

摘要

一、世界经济

虽然欧洲提出7500亿欧元的援助计划，但是还是难抑市场担忧，主要是因为：1、出口复苏难以完全弥补投资和消费下滑的缺口。尽管欧元对美元大幅贬值有力地推动了欧洲出口复苏，但欧盟成员间贸易占其总贸易量的65%，贬值对总体出口的刺激效果有限。2、区域内贸易的逆差国多是债务问题相对严重的成员，被迫进行的财政紧缩将会使其消费需求显著下降，从而影响到顺差国对其的出口。在经历前期GDP较高速度的恢复，以美国为首的发达经济由于库存调整所带来的经济快速回升过后，未来一段时间发达经济体面临下行风险，这将直接影响到中国的外贸出口。

二、中国经济

今年以来，经过宏观调控，工业增加值增速小幅滑落、中长期贷款占比开始下降，房地产新政出台以后，涉房按揭贷款出现收缩，经济领先指标均出现下滑。欧洲债务危机恶化，加之国内房地产调控因素，中国经济开始放缓，与此同时通胀压力也相应减轻。外贸出口在下半年有可能出现下滑。**宏观环境基本判断：**经济增速开始放缓，通胀压力也有所减轻，房地产新政效果需要进一步观察，在此背景下，政策进一步收紧的动力不足，但也很难出现明显转向，未来一段时间将更趋于稳健和中性。社会报酬率的不断提升，促使部分企业内迁或加快产业升级的步伐，在此影响下，城镇化和产业升级有可能提速，从而加快了一个新的经济周期的到来。

三、2010年中期A股市场的整体判断：

基本面：处于传统行业尚未退出、新兴行业逐步兴起，二者并存的格局，这将是一个较为长期的过程。新兴行业对GDP的贡献仍然不能替代传统工业，二者的替代过程将在一个较为长期的时间内始终交替进行。**资金面：**货币供应增速对应潜在GDP增速都处于回落趋势，很难出现经济下滑而货币投放增长的局面。如果预期通过释放流动性推动投资进而来减缓GDP过快的回落，将违背本次宏调的本意，下半年流动性整体表现不会出现明显放松的局面。**政策面：**经济过渡期内各经济波动变化较为复杂，管理层对经济的关注是扩内需和调结构，对经济回落的速度容忍能力相对较强。这种形势下，就使得政策更趋于稳健和中性。**综合判断：**影响股票市场的政策因素将逐步趋于稳健和中性，在此前提下，股票市场缺少向上和向下运行的政策推力，股指将在新的箱体内的继续震荡运行。对经济回落的幅度和时间量度难以判断以及新经济周期起点尚不明朗，决定了市场的运行缺乏方向性。下半年流动性很难出现明显松动，处于对业绩不确定性的担心，市场将更倾向于有业绩保证的中小盘股。个股活跃程度可能更优于大势。

四、2010年中期投资策略：

2010年下半年投资机会更多的会集中传统产业的升级、消费领域的扩张以及新兴产业的创新上来。由于经济形势变化及新兴行业尚不能替代传统产业来推动经济保持较高速度的增长，因此，对于新兴行业也区别分析，从细分子行业、微观有成长性的企业这个角度来挖掘个股是下半年较为合理的投资策略。

结合宏观经济和国家经济战略转型的格局，我们看好的行业主要集中在节能减排、新能源和大消费类项上。细分行业主要包括：工业节能、交通运输的节能企业、生活节能、核电公司、节能减排设备制造企业、动力锂电池生产企业、生物制药企业、中药制药企业、物联网、3G增值服务、三网融合、农业育种和高科技养殖企业、拥有自主知识产权的钢铁、铝、铜、水泥、橡胶、树脂、玻璃等领域的新型材料生产企业。

免责声明及风险提示：本报告内容仅供参考，不构成任何形式的要约或要约邀请。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本报告中的信息或所表达的意见并不构成实际投资建议，也不构成任何对投资者的投资建议或担保。报告中所载的观点、分析、预测等仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。摩根士丹利华鑫基金郑重提醒您注意投资风险，并请根据自身财务状况及风险承受能力谨慎选择。

