

2012 年 12 月

2013 年度宏观及策略报告

## 2013 年度宏观及策略报告

### 1. 总体结论

#### ■ 宏观经济

长期来看，人口红利消失和刘易斯拐点的出现将使出口、投资的中枢下行，导致潜在增速下降。同时，人口结构的变化也将会引致劳动力成本上升，令 CPI 出现周期驱动因素之外的趋势上行。

短期来看，去库存的进程目前已进入尾声阶段，基建和地产投资或将推动经济增长逐步上行；但外需依然偏弱，经济回升幅度有限，我们估计明年的 GDP 增速约为 8.1%。政策上预计 2013 年相对今年来说将会中性略偏宽松，流动性将会延续回升态势，估计明年 M1 增速约为 8%至 10%。而通胀也将在流动性和经济增长回升的带动下出现温和上涨，估计明年 CPI 增速约为 2.7%。

#### ■ 投资策略

增长趋势下降导致未来盈利增速难有大的起色，通胀中枢上升压制长期估值水平，长期来看股市未来难有系统性机会。明年增长、通胀、流动性较今年相比均小幅向上，经济处于弱复苏阶段，股市表现或将优于债市。我们预计明年上市公司盈利将有 5%至 10%的涨幅，估值将在-5%至 5%之间波动，股票市场收益率区间大致在 0%至 15%之间；对于债券市场，利率和信用产品的收益率变动都将在  $\pm 30\text{bps}$  之间波动，而利息收入分别约为 4%和 5%，综合来看明年利率和信用产品的收益率波动区间分别大致将在 3%至 5%与 4%至 6%之间。在此背景下，股票市场中估值低、盈利增长稳健的行业；受益于经济复苏的早周期行业；符合经济转型和结构调整大方向的行业都是比较理想的选择。对于债券市场，

没有趋势性机会，投资收益来源于利息，净价波动风险有限，因此信用债将是获取超额收益的主要手段，基于风险收益比的考虑，建议久期配置在 4 至 5 年水平。

## 2. 宏观经济

### 2.1 长期观点

**人口因素与经济增长：**维持过去十年中国高增长低通胀的人口优势将在未来五年内逐渐消失。一方面，根据联合国最新预测，中国人口的抚养比将在 2010 年到 2015 年附近出现拐点，这预示者人口红利的逐步消失。另一方面，从国家统计局对于农民工收入以及求人倍率的统计数据中也可以发现，刘易斯转折期可能也已经出现。

图 1. 中国在 2010 年-2015 年达到人口红利高点

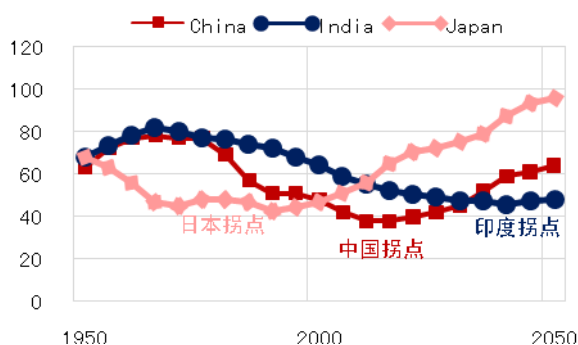
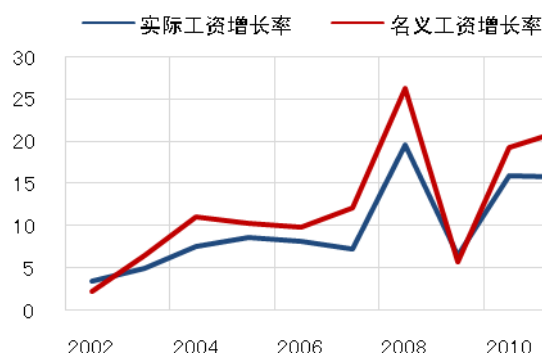


