



2013年下半年投资策略报告

Investment Strategy Report of the Second Half 2013

产业调整催生中长期结构性行情

第一部分 2013 年下半年宏观经济展望

一、2013 年 1-5 月宏观经济形势回顾

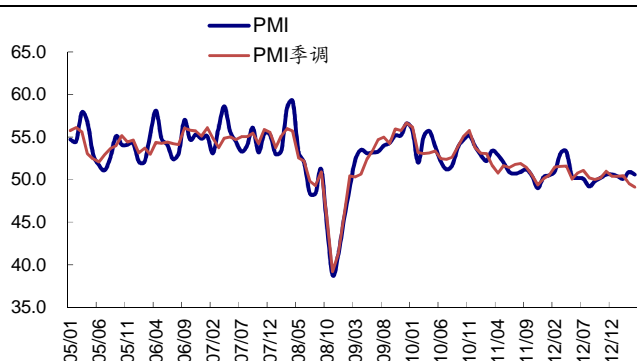
2013年上半年，宏观经济呈现小幅回落，在货币金融环境保持持续宽松背景下，经济增长的动能却在缓慢衰减。受日本“安倍经济学”带来的亚太区货币竞争性贬值的影响，外汇占款重回高水平，套息交易也进一步助推货币供应量高增长。大规模的货币信贷投放下宏观经济并未大幅回升，地方政府融资平台监管趋严，房地产政策调控加重，基建和房地产投资承压，工业品价格持续回落，通缩压力明显增大。

1、PMI 持续回落，工业增加值增速下滑

5 月最新的 PMI 为 50.8，比 4 月份终值 50.6 小幅回升 0.2%，不过绝对水平处于历史的次低水平。其中，PMI 生产为 53.3，较上月继续回升 0.7%；PMI 新订单为 51.8，较上月回升 0.1%，PMI 就业为 48.8，较上月环比回落 0.2%，但是 PMI 产成品和原材料库存季调后的趋势均持续回落。总的来看，工业产出数据小幅上行，但是企业库存活动仍然疲弱，整体保持谨慎。购进价格指数仍在 50 以下，意味着工业品价格跌幅放缓，但是尚不足以引发新一轮的补库存。

5 月份工业增加值同比增长 9.2%，重工业保持相对平稳，同比增速达到 9.8%，基建和房地产投资的拉动效果持续；但是轻工业持续回落，同比增速仅为 8%，需求疲弱的态势明显。

图 1、季调后的 PMI 持续回落



资料来源：WIND、国投瑞银

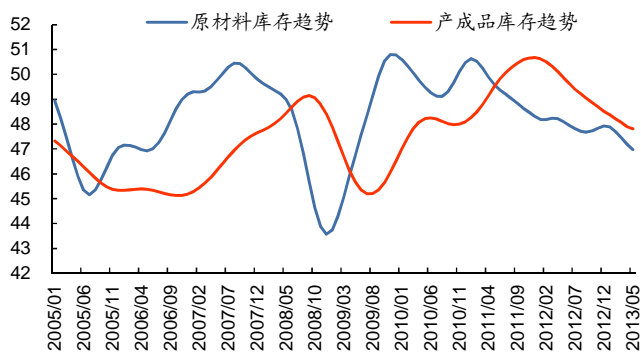
图 2、发电量增速同比回落



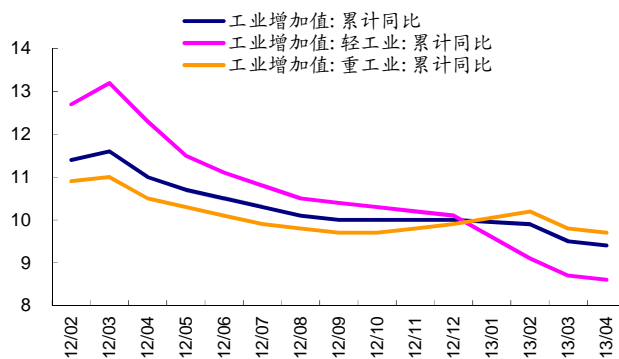
资料来源：WIND、国投瑞银

图 3、库存活动持续放缓

图 4、轻工业增加值率先回落



资料来源：WIND、国投瑞银



资料来源：WIND、国投瑞银

2、固定资产投资持续回升，基建和房地产投资占主导

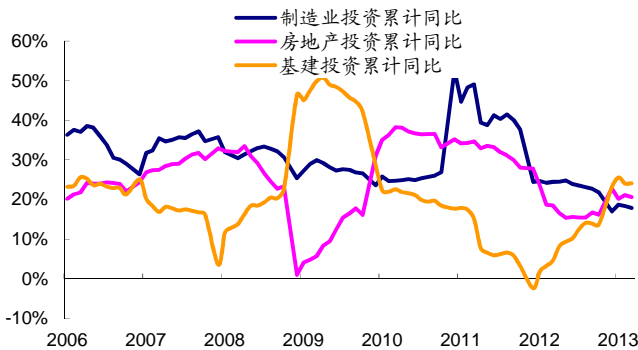
1-5 月，城镇固定资产投资累计同比增长 20.4%，3 月份以来连续回落。从结构上看，产能过剩的背景下，制造业投资继续放缓至 17.8%。房地产开发投资为 20.6%，虽然较上月小幅回落，但仍然维持在今年以来的较高水平；房地产销售面积累计同比增速为 35.6%，年初以来持续回落，叠加“国五条”出台的后续影响，房地产新开工意愿不足，5 月房地产新开工面积同比下滑 1.5%。基建投资累计同比增速为 24.1%，其中中央项目投资增速开始放缓，中央政府再度推出大规模基建投资的意愿较低。

图 5、固定资产投资小幅回落



资料来源：WIND、国投瑞银

图 6、房地产和基建投资维持高位

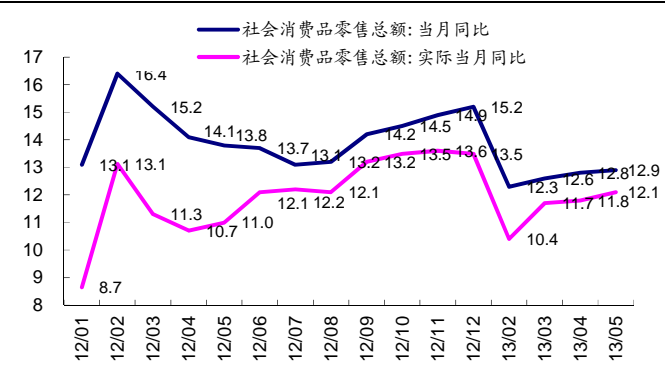


资料来源：WIND、国投瑞银

3、零售增速持续放缓

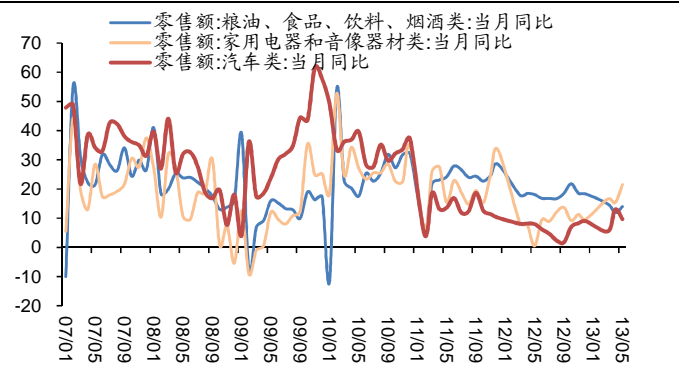
5 月我国社会消费品零售总额当月同比增长 12.9%，扣除价格因素之后，实际同比增速仅为 12.1%，增速稳步回升。从结构上看：餐饮、食品饮料增速出现小幅反弹；受房地产销售维持高水平影响，家电消费增速也持续反弹；但是黄金价格的持续下跌，使得金银珠宝的销售增速明显放缓；此外，汽车销售增速也呈现出回落的态势。

图 7、消费增速小幅回升



资料来源：WIND、国投瑞银

图 8、家电、餐饮消费回升抵消黄金消费下滑

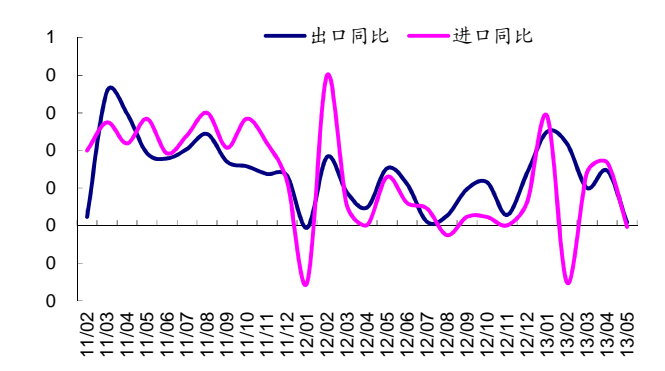


资料来源：WIND、国投瑞银

4、贸易套利清理，对外贸易重回低增长

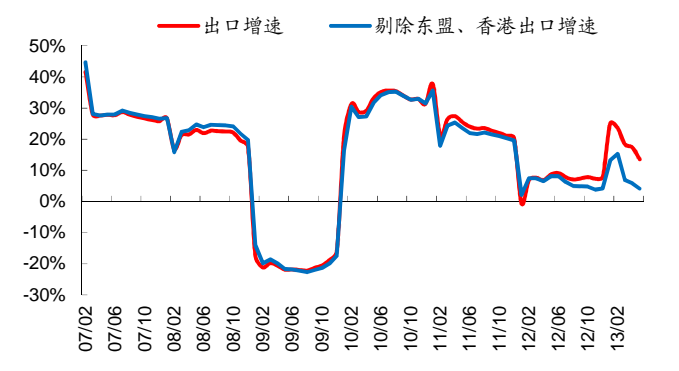
5 月出口和进口同比增速大幅回落至 1%和-0.3%。进出口增速放缓主要是监管加强以及人民币持续升值下的负面效果。去年 5 月的高基数压低了今年的同比增速；对贸易套利活动以及相关外汇流动监管的收紧令官方出口数据缩水；人民币实际有效汇率的持续升值也对中国出口造成负面影响。

图 9、进出口增速回归低增长



资料来源：WIND、国投瑞银

图 10、海关清理导致贸易套利显著减少



资料来源：WIND、国投瑞银

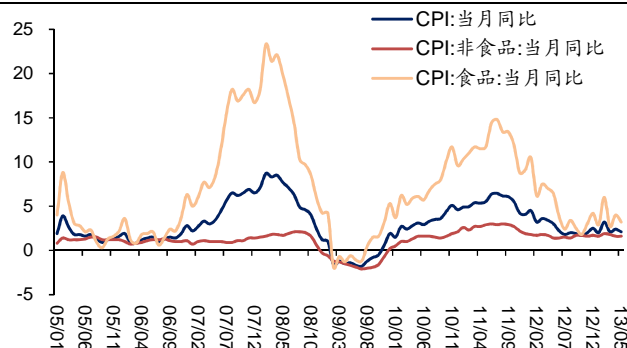
5、禽流感和需求疲弱显著拉低通胀水平

5 月 CPI 同比增速为 2.1%，较 4 月份回落接近 0.3 个百分点。主要是由于食品价格的季节性回落以及总需求疲弱带动非食品 CPI 意外走低。其中，蔬菜价格大幅回落，环比下滑 13.8%；此外，肉禽制品、水产品、蛋类价格环比也继续下跌，不过跌幅有所收窄。总需求疲弱下，非食品价格表现弱于历史同期。5 月 CPI 非食品价格环比下跌 0.1%，明显低于历史同期水平，烟酒、交通和通信、旅游分项表现也弱于历史同期。

5 月 PPI 同比下跌 2.9%，环比增长下跌 0.6%，低于历史均值 0.1%。其中，生产资料

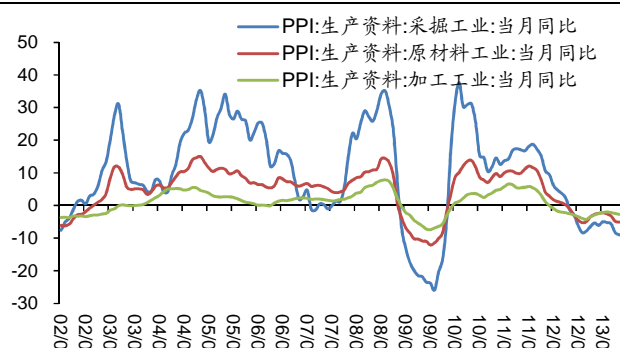
价格全线下滑，采掘类和加工类价格环比分别下滑 2.3%和 0.4%；生活资料价格跌幅扩大，食品、一般日用品和耐用消费品分别环比下滑 0.3%、0.2%和 0.3%。