本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

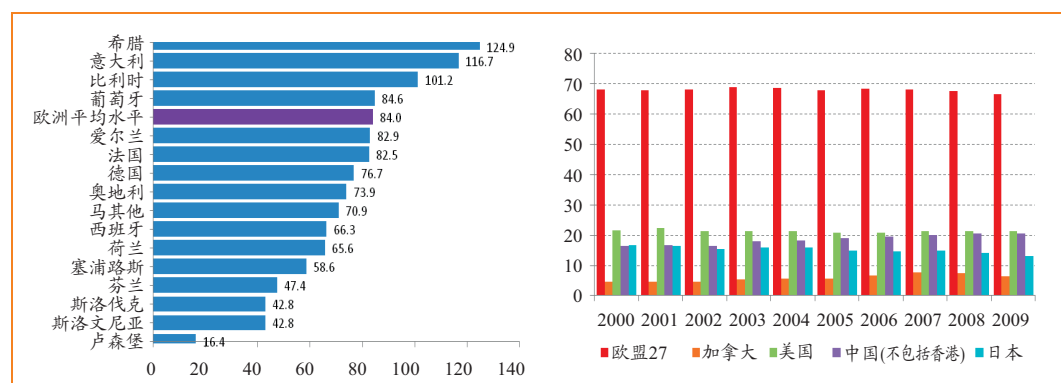
一、世界经济

1、主权债务危机将在较长时间内抑制欧洲经济复苏

虽然欧洲提出7500亿欧元的援助计划，但是还是难抑市场担忧，主要是因为：1、出口复苏难以完全弥补投资和消费下滑的缺口。尽管欧元对美元大幅贬值有力地推动了欧洲出口复苏，但欧盟成员间贸易占其总贸易量的65%，贬值对总体出口的刺激效果有限。2、而区域内贸易的逆差国多是债务问题相对严重的成员，被迫进行的财政紧缩将会使其消费需求显著下降，从而影响到顺差国对其的出口。

图表1：欧元区主要国家10年债务与GDP比值

欧盟成员国间的贸易量占比65%



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

欧元区部分国家裁减公营部门员工是财政紧缩计划的核心内容之一，而失业预期的持续高企以及福利水平下降将严重压制消费意愿。08年底开始实施的“旧车换现金”计划已透支大部分汽车消费需求，随着计划资金相继用尽（德国和奥地利已经终止）和优惠措施逐步淡出，下半年汽车销售将显著下滑。

图表2：为应对欧债危机，欧元区部分国家提出相应的财政收紧政策

希腊	从09年GDP占比13.6%下降到2014年的2.6%
西班牙	从09年GDP占比11.2%下降到2011年的6.5%
葡萄牙	从09年GDP占比7.3%下降到2013年的2.8%
意大利	计划未来2年至至少削减240亿欧元财政支出
英国	宣布了一项62亿英镑的赤字削减计划

数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

欧洲债务危机远未见底。7月份西班牙债务再融资高峰将会再次考验市场对欧洲国债的信心和欧盟应对危机的能力。债务危机进一步加大了经济复苏的不确定性，成员国之间的经济分化也日益严重。随着2010年二季度财政刺激效果衰减完毕，补库存过程接近尾声，下半年经济增长动能将会再次减弱。预计2010年GDP同比增速将不超过0.5%，呈现明显的前高后低走势。

2、美国经济持续强劲增长动力不足

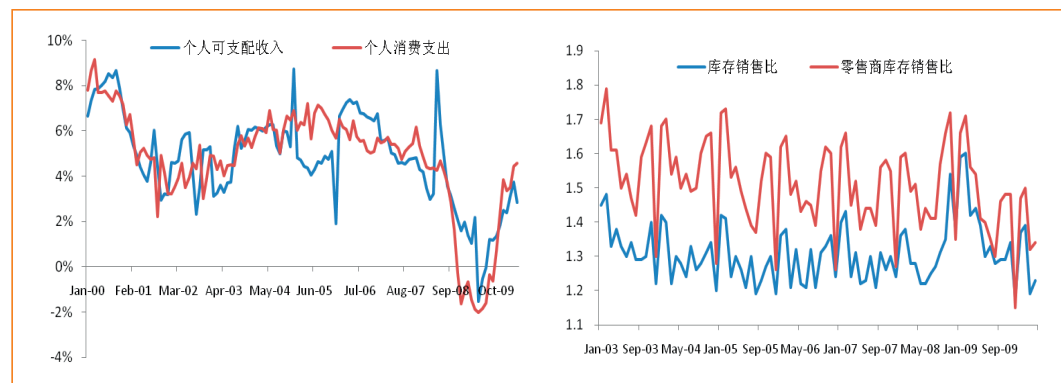
观察5月份美国相关数据，初步判断在下半年经济有可能出现一定的回落，主要原因是因应经济回落而推出的相关财政政策、库存调整以及居民消费阶段性增长对美国经济短

期刺激边际效应开始减弱。在此背景下，美国这一阶段超预期的复苏似乎已经走过了高峰，消费的超预期回落预示着目前的强劲复苏正在步入尾声，而接下来的两个季度有可能处于低增速增长阶段。

