

核心结论

- 全球经济增长回升态势，二季度国内经济在连续“微刺激”下有所企稳，但三季度依然存明显下行压力，后续政策取向有望继续保持中性偏宽松。
- 工业企业利润整体增长呈下滑态势，中报预告信息显示创业板中期业绩增速下滑明显，企业盈利前景依然堪忧，当前依然市场偏高的业绩预期面临证伪风险。
- 前期市场存明显结构性泡沫特征，在中期业绩考核、经济放缓担忧上升情绪下，盈利预期、估值水平和风险偏好存在下行风险，未来2个月建议防范风险。
- 市场中长期机会需关注：证实的业绩增长态势、政策刺激力度变化、无风险收益率水平、场外资金动向、股票市场赚钱效应何时显现。
- 从中长期发展看好：受益于经济转型升级、中国人口结构变化驱动、技术创新驱动、安全战略驱动、产业转移的相关领域，包括医疗保健、TMT，医疗服务、养老服务、健康食品、机器人、智能装备、信息技术、军工、新能源、信息安全、环保、精密封装、新材料等。

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。

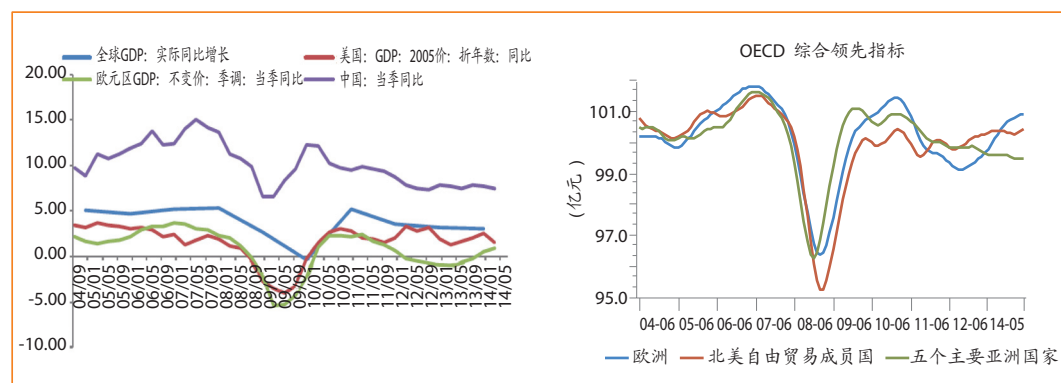
一、宏观经济：海外延续回升态势，国内放缓压力仍有

1、全球经济增长呈现回升态势

近一年，发达国家的经济增长前景逐步好转，我们认为未来2年这种回升的势头有望进一步走强。美国经济是全球经济转好的重要引擎，经历了2008年的金融危机，欧美国家已完成去杠杆，欧洲将走出前两年的衰退状况。新兴国家出口受发达国家经济形势转好拉动而回升。

全球经济增长出现反弹

OECD综合领先指标恢复到3年前水平



数据来源: Wind资讯

2014年-2015年全球GDP增速预期

	2011	2012	2013	2014E	2015E
美国	1.8	2.8	1.9	2.8	3
欧元区	1.6	-0.7	-0.5	1.2	1.5
日本	-0.6	1.4	1.5	1.4	1
中国	9.3	7.7	7.7	7.5	7.3
印度	7.2	5.1	4.6	5.4	6.4
全球	3.5	3.2	2.8	3.6	3.9

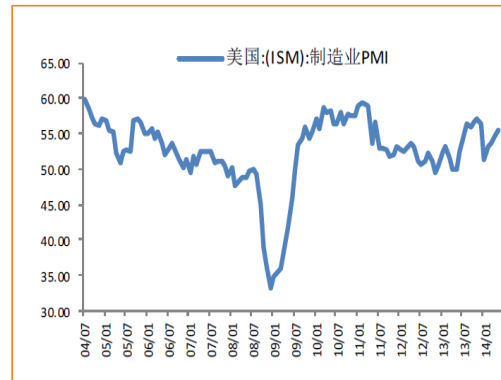
数据来源: IMF

1) 美国经济复苏势头明确

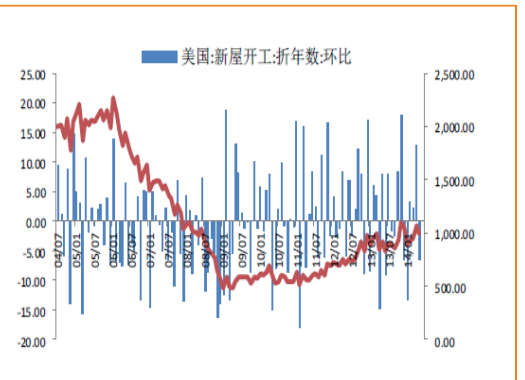
进入4月以来美国经济呈现出较为明确与稳固的复苏力度。美国经济增长的第一大动力消费增长和信心指数强劲，工业生产稳定，随着夏季的来临，美国二季度家庭收支增长伴随着就业市场的改善将进一步加速，从而拉动美国二季度GDP的增长。

美联储认为目前通胀还比较温和，货币政策上“缓慢退出QE，不急立即加息”的基调缓解了市场担忧。美国经济增长和国债收益率出现回落支持美股上涨，有利于资金流向新兴市场。

美国PMI 指数维持在扩张区间

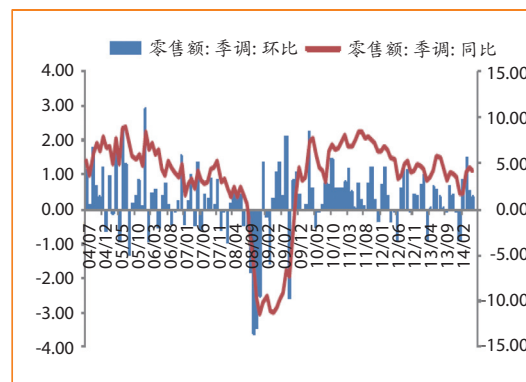


美国新屋开工数据和环比增速

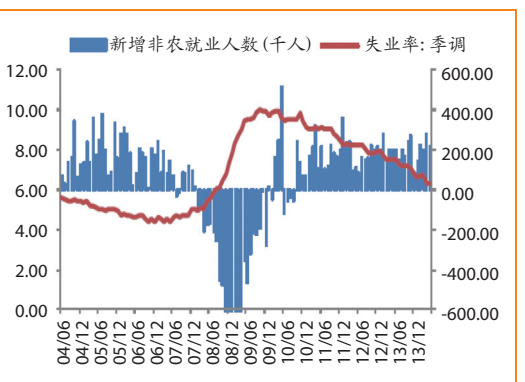


数据来源: Wind资讯

美国零售和服务销售额增速向好



美国失业率向下逼近6%



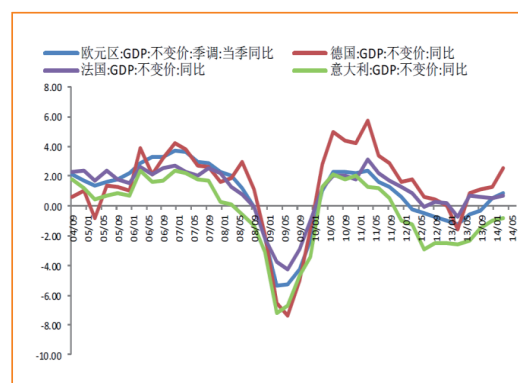
数据来源: Wind资讯

2) 欧元区经济复苏基本平稳

欧元区经济显示放缓迹象。一季度欧元区经济复苏基本平稳, 但通缩风险对稳定复苏的阻碍正在逐步扩大, 法国和意大利两国的失业率依然在上升。欧洲制造业PMI连续四个月回调, 零售数据回升势头放缓, 消费者信心指数持续回升, 投资信心放缓。

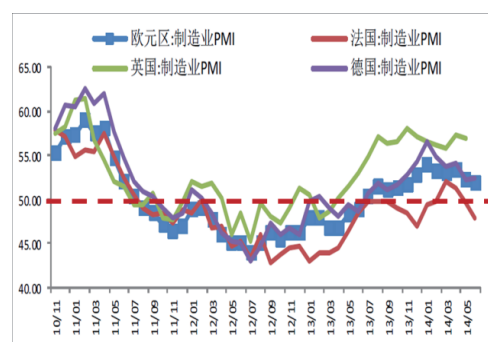
低通缩推动欧央行降息, 欧洲进入负利率时代。欧元区5 月份HICP环比降-0.1%, 同比上涨降0.2个百分点至0.5%, 低于欧洲央行设定的1%的目标水平, 同时失业率为11.7%, 依然维持在高位水平, 通缩危机使得欧央行降息的主要原因。

欧元区GDP 环比折年率(%) 回升

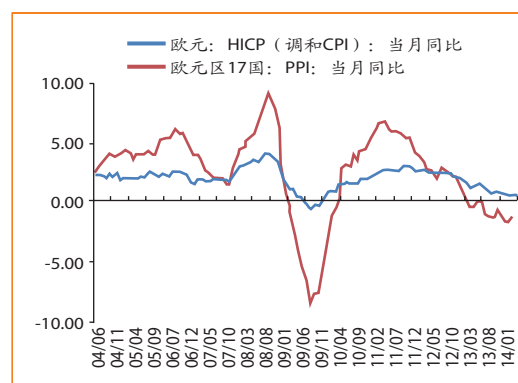


数据来源: Wind资讯

欧元区Markit 综合PMI 指数连续回落

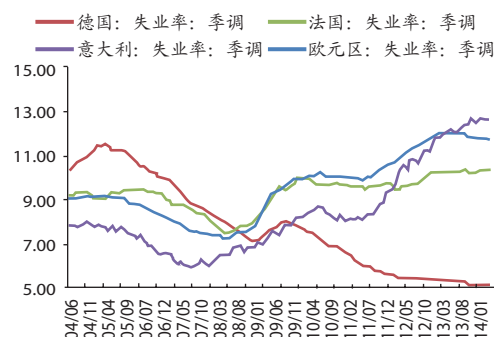


欧元区HICP 和PPI (%) 处于下降趋势



数据来源: Wind资讯

欧元区失业率(%) 分化明显



2、国内经济低位企稳，增长仍有放缓压力

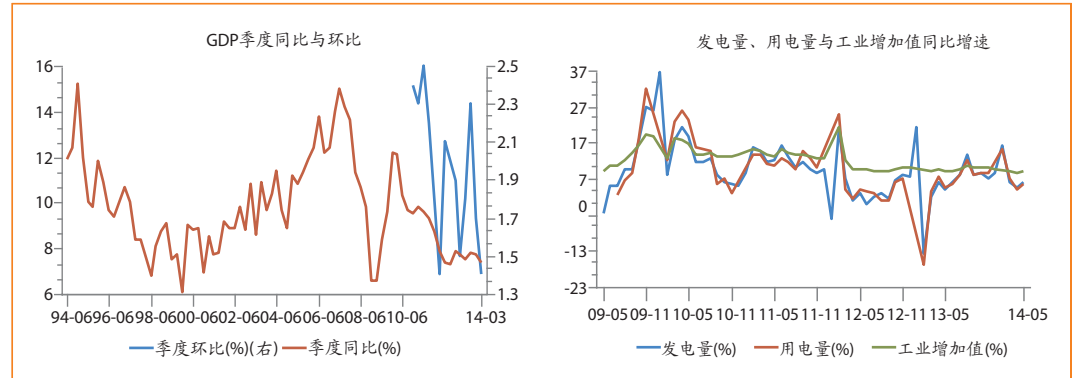
1) 数据显现经济短期企稳迹象

根据统计局公布的数据我国二季度GDP同比增长7.5%。李克强总理表示有信心完成全年经济增长目标7.5%，政府已经准备好调整政策来确保目标的完成。

5月份工业增加值环比回升0.1个百分点至8.8%，环比增速回升，显示出经济企稳迹象。6月中采制造业PMI由上月50.8%小幅升至51.0%。从分项指数来看，生产面以及需求面景气度也在明显改善。6月汇丰PMI总指数为50.7%，较上月提升1.3个百分点。

