摩根士丹利华鑫基金

MORGAN STANLEY HUAXIN FUNDS

2011年2季度A股投资策略报告

2011年4月6日

摘 要

- **世界经济**：美欧通胀压力浮现，全球通胀有可能再次抬头。发达国家与新兴市场通胀的短期“脱钩”是产出缺口不同步、以及由此导致的货币政策分歧所产生的暂时现象。近期美欧通胀预期已显著走高，通胀压力正逐步显现。全球通胀压力再次抬头势必迫使欧美逐步回归抵御通胀的阵营，从而舒缓全球货币政策不匹配给新兴市场造成的通胀压力。欧洲通胀已超过政策目标2%，通胀预期连续走高，欧洲央行已开始暗示考虑加息，因此很可能会在第二季度先于美国加息，但为了继续稳定金融市场和国债市场，非常规的货币政策仍将延续，3-5月份欧洲债务危机仍有可能掀起波澜。在此背景下，欧美货币政策回归正常化的路径和节奏将会有所差异。

- **中国经济**：虽然国内经济数据出现季节性回落，但是通胀压力并未缓解，未来货币超发因素对通胀的推动力将有所弱化，而劳动力成本上升等中长期因素和气候等短期因素对通胀的推动作用将会更加突出，同时高油价导致的输入性通胀将加剧国内中长期通胀的压力，因此央行在4月中上旬经济数据公布之前存在再次加息的可能性。另一方面，保障房的建设为接下来经济增长在投资方面提供了亮点，制造业的投资有可能出现回升的态势，未来的投资增量还是政府驱动下的投资项目。**总体而言，经济复苏的道路并不平坦，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。**

- **2季度A股市场运行趋势**：在上有通胀高位徘徊的压力、下有经济基本面支持的情况下，市场呈现出区间震荡、上下两难的格局，但具有方向性变化的影响因素也在逐步积累过程中，未来市场将继续等待进一步的明确信号。我们认为多数负面因素影响将在2季度上半段逐渐淡化，届时市场将重回震荡上行趋势，即使出现短期回调也不会改变中期震荡上行的大趋势。但在目前通胀压力没有出现明显缓解的前提下，市场上行还需等待影响因素的明朗化，其中三方面信号将成为强化该判断的重要催化剂，即流动性未出现偏紧现象、保障房建设项目进展理想、4月份宏观数据有利于市场做多情绪。我们判断上述因素都有可能向积极方面演进，而市场对于加息、上调存款准备金率等货币政策的负面反应也将逐渐缓和，因此判断市场在2季度有可能走出震荡上行的走势，但整个过程较为反复和复杂。

- **配置策略**：1、在经济增长推动力上，未来有两个催化剂——中西部即将进入投资高潮期、保障房建设的全面推进。从区域看，主要特征为中西部投资显著快于东部，中西部尤其是西部（以西藏、新疆为代表）投资受益的公司更值得关注，市场在震荡中继续关注相关化工、建材、钢铁、机械等行业。2、新兴战略行业的标的上，应当主要关注政府财政支持的行业。其中，高铁可以看成11年全年的投资板块，而节能环保、新材料、新能源、海洋工程则是波段性行情。我们预计高油价时代即将来临，而高油价衍生的行业投资机会也是未来一段时间阶段性操作的重点。3、传统产业的产能利用率较高说明传统产业的景气度在提升。保障房建设资金逐步到位，新的投资预期逐步被市场确认。在此背景下，与投资相关的周期性行业存在景气回升的投资机会，基础化工、钢铁、煤炭、工程机械等行业应当被看好。

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结果，也不构成任何对投资人的投资建议或担保。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。

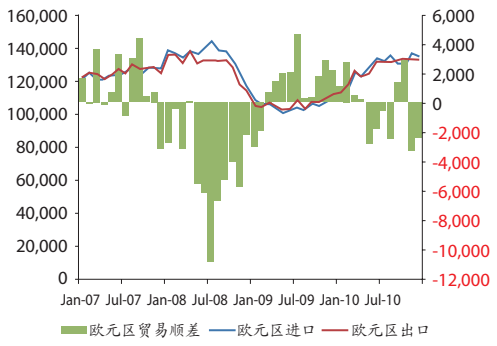
一、世界经济

1、欧洲经济

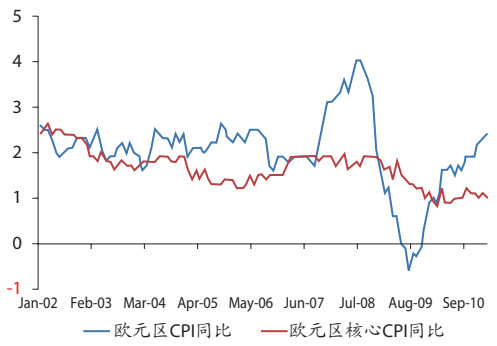
欧洲经济体目前面临两大问题，分别是通胀和债务。

关于通胀，欧洲央行3月预测欧元区2011年通胀水平在2.0%到2.6%之间，2012年通胀水平在1.0%到2.4%之间。这一预测没有考虑到近期油价的飙升，因此对通胀形势将有所低估。事实上，欧洲央行已经做好了通过加息来应对通胀的准备。，尽管其在3月将再融资利率保持在1%不变，但央行行长已经表示，4月份上调再融资利率完全有可能，说明其对通胀保持高度警惕。如果欧洲开始加息，虽然有助于欧元坚挺，并利于控制通胀，但欧洲尚显疲软的经济可能因为出口受挫而再陷困境。（图表1、2）