而从CPI的走势来看，尽管同比依旧保持在2%以上，但是环比出现了负增长，相较于大规模流动性释放下可能产生的通胀预期，更为担心年内向通缩方向发展的趋势，而这也从另一个侧面反映了消费中长期内处于疲弱的本质。

图表3：美国个人消费增长开始从高位回落

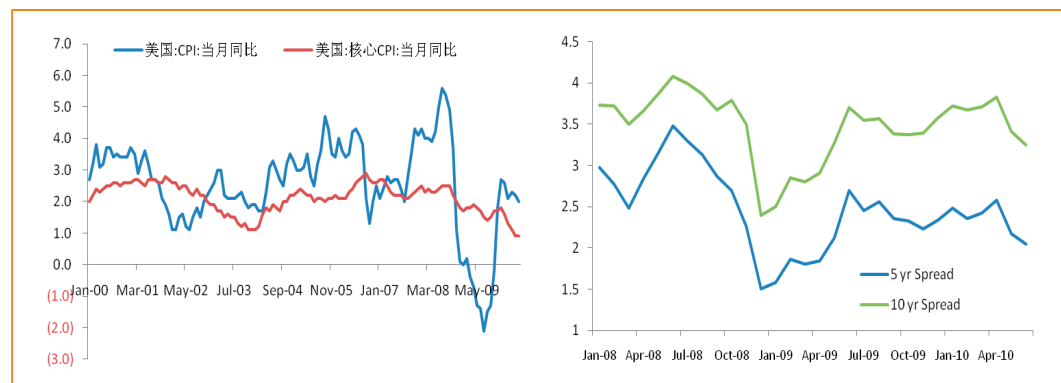
零售业库存销售重新回落



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

图表4：CPI走低降低期内加息的市场预期

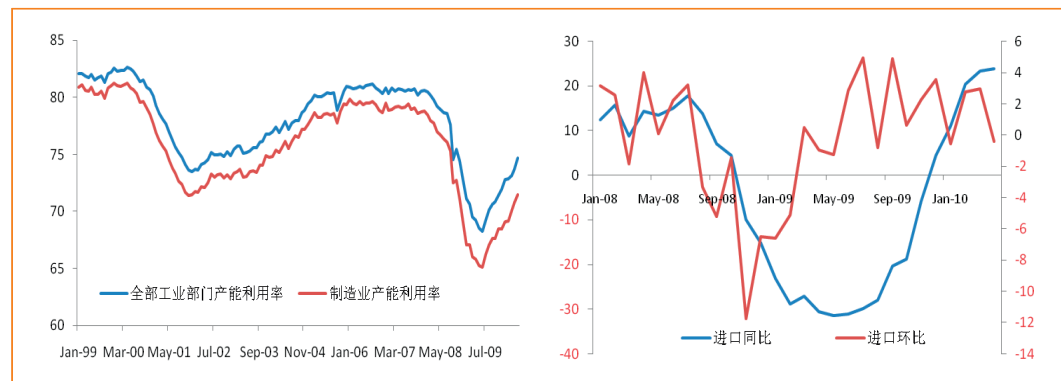
市场对通胀预期开始降低（美国国债与TIPS利差）



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

图表5：工业产能利用率仍然处于75%水平以下

对外贸易进口同、环比都开始快速回落



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

未来两年削减财政赤字对美国经济增速有负面影响。2011和2012 年GDP 增速应在2.8%的历史均值上下波动。一般认为，美国政府削减赤字会伴随经常项目逆差规模的下降和进口减少，这对未来两年中国的出口部门形成一定压力。

综上所述，在经历前期GDP较高速度的恢复，以美国为首的发达经济由于库存调整所带来的经济快速回升过后，未来一段时间经济是否能持续向好，如何克服欧元区疲弱以及自身周期性下滑的风险，将直接影响到中国的外贸出口，基于上述分析，中国下半年外贸增速有可能低于市场预期。

