



凯石工场
V.Stone Works

凯石工场研究报告

2014年5月4日

2014年5月公募基金投资策略

积极防御，择机反击

张剑辉 首席分析师
杨舒 高级分析师

导语

- 全球经济增长动力明显向发达经济体转移。美国经济复苏预期较为明朗，房地产市场和非农就业、制造业等数据持续回暖，助推市场长期向好。欧元区经济数据虽在二季度伊始显示良好势头，但物价通缩或对经济回温构成不利影响，更重要的是克里米亚危机目前有加剧趋势，包括风险的力度和持续性都有所加剧。新兴市场尽管目前估值处于历史洼地，但仍然面临着经济增速下滑和资本持续外逃的双重压力。
- 上市公司一季报低于预期，IPO 的重新开闸也将在资金和情绪方面双重打压市场，以创业板为代表的成长股整体估值风险释放并不足够充分，上述因素5月份继续制约A股市场。但考虑到4月下旬股指调整已经释放一定的风险，加之政策面微调转暖，以及正向预期引导下的经济弱回升，5月A股市场虽依然笼罩在悲观的情绪下，但可能的反弹机会并非不可期盼。
- 基金一季报显示，以基金为代表的机构投资者对阶段市场普遍持较为谨慎态度，且谨慎前提存在强共识。在机构投资者一致预期下，市场或已较大程度反映悲观预期，后续对基本面的负向反应或逐渐钝化。
- 基金投资建议延续3月份以来的防御策略，通过全球配置、多重风格搭配以及选择择时能力突出管理人管理的基金产品三方面来控制风险(随着基金经理主动降低股票仓位，无需再从资产配置角度降低权益类资产比例)，但密切关注市场变化以积极把握可能的成长股及对应风格产品的反弹机会。
- 在基金组合风格搭配上，从短期防御角度出发保持对大盘蓝筹风格基金配置(4月份建议加配)，从攻防兼顾角度搭配在国企改革、区域经济、军工安防等主题板块侧重配置的基金产品以及侧重投资大消费领域、传统行业中积极转型企业的基金产品，并择机增配高成长风格产品(尤其是4月下旬净值调整幅度较多产品)。

凯石工场移动平台：

官方微博：

凯石财富工场



官方微信：

凯石财富知音订阅号



海外市场：发达国家引领复苏，地缘政治阶段升级

- 美国经济数据继续向好。受恶劣天气因素影响，美国一季度经济差强人意，但4月份超预期的非农数据表明二季度美国经济将大幅度改善。美联储对美国经济前景充满信心，把年初较差的经济归咎于极寒天气，并称最近公布的数据已指向经济正在加快增长中。最近一次的美联储议息会议显示，耶伦对美国经济前景的信心明显较上次议息会强。不过在美联储何时加息的问题上耶伦在其声明中并没有给予新的启示。预计二季度美国经济增长可能进一步提速。公司一季度财报即将公布，若超出预期将支撑市场上行，继续长期看好美国市场。不过，美股本轮估值反弹已经基本结束，未来市场表现主要动力将来自企业盈利增长。
- 欧元区制造业在二季度伊始保持着较好的增长势头。Markit公布的数据显示，4月份欧元区制造业采购经理人指数(PMI)终值为53.4，创三个月以来新高；且连续第10个月高于荣枯线，表明欧元区制造业持续扩张。该数据高于3月份的53.0，亦高于初值53.3。不过，欧洲物价通缩或对经济回温构成不利影响，但也增强了相对宽松货币政策的预期，甚至有部分国家推出刺激经济政策的可能。另外值得注意的是，随着国际社会对乌克兰援助到位，乌克

兰政府反击能力加强，欧洲面临的地缘政治风险目前有加速抬升趋势，包括风险的力度和持续性都有所加剧。

国内市场：“政策微转暖+经济弱回升”PK“业绩不达标+IPO 重启”

