



中信建投基金管理有限公司

China Fund Management Co.,LTD

2018年下半年大类资产配置与A股展望

王琦

2018-6-15

Wind 3C中国财经会议

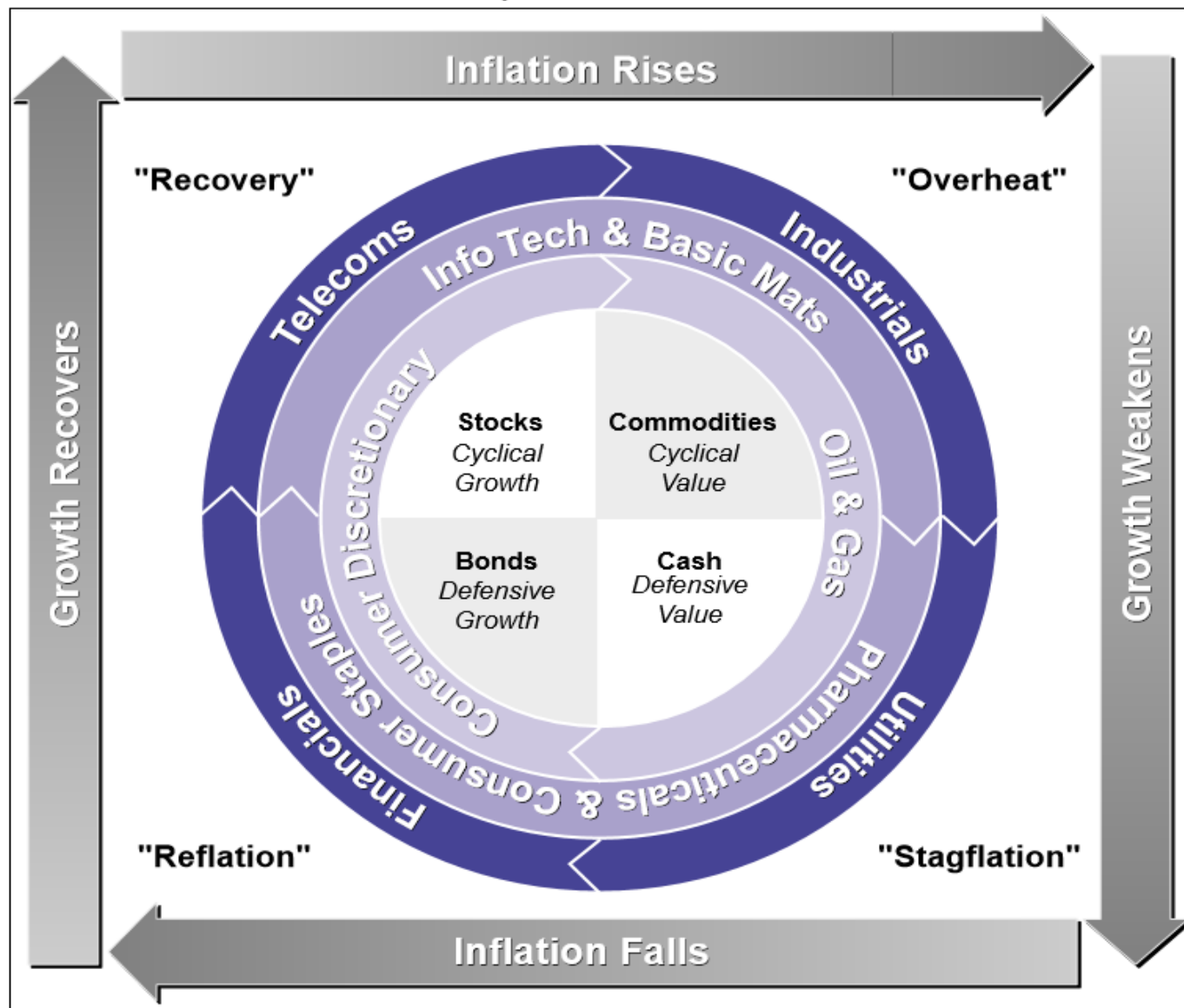
目录

- 一. 大类资产配置的基本框架
- 二. 对当前经济周期所处阶段的判断
- 三. 下半年大类资产配置与A股展望

中期（2-3年）范围内，最可靠的资产配置框架，依然是美林时钟

- 可靠性来源于与资产定价逻辑的匹配
- 在中国的实践应用，需要结合对监管制度的分析