图 11、CPI 持续维持在低位



资料来源：WIND、国投瑞银

图 12、PPI 回落带来通缩压力

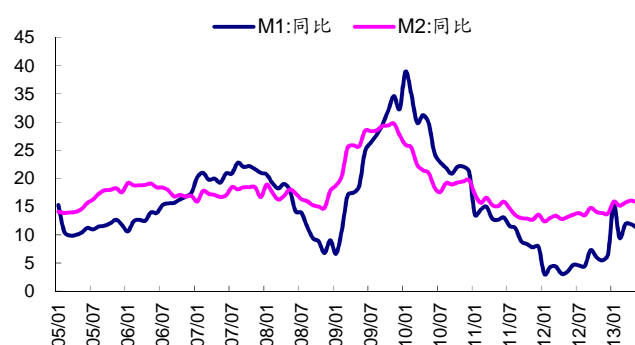


资料来源：WIND、国投瑞银

6、社会融资总量增速冲高回落，非信贷融资受限

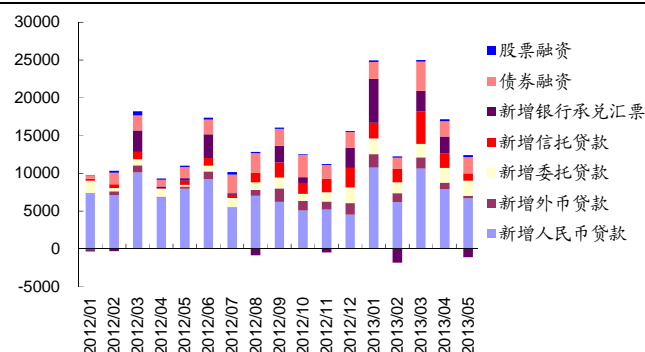
5 月 M1 和 M2 同比增速分别为 11.3%和 15.8%，较上月分别下滑 0.6 和 0.3 个百分点。人民币升值预期减弱和贸易套利严查导致外汇占款下滑、商业银行表外业务规范导致货币增速的放缓。总需求疲弱的背景下，企业生产和库存活动放缓，短期贷款明显减少。受监管力度加强影响，5 月新增社会融资总额为 1.2 万亿，较 4 月减少 5600 亿，尤其是信托贷款新增仅 992 亿元，较上月减少接近 1000 亿。

图 13、货币供应量增速高位回落



资料来源：WIND、国投瑞银

图 14、信托贷款规模开始收窄



资料来源：WIND、国投瑞银

二、2013 年下半年宏观经济形势展望

(一) 世界经济展望——触底回升

展望 2013 年下半年，持续的量化宽松对于经济的良性作用将逐步发酵。低利率下美国经济的扩张动能逐步从制造业转向房地产行业，从企业转向个人。二季度财政紧缩的效应在

消退，企业的扩张将带来就业的好转，个人消费的回升拉动美国经济下半年重回高增长。“安倍经济学”主导的财政刺激和汇率贬值短期将会有效刺激日本出口增加，增强企业投资意愿，带动经济增速反弹。欧元区国家国债收益率重回低水平，边缘国家的主权债务风险明显缓解，虽然财政紧缩导致欧元区经济复苏的进程较为平缓，但是财政的结构性改善将有利于欧元区经济的趋势性好转。

根据国际货币基金组织（IMF）对全球经济增长的最新预测，2013 年全球经济将增长 3.3%，与 2012 年基本持平，但是 2014 年会显著回升。其中，发达经济体将增长 1.2%，美国增速为 1.9%，欧元区为-0.3%，日本为 1.6%；新兴国家和发展中国家经济将增长 5.3%。相比此前，IMF 显著调低了新兴市场国家（包括中国）的经济增速。

表 1、IMF 世界经济增长预测

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
世界经济	-0.6	5.1	3.8	3.3	3.3	4.0
发达经济体	-3.5	3	1.6	1.3	1.2	2.2
美国	-3.1	2.4	1.8	2.2	1.9	2.7
欧元区	-4.4	2	1.4	-0.4	-0.3	1.1
日本	-5.5	4.5	-0.8	2.2	1.6	1.4
新兴市场	2.7	7.4	6.2	5.3	5.3	5.7
中国	9.2	10.4	9.2	7.8	7.8	7.8

资料来源：IMF、国投瑞银

下半年对于全球经济影响较大的因素是美联储的 QE 退出策略，将会对全球金融市场、资金流向以及经济增长形成较大的影响。虽然美国经济回升导致资金的回流是大趋势，但是具体到各个国家而言，更加重要的是投资的回报率以及对未来的预期。美国 QE 退出对日本和欧元区影响相对较弱，日本大规模经济刺激之后，经济企稳回升的趋势较为明显；同样欧元区经济财政紧缩之后，经济结构有所改善，有望逐步走出衰退。相对压力较大的仍然是新兴市场国家，受此前量化宽松的影响，新兴市场国家的资产价格明显上升，通胀也处于较高水平。美元的走强大概率会伴随着新兴市场的货币贬值，从而增大新兴市场国家经济波动的风险。

（二）中国经济展望——乐见回落

上半年经济增长和货币信贷环境均出现结构性的变化。外汇占款高增长带来利率水平的回落，但是制造业投资仍然维持低位，核心因素在于产能过剩带来的通缩压力，造成制造业投资面临实际的“负利率”，投资相对疲弱；同时，房地产价格环比的大幅回升，使得房地产投资对于资金利率的敏感性降低，政府主导的基建投资缺乏约束而对利率不敏感。因此，

房地产和基建投资在趋于通缩的环境下仍然保持高增长。展望下半年，宏观经济增长仍有下行压力。但是从当前的政策组合来看，经济的下行属于良性的回落。制度约束和金融规范使得金融企业表外去杠杆化，约束房地产和地方政府融资。在总需求回落的背景下，叠加央行可能的降息措施，缓解负利率压力，经济结构的良性调整有望逐步展开。

1、金融规范的力度加大，投资增速将小幅回落

上半年经济增长的驱动力仍然依赖于基建投资和房地产投资的高水平，制造业投资增速持续放缓。从当前总需求疲弱下的通缩压力来看，制造业投资的回落未来还会延续。管理层对于金融规范的力度在加强，除了表内信贷投向的监管之外，加大了对于表外理财产品、票据的规范，借助于较高的短期资金利率促使金融机构调节资产负债机构，降低资产期限错配风险。金融规范的力度将会对投资的资金来源形成影响，房地产固定资产投资资金来源累计增速在持续回落，从而对后续房地产投资形成压力。此外，基建投资的增长也受到资金来源的约束，包括融资渠道的规范以及土地出让的低增长。预计全年固定资产投资增速稳步小幅回落至 19%。

2、消费将保持平稳

政府严控“三公”消费的冲击在逐步缓解，餐饮消费增速止跌回升。房地产销售面积同比放缓，绝对数量仍然维持在历史的较高水平，房地产下游的家电、家具行业消费还将保持平稳增长。但是，经济增长放缓对于收入的滞后影响将会出现，在一定程度上平抑消费增速的上行。统计局统计数据显示农民工收入增速放缓，居民收入的放缓对于消费的影响下半年会逐步显现。此消彼长下，下半年实际消费增速有望保持相对平稳，维持在 13%左右。

3、外需好转缓解升值压力，出口增速稳中有升

潜在的贸易套利在二季度达到高点。但随着外管局监管力度的加强以及人民币贬值预期的重临，虚假贸易的规模明显降低，出口增速在 5 月份逐步回归正常水平。上半年人民币快速升值导致有效汇率的显著上升，未来将会持续对出口增长构成负面影响。不过，下半年随着美国经济增长的加快，日本和欧元区经济的环比好转，发达国家的需求转暖对于中国出口的拉动更为明显，出口增速下半年有望稳中有升，全年同比增长约 6%。

4、CPI 回升但是幅度有限

上半年禽流感成为超预期因素，从而导致食品价格的大幅波动，直接拉低了今年的通胀基数，同时也加大了今后食品价格走高的风险。从低于历史水平的非食品 CPI 以及持续回落的 PPI 水平来看，下半年总需求疲弱仍将主导通胀的走势。即使央行货币政策有望再度

宽松，但是工业品通缩压力下，通胀下半年有望延续低水平，上行幅度有限。预计全年 CPI 约为 2.5%，略低于 2012 年的 2.6%

5、货币政策小幅宽松

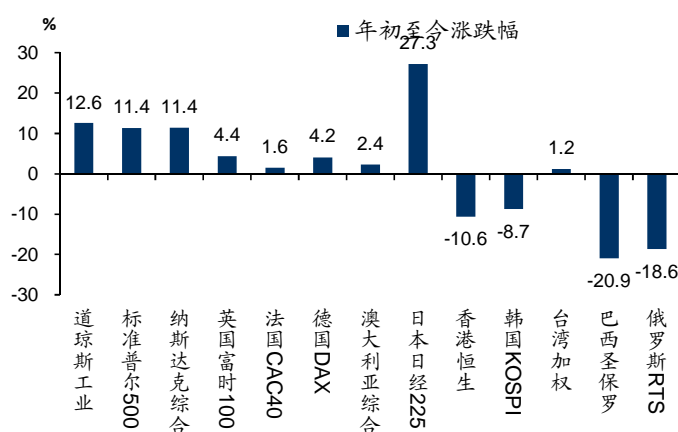
下半年货币增速放缓的压力回升，一方面美联储 QE 退出导致流动性回流的压力仍然存在，另一方面金融机构资产负债结构的调整也降低资金的供给。管理层对于经济下行的容忍度明显提升，因此金融规范的力度也在加大，对于基建投资和房地产投资的约束也在不断上升。伴随着资金供给的减少和资金价格的走高，后续投资增速的放缓将带来资金需求的回落。如果财政体制改革稳步推进，地方政府投资意愿可能被约束，下半年央行货币政策小幅宽松的概率更大，对内存在小幅下调基准利率的可能，对外人民币汇率有望保持继续平稳。

第二部分 2013 年下半年 A 股市场投资策略

一、2013 年上半年 A 股市场回顾

2013 年至今，发达国家市场表现整体好于新兴市场国家。美联储持续量化宽松对于经济的驱动力开始出现。美国消费者信心指数持续走高，耐用品订单大幅超预期，核心资本品订单保持强劲。FHFA 房地产价格指数持续回升，房屋销售面积和开工面积也不断攀升。在房地产行业需求回暖的拉动下，美国失业率显著回落，劳动参与率不断回升，劳动力市场不断改善。虽然美国 GDP 增速二季度受财政支出减少而小幅下滑，但是强劲的就就业数据使得美联储 QE 退出的预期不断提前。在风险偏好回升和企业盈利改善的预期下，道琼斯工业指数再创历史新高。“安倍经济学”推行下日元大幅度贬值，出口的改善和企业盈利好转的预期带动日本股市上半年持续攀升。欧元区主权债务危机的风险消退，边缘国家与核心国家债券收益率差快速收敛，持续的财政紧缩使得经济结构的良性调整出现，经常项目回归正常，基本面的好转带动欧元区市场的良好表现。与发达国家良好的市场表现相比，新兴市场国家存在显著承压。日元大幅度贬值对于亚太区的新兴市场国家出口进行直接冲击，同时美联储货币政策转向的预期带动全球资金从新兴市场向发达经济体回流，受此影响，包括香港、韩国、印度在内的亚太经济体，以及以俄罗斯、巴西为代表的新兴市场国家出现显著调整。

图 15、年初至今市场表现（截止于 6 月 21 日）



资料来源：WIND、国投瑞银

年初至今，A 股市场呈现趋势性回落和结构性分化并存的格局。管理层接受更低的经济增速，主动加大对于地方政府投资和房地产投资的约束，总需求的疲弱带动经济增速的放缓。同时，“安倍经济学”带动亚太区域货币竞争性贬值，人民币被动升值下外资大规模流入，外汇占款重回高增长，货币供应维持较高水平。经济趋弱、流动性充裕、管理层强调经济结构转型的背景下，消费、环保、医药以及 TMT 为代表的新兴产业估值水平不断提升。小盘

股对于大盘股的相对估值重回到历史高点。上半年，证券市场主要呈现为结构性机会。

1、管理层定调更低的增长水平

经济增速稳步回落。从领先指标来看，制造业 PMI 相对平稳，但是处于历史的相对较低水平。从生产的角度来看，工业增加值和发电量同比增速持续放缓。从需求的角度来看，固定资产投资中基建和房地产投资在政策约束下缺乏上行空间；三公消费清理以及禽流感使得消费维持低增长；出口增速反弹，但是 5 月份加大贸易套利清查之后又重回低增长。经济增长预期降低，传统的制造业产业面临估值和盈利的双重下调。