- 上市公司一季报低于预期，IPO 的重新开闸也将在资金和情绪方面双重打压市场，以创业板为代表的成长股整体估值风险释放并不充分，上述因素 5 月份继续制约 A 股市场。但考虑到 4 月下跌指数的调整已经释放一定的风险，加之政策面微调转暖，以及正向预期引导下的经济回升，5 月 A 股市场虽依然总体笼罩在悲观的情绪下，但可能的反弹机会并非不可期盼。因此，操作上建议以受益保增长政策且估值较低的蓝筹和改革相关主题为基础进行积极防御，并择机增配成长股予以反击。

利好：政策微转暖 + 经济弱回升

- 4 月 25 日召开的中央政治局会议释放了 2014 年宏观经济形势稳定、继续推进改革的良好预期。尽管政治局会议对经济形势的判断为“一季度增速处于年度预期目标内”、但同时认识到“经济下行压力依然存在、面临的困难不容低估、潜在风险需要高度关注”。因此，会议在强调保持宏观政策稳定性与延续性的同时，强调宏观政策要稳、微观政策要活，坚持社会政策要托底的基本思路，根据形势变化适时调整其内涵，努力实现全年经济社会发展各项预期目标。而且，会议提出“创造良好发展预期和透明宏观政策环境”。
- 在营造正向预期的同时，政府稳增长的态度也得到明确体现，政策微调以及定向发力启动。4 月央行下调县域农村商业银行准备金率 2 个百分点，下调县域农村合作银行准备金率 0.5 个百分点。国务院副总理马凯日前西北调研铁路基建指其既利当前、又利长远，总理旧部辽宁省长陈政高将接替姜伟新任住建部部长，将有利棚户区改造。与之相对应，财政政策近期动作频频，小微企业减税、棚户区改造、加快铁路建设、特高压核电等能源重大项目强调开工。综上体现，尽管力度有限，但政府稳增长的态度较为坚决，预计未来一段时间结构性措施可能依然存在。
- A 股市场方面，在广汇略显意外的率先推出优先股后，浦发银行如愿抢下银行优先股第一单；并购重组亦迎来大松绑，国务院发文指明，除“借壳上市”须继续严格审核外，上市公司其他并购重组均取消行政审批，且在并购重组支付手段、定价方面也更加灵活而有弹性；另外，沪港股票市场交易互联互通也渐行渐近。上述因素有望阶段提升以银行、地产等为代表的相对低估值大盘股的优势。
- 政策效果有所体现，4 月 PMI 保持弱回升，且未来仍有小幅上升空间。国家统计局服务业调查中心以及中国物流与采购联合会最新发布的中国制造业采购经理指数（PMI）显示，市场需求有所回暖，推动 PMI 继续微幅回升，2014 年 4 月 PMI 为 50.4%，连续 2 个月微升 0.1 个百分点。其中，新订单指数为 51.2%，比上月上升 0.6 个百分点，在构成 PMI 的 5 个分类指数中升幅最大；生产指数为 52.5%，比上月微幅回落 0.2 个百分点。新订单指数与生产指数的差值为近 7 个月以来的最小值，表明供求矛盾有所缓解。同时，在制造业新订单量回升的带动下，企业生产用原材料采购量继续增长，采购量指数为 50.6%，为 3 个月以来的高点，主要原材料购进价格指数虽然仍位于临界点以下，但比上月大幅回升 3.9 个百分点，制造业原材料采购价格降幅收窄。

利空：业绩不达标 + IPO 重启

- 上市公司一季度业绩继续下滑，且低于预期。统计显示，A 股上市公司一季度净利润增速 8%，剔除金融和石油石化增速不足 6%，上述数据 13 年度增速均在 14% 上下；主板、中小板、创业板均无幸免，创业板一季度净利润增速亦仅在 20% 上下，且近一年来首次出现增速下滑。
- 与此同时，货币数据显示 3 月社会融资规模和货币增速数据双双回落，其中 M2 增速超预期下滑并低于预期目标。3 月 M2 下滑 1.2 个百分点至 12.1%，低于预期目标。M1 下滑 1.5 个百分点至 5.4%，除了基数原因，基础货币供

