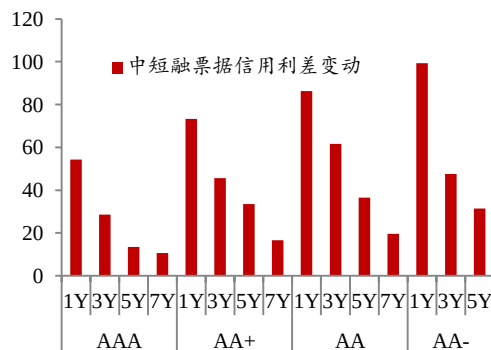


图 10

2013 年中票短融信用利差变动情况 (bps)



数据来源: Wind, 博时研究

1.2 2013 年配置失误的原因——意识

我们在 2013 年的投资策略的实施过程中指出，对周期趋势、产能过剩、影子银行、政策与变革四大因素的认识决定了资产配置的收益。这些判断都可以归结为技术层面，是浅层次的问题。深层次的问题则是对一些常识的善意忽视，这些常识包括：

- ❑ 欠账总是要还的，过度刺激必然有后遗症，这是钱荒的背景
- ❑ 社会进步必然有新陈代谢，此为“JUST DO IT”的理由
- ❑ 中共中央在困难面前的自我调整都非常坚决，因此反腐是持续的，与政府有关的高端消费需求会严重收缩
- ❑ 改革是利益的重新分配，利益受损的银行跌破净资产是正常的

1.3 2014 年资产配置的決定因素——技术

2014 年配置的失误不再可能是意识了，经过 2013 年的洗礼，没有哪个人敢于忽视新兴成长的力量了。对低估值品种，投资者也会三思而后行，也会多问一句“是什么会让它的估值修复”。未来一年资产配置的決定因素在技术而不在意识，这些技术问题包括：

- ❑ 改革与增长的轻重
- ❑ 忽视原有新兴产业的分化与原有传统产业的转型
- ❑ 信用风险暴露的次序
- ❑ 预判 QE 缩量对经济和市场冲击

第一点，主要表现为对改革利益分配本质的认识程度，对改革效应存在时滞的判断，对改革冲击与增长、甚至稳定轻重缓急的处理。

第二点，2014 年虽然无人会在意识上再认为成长就是泡沫，但容易陷入“就新论新”而对原有新兴产业分化与原有传统产业转型的研究偏少、偏浅。

第三点，2014 年人人都会关注信用风险，但在风险暴露的位置与时点上需要更精细的判断。

第四点，QE 缩量对于全球流动性是负向的影响，但它背后的经济逻辑仍需仔细研究。市场对缩量的预期与演绎已经历了较长时间，未来所出现的市场波动将更多地来自未预期到的政策变化。

二、趋势——宏观情景与大类资产

决定大类资产配置的趋势性因素，就是对宏观情景的判断。在之前的研究中，我们把流动性当成影响节奏的因素，而不认为是趋势的决定因素。但 2014 年流动性的重要作用显而易见，利率中枢一日不定，流动性对趋势的影响将一日不宁。

2.1 改革：小休克疗法

利率市场化所驱动的流动性紧张对大类资产的影响是市场自然行为，改革只是加快了这一进程。

需要用常识来定性改革，充分认识改革者的决心与改革的执行力，并对改革的冲击进行足够的估计。

自 18 届三中全会后中国即进入了改革的实施阶段，必然会经历基于新权威主义下的利益重整。在政治集权与经济放权的大框架下，改革竞赛势在必行。

外部冲击会让决策者权衡增长与改革的平衡，但不会影响改革的趋势。因为改革者已充分考虑了改革的冲击。

改革红利的释放存在着时滞。在改革初期，必须高度重视改革的冲击。为应对此种冲击，改革者在改变增长激励机制的前提下，会增厚社会安全网、加强对舆论的控制、预设对冲机制、并以结余的财力进行物质储备。

从这个意义上讲，改革的性质可定义为“小休克疗法”。改革的作用正如我们在 2013 年四季报《脚踏实地》中指出的那样“成长与周期分道扬镳”。在这个过程中，改革者驾战车冲入既得利益集团中，利益分化是必然的，冲击也是必然的。理性的投资策略是坚决回避利益受损者，即使估值再低也不宜趋势性持有。

2.2 周期：增长与通胀

2014 年市场对极端政治风险的讨论将渐渐减少，全球经济有望温和复苏，新兴市场也会受益于出口的回暖。中国经济增速可能略低于 2013 年，投资增速也将放缓；通胀与 2013 年大致持平，月度通胀数字难以达到 3.5%。工业企业盈利能力仍受制于净利率低迷与去杠杆过程，非金融上市公司利润增速或略高于 10%。

□ 全球经济温和复苏，极端政治风险渐渐远去

美联储量化宽松缩量对美国经济的冲击比预期温和。其一，本次 QE 缩量伴随着低利率货币政策指引进一步强化。其二，从 2013 年 9 月开始 QE 缩量也可看出，货币政策是与经济数据明确挂钩的。所以，2013 年 12 月联储宣布量化宽松缩量，更重要的意义在于联储也确认美国经济处于较稳定的复苏过

程中，虽然增长动力并非强劲。总的来讲，最确定的事情，仍然是政府支出削减的力度会明显减少。

在对美国经济复苏乐观预期的同时，也不可忽视增长的不确定性。美国的私人消费支出、企业设备与软件投资上并未体现出特别强劲的状况。剔除库存投资后，美国最近两个季度环比折年率平均增长 2.26%，而 2010 年 2 季度以来剔除库存投资的各个季度环比折年增长率平均为 2.14%。偏紧的货币环境也的确表现出了对房地产市场的影响，按揭利率已经比年中高出不少。根据按揭银行协会的调查数据，截至 2013 年 12 月 20 日的按揭贷款申请额已经比去年同期下降 11%。

欧元区经济已经摆脱了货币联盟崩溃的阴影，极端政治风险已经消除，但经济恢复动能依然脆弱，仍不排除在某些季度回到负增长的可能。

日本经济增长在明年需要接受消费税上调的挑战，GDP 增速四个季度平均可能在 1-1.5% 之间。安倍的民意支持率在下降，其结构性改革步伐将非常缓慢；未来增长的动能仍然来自日本央行的通胀预期。

新兴市场将受益于发达国家的经济好转，出口转好是 14 年新兴市场国家新增的利好因素。

国内增长：全年或为 7.5%，前高后低

2014 年 GDP 同比增速或为 7.5%，四个季度分别为 7.5%、7.7%、7.4%、7.4%。全年投资略下，出口略升，消费略升。

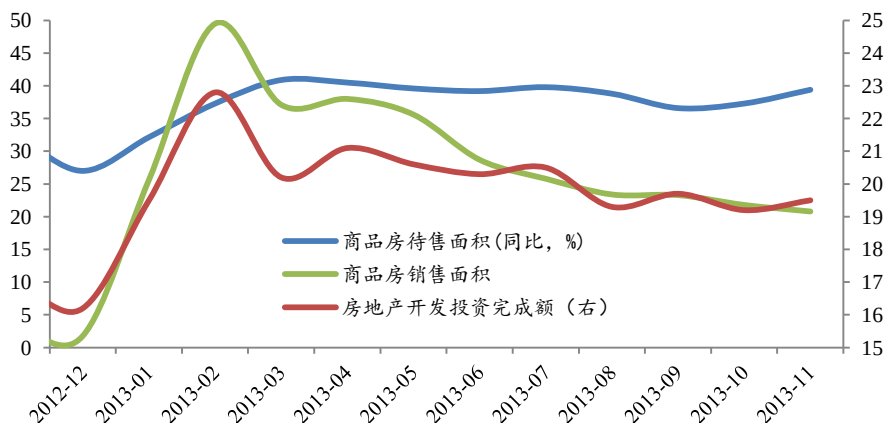
投资总体增速将呈现稳中有降的格局，全年固定资产投资增速为 18%。制造业投资增速低位运行；房地产投资后劲难持续，有待于调控政策的变化；而基建投资受到地方财力的约束。

制造业投资增速在 17-18% 左右。产能过剩行业的新投资和扩建项目将受到严格限制，加上资金利率的高位运行，制造业投资将受到制约。

地产投资增速约为 18%。2013 年房地产投资受房地产销售回升及融资环境松动的影响而保持平稳，但是楼市销量增速逐月走低，这预示 2014 年房地产开发投资或将有所回落。同时，2013 年商品房待售面积却不断增长，这意味着房地产整体去库存的压力有所加大，这将制约未来地产商继续拿地和开工的意愿。若再叠加 2014 偏紧的融资环境，预计 14 年的房地产投资较 2013 年将出现回落。但是，结合决策者改革需要合理增长区间（7-7.5%）的约束，及增加保障房供给是管理者从供给端调控房地产市场主要手段的考虑，房地产投资增速不大可能出现大幅回落。

图 11

2014 年房地产业整体去库存的压力有所加大



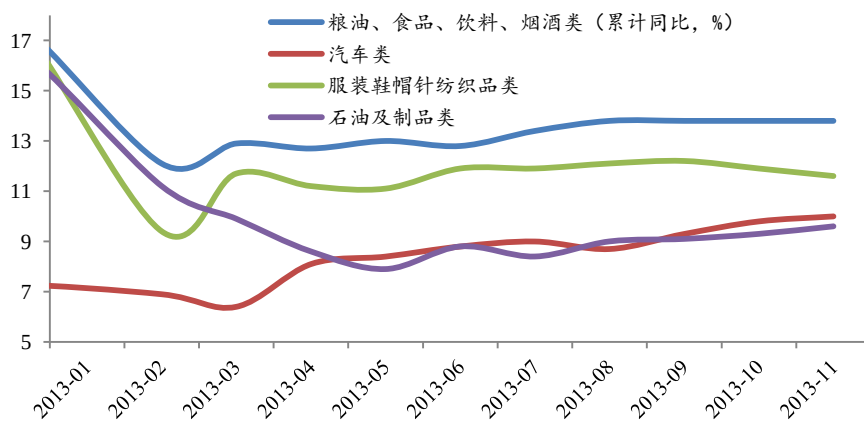
数据来源: Wind, 博时研究

基建投资也不乐观，增速在 20% 左右。近期中组部规定把政府负债纳入了政绩考核，强化责任追究，这意味着过分强调 GDP 的地方政府考核机制正在修正。中央经济工作会议也明确把地方债务风险作为了 2014 的重要工作任务。这必然对地方政府的投资冲动起到遏制作用。而靠中央财政加大投资无异于走老路，背离十八届三中全会改革精神。我们预期财政投入将显现出更多的结构性特征，环保、社保、公共服务均等化等领域或将成为财政倾斜的对象。

