

明年经济增长渐趋企稳 周期性行业投资机会或显现

基金年度展望报告 · 宏观经济 A 股及债市策略

交银施罗德基金策略组

发布时间：2012 年 12 月 5 日

投资要点：

- ❖ **国际环境前瞻：**2013 年的国际经济大环境仍然充满了不确定性。主要集中于美国财政悬崖、欧洲债务问题、国际资本流向。
- ❖ **国内经济展望：**中国经济短期可能还存在波动的可能性，并有望逐步企稳。通胀虽有一定压力，但预计构不成大碍。预计明年全年 GDP 或将在 7.9%—8% 水平，或呈现前低后高的局面。未来最大的政策空间在于改革，改革与城镇化或将释放新的增长潜力。
- ❖ **流动性及估值：**预计 2013 年流动性不会非常紧张，未来估值或将企稳、盈利下调或逐渐进入尾声。
- ❖ **市场投资建议：**投资时钟的反复意味着周期性与结构性的叠加，未来 U 型反复的底部更为可能，伴随着产出缺口的收窄和通胀的稳定，股市 2013 年更可能是在一个宽幅的区间中震荡，全年股市预计或略微上行，2012 年 12 月中旬至 2013 年 2 月及三季度的时间窗口值得关注。债市回报率风险调整后与股票基本处于同一区间，因此建议采取较为均衡的大类资产配置战略。

目录：

国际环境前瞻	1
国内经济展望	2
流动性及估值	3
市场投资建议	4

一、国际环境前瞻

1，明年国际环境不确定性仍多：2013 年的国际经济大环境仍然充满了不确定性。主要集中在 3 个方面：美国财政悬崖、欧洲债务问题、国际资本流向。

① 美国经济或将在摆脱财政悬崖后维持弱复苏：

- 据 IMF 估算，美国财政悬崖总量估计为 8000 亿，对美国 GDP 影响约为 4.8%，美国经济占全球 GDP 约 20%，综合下来，财政悬崖问题影响全球约 $20\% \times 5\% = 1\%$ 。我们倾向于认为，财政悬崖问题在明年一季度可能对美国 GDP 构成一定程度的拖累，但预计不会导致全球经济形成大的拐点。原因：虽然美国企业投资可能受到财政悬崖不确定性预期的负面影响，但企业盈利状况及消费需求端恢复态势较好，综合分析各方面因素，未来美国经济维持弱复苏的概率仍较大。

② 欧债危机仍难彻底解决，希腊目前来看已无大碍，西班牙是重点：

- **希腊局势预计不会特别令人担忧：**11 月 27 日举行的峰会对希腊的方案整体是积极的，

债务延长 15 年，债务利息支付向后拖 15 年，ECB 的利息收益返还希腊，同时启动希腊债券回购，不高于 11 月 23 日的市场价；IMF 最后与 ECB 妥协了债务目标，2020 年债务占比 124%，2022 年 110%；短期来看，希腊局势相对稳定，预计不会特别令人担忧。

- **2013 年欧债危机重点在西班牙：**目前来看，西班牙的银行坏账率、失业率都非常高，明年偿债压力非常大，需要寻求救助和解决方案。但是在政策方面，目前我们还没有看到较好的救助方案。

2、2013 年全球经济中性偏积极：整体来看明年国际经济，欧洲的去杠杆尚未开始，政策方面财政紧缩还必须持续，欧元仍有贬值压力，资金可能持续流出，发达经济体有望继续维持超级宽松货币政策。我们对全球经济的看法是中性略偏积极。

二、国内经济展望

1、预计明年 CPI 总体处于温和区间：预计 2013 年全年 CPI 总体上仍处于相对温和的区间。12 月 CPI 可能仍处于 2.5% 以内，2013 年 1 季度因春节错月影响，个别月份的 CPI 同比涨幅可能会较高，但 CPI 的季度均值可能仍将保持在相对较低的水平。2013 年预计为 2.7%—3%，整体通胀压力不大。

