

等待底部，期待右侧

报告要点

- 投资时钟指示中国经济即将进入滞涨核心区，未来演变为小周期衰退，在滞涨到衰退期，市场缺乏趋势性机会，但市场见底往往发生在衰退期，因此，市场有望在三季度构筑底部，尤其是考虑到通胀回落、政策最紧时刻即将过去。
- 人口结构发生变化导致抚养比上升的临界点正在接近或正在发生，通胀正面临中枢抬升。但猪周期显示，下半年通胀会回落，同比高点可能发生在6月份。但是，通胀回落幅度和速度仍需观察，这决定了市场底部深度和长度。
- 2年以来市场震荡运行的格局并未改变，仍要敢于逢低买入，逢高卖出。建议短期内，继续享受反弹行情，着眼于三季度，在通胀明朗、库存调整完毕之前，市场可能维持震荡格局，构筑中期底部。
- 在震荡走高的过程中，优化持仓结构，参与行业轮动，逐步自下而上布局。相对看好的行业包括：食品饮料、商贸零售、纺织服装（品牌服装）、消费行业、保险行业、证券行业以及汽车等耐用消费品行业；相对看淡的行业包括：建筑工程、建材行业、有色金属行业以及化工等中游价格敏感型行业。

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。

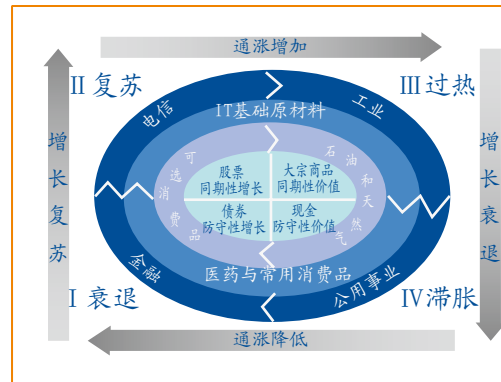
一、框架：投资时钟分析

1、投资时钟理论

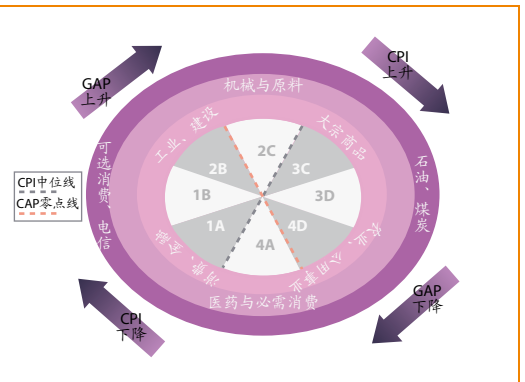
经济周期对于证券市场的影响犹如四季变化对于天气的影响,虽无法精确预测短期的涨跌,却是影响长期走势的主要因素。一个完整的经济周期分为复苏、过热、滞胀和衰退四个阶段。货币政策与经济增长的关系成为经济周期中最为关键的因素。货币政策扩张与紧缩的选择与CPI的高低紧密相关,而观测经济增长的重要指标则为产出缺口变化或GDP同比增长。经典的投资时钟建议复苏阶段配置股票,过热阶段配置大宗商品,滞胀阶段持有现金,衰退阶段配置债券。

新投资时钟将典型经济周期分为8个时区,从图2左下角的1A开始,沿顺时针方向运行,绕行一周后至4A结束。期间CPI和GAP以不同节奏均经过了低位下降、低位反弹、高位上升、高位回落的过程,形成一个完整的周期。

图表1：经典的投资时钟



图表2：修正的投资时钟

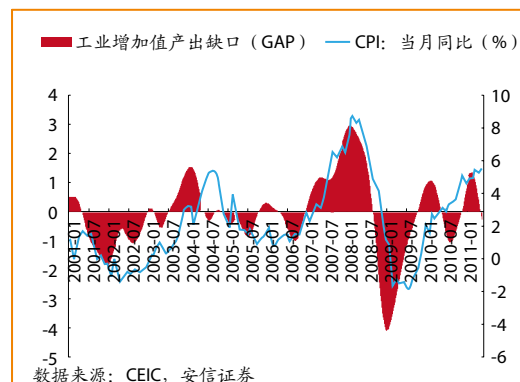


数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究整理

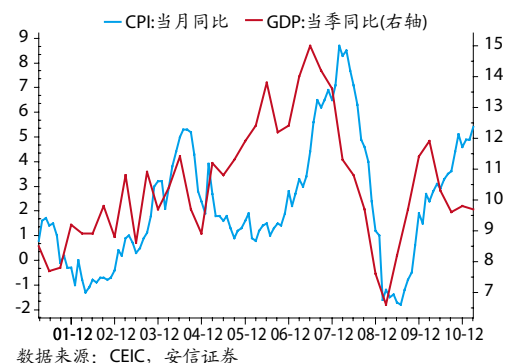
2、中国历史经验的总结

从2001年至今，中国经济发展大致经历了近三个周期，第一个周期：2001年5月——2005年3月；第二个周期：2005年4月——2008年11月；第三个周期：2008年12月至今。根据这样的划分初步判断从2010年10月份以来，本轮上升周期已经进入过热期，从2011年3月开始进入滞胀期。考虑到下半年通胀有可能从高位缓慢回落，当前阶段即将进入滞胀的核心时区，在滞胀期仍主要以防御为主，市场缺乏趋势性机会，维持震荡格局的判断。