消费持平或略高于 2013 年，社会消费品零售总额增速在 14% 左右。2013 年受到限制“三公”的冲击，消费增速年初便出现显著下行，而后才逐月回升。但鉴于中央反腐力度不减，政策影响会持续存在，社会消费品零售增速或始终低于历史水平。2014 年消费的支撑点或为汽车及相关消费。13 年汽车销售上升带动石油及其制品增速上行。考虑到汽车消费升级换代，预计 2014 汽车销售仍会向上，再加上相关石油及其制品，消费整体能获支持。

图 12

汽车消费势头有望延续到 2014 年



数据来源: Wind, 博时研究

海外经济也相对有利明年国内增长，预计中国 2014 年的出口增速能略快于 2013 年，可能达到 10%或更高的水平。

□ 通胀：全年 2.8%，上半年将略高于下半年，高点在 5 月

2014 年通胀可能为 2.8%，前高后低。

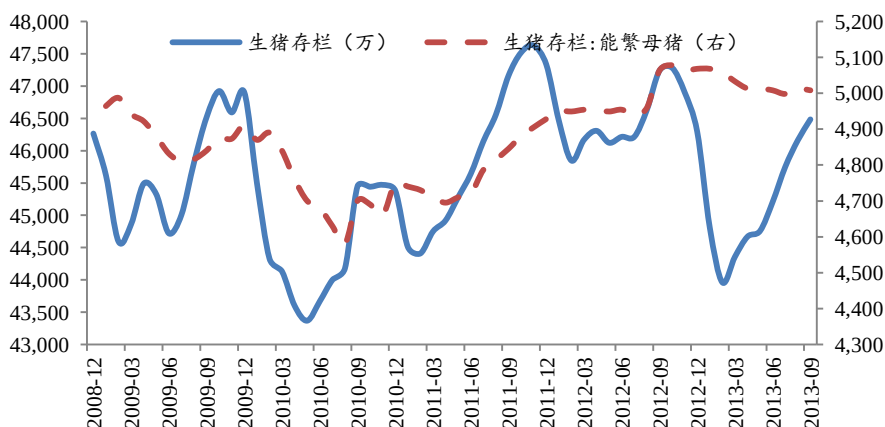
近年来增长持续回落，根据经济冷热来判断，明年通胀中枢很难显著抬升。细项上的分析展现了同样的前景。

鲜菜、鲜果的涨价有天气等季节性因素，上涨或回落幅度都很大。居住项上涨缘于的租房和水、电及燃料两个分项，同样是呈现季节波动的短期因素。

生猪养殖业集约化经营占比明显提高，有助于平滑猪价波动，明年猪价不会出现骤涨。养殖企业资金实力强于散户，承受猪价波动能力更强，更难在猪价下行时“杀跌”，上涨时“追高”，使得猪价更为平稳。2013 年下半年猪价有所上涨，但目前生猪存栏已回补较多，母猪存栏在历史高位未有下降，猪肉难见供不应求，猪价也无法成为明年通胀超预期上行的主导力量。

图 13

猪肉供给 2013 年收缩极为有限，2014 年猪价有望保持稳定



数据来源：Wind，博时研究

大宗商品价格向下压力较大，推动国内通胀上涨的概率也较低。铜矿石、铁矿石的全球供给大概率将超过需求。即便液化气出口还受到不小的审批限制，美国页岩气产量已经对全球原油价格形成抑制；伊朗核问题谈判如果得到突破，油价下跌的概率将进一步增加。农产品中棉花的过剩已经较为确定；大豆、玉米等主要农产品的价格受转基因进口限制政策及农户种植决定的影响，还有较多的不确定性。即便考虑到部分农产品供给的负面冲击，以及海外主要央行宽松政策超预期对价格的推动，大宗商品价格在明年也不会成为推动国内通胀上升的重要动力。

根据我们测算，假设 2013 年 12 月份 CPI 环比上涨 0.4%，根据 2013 年 CPI 的每月环比涨幅计算出 2014 年月均翘尾因素为 1.02%，与 2013 年的 0.99 极为接近。我们认为估计 2014 年通胀，仅略高于 2013 年，在 2.8%左右。

从走势来看，由于上半年月均翘尾因素较下半年显著高出，整体来看上半年通胀水平将略高于下半年，CPI 高点出现在上半年的可能性较大。季度分布是 2.7%，2.9%，2.7%，2.8%。从基数效应来看，月份高点出现在 5 月，但突破 3.5% 的概率不大。

□ ROE：工业企业盈利能力仍受制于净利率低迷与去杠杆

2014 年周期性工业企业 ROE 可能将逐步向下，趋近于 10%。净利率与杠杆水平的持续向下是工业企业盈利能力回升的主要制约因素。

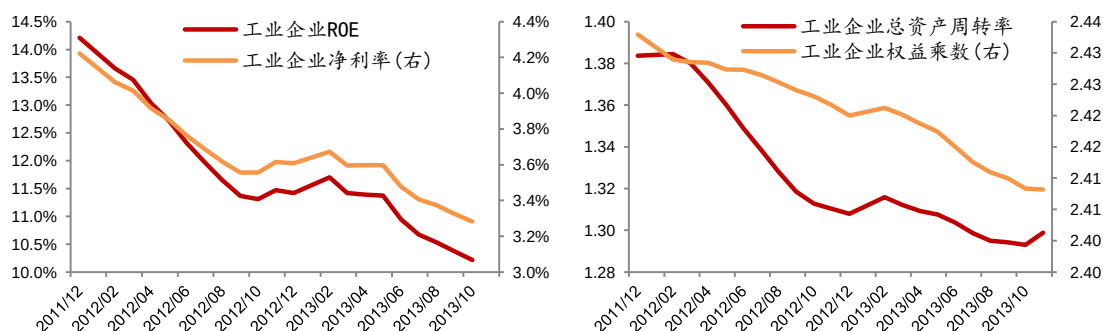
净利率与企业的核心竞争力相关，是企业技术、要素以及政策等方面综合作用的结果，低迷的局面难以很快改变。展望未来，在技术进步、资源要素优化以及市场化改革的方向上，这三方面因素有望对企业的净利率产生正面的影响。虽然净利率持续低迷，但在未来一年大幅下降的概率也已较低。

而去杠杆则很有可能在 2014 年继续强化。虽然 2012 年以来，工业企业的杠杆水平整体上是下降的，但降幅非常有限。首先，在企业端已有的较高债务水平基础上继续加杠杆的空间和概率都不大。其次，资本市场的发展与扩容，包括新三板、IPO、优先股等一些新措施，均有给企业降杠杆的作用。从原有股东的角度看，去杠杆导致 ROE 短期内仍有下降压力。

略有积极的方面是企业产能持续大量的投放在 13 年已经结束，后续将进入消化产能的阶段。同时，经济的总需求层面自 2013 年下半年以来进入平稳状态。由此带来的效应是企业资产的总体利用效率，及总资产周转率在 11 月份出现企稳回升，未来再次显著拖累企业盈利能力的概率下降，对 ROE 产生提升作用的可能性上升。

图 14

工业企业盈利能力仍受利润率低下和去杠杆压力，但产能压力有所缓解



数据来源：Wind，博时研究

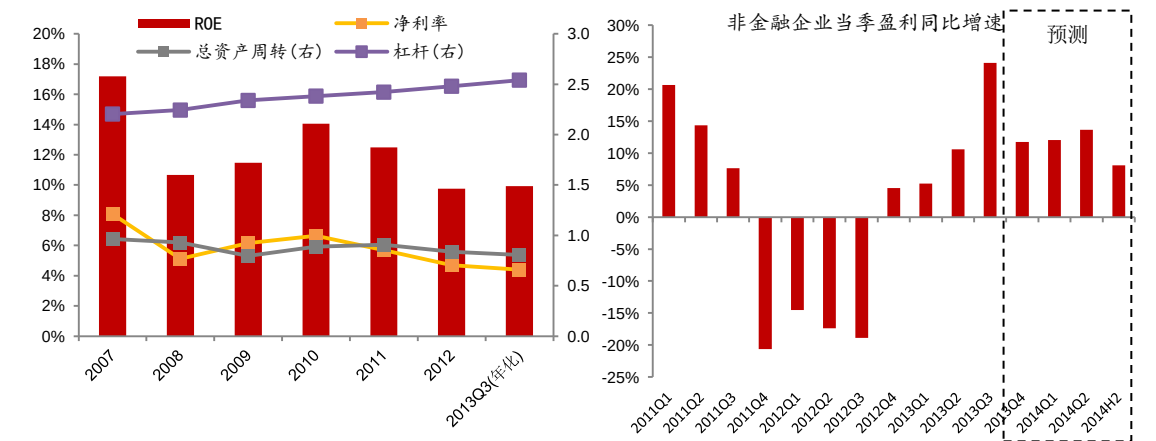
□ 盈利：非金融上市公司整体盈利有望略高于 10% 的增长

以上市公司三季报计算，非金融企业整体年化后的 ROE 相比 2012 年的近年低点有微弱的提升。提升的主要驱动因素来自于杠杆的提升，与工业不同，上市公司中还包括杠杆压力较小的非工业企业（主要是服务业），剔除这些行业，传统周期性行业资产负债率仍在下降。

对应到企业盈利的增速，基于宏观的判断以及各季度非金融企业盈利增速的季调环比增速，2014 年非金融上市公司盈利增速有望略高于 10%。分季度的节奏，一、二季度盈利同比增速将呈现一个小幅提升的态势，维持在 10% 以上，而三、四季度，同比增速则存在回落至 10% 以下的可能。

图 15

非金融上市公司整体盈利低位企稳，2014 年有望增长 10% 以上



数据来源: Wind, 博时研究

2.3 流动性：货币政策立场决定利率中枢

在 2013 年，以非标资产登堂入室、国债利率大幅上升为标志，金融机构资产端收益的市场化程度已经达到较高水平。意在抬升短期利率水平的货币政策立场是 2014 年利率的决定因素，跨境资金流动与信用风险冲击只影响节奏，不影响趋势。