Chart 1: Asset and Sector Rotation over the Economic Cycle

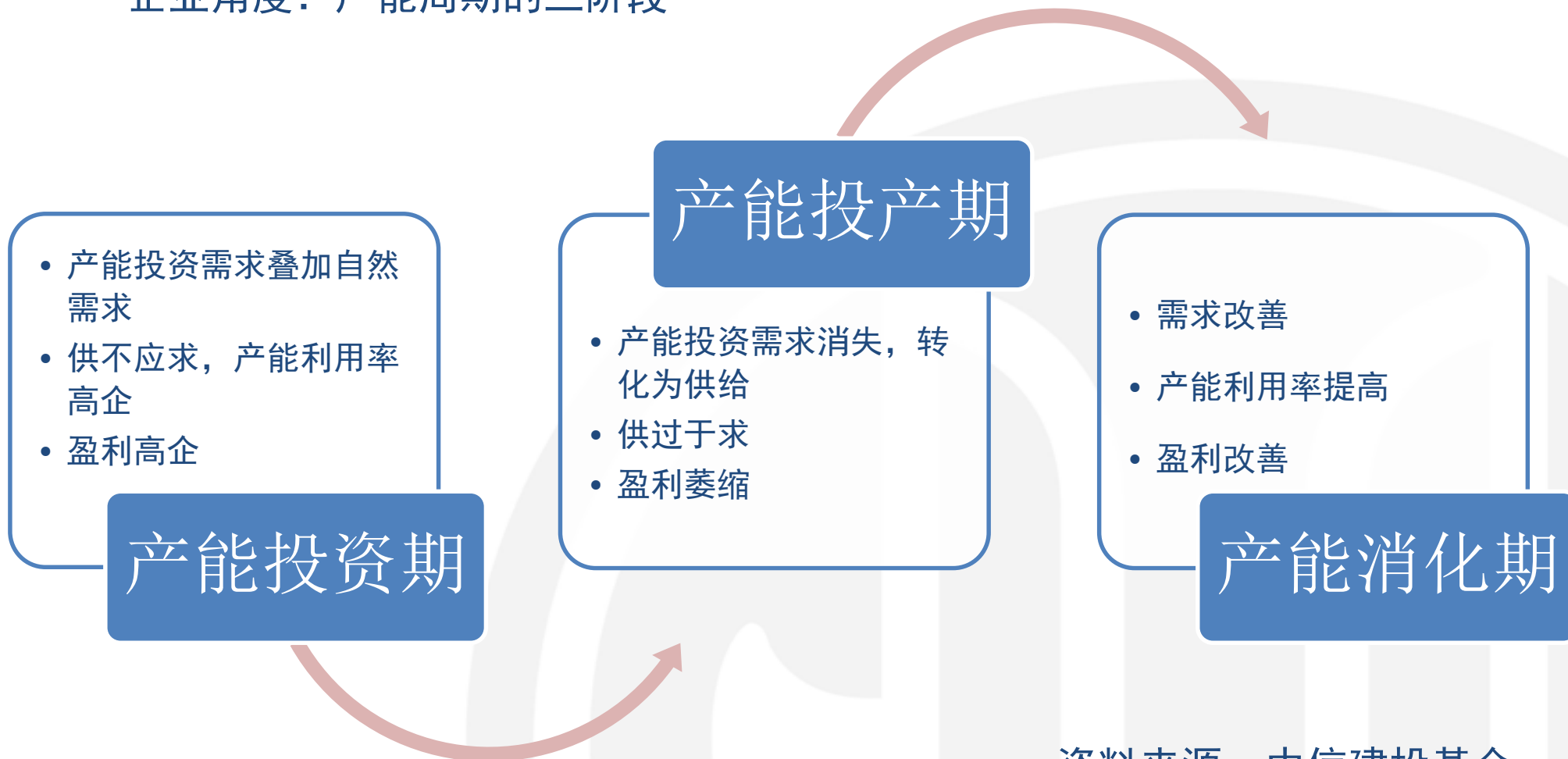


目录

- 一. 大类资产配置的基本框架
- 二. 对当前经济周期所处阶段的判断
- 三. 下半年大类资产配置与A股展望

2.1 产能周期构造了经济周期的微观基础

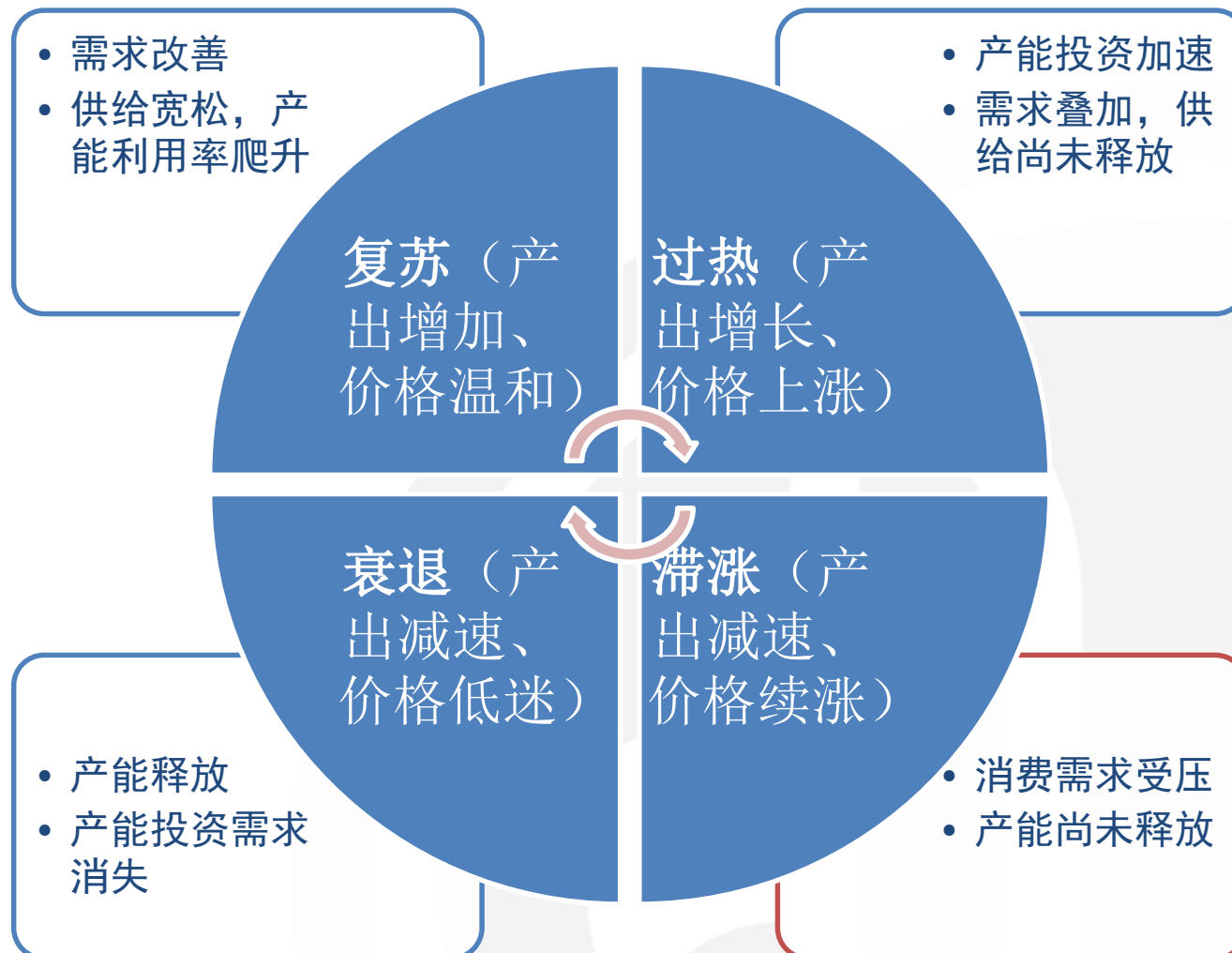
- 企业角度：产能周期的三阶段



资料来源：中信建投基金

2.1 产能周期构造了经济周期的微观基础

- 微观行为与宏观表现的结合



资料来源：中信建投基金