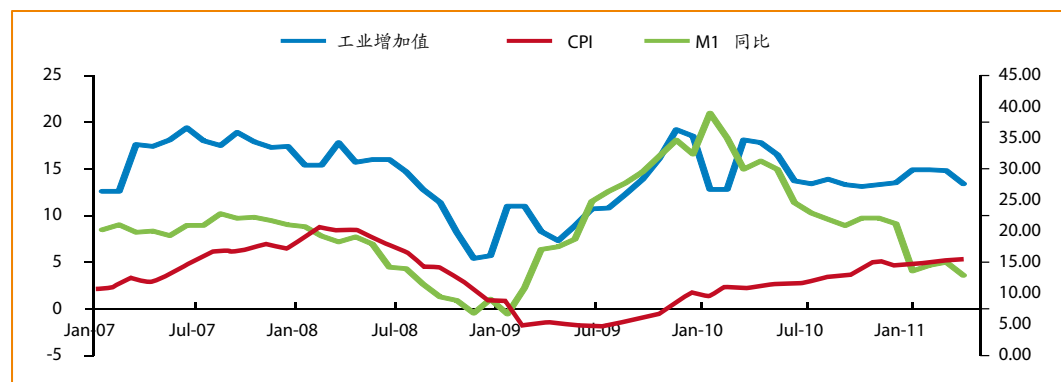
图表3: 工业增加值产出缺口



图表4: CPI与GDP同比



图表5: 工业增加值同比



从各行业的表现看，在第一轮滞涨期（2004.08-2004.10）和第二轮滞涨期（2008.02-2008.08），食品饮料、商业贸易的收益率都排名前五，其中餐饮旅游、医药生物、农林牧渔的收益率也分别在两个时期排名靠前，说明抗周期类行业是相对好的配置选择。（图表6）

图表6: 过去三轮周期中滞涨期的市场及行业表现

2004年				2008年		2011年	
过热-滞涨（2004.3-2004.7）		滞涨（2004.8-2004.10）		滞涨（2008.2-2008.8）		过热-滞涨（2011.2-2011.6）	
上证综合指数	-17.24	上证综合指数	-6.17	上证综合指数	-45.31	上证综合指数	-3.67
采掘(申万)	-3.90	采掘(申万)	4.99	金融服务(申万)	-35.90	家用电器(申万)	11.44
交通运输(申万)	-10.19	交通运输(申万)	3.11	食品饮料(申万)	-38.68	采掘(申万)	4.03
家用电器(申万)	-10.89	食品饮料(申万)	2.21	医药生物(申万)	-41.27	房地产(申万)	3.94
公用事业(申万)	-14.30	餐饮旅游(申万)	0.80	农林牧渔(申万)	-41.46	综合(申万)	3.42
化工(申万)	-16.08	商业贸易(申万)	-2.12	商业贸易(申万)	-45.19	食品饮料(申万)	2.72
电子元器件(申万)	-16.21	黑色金属(申万)	-2.17	化工(申万)	-45.45	黑色金属(申万)	2.47
金融服务(申万)	-16.85	轻工制造(申万)	-2.51	公用事业(申万)	-46.04	纺织服装(申万)	1.23
商业贸易(申万)	-18.19	信息设备(申万)	-3.27	纺织服装(申万)	-47.12	化工(申万)	1.01
纺织服装(申万)	-18.20	化工(申万)	-5.98	采掘(申万)	-47.41	轻工制造(申万)	-1.91
黑色金属(申万)	-19.13	医药生物(申万)	-6.32	建筑建材(申万)	-47.69	金融服务(申万)	-2.25

数据源: 摩根士丹利华鑫基金研究整理

目前处在小周期滞涨的中期，未来随着经济回落、通胀回落，将由滞涨核心区进入衰退时期；而市场的见底一般出现在衰退期。从市场整体表现看，无论是在过热向滞涨的转换期，还是在滞涨核心时区，总体收益率均为负，因此防御性策略是合适的选择，但可捕捉由于市场预期偏差带来波段机会。

二、逻辑：通胀、经济与政策，通胀决定一切

通胀是本、政策是影、经济是形。政策、经济，如影随形。紧缩政策导致资金紧张、经济回落，压制市场，即使经济下滑严重，需要宽松政策支持，但通胀高企，制约政策转向。因此，通胀是根本。通胀回落，对应的是经济的回落，之后才有政策宽松。在滞胀衰退期，先有经济回落、后有通胀回落、再有库存见顶回落。经济见底的同时，库存仍在调整，库存见底是滞后指标。

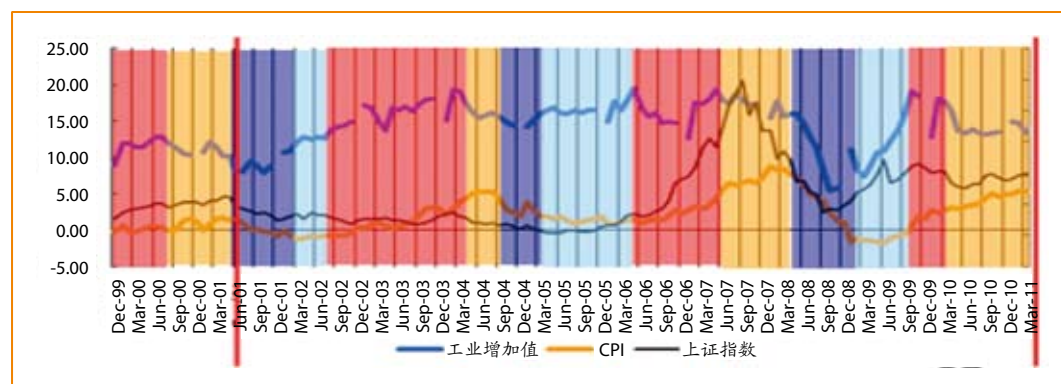
滞胀核心区到衰退区的调整逻辑与观察信号：工业同比增长，而在此之前可看到库存向下调整。图表7中2001、2004、2008年蓝色区域（滞胀衰退）中各变量显示：

