



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

农银国际中国/香港证券研究
2014年下半年经济展望及投资策略

经济转折点



众分析员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。

权益披露

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。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 ≥ 市场回报
持有	市场回报 - 6% ≤ 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 ≤ 180 天波动率/180 天基准指数波动率
高	1.5 ≤ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	1.0 ≤ 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。

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

目录

权益披露.....	2
免责声明.....	2
美国：经济发展势头得以延续	4
欧元区：经济低迷的状况没有明显改善	6
日本：结构性改革是经济发展的关键	8
新兴亚洲市场：需要适应新的宏观形势	10
2014 年下半年中国经济展望	13
2014 年下半年中国的政策展望	14
货币政策：定向货币宽松政策	14
财政政策：积极应对经济改革	15
人民币走势：预期汇率走势将出现持续波动，但是下跌趋势将会停止	16
2014 年下半年经济主题	17
1. 基建投资上涨将支持固定资产投资增长回稳.....	17
2. 服务业将支持消费增长	18
3. 对外贸易已经探底，服务贸易不断扩大	19
4. 继续开放金融市场	20
2014 年下半年香港经济展望	21
2014 年下半年投资策略	23
2014 年下半年投资主题	23
1. 对农业和小微企业实行定向放松政策	23
2. 沪港通促进跨境投资和两地股票市场发展.....	23
3. 人民币汇率走势将迎来转机	24
4. 铁路投资预算增加惠及铁路建设及设备行业.....	24
5. 替代能源受青睐	24
6. 金融改革有利于大型银行、券商公司和资产管理公司.....	24
7. 内地房地产市场在 2014 年下半年将会回复增长动力.....	25

林樵基，研究部联席主管

潘泓兴，分析员

出版日期：2014 年 6 月 25 日（数据更新至 6 月 20 日）

bannylam@abci.com.hk

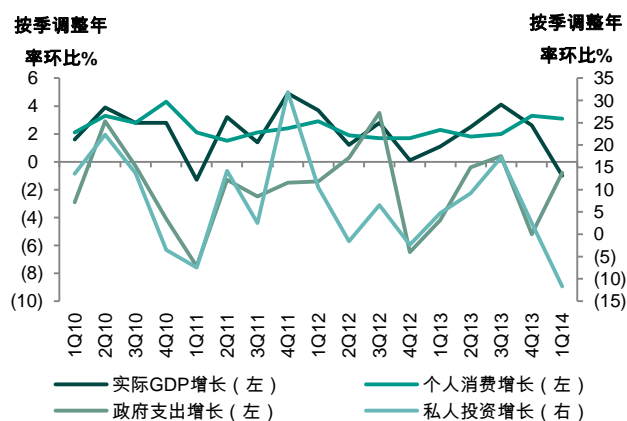
paulpan@abci.com.hk

2014 下半年全球经济前景

美国：经济发展势头得以延续

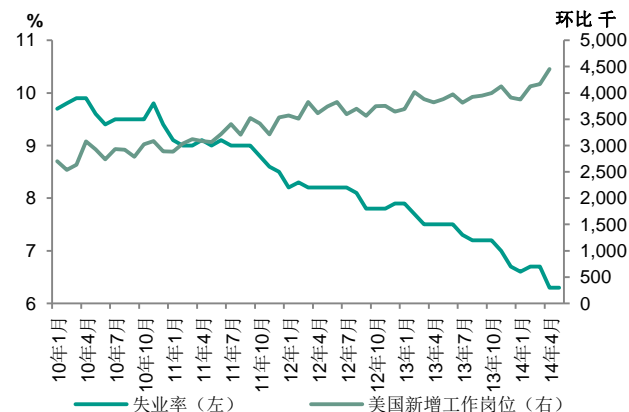
美国经济的复苏在今年上半年在发达经济体中脱颖而出。尽管美国的 GDP 在今年第 1 季度下滑了 1%，低于市场的预期，但是美国的经济数据显示美国经济基础逐步加强。就业市场正在持续改善。失业率稳步下降；而新增就业岗位则处于 7 年内高位。第 1 季度的恶劣天气状况也没有影响经济的发展势头，工业产值在 5 月份同比增长率上升到 4.27% 的水平，而 ISM 制造业 PMI 指数在同一月份也上升到 55.4%。

图标 1: 美国今年第 1 季度 GDP 增长低于预期



来源：彭博、农银国际证券

图表 2: 美国就业市场持续改善



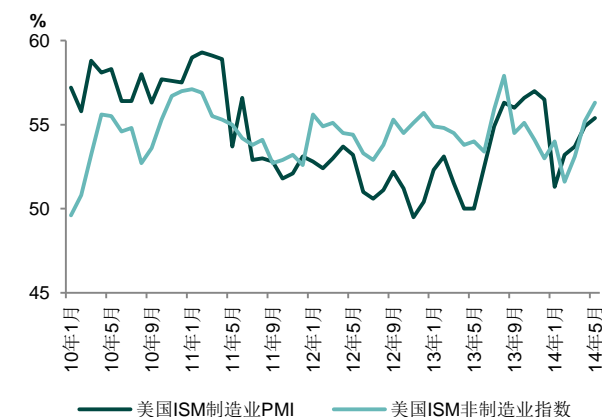
来源：彭博、农银国际证券

图表 3: 美国工业产值同比增速在 5 月上升



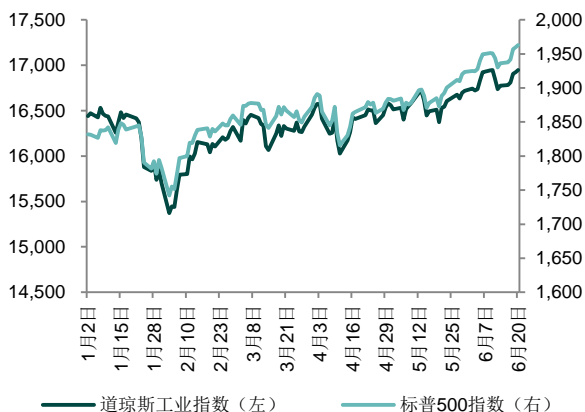
来源：彭博、农银国际证券

图表 4: 美国 PMI 指数在 5 月上扬

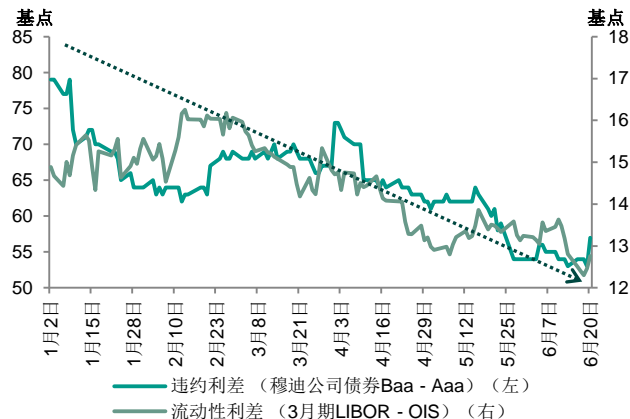


来源：彭博、农银国际证券

受到经济数据的正面刺激，美国股票市场也在今年上半年再创新高。截至 6 月 20 日，美国道琼斯工业指数和标普 500 指数分别涨至 16947.08 和 1962.87 的水平，相当于 15.14 倍和 16.61 倍的 2014 年预测市盈率。同时，流动性利差（3 月期 LIBOR-OIS）和违约利差（穆迪 Baa-Aaa）在今年也在不断收窄，显示出美国经济的整体系统性风险在不断地下降。

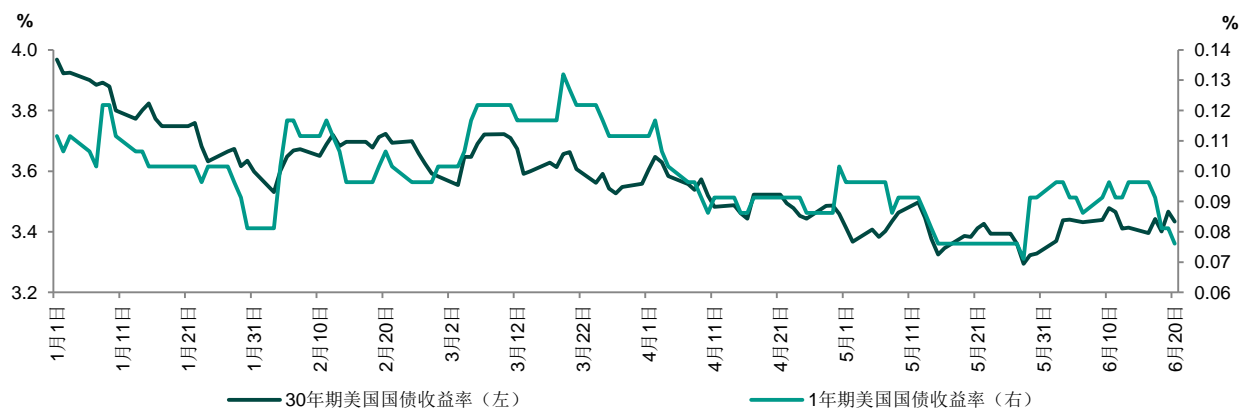
图表 5: 美国股票市场在 2014 年再创新高


来源: 彭博、农银国际证券

图表 6: 利差指标显示美国系统性风险在 2014 年持续下降


来源: 彭博、农银国际证券

尽管美国经济的走强和股票市场的兴旺提振全球市场,但是美国退出量宽政策以及不可避免的利率上升都是市场担心的问题。最近美联储宣布,其每月购债量在 7 月份起将会缩减到 350 亿美元,这也再次印证了美联储将会在今年内将完全退出量宽政策的预期。但是,美联储是否可以有序地退出量宽政策仍然有赖于美联储是否可以妥善处理利率上升以及收缩资产负债表的问题。尽管美联储表示将会在未来相当长的一段时间内维持目前的利率水平,但是我们认为美联储将会在 2015 年中或 2015 年下半年就会开始上调利率。而我们也认为美联储将会继续保持其资产负债表的规模,从而继续支持经济的发展。未来几个月的经济数据对于美联储的政策以及市场的预期都将会有较大的影响。

