

风格切换 蓝筹投资季

——2015年二季度投资策略报告

✍️：戴方
 ☎️：021-64718888-1219
 ✉️：daifang@stocke.com.cn

执业证书编号：S1230511010016

投资要点

□ 大类资产配置：二季度超配 A 股、标配债券、低配商品、低配现金

宏观经济将呈现阶段性回升态势、美元指数仍将呈现高压态势、人民币对美元汇率将保持相对稳定以及 A 股市场风险偏好仍将继续提升，构成我们二季度类资产配置的基本宏观前提。结合经典的美林投资时钟，二季度国内投资环境基本符合“复苏期”的阶段性特征，因此我们建议二季度大类资产配置中超配股票、标配债券（“利好”与“利空”并存）、低配商品（关注交易性机会）、低配现金（“宝宝”们风光不在）。我们预判二季度将是蓝筹板块估值修复为主基调，上证综指有望运行在 3800-4200 点的区间。

□ A 股风格配置：二季度 A 股市场风格有望切换到蓝筹板块

市梦率也有梦醒时刻，无论是 2000 年的纳斯达克网络泡沫破灭还是 2007 年 A 股终结于 6124 点，中小市值板块 PE 都有“均值回归”的倾向；当前 88 倍的创业板或已在梦醒十分。信用交易的杠杆特性具有双重性质，有助涨的功效也有助跌的效果；当前中小市值板块的信用交易的杠杆程度普遍高于以沪深 300 为代表的蓝筹个股，蕴含着“戴维斯双击”的风险。“注册制+退市制度”，意味着“良币驱逐劣币”时代的到来，IPO 新股供应限制的打破，意味着蓝筹板块有望成为 A 股市场价值的中枢，有望进一步获得市场的投资偏好。基于此，我们预判二季度 A 股市场风格有望切换到蓝筹板块。

□ A 股行业配置：围绕蓝筹板块，三条主线来选择

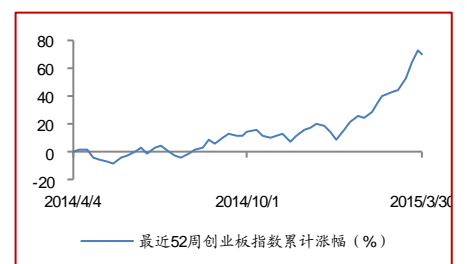
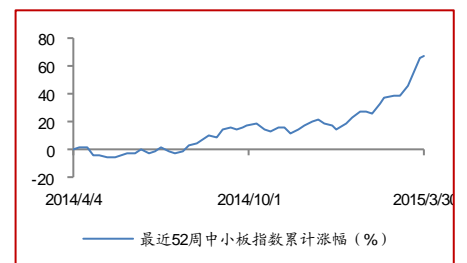
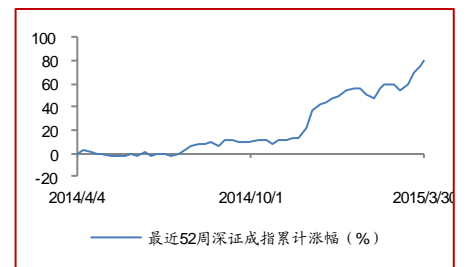
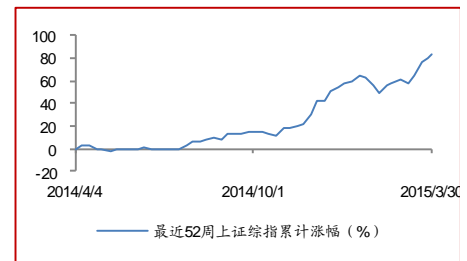
鉴于当前宏观经济发展模式仍旧以投资拉动模式为主，使得当前以沪深 300 指数成份股为代表的蓝筹板块普遍具有高贝塔值、高财务杠杆的周期性特性，因此周期行业是二季度重点配置行业方向。并结合“2015 年保持经济运行在合理区间”（“二季度宏观经济回升”是“2015 年保持经济运行在合理区间”的重要组成部分）和“未来 3-5 年经济融资结构变革”（经济融资结构变革下的国有资产价值重估，当前已与“资金进入股票市场也是支持实体经济”结合在了一起）的两大 A 股市场驱动逻辑，我们分别从“宏观经济阶段性回升”、“推进经济融资结构变革”和“聚焦改革与战略新兴产业”等三条主线来配置二季度重点行业和投资主题。

三条主线配置二季度 A 股市场行业组合。主线一：宏观经济阶段性回升，建议配置房地产、基础建设（含建材）、高铁、电力设备等板块；主线二：推进经济融资结构变革，建议配置证券、保险和银行；主线三：聚焦改革推进与战略新兴产业，建议配置国企改革、“一带一路”、自贸区扩围、“互联网+”和新能源汽车此外，我们从跨越周期的角度，建议关注 TMT、通讯、医疗、环保等行业以及基于这些产业链上的主题投资，如智能穿戴、4G 商用、基因测序、重离子治疗肿瘤等。

□ 风险提示

对于二季度 A 股市场运行过程中可能的风险，我们提示如下：（1）房地产投资超预期下滑压制宏观经济复苏；（2）融资融券、伞形信托等杠杆型资金爆仓的负面影响；（3）美元进入加息周期以及中美息差过大而产生的资本大幅外流的风险。

A 股指数表现



报告撰写人：戴方

数据支持人：戴方

正文目录

上篇：宏观展望.....	5
1. 国内经济：二季度将呈现阶段性回升态势.....	5
1.1. 宽货币政策旨在降低实际利率.....	5
1.2. 基建投资将托底积极财政政策.....	6
1.3. 阶段性补库存将助力经济回升.....	8
2. 海外经济：二季度美元指数仍呈高压姿态.....	10
2.1. 二季度美元指数维持高压姿态.....	10
2.2. 二季度人民币汇率将相对稳定.....	12
3. 市场情绪：二季度市场风险偏好继续提升.....	14
3.1. 技术面：上证综指站上 3478 点后.....	14
3.2. 资金面：赚钱效应带来增量资金.....	14
3.3. 风险面：风险释放利好市场风险偏好提升.....	15
下篇：投资策略.....	18
4. 大类资产配置策略：超配 A 股、标配债券、低配商品、低配现金.....	18
4.1. 上证综指有望运行在 4000-4500 点，超配 A 股.....	18
4.2. “利好”与“利空”并存，标配债券.....	18
4.3. 关注交易性机会，低配商品.....	19
4.4. “宝宝”们风光不在，低配现金.....	20
5. A 股风格配置策略：二季度 A 股市场风格有望切换到蓝筹板块.....	21
5.1. “市梦率”也有梦醒时刻.....	21
5.2. 杠杆交易具有双重效应.....	23
5.3. 注册制+退市制度，良币驱逐劣币时代到来.....	24
6. A 股行业配置策略：围绕蓝筹板块，三条主线来选择.....	24
6.1. 主线一：宏观经济阶段性回升，建议配置房地产、基础建设（含建材）、高铁、电力设备.....	26
6.2. 主线二：推进经济融资结构变革，建议配置证券、保险和银行.....	26
6.3. 主线三：聚焦改革推进与战略新兴产业，建议配置国企改革、“一带一路”、自贸区扩围、“互联网+”和新能源汽车.....	26
6.4. 投资风险提示.....	27

图目录

图 1: 实际利率提升不利投资扩张	5
图 2: 实际利率提升不利于消费	5
图 3: 实际利率提升对宏观经济有紧缩作用	6
图 4: 通胀是影响实际利率的主导因素	6
图 5: 基准利率高位, 有下调空间	6
图 6: 存款准备金率高位, 有下调空间	6
图 7: 2015 年 1-2 月固定资产投资同增 13.9%, 惯性下降	7
图 8: 2015 年 1-2 月房地产投资同增 10.4%, 低位企稳	7
图 9: 2015 年 1-2 月制造业投资同增 10.6%, 惯性下滑	7
图 10: 2015 年 1-2 月基建投资同增 20.8%, 维持高位	7
图 11: 预算收支口径赤字率 2.3%, 较 2014 年上升 0.2 个百分点	7
图 12: 七大类重大工程投资包将是 2015 年基建投资重点	7
图 13: 2014 年国家发改委批复重大基建项目约 20655 亿元	8
图 14: 2015 年 1 月国家发改委批复重大基建项目近 1200 亿元	8
图 15: 2014 年二季度基建投资拉动工业企业需求	9
图 16: 2014 年二季度基建投资拉动工业企业营收	9
图 17: 2014 年二季度基建投资拉动工业企业盈利	9
图 18: 复制 2014 年, 二季度有望迎来阶段性补库存	9
图 19: 固定资产投资增速下滑导致工业增加值增速下滑	9
图 20: 预判 2015 年第一、二季度 GDP 增速分别为 6.9% 和 7.0%	9
图 21: 2014 年以来美元指数累计涨幅超 20%	10
图 22: 欧元和日元构成美元指数主要权重	10
图 23: 2014 年末标普/CS20 城市房价指数呈企稳回升态势	10
图 24: 新增非农就业人数维持相对高位, 失业率继续走低	10
图 25: IMF 预测: 2015 年美国独领风骚	11
图 26: OECD 预测: 2015 年美国独领风骚	11
图 27: 美元对欧元和英镑维持强势	11
图 28: 美元对日元、加元和瑞郎维持强势	11
图 29: 美国核心通胀率有望回升	12
图 30: 美国成屋销售领先房价 1-2 个季度	12
图 31: 美国房价指数领先核心通胀率约 2 个季度	12
图 32: 美国失业率早已在 6.5% 以下, 失业率不构成加息障碍	12
图 33: 经济回升能够缓解人民币贬值预期	13
图 34: 2014 年二季度国内经济回升, 人民币贬值预期下降	13
图 35: 金融机构外汇占款与国家外汇储备呈正相关	13
图 36: 2015 年 2 月金融机构外汇占款出现回升	13
图 37: 预判 2015 年 1-2 月国家外汇储备将处于平稳态势	13
图 38: 特别提款权由美元、欧元、英镑和日元构成	13
图 39: 上证综指突破 3478 点, A 股市场长牛格局基本确立	14
图 40: 连续 8 个交易日成交额超万亿, 3478 点成“支撑线”	14
图 41: 上涨个股中超过 50% 的个股涨幅超 30%	15

图 42: 新增股票账户数与基金账户数不断攀升	15
图 43: 截止 3 月 20 日银证转账净额最高达 13680 亿元	15
图 44: 900 只“两融”股票标的融资余额达 12757.1 亿元	15
图 45: 风险释放利好市场风险偏好提升	16
图 46: 经典 DDM 模型, 风险偏好驱动 A 股市场	16
图 47: 商业银行不良贷款“双升”, 风险释放表现	17
图 48: 2014 年以来“非标”表内化, 非标融资比重大幅下降	17
图 49: 商业银行拨备覆盖率仍处于 200% 以上, 有安全边际	17
图 50: 资本充足率不断上升, 提供商业银行抗风险能力	17
图 51: 二季度投资策略背景思维度	18
图 52: 美林投资时钟	18
图 53: 流动性与信用利差二维空间下策略配置	19
图 54: 债券期限与信用评级二维空间下的不同信用利差	19
图 55: 全球经济“三分法”	19
图 56: BDI 指数处于历史底部, 显示全球大宗商品需求不畅	19
图 57: 大宗商品美元计价, 与美元指数呈反向关系	20
图 58: ETA 原油库存高企构成原油价格向下压力	20
图 59: 避险需求与美元指数共同决定国际金价	20
图 60: 上海期交所铜、铝、铅库存上升	20
图 61: “宝宝”们风光不在	21
图 62: 趋向实质宽松的稳健货币政策下降息预期仍存	21
图 63: 美国纳斯达克网络泡沫也有破灭之时	22
图 64: 纳斯达克综合指数 PE 相对标普 500 指数 PE 也有回归时	22
图 65: 06-07 年大牛市后中证 500 指数 PE 亦回归原位	22
图 66: 中证 500 指数相对沪深 300 指数 PE 溢价幅度回落	22
图 67: 当前创业板 PE 已超 88 倍	22
图 68: 当前创业板 PE 已是沪深 300PE 的 6.1 倍	22
图 69: 融资融券中的流量杠杆创业板大于中小板大于主板	23
图 70: 融资融券中存量杠杆创业板大于中小板大于主板	23
图 71: 融资融券中的流量杠杆中证 500 指数成份大于沪深 300 的	23
图 72: 融资融券中存量杠杆中证 500 指数成份大于沪深 300 的	23
图 73: IPO 注册将打破新股供给的限制	24
图 74: 新股供给打破背景下蓝筹版有相对优势	24
图 75: 非银金融、银行、生物医药、房地产、建筑装饰位居沪深 300 指数权重行业前五名	25
图 76: 非银金融、银行、建筑装饰、采掘和交通运输位居一级行业高贝塔值前五名	25
图 77: 银行、非银金融、建筑装饰、房地产、钢铁财务杠杆位居一级行业前五名(资产负债率截止 2014 年三季度末)	25

上篇：宏观展望

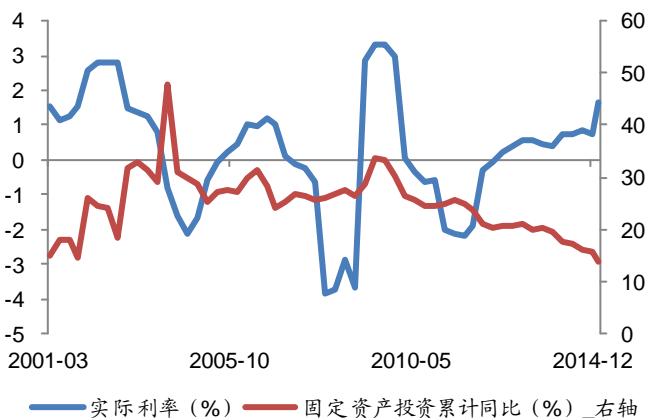
1. 国内经济：二季度将呈现阶段性回升态势

1.1. 宽货币政策旨在降低实际利率

宽松货币政策旨在降低实际利率。实际利率攀升，意味着宏观经济区域紧缩。既不利于投资的扩张，也不利于消费扩张，相应的趋势对比详见图 1 和图 2。前者缘于实际利率升到导致的投资预期要求回报率提高，后者源于可选消费品因实际利率提升而受到弹性的负面影响。鉴于名义利率调整作为央行的一种货币政策工具，因而名义利率具有相对稳定性，因此宏观经济中的实际利率基本有通胀率决定，且与通胀率成反向关系，具体详见图 4。2013 年下半年以来国内实际利率整体成上升趋势，与同期宏观经济增速下滑相随，具体参见图 3。

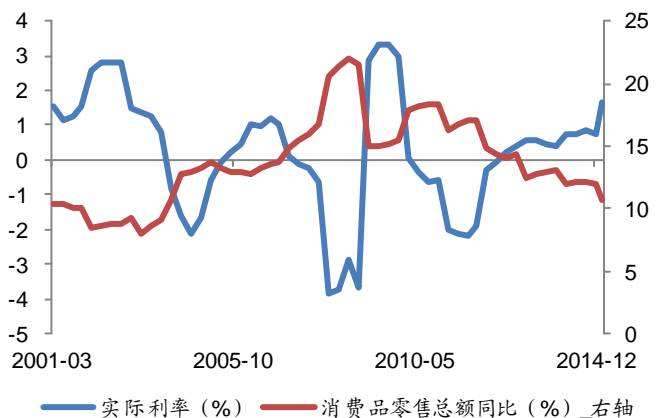
在当前“稳增长”背景下，缓解实际利率上升趋势甚至降低实际利率成为央行的货币政策的重要目标。2 月 28 日在《央行有关负责人就下调人民币贷款和存款基准利率并扩大存款利率浮动区间答记者问》中表示，“消费物价涨幅有所回落，工业品价格降幅扩大，对实际利率水平形成推升作用”，“利率调整的重点就是要继续发挥好基准利率的引导作用”。3 月 29 日周小川行长在博鳌论坛上表示，“货币政策警惕通货紧缩风险”，“货币政策还有调整余地”，显示管理层在宽松货币政策还有政策储备。降低名义利率和提高通胀率是降低实际利率的两条路径，但鉴于当前相对低迷的通胀率，降低名义利率成为央行首选。趋向实质宽松的“稳健货币政策”将会贯穿于 2015 年全年。鉴于当前相对高位的基准利率与存款准备金率，传统的总量工具有望继续采用，同时 MLF、降低逆回购利率等创新工具也将一并使用。比如续作 3 月份到期的 3500 亿元 MLF；3 月 24 和 3 月 26 日两次将 7 天逆回购利率将至 3.55%，有引导短期资金价格下行的意图。对于实质取向宽松的“稳健货币政策”，我们无需在意名义上的“定向”或“总量”，主要关注其背后的实际利率有没有趋缓或者下降，进而有没有对宏观经济有支撑作用。