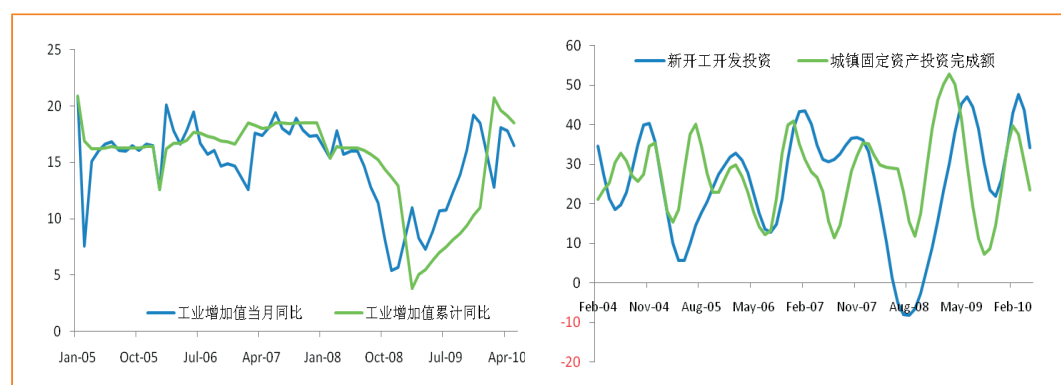
二、中国经济

1、经济增速开始回落

进入5月份，工业增加值增速小幅滑落，基期因素仍是主因。总需求扩张速度放缓，加上去年同期工业生产快速恢复，因此观察到同比增速的下滑，5月份，工业增加值同比增长17.8%，比上月低0.3 个百分点，累计增长19.1%，比上月低19.6个百分点。

图表6：工业增加值开始回落

固定资产投资及新开工项目较快回落



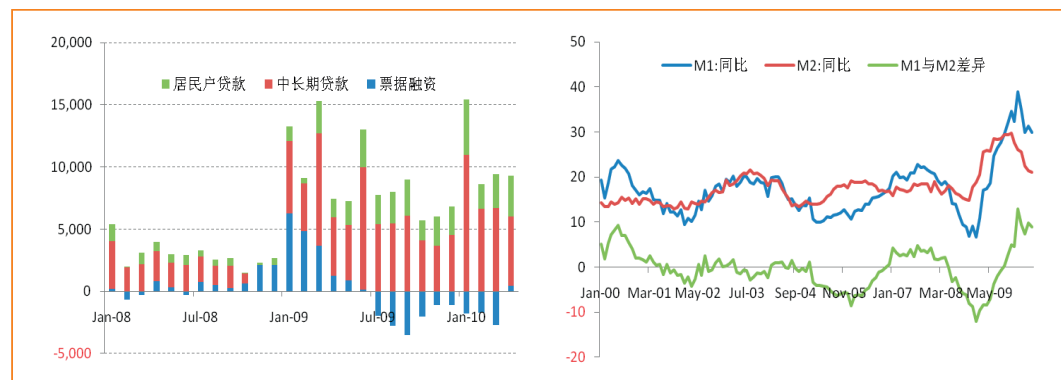
数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

2、中长期贷款占比开始下降，部分原因归为地产政策收紧所致

5月人民币新增贷款规模为6394亿，5月份，新增人民币贷款总额由4月份的7740亿元下降至6394亿元，但其中企业中长期贷款新增量则由4月份的3259亿元下降至3087亿元。3-5月份，企业中长期贷款持续性下降。房地产新政出台以后，涉房按揭贷款约占中长期贷款40%左右，这部分贷款将因房贷的收紧而出现收缩，而银行的信贷资产必然回流短期票据和长期债券，这样可能会推高短期票据的利率，压低长债的收益率。

图表7：中长期贷款持续性减少

货币供应速度明显回落



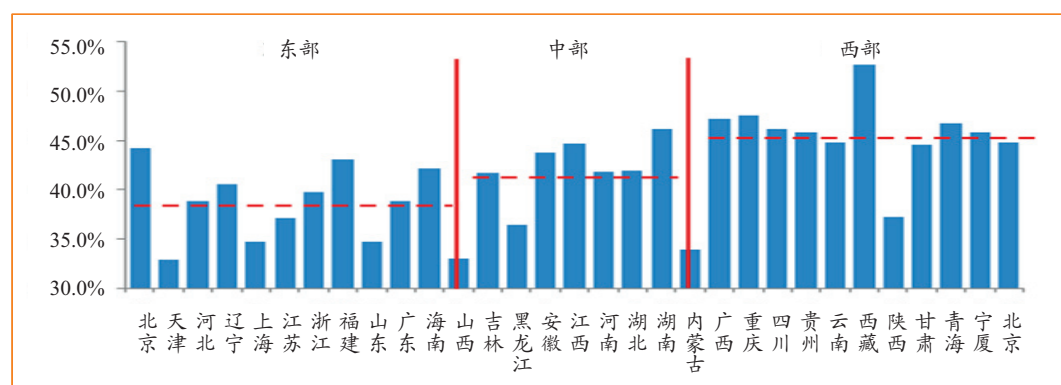
数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