第一，物价在工业明显开始回落后才开始掉头向下，并伴随工业回落继续下降；

第二，上证指数伴随物价、工业下降。并在工业同比增速见底前后见底。

因此，工业增加值同比增速是关键。

图表7：工业增加值、CPI与上证指数

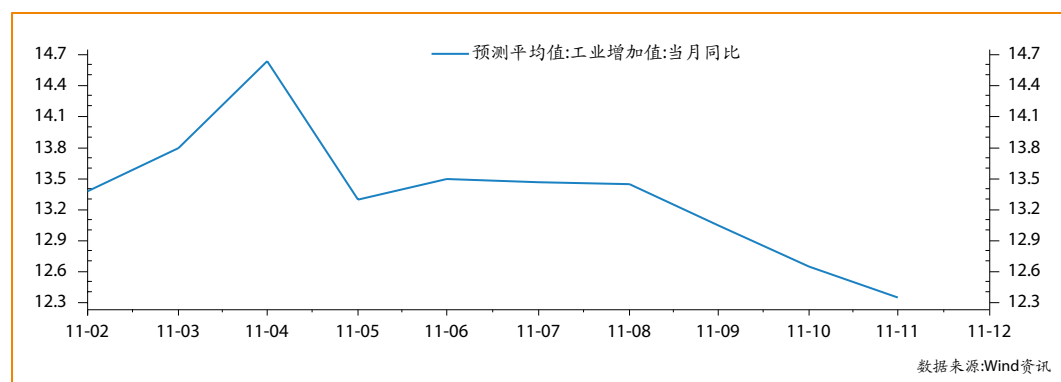


数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究整理

我们需要观察的显性信号主要有以下几个：

信号1：工业增加值同比增速。工业增加值同比增速见底回升是市场底部的市场窗口。目前，工业增加值预测低点可能在11月份左右。

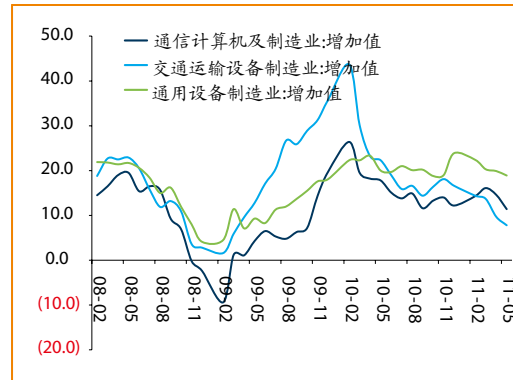
图表8：WIND预测：11月同比见底



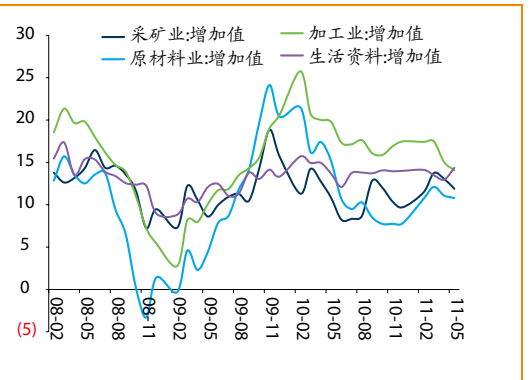
数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究整理

统计数据显示中上游工业刚刚开始回落。

图表9：中游工业



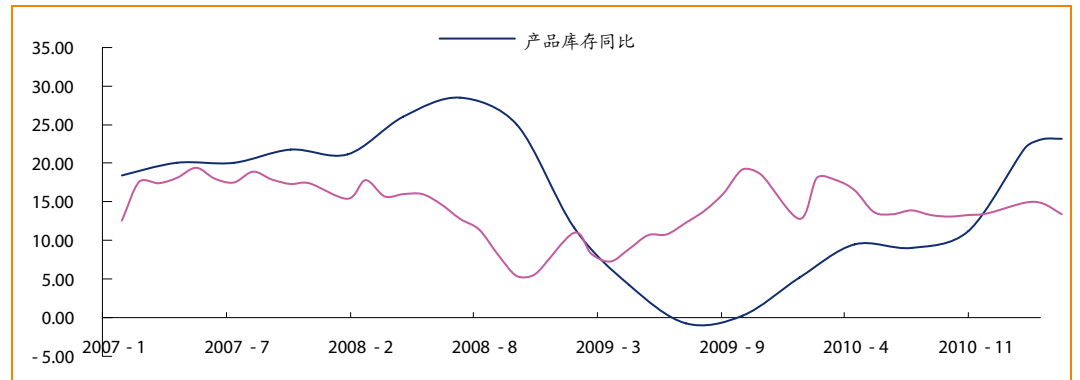
图表10：上游工业



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究整理

信号2：库存。在工业、通胀和库存指标中，库存是最滞后的指标。但库存指标又是不可或缺的观察信号，当我们预期库存调整完毕见底，经济底部正在形成，则一般对应市场预期底部的形成。