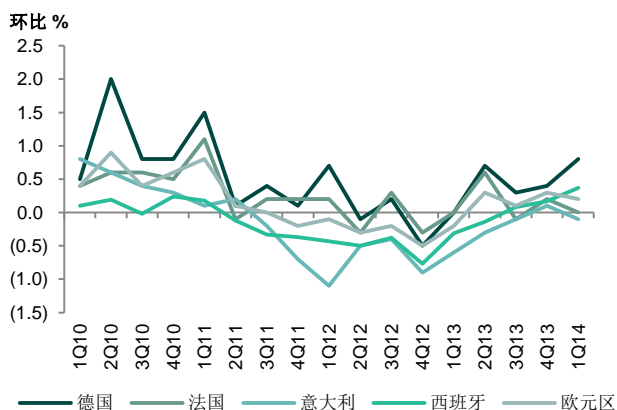
图表 7: 美联储宽松的政策立场使美国国债收益率下降, 价格上升


来源: 彭博、农银国际证券

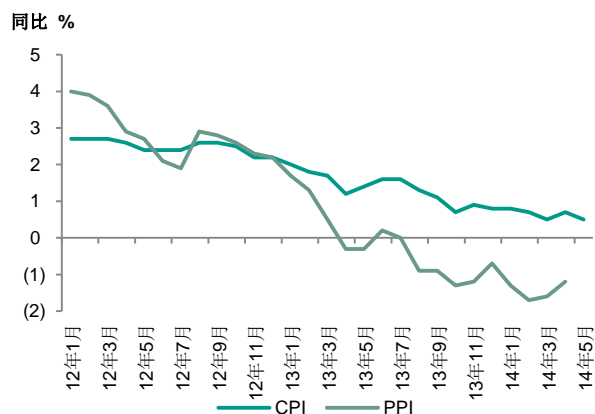
我们认为,尽管第 1 季度经济增长比预期的要差,但是美国经济复苏的步伐并没有出现停滞。只要美国经济保持在目前的经济增长势头,另一场技术性衰退的风险将会减少。我们相信美国经济仍然面对一些内在的问题,因此政府方面的政策支持将会对维持目前经济发展势头有至关重要的作用。美联储有序退出量宽政策以及稳步调整货币政策也对维持下半年的经济发展有重大影响。基于以上因素,我们将美国的 2014 年 GDP 同比增长率预测从 2.7% 稍微调低到 2.2%。

欧元区：经济低迷的状况没有明显改善

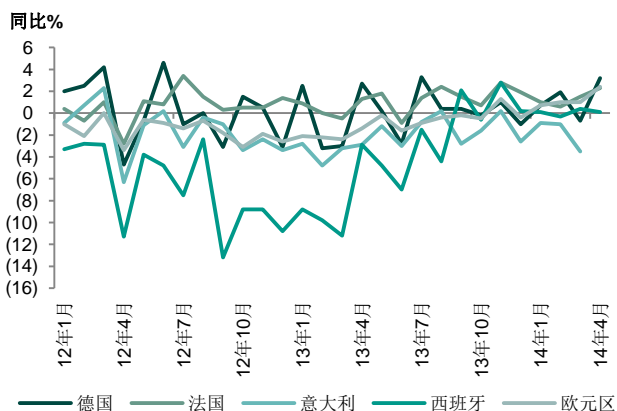
欧元区在今年上半年的经济复苏落后于其他的发达国家。消费者物价指数在 5 月仅录得 0.5% 的同比增长率，显示欧元区持续的低通胀状况以及未来将可能出现广泛的通缩。同时，欧元区的失业率也相对高。尽管部分经济数据在过去的六个月已经逐渐地改善，但是欧元区的成员国各自的复苏步伐却不统一。德国今年第 1 季度的 GDP 环比增长 0.8%，工业产值在 4 月同比增长 1.8%，显示该国在抗击经济衰退方面已经取得一定的成果；但是法国、意大利、西班牙这些国家的经济增长却一直不尽人意，他们在第 1 季度的 GDP 环比增长分别为 0%、-0.1%、0.37%，经济增长步伐被德国远远抛离。

图表 1：欧元区及其主要成员国的 GDP 增长率


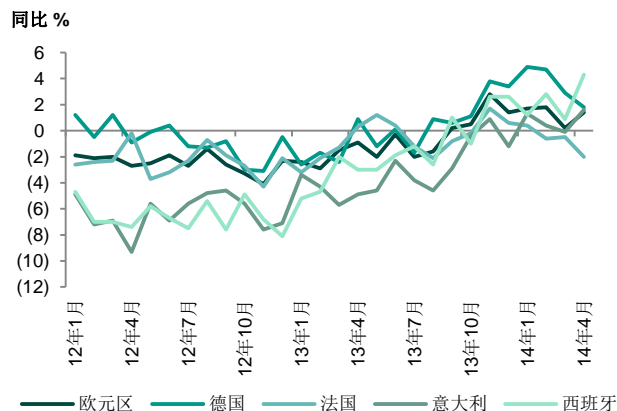
来源：彭博、农银国际证券

图表 2：欧元区 CPI 和 PPI


来源：彭博、农银国际证券

图表 3：欧元区及其主要成员国的零售额增长


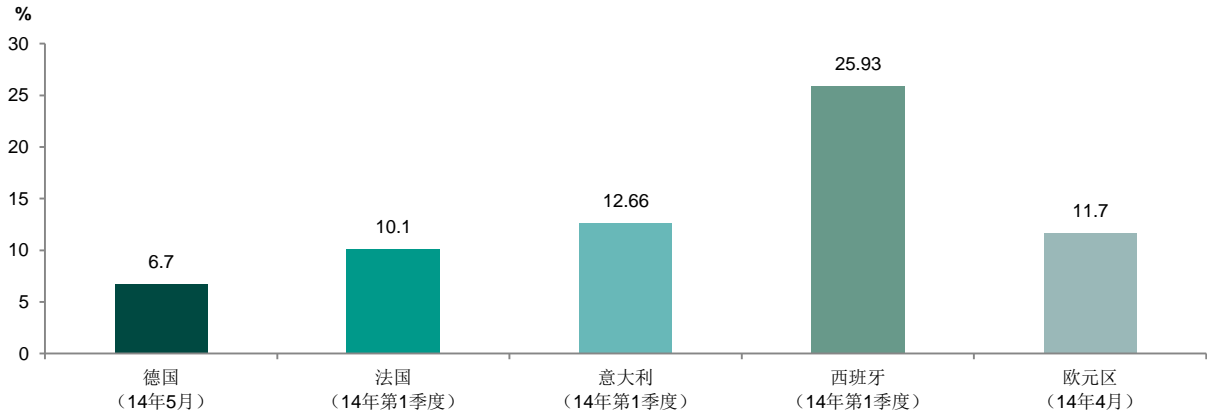
来源：彭博、农银国际证券

图表 4：欧元区及其主要成员国的工业产值增长


来源：彭博、农银国际证券



图表 5: 欧元区及其主要成员国的失业率



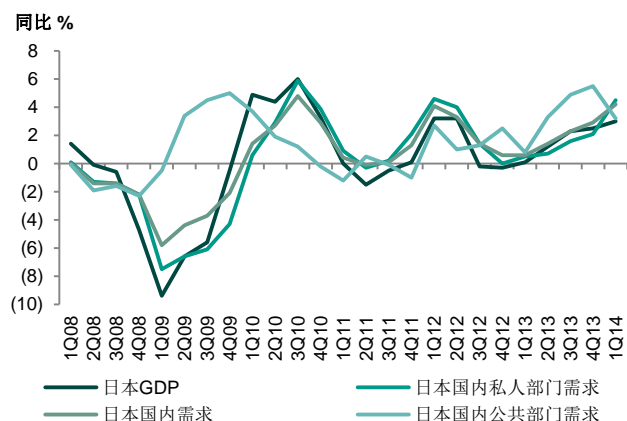
来源: 彭博、农银国际证券

欧洲央行一直通过采取各种政策工具来促进经济增长。然而，欧元区在五月份出现的低通胀率促使欧洲央行采取新的政策措施，其中包括将再融资利率和央行存款利率分别下调到 0.15% 和-0.1%。其同时将会通过实行新一轮的长期再融资操作贷款 (TLTRO)，要求银行为小企业提供更多贷款以及将更多的资金分配到私营部门。这些不寻常的措施都显示欧洲央行将会继续通过各种政策工具来支持经济发展，并暗示如果欧元区经济继续低迷，欧洲央行将很有可能进行欧洲版的 QE 计划。我们目前唯一的忧虑，是欧洲央行政策的设计与政策的落实之间会有差异，导致这些政策工具的有效性下降。

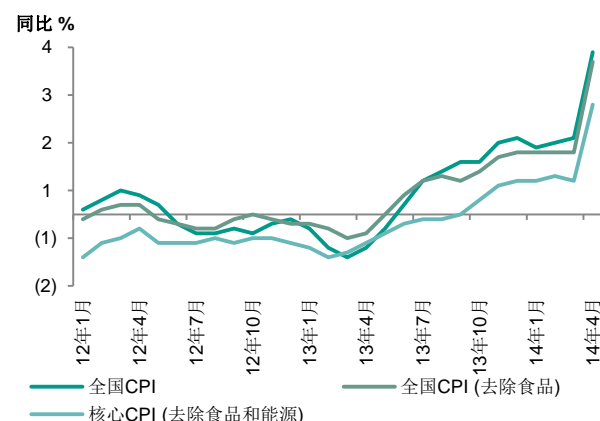
欧元区经济的发展轨道在今年下半年仍然面多众多的不确定因素。虽然经济数据不断改善，但是通缩压力依然存在。而且各国不同的复苏状况也会有可能会对欧元区整体的经济发展产生负面影响。我们相信，欧洲央行以及其他欧元区的管理机构仍将需要下功夫来提振欧元区经济。另一方面，欧洲央行宽松的政策立场和全球经济复苏对欧元区经济发展将会有促进作用。因此，我们将欧元区 2014 年 GDP 同比增长率从 0.8%上修到 1.1%。

