

韬光养晦

观点摘要

□ 复盘

2014年第一季度，股票收益低于债券和货币。以2月18日为界，A股两阶段特征明显。之前成长一路高歌猛进，主题风生水起；之后市场普跌，成长溢价收窄，主题大面积退潮，仅国企改革和京津冀一体化主题持续性略强。TMT内部计算机板块异军突起。流动性驱动债券走出一波小牛；信用风险仍然笼罩市场，信用利差有所扩大。

□ 趋势

在以改革措施为主、存量政策为辅的“稳增长”措施下，经济可能探底但不致改变政策立场。联储鹰派程度较低，美国经济也远远算不上强劲，资金大幅外流不具备基础；人民银行对汇率仍然有极强的控制能力，贬值主要的冲击将在债券市场。以中石化混合所有制改革为代表的央企国企改革，是第一季度最超预期的改革事件，其次是人民币汇率日间波动幅度放宽和京津冀一体化。改革是对财务约束的突破，节欲、战安抚慰支出均有限度。二季度企业盈利不乐观，市场对沪深300的盈利预期明显下调。

□ 市场行为

A股大盘走势仍较疲弱，尽管空头力量有所释放。机构调研和融资信息显示周期的重要性在提升，成长性有所下降。主题赚钱效应3月明显走弱。百度搜索指数可帮助判断主题的可持续性。

□ 结构

产能过剩的情况在上游采掘及原材料行业并没有显著改善，但中游设备制造业以及化学原料及制品产能利用率有所提升；进入2、3月后，传统强周期行业出现了一定程度的去库存。2013年盈利高增长集中在新兴产业，但市场预期偏高更多。汇率贬值对房地产和航空影响最为直接，但有大量出口导向公司会因此获利。

在主题上，我们在考虑细分市场占有、市场竞争程度、技术、品牌渠道、是否多元化、行业发展前景、市值、机构投资者集中度等方面因素，对A股制造业的“隐形冠军”进行自上而下和自下而上相结合的梳理。

海外映射方面，年初创业板和美股关系减弱。新能源和移动商务是较有潜力的映射主题。

□ 配置

战略上，年报中关于技术重于意识，“势战”的看法仍然没有变。要更重视估值和安全性在选股中的地位。而传统蓝筹的机会，仍然不会来自“硬启动”，而是来自自我的革新。战术上建议成长做底仓，周期做波段。大类资产配置可以考虑超配现金，标配股票，低配债券。股票中可以考虑偏平衡的风格，超配电子、环保、计算机、汽车等行业，低配房地产、煤炭、钢铁等行业。债券建议利率品配国开债，信用品配高等级城投，规避上游产业债（尤其是民营企业）。

目 录

一、复盘	1
1.1 资产的收益特征	1
1.2 第一季度策略回顾	6
1.3 2014 年第二季度资产收益的决定因素	6
二、趋势	8
2.1 系统性风险判断：经济断崖式下跌？资金外流导致资产重估？	8
2.2 流动性：二季度中性不紧	10
2.3 改革冲击：央企国有资本改革是最大的超预期	11
2.4 盈利：13Q4 盈利总体稳中有升，14Q1 市场预期遭下调	12
三、行为	14
3.1 市场情绪：空头力量释放，短期偏向积极	14
3.2 风格：周期风格暂起，成长风格退潮	14
3.3 投资者博弈	16
四、结构	18
4.1 行业比较：传统处于稳增长边缘，新兴具有盈利增量但预期偏高	18
4.2 主题：隐形冠军和国企改革的新进展	21
4.3 海外映射：可再生能源和移动商务具有长期持续性	23
五、配置	30
5.1 配置的战略与战术	30
5.2 大类资产配置	30
5.3 股票行业配置	30
5.4 债券的配置	32

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

2014 年一季度，全球经济延续弱复苏进程，发达经济体增长动能趋稳，新兴经济体增长动能相对减弱。政策方面，美联储稳步推进 QE 缩减计划，流动性虽无实质性紧缩，但偏紧预期已经形成。在低增长、低通胀与“紧”货币的环境中，股票及与经济联系紧密的基本金属受损严重。而国内流动性显季节宽松，且经济超预期下行，均使债市受益较大。另外，一季度的意外性事件也对商品定价产生了显著影响，比如美洲极端天气催涨农产品价格，以及乌克兰事件致使贵金属价格急剧震荡等。

表 1

2014 年一季度国内外各类资产与商品市场表现

		2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
股票	沪深 300	-1.10	-11.8	9.47	-3.28	-7.88
	中小板指	8.92	-3.42	17.46	-4.86	-7.73
	创业板指	21.38	16.8	35.21	-4.64	1.79
债券	中信标普全债	1.64	0.97	0.38	-1.20	1.40
	中信标普国债	1.09	0.77	0.43	-1.29	1.32
	中信标普企债	2.15	1.61	0.42	-0.24	0.79
基金	标准股票基金	5.47	0.00	13.82	-1.98	-3.77
	普通债基	3.27	-0.17	0.23	-3.12	1.26
	货币基金	0.86	0.86	0.96	1.20	1.07
理财产品	人民币 3 月期理财	4.43	4.45	4.81	5.30	5.72
	信托产品	8.98	8.67	8.8	8.84	8.84
贵金属	COMEX 黄金	-4.71	-22.79	8.36	-8.89	7.67
	COMEX 白银	-6.38	-30.94	11.43	-10.52	2.37
大宗商品	IPE 布油	-1.21	-7.30	5.91	2.33	-2.55
	LME 铜	-5.17	-10.20	7.80	1.12	-9.69
	CBOT 大豆	-1.27	-11.23	2.32	0.64	11.03
储蓄存款	一年定期存款	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30

注：2014 年 1 季度收益数据除基金和美欧市场品种截至 3.28 之外，其他均截至 3 月 31 日；理财产品、信托、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，博时宏观策略

➤ 股票市场

季度内经济、货币环境均对股市不利，全球主要股指下跌居多，其中俄罗斯 RTS、日经 225、A 股主板、香港恒生、巴西与韩国等股指的跌幅居前，仅印度 SENSEX、法 CAC40、德 DAX 与美标普 500 指数上涨，A 股创业板自 2 月中旬以后 V 型回落，一季度录得微涨。

➤ 债、货币和理财产品

国内流动性在春节前后骤然松弛，货币资金利率转而下行，债市逐渐回暖，以国债板块涨幅最大。同时，人民币理财产品收益率趋势性回落，3 月期理财的预期年化收益率自年初的高点已下降 40 多基点，但与季度的平均水平比较，一季度仍高出去年四季度近 40 基点。由于银行资金对非标资产的偏好下降，信托产品的平均发行利率维持在 8.84% 的历史高位。

➤ 商品市场

美联储紧缩预期与中国经济意外下行，导致基本金属与原油下跌，其中铜价跌幅近 10%。极端天气损害粮食生产，乌克兰危机引发美俄对抗。受此影响：贵金属如黄金一季度上涨近 7.7%；农产品价格普遍走强，其中大豆涨幅超 11%。

1.1.2 股票：新兴与周期内部均有分化，主题投资潮起潮落

➤ 两阶段特征明显，新兴与周期内部均有分化

一季度的股票市场大致可以分为两个阶段：

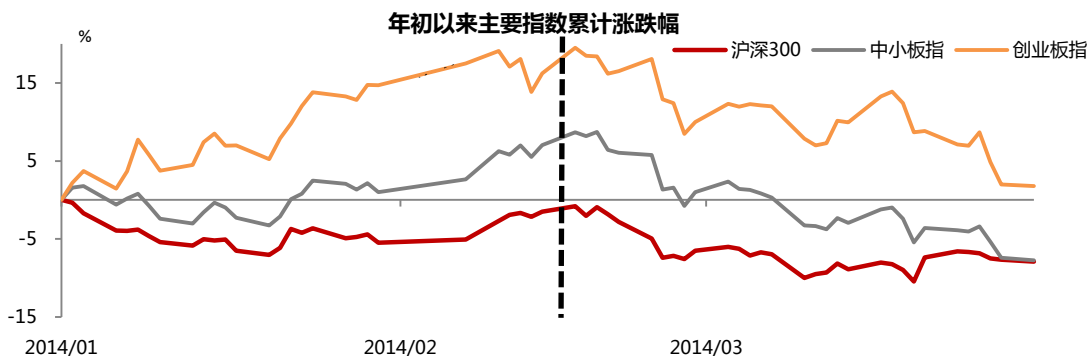
年初至 2 月 17 日，市场风格延续强烈的成长分化格局，创业板与沪深 300 累计收益率差异一度超过 20 个百分点；

2 月 18 日开始，经济增速减弱逐渐被市场预期并证实，市场出现系统性下跌，新兴成长与传统周期均出现显著回落，两者的收益率差异减弱持平；同期新兴成长波动高于传统周期。

总体上，一季度涨幅居前的行业仍以 TMT 为代表的新兴成长行业。TMT 内部分化明显，计算机和通信明显好于传媒和电子。电力设备新能源以及餐饮旅游涨幅靠前。周期性行业整体绝对收益为负。压力最大的仍是上游，以化工、机械为代表的中游呈分化态势，下游的地产与家电在一季度前期受房价下跌预期冲击明显，汽车表现较为平稳。若以 2 月 17 日为分界线，行业板块上呈现出明显的反转效应。