应偏紧、同业资产收缩、外汇占款低增等也是重要原因。3月社会融资规模同比增速下滑18.8%，从结构来看，对信用风险的规避以及监管趋严带来表外融资明显收缩。

- 而且，证监会正式宣布发审委4月30日开始召开发审会，意味着IPO重启不远。尽管创业板IPO重启需要等待创业板IPO规则修订完毕之后才会发生，但不排除可能会有已过会主板或者中小板企业先重启IPO。IPO重启再对市场后续的资金供应带来压力的同时，亦将对市场情绪构成持续负面影响。

“蓝筹+主题”为防御基础，择机增配成长以反击

- 在利好、利空等多重因素交织下，A股市场虽难以快速摆脱悲观情绪，但对于可能的反弹机会建议予以密切关注，操作上建议以受益保增长政策且估值相对较低的蓝筹和改革相关主题板块为基础进行积极防御，并择机增配成长股予以反击。
 - ◆ 基础1-低估蓝筹：稳增长信号可以缓解市场对经济失速的担忧，同时考虑到优先股、沪港互联互通等政策刺激，并从防范估值风险的角度出发（尤其是高估值的中小市值股票的风险释放并不十分充分的背景下），大盘蓝筹股仍具备阶段性的比较性机会，至少市场继续震荡整体中具有一定的防御性。
 - ◆ 基础2-改革主题：在政府首要重心依然是推行改革及推动经济转型的背景下，2014年是主题投资年的特征不会改变。综合国际形势以及政策导向，经济层面国企改革、区域经济（含新型城镇化）等主题以及政治层面的军工主题等可继续关注，尽管其走势具有一定的脉冲性。

结合阶段情况，国企改革可重点关注混合所有制（能源、通讯、运输等垄断行业以及地产、医药等竞争充分行业）、地方改革（初期北上广地区更为活跃）、并购重组（钢铁、水泥等产能过剩行业）等方向；区域经济（含新型城镇化）在带来基础设施及城市配套设施建设投资加速的同时，也会促进消费的升级，京津冀一体化拉开新型城镇化的大幕，新疆及长江经济带、海上丝绸之路等亦可持续关注；军工领域利好政策频频出台、局部地缘冲突刺激不断，使得军工板块备受关注，当然由于军工行业的特殊性及其“事件驱动”性质，军工指数呈现高收益高波动的特点，潜在高风险需警惕。

- ◆ 反击-博弈成长反弹：悲观情绪快速宣泄下，可能的反弹机会对于具有一定风险承受能力的投资者可以密切关注，择机布局一些前期由于资金博弈效应造成跌幅较多的优质成长股。结合一季度行业利润变化，可侧重电气设备、家电、食品饮料、医药、传媒、TMT等相对景气行业。

5月基金投资：积极防御，择机反击

基金季报观察：操作反应谨慎预期

- 刚刚披露结束的基金一季报显示，以基金为代表的机构投资者对短期市场普遍持较为谨慎的态度，且大家谨慎的前提基本达成共识，包括二季度经济存在较大的不确定性、经济改革的持续性和效果还需要观察、政策腾挪空间有限、流动性回归中性、各种违约风险点隐现、许多传统行业景气度依然低位徘徊、高成长股的业绩证伪等。在机构投资者一致预期下，市场或已较大幅度反映悲观预期，接下来市场对基本面的负向反应或逐渐钝化，这也是我们对5月市场或有反弹的判断依据之一。
 - ◆ 一季度后半程市场的持续调整使得基金投资态度趋于谨慎，股票仓位和持股集中度都有所降低。一季度开放式基金平均持仓为78.98%，其中可比的股票型及混合型的仓位分别为83.74%、72.20%，均低于2013年年底。据近期调研观察，4月底基金仓位在此基础上有进一步的下调。重仓股集中度方面，一季度股票型及混合性基金的前十大重仓股集中度均在50%附近浮动，且均较2013年底小幅下降，集中持股风险亦有所释放。

- ◆ 在市场不确定性较大的环境中，基金在行业配置上更倾向于兼顾具成长性与估值。从一季度行业配置的情况来看，基金对医药生物行业的增持最为明显，电气设备、计算机、通讯等行业也有小幅增持，而对于家电、非银金融、化工、传媒、电子等行业遭到减持。
- ◆ 对于下一阶段市场走势，多数基金经理认为稳增长系列措施阶段有助于提升周期蓝筹行业的配置价值，该板块具备获得相对收益的可能（与我们预期一致），从长远看，受益于转型和改革的消费和成长类股票从中长期角度来看仍是大势所趋，但在当前不确定性较大的环境中，成长的稳定性和持续性将更受重视，医药医疗、食品饮料、TMT、环保等行业是关注的热点。