2.2 监管导向与具体制度的改变影响深远

- 产业监管：一枚硬币的两面

- 产能行政管制、安全、环保等制度，都限制了产能投资需求；

- 压抑产能支出，同时意味着供给难有增量；

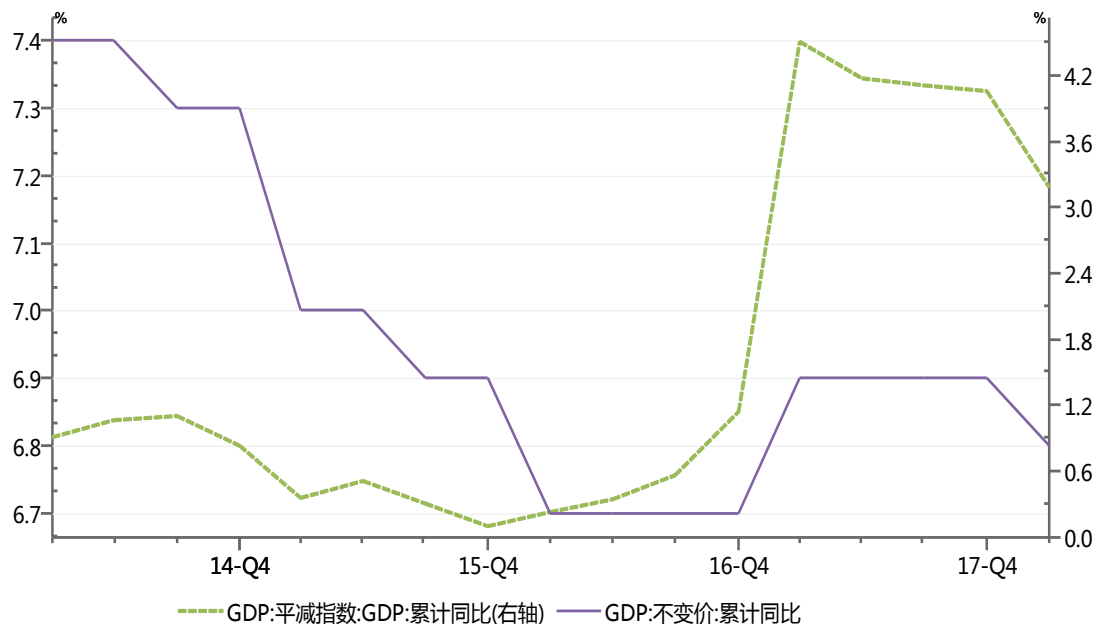
- 金融监管：双支柱与资管新规

- 双支柱：调控更加全面

- 资管新规：压缩金融杠杆的同时，有可能影响实体经济融资

2.3 结论

- 温和复苏的期限被拉长、压扁：
- 经济周期运行的方向是过热，而不会是回到衰退



数据来源: Wind



数据来源: Wind

目录

- 一. 大类资产配置的基本框架
- 二. 对当前经济周期所处阶段的判断
- 三. 下半年大类资产配置与A股展望

3.1 商品：震荡向上

- 资本支出的需求有待释放
- 产能没有有效扩张

3.2 债券：利率债难有趋势性机会，信用静待结构性机会

- 通胀与经济增长难以见到下行趋势
- 经济企稳被确认后，信用可望再度分化

3.3 股票：分化中的向上趋势

- 经济周期引导趋势向上，担经营分化同步加剧
- 监管制度变革引致结构分化
 - IPO常态化+退市：壳资源溢价消失
 - 加强并购重组监管：重组期权价值降低
 - 加强异常交易监管与黑嘴治理：波动率溢价降低
 - 国际化：流动性溢价，公司治理溢价



