

乘改革之风，迎转型远航

摘要：

- 2013年上半年板块行情分化最显著，新兴行业表现强势，传统周期行业普遍被抛弃。我们认为，上半年行情演绎主要反映了以下两点逻辑：1、市场对于经济强劲复苏的预期落空，同时对于经济结构转型预期增强；2、很多中小市值上市公司2014年大股东解禁，解禁前上市公司释放业绩和规划前景的动力较强。
- 上半年市场对于美国QE退出的预期逐渐增强。我们认为，美国QE其实是美联储为维持美国经济实现良性循环而采取的保底措施。故对于美股而言，QE退出与否已经到了“好消息是好消息，坏消息也是好消息”的阶段——QE退出其实是美国经济向上动力恢复的印证，而如果QE不退出，则美股市场上将有足够的流动性支撑目前15倍左右的估值。从基本面看，美国经济受益于前期QE和多重经济结构性改革已现整体好转。与此同时，日本经济受益于“安倍经济学”指导下的持续的经济刺激政策已现明显逆转。如海外主要经济体趋势向上，中国经济和A股市场有望从经济和股市的全球共振中受益。
- 分析国内经济形势，上半年经济增速延续了转型期的下行趋势。客观而言，中国经济增速下行其实是一个经济体正常发展过程中必然经历的过程，是我国从深度工业化阶段逐步过渡到以服务业为主导的经济阶段的必然表现。从上半年价格数据走势可看出，今年中国经济并无明显的通胀压力，反而是通缩的压力正在逐步显现，这说明中国经济正在合理区间的下限运行。短期而言，政策或将出现趋势性的拐点——“保证需求稳定、维持经济平稳运行”将被提到更重要的议程上来，而近期李克强总理的“下限论”、铁路债的发行等都是相关的政策信号。在渐进性结构调控政策引导下，下半年经济实现平稳过渡可期。
- 长远来看，要避免中国经济发展出现重大问题，结构性改革势在必行。而结构性改革主要应该解决两方面的核心问题：一是要使收入分配更加平衡，二是要更加深入推进市场化进程。近期财政部部长楼继伟在中美战略及经济对话中关于公共服务均等化，改革中央和地方事权划分、服务业的减税问题有明确的表态。再考虑到中央拟持续推进的户籍制度改革、土地流转改革、金融财政体制改革等措施从长期来看都会带来改革红利和经济增长。
- 当前大盘蓝筹股的估值水平已经有非常高的吸引力。在市场逐渐接受经济增速将平稳下行，而非“硬着陆”的情形下，股指继续大幅下行的可能性已经较小。但同时，改革面临的不确定性也将抑制市场大幅向上的空间。总体而言，我们预期股市总体将呈现震荡市的格局。如果秋季的三中全会出台有分量的改革举措，市场信心将得到较大提振。
- 综上，下半年投资仍应主要以“精选个股”重点把握结构性行情机会。重点关注与民生改善密切相关的消费性服务、生产性服务、科技、食品饮料（不含白酒），以及能够同时兼顾政府短期和长期投资目标的环保、铁路等板块。

免责声明及风险提示：本报告内容仅供参考，不构成任何形式的要约或要约邀请。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些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并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议或担保。报告中所载的观点、分析、预测等仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。摩根士丹利华鑫基金郑重提醒您注意投资风险，并请根据自身财务状况及风险承受能力谨慎选择。

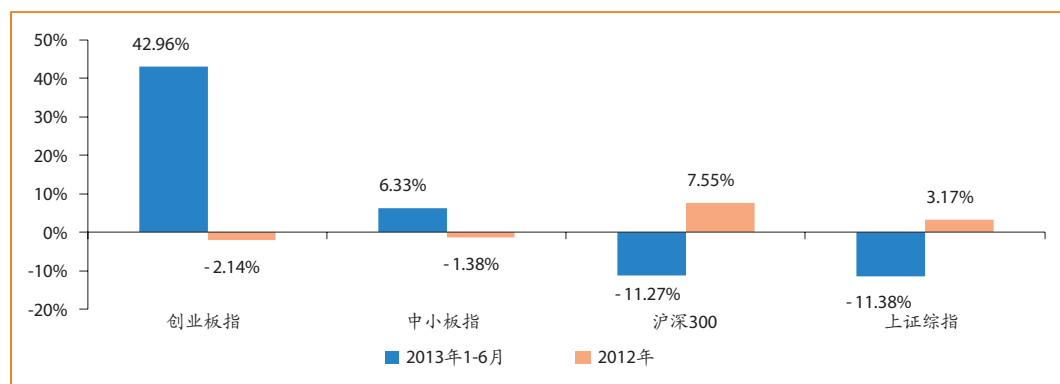
本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

一、上半年市场回顾：板块分化，成长股强势

2013年上半年恐怕是A股市场历史上板块行情分化最显著的半年：以沪深300指数和上证综指为代表的传统板块表现低迷，下跌均超过11%，而以成长性为代表的创业板和中小板大幅跑赢市场，特别是创业板指数半年上涨接近43%，跑赢大盘超过50%，如果将2013年上半年称为成长股的狂欢盛宴或都不为过。