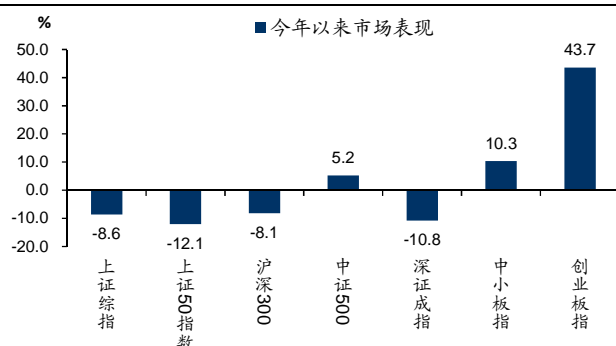
2、流动性呈现出阶段性宽松

上半年 M2 增速重回 16% 以上，货币市场收益率较长时间维持低水平。日本央行通胀目标值的量化宽松使得日元大幅贬值，人民币被动升值下资本流入显著加快，包括短期的套息交易的增加以及贸易商外汇结算的集中释放，外汇占款重回 2011 年的高水平。流动性充裕的背景下，市场的无风险收益率被下调，投资者的风险偏好明显提升。

3、经济增长变迁助推市场风格扩张

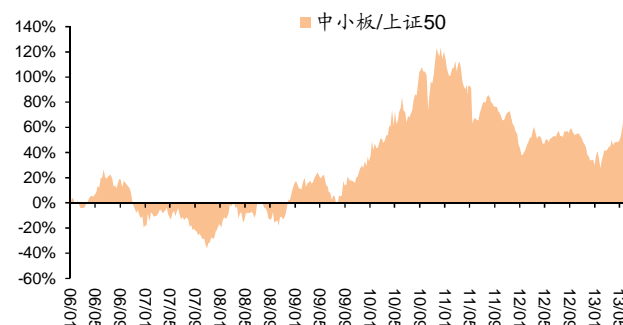
金融危机以来，美国的技术创新再度领先于全球，以手机、平板电脑为代表的智能终端创造了电子产品的新需求；页岩气技术革新显著降低能源成本；特斯拉的量产加快电动汽车的普及化进程。新一轮技术革命中，中国制造业在全球产业链中的地位在不断增强。与经济增长模式的变迁趋势一致，管理层不断推进改革措施，减少政府审批职能，补贴新兴产业。新技术、新材料、新需求所呈现出来的高景气与宏观经济增长的大趋势相逆。此消彼长下，投资者愿意对于高景气的行业给予更多的估值溢价。

图表、年初至今各板块市场表现



资料来源：WIND、国投瑞银

图表、市场风格再度扩张

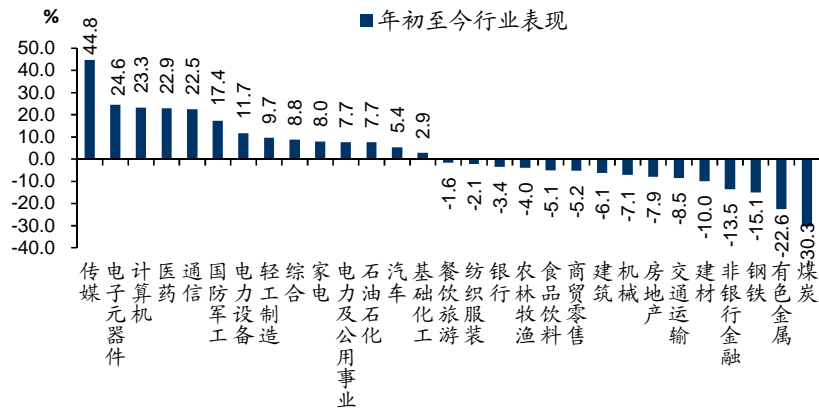


资料来源：WIND、国投瑞银

2 月份以来，市场以周期为主导的风格逐步转向以消费成长为主导。基于经济疲弱、流

动性宽松、新兴产业高景气的背景，市场格局有利于中小市值成长股的表现，从行业表现上看，军工、医药、TMT、环保等成长股集中的行业涨幅居前，受经济增速趋势性放缓的预期，以煤炭、有色为代表的中上游周期品出现显著调整。

图、年初至今行业市场表现（截止于 6 月 21 日，流通市值加权按中信行业划分）



资料来源：WIND、国投瑞银

二、2013 年下半年 A 股市场展望

（一）下半年宏观经济增长延续稳步回落

2013 年下半年，经济企稳回升概率偏大，货币信贷累计增速仍将保持合理增长，通胀 2 月份超预期扰动，但是，截至 2013 年二季度末还难以成为显著风险，因此，在下半年的大部分时间，通胀风险难以显著拖累经济复苏的潜力。基建和房地产投资上半年延续走高，海外需求也保持稳步回升。尽管后续存在地方政府融资约束、房地产调控政策细则出台、影子银行清理等可能存在的利空因素，在房地产投资、基建投资、海外经济复苏和企业库存重建等多因素支撑下，宏观经济将在下半年继续小幅回升。

1、投资回落，消费平稳，出口小幅回升

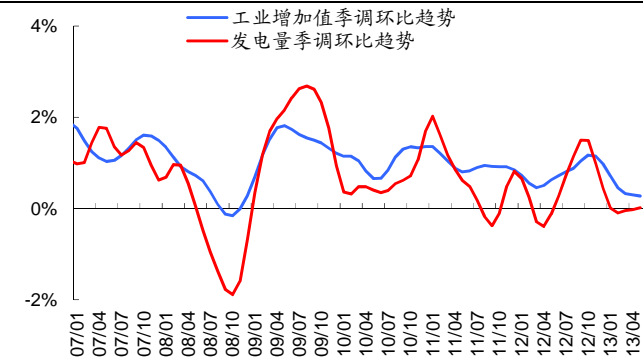
金融规范对于固定资产投资的影响在下半年将不断显现。年初以来，管理层加大了地方政府融资平台、商业银行理财产品、票据业务的监管，严格限制商业银行表外业务的无序扩张，6 月份更是通过短期高利率水平倒逼商业银行清理同业资产负债结构。随着海外美联储 QE 退出预期带来的流动性结构变化，以及国内金融监管力度的加大，货币供应量以及社会融资增速都存在着下行压力，相对趋紧的融资环境对于基建和房地产投资的资源形成压力，成为下半年投资回落的主要下行风险。

国内消费有望继续保持平稳。三公消费遏制的冲击效应在逐步减弱，人口红利拐点带

来的收入改善抵消了经济放缓的冲击，科技进步通过对传统产业的颠覆不断创造新的需求，此消彼长下，消费增速有望继续保持平稳。从结构上看，家电、汽车、房地产下游产业链为代表的大宗消费仍然相对平稳。

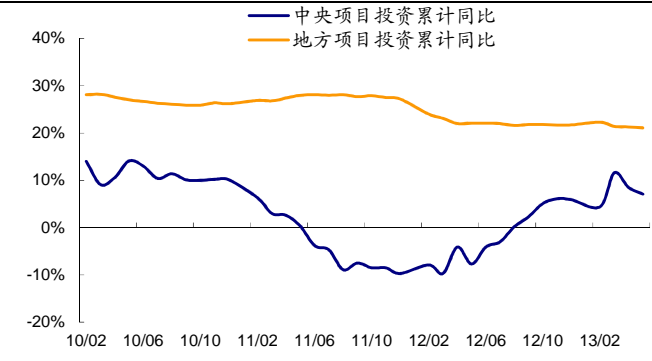
全球经济回升带动出口小幅回升。二季度外管局严查贸易套利之后，进出口增速重回个位数增长，人民币升值以及亚太区其他国家竞争性货币贬值对于出口的冲击较大。下半年，以美国为首的发达经济体整体将维持企稳回升的格局，因此外部需求的好转将有助于出口的改善，助推出口小幅回升。

图 表、工业增加值和发电量季调趋势



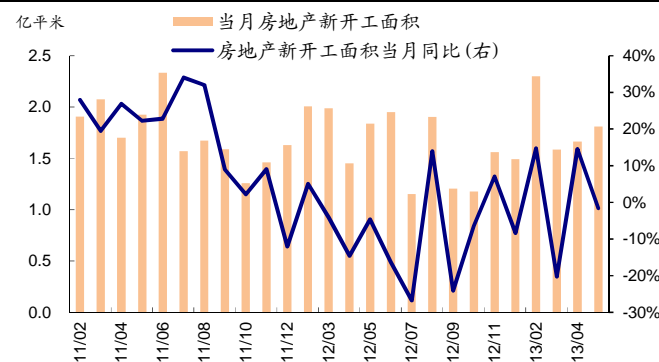
资料来源：WIND、国投瑞银

图 表、中央项目投资增速放缓



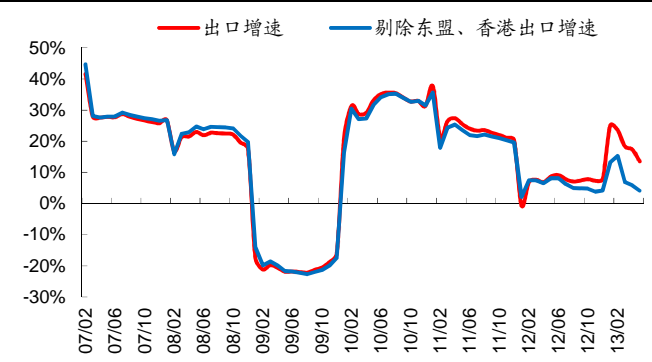
资料来源：WIND、国投瑞银

图 表、房地产新开工维持平稳



资料来源：WIND、国投瑞银

图 表、真实出口水平低增长

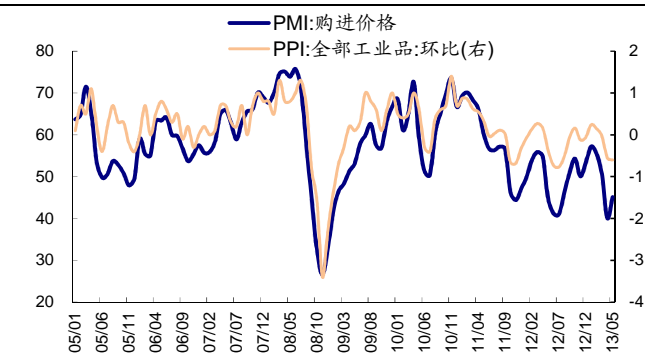


资料来源：WIND、国投瑞银

2、需求疲弱，通胀低水平

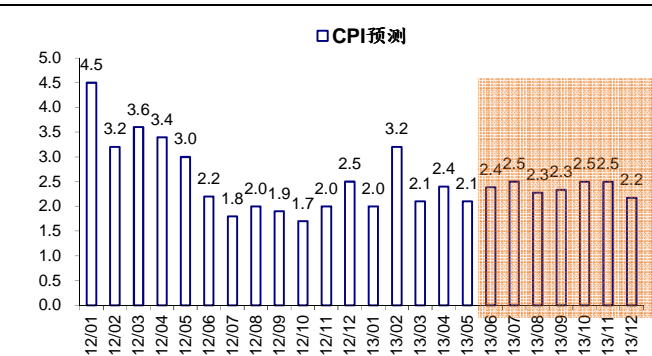
2013 年的 CPI 增速有望低于 2012 年。需求疲弱的背景下，产能过剩将会持续制约工业品价格的走高，二季度以水泥、钢铁、煤炭为代表的中上游工业品价格持续回落。此外，按照统计局公布的农民工收入增速也开始放缓，5 月份非食品 CPI 环比增速低于历史均值，增速放缓的压力开始对收入构成影响。经济增速放缓的大背景下，通胀超预期的概率较低。

图 表、二季度 PMI 购进价格旺季走弱



资料来源: WIND、国投瑞银

图表、下半年通胀压力不大



资料来源: WIND、国投瑞银

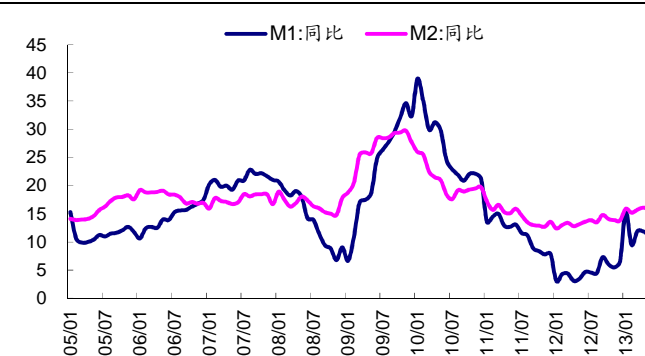
(二) 货币政策转向中性, 存在阶段性宽松的可能性

通胀下半年不会成为制约货币政策宽松的主要因素。经济增速放缓下通胀预期减弱, 工业品和农产品价格均缺乏持续上行的动力, 从下半年的通胀预测来看, 正利率水平还会延续。