□ 货币政策立场：保持高于 2013 年的短期利率水平

由于中央对改革、稳定的偏重强于以往，也由于货币政策事实上更加独立，当前的货币政策仍将维持偏紧的态势。

对改革与稳定的考虑是短期利率上升的原因。产能过剩、地方政府性债务、房地产市场是经济最主要的风险点。以往通过窗口指导限制资金流入上述部门，但限制不断地被金融创新所绕过。如果要维持金融市场化改革的方向，又要控制这些出血点，就必须一方面淡出信贷投放管控，代之以保障创新业务得到现代意义上的监管，一方面推高市场利率。

地方政府有扩张冲动，而包括货币政策在内的宏观调控就是消除该扩张冲动的外部性手段。在新一届政府中，央行的独立性都愈加明显，支持维持较高的短期利率水平。

如果的确出现经济下滑过快的情况，也不排除央行进行疗伤式的流动性注入，但这本质上属于托底性质，它很难改变利率中枢上移与流动性偏紧的局面。

□ QE 缩量不改国内流动性趋势，改革、房地产可用于对冲资金流出

2014 年 QE 缩量会成为持续的宏观主题。但鉴于我们对 2013 年市场的判断就是建立在该政策变动预期基础之上的，14 年的 QE 缩量不会影响我们对国内流动性趋势的判断。就如同一对不合的男女，真的分手也不会增加太多的痛苦。

外部流动性变动会加剧短期利率波动并冲击经济预期。其一，在短期内，由于对外汇占款本身的预测较难，在占款激增激减时，货币政策难以做到适度应对，由此短期利率的波动性会增加。其二，由于还有相当多的市场参与者仍认为海外流动性可以决定国内流动性的趋势，跨境资金流动对国内市场主体的预期也会有较大影响。

如果 QE 缩量、退出，甚至加息的速度大超预期，或者国内资产价格明显下降，会加大中央对资金外流的担心。我们认为可能采取资金管理的手段，一是加快改革，吸引资金进入实业；二是推动房地产市场的分级管理，放开高端，吸引资金进入；三是加强对资本流出的管制。

□ 会有个体信用事件，但极难大规模扩散

“小休克”式的改革易触发信用事件，尤其是在产能过剩行业。但是这些风险要到影响流动性全局的地步，一定是经历了大规模的传染，无论是通过媒体，还是金融系统的流动性枯竭。

我们考虑到，其一，党对媒体的管控在十八大后更加强化；其二，国家历来对稳定的比较重视；其三，国有银行在金融系统中的具有统治地位；以及其四，中国资本账户尚未开放、外汇储备充足、国内银行负债以存款为主，因此大规模违约和挤兑的可能性仍非常小。信用事件对市场的冲击，最有可能体现为更大的利差，以及对风险更加精细的研究和定价。

□ 金融机构资产端利率市场化接近完成，利差收缩尚未结束

金融机构资产收益率的市场化已经接近完成。在债券、信托和贷款的项目上，抛开额度和一些产业政策的限制，市场竞争程度已经大幅上升。如果同期伴以较为适当的货币政策，资产端的价格就应较为接近负债端放开后的利率水平——而这正是当前的状况。

2013 年下半年开始国债收益率的上升是银行配置非标资产已到达临界点的结果，是金融机构资产收益率市场化的结果。展望 2014 年，非标资产的监管态势已经较为明确，银行在非标资产上的扩张也有所放缓；银行间市场现券交易也基本见底，银行间与交易所市场互联互通也在积极推动中，流动性溢价进一步上升空间不大。我们认为在结构性上对国债收益率的冲击已暂时告一段落，14 年国债收益率的波动则更多与货币政策以及通胀、增长等“传统”变量相关。

未来利率市场化将更多发生在金融机构的负债端，其价格将逐渐向资产端价格靠拢。利差在中期将取决于行业的市场结构，以及社会要求的平均资本回报水平。

□ 2014 年利率小幅走高

利率的中枢仍然由货币政策决定，并间接决定于中央对改革、发展与稳定的权衡，而海外流动性波动、风险事件、利率市场化的进程将只造成波动而非决定趋势。

我们认为：

- 货币政策试图保持与四季度持平或者略高的短期利率，体现为 7 天逆回购利率全年均值可能在 3.5% 或略高的水平。
- 银行间 7 天回购利率的全年均值可能在 3.5% 到 4% 之间。
- 国债利率将略有上升，十年期国债收益率全年均值可能在 4.5% 到 5.0% 之间。由于当前利率收缩更多是为了处理潜在风险，往中期看，可持续性不强；同时考虑到当前货币政策的立场，中期看增长通胀均不易上行，反而衰退是主要风险。我们判断国债收益率曲线在 2014 年或将维持平坦态势。
- 全社会资金需求端的利率涨幅与债券的收益率升幅或将大致相当。这是金融机构资产端收益率的市场化接近完成的结果。

2.4 风险：产能过剩与改革冲击

与平台债相比，产能过剩行业企业债较有可能发生信用事件，考虑到年初有大量的债券到期，1-3 月是 2014 年主要的风险时段。对非标资产的金融监管则可能导致全社会流动性较严重的紧缩，也是不可不防的一个风险。

□ 产能过剩行业较有可能出现信用事件，2014 年一季度风险较大

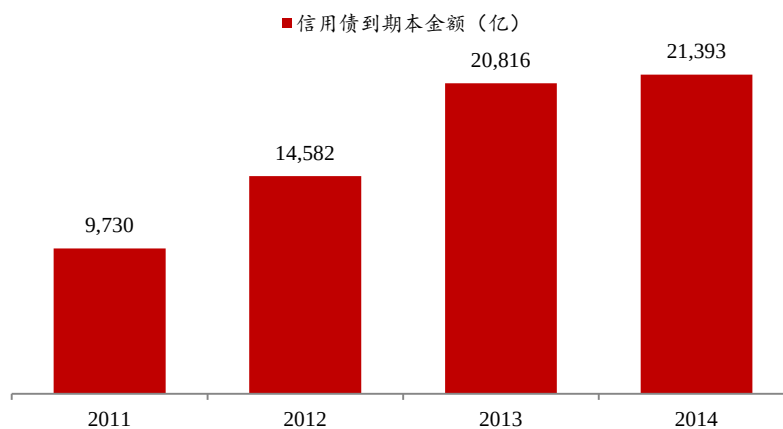
产能过剩行业相比于地方政府出现信用事件的概率更大。一季度开始即是时间窗口。

从 12 年 10 月 6 日公布的《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》来看，政府对产能过剩问题风险的认知相对成熟，相关的配套处置措施也较为完善，除了金融、财政政策，员工安置措施更是尤为显眼。

按照现有数据估算，信用债 2014 年到期本金就有 2.14 万亿，创出近年来的新高。而信用债，尤其是中上游的重工和原材料加工企业的产业债，出现信用违约事件的概率较大。

图 16

各年信用债到期本金，2014 年为峰值

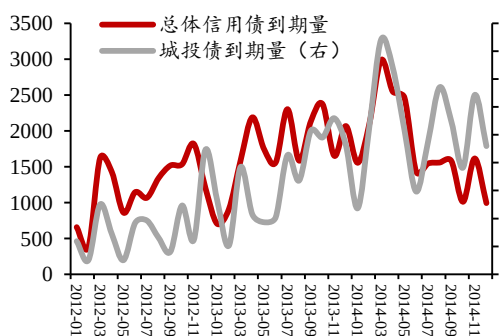


数据来源：Wind，博时研究

从到期节奏上看，无论是城投债还是非城投类信用债，其单月到期高峰都在 3 月，而按照低信用等级到期占比的角度看，其到期高峰则在 1 月。

图 17

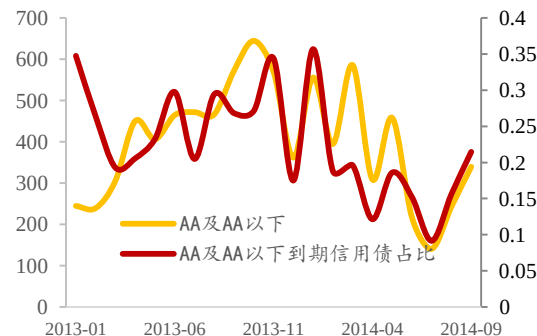
2014 年一季度大量信用债到期 (亿元)



数据来源：Wind，博时研究

图 18

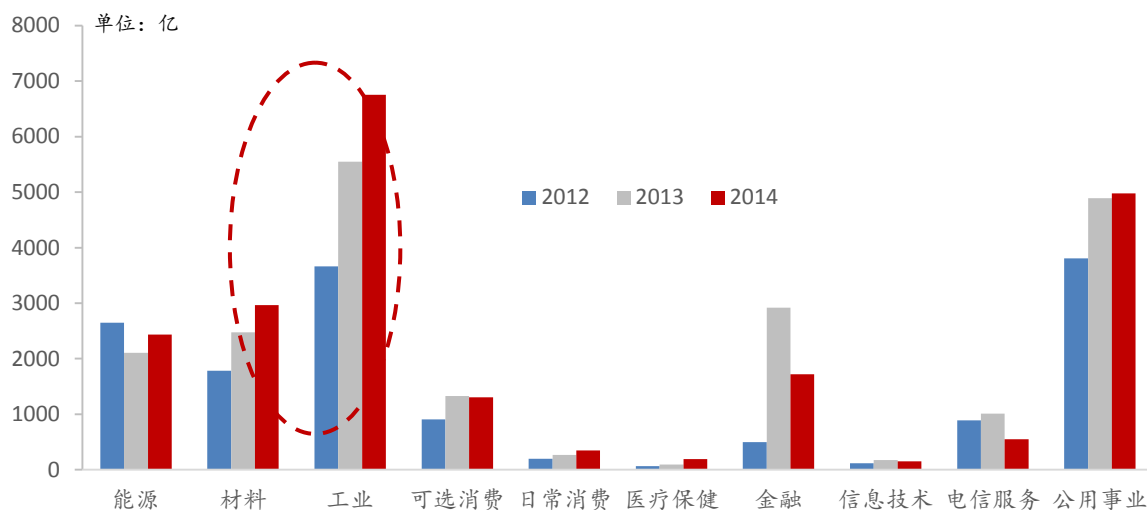
2014 年低等级信用债到期量及占比



再分行业来看，2014 年信用债到期量最为突出的是工业和材料行业，其中主要是中上游的重工和原材料加工企业。考虑到这些企业目前的资金面和盈利状况，信用债的大量到期，其中隐含的信用风险是最大的。