图 1：实际利率提升不利投资扩张



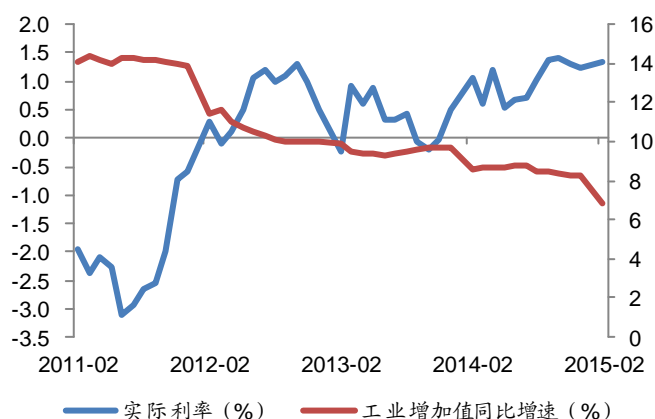
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 2：实际利率提升不利于消费



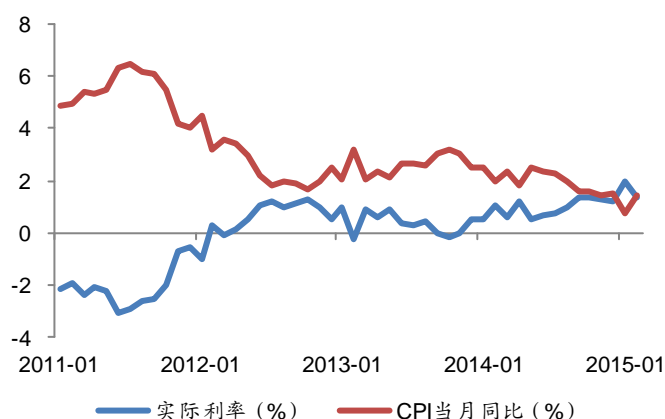
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 3：实际利率提升对宏观经济有紧缩作用



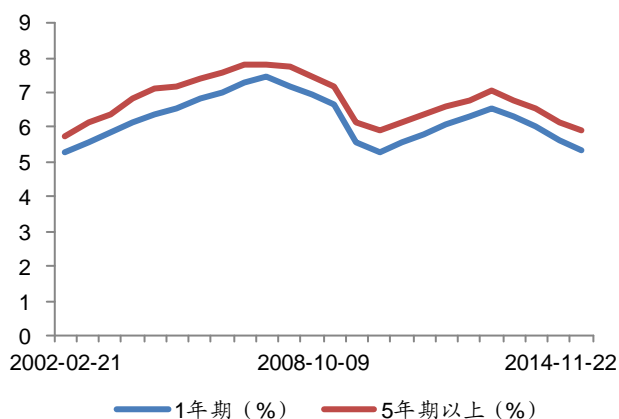
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 4：通胀是影响实际利率的主导因素



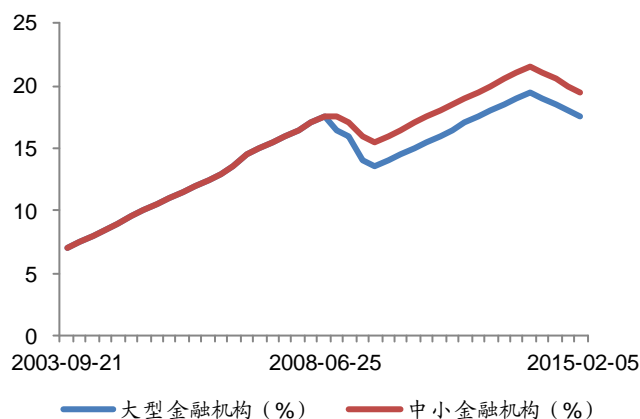
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 5：基准利率高位，有下调空间



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 6：存款准备金率高位，有下调空间

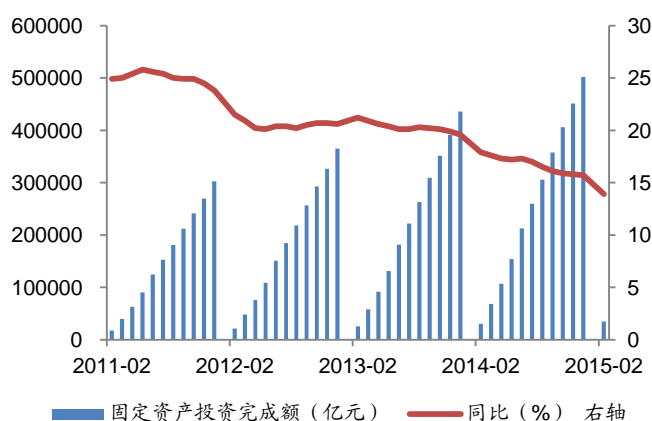


资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

1.2. 基建投资将托底积极财政政策

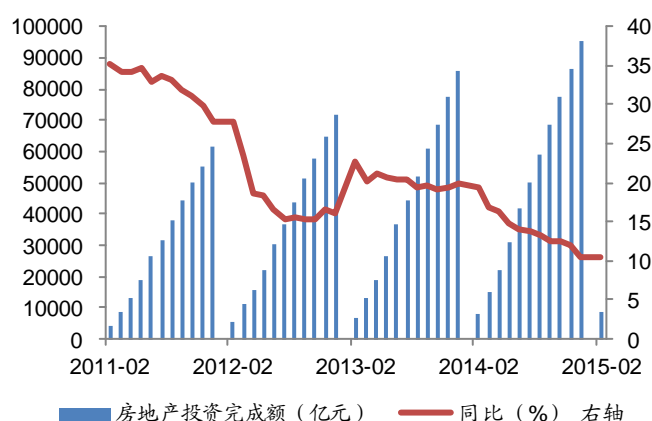
二季度基建投资将托底积极财政政策，发挥投资在“稳增长”中的关键作用。2015 年 1-2 月固定资产投资增速 13.9%，较 2014 全年的 15.7% 下降了 1.8 个百分点，成为同期工业增加值增速下滑 1.5 个百分点至 6.8% 的主要原因，详见图 7。其中，房地产投资增速低位（10.4%）与制造业投资增速下滑（由 2014 全年的 13.5% 降至 10.6%）拖累固定资产投资的主要原因；与此同时，基建投资增速为 20.8%，维持高位，成为对冲固定资产投资下滑的主要力量，详见图 8-图 10。一方面，当前商品房成交处于弱复苏且房地产投资滞后于商品房成交 1-2 个季度，房地产投资仍无法构成二季度投资的主力；另一方面，当前高企的工业企业库存和过剩产能困扰，使得短期内我们无法看到制造业投资的明显改善趋势。因此，我们预判二季度积极的财政政策将有基建投资来托底。2015 年中央预算收支口径财政赤字率为 2.3%（实际收支差额口径为 2.7%），较 2014 年提升了 0.2 个百分点，为 2015 年实施相对积极的基建投资提供了政策空间。存量投资方面，2014 全年国家发改委批复重点基建投资项目约 20665 亿元（其中四季度批复了约 14200 亿元），2015 年 1 月份批复了近 1200 亿元的重点基建投资项目，使得有部分基建投资项目将有望延续到二季度来实施与推进。增量投资方面，2015 年“两会”后，国家发改委启动了一季度经济形势调研活动，分别涉及东北地区、江苏省、浙江省、山东省和上海市等地，在推进既有重点项目落实的同时，有望进一步围绕“七大类重大投资工程包”、“六大领域消费工程”以及“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带三大发展战略，加快新增重点基建投资项目批复与落实，进而为二季度基建投资带来增量。

图 7：2015 年 1-2 月固定资产投资同增 13.9%，惯性下降



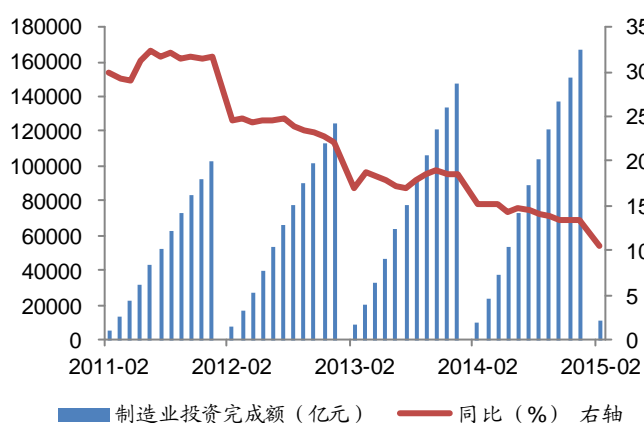
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 8：2015 年 1-2 月房地产投资同增 10.4%，低位企稳



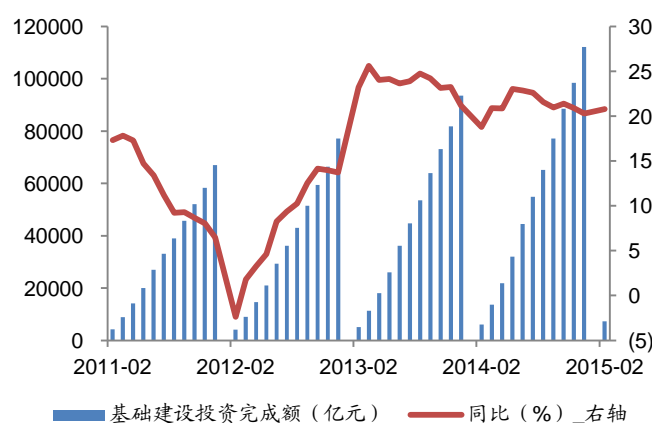
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 9：2015 年 1-2 月制造业投资同增 10.6%，惯性下滑



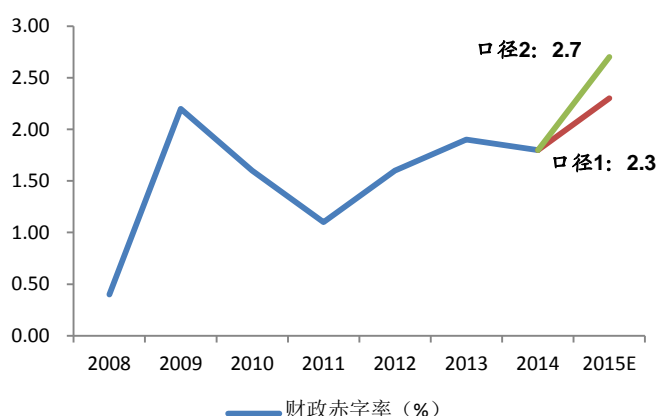
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 10：2015 年 1-2 月基建投资同增 20.8%，维持高位



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

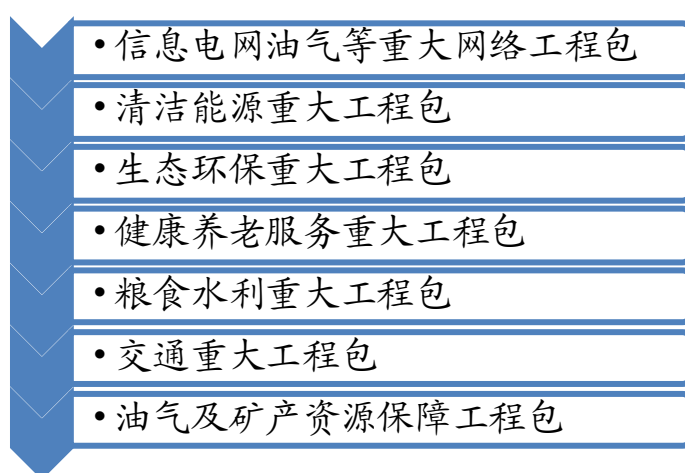
图 11：预算收支口径赤字率 2.3%，较 2014 年上升 0.2 个百分点



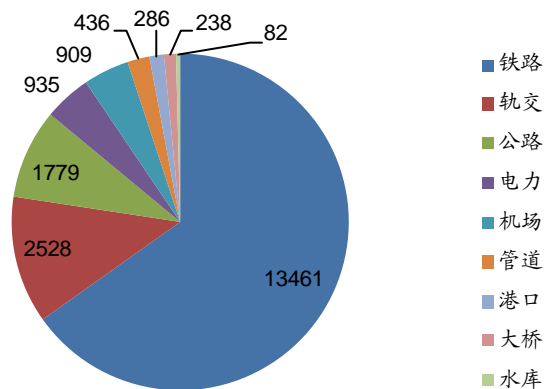
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

口径 1：预算收支口径；口径 2：实际收支差额口径

图 12：七大类重大工程投资包将是 2015 年基建投资重点



资料来源：国家发改委、浙商证券研究所

图 13：2014 年国家发改委批复重大基建项目约 20655 亿元


资料来源：国家发改委、浙商证券研究所

图 14：2015 年 1 月国家发改委批复重大基建项目近 1200 亿元

序号	批复日期	项目名称	投资金额 (亿元)
1	1月16日	济南市城市轨道交通近期规划	437.2
2	1月16日	弥勒至蒙自铁路	94.2
3	1月26日	辽宁省铁岭至本溪公路	79.7
4	1月26日	贵州省遵义至贵阳公路扩容工程	223.5
5	1月26日	杭州至南京高速公路浙江段改扩建	29.5
6	1月26日	云南省香格里拉至丽江公路	203.2
7	1月26日	江西赣江新干航电枢纽工程	35.4
8	1月28日	湖南省邵阳武冈民用机场	9.7
9	1月28日	甘肃省陇南民用机场	11.9
10	1月28日	民航通讯网工程	14.0
11	1月29日	武汉市青山长江公路大桥	53.6
合计			1191.8

资料来源：国家发改委、浙商证券研究所

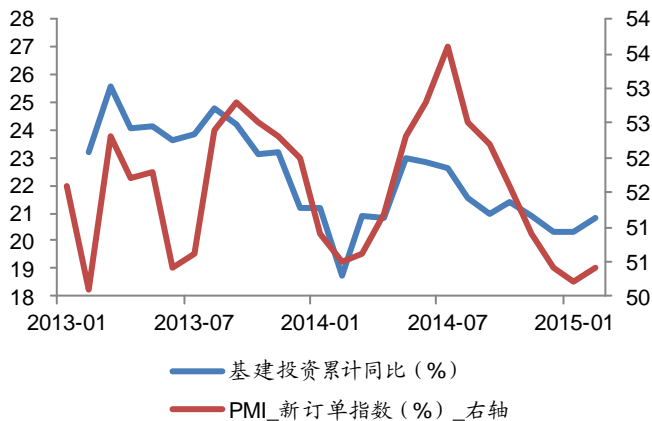
1.3. 阶段性补库存将助力经济回升

二季度有望迎来阶段性补库存，进而助力宏观经济企稳回升。我们预判 2015 年二季度宏观经济走势有望复制 2014 年，即二季度宏观经济主要由基建投资拉动，带来工业企业阶段性补库存。有图 15 可知，基建投资能够为制造业企业带来需求，表现为制造业企业新订单指数的上升。2014 年 2-6 月期间随着基建投资增速的不断上升，2-6 月期间的 PMI 新订单指数亦随着上升，表明工业企业的需求回暖。2015 年 2 月数据表明，当前基建投资增速再次提升，且制造业 PMI 新订单指数亦有所回暖，我们预判这次回暖的势头有望在二季度延续。

