

中国经济温和复苏，我们对股市长期乐观

邓体顺

景顺长城基金 副总经理

中国经济 2013 年的展望：温和复苏和改革

经济已从 2012 年四季度开始小幅复苏，并且这一势头将延续到 2013 年。我们预计 2013 年 GDP 平均增速位于 8.0% 左右。我们预计下列因素将帮助 2012 年经济增长回升：（1）随着地产销售回暖，带动建设活动温和复苏；（2）中央政府换届之后，会加大力度推进城镇化建设；（3）企业的去库存基本结束；（4）全球经济增长前景仍然很弱、但总体趋向平稳，净出口在 2013 年不再对经济增长形成拖累。同时我们不认为政府会推出大规模的刺激政策。

我们对中长期的展望比较乐观，因为新的政府领导人将重启改革放到了议事日程上。中国经济目前存在的诸多结构性问题，使得政府改革后可释放出来的改革红利仍然存在巨大的空间。我们认为那些看起来更具挑战性、争议更大的改革，如户籍改革、土地改革、国有企业改革，仍然任重道远。所以 2013 年更有可能是继续实施已经广受支持的改革措施，包括增值税改革、放松垄断、以利率市场化为代表的金融体系改革和扩大养老和医疗保险覆盖面等。我们预计在明年 10 月份的三中全会看到中央对改革给出更清晰的方向。

投资策略：看好权益类的投资机会

我们认为从大类资产配置的角度，权益类的股票已经相比债券更具有吸引力。2012 年推升债券市场牛市的几个因素在未来不可持续，债券相对股票被明显的高估，并且处于历史的高点。A 股的股票动态估值目前在亚太新兴市场处于较低位置，并且在历史的低点，如果中国政府能够出台更强有力的改革措施，长期来看 A 股已经能为投资者提供优于其他资产和地区的良好投资价值。

对于行业的配置，我们建议投资者从过去简单的周期 VS 消费的轮动转移到未来结构性转变的行业。市场上能够提供长期投资价值的是受益于结构性改革的行业，以及长期能够带来现金流和分红的成长性企业。

2013 年，我们全年看好医药、保险、家电和 TMT 里面向大众消费的电子和传媒。这些行业拥有广泛的下游消费需求，并且可能受益于潜在的改革。另外，由于投资的连续性以及宏观数据的持续弱复苏，我们认为周期性行业里低库存的建筑建材和重卡也会在上半取得较好的相对收益，但是周期性行业的长期投资价值已经相比过去大大的下降了。

中国经济 2013 年的展望：温和复苏和改革

经济已从 2012 年四季度开始小幅复苏，并且这一势头将延续到 2013 年。我们预计 2013 年 GDP 平均增速位于 8.0% 左右。我们预计下列因素将帮助 2012 年经济增长回升：（1）随着地产销售回暖，带动建设活动温和复苏，保障房建设也会起到支持作用；（2）中央政府换届之后，会加大力度推进城镇化建设（尤其是城市交通和铁路交通），包括信贷在内的各项资金投入也会为基建投资提供支持；（3）企业的去库存基本结束，意味着即便没有显著的补库存，稳定的需求增长也将会带动生产活动走强；（4）全球经济增长前景仍然很弱、但总体趋向平稳，这应当能使净出口在 2013 年不再对经济增长形成拖累。

我们预期没有新的刺激措施。政府在 12 月结束的中央经济工作会议中强调了经济增长的质量和坚持房地产市场调控政策不动摇。我们认为政府的首要考虑将是确保经济维持稳定增长，同时避免再次引发房地产过热。由于经济增长势头已经在回升，我们认为只要经济不发生明显恶化，就不会引发大范围的失业，领导人换届后不会推出类似 08 年“四万亿”的新刺激措施出台。

我们对中长期的展望比较乐观，因为新的政府领导人将重启改革放到了议事日程上。的确，中国的人口红利可能在未来几年逐步结束，但是中国经济目前存在的诸多结构性问题，使得政府改革