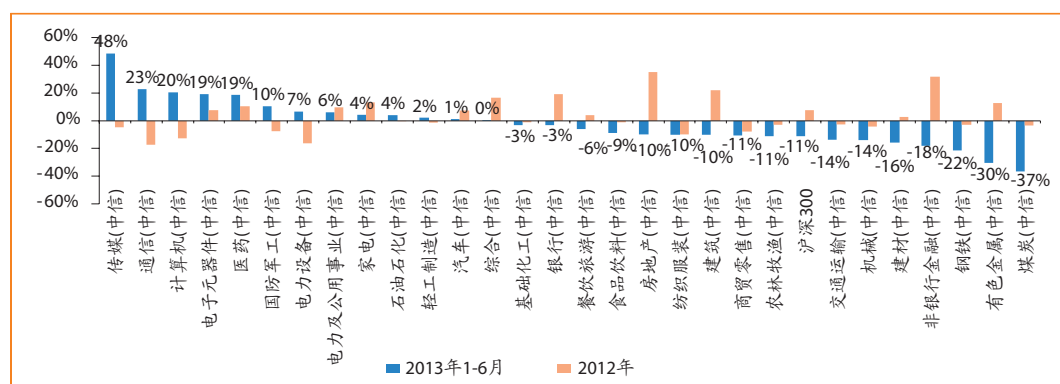
从行业看，2013年上半年TMT、医药等新兴行业受到热捧，其中传媒板块以48%的涨幅大比分领先于其他板块；与此同时，以煤炭、有色、钢铁等为主要代表的传统周期性行业跌幅居前。强势板块和弱势板块之间形成大幅落差。

图1：2013上半年与2012年主要市场指数涨跌幅对比



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图2：2013年上半年和2012年板块涨跌情况



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

上半年板块行情分化显著，分析背后缘由可能主要有以下两方面：1、市场对于经济强劲复苏的预期的落空，同时对于经济结构转型预期增强；2、中小市值上市公司普遍实行2014年大股东解禁，解禁前上市公司释放业绩和规划前景的动力较强。

二、国际经济形势：QE成效显现

（一）美国：QE退出预期增强背景下股市优势凸显

美联储退出量化宽松政策的先决条件依然是美国经济强弱（主要是失业率）。也就是

说，美国QE其实是美联储为维持美国经济实现良性循环而采取的保底措施。对于美股而言，QE退出与否已经到了“好消息是好消息，坏消息也是好消息”的阶段。因为QE退出其实是美国经济向上动力恢复的印证，而如果QE不退出，则美股市场上将有足够的流动性支撑目前15倍左右的估值。

在前期QE和多重经济结构性改革作用下，美国经济基本面已基本企稳。虽然7月美国消费者信心指数较上月小幅回落，但消费者对经济现况的乐观程度却创下6年以来最高水平。6月美国非农就业增长19.5万人，超出市场预期的16.5万人的增数。从就业情况看，美国6月失业率为7.6%，与市场预期基本一致；之前两个月的数据大幅向上修正——4月非农就业增数从14.9万人修正为19.9万人，5月非农就业增数17.5万人修正为19.5万人。

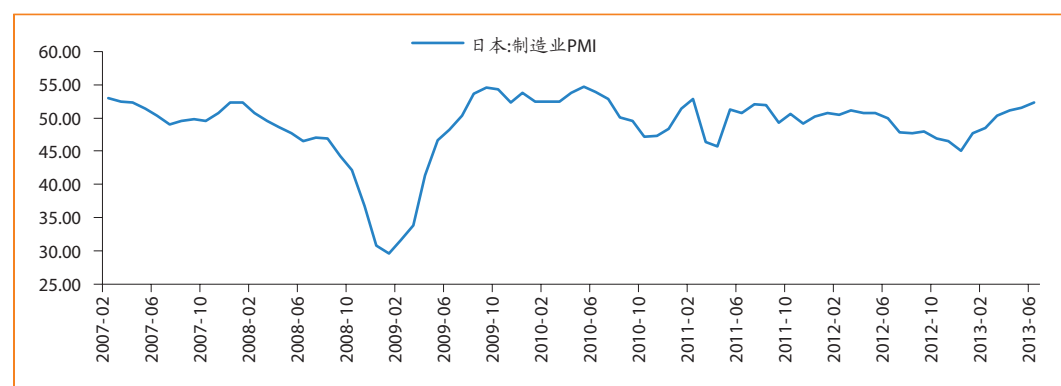
对于以美国国债收益率为代表的固定收益类资产而言，前期QE释放的大量需求导致其利率大幅走低，而4月份以来QE退出预期增强使其收益率开始显著上行。当前美国的国债收益率在考虑了长期通胀水平后仍然处在较低水平，未来的利率正常化预期将使得债券投资的吸引力远远低于股票类资产。在这一阶段，利率上行往往伴随着股票的牛市。

（二）日本：美国QE退出影响下阶段性套利模式生变

从经济数据看，“安倍经济学”对日本经济的提振作用确已逐步显现：日本6月核心CPI同比增长0.4%，为2012年4月以来首次同比上升，终于逆转了前期连续12个月的通缩局面，同时创下2008年11月以来最大升幅，超过市场预期的0.3%。与此同时，日本6月商品出口同比升7.4%，虽低于预期升幅10.3%，但仍已是连续第4个月上升，从而带动6月贸易赤字进一步收窄。