图 19

各行业最近三年信用债到期本金，以工业为主



数据来源：Wind，博时研究

而对地方政府债务问题，中央态度则截然不同。中央经济工作会议将“防控债务风险”作为单独的任务提出，足以显示其重视程度。并且，会议还针对地方债务提出两点举措：一是源头规范，把地方政府性债务分门别类纳入全口径预算管理；二是明确责任落实，省区市政府要对本地区地方政府性债务负责任。这种“自上而下”层层负责的制度设计，意味着地方债务仍存在较大的回旋余地。

从审计署此次债务情况的公布过程来看，维稳仍很重要。地方政府直接负债有 10.9 万亿元，将或有债务按照历史最高赔付比率计算，实际债务规模达到 12.03 万亿元。审计署强调融资平台企业盈利能力有所增强，地方债务比率依然安全可控，显示管理层希望维护对中国经济信心的良苦用心，这与今年贯穿始终的下限管理思路有一致性，政府主动挤破地方债务泡沫的可能性大为降低。

金融监管政策对经济可能带来的负面冲击

2013 年初为防范在理财产品部分的潜在风险,3 月底出了银监会的 8 号文。

对非标资产的监管本质上是敦促银行为风险合理定价，让每一分潜在风险都消耗适当的资本，对应适当的拨备计提。这符合改革、经济转型之要义，无可厚非。

此外，我们也观察到此次管理层的策略是堵疏结合，即提供了两种能够对标资产产生替代效应的业务：信贷资产证券化（针对存量）和债权直接融资工具（针对增量）。最后银行层面也有一些额外的“创新”手段应对 9 号文的约束。但毕竟最近两月非标产品余额已经趋于下降，因此各种疏导效果仍需观察，非标资产仍然存在持续快速收缩的可能，给经济带来明显的负面冲击。

2.5 对冲：安全第一

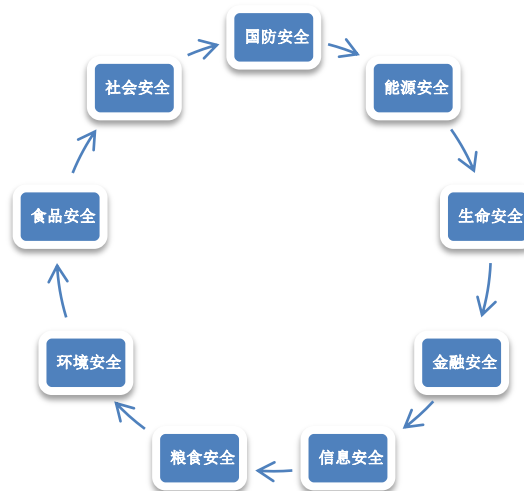
在改革的冲击下，宏观经济必将加剧波动。这既是改革的应有之义，也是改革所必须承受之重。但改革不是一意孤行，改革的边界在于风险可控，改革要周到地处理改革—稳定—增长这个不可能三角之间的关系。按我们前面对改革“小休克疗法”的定义，改革是放在第一位，如何做好对冲是决策者在改革之前就已经考虑好，或者说必须考虑好了的。因此，对冲带来的机会是最确定的，而改革的机会反而是不确定的。

什么样的对冲是确定的呢？安全，作为一种公共需求的安全。公共需求对成本具有不敏感性，不会产生过剩产能，因此也无须为此担责。另外，改革 35 年以来，中国经济的增长是以满足私人需求为主要目的，而对公共的需求几乎是被忽视的。公私需求的失衡造成了经济的困局，改革无非是使二者重新走向均衡。

国防安全、社会安全、食品安全、环境安全、粮食安全、信息安全、金融安全、能源安全、生命安全。这些安全对行业与投资机会的影响是结构性的，我们在第三部分将会结合各行业进行详细的分析。

图 20

对冲：安全第一



数据来源：博时研究

2.6 大类资产配置

2.6.1 宏观因素对大类资产配置的影响

宏观的展望指向低配债券。明年流动性持续处于偏紧状态，信用风险可能长期成为市场挥之不去的阴影。如果不出现经济下滑至 7.0% 或更低使得中央不得不出手的风险状况，债券很难看到可持续的机会。从时间点来看，考虑到上半年通胀偏高，下半年债市机会可能稍大于上半年。

同样，股市中的周期板块如果有机会，也更有可能来自改革与对改革的对冲以及改革增效后使得具体行业供给调整所带来的好转，而不会来自宏观经济总体需求的好转。

特别需要强调的是地产板块，由于货币政策趋紧、按揭贷款相对吸引力下降，加上 2012-2013 年较多的需求集中释放，房地产销售在 2014 年出现下滑是大概率事件。由此也会带来一定的投资机会，投资时点可能出现在销售见底的位置附近。如果房价承压之后还伴随调控政策、甚至货币政策的调整，那房地产板块可能将有一个比较可观的收益。

在全球的资产配置中，在世界经济小幅复苏、联储 QE 缩量甚至开始退出的背景下，看多权益类资产，看空固定收益资产；由于大宗商品在 2014 年供给上升强于需求，看空商品。在权益类资产中，我们看多欧元计价的欧洲发达国家市场、以本币计价的日本市场；出于估值上的考虑，看平美国市场；出于风险暴露较为充分的考虑，看平以本币计价的新兴市场。

2.6.2 来自基本面和市场认知的风险

在基本面层面上，我们认为最大的风险就是信用风险与紧缩过度带来的经济衰退。

在市场认知一端，主要的风险来自：

- ❑ 出于对国企改革进度和深度的高估，高买国企股
- ❑ 出于对当局忍耐程度的低估，急于“抄底”周期股
- ❑ 对成长行业与成长企业不加区别，错买竞争力恶化的“成长股”

三、结构

我们的结构策略注重于对产业的分析，定位了近 200 个三级行业的生命周期，并以去产能与库存为标准，确定各子行业短期前景。在主题投资方面，通过从需求、技术、要素与政策几方面入手分析外部冲击，总结出科技革命、国资改革、产业升级与泛能源等四大投资主题。

3.1 根据现金流的特征分析产业生命周期

根据 Dickinson (2011) 的一篇学术论文 “Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle”，尝试从现金流的视角对中国资本市场中各行业的生命周期做一个大致的定位。

表 2

从现金流的角度对行业的生命周期阶段进行定位

	导入期	成长期	成熟期	淘汰期			衰退期	
经营现金流	-	+	+	-	+	+	-	-
投资现金流	-	-	-	-	+	+	+	+
筹资现金流	+	+	-	-	+	-	+	-

注：计算时用总资产作规模调整
数据来源：博时研究

□ 导入期

当一个行业试图稳定行业的成本结构和逐步适应行业的经营环境时，其经营现金流量通常是负的。企业的乐观态度也将驱使他们投资于产生负的净现金流量的项目。为了防止其他潜在竞争对手的进入，企业会在其生命阶段的早期预先购入资产。上述因素决定了企业将非常依赖外部融资，导入期企业以负债或发行股票方式的外部融资使得筹资现金流是正的。

□ 成长期

处于成长期的行业经历了从经营活动中获取正的现金流后，就会试图扩大他们的边际利润。由于在生命阶段早期的额外投资，企业能够设立其他竞争对手进入的壁垒。企业在成长阶段除了在金融和有形资产方面继续投资外，而且还对组织资本进行投资，如分配制度、生产基础设施以及技术能力。这使得的企业可以在增长阶段获得临时垄断租金，但该租金往往无法满足投资的需求，筹资现金流量也继续为正。

□ 成熟期

处于成熟期的行业虽然能够继续从经营活动中获取正的现金流，然而行业中企业的获利能力却在被侵蚀，成熟企业趋于同质化。这时企业必须从其他渠道将更多的资源投入到产品的差异化中或者提高生产效率。此时，企业的投资只是为了保持资本而不是为了增长，投资现金流仍然是负的。最后，成熟的公司很可能会改变经营重点，用获得的新资金来偿还债务，从而造成负的筹资现金流量。

□ 淘汰期

在这个阶段，经营现金流可能是正的，也可能是负的，这取决于愈演愈烈的市场竞争对行业的影响。同时，各个企业也试图清算非生产性资产，以便将这些资源投入到产生正经营现金流的新项目。因此，处于淘汰期的企业可能会增加用于创新的额外资产，也可能会清偿闲置或过时的资产。对于用于创新的资产，企业可以通过内部或外部为其筹集资金。

□ 衰退期

如果有竞争性的适应或创新没有成功，那么行业则进入了衰退阶段。对于处在衰退期的企业，其经营现金流从可预见的角度上看是负的。基于经营活动的内部筹资或债务的清偿，企业通常必须出售资产，这将导致正的投资现金流。最后，如果债权人认为企业处于低迷时期只是暂时的，那么企业可以对其债务重新进行协商或争取更多的资金，因此衰退期企业的筹资现金流为正为负，并不确定。

3.2 非金融地产整体处成长期，创业板正走出导入期

□ A 股非金融地产企业整体仍处成长期，但行业间差异较为严重

我们以 A 股非金融地产上市公司为样本总体，分别计算过去四个季度滚动窗口中的经营现金流、投资现金流和筹资现金流，并用同时期内的平均总资产水平消除随着时间增长而规模提升的影响。同时，我们也计算了一下上市公司总体现金持有的情况。

从现金流的视角，过去十年的 A 股整体均处于成长期，经营现金流和筹资现金流均为正，而投资现金流为负。但我们观察过去十年的变化时发现，经营现金流总体是稳定的，但在 2008 年前后经历了一次跳跃的变化，从此前 15% 左右的平均水平，快速滑落到 8% 左右的水平上，并仍有微弱的向下迹象。而筹资现金流经历了 2008 年和 2009 年两轮明显的扩张后，整体上也趋于下降。投资现金流的趋势则较为一致，2008 年以后企业向外的投资现金流在逐步收缩。

因此，如果纯粹以变化做一次重新的符号标示的话，三大现金流的绝对值水平均趋降，那么经营和筹资现金流为负，投资现金流为正，这样的组合对应的竟然是“衰退期”。这种“现金流式的衰退”虽然与每年 7-8% GDP 增速明显相悖，但从一个侧面看，企业层面确实存在着不小的问题，至少不能够证明中国的经济是向着成长发展的。

