

光大保德信基金管理有限公司
2014年8月市场策略

一、8月观点综述

在目前经济、流动性、市场情绪没有大的变化之前，市场的总体趋势仍会延续，但我们从策略提前量的角度更想提醒的是风险，我们给出的8月份MEPSI评分低于7月。

- ◆ 绝大部分行业净利润一致预期持续下调，仅有少数行业上调一致预期，因此我们认为八月份的中报风险较大。我们建议的应对策略是在不确定中寻找确定性，那就是中报业绩较好的个股。
- ◆ 在板块和行业上，我们仍然认为应回避业绩差的行业，如煤炭、有色等强周期板块，虽然它们在政策推动下有脉冲式机会，但这种机会不如更多关注业绩较好的汽车、家电等，也可关注银行、龙头地产、成长型的龙头TMT等。

权重	MEPSI策略分析	13年10月	13年11月	13年12月	14年1月	14年2月	14年3月	14年4月	14年5月	14年6月	14年7月	14年8月
20%	宏观经济 (M)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.55	0.55	0.55
20%	盈利分析 (E)	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-0.9	-1	-1	-1.1
20%	估值分析 (P)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
30%	市场情绪 (S)	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1	1.2
10%	国际环境 (I)	-2	-2	-2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.4
100%	综合分数	0.17	0.15	0.13	0.12	0.15	0.12	0.12	0.13	0.15	0.12	0.11

数据来源：光大保德信基金

二、中长期观点：等待大的拐点

- ◆ 长期来看，股市表面上跟随经济增速的趋势，本质上是跟随上市公司业绩。业绩由毛利率和收入组成。经济增速中枢的下降会使收入有压力，但产业的升级、产品的创新会使得毛利率上升，从而上市公司业绩向好。而这一过程通常伴随着改革，例如国有企业改革等，而改革也将释放改革红利。
- ◆ 2014年下半年的市场可以用2012年下半年的市场进行校准。两者之间有很多相似的地方。根据分析，我们的观点是：下半年大的趋势是下跌，但如果诸如地产量价企稳等信号，市场仍然存在一波机会。具体来看，我们认为3季度下跌、4季度上涨。

三、流动性

- ◆ 上半年信贷数据好转，很大程度上依赖于6月份当月对表外业务的放开。然而，放开表外业务的同时，我们却没有看到信托收益率的下降。
- ◆ 我们认为：1. 货币在改善银行体系的资产负债表，却很少进入实体经济，我们看到一部分贷给中小企业的增量贷款，但数额太少；2. 为何有企业能够接受如此高的信托利率，合理认为，有政府背书的新债换旧债或者投向了房地产行业。
- ◆ 一般讲，就是宽货币只是铺垫，只有在宽信用的情况下，实体经济才能感受到帮助。我们预判下半年“宽信用”将成为主基调，政府不论通过继续打开“表外”还是通过发债，都会在信用上做文章。从看高频数据，我们也能够发现，6月份实体经济利率已经有下行的趋势。

四、国际环境

- ◆ 负面因素：美国 GDP 数据超预期，将提升投资者对政策边际收紧的预期。
- ◆ 正面因素：1. 事实上，我们并没有在近期看到 QE 退出预期后，中国市场有明显的热钱流出。2. 正如我们中期策略报告中提到的，人民币仍然有较强的吸引力。3. 虽然我们看到外汇占款的数据下滑较多，但较容易解释，因为今年以来人民币贬值幅度较大，因此居民企业部门持汇意愿很强，外汇更多的在居民企业部门沉淀，并未转为占款。4. 美国经济复苏，利好出口将起到对经济的一定对冲。

五、7 月份特别是 21 号以来市场上涨的逻辑

- ◆ 一是：宏观经济稳中向好。上半年我国 GDP 同比增长 7.4%，其中二季度增长 7.5%。7 月中国汇丰制造业 PMI 预览值为 52，创下 18 个月以来新高，表明经济出现平稳增长的良好势头。
- ◆ 二是：市场流动性比较充裕，融资成本有望下降。上半年我国信贷环境总体宽松，全年信贷有望超过去年。7 月 23 日，国务院召开常务会议，多措并举缓解企业融资成本高问题，为股市带来较好的外部环境。
- ◆ 三是：改革措施的效果逐步显现。市场预期沪港通将于 10 月启动，相关概念股迎来估值修复行情。优先股试点推出有望增强商业银行资本实力。蓝筹股 ETF 期权将推出的消息，也激发了蓝筹市场的活力。