就二季度阶段性补库存而言，随着基建投资上升，工业企业需求增加，原材料首先迎来补库存，随后是产成品补库存。图 18 显示，2014 年 2-6 月期间 PMI 新订单指数的上扬，2-7 月期间 PMI 原材料指数跟随上扬，显示原材料出现阶段性补库存，随后 5-8 月期间产成品迎来了阶段性补库存，共同助推 2014 年 GDP 增速由一季度的 7.4% 提升到三季度的 7.5%。如果 2015 年二季度能够复制 2014 年二季度的阶段性补库存逻辑，那么我们预判 2015 年二季度 GDP 增速有望较一季度提升 0.1 个百分点至 7.0%。进一步，二季度宏观经济阶段回升也是“2015 年宏观经济保持在合理区间”目标的重要主城部分。

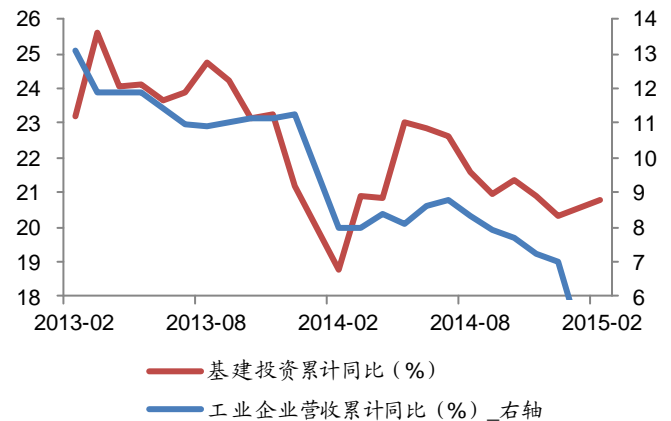
此外，我们由图 16 和图 17 可知，基建投资增速与工业企业的营业收入增速和利润总额增速呈正相关关系。尽管 2015 年 1-2 月期间由于国际原油价格的惯性下滑，使得石油和天然气开采业和石油加工炼焦和核燃料加工业两个行业营业收入惯性下滑，致使同期工业企业营业收入同比增速下滑至 2.9%。但如果扣除上述两个行业，那么同期工业企业利润总额同比增速约为 5.8%，较 2014 年 12 月份改善的，体现了 2014 年四季度以来基建投资强化的刺激效果。由此，随着二季度基建投资加速、工业企业需求增加，工业企业的经营业绩有望继续改善。

图 15：2014 年二季度基建投资拉动工业企业需求



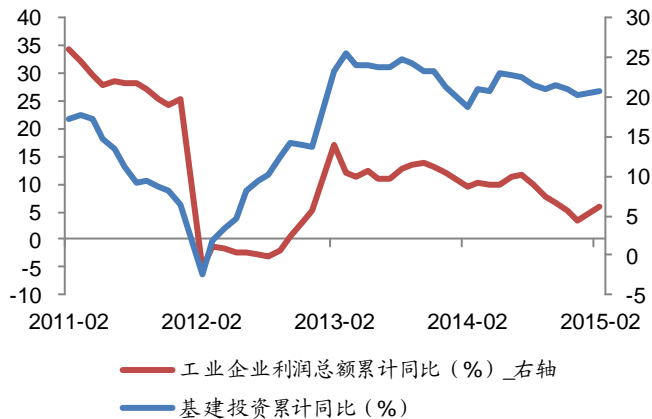
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 16：2014 年二季度基建投资拉动工业企业营收



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

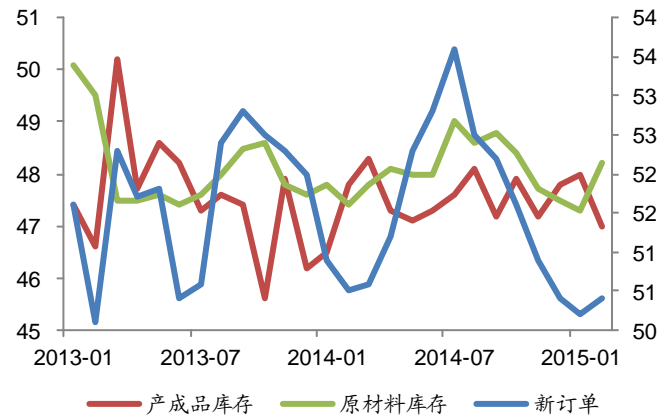
图 17：2014 年二季度基建投资拉动工业企业盈利



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

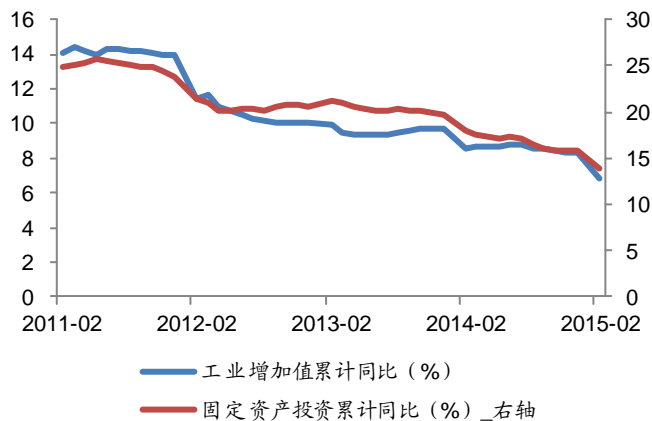
注：扣除石油和天然气开采业和石油加工炼焦和核燃料加工业后工业企业利润同比上升 5.8%。

图 18：复制 2014 年，二季度有望迎来阶段性补库存



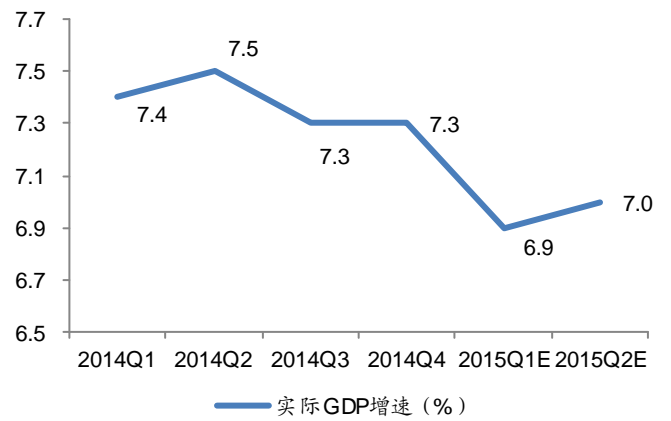
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 19：固定资产投资增速下滑导致工业增加值增速下滑



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 20：预判 2015 年第一、二季度 GDP 增速分别为 6.9% 和 7.0%



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

2. 海外经济：二季度美元指数仍呈高压姿态

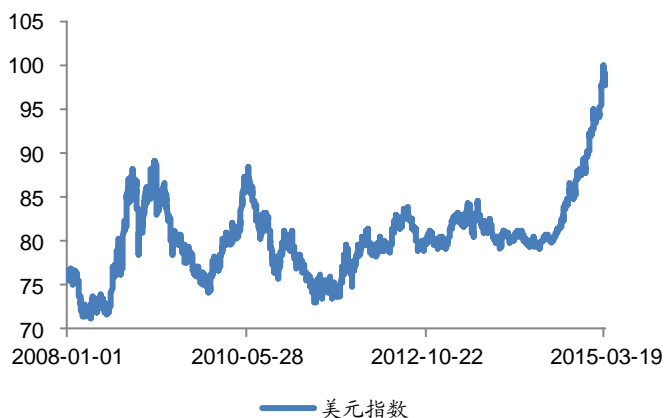
2.1. 二季度美元指数维持高压姿态

2014年以来美元指数累计涨幅超过了20%，显示了美元的强势格局，具体详见图21。我们认为，2015年美国独领风骚、非国家货币政策宽松以及美元进入假期周期预期，将共同助推二季度美元强势美元，使得美元指数呈高压态势。

美国经济继续独领风骚

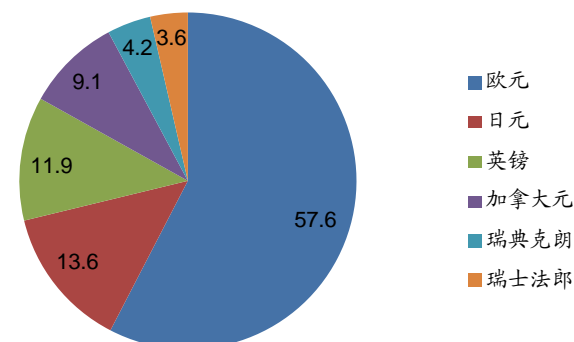
经济强劲，美元价值就高，使得美元指数走强有其内生性。从美国经济驱动力角度来看，一方面2014年末美国房价增速呈企稳回升态势，房价上升的财富效应有望促进美国民众消费，进而推动美国经济上升，具体详见图22；另一方面，从国际机构对美国以及美元指数主要权重国的预测来看，2015年美国独领风骚的局面。IFM预测，2015年美国GDP增速为3.6%高于日本（0.6%）、英国（2.7%）、法国（0.9%）、德国（1.3%）和加拿大（2.3%）；OECD预测，2015年美国GDP增速为3.1%高于日本（0.8%）、英国（2.7%）、法国（0.8%）、德国（1.1%）和加拿大（2.3%）。尽管2015年3月德国PMI指数初值回升（制造业指数52.4，回升1.3个百分点；服务业指数55.3，回升0.6个百分点）显示欧元区经济有所回暖，但我们认为乌克兰地缘政治危机陷入僵局、希腊债务危机迟迟找不到解决办法将成为欧元区经济复苏的两大累赘。

图 21：2014 年以来美元指数累计涨幅超 20%



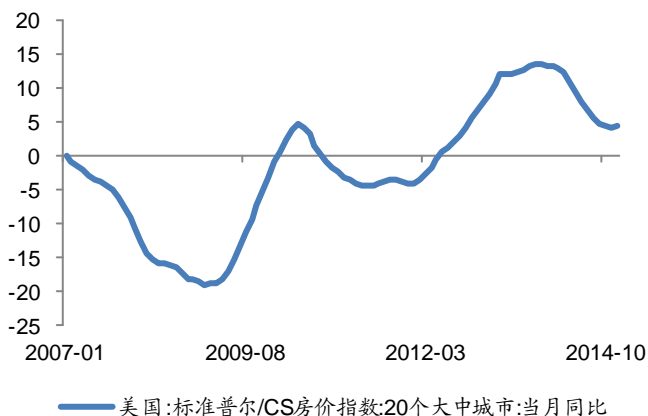
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 22：欧元和日元构成美元指数主要权重



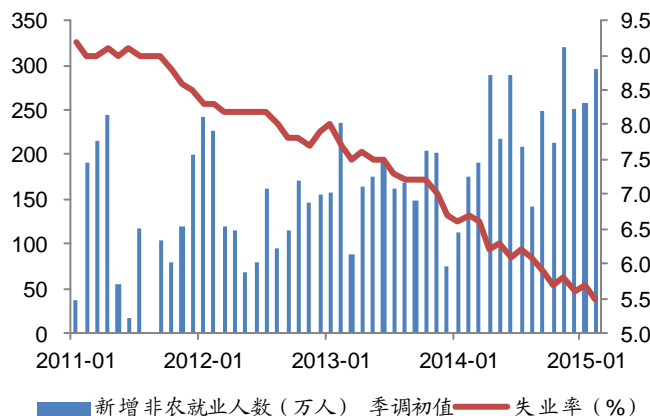
资料来源：浙商证券研究所

图 23：2014 年末标普/CS20 城市房价指数呈企稳回升态势



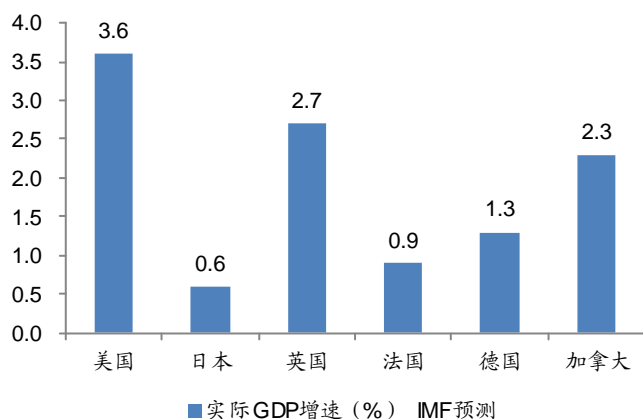
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 24：新增非农就业人数维持相对高位，失业率继续走低



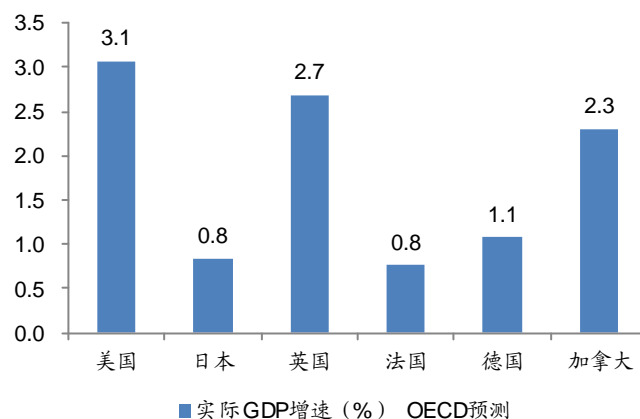
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 25: IMF 预测: 2015 年美国经济独领风骚



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

图 26: OECD 预测: 2015 年美国经济独领风骚

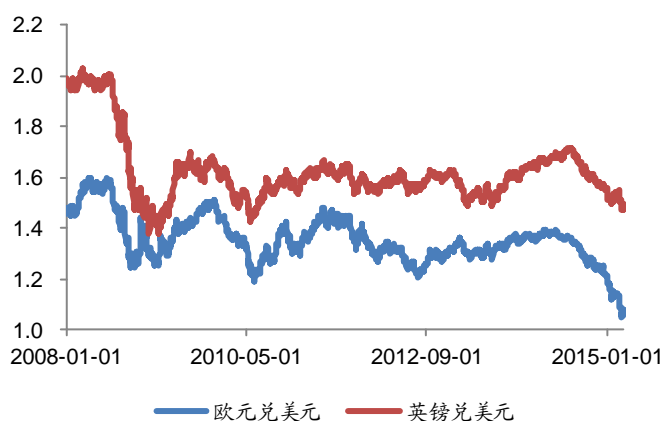


资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

非美国国家宽松货币政策

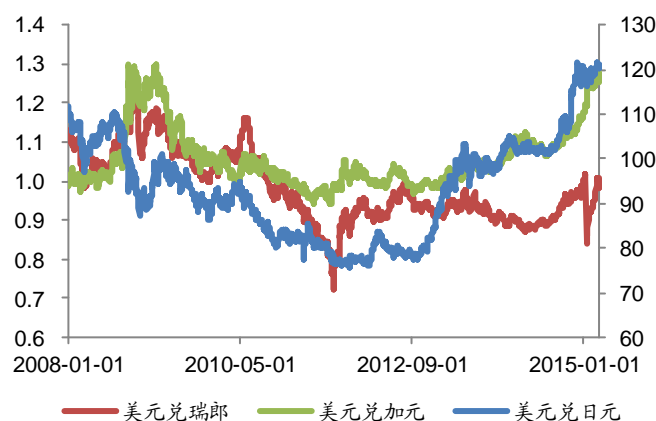
非美国国家实施宽松货币政策, 使得美元具有相对强势的比价效应。2008 年金融海啸以后, 全球经济总体处于动荡、曲折复苏之中。2014 年随着美联储 QE 退出、日本央行实施 QE 和 2015 年欧洲央行正式推出 QE, 使得美元对于美元指数权重货币的汇率保持强势, 具体详见图 27 和图 28。2014 年 7 月 1 日至 2015 年 3 月 20 日, 美元对欧元、英镑、日元、加元和瑞郎分别升值了 21.8%、12.8%、19.2%、11.2%和 18.0%。与此同时, 2015 年以来全球各国央行继续纷纷实施宽松货币政策, 包括埃及央行、印度央行、秘鲁央行、瑞士央行、丹麦央行 (共 4 次降息)、土耳其央行 (共 2 次降息)、巴西央行、加拿大央行、新加坡央行、俄罗斯央行、澳洲央行、中国央行 (降准、降息)、瑞典央行、以色列央行、土耳其央行、韩国央行等。由此, 随着全球新一轮宽松货币政策的密集实施, 国际资本有继续回流美国的态势, 美元的相对比价维持坚挺, 美元指数有望在二季度继续维持高位。