3、社会报酬率上升带来的影响

数据发现：越是出口导向型的区域，劳动者报酬占比越低，我国东部地区劳动者报酬占GDP比重比西部低了7个百分点，比中部低了3个百分点。未来随着东部工资的加速上升，以及企业转移到中西部，可以预见这一比例在不同区域将趋同。这对于中西部的企业有利。

劳动力市场的发展短期内对于通胀影响可能较小，原因在于，目前的工资上涨多发生于出口相关制造业，这些行业产品属于国际定价，企业暂时很难将成本上升传导到最终产品上。因此，高企的工资将吞噬企业利润，企业也有更大的动机迁移到内地相对便宜的区域。然而，从长期来看，2015年人口结构拐点来临之后，全国范围的工资上涨也将涌现，引发通胀压力上升。

图表13：各地劳动报酬与GDP比重



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

劳动者报酬占GDP比重上升，意味着挤压资本在经济成果分配中的占比，导致资本回报率降低，因此对企业盈利不利。尤其是最近两年中国的技术进步速度已明显放慢，企业通过劳动生产率的提高来消化成本上升的难度加大，利润增长将被明显挤压。

4、下半年宏观经济环境的基本判断：

4.1 宏观环境处于传统行业尚未退出、新兴行业逐步兴起，二者并存的格局

当前处于经济转型过渡期，这将是一个较为长期的过程。长期以来，中国的经济结构始终处于一个失衡的状态。在经历本次金融危机后，政府坚定经济转型的决心，推出各项鼓励经济转型的政策。虽然有些行业出现方兴未艾的局面，但整体而言，新兴行业对GDP的贡献仍然不能替代传统工业，二者的替代过程将在一个较为长期的时间内始终存在，因此经济的增长内生性动力也处于替代转变的过程中。

4.2 经济增速回落速度影响政策的变化

经济新周期启动需要过渡期，过渡期内行业波动变化较为复杂，但虽然新兴行业不能完全替代传统行业对GDP的贡献，由于增速的下移，新兴行业的投资和消费的兴起是经济增长的期望所在。管理层对经济的关注是扩内需和调结构，对经济回落的速度容忍能力相对较强。这种形势下，就使得政策更趋于稳健和中性。

4.3 下半年宏观调控方向就是从增长到分配的演化，这是一个较为长期的影响因素

未来的中国经济理论上所发生的变化是政府主导型投资模式到达极致之后的回落以及通过社会分配问题的改革所带来的民生的改善，所以，按照这个逻辑，产业升级和消费的改善将是未来的转型期繁荣的基本投资线索。

三、A股市场运行趋势

1、今年上半年政策的轨迹是“一控（高房价）一保（经济过快回落）一引（新兴产业）”。市场对经济预期将随着这些政策次序逐渐改变，也可能分为三个阶段

第一阶段，“控”，自4月17日《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》发布以来，各地政府仍然在逐渐落实压房价的政策制定中，在这个阶段投资者将看到地产量价下跌，经济预期处于悲观状态中，高仓位将对市场形成重压，此过程还未结束，待一线城市都公布完压房价政策当是预期最悲观时刻；

第二阶段，“引”，5月9日，《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》公布，鼓励和引导民间资本进入法律法规未明确禁止准入的行业和领域。后期还将陆续出台财政对节能减排及新能源汽车的鼓励政策、低碳经济指导意见，其细则的公布将为投资者做出方向引导，其主要政策期在下半年；

第三阶段，“保”，防止因宏观调控政策的影响，经济过快的回落以及周边经济体出现“二次探底”再次对我国经济产生冲击。中西部城镇化建设速度有可能加快，推动投资重新回升进而减缓经济过快回落。这一阶段的不确定性较强，如果投资没有再次启动，经济有可能在一定增速范围内徘徊。

