

二零一三年一季度宏观及策略报告

2013年3月

二零一三年一季度宏观及策略报告

**1. 总体结论**

* **宏观经济**

经济维持弱复苏态势，但自我恢复的力度可能低于预期；流动性在年初出现收紧迹象后，继续大幅收紧的可能性不大，全年维持中性水平；通胀涨幅受需求疲弱以及流动性中性的影响，上半年大概率将低于预期。

* **投资策略**

股票市场在去年年底经历了一波估值修复之后，现在关注的重心逐步转移为企业盈利能否触底回升。一季度的股票市场以下跌报收，但是市场估值水平并没有出现下降，同时一季度上市公司盈利增速将大概率回升，我们判断当前市场有可能处于低估状态。在未来经济弱复苏以及通胀低于预期的情况下，上市公司盈利水平将会同时在营业收入恢复以及毛利率恢复的带动下出现回升，同时市场估值水平由于通胀或低于预期以及流动性保持中性的影响，难以出现大幅回落，因此我们对于目前的股票市场并不悲观，认为全年来看股票市场仍有投资价值。

风险因素：1.IPO重启可能会对股票市场的估值水平形成短期压力；2. 经济复苏力度低于预期。

**2. 宏观经济**

**2.1 经济增长**

**投资：**地产投资将成为拉动投资的主力，基建、制造业投资改善幅度有限。

近期出台的“国五条”让市场重新加重经济复苏能否延续的担忧，但我们认为调控政策虽然短期内会对地产销售及投资带来不确定性，但是长期来看，地产投资的主要驱动因素为经济周期以及流动性周期，政策调控并不能从趋势上改变房地产投资周期的走势。

|  |  |
| --- | --- |
| 图1. 地产投资同步于经济周期 | 图2. 股市作为经济领先指标与地产投资正相关 |
|  |  |
| 数据来源：工银瑞信基金 | |

自2012年以来，土地购置面积逐月回升，成交溢价率也逐步上升，显示土地购置逐步活跃，未来房地产新开工也有望在土地成交的带动下逐步回升。

|  |  |
| --- | --- |
| 图3. 开发商土地购置活跃溢，新开工动力充沛 | 图4. 土地成交领先新开工 |
|  |  |
| 数据来源：工银瑞信基金 | |

从房地产库存及消化情况来看，自去年12月以来，新增房源当周去化率持续处于历史高位，新房成交活跃。同时，新房库存消化周期大幅回落，库存紧张也将会带动地产开发商逐渐加快投资。

|  |  |
| --- | --- |
| 图5. 新增房源当周去化率持续处于历史高位 | 图6. 新房库存消化周期大幅回落 |
| 快照2.jpg | 快照1.jpg |
| 数据来源：工银瑞信基金 | |

另外，从房地产资金来源的角度来看，开发资金改善明显，同时1、2月份社会融资总量中流动地产相关融资增长明显。

|  |  |
| --- | --- |
| 图7. 房地产投资资金来源改善明显 | 图8. 前2月社融总量中地产相关融资明显增长 |
|  |  |
| 数据来源：工银瑞信基金 | |

基建投资虽然从今年全年来看，可能要高于去年年底14%左右的增速，但是今年1至2月的同比已经达到22%，参考这一增速我们认为目前基建投资继续大幅度上升的空间已经不大。

|  |  |
| --- | --- |
| 图9. 基建投资单月增速和累计增速 | 图10. 基建投资增速分结构 |
|  |  |
| 数据来源：工银瑞信基金 | |

制造业投资受产能过剩的影响，在企业盈利没有出现好转之前，投资增资提高的幅度有限。

|  |  |
| --- | --- |
| 图11. 工业企业利润增速与制造业投资增速 | 图12. 制造业盈利(领先1年）与对应固定资产投资 |
|  |  |
| 数据来源：工银瑞信基金 | |

**消费：**边际上改善动能能然存在

新任政府反腐力度加大导致相关消费降低，可以从黄金周和餐饮数据同比大幅下滑得到证实。但看未来，我们认为消费增速在年内增速可能会保持稳定或者略有回升。 首先，反腐压力可能主要体现在餐饮消费上，而该项消费往往在节日期间影响较大，后续对整体消费边际上的影响可能降低。 其次，由于房地产消费中期房销售占比较高，且期房消费低点一般领先家具和家电类消费，因此，我们认为家具和家电消费继续走高的概率还是比较大的。 此外，国家鼓励消费的政策和服务业在城镇化中的重要作用也会成为重要促进因素。

|  |  |
| --- | --- |
| 图13. 食品、饮料和餐饮消费在春节期间影响最大 | 图14. 房地产相关分项消费增速情况 |
|  |  |
| 数据来源：工银瑞信基金 | |

**出口：**趋势向好

预计2季度出口增速在8%至10%，下半年预计将会回升至10%至15%。美国经济将延续温和复苏态势，但2季度自动减支和加税滞后效应拖累需求，经济环比增速将回落。 欧洲经济仍将维持收缩态势，但德国经济的复苏使收缩速度放缓，短期欧债危机风险可控。 新兴市场经济受益于欧美经济改善以及高的经济弹性，将实现出口引领的经济加速增长。

|  |  |
| --- | --- |
| 图15. 食品、饮料和餐饮消费在春节期间影响最大 | 图16. 房地产相关分项消费增速情况 |
|  |  |
| 数据来源：工银瑞信基金 | |