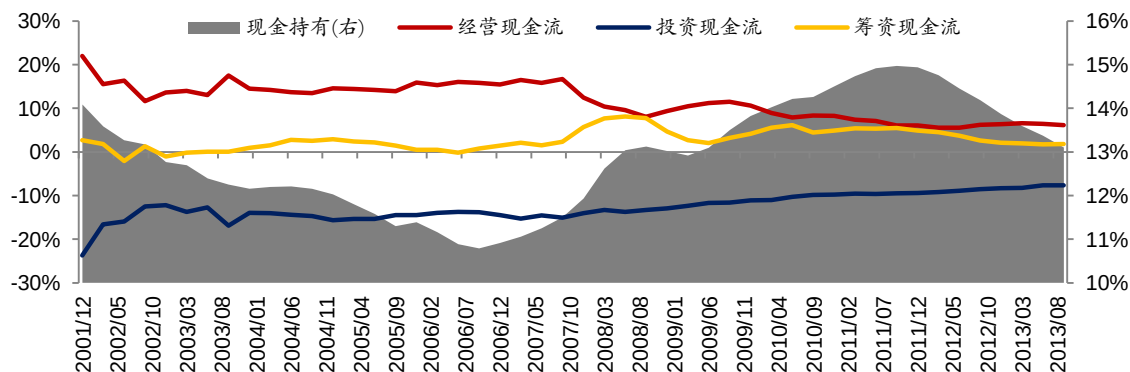
退一步，如果我们认为微弱收缩的投资现金流可以忽略的话，那么仍然为负的投资现金流，也只能把 A 股非金融地产上市公司整体划入“淘汰期”，这或许可以对应上当前中国经济淘汰落后产能的阶段。

再退一步，如果我们再认为下台阶的经营现金流仍是一个可持续的稳定健康现金流的话，那么正的经营现金流表明的是一个“成熟期”。

能否再退一步呢？可能难度比较大。在经济体去杠杆的大趋势中，筹资现金流大概率上是不振的。在当前为正的筹资现金流所指明的“成长期”，正在向着“成熟期”过渡。

图 21

A 股非金融地产企业整体现金流状况显示当期处于成长期



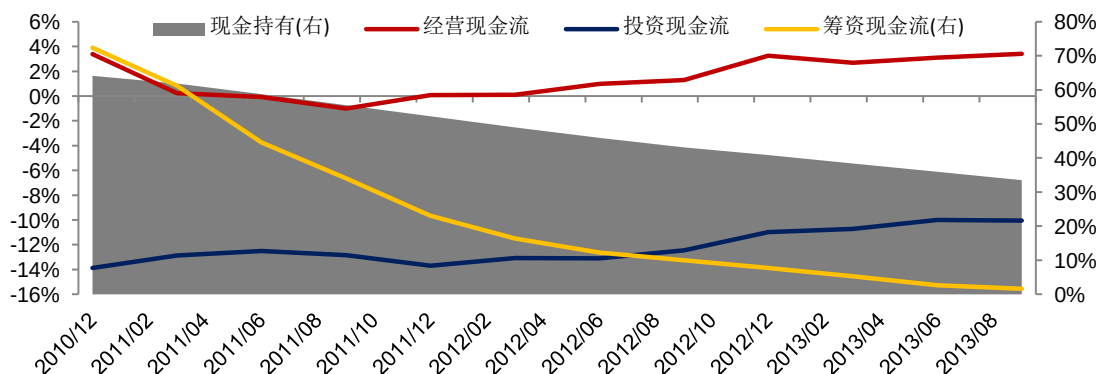
数据来源：Wind，博时研究

□ 创业板从“导入期”走向“成长期”

从现金流角度看，创业板 2010-2012 年中开始了导入期走向了成长期。筹资现金流继续为正，投资现金流持续为负，而经营现金流由有负转正。虽然同时存在一个明显的特征是筹资现金流绝对水平大幅下降，但这可能与整体较弱的经济环境和前几年的巨量融资相关，毕竟创业板公司整体的总资产中有 30% 的现金。相互印证的是，创业板整体的杠杆、投资和产能在上升，未来的筹资现金流大概率会转而向上。同时，值得注意的是创业板盈利增速和 ROE 也逐步开始从底部有起色。

图 22

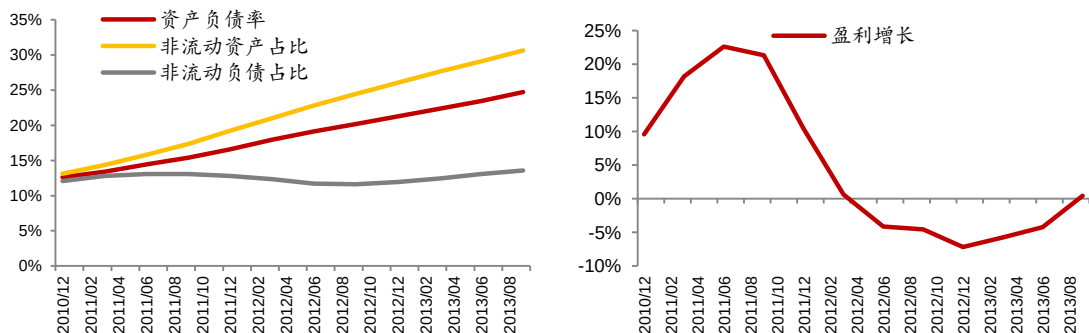
创业板公司整体现金流状况显示从“导入期”走向“成长期”



数据来源：Wind，博时研究

图 23

创业板公司整体在“加杠杆”，盈利情况底部企稳有好转



数据来源：Wind，博时研究

3.3 投资逻辑——掘金成长期与成熟期的行业

根据上述框架，按照现金流的结构特征对申万三级行业（部分中信三级行业）所处的生命周期做了一个大致的划分。

在确定各行业的生命周期时，我们首先判断行业当前所处的位置，同时根据变化的趋势，也对行业未来运行的走向和生命周期的变化尝试做出一定的判断。

对于未来投资在行业上的选择，处于不同生命周期的阶段，应该有不同的侧重点。

- **成长期的行业，着重关注的是行业需求的变化。**长期来看，这些行业中大部分都是值得持有，其中也会走出龙头公司。但是，需要注意的是行业的竞争格局并不稳定，公司往往会有较大程度的分化。
- **成熟期的行业，着重关注的是行业竞争格局的演化。**行业逐步过渡到成熟期，行业自身运行的逻辑将更大程度影响行业中的公司。而影响行业自身运行逻辑的因素包括了行业资本结构的变化、融资的变化、产能扩张结构的变化以及盈利的变化。同时，成熟期的行业也不乏利用新技术、新要素、乃至产业政策帮助，有可能再度成为成长期的行业。这方面，就需要前瞻性的观察与判断。
- **衰退或者淘汰期的行业一般有两种变化轨迹。**一是“凤凰涅槃”，在淘汰落后生产能力的过程中重新找到成长的力量；二是“万念俱灰”，持续衰退下去。若要获得前一种变化，就需要有一定的外部冲击。比如船舶制造，在国家大力推进现代化国防建设的思想指导下，沉寂多时的造船行业就很有可能再次进入一轮重新导入期。

衰退或者淘汰期的行业的投资机会来自于政治、经济、社会、历史等多方面的综合判断，这在我们的主题投资机会中会详加论述。而仅从经济逻辑视角分析，在未来 1-3 年的投资时间轴上，掘金成长期和成熟期的行业可能是一种更容易驾驭的系统性投资机会。

表 3

处于成长期的行业

导入期->成长期			成长期->成长期		
装饰园林	种子生产	氟化工及制冷剂	集成电路	黄酒	物流
航空军工	海洋捕捞	磷化工及磷酸盐	分立器件	调味发酵品	专业连锁
网络覆盖优化与运维	饲料	铅锌	半导体材料	乳品	商业物业经营
网络接配及塔设	果蔬加工	小金属	印制电路板	食品综合	酒店
	畜禽养殖	非金属新材料	被动元件	高端及奢侈品	旅游综合
	石油贸易	基础建设	显示器件	化学原料药	通信运营
	氮肥	机械基础件	LED	化学制剂	互联网信息服务
	农药	印刷包装机械	光学元件	中药	移动通讯增值服务
	钾肥	环保设备	汽车零部件	生物制品	PC 及服务器硬件
	民爆用品	电机	动力设备	医药商业	行业应用软件
	轮胎	输变电设备	通信终端及配件	医疗服务	IT 外包服务
	聚氨酯	风电	系统设备	水务	系统集成及 IT 咨询
	玻纤	航天军工	彩电	燃气	平面媒体
	复合肥	兵器兵装	葡萄酒	环保工程及服务	影视动漫
					营销服务

数据来源：博时研究

表 4

处于成熟期的行业

成长期->成熟期			成熟期->成熟期	
粮食种植	农用机械	动物保健	楼宇设备	男装
水产养殖	仪器仪表	无机盐	光伏	休闲服装
石油开采	电气自控设备	日用化学产品	乘用车	家纺
动力煤	电源设备	涂料油漆油墨制造	商用载货车	大众品牌
无烟煤	商用载客车	纺织化学用品	摩托车	造纸
炼焦煤	铁路设备	氨纶	汽车服务	家具
焦炭加工	线缆	普钢	冰箱	文娱用品
油气钻采服务	照明设备	特钢	空调	火电
石油加工	包装印刷	磁性材料	洗衣机	水电
氯碱	珠宝首饰	陶瓷制造	小家电	热电
铝	医疗器械	磨具磨料	白酒	港口
铜	高速公路	内燃机	啤酒	公交
黄金	航空运输	制冷空调设备	肉制品	机场
金属新材料	百货零售	工程机械	纺织制造	铁路运输
玻璃制造	餐饮			景点
水泥制造	有线电视网络			
管材	专用计算机设备			
纺织服装设备	基础软件及套装软件			

数据来源：博时研究

表 5

处于淘汰期或者衰退期的行业

成熟期->淘汰期	淘汰、衰退期->重新导入或者继续衰退
纯碱	机床工具
磷肥	金属制品
涤纶	船舶制造
维纶	女装
重型机械	鞋帽
冶金矿采化工设备	林业
	粮油加工
	粘胶
	软饮料
	航运
	贸易

数据来源：博时研究

在经历了 2013 年成长股的大牛市之后，2014 年开始，对于成长期行业的投资，寻求估值作为安全边际的迫切性大大提升。同时，在供给和需求两个维

度上，新技术的革新、泛能源和产业升级的趋势是持续存在主线。因此成长期行业，我们优先在技术、政策等主线上布局，并在 2014 年更加重视安全边际。

对于成熟期的行业，我们的逻辑出发点是行业的产能利用率仍维持较高水平，或者是已经去完产能的。同时，基于 2014 年流动性偏紧的判断，成熟期的行业需要有一个宽松的债务结构和环境，去了一定的杠杆后，甚至仍有一定加杠杆空间的。同时，在更短期，还要求行业的库存压力较轻、核心竞争力优势突出且稳定，并反映在较高的利润率上。