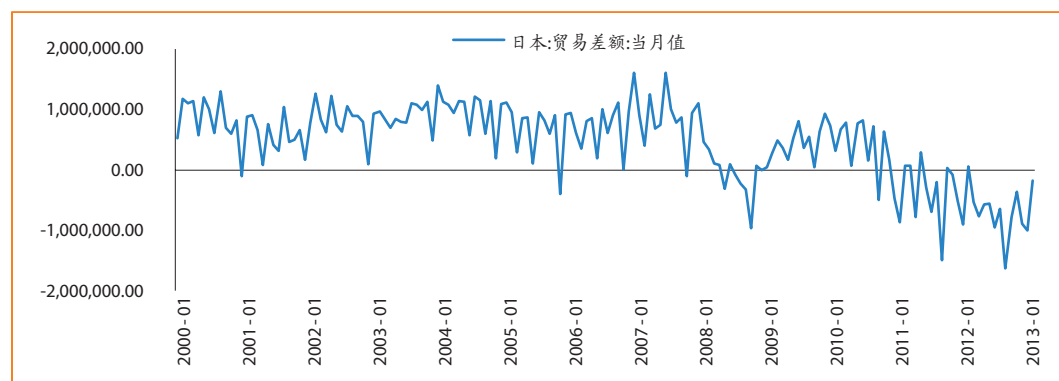
当然，站在日本当局的角度考虑，日本在全球竞争力格局中的地位改善恐怕依然需要经历相对漫长的过程，在QE作用初显的时期，政府不大可能选择在短期内退出QE。因此，在持续刺激政策支撑下，下半年日本经济和股市实现平稳向上可期。

图3：受益于安倍经济学，日本经济出现了久违的复苏



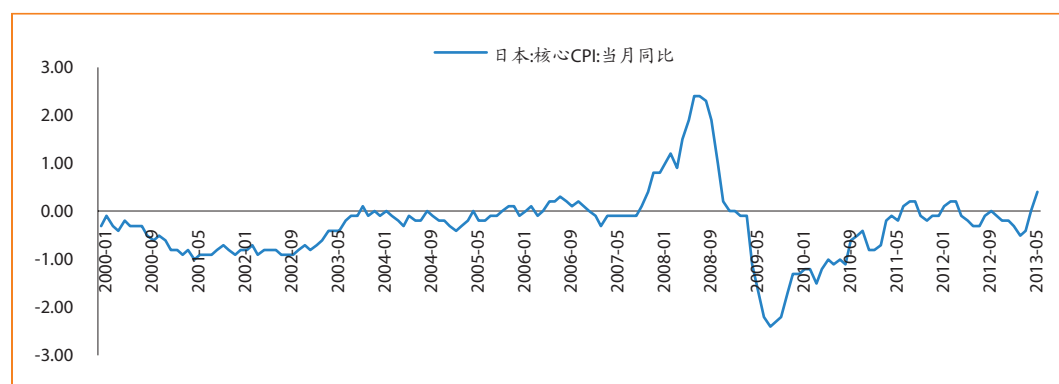
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图4：日本贸易赤字进一步收窄



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图5：日本通货紧缩局面有所逆转



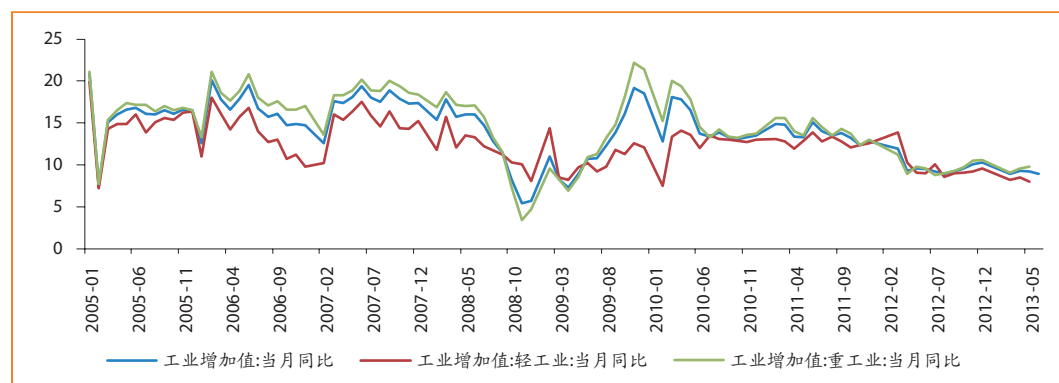
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

三、国内经济形势：增速下行符合转型规律，新政改革引航平稳过渡

（一）转型过渡阶段经济增速延续下行

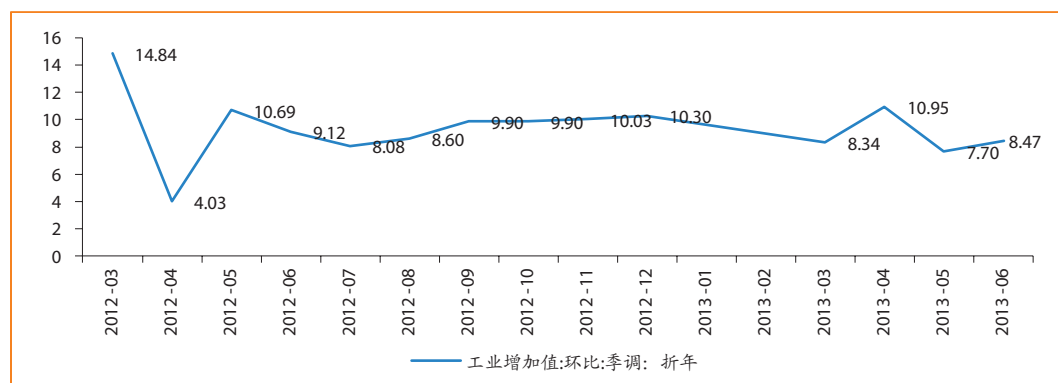
中国6月规模以上工业增加值同比增长8.9%，低于预期9.1%的同比增长和9.2%的前值，显示经济增速依然持续回落。从环比折年来看，尽管6月工业增加值环比折年有所反弹到8.47，但其中不得不考虑到5月份反季节回调较多后引起6月基数降低的因素。

