



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

香港/中国股本市场研究

2013 年下半年宏观经济展望

2013 年 7 月 15 日



经济再平衡即将到来

外部环境的脆弱和本土需求的疲软拖累了经济复苏的步伐，令全球经济在 2013 年上半年仍然于复苏之中挣扎。美国，披露了退出量化宽松政策的计划，反映其经济强于预期的复苏态势；日本，通过实行新量化宽松政策的承诺努力重振增长；欧元区，在避免债务危机恶化之中抗争；亚洲新兴国家，继续实行宽松的信贷政策和扩张性的财政政策以加快经济增长。进入 2013 年下半年，我们预期全球经济将以温和的步伐复苏。

2013 年上半年，中国经济增长出现疲态，反映经济结构调整的过程长于预期。展望下半年，我们相信政府将实施积极的经济改革措施以刺激本土需求，这也是中国能否重振增长的关键因素。

首席经济学家

林樵基

电话: 852-21478863

邮箱:

bannylam@abci.com.hk



目录

2013 年下半年全球经济展望	3
1. 全球经济在漫漫复苏之路上挣扎	3
2. 美国 - 经济指标释放积极信号, 或于 9 月前减缓资产购买步伐	5
3. 欧元区 - 前路崎岖	9
4. 日本 - 安倍经济学助日本摆脱困境	11
5. 亚洲新兴经济体 - 历经困苦打造美好的明天	12
2013 年下半年中国经济展望	14
1. 2013 年下半年中国政策前景展望	16
1) 货币政策: 审慎和融通性的货币政策	16
2) 财政政策: 通过固定资产投资和消费来支持增长	18
3) 人民币和资本项目可兑换的进程加快	19
2. 2013 年下半年中国五大经济主题	21
1) 基建和房地产拉动下, 投资实现平稳增长	21
2) 必需消费品和服务消费支持零售额的增长	22
3) 通胀保持平稳	23
4) 对外贸易复苏步伐温和	26
5) 人民币可兑换是金融改革的首要任务	27
2013 年下半年香港经济展望	30
1. 房地产市场将出现高达 10% 的价格调整	31
2. 强劲的消费增长	31
3. 香港在中国资本账户自由化过程中的角色	32
2013 年下半年投资策略	34
1. 香港和中国股市投资回报吸引	34
2. 下半年将是增加投资组合贝塔系数的好时机	34
3. 2013 年下半年投资主题和首选股份	37
2013 年下半年投资主题	38
1) 服务业受惠于城镇化发展	38
2) 金融改革在即	38
3) 政府将支持乳制品行业发展	39
4) “十二五”计划中的战略性新兴产业是政策受益者	39
5) 中国房地产行业的增长势头稳定	40
6) 前海新区的发展	40
7) 香港房地产开发商提供投资防守性	41
权益披露	42



2013 年下半年全球经济展望

1. 全球经济在漫漫复苏之路上挣扎

为了平息市场对经济复苏步伐放缓的忧虑，美国承诺将继续保持低利率。虽然美国的就业市场不断出现改善的迹象，但是现阶段经济活动扩张的程度仍不足以支持美联储在 2013 年的下半年全面退出量化宽松政策。然而，美联储主席伯南克仍然表达了其对退出量化宽松政策的意愿，并对退出的时间和步伐给出了预期。欧洲国家，尤其是深受债务困扰的国家出现了经济萎缩的迹象，这将会威胁欧元区的经济复苏。我们预期欧洲的经济衰退将持续。在亚洲，日本最新出台的量化宽松政策意在刺激当地经济并且已经见到了初步的成效。另一方面，新兴亚洲经济体的增长出现放缓并且面临着全球流动性紧缩的挑战，因此，为了刺激经济这些国家在放松信贷上变得更加激进。

全球经济预测

	2011	2012	2013F	2014F
美国	1.8	2.2	2.3	3.0
欧元区	1.4	(0.6)	(0.6)	(0.2)
德国	3.1	0.9	0.7	1.5
法国	1.7	0.0	0.1	0.7
意大利	0.4	(2.4)	(1.8)	(0.5)
西班牙	0.4	(1.4)	(1.8)	(1.5)
荷兰	1.0	(0.9)	(0.4)	0.8
希腊	(7.1)	(6.4)	(5.5)	(2.5)
葡萄牙	(1.6)	(3.2)	(2.5)	(0.9)
爱尔兰	1.4	0.9	0.9	1.8
英国	0.9	0.2	0.7	1.4
日本	(0.6)	2.0	2.2	1.8
中国大陆	9.3	7.8	7.6	7.6
香港	4.9	1.4	2.8	3.3
新加坡	5.2	1.3	2.2	3.8
南韩	3.6	2.0	2.5	3.7
俄罗斯	4.3	3.4	3.5	3.8
印度	7.7	4.0	5.5	6.5
巴西	2.7	0.9	2.8	3.8

来源: 国际货币基金组织, 农银国际证券预测

我们预期全球第二大经济体中国将在 2013 年下半年将出现经济增速放缓。在 2013 年上半年, 中国经济增长的势头已经出现了停滞,



反映经济结构调整的过程比预期要长。为了加快经济复苏，我们判断在今年下半年政府将增加经济政策的适应性以刺激国内需求。同时，我们认为同期香港的经济增长将保持平稳，而主要增长动力可能来自于消费和投资。



2. 美国 – 经济指标释放积极信号，或于 9 月前减缓资产购买步伐

综合地审视各种经济信号，我们判断美国经济正走在复苏之路上。6 月份非农就业人数增加 19.5 万，与 5 月数字持平。尽管同期的失业率保持在 7.6%，但它仅表明越来越多的人正在重新进入就业市场。5 月份的新屋销售继续上升，显示房地产市场的复苏，私人投资和个人消费也大幅提升，而通胀率则保持在低位。

美国就业状况不断改善



来源: 彭博

房地产市场和零售行业回暖

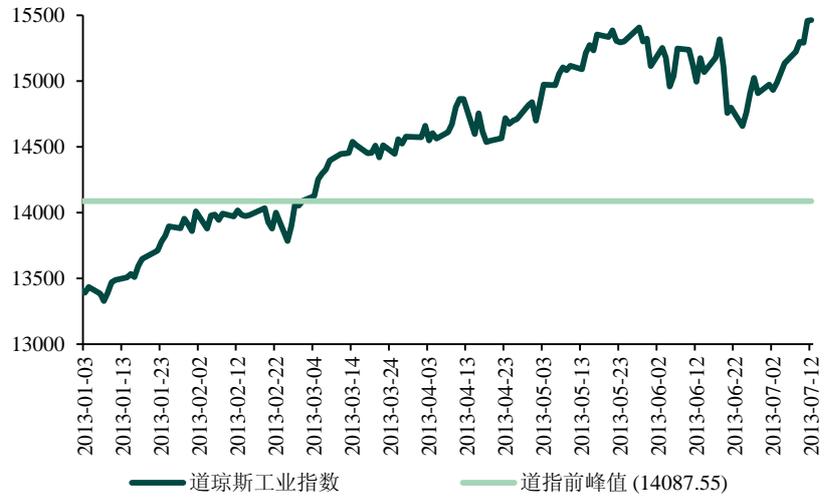


来源: 彭博

某些经济指标在最近几个月不断地给市场带来惊喜，加上量化宽松政策制造了大量的流动性，美国股市因此成为全球表现最佳的市场。年初至今，道指和标普 500 指数分别上升了 18.01% 和 17.81%，均已高于 2008 年的峰值水平。

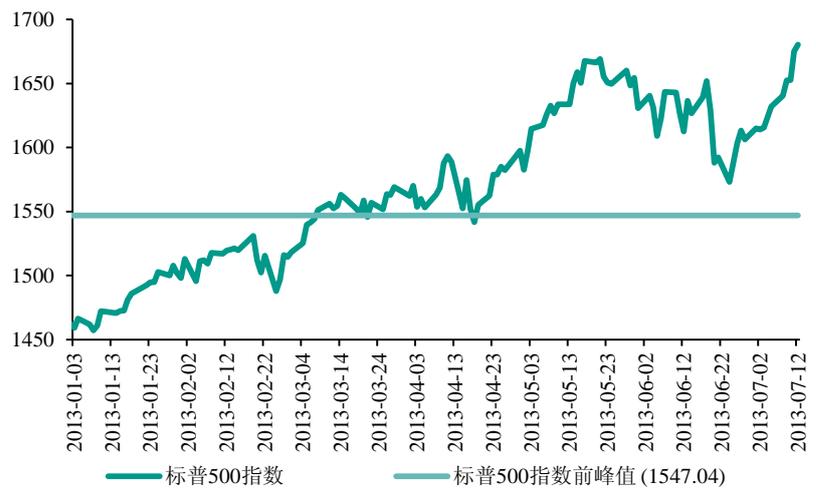


道指不断上升并突破金融危机前峰值水平



来源: 彭博

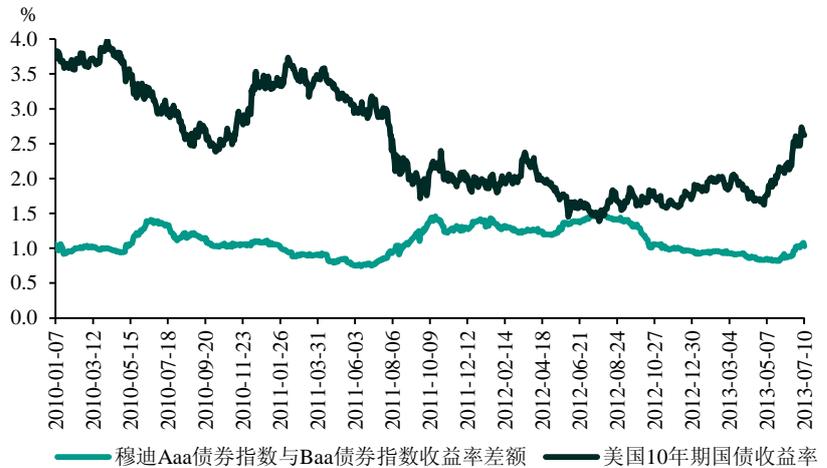
标普500 不断上升并突破金融危机前峰值水平



来源: 彭博



退出量化宽松政策前投资者大量卖出债券推高近期的债券收益率



来源: 彭博

然而，在 6 月 19 日美联储于联邦公开市场委员会会议中公布退出量化宽松政策的计划之后，股市的涨幅缩小。伯南克公布将减少当前的资产购买计划规模并修正经济前景预期。现在市场最大的忧虑不是流动性减少而是量化宽松政策退出的时间。虽然我们看到了复苏的迹象，但某些经济指标显示经济复苏的进程才刚刚开始，过早和过快的减少债券购买力度可能会危及经济复苏的进程。