图表1：欧洲贸易在正常水平



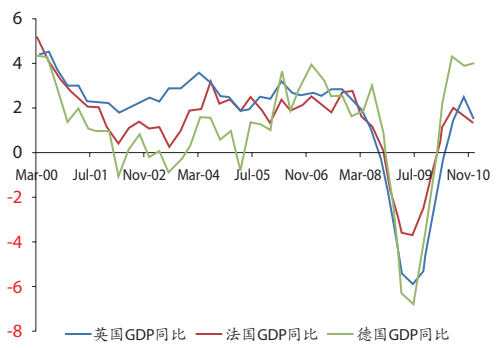
2%通胀上限是货币政策开始收紧的临界点



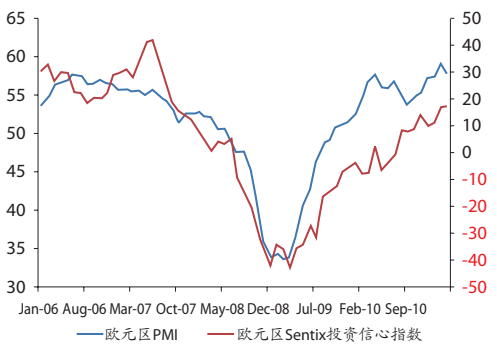
数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

关于债务危机，欧猪五国的问题仍在延续，第二季度需要关注的国家是葡萄牙。3月16日，评级机构穆迪公司将葡萄牙长期政府债券信用评级从A1下调至A3，考虑到该国借款成本较高的影响和实现财政目标的困难性，穆迪表示葡萄牙评级有进一步下调的可能。某欧元区官员表示葡萄牙最晚可能在6月份向其他欧盟成员国和国际货币基金组织寻求援助。（图表3）

图表2：欧洲主要国GDP增长



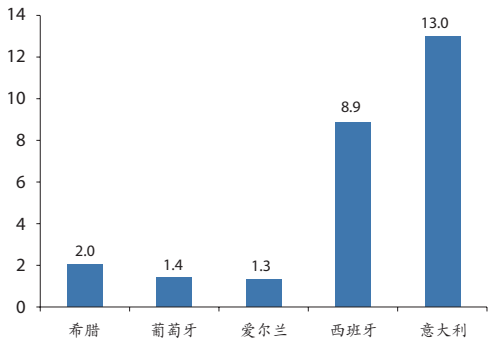
欧洲经济景气先行指数



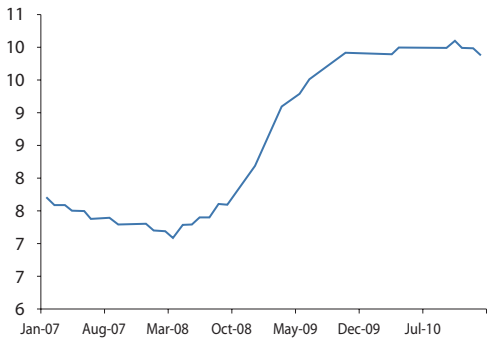
数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

因此，在通胀上升和债务问题延续的双重压力下，欧洲经济体的复苏之路仍较缓慢。

图表3：欧洲五国财政赤字GDP占比



欧洲失业率开始缓慢回落

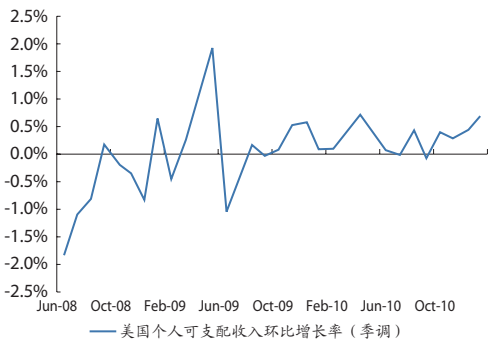


数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

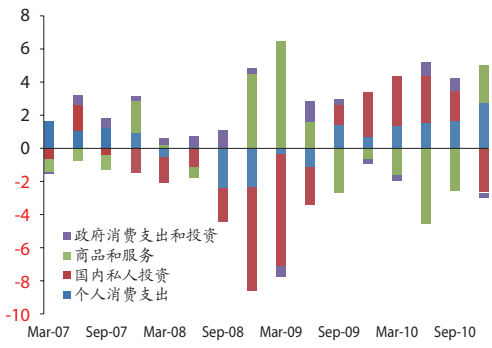
2、美国经济

美联储在3月15日议息会议的会后纪要中确认：经济复苏正朝着更稳健的方向行进；就业市场正在全面、逐渐地改善中；家庭开支及设备和软件类商业投资持续扩张。近期美国个人可支配收入增长势头良好，消费支出上行迹象明显，这不仅反映的是2 月份天气好转带来的刺激效应，更重要的是就业的好转等基本面因素带来的趋势性改变。由于美国消费占GDP贡献率达到60%以上，预计在其消费复苏的推动以及美国企业投资信心的逐渐恢复下，美国经济已经进入逐渐复苏的阶段。（图表4）