图 27: 美元对欧元和英镑维持强势



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

图 28: 美元对日元、加元和瑞郎维持强势



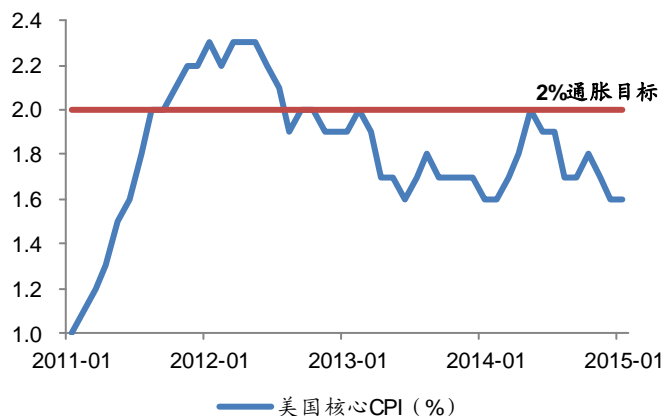
资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

美元进入加息周期预期

美国核心通胀率逐步回升, 有望维持美联储二季度加息预期。随着美国失业率于 2014 年 4 月低于 6.5%以及新增非农就业人数维持高位之后, 核心通胀率成为美联储加息决策的重要变量。美国东部时间 3 月 27 日耶伦表示, 美联储正“认真考虑”开始减弱宽松货币政策力度, 可能有充分的理据在今年晚些时候升息, 但核心通胀或薪资增长下滑可能迫使美联储先按兵不动。尽管 2015 年 2 月美国核心 CPI 为 1.6%低于 2%的敏感线, 但我们认为业已呈现拐点的美国成屋销售有望助推核心通胀率的上升, 进而维持美联储二季度加息的预期。由图 29 和图 30 可知, (1) 美国成屋销

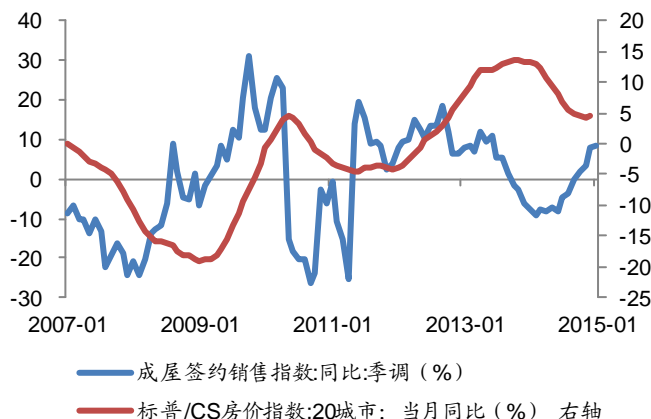
售领先美国房价 1-2 个季度，美国成屋销售指数自 2014 年 6 月以来处于拐点向上的态势，进一步我们可以推论 2014 年 11 月标普/CS 房价指数处于阶段性低点的可能性很大；（2）美国房价指数领先核心通胀率约 2 个季度，结合标普/CS 房价指数 2014 年 11 月见底的判断，我们预判 2015 年二季度美国核心通胀率有望迎来向上拐点；（3）随着美国核心通胀率的拐点向上，市场对于二季度美元加息的预期会维持，进而助推美元指数维持在 95-100 区间内。

图 29：美国核心通胀率有望回升



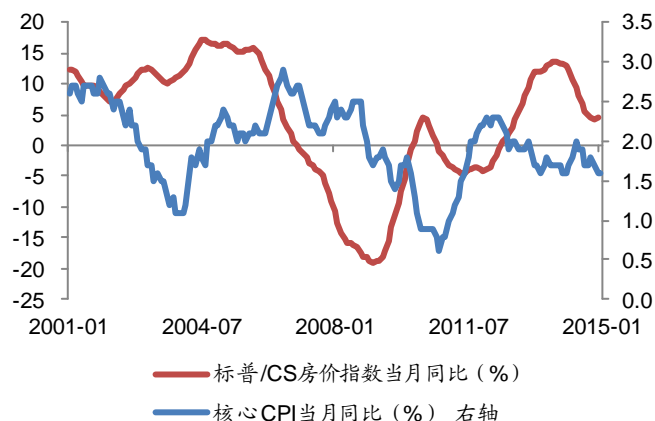
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 30：美国成屋销售领先房价 1-2 个季度



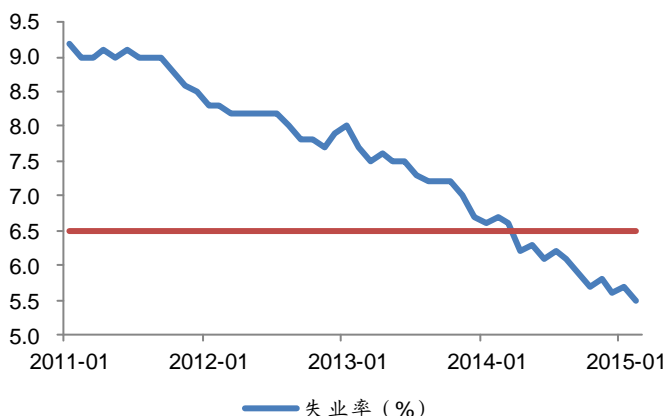
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 31：美国房价指数领先核心通胀率约 2 个季度



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 32：美国失业率早已在 6.5% 以下，失业率不构成加息障碍



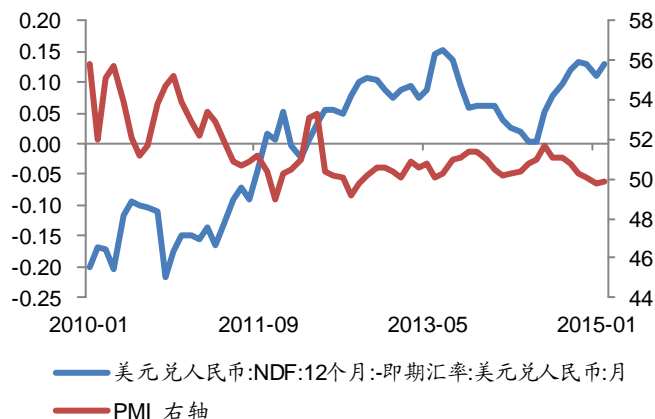
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

2.2. 二季度人民币汇率将相对稳定

我们预判二季度人民币对美元汇率将保持相对稳定，不会出现大幅贬值状况。（1）二季度宏观经济企稳回升，有利于缓解人民币贬值压力。国内宏观经回升能够有效增加人民币内生价值，导致人民币对美元的走强。图 33 显示，人民币贬值预期与制造业 PMI 指数呈反向关系；图 34 表明，随着 2014 年二季度经济的回升，人民币对美元的贬值压力是下降的。（2）国际资金外流没有想象中严重。2015 年 2 月金融机构外汇占款小幅反弹（详见图 36），鉴于金融机构外汇占款与国家外汇储备呈正相关的关系（详见图 35），由此我们预判 2015 年 1-2 月国家外汇储备处于相对平稳状态，详见图 37。同时 2015 年 7% 的 GDP 增速目标，显示中国经济在全球范围内也是比较有吸引力的，有利于为国际资金提供投资机会，吸引国际资金流向中国，对冲因美元强势而导致的国际资金外流。（3）人民币纳入特别提款权（SDR）预期有利于支撑比值。特别提款权是国际货币基金组织创设的一种储备资产和记账单位，是基金组织分配给会员国的一种使用资金的权利。特别提款权由“一篮子”货币构成，当前由美元、欧元、英镑和日元四种货币构成。2015 年将迎来五年一度的特别提款权的调整年。2015 年初以来，李克强总理、周小川行长在不同场合表示希望

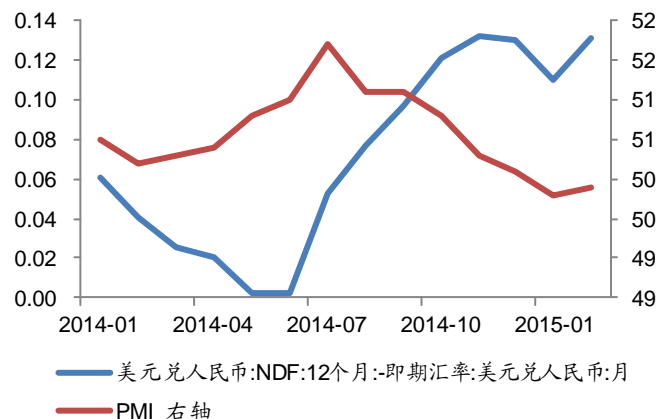
人民币能够纳入“一篮子”货币之中。我们预判随着 2015 亚投行筹备成立人民币纳入“一篮子”货币的预期将提升。截止 3 月 27 日已有 38 个国家申请成为亚投行的意向创始成员国，如此在提高人民币国际地位的同时进一步推进人民币资本项目自有兑换。一旦人民币纳入特别提款权“一篮子”货币中，国际市场对于人民币的信赖成都会提高，人民币使用范围将大大拓展，进而人民币需求量就会上升，比值就会相对坚挺。

图 33：经济回升能够缓解人民币贬值预期



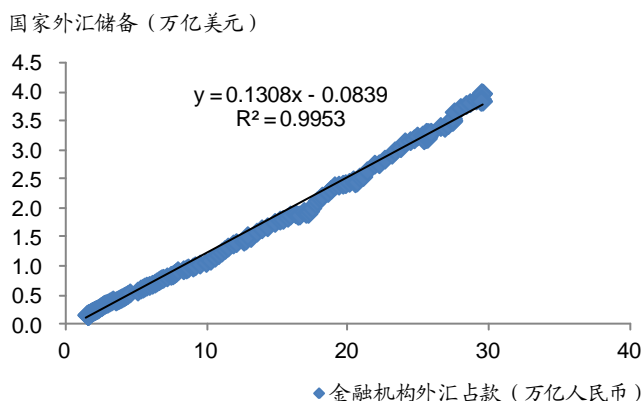
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 34：2014 年二季度国内经济回升，人民币贬值预期下降



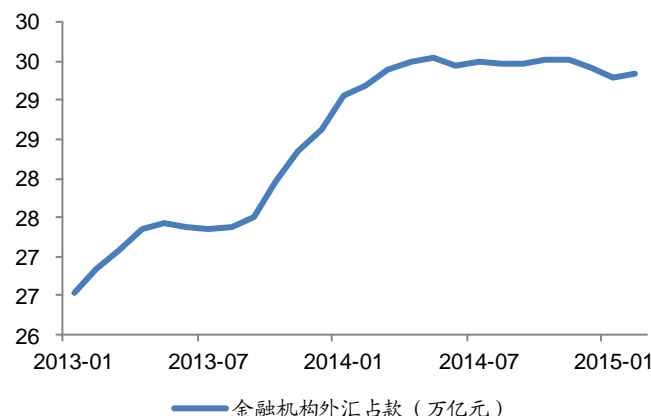
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 35：金融机构外汇占款与国家外汇储备呈正相关



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 36：2015 年 2 月金融机构外汇占款出现回升



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 37：预判 2015 年 1-2 月国家外汇储备将处于平稳态势

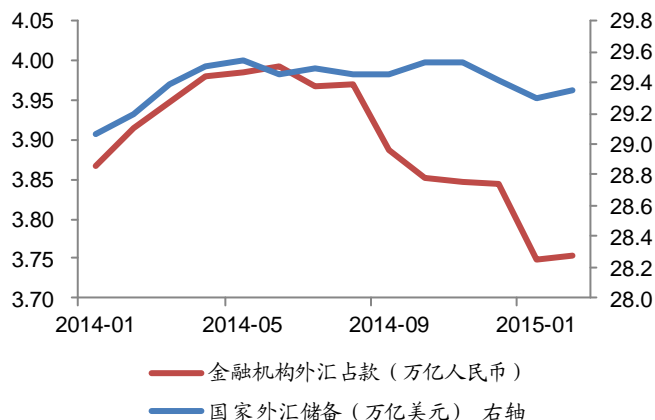
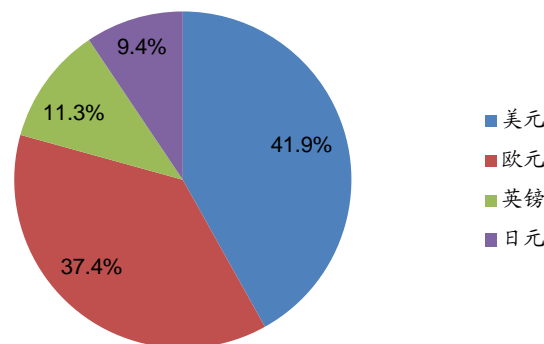


图 38：特别提款权由美元、欧元、英镑和日元构成



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

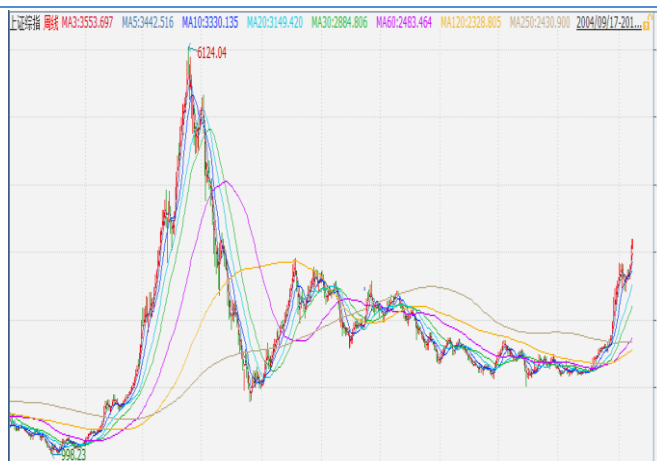
资料来源：浙商证券研究所

3. 市场情绪：二季度市场风险偏好继续提升

3.1. 技术面：上证综指站上 3478 点后

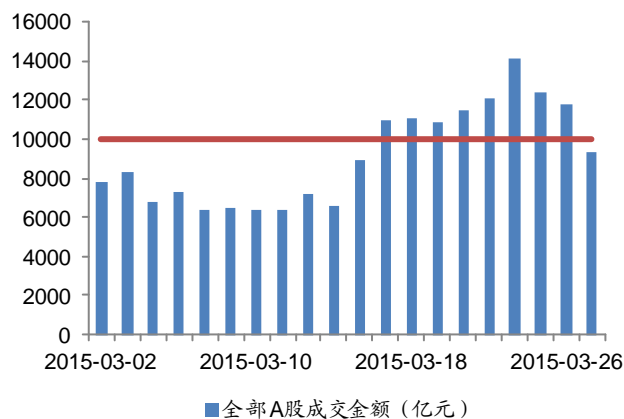
上证综指站上 3478 点，A 股市场长牛格局基本确立。3 月 17 日上证综指报收 3502.85 点，当天录得涨幅 1.55%，一举突破 2009 年 8 月 4 日的反弹高点 3478.01，并且也在心理上冲破了 A 股市场 7 年的熊市阴霾。进一步，在 3 月 17 日上证综指冲破 3478 点之后，A 股成交额连续 8 天超过万亿（含 3 月 17 日），最高达到 14153.09 亿元（3 月 24 日）创造了 A 股市场历史成交额记录，并伴随着上证综指 8 个交易日（3 月 17 日-3 月 26 日）上涨超 200 点。我们预判在 3 月 17 日上证指数突破 3478 点以后，A 股市场量价齐升，显示 3478 点已经转化为未来 A 股市场牛市格局的支撑线，未来 A 股市场长牛的格局基本确立，进而有利于提高 A 股市场投资者的风险偏好，进一步强化 A 股资产配置意愿。

