

摘要

- 世界经济：**2011年欧洲经济将面临更多的不确定性。美国继续实行宽松的货币政策之后，欧洲政策退出困难重重：一是美联储持续量化，欧元中期升值压力上升，欧洲出口面临更大压力。二是欧洲整体的外部需求将受到限制，欧洲复苏将受制于美国复苏。三是欧洲面临更加困难的财政两难，继续扩张财政的可行性日益受限。随着美国政府支出开始削减，同时在资源价格高企的冲击下，11年一季度美国的库存调整与资本支出对经济的拉动可能转弱，随之而来的二季度将成为关键时间窗口，政府债务限额调整可能出现风险，预计此时经济复苏有可能陷入到反复状态。总体而言，欧美的复苏在2011年上半年相对偏弱，而在下半年存在动力回升的可能。
- 中国经济：**经济回落企稳后，企业利润率尚未处于下滑途中，预计到2011年三季度有可能谷底回升。2011年上半年，房价可能出现明显的松动，政策压力随之缓解，销售面积将在二季度初有可能迎来向上拐点。2011年世界经济整体将表现为缓慢复苏的态势，这将为我国带来更为稳定的出口环境。在基数原因的影响下，2011年贸易增速或较2010年略有回落，贸易顺差略低于2010年。而内需消费的长期因素并没有出现显著的改变，国内消费的增长或维持目前较快、稳定的态势。当前的通胀压力主要来自于输入性因素，但国内流动性宽松、供给短期受压制等原因又使输入性通胀的传导较为顺畅，初步判断2011年的通胀形势有望逐步缓解。通货膨胀在2011年一季度处于比较高的水平，加息是大概率事件。从紧的货币政策以及数量化调控手段可能持续到2011年三季度，一季度和四季度可能是全年流动性最好的时点，但也仅仅处于弱平衡状态。**总体而言，经济复苏的道路并不平坦，2011年中国经济仍可能面临阶段性的输入性通胀和货币政策紧缩的挑战，但是，我们认为短期的波动不会改变中长期复苏的步伐。**
- 2011年A股市场运行趋势及配置策略：**基于对周期的判断，整体市场的走势会呈震荡慢牛的态势。经济增长依靠制造业投资推动的模式虽然会出现效应递减，但只要进入新平台的稳定增长期，资本市场所表现出来的就是持续向好：

第一阶段，从现在开始到2011年2季度之前，基于工业增加值即将见底的复苏预期，市场整体的走势将呈一个震荡走高的格局。经济增速触底带来资源价格有望上涨，但是对通胀的调控使得估值提升过程较为复杂。市场将偏重于部分早周期行业：地产、汽车和家电等；资源类行业主要看好煤炭、有色、石油等行业。而地产产业链相关行业如银行、钢铁、建筑建材等也可以波段性看好。

第二阶段，时间进入到2011年2季度后，是复苏确认期。A股可能会面临增长动力需要进一步刺激的等待期，届时，汇率市场和商品市场波动会给整体市场带来较大的估值调整压力。2季度后虽然市场估值因预期而得到提升，但企业ROE还处于高位回落的环境，在ROE回落的约束下，持续地提升估值缺乏基本要素的支持，而流动性在2、3季度又可能弱于1季度。市场可能再次讨论经济周期复苏的内生性动力是否完全恢复。A股可能进入一个巩固整理期。部分估值较低的品种和板块就表现出相对的优势，配置上应倾向于业绩确定性较强的板块如商业零售、餐饮旅游、纺织服装、农产品等。

第三阶段，新的增长周期真正确立后的阶段。资本市场将会重归基本面的增长态势，市场的持续向好将会显现。基于处于新周期加速的启动阶段，结构性的变化将依然贯穿于整个行业轮动之中。行业轮动将沿着“房地产（银行）—有色—化工—钢铁”的存货周期复苏路径展开。另外，成长性最确定的先进制造业和相关的产业升级，未来需求空间也较大，增长速度较快的机械设备、化工、交运设备（高速）等行业都会受到市场关注。

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、预测等仅反映研究人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、欧洲经济

欧洲经济面临多重压力，2011年整体表现有可能弱于美国

2011年欧洲经济将面临更多的不确定性。美国继续实行宽松的货币政策之后，欧洲政策退出将困难重重：一是美联储持续量化，将使得美元中期波动的预期得到强化，欧元中期升值压力上升，欧洲出口面临更大压力。二是美联储持续宽松，代表美国经济复苏力度不够，欧洲整体的外部需求将受到限制，欧洲复苏将受制于美国复苏。三是欧洲面临更加困难的政策两难，从总需求水平和复苏现实看，欧洲可能仍然需要再维持一段时间的刺激政策，但是欧洲的债务问题隐患始终没有消除，特别是近期欧洲部分国家债务问题愈演愈烈，欧洲继续扩张财政的可行性日益受限，而继续放松货币又面临2%的通胀上限（图表1）。

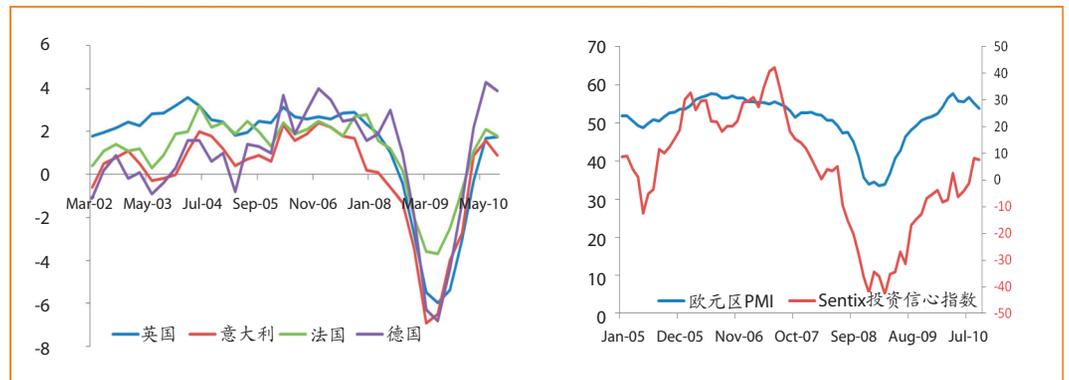
图表1：欧洲贸易开始出落态势？



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

欧洲在美国既定政策中的形势将更加复杂。欧洲的货币政策框架是基于严格的通货膨胀目标制度，消费者物价水平同比上涨2%即认为是达到欧元区通胀率目标区的上限。一般地，如果连续出现数月（比如3个月）高于2%，那欧元区将采取紧缩措施。2010年9月欧元区物价水平同比增长1.8%，而10月份物价水平又进一步上涨至1.9%，已接近2%的目标上限。从理论上讲，欧元区已经日益接近政策调整的时刻（IMF 原来也预计2010年第四季度欧洲或部分退出刺激政策），欧盟也原定于2010年12月讨论政策退出问题。