中国GDP增长进入新的均衡期

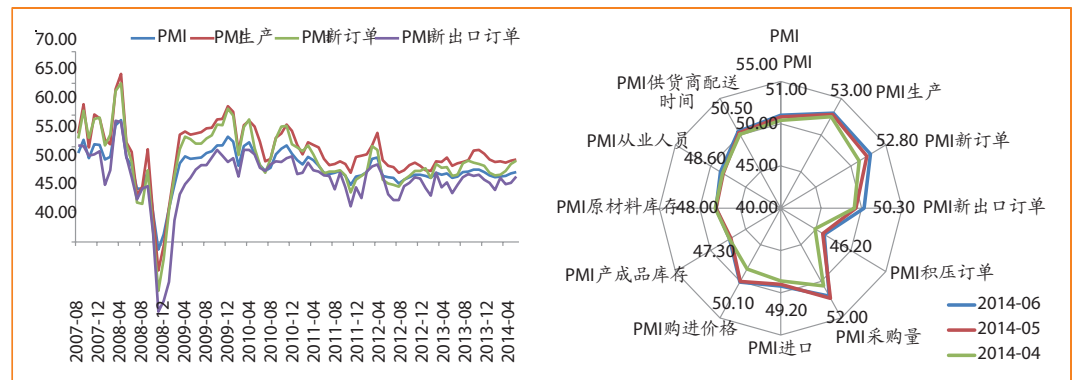
工业增加值同比和环比增速



数据来源: Wind资讯

PMI呈企稳回升态势

PMI分项指标变化



数据来源: Wind资讯

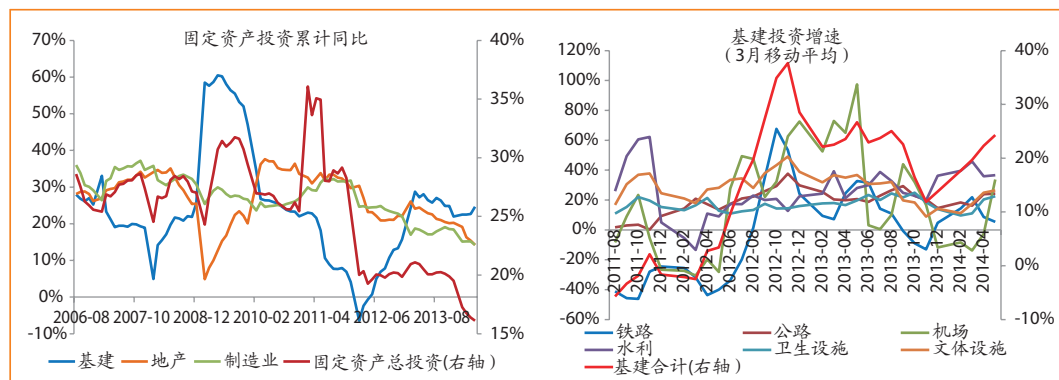
2) 固定资产投资呈下行态势

1-5月固定资产投资累计完成15.4万亿, 同比增长17.2% (前值为17.3%)。房地产投资大幅下滑, 制造业投资仍延续下滑, 基建投资大幅回升对冲房地产和制造业下行。

基建投资增速大幅回升。5月基建投资增速从20.8%大幅回升至28.0%, 主要还是中央项目的力度加大, 国家预算内资金增速保持回升, 显示财政对投资的支持力度持续加大。制造业投资增速难有起色。制造业投资增速从15.2%回落至11.9%, 显示经济调结构, 去产能延续。房地产投资大幅下滑, 是经济下滑的最大风险。房地产投资增速从15.4%回落10.5%, 5月房地产销售面积同比下滑-10.7%, 而新开工面积同比继续下跌-7.9%, 房地产销售领先房地产投资6个月, 在房地产销售回落的影响下, 预计房地产投资增速仍将延续回落的格局。

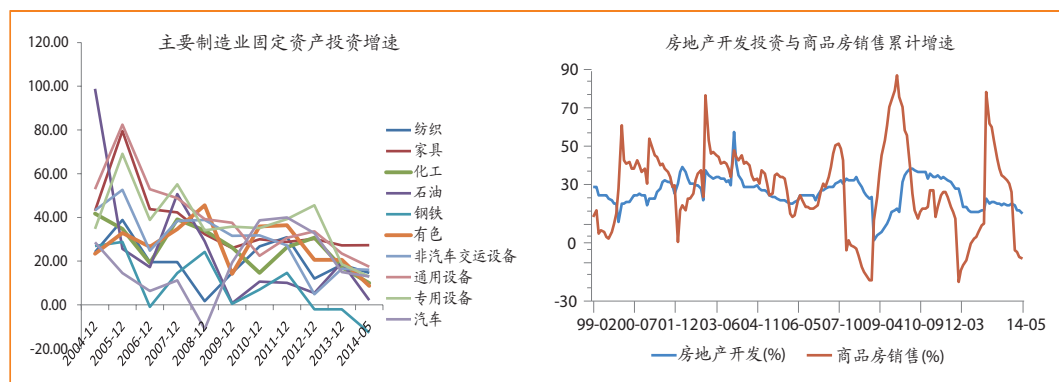
固定资产投资依然呈下行态势

基建投资企稳回升



制造业投资全面下行

房地产投资依然存在下行压力



数据来源：Wind资讯

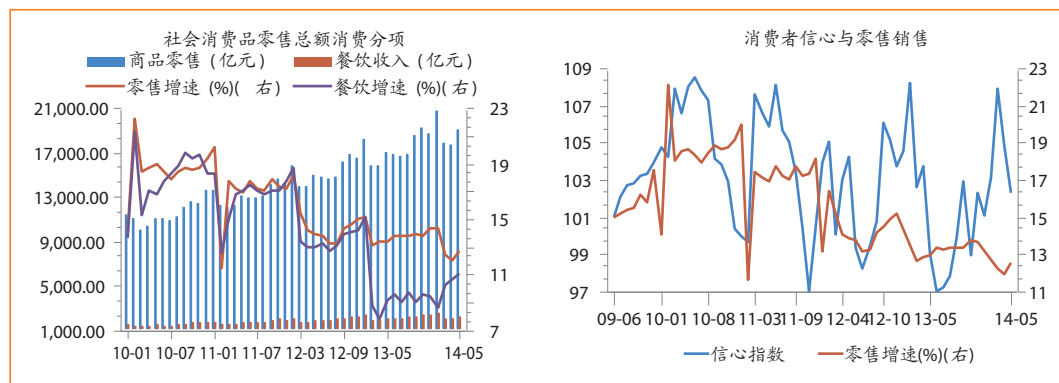
3) 消费与出口数据平淡

消费弱反弹，增速回升或难持续。5月零售总额累计10.3万亿元，当月同比从11.9%回升至12.5%，商品零售首次反弹，餐饮零售已连续四个月回升。由于经济整体不温不火，加之房地产的调整仍在延续，我们认为消费增速的回升难以持续。

出口方面，6月出口同比增长7.2%，与5月7.0%的增速相差不大，但不及10.6%的市场预测均值，整体上处于低位增长阶段，同时，美欧需求对出口的拉动仍有待观察。

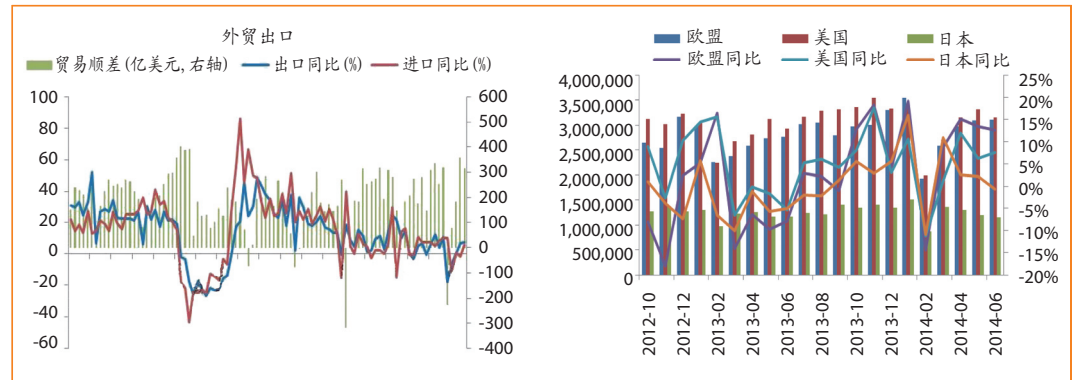
零售消费增长有所回升

消费者信心下行压制消费增长



数据来源：Wind资讯

出口低位增长

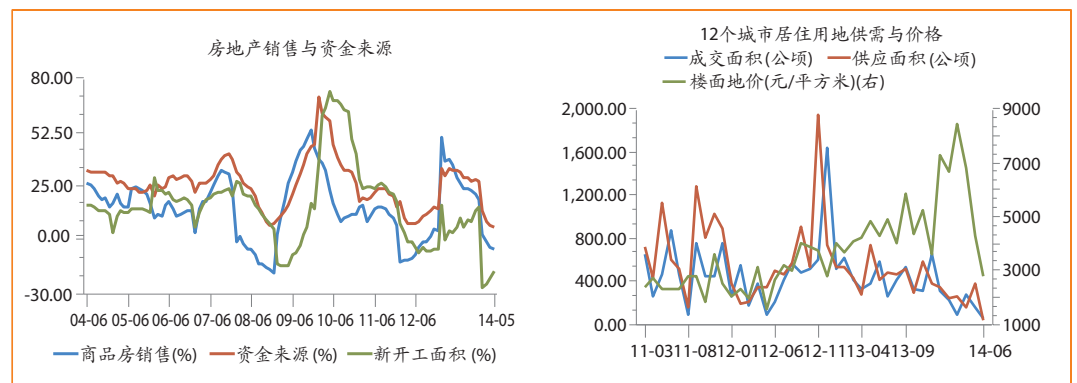


数据来源：Wind资讯

4) 中观数据显示经济仍有压力

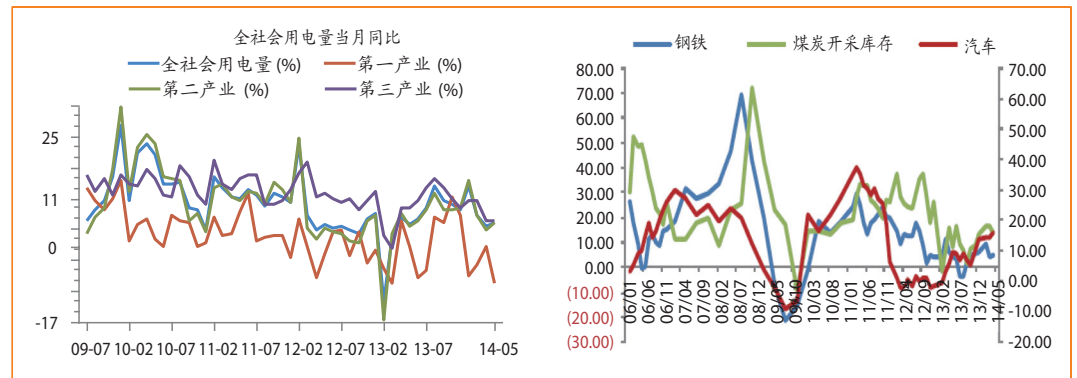
从中观数据来看，下游库存偏高，未来面临去库存，中游和上游面临压制。水泥和钢铁价量均下行，验证经济仍有放缓压力。

