

本文只针对专业投资者，私人投资者不应依赖本文进行投资。

“新的中国”之崛起

概览

- “新中国”不再依赖廉价劳动力和土地出售
- 新一波的增长浪潮需要平衡发展，并降低对投资的依赖性
- 中国表示有意解决流动性问题，但切忌操之过急
- 众多行业均面临产能过剩问题，亟需解决
- 消费相关行业和清洁能源崭露头角
- 关注新增长点、新政策、新利好和新媒体

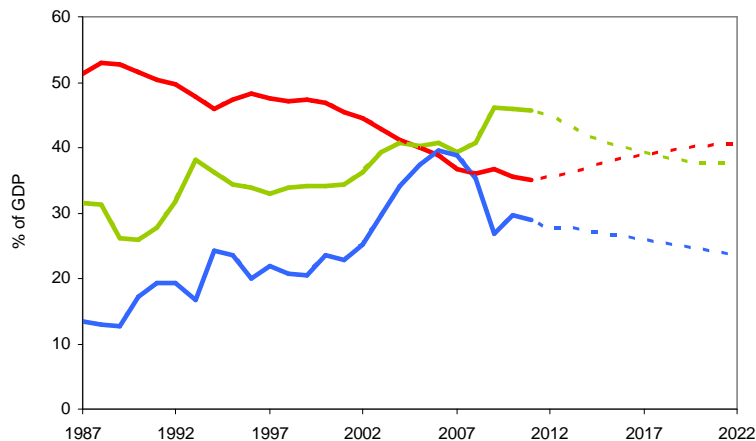
尽管中国 GDP 增长放缓，近期的“信贷紧缩”对市场情绪产生负面影响，但从国家层面来看，上述问题反映了中国要维持长期发展就必须进行改革。在“新的中国”，消费将占据主导地位，但是政府还必须解决产能过剩和银行流动性问题，才能实现长期经济平衡的目标。从更基本的层面上看，政府必须削减其在经济领域的集权，为民营企业提供大展拳脚的舞台。基于此观点，富达中国消费行业投资组合经理马磊（Raymond Ma）就中国下一阶段的发展提出了自己的投资见解。

富达中国消费行业基金经理马磊(Raymond Ma)

中国经济新旅程

中国的新领导层忙于整顿组织，提出新思想及理清思路，使改革和建设项目暂时搁浅，继而使今年的经济复苏放缓。回顾历史，2000 年代中期的中国股市表现强劲，很大程度上反映了中国于 1979-2009 年推行市场改革和开放政策取得的成果。期间，出口和建筑相关行业表现突出，得益于廉价劳动力与较低的资源成本。成本上涨和亟需更为均衡的增长，使当前的中国即将进入下一个发展阶段。这意味着由巨额固定资产投资驱动的传统行业将表现欠佳，中国将出现新一波投资机遇。这段“新旅程”要求投资者找到新的选股策略。

中国经济增长预测：消费上升，出口下滑



资料来源：DataStream - 牛津经济研究院；虚线部分表示 2012 年以后的预测走向

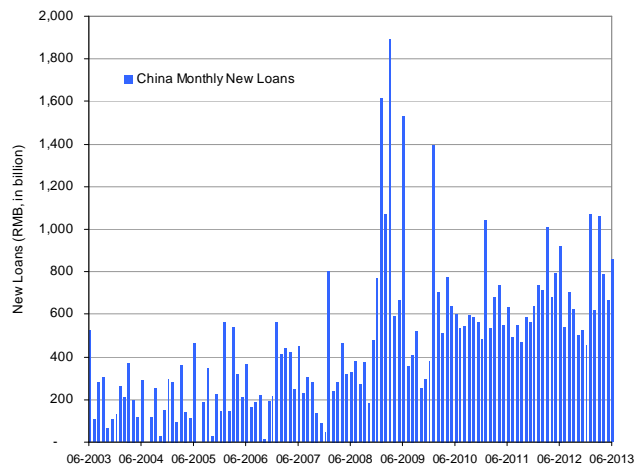
银行信贷规模需“瘦身”