图表2：欧洲各国经济增长GDP

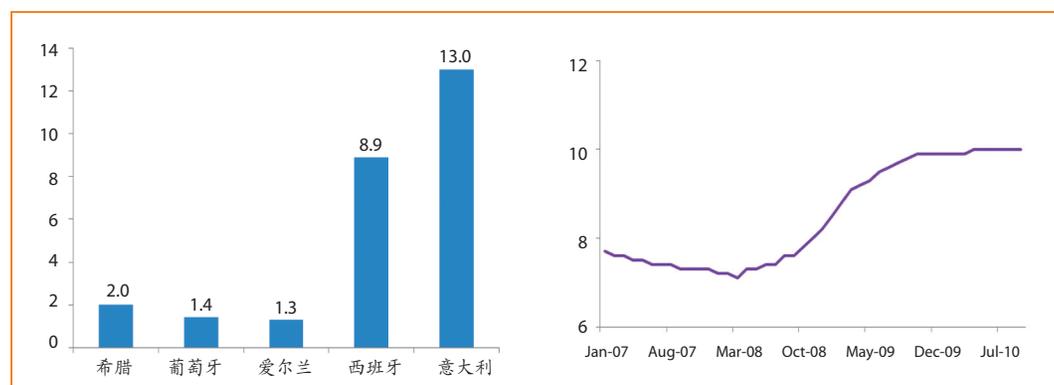


数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

欧洲债务问题演化为系统性风险的可能性很小，特别是欧元区中心国家德国和法国的经济形势相对向好（图表2），“欧猪五国”等债务问题可能不具有系统冲击性，不过债务问题始终是个隐患，这决定了：一是欧洲财政扩张的空间相对有限，欧洲也需要去杠杆；二是欧元的波动性将更加敏感（图表3）。欧元区更大的可能是沿着其严格的通货膨胀目标制来采取货币政策，欧洲政策退出的时间或早于美国，物价水平的高低决定了欧洲退出时机的早晚，预计欧洲的刺激政策退出可能在2011年第一季度末就出现。

图表3：欧洲五国财政赤字GDP占比

欧洲失业率与美国一样在高位徘徊



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

2、美国经济

2011年美国复苏关键取决于私人部门

2010年7月份后，美国经济数据显示复苏有放缓趋势，市场开始担忧美国经济将减速甚至“二次探底”（图表4）。我们认为，这只是复苏过程中常有的“中场休息”。究其原因是因为消费和企业的复苏尚未传导到就业市场，经济没有顺利从复苏第一阶段过渡到第二阶段。但近期就业数据显示，企业招工再度扩张，预示复苏从第一阶段向第二阶段的通道有可能已经打通。

另外，年底购物季的来临使得经济复苏的主动力——居民消费再度发力，可以预见美国经济或已进入有就业的二次复苏阶段。

图表4：美国GDP增长环比

美国GDP分项贡献情况



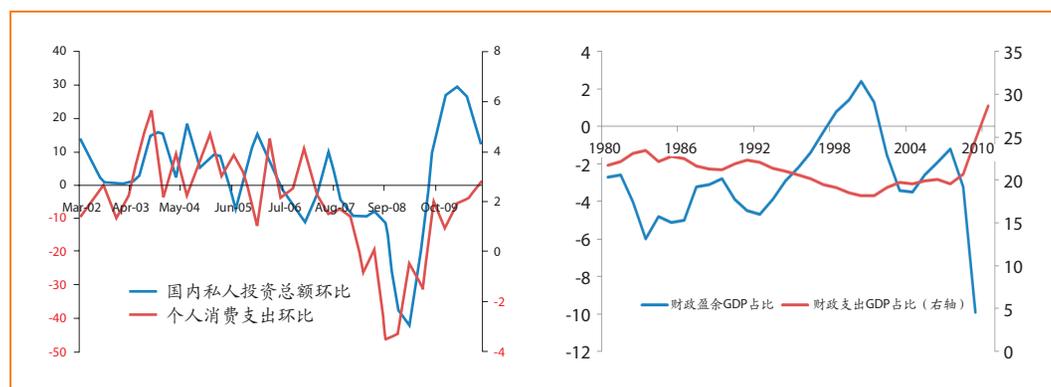
数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

2010年3季度美国经济环比增长折年率增长2.5%。其中3季度GDP增长的主动力是个人消费（贡献2%）、存货调整（贡献1.3%）、非住宅投资（贡献1%）。净出口以及住宅投资对GDP是负贡献。

预计2011年，经济刺激计划资金将大幅下降，市场或担忧美国经济将受到拖累。2010年下半年政府刺激资金已经开始下滑，但个人减税与援助金额的下降并没有明显影响到收入复苏趋势；公司税减免的下降也没有影响到企业生产和投资活动。一般而言，财政政策作为经济复苏过程中的催化剂而非决定因素，未来美国经济如何走，有可能更多取决于私人部门（图表5）。