日本：结构性改革是经济发展的关键

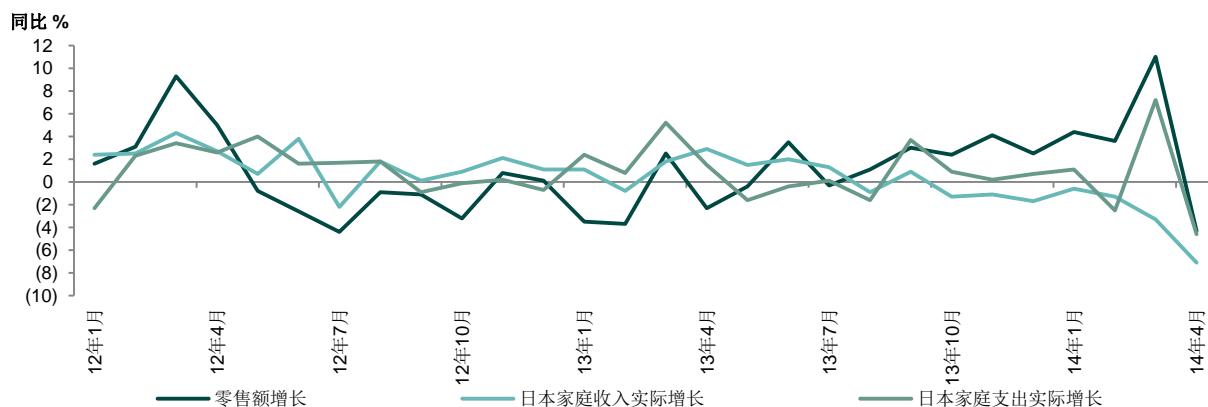
得益于宽松的货币政策以及财政刺激计划（安倍经济学的第一和第二根箭），日本经济在今年的上半年继续增长。在今年第 1 季度，日本的 GDP 同比增长 3%。工业产值、资本支出、国际贸易都在稳步增长。而且，通胀率明显的增长显示安倍经济学之前的两项政策在刺激经济方面取得阶段性的胜利。但是，在四月消费税上调前的提前消费行为可能会扭曲第 1 季度的 GDP 增长数据，意味着我们所看到的增长势头并不能在今年余下时间保持。实际上，日本经济已经出现一些放缓的迹象。日本家庭收入增长率跟不上消费税上调以及通胀上涨的步伐。家庭支出，以及零售额，在四月出现了骤降。我们相信这是消费税上涨直接导致的结果。因此，财政巩固以及维持经济增长之间的平衡将取决于安倍经济学的“第三根箭”，也就是结构性改革。

图表 1: 日本 GDP 增长


来源：彭博、农银国际证券

图表 2: 日本通胀率节节攀升


来源：彭博、农银国际证券

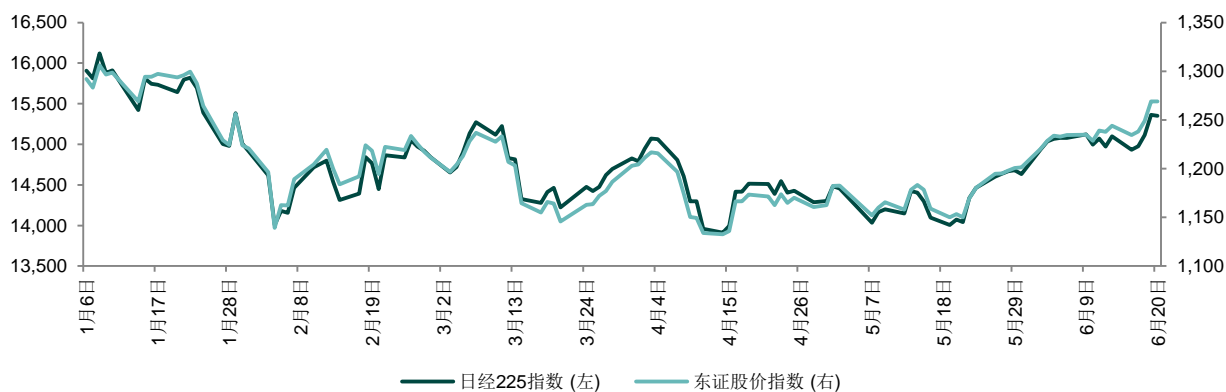
图表 3: 日本消费税上调对经济产生负面影响


来源：彭博、农银国际证券

结构性改革是安倍经济学最重要的一部分。由于之前安倍经济学的“第三箭”缺乏明确详细的计划，日本的日经 225 指数以及东证股价指数从年初到 6 月 20 日累计跌幅分别达到 5.78% 和 2.56%，与它们在 2013 年的各自累计增幅 51% 和 56% 形成鲜明对比。在 6 月 24 日，日本政府正式宣布其结构性改革方案，其中包括成立经济特区、改革劳动市场、降低企业税率、调整政府退休基金 GPIF 的投资风格、解决人口问题，与市场预期相符。我们相信，这些措施从宣布到真正对经济产生积极作用将需要一定的时间，而且安倍必须通过相关立法措施来确保安倍经济学的“第三箭”可以

取得成功。我们同时认为，目前的改革方案的某些方面（如改革农业）与安倍之前的承诺有出入，因此安倍必须通过与各界达成共识以进行更加大胆的改革。

图表 4: 日本主要股指年初至今走势反映投资者对安倍经济学的第三根箭产生忧虑



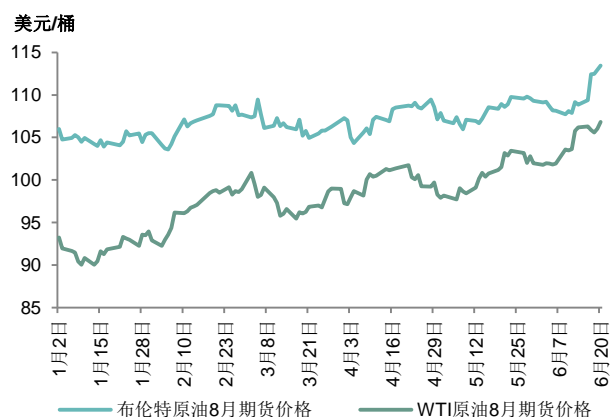
来源：彭博、农银国际证券

我们相信，安倍政府将会加快探讨已经宣布的改革项目的细节以及立法程序。在未来的几个月我们将会看到更多的改革细节出台。可是，日本政府是否可以推出一个支持安倍经济学的财政以及货币刺激政策的改革方案仍有待观察。因此我们预测日本 2014 年 GDP 同比增长将会达到 1.7%，与之前的预测值 1.6% 大致相同。

新兴亚洲市场：需要适应新的宏观形势

2014年对于新兴市场来说是艰难的一年。地缘政治风险在地区以及全球层面有所上升，使新兴经济体国家的政治与经济前景的不确定性增加。尽管经济持续复苏以及全球央行宽松的政策立场使全球市场的波动性处于低位，但是新兴市场的不确定性将可能触发全球波动性的上升。我们认为，目前克里米亚的问题已经得到控制。但是在伊拉克地区，反动派分子与政府之间的争端使国内紧张的形势不断升级，并将可能对全球市场造成负面影响。我们认为，伊拉克不稳定的局面将会影响石油产出的稳定，并推高油价。实际上，主要的石油价格指数和黄金价格在受到伊拉克局势不稳定的影响，在最近都出现上涨。这反映了石油价格在未来上升的可能性，以及投资者避险情绪正逐步升温。全球经济的复苏或者将会受到油价上涨和由此引发的市场调整的影响而放慢。

图表 1: 伊拉克紧张的局势使原油价格在 2014 年上涨



来源：彭博、农银国际证券

图表 2: 今年 6 月金价上涨反映投资者避险情绪升温



来源：彭博、农银国际证券

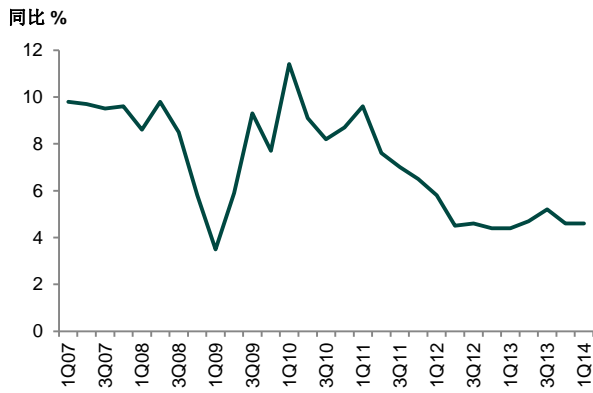
随着美联储宣布低利率政策将会在较长的时间内维持，美联储退出量化宽松政策以及随后的利率上涨在 2014 年下半年将不会成为新兴市场的主要风险。美联储宽松的政策立场也将会使美国经济受益，进一步拉动新兴市场国家经济的发展。可是，全球经济增长不均衡将会拖累新兴市场的经济增长，尤其是中国最近的经济再调整将会对整个新兴经济市场产生较大的影响。因此，新兴市场国家的发展将主要受到外围经济持续改善、地区性问题的解决、各国调整经济发展模型的努力所影响。

印度

印度新总理莫迪的上任标志着印度经济将进入新的发展阶段。莫迪已经宣布将会通过加快基建投资、吸引外资、改善民生来发展印度的经济。尽管如此，我们认为，印度的高财政赤字以及高通胀率会对莫迪施行其经济政策造成一定的困难。如果政府在没有进行任何结构性调整的情况下落实其经济增长计划，价格上涨压力将上升，迫使印度储备银行实行紧缩性货币政策，同时政府的财政负担也可能加剧。因此，我们认为政府将会在推动经济增长的同时进行结构性调整。可行的措施包括增加政府短期内的财政灵活性、允许更多的资金通过外商直接投资渠道（FDI）进入印度、降低经常帐赤字以给私人投资更多的发展空间。总的来说，我们认为印度将会得益于莫迪对于经济增长的承诺。因此我们将印度的全年 GDP 同比增长率从 5.5%上调到 6.0%。