5 月基金投资：积极防御，择机反击

- 综合上述分析，在基金投资上建议延续 3 月份以来的防御策略，通过全球配置、多重风格搭配以及选择择时能力突出管理人管理的基金产品三方面来控制风险（随着基金经理主动降低股票仓位，无需再从资产配置角度降低权益类资产比例），但密切关注市场变化以积极把握可能的成长股及对应风格产品的反弹机会。
- ◆ 侧重防御-全球资产配置：投资 A 股基金同时小幅搭配 QDII 产品，有助于改善组合风险收益特征，分散单一市场风险，这一策略今年来继续发挥正向作用。美国经济复苏预期较为明朗，房地产市场和非农就业、制造业等数据持续回暖，助推市场长期向好。欧元区经济数据虽在二季度伊始显示良好势头，但物价通缩或对经济回温构成不利影响，更重要的是克里米亚危机目前有加剧趋势，包括风险的力度和持续性都有所加剧。新兴市场尽管目前估值处于历史洼地，但仍然面临着经济增速下滑和资本持续外逃的双重压力。因此，全球配置建议侧重美股指数基金以及重点投资美国房地产行业股票及 Reits 的品种，重点产品推荐国泰纳斯达克 100 指数基金、大成标普 500 等权重指数基金、鹏华美国房地产基金。
- ◆ 攻防兼顾-侧重择时能力：在 2014 年度基金投资策略中我们重点提及，2014 年作为主题投资年，市场机会演绎与风险释放预计都将呈现频繁、脉冲式特征，同时各板块间轮动亦将加快。另外，债市持续调整、收益率处于高位的情况下，资本市场或出现一两波大类资产配置机会。在此背景下，基金经理的择时操作将将迎来用武之地，无论是股债间的大类资产配置，还是针对改革相关板块的灵活配置轮换，都将成为基金控制风险、获取超额收益的重要方式。二季度，我们继续坚持侧重投资择时能力突出基金经理管理产品的建议，这是“震荡+结构”市场中控制风险、适当进攻的重要手段。

图表 1：部分主动择时操作效果突出基金经理及管理产品

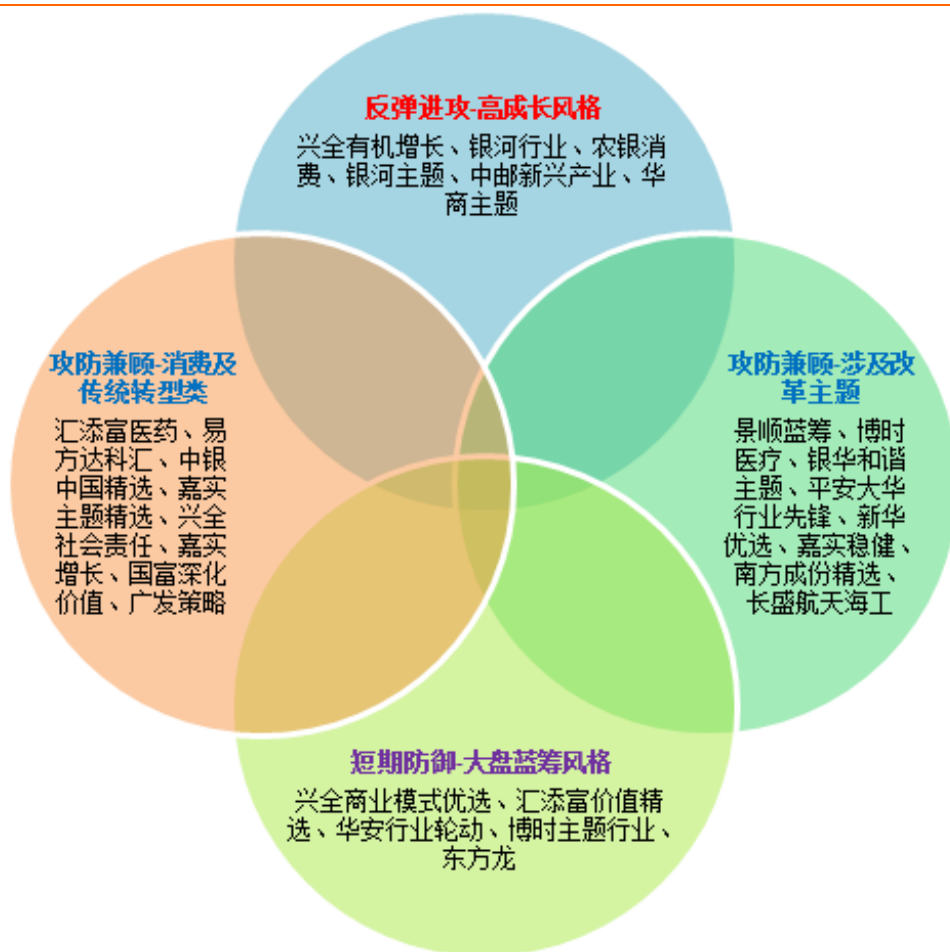
基金经理	管理产品
陈军	中银中国精选、中银收益、中银美丽中国
陈勤	嘉实服务增值、嘉实价值优势
陈少平	泰达宏利领先中小盘
何云峰	易方达积极成长
李洪雨	农银汇理策略价值、农银汇理大盘蓝筹
钱睿南	银河稳健
邵健	嘉实增长、嘉实优质企业
张晓东	国富弹性市值、国富深化价值
张卓	鹏华普天收益
周蔚文	中欧新趋势(LOF)、中欧新蓝筹