3.4 四维驱动与主题投资

技术革新、国资改革、泛能源、产业升级是 2014 年最重要、可持续性也较强的四个主题。

3.4.1 技术革新：多角度挖掘科技股投资机会

□ 切入全球产业链

除传统的纺织服装、家电和轻工等行业之外，我国光电设备的出口增加值占比份额近年来持续上升。国内科技产业的跟随创新强于原创创新，即使已经切入全球产业链，多数也处于中低级细分市场，产品升级与技术进步仍具有争夺日韩、台湾等地区所掌控的中高端市场的空间。国际科技的前沿发展，为新进入全球产业链的分工提供了机会。

投资含义：原有切入产业的升级与新技术的再次拉动，重点行业——电子行业。

□ 助力传统产业效率提升

美日韩的经验表明信息产业化到产业信息化是相关科技行业崛起的重要驱动力量，而背后的宏观逻辑是人力资本价格的上涨和传统投资效率的下降。农业、电力、电气设备、建筑、汽车与零部件、国防、航空、医药、油气等行业是信息化应用走在前面的行业，而这些行业的共同点是（1）传统的生产方式需要一定的人力资源；（2）生产制造具有可复制性，易于用信息化手段来管理。工信部《信息化和工业化深度融合专项行动计划（2013-2018 年）》有利于我国七个方向的企业加快信息化步伐，拉动相关信息产业需求，促进行业成长。

投资含义：成本压力大又有一定资金实力的传统行业的信息化需求，重点行业——行业软件与信息化系统开发维护。

□ 整合资源发掘新商业模式

小米手机的案例说明了科技行业的爆发潜力不仅仅源于革命性的新技术，同时也会诞生于善于整合资源、开发细分潜在需求、发掘新型商业模式的新思维。充满颠覆性的互联网思维是各种创新商业模式层出不穷的摇篮，背后的逻辑是互联网的特有优势可以将“不经济”的细分市场变得“很经济”。

投资含义：互联网与消费结合给行业格局带来的冲击，重点行业：互联网医疗、教育、商业，以及传统行业如家电、汽车以及金融利用互联网进行改造升级扩大需求面

□ 迈入政府采购需求领域

本届政府的社会管理思路给我国 TMT 的应用提供了广阔的领域。加强约束政府支出将会在资金来源上为政府的信息化投资腾挪空间。

投资含义：从提升社会管理效率和改善民生的角度看，政府最迫切的需求体现在四大领域：交通、医疗、安全和国防。

3.4.2 国资改革：改革锦标赛触发机制改善

□ 地方政府：财政约束之下，盘活国资是必然选择

过去十年，中央放开房地产市场，释放了旺盛的房地产需求。地方政府以此为契机，积极盘活土地资源，成为了取得财政收入的主要方式，也成为了地方政府加杠杆的主要途径。当前土地财政可持续性已经明显下降，在缺乏长期融资机制之下杠杆难以继续扩张，地方政府唯有借中央国企改革的顶层设计，盘活国资存量。

□ 中央政府：不差钱，更关注国家兴衰，改革国企布局战略产业

在中国，国有企业，尤其是央企主要是以资源控制型为主的增长模式，而民营企业规模不够且受资源抑制，不足以完成国家战略意义上的研发。国家的强大难以完全依靠市场自身的力量，政府的主导作用和产业政策是必不可少的。

2014 年政府将会加大对产业布局的投资。这可能包括：信息工程的投资，如集成电路、数据库等；对国防安全的投资，如重大武器项目、航空发动机等；对粮食食品安全的投资等。

□ 催化剂：“改革锦标赛”

从政府的视角来看，此次国企改革与政府利益诉求一致。这即是本次国企改革的微观基础。由此可避免了各部门只是注重响应中央口号，避免改革流于形式。

2014 年的“改革锦标赛”可能成为国企改革加速的催化剂。过去以 GDP 为标杆的晋升锦标赛，做大了整个经济蛋糕，实现了“增长的奇迹”。而今，GDP 考核目标正在弱化，地方政府正在寻找新的标杆。在全面深化改革领导小组的注视下，改革或成为锦标赛的新标杆。

3.4.3 泛能源：近期机会在天然气进口与核电站材料

当前我国的能源安全尚存在不少隐忧。中国石油的进口依存度已然逼近“十二五”规划设置的 61% 的底线。能源消费结构中对煤炭过分依赖，目前中国铁路运力的一半以上都在用来运煤，这是环境问题密集爆发的主因。多元化

进口、清洁、节能是能源未来发展趋势。在近期，投资机会集中在天然气进口和核能利用上。

□ 天然气：十二五期间需求翻倍

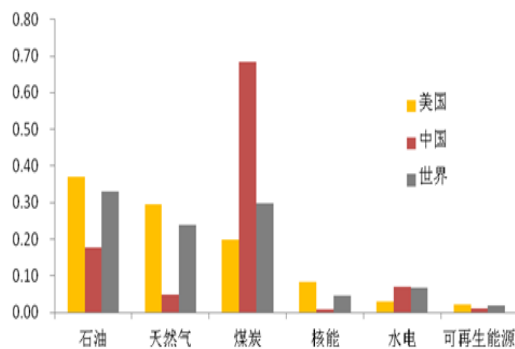
根据十二五规划，至 2015 年天然气在我国能源消费中的比例将从 2012 年的 4% 提高到 8%。交运和电力、热力供应行业仍将是需求增长的主要动力，预计的复合年均增长率超过 20%。

□ 核能发电：十二五期间需求翻倍

中国 2017 年的核电装机容量目标为 5000 万千瓦，而截至 2013 年正在运营的总装机仅有 1200 余万千瓦。2008-09 年是核电建设的密集建设期，有 2000 多万千瓦的装机在这一时期开工，根据核电站约 6 年的建设周期，预计 14-15 年将有大量核电站开始投入运营。投资机会在于与核电站建设与运营相关的小型核电材料上市公司。

图 24

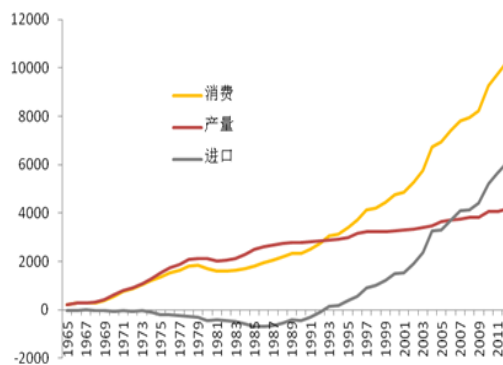
2012 年世界能源需求比重



数据来源：Wind，博时研究

图 25

中国石油消费量、产量和进口量（千桶每日）



3.4.4 产业升级：转向智能生产物流、基础零部件、工艺与材料

开放市场经济中，资本和劳动力追逐回报的过程，就是经济按照比较优势发展的过程，这也是经济资本、知识累积最快的途径。随着资本、知识的累积，资本技术密集型的生产、物流和产品会越来越占据主导地位，带动劳动生产率持续提高。

国内对智能生产和物流的需求日趋明显。中国在 2012 年已经成为机器人需求第二大的国家。根据北京机械工业自动化研究所的一项调查，企业将继续加大对物流基础设施的投资，中国物流技术装备市场将继续保持快速增长；90% 以上的企业都有增加物流信息化方面资金投入的计划；物流信息化、物流系统规划、物流系统集成是未来 5 年企业最为关注的物流技术。

基础零部件、工艺与材料成为工业转型的方向。中国制造业的发迹来自全球产业链的转移，大多数产业没有必要在一开始就形成国内完整的配套，技术

资本密集的基础零部件、工艺与材料已在严重吞噬国内企业利润，这也决定了产业在向资本密集型的产品前进，在产品的突破上，也带有在全球产业链中升级的过程，实现从组装到关键零部件、关键材料的生产。

中国制造业如果还有迅速的升级，它将更多以新企业替代老企业的方式来实现，而非老企业的自我革新，而在国企公司治理问题解决之前，新兴的民企将持续成为老企业的噩梦。

现有研究现实增长核算显示中国增长的关键驱动，来自非农业、非国有部门全要素生产率的提升，而整个经济 TFP 的提升有 2/3 来自新老企业的交替；即便如此，资源向优势企业的集中速度仍然不及美国。

从管理学的文献来看，比如 Christensen 的《创新者的窘境》以硬盘存储器的产业史作为例子，说明产业持续升级往往经历主要客户和价值网络的转移（如从大型机到 PC），导致这种变迁的创新——即“破坏性创新”——往往伴随新公司替代老公司。技术革新频频的行业不一定有长青公司，而且常常没有。

3.5 国际视野：全球产业与资本市场

对全球、尤其是发达国家产业经济以及资本市场的观察，可为我国资本市场的分析提供有益的借鉴。

□ 创业板与纳斯达克指数高度相关

创业板与中小板在 2013 年的走势与世界几大股指高度相关，其中创业板与纳斯达克指数相关度达到 92.4%。

表 6

2013 年全球几大重要股指相关系数，

	沪深 300	创业板	中小板	标普 500	纳斯达克	富时 100	欧洲斯托克	日经 225	恒生综合
沪深 300									
创业板	-58.49								
中小板	-25.86	91.57							
标普 500	-57.55	89.62	80.87						
纳斯达克	-55.47	92.40	83.49	97.94					
富时 100	-28.88	67.89	69.48	79.88	72.93				
欧洲斯托克	-51.89	89.95	82.13	97.37	99.69	71.95			
日经 225	-23.98	71.45	73.06	84.96	83.93	85.81	85.56		
恒生综合	52.18	9.55	28.90	16.92	25.32	22.71	30.33	51.18	

数据来源：Wind，博时研究

□ 美股几大主题直接映射到中国市场

今年 A 股市场许多主题概念，尤其是与新科技相关的领域，都与美国股票市场相关，来自于美股的映射。

表 7

来自美股的“映射效应”

主题	炒作时间	美国概念股	期间涨幅 (%)	中国概念股	炒作期间涨幅 (%)
手游	5 月-12 月	中国手游	355	中青宝	443
				掌趣科技	253
		盛大游戏	41	北纬通信	34
				爱施德	154
		完美世界	33	华谊兄弟	150
				神州泰岳	150
新能源汽车	5 月-10 月	特斯拉	284	亿纬锂能	153
				金瑞科技	61
				比亚迪	62
				物产中大	73
				均胜电子	59
				当升科技	53
O2O	9 月	百思买	30	苏宁云商	33.5
				中央商场	7
				海宁皮城	19
				友阿股份	41
大数据	2 月	Marketo	44	浪潮信息	173
				紫光股份	107
				荣之联	109
				立思辰	97
				宝信软件	85