图 39：上证综指突破 3478 点，A 股市场长牛格局基本确立



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 40：连续 8 个交易日成交额超万亿，3478 点成“支撑线”

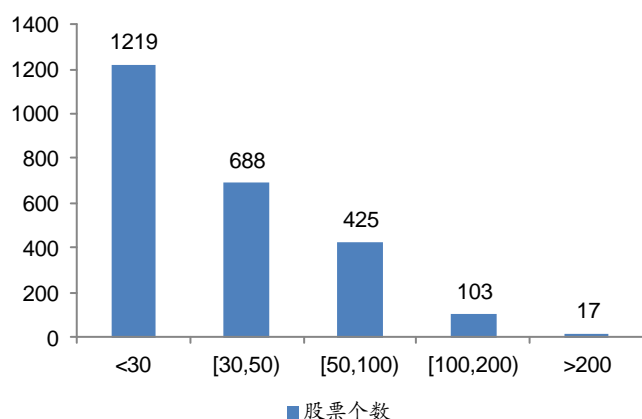


资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

3.2. 资金面：赚钱效应带来增量资金

A 股市场赚钱效应带来增量资金，长牛格局下“存量博弈”思维过时。从板块角度看，2015 年年初至 3 月 20 日上证综指、深证成指、中小板指数和创业板指数分别上涨了 11.83%、13.89%、35.94% 和 50.42%，中小板和创业板表现更为抢眼，成为 2014 年 4 季度大盘个股上涨后的接力轮涨的表现。同期，从个股涨幅表现看，全部 A 股（包括停牌个股）共有 2452 只个股实现了上涨，占比达 92.46%；其中上涨个股中，涨幅超过 30% 的个股达 1233 只，占上涨个股的 50.29%，体现了 2015 年以来 A 股市场个股普涨的牛市格局，A 股市场赚钱效应显著，具体详见图 41。**在显著的 A 股市场赚钱效应下，A 股市场增量资金明显。**（1）A 股投资者入市明显。2015 年 3 月以来新增股票账户数明显上升，其中 3 月 14 日-20 日间新增股票涨幅达 113.92 万户，创 2007 年 6 月 2 日以来的新高；同期新增基金账户数亦明显上升，表明 A 股投资者踊跃入市，具体详见图 42。（2）银证转账累计净额高企。2015 年以来银证转账累计净额最高达到 13680 亿元（3 月 13 日），显示伴随着新增股票账户的增加，增量资金不断进入 A 股市场。（3）融资融券余额持续高涨。截止 3 月 24 日 900 只“两融标的”个股融资余额达 12757.09 亿元，较年初增加了约 3623 亿元，更比 2014 年同比大幅上升了 9311 亿元。从 A 股市场投资者踊跃入市到信用成交的放大，在显示投资者对 A 股市场良好预期的同时，熊市期间的“存量资金”博弈思维已现过时。未来保险资金扩大股权投资比例、万亿养老金入市预期、外汇管理局放开 QFII 额度上限带来的境外资金、深港通有望年内正式开通以及当前基金发行规模的不断扩，均为 A 股市场增量资金开辟了空间和挖掘了潜力。

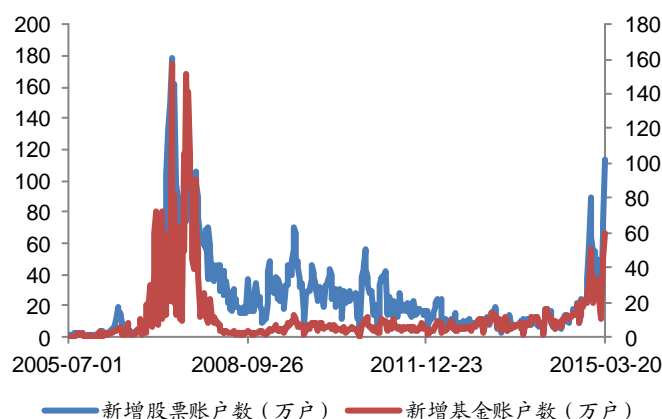
图 41：上涨个股中超过 50% 的个股涨幅超 30%



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

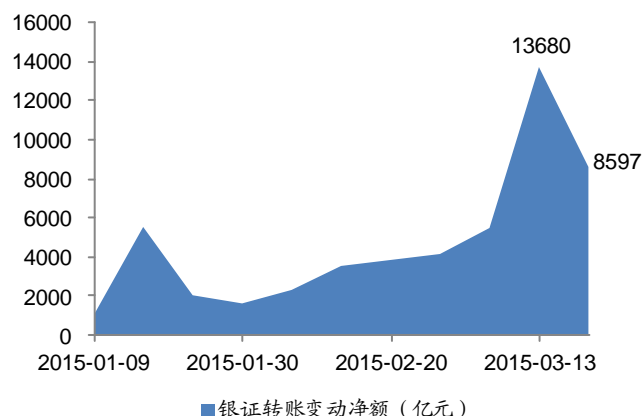
数据统计时间：2015 年 1 月 1 日-3 月 20 日

图 42：新增股票账户数与基金账户数不断攀升



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

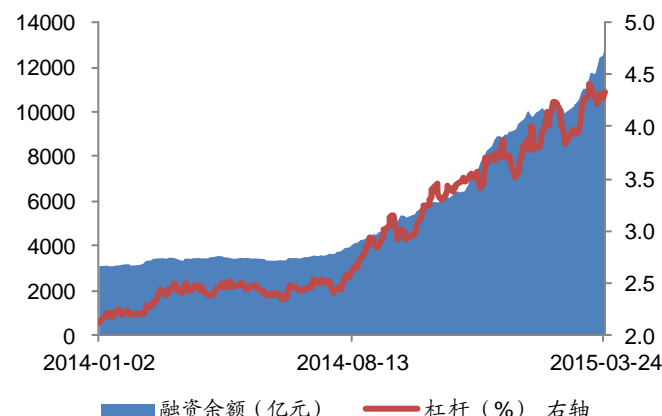
图 43：截止 3 月 20 日银证转账净额最高达 13680 亿元



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

数据统计时间：2015 年 1 月 1 日-3 月 20 日

图 44：900 只“两融”股票标的融资余额达 12757.1 亿元



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

数据统计截止时间：2015 年 3 月 24 日

3.3. 风险面：风险释放利好市场风险偏好提升

对于中国宏观经济金融风险主要集中于商业银行坏账风险、地方政府债务风险、房地产资金链风险、制造业过剩产能风险等四个方面，核心是商业银行坏账风险，源于当前中国经济仍是以商业银行信贷为主的间接融资经济体制。

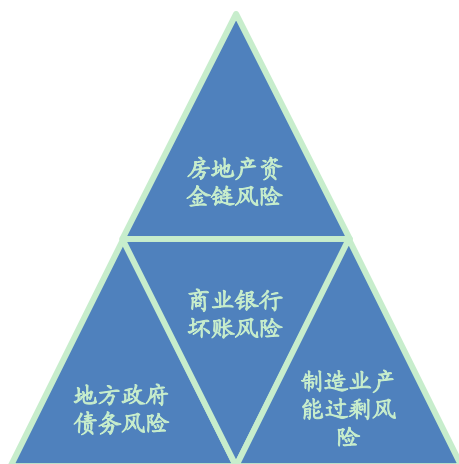
地方政府债务风险、房地产资金链风险和制造业产能过剩风险有望在 2015 年中得到进一步化解。**第一，关于地方政府债务风险化解，存量债务置换成将是重点。**我们认为，对于地方政府债务风险的化解主要是基于未来财政体制改革的大格局下，实现地方政府债务债券化和地方政府投资多元化。前者表现为对于地方政府存量债务的置换，以便降低地方政府财务负担以及实现纠正债务期限与对应项目投资期限的错配；后者表现为未来地方政府投资的项目引入社会资本参与，大力推广 PPP 模式以及现有地方政府资产的混合所有制改造，以便借用社会资金的杠杆。2015 年 3 月 28 日财政部长楼继伟在博鳌论坛上表示，2014 年底中国债务率不到 40%，债务风险可控；未来地方政府将有 12-13 万亿债务需要债券化，2015 年将有 1 万多亿的债务需要发债。3 月 29 日周小川行长在博鳌论坛上表示，央行介入地方政府存量债券置换“还在研究”。**第二，关于房地产资金链风险化解，房地产调控政策进一步放松。**3 月 25 日国土资源部和住建部联合下发《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，3 月 30 日人民银行、住建部和银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，3 月 30 日财政部和国家税务总局联合下

发《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，明确指出房地产行业是国民经济的重要行业，表明管理层对于房地产行业的支持力度加强，未来商品房销售进一步回暖值得期待，进而利好房企资金链风险缓解。**第三，关于制造业过剩产能风险化解，二季度基建投资加强是短期看点。**制造业产能过剩风险化解从长期看是与中国经济结构转型与升级结合在一起的。李克强总理在德国工业 4.0 和美国工业互联网基础上针对中国经济结构转型与升级的实际提出的“互联网+”，为国内传统落后、过程产能的转型升级指明了方向。我们的理解是，未来互联网将向过去的蒸汽、电力和信息一样，成为产业发展的重要驱动力，通过互联网与传统产业相结合，使得国内数量庞大的传统产业能够提高生产效率、降低能耗、符合未来发展需要。但从短期看，我们认为二季度依托“一带一路”、京津冀协同、长江经济带等三大战略下的基建投资力度的加强。“两会”后发改委奔赴各地调研一季度经济形势活动、3月26-27日张高丽副总理赴北京、天津和河北调研京津冀协同相关工作时要求加大力度、加快节奏推进重大工程，表明二季度基建投资力度加大值得期待，进而工业企业阶段性补库存可期，由此制造业产能过剩风险短期内有望缓解。

商业银行抗风险能力有望进一步加强，“允许个案性金融风险的发生”是最好的脚注。一方面，管理层加强对地方政府债务风险、房地产资金风险以及制造业过剩产能风险的化解与调控，为商业银行减少坏账风险、提高资产质量提供基础。另一方面，自2013年6月发生利率风波之后，管理层加大了对商业银行“非标”业务以及同业业务的调控，社会融资规模中“非标”融资比例由2014年1月高点的38.19%大幅下降到2015年2月的10.32%（详见图48），有力地为商业银行消除了大量坏账风险点。当然在“非标”业务和同业业务整顿过程中出现了商业银行不良贷款“双升”的格局（详见图47），即使消除风险的成本，也是“允许个案性金融风险的发生”的具体表现。此外，管理层也强化了对商业银行抗风险能力上的支持，表现为：（1）通过定向工具与总量工具、传统工具与创新工具来支持银行间流动性与特性领域实体经济的金融支持；（2）鼓励试点商业银行优先股发行，以便提高商业银行的资本充足率；（3）试点推广信贷资产证券化业务，报MBS等，进一步盘活商业银行存量资产。通过上述努力，2014年末商业银行拨备充足率为232.06%，仍处于200%以上，为商业银行承受坏账风险储备安全垫（拨备充足率有所下降可被视作商业银行资产质量与经营业绩之间的妥协），详见图49；同时，2013年二季度末以来商业银行资本充足率呈上升态势，由12.24%提升至2014年末的13.18%（具体详见图50），为提高商业银行整体抗风险能力奠定了资本基础。**由此，从“守住不发生系统性区域性金融风险的底线”到“允许个案性金融风险的发生”的表述转变，让我们看到了管理层对于宏观经济金融风险控制的信心。**

综上所述，我们认为，二季度经济金融风险有望进一步缓解，A股市场整体风险偏好有望继续提升，由经典的股利贴现模型（DDM模型）可知，股票市场风险偏好提升，即股票市场风险贴现率下降，利好股票市场表现。

图 45：风险释放利好市场风险偏好提升



资料来源：浙商证券研究所

图 46：经典 DDM 模型，风险偏好驱动 A 股市场

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

注：↵

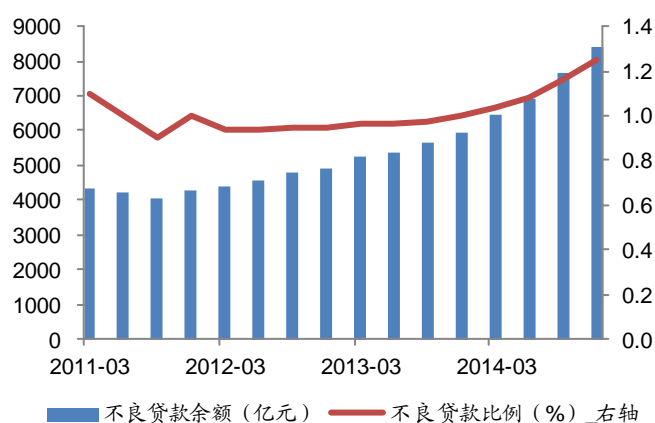
☆股利“D”对应 GDP↵

☆风险贴现因子（k）表达式：↵

$K = \text{无风险收益率} + \beta \times \text{市场风险溢价}$ （其中股权风险溢价， $ERP = \beta \times \text{市场风险溢价}$ ）；↵

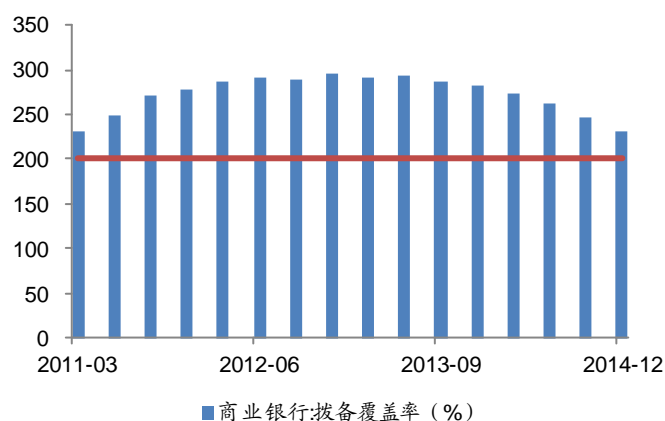
资料来源：浙商证券研究所

图 47：商业银行不良贷款“双升”，风险释放表现



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 49：商业银行拨备覆盖率仍处于 200% 以上，有安全边际



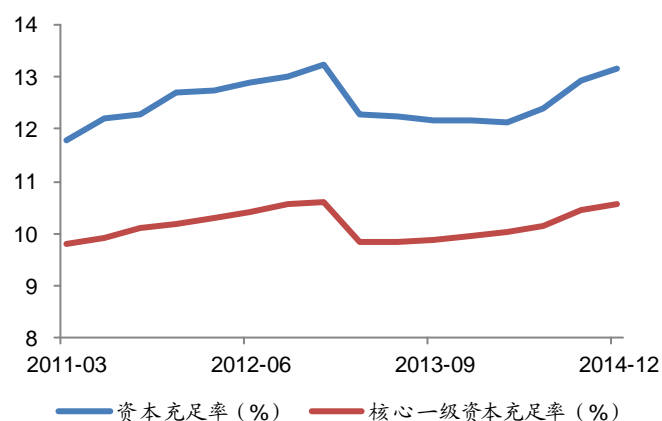
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 48：2014 年以来“非标”表内化，非标融资比重大幅下降