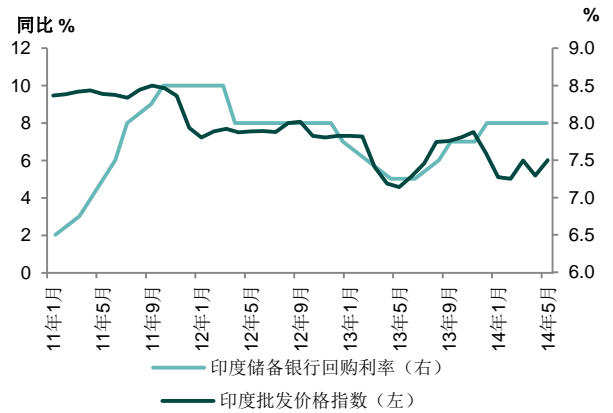


图表 3: 印度 GDP 增长



来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 印度通胀率保持较高水平

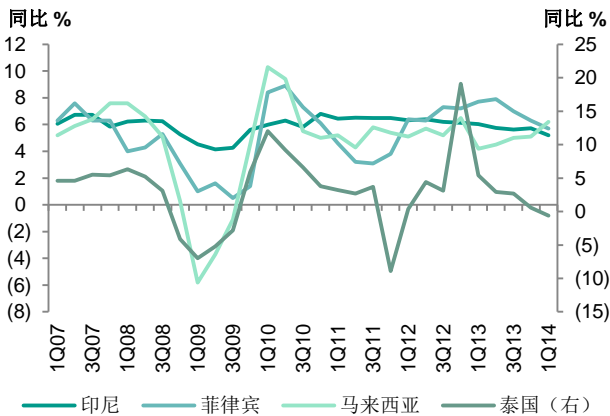


来源: 彭博、农银国际证券

东盟

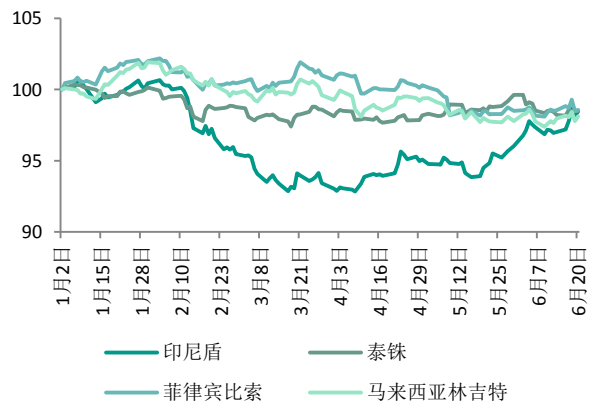
于 2014 年初, 美联储退市预期于东南亚地区的金融与货币市场引发新一轮动荡。政治局势因国内及地区冲突而处于不稳。泰国政府内部纷争持续终导致军方接管; 与此同时, 7 月份总统选举亦为印尼的未来添加变数。我们预计东南亚地区的增长将于短期内继续被这些负面效应拖累。此外, 我们认为这些国家需务必先进行结构性改革, 培育新的增长动力以提振经济。

图表 5: 东盟主要 4 个国家 GDP 增长



来源: 彭博、农银国际证券

图表 6: 2014 年东盟国家货币汇率波动



注: 基线水平为 2014 年 1 月 2 日; 所有货币汇率均为兑美元值
来源: 彭博、农银国际证券

全球经济预测

同比(%)	2011	2012	2013	2014F	2015F
美国	1.8	2.8	1.9	2.2	2.8
欧元区	1.6	(0.7)	(0.5)	1.1	1.6
德国	3.4	0.9	0.5	1.5	1.6
法国	2.0	0.0	0.3	0.9	1.5
意大利	0.4	(2.4)	(1.9)	0.6	1.1
西班牙	0.1	(1.6)	(1.2)	1.0	1.0
荷兰	0.9	(1.2)	(0.8)	1.0	1.6
希腊	(7.1)	(7.0)	(3.9)	1.2	2.9
葡萄牙	(1.3)	(3.2)	(1.4)	1.3	1.5
爱尔兰	2.2	0.2	(0.3)	2.0	2.5
英国	1.1	0.3	1.8	2.7	2.5
日本	(0.5)	1.4	1.5	1.7	1.5
中国内地	9.3	7.7	7.7	7.6	7.3
香港特区	4.8	1.5	2.9	3.0	3.5
新加坡	6.0	1.9	4.1	3.5	3.5
韩国	3.7	2.0	2.8	3.6	4.0
俄国	4.3	3.4	1.3	1.0	2.0
印度	6.6	4.7	4.4	6.0	6.4
巴西	2.7	1.0	2.3	1.7	2.2

来源: 国际货币基金组织, 农银国际证券预测

2014 年下半年中国经济展望

2014 年上半年全球整体市场波动，中国经济活动亦有所放缓，其主要经济指标都明显出现了倒退迹象。尽管中国长远前景依然稳固，但是实施经济改革期间难免会出现颠簸。随着经济增长模式转变，2014 年上的 GDP 增长将会放缓。要改革中国经济，提升其质量及效益，政府将会对投资、国际贸易、土地权及定价机制方面进行政策试验，而结构性上的放缓亦在所难免。政府将继续致力推行改革及实施各种迷你刺激措施以提振市场信心，当中包括定向降准和鼓励对战略性行业的投资。虽然大部分经济指标的增速将会放缓，但是整体宏观经济状况将保持稳定。

展望 2012 年下半年，私人消费、投资、出口的逐渐改善将令中国 GDP 有较平衡的增长。我们认为宏观经济将极有可能出现好转，大部分经济指标，包括对外贸易、投资及工业产值等的跌势将放缓。更多大胆的改革措施将会支持基建支出及定向放松流动性政策，从而使中国经济在 2014 年下半年出现温和复苏。因此，我们预期 2014 年上半年经济会见底，同比增长 7.5%；随着投资者信心复苏，中国经济将于下半年将同比增长 7.7%。我们预计下半年通胀率将低于 3%，而 2014 年全年的通胀率将为 2.6%。我们重申，GDP 增速已于 2014 年上半年见低，GDP 会于下半年稳步回升。因此，我们预测 2014 年 GDP 将同比增长 7.6%；考虑到经济复苏放缓，我们预测 2015 年的 GDP 将同比增长 7.3%。

图表 1: 中国经济指标预测

(同比增长率%，除非另有说明)	2012	2013	1Q14	2Q14F	2H14F	2014F	2015F
实际 GDP	7.7	7.7	7.4	7.6	7.6	7.6	7.3
固定资产投资 (年初至今)	20.6	19.6	17.6	17.5	17.5	17.5	17.5
零售销售	14.3	13.1	12.0	12.4	13.0	12.6	14.0
CPI	2.6	2.6	2.3	2.3	2.9	2.6	3.0
PPI	(1.7)	(1.9)	(2.0)	(1.5)	(0.2)	(1.0)	1.0
出口	7.9	7.9	(3.4)	5.4	9.6	5.6	8.5
进口	4.3	7.3	1.6	2.0	6.7	4.3	7.5
贸易盈余 (十亿美元)	231.1	259.8	16.6	85.8	196.9	299.3	345.1
M2	13.8	13.6	12.1	13.4	13.3	13.3	13.5
汇率 (美元/人民币)	6.2306	6.0543	6.2255	6.2255	6.1000	6.1000	6.000

来源:中国的统计数据、彭博、农银国际证券预测

2014 年下半年中国的政策展望

2014 年第 1 季度中国的 GDP 仅同比增长 7.4%，低于政府目标。为推动经济发展，中国推出了包括针对性削减农村金融机构和符合条件的银行的存款准备金率、加快铁路投资、推动投资和国内消费的一系列刺激措施。中国的宏观经济政策将偏向调整经济结构和控制风险。由于中国 2014 年 GDP 的同比增长目标为 7.5%，政府已实行一系列的小型刺激措施者，其中包括加强对小企业的支持，加快预算执行进度，以抵御经济放缓及恢复增长势头。由于中国正处于扭转经济下行趋势的转折点，我们预计政府将加大其政策支持力度，并于 2014 年下半年推出以下各项货币和财政措施。

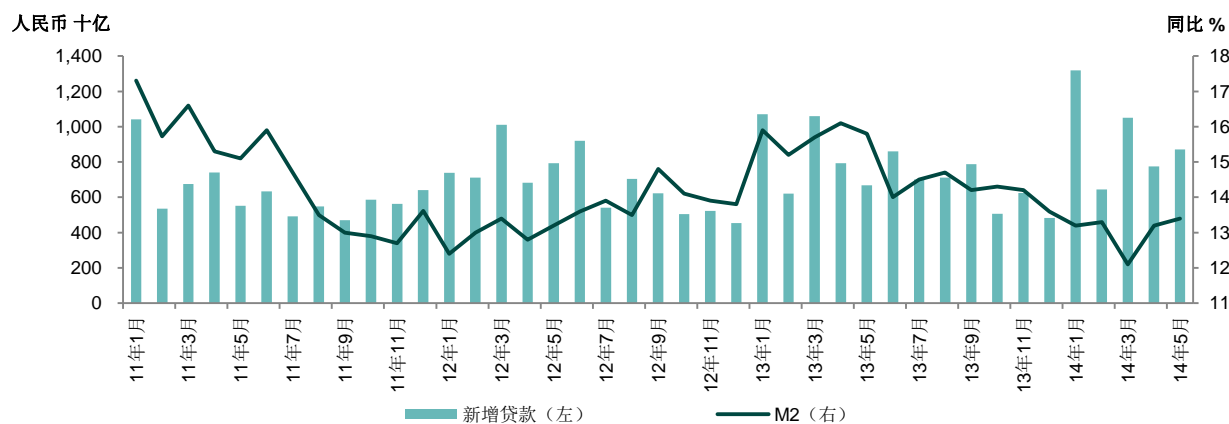
货币政策：定向货币宽松政策

今年 6 月，中国人民银行（央行）宣布了新一轮的定向降准措施。该政策将会削减全国三分之二的城市商业银行、80% 的非县级农村商业银行，以及 90% 主要从事贷款给农业部门和小微企业的非县级农村合作银行存款准备金率 50 个基点。这是今年自 4 月以来第二次进行的定向降准措施。我们认为，此次降准将会带来大约人民币 600 亿元的新增借贷，并将加快借贷发展的势头、降低市场的风险、改善市场情绪及刺激经济活动。

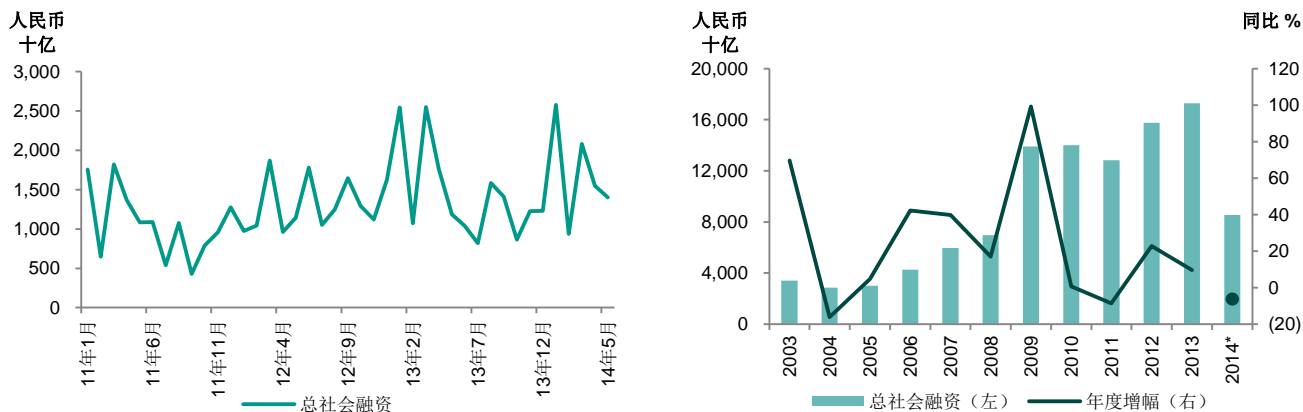
中国在 2014 年下半年所面临的挑战是保持健康的信贷增长，加快经济结构调整，同时将 GDP 增长率维持在 7% 以上。在针对农业部门和小微企业下调存款准备金率后，我们相信将会有更多的定向信贷放宽措施陆续推出，以稳定经济。随着利率市场化改革加深，我们预计存款利率的浮动区间或会进一步扩大。央行将保持货币供应和社会融资规模的合理增长速度，同时优化融资和信贷结构。