图6：今年以来工业增加值数据延续颓势



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

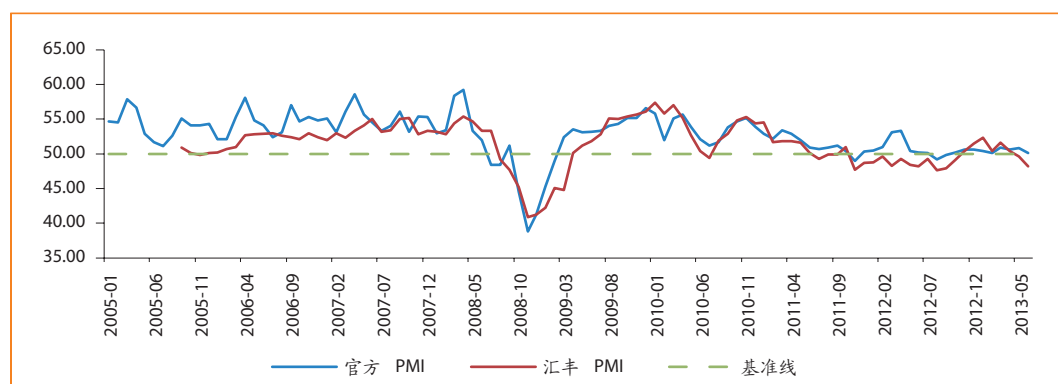
图7：工业增加值环比折年率维持低位



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

在连续经历了3到4月的“国五条”地产调控、银监会规范商业银行理财业务8号文和6月的银行间市场“钱荒”风波以及表外资产整顿等监管冲击过后，市场风险偏好明显下移，投资意愿受到冲击。6月PMI为50.10，环比下滑0.7，勉强维持在50以上，而汇丰PMI仅为48.20，连续第2个月位于50以下。今年以来PMI数据的掉转向下显示出需求端（特别是中小企业）在经济整体下行背景下的动力减弱。

图8：PMI掉转向下显示景气下移

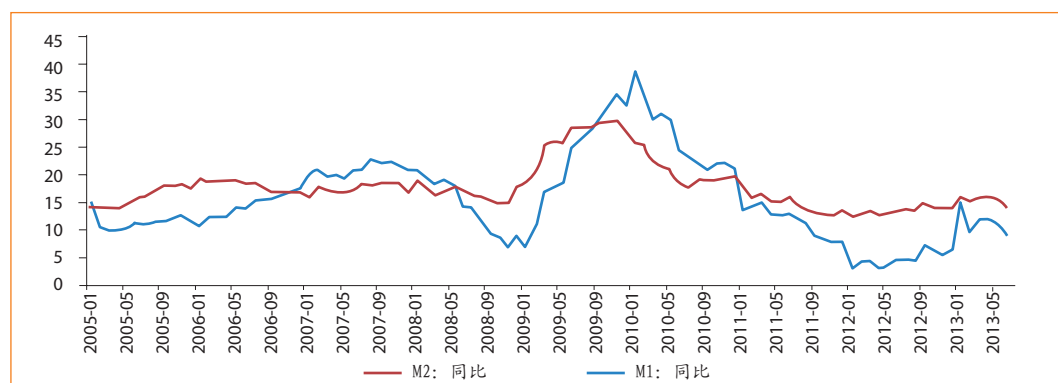


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

（二）“钱荒”引发去杠杆风波未平，下半年流动性整体趋紧

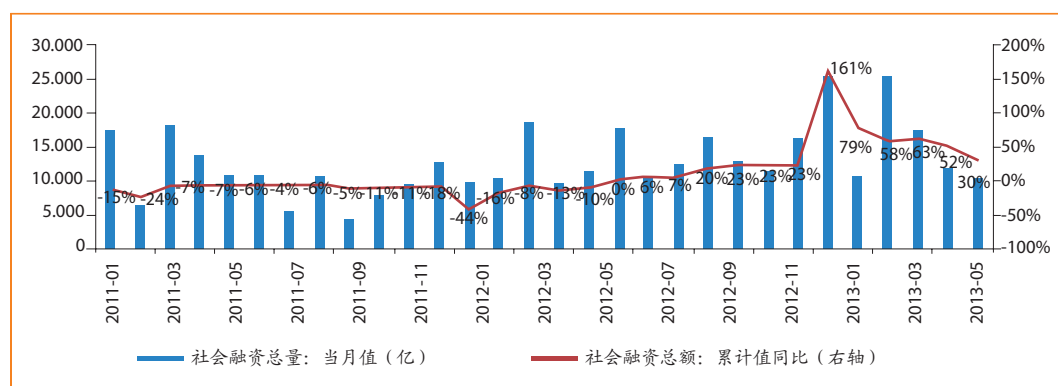
受银行间“钱荒”冲击影响，2013年6月，货币增速出现超预期下滑，显示市场流动性或迎来拐点。6月M2同比增速为14%，较上月数据降低1.8%；M1同比增长9.1%，较上月数据降低2.2%。依照传统的季节性规律，季末通常为发放贷款和融资的高峰期，但今年6月社会融资总量仅1.04万亿，环比上月减少1500亿，同比去年减少7402亿；其中，债券和银行承兑汇票等非信贷融资显著减少，新增未贴现银行承兑票据现为-2636亿。