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 50：资本充足率不断上升，提供商业银行抗风险能力



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

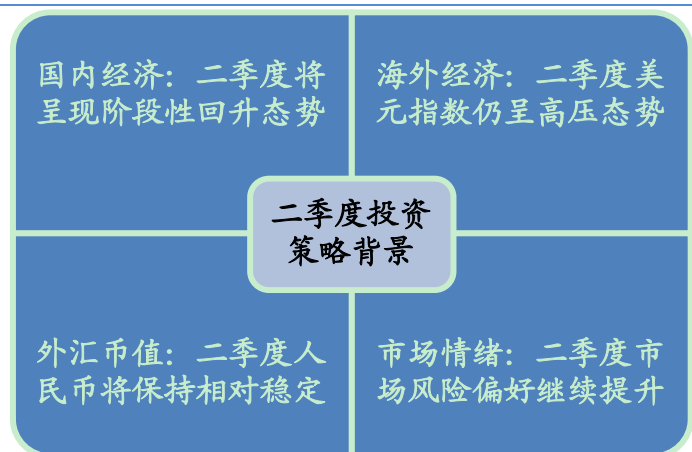
下篇：投资策略

4. 大类资产配置策略：超配 A 股、标配债券、低配商品、低配现金

4.1. 上证综指有望运行在 4000-4500 点，超配 A 股

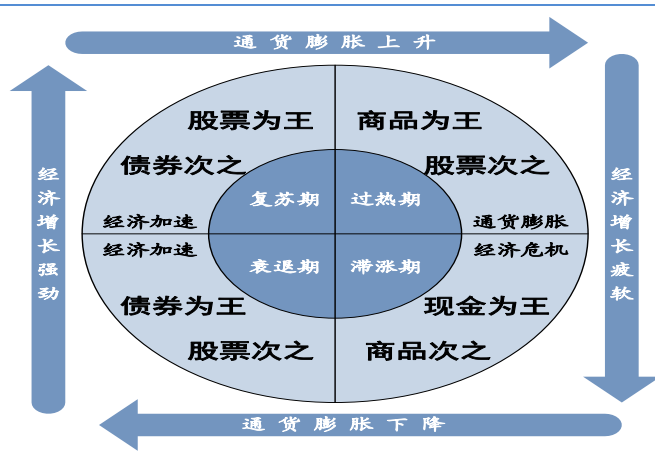
二季度大类资产配置策略：超配 A 股。宏观经济将呈现阶段性回升态势、美元指数仍将呈现高压态势、人民币对美元汇率将保持相对稳定以及 A 股市场风险偏好仍将继续提升，构成我们二季度类资产配置的基本宏观前提；结合经典的美林投资时钟，二季度国内投资环境基本符合“复苏期”的阶段特征，因此我们建议二季度大类资产配置中超配 A 股、标配债券、低配商品、低配现金。结合上篇“宏观展望”中的分析，我们认为宏观经济企稳回升、市场风险偏好提升、流动性相对宽松以及资本市场改革预期强化与推进，将构成二季度 A 股市场上行的基本驱动力。**我们预判二季度将是蓝筹板块估值修复为主基调，上证综指有望运行在 3800-4200 点的区间。**（A 股市场投资策略所涉及的风格配置和行业配置，我们将在后文继续分析。）

图 51：二季度投资策略背景思维度



资料来源：浙商证券研究所

图 52：美林投资时钟

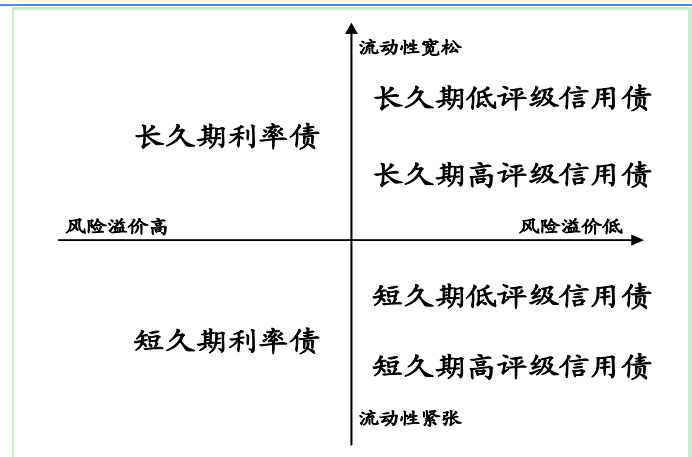


资料来源：浙商证券研究所

4.2. “利好”与“利空”并存，标配债券

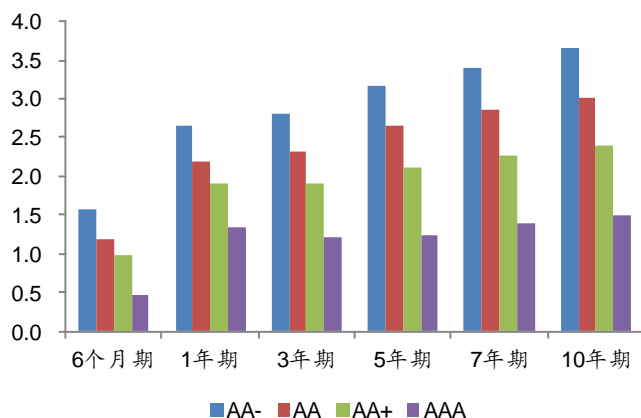
二季度债券投资“利好”与“利空”并存，标配债券，建议关注短久期的信用债和长久期的城投债。我们认为当前实质趋向宽松的稳健货币政策将为二季度保持一个流动性宽松的投资环境；与此同时，地方政府万亿存量债务需要置换，为了降低债券的发行成本，管理层也会有意识地维持流动性相对宽松的状态，视为“利多”。同时我们也要意识到，随着 A 股市场赚钱效应的产生，部分配置债券的资金有可能向股票市场转移，使得债券投资面临阶段性的、结构性的流动性紧张局面；与此同时，随着大量地方政府债券的发行，阶段性的、结构性的债券供应增大，也会影响债券投资的收益，视为“利空”。结合流动性与信用利差二维空间下的债券配置策略以及二季度地方政府债券发行有望增加的背景，我们建议重点关注短久期的信用债和长久期的城投债。前者源于宏观经济的阶段性回升导致风险下降；后者源于地方债务存量置换过程中城投债的供给规模将会缩小，具有相对稀缺性。

图 53：流动性与信用利差二维空间下策略配置



资料来源：浙商证券研究所

图 54：债券期限与信用评级二维空间下的不同信用利差

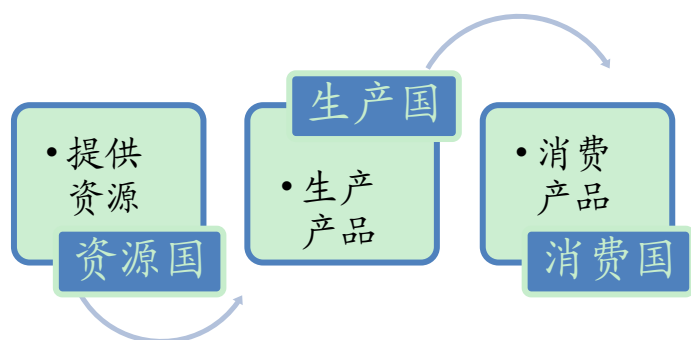


资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

4.3. 关注交易性机会，低配商品

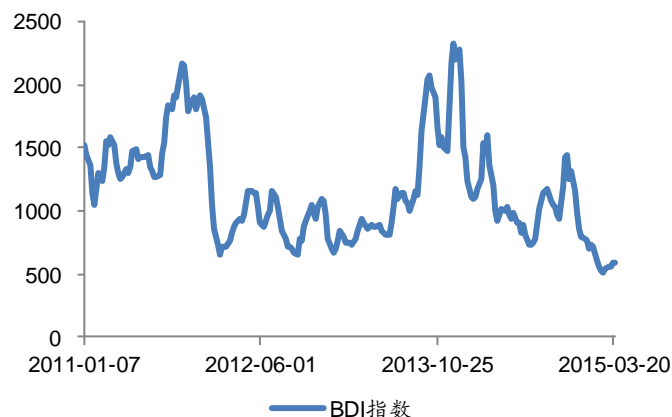
二季度低配商品，关注交易性投资机会。美元指数、大宗商品供给端、大宗商品需求端共同构成大宗商品投资策略的三个基本纬度。结合前文分析，二季度美元指数仍将呈现高压态势；OPEC 不减产、巴西的铁矿石没减产、智利的铜矿没减产，意味着常规的供给端没有明显改善；在“资源国-制造国-消费国”全球三元经济分析框架下，BDI 指数的地位徘徊，表明全球经济复苏进程曲折，大宗商品需求疲弱。由此，我们判断二季度大宗商品没有趋势性机会。但与此同时，中国经济二季度阶段性回升、也门军事冲突、乌克兰地缘政治危机、希腊债务危机，或者其他突发事件，均有可能为商品投资带来交易性的机会。具体就部分商品交易性投资机会而言：**第一，我们看好原油的供给端恶化的交易性机会**，如也门军事冲突的升级与恶化影响石油在地中海与红海之间的运输，如乌克兰地缘政治危机恶化影响俄罗斯石油供给等；**第二，我们看好黄金的避险需求所带来的交易性投资机会**，如也门军事冲突升级、乌克兰地缘政治危机恶化以及希腊债务危机的恶化，都会对黄金产生避险需求，进而支撑国际金价的上升；**第三，我们看好基本金属的需求端改善的交易性投资机会**，我们这里提到的基本金属需求端改善机会主要来源于中国宏观经济二季度阶段性回升所释放的对基本金属的需求，当然从图 60 可以发现上海期货交易所阴极铜、铝和锌的库存是呈回升态势的；**第四，我们看好化工产品需求端改善的交易性投资机会**，基本逻辑与基本金属的相似，主要看二季度国内宏观经济回升的态势，当然化工产品还依附于国际油价的变化，因此国际油价供给端的因素也会导致化工产品的交易性投资机会，尤其是与石油价格紧密相连的产品。

图 55：全球经济“三分法”



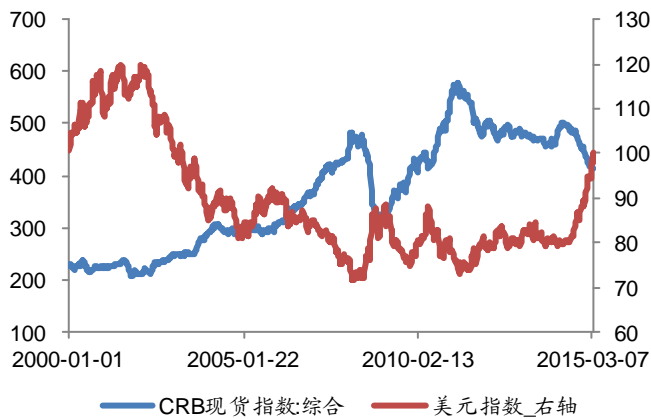
资料来源：浙商证券研究所

图 56：BDI 指数处于历史底部，显示全球大宗商品需求不畅



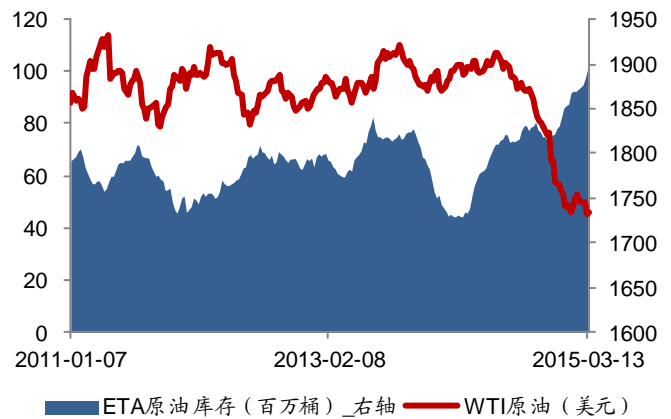
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 57: 大宗商品美元计价, 与美元指数呈反向关系



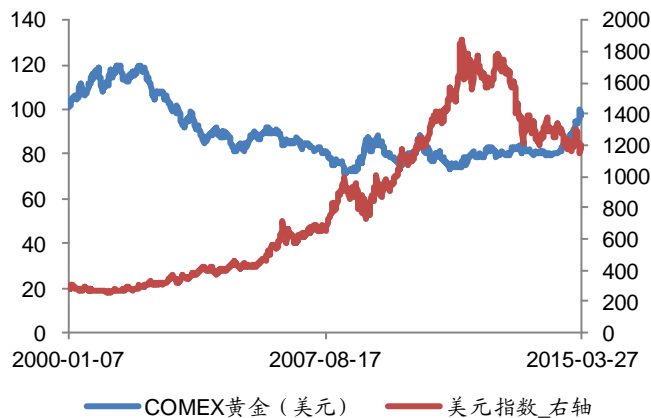
资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

图 58: ETA 原油库存高企构成原油价格向下压力



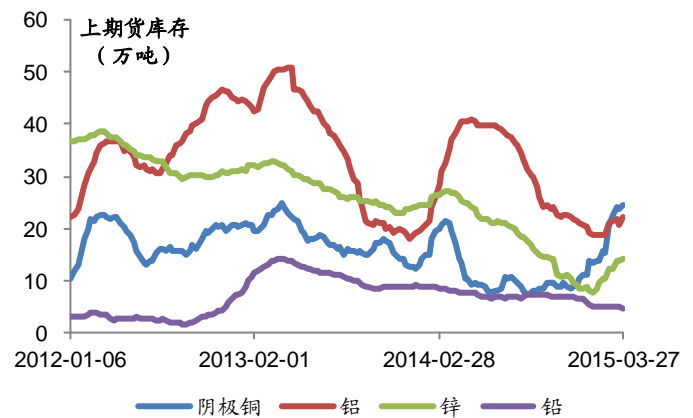
资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

图 59: 避险需求与美元指数共同决定国际金价



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

图 60: 上海期交所铜、铝、铅库存上升

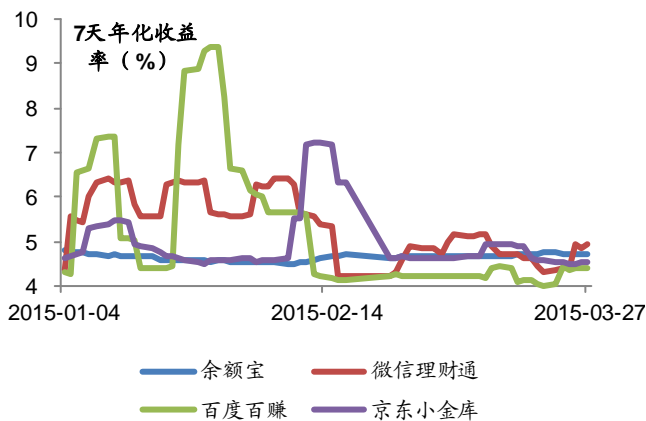


资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

4.4. “宝宝”们风光不在, 低配现金

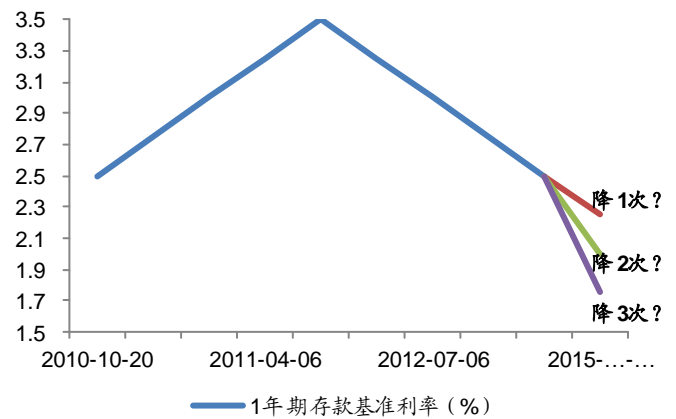
“宝宝”们风光不在, 低配现金。随着 2014 年以来趋向实质宽松的稳健货币政策实施, 包括多次总量与定向、传统与创新的货币政策工具的实施, 银行间流动性总体处于相对宽松状态, 使得以余额宝为代表的各类理财产品的收益率回落到了 4-5% 的区间之内, 不复往日风光。与此同时, 随着 2014 年下半年以金融为代表的蓝筹股估值修复行情以及 2015 年 1 季度以来的创业板行情所表现出来的动辄指数上涨 40-50% 的赚钱效应更是让“宝宝”们的收益黯然失色。此外, 当前降低实际利率成为货币政策重要的目标取向, 使得未来降低名义利率和提高通胀率成为目标, 由此现金面临着名义收益下降和贬值压力提升的“戴维斯双击”。