流动性管理将继续是 2014 年下半年货币政策的重点。考虑到美国及其他发达经济体正在复苏，我们认为国际资本将继续流入中国市场，令央行管理流动性的需求增大。因此，央行将继续通过货币政策工具，包括回购操作、短期流动性操作及常备借贷操作来满足资金需求及管理银行体系流动性的临时性波动。

图表 2: 新增贷款和 M2 的增长稳定



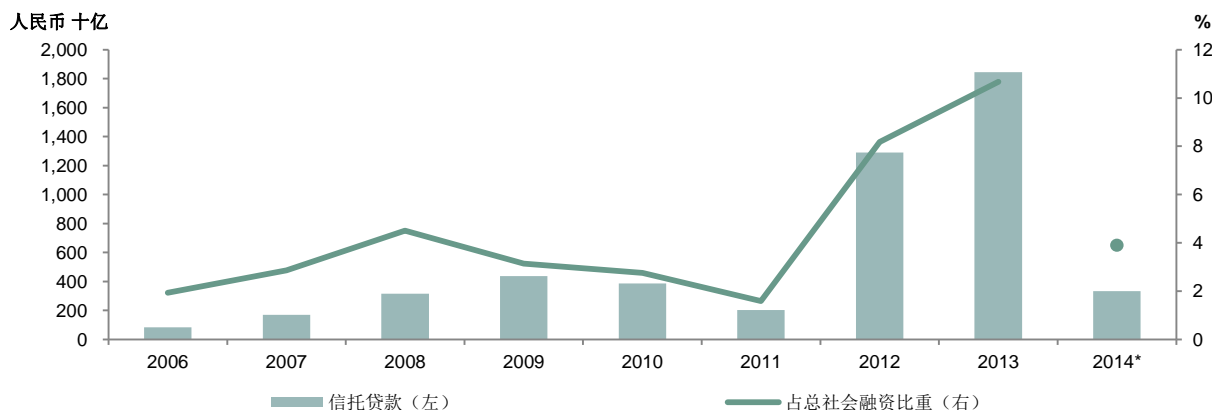
来源: 中国人民银行、农银国际证券

图表 3: 2014 年实体经济融资总额转稳


*1 月至 5 月

来源: 中国人民银行、农银国际证券

来源: 中国人民银行、农银国际证券

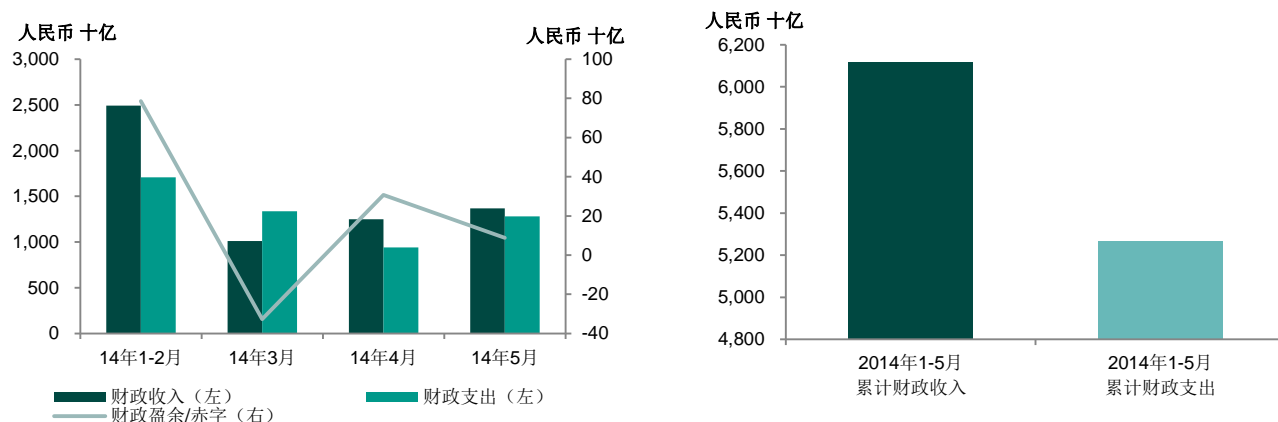
图表 4: 信托贷款比例正在减少


*1 月至 5 月

来源: 中国人民银行、农银国际证券

财政政策: 积极应对经济改革

2014 年下半年的财政政策应以为深化改革为目标, 尤其要加大转化政府职能及简化行政审批程序这两方面的改革力度。积极的财政政策将会支持经济可持续增长。至于具体的财政措施, 政府将继续调整财政支出结构, 投资基础设施, 并以增值税 (VAT) 取代营业税以改善税制结构。目前的经济系统改革的主要目的是要降低政府在经济发展过程中的干预度, 让市场在资源配置中发挥决定性的作用。此外, 政府将会支持在中西部地区发展高速公路、高铁、电网升级和资源开发等基建项目。同时, 中央将继续监督保障房建设。在今年下半年, 我们预期政府将会更积极地推出经济刺激措施。这些措施将针对 (1) 加快基建项目审批, (2) 提高地方政府债券发行量, (3) 加大对节能消费产品的补贴, (4) 引导更多的民间资本投资到国有企业垄断的且具有高行业壁垒的大型工业部门, (5) 优化税制从而支持更多服务性行业发展, (6) 停止政府对消费必需品以及部分需求正在上涨产品的价格干预, (7) 改革能源行业的定价机制。

图表 5: 健康的财政状况有助于抵御经济放缓的影响


来源: 中国财政部、农银国际证券

人民币走势: 预期汇率走势将出现持续波动, 但是下跌趋势将会停止

中国人民银行在上半年来遏制热钱流入的措施以及低于预期的中国经济增长都使人民币在今年上半年出现贬值。同时, 中国金融业暴露出的问题, 以及人民银行加快扩大人民币兑美元汇率浮动区间, 都对人民币汇率造成负面影响。适度的贬值和汇率波动幅度加大, 都将使人民币汇率变动更能反映经济基本面的变动, 并减少投机性交易的影响。我们预期汇率的自由化将会让市场机制在货币和资本市场中发挥更大的作用。我们认为, 随着经济在下半年回稳, 人民币将会受到经济活动加快而回升。因此, 我们预期人民币将会在中长期缓慢升值。展望今年下半年, 我们预期人民币汇率将会从目前的水平 (1 美元=6.2255 人民币) 上涨 2%, 并在年末达到 1 美元兑 6.1 人民币的水平。

图表 6: 在 2014 年, 人民币汇率浮动区间扩大后呈现更大的波幅


来源: 彭博、农银国际证券

2014 年下半年经济主题

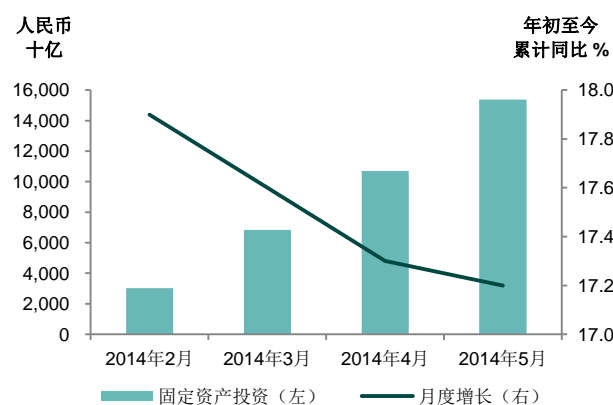
三中全会和人大会议为中国的政策制定者实行改革措施提供了清晰的指引。尽管经济改革将会在短期内降低经济增长，但是却会对未来中国经济的可持续性且高质量增长起到关键的作用。在目前宏观经济形势相对恶劣的情况下，我们预期结构性改革和经济发展措施都将促进中国发展新经济增长模型。

1. 基建投资上涨将支持固定资产投资增长回稳

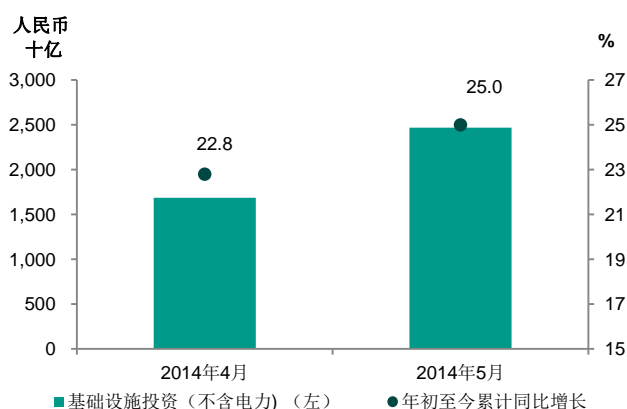
自 2013 年第 3 季度以来，固定资产投资增长逐渐放缓。但是最近的数据显示，固定资产投资增长出现回稳的迹象。今年头 5 月固定资产投资累计同比增长为 17.2%，比 4 月值（17.3%）略低。我们认为增长回稳的主要原因是政府主导的基建投资项目在 5 月份累计同比增长在今年 5 月达到 25%，比 4 月值高 2.2%。

中国铁路总公司在 4 月宣布了将 2014 年的铁路基建预算从人民币 6300-6500 亿元增加到人民币 8000 亿元。为配合新增的基建计划，各地方政府将要尽早开始进行已经计划的基建项目，这将会使今年下半年的基建投资量增加。这些项目都是由中央政府、地方政府和银行资助，因此，我们相信，这些项目的融资将会通过发行地方政府债券以及地方基建债券来完成。