通胀之外的压力来源于金融规范的力度和持续时间。2013 年上半年以来, 央行出台一系列政策规范商业银行表内和表外融资行为, 减少对地方政府融资和房地产融资的支持, 尤其是 5 月底以来的流动性压力持续回升, 暗示央行希望通过偏紧的流动性和偏高的利率水平迫使商业银行减少资产期限错配, 降低流动性风险。

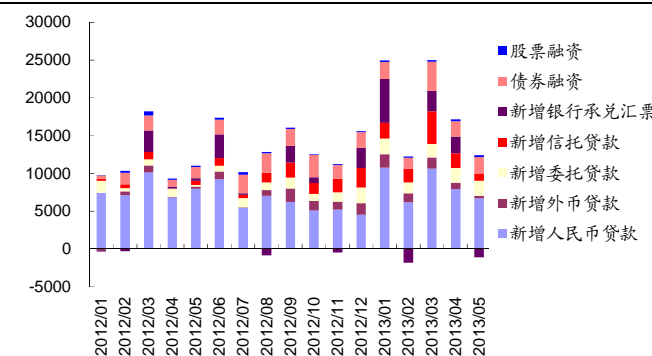
如果管理层的“组合拳”能够有效遏制地方政府和房地产的融资需求, 下半年仍然存在流动性阶段宽松的可能。一方面是 9 月份美联储退出 QE 是大概率事件, 全球资本回流美国的背景下, 国内流动性可能会被动宽松; 另一方面是需求疲弱的背景下, 央行存在出台“降息”和“扩大存款利率浮动空间”的一揽子政策的可能。因此, 下半年货币政策仍然存在阶段性宽松的可能。

图表、货币供应量增速下半年会回落



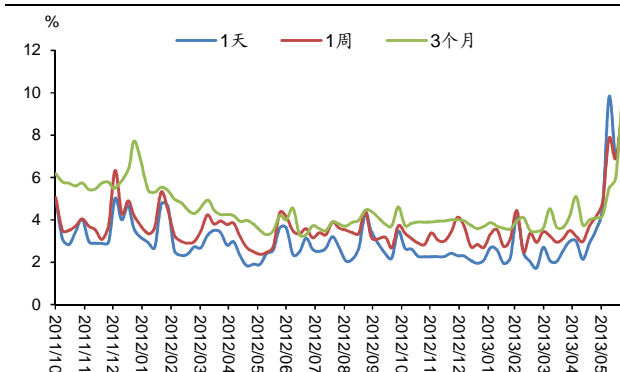
资料来源: WIND、国投瑞银

图表、社会融资总量增速放缓



资料来源: WIND、国投瑞银

图表、银行间利率持续走高



资料来源：WIND、国投瑞银

图表、票据直贴利率也不断抬高

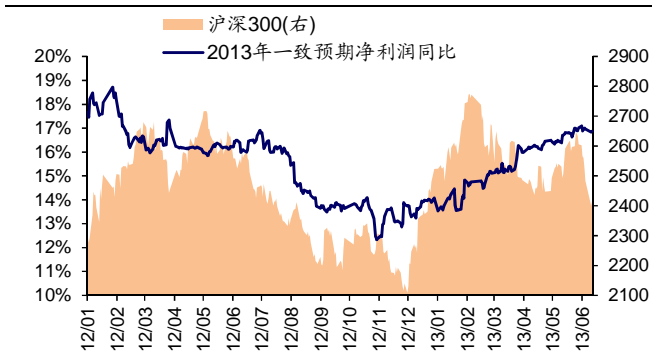


资料来源：WIND、国投瑞银

(三) 企业盈利与估值

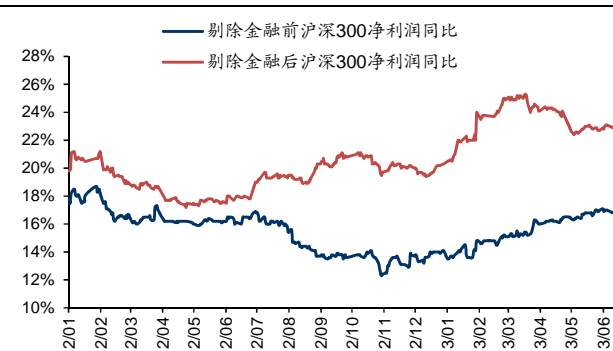
截至6月21日，沪深300一致预期的盈利同比增速为16.88%，中小板为28.23%，创业板为51.83%。但是除了创业板指数外，剔除金融外的沪深300以及中小板指数盈利预期都在下调。

图表、沪深300盈利保持平稳



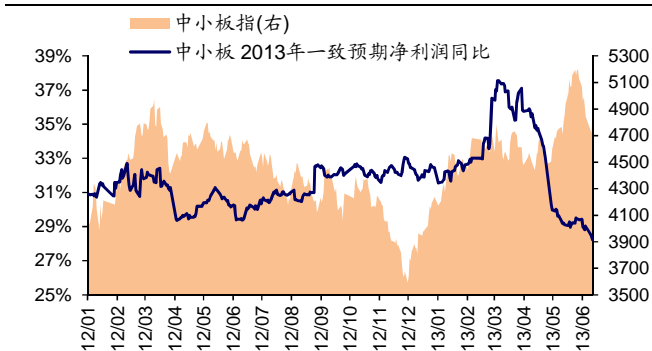
资料来源：朝阳永续、国投瑞银

图表、剔除金融后沪深300盈利增速预期下调



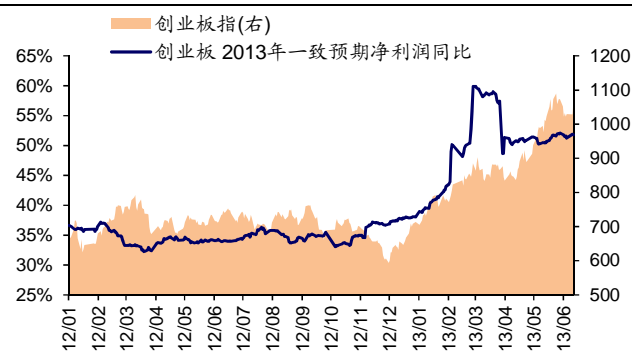
资料来源：朝阳永续、国投瑞银

图表、中小板指数随着盈利下调而回落



资料来源：朝阳永续、国投瑞银

图表、创业板指数盈利持续稳定

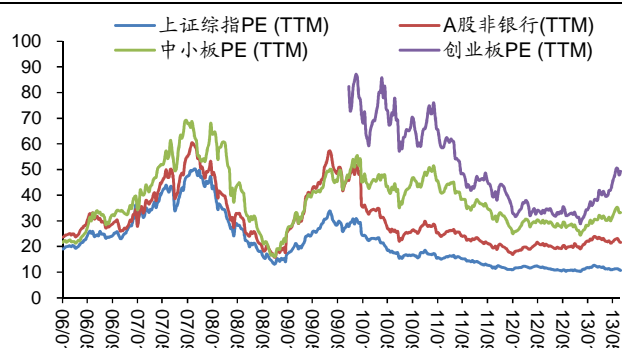


资料来源：朝阳永续、国投瑞银

截至6月21日，沪深300TTM市盈率为9.5倍，中小板32倍，创业板47.5倍。从相对估值的角

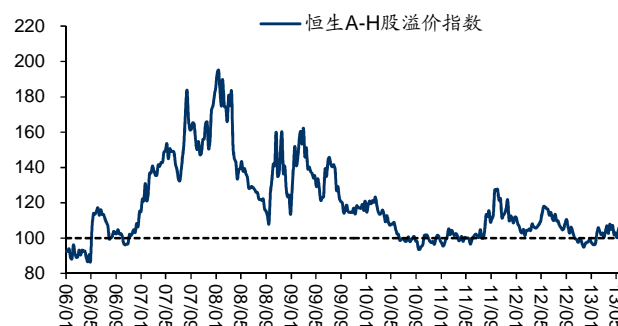
度来看，沪深300相对于中小板的估值位于历史高位，小盘股相对大盘股的估值差同样处于历史高水平。

图表、主要指数市盈率水平



资料来源：WIND、国投瑞银

图表、AH 股溢价仍然维持在较低水平



资料来源：WIND、国投瑞银

三、2013 年下半年 A 股市场投资策略

(一) 投资策略综述

2013 年下半年，新一届政府将加快国内产业结构的调整，以产业技术能力+经济发展效益的发展模式，正在加速取代以往推动国内经济增长的主流模式——大量货币发行+大规模投资建设，管理层开始加快采取措施，刺破当前经济发展中的投机泡沫，中国经济的中长期发展前景及各相关行业的中长期估值预期也正发生全局性的变更。我们认为：管理层近期明确表示的旨在通过高效率地使用货币存量发展经济的大方向，将在一方面有效地消化以往十年超量货币供应造成的长期通胀压力问题，从而有助于从根本上释放国内巨大的消费潜力，另一方面配合稳健的货币政策，大量推动产业升级，扶持新兴产业政策将加快中国经济迈向以高新技术为核心产业链的全新时代；再者，配合内需驱动、产业升级的需求，各项经济体制改革也有望接踵而至，国内诸多重要传统部门将面临着自中国加入“世贸”以来，最为重要的变革以及由此催生的“改革红利”。

在此情况下，基于对国内经济未来发展动力的确定以及对于近期体制改革需要面对的问题的审视，我们认为目前 A 股市场正面临着被诸多矛盾的力量所左右的困境：

- 1、推进力量：A 股市场整体估值偏低、国内经济中长期前景依然良好，而当前诸多竞争性领域如房地产、股权类信托产品面临管理层显著调整压力的情况下，中长期较高风险承受能力的资金有望大量进入 A 股市场，并形成有效的支撑和推进力量；
- 2、压制力量：受制于传统经济相对衰退、国内出口能力下降、房地产紧缩引发的投资增长弱化，加之管理层近期大力清理以“影子银行”为核心的大量潜在不良金融资产，这可能导致短期内资本市场的期望收益率维持高位，使 A 股市场承受短期估值下行压力，同时清理不良资产导致的流动性短缺也将促使大量投资者收缩在 A 股市场的投资以回收资金。

综上所述，我们认为，A 股在 2013 年下半年将难以产生推动全局上行的持久动力，大盘将

在各种短期因素的左右下呈现激烈震荡，下半年投资收益的来源在于实体经济变迁所伴随的 A 股市场结构性机会。

展望 2013 年下半年，投资者宜从以下线索着手，选择相关基金进行投资，维系在权益类投资范围内的有效配置：

- 1、七大新兴产业快速成长机会：大力发展高新技术为核心的产业以替代高投资+高通胀结果的传统产业链，已经成为新一届政府的既定政策和中国经济体制改革的核心因素。管理层正在坚定地刺破以往数量型发展模式所带来的巨大泡沫，并推动新兴产业的高速发展以便于国内经济获得更为持久的发展动力。成熟经济体在其转型过程中，曾多次依靠新兴产业化解发展困境，新兴产业将在今后的产业转型期间创造大量的超额收益机会，投资者宜精选新兴产业中的优质企业重点投入；
- 2、金融体制改革催生的制度红利：国内金融体制已经严重制约了实体经济的有效发展，为此，对于银行业以及非银行业的体制改革已经开始进行，金融行业在这一改革过程中，有望通过各类创新措施，获得新的业务增长点从而改善中长期的业务发展前景并进而有助于提升中长期的估值水平；
- 3、大消费总体上扬机会：大消费因向内需型经济转型而急需保持长期稳健上扬行情，同时配合经济体制改革，管理层采取了诸多旨在提高国民消费能力的制度性建议，在这两大因素的推动下，国内各消费产业有望保持相对整体经济平均水平的显著成长优势。当然，大消费行业由于所囊括的个股受制于显著的非系统性风险而导致该领域个股风险较高，投资者宜采取指数化投资的方式，进行有效的风险分散。

（二）投资主线分析

1、新兴产业快速成长机会

从历史上看，重大的技术革新以及伴随而来的新兴产业的发展是解决经济危机的终极药方，自 18 世纪晚期开始，新技术和新产业多次解决了传统的经济治理手段所无法克服的经济困境，新技术和产业对于经济发展的核心价值在于在既定的成本框架内，跳跃式地提升劳动生产率，解决资本投入以及劳动投入在原有的技术水平下，边际效益递减的趋势，从而缓解阶段性经济危机的根本动因。