图 61：“宝宝”们风光不在



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 62：趋向实质宽松的稳健货币政策下降息预期仍存



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

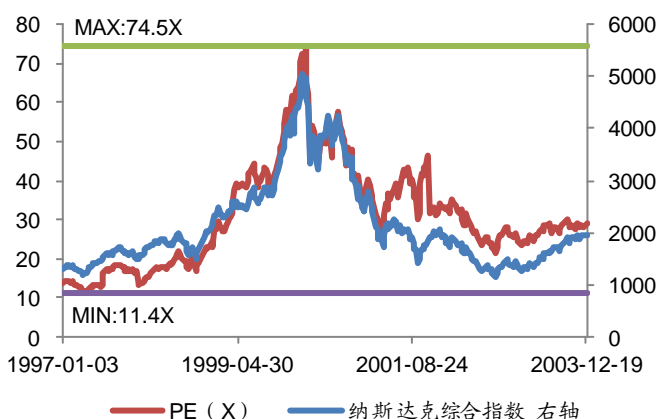
5. A 股风格配置策略：二季度 A 股市场风格有望切换到蓝筹板块

我们预判二季度 A 股市场风格有望切换到蓝筹板块。中小市值股票“市梦率”式的炒作不可持续；相对较高的信用交易杠杆将促发 A 股市场风格切换的速度；此外，退市制度的实质推进，注册制的深入，未来“良币驱逐劣币”时代即将到来，绩优蓝筹板块和个股将获得市场的青睐。

5.1. “市梦率”也有梦醒时刻

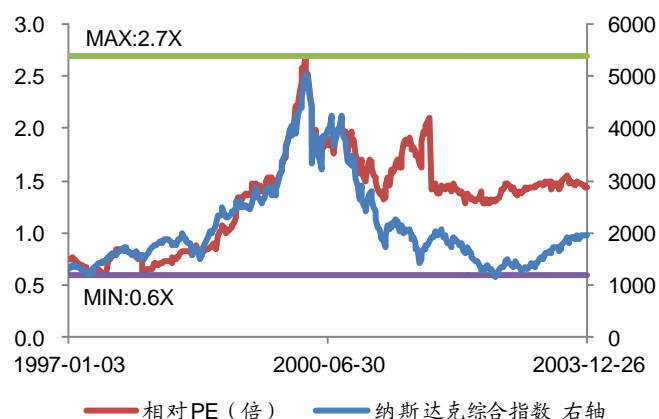
部分中小市值股票炒作盛行，“市梦率”也有梦醒时刻。3 月 21 日证监会在例行新闻发布会上表示沪深两市约 700 只股票市盈率超过 100 倍。在年初以来创业板指数上涨超 50%，中小板指数近 40% 的背景下，市场上纷纷言论“市盈率失效，市梦率兴起”，使得部分行业处于狂热状态。但我们通过查阅美国纳斯达克 2000 年的网络泡沫破灭，以及 A 股市场 06-07 牛市回落，表明“市梦率”也有梦醒时刻。由图 63-图 64 显示，1997-2000 年的美国纳斯达克网络泡沫过程中，纳斯达克综合指数 PE 最高约 75 倍，是同期标普 500 指数 PE 的 2.7 倍；但随着 2000 年以后网络泡沫的破灭，纳斯达克综合指数的 PE 回落到 20-25 倍的区间，对于标普 500 指数 PE 溢价幅度回落到 1-1.5 倍区间。再来看 A 股市的例子，由图 65-图 66 可知，在 06-07 年的大牛市中，中证 500 指数的 PE 曾经高达 71 倍左右，对于沪深 300 指数的相对 PE 更是高达 2.5 倍；但随着上证指数 2007 年 10 月创下 6124 高点之后，中证 500 指数的 PE 随着下滑，回落到了 15-20 倍的区间，对于沪深 300 指数 PE 的溢价幅度亦回落到了 1.0-1.5 倍的区间。最后，让我们来看的当前创业板的情况。由图 67-图 68 可知，2012 年 12 月份以来创业板迎来的整体走牛的格局，当前创业板指数的 PE 更是高达 88 倍，对于沪深 300 指数 PE 的溢价幅度更是高达 6.1 倍（在 2014 年 10 月更是创出了溢价幅度 7.8 倍的历史高点）。“市梦率”也有梦醒时刻，当前高达 88 倍市盈率或已在梦醒十分的前夕；随着 4 月份年报、一季报的全部披露，业绩证伪的“黑天鹅”爆发概率较高，以及当前 88 倍高市盈率对于未来成长股市的透支，我们预判二季度中小市值个股的回调的概率在大增。

图 63：美国纳斯达克网络泡沫也有破灭之时



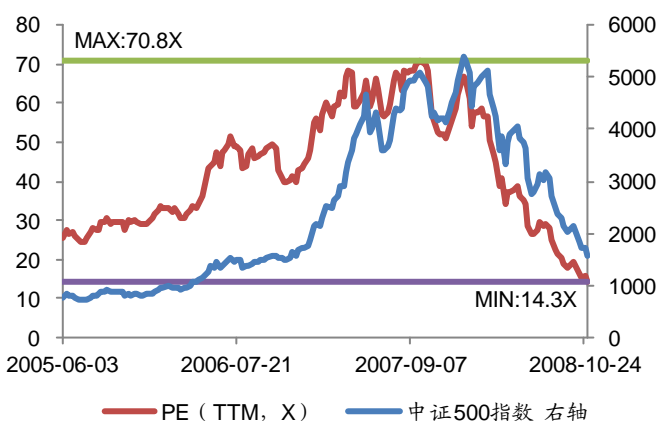
资料来源：CEIC、浙商证券研究所

图 64：纳斯达克综合指数 PE 相对标普 500 指数 PE 也有回归时



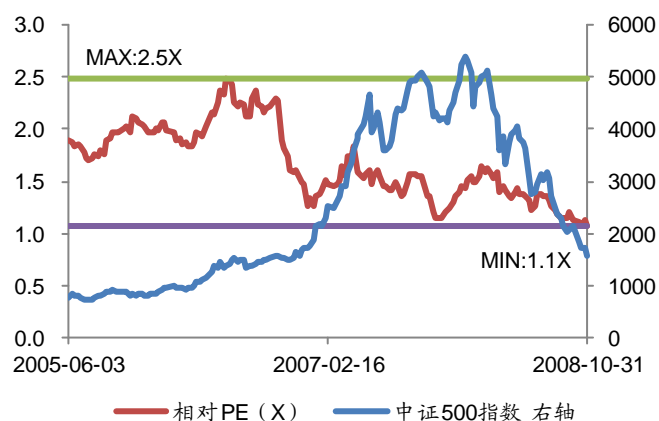
资料来源：CEIC、浙商证券研究所

图 65：06-07 年大牛市后中证 500 指数 PE 亦回归原位



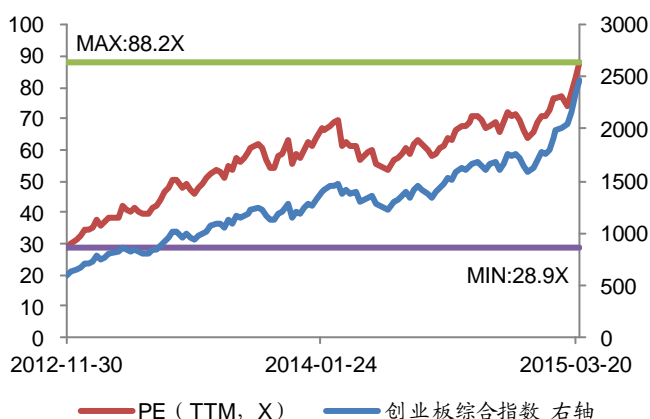
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 66：中证 500 指数相对沪深 300 指数 PE 溢价幅度回落



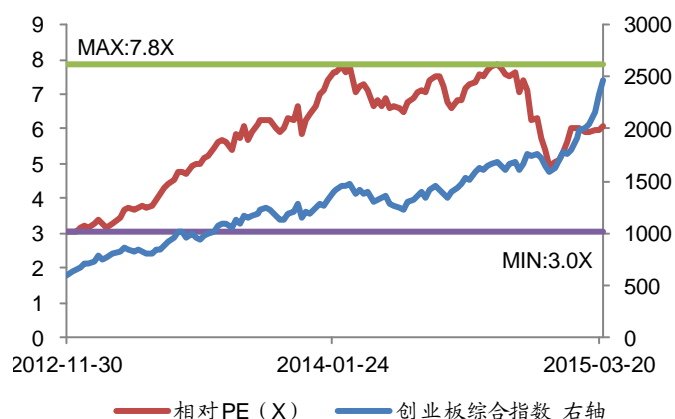
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 67：当前创业板 PE 已超 88 倍



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 68：当前创业板 PE 已是沪深 300PE 的 6.1 倍

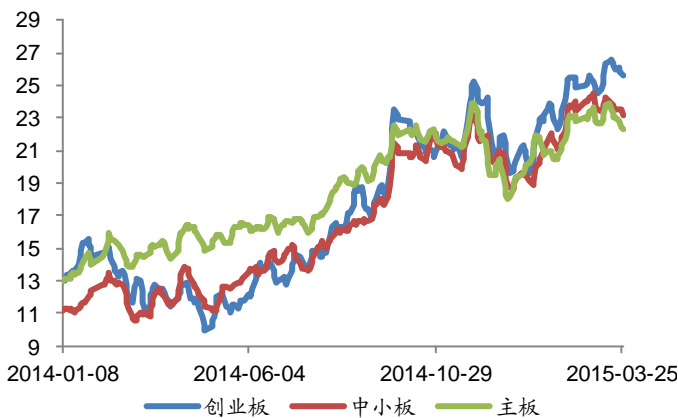


资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

5.2. 杠杆交易具有双重效应

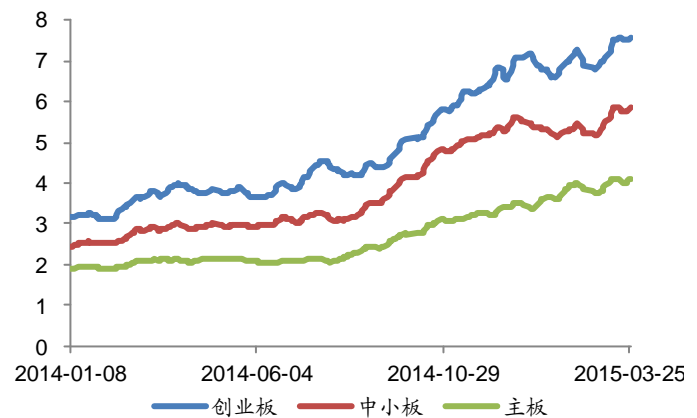
信用交易的杠杆特性，中小市值个股和板块的信用交易杠杆更高。截止 2015 年 3 月 26 日沪深两市融资融券余额已达 14588.4 亿元，较 2014 年同期大幅上升了 10620 亿元，涨幅高达 267.6%。我们认为，融资融券业务在 2014 年大放异彩是 2014 年 7 月以来 A 股市场不断走牛的一个重要驱动力，但同时也是未来 A 股市场长牛格局的一个重要驱动力。但问题是，信用交易所具有的杠杆性质具有双重性，既有助涨的作用，也有助跌的效果，主要取决于对应板块和个股的未来指数和股价的潜力。截止 2015 年 3 月 26 日，我们从流量杠杆（融资买入额与股票交易金额之比，5 日移动平均，只考虑 900 只“两融”标的股，不考虑 ETF 基金）和存量杠杆（融资余额与股票流通市值之比，5 日移动平均，只考虑 900 只“两融”标的股，不考虑 ETF 基金）考察发现，（1）融资融券中流量杠杆，创业板（25.7%）大于中证 500（23.4%）大于中小板（23.2%）大于主板（22.3%）大于沪深 300（21.9%）；（2）融资融券中存量杠杆，创业板（7.6%）大于中证 500（7.1%）大于中小板（5.9%）大于主板（4.1%）大于沪深 300（3.5%），具体详见图 69-图 72。随着中小市值个股成长故事的透支、业绩证伪“黑天鹅”的爆发以及部分个股超 100 倍市盈率的高不可攀，都有可能让信用交易的杠杆作用转性，即由正面的助涨作用转变会负面的助跌作用。基于此，一旦信用交易杠杆作用的转性，将会加快 A 股市场风格的转换，即由中小市值偏好专项权重蓝筹偏好，这一转变有可能在二季度加速实现。

图 69：融资融券中的流量杠杆创业板大于中小板大于主板



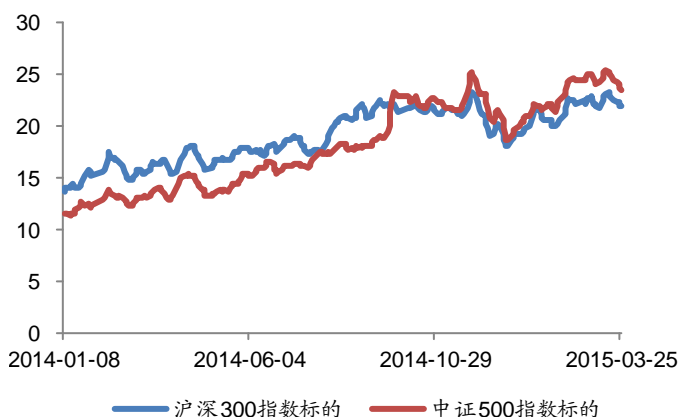
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 70：融资融券中存量杠杆创业板大于中小板大于主板



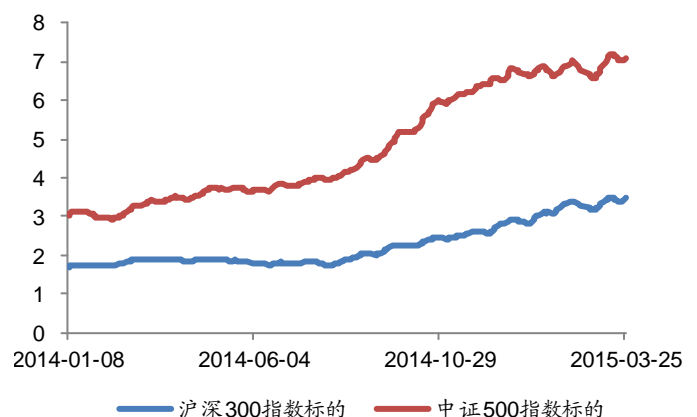
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 71：融资融券中的流量杠杆中证 500 指数成份大于沪深 300 的



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 72：融资融券中存量杠杆中证 500 指数成份大于沪深 300 的