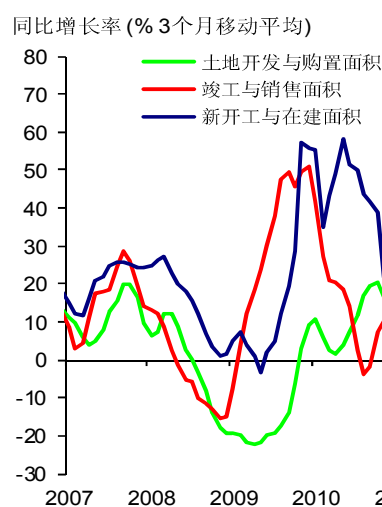
后可释放出来的改革红利仍然存在巨大的空间，例如：

（1）广阔的城镇化空间。相比美国、韩国和日本 80% 以上的城镇化率，我国的城镇化率为 50%。另外需要指出两点：第一，我国东部和中西部城镇化率有约 15% 左右的差距，区域非常不均衡；第二，目前我国 50% 的城镇化率统计口径是常住人口，而按照户籍人口我国的城镇化率仅有 35%，约 15% 的人口是流动人口，这也间接造成了“春运潮”。这些结构性的不均衡都为未来中西部的城镇化发展提供了广阔的空间。

（2）中国消费的增长空间。大多数人强调过去消费占 GDP 比重持续下降，但事实上过去 10 年中国的实际消费增长十分强劲，年均增长率接近 10%，快于大多数其他经济体，每个主要消费类别都出现了明显的消费升级，消费结构也发生了显著的变化。中国的消费增长被高度集中释放的基建投资所掩盖，但未来随着公共服务和社保体系的完善，消费和投资的比例会逐步趋向均衡。

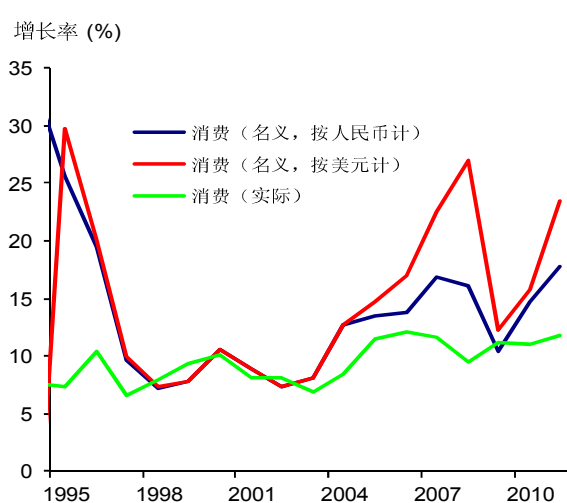
我们认为那些看起来更具挑战性、争议更大的改革，如户籍改革、土地改革、国有企业改革等，仍然任重道远。所以 2013 年更有可能是继续实施已经广受支持的改革措施，包括增值税改革、放松垄断、以利率市场化为代表的金融体系改革和扩大养老和医疗保险覆盖面等。我们预计在明年 10 月份的三中全会看到中央对改革给出更清晰的方向。