图9：2005年到2013年M1和M2同比变动趋势



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

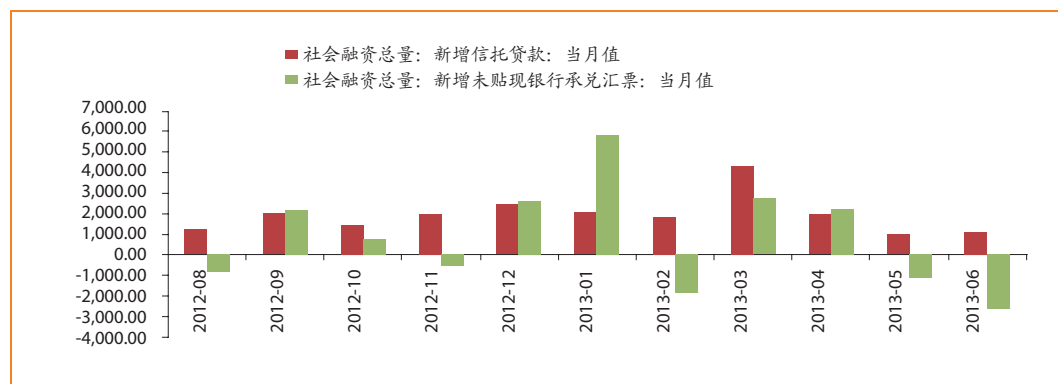
图10：2011年至2013年社会融资数据



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

新增信托贷款维持低位和新增未贴现银行承兑票据大幅下跌（2013年6月为负-2636亿）是社会融资总量增速下滑的主要原因。在各种融资方式中，票据对流动性较为敏感。考虑票据利率已随着7天回购利率在6月飙升，造成票据融资在6月大幅收缩。

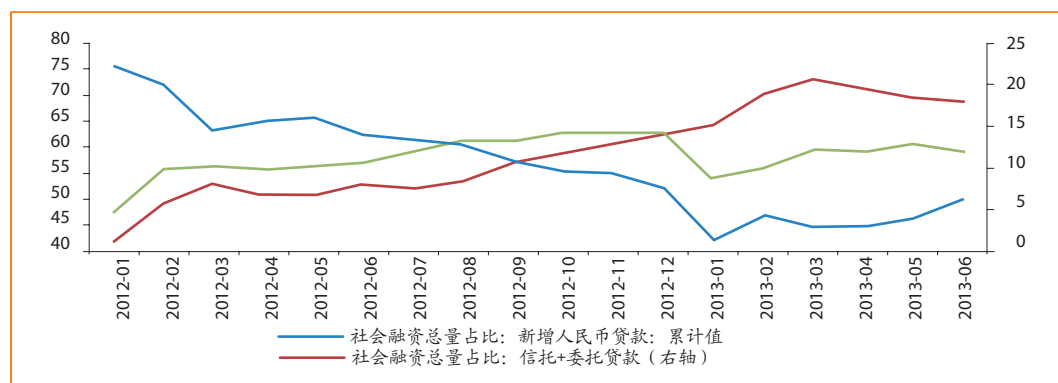
图11：社会新增信托贷款和社会新增未贴现银行承兑汇票



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

虽然目前的流动性状况较6月已现明显好转，但“挤泡沫”、“去杠杆”的金融政策目标不会转变，后续同业业务或面临越来越大的监管压力，金融体系去杠杆仍将持续，下半年流动性不及上半年是大概率事件。

图12：表外业务的高速扩张期或将迎来拐点



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

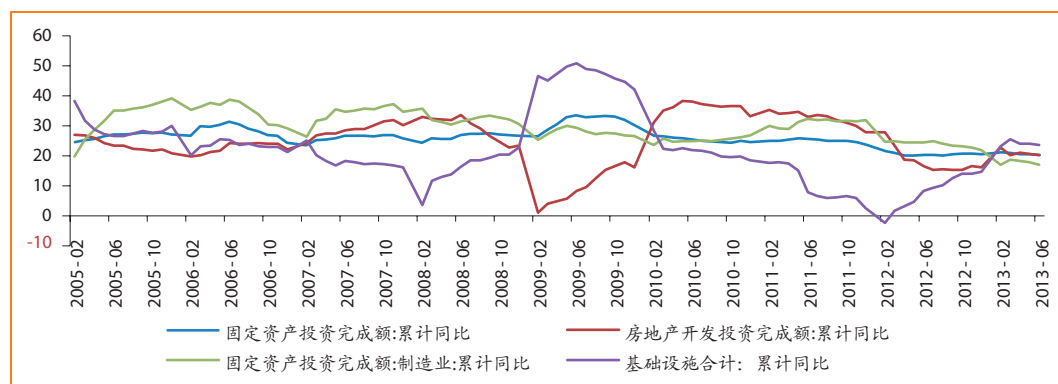
（三）制造业和房地产投资拖累投资增速

中国1到6月的城镇固定资产投资同比增长20.1%，低于市场预期的20.20%和前值的20.40%。从结构上看：制造业投资依然处于下滑阶段，单月投资增速从上月的16.67%下滑到15.10%；而基建投资依然维持高位，单月投资增速达22.50%，尽管相比上月稍有回调，但依然维持高位，故2013年9月的基建数据基数将明显提高，因此增速上会有一定压力。房地产6月投资增速增速与上月持平，为19.45%。