图 1

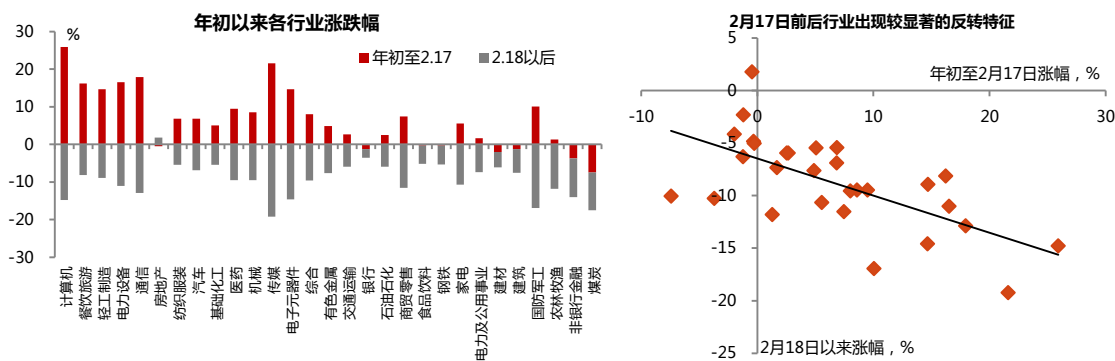
市场从分化，到持平，再到收敛



数据来源: Wind, 博时基金

图 2

一季度行业涨跌幅具有明显的反转效应



数据来源: Wind, 博时宏观策略

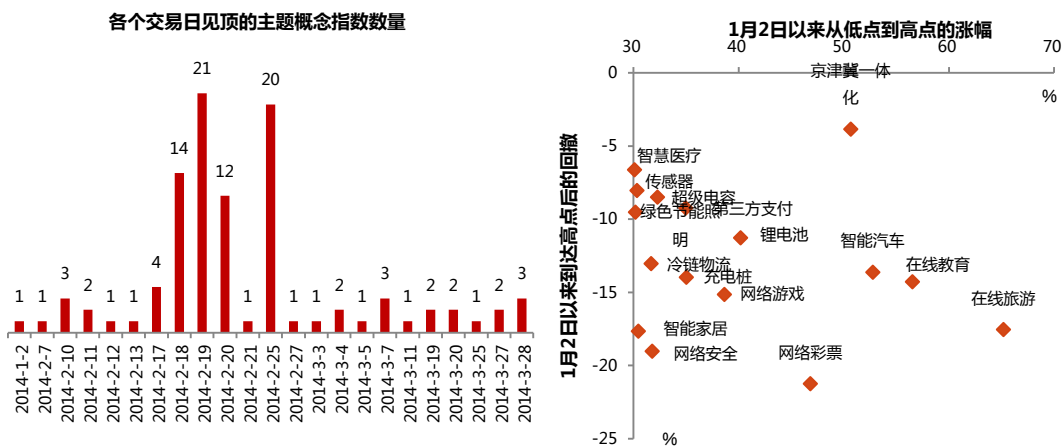
➤ 主题热点潮起潮落，地方改革主题可持续性较强

Wind 统计的 100 个 A 股主题概念指数在 2 月中下旬集中退潮, 这些主题概念从年内低点上涨至最高点的交易日在平均约 20 天。互联网概念在一季度前期是市场的“主力主题”，同样也是退潮的主力。整个季度广东、深圳、上海等地方国资改革主题、京津冀一体化、民营医院主题持续性较强。

众多行业在一季度体现了显著的主题驱动，而这些行业也多涨幅居前。主题的背后是变革的力量。

图 3

主题热点潮起潮落



数据来源: Wind, 博时宏观策略

表 2

各个行业板块背后的主题热点

与市场活跃行业相关系数在 0.9 以上的主题概念指数

高铁 水利水电建设 高端装备制造 重组 新材料 金融改革 建筑节能 民营银行 新能源 创投 页岩气和煤层气 3D打印 美丽中国 LNG 合同能源管理 太阳能发电 智能物流 核电核电 生物育种 智能电网 垃圾发电 养老产业 物联网	创投 高铁 新材料 新能源 民营银行 合同能源管理 高端装备制造 智能电网 建筑节能 水利水电建设 物联网 3D打印 金融改革 太阳能发电 重组	4G 物联网 宽带提速 移动互联网 IPV6 三网融合 智能交通 移动支付 太阳能发电 触摸屏 卫星导航 合同能源管理 水利水电建设 云计算 水利水电建设 通用航空 电子商务	苹果 芯片国产化 智能电网 绿色节能照明 新材料 太阳能发电 触摸屏 卫星导航 合同能源管理 水利水电建设 安防监控 宽带提速 4G 智能IC卡	云计算 三网融合 大数据 移动支付 物联网 智能交通 移动互联网 网络游戏 电子商务 卫星导航 合同能源管理 智能IC卡 IPV6	重组 高铁 民营银行 金融改革 新材料 核电核电 水利水电建设 新能源 建筑节能 高端装备制造 页岩气和煤层气 美丽中国 创投	智能电网 新能源 风力发电 新材料 合同能源管理 太阳能发电 高铁 新能源汽车 创投	页岩气和煤层气 O2O 金融改革 浦东新区 参股金融 新疆区域振兴 高铁	文化传媒 网络游戏 三网融合 创投	创投	深圳前海新区	新能源汽车	抗癌
机械	轻工制造	通信	电子元器件	计算机	基础化工	电力设备	商贸零售	传媒	餐饮旅游	房地产	汽车	医药

数据来源: Wind, 博时宏观策略

1.1.3 债券：流动性驱动的一波小牛

总的来看，这是流动性驱动一波小牛。具体来看：

第一，流动性季节性环比改善远超预期

第二，配置的需求同样为季节性原因。但是，107 号文、中诚信托、吉林信托、地产违约等事件的冲击，银行避险情绪上升，边际上减少了对非标资产的配置

第三，经济超预期下行，带动长端收益率下行

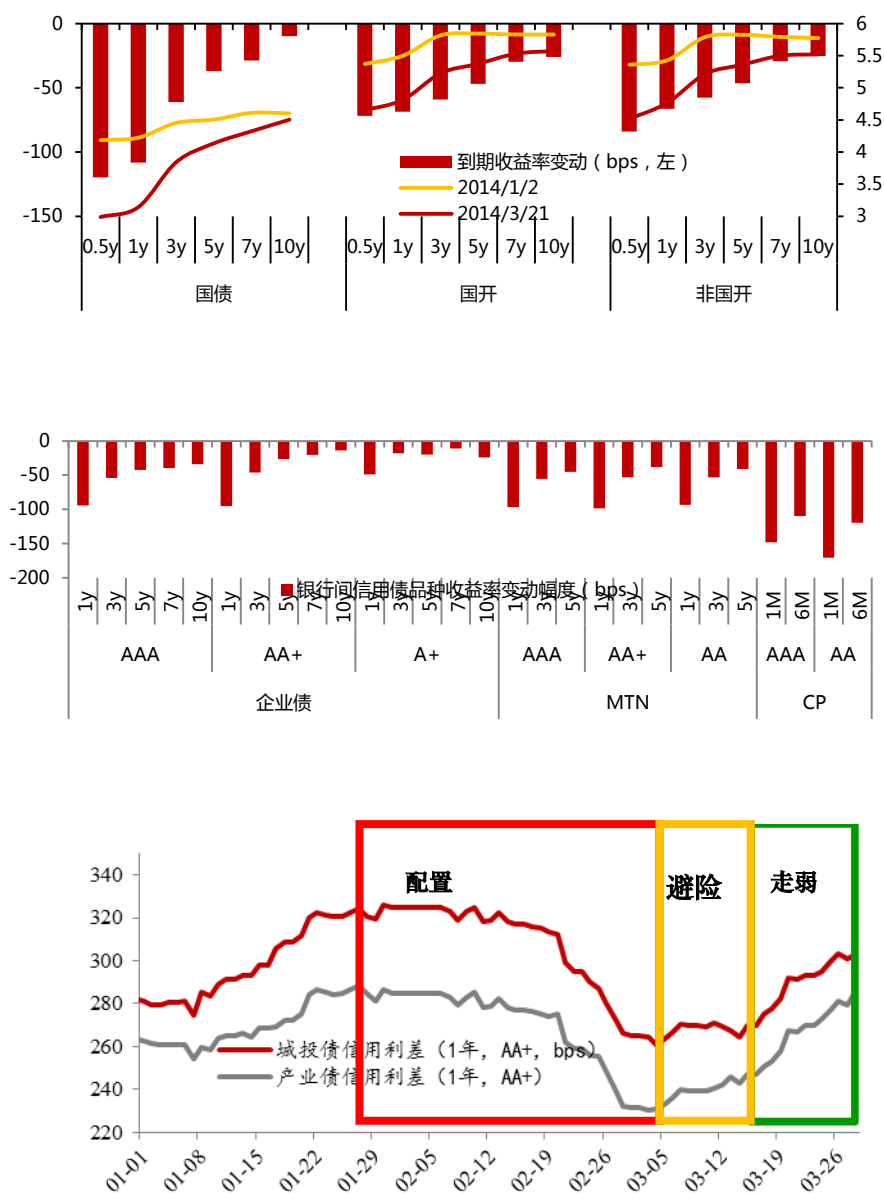
节奏上看，这波行情分为三个阶段：

配置。春节前央行意外逆回购，成为一季度宽松行情的源点。此后流动性超预期的持续宽松。债券配置仍以高等级为主

避险。超日债违约事件（3 月 4 日）成为市场的拐点。但城投并未走弱，反而走强，显示出了投资者的避险情绪

走弱。起源于流动性驱动的行市，由央行持续正回购抬升资金价格而走弱。但城投相对产业的溢价仍是显著向下的，即城投仍受青睐

图 4
债券小牛及三个阶段



数据来源: Wind, 博时宏观策略

1.2 第一季度策略回顾

2014 年一季度，股和债都有潜在的风险，须保持一定的现金水平，安全第一。2014 年，势战是战略，即市场依然是新兴的天下。大类资产上股优先于债。股票上，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。固定收益组合构建要体现高评级、低久期的特征。低配信用债，其中城投债强于产能过剩行业的企业债。

战略实施

具体的执行上，大类资产配置季度初期股票 45% 的标配，债券 30% 的低配；2 月中下旬将债券提升至 45% 的标配，股票维持标配的同时，在结构上做出了均衡化的调整，降低了偏向新兴的行业组合权重，提升了沪深 300 股指期货做多的权重，目的在于控制组合波动风险。

行业组合上，超配行业包括电子、国防军工、环保及公用事业、计算机、电力设备、汽车、机械和家电，这部分行业占据了行业组合 70% 的权重（各行业等权重，下同），其他 30% 权重由标配但正面展望的医药、传媒、通信、石油石化及农业五个行业组成。而多空对冲组合中的负面行业包括了银行、房地产、煤炭、钢铁以及白酒五个行业。各行业中具体的公司标的来自于我们看好的细分子行业以及有量化模型选出的相关个股。