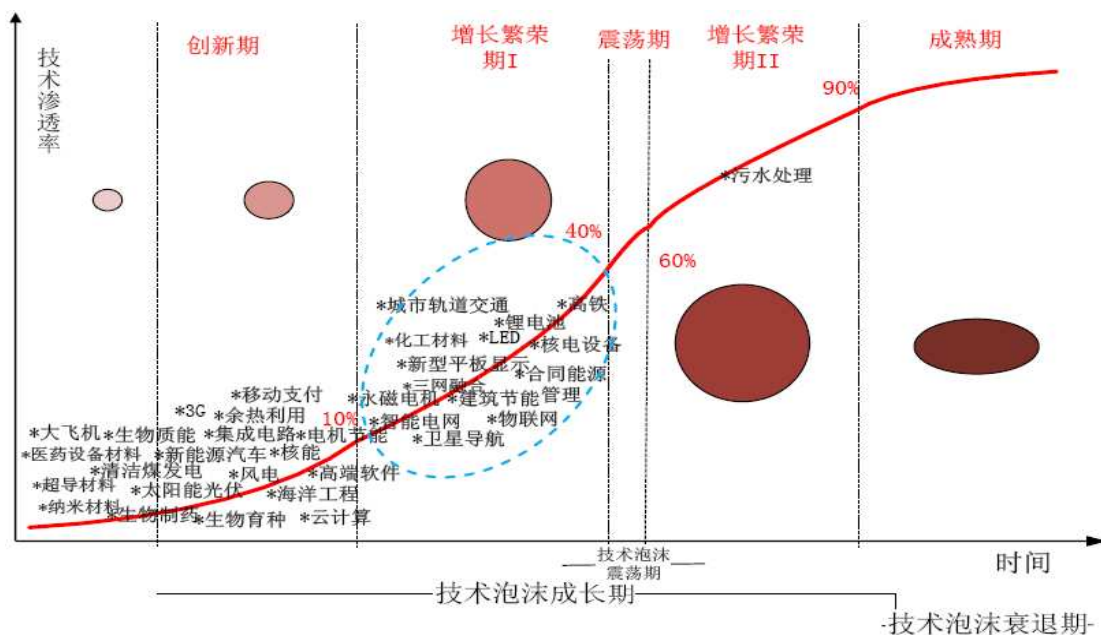
表： 新兴产业和技术是化解经济危机的主要动力

经济危机	名称	内容	新技术	技术泡沫资产
圈地运动引发生产关系的重大变革	第一次技术革命	1771年英国产业革命	机械化、熟铁	18世纪末的英国运河
19世纪20年代纺织业严重产能过剩	第二次技术革命	1829年英国蒸汽和铁路时代,扩散到欧洲及美国	蒸汽机、铁矿、工业	19世纪初的欧洲、美国铁路
1857年过度铁路投机引发经济危机	第三次技术革命	1875年钢铁、电力及重工业时代,美德超过英国	钢铁、重工业、电力设备	19世纪末的欧洲航运
一战之后	第四次技术革命	1908年石油、汽车及大规模生产时代,美国扩散到欧洲	汽车、内燃机、家电	20世纪初的美国汽车、公路
70年代西方国家陷入高滞胀	第五次技术革命	1971年信息和远程通讯时代,美国扩散到欧亚	信息革命、计算机软硬件	20世纪末的美国互联网

资料来源：《技术革命与金融资本》

当前世界和国内的新技术发展进入良好的周期，有迹象表明，以新兴产业技术群为代表的新一代科技革命即将来临，在今后的10-20年，一场以绿色、智能和可持续为特征的新科技革命和产业革命，将主导世界及国内产业格局的转变。观察行业发展的生命周期，大量新兴产业子行业正处于增长繁荣前期，在该期间对各新兴产业子行业进行投资，可以获得整个行业生命周期内收益/风险最佳的投资配比。目前而言，大量处于增长繁荣前期的高新产业子行业主要由中小板企业和创业板企业构成，在经过长期严酷的市场环境锤炼后，这些企业已具备良好的技术创新动力以及市场生存能力，在后续中长期内，高新产业各企业将呈现巨大的成长空间。

图表：大量新兴产业各子行业处于投资最佳时期



资料来源：民生证券，国投瑞银

在新兴产业已经形成充分内生动力的情况下，管理层顺势做出了加快其发展，从而解决中国经济发展积弊的重要决策：2012 年7月19 日，国务院正式发布了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，正式拉开新兴产业“十二五”大力发展序幕，规划明确了七大战略性新兴产业在“十二五”期间的发展方向与重点工程，为以后的政策着力确立了指引方向。根据《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，到2015 年，战略性新兴产业规模年均增长率保持在20%以上，产业增加值占国内生产总值比重达到8%左右，对产业结构升级、节能减排、提高人民健康水平、增加就业等的带动作用明显提高；到2020 年，力争使战略性新兴产业成为国民经济和社会发展的重要推动力量，增加值占国内生产总值比重达到15%，部分产业和关键技术跻身国际先进水平，节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济先导产业。由于国家政策的明确支持，七大新兴产业将进入快速发展轨道，并取得显著超越国民经济平均增速的发展速度。

图表：七大新兴产业的发展目标

战略新兴产业	十二五规划产值（销售收入）目标	规划复合增速
节能环保	到 2015 年，节能环保产业总产值达到 4.5 万亿元，增加值占国内生产总值的比重为 2%左右。	18%
新一代信息技术	未披露	20%
高端装备	到 2015 年，高端装备制造业销售收入超过 6 万亿元，在装备制造业中的占比提高到 15%。	30%
新材料	到 2015 年，新材料产业总产值达到 2 万亿。	25%
生物产业	未披露	20%
新能源	未披露	未披露
节能与新能源汽车	未披露	未披露

资料来源：平安证券

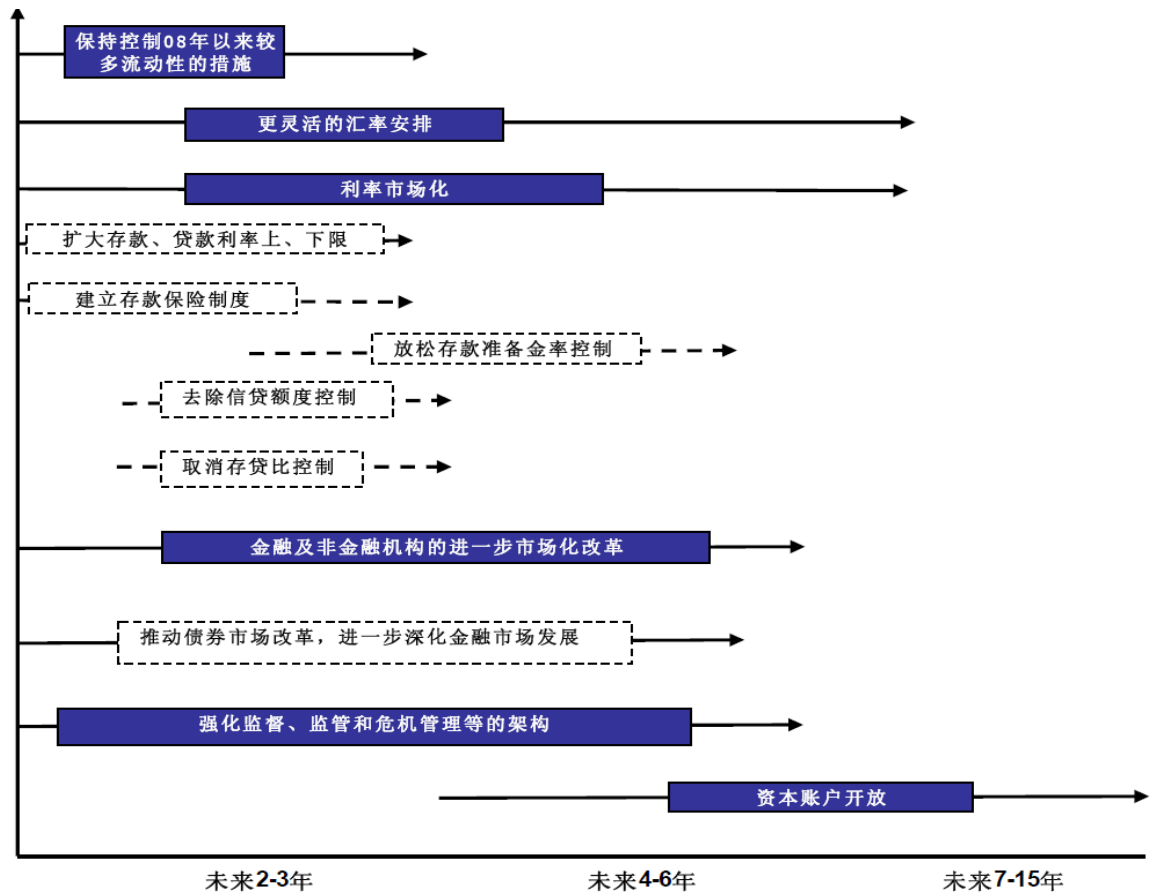
这些情况预示七大新兴产业有望呈现长期的高速增长态势，投资者宜在2013年下半年继续关注七大战略性新兴产业，并精选其中市场稳定、财务状况良好、具有核心技术的优质企业进行投资。

2、金融体制改革制度红利——关注银行和券商

银行：去管制化和利率市场化是本轮金融体制改革的核心内容之一，在此情况下，银行业有望通过转变传统经营模式，并依托存贷款利率浮动幅度扩大、各类金融业务综合化运

营、信贷额度管制放松等三大领域内的持续改革，缓解目前整体经济发展趋缓对于行业的冲击并由此获取显著的制度改革红利。投资者可以充分关注：1）在存款、资本实力、和拨备水平等方面拥有较强实力，经营扩张成本较低的部分大型银行；2）在细分领域具有显著的竞争优势，可以有效避免经济景气度冲击和资本力量不足影响的部分中小型银行。

图表：未来银行业改革路径的预期



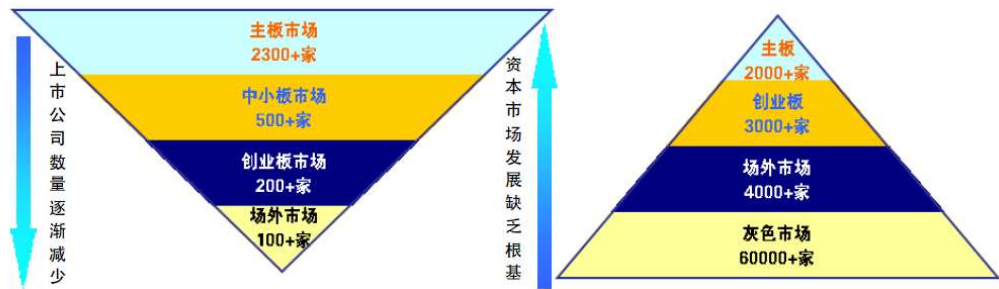
资料来源：瑞银证券

券商：2012 年制度创新是券商获取超额收益的主要因素，从上市公司的业绩公布来看，融资融券为首的新业务已经使得传统的经纪业务占比显著降低，经纪和投行业务之外的创新业务在中信、海通等大型券商中占比已经超过 60%。

新三板也将增加券商新的盈利模式。与美国等成熟的证券市场相比，中国证券市场呈现出明显的“倒金字塔”格局，主板规模相对较大，但是包括创业板和场外市场在内的底层市场缺乏长足的发展，整体规模仍然很低。按照证监会对于多层次资本市场建立的构想，新三板在下半年有望加速推进。新三板业务对于券商盈利的贡献除了传统的投行业务之外，短期依赖于做市商制度获取价差，中长期可以通过直投业务实现资产增值。

按照测算，预计到 2015 年，新三板业务创造的收入约占行业收入的 5%。尽管盈利贡献有限，但是新业务模式的核心在于降低券商传统业务盈利的大幅波动，新三板将成为集合经纪、投行、直投、资管等多业务的综合业务平台。因此对于龙头券商以及高新企业占比较多的区域性券商维持看好。

图表、中国（左）与美国（右）证券市场结构差异蕴含券商的潜在机会



资料来源：申银万国、国投瑞银

图表、新三板挂牌公司和成交规模在持续增加

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
挂牌公司（家）	10	24	41	59	74	97	200	212
总股本（亿股）	5.77	12.36	18.86	23.59	26.90	32.57	55.27	59.58
成交笔数（笔）	235	499	479	874	635	827	638	239
成交股数（万股）	0.15	0.43	0.54	1.07	6886.29	9544.26	11455.51	3844.14
成交金额（亿元）	0.78	2.25	2.93	4.82	4.17	5.60	5.84	1.68
定向增发（亿元）	1.10	0.82	2.29	1.35	5.62	5.99	8.55	0.2