图 2. 农民工工资逐年上升暗示刘易斯拐点出现



数据来源：联合国，国家统计局，Wind

人口优势的消失可能会从投资和出口两方面导致经济潜在增速的下行。首先，在人口红利的存续期内，生产者对于净消费者比例增加会令储蓄率和投资率不断抬升；反之，当人口红利逐步消失之后，储蓄率和投资率将会开始下降。我们认为人口红利所导致的储蓄率下行将在未来一段时间内导致投资水平和经济潜在增速的下行。其次，由于劳动力成本的上升，导致出口竞争力下降，这一点可以从中国的实际有效汇率的不断上升得到证实。同时，从其他人口红利仍然存在的国家（如印度、越南等）与中国在危机前后出口增速也可以发现，这些国家在 08 年之前和危机之后的出口增速出现了系统性的上升；

与此同时，中国的出口增速却出现了中枢下行的趋势。这也是出口竞争力下降的直接证据。

**人口因素与通货膨胀：**人口因素也会对通胀产生影响，劳动力成本的上升会对服务行业等劳动力相对密集行业产品价格造成明显推动。日本在 1960 年经历过刘易斯拐点之后，CPI 上行幅度较大，但观察 PPI 的变动可以发现周期性因素并非主要推手。台湾在 1983 年到 1994 年之间出现了刘易斯拐点，指标同样出现了类似现象。

图 3. 日本在 60 年代出现的 CPI 和 PPI 的裂口

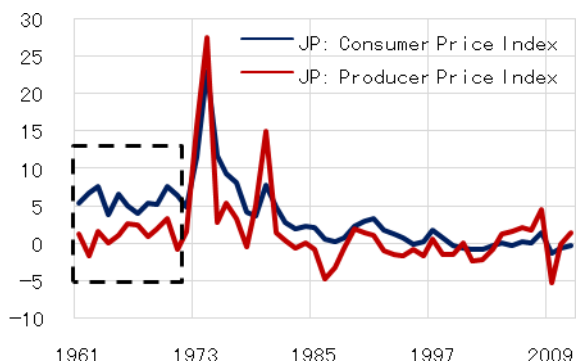
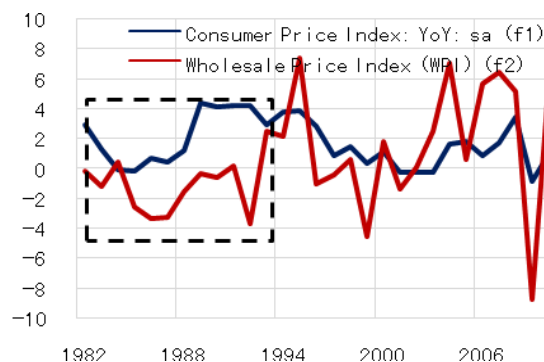


图 4. 台湾在 80 到 90 年代出现同样现象



数据来源：国家统计局，Wind

对于国内而言，劳动力成本上升在最近几年也导致了服务行业价格系统性抬升。在 2005 年之后，服务价格回升超过平均物价涨幅，这期间虽然经历了金融危机，但服务业价格涨幅依然明显的高于 CPI 的平均水平。

图 5. 服务行业价格系统性抬升

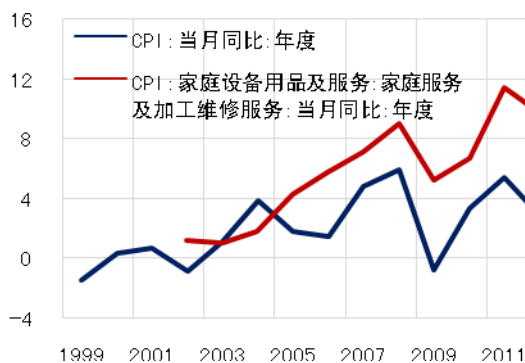
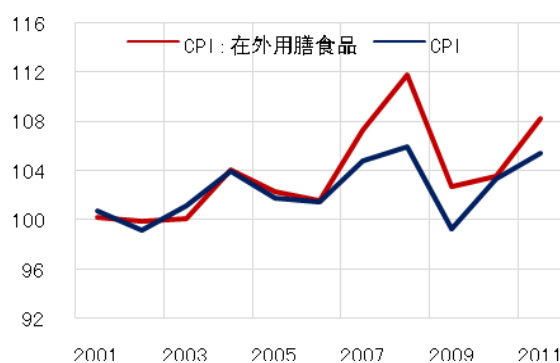