1.3 2014 年第二季度资产收益的决定因素

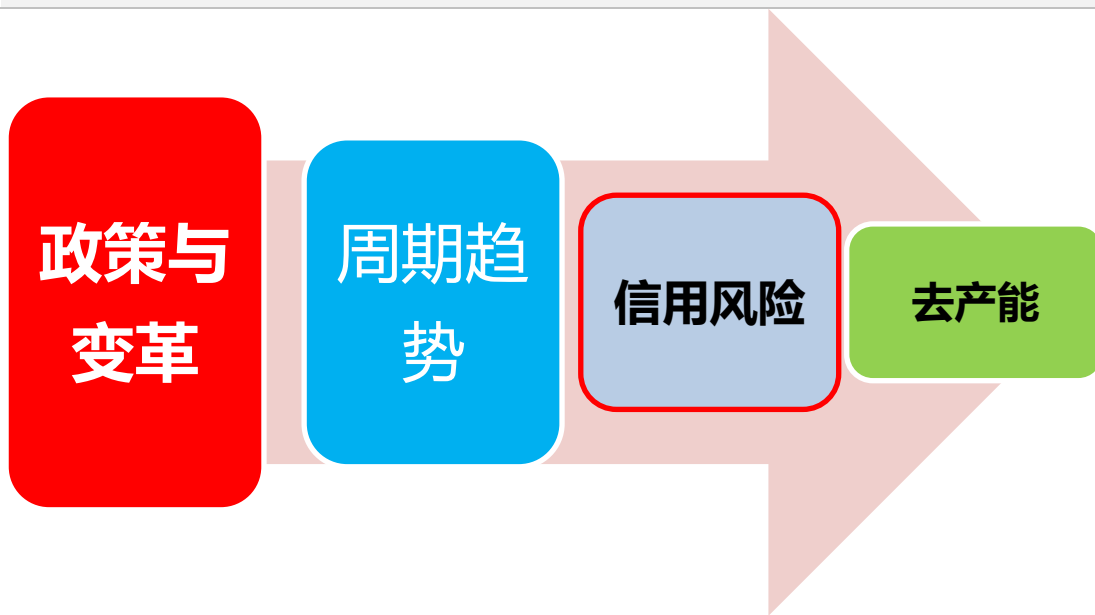
信用风险仍然是市场持续关注的主题。但考虑到去年下半年以来讨论较为充分，以及极难发生系统性金融风险，信用风险边际上的变化很难对市场形成趋势性的影响。

同样地，去产能的过程仍然远远没有结束，它已经逐渐退隐成为市场的“慢变量”。

但在经济面临新的下行压力的时候，新政府会采取什么样的政策来应对，还没有确定的共识。这种政策，是偏结构的还是偏短期的？如果是偏结构的政策，会在哪些方面？体现在经济周期的变动上，效果最终会如何？这些问题的答案，最有可能左右第二季度经济的走势。

图 6

决定第二季度行情的宏观经济因素重要性排序



来源：博时宏观策略

二、趋势

2.1 系统性风险判断：经济断崖式下跌？资金外流导致资产重估？

2.1.1 断崖式下跌 VS 从容稳增长

- 国内增长： 从容稳增长兼顾制度变革与短期技术操作，确保二季度 GDP 同比持平、或略高于一季度 7.3%

三大需求中，投资、消费增速难以明显恢复，仅出口增速前景尚好，需求不足的情况还会延续一段时间，经济增速可能再度探底。此背景之下，3 月 19 日，也即是今年两会后首个国务院常务会议上，李克强总理开始部署稳增长事宜，包括加快重点投资项目前期工作和建设进度，及时拨付预算资金。

这显示中央政府稳增长信号已经发出。具体来看，1-2 月固定资产投资资金来源，尤其是国家预算内资金增速下滑明显，降了 11.7 个百分点。而国家预算内资金是政府参与投资的主要工具，规模和投资方向投由政府控制。在优化投资结构的基础上，我们预计政府将集中资金加大对一些基础性、全局性和战略性项目的支持，用于棚户区改造、保障房和配套基础设施建设、加强‘三农’、社会事业和社会治理、重大基础设施、节能环保和生态建设等有益于改善民生的领域。

这次稳增长是及时的。但又是从容的，它兼顾了一系列长期制度变革。优先股、并购重组、国 6 条等举措的在稳增长信号发出后，随即出台，都旨在释放出重大的长期增长红利。

银监会发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，意味着市场期待的淘汰落后产能、去杠杆的方式可能是利用市场的力量，尤其是发挥国有企业的市场主导地位，通过资产并购重组的模式来淘汰过剩产能，提高市场效率。而非朱时代的“强制硬下岗”。

优先股发行政策亦提及，偏重于以优先股作为支付手段收购吸收其他上市公司。很明显，政策目的即为化解产能严重过剩矛盾、调整优化产业结构。

资本市场规划政策是企业负债向居民部门转移，实现政府盘活存量的重要一步。本质上，仍是为获得大量民间资本来缓解财政压力。

长期制度变革不能阻挡现阶段经济的快速下滑。短期技术操作能确保二季度 GDP 同比持平、或略高于一季度 7.3%，但环比较一季度有所改善。

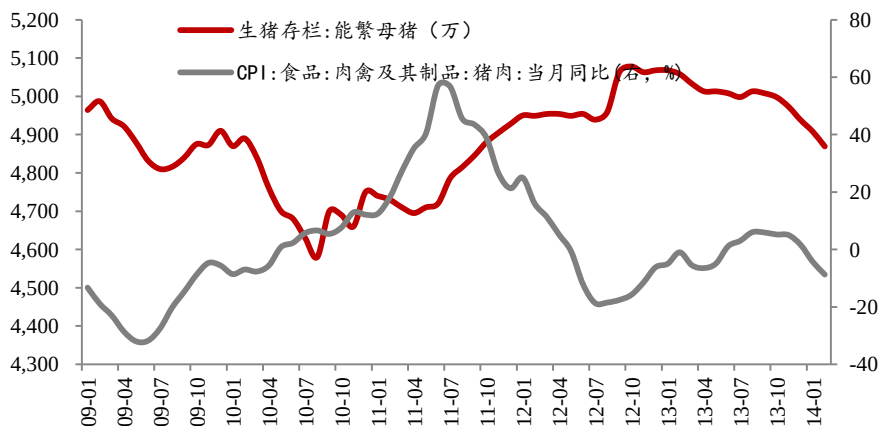
➤ 通胀：估计 4-6 月分别为 2.3%、2.7%和 2.5%左右

通胀的中长期趋势取决于货币及产出缺口，当前看两者均倾向压低通胀。

短期波动关注肉价。生猪存栏处于低位、肉价跌破成本线，宰母猪行为存在，但不严重，预计二季度肉价温和反弹。

图 7

当前宰母猪行为并不严重，远不如 2010 那一轮母猪宰杀行为



数据来源：Wind，博时宏观策略

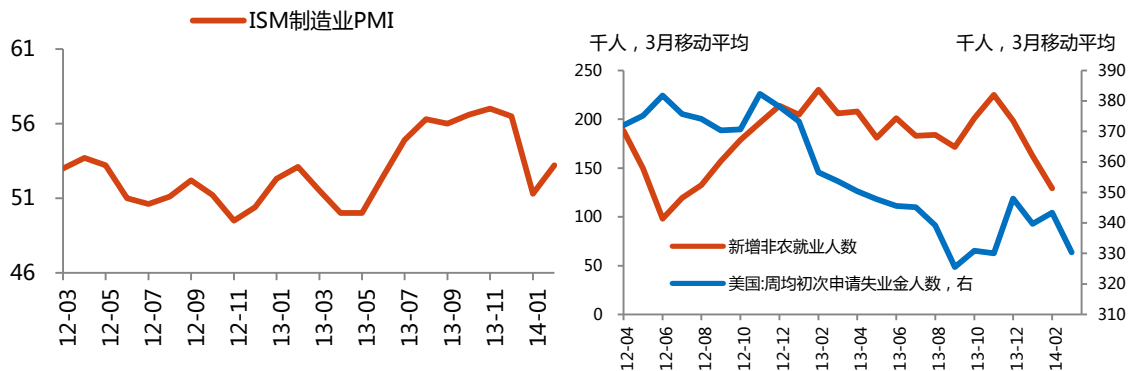
2.1.2 资金外流导致资产向下重估？

与市场理解不同，美国经济动能也远远算不上强劲，联储在 3 月的 FOMC 会议上也并未释放出明显偏鹰派的信号。

美国经济数据从 12 月以来一直好坏参半，一季度 GDP 当前预期在 1.5% 左右，低于去年年末预期。

图 8

美国经济动能远远算不上强劲



数据来源：Wind，博时宏观策略

3 月 19 日联储 FOMC 公告总体中性。该公告认为经济下行风险进一步减少，但只是经济现状仅仅略微更加乐观；QE 继续缩量，但力度符合市场预期；确认前瞻指引与此前数次公告中的指引在意图上没有任何变化，只是针对当前较低的失业率水平调整了说法。

耶伦关于大约 6 个月后联储将加息的说法，在表述上强调了极强的不确定性。此后耶伦在 3 月 31 日关于劳动力市场的讲话中仍然强调就业市场的疲软，进一步淡化了“6 个月”这个措词的冲击。

而欧央行的政策趋势则较为确定的走向更加宽松的方向。面对越来越低的通胀率，欧央行已经不再忌讳谈论量化宽松，连最鹰派的德国联邦银行行长 Jens Weidmann 也对量化宽松保持了更宽的一个态度。

综上两大央行的政策均仍处于较宽松的状况，资金大幅外流的外因尚不明显。

而在内因方面，最可能触发资金大量外流的因素是人民币大幅贬值，但这可能性极低。央行是汇率中间价事实上的设定者，也是这个市场中最大的参与者。我们理解本次贬值本质是改革的措施，并非周期上刺激出口的考虑。由于中国本身经济净储蓄、外债极其有限、储备充足，且考虑到对金融稳定的考虑，央行有意愿、也有能力阻止人民币出现趋势性的大幅贬值。

而在人民币贬值冲击上，预计影响最大的是债券市场。人民币贬值起初由央行主导的，目前来看正演化成了一定程度的市场行为，无论企业还是银行，都会调整资产负债中本币外币的比重，总体倾向于减少银行间市场的流动性。

2.2 流动性：二季度中性不紧

二季度流动性将维持中性不紧的格局。在具体分析之前，我们有必要对一季度流动性惊人的宽松给出看法。我们认为归结于两个方面，一是货币政策的支撑，二是供需上的支撑。

货币政策的支撑源于防风险、低通胀。债券到期量较大，为避免在到期时因市场利率过高无法借新还旧集中引发风险，央行主动引导资金利率下行。发改委去年 12 月 31 日发布的《规范发展债券市场 服务经济社会发展大局——国家发展改革委有关负责人就企业债券市场发展有关情况答记者问》中，明确允许平台公司以低成本债务置换高成本债务，明确允许发行新债来“借新还旧”和进行未完工项目，确保不出现半拉子工程。

发改委以公开的方式“干预”货币政策，从一个侧面也可以看到央行的压力日趋增大。

供需上的支撑，一是源于投资者、金融中介普遍的避险情绪。由于资金供给者和金融中介的避险情绪升温，商业银行类信贷、信托、债券融资增速均较低。二是源于引导汇率贬值。2月17日至22日，人行通过公开市场操作回笼资金1080亿元，尽管如此，R007周均值从前一周的5.0%明显下降到了3.6%，创下了去年10月以来的新低。同期汇率收盘价的周度均值比前一周贬值超过0.2%，为钱荒以来最大的单周跌幅。但在与跨境资本流动更相关的NDF市场中，人民币远期价格走势平稳。“资金流出”或者市场自发的“贬值预期”并非近期贬值的主要力量。导致人民币开始贬值的因素在国内，在央行。央行在市场中抛售人民币，这些抛出来的人民币直接增加银行间市场流动性供给。