图表4：美国个人可支配收入稳步增长



美国GDP分项贡献情况



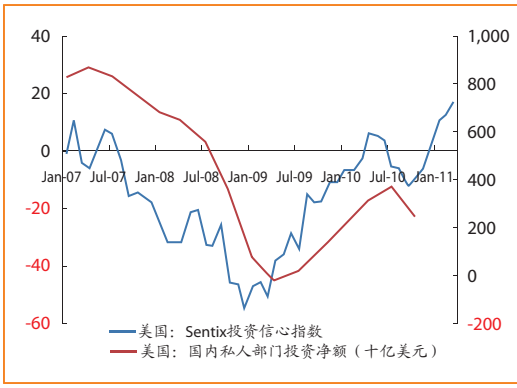
数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

但是，目前美国消费复苏面临最大的风险是高企的油价。美联储在肯定经济复苏成果的同时也提示非住宅类投资及房屋市场持续萎靡，并表达了对原油价格走高的担忧。3月18日公布的3月份密歇根消费者信心指数超预期大幅下跌，由2月份的77.5 降至68.2（市场预期76.3）。上一次消费者信心指数出现如此大的降幅出现在2008年10月份。消费者信心大跌主要是因为原油价格暴涨导致汽油价格达到3.5美元/加仑。从去年9月份美联储放出风声将实施QE2以来，美国零售汽油价格从2.7美元/加仑上涨了30%。如果原油价格维持高位，势必会降低居民的消费能力和消费意愿。

另外，由于中东、北非局势动荡，尤其是西方国家已对利比亚实施打击，再加上日本核爆可能改变全球能源供给结构，2011年全球石油价格高企应该是大概率事件。因此，在高油价的冲击下，不排除美国经济复苏的力度低于投资者预期的可能性。

去年第四季度以来，美国经济走势持续好于预期，特别是PMI走出了罕有的“双峰”形态。然而，PMI指数与GDP和库存周期出现明显的背离，显示其对于美国经济的反映或许有一定程度的“失真”。预计2季度以后美国较为强劲的经济表现会有所缓和。（图表5）

图表5：私人部门中消费情况开始好转



美国库存销售比与PMI背离

数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

综上所述，美欧通胀压力浮现，全球通胀有可能再次抬头。发达国家与新兴市场通胀的短期“脱钩”是产出缺口不同步、以及由此导致的货币政策分歧所产生的暂时现象。近期美欧通胀预期已显著走高，通胀压力正逐步显现。

全球通胀“再挂钩”势必迫使欧美逐步回归抵御通胀的阵营，从而舒缓全球货币政策不匹配给新兴市场造成的通胀压力。

欧洲通胀已超过政策目标2%，通胀预期持续走高，欧洲领袖最新讲话已开始暗示考虑加息，因此很可能会在第二季度先于美国加息。但为了继续稳定金融市场和国债市场，非常规的货币政策将会延续。3-5月份欧洲债务危机仍会掀起波澜。在此背景下，欧美货币政策回归正常化的路径和节奏将会有所差异。

二、中国经济

1、经济增长正在逐步加快

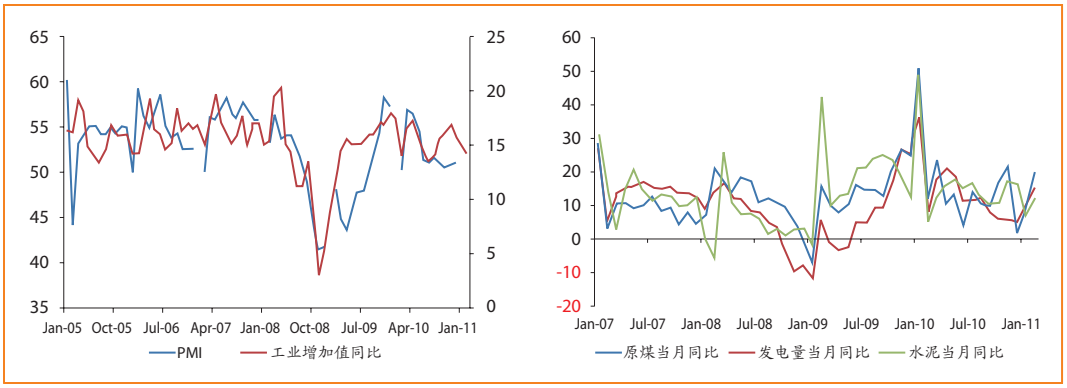
2011年前两个月，规模以上工业增加值同比增长14.1%，比12月提高0.6个百分点，略高于市场预期，1-2月工业增加值季调年化环比增长率由12月份的12%升至16%，工业增速基本平稳。