房地产销售依然低迷



数据来源：Wind资讯

全社会用电量偏弱



数据来源：Wind资讯

3、下半年货币政策有望保持中性偏宽松

李克强总理强调：“无论是克服当前困难，还是谋求长远发展，关键是在调结构、促升级上要有新进展、新成效。调结构，“主引擎”在市场，各级政府要发挥引导作用和当好“助推手”。要有扶有控，选准调结构的切入点和突破口，集中力量，更多支持新兴产业中成长型、创新型“领头羊”和充满活力的民营经济、小微企业，下决心淘汰落后产能。”

我们认为宏观政策将依然维持当前的基调，若经济指标进一步恶化，政策存在继续加码的可能。

发布单位	时间	摘要
国务院	2014/6/27	国务院办公厅近日印发《关于进一步加强涉企收费管理减轻企业负担的通知》，明确提出进一步加强涉企收费管理，减轻企业负担的重点任务。
国家税务总局/财政部	2014/6/16	联合发布通知，决定从今年7月1日起，简并和统一增值税征收率，将6%和4%的增值税征收率统一调整为3%。
国家税务总局	2014/6/11	国税总局日前发布通知，将采取加快进出口退税等多种措施支持外贸增长。要求各地区根据电子商务特点，探索创新出口退税管理机制。
央行	2014/6/11	将灵活运用多种货币政策工具，为金融机构加大对小微企业贷款提供流动性支持。增加支农支小再贷款投放力度，引导扩大涉农和县域小微企业信贷投放，加大再贴现支持力度。
央行	2014/6/9	进一步有针对性地加强对“三农”和小微企业的支持，增强金融服务实体经济能力，中国人民银行决定从2014年6月16日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行（不含2014年4月25日已下调过准备金率的机构）下调人民币存款准备金率0.5个百分点（民生银行、兴业银行、招商银行、宁波银行16日确认获得央行定向降准50个基点）。
国务院	2014/5/29	确定进一步减少和规范涉企收费、减轻企业负担，部署落实和加大金融对实体经济的支持，决定对国务院已出台政策措施落实情况开展全面督查。
财政部	2014/5/19	经国务院批准，2014年上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛试点地方政府债券自发自还。为加强对2014年地方政府债券自发自还试点工作的指导，财政部制定了《2014年地方政府债券自发自还试点办法》。
国务院	2014/4/25	国务院常务会议确定，由国家开发银行成立专门机构，实行单独核算，采取市场化方式发行住宅金融专项债券，向邮储等金融机构和其他投资者筹资，鼓励商业银行、社保基金、保险（放心保）机构等积极参与，重点用于支持棚改及城市基础设施等相关工程建设。在基准利率基础上，针对棚户区改造及保障房的贷款利率下浮10%。
央行	2014/4/22	央行宣布，自2014年4月25日起，下调县域农村商业银行人民币存款准备金率2个百分点，下调县域农村合作银行人民币存款准备金率0.5个百分点。
国家税务总局	2014/4/8	财政部和国家税务总局8日联合印发了《关于小型微利企业所得税优惠政策有关问题的通知》，明确自2014年1月1日起，将享受减半征收企业所得税优惠政策的小微企业范围由年应纳税所得额低于6万元（含6万元）扩大到年应纳税所得额低于10万元（含10万元）。
国务院	2014/3/24	国务院印发《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（以下简称《意见》），出台“发挥资本市场作用”等七个方面“硬措施”力推企业兼并重组，破除企业兼并重组所面临的障碍，降低兼并重组成本，大力提升行业集中度。

数据来源：Wind资讯

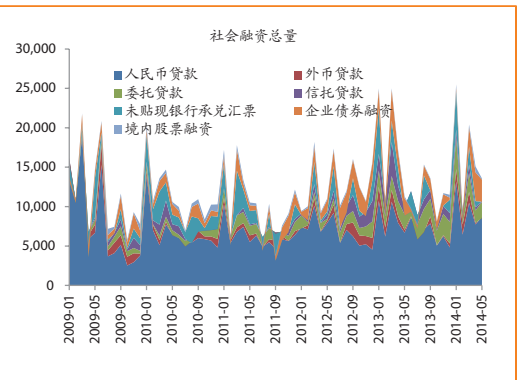
1) 货币条件在改善

2014年5月份新增贷款额达到8708亿元，环比增加961亿，同比增加2014亿，企业中长期贷款保持高位。贷款增速的回升与定向宽松刺激有关。5月社会融资总量同比增长18.3%，扭转了此前连续三个月同比下降的颓势，M2在4、5月份连续2个月环比增速反弹。票据直贴利率下行，从年初的6%-7%之间的平台一路下行至4%-4.5%的水平。利率持续下行，显示货币条件在改善。

新增人民币贷款

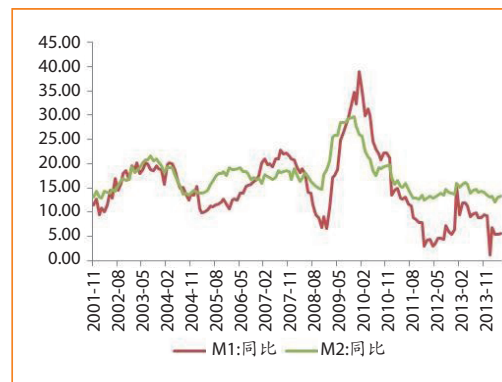


社会融资总额

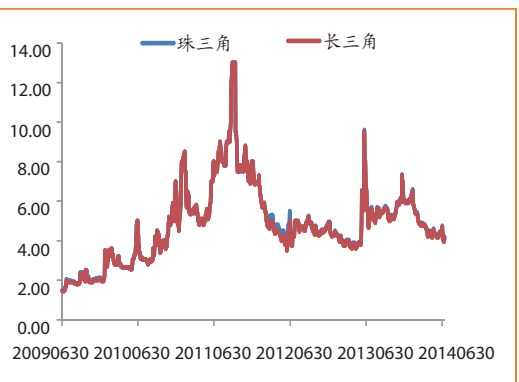


数据来源：Wind资讯

货币供应量增速



票据直贴利率（月息）：6个月



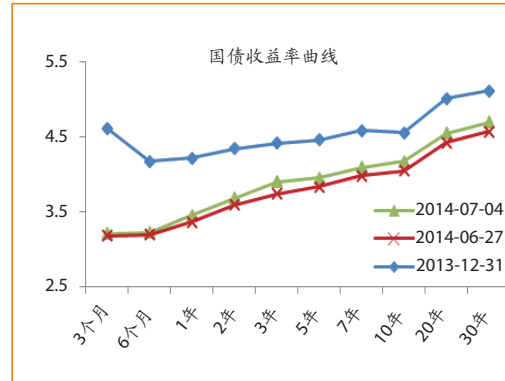
数据来源：Wind资讯

2) 债市走出恢复性牛市

国债到期收益率短端引导长端下行，债市走牛。和2014年上半年股票市场低迷不同的是，债券市场走出了一轮恢复性的牛市，国债收益率曲线整体下移。短端利率下降之后压低长端利率是主要方式。

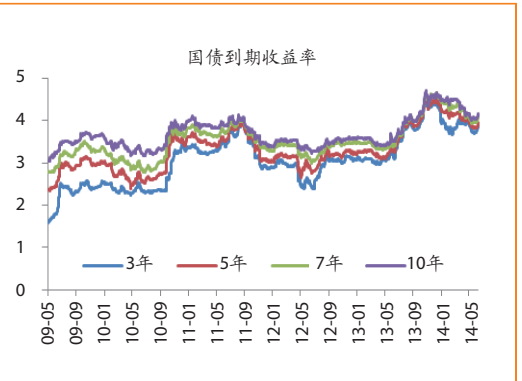
流动性宽松下信用利差缩窄。从年初以来以5年期AA企业债和国债利差的信用利差从最高的340bp已经下降到目前的270bp，下降了70bp。

2014年国债收益率曲线整体下移

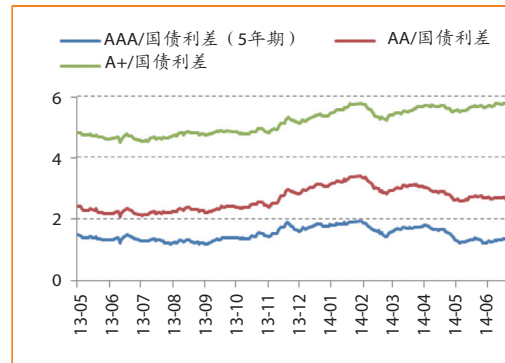


数据来源: Wind资讯

国债到期收益率回落至5年均值水平

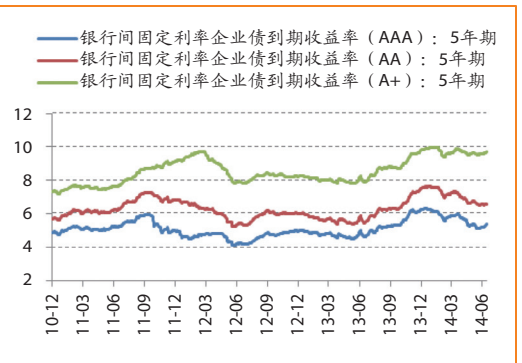


中高级产品的利差收窄



数据来源: Wind资讯

5年期企业债到期收益率回落

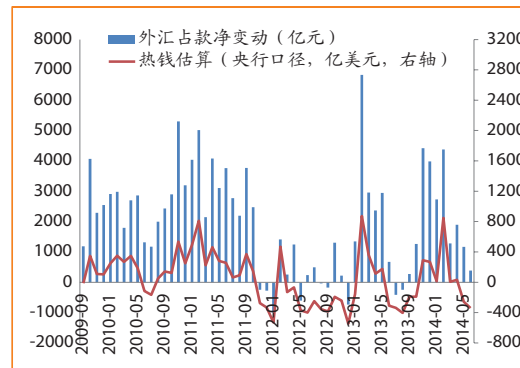


3) 央行操作态势改变

外汇占款流入显著放缓, 热钱开始流出。从2月开始外汇占款增加开始显著放缓, 从4月份开始残差法计算的热钱开始流出。中国经济衰退时的热钱撤出, 和2012年时遇到的状况类似。