流动性一季度的宽松，除了一些季节性因素与未可预期的贬值，给我们最重要启示是，央行的行为是有约束——其并未维持去年下半年的紧张，因为一味的紧张只能使风险提前到来。

在接下来的二季度，三个约束将确保流动性中性不紧：一对冲信用风险；二配合稳增长，这里我们认为宽信用可能性远大于降准。三对冲外占下降。

2.3 改革冲击：央企国有资本改革是最大的超预期

2.3.1 央企国有资本改革是最大的超预期

在年度报告中，我们列出了对2014年会落实的改革措施的预测。三个月以来，有三项改革超出了我们的预期，包括

中央成立国有资本运营公司，以及央企改组为国有资本投资公司。中石化公布改革方案，并明确向国有资本投资公司转型的方向；我们此前预期今年不会有实际行动。两会召开之后，中石油、中冶等央企也提到过混合所有制改革。但这些改革对增长还没有造成正面影响。

人民币兑美元汇率波动区间扩大。该措施在政府工作报告中“预告”，并很快实施。短期冲击偏负面。资本市场信心受到一定影响，海外融资价格更高；但有利于部分出口企业，更重要的，这也有利于汇率市场的发展。

京津冀一体化位置明显提高。一体化早就在提，但从总书记的层面加强协调是第一次。在经济的冲击上尚未看到，如果得以实施，拉动最多的是环首都圈的建设。

2.3.2 改革的新思索：财务约束的视角

从财政的角度讲，改革的目的是为了解决财务约束，这需要拓展新的现金流，妥当处置现金流枯竭的经济部门，以及调整支出配比。

改革的冲击主要是在处理现金流枯竭部门以及支出配比上。天下熙熙，皆为利来。需要找到过桥资金以控制住阻碍改革的集团；在控制支出和“节欲”的同时，还需要在出售资产、借债以及可能的通胀成本中妥善权衡。

而在改革要寻找的新现金流则主要来自新兴产业。

从投资上来说，要注意政府消费中的节欲、公共产品投入，都不是越多越好，越狠越好，是有度的。银行的作用在于调整资源从旧经济到新经济中，并在利率市场化的冲击下实现自我革新。地产的作用在于为改革利益的受损者提供吸收冲击的安全垫。

2.4 盈利：13Q4 盈利总体稳中有升，14Q1 市场预期遭下调

截至 2014 年 3 月底的数据，2013Q4 盈利增速的高点集中于创业板与中小板，其中创业板整体盈利当季增速约 30%，全年在 10% 以上。主板公司数据尚未全部发布（占比 80% 左右），但从可比性来看，非金融上市公司 Q4 盈利增速已超过前三季度。

而今年以来，工业企业的收入与盈利均无明显起色，去年底至 2 月中旬沪深 300 盈利一致预期经历过一段时期的上调，但 2 月下旬以后，市场对 14 年盈利的预期明显下调。

表 3

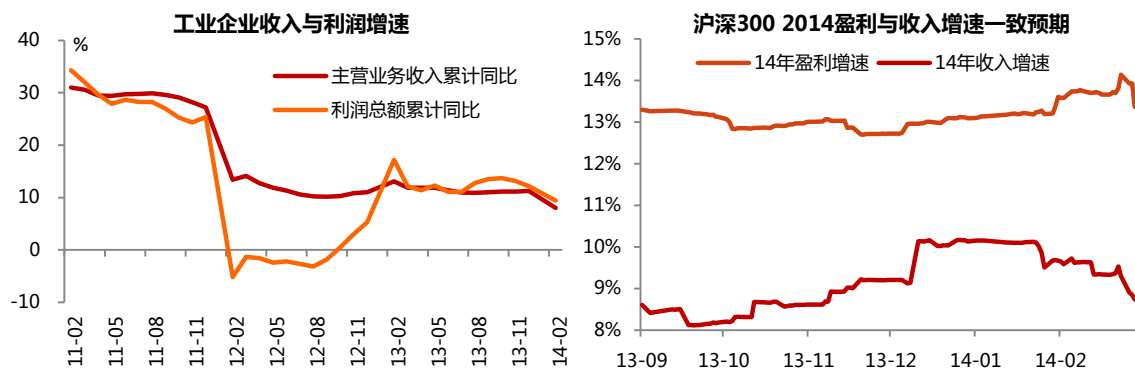
Q4 盈利好于前三季度，增量更多来自于新兴行业

	公司数量	流通市值占比	2013Q4 当季同比	2013 前三季同比	2013 年同比
创业板	377	99.8%	30.8%	6.0%	13.0%
中小板	716	100.0%	13.1%	4.8%	6.9%
主板	1022	81.3%	15.0%	16.5%	16.2%
非金融公司	2080	82.5%	20.5%	15.1%	16.6%

数据来源：Wind，博时宏观策略

图 9

工业企业利润增速继续回落，盈利预期向下



数据来源: Wind, 博时宏观策略

三、行为

3.1 市场情绪：空头力量释放，短期偏向积极

以股指期货市场看投资者情绪。首先，从期指升贴水幅度看，主力合约自 2 月 20 日以来进入稳定的贴水阶段，贴水幅度在 1% 左右。即使对市场保持中性，考虑 2% 以上的股息收益率，理论贴水应在 1% 以上，但一季度末的贴水幅度大幅收窄，基本与现货持平，说明投资者情绪已偏向积极。其次，从持仓量看，3 月下旬持仓量急剧下降，说明横亘在 3 月初以来的看空情绪有大幅释放。

从股指期货市场看，市场情绪较 2、3 月略有好转，短期略偏向积极。

图 10

股指期货主力合约的升贴水情况

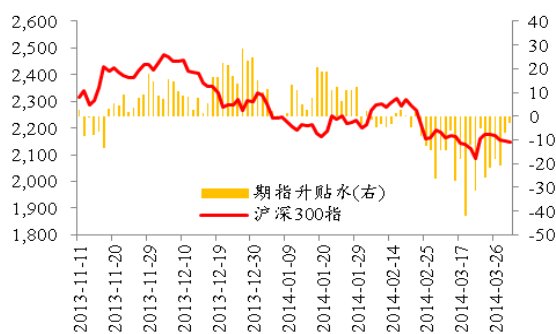
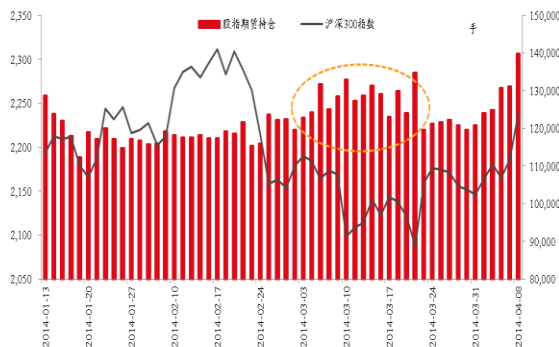


图 11

股指期货持仓量与股指走势



数据来源：Wind，博时宏观策略

3.2 风格：周期风格暂起，成长风格退潮

3.2.1 机构调研的证据

将机构投资者对深市上市公司的调研分为周期、稳定、消费、成长与设备等五大类行业，根据各大类行业的调研频率变化，来预判机构的偏好。

从 2014Q1 各月的数据看：（1）机构投资者对“周期”的调研频率稳定，集中在化工原料与制造、建筑建材、轻工与机械等；（2）对“稳定”行业的调研偏少，且集中在环保、公用事业，对发电企业调研偏好较低；（3）对“消费”行业的调研频率基本维持，在 3 月略有上升，调研集中在医药、医疗服务、家电、纺织、品牌服饰、农牧食品与零售；（4）对“成长”行业的调研活动 2 月以来有显著下降，调研集中在计算机软硬件、半导体、电子元器件、通信设备和 IT 服务等行业；（5）对“设备”的调研

在 2 月显著上升，但 3 月以来回落明显，调研集中在通/专用设备、输变电设备和汽车零部件等。

表 4

2014Q1 机构投资者深市调研的行业分布

	2014M1	2014M2	2014M3
周期	25.10%	25.40%	24.80%
稳定	2.10%	3.80%	4.40%
消费	25.10%	24.40%	28.10%
成长	30.10%	23.40%	24.80%
设备	17.50%	23.10%	17.90%

数据来源：深交所互动易，博时宏观策略

由机构投资者的调研数据可以看出：（1）机构投资者对消费的偏好一以贯之；（2）对成长的偏好在 2 月及以后有所降温，对设备的偏好在 3 月有所降温，对稳定的偏好较弱，对周期的偏好在 3 月有所增强，与成长相持。

3.2.2 融资交易的证据

融资交易呈现周期领先、消费与设备相持的格局。

将 A 股融资余额划分为周期、稳定、消费、成长与设备等五类行业，根据各大类行业融资余额的增减，揭示投资者偏好。

表 5

2014Q1 月度融资新增余额的大类行业分解

	2014M1	2014M2	2014M3
周期	-17.7亿	102.6亿	47.5亿
稳定	-6.2	15.7	4.8
消费	10.6	71.2	12.8
成长	31.9	104.6	7.4
设备	7.2	47.6	15.9

数据来源：Wind，博时宏观策略

从 2014 年一季度各月的融资变动数据看：（1）“周期”的融资余额 1 月净减少，2 月大幅增长，3 月增长略有回落，但领先于其他行业；（2）“稳定”的融资余额增长较少，位列各行业之末；（3）“消费”的融资余额各月均是正增长，2 月增长额仅次于周期与成长，3 月仅次于周期与设

备；(4) “成长”的融资余额 2 月大幅增长，但 3 月增长有大幅回落；(5) “设备”的融资余额在一季度各月均是正增长，3 月增长额仅次于周期。

总结而言，投资者对周期行业的偏好在 2、3 月显现，目前仍领先于其他行业；投资者对消费、设备的偏好比较稳定，对成长的偏好在 3 月份有显著下降，对稳定的偏好不太明显。

3.3 投资者博弈

3.3.1 境内外投资者的博弈

2014 年 2 月以来，人民币对美元加速贬值，幅度堪比 2012 年。在这一背景下，内外资的博弈对市场的影响尤为重要。回顾 2012 年底的 A 股行情，我们认为境外资金先动，境内个人投资者的资金后动，即散户在 2013 年 2 月以后才有所反应，而境外资金自 2013 年 3 月之后已逐渐撤离。

反观 2014 年一季度，境外资金有加速撤出之势，而散户资金则流入了 1000 多亿元。若贬值影响外汇占款或融资套利交易，那么境内流动性势必受到影响，散户资金恐将从股市抽离。总结而言，短期内境外资金难以大幅回流，境内散户资金力有不逮，如 2012 年底的蓝筹行情料难以启动。