图 6. 服务行业价格系统性抬升



数据来源：Wind

## 2.2 短期观点

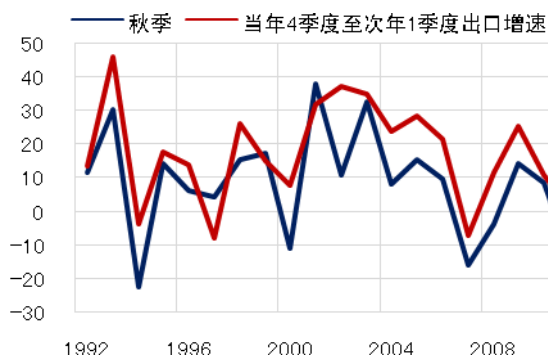
在我们短期的宏观经济分析框架中，外需和政策是决定库存周期拐点的两个重要的变量。因为前者决定了制造业的外部需求，而后者决定了基建、房地产投资的融资条件和开展进度。虽然我们对于长期宏观经济的大趋势看法相对谨慎。但从短期来看，我们认为由于房地产和基建投资带动的补库存将会令经济出现一波温和的回升，但相对较高的融资成本和疲弱的外需将会抑制经济的上行幅度。

**驱动因素之外需：**由于美欧经济相对偏弱，我们预测出口上半年小幅下滑。美国方面，财政悬崖的出现将会拖累上半年经济，环比增速将会出现回落。欧洲方面，欧债危机解决仍需要较长时间，财政紧缩和货币收缩使得欧洲经济不会出现明显起色，至多持平或零增长。综合美欧 GDP 经济走势，我们推测明年两地区同比加权经济增速将会从接近 1% 回落至 0.6%-0.8% 附近；同时结合国内秋季广交会成交指标，预计明年上半年出口在 5%-8% 左右，下半年增速好转至 10%-15%。

图 7. 美国和欧洲经济同比增速预示出口乏力



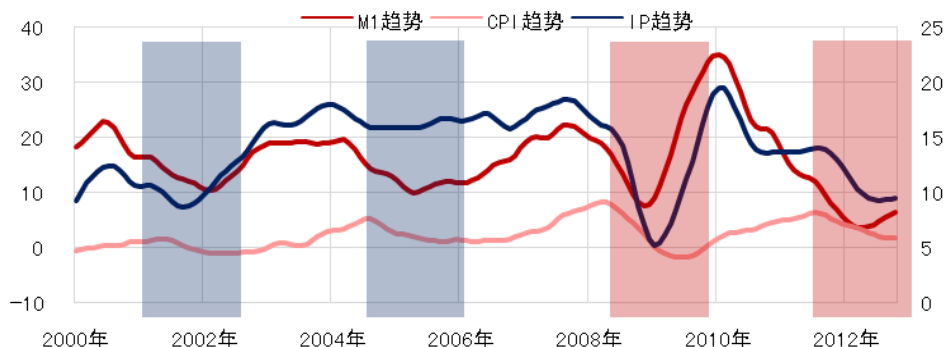
图 8. 秋季广交会显示短期外需较为疲弱



数据来源：CEIC，国家统计局

**驱动因素之政策与流动性：**政策持续改善导致流动性好转将会带动经济出现小幅改善。去年四季度以来，宏观政策预调微调的政策基调导致了流动性在二季度末出现了一定程度的回升。从近两轮的经济周期来看，政策驱动导致的流动性好转是带动经济好转的主要原因。