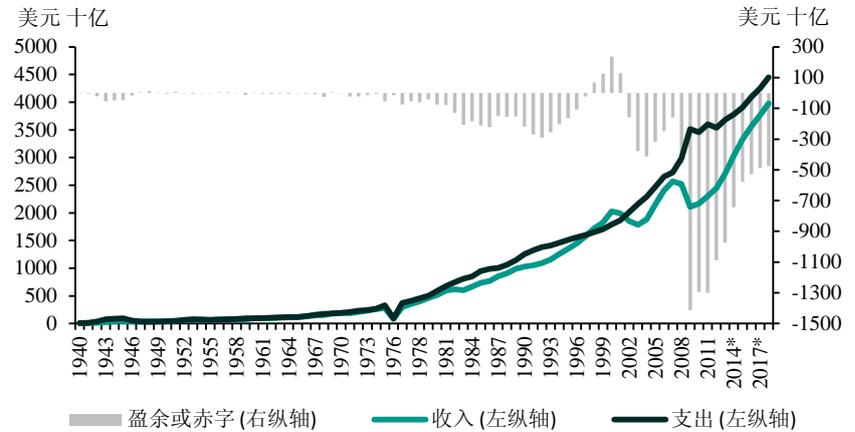
PMI 指数显示着美国时间巩固经济复苏的基础



来源: 彭博



削減支出将使美国财政赤字下降

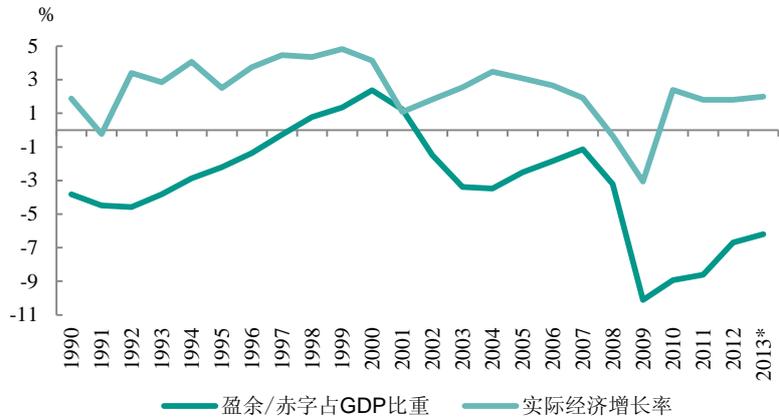


*彭博预测值
来源: 彭博

阻碍美国经济增长的另一个因素是大幅削减联邦预算。如预期，强制性的削减政府开支已经对美国经济复苏造成了负面影响。该事件目前为止并没有取得太大的进展，而共和党人正在推动更激进的削减方案，明年财政开支或将见到更大幅度的下跌。因为政府债务正接近上限，我们预期关于联邦预算的谈判将很快恢复，而另一个正式谈判将于今年晚些时候举行。



美国财政赤字占 GDP 比率仍处于高水平



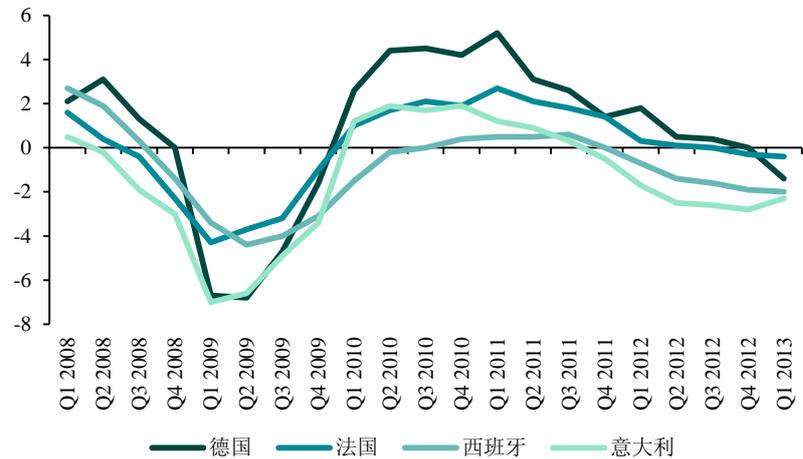
*预测值

来源: 彭博, 农银国际预测值

3. 欧元区 – 前路崎岖

欧元区的信贷危机已趋于稳定。在国家层面上, 许多欧洲国家正在实施不同的政策以控制预算赤字和国家债务。在区域层面上, 各种机制已到位以监测该地区的金融体系, 防止另一个区域性的系统崩溃。

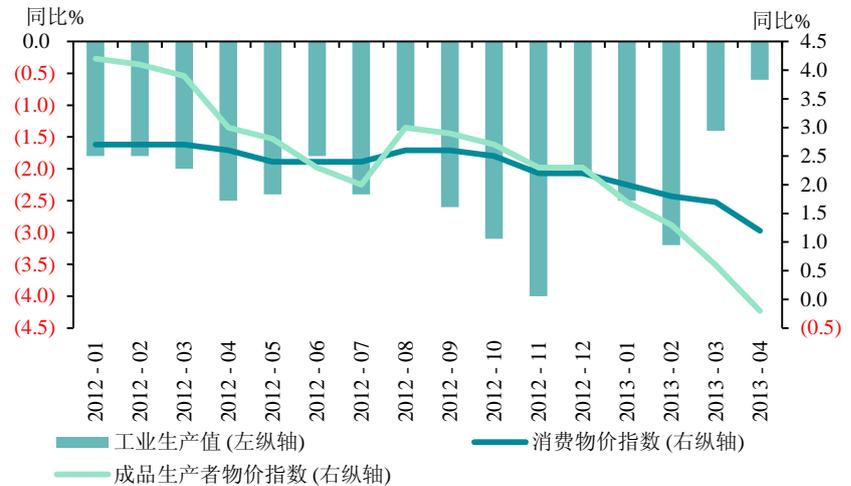
欧洲经济增长疲弱



来源: 彭博



欧元区增长乏力

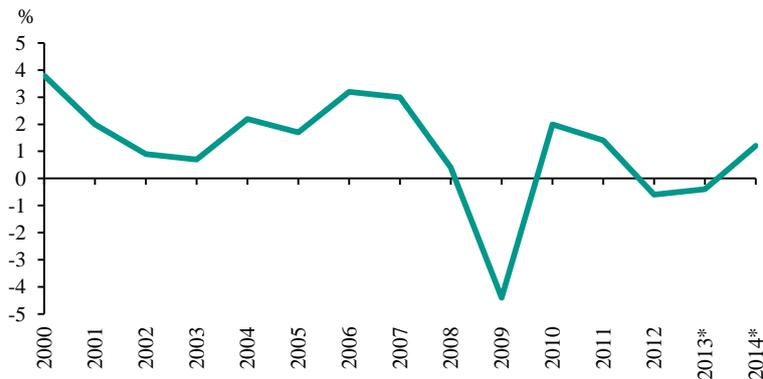


来源: 彭博

与美国经济的持续改善形成鲜明的对比，欧元区经济意外地急转直下。今年 1 季度，欧元区经济萎缩，失业率在 3 月份升至历史性的 12.2%。此外，PMI 和工业产值均显示经济活动的放缓。

欧洲经济停滞的状况令市场对其经济政策的有效性提出了质疑，但近期消费者信心和经济活动指标的改善可能意味着经济或已在触底回升。尽管该地区的各个国家对于如何处理区域性的问题有不同的见解，我们相信欧洲领导人将进一步推动政策共识以重振经济和保持经济复苏的态势。在国家层面上，我们看到了意大利率先放松紧缩政策的信号以应对所谓的“紧缩疲劳”局面。我们相信，今年下半年其他国家将相继效法意大利的做法，放松紧缩政策。

欧元区实际 GDP 增长将在 2013 年继续萎缩



*欧盟统计局预测值

来源: 欧盟统计局



4. 日本 – 安倍经济学助日本摆脱困境

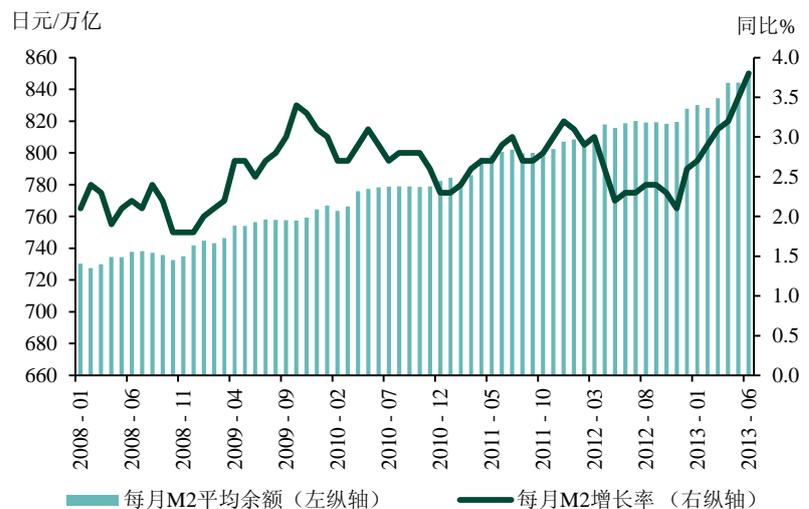
首相安倍晋三上任后推出了一系列刺激经济的政策。政策之一是“定量和定性的货币宽松”，其欲通过购买政府债券和其他资产达到使货币基数增加一倍和通胀在2年内达到2%的目标。日本股市对这一措施报以积极的回应，消息公布后日元兑其他主要货币也开始贬值。然而好景不长，日经225指数仅短暂触及15,627.26点，自5月22日之后便持续回落，而日元兑美元6月4日以来又恢复下跌趋势，至100以下。

日经225指数以及日元汇率



来源: 彭博

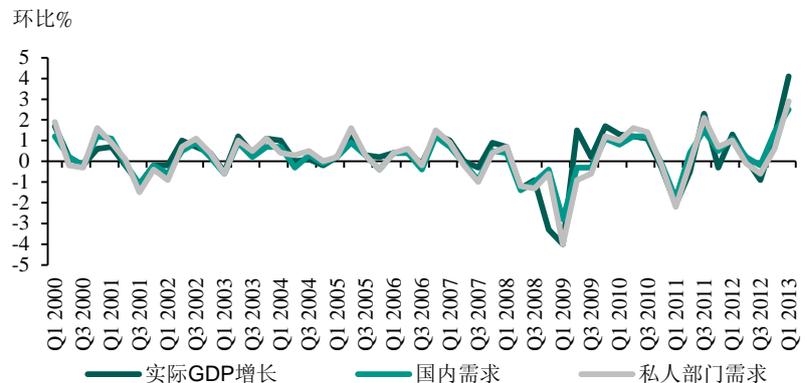
日本货币供给量激增



来源: 彭博



近期的货币政策刺激日本经济增长



来源: 彭博

股市反弹和日元贬值昙花一现，原因在于安倍改善基本面的意图缺乏后续政策。安倍推行的被称为“三箭”的经济政策有三个组成部分：宽松性的货币政策、财政刺激措施和结构性改革。其关于财政刺激措施和结构性改革的大胆设想并没有转化为大刀阔斧的改革，可能是因为7月份参议院选举存在不确定性。但我们相信，过去的周末自民党在东京议会选举的胜利暗示着安倍将继续担任首相的可能性。只要政治不确定性解除，安倍将开始制定更专注于财政刺激和结构性改革的措施，以保持政策的效力。