2、明年经济增长或前低后高，全年 GDP 预计 7.9%—8%：

- **各项指标数据显示中国经济在逐步企稳：**9 月份主要经济领先指标企稳，10 月份回升更加明显，包括工业增速、工业企业利润、消费增速、投资增速、出口、发电量、PMI、PPI 降幅、M2、公路货运量，货物周转量等等，也可以从广东、浙江、江苏、上海这些具有先行性的省份的率先回稳中看出一定趋势。
- **明年经济增长或前低后高：**综合分析，2013 年国内经济有望呈企稳态势，除非主动“捅泡沫”，内需上出现其他特别大的宏观系统性风险的概率不太大。预计 2012 年三季度 7.4% 的 GDP 增速，或将是未来一年的低点。据预测，2013 年四季度 GDP 有望小幅回升至 8.2%—8.3% 的水平，2013 年全年 GDP 或将在 7.9%—8% 水平，有望呈现前低后高的局面。

3、改革与城镇化释放新的增长潜力：新一届政府上台之后，我们会发现未来的执政思路的变化。过去十年是黄金发展、高速增长的十年，但未来将会是转型、调结构的十年。不应静态地看待当前潜在增速下移，未来最大的政策空间在于对需求端的改革。预计改革与城镇化可能将释放新的增长潜力。

三、流动性及估值

1、2013 年流动性或将不会很紧张：申银万国近期测算的市值/资金比显示，当前市值/资

金比已经从前期的约 6.3%回到 6.18%的水平，显示资金压力有所缓解。用社会融资总量/名义 GDP 的指标测算，2012 年该项比值略低于 2009 年，但并不低于 2010 年。从全社会融资余额角度看，2012 年全社会流动性供应其实并不像股票市场所反映的那么紧张。我们预计，2013 年全社会流动性或将不会很紧张。

值得注意的是，目前新增融资主要集中于国有企业和地方政府，在信托产业中房地产信托占比较高，资金配置效率不高。当前流动性释放的渠道主要集中于信用债和以信托为代表的影子银行。在未来几年，影子银行和可能发生的信用违约或将事关经济全局，要警惕潜在风险。

2、估值企稳、盈利下调或已进入尾声

- **A 股当前估值水平处于历史相对低位：**无论是横向国际比较，还是纵向历史比较，当前 A 股市场的估值水平均已处于相对的低位。
- **盈利下调过程或已接近尾声：**如果前述关于经济企稳的判断确立，当前市场的盈利下调过程或已逐渐接近尾声。

四、市场投资建议

1，未来考虑在哪些行业中寻找机会？

① 周期性行业或将存在机会

- 寻找去库存充分、过去两年产能投放较少、行业趋势显现拐点迹象的部分周期品行业。
- 规避上游原材料，后周期下滑的板块。

- 坚持行业龙头及先发优势，具备收购潜力提升市场份额的企业。

② 消费类板块

- 消费类板块由于后周期属性难以在盈利增速上出现明显改善，但部分增长潜力较大的个股未来仍值得关注。

③ 稳定成长类始终是投资关注方向

- 在经济难以大幅回升的背景下，稀缺的成长股仍然是投资重点，并是可以中长期深入挖掘的主题。

2、2013 年大类资产配置倾向均衡配置

投资时钟的反复意味着周期性与结构性的叠加，未来 U 型反复的底部更为可能，伴随产出缺口的收窄和通胀的稳定，预计 2013 年股市和债市全年整体更可能是在一个宽幅的区间中震荡，2012 年 12 月中旬至 2013 年 2 月及三季度的时间窗口需要关注。

整体来看，2013 年股票投资收益率或略高于债券，明年债市虽预计难有系统性机会，但回报率风险调整后仍与股票处于同一区间，因此我们倾向于考虑较为均衡的大类资产配置。

免责条款:

本报告为研究人员依据公开资料和调研信息撰写,本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料,本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

转载条款

本报告版权归交银施罗德基金管理有限公司所有,未经本公司书面授权,任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。