

## 德邦基金二季度策略报告：

### 风格渐变 结构深耕

#### 一、 一季度市场回顾

我们在去年年度策略中表示今年股市大概率是震荡市，节奏上岁末年初处于风格转换之际，市场震幅会比较大。一季度最高见 3587 点，距离 3600 点仅 13 点，忽然出现深幅调整，快速回撤到 3062 点，距离 3000 点仅 2%；一季度涨幅最大行业指数是旅游综合指数（15.81%），其他前五位的行业依次是医疗服务（9.3%）、稀有金属（9.25%）、酒店（8.9%）、机场（8.47%），涨幅超过 5% 的行业指数还有水泥制造（7.46%）、白色家电（7.27%）、计算机应用（7.26%）、化学制品（7.05%）、医药商业（6.78%）、专业零售（5.17%）。期间上证指数微跌 0.5%，这 11 个行业显著跑赢指数，其中白色家电、机场延续了去年上行趋势，而其他 9 个行业中有 8 个行业是小盘股集中的小行业，代表了小行业崛起。

一季度市场剧烈震荡凸显不小风险。上证指数自 1 月底开始短短十个交易日下跌近 15%，期间最大跌幅的子行业其他休闲服务大跌 29%，林业大跌 25%，有三分之一的二级子行业跌幅大于 15%。尤其是业绩增长确定的周期性行业跌幅大杀伤力强，采掘服务和其他采掘指数都大跌 19%，房地产开发和装修装饰指数都大跌 18%，这些行业都一度因业绩预期较好成为市场追逐对象，在这轮大跌中严重冲击信心。跌幅相对偏小的行业是钢铁（-4.61%）、航空运输（6.73%）、旅游综合（-7.43%）、机场（-7.55%）、银行（-8.39%）。

市场大落大起之际，往往是大浪淘沙的过程，所谓疾风知劲草，一些行业与个股因资金逃离而遭受严重冲击，一些行业与个股则因资金承接而开启行情。2 月 12 日以后市场展开反弹，上证指数反弹 8.85%，在此过程中行业表现出巨大分化，也是风格转化最明显的过程，医疗服务反弹 21.67%，半导体反弹 20%，稀有金属反弹 19%，生物制品反弹 19%，电机反弹 19%，计算机反弹 19%，计算机应用反弹 19%，计算机设备反弹 16%，医疗器械反弹 16%，这些行业几乎都是小盘股集中的成长行业。同期，周期行业继续下跌或者补跌，如此抗跌的钢铁补跌 5.35%均跌幅第二位，跌幅 9.38%居第一位的是煤炭开采，此外工业金属、券商、银行等都有 4% 以上的跌幅。这样一涨一跌的比较，再断言风格转换，应该就非常确定了。

#### 二、 二季度经济处年内高点

市场风格转换的宏观背景是周期的回落和消费的走低，3 月初公布的 2 月中国 PMI 指数超预期回落和结构分化催化了市场结构转变。2 月制造业 PMI 为 50.3%，较 1 月回落 1 个百分点，明显低于市场预期。生产指数为 50.7%，跌至过去两年来的最低水平，环比下跌 2.6 个百分点。新订单指数为 51%，较 1 月回落 1.6 个百分点；新出口订单进一步萎缩，本月读数 49%，环比下跌 0.5

个百分点，连续两月低于临界值，进口订单也跌至临界值以下，读数为 49.8%，环比下跌 0.6 个百分点。1-2 月 PMI 均值也显示今年前两月企业生产经营活动较去年同期扩张速度放缓，国内经济整体增速放缓压力上升。同时，结构性优化也更加明显：高技术制造业 PMI 为 54.0%，装备制造业 PMI 为 51.0%，分别高于上月 0.8 和 1.0 个百分点，均好于制造业总体水平。

二季度经济出现周期性拐点的概率很高，经济短周期回落增大周期行业压力。2016 年二季度开启的本轮朱格拉周期第三个基钦周期（存货周期），即将进入两周年之际，也将转入显著下行阶段。工业企业存货增速去年 10 月到达 11% 的高点后，11 月增长 10.9% 小幅回落，到 12 月增速回落到 9.4%，显示出企业储备原材料库存的高点已过，这个主动补库存的过程已经结束。而对经济构成显著压力的是企业主动去库存的过程，因为中断主动补库存大不了减少需求，而主动去库存直接增加供给压力，将经济增长推入需求收缩的逆循环。从产成品库存来看，高点出现在去年 4 月的 10.40%，次高点出现在去年 11 月的 9%，历史上去库存后增速都显著下降。本轮库存周期起点产成品库存增速为 -1.87%，终点增速也有可能 0 附近，因为是大朱格拉周期的末端，这个低点或可能悲观一点。