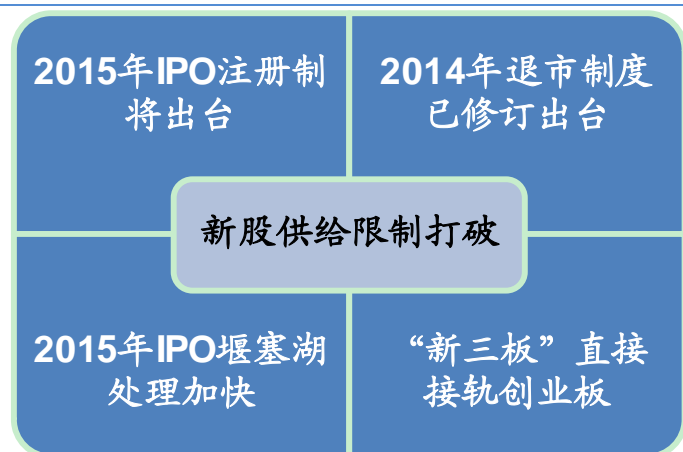


资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

5.3. 注册制+退市制度，良币驱逐劣币时代到来

“注册制+退市制度”良币驱逐劣币时代到来。3月27日证监会新闻发言人邓舸表示，共有31家上市公司涉嫌违法处于立案调查阶段，如上市公司认定为重大违法，将启动退市程序。同日，3月27日下午上交所举行“博元投资启动退市机制”发布会，博元投资3月31日起转入风险警示板。由此，新版《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》有了实质进展，博元投资有望成为注册制预期下的退市第一股。我们认为，随着退市制度的强化和注册制的推进，将构成一个新的上市公司新陈代谢系统，即未来A股市场IPO机制有望从“严进慢出”转向“宽进快出”，新股供给限制将被打破，“良币驱逐劣币”的时代有望到来，优质的蓝筹个股和板块有望成为未来A股市场价值中枢。在新股供给相对无限的背景下，我们认为蓝筹板块具有相对优势，详见图74。（1）创业板个股供给限制性溢价消失，经历时间和市场考验的蓝筹股稀缺性溢价产生；（2）在“黑天鹅”事件刺激下，创业板个股的成长性“证伪”折价将会产生；（3）蓝筹股稳健成长性的溢价将产生，2004-2013间连续实现营业收入同比增长和净利润同比增长的A股上市公司仅有23家，显得相对稀缺；（4）随着A股市场不断壮大，参与市场的单位规模的资金量将明显增大，使得市值较小的个股难以接纳大资金而出现流动性折价的可能性。基于此，我们预判二季度蓝筹个股和蓝筹板块的估值修复行情继续。

图 73：IPO 注册将打破新股供给的限制



资料来源：浙商证券研究所

图 74：新股供给打破背景下蓝筹版有相对优势

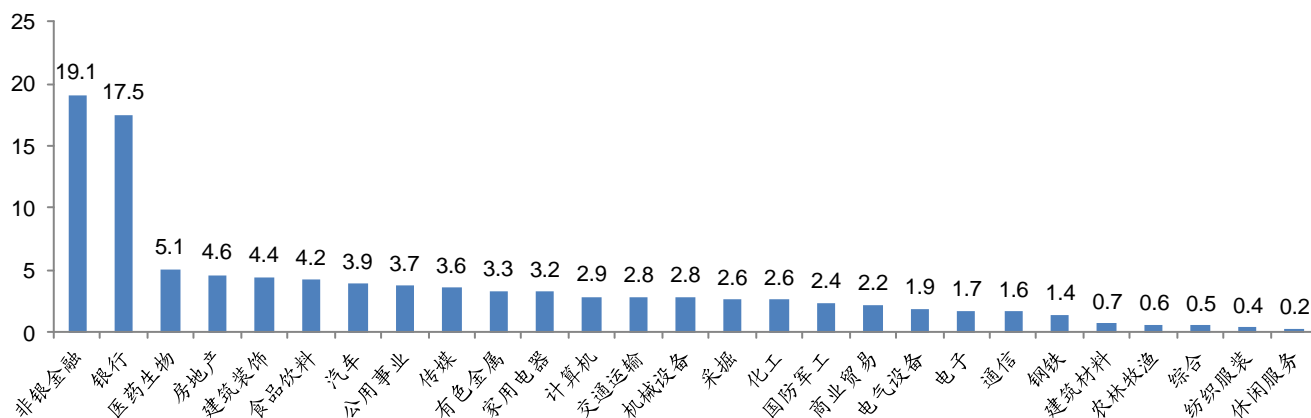


资料来源：浙商证券研究所

6. A 股行业配置策略：围绕蓝筹板块，三条主线来选择

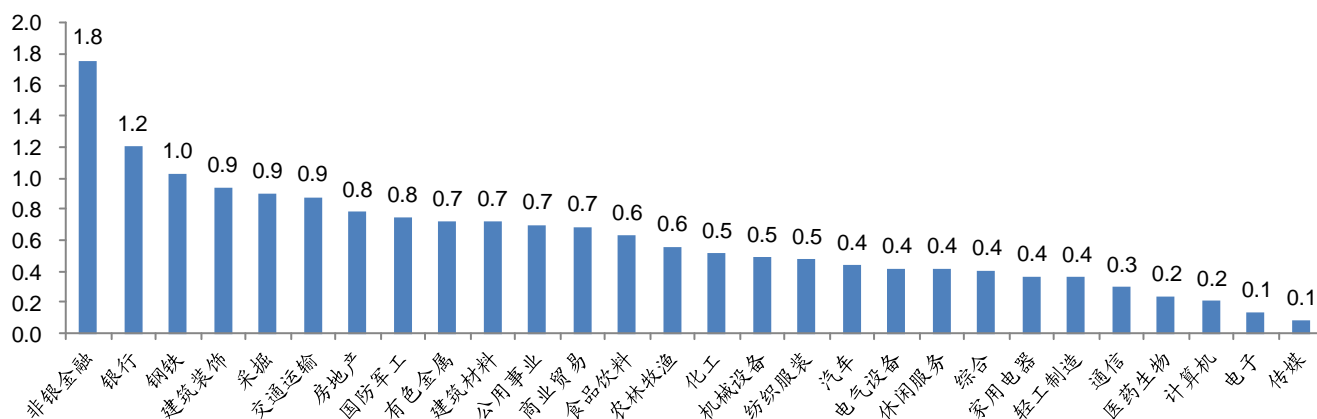
基于前文分析，二季度A股值得超配；A股市场风格有望切换到蓝筹板块，即二季度蓝筹估值修复的行情有望继续。鉴于当前宏观经济发展模式仍旧以投资拉动模式为主，使得当前以沪深300指数成份股为代表的蓝筹板块普遍具有高贝塔值、高财务杠杆的周期性特性，因此周期行业是二季度重点配置行业的方向，具体详见图75-图77。并结合“2015年保持经济运行在合理区间”（“二季度宏观经济回升”是“2015年保持经济运行在合理区间”的重要组成部分）和“未来3-5年经济融资结构变革”（经济融资结构变革下的国有资产价值重估，当前已与“资金进入股票市场也是支持实体经济”结合在了一起）的两大A股市场驱动逻辑，我们分别从“宏观经济阶段性回升”、“推进经济融资结构变革”和“聚焦改革与战略新兴产业”等三条主线来配置二季度重点行业和投资主题。

图 75：非银金融、银行、生物医药、房地产、建筑装饰位居沪深 300 指数权重行业前五名



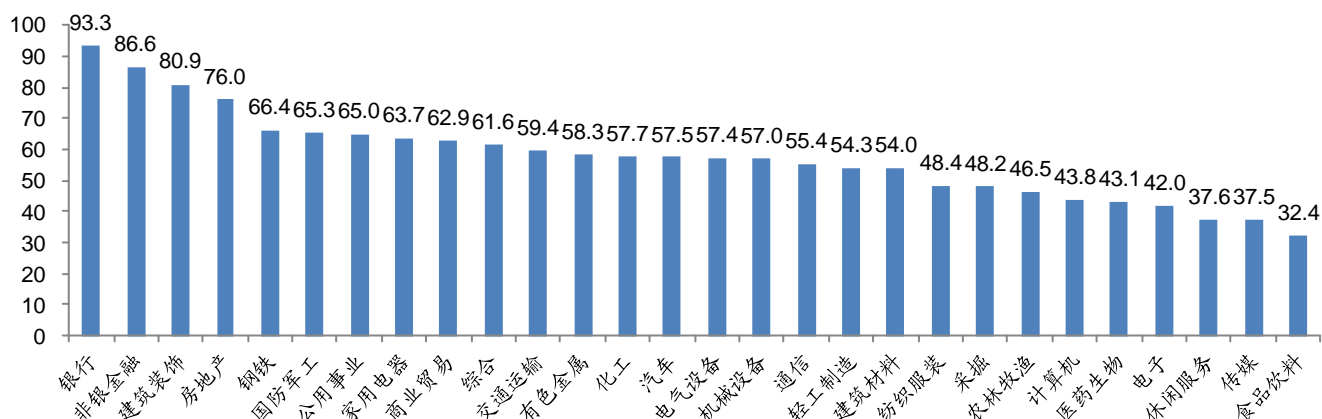
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 76：非银金融、银行、建筑装饰、采掘和交通运输位居一级行业高贝塔值前五名



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 77：银行、非银金融、建筑装饰、房地产、钢铁财务杠杆位居一级行业前五名（资产负债率截止 2014 年三季度末）



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

6.1. 主线一：宏观经济阶段性回升，建议配置房地产、基础建设（含建材）、高铁、电力设备

宏观经济阶段性回升，建议配置房地产、基础建设（含建材）、高铁、环保、电力设备等板块。第一，超配房地产板块，调控政策放松和商品房销售回升的验证，共同构成二季度房地产板块驱动力。3月25日国土资源部和住建部联合下发《关于优化2015年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，3月30日人民银行、住建部和银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，3月30日财政部和国家税务总局联合下发《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，表明房地产调控政策全面放松，未来商品房销售回升值得期待。第二，基础建设板块（含建材），受益于基建投资强化和“一带一路”战略推进。为了托底宏观经济增速，二季度基建投资将会加快推进和落实；3月29日国家发改委等部委授权发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，意味着围绕“一带一路”的基建投资有望加速推进和落实，进而缓解国内行业竞争激烈的格局。第三，高铁板块，受益于二季度铁路投资项目推进和落实。新华社消息，上海铁路局2015年铁路计划投资约559亿元，确保6个项目开通和12个项目开工建设，开通运营里程超过1200公里。我们认为，上海铁路局559亿元的投资计划拉开了2015年全年约8000亿元铁路投资的序幕。第四，电力设备板块，将受益于新“电改方案”与能源结构升级。据凤凰财经消息，新电改方案已于3月16日由中办以【2015】9号文的文件《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》正式下发，预计相关文件即将正式公布。新电改方案涉及“放开新增配售电市场，放开输配以外的经营性电价，公益性调节性以外的发电计划放开”等三个放开，有利于电力行业打破部分体制垄断，配电市场、售电市场和经营性电话有望逐步放开，有望提高行业微观主体的竞争活力与经营效率。此外，大力发展清洁能源，也是“七大国家重大工程包”中清洁能源的重要内容，因而相关新能源投资建设背后的电力设备行业有投资的机会。

6.2. 主线二：推进经济融资结构变革，建议配置证券、保险和银行

推进经济融资结构变革，建议配置证券、保险和银行等板块。在以国资改革为主要抓手、资产证券化为主要方式、降低实体经济融资成本为主要目标的经济融资结构变革中，大金融板块（主要包括证券、保险、银行等）是主要参与者和主要受益者，预期助推A股市场未来长牛格局的主要驱动板块，值得从战略角度加以配置。一是证券板块，A股市场牛市格局下，日均超万亿的成交金额成“新常态”，已超1.4万亿的融资融券余额，以及不断加快的IPO速度（月均超20家），将为证券板块二季度业绩带来直接驱动力；证券公司代客理财业务有望放松，将为证券公司经纪业务和资产管理业务打开新发展空间。二是保险板块，保险资产投资领域更为多元化，投资盈利模式更趋多样化，利好行业业绩增长；随着经济融资结构变革推进，实体经济融资成本下降，保险行业受益资产增值。三是银行板块，房地产调控放松，地方政府债务置换，将有效提高银行资产质量；银行业务分拆上市试点推进（主要是指信用卡业务和理财业务），将提升板块的估值水平，3月27日光大银行3月27日晚间发布的董事会决议公告中披露，其《关于设立理财业务独立法人机构的议案》已经通过该行董事会，“董事会同意本公司全资设立理财业务子公司，该事项需报请监管机构审批”，为理财业务分拆上市迈出了第一步。

6.3. 主线三：聚焦改革推进与战略新兴产业，建议配置国资改革、“一带一路”、自贸区扩围、“互联网+”和新能源汽车

聚焦改革推进与战略新兴产业，建议配置国资改革、“一带一路”、自贸区扩围、“互联网+”和新能源汽车等主题板块。在宏观经济“三期叠加”的“新常态”背景下，我们认为改革是未来实现经济结构转型与升级，进而实现宏观经济发展速度和质量，最终实现“中国梦”的重要手段。在二季度，我们认为值得关注的与改革相关的投资主题有：（1）国资改革主题，涉及国有企业混合所有制、国有企业股权激励、国有企业并购重组、国有资产证券化等投资机会，南车与北车合重组的投资机会已经为投资者带来了显著的赚钱效应（截止3月20日“两车”年内累计涨幅分别达166.3%和159.3%）；（2）“一带一路”主题，3月29日国家发改委等部委授权发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，涉及相关区域的基建投资、物流运输、地方国资改革、工程机械等相关投资机会；（3）自贸区扩围主题，3月24日中共中央政治局召开会议，审议通过广东、天津、福建自由贸易试验区总体方案、进一步深化上海自由贸易试验区改革开放方案，区域内相关金融行业、房地产行业、物流行业相关的标的值得关注。新兴战略产业方面，我们建议关注：（1）“互联网+”主题，李克强总理在结合德国工业4.0和美国工业互联网基础之上提出了“互联网+”的产业升级的新思路，以期互联网成为像蒸汽、电力和信息一样成为传统产业转

型与升级的驱动力。“制造业 2025”战略已在规划当中，未来“中国制造”有望上升到“中国智造”。由此，3D 打印、人工智能、机器人、高端制造以及智能物流等领域的投资机会值得关注；**（2）新能源汽车主题**，鉴于环保、节能状况日益紧迫以及巨大的需求置换空间，新能源汽车有其广阔的发展空间，涉及新能源汽车电机、电池管理系统、车联网等多个投资机会；**（3）我们从跨越周期的角度，建议关注 TMT、通讯、医疗、环保等行业以及基于这些产业链上的主题投资，如智能穿戴、4G 商用、基因测序、重离子治疗肿瘤等。**

6.4. 投资风险提示

对于二季度 A 股市场运行过程中可能的风险，我们提示如下：**（1）房地产投资超预期下滑压制宏观经济复苏。**面对 2015 年 1-2 月宏观经济下行压力不断增加的背景下，我们预判投资是“稳增长”的主要边际力量，其中房地产是主力军之一。如果 2015 年商品房销售不达预期，商品房库存不断提升，那么房地产投资增速就会下降，进而压制宏观经济复苏。**（2）融资融券、伞形信托等杠杆型资金可能爆仓的负面影响。**杠杆具有两面性，杠杆型资金在助推 A 股的同时也存在让 A 股加速下跌的风险；随着 2015 年 A 股市场融资融券和伞形信托规模进一步扩大，其中截止 2015 年 3 月末 A 股市场融资融券余额已超 1.4 万亿元，A 股市场所蕴含的杠杆风险也在加大；一旦市场出现不可预见风险，那么杠杆的反向作用将对 A 股市场带来巨大冲击。**（3）美元进入加息周期以及中美息差过大而产生的资本大幅外流的风险。**2015 年世界经济仍处于非常复杂的态势，欧美日等发展国家经济发展的分化以及新兴经济体经济运行的动荡，均将影响人民币汇率的走势；随着国内短期“加杠杆”政策的延续，人民币与美元之间汇率势必产生波动，这种波动存在引发国内热钱外流的风险。**（4）地缘政治博弈而引发世界经济动荡和金融危机的风险。**也门军事冲突骤发、乌克兰地缘政治危机迟迟得不到解决，都将在一定程度上加剧二季度全球经济的复杂性；随着原油价格的持续地位震荡和俄罗斯、欧盟、日本经济的相对疲弱，促发全球金融危机的因素在增加。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>