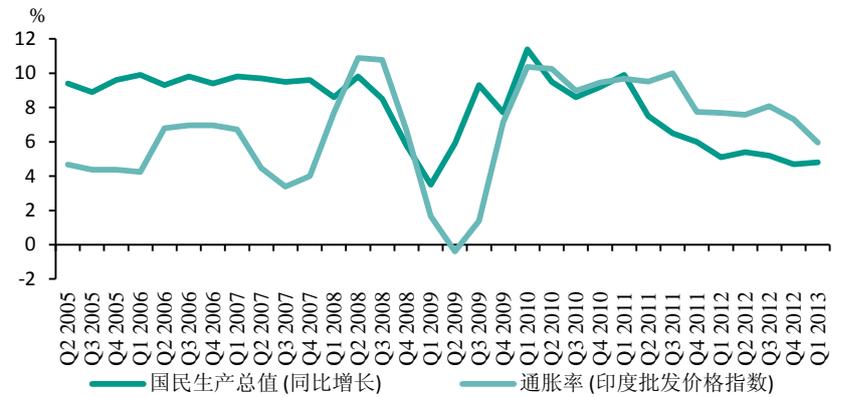
5. 亚洲新兴经济体 – 历经困苦打造美好的明天

对于美联储即将退出量化宽松政策计划带来的负面影响，亚洲新兴国家也不能幸免。由于资金撤离，从6月19日到6月底，泰国、菲律宾、印尼、新加坡、印度和韩国的股市出现了平均1%的跌幅。该地区国家现在面临的共同挑战是找到补充流动性的渠道和恢复投资者的信心。我们预计政府将实行更宽松的货币政策，以便当地公司更容易获得信贷支持。

尽管美联储将退出量化宽松政策的消息给市场带来了震荡，但是亚洲新兴经济体仍是全球经济的一个亮点。由于近期通胀风险消退，印度有进一步刺激经济的政策空间，印度通胀已降至2009年以来的低位4.89%。此外，为刺激国内经济增长，印度政府正试图为更多的行业板块引进外来投资资金。而东南亚特别是东盟国家，以其广阔的增长前景继续吸引着海外投资者—该地区正在经历经济转型，这将为各个领域带来增长潜力。马来西亚，在首相纳吉于大选中获胜后将看到新一轮的投资热潮。菲律宾，正处于经济改革之中，这将有助于经济结构的重组。印尼，大宗商品贸易将继续成为其经济的一个强大支柱。我们预计，今年下半年亚洲新兴市场地区的经济将出现反弹。

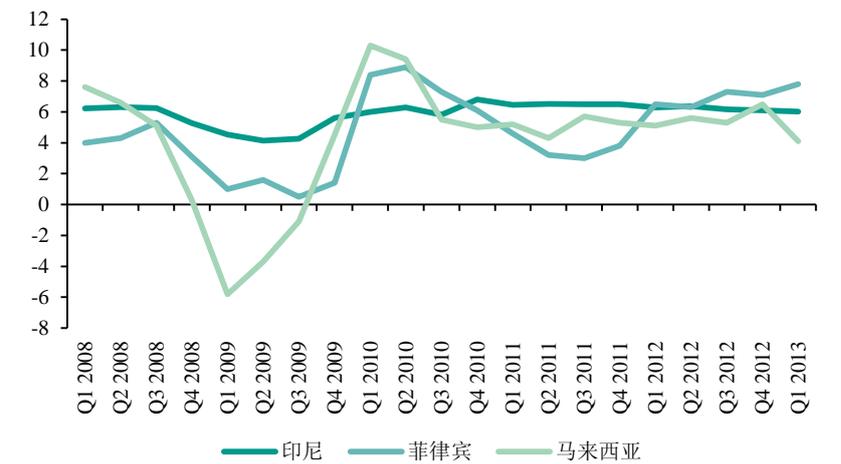


通胀下降给印度政府刺激经济留下更多的政策空间



来源: 彭博

东盟国家拥有巨大的经济增长潜力



来源: 彭博



2013年下半年中国经济展望

接近结构性改革的转折点

2013年上半年，中国主要经济指标呈现明显的疲软迹象。尽管在此阶段中国经济未能获得足够动力，但下半年仍可能见到周期性的反弹。随着经济增长的主要驱动力见到疲软加上通胀按月环比变化稳定，我们认为下半年整体上政府将保持政策的适应性，但将加强几个关键政策领域的改革和更注重实现可持续增长。尽管最初的回升步伐可能会十分缓慢，但在有针对性的财政和货币措施的拉动下，我们相信下半年经济的整体表现会转强。综合目前的各种因素，看我们预测今年上半年的经济增长为 7.6%，而下半年将温和加速至 7.7%。因此，为综合反映中国的经济结构改革和美国退出量化宽松政策的影响，我们下调 2013 年和 2014 年的 GDP 增长预测至 7.6%。

- **固定资产投资(FDI)增速保持在健康水平。**2013年上半年，制造业固定资产投资大幅减速，拖累整体固定资产投资增长放缓。虽然基础设施和房地产投资能够部分抵消制造业投资的疲软，市场仍担心这会造成经济经济增长的进一步下滑。但我们相信，政府将持续支持中国农村和西部地区的基础设施建设，铁路投资仍存在空间，加上在地方政府支持下制造业固定资产投资复苏及经济适用房等项目的拉动，今年余下的时间中国的固定资产投资增长将保持健康的增长势头。
- **消费增长疲软将持续至 4 季度。**今年首 5 个月，中国的零售额达到 9.2 万亿人民币，同比增长 12.6%，但增速较上一年下降了 1.9 个百分点。零售额增速下降的部分原因是，作为反贪政策举措之一，政府努力遏制高端市场的消费。另一方面，占社会消费品零售额 38% 的汽车和房地产相关消费的下滑也拖累了同期零售额的增长。工资增长放缓和较低的通胀率仍将不利 2013 年下半年的零售额增长，但城市化进程加速将逐步带来中国消费类型和数量的根本性改变，受惠于此，我们预计零售额增长在 4 季度开始可能见到反弹。
- **2013 年下半年贸易温和复苏的趋势保持不变。**我们预期 2013 年下半年中国的出口增速仅为温和。虽然来自美国和东盟国家的需求可以部分抵消欧洲区的疲软，但是中国整体贸易前景仍然不明朗。由于政府对谎报贸易发票行为的打击、人民币升值和工资成本增加，我们预计 2013 年下半年中国出口增长将适度减缓，但 2013 年全年增长应该能够维持在一个较高的单位数。
- **2013 年下半年通胀走势温和。**考虑近期农产品价格走势、住宅费用变动和慢于预期的经济增长势头等因素后，我们预计



今年全年 CPI 将保持在 2.5% 和 3.0% 之间, 而今年下半年 CPI 将温和上升至 2.7%。

中国主要经济指标预测

% (除非另有说明)	2011	2012	1Q13	2Q13F	2H13F	2013F	2014F
实际 GDP	9.2	7.8	7.7	7.4	7.7	7.6	7.6
固定资产投资 (累计值)	23.8	20.6	20.9	20.2	21.0	21.0	18.0
零售增长	17.1	14.3	12.4	12.8	14.0	13.3	14.5
出口增长	20.3	7.9	18.4	5.3	8.2	9.6	14.5
进口增长	24.9	4.3	8.4	4.9	8.1	7.4	15.8
贸易顺差 (美元/十亿)	155.1	231.1	43.1	74.1	176.5	294.2	311.5
CPI	5.4	2.6	2.4	2.2	2.5	2.5	3.0
PPI	6.1	-1.7	-1.7	-2.6	-2.1	-1.7	1.2
M2	13.6	13.8	15.7	15.6	15.4	14.5	14.3
1 年存款利率	3.50	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
1 年期贷款利率	6.56	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
存款准备金率	21.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
美元/人民币汇率	6.2950	6.2306	6.2102	6.1420	6.0748	6.0748	5.8926

来源: 彭博, 农银国际证券预测值



1. 2013 年下半年中国政策前景展望

总理李克强，承诺通过引入更多的市场力量和下放政府权力以促进改革的形式来开放中国经济。为推动改革，在 2013 年 5 月的国务院会议期间总理以务实的原则设定了九大重点工作目标。中国市场化改革旨在使国家转型至以质量为导向的经济增长模式，实现可持续发展和提高增长潜力。按照中国的经济增长和结构调整目标，我们预期中央政府将倾向于保持货币政策的适应性、实施积极的财政政策和采用自由化的利率、汇率机制。总之，我们认为中国将继续微调目前宽松的宏观经济政策以刺激下半年的经济增长。

2013 年经济改革的九项重点

1	抓紧清理、分批取消和下放投资项目审批、生产经营活动和资质资格许可等事项
2	稳步推出利率汇率市场化改革措施，提出人民币资本项目可兑换的操作方案
3	下力气推动建立公开、透明、规范、完整的预算体制，形成深化预算制度改革总体方案，完善地方政府债务风险控制措施
4	形成铁路投融资体制改革方案，支线铁路、城际铁路、资源开发性铁路所有权、经营权率先向社会资本开放，引导社会资本投资既有干线铁路
5	在保障群众基本生活需求的前提下，建立健全居民生活用电、用水、用气等阶梯价格制度
6	继续推进医药卫生体制改革，深化公立医院改革，整合城乡基本医疗保险管理职能
7	围绕提高城镇化质量、推进人的城镇化，研究新型城镇化中长期发展规划
8	发展现代农业，建立健全农村产权确权、登记、颁证制度，出台小型水利工程管理体制改革指导意见，提出国有林区改革指导意见
9	完善科技创新体制机制，健全以企业为主体、产学研协同创新政策，整合资源实施科技重大专项，扩大国家自主创新示范区先行先试政策试点范围，发挥科技在经济发展中的支撑作用

来源: 中国国务院

1) 货币政策：审慎和融通性的货币政策

2013 年下半年，货币政策的审慎仍将是中国流动性管理的主基调。中国将通过实施稳健的货币政策来促进经济增长的质量和效率。虽然美国披露了退出量化宽松政策的时间表，其他发达国家和发展中国家为了刺激经济增长仍然在通过放松信贷释放大量的流动性。我们认为全球资金将继续向中国聚集，这将加大央行管理流动性的难度。而中国政府将实施审慎的货币政策以满足市场对流

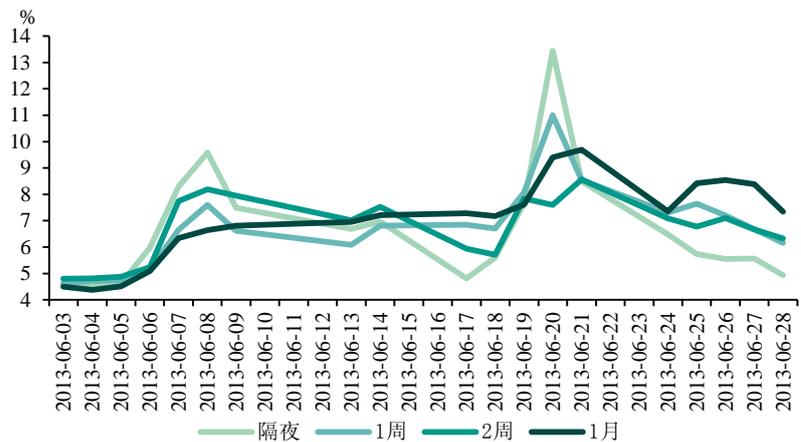


动性的需求，但另一方面央行也将愿意为稳定增长而保持与之相适应的流动性。

在今年 1 季度的报告中，央行专门警告了未来的通胀风险。资金大量流入令央行防范通胀风险的职能复杂化。人民币加速升值正在导致大量的资金流入，为吸收金融系统内的流动性，在 5 月份央行自 2011 年以来首次恢复了票据发行。此外，以政府放松对公用事业和资源板块控制为代表的公用事业产品价格改革可能会在今年下半年推高通胀，从而进一步警示央行需要实行稳健的货币政策。我们预计，央行将进一步推进利率自由化和人民币汇率形成机制的改革。