* 1. **通货膨胀**

受食品价格的影响，二季度通胀的平均水平应当较2月份的高点出现回落。 但从周期的角度来看，二季度通胀水平仍会保持小幅回升的态势。

|  |
| --- |
| 图17. 预计今年CPI温和回升 |
|  |
| 数据来源：Wind，国家统计局 |

目前猪粮比已经跌破6，因此短期仍有集中出栏的供给压力，猪肉价格的跌势仍会持续。 同时，烟酒类分项同比增速大幅下滑也说明了反腐的力度较大，消费虽有改善，但整体偏弱的格局可能令相关消费持续低于预期。

|  |  |
| --- | --- |
| 图18. 烟酒类分项价格 | 图19. 猪粮比已经跌破6 |
|  |  |
| 数据来源：工银瑞信基金 | |

* 1. **流动性**

央行货币政策已经转入中性，央行在2月中旬对于信贷的调控和公开市场操作的变化都是对前期流动性宽松的纠偏。在今年通胀大概率逐季走高且当前资金环境依旧宽松的情况下，流动性主动放松的可能性不大。

|  |  |
| --- | --- |
| 图20. 停发和重发央票是政策转向重要信号 | 图21. 资金环境依旧宽松 |
|  |  |
| 数据来源：工银瑞信基金 | |

但是，货币政策转向中性偏紧的概率也不大。首先，经济增长呈现出弱复苏状态。无论从增长指标的绝对水平来看，或是从煤电油运行业的运行状态来看，货币政策转为收缩方向会损伤经济恢复的萌芽。 其次，通胀压力阶段性缓解。尽管需要承认通胀潜在压力一直存在，但就二季度的短期而言，结合经济增长的状态和食品细项行业的状态，我们认为触及通胀货币政策底线的时间点还没有到来。 最后，三季度的通胀形势存在不确定性，建议在二季度末紧密观察。

**3. 投资策略**

**3.1 大类资产配置**

自去年年底以来，股票市场在流动性宽松以及经济弱复苏预期的驱动下，经历了一轮估值修复行情。春节过后，流动性即开始转向，由过度宽松转为中性，同时此后，房地产“国五条”调控政策、银监会对影子银行的规范措施陆续颁布，市场开始怀疑政策是否会过度收紧，并且对由此所带来的对未来经济复苏的影响表现出了担忧。

但是根据前面对增长、通胀、流动性的判断，我们仍然认为经济还将延续弱复苏的态势。在完成了估值修复之后，股票市场能否重拾升势将主要取决于上市公司盈利能否触底回升。随着上市公司年报的陆续公布，我们看到上市公司的盈利已经出现了回升，同时从统计局公布的今年1至2月份的工业企业盈利状况推测，盈利的回升在一季度还将持续。由于一季度以来影响股票市场估值的主要因素：无风险利率基本走平，风险溢价持续回落，因此市场估值水平基本上处于上升过程，同时结合我们对一季度企业盈利的判断，上市公司的盈利增速大概率也将出现回升。但在盈利和估值均为上升的情况下，一季度的股票市场还是下跌了1%左右。我们认为这可能是由于市场对于之前的政策冲击过度反映所致，股票市场或处于低估状态。因此，站在现在这个时点往前看，我们维持股票优于债券的观点。

从股债绝对价值的角度考虑，我们预计今年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，今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±30bps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：IPO重启；经济复苏力度低于预期等，这些因素都将导致基本面出现短期的恶化。向上风险如：政策超预期刺激，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，我们认为今后中国经济大概率还是会延续弱复苏进程。因此，在目前这个位置我们对于股票和债券市场均不悲观，对股票和债券均维持不低配的建议。

**3.2 股票市场**

结合大类资产对股票市场走势的判断，并根据定量的行业配置模型，我们在4月份比较看好餐饮旅游、传媒、食品饮料等行业，主要是由于在经济复苏的背景下，行业的盈利能力以及盈利增长趋势相对改善较为明显，同时这些行业的估值也处于历史较低位置。同样根据模型的结果，我们不看好轻工、农林牧渔、交运、钢铁等行业。

* 1. **债券市场**

总的来说，维持之前债券市场在2013年没有趋势性机会的判断，投资收益将主要来源于利息。利率和信用的净价波动风险大于一季度，因此建议控制久期风险，将组合久期降至3年左右。

综合比较各期限、类属的投资收益率，信用债的持有期回报高于利率产品。其中，信用产品中3年期品种的性价比较高，等级选择上建议哑铃型配置方式。 此外，钢铁行业的信用品种可能有估值修复的行情；建议继续规避光伏行业；城投类信用品种适宜做波段操作，风险关注理财需求。由于利率产品波段空间不大，较难把握，因此建议低配利率产品。

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。



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