图 9. 前两轮周期外需驱动，近两轮政策驱动比较明显



数据来源: Wind, 人民银行, 国家统计局

**经济增长层面:** 由于消费的变动相对稳定, 因此从需求端来看, 决定经济增长的主要指标是投资的变化。目前从总量层面来看, 政策驱动下的流动性改善已经令整体投资新开工指标出现了好转的迹象, 参考历史数据, 新开工的好转情况下投资增速很难出现下行。

从结构驱动因素考虑, 我们认为地产和基建投资将会是拉动投资的主要驱动因素。基建投资我们主要考虑的是政府的政治周期和资金的可获得性。明年是换届的第一年, 从政治周期的角度来看, 我们预计基建投资回升的概率较大, 这一点从国家对于明年铁路投资的预算上也可以找到证据。从资金面来看, 债券融资的快速发展能够满足所需的资金要求。

图 10. 贷基建投资的政治周期

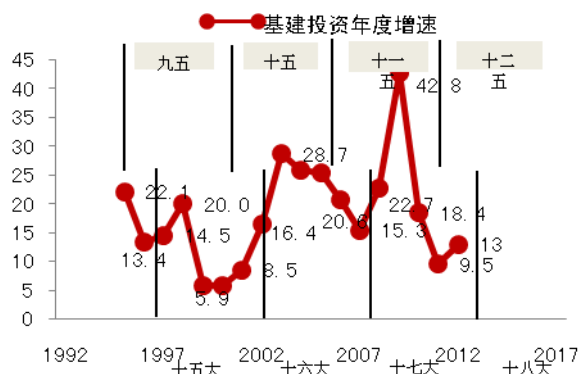


图 11. 铁路投资与基建投资增速



数据来源: Wind, 国家统计局

地产投资方面，根据行业运行规律，地产销售领先地产资金来源，地产资金来源领先地产投资。今年以来地产销售的好转和近期资金来源的好转也有望改变投资下行局面。

图 12. 房地产资金来源与新开工面积增速

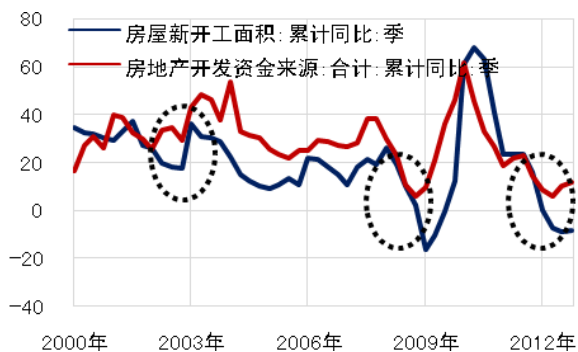


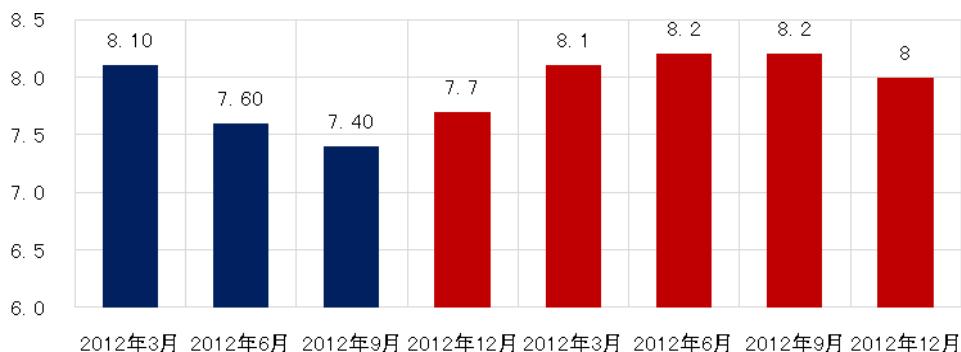
图 13. 本年购置土地面积累计增速企稳



数据来源: Wind, 国家统计局

综合以上判断，我们认为 GDP 增速将会是前升后稳。基于对流动性趋势和增长层面投资趋势的把握，今年四季度和明年上半年经济将会出现小幅回升。从回升幅度来看，我们认为四季度经济增速将会回升至 7.7%，而明年年初将会回升至 8.1%，但由于经济企稳后，政策会相对谨慎，因此预计明年下半年 GDP 同比将会小幅回落。