不会通过利率或存款准备金率来调整货币供应。6 月份，面对银行同业拆借利率的飙升央行并没有释放流动性来缓解状况，表明央行并不愿意造成货币市场的结构性异常，因为此类流动性紧张常在半年结或月底前见到，是一种暂时性资金短缺。我们认为，今年下半年在银行体系内保持稳定水平的流动性将是央行的最终目标。而通过回购协议和票据发行来管理流动性具有灵活性，也将继续成为央行在全球金融市场波动的环境下满足市场对资金需求的主要手段。因此，我们预计 2013 年银行系统全年新增贷款目标将从 2012 年的人民币 8.2 万亿上升至人民币 9.0-9.2 万亿，而今年的 M2 增速将接近 14.5%。

上海银行间同业拆借利率因短期流动性紧缩而大幅上升



来源: 彭博

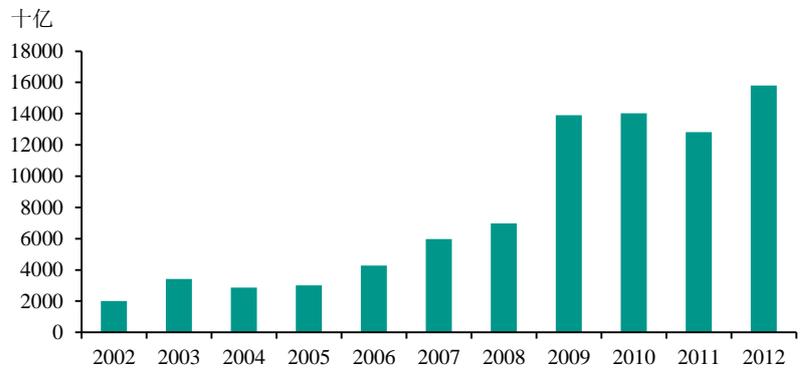


2013 年余下的时间央行将继续践行审慎的流动性管理

	通胀目标 (%)	实际通胀 (%)	高于/低于目标	货币政策立场
2007	3	4.8	高于	审慎 + 流动性管理
2008	5	5.9	高于	紧缩
2009	4	(0.7)	低于	适度放松
2010	3	3.2	高于	适度放松
2011	4	5.5	高于	紧缩
2012	3	2.6	低于	审慎 + 流动性管理
2013F	3.5	2.5	低于	审慎 + 流动性管理

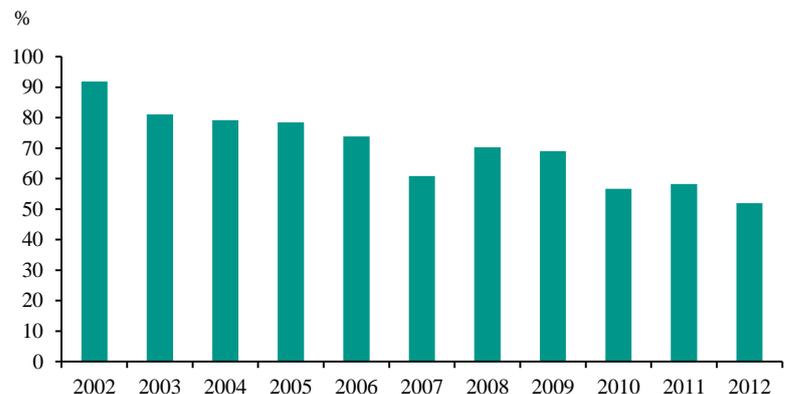
来源: 农银国际证券

社会融资总量自 2008 年增速加快



来源: 彭博

新增贷款占社会融资总量比例不断下降



来源: 彭博

2) 财政政策：通过固定资产投资和消费来支持增长

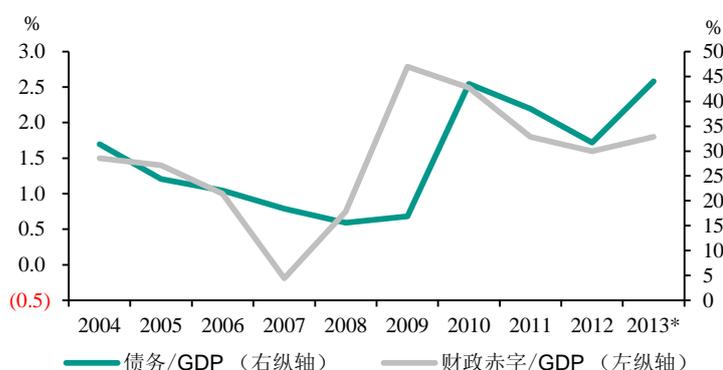
今年上半年中国疲软的经济数据持续激起市场的恐慌，因为中国经济减速将会加剧全球经济的不景气。但是，2013 年下半年，我们相信中国将能够通过经济结构改革来保持经济健康的增长。中国将继续实施扩张性的财政政策以鼓励固定资产投资，这样的举动也和在中期内改善国家工业结构的目标相符。在财政政策拉动下，我们预期 2013 年下半年国家的工业产值将出现反弹。此外，国家发改委公布今年下半年将有一系列的地铁和公路项目上马，



我们认为这些项目将是推动中国经济增长的重头戏之一。发电站、风力发电场、机场、供水、污水处理和垃圾焚烧发电厂项目也同时宣布启动，上述项目总共造价超过一万亿元人民币。这些项目的平均完成周期为 4-5 年时，由于需要资金安排到位，正常的启动时间有 5-6 个月的滞后。另一方面，我们相信中央政府将继续督促由地方政府出资的保障房项目的建设。我们也预期政府会为低收入群体提供更多的补贴和通过调整最低工资标准来提高平均收入，期望建立同经济增长及物价变动挂钩的工资和社会福利调整机制。

财政刺激政策在 2013 年下半年保持不变。为了进一步促进经济的复苏，我们预期下半年政府将出台更多的刺激性政策，而且在力度上也更为有力，如：（1）加快基础设施和建筑项目的审批；（2）额外补贴高效节能产品的消费（3）鼓励私人资金流入通常由国有企业主导的高门槛的大型工业部门；（4）进行税制改革以支持服务业发展。我们认为刺激性政策不会取代中国需长期进行的结构性改革，后者将引领中国经济走向本土消费主导的模式和可持续性发展，但短期而言，刺激性政策将能够重振中国的经济增长。

中国的财政状况仍然健康



*国际货币基金组织预测值
来源: 彭博, 国际货币基金组织

3) 人民币和资本项目可兑换的进程加快

国务院表示，使资本账户下的货币可兑换的计划将在今年提出，表明讨论已久的改革蓝图即将付诸实施。我们相信这是中国放松货币及利率管制的措施之一。我们猜测上述计划可能包括创建允许个人进行海外投资的机制和扩大人民币日交易波幅的限制。资本账户下人民币可兑换的成功将取决于中国对利率和汇率管制的进一步放开，因为扭曲的资本价格可能误导资金流向。我们相信扩大现有的方案也将是政府的工作重点之一，这些方案包括合格境外机构投资者（QFII），人民币合格机构投资者（RQFII）和合格境内机构投资者（QDII），政府会借此鼓励资金的跨境流动。总之，中国承诺将稳步推进金融改革，放松利率和汇率管制。我们



预期汇率改革和开放资本账户的措施将刺激资金更频繁的跨境流动，使人民币在未来的走势更加波动和更加市场化。我们预期，人民币国际化的加速会导致人民币在 2013 年底升值 2.5%。

在岸和离岸人民币汇率



来源: 彭博



2. 2013 年下半年中国五大经济主题

新上任的中央领导人的政策举措和投资计划决定了今年下半年中国经济能否持续复苏。目前引起广泛关注的对中国经济实现可持续发展起到至关重要作用的领域包括城镇化、产业升级、农业、信息技术现代化以及环境保护。新的经济增长引擎将会通过经济改革来逐步释放动能，促进中国经济增长。

1) 基建和房地产拉动下，投资实现平稳增长

虽然我们自 1 季度开始就对固定资产投资增长前景产生忧虑，但是我们相信投资增长在下半年将仍然是维持经济增长的关键因素。我们认为固定资产投资的稳定增长主要归功于政府主导的基建项目投资和高于预期的房地产投资。我们预计 2013 年全年固定资产投资同比增速达到 21.0%。

➤ 下半年基建项目投资强劲增长

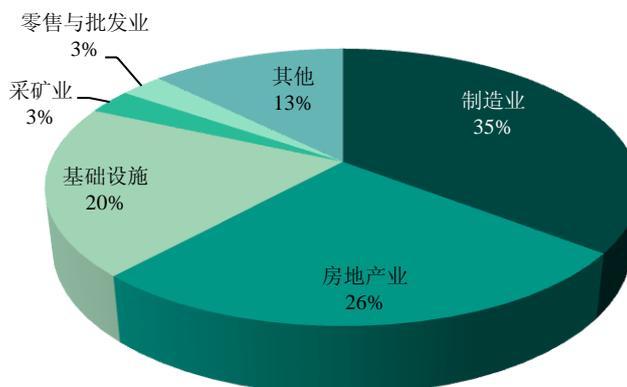
城镇化的加速将会给城乡地区的基建投资提供更广阔的增长空间。今年首 5 个月，分配给固定资产投资的国家预算资金同比增长了 21%，与同期固定资产投资增长一致。鉴于基建项目可以从中央和地方政府及银行获得充足的资金支持，我们预期基建投资在下半年将出现反弹。政府、银行提供的资金保证和社会融资总额的上升都代表着固定资产投资领域能够获得充足的资金支持，因此我们预期下半年该领域将保持稳步增长。

➤ 办公楼及商业营业用房带动房地产业见证更强劲的投资增长

受到办公楼及商业营业用房投资的推动，房地产行业投资的增长好于预期，5 月份达到了 20.6%。尽管中国政府调控房地产行业，我们预期房地产业投资短期内并不会出现明显的下滑而且将能够继续支持整体固定资产投资的增长。因为虽然住宅物业方面的投资出现下滑，但是办公楼及商业营业用房的投资却出现了强劲的增长势头并抵消了住宅物业投资的疲软。

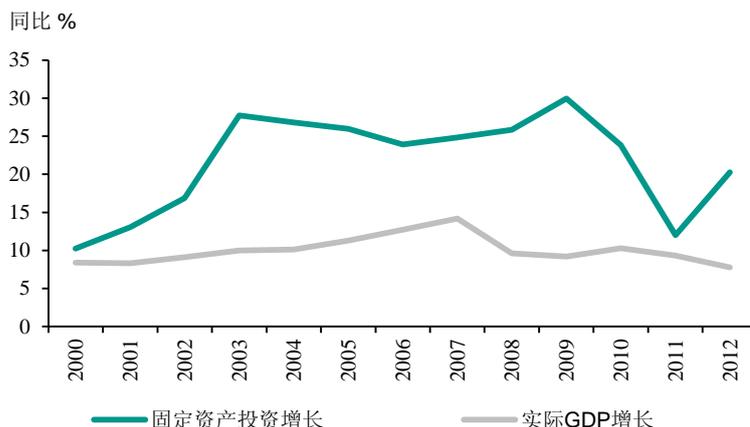
房地产行业投资的另一个驱动的因素是针对低收入家庭的保障房建设的加快。由于保障房的建设交由地方政府执行并作为政绩考核的指标之一，我们预期这些项目的开发将会在中央的指引下于下半年加速。我们的观点是，如果上述投资计划可以在 2013 年内完成，那么房地产投资在下半年的同比增长将会达到 15%-22%，带动全年的增长至 20%。

