

交银施罗德基金 2014 年下半年策略展望报告

一、国内经济与流动性展望

◆ 综述

- 2014 年下半年中国经济将在房地产投资增速放缓和政策刺激力度加大的“对冲”操作中波动，短期增长企稳但长期下行压力或依然较大。通货膨胀水平较上半年或略有抬升，不过终端需求疲弱，产出缺口中性，且未来政策或无意进行大规模刺激，预计通胀压力不大，需要关注供给端的波动风险和输入性通胀影响。经济增长反弹力度取决于政策刺激（特别是货币政策放松力度）如何变动，考虑当前实体经济的融资压力和房地产周期性下行风险，可以预期货币政策在数量和价格上或将进一步放松。

◆ 宏观调控政策

- 春节以来，银行间资金面持续宽松，货币政策已经从去年下半年的总量控制“去杠杆”转变为定向宽松“稳增长”。一方面，央行着意维持银行间充裕的流动性以防范债务高峰期的金融风险；另一方面，在财政刺激空间有限的情况下，为了托底经济，货币定向放松或将成为常态。

◆ 经济数据

- 预计 PPI 在 2014 年下半年或将同比回升，但同比增速的均值或仍处于 0 以下，全年的高点或出现在三季度。CPI 可能较上半年略有抬升，但目前没有显著的

通胀风险，预计下半年 CPI 同比均值可能落在 2%-2.5% 区间。

- 预计下半年 M2 同比增速或维持在 13.5% 附近，社会融资总量余额的增速可能较当前水平有明显上升。银行间资金面或将维持较为宽松的局面，银行间 7 天回购利率预计维持在 3%~3.5% 左右的水平。宽松的货币政策对 2014 年下半年的经济增长或形成托底作用，预计下半年 GDP 增速较上半年持平或略有回升，全年 GDP 增速可能在 7.4%-7.5% 区间。

◆ 经济展望

- 2014 年下半年最大的变化是房地产下行风险和货币政策是否转向全面宽松（特别是降息等价格工具的运用）。我们预期经济增长或将明显受房地产周期调整的负面影响，下行压力较大。若货币政策依然限于定向刺激，通过扩大财政支出刺激基建投资来对冲房地产投资下行的操作方式可能难以持续。通货膨胀前景受到内需较弱的影响，在年内很难形成显著压力。在货币政策层面，我们预计下半年可能有至少一次降息，定向降准的数量宽松模式亦或将持续进行，再贷款将逐步取代外汇占款成为货币投放的主要渠道。
- 在流动性层面，在“稳增长”的大政策基调下，货币市场利率水平将以平稳为主，长期来看有可能进一步宽松。即使货币当局无意实施大力度货币和信贷放松，较为脆弱的经济增长基础和债务集中到期的风险也要求货币政策确保流动性底线，即金融部门流动性不出现问题、银行间市场利率保持稳定。美国 QE 退出和加息进程可能对国内流动性构成影响，央行或将进行对冲操作以保持稳定。

二、2014 年下半年海外市场展望

◆ 海外市场回顾

- 2014 年上半年全球发达经济体依然维持较为宽松的货币政策，美国和欧洲权益市场走势依然强劲、国债收益率屡创新低。虽然全球经济整体延续温和复苏态势，但 2013 年底至今新兴市场经济明显下行，加之资金回流发达市场等众多负面因素，导致新兴股票市场在本年表现不佳，汇率大幅波动。

◆ 2014 年下半年全球市场展望

- 发达国家经济最差的时期或已经过去，其再度货币宽松的必要性和边际效力在持续下降。由于经济复苏的基础并不稳固，发达经济体仍将继续增加流动性供给，但边际增速将会逐步下降。随着美国经济的强劲复苏和通胀上升，美联储将启动货币正常化进程，短期内 QE 或将完全退出，加息可能要等到明年二季度；欧洲复苏的持续性值得观察，欧央行已经再次宽松，若一系列货币宽松政策能有效地改善信贷环境，欧元区的实质性复苏有望。总体而言，预计欧美市场整体风险不大，投资机会或依然较好。
- 在海外股票市场层面，预计 QE 退出预期的变化和节奏可能会给股市带来一定的扰动。美国经济基本面的改善和货币政策的变化会推升国债收益率缓慢上行，中间的过程不仅依赖于经济数据的改善程度，而且也取决市场反应和美联储对预期管理之间的博弈。在预计没有更为扩张的货币政策刺激下，无风险利率的