图表 7: 固定资产投资趋稳及基础设施投资上升



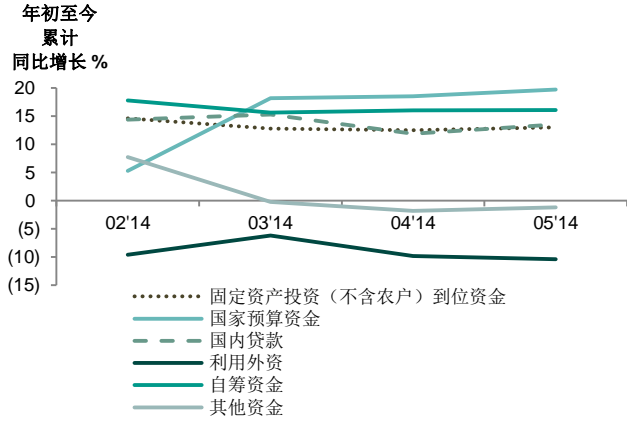
来源: 国家统计局、农银国际证券



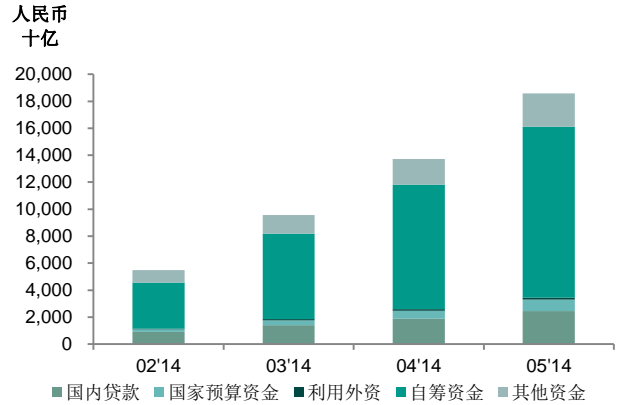
来源: 国家统计局、农银国际证券



图表 8: 固定资产投资各资金来源增长渐趋稳定



来源:国家统计局、农银国际证券

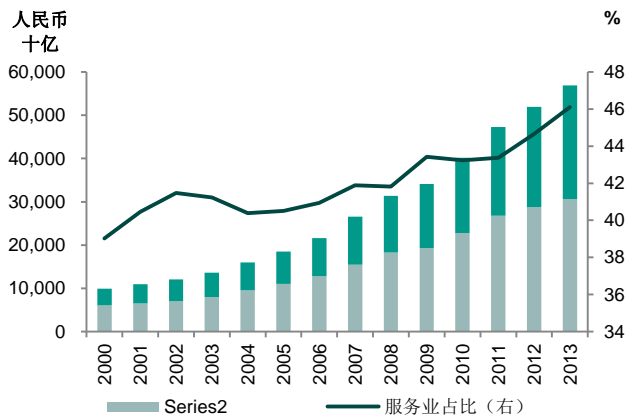


来源:国家统计局、农银国际证券

2. 服务业将支持消费增长

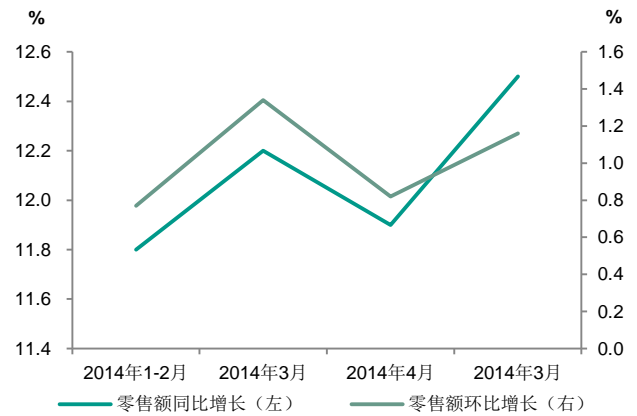
服务业产出在 2013 年占 GDP 比例为 46.1%，比制造业要高（制造业在 2012 年是中国雇用人数最多的行业）。中国服务业 PMI 指数从 4 月额 54.8 上升到 5 月的 55.5，维持在荣枯线 50 以上。该指数显示，中国的服务业仍然保持较快的增长。在本次经济改革中，中国政府希望提高消费对经济的贡献度并降低经济对出口和投资的依赖程度，并提升服务业将会在驱动经济增长中所继续扮演的角色。服务行业的管制放松将是经济可持续发展的关键。我们预计服务业中的医疗保健业、金融业、科技、传媒和电信业将会对非国企背景的投资者开放，以通过提高行业竞争来改善这些行业的效率。

图表 9: 服务业对 GDP 贡献比重高速增长



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 10: 消费增长回稳

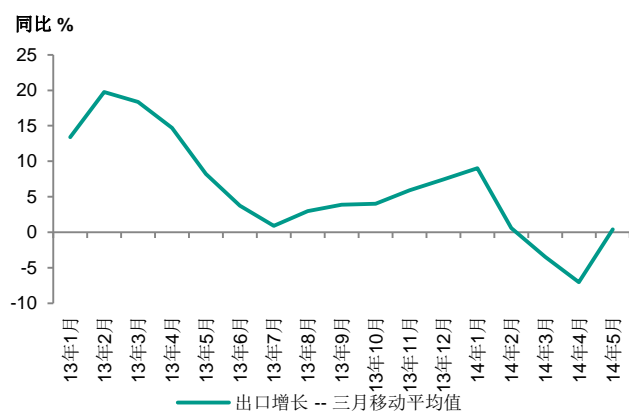


来源: 国家统计局、农银国际证券

3. 对外贸易已经探底，服务贸易不断扩大

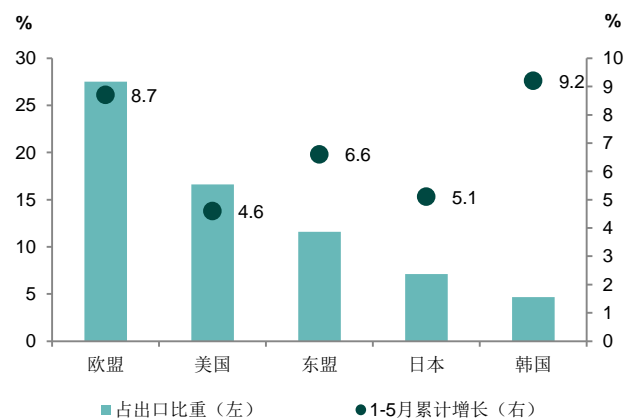
作为中国经济的其中一根顶梁柱，对外贸易在今年的第 1 季度的增长却不尽人意。第 1 季度的出口出现负增长，主要是受到上年高基数效应以及中国主要贸易伙伴的经济放缓影响。尽管如此，出口在 4 月和 5 月重回正增长。对主要贸易伙伴（美国、欧盟、日本、东盟）的出口也出现反弹，显示外国经济的持续复苏使对外贸易环境好转。我们相信，随着上年高基数效应逐渐消退，中国出口业将重获增长势头，并在今年下半年出现更加明显的改善。

图表 11: 出口增长出现回升



来源: 彭博、农银国际证券

图表 12: 对主要贸易伙伴出口仍保持高增长



来源: 彭博、农银国际证券

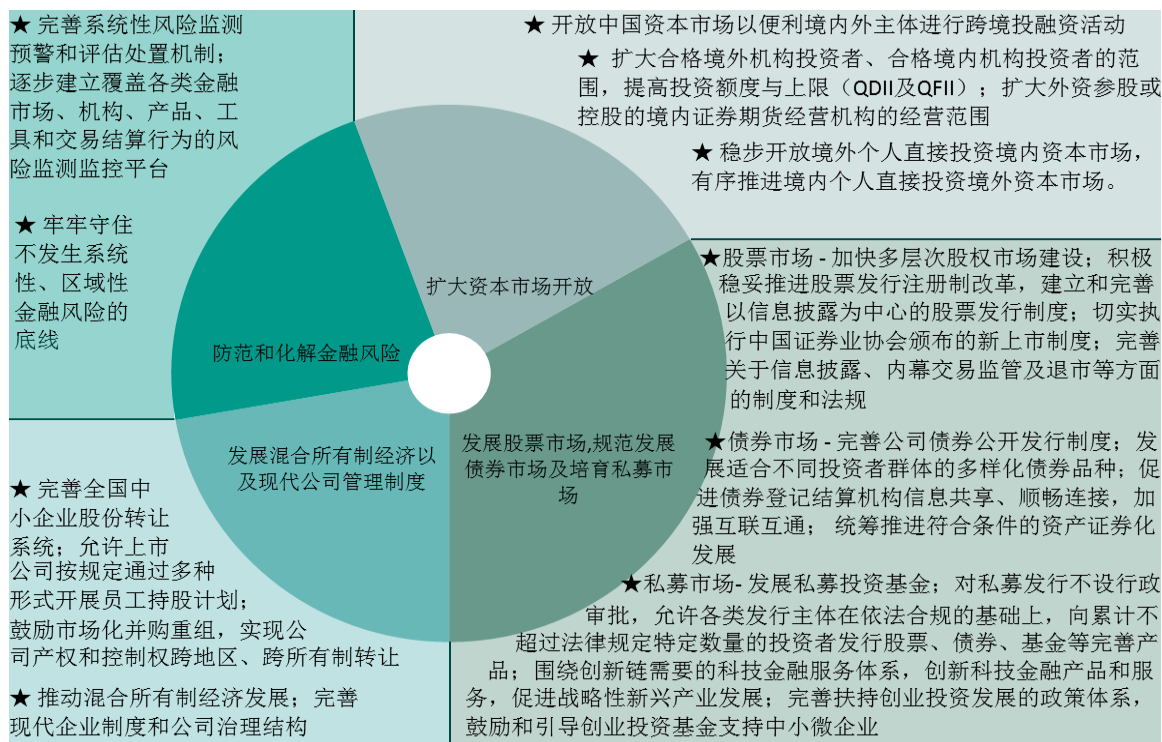
针对服务贸易的贸易改革将会是保持对外贸易增长势头的关键。最近政府开始重点发展服务贸易的主要目的，是为了在严峻的国内外经济大环境中保持对外贸易的持续增长。今年第 1 季度的服务贸易同比增长 15.6%，达到人民币 1388 亿元；占总贸易额 12.8%，比上年同期值上升 1.6%。服务业出口和进口分别同比增长 14%和 16.6%，显示跨境服务贸易的发展迅猛。我们相信，由于目前中国服务业的渗透率相对较低，而且政府将会对服务业提供更多的支持，所以服务贸易将会成为对外贸易的主要增长点。

4. 继续开放金融市场

今年下半年中国继续推进金融业改革。在今年五月，国务院就表示将会继续深化资本市场改革并公布了在未来几年改革的大纲。国务院的改革大纲将金融改革的目标定为发展多层次的、高效的、高度包容的资本市场，以及在 2020 年前建立成熟的市场架构、职能分布、法规制度。为了促进资本市场健康发展，改革大纲设定了九大目标，从而更好地解决政府与市场关系、创新、混合所有制等问题。针对股票市场，目前的审核制将会被注册制取代，而退市制度也将逐渐完善。针对债券市场，可发行的债券品种将会更多元化，从而满足不同的投资需求，同时相关机构将会加大市场监管的力度。此外，私募基金的发行审批将会有所放宽，而将会鼓励通过私募筹集的资本投入到小企业。期货市场将会推进产品多元化，并将会推出资源性大宗商品的期货合约。因此，相关的部门将会加强系统性风险的监管，并加强打击相关的违法违规行为。