首五月固定资产投资按行业分类



来源: 中国国家统计局

固定资产投资增长仍然保持在 20%以上



*2013 年预测 GDP 和固定资产投资增长率分别为 7.6% 和 21%。

来源: 彭博, 农银国际证券

2) 必需消费品和服务消费支持零售额的增长

今年首 5 个月的零售额销售同比增长了 12.6%，增长率稍高于 1 季度的 12.4%。零售额的轻微改善主要得益于近期金价下跌使金银首饰销售额大幅上涨，弥补了餐饮消费增长的持续下滑，后者同期仅录得 8.5% 的增幅。对于下半年的零售额走势，总体来说我们预其将呈现温和的增长。

➤ 必需消费品现强劲增长

从历史上来看，中国的零售额通常和实际存款利率存在负相关性，即当实际存款利率较低时，零售额增长通常会很强劲。虽然我们预测下半年的 CPI 通胀率将会出现轻微的上涨，但全年 CPI 通胀率仍维持在 2.5%，这意味着存款利率在接下来的两个季度将继续保持在低水平。此外，低收入群体的平均工资增长也会对消费的



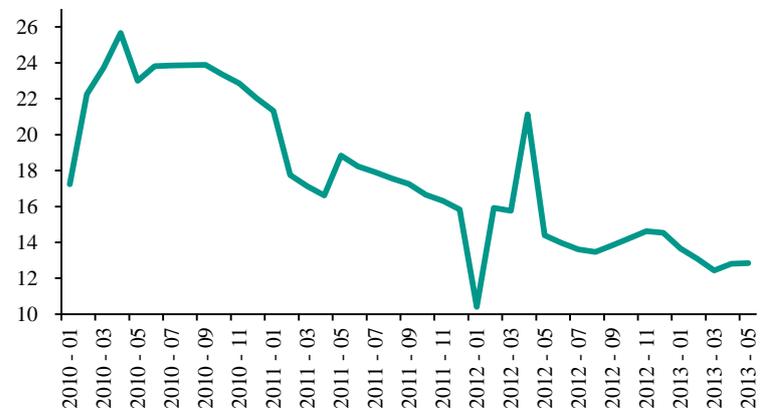
增长有促进作用。我们预测必需消费品的零售额在下半年将出现15%的增长。

➤ 服务消费将在中期成为新的零售额增长动力

随着居民可支配收入和平均家庭财富持续的增长，我们认为服务消费，特别是在医疗保健、教育、娱乐、旅游、家具服务和金融服务方面的消费，将会在推动城镇地区消费增长中扮演重要的角色。

零售增长的3个月移动平均值初步稳定

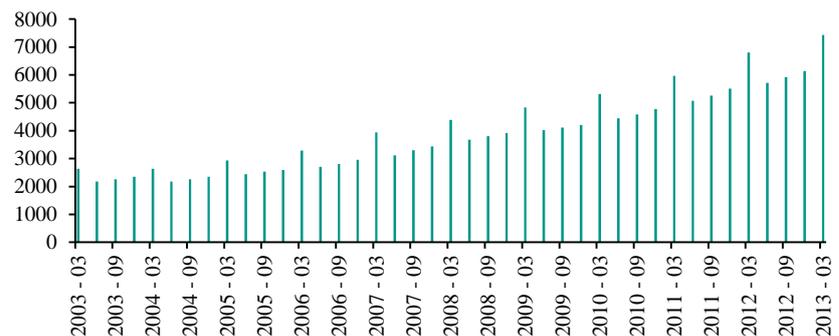
同比%



来源: 彭博, 农银国际证券

城镇居民个人可支配收入稳步增长

人民币



来源: 彭博

3) 通胀保持平稳

今年首5个月，国内的CPI通胀率在2%到3.2%之间浮动，而累计CPI通胀率为2.4%。CPI增长温和，主要由于基数效应以及南部省份极端天气和投机行为导致的农产品价格上涨。随着基数效应减弱以及天气状况逐渐改善，我们相信农产品的价格上涨在下



半年将会放缓,这将使 2013 年全年的通胀率保持在政府设置的 3.5% 上限之内。据我们预测, 2013 年全年的 CPI 通胀率将为 2.5%。

➤ **季节性因素导致食品价格上涨**

今年首 5 个月, 食品价格同比上升了 3.8%, 其中谷类和蔬菜的价格上涨是食品价格上涨的主要原因。基于最近公布的数据, 我们预测谷物在今年秋季收成时的产量将会比上年下降 2-5%。因此, 谷类食品的价格将会在下半年呈现合理性的同比 5%-10% 的增幅。

猪肉价格自 2013 年年初下跌, 直到 5 月开始反弹。由于猪肉消费一般会在秋季上升, 我们认为猪肉价格将会在下半年进一步上涨 5%-10%。但是, 猪肉供给的上升将会舒缓猪肉的价格压力。

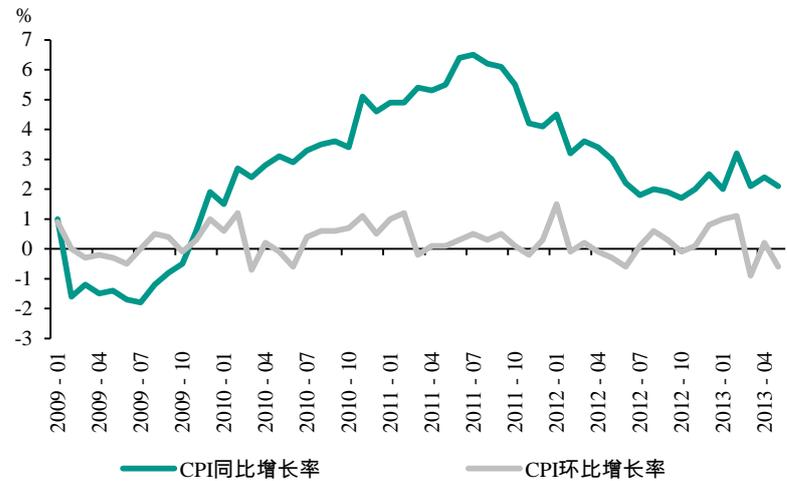
蔬菜价格的走势一直都表现出很强的季节性。随着南部大部分省份天气状况的改善, 我们预期蔬菜价格的上涨将会减缓。综合考虑谷物、猪肉和蔬菜的价格走势, 我们预期 2013 年食品价格将会比上一年增长 5.5%。

➤ **PPI 的下降将继续**

由于国际大宗商品价格持续下调以及国内需求疲弱, 中国的 PPI 自从 2012 年 3 月起就一直下降。基于全球经济复苏的态势, 我们认为国际大宗商品价格将不会出现大幅上涨。同时, 我们认为中国的固定资产投资和工业增加值的增速稳定, 将不会令工业产品价格出现反弹。因此, 我们预期 2013 年全年的 PPI 为 -1.7%。

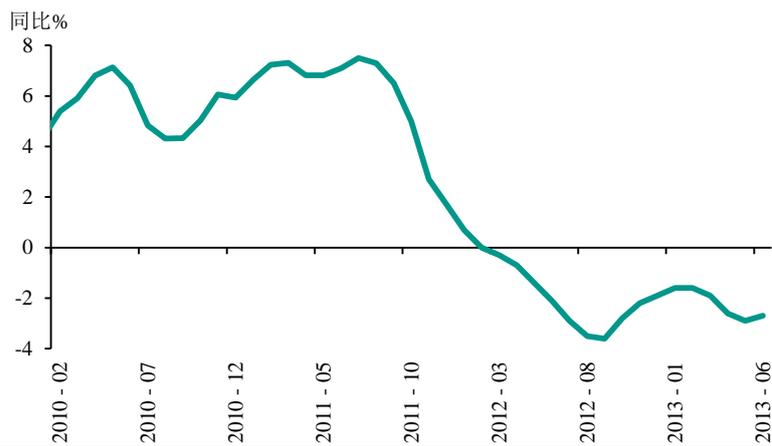


CPI 指数渐趋平稳



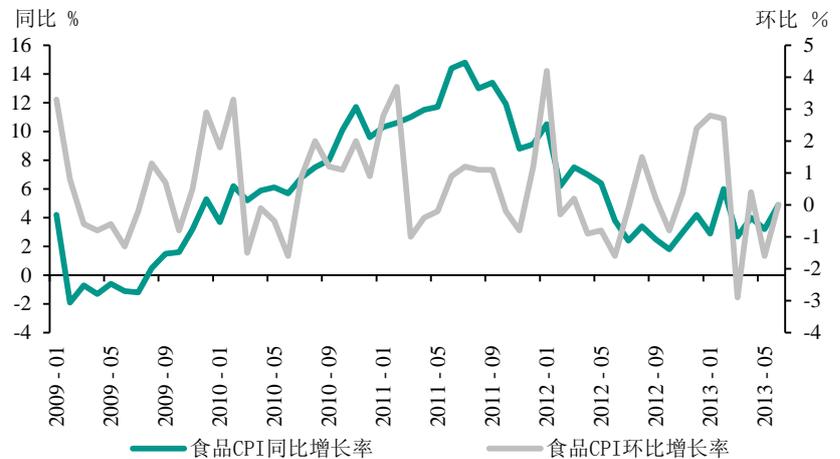
来源: 彭博, 农银国际证券

PPI 不断下降



来源: 彭博, 农银国际证券

食品通胀率渐趋平稳



来源: 彭博, 农银国际证券



4) 对外贸易复苏步伐温和

虽然美国和东盟国家的需求可以部分抵消欧洲和日本地区需求的疲弱，我们认为中国未来的对外贸易前景仍然具有很大的不确定性，这在最新公布的 PMI 出口订单数分类指数数据上有所反映。下半年，得益于发达国家对中国出口商品需求的持续复苏，中国出口应该能够保持高个位数的增长率，而全年的出口增长将会达到 9.6%。

➤ 美国经济复苏背景下，中国对美出口增长保持平稳

最近美国主要的经济数据都显示市场对于美国经济陷入衰退的忧虑将会进一步消退。我们认为，2 季度美国的 GDP 增长将会从 1 季度的 2.4% 小幅上涨到 2.5%。美国经济的复苏很大部分是由于消费者信心的恢复、房地产市场的反弹以及就业情况的改善。基于对美国下半年走势的预期，我们认为中国出口美国的增长速度在下半年和全年将会分别达到 8.5% 和 6.0%。

➤ 对外贸易在个别地区复苏

1 月到 5 月，中国和美国以及东盟国家的贸易保持强劲的增长势头，然而与日本和欧盟的贸易则出现负增长。数据确认我们的判断，中国贸易复苏的趋势没有发生变化，但是速度将取决于全球经济复苏的步伐。随着日本推出量化宽松政策及以欧洲实行宽松的货币政策，我们预期中国和其他主要的贸易伙伴之间的贸易将会在未来数月内逐步改善。

➤ 下半年进口增长有望进一步上升

今年首 5 个月，中国累计出口额同比增长 8.2%，主要的进口产品包括铁矿石、原油和其他大宗商品以及来自亚洲供应商的工业零部件、西方工业器械和消费品。我们认为，因大宗商品价格下降而导致的进口价格下降将会拉动中国的进口需求，使下半年的进口增长加快。考虑到人民币升值给中国出口带来的负面影响和缓慢的全球经济复苏步伐，我们认为中国的出口增长率将会低于预期。为了达到贸易总额全年增长 8% 的目标值，政府现在将重点转向刺激进口的增长。为了达到上述目标增长，政府将会实行优惠的收费政策、审查进口的报价以及鼓励国内企业参与进口相关的业务。政府也鼓励企业通过从发达国家进口高科技设备来进行产业升级。所有这些策略都可以拉动中国的进口，也将有效地提升国内需求和加强经济再平衡。