上行会对估值扩张产生一定压制，融资成本的上升也负面影响盈利。在整体市场盈利水平创历史新高的条件下，边际上继续改善或也变得更加具有挑战，在此环境下对个股的深度挖掘和盈利增长的把握或许也将显得更为重要。

三、2014 年下半年中国股票市场展望及配置建议

◆ 市场整体判断：或呈宽幅震荡，结构性行情为主

- 我们认为目前经济处于温和复苏的状态。流动性可能发生边际改善，但要回到 2013 年上半年的宽松状态难度较大，总体来说呈现中性略松的状态。
- 由于信用从去年四季度开始进入到逐步紧缩的状态。到今年年初，社会融增速因为监管的压力进入到负值区间。最直接的影响在于房地产，融资成本提升导致了房地产贷款的惜贷，而房贷利率的提升又延后了刚需的释放。因此在融资偏紧的压力下，经济在房地产链条的带动下出现一定下行。
- 经济下行触及政策底线，政策已经出现了一定放松迹象。2014 年流动性有一定好转，但或将是中性宽松基调为主，尚无法传递到实体层面，或难以回到 2013 年上半年的非常宽松状态。同时由于经济内生动力的匮乏，导致了人民币继续升值的基础丧失。人民币资产收益率预期的压缩已经挤出了部分热钱，外汇占款相应地也回落到了一个较低的位置。
- 展望未来，预计货币政策方面会保持中性略松。不过本届政府的指导思想以调结构为主，对于经济总量增速的诉求弱于以往，预计政策出现过度转向仍然是

较小概率事件。因此来看，股市的反弹幅度可能较为有限。

◆ 风格及配置建议

风格：

- 首先，传统周期类行业或将呈现低位宽幅震荡。从基本面看，传统周期类行业面临着广泛的产能过剩。改革道路倾向于时间换空间，出清将是缓慢的，调整或将是漫长的。但由于低估值已经充分预期了周期类行业低迷的基本面，所以趋势性的下行在可见的未来可能也不太会成为市场的方向。而在政策转向的时候，这类标的又会存在一定的波动性。总体来看，该类资产或不会成为超配资产。
- 其次，在经济转型和增速低迷的宏观环境下，代表转型方向的成长性个股或仍然是市场青睐的配置方向。当前投资者无论对前景乐观还是悲观，无一例外地将配置的方向集中于成长股。无论调整速度是快是慢，结构调整仍然在进行。股市的本质不是映射过去，而是提示未来。从这个角度来说，认清真正的成长性行业，或将必然会获得相应地回报。
- 最后，十八届三中全会后的改革推进年，政策引发的主题性投资机会或将会是市场关注的一类投资机会。从三中全会《决定》文本看，这次改革将会是史无前例地广泛，涉及到了经济、社会的各个层面。同时改革的全面性，透露出的是最高层对于改革决心的坚定。随着相关改革措施的落实，或将会存在不少主题性投资机会的催化剂。在传统周期类行业缺乏持续机会、成长股越走越窄的时候，一些主题性投资机会或将会凸显出来。当然，主题性投资机会需要较为