观察未来经济重点看房地产和外贸。去年经济超预期增长，其主因是在悲观预期下基建投资强力支撑、而实际出现了房地产和外贸超预期转好，今年的情况则是在整体乐观预期下，房地产和外贸会不会出现超预期的回落，如果出现这样的状况，则正好走向了去年的反面。从前二月的情况来看，房地产投资增长 9.9%，出口同比增长 24.4%，都大幅好于预期，还在延续去年的好势头。但隐患是前 2 月全国商品房销售面积同比增速仅为 4.1%，土地购置面积增速大跌转负至 -1.2%，而新开工面积增速则降至 2.9%；出口方面，2 月进口仅增长 6.3%，美国出了强力的贸易保护措施，中国正在准备相应的反应清单。可见，即便二季度延续一季度增长势头，下半年的情况就不怎么清晰，充满了变数。

这种变数势必影响未来制造业及其投资。前 2 月工业增加值同比增速 7.2%，不过主要工业行业中仅钢铁、电力、非金属矿、通用机械 4 个行业增加值增速回升，其他均下滑；主要工业品中，发电量及煤炭、钢铁、水泥产量增速回升，但乙烯、有色、汽车产量增速下滑；仅计算机通信、医药制造业等新兴产业保持在相对高位。前 2 月固定资产投资同比增速 7.9%，好于去年底的根本原因是房地产投资拉动，而制造业投资仍低迷，增速回落至 4.3%。虽然去年工业企业利润改善，但今年头两月的企业部门总融资增速大幅降至 8.2% 的历史新低，企业融资大幅下滑难以支撑设备投资周期启动。

社融总规模增速的持续下滑，是经济势头下行的先行指标。自 12 月该增速报 12% 以来，已经两个月大幅回落到 11.2%，而去年中最高点报 13.2%，此前最低点是 2015 年 6 月的 11.6%，此番下跌创出了新低，应该引起高度关注。

### 三、 利率上行压力继续增大

3 月各期国债收益率都有所回落，市场滋生了一些乐观情绪，甚至有研究机构认为债市牛市已至。这轮债市回升到底是长期下跌过程的反弹，还是收益率见顶之后的反转，不但对于债市投资者是重要问题，对于当前股市投资者同样重要，因为震荡市对于利率的敏感度显著偏高。债券收益率上行是趋势性的，有巨大的外部压力和严峻的政策环境。

巨大的外部压力来自美联储持续大幅度升息。经过六次加息，美联储基准利率下限已经从 0 附近上升到了 1.50%，预计年内还有三次加息，到年底将上升到 2.25%，而我国的存款基准利率一直维持在 1.5%。以两国 10 年期国债收益率比较，我国 10 年期债券收益率最低 2.80%，同期美国也处于 2.24% 的底部区间，利差 0.56%，美国连续加息后，我国的 10 年期国债收益率目前为 3.82%。美国同期收益率 2.84%，利差 1%，实际上我国的债券收益率上升反而快于美国 10%。美国持续加息推升了市场利率，未来进一步加息后市场利率也必定继续上行；我国的市场利率上行已经跑在了美国前头，中间出现阶段性回撤是正常的，但是趋势一般是向上的。

利率上行的严峻政策环境是金融去杠杆。周小川行长在去年底曾警告，中国需要防范明斯基时刻到来，央行当家人有如此高度的警惕性，可见金融高层对于我国金融风险是有高度认识的，根源是高杠杆带来金融高度脆弱性，去杠杆坚定不移。央行去杠杆的手段是控制货币，将 M2 压低在 9% 以下的历史低位，进而控制金融企业负债总规模；提升批发利率如 PSL\SLF 的利率引导市场利率上行，进而提升杠杆资金的成本，迫使金融机构降低杠杆率。实际效果是理财收益率大幅上升，规模下降却不明显，到去年底理财规模还有 29.54 万亿，比最高点仅下降 0.7 万亿。可见紧绷的货币供应和批发利率都一时半会不会松动。将来还可能以行政手段去部分金融机构的杠杆，如资管新规的颁布实施。