从工业和投资看，当前经济增长正逐步加快：1-2月规模以上工业增加值同比增长14.1%，其中2月份规模以上工业同比增长14.9%。若按新的统计口径，今年1-2月规模以上工业增速快于去年同期的13.6%，也快于去年12月的14%和11月的13.8%，总体呈逐步加快的态势。从工业主要产品的实物产出量来看，工业增速也比较快，其中，1-2月发电量同比增长11.7%，粗钢产量同比增长12.6%，增速均明显快于去年四季度。（图表6）

从领先指标PMI来看，2月制造业PMI为52.2%，为近6个月低点，连续第3个月下降、第24个月位于扩张区间。季节调整后，2月CFLP 制造业PMI环比上升，但环比趋势回落。

我们认为，自2010年四季度以来的宏观调控政策的实施效果正在显现，预计2011年二季度的国内经济将处于稳步回落当中，并存在小概率的过快下行风险。

图表6：工业增加值增长平稳、景气度季节性回落　　主要工业品生产持续回升



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

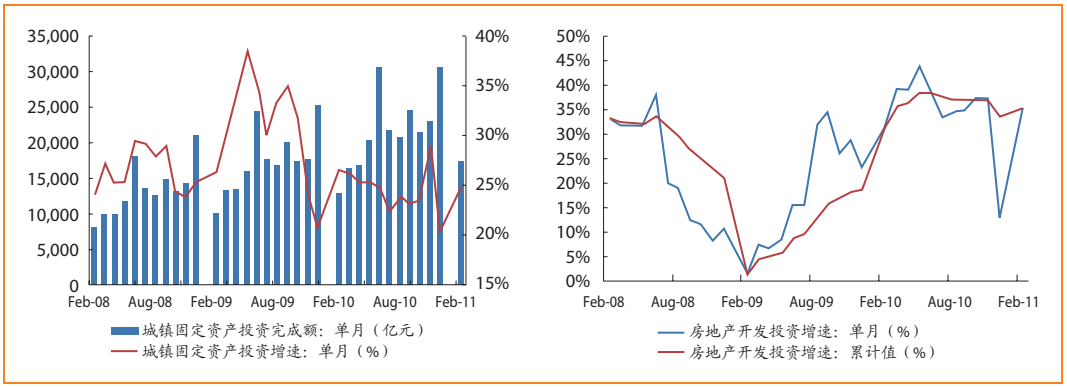
2、投资——投资将进入缓慢回落趋势中

2011年1-2月，中国城镇固定资产投资总额1.7万亿元，与去年同期相比增速24.9%，较去年1-12月份24.5%的增速提高了0.4个百分点，略高于市场预期。

当月固定资产投资超过预期的主要原因有：第一，今年是“十二五”规划的第一年，资金等待机会进行投资的冲动比较大；第二，去年年底为了完成节能减排任务，一部分生产投资被地方政府强行压制，年初得以释放。（图表7）

但是年初的固定投资超预期并不能说明全年的局面，如果考虑到二季度经济可能处于回落趋势当中，加上房地产新开工投资可能由于地产调控政策而陷入低增长，二季度投资也将进入缓慢回落的趋势当中。

图表7：投资增速相对温和　　房地产投资增速已经回升到相对高速



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

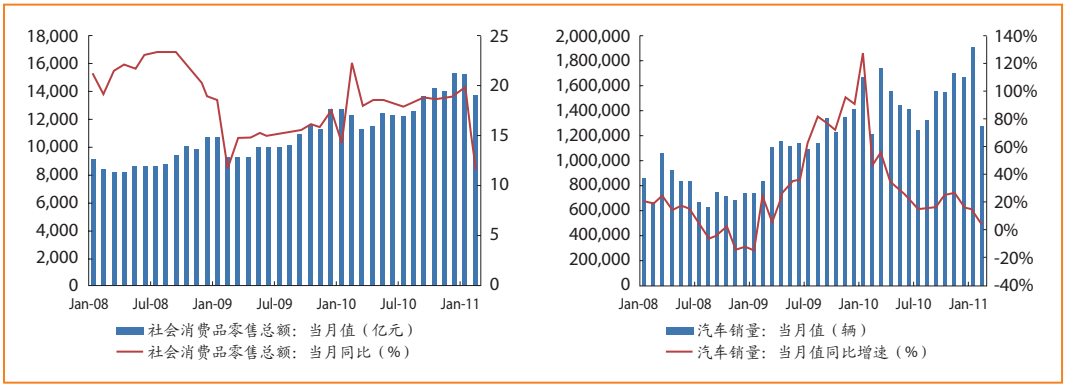
3、消费——短期增速回落不改变乐观看法

2011年前2个月社会消费品零售总额2.9万亿元，同比增加15.2%，大幅低于市场预期。其中，1月同比增长19.9%，较10年12月上升0.8个百分点，但2月同比增速仅为11.6%。