图表5：私人部门中消费情况开始好转

美国财政盈余和支出占比

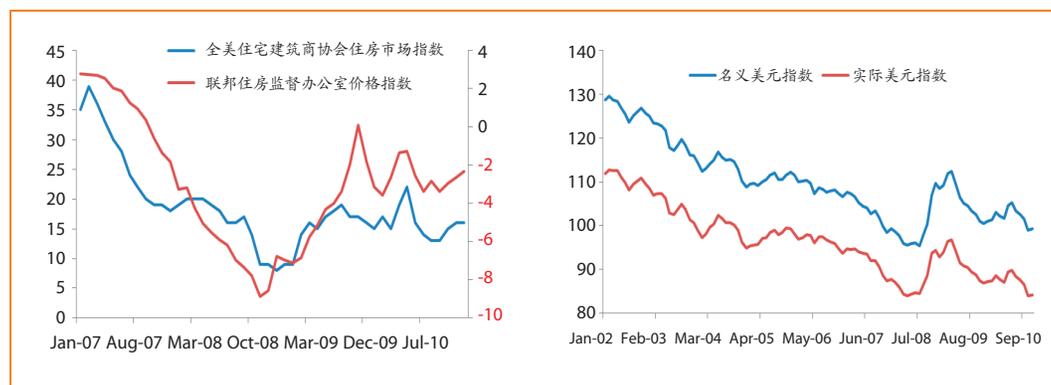


数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

受购房退税优惠计划到期及存货积压影响，美国房地产市场成交量在2010年中期创出历史新低。最近成交量有所反弹。从更长期的角度看，美国房地产市场可能已经触底。美国房地产价格已回落至安全水平。另外，不断上升的居民收入和被美联储压低的按揭贷款利率共同推高居民购房能力指数。随着就业市场的好转，2011年住房成交量趋势性上升概率较高（图表6）。

图表6：地产景气指数显示，行业正从谷底慢慢回升

美元指数因QE2受压始终在低位徘徊

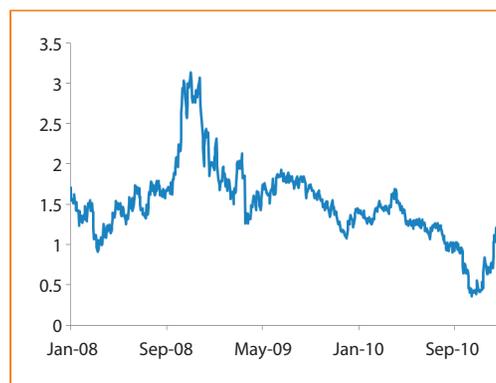


数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

弱美元不可能是一贯的走势，美国还必须通过“强美元”来维系资本的流入，为贸易逆差和财政赤字融资。如果美元持续贬值，将导致盈余国持有的外汇储备急剧缩水，这些国家可能被迫抛售美元资产，从而引发美国长期利率上升。为此，美国将走在一个弱美元的趋势中，但将不时地出现强美元的景象，美元指数将更加动荡（图表5、6）。

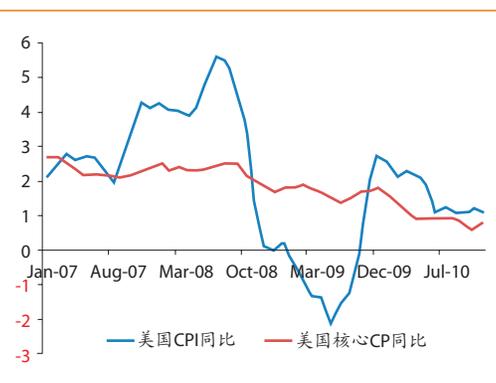
美联储重启国债购买以来，通胀预期已经大幅跳升。接下来就看就业，如果美国就业数据以当前的速率恢复，2011年下半年失业率就有可能下降至9%以下，届时美联储继续执行QE2的必要性不大。预计美联储有可能在2011年二季度左右提前终止QE2，到了下半年美国有可能采取升值甚至出售资产以回收流动性。考虑到市场从来都是预期反应，绝对不会等到失业率开始大幅下降，或者美联储自己说要中止QE2才去反向操作。一旦市场看到就业数据持续超预期，就会同2009年12月-2010年3月那样导致对流动性预期的逆转，从而导致资金撤离风险资产（图表8）。

图表7：美国TIPS（5年国债）大幅度升高



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

美国只有核心CPI上涨才预示避免通缩



反映通胀预期的美国5年期、10年期国债的TIPS，在美国QE2后大幅攀升，预示市场对未来一段时间美国通胀担忧，而为了防止出现通缩，美国可能更愿意看到自己通胀的发生，核心CPI是2011年重点关注的指标（图表7）。

图表8：美国就业数据高位徘徊还将持续一段时间



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

美元对主要货币汇率走势



综上所述，预计随着美国政府支出开始削减，同时在资源价格高企的冲击下，11年一季度库存调整与资本支出对经济的拉动可能转弱；随之而来的二季度将成为关键时间窗口，政府债务限额调整可能出现风险，预计此时经济复苏进度有可能陷入到反复状态，在财政政策的使用难以指望情况下，对于货币政策与第三轮定量宽松的预期将会加剧。欧洲

在财政紧缩的情况下，复苏进程则具有更多的不确定性，不但受到自身的政策约束，同时还要观察美国的复苏表现。但总体而言，欧美的复苏在2011年上半年相对偏弱，而在下半年存在动力回升的可能。

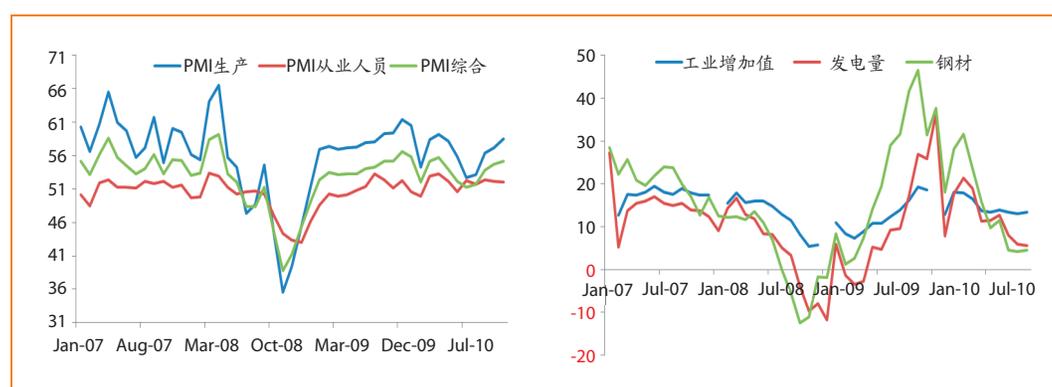
二、中国经济

1、经济谷底企稳基本确定

经过一轮周期性的回落后，中国经济领先指标如PMI同比增速开始逐步企稳。PMI同比增速从09年11月42%的高点开始下滑，至今年8月开始触底反弹。环比来看，2010年6月-3.3%触底，7月开始反弹，但短期环比有下行风险，倒推同比增速也会有短期回落。按照季节性环比增速调整的同比增速在2010年12月触底，2011年上半年将同比增速上行，7月份左右有可能出现回落态势（图表9）。