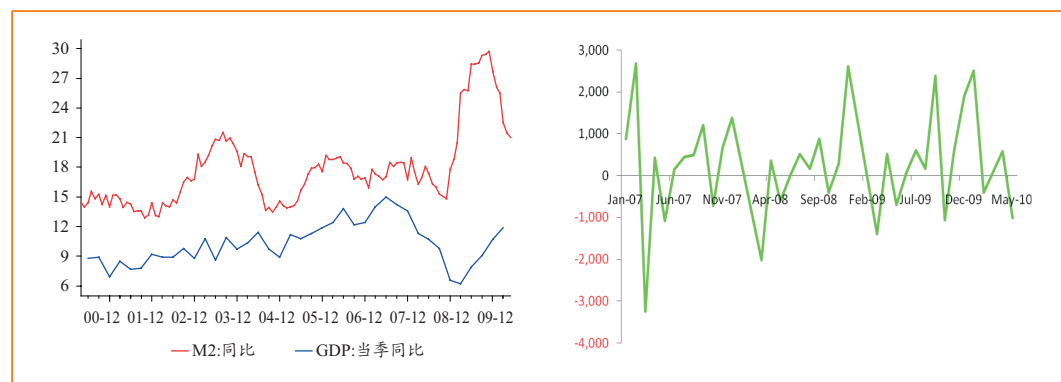
2、流动性很难转向，再度放松的概率不高

上半年货币政策的主要目标就是收缩流动性，当前市场普遍预期下半年流动性将得到释放，而我们预期市场流动性很难转向，流动性不可能根本性地放松的理由：1、企业贷款

意愿减弱抑制信贷投放增量。当前企业普遍预期经济前景不明朗，扩大生产意愿不强，银行中长期贷款持续回落就是一个佐证；2、货币供应增速对应潜在GDP增速在下半年是回落趋势，因此很难出现经济下滑而货币投放增长的局面。如果预期通过释放流动性推动投资进而来减缓GDP过快的回落，那将是再次回归到09年应对金融危机的老路上来，违背本次宏调的本意，因此，下半年流动性整体表现不会超过上半年水平（图表14）。

图表14：M2增速与GDP增长的同步性

上半年货币净投放呈现负增长



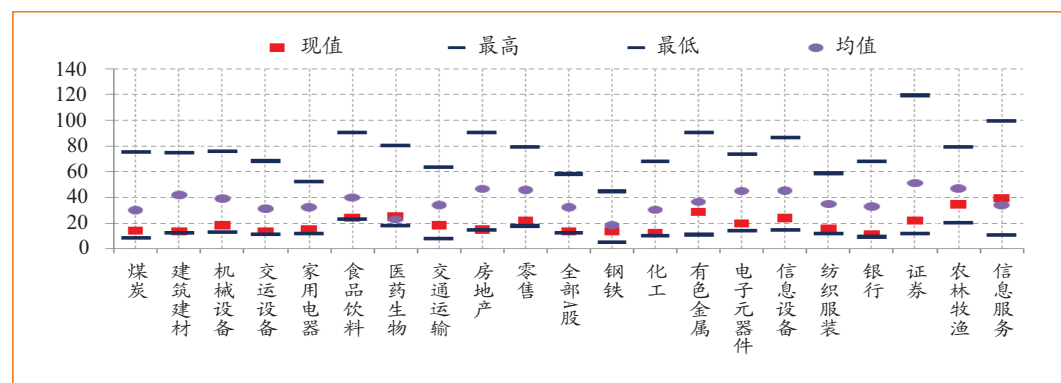
数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

3、市场对上市公司利润增速预期逐步下移

受宏观经济下行的影响，上市公司的利润将普遍受到影响，主要从两个角度体现出来：1、外贸型企业因外围经济体整体表现疲弱的影响，出口在下半年将有一定收缩。劳动力成本的上升，但又不能转移到产品价格上去的东部区域的企业，企业利润必受到挤压，如何应对这一影响是未来一段时间这类企业需要解决主要课题。2、中西部企业因区域经济提速以及城镇化的因素，上市公司利润回落速度较低。较比年初预期，上市公司的利润增速普遍有下调的空间。这也是当前A股市场价格回落的主要因素。