图 12

2011 年以来 EPFR 资金流入额累积

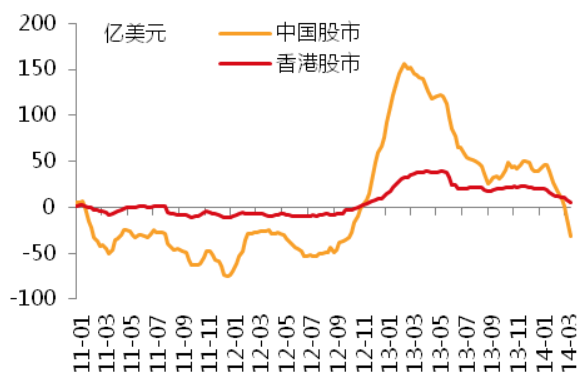


图 13

2012 年二季度银证转账资金大幅流出



数据来源：Wind 资讯，博时宏观策略

3.3.2 个体投资者主导行情

我们以主题或概念的炒作程度和收益效果，构建了一个赚钱效应指数，衡量个体投资者参与的热点或主题赚钱的效果。根据下图所示，我们认为散户在 2014 年一季度的最佳赚钱时间是 2014.1.17-2.28，目前赚钱指数处于偏冷门槛附近，说明热点炒作较 1-2 月已有退潮。

展望二季度，我们依然认为是个体资金主导的行情，但是结构性行情会有大的变化。回顾一季度市场追捧过的概念，有智能家居、新能源汽车、蓝宝石、在线教育、智慧医疗、智能汽车、在线旅游、国企改革、燃料电池、新能源汽车、京津冀一体化等。这些概念在二季度可能会出现大的分化，有些概念将化为“过眼云烟”，比如某些科技热点在概念普及之后，其故事情节难以提振投资者情绪。而有些概念将“余音绕梁”，比如在线教育、在线旅游、国企改革等，这些可能是接下来必然发生的现实。

图 14

赚钱效应指数

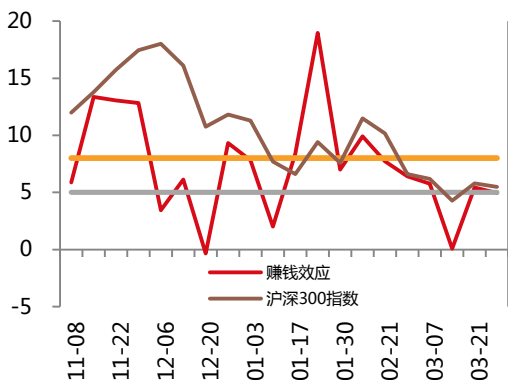
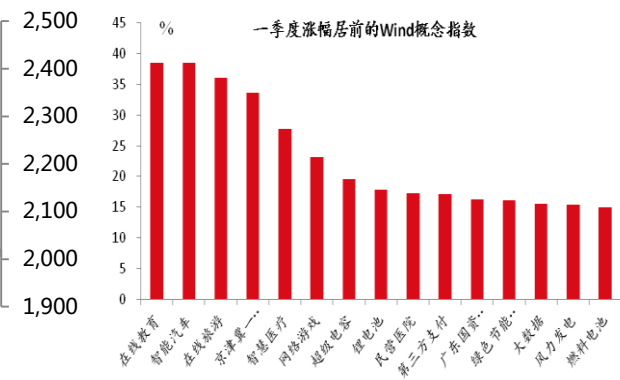


图 15

2014 年一季度主要炒作热点



数据来源：Wind 资讯，博时宏观策略

总体说来，经过 2 月过热的概念炒作阶段，投资者在短时间内将难以相信故事类题材，除非这类题材有真实的业绩或者政策做支撑。我们认为，结合题材且有业绩支持的新兴成长行业，或将再次成为市场的热点。需要指出的是，这种结构性机会将更多地表现在行业，而非题材。

四、结构

4.1 行业比较：传统处于稳增长边缘，新兴具有盈利增量但预期偏高

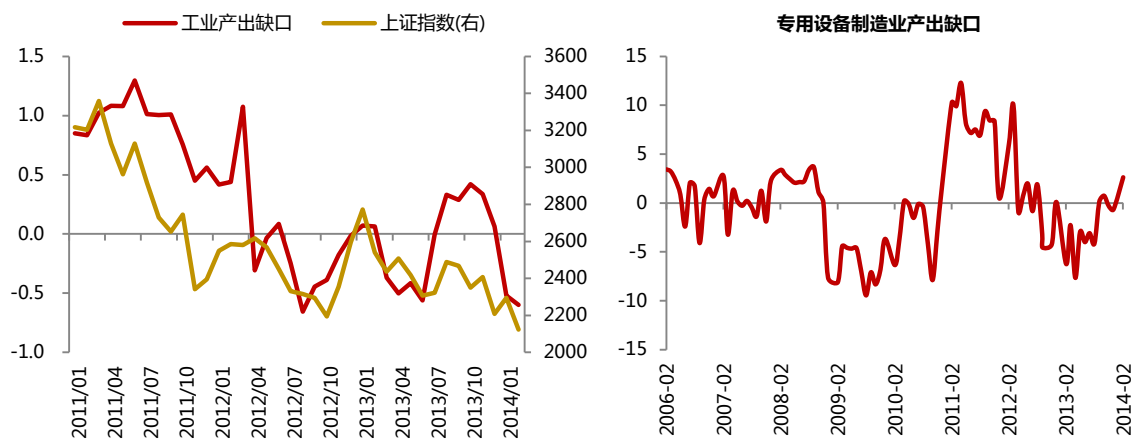
4.1.1 产出缺口再次触及近三年最低点

工业企业产出缺口再度接近近三年的最低点，仅从历史经验看，这是一个触及政策稳增长的关键时点，4Q12、3Q13 均与此类似。因此，就周期性的蓝筹行业看，此后有可能会有一定的反弹，但历史经验对持续性并无明显指导含义，因为工业增加值趋势项的季调环比延续向下趋势。

分行业看，产能过剩的情况在上游采掘及原材料行业并没有显著改善，但终有设备制造行业以及化学原料及制品产能利用率有所提升。

图 16

工业产出缺口再次接近最低水平，设备制造产能利用率正在回升



数据来源：Wind，博时宏观策略

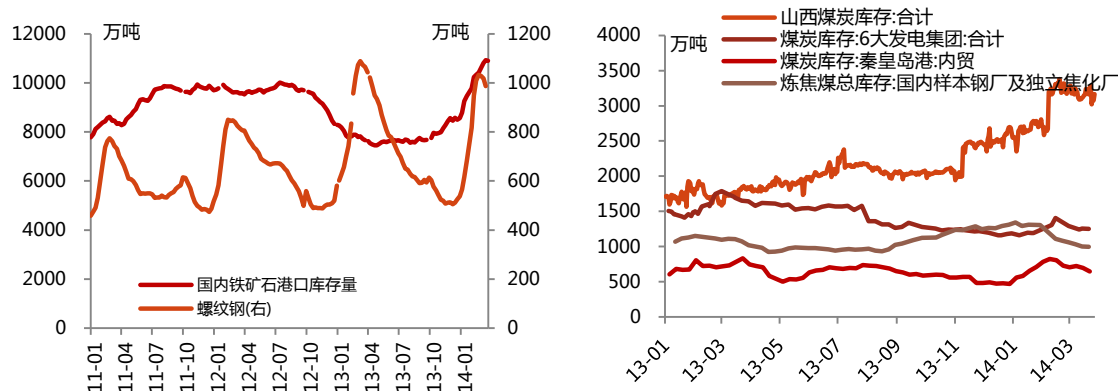
4.1.2 二至三月周期性行业库存有所降低

1-2 月工业企业产成品库存同比增速升至 10% 以上，已经连续六个月上升，需求的低迷是推动存货被动上升的主要原因，钢铁、煤炭以及部分水泥企业在 1、2 月份中的库存水平均有显著提升。

进入 2、3 月以后，传统强周期行业出现了一定程度的去库存，电厂和港口的煤炭库存下降，螺纹钢 2 月库存已有高点有所降低，水泥企业在二月同样经历了一轮较显著的去库存。

图 17

工业产出缺口再次接近最低水平，设备制造产能利用率正在回升



数据来源: Wind, 博时宏观策略

4.1.3 盈利增量集中于新兴产业，但市场预期普遍偏高

2013 年盈利增速较高行业包括了以电子、计算机和通信为代表的新兴行业，同时汽车、家电等传统消费盈利增速同样可观，上游行业以及白酒等消费行业盈利继续弱势。

从 Q4 边际的变化上看，纺织服装、有色金属和建材同比增速上升，基础化工、房地产和电力及公用事业行业 Q4 盈利同比增速显著向下，传媒和电力设备则小幅走弱。

截至 3 月底，非金融企业 2013 年报超预期的比例低于 2012 年，但相比 2011 更高。虽然盈利的增量上集中于新兴成长行业，但此前市场普遍给予很高预期，易引起市场阶段性纠正。

