

2014年7月28日

防守反击，强调均衡风格配置应对市场变化

分析师：桑柳玉
SAC 执业证书编号：S0850513080002
sly6635@htsec.com
021-23219686

1. 上周市场回顾：“煤飞色舞”再现江湖，周期股带动指数强势上攻

“煤飞色舞”再现江湖，周期股带动指数强势上攻。截止到2014年7月25日，上证指数收于2126.61点，全周大涨3.28%，深证成指收于7578.12点，全周上涨4.39%。大小盘股表现继续分化，中证100指数大涨5.28%，而创业板综指则逆市下跌2.04%，中证500指数和中小板综指分别上涨1.17%和0.44%。行业方面，煤炭、有色和非银金融表现居前，整体涨幅超过7%，银行、地产和汽车等强周期板块的涨幅也达到4%以上，轻工制造、餐饮旅游和传媒表现较差，跌幅均超过1%。风格切换仍在继续，上周来得更为凶猛，传统的强周期板块开始启动。央行使用政策工具大幅投放基础货币，外盘资源品价格走高，经济先行指标创近期新高，沪港通带来的低估值蓝筹机会，以及多家银行加大住房贷款打折力度，都印证了政府“稳增长”的决心和效果。相较之下，由于政府目标的短期转向，之前靠经济转型支撑的各种概念板块经历回调，尤其是在新股供给上升的大背景之下。

债市微涨，可转债跟随股市大涨。上周债券市场反弹，中债总净价指数上涨了0.37%，中债国债总净价(总值)指数上涨0.24%，中债企业债总净价(总值)指数上涨0.04%，中标可转债指数跟随股市上涨1.69%。上周债市表现微涨的主要动力是超跌之后的反弹，此外基本面方面IPO对市场流动性冲击有所淡化和市场对降准等宽松货币政策的预期也对债市企稳有拉动，尤其是政策面上在政府稳增长态度明确情况下货币政策不会紧，市场对降准等也有较多的期待，债市继续上行的政策面基础仍在。

全球股市和商品市场表现平稳。上周全球股市和商品市场都保持了平稳的状态，多数国家股市微涨，涨幅不大。美国股市方面，标普500与纳斯达克指数分别上涨0.01%与0.39%。欧洲同样上涨，英国富时100指数上涨了0.62%，德国DAX指数下跌了0.78%，法国CAC40指数微跌0.11%。亚太市场方面，恒生指数和日经225指数分别上涨了3.25%和1.59%，台湾加权指数上涨0.41%。商品市场方面，贵金属微跌，COMEX黄金一周下跌0.07%，工业金属、原油略有上涨，天然气继续下跌4.25%。

2. 上周基金市场回顾：股债齐涨，价值风格基金领涨

上周除了商品型基金下跌，其他各类基金均获得正收益。

价值风格基金领涨，激进成长风格基金继续下跌。上周创业板大跌、大盘指数大涨，主动股票型基金整体上涨1.03%，指数股票型基金上涨3.25%，指数基金相对主动管理的优势主要来自其基金大部分跟踪偏大盘指数，而上周大盘相对小盘的超额收益明显。在主动股混基金内部，偏周期偏价值风格基金表现抢眼，如长信金利趋势、华宝资源优选、鹏华价值优势、工银瑞信金融地产、安信策略精选、大成创新成长、长盛同智优势等。

债基整体微涨，转债基金相对较好。上周债券基金整体上涨0.38%，可转债基金领涨，上涨2.01%；偏债型基金涨幅次之，为0.52%；准债型和纯债型基金涨幅分别为0.34%和0.20%。上周债基表现较好的是高配转债等权益类资产的基金，如博时信用、华安可转债、博时稳定、博时转债增强、申万可转债、博时天颐等。

货币基金收益略有提升。上周货币基金年化收益结束下行趋势上行至4.28%，表现较好的个基有易方达天天增利、中欧货币、德邦德利货币、富安达现金通、融通货币、富国富钱包等。理财债基年化收益均维持在4%以上，个基中表现较好的有广发年年红、易方达月月利、嘉实理财宝7天、易方达双月利、工银60天理财、长城岁岁金、长城淘金一年等。