图 14. GDP 当季度增速预测

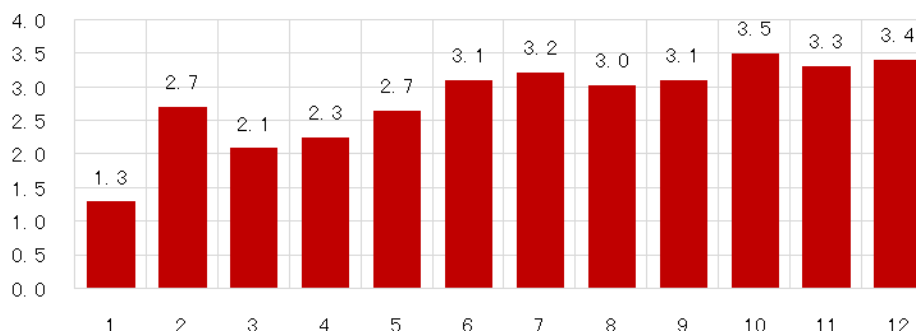


数据来源: Wind, 国家统计局

通胀全年稳和回升。从周期的角度来看，我们认为流动性和增长的改善将从趋势上抬高通胀水平。从结构角度来看，猪肉回落叠加油脂价格走平，食品项 CPI 至明年一季度压力不大，后期温和回升。综合判断明年全年通胀水平在 2.8% 附近，波动区间为 2.6-3.2%。



图 15. 预计明年 CPI 温和回升



数据来源：Wind，国家统计局

### 3. 投资策略

#### 3.1 大类资产配置

根据增长和通胀未来变动方向的组合，我们将在经济周期分为四个阶段：衰退、复苏、过热、滞胀。在明年增长企稳反弹（我们给出明年 GDP 的预测为 8.1%）和通胀均小幅向上（我们给出明年 CPI 的预测为 2.7%）的情况下，经济将大概率进入弱复苏阶段。在此阶段，经济增长的恢复有助于上市公司盈利的改善，这将有利于股票市场的表现，通胀的反弹对股票和债券市场都将产生负面影响，但总的来说股票市场的表现相对较好。我们通过对这四个阶段历史上股票和债券收益率的统计来看，复苏阶段股票的表现要显著优于债券，显示历史表现与理论结果所反映的规律一致。因此，在增长通胀两个因素的叠加影响下，明年股票市场的表现总的来看或将优于债券市场。

从股债绝对价值的角度考虑，我们预计明年 A 股市场的盈利在经济复苏的带动下将会有 5%至 10%的增长，而通胀和流动性的回升对估值的影响相互抵消，估值变化大约在-5%至 5%的区间内波动。综合来看，明年股票市场收益率的波动空间大约在 0%至 15%之间。对于债券市场，利率产品和信用产品的收益率变动都将在  $\pm 30\text{bps}$  之间波动，而利率产品的利息收入全年大约为 4%，信用产品约为 5%，综合来看明年利率产品收益率的波动空间大致将在 3%至 5%之间，而信用产品的波动空间大致将在 4%至 6%之间。