六、值得关注的问题：房地产风险究竟多大程度上影响经济？

- ◆ 从问题的本质看，风险主要来自于供给端，需求端能够通过宽松的微刺激进行调控（这从近期房地产销售数据中可以看到已有所回暖）；而供给端不仅仅牵涉到直接影响——房地产投资拉低全社会固定资产投资，另外还有间接影响——房地产产业链对于社会固定资产投资的影响。
- ◆ 我们结合统计局投入产出表通过定量研究发现：房地产投资增速的下行会直接拖累 2014 年 GDP 在 0.35-0.45pp 区间内；房地产对 GDP 的间接拖累为 0.14-0.2pp。
- ◆ 因此，单一房地产投资的削弱对 GDP 有 0.5-0.65pp 的影响，也就是将 2013 年 7.7 的增速下拉至 2014 年 7.1-7.2 的增速。
- ◆ 在整个固定资产投资领域，制造业绝对值占比 34%、房地产 26%、基建 9%，其他 31%结合以上分析，可以得到如下结论：
 - 在制造业低迷的情况下，靠基建无法完全对冲房地产投资下行
 - 为了防止 GDP 失速，政府对房地产行业的放松将“睁一只眼闭一只眼”

新华社：“习近平强调，在充分肯定我国经济发展成绩的同时，也要看到，我国经济运行正面临着一些困难，特别是出现了一些可能引发经济下行和风险增大的边际变化。我们必须审时度势，全面把握和准确判断国内国际经济形势变化，**坚持底线思维**，做好应对各种新挑战的准备。”

政策方向	日期	主要内容	文件	具体做法
投资	4月23日	80个示范项目公开招标	国务院常务会议	这些项目包括铁路、港口、重大水电、风电、光伏发电、油气管网及储气设备、现代煤化工和石化产业基地等方面
	4月2日	设立铁路发展基金	国务院常务会议	加快中西部铁路建设
	4月2日	“棚改”或重金支持	国务院常务会议	市场化发行住宅金融转向债券，鼓励商业银行、社保基金、保险机构积极参与
	6月11日	通过物流业中长期规划	国务院常务会议	确定了农产品物流、制造业物流与供应链管理12项重点工程，提出到2020年基本确立现代物流服务体系
金融	4月22日、6月9日	两次“定向降准”	央行	下调农业相关商业银行、合作银行存准率2个百分点及0.5个百分点，下调小微及三农达到一定比例的商业银行存准率0.5个百分点
	一季度	再贷款	央行	2014年一季度货币政策执行报告显示，2014年已经下发支农再贷款500亿元，支小再贷款500亿元
财税	4月30日	“营改增”范围扩大	财政部	2014年6月1日起，将电信业纳入营改增试点范围，实行差异化税率，基础电信服务和增值电信服务分别适用11%和6%的税率，为境外单位提供电信业服务免征增值税
	4月8日	小微企再获税率优惠	财政部和国税总局	对小微企业减半征收所得税的优惠范围从6万进一步大幅提高，上限扩至10万，并延期至2016年底

数据来源：光大保德信基金

免责声明：

以上数据仅供参考。未经光大保德信基金管理有限公司书面许可，不得复制或散布本资料的任何部分。所有出现的公司、证券、行业与/或市场均为说明经济走势、条件或投资过程而列举。本资料讨论的策略和资产配置并不代表保德信的服务或产品。所有的这些不能视为建议或推荐，不作为公开宣传推介材料，以及购买或销售任何证券的要约或邀请，也不能视为采纳任何投资策略的建议。本材料中的评论仅供参考，不可视作投资建议。本材料以公开信息、内部开发的数据和来自其它具有可信度的第三方的信息为基础。但是，并不保证这些信息的完全可靠。所有的观点和看法基于资料撰写当日的判断，并随时有可能在不予通知的情况下进行调整。该材料为内部培训使用，不得以任何形式向投资者分发，不视为宣传推介材料。