表 6

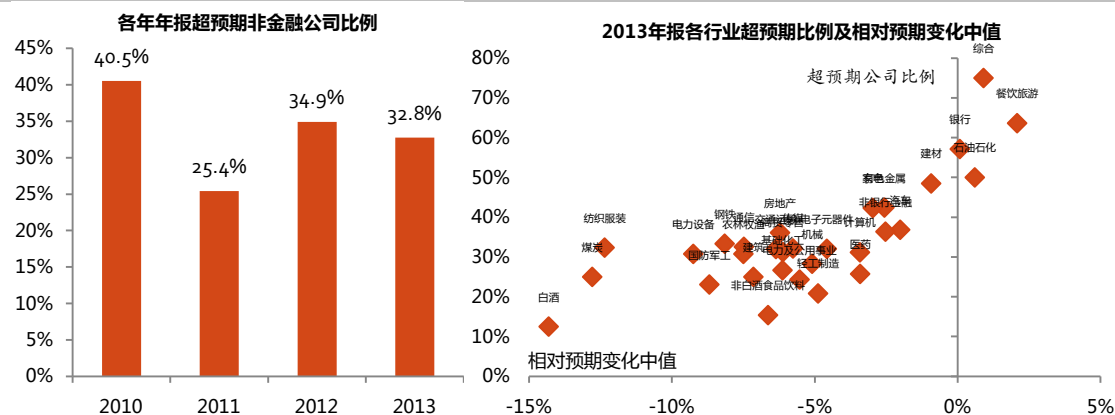
2013Q4 盈利增量多来自与新兴行业

行业	公司数量	流通市值占比	2013Q4 当季同比	2013 前三季同比	2013 年同比
石油石化	38	97.7%	6.0%	17.9%	14.5%
白酒	11	95.7%	-31.6%	-6.2%	-11.8%
非银行金融	23	94.0%	-17.1%	82.1%	58.4%
电力设备	108	91.7%		3.2%	1.5%
银行	12	91.6%	12.2%	12.5%	12.4%
计算机	111	91.1%	27.0%	7.9%	16.3%
家电	48	88.4%	52.0%	38.3%	41.6%
电子元器件	138	87.4%	137.9%	39.0%	62.6%
汽车	94	87.0%	45.0%	28.8%	32.7%
通信	70	87.0%	1621.3%	192.0%	312.2%
建材	66	86.1%	69.6%	31.4%	45.1%
机械	209	84.8%	195.2%	-20.6%	-1.0%
医药	153	83.3%	15.1%	15.0%	15.1%
煤炭	26	83.0%	-7.9%	-32.4%	-27.3%
钢铁	44	81.7%			
轻工制造	50	81.7%	-105.0%	28.9%	-31.6%
有色金属	67	80.3%		-34.9%	139.6%
房地产	122	80.1%	7.9%	36.4%	21.9%
交通运输	69	77.3%	-209.6%	15.9%	-17.0%
纺织服装	63	77.2%	45.9%	3.7%	10.8%
电力及公用事业	73	76.8%	-35.3%	83.6%	37.0%
传媒	42	76.4%	25.0%	31.6%	29.5%
基础化工	186	76.0%	-30.1%	-22.2%	-24.7%
非白酒食品饮料	43	69.8%	-18.5%	16.8%	10.2%
商贸零售	65	69.7%	-15.5%	6.1%	0.9%
农林牧渔	64	67.7%	551.4%	-15.1%	6.5%
建筑	53	64.4%	95.6%	30.1%	45.5%
餐饮旅游	26	60.8%	-59.3%	-30.7%	-33.1%
综合	23	59.6%	369.4%	-29.5%	62.5%
国防军工	18	54.6%	7.2%	41.2%	24.6%

数据来源: Wind, 博时宏观策略

图 18

市场整体超预期比例低于 2012 年, 对新兴行业预期普遍偏高



数据来源: Wind, 博时宏观策略

4.1.4 汇率贬值: 航空、地产受损, 家电、客车、汽车零部件受益

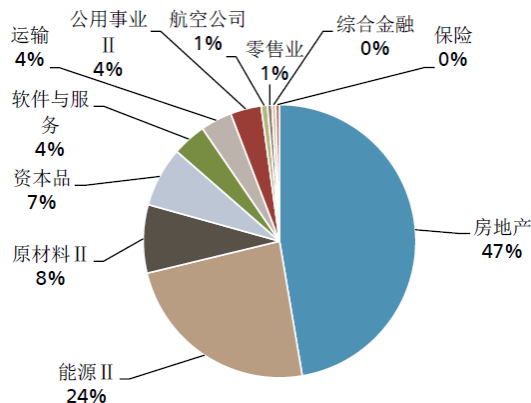
人民币贬值对航空以及地产行业的资产负债表产生最为直接的影响。对于利润情况, 受益的包括出口产品或服务的家电、客车、汽车零部件、电子、纺织服装、油服企业和建筑公司等等, 可能受损的企业领域主要包括涉及进口产品(铜、铁矿石、航油、纸浆、大豆等)较多的公司。

同时,我们也在A股市场中梳理了海外销售收入占比最高的上市公司,成为人民币贬值背景下的潜在受益标的。

图 19

人民币贬值对地产及航空的资产负债表影响显著

中国企业在香港发行的海外美元债房地产行业占比最高



航空公司汇率敏感性

	外币负债占总负债的比率	2013年上半年汇兑收益占净利润的比率	如果人民币贬值1%,对应的汇兑损失(亿人民币)
国航	52%	99%	7.4
南航	85%	239%	9.5
东航	74%	176%	7.5

数据来源: 瑞银证券, 博时宏观策略

4.2 主题：隐形冠军和国企改革的新进展

4.2.1 隐形冠军

制造业的发展在一个庞大的经济体中不可忽视。如果说增量经济下制造业的“冠军”靠的是需求与资本的拉动,那么在未来存量经济下,依靠技术与专注的经营策略推动的制造业企业将更有可能成为新的“隐形冠军”。

何为“隐形”：大众的“隐形”：不为终端客户所知,处于制造的中间环节；规模的“隐形”：不是明星股,市值往往不到100亿,机构投资者参与有限；体制的“隐形”：在国企居大的经济中,民营企业也在默默耕耘。

何为“冠军”：专注：在细分市场中占据绝对地位,并专注于可持续的战略路径；技术：依靠技术推动新产品,紧跟市场、引领市场；财务表现：稳定的盈利与现金流。

在具体研究实践上,我们综合考虑细分市场占有率、市场竞争程度、技术、品牌渠道、是否多元化、行业发展前景、市值、机构投资者集中度等方面因素,对A股制造业的“隐形冠军”进行自上而下和自下而上相结合的梳理。方法上经过三轮筛选：（1）自下而上的对全部A股中细分行业中的龙头公司进行了统计（大约500多家）；（2）对这些公司的重要指

标进行评判（大约 150 家）；（3）结合具体公司研究、市场特征以及投资者行为做最终判断。

在系统的梳理了上市公司的“龙头”企业以后，我们再对比西蒙“隐形冠军”的标准，发现对中国“隐形冠军”下定论可能还为时过早，尚需时间的检验。但不能否认的是，中国具备诞生制造业“隐形冠军”的需要和条件。

制造业的成长动力来自于“隐形冠军”的锤炼，对于转型、变革的宏观环境，成长的趋势将是两条腿走路：一是信息化与互联化；二是制造业的强大。

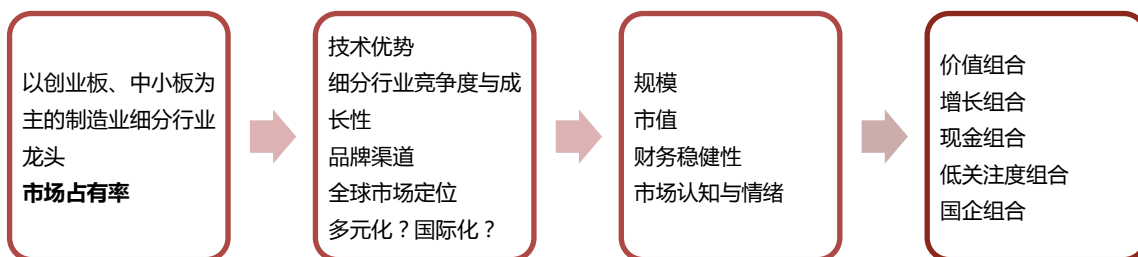
因此，对于“隐形冠军”的主题投资，我们还将继续深入下去，不断“去伪存真”，遵循以下四个原则：

- 技术与专注几乎是全部标准
- “多元化”是岔路口，“国际化”是必经路
- 组合策略思路规避个股的不确定性风险
- 动态调整不断纳优汰劣

在此基础上，我们形成了“隐形冠军”的五个组合，分别是价值、增长、现金、低关注度和国企，并将持续对各个组合进行表现的跟踪，不断调整、修正与优化。

图 20

A 股制造业“隐形冠军”的梳理流程



数据来源：博时宏观策略

4.2.2 国企改革的新进展

国企改革是中国经济体制改革的关键。十八届三中全会对混合所有制、国资改革进一步确定了方向，到今年一季度，各地的改革动向大致如下：

上海：薪酬管理、任期管理和培育跨国企业等政策已发布。竞争、公益与功能类的分类已经完成。各主要国资集团正在上报国企改革方案，整合与集团上市是主线。

安徽：合肥企业分类已经完成，新成立三个国资管理平台，控股 22 家国企。预计在 4 月上旬安徽省会出台改革细则，将涉及主要地方国资集团的改革方案，股权底线可能会进一步放开，也会涉及员工持股与股权激励。国企整体上市需求较为强烈，并会通过合资或者参股方式进入新兴产业成，并加大力度引入战略投资者。

贵州：国资委产权制度改革三年计划发布：国资控股比例不设下限；竞争性行业国企改革原则上需要引进战投；民资和外资进入国资控股公司的方式不限。主要贵州大集团茅台（涉及到激励、整个公司内部拆分和部分企业重新上市）、盘江（发展战略重定位，产业链清理，辅业分离，社会责任移交，引入战投，资产清查完毕立即启动子公司改造）等均可能出台改革细则。

广东：纲领性文件出台，不设国资持股下限。出现典型改革企业包括格力电器和格力地产。深圳与珠海的改革细则最近也将出台。

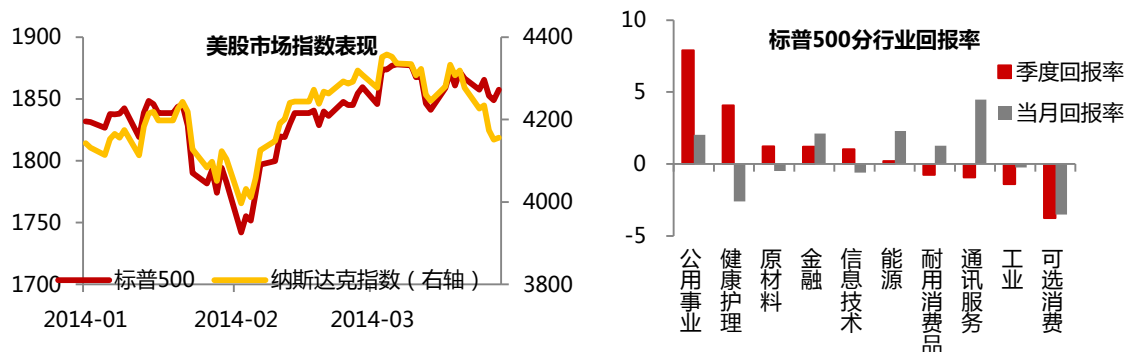
4.3 海外映射：可再生能源和移动商务具有长期持续性

4.3.1 美股映射效应有所减弱

美国几大股指在 1 月均有小幅下跌，纳斯达克指数跌幅最小。2 月份恢复上涨，仍然是纳斯达克领涨。但在 3 月 24-28 日中纳指大幅跳水，单周跌幅达 2.8%。年初至今标普 500 指数上涨 0.5%，纳斯达克指数下跌 0.5%，道琼斯指数下跌 1.53%。标普 500 指数中公用事业和健康护理涨幅最高，可选消费下跌最多。