我们认为中国将放宽对上市公司对外投资的限制，扩大资本流入的配额及发展大宗商品衍生交易工具。这些改革也将包括允许民间资本投资于银行业，推出存款保险，推进存款利率市场化及资产证券化的发展，发行地方政府债券，资本账户自由化，及以市场主导的汇率机制自由化发展。随着参与金融行业的障碍逐步消除，中国将进一步走上金融自由化的道路，在长远而言，中国的金融体系会更健康、更稳健。

图表 13: 中国资本市场改革大纲 - 四大主要改革领域



来源: 国务院、农银国际证券

2014 年下半年香港经济展望

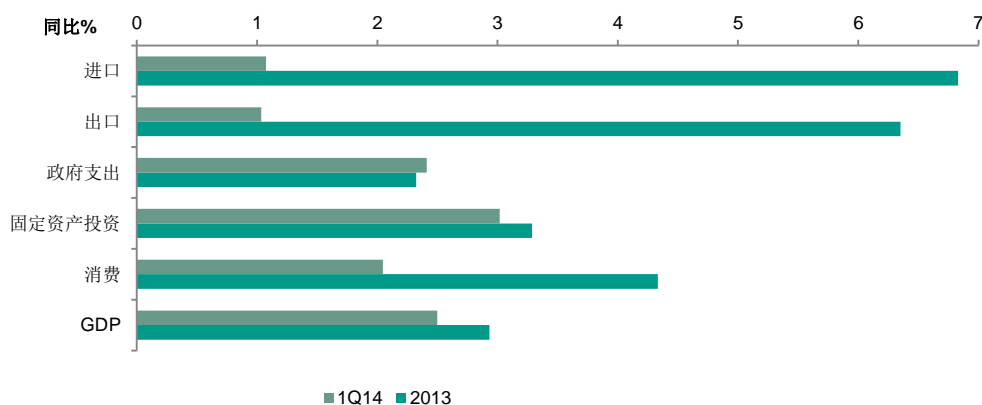
今年第 1 季度香港的 GDP 同比增长 2.5%，而失业率维持在 3.1% 的低位。今年头 5 个月的通胀率回落到 4%，显示价格上涨压力有所缓解。私人消费支出在第 1 季度仅上涨 2%，低于 2013 年的 4.2%。由于香港的私人消费很大部分是靠游客，特别是内地游客的带动，因此受到中国经济增长下滑和人民币贬值的影响，香港的私人消费占 GDP 的比重有所下降。我们预计香港的零售业在今年下半年只会轻微增长。在基建项目的推动下，投资在今年第 1 季度的增长率达到 3%。我们预期投资在下半年将继续保持目前强劲的增长势头。中国疲弱的贸易状况以及仍在复苏的全球经济使香港商品和服务的出口在今年第 1 季度仅录得 1% 的增长。随着中国以及其他发达经济体重回增长轨道，香港对外贸易在今年下半年将会出现明显的反弹。在房地产市场方面，价格和交易量的疲弱反映紧缩性政策对该行业仍然有较大的影响。我们预计，香港房地产市场的跌势在下半年仍将持续，香港政府在未来几年将会继续执行紧缩性的房地产政策。因此房地产供应量将会上涨，并促进香港房地产市场的健康发展。总体来说，我们预期香港经济在今年下半年将会呈现更加均衡的增长，带动 2014 年 GDP 同比增长率回升到 3%。

图表 1: 香港 2014 年经济数据预测

(同比增长率%，除非另有说明)	2012	2013	1Q14	2014F
实际 GDP	1.5	2.9	2.5	3
消费	4.1	4.2	2	2
投资	6.8	3.3	3	3.1
政府开支	3.6	2.7	2.4	2.4
出口	1.9	6.5	1	2
进口	2.9	6.9	1.1	2.1
失业率 (%)	3.3	3.4	3.1	3
CPI	4.1	4.4	4.1	3.8

来源: 香港政府统计处、农银国际证券预测

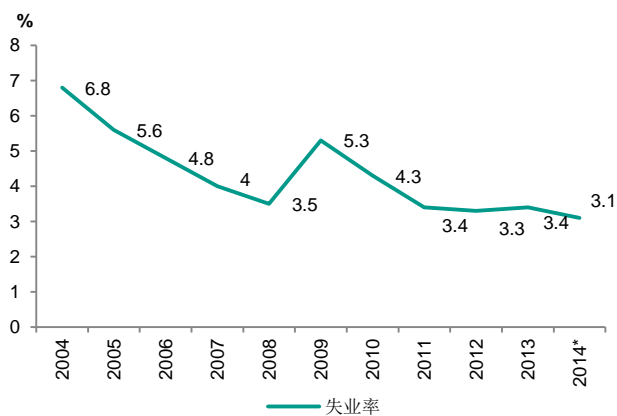
图表 2: 香港 GDP 增长放缓



来源: 香港政府统计处、农银国际证券预测

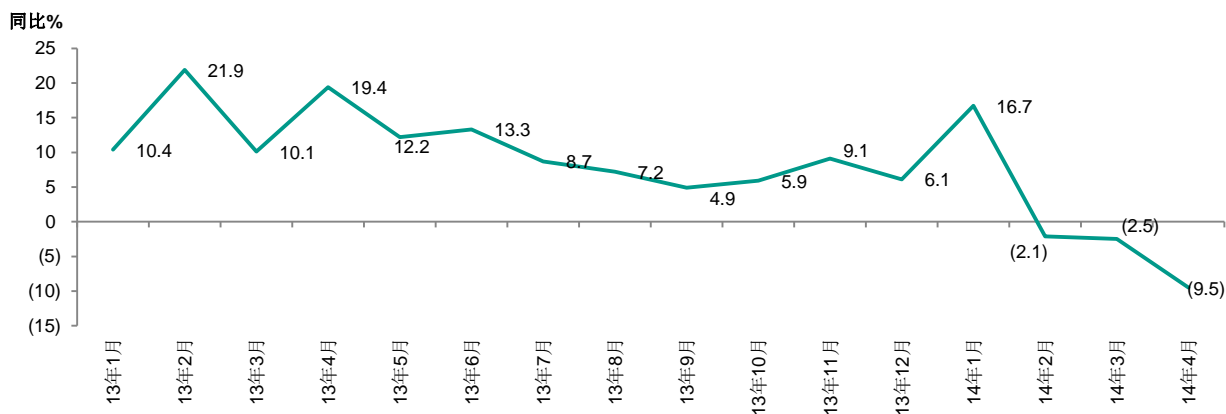
图表 3: 香港通胀压力有所缓解


来源: 彭博、香港政府统计处、农银国际证券

图表 4: 香港目前处于充分就业状态


* 3-5 月累计值

来源: 彭博、香港政府统计处、农银国际证券

图表 5: 香港零售额增长出现持续下降


来源: 彭博、农银国际证券

2014 年下半年投资策略

在今年上半年，中国的出口、零售和固定资产投资数据都出现不同程度的下滑。这使投资者对于投资中国市场更为谨慎。为了防止进一步的下跌，中国政府已经推出了多项的定向宽松政策来促进经济再平衡。在目前的大环境下，我们认为财政刺激和货币政策放松都将会是下半年刺激经济发展的重要政策工具。

随着中国经济在今年第 1 季度触底反弹，下半年投资者将更加看好中国经济复苏的前景，并加大对中国的投资以寻求更高的回报。而相关股票的前瞻性估值将会基于盈利增长潜力、结构性改革、经济环境变化。恒生指数和恒生国企指数目前的价格水平相当于 10.8 倍和 7.6 倍的 2014 年预测市盈率，但是市场预期并未反映企业盈利在 2014 年的复苏势头。市场对于经济下滑和企业盈利下滑风险的担忧，是导致这两个指数目前的估值水平比 15 年平均市盈率要低的主要原因。随着在今年下半年经济持续复苏，这些忧虑将会逐渐消退。投资者亦应当在适当的时机趁低吸纳香港及内地股票。我们认为，如果企业的盈利表现比市场预期的要好，那恒生指数和恒生国企指数在 2014 年末将会分别达到 21,656-24,255 和 8,985-12,122 的水平，相当于 10.0-11.2 倍和 6.3-8.5 倍的 2014 年预测市盈率。我们把恒生指数及恒生国企指数年终目标分别订为 23,822（或 11.0 倍预测市盈率）和 11,409（或 8.0 倍预测市盈率）。

2014 年下半年投资主题

1. 对农业和小微企业实行定向放松政策

在 6 月宣布的定向降准措施意在鼓励商业银行和金融机构将更多的资金投放到亟需资金的实体经济领域中。加大对农业和小微企业的贷款支持将会强化政府对于这两个行业的支持，并有助于农业基础设施建设以及新型农业企业的发展。我们相信，信贷放松将会使拥有较高比例农业和小微企业贷款业务的银行获益。**重庆农商行（3618 HK）、重庆银行（1963 HK）、徽商银行（3698 HK）、民生银行（1988 HK）**都将会受惠。而农业相关的股份，如**第一拖拉机股份（38 HK）、国农控股（1236 HK）、中化化肥（297 HK）**是将会获益的农业相关股份。

此次 50 个基点的存款准备金下调同时适用于财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司。中国政府希望通过此次的降准来提高消费金融在经济中的地位，并最终达到将中国的经济发展模式从出口导向型转向消费主导型的目的。我们相信可以从此次降准措施中获益的股票有**远东宏信（3360 HK）和中国金融投资管理（605 HK）**。而**华晨中国（1114 HK）**将会受益于汽车信贷额度的放松。