耐用消费品、尤其是汽车消费的拖累是目前消费增速下降的关键。汽车同比增速从10年的32.37%下滑至2011年前2月的9.71%，其中2月份的增速降至4.6%，环比趋势甚至为负值。

虽然汽车消费受到城市交通治理等政策以及油价高企的制约，导致短期总体消费增速出现下滑，但从国家管理层上调个税起征点以及强调提高消费贡献率的政策导向来看，消费对GOD增长的贡献度将中长期上升。因此，对消费的看法仍然持较为乐观的态度。短期的风险来自于，如果CPI数据继续快速上行，则可能对消费者信心形成负面影响。（图表8）

图表8：消费增长快速回落引起市场担忧　　**汽车销售数据回落过快拖累消费增长**

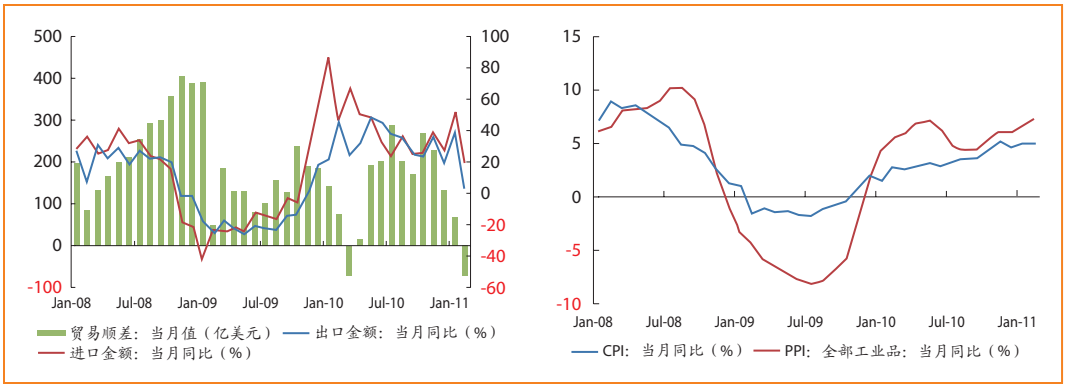


数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

4、净出口——贸易顺差收窄的过程将比较平缓

中国的“十二五”规划纲要明确指出，我国要逐渐做到经常项目收支平衡。事实上，贸易顺差下降的进程从2009年已经开始，2010年的贸易顺差从2009年的1956.88亿美元降至1824.78亿美元。在国际经济环境基本稳定的背景下，为避免我国经济的大起大落，预计贸易顺差收窄的过程将是比较平缓的。因此，尽管2011年1、2月份的贸易顺差出现大幅回落，特别是2月份甚至出现贸易逆差，但在西方发达经济体已经出现复苏迹象的情况下，我们并不认为进出口贸易形势根本性走向逆差的情况已经发生。（图表9）

图表9：贸易数据增速有所回落　　**通胀压力没有得到明显舒缓**



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

5、通胀形势—— 二季度通胀压力仍将处于高位徘徊

2011年中国将面临较大的通胀压力，预计二季度CPI仍将在高位徘徊。

从外部影响因素来看，中东、北非地区的政治动荡，导致国际油价持续攀升，未来油价将在每桶90—120美元的合理区间波动，并将维持温和上升趋势。油价上涨，将带动粮食、钢铁、运输、化工等等领域的价格连锁上涨，从而冲击整体物价水平，使得全球都面临着巨大的通胀压力。由于利比亚石油主要供应欧洲各国，因此，欧洲各国特别是意大利，受石油价格上涨的影响更为直接。目前，中国对国际大宗商品需求旺盛且高度依赖，铁矿石、油料、石油等产品的对外依存度都在50%以上，一旦这些商品出现涨价，中国将面临输入性通胀压力。

从内部影响因素来看，人口结构变化是影响国内通胀的长期因素，低端劳动力供不应求的局面将导致劳动力报酬水平显著提高，这是推动物价上涨的内在动力；另外，前期超发的货币大量流向资本品，导致土地和地产价格急剧上涨，城镇生活成本不断上升，这也是引发通胀的重要推手。

目前，通胀压力仍在加大，其根本成因是成本上升和输入性通胀，而非供给不足。商务部表示，已建立生活必需品应急调控网络，将可以保证商品供应。很明显，保证供应，并不能保证不涨价。（图表9）