图表9：经济领先指标显示经济基本企稳

工业生产及工业品产量开始谷底回升



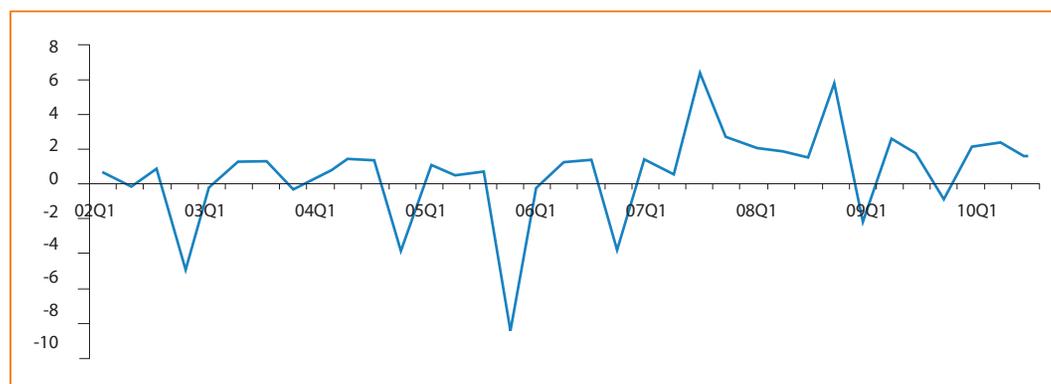
数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

2、企业利润率尚未企稳，上市公司ROE预计到2011年三季度有可能谷底回升

企业利润率水平自1998年以来出现了持续的上升，在经济危机的影响下有所下滑。2009年，上市公司季度ROE平均水平接近3%。特别是制造业ROE水平的提升一方面是因为中国经济的持续向好，另一方面则在于中高端制造业对与低端制造业的逐步替代所带来的整个ROE提升。

ROE同比增速仅是一个相对指标，从绝对水平上衡量ROE的上升空间同样重要。2010年制造业ROE水平已经回落到了历史平均水平。而从历史经验上看，单季度ROE低于均值的情况没有超过三个季度。因此，简单的用历史周期变动来看，制造业单季度见底有可能在2011年下半年之前显现，而这也是趋势性上升的第一步（图表10）。

图表10: 上市公司ROE(季度)从10年3季度开始回落



数据来源: 摩根士丹利华鑫基金研究

3、未来投资看点应当是制造业投资的回升

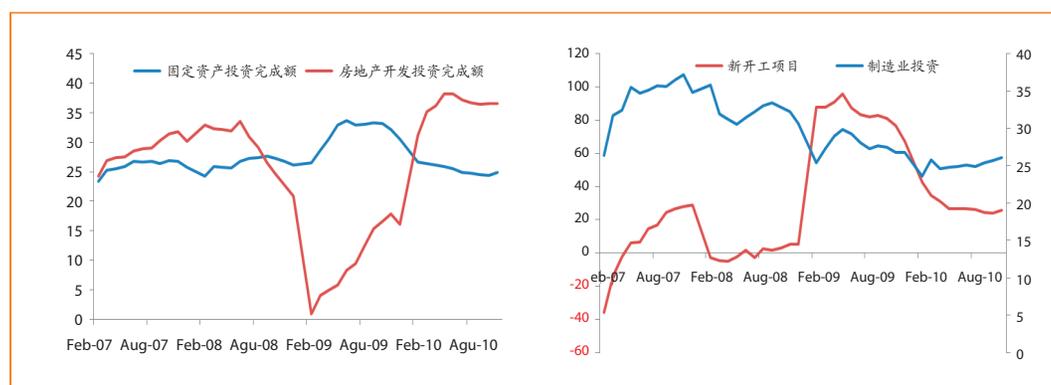
就目前的情形来看, 由于09年的透支性繁荣, 房地产成为持续调控的目标, 房屋价格没有明显下降, 政策压力依存, 而随着房地产融资渠道受限, 成屋库存的大幅增加。我们预计, 2011年一、二季度, 房价将出现明显的松动, 政策压力随之缓解, 刚性需求将得到有效释放。在短暂的销量下滑后, 将迎来销量的回升, 房地产销售面积将在二季度初迎来向上拐点, 而后进入恢复通道。同时, 滞后于销售, 新开工项目也将于3-5个月后迎来低点, 但是, 经过本次的政策调控, 地产商对于加大生产将变得谨慎, 因此, 新开工无法如09年一样迅速井喷。

2010年房地产销售额维持快速增长, 政府“保供给”的政策推出后, 2011年房地产投资增速达到20%以上是大概率事件。可能的高估风险在于开发商在已开工的情况下由于资金和政策的关系无法继续施工。但是无论在基本面还是政策面, 这种风险不大。

而中国制造业投资在经济中的比重已经持续下滑3年, 未来中国工业的相对规模面临长期回落的趋势。但就2011年来讲, 制造业下游的投资消费和出口等方面的需求仍然维持较为旺盛的趋势。因此, 制造业投资在需求的支撑下有望表现为软着陆的态势(图表11)。