资料来源：中信证券、国投瑞银

3、大消费总体上扬机会

由于发达国家经济长期不振，国内出口能力下降已经在 2013 年前 5 个月的进出口外贸数据中得以充分体现，同时，对于货币增量从紧控制可能成为长期政策导向，投资对于中国经济的拉动作用将显著下降，管理层为保持可接受的经济增长率，必须有效推进国内普通消费的显著成长，以保证巨大的经济产能得以消化。为此，大量以促进国民消费能力为目标改革措施已经开始成形并且正在加速推广。

以目前情况看：无论是已经颁布的所得税起征点调高、社保和医保体系的完善、保障房制度的推进、加紧对房地产行业的严控，还是反腐力度加大、户籍制度改革、养老金体系改革、收入及福利体系改革，其最终的方向都落在有效释放国民消费潜能上。

由于改革措施的效应主要体现于中低消费者消费能力的释放，因此，我们在中长期层面看好中低端消费产业的整体成长能力，可较多关注如医药、三线白酒、纺织服装、旅游、传媒等行业的投资机会。然而，由于消费类各上市公司在2013年下半年度及以后依然可能频繁爆发非系统风险事件，该领域投资宜通过广泛分散的方式进行。

图表 已颁布政策和潜在政策都着眼于缩小收入差距

收入差距相关改革/政策 已开始/进行中 领域	详情
所得税	针对大部分纳税人上调起征点，下调税率；对高收入群体提高税率
最低工资	政府设定的最低工资每年显著上调
保障房	大量保障房项目开工，为低收入群体提供可承受的住所
房产税	针对居住面积超过基本需要的居民征税
社保体系	更好更广泛地覆盖农村居民和农民工
医改	医药分离
潜在改革	详情
灰色收入监管	设立灰色收入监管体系，使收入透明化
政府官员/社会机构/垄断行业员工的工资	制定指引，逐步降低与其他商业领域的工资差异
奢侈品税	对奢侈品销售征税
养老金改革	调整退休年龄；提高养老金投资回报；提高商业保险等
户籍改革	进一步降低农村居民获得城市户口的门槛，但不包含已经比较拥挤的大城市

资料来源：高华证券、国投瑞银

图表 大众消费领域具备更大的市场空间

a 板块	消费者类型			
	大众 消费者	核心中产阶 级	初级奢侈品 消费者	高端消费者
互联网	↑	↑	↑	
旅游	↑	↑	↑	
传媒	↑	↑		
汽车	↑	→	↑	↑
医疗保健	↑	↑	→	
手机/电脑	↑	↑	→	
餐饮/酒店	↑	↑	→	→
博彩		↑	↑	↓
品牌服饰	↑	→	↑	↓
零售，百货店	↑	→	↑	↓
食品饮料/家居用品	↑	→	↑	↓
房地产	↑	↑	→	↓
运动服饰	→	→		
电信服务	→	→	→	

资料来源：高华证券、国投瑞银

第三部分

2013 年下半年债券市场投资策略

一、2013 年上半年债券市场回顾

1、债市基本面

2013 年上半年债市喜忧参半,5 月中旬以前在宽松的资金面及差强人意的经济基本面支撑下债券收益率整体下行,高收益信用债表现突出。不过进入 5 月下旬之后,一系列因素导致市场流动性骤然收紧,尽管经济基本面未现改善,但债市短端迅速调整,收益率曲线平坦化上行。

从今年一季度开始,宏观数据表现不佳。生产领域中,工业增加值走势持续偏弱,5 月份工业增加值同比增速 9.2%,较 4 月份回落 0.1%,轻工业与重工业的工业增加值当月同比增速分别为 8%与 9.8%,比 4 月份分别变动-0.5%与 0.2%。而从环比上来看,5 月份工业增加值季调后环比增速为 0.62%,相较于 4 月回落了 0.25 个百分点,较低的环比增速有说明二季度经济似有“旺季不旺”之像;1-5 月累计固定资产投资同比增速为 20.4%,同比增速连续三个月均出现下行,显示经济增长徘徊不前。出口方面,一季度数据超预期增长,但受到市场普遍质疑,5 月份出口同比增幅从 4 月份的 14.7%降至 1%,一方面显示数据虚报现象基本消除,另一方面也呼应了固定资产投资数据的疲弱表现。而消费数据的小幅提高对提振经济增长似乎效果有限。5 月份 CPI 同比上涨 2.1%,环比下降 0.6%,增速低于市场预期,从目前的情况看,由于经济增长较为疲弱,因此通胀的压力也并不显著,仍处于相对温和的水平,尽管由于基数效应,6 月份后 CPI 同比有上行的风险,但如果没有大规模的刺激政策,通胀可能仍会在较长一段时间都处于 3%以下的水平。

2、货币市场

今年以来资金面上演“过山车”行情,5 月之前受外汇占款大量增加及央行前期大量逆回购满足市场流动性,资金成本持续走低,银行间 7 天回购利率一度跌破 3%,但从 5 月份开始资金一改宽松局面,5 月下旬出现持续紧张的态势,导致资金紧张的直接原因是财政存款的季节性上缴,跨过 5 月末之后,资金面并未如市场预期恢复宽松,而是在季末因素、准备金补缴等共同作用下进一步趋紧。6 月份以来,交易所隔夜回购盘中成交数度突破 10%,而当前(2013-6-20)加权价格更是行至 21%(除去周末因素,加权价格达到 7%),7 天回

购利率达到 9%。

图 1：银行间货币投放统计

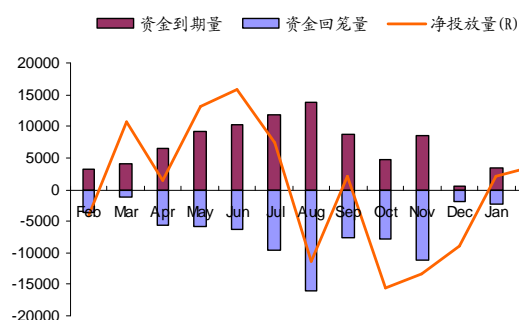
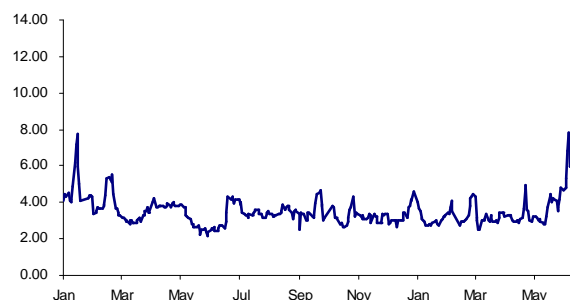


图 2：2012-2013 年银行间 7 天回购利率走势



数据来源：中国债券网 国投瑞银

3、利率市场

通胀低位反弹，消费表现平稳，出口与投资增速放缓，经济延续弱势；6 月初以来，流动性紧张情况日益突现，导致短端收益率快速上行，长端收益率在基本面支持下波动相对要小，收益率曲线已出现了倒挂。

今年一季度 GDP 增速为 7.7%，相比去年四季度的 7.9% 略为下降，年初时市场对经济反弹力度强化的预期已基本上彻底落空；考虑到近期 PMI 数据不理想、出口缩水、投资放缓、企业需求疲弱等因素，二季度经济增速下滑将是大概率事件。在经济弱势、货币偏紧的背景下，中长期国债收益率大幅波动，整体上实现了一定幅度的上涨，截至 2013 年 6 月 20 日，10 年期国债收益率为 3.60%，相比二季度初上行约 16bp。短期限国债收益率受资金面影响而波动剧烈，截至 2013 年 6 月 20 日，1 年期国债收益率为 3.56%，相比年初上行 88bp。

相比国债，以国开为代表的金融债由于收益率相对较高，配置价值更突出，期间波动小于国债。截至 2013 年 6 月 20 日，1 年、3 年、10 年国开债收益率分别上行 61bp、27bp、6bp，收益率曲线平坦化；相对于国债利差，短期国开债利差显著放大。

图 3：2013 年二季度银行间国债收益率曲线变化

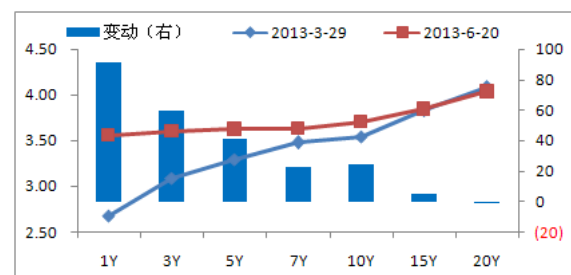


图 4：2013 年二季度非国开政策性金融债收益率曲线

变化

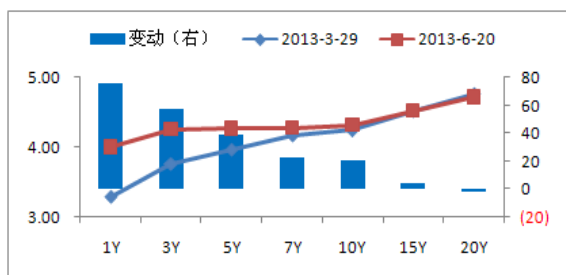
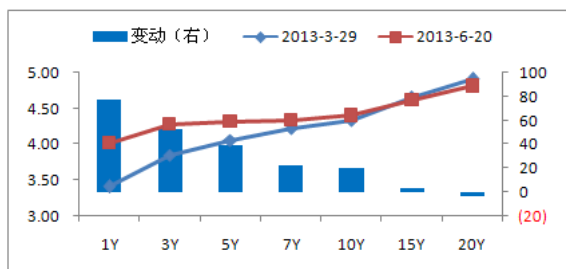


图 5：2013 年二季度国开政策性金融债收益率曲线变化



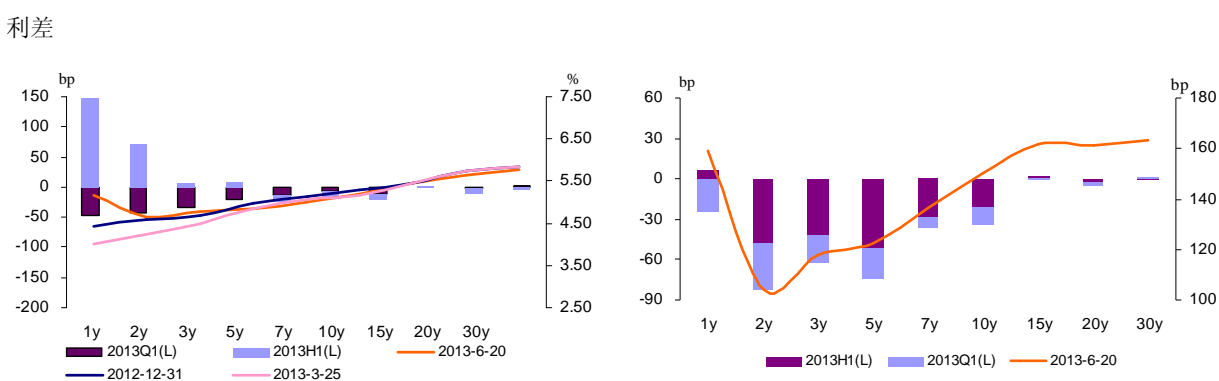
数据来源：中国债券网 国投瑞银

4、信用产品

5 月份以前信用债收益率主要受到资金面的支撑，信用利差整体收窄，城投债表现尤其突出，截至 2013 年 5 月 30 日，1 年期 AA、3 年期 AA 和 5 年期 AA 城投债收益率较年初分别下行 69bp、64bp 和 70bp，与国债信用利差较年初分别收窄 63bp、56bp 和 58bp，而中短期票据的信用利差普遍下行至历史四分之一分位附近。进入 6 月份，流动性紧张引发信用产品出现调整，短端受拖累最为明显，1 年以内信用产品收益率大幅上行，而 5 年以上的中长期品种则更多的受到宏观基本面的影响，调整程度相对较小，信用债收益率曲线整体则平坦化上行，甚至出现期限倒挂。