考虑到经济转型初期，传统制造业整体处于供过于求的阶段，负债率整体偏高背景下高企的资金利率依然偏高预计制造业投资增速依然将会持续下滑。

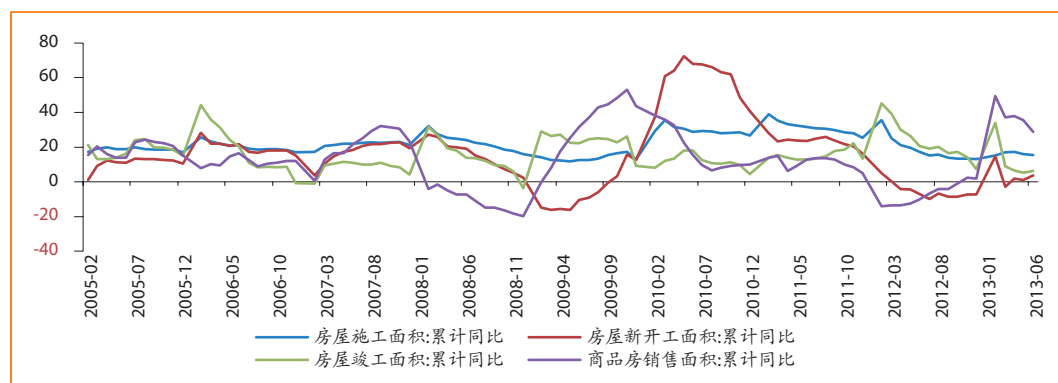
房地产方面，各分项累计同比增速在上半年整体维持弱势，其中6月销售面积同比大幅下滑到10.83%，但6月新开工数据从上月的负增长重新回到了14%左右的正增长，环比增速也达到23%。从数据来看，房地产整体尚无明显的衰退征兆，但伴随宏观调控政策的陆续落实、改善性需求对住房新增需求的边际压力的逐渐减弱、城镇化率增速的渐进下行和商品房供应的日益改善，房地产的黄金十年或已难再现。

图13：固定资产、基建和房地产累计同比增幅



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图14：2005至2013年房地产数据变动情况



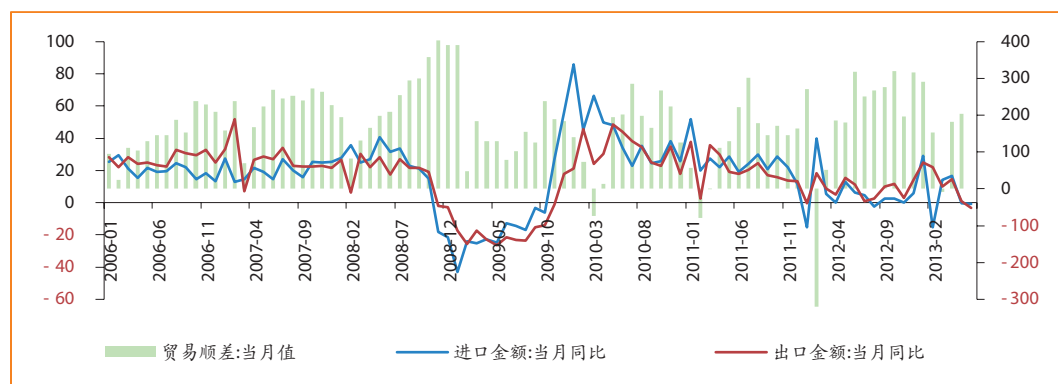
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

（四）外贸数据未见趋势性好转

6月出口同比降低了3.1%，预期为3.7%的增长，前值为正的1.0%；6月进口同比降低了0.7%，预期为6.0%的增长，前值为负的0.3%。6月贸易顺差271.3 亿元，预期顺差271 亿元，前值顺差204.3亿元

海关报告称，数据大幅下跌的主要原因归结为劳动力成本抬升、人民币汇率走高、贸易摩擦加剧、产能过剩和全球大宗商品价格下跌5大问题。

图15：2006年至2013年我国贸易额同比变动幅度



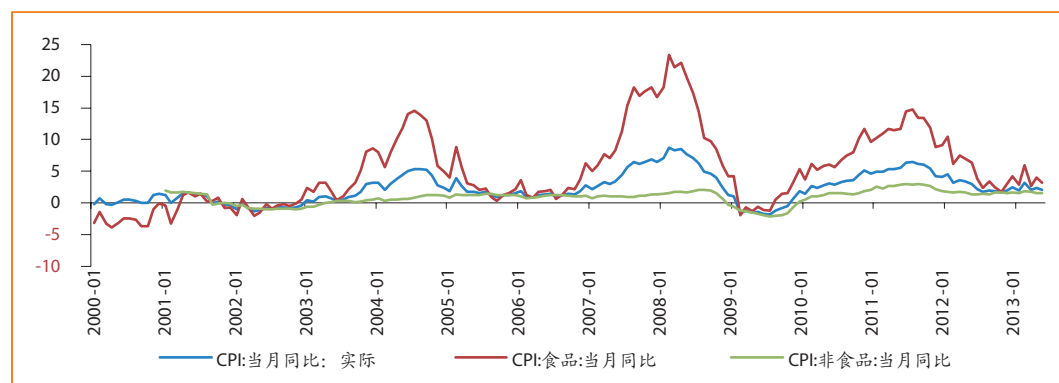
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