亚太主题 QDII 股混型基金表现较好。上周权益类 QDII 整体上涨了 1.26%，债券型 QDII 整体上涨了 0.74%。权益类投资于香港等亚太市场和新兴市场的基金业绩较好，如银华 H 股、易方达恒生中国 ETF、嘉实恒生中国、汇添富恒生指数分级、华夏恒生 ETF、海富中国海外等。

黄金 ETF 下跌。黄金价格下跌，商品基金上周平均下跌 1.43%。

3. 未来投资策略：防守反击，强调均衡风格配置应对市场变化

股市方面，上周我们在策略中指出创业板延续分化态势，对主板并未十分看多，但上周市场在周期股带动下大涨超出我们预期，也使得本周我们的投资策略更加关注对未来一段时间内风格问题的探讨。本周对市场的分析继续沿着资金面、基本面、政策面等几大方向进行：

资金面上，上周央行于公开市场保持静默，没有进行任何操作，全周净投放资金 180 亿元，与前周基本持平，连续 11 周实现净投放。在新股发行的影响下，资金面较前周有所趋紧，银行间 7 日质押式回购利率从前周五的 3.76% 上升至上周五的 4.12%，属于中性略偏高的水平。本周公开市场共有 300 亿资金到期，全部为前期投放正回购，数额比上期增加 120 亿元。央行近期连续进行的资金净投放和定向贷款、PSL 等其他工具的使用，都表明了其维持资金面平稳和整体略松的态度，未来一段时间资金面虽然依然受到 IPO 等负面影响，但总体上并不悲观。

基本面上，上周公布的汇丰 PMI 预览值为 52，创 5 个月来新高，同时 6 月工业企业利润累计同比增速也高达 11.4%，同比环比均有改善，再次验证了前周的 GDP 等多项经济数据，显示经济短期企稳概率进一步加大。

政策面上，近期市场对央行新的货币政策工具 PSL(补充抵押贷款，是指中央银行以抵押方式向商业银行发放贷款，合格抵押品可能包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等)的热议和猜想进一步支持了市场对货币政策持续偏松的预期，加之以地产政策为代表的“稳增长”政策陆续推出，市场对政策面预期总体乐观。

上周经济数据、资金面、政策面均无重大变化，但市场却掀起了一波浪潮，我们不得不从市场情绪和投资者行为去考量。上周市场价值股领涨，成长调整的走势一方面因为价值股长期的低估值在积蓄很久之后，在沪港通等外力推动下迎来修复；另一方面，创业板在高估值、业绩担忧双重压力下恐慌情绪爆发引发调整。未来蓝筹股与创业板之间，究竟是又一次的跷跷板游戏，还是真正的风格转换来临是一大难题，对这一问题的回答需要先审视市场环境是否发生了大的变化。

游戏规则是否变了？2013 年以来，中国经济下行和 A 股存量资金博弈的大环境造就了蓝筹股与创业板之间的跷跷板关系，未来市场游戏规则变化的主要方向是经济下行和存量资金博弈是否发生了变化。如果依然是存量资金博弈的市场环境，主板和创业板之间跷跷板关系继续的概率较大。而如果发生了比如新资金入场，基本上经济见底企稳等，那二者完全可能同涨同跌。对经济和资金的考量上：就经济企稳，一方面数据上难以证伪，另一方面市场对货币拉升的经济企稳持续性存疑。就新资金入场，沪港通和海外资金入市已现端倪，但这些资金量究竟有多大难以确定。虽然难有确定性数据表明 A 股大环境发生了变化，但变化的端倪已经显现，更重要的是这些变化可能改变 A 股现有投资者的预期和偏好，少量增量资金入市带来存量投资者对蓝筹股偏好提升也可能带动蓝筹股的上涨。