规模效应是核心

成本优势带来盈利优势，资金优势，从而可以强化规模优势和产品优势

强者恒强

行业集中度不断提高，直至生产的规模效应，与管理不经济，以及反垄断限制之间达到平衡

创新能力是核心

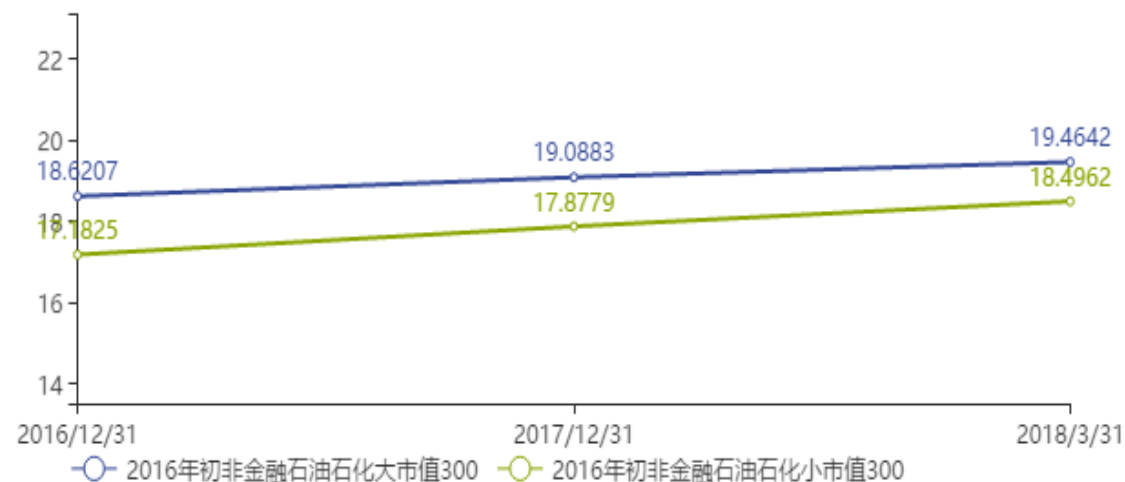
适应甚至是发掘新的需求，或者填补空白

对需求的认知，以及技术和模式创新能力最为关键

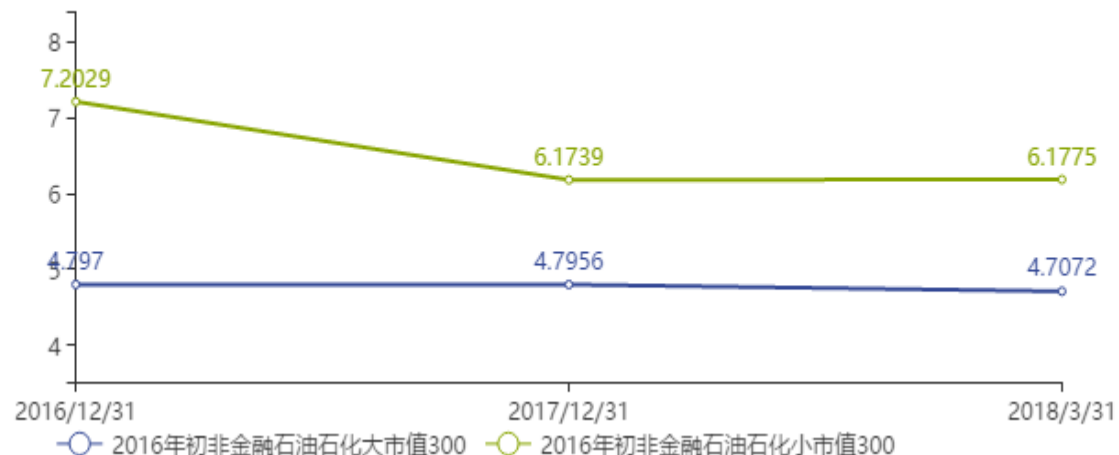
行业集中度由低到高，但也可能出现新的技术和模式

大市值公司的规模效应导致盈利能力更强

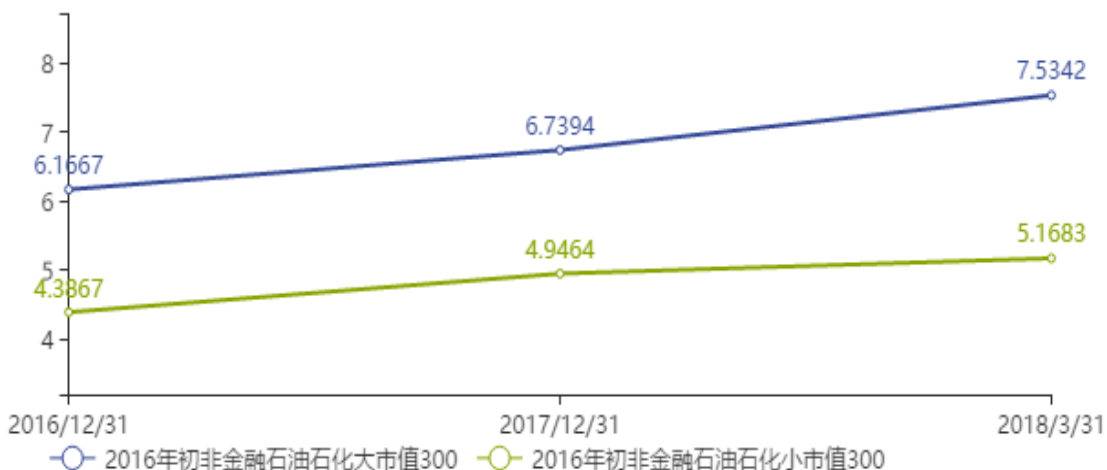
销售毛利率(整体法)



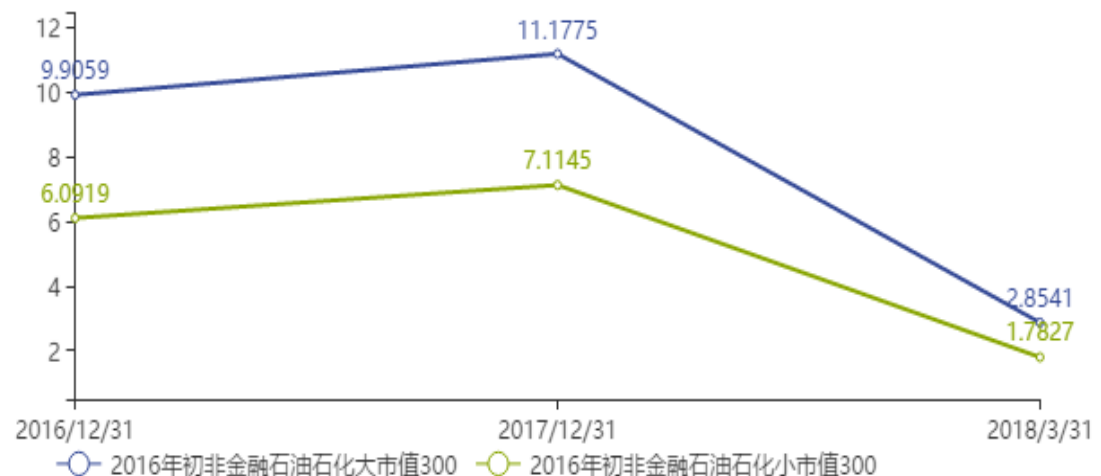
管理费用/营业总收入(整体法)



销售净利率(整体法)



净资产收益率-摊薄(整体法)



独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示：

本报告版权归中信建投基金管理有限公司（以下简称“我公司”）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。

本报告仅供参考之用，在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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报告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报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。