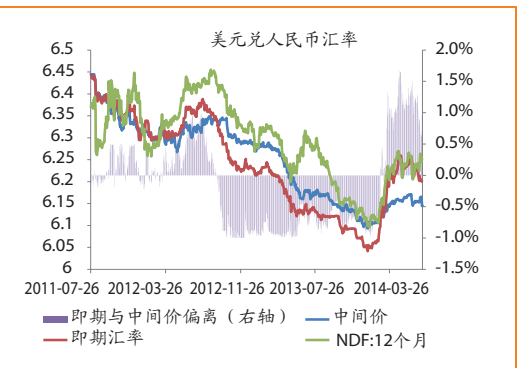
随着外汇占款流入的显著减弱, 以及高层稳增长措施的出题, 央行改变了前期的公开市场回笼态势, 而进行了每周的小幅净投放模式精确调控流动性。5、6月央行分别公开市场净投放2150亿元和2040亿元。

外汇占款流入显著放缓

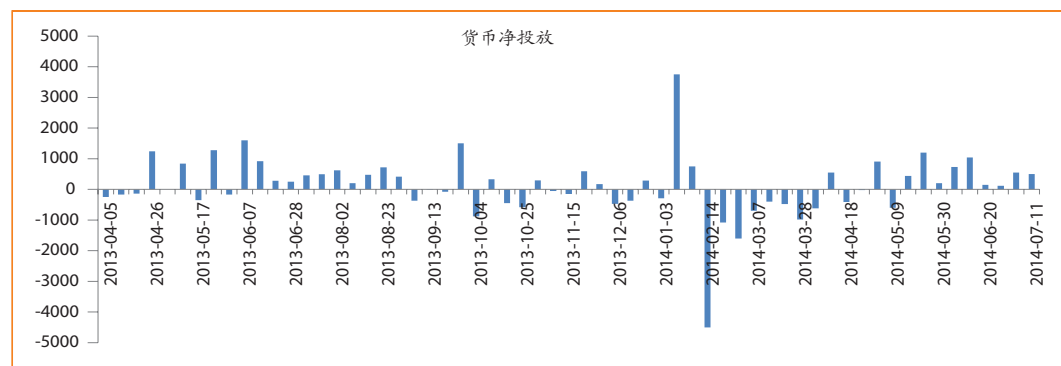


数据来源: Wind资讯

人民币波动幅度显著加大



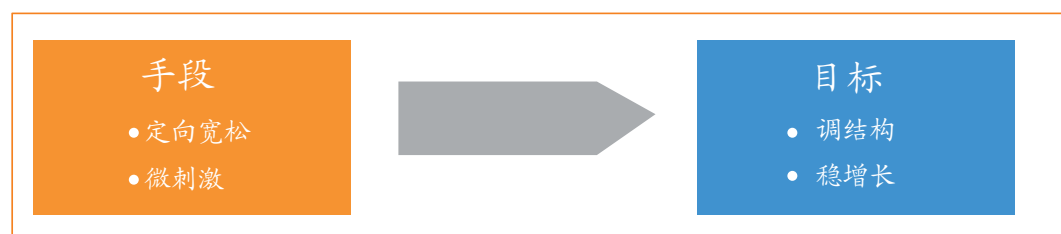
2014年2季度货币净投放有所加大



数据来源: Wind资讯

4) 央行调节目标与手段较为清晰

过去一年来, 央行货币调节手段与方式有以下几个特征: 灵活运用多种货币政策工具, 直接调控向间接调控转变, 让市场发挥主体性作用, 让政策利率引导市场利率。上半年货币流动性表现表明, 央行对货币流动性掌控力显著增强, 资金价格水平保持的相对稳定。从下半年实现经济平稳增长需要来看, 下半年货币政策基调有望继续保持中性偏宽松。



我们认为, 未来将从三个方面来推动经济的平稳运行:

- 1) 间接调控: 随着十八届三中全会提出让市场发挥决定性作用, 央行货币政策的调控方式从直接调控向间接调控转变, 未来要让市场发挥主体性作用。
- 2) 政策引导: 随着未来利率市场化、信贷规模的放开, 央行也要考虑到把定价权交给市场后如何对市场的利率进行调控, 防止失控, 因此要让政策利率引导市场利率。
- 3) 非全面放松: 制约货币全面放松的主要原因在于中国负债率高企、货币与经济增长脱节, 继续全面放松货币对于解决中国经济结构性失衡的问题无益。

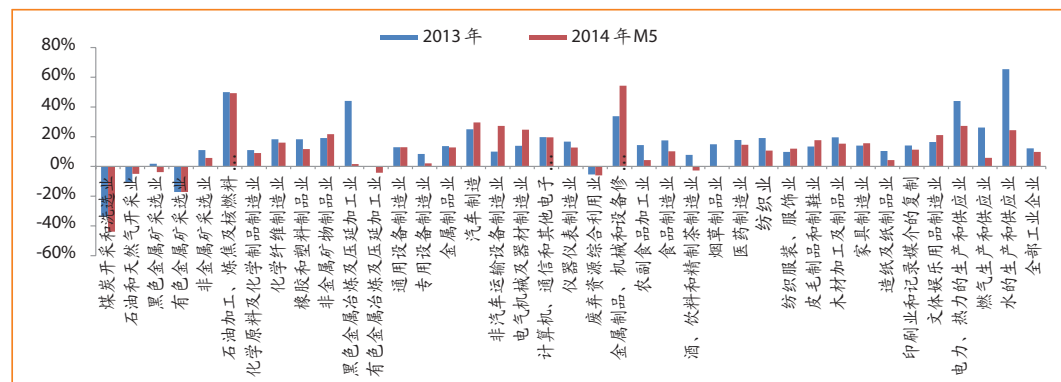
二、业绩与再融资双重压力下, A股有望延续主题投资特征

1、企业盈利前景依然堪忧

1) 工业企业利润增速整体回落

2014年前5个月, 全部工业企业收入同比增长8.1%, 较2013年的11.3%回落3.2个百分点, 利润同比增速为9.8%, 较2013年12.2%回落2.4个百分点。在38个行业中, 利润增速变差的达到27个。

2014年上半年工业企业利润增速整体回落



数据来源：Wind资讯

行业盈利增速变化方向统计

增速变化方向	行业数量
持平	3
持续下降	4
放缓	20
加速	8
下降	3
总计	38

行业盈利同比增长统计

增速变化方向	2013年	2014M5
大幅恶化<-30%	1	1
明显下降-30%~-15%	1	1
小幅下降-15%~-3%	2	4
持平-3%~+5%	2	6
小幅增长+5%~+12%	7	7
较好增长+12%~+25%	18	14
大幅增长>+25%	7	5

数据来源：Wind资讯

2) 创业板业绩增速下滑明显

截至7月13日，主板、中小板、创业板中报披露率分别为22%、100%、55%。从已披露预告看，中小板中报净利润同比均值12.4%（大部分预告值在一季报公告时披露），较Q1的-0.24%有所抬升，但和一致预期35.2%的差距处于历史上的中等偏高水平。已公布的创业板、创业板指、权重股预告1H归母净利润同比分别为26.4%、21.4%、36.5%（均是最近公布的值），较Q1的36.8%、35.3%、69.8%明显下滑；创业板指、权重股14年一致预期净利同比55.5%、57.2%，预期差为34.1、20.7个百分点，均处于历史区间15-45、5-25个百分点的偏高水平。

上市公司2014年中报业绩预告表现

	披露率 %	中报净利润同比均值分布公司数					中报 净利润同比均值 %	2Q 净利润同比均值 %	2Q 净利润环比均值 %
		小于0	0-20%	20%-50%	50%以上	不确定			
主板	22.0	87	11	19	114	81	84.9	107.2	32.5
中小板	99.9	220	197	165	137	1	12.0	21.2	54.5
创业板	55.0	52	47	51	49	11	26.4	18.0	27.9
汇总	49.2	359	255	235	300	93	32.5	41.7	43.7

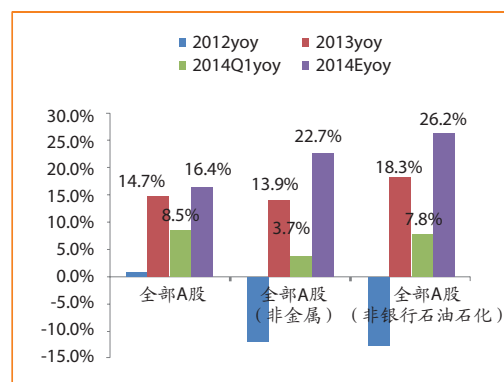
数据来源：Wind资讯

3) 下半年企业盈利前景依然堪忧

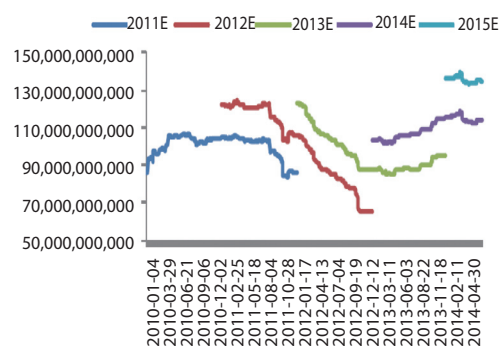
A股盈利预期依然偏高。在目前工业品普遍产能过剩、整体需求相对较弱的环境下，下半年利润增速而言，收入增速的变化是决定性的。一方面，根据前面判断，下半年收入增速将持续下行，这在利润率增速不变的情况下会直接造成利润增速的下滑。其次，随着收入增速的下行，利润率的同比增速也会下行，这将进一步加大利润增速的调整。今年下半年，A股净利润增速降至小个位数的可能性较大，考虑到基数问题，第三季度下行压力较为明显。

当前WIND一致预期为16.4%，未来仍有较大的下调风险。统计Wind研究员“自下而上”一致预期对2014年盈利增长预期16.4%，剔除金融股预期增长22.7%，剔除石油石化预期增长26%。当前的盈利预测隐含了经济增速较乐观的预期，一旦经济增速放缓，企业盈利增速也将发生变化。

2014年 WIND一致盈利与最新季报增速



沪深300 非银成分预测净利润变动



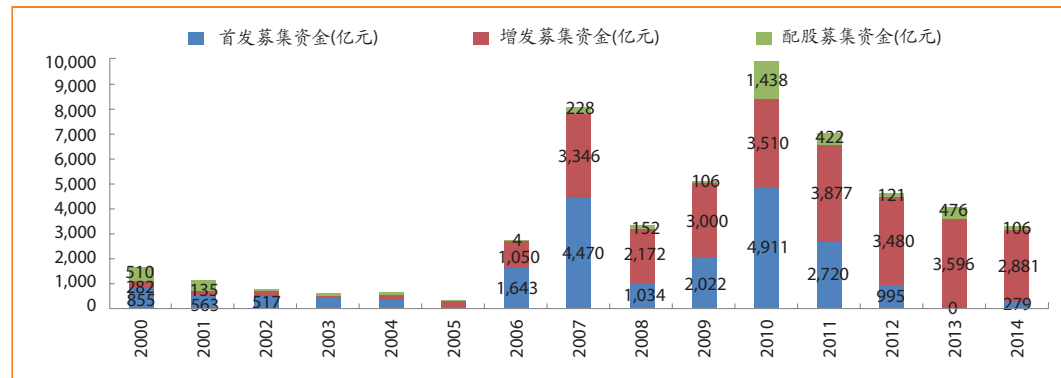
数据来源：Wind资讯

2、再融资压力大，场外资金继续观望

1) 供应：新股及再融资

新股开闸对市场压力较小。按证监会之前的表示，下半年上市新股不会超过100家，按目前上市的8只新股发行的情况，平均每只募资6.5亿来估算，预计下半年新股募资650亿元左右，平均每周4只新股。