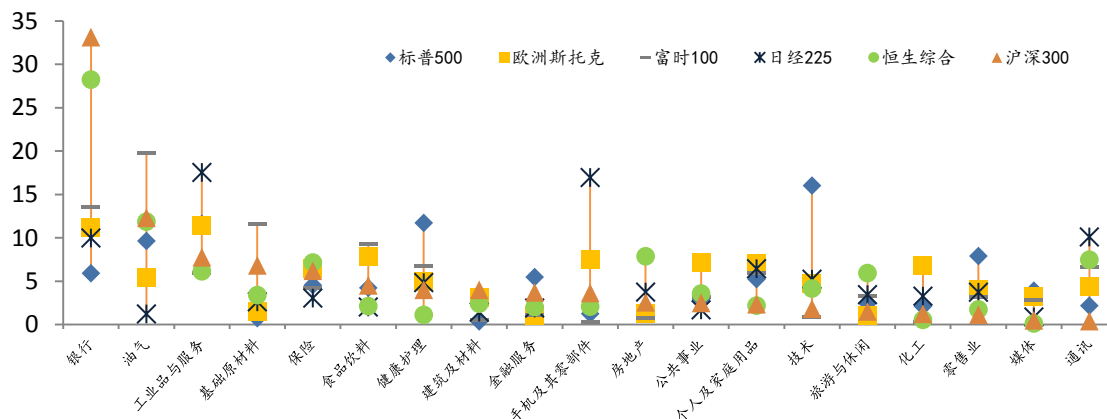
数据来源: Bloomberg, Wind, 博时研究

中国新兴成长行业的大市值公司还在孕育之中

在沪深 300 指数的总市值中, 银行、油气等传统周期类产业所占比例依然较大, 并且也超出了其他国家市场指数中这类传统产业的权重。与发达国家相比, 在通讯、媒体、零售、化工、旅游休闲、技术、个人及家庭用品等行业, 中国的大市值公司还在孕育之中。

图 26

几大股指中各行业占比权重 (按沪深 300 权重由大到小排列)



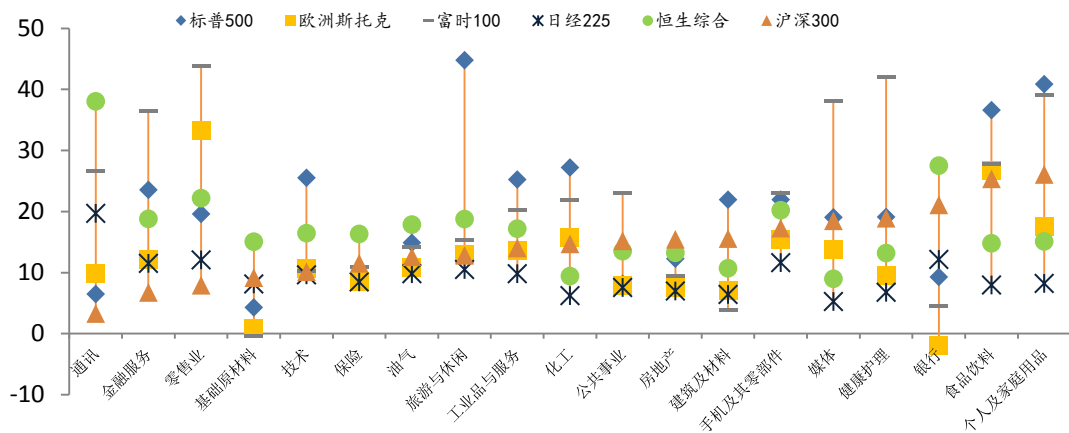
数据来源：Bloomberg, 博时研究

与海外相比，通讯、零售、旅游和休闲盈利能力提升空间最大

从行业盈利能力看，我国的银行、基础原材料、公用事业等传统周期性行业具有相对美国市场较高的 ROE。美国市场中旅游与休闲、个人及家庭用品和食品饮料行业的 ROE 为最高，欧洲、英国与美国的盈利结构基本一致。而香港与日本的结构相同，对 ROE 贡献最大的是通讯、银行和零售业。与之相对应，沪深 300 中的银行、食品饮料和个人及家庭用品已经具有了较高的盈利能力。通讯、零售、旅游与休闲是未来企业盈利增长的方向。

图 27

几大股指分行业 ROE (按沪深 300 行业 ROE 排序)



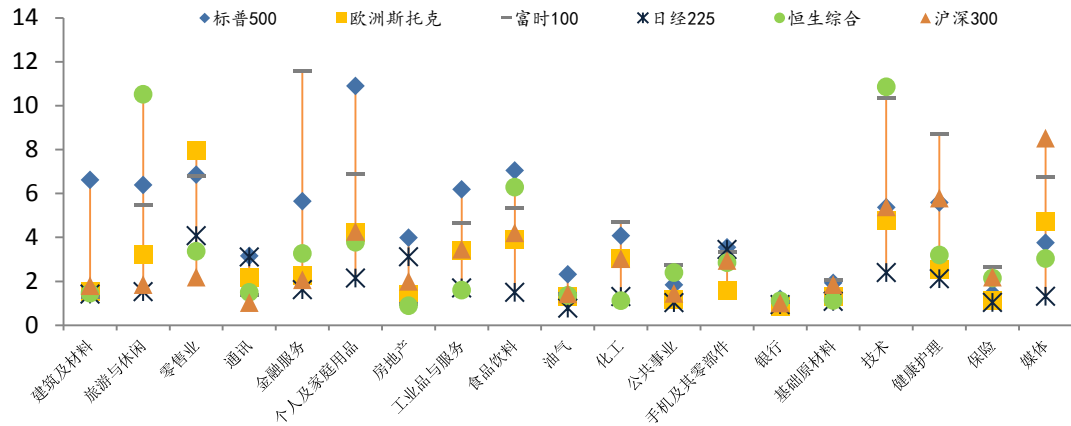
数据来源：Bloomberg, 博时研究

建筑与材料、旅游及休闲、零售、房地产等行业为估值洼地

在行业估值上，相对于美国市场沪深 300 行业中的建筑及材料、旅游及休闲和零售业的市净率较低；而房地产、基础原材料和银行的市盈率较低，这些行业当前都相对处于估值洼地中，是预防风险的最优选择。而媒体、保险、健康护理、手机及其零部件、化工、技术等行业整体的估值相对较高。

图 28

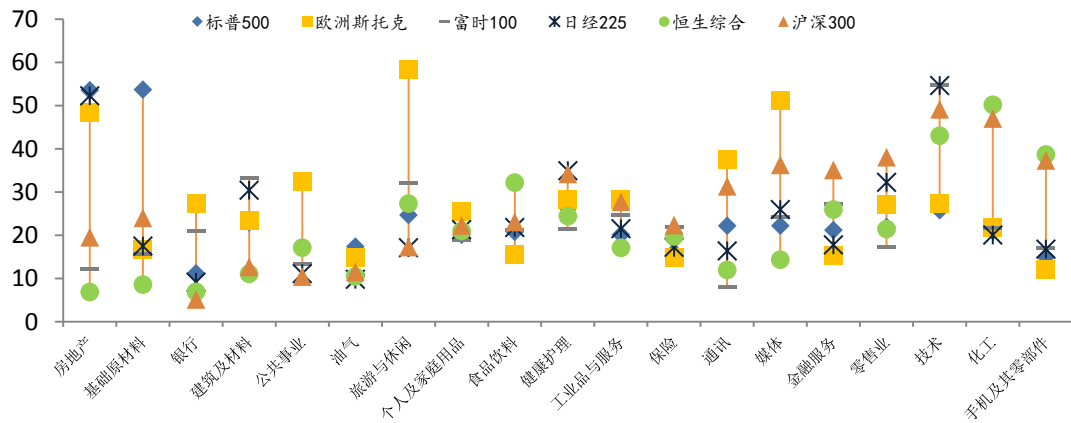
几大股指分行业市净率（按沪深 300 相对标普 500 行业市净率比例排序）



数据来源：Bloomberg, 博时研究

图 29

几大股指分行业市盈率（按沪深 300 相对标普 500 行业市盈率比例排序）



数据来源：Bloomberg, 博时研究

四、市场行为

4.1 风格：经济社会转型的认识已经深入人心

2013 年的 A 股结构有云泥之别，市场风格偏向轻资产成长与消费，中信的成长、消费指数全年上涨 40.6% 和 19%，金融、周期指数下跌 6.7% 和 2.6%。经济、社会及政府需求的全面转型，是驱动股市风格异化的主因。权衡估值与基本面，四季度以来周期与成长似乎更趋均衡，2014 年风格能否异化如昨，这是我们需要论证的重要命题。

图 30

中信风格指数 2013 年度表现

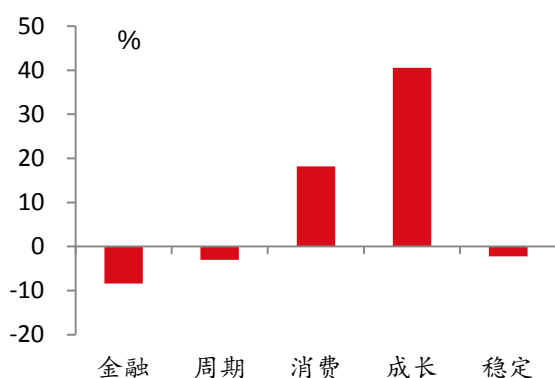
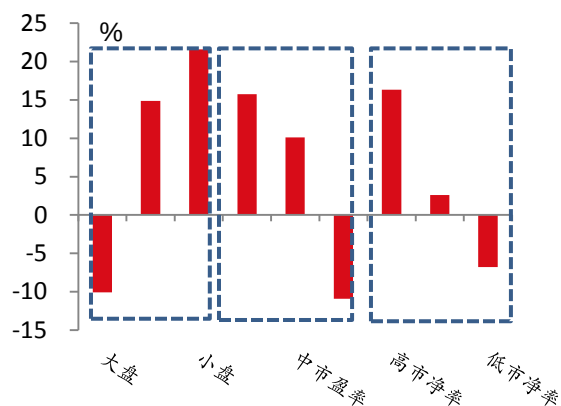