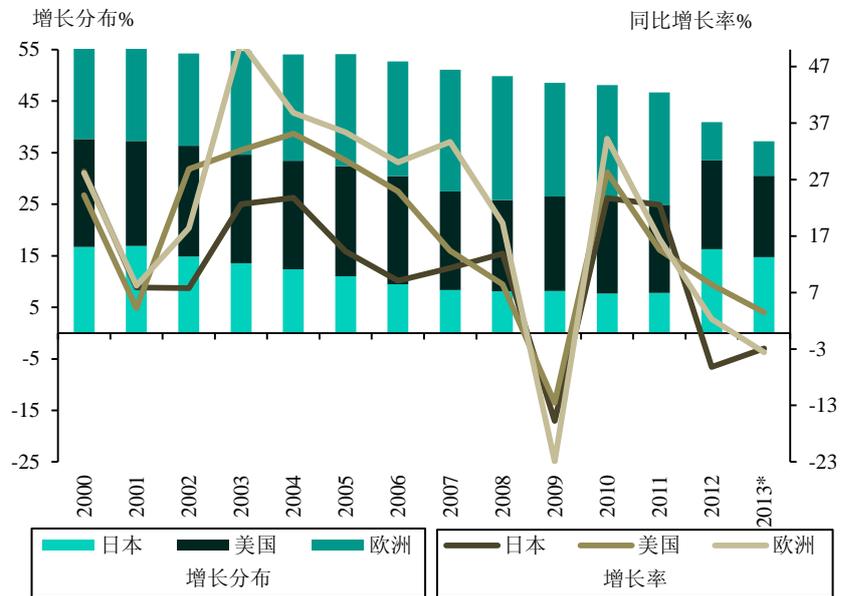


进出口增长的3个月移动平均值出现调整



来源: 彭博, 农银国际证券

中国对美国、欧洲和日本的出口增长



*1-5 月累计值

来源: 彭博, 农银国际证券预测值

5) 人民币可兑换是金融改革的首要任务

5月的国务院会议中, 政府暗示今年将会推出相关计划来允许更自由的资本跨境流动以作为放松对人民币汇率和利率管制中的一步。而且, 我们判断政府定将宣布关于人民币可兑换的操作性方案。



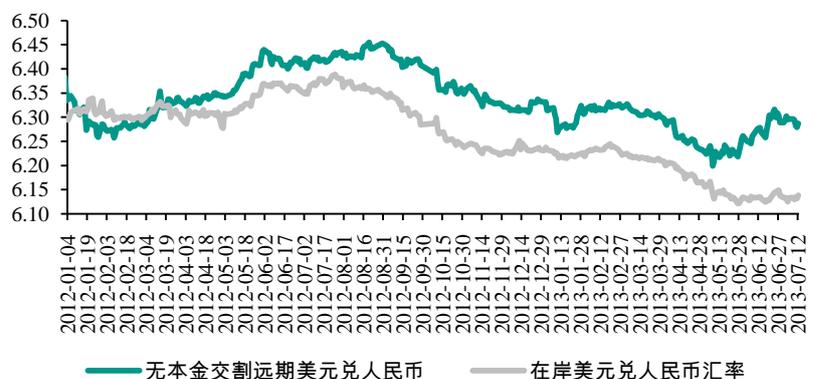
关于资本账户下人民币可兑换的计划也将会包括允许个人进行海外投资。

随着中国经济与全球经济进一步的融合，国内资金希望投资到海外市场而国外资金也希望进入内地，开放的资本账户将会促进资本的流动和跨境投资。资本账户自由化之后，国内外的公司和个人能够自由地兑换人民币以进行资产和股本买卖。2013 年下半年，上述改革目标将取得如下进展：

- ❖ 已有 QFII、QDII、RQFII 项目的扩大；
- ❖ 资本账户可兑换和人民币国际化将在下半年取得进展，中国一些城市如上海、天津和北京正准备推行试点计划以允许当地市民自由兑换人民币并投资海外；
- ❖ 中国将会进一步开放利率市场并发展更加健全的债券市场来为人民币的自由兑换做准备。
 - ◆ **债券市场。**政策制定者已经开始采取措施加快债券市场的发展，包括推出地方政府债券和高收益债券的试点计划。我们预期中国的基准利率曲线也即将形成，以方便资本自由流动和投资带来的套利活动。同时，公司债券的发行也日趋频繁。我们预期地方政府债券和公司债的推广将会在未来五年使国内债券市场的规模扩大一倍。
 - ◆ **利率自由化。**进一步扩大贷款及存款利率的浮动区间将会提高债券市场的运作效率，帮助中国基准收益率曲线的进一步形成。这也是政府“十二五”计划的目标之一。同时，上海银行间同业拆借利率的定价角色将被强化。

中国的金融改革看上去是中国新领导班子的首要任务，我们看到在政府的日程表中金融改革占据举足轻重的地位。改革将使市场力量在资金配置中发挥更大的作用。在中国国内的金融市场变得有序，已经为外开放做好准备的时候，使人民币完全自由兑换的措施将会逐步帮助中国实现资本账户的可兑换。我们预期，在未来三年内，人民币将会在国际市场上实现完全的自由兑换。

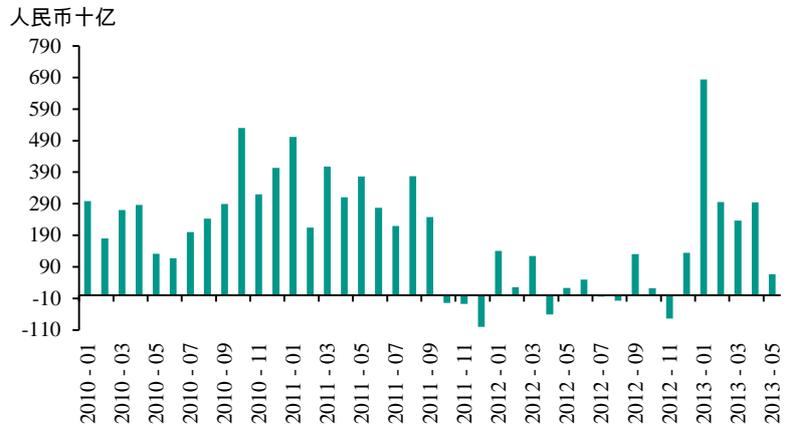
人民币在岸汇率和远期汇率值



来源: 彭博



外汇占款余额



来源: 彭博

经常账户余额 占 GDP 比重



* 预测值

来源: 彭博, 农银国际证券预测

企业债券净融资额增加



来源: 彭博



2013 年下半年香港经济展望

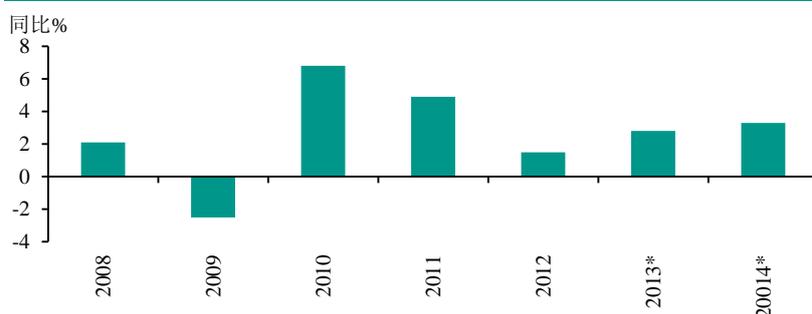
就业形势持续喜人、高房价下的财富效应和强劲的游客消费，在上述三个因素的共同带动之下香港私人消费在今年 1 季度录得了 7.0% 的同比增长，近而拉动同期 GDP 增速达到 2.8%。全球贸易都可能受到美国即将退出量化宽松政策的影响，我们预期香港的对外贸易将继续成为经济增长的拖累因素。内地游客的消费以及来自内地企业的商业需求将继续支持香港经济的发展。本地消费，仍然展现着强劲的增长势头而且我们认为其将成为香港经济复苏的重要驱动力。有可能影响香港经济增长的主要负面因素包括通胀上升和房地产行业降温快于预期。总的来说，我们预期香港经济在下半年将温和复苏，2013 年和 2014 年 GDP 的增长将分别达到 2.8% 和 3.3%。

香港经济预测

年份	2011	2012	2013F	2014F
实际 GDP 增长	4.9	1.5	2.8	3.3
消费	9.0	3.2	5.9	6.2
投资	10.2	9.4	3.9	5.0
政府消费	2.5	3.7	2.7	3.0
出口	3.7	1.8	6.3	6.4
进口	4.6	2.8	7.7	7.4
失业率	3.4	3.3	3.5	3.4
通胀率	5.3	4.7	5.0	4.5

来源: 彭博, 农银国际证券预测值

香港 GDP 增长预测



*农银国际证券预测值

来源: 彭博, 农银国际证券预测值

通胀回升

通胀将是下半年香港经济话题中的一个主要焦点。人民币继续走强导致中国进口食品价格的上涨和住宅租金的攀升，是香港通胀

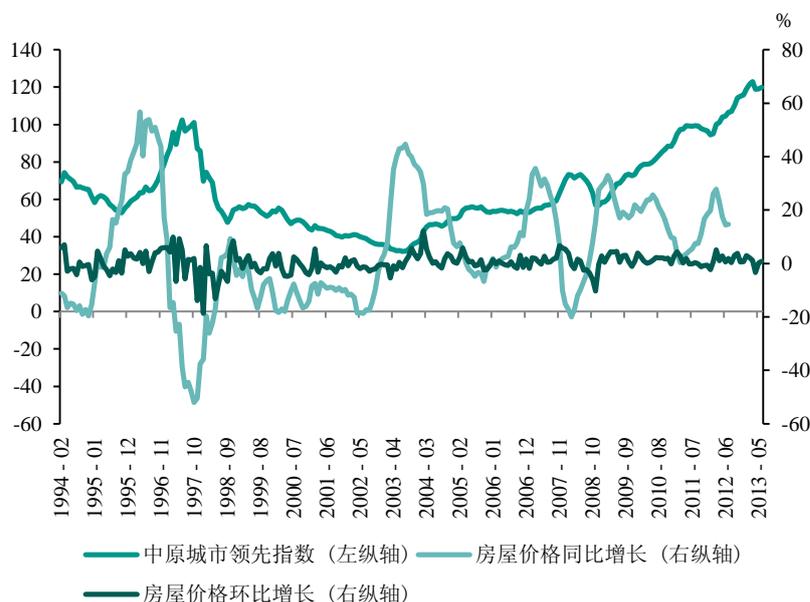
风险上升的两大主要原因。我们预期 2013 年香港的 CPI 通胀为 5.0%。政府可能会通过发放一次性的补助来抑制整体通胀，但是这对于改变通胀上涨的趋势帮助并不大。

高通胀将会令实际利率更加向负数倾斜，促使更多存款流入资本市场，特别是房地产市场。由于香港政府没有货币政策自主权，为了令炽热的房地产行业降温，我们预期政府会保持对该行业的紧缩政策。

1. 房地产市场将出现高达 10% 的价格调整

虽然我们预期 2013 年香港经济整体上将趋于平稳，但是房地产市场的走势将是一番景象。利率处于历史低位、供应以及来自内地的资金，三者共同导致过去一段时间香港房地产市场的炽热。急剧上升的房价引起香港政府的警惕，其已于 2012 年 10 月开始实施了一系列的稳定房价的措施。房屋交易量随后的下降和价格的调整均显示出这些政策的有效性。今年下半年，我们认为政府打压房地产业的措施将会持续，将继续给市场气氛降温，近而降低成交量。我们预期，香港房地产价格将会出现 5% 到 10% 的调整。