图 21

标普 500 与纳斯达克走势近期有所分化，行业出现避险情绪

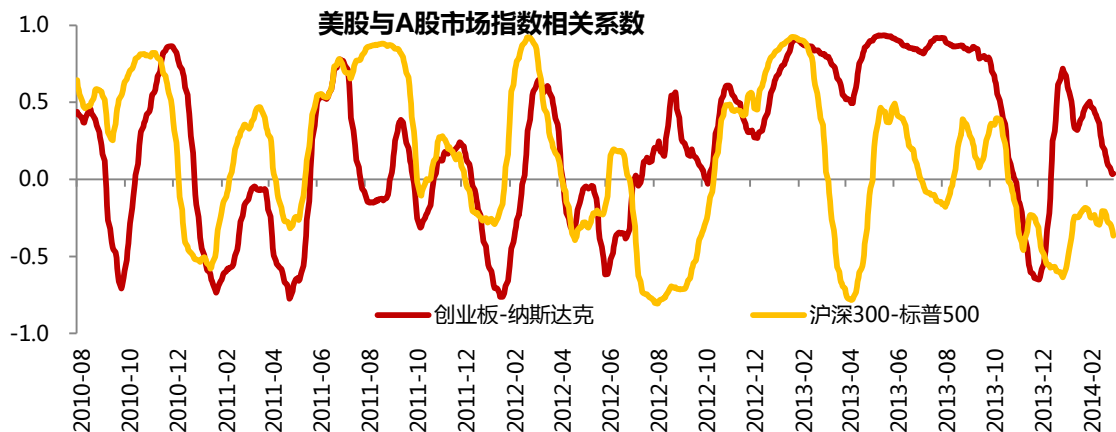


数据来源：Bloomberg, 博时宏观策略

去年创业板与纳斯达克市场走势较为一致，而相应的美股主题对于中国的映射效应也较强。但这种规律在 14 年 1 季度有所减弱，部分主题，如氢燃料电池等，虽也短暂影响了 A 股相应的上市公司，但效应明显弱于去年。大部分主题映射已是过眼云烟，只有可再生能源和移动商务这两大主题还具有持续的映射效应。

图 22

纳斯达克与创业板指数相关性在 13 年达到最高，14 年以来有所减弱



数据来源: Bloomberg, 博时宏观策略

4.3.2 可再生能源领跑美股市场

能源行业，尤其是以太阳能、风能和氢燃料电池为代表可再生能源年初以来市场表现较好。从美国的产业政策来看，政府近年来对于可再生能源支持力度较大，通过有意控制石油和天然气出口拉低传统能源价格来促进可再生能源发展。并且太阳能和风能发电也已基本实现了上网平价，具备了与传统能源相竞争的实力。欧盟地区对可再生能源也较为重视，受乌克兰事件影响，也将加快可再生能源建设。

新能源是全球能源产业发展的重要方向，而中国因受到政策刺激，近年来可再生能源发展迅速，对环境雾霾的治理仍将促进向清洁能源转型的过程。可再生能源产业可遵循四条主线：太阳能、陆上风能、氢燃料电池和能源存储装置。

表 7

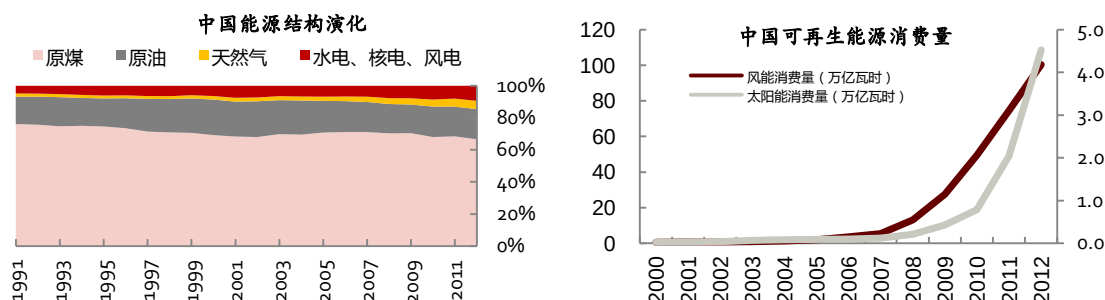
一季度美股新能源概念股表现

代码	公司	简介	上涨时间	涨幅
CSIQ	阿特斯太阳能	太阳能发电设备制造商	1月-2月底	28%
HSOL	韩华新能源	光伏电池和组件生产商	1月至2月底	10%
YGE	英利绿色能源	全球领先拥有完整产业链的光伏组件制造商	1月至1月中旬	36%
SOL	煜辉阳光	太阳能和光伏产品和技术提供商	2月中至3月中	15%
JKS	晶科能源	中国光伏产品制造商	1月初至1月中	24%
TSL	天合光能	在中国从事晶体硅太阳能组件的美资制造商	2月初至3月中	14%
MY	明阳风电	中国目前最大的非国有控股风电设备制造商	1月中至3月初	72%
BLDP	Ballard Power Systems	氢燃料电池开发制造	1月初至3月中	250%
PLUG	Plug Power	用氢燃料电池生产叉车制造商，确定了与奔驰、宝马、可口可乐等企业的合作订单，并为部分美国联邦快递卡车研发氢燃料电池	1月初至3月中	340%
CBAK	比克电池	中国最大的锂离子电池芯制造商	2月初到3月中	150%
BIOF	BioFuel Energy	北美生产乙醇燃料	2月底到3月底	83%
PEIX	Pacific Ethanol	美国低碳可再生燃料生产商，去年4季度扭亏为盈	1月底到3月底	126%
OPTT	Ocean Power Technologies	从事波浪发电技术，已在苏格兰、夏威夷、新泽西等地的项目中有所应用	1月底到3月中	108%
LTBR	Lightbridge	新一代核燃料设计和咨询机构	1月初到3月初	125%
SYMX	Synthesis Energy Systems	可把劣质煤和生物原料转化为高附加值产品，成功案例包括内蒙古褐煤气化等项目	1月初到2月中	154%
CDTI	Clean Diesel Technologies	提高能效并降低碳排放的解决方案	1月初到3月中	201%
HPJ	豪鹏国际	低碳经济、循环经济和新能源事业集团公司	2月初到3月初	138%
ALTI	Altair Nanotechnologies	为清洁能源提供能源存储和能源管理服务	2月初到2月底	43%
JST	金盘电气	具有节能、环保特性的新型输电设备生产商	1月底到3月中	42%
CREG	中国循环能源	为客户提供包括工业应用设计、设备融资、土建工程、运营在内的循环能源整体解决方案	1月底到3月底	87%

数据来源: Bloomberg, 博时宏观策略

图 23

中国可再生能源消费量及占比逐年上升

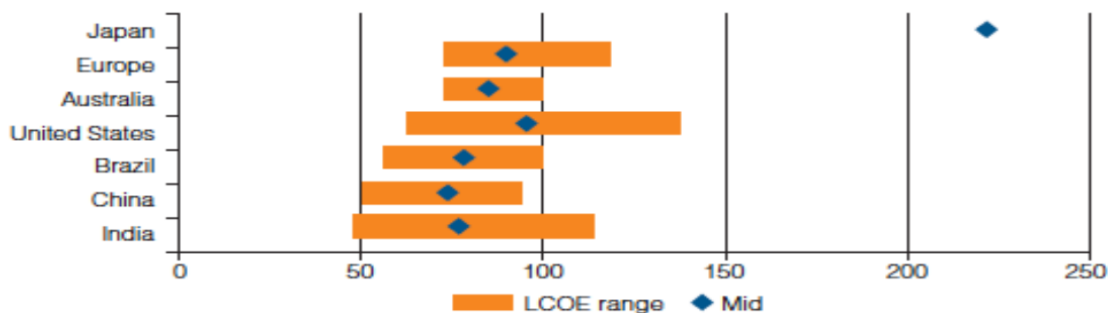


数据来源: Wind, 博时宏观策略

太阳能、风能等可再生能源生产成本普遍有所下降，基本可实现平价上网，长期内将可实现对传统能源的替代。而中国在世界范围内也具有成本优势。

图 24

各国陆上风能上网成本比较，中国已具有成本优势



数据来源: Bloomberg, 博时宏观策略

4.3.3 移动商务产业链的渗透

移动互联设备是未来活动的标准配置，预计 2020 年人均拥有 6.5 部移动互联设备，而这一数字在十年前的 2003 年仅为 0.08。根据估计，将以每五年翻一倍左右的速度增长。

表 8

至 2020 年人均移动互联设备将超过 6 部

	移动互联设备 (十亿)	拥有人数 (十亿)	人均设备数
2003	0.5	6.3	0.08
2010	2.5	6.8	1.84
2015E	25	7.2	3.47
2020E	50	7.6	6.58

数据来源: Cisco, 博时宏观策略

移动互联商务已经渗透到了生活中的各个角落，购物，在线游戏，导航，安全驾驶等等。移动商务作为物联网四个阶段中的第一阶段，正在高速发展中，其余三个阶段为互联的发展，物联网和大数据。

➤ 传统零售向移动电子商务的转型

在移动商务时代，线上与线下购物的分界线不再明显，传统零售商和传统的线上零售商都在向移动电子商务转型。人们的购物模式发生根本性的转变，移动互联技术使得商品和服务的购买方式和范围都极大的扩大。预计到 2017 年，移动商务零售额占比将上升到 25%。

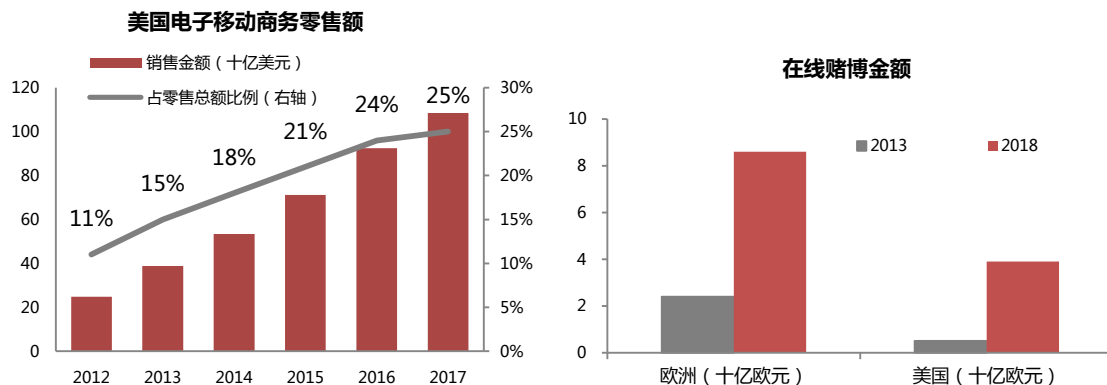
➤ 娱乐业

移动互联娱乐业主要包括游戏和赌博业,游戏占 Apps 消费金额的 66%, 下载数量的 33%, 在通信行业中占有重要地位。

另一个赌博业,移动互联网的发展使得人们可以随时随地对任何事情进行赌博,而且是实时的,极大的增加了赌博参与者的数量和参与次数。同时也扩大了赌博的范围,甚至出现了与金钱无关的小范围赌博,但形式和受众的扩大促进了赌博的快速发展。