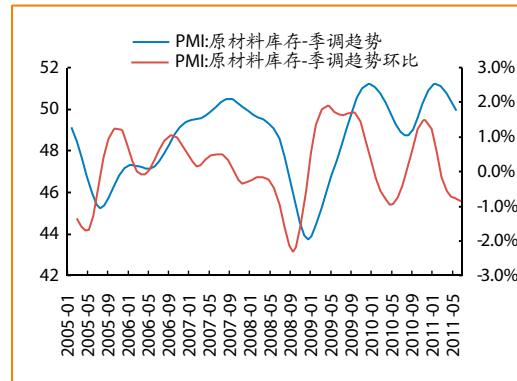
图表11：2009年与目前总体库存水平



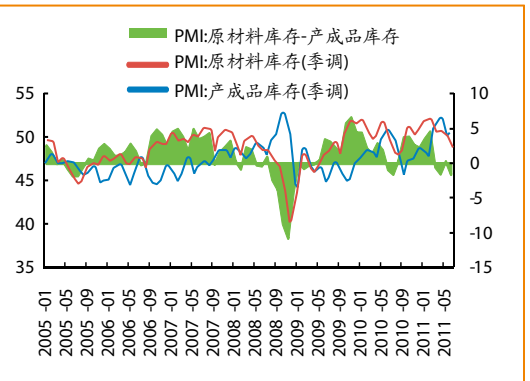
数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究整理

从产成品、原材料库存指数对比看，当前销售形势继续趋弱。销售旺盛时，原材料库存上升，产成品库存下降，二者差值扩大意味着销售形势趋好；反之，如果二者差值向下则说明销售形势趋弱。6月原材料库存指数下降1个百分点，而产成品库存指数上升1个百分点，二者差值由5月的0.5个百分点下降至-2.5个百分点，说明当前销售继续趋弱，企业主动去库存的过程仍在继续。

图表12: PMI原材料库存指数季调趋势仍在向下



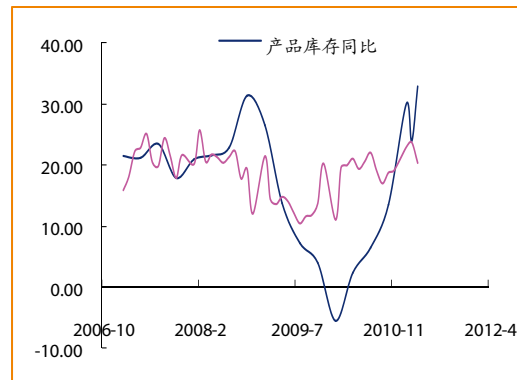
图表13: 原材料与产成品库存显示库存调整继续



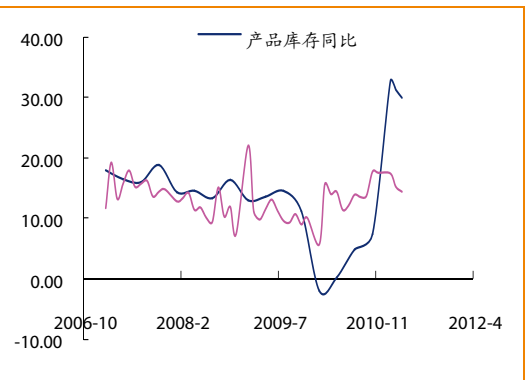
数据来源: 摩根士丹利华鑫基金研究整理

目前来看, 最终需求下滑导致库存在产业链累积, 纺织、机械、汽车和化纤行业库存水平高于中游, 上游的有色、钢铁次之, 汽车去库存已经开始。

图表14: 专用设备行业库存水平更高



图表15: 纺织服装行业库存水平更高



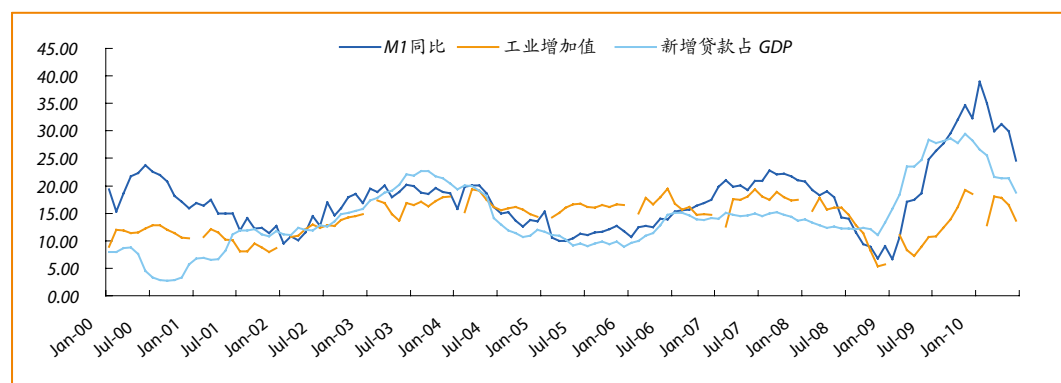
数据来源: 摩根士丹利华鑫基金研究整理

原材料库存与产成品库存显示去库存在原材料端已经进行过半, 在产成品端累积, 并在未来几个月内有望去库存。

信号2: 政策与流动性。政策和流动性最终会推动市场形成底部, 政策是工业、通胀之外需要重点观察的信号。目前来看, 政策已经发生结构性变化, 由过去的财政、货币政策双紧过渡到财政政策放松、货币政策结构性放松的阶段, 政策已经对滞涨和衰退作出反应。

在滞涨期, 政策组合是财政政策适度放松, 货币政策依然紧缩。然而政策最紧的时刻正在过去。大多数的政策周期在从滞涨转向衰退, 发生在实体经济小周期衰退期之内。因此, 货币政策对市场反转有积极意义。从经验来看, 货币政策的放松, 尤其是信贷放松滞后于工业见底, 由此认为信贷放松需要看到工业见底。