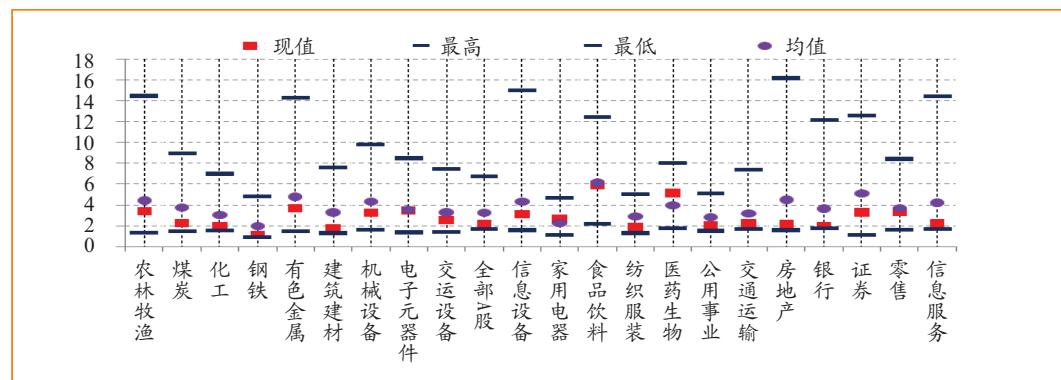
4、估值水平

图表15：各行业近十年PE估值



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

图表16：各行业近十年PB估值



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

通过对全部A股和各行业的最新动态PE、PB观察发现，周期类行业房地产、金融、钢铁、建材、煤炭、有色等无论是PE还是PB都处于历史上较低位置，而诸如农林牧渔、食品饮料、医药生物等弱周期行业则相对有一定的估值溢价，反应了当前市场弱势的基本特征。在大势不断走弱的格局下，资金进入到防御性品种，进而提升这类行业的市场估值。但综合判断A股，估值已经接近于近十年来的低位水平。

5、下半年A股运行趋势的基本判断：

5.1 影响股票市场的政策因素将逐步趋于稳健和中性

海外经济的动荡，国内经济的回落都约束了宏观政策进一步收紧的必要性和可行性。但在经济未出现大的波动的前提下，宏观调控也很难出现逆转。在不追求高速增长的前提下，管理层的政策更倾向于调结构和促内需上来。因此，经济增速重心下移也是管理层愿意看到的，因此各项政策更倾向于稳健和中性。在此前提下，股票市场缺少向上和向下运行的政策推力。

5.2 股指将在新的箱体内存续震荡运行

处于对未来不确定性的预期，A股从前期的一个箱体滑落至当前的位置区间，不但是反映上市公司利润的下降同时也是对未来经济景气的担忧。但当前市场之所以在2500点放缓了节奏，根本原因还是对以下三个方面存在分歧，第一，本次经济回落的时间和幅度判断不一致，进而反映在对底部的点位不能确定；第二，对今年下半年经济探底之后，2011年中国经济何时能够重新上升或者能否重新上升存在着分歧，这实际上就是对新的经济周期何时启动不能确定；第三，对世界经济长期趋势以及中国经济工业化能否顺利升级的分歧。这三个方面的分歧困扰着当前的股票市场，反映在指数上就是没有方向感。但这种分歧预计还将持续下去，直到上述三点中某个因素变得明朗或出现某些征兆，市场才有可能做出方向性的选择。在此之前，股指很有可能还是在当前的箱体内存续震荡运行。

5.3 流动性和业绩确定性的影响使得市场还是倾向于中小盘

基于对下半年流动性不能根本性放松以及经济处于回落的状态的判断，我们认为股票市场资金的缺乏使得大流通市值股票很难有系统性的上涨行情，而受到对企业利润回落

预期的影响，有限的资金更倾向于业绩较为确定的上市公司，进而推高部分中小盘个股的股价。在大市值股票缺乏系统性上涨行情的格局下，股指也很难出现系统性的单边上升行情，个股活跃程度可能更优于大势。

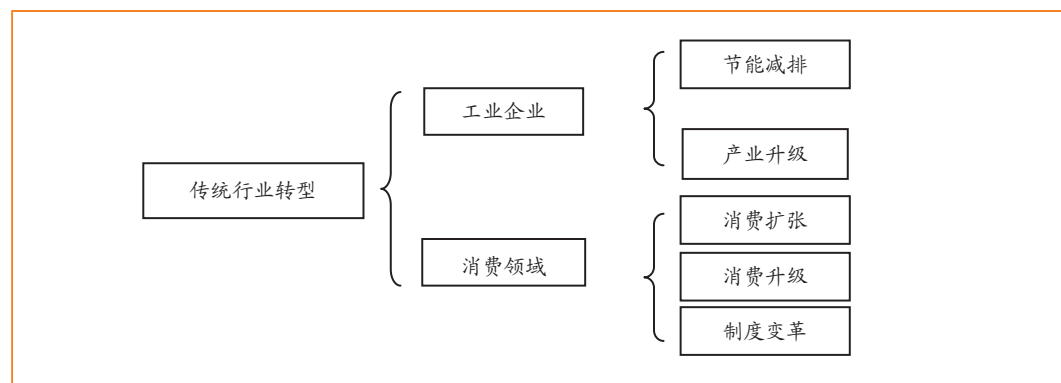
四、投资策略：

经济转型有两种，一种是经济自身发展到一定阶段，由于技术、或者消费能力的提升，出现了普遍的繁荣；另外一种是由于经济周期衰退，出于平滑周期波动的需要，从政策角度推动向新的生产方式或者消费模式转变，这个阶段往往是货币政策、财政政策、产业政策频出的阶段。