中国的土地和劳动力成本日益上升，除此之外，还面临另一个长期问题，即如何处理2009-2012年发生的巨额银行放贷。短期银行间同业拆借利率飙升和近期国内市场对信贷紧缩的担忧，正好是一个长期的根本性问题的短期反射。为刺激经济，中国放出了总共约人民币10-15万亿元，期限为15至30年的长期信贷，用于固定资产投资。这给整个银行业造成了流动性问题，主要是活期存款（占存款总额约50%）与长期大额贷款账目之间的错配。这种失衡问题需要当局政府制定一个长期的解决方案。

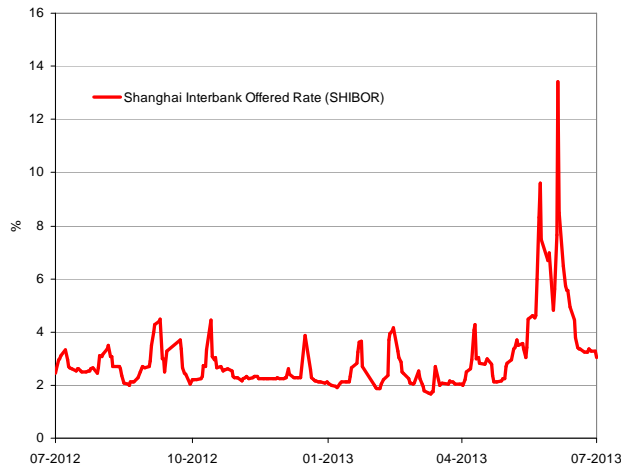
6月的前两周，中国各商业银行表现非常积极，大规模放贷约人民币1万亿元，远远高于年初放贷水平，这也是中国人民银行近期行动的原因。信贷紧缩是中国当局和大型银行从银行间同业拆借市场撤资的既定方案，旨在向小型银行发出警告，阻止其继续进行不当放贷及将资产负债扩张到理财产品。尽管此次小危机已逐渐平息，银行间同业拆借利率一定程度上已恢复正常，但市场情绪仍然不稳。

虽然中国的通胀仍保持相对温和，但当局政府并不打算下调银行法定准备金比率或降低基准利率。这意味着当局政府有意坚持相对紧缩的政策立场，减少社会融资总额，显然市场定价在一定程度上反映了此趋势。如今，大多数银行的市账率(PB)为0.6到1.0倍，而之前是2到3.5倍。大型银行的市盈率(PE)仍保持在5到6倍的相对较低水平，股息收益率为6-7%，股本回报率约15-20%。

银行贷款持续攀升



资料来源： 彭博社，数据截至 2013 年 6 月
上海银行间同业拆借利率



资料来源：彭博社，数据截至 2013 年 7 月 16 日

中国遭遇产能过剩

大多数投资者都已经意识到中国未来 30 年左右的发展重心将转向调整消费和内需的均衡经济增长模式，其风险在于执行力度而非目标本身。就选股而言，这具有多重含义。摩根士丹利资本国际（MSCI）中国基准指数可能会从基础设施和固定资产投资相关的传统行业转向科技和消费相关的“新兴”行业。不论其基准权重如何，新兴行业都可能会出现大规模的有机增长。

中国重视新公司不仅仅是出于需求原因。航空、水泥和钢铁等行业的需求仍在逐年增长，问题在于供应方面和产能过剩。这些行业仍需先解决库存过量的问题，才可能再次促进整体经济增长。相比之下，尽管部分企业不得不面对以往生产过剩的遗留问题，但消费增长仍保持良好势头。例如，运动服装制造商在 2008 年和 2010 年间向市场大量倾销，预计需约三年的时间才可能走出此困境，这就是近期来该行业表现疲软的原因。其他消费相关板块的供需状况更为均衡，如：汽车、制药、互联网等，因此从选股角度看更具吸引力。