A股市场供应压力主要来自于增发募集



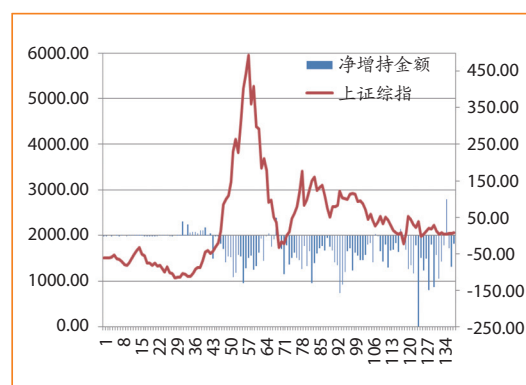
数据来源：Wind资讯

再融资的压力有增无减。截至2014年7月4日，共实现增发共募资2880亿元，我们预计2014年股票再融资需求将超过4000亿元，增发在融资需求将创历史新高。因此，A股市场的供应压力实际上主要来自于增发而非IPO。

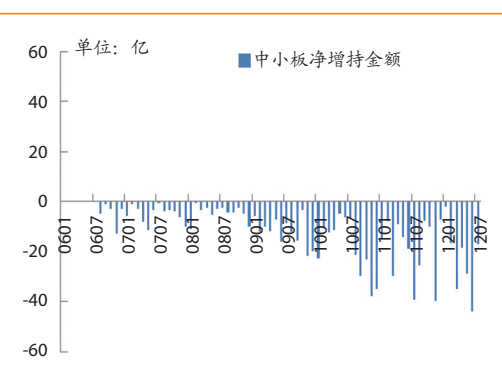
2) 供应：产业资本

中小板和创业板依然减持严重。今年以来重要股东累计披露减持265亿元，其中主板净增持128亿元，中小板净减持216亿元，创业板净减持178亿元。可见中小市值股票减持较为严重，不过历年来，涨幅较大的行业，尤其是民营企业比较集中的行业，减持都是比较集中的。2013年中小板、创业板涨幅巨大，大股东和管理层减持意愿较为强烈，我们预计2014年中小板和创业板依然面临较大的解禁压力。

重要股东披露净增持规模

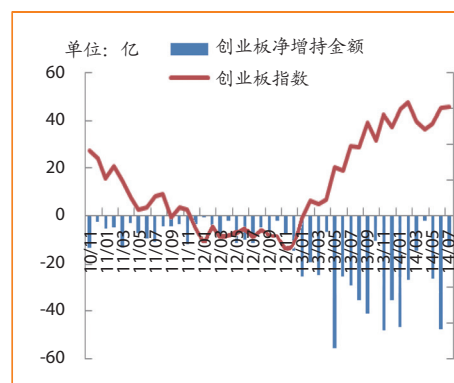


中小板净增持规模

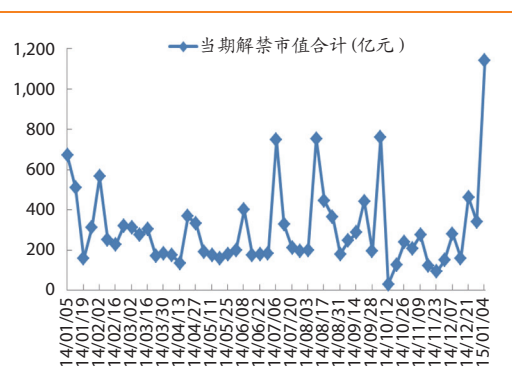


数据来源：Wind资讯

创业板净增持规模



当期解禁市值规模

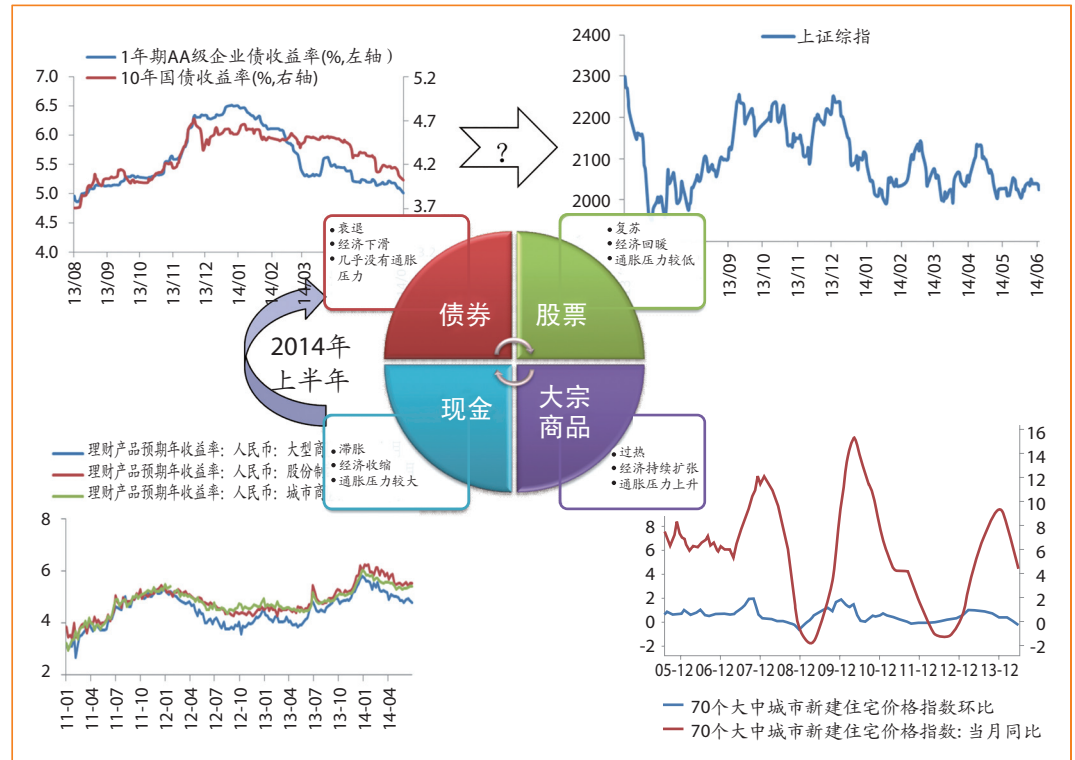


数据来源：Wind资讯

3) 需求：资产配置

2014年上半年，经济增速和CPI又双双回落，经济表现出典型的衰退早期特征。各类资产表现明显向债券倾斜。10年期国债收益率从年初的4.6%下降60个BP至4.0%。而股市无论是上证综指还是创业板，都表现出震荡的格局。房价和理财产品收益率都出现下滑。2014年下半年经济仍存在下行压力，在极端情况下刺激政策有加码的可能，但预计仍然是微刺激的节奏，在政策微刺激的情况下A股较难具备趋势行情。

我国经济正处于衰退后期



数据来源: Wind资讯

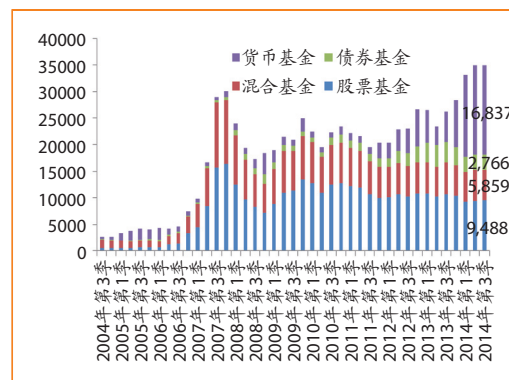
4) 需求: 场外资金

公募基金资产配置方向边际变化将有助于股票需求增加。资金由低风险资产转向权益类资产取决于收益率预期的变化。

目前A股市场处于存量资金博弈的状态, 由于没有持续的赚钱效应, 场外资金比较谨慎。不过经历了多年的下跌, A股估值水平已经开始具有较好的吸引力, 未来沪港通的实施、QFII额度进一步放开、险资提高权益配置比例上限等均有可能带动场外资金入场, 从而推动A股上行。

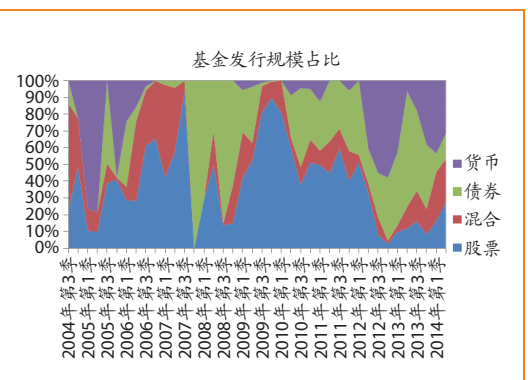
2014年下半年, 建议关注无风险收益率的下降、场外资金动向、二级市场成交额变化、市场赚钱效应等。

各类公募基金资产规模净值



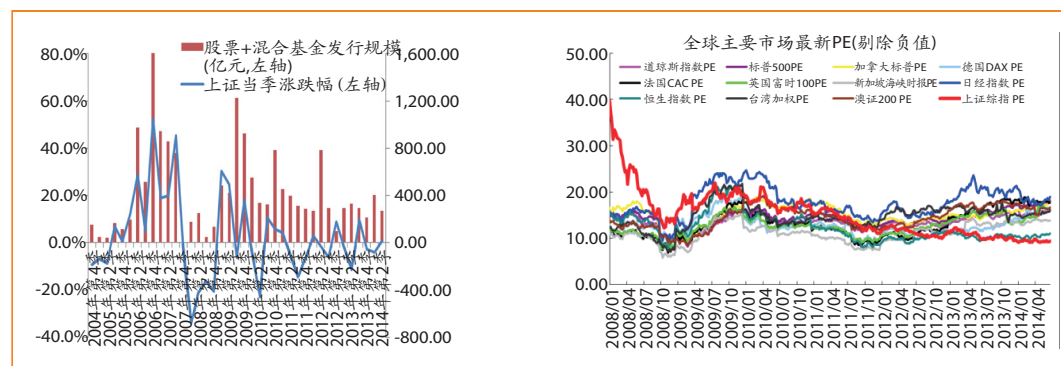
数据来源: Wind资讯

基金发行规模占比



场外资金入场需要赚钱效应

全球主要股市PE走势图



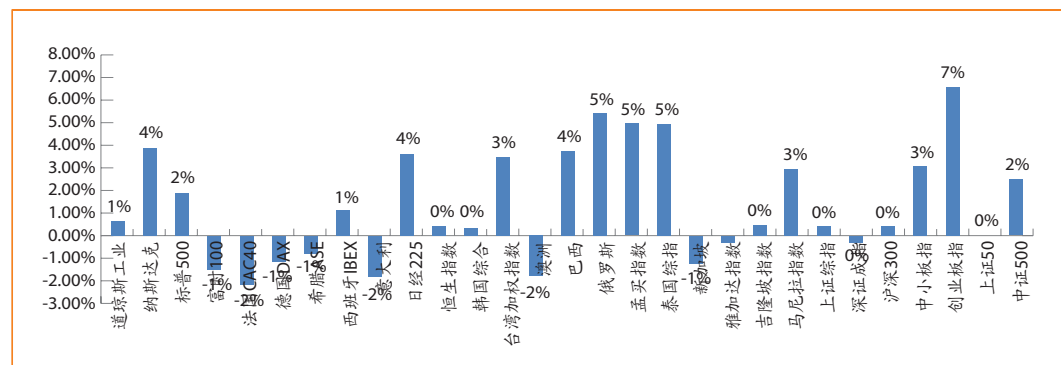
数据来源: Wind资讯

3、主题性投资特征

1) 全球股市涨跌互现

6月全球股市涨跌互现, 相对而言, 持续稳健增长市场: 美国、印度、泰国、台湾、; 阶段反弹: 日本、台湾、巴西、俄罗斯、中国中小股票、东南亚; 阶段调整市场: 欧洲市场。