当前我国面临的经济转型中，新兴产业的崛起和传统产业的升级换代既是经济转型的动力，也是经济转型的内涵。信息、能源、消费和服务是转型动力的关键领域，其中信息和能源代表了新兴产业中发展前景较为确定的领域，消费和服务代表了传统领域升级换代的新动力，他们共同构成未来3-5年最大的投资机会。

1、传统行业转型带来的投资机会

传统产业在经济发展到一定阶段以后也面临转型的需求。这种转型将从两个方面作为切入点：1、工业企业主要以节能减排、压缩产能、产业升级为转型方向；2、民生关键则在消费领域，推动转型的动力通常来自于消费扩张、消费升级和制度变革，能够顺应这种转型趋势的商业模式通常能够在转型期中获得高成长，例如专业连锁模式、新兴消费产业以及受益制度变革的医疗行业。



在上述领域中，工业节能机会最大。原因为其短期内更容易受到政策刺激，市场空间会较为迅速的打开，而且技术已经基本成熟，涉及的产业链广泛，具有深厚的产业基础，从而短期具有爆发的增长空间。在交通节能领域，由于其电池技术目前还没有成熟，而且原来固有的产业难以在短期内被替代，所以目前依然处于技术投入阶段，其产业短期发展速度将不如工业节能。生活节能方面，由于其涉及到生活的各个领域，政策监控的力度实施将比较困难，所以短期内见效的程度也不如工业节能。核能领域的发展是一个中长期的过程，故在短期内的增长空间也不如工业节能。

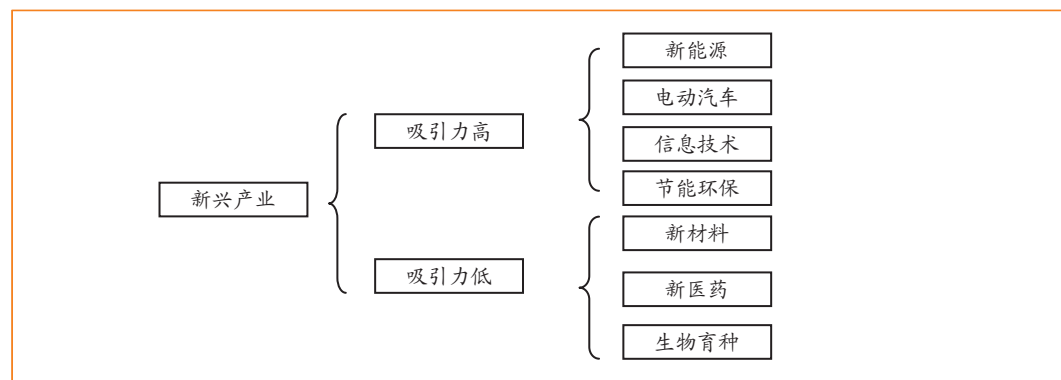
2、消费扩张、消费升级的本质就是消费结构的变化

首先是发现新的需求。政策推动是传统需求中创出新需求的主要因素之一。从市场潜

力来看，农村人口是未来的潜力本源。城镇化、消费升级等都将在广大农村地区推动消费的转型。其中，家电、医疗服务、建材装修、交通运输等行业都将受益。

3、新兴行业崛起带来的投资机会

中国整个新兴产业的发展仍处于起步阶段，相应的政策配套和扶持措施也尚未得到全面落实并发挥推动作用，也就是说，在未来相当长时期内，中国新兴产业仍将拥有广阔的市场需求和高速的成长性。



对于新兴行业选择对市场吸引力较高的产业，是当前最为合理的投资策略，但其中部分行业因产业政策或市场成熟度等问题，限制的行业的快速发展。因此，投资关注点更应当回归到细分子行业和个别企业上来。

综上所述，2010年下半年投资机会更多的会集中到传统产业的升级、消费领域的扩张以及新兴产业的创新上来。由于经济形势变化及新兴行业尚不能替代传统产业来推动经济保持较高速度的增长，因此，对于新兴行业也不能全面配置，从中观子行业、微观有成长性的企业这个角度来挖掘个股是下半年较为合理的投资策略。结合宏观经济和国家经济战略转型的格局我们看好的行业是：工业节能涉及的部分上市公司；交通运输方面的节能企业；生活节能的部分企业；核电方面掌握核心技术的公司；节能减排设备制造企业和合同能源管理企业；生产动力锂电池成组技术、成组应用技术和设备、动力电池集成系统产品的生产企业；拥有更多自主知识产权的生物制药企业、中药制药企业；物联网、3G增值服务、三网融合；农业育种和高科技养殖企业；拥有自主知识产权的钢铁、铝、铜、水泥、橡胶、树脂、玻璃等领域的新型材料生产企业。