2. 沪港通促进跨境投资和两地股票市场发展

中国在今年 4 月 10 日公布了沪港通计划。这一举动将会加快中国开放其资本市场，促进金融市场改革并且促进在港的离岸人民币利用率。更重要的是，这将为两地市场的投资者带来更多的投资机会，巩固香港作为投资中国重要平台的地位。此外，由于沪港通计划下设立的账户和相关服务将会产生新的人民币需求。我们预期以人民币计价的相关金融产品和服务创新将会有所增加，有利于香港继续发展离岸人民币市场。我们相信一下的几类股票都将受惠于沪港通计划：（1）在 A 股和 H 股市场均有上市，但是估值差异较大的股票，因为该类股票将会成为投资者套利交易的目标，该类股票包括**中信银行（998 HK）、民生银行（1988 HK）、长城汽车（2333 HK）、上海石油化工股份（338 HK）、洛阳钼业（3993 HK）**；（2）国内投资者此前并不能投资的公司和行业，如博彩业、电商业，以及在港上市的一些综合性或国际公司，相关的股份有**腾讯（700 HK）、银河娱乐（27 HK）、和记黄埔（13 HK）、友邦保险（1299 HK）、普拉达（1913 HK）、新秀丽（1910 HK）**；券商股，尤其是那些在香港和上海已经有业务的券商公司，也会受惠于沪港通带来的业务量增加，相关的股份有**中信证券（6030 HK）、中国银河证券（6881 HK）、国泰君安国际（1788 HK）、海通国际（665 HK）、申银万国（218 HK）**。



3. 人民币汇率走势将迎来转机

人民币在 2014 年的贬值趋势使市场担忧中国的企业将会承受更多地汇差损失。人民币兑美元的汇率在今年上半年跌约 2.8%，使之前几年的升幅几乎吐尽。人民币贬值同时会提高持有外币债务、依赖进口或国外运营成本占比较高的行业的融资和运营成本。这些行业包括航空业、石油制造业、房地产业和消费品制造业。中国的航空业中有 80% 的净债务是美元债，而中国的房地产开发商有 90% 的债务是以美元计价，因此人民币贬值会对这两个行业造成负面的影响。我们的宏观经济团队预期，人民币在今年下半年将会逆转贬值的趋势，因此拥有较高比例美元债的国内航空公司，如中国国航（753, HK）、中国东方航空（670 HK）、中国南方航空（1055 HK），以及发行美元债较多的国内房地产开发商，如雅居乐地产（3383 HK）、SOHO 中国（410 HK）都将会得益于人民币汇率走势的反弹。

4. 铁路投资预算增加惠及铁路建设及设备行业

政府今年施行的微刺激政策强调加大基建投资，而加快铁路建设则是基建投资的重要一部分。中央政府目前鼓励加快新铁路建设项目的开工。铁路建设市场将会通过改革而进一步开放。同时政府也会强调在相对落后的地区建设铁路设施。今年四月公布的将铁路基建预算从人民币 6300-6500 亿元提升到人民币 8000 亿元的方案将会对整个基建行业产生正面影响，尤其是铁路建设行业和设备行业。因此，我们认为中国中铁（390 HK）、中国铁建（1186 HK）、中国南车（1766 HK）、中国北车（6199 HK）、中国城市轨道科技（1522 HK）都将会受益。

5. 替代能源受青睐

随着社会对环境污染问题的认识加深，更洁净的替代能源和可再生能源将挑战化石燃料的主导地位。在今年的人大会议上，政府将降低国内污染水平设为政府的首要任务。因此，我们预期，中国的能源消费结构中，非化石燃料的使用比例将会有所上升。根据“十二五”计划，政府设定的目标包括：（1）将非化石燃料发电的装机容量占比从 2012 年的 20% 上升到 2015 年的 30%；（2）将非化石燃料的使用比例从 2010 年的 8.6% 上升到 2015 年的 11.4% 或 2020 年的 15%。因此，非化石燃料的产能增长将会有大幅度的提高，特别是核能和风能这些利用率相对较高的能源。另一方面，政府的目标是要将核能和风能的装机容量在 2015 年前分别提高到 40 万千瓦和 100 万千瓦，相当于 29.9% 和 26.4% 的 5 年年复合增长率。这两种能源的年复合增长率比燃煤发电（7.8%）和水力发电（5.7%）要高。

我们认为，电网建设的加快以及更多相关的能源措施出台将会对风能及核能行业的前景产生正面的影响。在风能行业中，我们的首选是华能新能源（958 HK）、大唐新能源（1798 HK）。在核能行业中，我们的首选是上海电气（2727 HK）、哈尔滨电气（1133 HK）。此外，环保概念将会为供水和污水处理这两大行业带来更多的机会。我们的首选是北控水务集团（371 HK）和中国光大国际（257 HK）。

6. 金融改革有利于大型银行、券商公司和资产管理公司

金融业改革是中国经济发展的首要任务。目前中国的金融改革已经进入了关键的阶段。国务院在 5 月公布的改革大纲将金融改革的目标定为发展多层次的、高效的、高度包容的资本市场，以及在 2020 年前建立成熟的市场架构、职能分布、法规制度。大部分的金融业务都有不同程度的开放以增加行业竞争，同时利率和汇率机制也正在市场化过渡。对于大型银行而言，利率自由化和允许民间资本进入银行业将会带来正面的影响。净利息收益率并没有因为贷款利息的放宽而出现明显的下降；中小型银行也在扩大其对中小企业的贷款，绕开与大型银行的直接竞争。对于券商和资产管理公司而言，资产证券化和 A 股市场开放等金融改革措施都将会创造更多的业务机会。这些改变对于促进中国建立消费主导型经济模型有关键的作用。总体来讲，我们预期在今年下半年中国将加快金融改革的步伐，其中包括利率和汇率市场化，以及开放资本帐。

尽管加快利率市场化有可能对净利息收益率产生负面的影响，但是大型银行在今年第 1 季度的业绩显示影响并不大。我们相信规模较大的银行可以通过提高手续费收入来抵消净利息收益率的收缩，因此它们更好地抵御利率市场化的影响。目前很多在港上市的国内银行股价都低于账面价值，这使他们的估值显得更加有吸引力。我们认为工商银行（1398 HK）、农业银行（1288 HK）、建设银行（939 HK）都是银行股中的首选。保险公司在金融改革过程中也会受惠。我们认为保险业的首选是中国人保集团（1339 HK）、平安保险（2318 HK）和中国人寿（2628 HK）。

人民币国际化在今年下半年将继续是政府的首要任务。政府将会继续采取多项措施来逐渐实现人民币的完全可兑换性。人民币目前是全球主要的贸易结算货币之一，这使加快推进人民币可兑换性显得更加迫切。此外，中国也加快扩大 QDII 计划的覆盖范围，而且允许更多的资金通过 QFII 计划投资到中国的资本市场中。香港完善的金融系统以及中国对于发展香港成为重要离岸人民币中心的决心决定了香港将会是人民币国际化的主要平台。因此我们相信，人民币国际化将会为香港的金融机构，如**中银香港（2388 HK）**及**恒生银行（11 HK）**带来更多的机会。

此外，**港交所（388 HK）** 凭借其所提供的多项投资服务和产品，将可以更好地捉住沪港通以及人民币国际化所带来的机会。在港经营的国内券商，如**国泰君安国际（1788 HK）**和**申银万国（218 HK）**也将会得益于不断增加的业务机会。我们认为，随着中国的资本市场逐步开放，**中国银河证券（6881 HK）**、**中信证券（6030 HK）**和**信达（1359 HK）**等国内的券商将会有更多的发展空间。基于其杠杆股票的性质，这些公司会更受惠于 A 股市场的复苏。

7. 内地房地产市场在 2014 年下半年将会回复增长动力

受到紧张的流动性、价格下滑、人民币贬值等因素的影响，中国的住宅房地产行业在今年上半年同比下降 15%。我们的房地产分析团队认为媒体的渲染夸大了以上因素的负面影响。实际上，房地产销售，特别是一线城市的房地产销售，比市场预期的要好。在经过今年上半年的调整后，该行业的估值变得相对吸引。目前该行业的 2014 年预测市盈率为 4.1 倍，而收益率为 7%。我们相信负面的因素已经反映在目前的估值中，市场情绪将会在下半年有所改善。专注于一线城市以及拥有商业或高级住宅物业的小型开发商将会得益于此次房地产市场复苏。我们的首选是商业复式洋楼开发商**中国奥园（3883 HK）**、最近入股绿城中国（3900 HK）的高级房地产开发商**融创中国（1918 HK）**，以及重建房地产项目专家重建房地产项目专家**佳兆业集团（1638 HK）**。

投资主题	推荐个股	股票代码
对农业和小微企业实行定向放松政策	银行及金融公司	
	重庆农商行	3618 HK
	重庆银行	1963 HK
	徽商银行	3698 HK
	民生银行	1988 HK
	远东宏信	3360 HK
	洛阳钼业	605 HK
	华晨中国	1114 HK
	农业类公司	
	第一拖拉机股份	38 HK
	国农控股	1236 HK
	国农控股	297 HK
	沪港通促进跨境投资和两地股票市场发展	A-H 估值差较大的公司
中信银行		998 HK
民生银行		1988 HK
长城汽车		2333 HK
上海石油化工股份		338 HK
洛阳钼业		3993 HK
内地股市投资者在沪港通计划前不可购入的股票		
腾讯控股		700 HK
银河娱乐		27 HK
和记黄埔		13 HK
友邦保险		1299 HK
普拉达		1913 HK
新秀丽		1910 HK
券商公司		
中信证券		6030 HK
中国银河证券		6881 HK
国泰君安国际		1788 HK
海通国际		665 HK
申银万国		218 HK
人民币汇率走势将迎来转机，对美元债务水平高的公司将是利好消息	航空公司	
	中国国航	753 HK
	东方航空	670 HK
	中国南方航空	1055 HK
	地产开发商	
	雅居乐	3383 HK
SOHO 中国	410 HK	
铁路投资预算增加惠及铁路建设及设备行业	铁路建设	
	中国中铁	390 HK
	中国铁建	1186 HK
	铁路设备供应商	
	中国南车	1766 HK
	中国北车	6199 HK
中国城市轨道科技	1522 HK	

投资主题	推荐个股	股票代码
环境保护使替代能源受青睐	清洁能源供应商	
	华能新能源	958 HK
	大唐新能源	1798 HK
	电力设备生产商	
	上海电气	2727 HK
	哈尔滨电气	1133 HK
	水及污水处理商	
	北控水务	371 HK
金融改革有利于大型银行、券商公司和资产管理公司	中国光大国际	257 HK
	银行	
	中国工商银行	1398 HK
	农业银行	1288 HK
	建设银行	939 HK
	中银香港	2388 HK
	恒生银行	11 HK
	股票交易所	
	港交所	388 HK
	资产管理公司及券商公司	
	国泰君安国际	1788 HK
	申银万国	218 HK
	中国银河证券	6881 HK
	中信证券	6030 HK
	中国信达	1359 HK
	保险公司	
	人保集团	1339 HK
中国平安	2318 HK	
中国人寿	2628 HK	
内地房地产市场在 2014 年下半年将会回复增长动力	专注于商业或高级住宅的一线城市地产开发商	
	奥园	3883 HK
	融创	1918 HK
	佳兆业	1638 HK