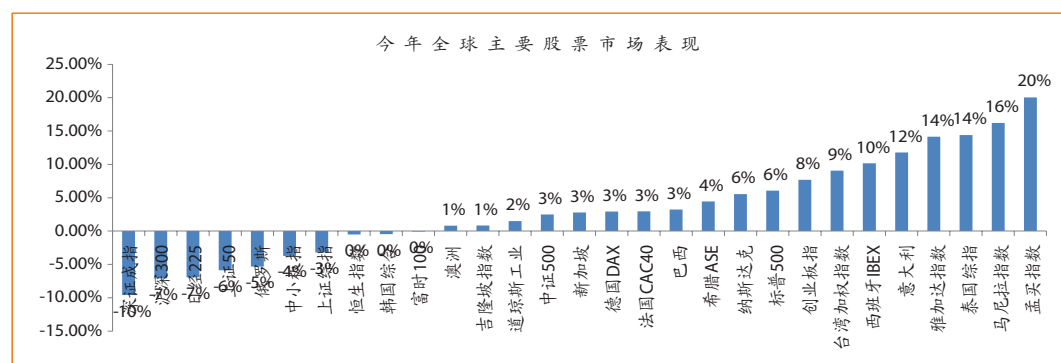
2014年6月份全球主要股市表现



数据来源: Wind资讯

2014年上半年, 全球主要股市表现较好的市场包括东南亚市场、前欧债危机国家市场、以纳斯达克和中国创业板为代表的新兴领域市场。

今年以来全球股市主要表现



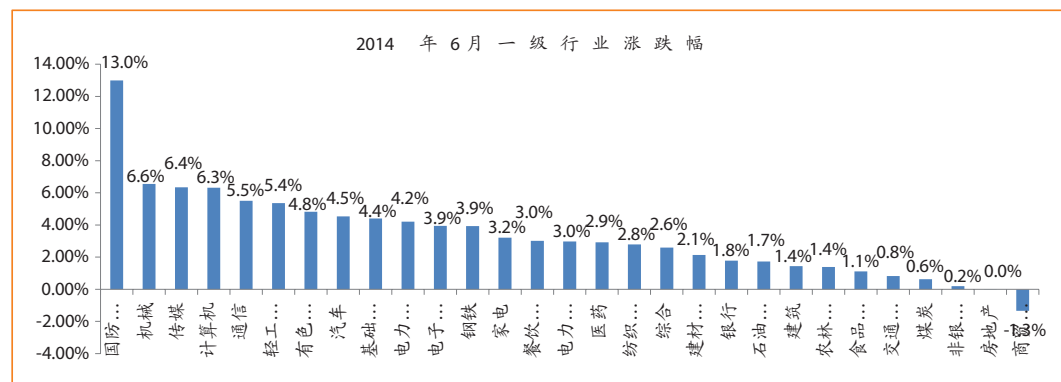
数据来源: Wind资讯

2) A股市场主题投资特征明显

尽管6月A股大盘指数涨幅不大，但从板块来看，绝大多数一级行业均取得上涨，其中军工、机械、TMT、轻工、有色等行业涨幅居前。

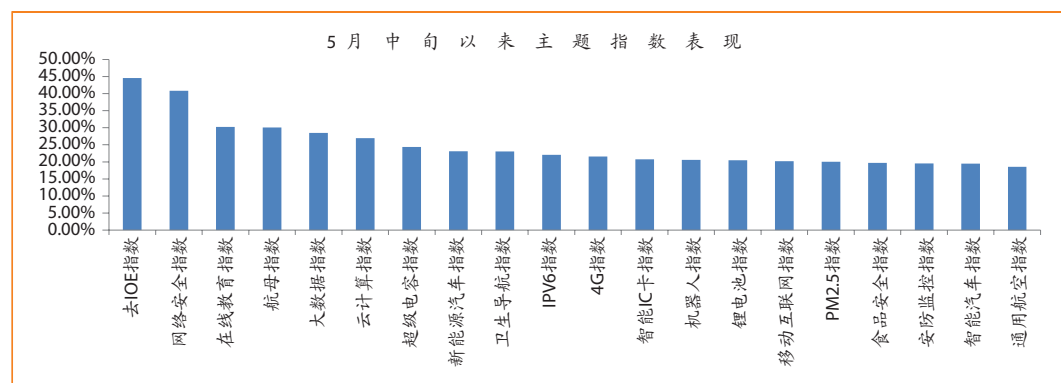
最近一轮市场反弹行情呈现明显的主题投资特征：从主题行情来看，去IOE、网络安全、在线教育、军工、大数据、新能源汽车、机器人、环保、4G通信、移动互联网等主题表现活跃，主题轮番切换炒作。

2014年6月份国防军工行业一枝独秀



数据来源：Wind资讯

2014年5月中旬以来主题指数表现



数据来源：Wind资讯

从市场风格来看，小盘股、高估值、业绩差股、次新股表现活跃，而大盘股、低估值、白马成长、绩优股被资金持续卖出，表现低迷。场内资金投向呈现出更高的风险偏好，由大市值蓝筹、绩优成长股流向小市值题材领域。

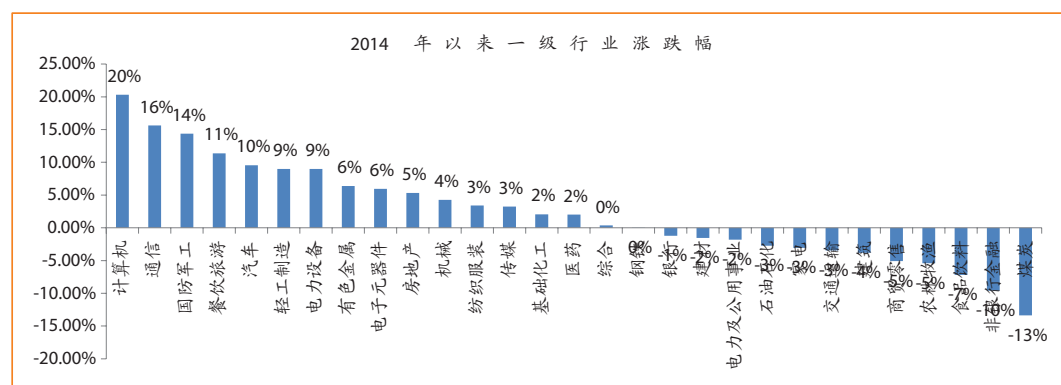
A股市场风格指数表现

简称	最新报价	一周涨跌幅	2周涨跌幅	一月涨跌幅	三月涨跌幅	六月涨跌幅	一年涨跌幅	今年以来
大盘指数(申万)	1770	-1.70%	-0.71%	-1.41%	-6.05%	-4.68%	-4.94%	-8.63%
中盘指数(申万)	2626	-1.14%	2.55%	2.89%	-2.58%	2.69%	12.10%	-0.03%
小盘指数(申万)	3343	0.23%	4.33%	5.73%	1.21%	11.53%	26.85%	8.28%
高市盈率指数(申万)	995	-0.10%	4.12%	6.47%	4.31%	11.83%	25.35%	13.37%
中市市盈率指数(申万)	2159	-2.18%	0.65%	1.57%	-1.95%	2.15%	13.40%	0.07%
低市盈率指数(申万)	3280	-0.68%	0.45%	-0.87%	-5.42%	0.87%	0.10%	-4.69%
高市净率指数(申万)	1206	-3.45%	-0.95%	0.63%	-4.05%	-6.71%	-0.13%	-5.81%
中市净率指数(申万)	2878	0.50%	3.17%	4.38%	0.05%	8.76%	20.73%	5.10%
低市净率指数(申万)	3198	-0.93%	0.44%	-0.33%	-3.66%	2.42%	5.21%	-2.93%
高价股指数(申万)	1984	-2.76%	-1.21%	0.25%	-3.77%	-5.42%	0.13%	-5.69%
中价股指数(申万)	2495	-0.97%	1.67%	1.86%	-2.96%	5.72%	10.45%	1.32%
低价股指数(申万)	4169	-0.55%	1.66%	1.10%	-2.35%	5.93%	9.69%	1.07%
亏损股指数(申万)	1920	0.67%	4.48%	5.96%	2.24%	14.10%	22.92%	9.30%
微利股指数(申万)	1726	-0.28%	4.08%	3.99%	-1.25%	7.42%	16.99%	4.54%
绩优股指数(申万)	2806	-2.83%	-2.13%	-1.73%	-7.14%	-5.65%	-9.35%	-8.87%
活跃指数(申万)	31	0.76%	1.76%	3.06%	-8.52%	-4.81%	-8.90%	-5.04%
新股指数(申万)	1158	0.39%	0.81%	8.36%	8.81%	9.41%	23.58%	9.41%

数据来源：Wind资讯，截至日期：2014年6月30日

从2014年上半年来看，A股行业指数涨跌各半，分化明显，其中计算机、通信、军工等居涨幅榜前列；而煤炭、非银、食品饮料、农林牧渔等跌幅居前，占A股权重较大的银行、石油石化分别下跌1%和3%不等。

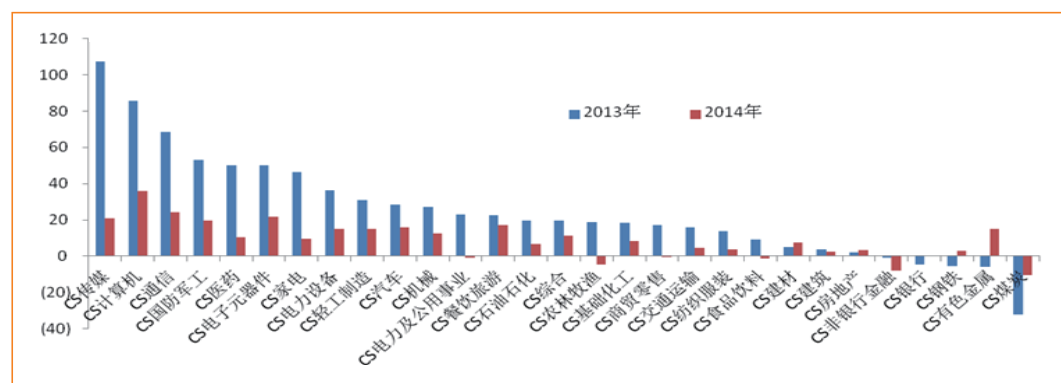
计算机、通信、军工等行业表现突出



数据来源：Wind资讯，截至日期：2014年6月30日

与2013年行情特征比较，2014年行业表现呈现出一定的强者恒强特征。2013年表现较强的TMT除传媒外今年总体表现相对较好，但涨幅大幅缩水，2013年表现较差的行业依然偏弱，仅有色、地产行业2014年取得小幅正增长。