图 6：2013 年上半年银行间企业债(AAA)收益率曲线变化

图 7：2013 年上半年银行间企业债(AAA)信用利差



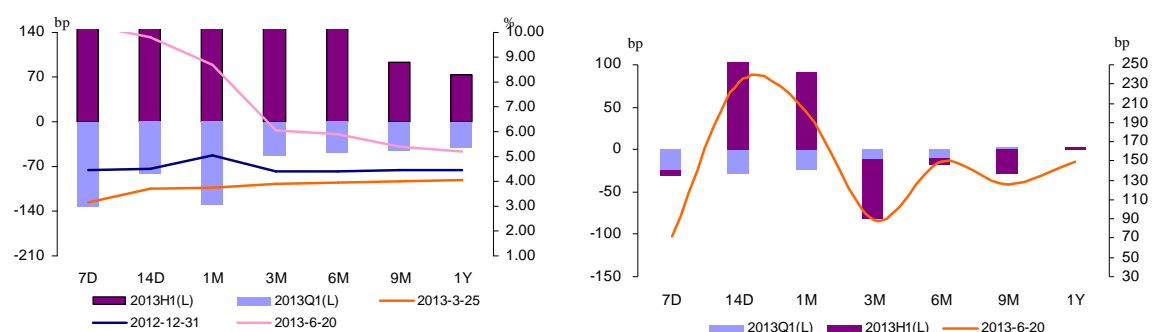
数据来源：中国债券网 国投瑞银

上半年交易所融资成本推动交易所信用债走强，与银行间类似，交易所表现突出的信

用债以城投债和优质民企债为主。

短融作为对资金面最为敏感的品种，上半年行情一波三折。5月之前收益率一路下行，但5月下旬资金面变化之后发生快速调整，目前二级市场抛盘严重，收益率大幅上行，信用利差明显扩大，高评级短融信用利差已回到历史3/4水平，中长期信用产品也面临较大的估值压力。

图 8：2013 年上半年银行间中短期票据(AAA)收益率曲线 图 9：2013 年上半年银行间中短期票据(AAA)信用利差

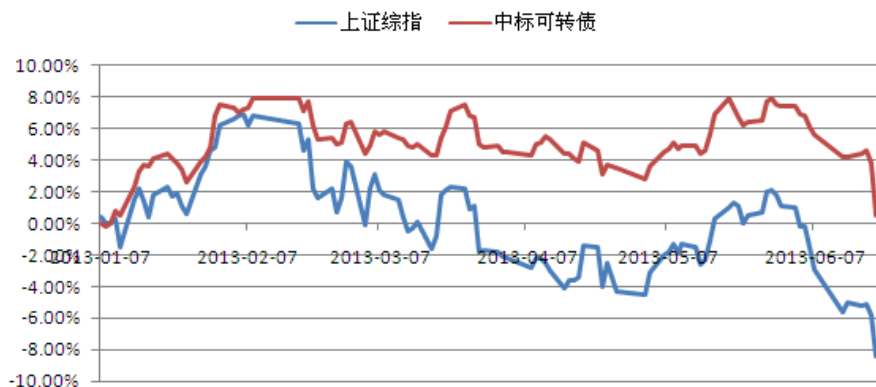


数据来源：中国债券网 国投瑞银

5、可转债市场

在经济低位企稳至缓慢复苏，政府换届以及外汇占款激增带来充裕的市场流动性等因素的推动下，A股在今年年初出现明显的触底反弹行情；随后因房地产调控新政以及清理影子银行和银行间丙类账户等政策的出台，以及外汇占款的持续回落，由流动性推动的市场步入回调震荡格局。截至2013年6月20日，上证指数下跌8.16%。受正股先扬后抑的影响，可转债各券均出现倒U型走势，目前估值均在向安全范围靠拢。截至2013年6月20日，中信标普可转债指数今年以来的涨幅约1.27%，表现显著好于上证指数，因占据可转债主要权重的银行、石化板块涨幅显著高于市场以及海运、深机、博汇等债券较强的防御性品种。

图 10：年初以来上证综指 VS 中标可转债走势



数据来源：WIND 国投瑞银

二、2012 年二季度债券市场展望

1、基本面

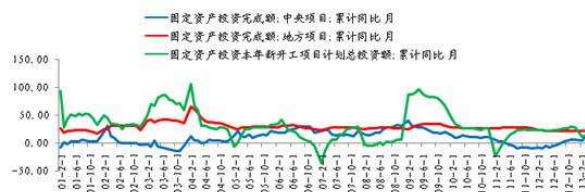
下半年债券市场整体风险较小，但与上半年相比，净价收益大幅降低。资金面由适度宽松转为中性，较上半年将有所收紧；货币政策将回归中性，需要在稳增长和控风险之间平衡。利率市场化深入、金融脱媒、期限错配使得短端利率易上难下，资金面处于相对紧平衡状态，总体而言，我们认为今年资金面最宽松的是一季度。

宏观经济将进一步验证弱复苏。去年底以来进出口数据超出市场预期，但市场对数据真实性存在担忧，原因是统计局数据与海关总署数据差额扩大，对香港出口异常飙升。5月6日外管局下发了严查境外资金通过虚假贸易套利交易行为的通知后，对港套利贸易基本得到遏制，内地与香港贸易快速回落。展望未来，考虑到外围经济复苏尚不确定，国内需求疲弱，且企业仍处于去库存周期，未来出口和进口都不容乐观。消费数据表现稳定，金银珠宝消费增速受金价持续低迷的影响近期出现显著增长，但不具有持续性；预计下半年消费将维持稳定增速。房地产投资和基建投资依然是支撑固定资产投资增速保持在 20% 以上的主要因素。依照中央近期态度，年内恐怕难以看到政府扩大基建投资规模，在经济持续走弱之下房地产行业调控难以继续加码而新开工下滑意味着房地产投资增速放缓也将是大概率事件，固定资产投资增速仍将继续下台阶。综合来看，三驾马车中除了消费表现稳定，投资和净出口都将持续疲弱，预计全年 GDP 增速约 7.5-7.8。

图 11：固定资产投资完成额

图 12：社会消费品零售完成额

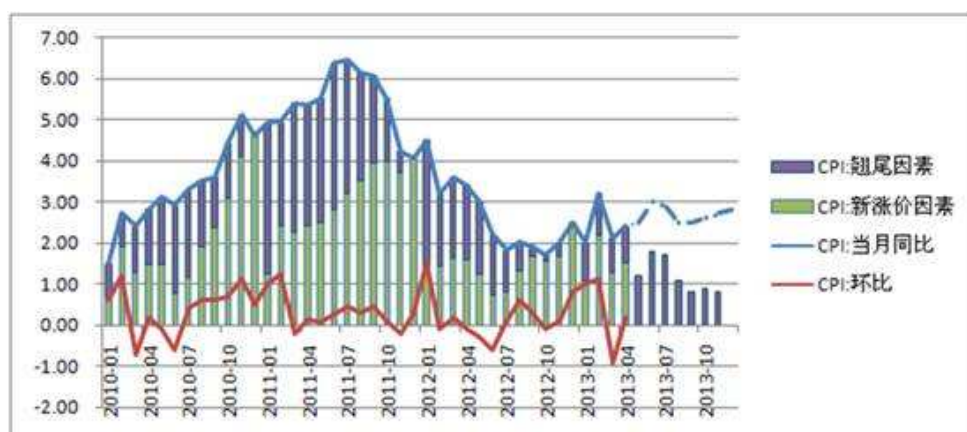




数据来源：WIND 国投瑞银

通胀本质上是一个货币现象，它与 M1 关系非常密切，而 M1 已在 2012 年 1 月份见底，验证 CPI 在 2012 年 7、8 月见底，同时也预示 2013 年将继续回升。下半年 CPI 较为温和，整体可控，反弹力度不大，5 月份的 2.1% 预计为今年低点，下半年预计将回升至 2.3-2.7%。

图 13: CPI 走势



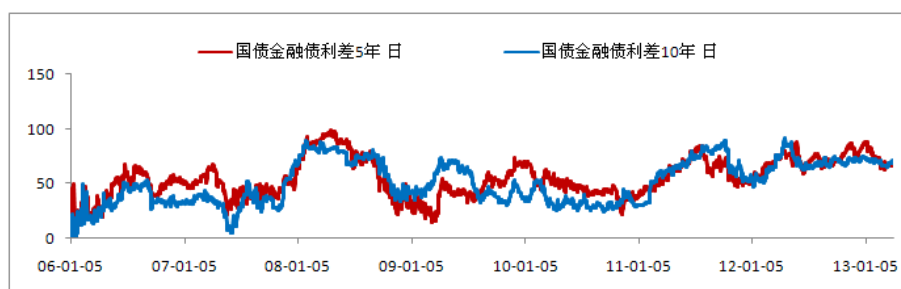
数据来源：WIND 国投瑞银

2、利率产品

基于对经济萎靡不振、通胀保持低位上行的判断，结合目前国债所处的收益率水平，我们认为在流动性紧张局面得到缓解之前，收益率整体将维持目前高位甚至不排除短端继续走高的可能，但基于市场对下半年政策将放松的预期在逐步加强，以及经济将持续走弱的可能性，利率产品未来仍存在交易性机会。

就具体配置品种选择而言，参考目前国债和金融债的利差水平，我们建议选择中短期限的国开债作为配置标的。随着下半年经济继续萎靡及通胀低位反弹，不排除央行适度放松货币政策，这有助于推高利率产品价格。基于我们对下半年利率持中性偏乐观的看法，投资者可以将组合久期控制在适中水平，可同时获取票息及净价收益，仓位控制标配。

图 14: 金融债相对国债利差



数据来源：中国债券网 国投瑞银

3、信用产品

基于我们对宏观基本面和资金面的判断，我们认为下半年中长期限中低评级信用债风险增大。首先，尽管6月份以来信用债收益率多数出现调整，但中长期限产品的信用利差仍处在历史四分之一分位的较低水平，短端产品信用利差则多受到流动性冲击而位于历史中分数附近，整体利差保护较弱；其次，宏观经济踟蹰不前，市场对企业现金流和盈利状况的预期可能重新调整，在此背景下，中低评级信用债将面临一定的抛售压力；此外，尽管我们认为流动性极度紧张的局面不会持续太久，但资金面最宽松的时点已经过去，绝对收益类账户对中低评级信用产品的需求也将受到一定影响。

配置策略上，我们认为下半年信用债以防御为主，适当降低组合杠杆，保持中等久期，规避产能过剩、周期性和高杠杆类的信用债发行行业，侧重票息收入。

4、可转债

目前影响转债市场走势主要是资金面以及转债市场扩容。

我们预计，今年下半年经济持续低位运行，通胀在四季度可能会有回升，但同时信贷高企，整个社会的杠杆仍处于高位，此种条件下央行将继续维持稳健偏紧的货币环境，即会出现经济基本面和资金面均不利于股市的局面。一级市场方面，IPO面临重启、民生转债的发行、平安转债、石化二期的上会，都预示着新一轮转债扩容即将到来，会对市场形成一定的冲击。我们预计，在经历了一季度的趋势性上涨行情和二季度的估值修复行情之后，下半年转债难有趋势性的机会，更多的是具体品种的波段性操作。

基于对二季度股市走势判断以及市场扩容压力的考虑，我们建议标配转债；从具体配置品种上看，侧重转股溢价率较低、正股估值安全的大盘转债，以及估值正在修复中的转债，同时注意一级市场发行标的。

三、2013年下半年债券投资策略

基于对宏观经济和债券市场的判断，我们对下半年债券市场持中性看法，推荐投资策略：

- 控制组合久期水平，建议维持在 3 年左右；
- 标配利率产品，金融债优于国债，可考虑 3-5 年期国开债；
- 标配信用债，降低杠杆率，规避有潜在信用风险的公司债；
- 标配转债；推荐配置转股溢价率低、正股估值安全的大盘转债，关注一级市场新发转债。