图 31

申万风格指数 2013 年度表现



数据来源：Wind，博时研究

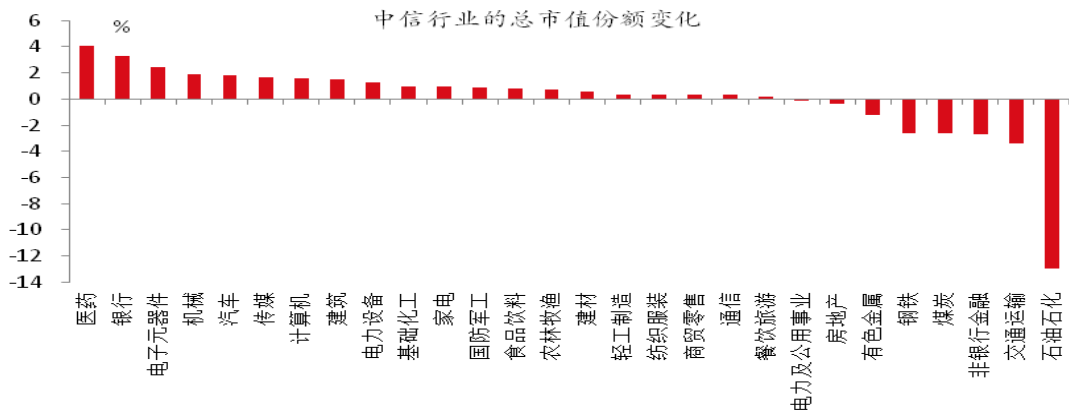
作为经济晴雨表，股市因中国经济、社会转型而必然发生结构调整。转型是一条不归路，新老行业、新旧个股的此消彼长，将是永恒的趋势。以 2013、2007 两年各行业的总市值份额作比较，可发现目前份额提升最多的是医药

(+4%)、银行(+3.3%)、电子元器件(+2.4%)、机械(+1.9%)、汽车(+1.8%)、传媒(+1.7%)和计算机(+1.6%)等，下降最多的是石油石化(-13%)、交通运输(-3.4%)、非银行金融(-2.7%)、煤炭(-2.6%)、钢铁(-2.6%)和有色金属(-1.2%)。由市值份额增减的情况看，份额提升行业多为消费和产业升级板块，惟银行是例外。

另外，用个股历史的最大市值减去当前市值，评估个股市值毁灭幅度，其结果同样触目惊心。根据统计，19 家中字头上市公司的总市值就蒸发掉 10 万亿之上。总之，不论投资者是否意识到，股市风格与结构的演化最终反映了产业的兴衰和更迭。

图 32

2013 年各行业市值份额相对 2007 年的变化



数据来源：Wind，博时研究

4.2 估值：创业板整体估值过高，银行估值仍有下行压力

4.2.1 创业板存在整体估值风险，核心龙头则仍有合理理由

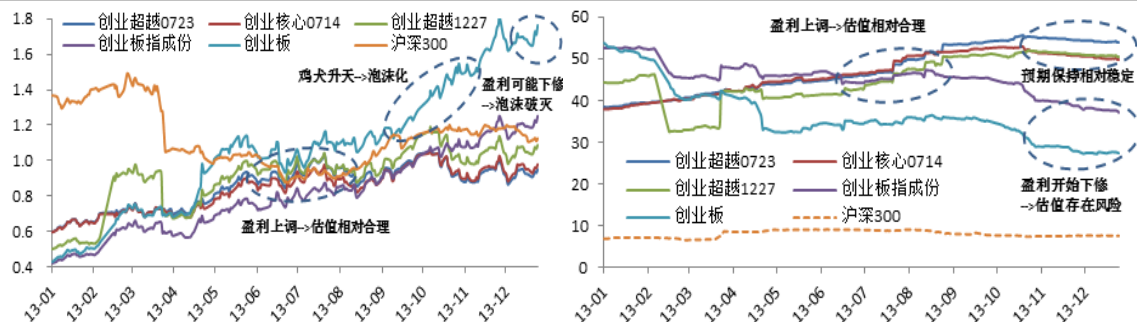
在 2013 年中，我们发现创业板核心股票的 PEG 跟沪深 300 差不多，估值与成长的同一条无差异曲线上，创业板估值并没有明显的高估。当时的创业板可以认为是被给予相对合适的成长性溢价，合理的 PEG 在 1~1.2 之间，后续的创业板上涨也证实了这一点。

到了 10 月份，随着三季报的出台，市场发现三季度的盈利增速开始出现颓势，市场预期开始下修，导致 PEG 快速提升。随之创业板指数出现比较明显的回调。

而创业板指数成份中年初以来涨幅超越指数的股票基本上仍然维持在 35 家左右，如果按照全年的盈利预测来看，目前的 PEG 也仍然处于相对较为合理的范围，但是创业板指数整体和创业板整体存在高估的可能。不过由于三季度的盈利增速已经有所下滑，不排除未来全年盈利增速预测也有进一步下修的可能，因此估值仍然存在下修的风险。整体而言，强势股相对有支撑，而创业板整体有泡沫，预计未来分化会更为明显。而强势股的行业分布，主要集中在 TMT、医药、环保新能源等领域，都是代表转型的方向。

图 33

创业板整体暗藏估值过高风险，而核心龙头公司估值仍有合理理由



注：创业超越 0723 表示从 2013 年 1 月 4 日至 7 月 23 日涨幅超越创业板指数的公司，创业超越 1227 为从 2013 年 1 月 14 日至 12 月 27 日涨幅超越创业板指数的公司

数据来源：博时研究

4.2.2 破净资产的银行股仍需等待机会

之前已提到，投资者偏好受益转型的消费成长行业，几乎已是共识。当前市场最大的分歧，是跌破净资产的银行能不能买？就现状而言，一方面，公募基金对银行的配置仓位很轻；另一方面，投资者对业绩稳定增长但估值最低的银行，已有较强的投资偏好。

截至 2013 年底，A 股融资余额增长至 3198.5 亿元，全年增加了 2419 亿元。其中，融资余额增加前五的行业分别为非银金融、银行、医药、传媒和房地产，增加额度为 287、223、211、173 和 146 亿元。也就是说，目前有 223 亿元融资放在银行板块，以年 8.6% 的成本押宝银行上涨。

同样是低估值，融资交易的投资者对银行与建材、有色金属及煤炭等差异对待，说明银行的生命周期与有色、煤炭迥异。但我们认为，制约银行估值的因素，一是金融改革对银行业绩影响的不确定，诸如利率市场化对利差、信贷需求的影响，目前还难有准确的评估；另一方面，中国经济在多重制约下转型，经济刺激的后遗症不断，经济增长风险、信用风险交织一体。这两方面的因素近期都难有廓清，银行估值难有上行。

4.3.3 优势行业估值的安全边际

成熟期的优势行业，大多数在估值上均呈现出较历史均值的折价。其中，石油加工、汽车服务、水泥、大宗品牌服装、港口、机场、百货零售、水碾，油气钻采服务，商用货车、火电、热电等行业的折价水平处于前列。

对于成长期，虽然有更多的行业估值处于历史均值以上，但仍有不少行业在估值上具有一定的安全边际。主要集中在医药、电子、农业及食品加工、通信及计算机设备以及国防军工等行业大类中。

五、配置：势战——安全第一

5.1 配置的战略与战术

2013 年是典型的泽战，以择其高地而居之。金融地产等处沼泽地，有生态价值，TMT 是高地。

2014 年，势战，是战略，即市场依然是新兴的天下。安全第一，是战术。当市场已经改变了对新兴产业意识上的忽视后，技术的重要性就凸显出来了。

凡战，所谓势者，乘势也。因敌有破灭之势，则我从而迫之，其军必溃。

法曰：“因势破之”。

——《百战奇略》

我们认为

□ 新兴成长是大势所趋

□ 从增长和通胀的组合看，大类资产上股优先于债

□ 股票配置三管齐下保“安全”

➢ 成长的纵深发展：成长股选择具备估值优势的行业和公司，增加安全性

➢ 传统蓝筹的机会：选择去完产能、去完风险的行业，通过技术创新、产业升级和自我改造，增强国家产业战略升级中的确定性

➢ 需求结构新驱动：满足公共服务需求，政府或者将资本集中在相关产业，改善竞争性市场中国企的激励与竞争力；或者是通过采购，为相关的民企带来机会

□ 未来一季度，股和债都有潜在的风险，而且是属于不得不防的风险。因此，仍需要保持一定的现金水平，安全第一

5.2 大类资产配置

□ 大类资产：股票优于债券

□ 债券：可以考虑超配国债、低配信用债，城投债强于产能过剩行业的企业债

□ 股票：以满足民众与政府安全需求为原则，以估值为安全线，以产能与杠杆去化为基点，逐级超配重生的传统产业、自强的新兴产业。回避改革利益受损行业。催化剂为需求、技术、要素与政策，主题投资由此而生。

5.3 股票的配置

2014 年股票的行业选择，我们仍倾向于对处于成长期的行业重点配置，同时，以“估值安全”做节奏的调节。

基于当前的信息，可以考虑超配电子、国防军工、环保及公用事业、计算机、汽车、家电、电力设备、机械，并且对医药、传媒、通信、石油石化、农业以及部分化工子行业给予正面的关注。金融地产、资源以及白酒等行业继续维持低配。对大类行业的评级，并不影响我们对一些细分子行业的看好和超配，具体各细分子行业的配置，在下表中详细描述。

表 8

股票行业配置

配置建议	行业	配置建议	行业
超配	电子元器件	标配	基础化工
	环保及公用事业		电力
	国防军工		建筑
	计算机		建材
	汽车		餐饮旅游
	电力设备		纺织服装
	机械		轻工制造
	家电		交通运输
标配-正面展望	医药		食品饮料(除白酒)
	传媒		商贸零售
	通信		有色金属
	石油石化		非银行金融
	农林牧渔	低配	银行
			房地产
			煤炭
			钢铁
			白酒

数据来源：博时研究

5.4 债券的配置

全年建议低配债券，在债券中超配利率，低配信用，尤其是要规避产能过剩行业的品种。明年流动性持续处于偏紧状态，信用风险可能长期成为市场挥之不去的阴影。如果不出现经济下滑至 7.0% 或更低、信用风险较多释放，或者中央不得不出手的情景，债券很难看到可持续的机会。从时间点来看，考虑到上半年通胀偏高，下半年债市机会可能稍大于上半年。

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。