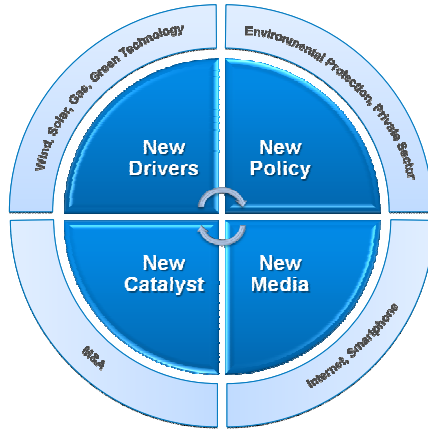
重点关注“新”因素

中国经济重新定位，若干“新”因素浮出水面，选股时应加以考量。首先，我们预计将会出现若干新增长点，如可再生能源，如：风能、太阳能和天然气等。这类企业可能将受益于中央政府对清洁能源的重视，意味着高污染企业的环保责任日益加重，必须为破坏环境付出代价（过往的情况并非如此）。

这与新政策相关-即政府为了中国走上更具可持续性的长期发展道路而推行的进一步举措，从北京当局近期计划关闭给首都造成长期污染的煤矿便可看出端倪。

一些新利好也会出现，例如，估值已回落至更具吸引力的水平，因此并购活动将会大幅增加。最后，由于受到政府干预最少，新媒体蓄势待发，但仍然需要非常谨慎地考虑任何政策变动的市场影响。例如，近期一些政府部门开始购买国内的杀毒软件产品，因为这些产品的价格远低于西方国家同类产品，而且本国的客服质量也更高。

重点关注四大“新”因素



风险与回报

中国未来面临的主要风险包括：上升速度快于预期的通胀，全球复苏步伐加快促成的企业资产重组浪潮，欧元区（主要出口市场）再次陷入重重迷雾，以及美国早于预期撤销量化宽松-这个对全球总体市场产生负面影响的因素。中国面临的重要挑战将是“消费转型”的成功实行、采取措施整顿信贷失衡，以及大力减少政府干预，为私营企业营造公平的竞争环境。有鉴于此，投资者需关注哪些行业将从中国经济受益并减少下行风险，例如现金流具有较高自由度且商业模式具有高度创新水平的企业。投资者应一如既往地密切关注政策发展，这会立即对股市表现和市场情绪产生直接影响。

以历史标准衡量，估值普遍具有吸引力。尽管价格看似较高，但从有机增长来看，消费类股仍具吸引力。例如，中国的一些汽车类股近几年来股价几乎翻了三倍，但市盈率仍然约为10-11倍（成交量增长约10%），而潜在市场规模较为有限的台湾汽车类股的平均市盈率则为约18倍。再看中国房地产价格泡沫这一挥之不去的市场传言，投资者需要加以区分。一线城市实际上是由于供应不足推动价格走高。购物中心和商业地产在某种意义上出现价格泡沫，而一些三线城市则出现短期供应过剩，导致房价骤然大幅下滑。长远来看，这一领域需要出台政策，包括对当地政府向房地产开发商提供贷款的调控。

最后，投资者确实需要关注供应方面的问题，而不是仅仅关注国内消费型经济的重新定位。即使固定资产投资开始减少，钢铁和水泥产量仍在增长，所以投资者需要分析产能过剩的程度。例如，造纸及包装行业的供需情况已得到大幅改善，钢铁行业也能从政府关闭重污染高炉的行动中获益。

马磊(Raymond Ma)，富达中国消费行业基金经理。

马磊先生于2006年加盟富达国际投资（香港），担任投资分析师。他对中国的电信股、金融股及消费股均有广泛的行业经验。他在担任消费行业主管期间，管理一支由六名分析师组成的团队。马磊先生于2010年获晋升为研究部主管并在2011年成为基金经理。

在富达任职前，马磊先生在2000年至2006期间担任上海法国巴黎百富勤的助理董事，有着广泛的行业经验。

马磊先生出生于中国，获得上海复旦大学的法学硕士及学士学位。

重要信息

本文件仅供参考用途，不应被视为邀请或推介认购富达任何投资基金或产品，或邀请或推介采用富达的资产管理服务。富达并未获授权在中国大陆管理或分销投资基金或产品，或为当地居民提供投资管理服务或投资意见。富达 / Fidelity / 富达国际投资 或 Fidelity Worldwide Investment 指 FIL Limited 及其附属公司。「富达」、Fidelity、Fidelity Worldwide Investment 标志及 F 标志均为 FIL Limited 的商标。

CM20130925B