香港房地产价格继续上升



来源: 彭博

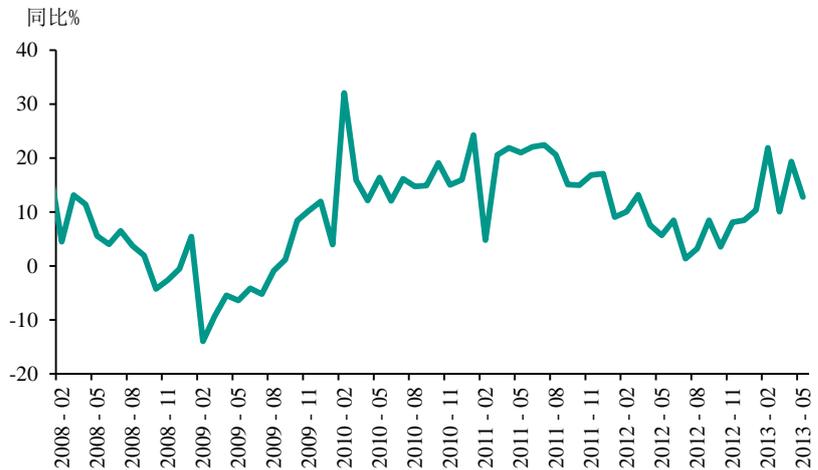
2. 强劲的消费增长

私人部门的消费在今年 1 季度录得 7.0% 的同比增长，而 2012 年的增长为 3.2%。香港的私人消费主要是靠本地居民支出和大陆游客来港消费拉动。我们看到诸多有利香港消费增长的因素，如香港持续较低的失业率和中国经济复苏及人民币的



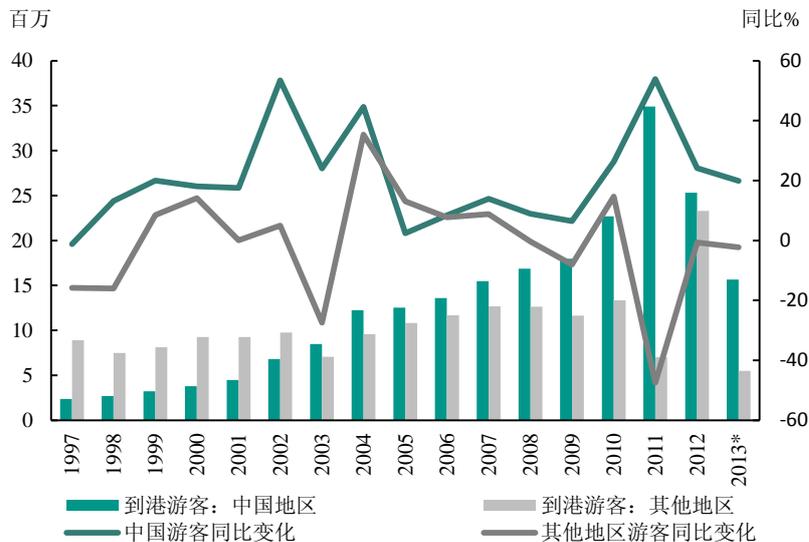
持续升值。因此，我们预期香港的零售额将在下半年强劲增长，并将刺激同期 GDP 的上升。

香港零售额增长仍然强劲



来源: 香港统计署

中国访港游客数目保持稳定



*1-5 月累计值

来源: 香港统计署

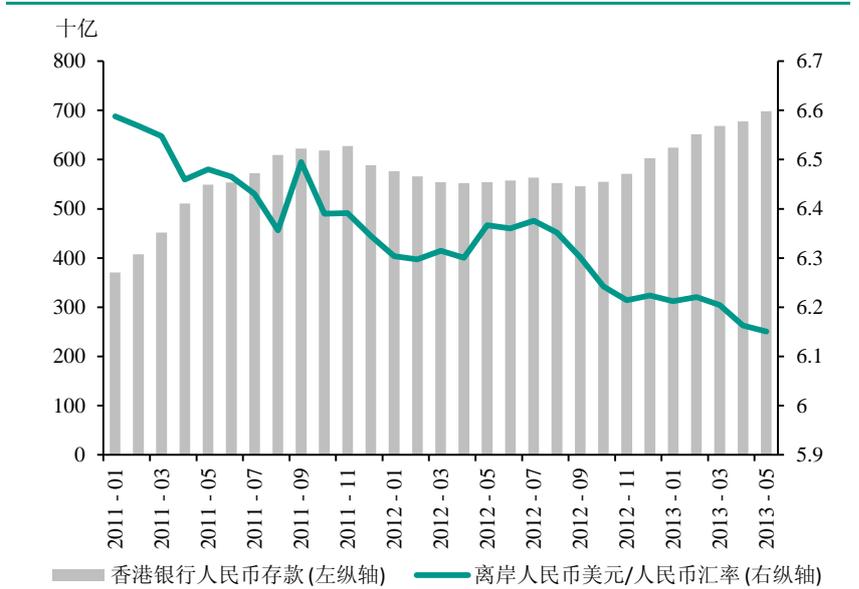
3. 香港在中国资本账户自由化过程中的角色

中国政府已经为今年下半年开展关于放宽资金跨境流动管制的措施做好了准备，资金更自由的跨境流动将会为利率和汇率的放宽奠定基础。中国政府也将会公布关于使人民币可兑换的操作方案。香港，作为中国的人民币离岸中心，在中国资本账户自由化的过程中扮演着重要的角色。扩大 QDII



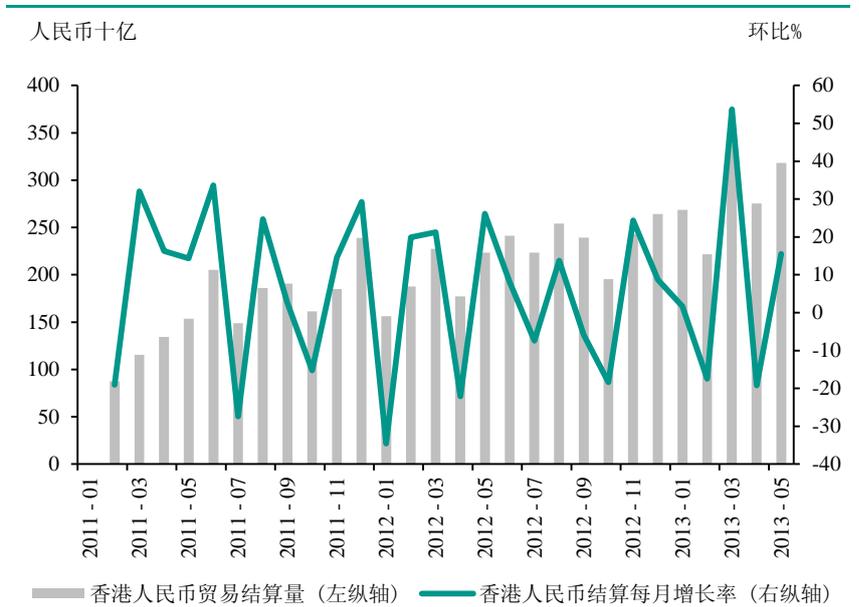
和 QFII/RQFII 项目的范围、推动利率自由化和扩大汇率的浮动范围以及加强金融改革将会促进资本流动和实现人民币的完全自由兑换，从而使香港的经济受惠于其人民币离岸中心的地位。

香港人民币存款与离岸美元/人民币汇率



来源: 彭博, 香港金管局

人民币贸易结算及每月增长



来源: 彭博, 香港金管局



2013 年下半年投资策略

至今年上半年，美国股市跑赢了众多发达国家，投资者们也开始意识到美国经济将能够保持复苏的势头。美联储早前宣布退出量化宽松政策的预期时间表进一步证明了美国经济的复苏将在今年下半年持续。美国经济的强劲暗示着假如美联储开始逐步退出现行的宽松货币政策，资金将会回流到美国，这将令美元转强并进一步损害亚洲国家的经济前景。我们预期近期内的资本流动可能较为波动，而美联储退出量化宽松政策的预期已经推高亚洲区资本市场的风险溢价，导致了该地区资产的抛压。

临近上半年末，中国的金融市场变得动荡。除了来自外部的美国即将回收流动性的困扰和中国经济复苏的步伐慢于预期，银行系统内的流动性紧缩导致了 6 月上海银行间拆借利率的异常波动，从 6 月初的 4% 飙升，最高曾达到 13%。而央行拒绝注入流动性的行为则进一步加剧了资金的紧张，导致了股票市场的进一步震荡。自 6 月初，恒生指数和恒生国企指数分别下降 7.1% 和 12.5%。

尽管短期内面临挑战，但我们对中国经济下半年的走势仍持正面态度。最近上海银行间拆借利率的上升主要是受到半年结、企业缴纳税金和年中考核的影响。上述因素放大了银行系统内的资金需求，因此我们认为这种情况下的流动性紧张是暂时的，而市场的恐惧也将会从 3 季度开减弱，同时银行会在接下来的季度更加妥善管理其流动性。总之，尽管上半年中国的经济增长因受到经济结构转型影响慢于预期，并伴随流动性紧缩，但随着银行间同业拆借利率的正常化我们预期投资者对下半年中国经济复苏的步伐转为乐观。我们认为下半年股票投资的重点在于，具有盈利增长前景同时估值合理的公司和政策或经济结构改革的受益者。

1. 香港和中国股市投资回报吸引

随着恒生指数和恒生国企指数的市帐率估值跌至上两次市场大幅调整之后的最低点，中国和香港股市的投资回报空间变得十分吸引。中国经济复苏的放缓和美国公布退出量化宽松政策时间表是上半年股市面临的重大负面因素。进入下半年，我们认为这些因素的影响大部分将消退。投资者应该利用每个调整机会来增持两地股票。在下半年，如果市场的忧虑如预期逐渐消散，同时公司盈利重新获得增长动力，我们预期恒生指数和恒生国际指数在年底前将分别升至 23,000 和 11,500 点，相当于 2013 年的预测市盈率 11 倍和 8.5 倍。

2. 下半年将是增加投资组合贝塔系数的好时机

随着更多资金进入股市，我们预期高流动性及高贝塔系数的股票



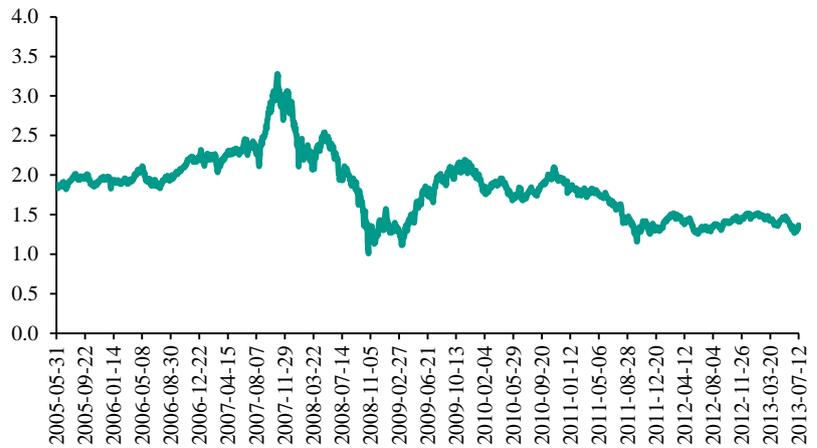
将跑赢大市。我们看好中资银行股、券商股、地产股、乳制品股、铁路建设股、工程股、环保股以及香港地产商。