（五）下调全年通胀预期

6月份CPI数据显示，CPI环比持平，同比上涨2.7%，涨幅比5月份扩大了0.6个百分点。数据显示，6月份CPI同比涨幅中的翘尾因素占到1.9个百分点，比5月份增加了0.6个百分点，新涨价因素与5月份相同。

从发布的环比数据看，6月份的居民消费分类价格有升有降，价格总水平基本稳定。6月份，由于鲜菜和鲜果上市量增加，鲜菜价格环比继续下降，鲜果价格由5月份的环比上涨转为本月的环比下降，降幅分别为5.2%和2.0%，两项合计影响CPI环比下降约0.20个百分点。6月份，猪肉价格环比由降转升，涨幅为4.6%，影响CPI环比上涨约0.13个百分点。上半年猪肉价格比去年同期下降3.7%，略低于去年同期水平。七大类非食品价格环比两涨两降三平，涨跌幅度在0.3%至0.1%之间，非食品价格总体与5月份持平。

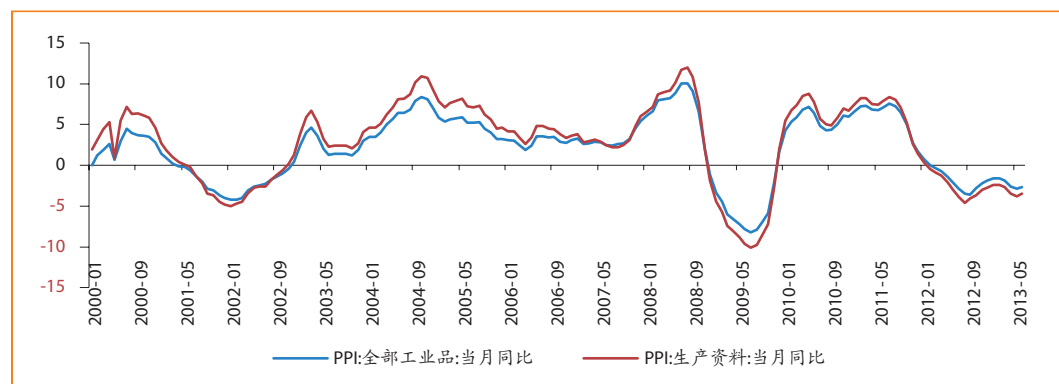
图16：2000年至2013年上半年CPI同比变动幅度



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

6月PPI同比增速为-2.70%，尽管在上月-2.90%的数据基础上略有回升，但基数效用是影响的主要因素，而环比增速依然下滑了0.6%。

图17：2000年至2013年PPI当月同比波动幅度

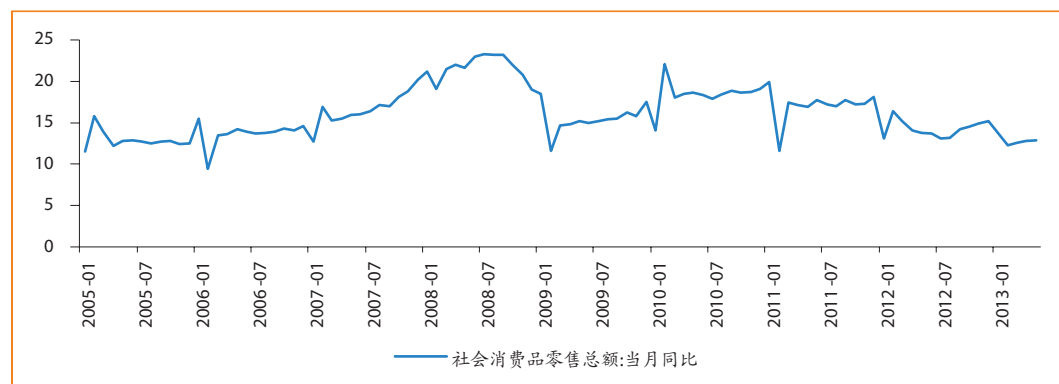


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

（六）零售数据不温不火，但后期有下滑压力

6月社会零售总额增长13.30%，增速持续5个月回升，但总体依然维持低位，另外短期回升还与金价下跌导致抢购现象以及家电补贴政策退出前的消费刺激政策有关。

图18：2005年至2013年社会消费品零售总额同比波动幅度



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

（七）新政改革多项措施引导下经济有望实现软着陆

经济数据的持续走弱一再挫伤了市场信心。市场上甚至不乏言论认为中国经济或将经历“硬着陆”。

我们认为，伴随制度和人口红利挖掘待尽，中国经济增速下行其实是一个经济体正常发展过程中必然经历的过程，是我国从深度工业化阶段逐步过渡到以服务业为主导的经济阶段的必然表现。