图表16：新增信贷占GDP比例略滞后于经济见底



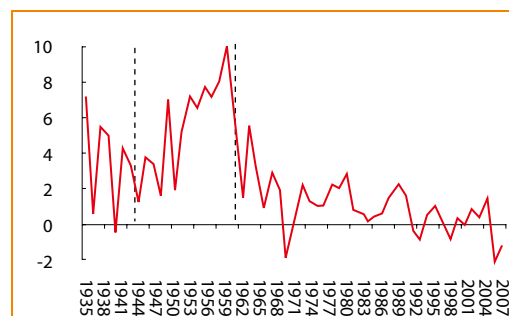
数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究整理

三、关键：通胀态势判断

1、长期通胀：中国正处于临界点

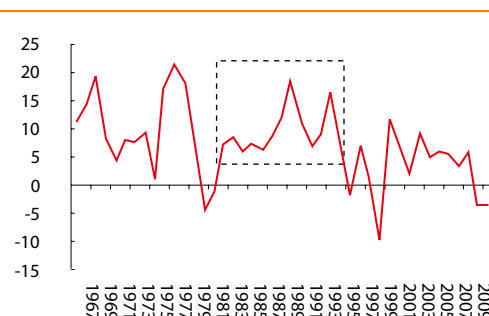
人口结构与经济发展阶段是决定中长期通胀的主要因素。日本与韩国的历史经验表明，人口红利消失后，通胀中枢抬升。日本、韩国经历刘易斯拐点后的工资水平大幅上扬。日本和韩国在经过刘易斯拐点期间出现了显著的通胀。1960-1975年期间，日本劳动力报酬系统性上升，CPI同比增速几乎每年都在5%以上，第一次石油危机爆发后，由于内生性通胀压力与输入性通胀压力叠加，日本的CPI跃升至25%。韩国在80年代初期到90年代中期，随着制造业的发展和出口能力的增强，劳动力市场出现刘易斯拐点，工资水平快速上升，CPI一度高达10%左右。

图表17：日本实际工资同比（%）



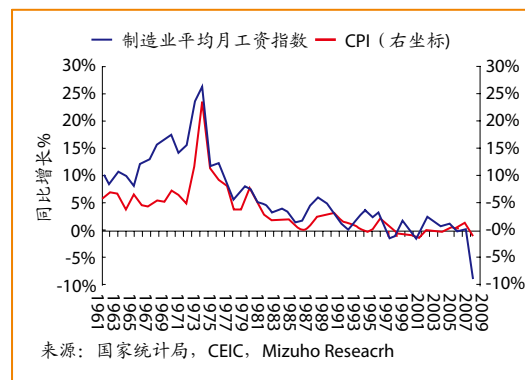
数据来源：CEIC，安信证券

图表18：韩国实际工资指数同比（%）

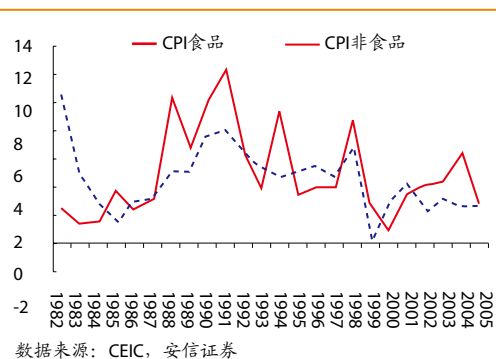


数据来源：CEIC，安信证券

图表19: 日本的CPI (%)



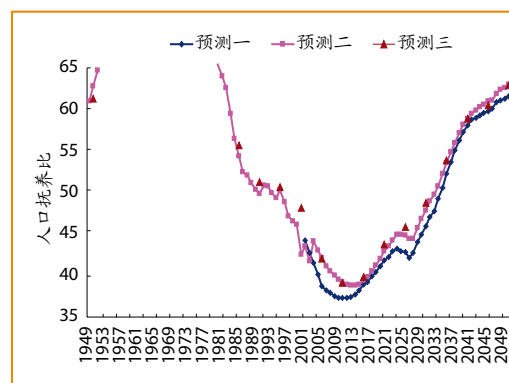
图表20: 韩国的CPI (%)



数据来源: CEIC, 安信证券、摩根士丹利华鑫基金研究整理

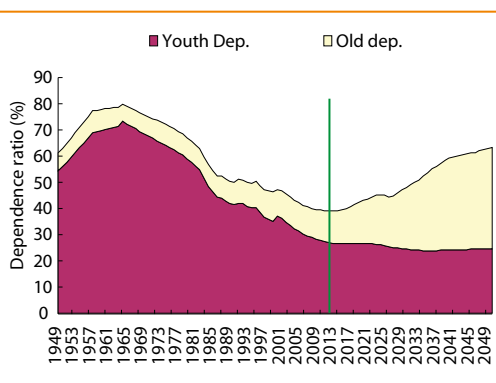
目前中国的人口结构正处于人口红利消失的临界点。按照目前三种权威预测, 人口抚养比的拐点分别在2009、2011和2013年, 总体来说, 2010到2015年期间, 人口结构正接近抚养比见底回升的底部。意味着人口红利正在消失。

图表21: 人口抚养比的三种预测



数据来源: 摩根士丹利华鑫基金研究整理

图表22: 中国抚养比率在2013年开始上升



很多证据显示, 人口红利正在消失。2003-2009 年, 农民工收入增速都在两位数, 其中中西部地区平均都在16%, 东部地区在10%以上。这种农民工收入的快速增长在2000年之前是没有出现过的。预计未来五年, 低端劳动力成本提升的年均速度将保持在20%左右。