图 1 房地产活动持续复苏



资料来源：CEIC、景顺长城

图 2 中国消费保持较快增长



资料来源：CEIC、景顺长城

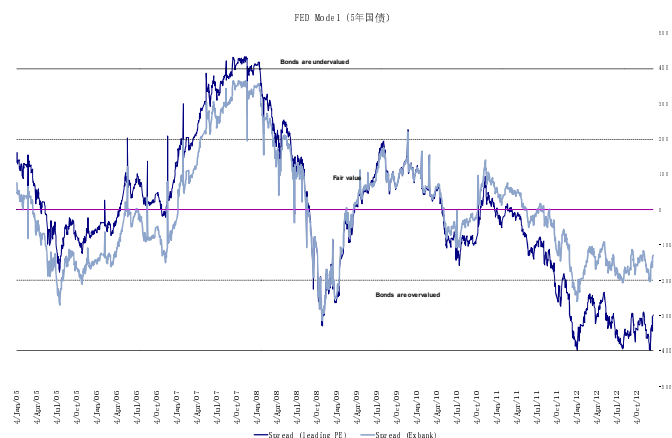
投资策略：看好权益类的投资机会

我们认为从大类资产配置的角度，权益类的股票已经相比债券更具有吸引力。2012 年由于通胀下行和宏观经济下滑快于预期，具有避险性质的债券，尤其是信用债迎来了大牛市。从年初至今，企业债的收益率已经高于 7%，国债的收益率也高于 3%。推升债市的几个主要因素在 2013 年难以维持，而且根据 Fed 模型（股票的预期收益率减去债券的预期收益率），债券相对股票被明显的高估，并且处于历史的高点，所以我们在 2013 年更看好股票的投资机会。

中国 A 股目前的估值已经处于历史的低点，2013 年的沪深 300 的 PE 估值仅仅在 10x 左右，而纵观亚洲泛太平洋除日本外的新兴市场，其他市场可能处于甚至高出周期中值水平。即使我们考虑最近 A 股出现了两次单个交易日的强烈反弹，但是从长期的角度，我们认为股市的底部已经确认，如果中国政府能够出台更强有力的改革措施，长期来看 A 股已经能为投资者提供优于其他资产和地区的良好投资价值。

对于行业的配置，我们建议投资者从过去简单的周期 VS 消费的轮动转移到未来结构性转变的行业。首先，我们需要认识到，中国过去几十年的基建高峰已经过去，目前包括钢铁和其他强周期行业的产能已经严重过剩，未来都会进入逐渐去产能的通道。其次，政府大幅宏观调控的局面可能会不断弱化，未来更倾向于温和的和更加市场化的调控方式。市场上能够提供长期投资价值的是受益于结构性改革的行业，以及长期能够带来现金流和分红的

图 3 Fed 模型显示股票相对债券被低估



资料来源：万得资讯、景顺长城

成长性企业。

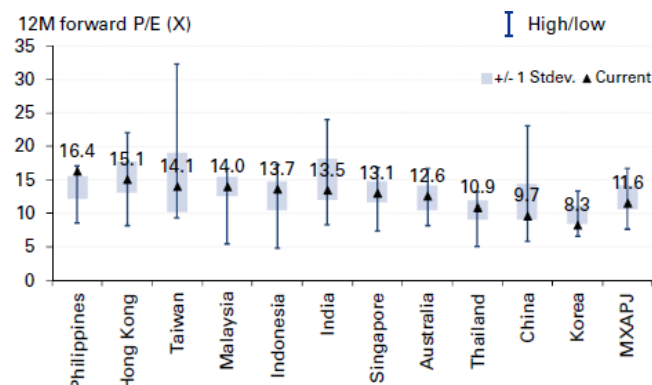
表 1 潜在改革和相关收益/受损行业

改革主题	潜在改革内容	收益行业	受损行业
价格自由化	逐渐放松对其他一些资源和服务的价格控制，包括石油、煤炭和天然气	能源和资源类下游企业	大型石油和煤炭行业
税收改革	继续推行营业税改增值，对所得税结构性减税、暴利税和房产税等	消费和服务类行业	地产、资源类行业
节能环保	对污染企业惩罚力度加大，可能推出碳税、环保税等	环保行业	重工业
社保和医保	扩大医改，进一步提高社会福利公共开支、户籍改革	医药行业	
金融业管制放开和金融创新	进一步放开利率管制、扩大保险公司投资范围、允许券商提高杠杆、增加ETF和衍生品交易平台、加快债券市场的发展	券商和保险	银行

资料来源：景顺长城

2013 年，我们全年看好医药、保险、家电和 TMT 里面面向大众消费的电子和传媒。这些行业拥有广泛的下游消费需求，并且可能受益于潜在的改革。另外，由于投资的连续性以及宏观数据的持续弱复苏，我们认为周期性行业里低库存的建筑建材和重卡也会在上半年取得较好的相对收益，但是周期性行业的长期投资价值已经相比过去大大的下降了。

图 4 亚太新兴市场估值比较



资料来源：MSCI、彭博资讯、景顺长城