灵活的配置策略作为前提。

配置建议：

- 具备内生升级动力行业和政府产业政策推动的方向需重视：潜在经济增速下行，股市盈利的模式发生变化。以往依靠经济增速判断进行投资，未来则依靠经济结构的判断获利。从这个角度出发，对于内生具有升级动力的行业和政府产业政策推动的方向需要引起足够的重视。
- 关注消费升级：从经济的内生结构变化来看，未来的投资占比或将会回落，消费占比则相对稳定。而消费内部也会发生结构性的变化。随着收入水平绝对值的提升，消费升级是一个必然的过程。“衣食住行”为代表的必需消费品占比的下降也是经济长期发展的必然过程，“吃喝玩乐”等消费前沿将是具有潜力的新方向。例如，丰富精神生活的需求引致了影视传媒行业增速高企；提高闲暇生活质量的游戏动漫将会是一个消费升级的新方向；收入提升和闲暇偏好带来境外旅游的渗透率迅速提升；从对功能的追求转向对于消费体验应用的追求也会成为智能手机增长的源泉；最后，对于健康生活的向往以及老龄化将会提升医疗服务的需求。
- 关注产业链转移和进口替代：除了消费升级的内生路径，产业链转移和进口替代也将会是一个潜在方向。作为一个重要的贸易国，中国经济的发展需要置于整个国际产业链体系中理解。过去中国利用廉价劳动力和对于污染更强的接受能力来发展相应的低端产业结构，而随着中国劳动力成本的提升和生产经验、技术的积累，在全球分工体系中，中国将经历一个上升的过程，在这个过程中

产能承接的机会将会一一涌现。其中，精密制造、智能制造、电子加工以及新能源汽车产业链在中国国内或将会成为这条配置线索的代表。

- 此外，政府产业政策重点扶持的行业或也会成为未来值得关注的标的。政府产业政策扶持的主要是两个方向，一个是具有外部性的非经济目标，一个则是推动配置效率的行业改革。前者最具代表性的行业是环保节能和信息安全。环保节能对于现代社会追求绿色经济、提升生活质量有着至关重要的作用，信息安全则是顺应国际形式保护国家利益的重要体现；但是在盈利模式上面临问题，需要政府的扶持去实现其社会功能并盈利。今年尤其值得关注的是对于光伏、风电和新能源汽车扶持力度的加强。而在推动配置效率方面，目前最为显著的是金融市场改革对于非银行金融的正面刺激。
- 最后，部分具备基本面支撑的行业，在经济短期回暖的时候或可能成为短期配置的行业。例如保险、汽车。以此为代表的靠近终端消费类周期行业，在政策刺激起效时，依赖其相对较强的安全边际和周期弹性，或可能会成为市场关注并配置的对象。

四、2014 年下半年中国债券市场展望及配置建议

◆ 债券市场展望：

- 2014 年春节以来，货币政策立场转向宽松，银行间流动性充裕，加之经济增长乏力，债券市场经历了一轮中等级别的牛市行情。固定收益类资产轮番上涨，

长端利率水平、期限利差和信用利差均得到显著修复。我们预期下半年流动性或将依然维持较为宽松的局面，7 天回购利率可能维持在 3%~3.5%甚至更低的水平。

- 我们预期经济增长短期内有所反弹，但长期压力依然存在；通货膨胀水平将比上半年略有抬升，但不会构成显著压力，这为央行进一步实施宽松的货币政策创造了条件。随着短期经济企稳的预期逐步升温，利率品可能面临小幅回调的压力，但收益率上升的幅度或有限。若央行实施降息，长端利率或将迎来一次趋势性的下行机会。信用债绝对收益率水平仍有吸引力，但充裕的流动性推动信用利差收缩至较窄水平，未来获得资本利得的机会或更多取决于基础利率下行，因此信用债以获取票息为主。

◆ 配置建议：

- 重视安全资产、规避信用风险。下半年政策刺激主要集中在基建领域，中小型企业或难以分享经济增长红利。在经济增长乏力、风险偏好下降的背景下，依然要重视规避信用风险事件，对产能严重过剩、受到国家政策限制、行业基本面有恶化趋势、财务状况较差的行业，需保持非常谨慎的态度。同时，建议投资侧重于安全资产，当前长期无风险利率绝对水平依然偏高，流动性和经济增长预期有利于长期利率继续下行，利率债和高等级信用债攻守皆宜。由于高收益债券的收益率水平较一季度显著修正，其安全边际已大幅下降，未来受信用事件冲击仍有调整风险。

免责条款:

本报告为研究人员依据公开资料和调研信息撰写,本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料,本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述具体证券买卖的出价或征价。

转载条款

本报告版权归交银施罗德基金管理有限公司所有,未经本公司书面授权,任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。