中国农产品价格涨幅和劳动密集度的相关性分析表明: 劳动力密集程度相对较高的谷子、花生等作物在此期间的涨幅显著高于小麦等劳动力不那么密集的农产品。

图表23：中国外出务工人员工资的变化（月平均工资，元）

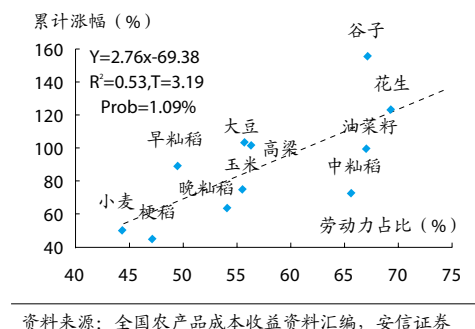
	2003	2004	2006年10月	2009年3季度	年平均增速
东部	760	798	1090	1455	11.4%
中部	570	724	880	1389	16.0%
西部	560	701	835	1382	16.2%

资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

注：国家统计局农调队入户调查数据

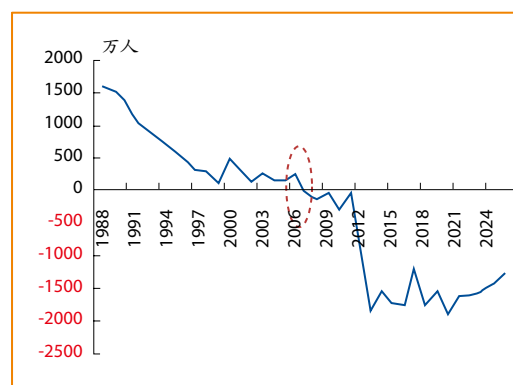
数据来源：安信证券、摩根士丹利华鑫基金研究整理

图表24：中国不同劳动力密集农产品的累计涨幅（2000年-2007年）

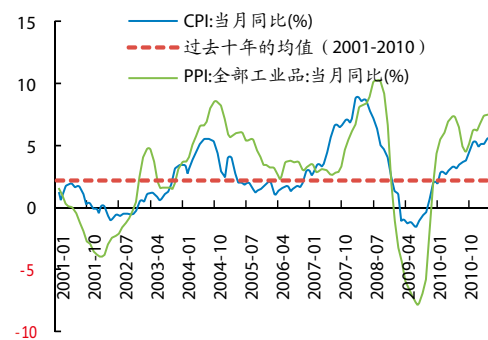


中国在低端劳动力层面的供应已经达到顶峰，当前正面临向下的巨大拐点。与低端劳动力供应层面相反的是，高端层面的劳动力（大学毕业生以上）供应远未达到顶峰。换言之，中国正在经历刘易斯拐点对应的结构性短缺局面。2001年以来CPI同比增速波动的中轴为2.16%，预计未来由于人口结构的变化，该中枢将系统性提升一个台阶。

图表25：16至18岁平均人数扣减当年大学招生人数和50岁退休人数



图表26：2001年以来中国的CPI与PPI同比增速变化



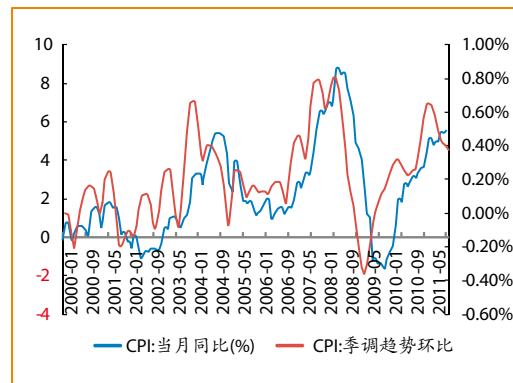
随着人口红利消失、经济转折点出现，这个过程伴随着工业结构由低附加值、劳动密集型向高附加值、资本密集型升级，也伴随着以资源消耗、低廉劳动为代价的产业步入夕阳阶段，潜在增速降低、高附加值的资本（机械）替代人力可能同时发生。

2、短期通胀趋势：下半年通胀有望从高位缓慢回落

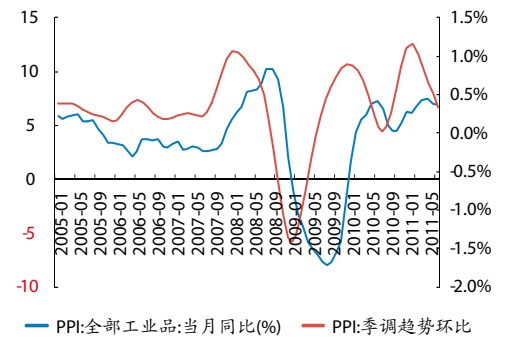
市场对6月份的CPI数据仍较为忧虑，因为即使不考虑6月份可能出现的环比新涨价因素，6月份的CPI也将同比上涨6.26%，如果环比上涨0.2%，则同比将达到6.47%。

一般而言，环比拐点领先同比拐点6个月左右。CPI的季调环比趋势已经下行了7个月，因此，下半年的CPI逐渐下行仍然值得期待。事实上，5月份PPI同比数据继续下行，而环比数据已经领先5个月见顶。