从上半年价格数据走势可以看出，今年中国经济并无明显的通胀压力，反而是通缩的压力正在逐步显现，这说明中国经济正在合理区间的下限运行。如此情况下，无论我们的经济结构如何，按照经济学规律，宏观经济政策的主要导向都应该是扩张总需求。也就是说，尽管从长期来看，“控风险、调结构”是宏观调控要务，但短期内的政策或将出现一个趋势性的拐点——“保证需求稳定、维持经济平稳运行”将被提到更重要的议程上来。近期李克强总理的“下限论”、铁路债的发行等都是印证我们以上观点的相关政策信号。

无论从理论角度还是从实践角度分析，以上的调控政策思路都是与实际的经济增长需要相匹配的。正如李克强总理在国务院经济形势座谈会上所表示的，中国投资方面的缺乏主要体现在市政、铁路和环保节能等基础设施方面的缺乏，对这些方面财政投入的扩大既可在短期内起到稳增长的作用，又可以在长期内有利于经济结构的调整。因此，在渐进性结构调控政策引导下，下半年经济实现平稳过渡可期。

长远来看，要避免中国经济发展出现重大问题，结构性改革势在必行。而结构改革主要应该解决两方面的核心问题：一是要缩小收入差距，二是要推进市场化进程。之所以要关注收入分配问题，是因为收入分配不均是导致“产能过剩”现象的根本原因：在商品稀缺，而欲望无穷的商品社会，之所以还会产能过剩，主要就因为少量的高收入群体占据了大量的资源，但仅依靠这一部分人的力量却无法创造出一个繁荣的总需求。而之所以要推行市场化，是因为垄断体制既会导致和加剧收入分配不均，同时还会造成市场效率低下、活力缺乏。

明确了改革的重要性后，我们能否从近期的政府言行和政策措施中看到改革的希望呢？其实，中央财政部部长楼继伟在中美战略及经济对话上谈到要在未来两年内将增值税面向服务业全面铺开，该举措的实质效果将会每年减轻近9000亿元的赋税负担，帮助服务业摆脱长期发展过程始终面临的税负困扰。楼部长还同时谈到要将公共服务的均等化推向实质：他在谈话中指出，公共服务可以分为两个层面——国家层面和地方层面；在关系百姓民生、福利的相关领域，中央政府拟限制地方政府在提供公共服务方面的歧视性行为，提高中央的支出责任。另外，李克强总理近期反复强调“稳增长”、“调结构”、“抓改革”，以及中央近期提出的包括户籍制度改革、土地流转改革和税制改革等改革措施从长期来看都会带来改革红利和经济增长。

四、配置策略：立于长远，结构先行

短期来看，只要政府不会在通缩的状态下采取紧缩而非宽松的政策举措，中国经济大概率能够平稳过渡；而从长期来看，只要政府不会拒绝结构性改革，经济有望实现顺利转型后更加可持续地发展。

上半年年末，市场在经历了6月银行间“钱荒”危机而导致的深度下挫之后小幅回升，反弹逻辑主要在于“稳增长”的政策托底。

目前市场整体估值处于历史地位，已经较为充分地隐含了经济低迷的因素，因此下半年大盘或仍有一定的反弹空间。但我们认为，由于新一届政府对经济下行压力的认识恐怕是尤其深刻，因此下半年大盘即使会有反弹，我们也尚不能对其给予过高预期。毕竟，由于近年来全社会负债率不断攀升，政府对于债务的担忧也在持续上升，其中一个结果将是这种因为担忧经济失速而导致的“稳增长”阶段的持续时间越来越短。比如2009年的“保增长”持续了2个多季度，而2010年中的“保增长”仅持续了一个季度多一点。去年政策略有放松，到春节前后央行银监会开始清理表外融资，其政策宽松的时间也仅仅持续了大概1个季度左右的时间。从本质上讲，由于负债率越来越高，政策放松的空间也将持续被压缩，如果将时间尺度放长一些来看，这仅仅是我们正在进入的去杠杆周期中短暂的加杠杆阶段。成长股方面，尽管中小板和创业板公司业绩预告显示出2季度业绩较1季度业绩有所改善，但因上半年涨幅较大，业绩改善幅度普遍大幅低于市场预期。因此，下半年成长股个股间的行情或加剧分化，优质成长个股仍是稀缺资源。

综上，下半年投资仍应主要以“精选个股”重点把握结构性行情机会，具体行业配置思路如下：

1、在中央主基调强调降低金融系统杠杆率、控制实体经济继续加杠杆、防止泡沫进一步扩大的基调下，后续经济呈现逐渐下行的概率更大，上游的投资机会较弱，PPI连续为负也反映了上述趋势；

2、在金融行业竞争格局中，券商呈现逐渐上升趋势，保险依然较弱，而银行受利率市场化、宏观经济下滑、利差收窄、以及不良率不断上升的负面影响，尽管估值已经非常便宜，但短期内难有向上趋势；

3、与民生改善密切相关的大众服务行业中那些有独特竞争优势和稳健业绩支撑的企业、信息通信行业（不含通信设备制造）在内的优势企业和食品饮料行业（除白酒除外）中质量过硬的企业符合新政改革预期，具有长期配置价值；

4、政府在节能环保和铁路领域的投资既能够在短期内提振经济，又能够促进经济结构长期调整，故两个领域或更多受惠于政府投资机遇。