图表11: 在相关政策压制下投资结束快速上升的势头

新开工项目及制造业投资都处于相对低位



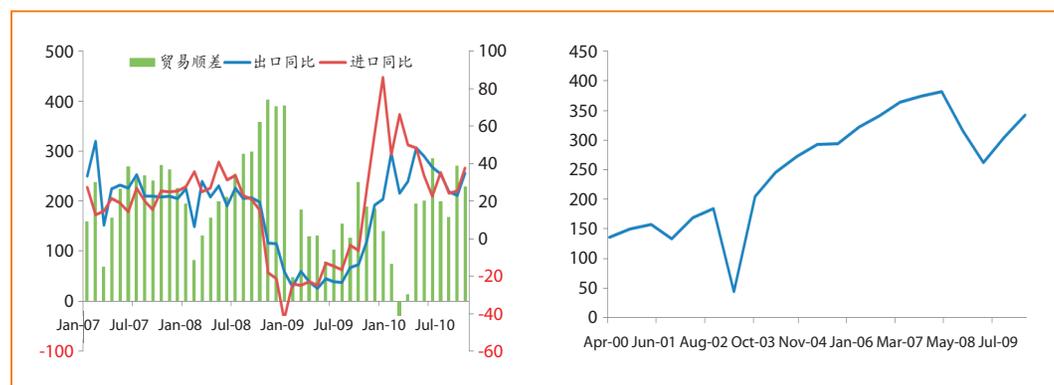
数据来源: 摩根士丹利华鑫基金研究

4、外贸出口增长有望更加稳定

2011年世界经济整体将表现为缓慢复苏的态势，这将为我国带来更为稳定的出口环境。其中，发达经济体在生产持续恢复的情况下，失业率或出现下降并带动消费的复苏。发展中经济体将表现为和中国类似的情况，即逐步实现内生性复苏。这种格局将在一定程度上改变当前中国出口需求的结构，即投资品需求减弱，消费品需求增强。我们判断，在基数原因的影响下，2011年的进出口增速或较今年略有回落，贸易顺差略低于2010年（图表12）。

图表12：中国贸易进出口及顺差情况

广交会数据是预期未来外贸情况的窗口



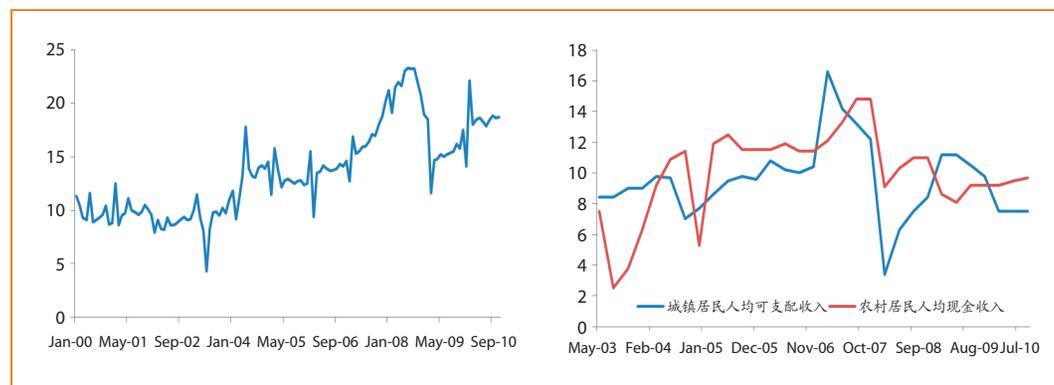
数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

5、消费较快增长的态势将持续

影响2011年内需消费的长期因素相对于今年并没有出现显著的改变，即，人口总量和结构的变化推动工资水平较快上涨、经济发展阶段促进消费升级、政策支持内需消费等。但是，在短期我们也看不到消费会爆发式增长的可能。首先，2008年以来居民收入并没有出现加速上升的迹象；其次，短期物价的上行已经使消费结构出现压缩可选消费，增加必须消费的现象，这意味着居民消费能力和消费意愿的增加并不强劲。因此，我们判断2011年国内消费的增长或维持目前较快、稳定的态势（图表13）。

图表13：社会零售总额同比

城镇农村居民收入同比



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

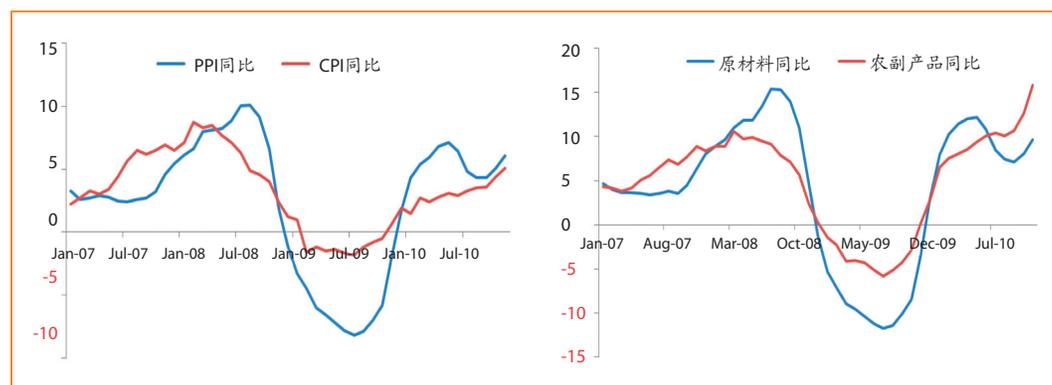
6、通胀将是2011年市场分歧最大的问题

2010年下半年，在经济回落的情形下，CPI却逐季攀升，通胀形势和通胀预期在四季度有所加剧。我们认为，当前的通胀主要是受输入性因素主导，并在国内推行节能减排的影响下加剧。但是，我们并不认为这种阶段性的“滞胀”具有持续性，从周期的角度看，现在可能已经是下半年开始的“滞胀倾向”的末期，初步判断2011年的通胀形势有望逐步缓解（图表14）。

6.1 国内外因素共同作用，短期推高通胀水平。 CPI指数在7、8、10月出现了显著的超季节规律的环比上涨，PPI也在工业增加值回落的情况下持续上涨，国内通胀压力增大，通胀预期强烈。通过对价格变化特征的分析，我们判断当前的通胀压力主要来自于输入性因素，但国内流动性宽松、供给短期受压制等原因又使输入性通胀的传导较为顺畅（图表14）。

图表14：接下来要观察PPI上升是否传导给CPI

上游价格趋势性上涨，价格传导压力加大



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

6.2 进口产品结构偏能源、原材料加剧价格波动。按照金额计算，2010年中国进口产品中，能源、原材料的占比达到了49.5%。下半年，国际大宗商品价格出现了新一轮的快速上涨。虽然原油价格上涨并不剧烈，但有色金属、大宗农产品等上涨幅度较大。