图表27: CPI的季调环比趋势已经下行了7个月



图表28: 5月份PPI同比数据继续下行, 而环比数据已经领先5个月见顶

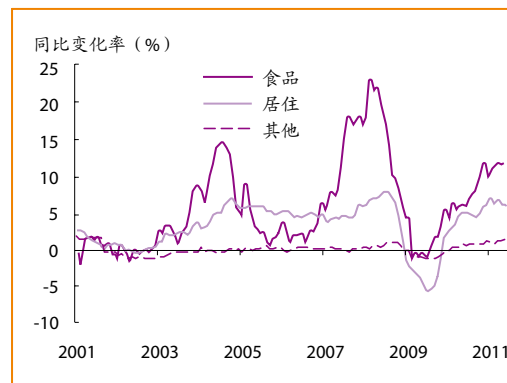


数据来源: 摩根士丹利华鑫基金研究整理

目前的通胀是主要由食品价格上涨所推升的结构性通胀。中国的CPI篮子由8大类商品构成, 它们分别是: 食品、烟酒、衣着、家庭设备用品及维修服务、医疗保健和个人用品、交通和通信、娱乐教育文化用品及服务以及居住。

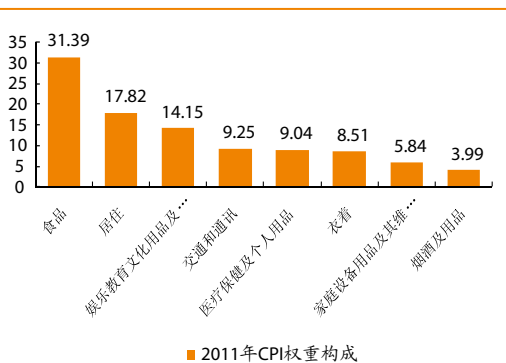
其中食品及居住所占权重最大, 分别占到了CPI篮子的31%及17%。如果我们对CPI涨幅做一个简单的分解, 可以发现8大类商品中, 目前明显上涨的仅有食品及居住, 其它6大类的平均涨幅非常之低。

图表29: 食品价格推动的结构性通胀



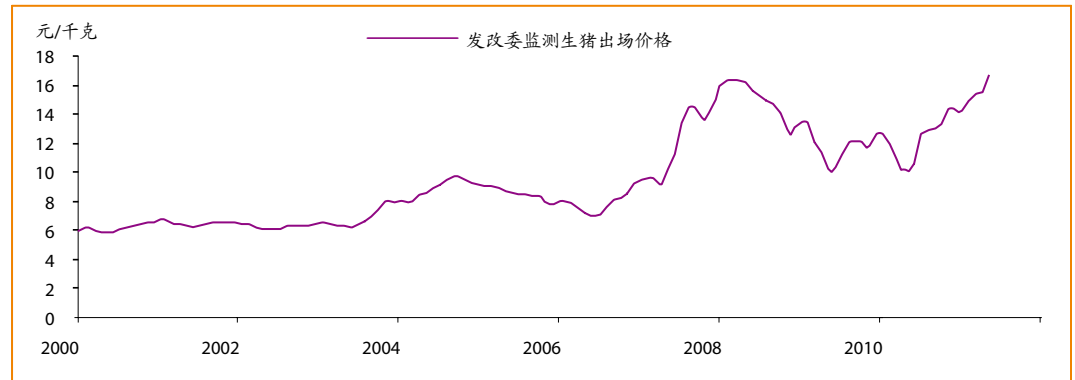
数据来源: 摩根士丹利华鑫基金研究整理

图表30: 2011年CPI权重构成



食品价格, 又主要由猪肉主导。生猪市场就是一个典型的蛛网市场, 供给增加将抑制猪价继续上行。以12个月的猪周期推算, 2011年年中6、7月份可能会迎来价格增速的拐点。2010年能繁母猪存栏数见底在8月份, 以能繁母猪到生猪出栏9个月推算, 今年6月份可望见到生猪供应明显增加。