第四部分

2013 年下半年全球新兴市场投资策略

一、2013 年下半年新兴市场股市表现回顾

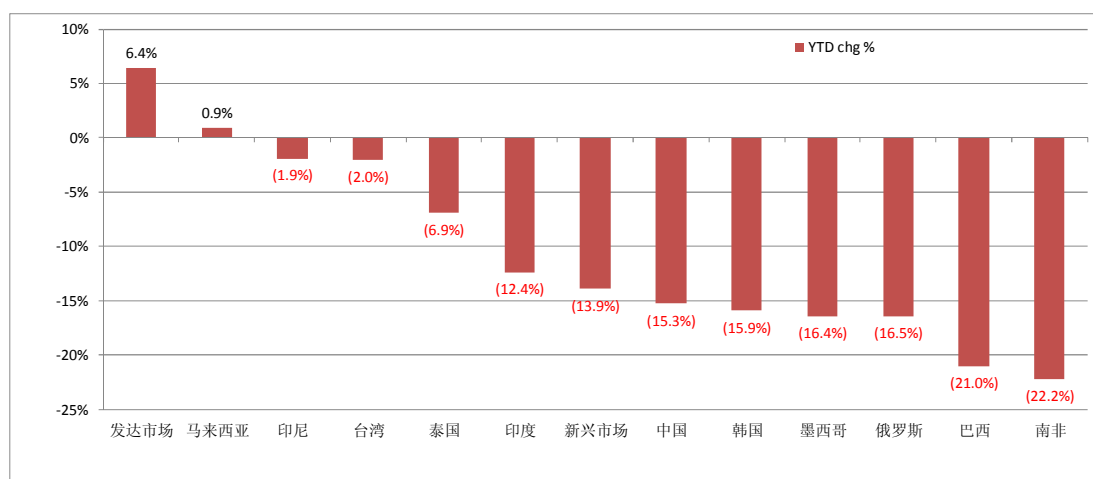
新兴市场股市 2013 年以来走势疲弱，年初时受美国财政问题的缓解而冲高上行，但此后受主要新兴市场国家经济数据不及预期、欧债危机重现波折以及美国 QE 退出言论等因素的影响而震荡下行。MSCI 新兴市场指数（截至 6 月 20 日，以美元计价，下同）今年以来下跌 14%，大幅跑输 MSCI 发达市场指数 6% 的涨幅。主要新兴市场地区中，仅有马来西亚微涨 0.9%，印尼和台湾的表现相对较好，分别下跌 2% 左右，而南非和巴西跌幅最大，分别跌 22% 和 21%。新兴市场国家汇率也显著走弱，主要新兴市场货币中仅有人民币在上半上涨 1.7%，其他均为下跌，其中南非兰特和巴西里跌幅最大，分别跌 20% 和 10%。

图 1：全球股市表现 – EM vs DM



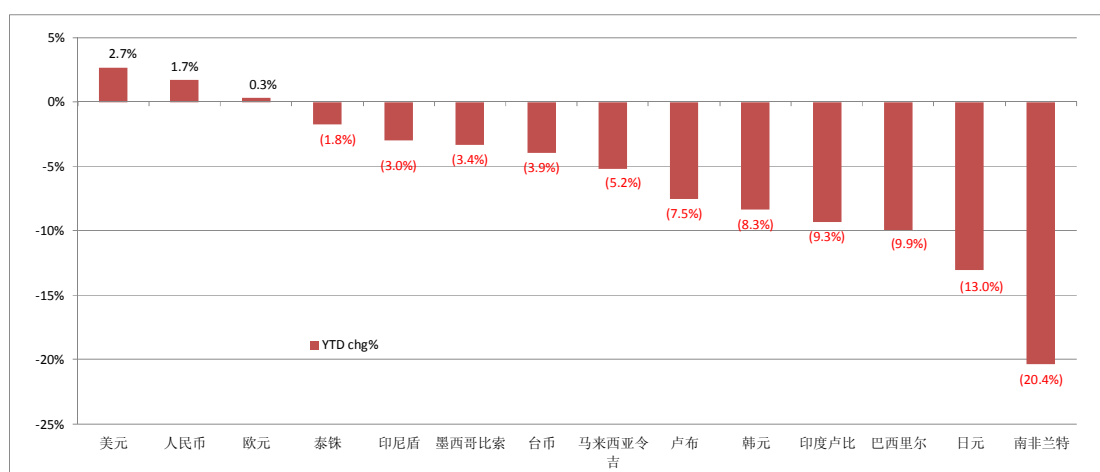
来源：彭博

图 2：主要区域股市表现



来源：彭博

图 3：主要货币汇价表现



来源：彭博

二、新兴市场股市运行环境分析

美国。美国经济在上半年继续呈现温和复苏的态势，推动美国股市持续上扬。房地产市场依旧是最大的亮点，三月份的SP/CS 房价指数同比上涨10.2%，为2006 年以来的最高；4 月的成屋销售量增至三年半高点，中间价19.28 万美元，也为2008 年8 月以来最高。总体而言，目前美国房地产出现量价齐升的繁荣景象，房地产成为经济增长的重要推动力。就业市场的复苏则相对温和，每月新增非农就业仍旧大幅低于20万人的水平，但该数据从3月份的14.2万逐步改善到5月份的17.5万，失业率也从年初的7.9%小幅下降到5月份的7.6%。受资产价格大幅回升的影响，消费者信心指数稳步上扬，从年初的73左右大幅上升到6月份的82.7（初值），预示美国的居民消费可望稳步复苏。

政策方面，年初美国两党就财政悬崖问题达成阶段性方案，使得一些关键问题再一次得以延后，从而避免了问题的集中爆发。而自动减赤计划也没有给市场带来明显的负面冲击。

但 QE 政策的退出正日益成为市场关注的焦点，伯南克在六月份表示，美联储认为经济在好转，今年稍晚时候会放慢每月购买资产的速度，如果此后的数据仍然普遍符合目前对经济的预期，在明年年中将停止购买。同时，随着联储调低明年的失业率预测，美国在 2014 年年底加息的概率也在提高。受此影响，美国债券的收益率显著回升，新兴市场股票、债券以及货币等风险资产均承受了明显压力。

欧元区。第一季度中，意大利大选的政治僵局以及塞浦路斯的银行业危机导致欧债危机的风险重新抬头。四月份以后，随着欧元区对塞浦路斯的救助最终得以实施，以及意大利新一任总理的选出让欧债危机的风险再一次缓解。但欧元区的宏观经济仍旧低迷，一季度 GDP 年率萎缩 1%，为连续 6 个季度下降。其中意大利、西班牙经济较去年第四季度均下滑 0.5%，为连续 7 个季度下降，德国一季度 GDP 同比也萎缩 0.2%。就业市场继续恶化，欧元区 4 月失业率高达 12.2%，创下 1995 年有统计以来的最高水平。但最新公布的一些先行指标出现少许改善迹象，5 月份的经济景气指数、企业景气指数以及消费者信心指数均有所好转；Markit 欧元区 5 月制造业 PMI 也由 4 月的 46.7 升至 48.3，暗示欧元区经济可能正在触底。

政策方面，欧洲央行以及欧盟委员会开始将政策重点转移到刺激经济增长方面。5 月初，欧洲央行降息 25 个基点以支持经济增长，而德拉吉表示欧洲央行在考虑进一步的非标准货币政策工具，若条件允许，将使用这些工具。同时，欧盟委员会同意延长多国实现削减赤字目标的时限，为边缘国家赢得更多喘息空间，以缓解它们国内的政治压力。总体而言，尽管欧债危机的风险尚未完全消除，但欧盟在政策上正在向正确的方向迈进。欧元区最坏的时候可能已经过去，这对全球经济以及资本市场无疑具有正面意义。

新兴市场。新兴市场国家的经济在去年三季度见底回升之后，尽管趋势上依旧保持向上，但回升的力度远不及预期。尤其是中国、印度、巴西等较大的经济体的增长乏力，其 GDP 增速均处于近十年的低位。中国最新的工业产值以及 PMI 等数据显示经济有再次走弱的迹象，而印度、巴西以及俄罗斯等国的经济走势也较为疲弱。另一方面，东盟地区的经济复苏趋势则相对强劲，马来西亚、印尼以及菲律宾等均保持了较快的经济增速，但泰国经济在前期大幅反弹后开始有所走弱。

通胀总体仍旧保持温和，尤其在二月份以后，随着主要国家经济回升力度的减弱，新兴市场国家的整体通胀水平也有所回落。但不同国家的通胀走势分化明显，巴西、印尼、印度以及俄罗斯的通胀水平维持在高位，而中国、韩国、台湾等的通胀水平继续维持低位。政策方面，由于不同国家经济增长与通胀水平分化明显，新兴市场国家年初以来的货币政策走向

也出现了显著差异。韩国、印度以及泰国均采取了降息以刺激经济增长；但巴西和印尼迫于通胀压力而上调利率。

此外，美元走强、大宗商品走弱以及日元大幅贬值也给众多新兴市场国家的货币带来了压力，南非、印度、韩国以及巴西的货币今年以来相对于美元均有 8% 以上的跌幅。如果美联储在四季度开始逐步退出量化宽松政策，新兴市场国家则可能出现资金流出的压力，其中经常性项目持续逆差的国家将面临更大的压力。

三、2013 年下半年新兴市场投资策略

年初以来，新兴市场显著跑输发达市场。我们认为可能的原因包括以下几个方面。一是今年以来美国公布的经济数据总体强劲，投资者的乐观情绪推动了美股的大幅上涨，“安倍经济学”也推动了日本股市的大幅回升，发达市场指数因此表现强劲；二是二月份以来有关 QE 退出的讨论导致资金流向的逆转，全球资金在第二季度开始从新兴市场流出；最后，新兴市场尤其是金砖四国的经济回升力度不足，年初投资者过高的预期受到一定打击；同时个别国家因通胀而采取的加息政策也打压了本国的股市。

展望下半年，我们预期新兴市场将面临较大的不确定性。宏观经济方面，新兴市场总体可望维持弱复苏的态势。通胀率较低、经常性项目相对健康的国家，如中国以及东南亚国家可望保持平稳增长，而通胀较高以及经常项目存在较大逆差的国家，如巴西、印度、南非等国则将面临较大的考验。此外，如前所述，美国 QE 退出可能对新兴市场国家产生一定冲击。如果退出力度超出预期，导致全球资金回流美国，则对外部资本依赖度较高的新兴市场国家将会受到冲击。同时，QE 的退出可能会进一步推动大宗商品价格的走弱，对大宗商品出口依赖度较高的国家也会因此面临压力。因此 QE 的退出是新兴市场在下半年面临的一个重大不确定性。总体而言，基于新兴市场不及预期的经济表现以及 QE 退出可能带来的风险，我们认为在下半年需要采取更为稳健的立场，以防范短期宏观经济波动带来的风险。

长期而言，截至 6 月 20 日 MSCI 新兴市场指数 12 个月动态市盈率维持在 9.4 倍左右，相较于其长期 12-13 倍的均值以及 MSCI 发达市场指数目前 13 倍的水平，新兴市场股市仍有良好的投资价值，我们继续长期看好。

风险因素：1) 新兴市场国家的经济表现持续不及预期；2) 美国 QE 退出的力度超预期。

图 4：市场历史估值（12 个月动态市盈率）— 新兴市场 vs 发达市场



来源：彭博

图 5：主要市场估值以及盈利预测一览

国家/地区	代码	PE			PB		EPS Growth	
		Current	2013E	2014E	Current	2013E	2013E	2014E
中国	MXCN Index	9.3	8.5	7.7	1.4	1.3	12.3%	9.9%
韩国	MXKR Index	15.5	NA	NA	1.2	NA	NA	NA
巴西	MXBR Index	14.3	10.2	9.0	1.3	1.2	28.1%	12.4%
台湾	TAMSCI Index	20.8	14.2	12.6	1.9	1.5	61.1%	12.7%
南非	MXZA Index	15.2	13.8	12.0	2.4	1.1	10.2%	15.3%
印度	MXIN INDEX	15.1	13.6	12.2	2.4	2.1	20.4%	11.4%
俄罗斯	MXRU Index	4.1	4.5	4.5	0.6	0.6	(29.1%)	1.1%
墨西哥	MXMX Index	20.7	16.9	14.6	2.7	2.4	15.3%	16.1%
马来西亚	MXMY Index	16.6	16.5	15.0	2.2	2.1	(4.4%)	10.1%
印尼	MXID Index	17.4	15.4	13.1	3.6	3.2	13.6%	17.2%
泰国	MXTH Index	14.4	12.5	11.1	2.3	2.1	18.2%	13.4%
新兴市场	MXEF INDEX	11.4	10.3	9.2	1.4	1.4	5.1%	11.1%
发达市场	MXWO INDEX	28.7	14.2	12.7	2.0	1.8	20.7%	11.6%

来源：彭博

免责声明

本报告并非基金宣传推介材料，所载内容仅供本公司客户或业务合作者参考，报告中的信息均来自于我公司认为可靠的来源，我公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。除另有说明，报告中所阐述的观点和预测仅反映最初发布此报告时的判断，这些观点和预测可能会因市场等因素的变化而改变，我公司有权在未加通知的情况下进行更改。本报告没有考虑单个投资者投资目标、财务状况或个别需求，也未解释投资所涉及的全部风险，阅读者不可基于此报告作出投资决定。

本报告版权归我公司所有，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或有悖原意的删改。如需引用、刊发，须注明出处为“国投瑞银基金管理有限公司”，否则将构成侵权。



国投瑞银基金管理有限公司

地址：中国广东省深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心第46层
邮编：518035
客服电话：400-880-6868
传真：0755-82904048
公司网站：www.ubssdic.com
电子信箱：service@ubssdic.com