总体而言，在现有情况下我们认为跟随市场，防守反击是比较明智的选择，即均衡风格，在短期配置上降低创业板为代表的成长风格的配置，加大价值风格端的配置，积极根据市场变动调整配置。

债市方面，上周利率债出现反弹，但是在政策刺激的大背景下，我们依旧坚定看空利率债短期表现。PMI 创近期新高、外盘资源品价格大涨，前期以及正在进行的稳增长政策效果“立竿见影”，无论如何，在上半年无风险利率已有大幅下行，经济预期转暖的背景之下，缺乏进一步看多基础利率下降的理由，而且风险偏好切换下，首先被抛弃的往往都是流动性较好的低风险品种。相应的，在固定收益品种之中，我们依旧一如既往的看多中低评级品种，企业经营前景短期向好、信用利差处于历史高位、票息安全垫厚，以及流动性相对较差，不易作为减仓的首选品种，均是我们看好的理由。但中低评级个券分化较大，需要有较强的风险甄别能力，所以权益仓位适中，重仓中低评级信用债的债券基金继续推荐关注。

基金投资方面，**股混基金**方面，短期对市场风格难下定论，因此投资者可以跟随市场进行防守反击策略，均衡组合风格，如前期风格过于成长建议增加价值风格基金配置比例，或者选择有市场自适应能力的基金经理。在成长风格基金配置

上,着重选择选股能力强,注重业绩增长确定性同时对估值有要求的基金经理。**债券基金**方面,在我们坚持中国经济增速下行的判断之下,应对目前市场环境的最佳策略是增加票息和利差保护丰厚的中低评级信用债仓位,降低城投仓位,规避利率债,优选权益仓位适中,信用债个券选择能力较强的基金经理。**货币基金**方面,资金面未来长时间维持略松概率较大,货币基金的现金管理工具属性优于投资属性。**QDII基金**方面,关注投资于美国及新兴市场的QDII产品。

图1 主要A股指数上周涨跌幅(%)

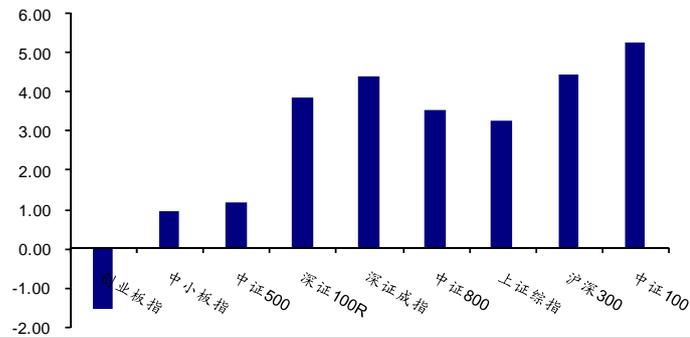


图2 主要债券指数上周涨跌幅(%)

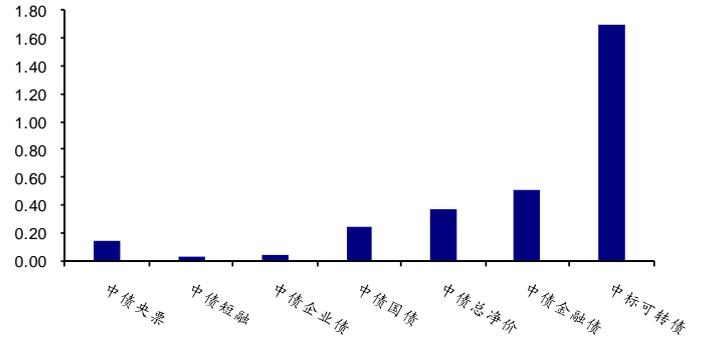


图3 QDII投资方向主要海外指数上周涨跌幅(%)