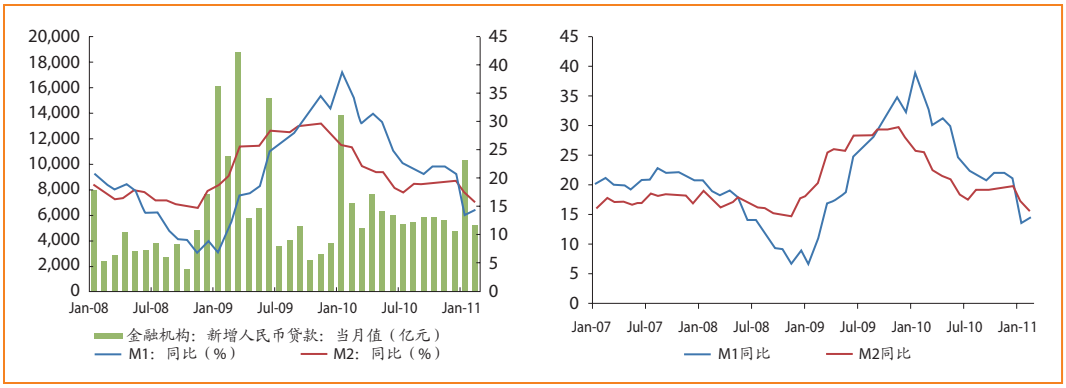
我们预计，在成本上升的压力下，将有越来越多的行业不得不提价。未来，国家发改委如何调节企业涨价行为，将是下一步物价调控的重点。另外，从近期农产品价格走势看，农产品批发价格有触底反弹的迹象。

6、货币政策——控通胀仍为二季度主要调控目标

2 月份数据显示新增信贷从1 月的1.04 万亿元回落至5356亿元，一季度信贷投放符合全年节奏要求。同时，货币供应增速（M2）从1 月的17.2%降至15.7%，是自2008 年11 月中央推出4 万亿财政刺激计划以来的最低增速。从信贷和货币投放两个角度来看，紧缩政策已开始初见成效。

控通胀仍将是二季度主要调控目标。管理层已明确表示：“今年在政府宏观调控的各项工作中，把抑制通货膨胀摆在了第一位”。因此，二季度货币政策目标仍将围绕控通胀进行。考虑到通胀形势仍不容乐观，4 月将是加息敏感时间点，但相对一季度而言，货币政策紧缩的力度可能有所缓解，调控节奏将更加稳健。（图表10）

图表10：信贷投放相对谨慎　　货币增速控制较为合理



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究

对于2季度宏观经济的基本判断是：虽然国内经济数据出现季节性回落，但是通胀压力并未缓解，3月份食品价格难以真正回落，估计3月份CPI同比增速很可能超过2月份水平，再创本轮通胀新高。未来货币超发因素对通胀的推动力将有所弱化，但劳动力成本上升等中长期因素和气候等短期因素对通胀的推动作用将会更加突出。另外，高油价导致的输入性通胀将加剧国内中长期通胀的压力，央行在4月中上旬经济数据公布之前存在再次加息的可能性。保障房建设为接下来经济增长提供了一定亮点，制造业的投资有可能出现回升态势，未来的投资增量还是政府驱动下的投资项目。

三、A股市场走势判断

去年4季度以来的市场运行的逻辑是：宏观紧缩政策——治理通胀预期和过高的房价——市场在此背景下逐步弱势——经济自谷底回升的预期提升——过度悲观预期得到修正，市场逐步企稳回升。在此市场环境下，市场陷入上下两难，呈现区间震荡的走势，而结构性主题投资成为市场突出热点。担忧紧缩情绪升温将对短期A股市场造成一定压制，然而目前市场已经对经济下滑风险提前作出反应，估值处于价值与价格相对应的平衡状态，市场不存在系统性风险。

影响未来股票市场的主要因素：

今年以来多种因素交织影响资本市场的走势，趋势性走势始终不能够确立。展望二季度资本市场走势的格局，主要受到以下几个方面因素的影响：

1、通胀水平

去年9月份CPI开始逐步上行，价格上升的主要推动力还是农产品价格的不断上涨，当时通胀的诱发因素主要集中在国内方面，也就是我们所说的内生性通胀。虽然最新公布的CPI与上月基本持平，但如果从2011年全年观察来看，中国将面临较大的通胀压力，预计2011年全年的通胀水平较比2010年将提升一个台阶，由于较高的翘尾因素，二季度的CPI仍将在高位徘徊。

从外部影响因素来看，中东、北非地区的政治动荡，导致国际油价持续攀升。未来油价将在每桶90-120美元的合理区间波动，并将维持温和上升趋势。油价上涨，将带动粮食、钢铁、运输、化工等等领域的价格连锁上涨，从而冲击整体物价水平，使得全球都面临着巨大的通胀压力。目前，中国对国际大宗商品需求旺盛且高度依赖，铁矿石、油料、石油等产品的对外依存度都在50%以上，一旦这些商品出现涨价，中国将面临输入性通胀压力。2011年通胀诱因可能因此由10年的国内因素转变成11年的国外因素。

除此之外，应对通胀中国还要面临另一个重要问题——人口结构变化，这是影响国内通胀的长期因素。低端劳动力供不应求局面将导致劳动力报酬水平显著提高，这是推动物价上涨的内在动力；另外，前期超发的货币大量流向资本品，导致土地和地产价格急剧上涨，城镇生活成本不断上升，这也是引发通胀的重要推手。