注：按字母顺序排序，排名不分先后。

来源：凯石财富工场 wind

- 在风格搭配上，从短期防御角度出发保持对大盘蓝筹风格基金配置（4 月份加配），从攻防兼顾角度搭配在国企改革、区域经济、军工安防等主题板块侧重配置的基金产品以及侧重投资大消费领域、传统行业中积极转型企业的基金产品，并择机增配高成长风格产品（尤其是 4 月下旬净值调整幅度较多产品）。
- ◆ 短期防御-大盘蓝筹风格基金：此类基金或能在弱市下产生相对收益，相关产品如兴全商业模式优选、汇添富价值精选、华安行业轮动、博时主题行业、东方龙混合等；
- ◆ 攻防兼顾 1-消费及传统转型类基金：以增长确定性高的大消费板块以及传统行业中积极转型、业绩与估值均有上行空间企业为重点投资对象的基金产品，此类基金短期净值或有波动、中长期投资价值显著，相关产品如汇添富医药保健、易方达科汇、中银中国精选、嘉实主题精选、兴全社会责任、嘉实增长、国富深化价值、广发策略优选等；
- ◆ 攻防兼顾 2-涉及改革主题基金：持仓相对较多涉及或产品设计围绕国企改革、区域经济（含新型城镇化）、军工主题等的基金产品，此类基金短期净值或具有高波动性，但中长期价值亦明显，相关产品如景顺蓝筹、博时医疗、银华和谐主题、平安大华行业先锋、新华优选、嘉实稳健、南方成份精选、以及新近设立的长盛航天海工等基金；
- ◆ 反弹进攻-高成长风格基金：此类基金具有典型的成长风格，且一般保持高持股集中度，相关产品如兴全有机增长、银河行业、农银消费、银河主题、中邮新兴产业、华商主题等。

图表 2：各类风格特征基金



来源：凯石财富工场 wind

特别声明：

本报告中的所有内容版权均属上海凯石财富投资管理有限公司（以下简称“本公司”），未经本公司事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司研究中心并获得许可，并需注明出处为上海凯石财富投资有限公司研究中心，且不得对本文进行任何有悖原意的引用和删改。

本报告是基于已公开信息撰写，其所载资料的来源及观点的出处均被本公司认为可靠，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测反映本公司于最初发布此报告日期当日的判断，其所指的基金或者其他理财产品的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告所载的除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户做参考之用，并未作为或被是为出售或购买其他投资标的邀请或向他人做出邀请。