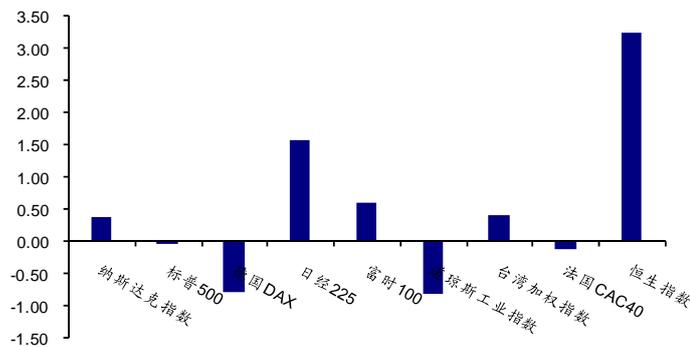


图4 各类型基金上周涨跌幅(%)

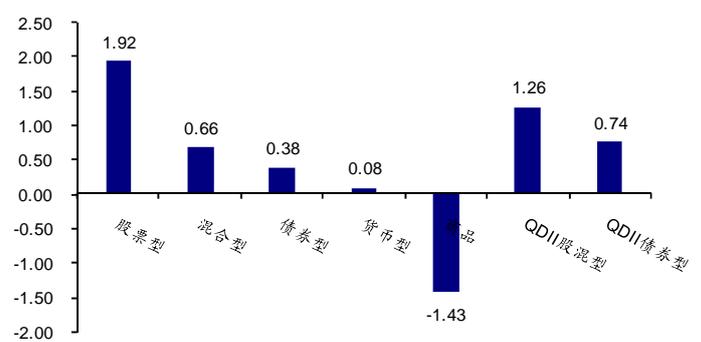


图5 各类型债基上周涨跌幅(%)

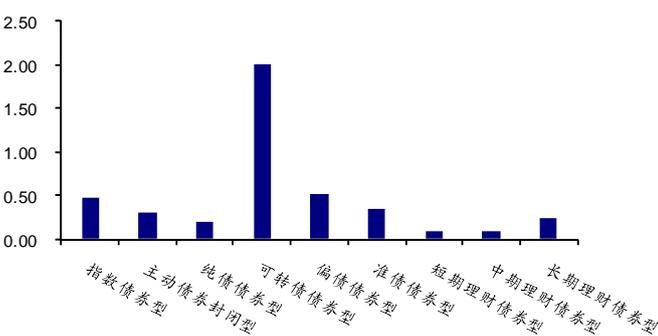
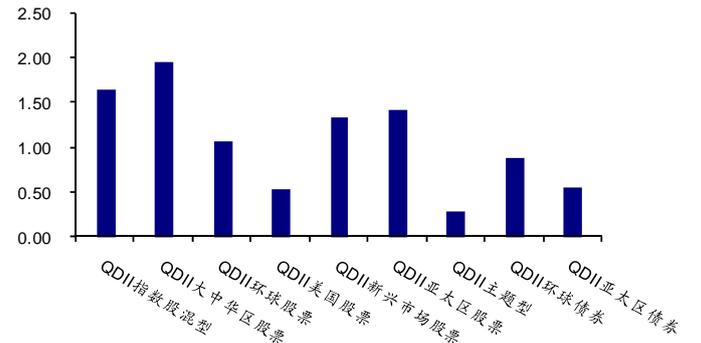


图6 各类型QDII上周涨跌幅(%)



资料来源: wind, 海通证券金融产品研究中心

信息披露

分析师声明

桑柳玉：金融产品研究

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

金融产品研究中心声明

海通证券金融产品研究中心（以下简称本中心）具有证监会和证券业协会授予的基金评价业务资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所有信息均来源于公开资料，本中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。评价结果不受任何第三方的授意或影响。基金评价结果不是对基金未来表现的预测，也不应视作投资基金的建议。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本中心所属的海通证券股份有限公司控股海富通基金管理公司，参股富国基金管理公司，本中心秉承客观、公正的原则对待所有被评价对象，并对可能存在的利益冲突制定了相关的措施。本声明及其他未尽事宜的详细解释，敬请浏览海通证券股份有限公司网站（<http://www.htsec.com>），特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。