综上所述，二季度的通胀压力仍在加大，其根本成因是成本上升和输入性通胀叠加影响，而不是供给不足所致。我们预计，在成本上升的压力下，将有越来越多行业不得不提价。未来，国家发改委如何调节企业涨价行为，将是下一步物价调控的重点。

2、资金流动性

进入2011年以来，央行显著加大回收流动性的力度，但从整体流动性水平看，近段时间并未出现1月份的紧张局面，提高存款准备金率主要是回收银行间体系内相对宽松的流动性。观察今年以来的货币政策，可以归纳为以下几点：1、信贷投放节奏控制较为严格。无论是差别化存款准备金还是信贷总量投放的控制，在2011年确实实现了新增贷款增速减慢的目的，这也是为何企业贷款难的主要原因，甚至部分优质企业也是很难拿到贷款。2、上调利率和上调存款准备金率的目标不完全一致。由于通胀水平不断上升，使得“负利率”现象日益严重，居民存款意愿大为降低，过剩的资金对于通胀的控制起到一定的负效应。上调利率对于引导居民存款回流到银行体系内起到一定积极作用。在信贷投放规模总体受限的环境下，部分到期央票以及过高的外汇占款无疑增加了各银行超储规模——银行体系内存量资金大幅增加，而央行一再提高存款准备金主要目的就是回收体系内的流动性。相对紧缩货币政策实施后，使得民间借贷利率大幅上涨，中小企业信贷难度加大，供应给资本市场的流动性相对偏紧。从目标上看，上述种种措施的重点仍在对冲流动性。我们判断从总量水平上，市场应不会再次出现一月份过紧情况，需要关注的是由于部分中小银行资金相对紧缺，可能造成短期的紧张局面。在通胀水平看不到明显回落的环境下，2季度货币政策也很难出现明显的放松，相对温和和中性的政策更可能是政策选择的出发点。

3、经济谷底回升动力情况

观察1季度工业增加值数据可以看出，经济增长动力还是比较强劲的。但二月份宏观数据中值得担心的是消费数据明显低于预期，新近数据已经低于历史均值水平。而外贸出口数据更是出现的逆差现象，这些无疑使投资普遍担忧经济有“硬着陆”的可能。消费数据低于预期主要是受到汽车限购政策和房地产销量锐减而引起下游需求减弱所致，消费能否形成趋势性的走低应当引起关注。而通胀不断上升从需求方面也限制了消费的进一步增长，如果两者叠加，消费对经济增长的贡献有可能有减弱的概率，在调结构、促内需的背景下，这明显与宏观政策相违背。

市场近期关注的焦点在于房地产销量，从近期数据看，截止目前为止，限购令的影响比较显著，通过跟踪的20个重点城市总成交面积数据来看，近段时间部分周数据已经低于100万平，且仍呈现下降趋势，这个水平大概是10年5月份至10年8月份的状况，且从同比数据看，如果未来持续维持这一水平，由于10年4月和5月份为“小阳春”，2011年二季度的同比数据将比较“难看”。地产成交的下降将进一步引致包括家电、汽车、装修等行业，可能造成新的担忧因素——经济谷底回升的预期将减弱。

市场关注另一个焦点是部分工业品库存量已经达到历史较高水平，如线材、重卡等。由于钢铁企业产能不断提高，库存量的绝对值创了新高，虽然比较线材占比钢产量这一数值还是在历史均值数据线以下；而重卡库存也是因为季节性因素影响而形成，但观察发改委重大项目审批进程看，确实是比去年有所减少的。

结合全社会用电量以及部分工业品产量数据，我们应当对经济谷底回升的动力抱有较为肯定的预期，而部分行业也有周期性复苏的迹象，如化工、水泥、电力等等。一般而言，经济的复苏初期，相关的宏观数据有可能不能够一致解释经济周期的复苏特征，这就需要持续跟踪相关的宏观、微观数据。

总而言之，我们认为2季度经济谷底回升的动力还是较为明显，虽然受到通胀压力的约束，部分行业可能受到一定的影响，经济“软着陆”后的回升还是大概率事件。

4、周边市场表现

近期影响A股投资者情绪的海外事件多数逐渐减弱。短期事件中，日本地震引发的核泄漏事件、欧洲债务危机融资窗口、中东北非动乱等将逐渐好转，尤其是前两个事件。对市场可以造成重大影响的海外事件为欧美货币政策退出预期，市场普遍预期欧洲将提前退出，目前看美国中期内仍难以实质性退出，由此引发的退出冲击预期可能是未来影响A 股投资者的主导因素，目前看影响尚小，表现在海外市场的sentix指数上，美国和欧元区投资者信心指数仍然处于上升增加过程。

通过分析影响市场走势的主要因素，我们认为：在上有通胀高位徘徊的压力，下有经济基本面支持的情况下，市场走势呈现出区间震荡、上下两难的格局，但具有方向性变化的影响因素也在逐步积累过程中，未来市场将继续等待进一步的明确信号。我们认为多数负面因素影响将在2季度上半段逐渐淡化，届时市场将重回震荡上行趋势，即使出现短期回调也不会改变中期震荡上行的大趋势。在目前通胀压力没有出现明显缓解的前提下，市场上行需要等待影响因素的明朗化，其中三方面信号将成为强化该判断的重要催化剂，即流动性未出现偏紧现象、各地房价控制目标相继公布、4月份PMI数据止跌回升。我们判断上述因素都有可能向积极方面演进，而市场对于加息、上调存款准备金率等货币政策的负面反应也将逐渐缓和，因此判断市场在2季度有可能走出震荡上行的走势，但整个过程较为反复和复杂。