以上对市场的判断是基于一些假设条件得到的，因而也存在一定的风险，其中向下风险如：明年出口大幅度低于预期，导致国内制造业投资下降大幅度超出预期；或国内房地产调控再次从严，令地产投资下行趋势持续，导致房地产投资继续下行。在这两种情况发生的情况下，我们认为基本面会继续下行，经济将继续回到衰退阶段。向上风险如：政策的超预期刺激，地方投资冲动再起，导致基本面回升幅度超预期。超预期刺激短期来看将会使经济快速进入复苏阶段，但是在通胀弹性增加的情况下，其带来的后果必然是较长期的滞涨。

综上，我们认为明年中国经济大概率会进入复苏阶段或继续停留在衰退阶段，而小概率会处于过热和滞胀阶段。因此，在目前这个位置我们对于股票和债券市场均不悲观，或有一定机会但风险相对有限。

## 3.2 股票市场

结合前面的分析，我们认为 2013 年企业盈利将小幅增长，经济将处于弱复苏阶段，而通胀水平与流动性的小幅抬升对估值水平的影响相互对冲，市场或有小幅反弹但总体呈现震荡走势，很难大幅向下或者向上突破。在此背景下，股票市场行业配置将遵循三条主线：

①**低估值、稳健增长**：主要是银行行业。我们判断 2013 年银行贷款规模增长 13%左右，净息差小幅下降，拨备率略有提升，盈利增速 10%左右。在目前极低市盈率和较高分红率的情况上，持有银行将在未来三到六个月内较为确定的正收益机会。

②**受益于弱复苏的早周期行业**：主要是地产、乘用车和基建特别是铁路基建行业。在目前中国经济转型未竟的情况下，上述行业是经济短期走出衰退、转向复苏的少数选择。且上述行业估值都处于历史低位，在弱复苏情况下，有望同时享受业绩和估值的双重提升。

③**符合经济转型和结构调整大方向的行业**：十八大明确提出改善民生是未来党和政府努



力的方向和最大政绩，我们也认为民生相关行业是未来结构调整的方向，主要包括泛消费的日常消费、文化传媒、医疗保健、家电等行业。此外，受益于生产方式转型、有利于建设美丽中国的节能环保、现代农业等行业也将是优秀公司成长的沃土。上述行业都将是未来重点关注的领域和方向。

### 3.3 债券市场

在 2013 年，利率产品市场收益率长端受通胀反弹的影响将会出现上行，我们判断 10 年期国债到期收益率中枢将上升到 3.65% 附近，而短端则主要受央行逆回购利率水平的影响，我们预计 1 年期国债到期收益率中枢大约将会处于 2.8% 的水平。

信用产品的信用质量受企业经营性现金流好转、业绩略有改善的影响将会出现一定提升。虽然预计信用产品在 2013 年的供给较今年新增约 4000 亿，规模将达到 2.5 万亿左右，但是货币市场利率中枢较 2012 年略有下行将有利于信用利差的收窄。同时，各等级信用利差目前均位于 1/2 与 3/4 分位数之间，进一步上行的空间也非常有限。

对于可转债市场，转债估值中枢趋势性下降，且大盘转债占比较高，在股票市场缺乏系统性行情的背景下，转债市场也没有太大机会。但由于可转债到期收益率已处于历史高位，目前也具有一定的安全边际。

总的来说，债券市场在 2013 年没有趋势性机会，投资收益将主要来源于利息，净价波动风险有限。因此，我们认为超配信用债、且将久期配置在 4 至 5 年水平是比较理想的配置。综合比较各期限、类属投资收益，5 年 AA/AA+ 评级的收益风险比较关系最好，同时可以选择性适度介入 3 年 AA- 评级的。综合流动性、低资质供给以及潜在信用风险导致的估值体系重建对于 5 年 AA- 品种的潜在冲击最大，因此不推荐 5 年 AA- 品种。对于利率产品建议低配，对于必须配置利率产品的组合，建议配置 5 年期金融债或 3 年期国债品种。可转债市场估值中性，缺乏趋势性机会，中小盘转债相对价值更高。

**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，应认真阅读相关法律文件。

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](http://www.icbccs.com.cn)