

二零一四年投资展望

1. 总体结论

■ 底部抬升的区间震荡行情

2014年是经济转型的关键之年，传统经济下行的惯性、通货膨胀上行的刚性、结构调整的血性和政策稳定的耐性纠结交织的最终结果将使得经济增长和通货膨胀都在上有顶、下有底的区间内可控运行。换言之，增长不冷不热、通胀不高不低、政策不紧不松、市场不温不火已经成为了市场高度一致的预期。从数据上看，市场一致预期的GDP增长区间在7-8%，通胀在3-4%。而我们相对乐观一些，估计宏观经济增速很难低于7.5%，而通胀水平则不会超过3.5%。在顶和底都如此清晰的预期之下，我们判断很难出现单边的趋势性行情，2014年市场将呈现震荡走势，而基于我们对于增长偏上限、通胀偏下限的判断，我们预期2014年市场震荡的底部则大概率逐步抬升。

2. 宏观偏高、通胀偏低、大盘搭台、成长唱戏

2.1 宏观

GDP 增长：我们预测明年经济增速中枢将继续下移，从边际上分析，由于保就业增加的需求和调结构减少的供给，产出不均衡不太可能继续扩大，产能利用率会缓慢提升，GDP增速很难低于7.5%。

2.2 流动性

即使有保就业的压力，在产能相对过剩和经济结构调整压力巨大的情况下，货币政策可能至多是中性的，“开闸放水”的宽松货币情形应该不会出现。

2.3 通胀

从海外层面来看，明年全球经济会继续温和复苏，但难言强劲反弹，加之 QE 始终存在退出预期、流通性不会泛滥，大宗商品价格难以走出一拨强势行情，输入型通胀压力不大。从影响通胀的其他方面来看，食品价格一直是最大的变量。不过，从目前的粮食生产、养殖存栏等核心影响因素上看，除非出现重大自然灾害等不可控事件，食品价格不会超预期上涨。另一方面，PPI 的回升会增加 CPI 上行的弹性，同时也会增加租金价格、劳动力成本刚性上行对于 CPI 的压力，但是总体来看，在目前的产能利用率水平和经济结构调整趋势下，虽然通胀水平很难回落，但是失控上行的概率也很小，全年来看很难超过 3.5%，处于可控区间之内。

2.4 市场策略

从长期趋势的角度来看，中国经济正处于筑底的过程，2014 年是选择爬升路径、斜率、幅度的关键一年。但是无论结果如何，A 股应该已经看到了黑暗隧道的尽头，未来几年将是随着光明越来越清晰而逐步腾飞的过程，而 2014 年可以被看作牛市的初期，虽然上行的趋势和幅度不一定显著，但是底部将会逐步抬升。我们判断 2014 年市场小幅上涨，预期有 10% 左右的正收益。将收益来源分解来看，2014 年市场业绩增速预期在 10-15%，估值很难继续下降，特别是决定市场整体估值中枢的大盘蓝筹股。原因如下：一、和 2013 年相比，市场盈利增速不会放缓；二、估值分化也很难继续 2013 年的结构走势，小盘股相对估值水平不仅难以继续拉大反而有均值回归的巨大压力。这里需要强调的是，估值的分化是驱动 2013 年市场走势的最重要因素，

而对于估值分化的观点也是我们制定 2014 年投资策略的最重要依据之一。我们认为小盘相对大盘估值难以进一步提升主要是由于股票市场决定估值分化差异扩展的三个因素正在变得越来越弱：首先、盈利增速差异：13 年中小盘大幅跑赢主板，但是盈利增速差异不明显，3Q 反而弱于主板；其次、龙头股对市盈率提升空间不大：市值大、增速预期高；市场对创业板前 10 家 13、14 年盈利增速预期为 49%、40%；最后、外延式收购预期趋弱：资金消耗过度、IPO 放开退出渠道打开等。所以明年风格上不会像 2013 年，快速成长股继续依靠估值提升而上涨的趋势难以继续，行业、风格层面强调均衡配置。

2.5 行业配置

第一，城镇化和消费升级将是中国未来二十年的确定性方向，那么这其中将长期受益的就是大众消费品行业，特别是今年业绩与估值匹配、市销率或净利率较低存在改善空间的公司；第二，虽然我国目前存在产能过剩的问题，但是产能绝不是全面绝对过剩而是结构性相对过剩，还存在部分投资不足、水平严重滞后于现阶段经济发展水平、未来必须大力发展的必需投资行业，如高铁、4G、节能环保等，这也是我们将重点关注的成长性行业；第三，创新的意义和价值正在被整个国家越来越高度重视，而对于创新的重视和投入也是我们成长投资的灵魂和基石。成长组在 2014 年将重点关注的创新领域包括：制度创新（如土地改革、国企改革、人口政策改革等）、技术创新（TMT、新兴装备制造等）、模式创新（移动互联网大背景下的金融、商贸行业再造）等等，求新求变求成长。

重要提示:

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的产品时，应认证阅读相关法律文件。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

ICBC  工银瑞信

公司地址：北京市西城区金融大街丙 17 号北京银行大厦 8 层

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：www.icbccs.com.cn