对于市场热点，我们认为，当下这种热点炒作的风格可能正面临变局，因为造就当前市场风格的大前提——紧缩政策有可能在悄然改变。我们认为，紧缩政策对市场的负面影响已充分体现，且未来不太会有进一步收紧的政策出台后对市场的额外冲击。然而，新的因素正在酝酿，在未来可能替代紧缩政策，成为影响市场的最主要因素。这个新因素就是经济增速下滑的担忧，及由此可能带来的政策放松预期。如果这个因素确实起主导作用的话，那么传统的市场板块将成为下一阶段市场的热点所在。

从基本价值看，均衡点是多空双方可以接受的投资价值区。如果经济增长的预期是稳定的，在没有发生大的事件影响下，对于当前沪深20倍的滚动PE、沪深300不足16倍的滚动PE，基本是得到普遍认同的。

通过分析二季度经济预期与政策预期双波动的两种可能演绎路径，我们认为传统行业板块有可能替代当前的热点格局。

一种情形是，经济出现下滑风险，但政策不松动或晚松动。这种情况是指经济增速下滑，但管理层提高经济下滑的容忍度（如十二五规划GDP增速目标7%低于十一五规划的7.5%，2011年目标8%），或者决策滞后（类似2008年），导致政策仍以抗通胀为首要目标，政策不松动或晚松动。这种情况下，经济增速下滑和成本压力导致上市公司业绩下调，甚至伴随估值中枢下移，出现小级别的中期调整，股市先下跌，传统周期类和高估值板块受损最大。未来是否会出现这种情况，我们需关注1季度宏观数据和上市公司数据，以及届时的管理层表态。

另一种情形是，政策适度松动或提前松动（出于"防止经济出现大波动"的考虑，或海外冲击倒逼）。这种情况下，政策松动的预期可能盖过市场对经济下滑的担忧，股市可能在震荡后出现上涨，可依据政策松动方向做行业选择。

无论哪种情形，传统行业板块都将进入正面战场。第一种情形传统行业板块投资机会是跌出来的强劲反弹，第二种情形传统行业板块将成为引领市场走强的排头兵。

行业配置：

一、重视结构性变化的投资机会：区域板块——回调过程配置投资相关行业

在经济增长推动力上，未来两个催化剂即中西部即将进入投资高潮期、保障房建设的全面推进，仍将使回调后的市场机会集中在投资相关行业。需要注意的是，投资内部的结构性变化，从区域看，主要特征为中西部投资显著快于东部，中西部尤其是西部（以西藏、新疆为代表）投资受益的公司更值得关注，市场在震荡中继续关注相关化工、建材、钢铁、机械等。

二、部分主题性投资机会：高铁、新兴产业中节能环保、新材料、新能源、海洋工程以及高油价因素带来的投资机会。

2011年处于经济谷底回升的起始点，但同时也面临着经济转型。在经济转型得到基本确认的前提下，政府财政投资和政策扶持也为部分新兴产业带来较为确定的投资机会。在选取新兴战略行业的标的上，应当主要关注政府财政支持的行业。其中，高铁可以看成11年全年的投资板块，而节能环保、新材料、新能源、海洋工程则是波段性行情。我们预计高油价时代即将来临，而高油价衍生的行业投资机会也是未来一段时间阶段性操作的行业板块。

三、部分周期性复苏明显与低估值修复的行业：基础化工、钢铁、煤炭、工程机械等行业

1季度反映经济走势的指标——工业增加值、社会用电量等显示经济复苏势头较为明显，之所以看好部分传统行业主要有以下两个原因：

一是传统产业的产能利用率较高说明传统产业的景气度在提升。从数据上看，目前的发电设备利用小时已经接近02年的水平，说明传统产业产能利用率较高，也证明其去产能化已经接近尾声；二是保障房建设资金逐步到位，新的投资预期逐步被市场确认。在此背景下，与投资相关的周期性行业存在景气回升的机会，基础化工、钢铁、煤炭、工程机械等行业应当被看好。

综上所述，在经济谷底回升和产业战略发展的基本环境下，我们认为2季度结构性行业机会依然存在，但关注点更侧重于传统行业，如基础化工、钢铁、煤炭、工程机械等，同时政府财政支持的新兴产业高铁、新兴产业中节能环保、新材料、新能源、海洋工程以及高油价因素带来的投资机会也是值得关注的。另外，区域性（新疆、西藏）投资机会可以波段性参与。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司
深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场一期二座17楼
邮编：518048
电话：(0755) 88318883
传真：(0755) 82990384
www.msfunds.com.cn