图 25

移动电子商务和娱乐业收入快速增长



数据来源: eMarketer, 博时宏观策略

➤ 车联网

车联网包含的产业很多,包括安全驾驶,车上娱乐等。

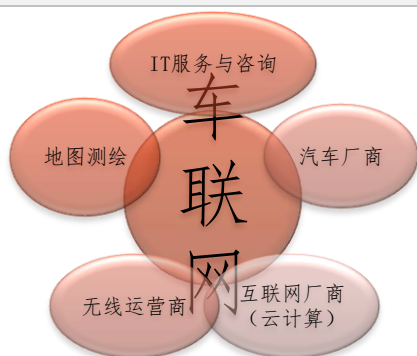
➤ 互联网金融

在传统银行看来,互联网金融只是传统银行业务的补充,但事实上,互联网金融可能会彻底颠覆整个金融业。就渗透率来说,传统银行业务的渗透率只有 29%,但智能手机的渗透率达到 70%,如果互联网金融可以抓住这一部分的用户,那么将来可能成为超过传统金融的主流金融组成。

这其中尤其以中国为代表,中国的移动商务发展速度极快,中国本身的零售业和信用卡业务还没有完全成熟,移动商务异军突起,大有弯道超车的可能。

图 26

车联网产业链是未来移动互联的重要方向



数据来源: Citi Research, 博时宏观策略

图 27

传统银行和互联网金融在相互融合

	传统银行	互联网金融
人口渗透率	29% (20亿)	70% (49亿, 以智能手机渗透率计算)
美国支付系统:线上线下的融合	Visa—CyberSource	
	万事达—DataCash	PayPal—Discover
	美国运通	
中国支付系统	中国银联	支付宝

► 娱乐业

中国互联网及移动互联媒体消费时间已超过传统媒体, 成为最重要的媒体消费形式。中国在线媒体消费领先于美国, 具有后发优势。

表 10

中国移动在线媒体消费时间已超过美国

	中国	美国
在线媒体消费时间比例	47%	28%
传统媒体视频消费时间比例	12%	30%
移动媒体消费时间比例	22%	15%

数据来源: World Bank, 博时宏观策略

► 通讯业

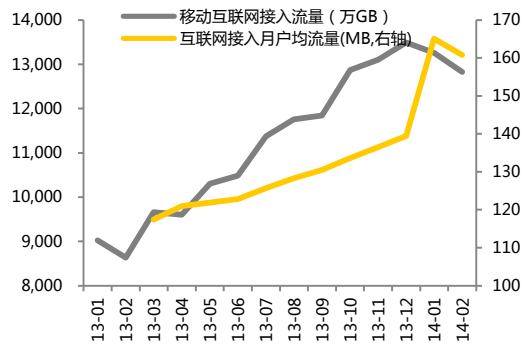
通讯商在发达国家中只是移动互联系统中的一部分, 而在发展中国家中具有主导作用。

► 移动设备制造商

手机及其操作系统运营商是移动互联产业的核心, 当前安卓系统占比最高, 其次是苹果的 OS 系统。但是安卓的营业额只占苹果 OS 系统的一半左右。

图 28

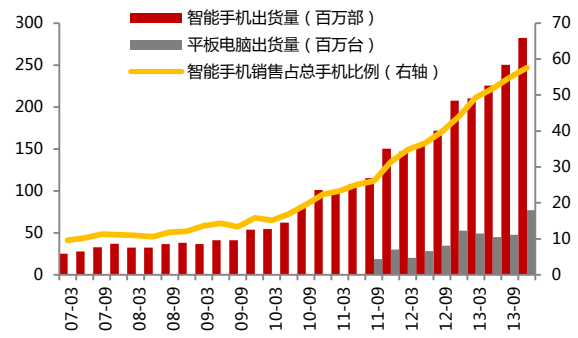
车联网产业链是未来移动互联的重要方向



数据来源: Citi Research, Wind, 博时宏观策略

图 29

传统银行和互联网金融在相互融合



五、配置

5.1 配置的战略与战术

战略上，年报中关于技术重于意识，“势战”的看法仍然没有变。成长股在一季度主题短期集中爆发结束后的“疲弱期”中，要更重视估值和安全性在选股中的地位。在部分新兴行业估值中枢并不稳固的情况下，绝对估值在判断中的作用尤其重要。而传统蓝筹的机会，仍然不会来自“硬启动”，而是来自自我的革新，对转型大潮的契合。

“韬光养晦”意指成长股并非退潮，而是暂歇、蓄势。在战术上仍然建议成长做底仓，周期做波段，并保留较多的现金。

5.2 大类资产配置

第二季度可以考虑标配股票，预计经济低迷，但在改革实践、区域振兴和存量政策调整支持下，股市有望在当前位置企稳；考虑到流动性状况不如一季度，且信用风险的冲击没有消退态势，可以考虑低配债券，高配现金。

5.3 股票行业配置

相对于一季度，二季度可以考虑股票偏向更加平衡的风格，除了仍持有一定的新兴成长行业外，增加一部分中中游设备制造以及与能源有关的周期性传统行业的配置。我们对房地产、白酒以及上游的煤炭和钢铁整体继续不看好有趋势性机会。对金融（银行及非银行），相比一季度略有乐观，但整体仍持有负面的展望，不建议配置太多。具体地，超配电子、环保、计算机、汽车、电力设备、机械以及石油石化等行业，对国防军工、纺织服装、医药、农业、通信和家电标配，但正面偏好。低配房地产、煤炭、钢铁等行业，对金融板块标配但负面偏好。

表 11

二季度行业配置及细分偏好行业说明

	行业	简要描述及重点细分子行业
超配	电子元器件	具备成长性与全球产业链主题，分立器件、LED、显示器件、印制电路板更具估值安全性
	环保及公用事业	环境安全的需求，环保设备及服务工程有估值偏高的风险、燃气、水务具备较好的成长性
	计算机	信息安全和社会安全的需求，助力传统产业效率提升，PC 及服务器，基础软件、行业软件（金融安全、安防等）、系统集成以及 IT 服务外包具有相对估值优势
	汽车	成熟期行业，具有估值优势，汽车服务、汽车零部件以及商用载货车具有更大潜力
	电力设备	行业整体处于成长期，虽然部分子行业有进入成熟期的趋势，但电气自控、电源、输变电等设备的短期基本面较好，同时估值上具有安全性
	机械	机械行业存在技术升级的内生性需求，处于成长期的机械基础件、印刷包装设备、环保设备、纺织服装设备、仪器仪表、农用设备重点关注，同时，处于成熟期的制冷设备短期基本面也较好
	石油石化	能源安全的需求，石油石化整体仍处于成长期，石油加工和油气钻采服务基本面较好且具有估值安全性
标配-正面	国防军工	国防安全的需求，航天军工更具估值安全性
	农林牧渔	粮食安全是重中之重，关键行业是种子生产和粮食种植，但农业行业整体基本面不是特别突出，估值上也不具备足够边际，重点可以关注子行业是饲料、果蔬加工、以及有可能重新导入的林业
	医药	生命安全的需求，行业整体处于成长期，中药、生物制品、医疗商业、服务及器械的行业情况更好，估值上化学原料药、医药商业及医疗服务相对历史均值偏低，风险是政策具有不确定性
	纺织服装	行业整体处于成熟期或者接近淘汰期，行业整体估值折价程度高，服装、鞋帽及家纺的产能有一定过剩，而纺织制造、男装和女装的债务问题相对较高，除女装和纺织制造外，多数子行业的库存降至较低水平，大众品牌服饰短期具有一定基本面
	通信	行业整体处于成长期，契合信息安全的要求，互联网以及移动通讯服务等细分领域具有广阔的增长前景，但估值上偏高存在一定的市场风险
	家电	行业整体处于成熟期，较稳定，估值的折价给行业提供了一定的安全性，彩电等子行业与新技术与商业模式的结合，使得行业有可能重新具备成长期的特征
标配	基础化工	行业内部分化较严重，重点关注处于成长期的细分子行业：氮肥、钾肥、复合肥、聚氨酯、玻纤、民爆用品、氟化工等，这些行业在估值上相对历史均值也存在一定折价
	传媒	估值整体较高，波动性将会较高，平面媒体的相对估值安全，影视动漫有主题机会
	电力	行业处于成熟期，经营情况稳定，煤价影响有限，具有估值优势
	建筑	基础建设和装饰园林具有成长性，前者估值相对历史平均水平具有很大的折价，但宏观上对地产和基建的力度保持较谨慎的态度
	建材	地产和基建的建设力度有限，但从行业基本面来看，水泥、玻璃以及管材均有一定的估值安全性
	餐饮旅游	旅游和景点的短期基本面较高，同时估值具有一定安全性，而餐饮的估值可能还未包含更坏的预期
	轻工制造	行业整体处于成熟期，包装印刷和珠宝首饰仍处成长期向成熟期的转变过程，估值有一定安全性
	交通运输	除物流外，多数子行业处于成熟期，估值折价严重，港口和机场基本面相对好一些，航运则存在重新导入的可能
	食品饮料(除白酒)	乳制品、调味品以及葡萄酒和黄酒处于成长期，但乳制品的估值偏高，啤酒与肉制品处于成熟期，估值具有一定安全性。食品安全的需求既可能带来收益，也可能引致风险，应对策略是持有龙头行业
	商贸零售	除贸易外，其他子行业仍处行业成长期，与科技的结合使得行业的增长前景仍好，但对部分没有科技进步公司负面影响持续存在
	有色金属	行业基本面较平淡，重点子行业是处于成长期的小金属和金属新材料
标配-负面	非银行金融	资本市场改革是行业波动的重要催化剂，趋势性机会仍没到来
	银行	行业盈利增速仍有下降可能，与去产能相关的金融风险仍未解除

低配	房地产	行业景气向下，市场预期悲观
	煤炭	产能过剩严重，价格难以持续上升，有行业局部风险可能
	钢铁	产能过剩严重，盈利能力持续不强，有行业局部风险可能
	白酒	反腐力度持续超预期，消费习惯潜移默化影响行业需求前景

数据来源：博时宏观策略

5.4 债券的配置

配置的基本准则是，以国家信用入手展开配置。

利率品配国开债，本质与国债无异，都是国家信用品，只是票息高于国债。

信用品配高等级城投，本质上有含有国家信用。这是因为我们认为平台的信用风险不可能发生。

规避上游产业债（尤其是民营企业），违约事件发生的可能很大。

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。