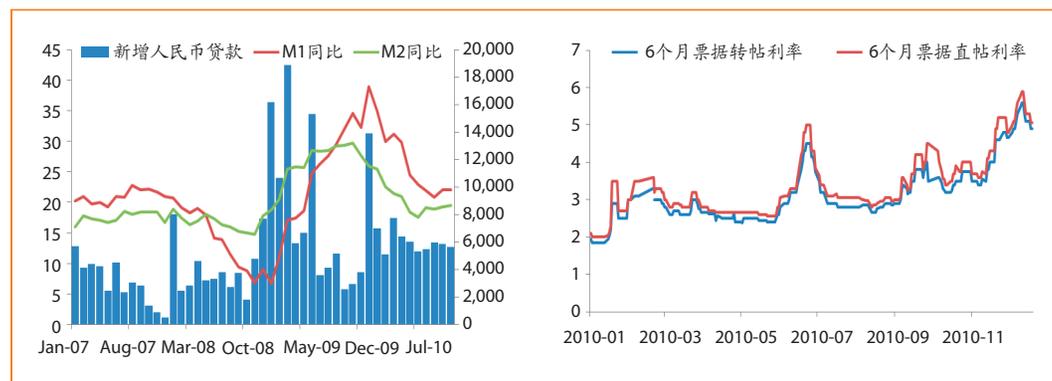
6.3 价格传导路径清晰。海外大宗商品向国内价格的传导一方面通过进口商品价格的波动，另一方面也通过国内商品期货市场来反映。从整体价格看，CRB指数和中国进口商品价格指数以及PPI的拟合度较高，且存在2个月左右的领先性；从产业链看，近期相关大宗商品对CPI中权重较高的食品、衣着也存在着较为显著的从上游到下游的传导。虽然2011年CPI有望逐季回落，但并不能排除经济再次受到阶段性的输入通胀冲击，以及其对需求面和企业盈利造成的负面影响。

7、信贷投放较为均衡、利率变化将跟经济表现

预计从紧的货币政策以及数量化调控手段可能持续到2011年三季度，全年的信贷总量将控制在6.5万亿-7万亿左右。从历史的经验来看，如果全年的贷款额度偏低，那么银行的信贷分布就会出现严重的失衡，因为抢先放贷的银行将从中受益，从而导致一季度信贷占比偏大。考虑到2011年实体经济增长速度在9%左右，通货膨胀大部分时间高于4%，那么

全年流动性相对偏紧，一季度和四季度是全年流动性最好的时点，但也仅仅处于弱平衡状态。如果2季度通货膨胀反复，政策存在加码的可能性，届时流动性可能比我们目前所预测的更为紧张（图表15）。

图表15： 预计2011年货币供应增速16%回归均值水平 贴现利率上升反应资金情况趋紧



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

利率水平的变化是观察资金松紧的重要指标之一，一方面利率上升的幅度（扣除法定利率变化的部分）可以及时反映出流动性的松紧；另一方面，在风险溢价不变的情况下短期利率的上升意味着资金成本太高，使得股票估值中枢面临下降压力。在央行近期连续2次上调准备金率之后，我们观察到银行间市场的利率水平全面抬升。其中6个月票据转贴利率和直贴利率已超过9月末的阶段高点。如果进一步考察中长期债券收益率，预计2011年一季度仍然有进一步上升的可能性。一方面，由于临近春节，蔬菜、禽肉等农副产品价格都会出现季节性的上涨，通货膨胀在2011年一季度处于比较高的水平，加息是大概率事件。另一方面，如果一季度银行抢先放贷，在流动性总量抽紧的压力下，债券类资产将被继续抛售，从而推高收益率（图表15）。

概括而言，我们认为2011年流动性处于弱平衡状态。其中一季度（信贷大量投放期）和四季度（通胀快速下降期）流动性好于二、三季度。

8、2011年宏观经济总体判断：

2011年中国经济有望延续内生性复苏步伐。我们判断2011年中国经济整体将表现为稳健增长、温和通胀的态势。在目前财政、货币政策持续收缩的背景下，三驾马车仍能维持快速增长的态势，这让我们看到了强劲的内生性增长动力。

2011年国内外需求有望得到平稳释放，这将有助于中国经济增长逐步恢复至潜在增长率以上的水平。

短期通胀的超季节规律上涨并不意味着经济已经过热，而是主要来自于输入性因素、通胀预期的攀升，以及节能减排的影响，并不能以此判断潜在经济增长率已经显著回落。在2011年经济、政策环境转变的影响下，形成通胀的因素有望得到缓解。

总体而言，经济复苏的道路并不平坦，2011年中国经济仍可能面临阶段性的输入性通胀和货币政策紧缩的挑战，但是，我们认为短期的波动不会改变中长期复苏的步伐。

三、A股市场走势判断

基于对2011年宏观经济整体的分析和判断，我们将2011年市场走势分成三个阶段来阐述：

第一阶段，从现在开始到2011年2季度之前，基于工业增加值即将见底的复苏预期，整体市场的走势将呈一个震荡走高的格局。

从2011年开始，中国经济所迎来的将是一个新的经济周期起点；而这个周期的根本动力则在于制造业投资所引致的资本扩张和产业升级。中国正处在从制造业大国向制造业强国转型的过程中，我们也已经看到了其内部所发生的显著结构性变化。

而从短期数据来看，宏观经济经过前期增速下滑后，各项指标显示经济已经处于回升状态，但回升动力还需要进一步确认，接下来的一段时间最大的不确定性还是通胀，这也是今后政策调整的一个主要影响因素。目前关于通胀的分歧已经转变到通胀的高点出现的时间，是2011年的1季度还是2季度？这点对市场布局的影响是非常关键的。如果在2011年1季度见顶，随后逐步回落，那么通货膨胀相关的政策紧缩的高峰可能在2011年1季度出现。在这种情景中，1季度经济基本面的表现就是工业增长明显恢复，通胀处于回落通道，市场参与者届时展望2季度将是高增长、低通胀的局面，这种宏观环境总体而言对市场是比较有利的。而在市场流动性上，正如前面对信贷投放的分析那样，1季度和4季度在流动性上是强于2、3季度。基于流动性的相对宽裕和对经济重拾上升轨道的预期，市场在1季度震荡走高的格局是可以预期的。