恒生指数市盈率



来源: 彭博

恒生指数市帐率



来源: 彭博



恒生国企指数市盈率



来源: 彭博

恒生国企指数市帐率



来源: 彭博



3. 2013 年下半年投资主题和首选股份

投资主题	农银国际证券首选股	股票代码
服务业将受惠于城镇化的发展	中联重科	1157 HK
	中国铁建	1186 HK
	昆仑能源	135 HK
	碧桂园	2007 HK
	国药控股	1099 HK
金融改革在即	工商银行	1398 HK
	建设银行	939 HK
	农业银行	1288 HK
	银河证券	6881 HK
	中信证券	6030 HK
	中银香港	2388 HK
	恒生银行	11 HK
政府对乳制品行业的支持	蒙牛乳业	2319 HK
	现代牧业	1117 HK
“十二五”计划中涉及的战略性新兴产业	中国光大国际	257 HK
	北控水务集团	371 HK
	腾讯控股	700 HK
	金山软件	3888 HK
	中航科工	2357 HK
中国房地产市场增长势头平稳	绿城中国	3900 HK
	佳兆业集团	1638 HK
	中国海外发展	688 HK
	华润置地	1109 HK
前海新区发展	中银香港	2388 HK
	中信证券	6030 HK
	海通证券	6837 HK
	国泰君安国际	1788 HK
	申银万国	218 HK
香港房地产开发商提供投资防守性	新鸿基地产	16 HK
	九龙仓集团	4 HK
	希慎兴业	14 HK

来源: 彭博, 农银国际证券



2013 年下半年投资主题

1) 服务业受惠于城镇化发展

加快城镇化进程将对中国经济增长有着重要的意义。我们预期在接下来的十年内中国的城镇化比例将从 2011 年的 51.3% 上升到 55%，城镇化将是中国未来经济增长的主要动力。现在，中国已经有超过一半的人口居住在城镇地区，中国政府需要通过提高居民生活质量、均衡城镇和乡村地区的发展、增加农民工的福利和保护自然及文化资源来改善城镇地区的居住条件。

城镇化过程应该额外注意保障 260 万农民工的利益，要通过改革收入分配制度、户籍制度、土地制度、中央和地方的财政和税收体制、高考及社保制度来确保农民工可以均等的获取公共服务。

城镇化进程同时也为新型工业发展提供了一个平台。在中国经济目前的发展阶段，城镇化是支持发展新兴产业和中国可持续增长的一个关键因素。如果城镇化进程可以推动工业发展从而促进就业和创业，那么新型工业发展将会满足由城镇化发展释放出来的额外需求。这一工业发展的新趋势可以为服务性行业和其他新型行业提供更多的机会。

总体来说，城镇化进程不仅可以推动一线城市周边卫星城和相关的基础设施建设，带动基建行业和地产行业的发展，而且可以增加对服务的需求从而拉动对医疗保健业和物流业的消费。我们认为**中联重科 (1157 HK)**、**中国铁建 (1186 HK)**、**昆仑能源 (135 HK)**、**碧桂园 (2007 HK)**和**国药控股 (1099 HK)**都将受惠于城镇化进程。

2) 金融改革在即

中国的金融改革主要是为了建立更加稳健和更有竞争力的金融机构，创新金融产业，构建有效的监管机制和创造一个有利的宏观政策环境。其中首要的任务是人民币在国际市场上可兑换性的提高，这将使人民币汇率相对平稳地保持在合理和均衡的水平。在今年下半年，我们预期人民币汇率浮动区间将会继续扩大，从 1 上升至 2%。除了货币改革，利率改革也是平衡资本流动的重要一环。中国已经在 2012 年启动了利率自由化的进程，我们预期在今年下半年将会有更进一步的进展，银行将因此有更多空间设定以市场为导向的利率。

金融改革同时也强调金融系统多元化的重要性，即发展涵盖资本市场、货币市场、保险市场、外汇市场和金融衍生品市场的金融系统。金融的混业经营将提升中国金融系统的竞争力。我们预期针对股票市场和债券市场的金融改革主要目的在于提高行业规模、成交量以及增强监管力度。



在资本市场和人民币兑换性的改革取得相当的进展后资本账户的全面开放才有可能实现。国内金融机构和个人将会在直接和间接投资国外市场上有更大的自由度，同时国外投资者也将会更容易进入中国的资本市场。我们预期在未来五年内中国将实现资本的自由流动。

不过，利率自由化带来了净息差收缩，正如去年 4 季度和今年 1 季度的业绩所示，其已经拖累了内地银行的盈利增长。可我们相信，混业经营将给大型银行带来更多的发展机会，因此他们更有能力面对息差的收窄。此外，大型银行是银行间拆借市场的净借出方，因此 6 月份同业拆借利率的上涨将会带动其盈利增长。基于这些原因，我们首选的银行股是大型公司，包括**工商银行 (1398 HK)**、**建设银行 (939 HK)**以及**农业银行 (1288 HK)**。

今年下半年，我们预期股市和债市都将经历一系列的改革。为满足城镇化发展的资金需要，A 股市场 IPO 将重启，债市将扩容，这将为金融机构带来大量的商业机会。我们相信，中国证券行业将跑赢大市，我们推荐的券商股包括**银河证券 (6881 HK)**和**中信证券 (6030 HK)**。

此外，由人民币国际化带来的人民币计价的金融产品创新将会令香港资本市场受益，尤其是像**中银香港 (2388 HK)**和**恒生银行 (11 HK)**这样的香港银行。

3) 政府将支持乳制品行业发展

中国乳制品行业在经过十年的辉煌发展后因 2008 年的三聚氰胺事件而遭受沉重打击。这一丑闻严重打击了中国消费者的信心，也给行业增长前景蒙上巨大阴影。在 6 月的国务院会议上，总理李克强誓要改善乳制品的质量并要帮助乳制品厂商重建国内品牌以恢复消费者的信心。我们相信，政府将投入更多的努力以解决食品安全问题。

中国的乳制品行业已进入一个新的关键阶段，现在的消费者更加注重产品质量。乳制品公司也正在通过实行更严格的质量和安全管理控制尽一切努力重新获得客户的信任。他们已经升级他们的检测设备，并在供应链、运输和其他所有的生产过程实施更严格的质量控制。我们认为，政府的支持以及整个行业的发展规范将有利于大型牛奶生产商，包括**蒙牛乳业 (2319 HK)**和**现代牧业 (1117 HK)**。

4) “十二五”计划中的战略性新兴产业是政策受益者

2011 年，中国政府宣布了“十二五”计划的详细内容，计划强调了加快发展地区经济、收入再分配以及七个战略性新兴产业。计划将通过经济结构调整来维持中国经济更平衡的增长摆在首位，而收入再分配和七个战略性新兴产业的发展是其基石。政府同样



希望通过加快传统的产业重组和整合（国企改革）以及鼓励发展战略性新兴产业来推动产业结构优化。政府希望，到 2015 年战略性新兴产业对经济的贡献可以从现在的 2% 增加到 8%。踏入计划的第三年，我们认为中国的新领导层将会加快战略性新兴产业的投资以达到既定的发展目标，因此我们预期会看到更多项目的启动。而这些投资项目将会带来更高的就业率、生产力和更高附加值的产品。

我们预期战略性新兴产业将拥有广阔的发展前景，政府将会制定相关的政策来支持其投资增长，这些行业包括新能源、节能保护、新能源汽车、信息技术、高端装备制造业、生物产业和新材料产业。通常来说，在五年计划第三年，对于发展落后于计划中设定的目标的行业来说都会见到大量的投资，因此我们预期今年下半年将见到新一轮的项目上马。大量的投资涌现，流动性将驱逐政府支持的特定行业的相关股票。与环保有关的公司如**中国光大国际 (257 HK)**和**北控水务集团 (371 HK)**，与信息技术相关的公司如**腾信 (700 HK)**和**金山软件 (3888 HK)**，以及和高端设备制造相关的公司如**中航科工(2357 HK)**将会受益。

5) 中国房地产行业的增长势头稳定

虽然今年下半年我们预期中国政府将会保持现有的房地产调控政策，但是我们预期持续上升的收入和城镇化进程将会增加房屋的需求并令其价格温和上升。但是房地产价格增长会出现不均衡的趋势，我们认为二三线城市的价格增长将会快过一线城市。能够从这一趋势中获益的是一些销售表现强劲的中型开发商，如**绿城中国 (3900 HK)**以及**佳兆业 (1638 HK)**。

房地产销售的不断上升将会使开发商的财政状况得以改善、减少信用违约风险并锁定未来利润。由于更多的预售活动被安排在今年上半年，随着开发商公布靓丽的销售数据，投资者对于房地产行业的信心也将增强。销售目标的完成率（达到的销售目标的百分比）上升代表开放商未来盈利的锁定率高，进而降低盈利风险。我们认为销售目标完成情况较为理想的开发商将有**中国海外发展 (688 HK)**以及**华润置地 (1109 HK)**。

6) 前海新区的发展

政府已经公布了打造深圳附近的前海作为新商业枢纽的计划，该地区将提供低公司税、免个人所得税的政策以及强有力的法律制度。发展前海新区的目标比深圳“经济特区”的概念还要具体，在发展之初就强调促进高附加值产业的发展从而带动中港两地经济的合作以及珠三角地区的工业复兴。经过一段时间的准备，我们相信今年下半年在前海地区注册的公司将可以开始运营。

前海新区将着重于发展金融、物流和信息技术产业，并预期在 2020 年前落成。其将会成为一个现代化的服务型行业合作区以及加强



香港与内地合作的先导区。得以在该园区内运营的企业可以享受 15% 的企业所得税的优惠税率。政府方面也将会支持前海新区内的企业通过在香港发行人民币债券和设立股权投资基金来对跨境人民币业务进行试验。作为一个试点区域，前海将会引领中国实现人民币的自由兑换。总体来说，前海将会成为金融机构进入内地市场的平台，在园区内的企业将可以通过香港的银行进行融资，这无疑将给香港的银行和金融业带来更多的商业机会。增加离岸人民币贷款及交易将创造更多的人民币产品，同时加速放松管制，这加强香港作为人民币离岸中心的地位和令拥有广发的人民币业务的香港银行和金融机构受益。这些受惠的金融机构包括**中银香港 (2388 HK)**以及在港上市的中资券商如**中信证券 (6030 HK)**、**海通证券 (6837 HK)**、**国泰君安国际 (1788 HK)**以及**申银万国 (218 HK)**。

7) 香港房地产开发商提供投资防守性

香港房屋价格的快速增长不仅引起了社会不满，也迫使香港政府采取积极措施抑制价格上涨。我们预期香港房屋价格在今年下半年将出现 5-10% 的调整。我们也预期二手市场的需求将会下降，因此像**美联集团(1200 HK)**这样的房地产中介公司的利润将会受到拖累。买家的观望态度加剧，房地产开发商可能面临销售放缓。相比**恒基地产(12 HK)**，我们认为收入中销售和出租物业比例均衡的开发商将会是更好的选择，如**新鸿基地产(16 HK)**。而鉴于租金的大幅上升和出租率的提高，收租的房地产商则更为吸引，如**九龙仓集团(4 HK)**和**希慎兴业(14 HK)**。



权益披露

分析员，林樵基作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发。

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司；电话：(852) 2868 2183