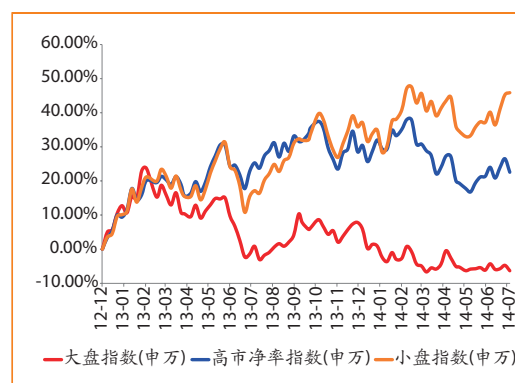
2014年上半年与2013年一级行业涨幅比较



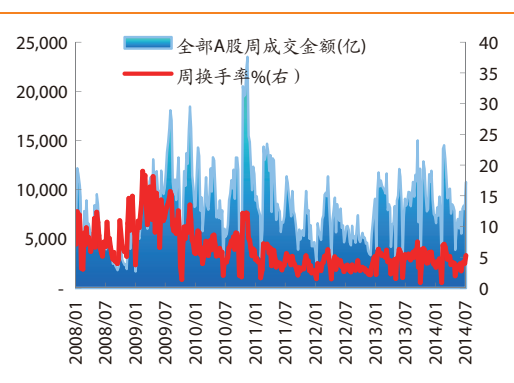
数据来源：Wind资讯，截止日期：2014年6月30日

市场存量资金博弈特征较为明显，2012年底以来，资金依次进入大盘股、优质成长股和小市值题材股。

小盘指数继续大幅领先大盘指数



周换手率有所提升但绝对水平仍较低



数据来源：Wind资讯

三、短期谨慎、长期乐观

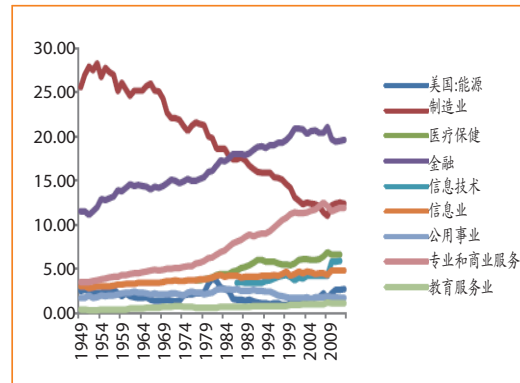
1、长期看好我国经济转型带来的机会

1) 经济转型升级驱动

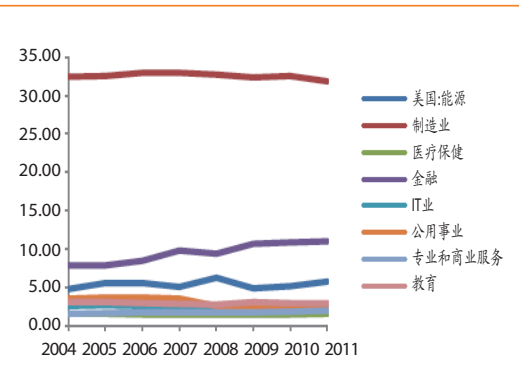
观察美国各行业占GDP比重和美国股票市场行业市值占比，美国金融业占比最高，但是占GDP的比重和股票市场总市值的比例也仅为20%左右，中国金融业的比重则达到30%。美国制造业的比重从50年代的近30%逐年下行，目前大约在12%左右的水平，我国制造业占GDP比重则高居30%以上。

美国的专业和商业服务、医疗保健、信息技术、信息业等行业较为发达，产值占GDP比重也较高，我国在这方面则大为欠缺。因此，未来我国的金融业市值占市场总市值的比例预计还会下降，而服务业、医疗保健、TMT仍面临很大的发展空间，值得长期看好。

美国各行业占 GDP 比重 (%)

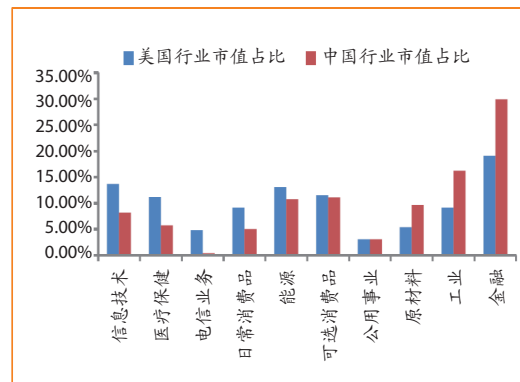


中国各行业占GDP比重 (%)

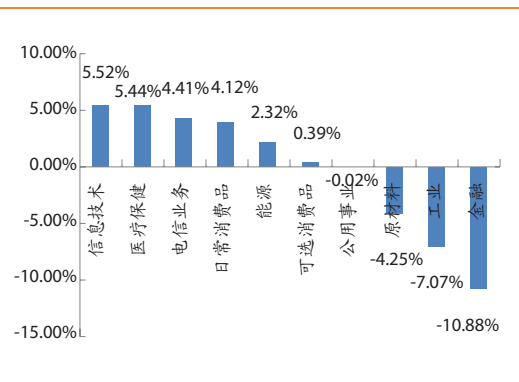


数据来源: Wind资讯

中国和美行业市值占比



中美行业占比差异看行业未来空间

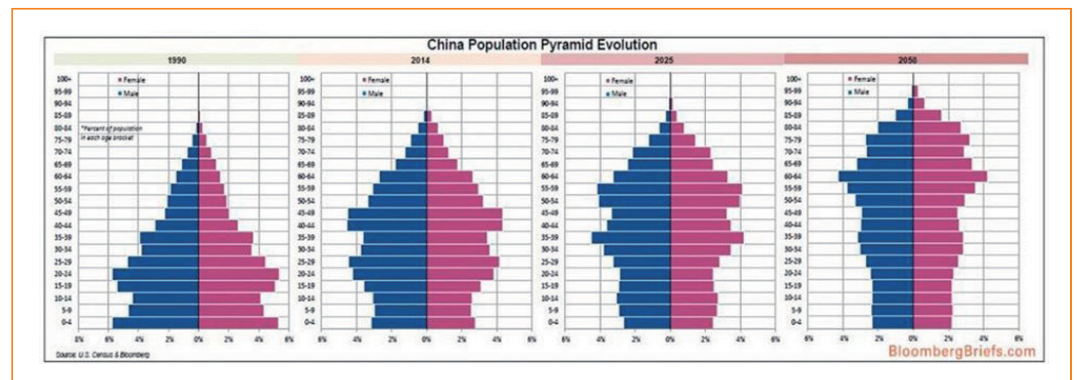


数据来源: Wind资讯

2) 人口结构变化驱动

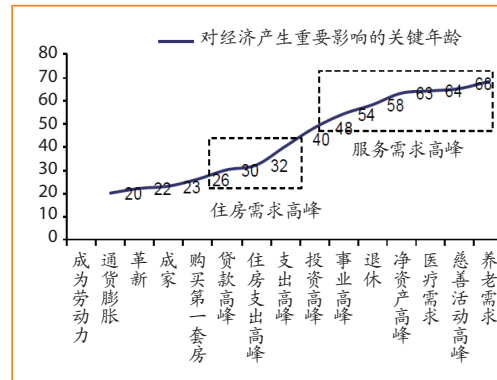
人口结构变迁是驱动经济和产业结构转型的重要动力。我国人口老龄化趋势正加速攀升,这一变化趋势将从需求端和供给端对我国经济和产业结构产生重要影响。从需求端看,健康服务消费提速,医疗服务、养老服务、健康食品等细分行业前景广阔。在供给端,劳动力成本上移已成趋势,我们看好机器人、智能装备等高端装备制造在产业结构升级中的需求爆发。

中国人口年龄结构变化趋势



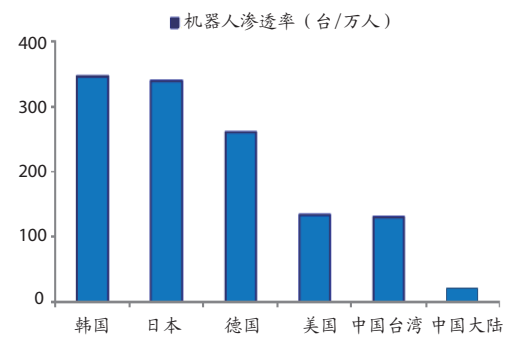
数据来源: Wind资讯

对经济产生重要影响的关键年龄



数据来源: Wind资讯

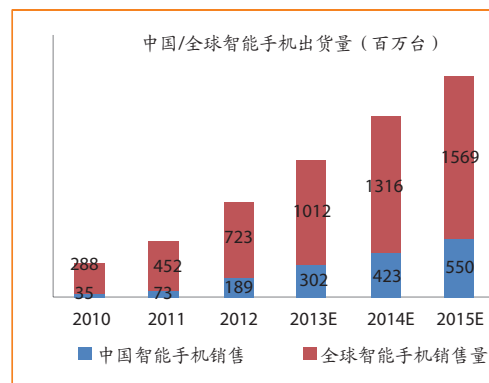
中美行业占比差异看行业未来空间



3) 创新驱动

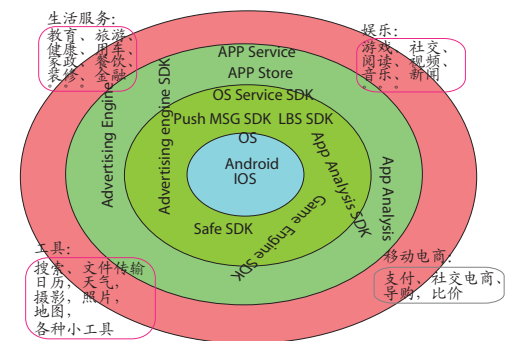
创新包括新技术、新模式、新材料等, 其中核心技术创新正在形成产业飓风, 聚焦于创新驱动有利于寻找下一个风口。