第二阶段，复苏确认期A股可能会面临增长动力的进一步刺激的等待期。届时，汇率市场和商品市场波动会给整体市场带来较大的估值调整压力。

2011年2季度左右的时间，市场基于复苏的预期整体震荡走高，估值也得到了一定提升，但从上市公司ROE经验数据来看，一般上市公司ROE从高点到低点时间周期均值在3-4个季度。按照周期性来看ROE从2010年3季度开始回落，预计最快将在2011年2、3季度见底。因此时间进入到2季度后市场会面临市场估值因预期而得到提升，但企业ROE还处于高位回落的环境，在ROE回落的约束下，持续地提升估值缺乏基本要素的支持，而流动性在2、3季度有可能弱于1季度。届时，市场可能再次讨论经济周期复苏的内生性动力是否完全恢复，A股可能进入一个巩固整理期。

第三阶段，在新的增长周期真正确立后的阶段，资本市场将会重归基本面的增长态势，资本市场的持续向好将会显现。

在此阶段中对于价格敏感的上游行业，如有色，煤炭等，率先随着房地产的复苏而恢复，就处于中上游的钢铁、化工来看，基于房地产行业的投资恢复的增量贡献相对有限。行业轮动将沿着“房地产（银行）—有色—化工—钢铁”的存货周期复苏路径展开，同时，基于2011年处于新周期加速的启动阶段，结构性的变化将依然贯穿于整个行业轮动之中。

综合上述三个阶段，我们认为2011年基于对周期的判断，整体市场的走势会呈震荡慢牛的态势。经济增长依靠制造业投资推动的模式虽然会出现效应递减，但只要进入新平台的稳定增长期，资本市场所表现出来的就是持续向好。

A股全市场及行业估值情况：

运用DDM的三阶段模型，分三种情景估值，乐观、中性、悲观情景下，我们分别假设11年上市公司利润增速22%、18%、14%，分阶段敏感性分析，得出估值中枢为3200、顶部为3800、底部为2500（图表16）。

图表16：上证综合指数2011年敏感分析

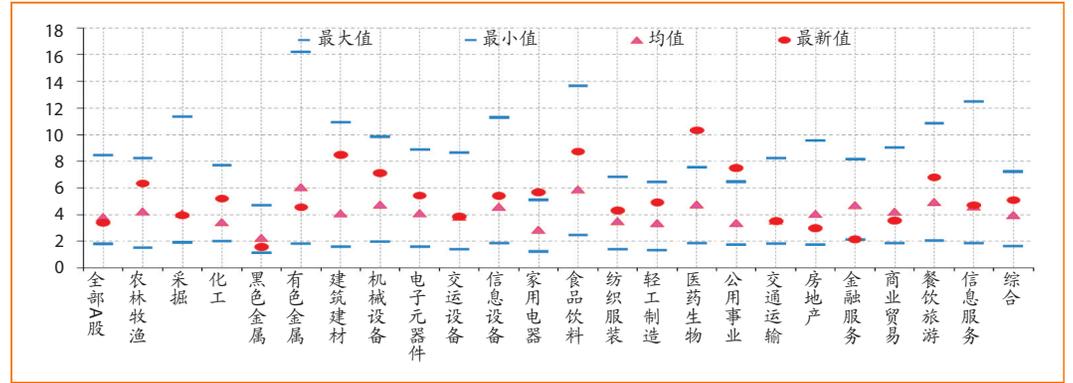
| 增长率 指数位 | 22% | | 18% | | 14% | |
|-------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| | ROE% | 15.359 | ROE% | 14.910 | ROE% | 14.457 |
| | PE | PB | PE | PB | PE | PB |
| 4000 | 20.758 | 3.188 | 21.462 | 3.200 | 22.215 | 3.212 |
| 3900 | 20.239 | 3.109 | 20.925 | 3.120 | 21.660 | 3.131 |
| 3800 | 19.720 | 3.029 | 20.389 | 3.040 | 21.104 | 3.051 |
| 3700 | 19.201 | 2.949 | 19.852 | 2.960 | 20.549 | 2.971 |
| 3600 | 18.682 | 2.870 | 19.316 | 2.880 | 19.993 | 2.890 |
| 3500 | 18.163 | 2.790 | 18.779 | 2.800 | 19.438 | 2.810 |
| 3400 | 17.645 | 2.710 | 18.243 | 2.720 | 18.883 | 2.730 |
| 3300 | 17.126 | 2.630 | 17.706 | 2.640 | 18.327 | 2.650 |
| 3200 | 16.607 | 2.551 | 17.170 | 2.560 | 17.772 | 2.569 |
| 3100 | 16.088 | 2.471 | 16.633 | 2.480 | 17.217 | 2.489 |
| 3000 | 15.569 | 2.391 | 16.096 | 2.400 | 16.661 | 2.409 |
| 2900 | 15.050 | 2.312 | 15.560 | 2.320 | 16.106 | 2.328 |
| 2800 | 14.531 | 2.232 | 15.023 | 2.240 | 15.550 | 2.248 |
| 2700 | 14.012 | 2.152 | 14.487 | 2.160 | 14.995 | 2.168 |
| 2600 | 13.493 | 2.072 | 13.950 | 2.080 | 14.440 | 2.088 |
| 2500 | 12.974 | 1.993 | 13.414 | 2.000 | 13.884 | 2.007 |
| 2400 | 12.455 | 1.913 | 12.877 | 1.920 | 13.329 | 1.927 |
| 2300 | 11.936 | 1.833 | 12.341 | 1.840 | 12.774 | 1.847 |
| 2200 | 11.417 | 1.754 | 11.804 | 1.760 | 12.218 | 1.766 |
| 2100 | 10.898 | 1.674 | 11.268 | 1.680 | 11.663 | 1.686 |
| 2000 | 10.379 | 1.594 | 10.731 | 1.600 | 11.107 | 1.606 |
| 1900 | 9.860 | 1.514 | 10.194 | 1.520 | 10.552 | 1.526 |
| 1800 | 9.341 | 1.435 | 9.658 | 1.440 | 9.997 | 1.445 |
| 1700 | 8.822 | 1.355 | 9.121 | 1.360 | 9.441 | 1.365 |
| 1600 | 8.303 | 1.275 | 8.585 | 1.280 | 8.886 | 1.285 |
| 1500 | 7.784 | 1.196 | 8.048 | 1.200 | 8.331 | 1.204 |