经济中低速增长阶段，股市债市对利率都高度敏感，因此我们重申利率风险。股市对于利率的敏感性大多体现在相对的低增长阶段，如 2010 年之后的加息导致了股市的阶段性的熊市，而 2014 年之后的加息预期与实施加息又带来了阶段性牛市，根本原因是低增长阶段企业盈利对利率高度敏感。就如一家企业，在产品销售高增长阶段对于财务成本不敏感，而在产品销售低增长阶段对于财务成本增长很敏感，因为在高增长阶段企业盈利很好增长很快，显著快于财务成本增长，而一旦销售进入低增长阶段盈利就处于微利、增长也很慢，显著慢于高杠杆状态下的财务成本刚性增长。我国这几年经济增长 6-7%，处于近 40 年的底部区间，这个区间的股市是难以摆脱利率敏感度的。从流动性角度考虑，股市震荡市的大环境更加确定。

### 四、 行业结构深度分化

前二月各行业产量数据显示新兴产业继续高增，部分传统产业压力较大。增长最快的是新能源汽车行业，产量增长 178%，而去年四季度三个月分别增长了 37%、47%、51%，今年前二月暴增即是持续高增长势头的延续，也有去年同期低基数效应。新能源汽车的产业链很长，设计新材料、电子、电机、整车等行业，整车数据高增长，说明整个产业链都处于高景气状态，值得重点关注。

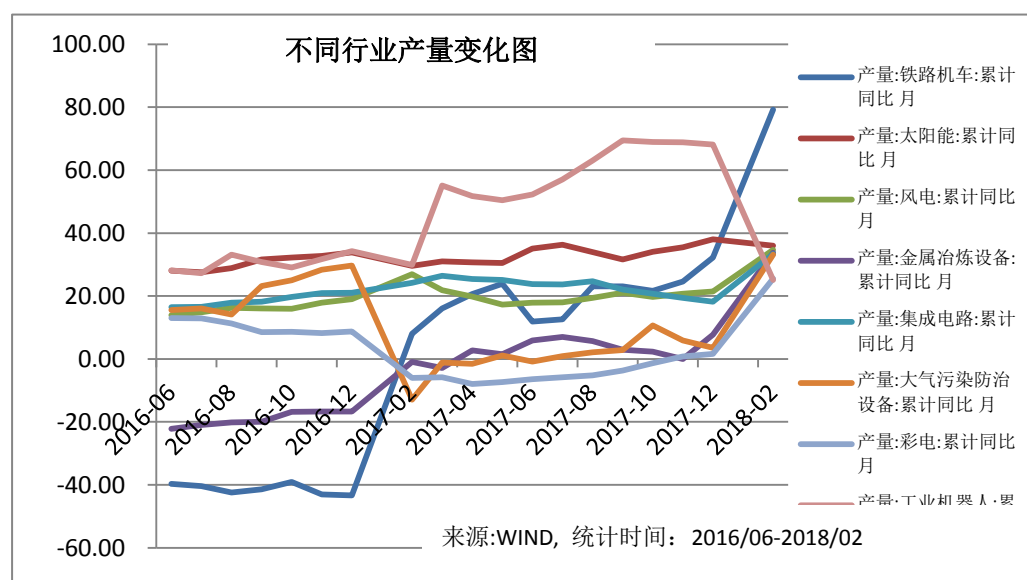
另有四个设备行业增长在 30%以上，铁路机车产量增长 79%居第二位，太阳能设备增长 36%居第三位，风能设备产量增长 35%居第四位，金属冶炼设备产量增长 33%居第五位，大气污染防治环保设备产量增长 33%居第七位。其中前面三个行业去年多数时间都保持 20%以上增长，前二月继续跳增有基数原因，也在延续高景气；后面两个行业去年增速都在个位数，前二月跳增有待确认，目前来看基数效应偏大。

传统材料类行业，铜材铝材前二月都实现 20%的增长，而去年都仅个位数增长，去年初增速铜材保持 14%、铝材 3%，没有基数原因，高增长是真实的增长，主要受益于房地产投资的高增长，需求拉动产量增长，这两个行业景气度继续回升。钢材、水泥都仅增长 4%左右，同为建筑类材料，景气度差异还是很显著。

新兴产业中，集成电路产量增长 33%居第六位，去年月均增速 23%，这个行业处于高度景气状态，必须高度重视。2017 年我国集成电路产业销售额 5411 亿元，增长 24.8%。但是全年进口价值 2601 亿美元，比全年石油进口额 1623 亿美元还多 1000 亿美元，该行业的贸易逆差高达 1932 亿美元。国内市场很大，但是芯片高度依赖进口，尤其国内 AI 行业高度增长，急需相关芯片供应。该产业的产量出现持续的高增长，说明行业进入了产出高增长期。

另一个高增长的新兴产业是工业机器人，前二月增长 25%，而去年月均增速高达 58%，年初增速大幅下滑或有季节性原因，过去两年年初都是全年的低谷。这个行业无疑处于高增长期，GGII 预计，今年我国工业机器人出货量有望突破 18.5 万台，比去年 13.6 万台再增长 36%。