移动智能终端持续发展

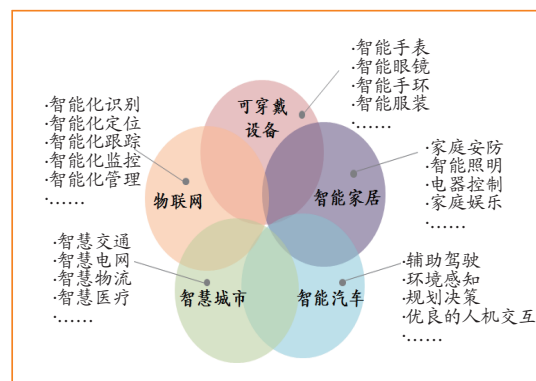


数据来源: Wind资讯

移动互联网——飓风

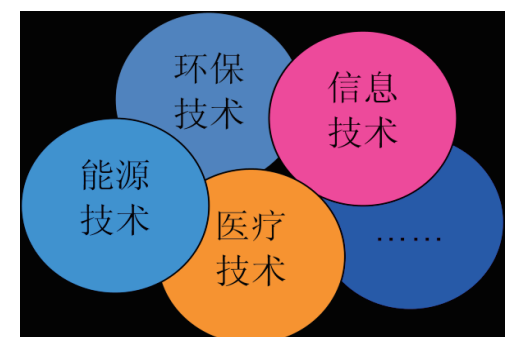


新型智能终端



数据来源: Wind资讯

其他领域



4) 安全需求驱动

当前我国面临的安全事件日益增多，各类安全压力突显，周边政治局势动乱、交通事故、食品事件、跨国监听等等。因此，安全的需求必然加大，我们认为未来的投资机会集中在四大领域：国防安全、能源安全、信息安全和食品安全，所涉及到的行业包括军工、能源开采安全设备、新能源、芯片、服务器、数据库、检测等。

5) 产业转移驱动

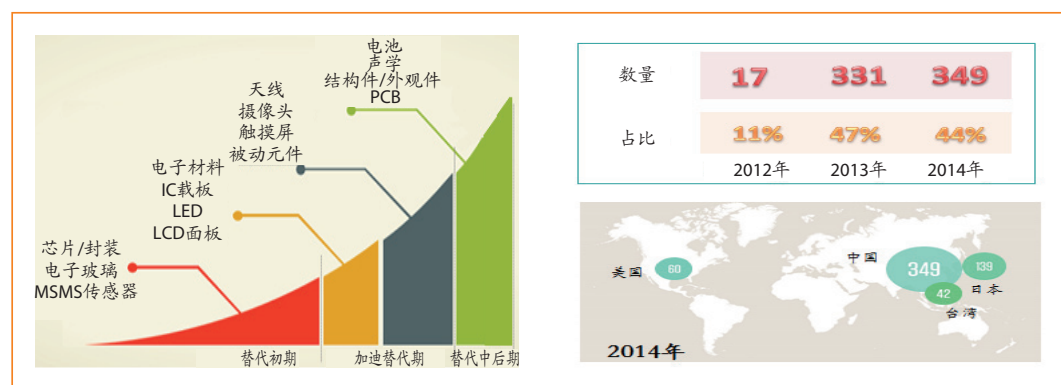
近几年，我国在计算机、电子等硬件制造方面突飞猛进，硬件产业链上的综合优势使我国在国际化竞争中脱颖而出。凭借大陆人才优势，物流体系，电力设施等配套体系完善，我国成为供应链转移的主要受益者，产业链转移已经使得众多企业受益。

产业链转移路线：欧美→日本→韩国、台湾→中国大陆

专业转移本身也经历了结构性变化，转移的行业从简单的组装制造向上游核心零部件领域延伸，其中电子材料处于加速转移期。

电子元器件替代演变路径

苹果产业链中我国公司数量持续增长



数据来源：Wind资讯

2、短期保持谨慎，等待进攻机会

1) 短期保持谨慎态度，防御为主

2014年第3季度，我们认为系统性机会不大，相反有两个风险点值得关注：

一是3季度是中报披露期，从目前的上市公司业绩预告及部分行业的情况看，业绩存在不达预期的风险。因为整体上投资者对上市公司的业绩增长预期还停留在较高的水平，如果中报业绩低于预期的公司比例较高，市场的整体价格水平还有下滑的可能，而估值也可能因此而出现较大波动。

二是经济可能出现新的下行压力，从而导致风险偏好继续下降。从宏观数据看，工业增加值环比回升，PMI连续四个月上涨，经济看似已经企稳；不过微观数据并未体现出来，如果房地产销售和投资持续低迷，将会拖累经济出现新的下行压力。

3季度，政策措施发生变化的概率很大，尤其是2季度实施稳增长措施之后，其效果会在3季度体现出来，同时如果新的不利因素出现，政策上也需要跟进，因此，需要密切跟踪政策措施的变化情况。在配置方向上建议重点放在低估值蓝筹股和中期业绩增长确定且估值已回调至合理水平的成长股。

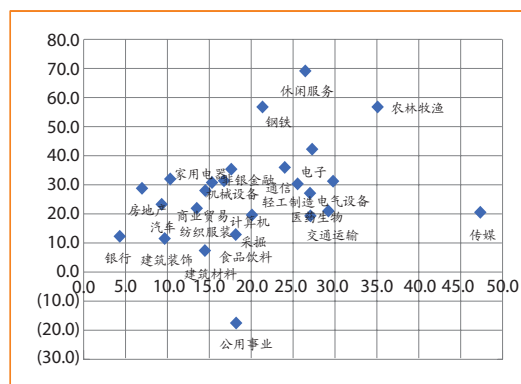
错判风险：1) 企业盈利好于预期；2) 经济数据好于预期or政府出台更大规模刺激措施。

2) 中期转向乐观，由守转攻

到3季度末，我们预计市场风险因素释放已经较为充分，投资者风险偏好将显著回升；同时，如果出现政策加码，经济企稳回升的信号会更强烈。4季度，流动性预计保持适度宽松的状态，无风险收益率存在继续下行的可能，债券市场的行情也将迎来新一轮资金配置需求高峰。

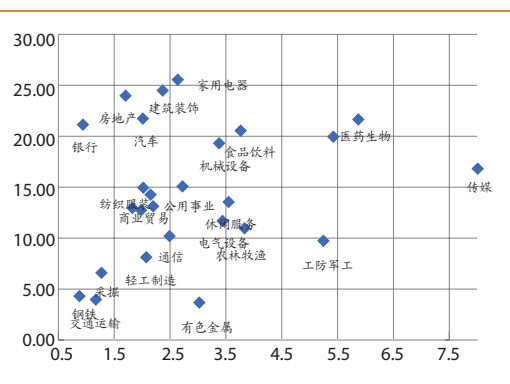
中长期看，我们认为自下而上精选个股仍然是取得显著超额收益的最佳方式，重点仍然是优质成长股和优质蓝筹股。

申万一级行业PEG

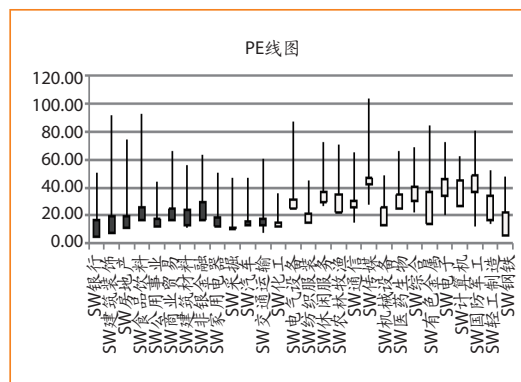


数据来源：Wind资讯

申万一级行业：PB-ROE

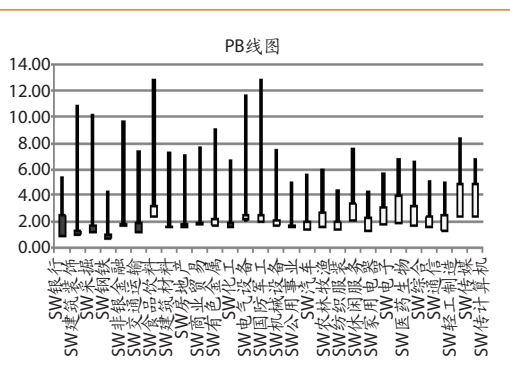


行业最新 PE 与近十年估值水平比较



数据来源：Wind资讯

行业最新 PB 与近十年估值水平比较



3、市场风险因素

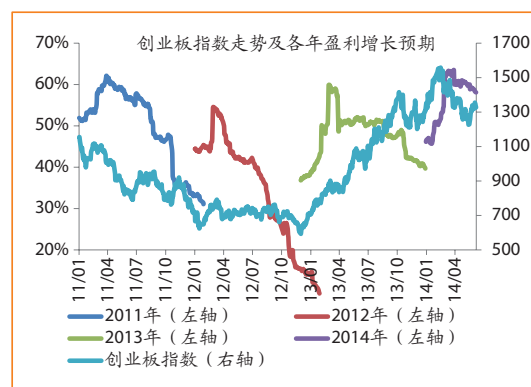
中期业绩风险：短期大概率难以避免，建议进一步跟进数据。

经济下行风险：数据有下行压力，政策力度有待观察。政府有信心，极端情况下我们没必要太担心。

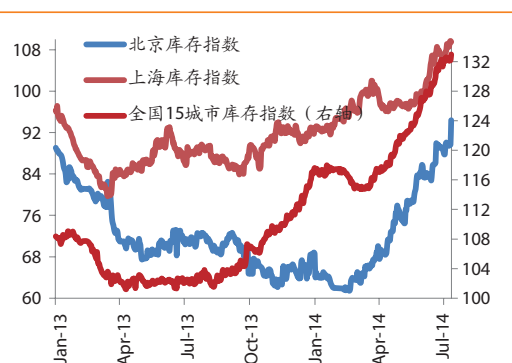
房地产风险：新房滞销导致库存上升将转化为担忧情绪上升。房地产是否会引发系统性风险短期无法证伪也无法证实，但我们认为政府储备措施充裕。

债务风险：流动性相对宽松，未来债务风险仍在聚积，银行/地方政府各方积极化解，2季度未出现大面积的违约事件，违约明显发生的时点或延后。

创业板业绩预期面临下调压力

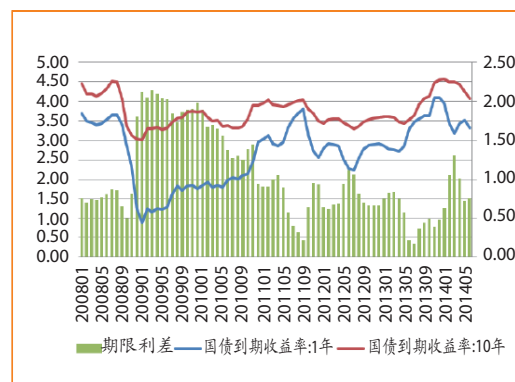


地产库存指数不断跑高

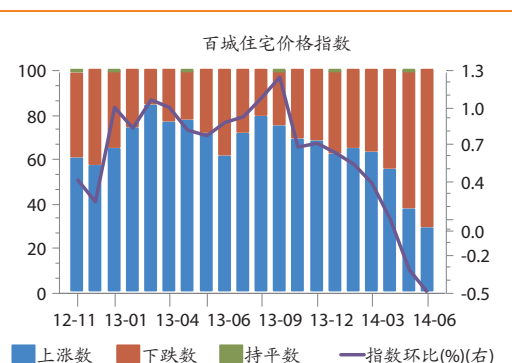


数据来源：Wind资讯

中国长短期国债期限利差走势



房价环比开始回落



数据来源：Wind资讯

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

深圳市福田区中心四路1号嘉里建

设广场一期二座17楼

邮编：518048

电话：(0755) 88318883

传真：(0755) 82990384

www.msfnfunds.com.cn