数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

观察近十年来各行业估值水平，目前全市场PB估值处于均值水平，而PE则处于较低水平，究其原因主要是利润占比较高的银行、地产以及煤炭、有色、钢铁等周期类个股估值普遍偏低，以加权平均计算的PE无疑会处于较低水平。弱周期行业医药、食品饮料、商业零售等行业依然是市场较为青睐的板块，由于其业绩的相对确定，估值始终处于高位徘徊（图表17、18）。

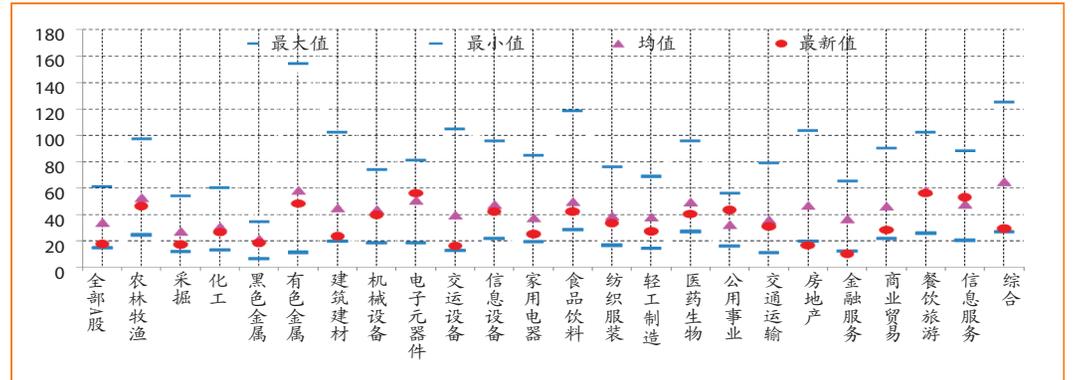
行业估值情况：

图表17：近10年来各行业PB水平



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

图表18：近10年来各行业PE水平



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

四、2011年投资策略

第一阶段（从现在开始——2011年2季度前）在配置上，基于复苏预期的前周期行业如房地产、汽车、资源品将有较好的表现。

虽然经济增速触底，但全年经济增速依然回落，11年社会库存上半年处于上升周期，中游制造业将面临需求回落和成本上升的压力。

图表19：工业增加值与上证指数同步性



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

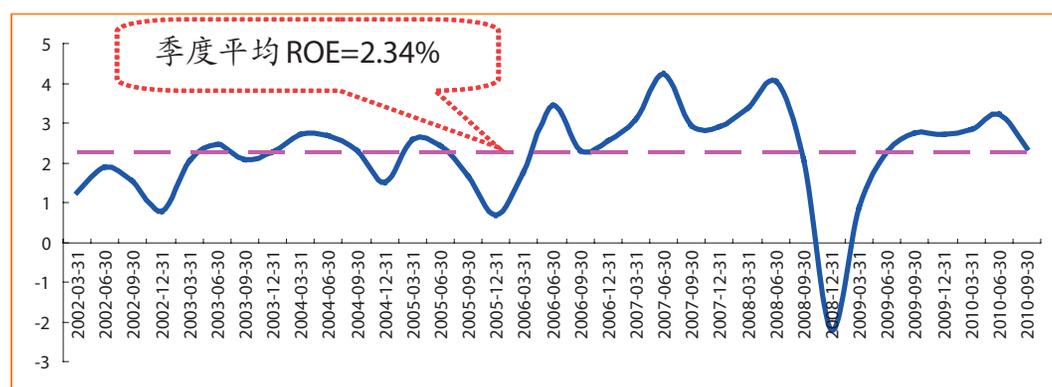
在实体经济运行迈过复苏期并向新周期演进的阶段，支撑实体经济运行的并不在于库存行为的波动，增量需求产生持续动力是根本。因此，从短期因素来讲，政策、流动性、预期等方面的因素对市场的波动性贡献较大；而从中期因素上讲，企业的盈利（ROE）更具根本性。接下来的时间，资本市场的走势和实体增长与盈利的关系更为密切，资本市场运行的根本动因是——企业盈利。EPS变动和PE的变动是股票价格上涨的主要推动动力（图表19）。

与此同时，经济增速触底带来资源价格有望上涨，但是对通胀的调控使得估值提升。因此，经济增速触底最先受益的应该是早周期的行业。市场将偏重于部分早周期行业：地产、汽车和家电等；资源类行业主要看好煤炭、有色、石油等行业。而地产产业链相关行业如银行、钢铁、建筑建材等也可以波段性看好。

第二阶段（2011年2季度左右）在配置上，注重低估值的防御品种。

经过第一阶段估值提升后，各板块估值恢复较为明显，但由于企业ROE仍处于回落状态，表现出ROE与估值水平不匹配的现象，市场在此环境下有可能出现估值的修正，而部分估值较低的品种和板块就表现出相对的估值优势，配置上应倾向于业绩确定性较强的板块如商业零售、餐饮旅游、纺织服装、农产品等（图表20）。

图表20：上市公司单季ROE处于下降阶段，抑制股指进一步上升



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

第三阶段（2011年3、4季度）这个阶段的配置则是基于我们上面所说的中周期核心动力而展开，如设备制造业、设备制造材料类及设备辅助设备类行业。周期加速进入平稳阶段，经济增速为年内最高，市场对企业盈余趋于理性，PPI不断走高对中下游需求和盈利产生冲击，这时候的策略是持有未来繁荣期的主导产业，最确定的是先进制造业和相关的产业升级，预计未来需求空间较大，增长速度较快的机械设备、化工、交运设备（高速）、船舶制造等行业都会受到市场青睐。

综上所述，2011年是一个新的经济周期来临的开始年，行业板块轮动较为明显，股指上行也不会一帆风顺。在十二五开始年的投资将遵循以经济基本面为基础，参考流动性变化，跟随行业轮动的规律来配置资产。