传统家电行业仍然是空调行业景气度最高，前二月产量增长 17%，虽然比去年底 26%有较大幅度下滑，但高于去年初的 16.3%，仅略低于去年月均的 18.9%，仍然是家电行业中产量增长最稳定的子行业。彩电前二月产量增长 25%，但去年几乎无增长，去年初是负增长，所以短期数据难以确定其景气持续性。电冰箱产量仅增长 5%，比去年有较大下滑，景气度下行。



大件商品中汽车前二月产品下降 5%，自去年年初以来出货量逐月下行，并且滑入了负增长。由于汽车产业链很长，又是耐用消费品中单件商品价值最大的商品，出现产量的大幅下降，势必影响上至钢材、下至轮胎等各个行业的景气度，在美国甚至是经济走向的晴雨表，应该引起高度重视。

此外拖拉机产量下降 30%，化学制品产量大多出现负增长、新闻纸也出现负增长，程控交换机、智能手机等都出现产量下滑，这些行业都要引起警惕。

## 五、 市场结构悄然转变

经过年初一轮快速调整，2月12日开始的反弹是市场结构显著变化的开始，大盘股、绩优股、低 PE 板块由去年的领跑市场，转变为落后市场，而中小盘股、微利股、中高 PE 板块由跟风转变为领跑地位。数据显示，2月12日以来大盘股指数仅上涨 5.46%，低 PE 指数仅上涨 3.98%，绩优股指数仅上涨 8%，而中盘指数上涨 9.71%、小盘指数上涨 11%，中市盈率指数上涨 12.37%、高市盈率指数上涨 15.16%，微利指数上涨 12%，期间 800 指数上涨 6.89%。

我们在去年底报告中曾提示，一个大板块行情一般延续 24 个月左右，绩优白马股行情到今年 3 月接近 24 个月，市场存在风格切换的需要。中小板 2008 年底开始的一轮特立独行的行情，可以称得上大板块第一轮独立于大盘的行情，自 2008 年 12 月开始延续至 2010 年 12 月，期间有七个月跟随上证指数一起涨，有十七个月走独立牛市，在两周之内结束行情转入熊市。创业板 2012 年底启动行情，到 2015 年 6 月结束行情，超长延续了 31 个月，期间在 2014 年下半年上证指数牛市第一轮上涨的 6 个月基本没有表现，减掉休整的这六个月也差不多两周年。

不过 2016 年初开始的这轮白马股行情，主要集中在白酒、保险、医药、白电、煤电、地产等少数板块的少数龙头股，而不少绩优股并没有跟着上涨，除少数行业整体上涨外，多数行业内的结构分化是非常明显的，因此行业内的结构转化、向二三线股转化也是有可能的，这样就不会出现当年中小板、创业板这样指数的趋势性下跌，更可能是股价结构性变化。

创业板指数目前 PE 为 41 倍，盈利增速预期 10%以内，估值偏高是硬伤。中小板指数 PE35 倍，盈利增速 15%左右，估值基本合理。相比之下，沪市的小盘股指数 38 倍 PE，PB2.12 倍比深圳创业板指数 3.15 倍 PB 低很多，估值上有优势；沪市中小盘指数 18 倍 PE、1.78 倍 PB，也低出深市中小板近一半，有较大的估值优势。中证 500 指数 30 倍 PE、2.19 倍 PB，估值并不低，因此只有甄选出真正有成长性的公司才有盈利确定性。

在 226 个三级子行业中，有 30 个子行业 PE 在 20 倍之下，属于制造业的成长稳定行业有空调（19 倍）、高压设备（20 倍），属于业绩稳定的服务业有银行（7.7 倍）、城轨建设（14 倍）、路桥施工（18 倍）。有 42 个子行业 PE 介于 20 倍到 30 倍之间，稳定增长制造业有中药（30 倍），稳定增长服务业有物流（21 倍）、机场（25 倍）。30 到 40 倍 PE 的 42 个子行业中，稳定增长制造业有 LED（31 倍）、工程机械（32 倍）、电网自动化（33 倍）、印制电路板（39.5 倍），稳定增

长服务业有移动互联网服务（31 倍）。另有 100 个子行业 PE 在 40 倍以上，估值风险偏大，对盈利增长的要求也比较高。

**风险提示：**

本报告非基金宣传推介材料，只表达当下市场观点，仅供参考之用，本报告中的信息和意见均不构成对任何投资者的投资建议，所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本稿所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本稿所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本稿所载内容和信息，并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本稿及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。