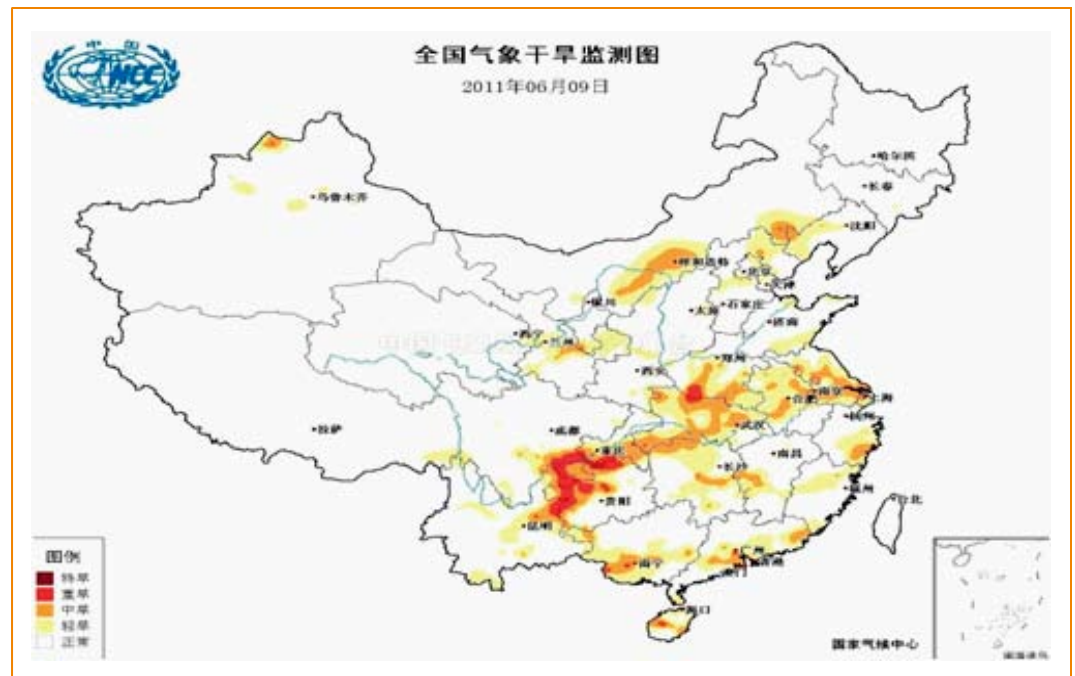
图表31：猪价已超过2008年高点



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究整理

长江流域旱情缓解，干旱推升通胀的忧虑减缓。截至6月6日，长江中下游5省耕地受旱面积3464万亩，比降雨前减少了2231万亩；其中作物受旱面积2165万亩，比降雨前减少了1039万亩。另外，农业部21日宣布，全国夏收小麦收获进度已过九成，夏粮增产已成定局，冬小麦将实现8连增，这对于扭转短期的食品价格上涨趋势也是一个积极信号。

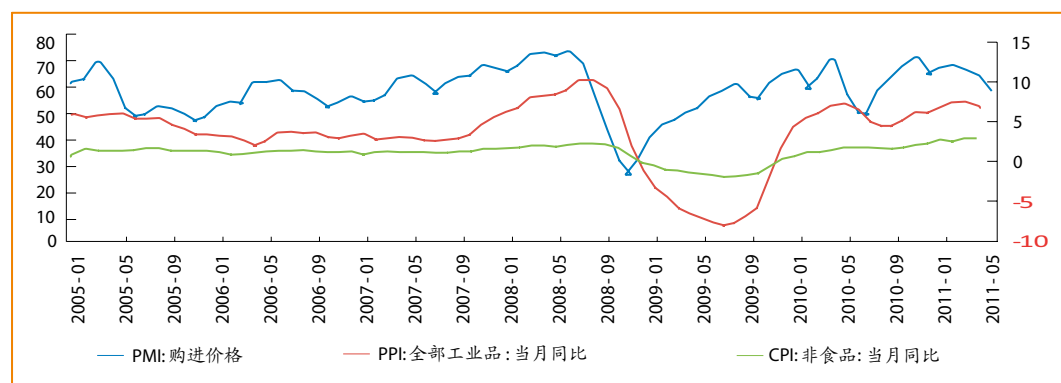
图表32：长江流域旱情明显缓解（6月9日）



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究整理

从生产端来看，通胀压力有所缓解。5月原材料购进价格指数为60.3%，低于上月5.9个百分点，为十个月以来的单月最大降幅。受上月大宗商品价格下跌的影响，该指数呈现大幅下降趋势，这不仅有利于缓解通胀预期，也能够有效缓解成本压力从供给端向需求端传导，从而减轻非食品CPI的上行压力。

图表33：从购进价格指数看，制造业成本下降，并减轻非食品CPI的上行压力。



数据来源：摩根士丹利华鑫基金研究整理

四、策略建议

投资时钟指示即将进入滞涨核心区，未来演变为小周期衰退，在滞涨到衰退期，市场缺乏趋势性机会，但市场见底往往发生在衰退期，因此，市场有望在三季度构筑底部，尤其是考虑到通胀回落、政策最紧时刻即将过去。

通胀态势决定政策预期。未来可以观察到，先有经济回落、再有通胀回落和库存调整完成，最后才有政策由紧缩走向中性。

市场反转的观察信号是通胀回落、工业增加值增速同比见底，这一信号估计在3季度内出现。然而，市场已经度过或正在经历政策与流动性低点。市场对未来政策不会放松有相对一致预期，但同时也认为紧缩程度已经到了极限，最迟，7月上旬加息与提高准备金率一次。可以说政策与流动性的底部，造就市场底部已经出现或正在构筑。

人口结构发生变化导致抚养比上升的临界点正在接近或正在发生，通胀正面临中枢抬升。猪周期显示，下半年通胀会回落，同比高点可能发生在6月份。但是，通胀回落幅度和速度仍需观察，这决定了市场底部深度和长度，3季度市场将不断预期通胀缓和，并构筑底部。

仓位策略：经过六月中旬之后的快速反弹，7月份市场将进入相对复杂阶段，首先有几个问题困扰市场：（1）管理层关于紧缩微调类言论是否能在实际行动中执行；（2）6月30日回购利率跳水而带来的池内资金回流权益类产品热情是否持续；（3）CPI、加息、中报等市场关心要点如何演绎。我们认为，7月份市场将呈现冲高之后胶着震荡，等待政策变化的格局，因此，7月份的关键在于在冲高之后调整结构。

站在此时点，我们重新检查框架和逻辑，认为市场反弹的确是对极端悲观预期的修复。短期而言，风动？帆动？心动！宏观基本面过去1个月基本没有翻天覆地的变化。我们判断市场已经反映了通胀担忧、政策超调与经济下滑，尤其是政策与流动性底部正在经历或已经出现，市场短期仍会进行预期修复，进而巩固底部。2年以来市场震荡的运行格局并未发生变化，仍要敢于逢低买入，逢高卖出。建议短期内，仍可以小幅加仓，继续享受反弹行情。着眼于三季度，认为在通胀明朗、库存调整完毕之前，市场可能维持震荡格局，构筑中期底部。

行业配置策略：在震荡走高的过程中，优化持仓结构，参与行业轮动，逐步自下而上布局。

相对看好的行业包括：1、食品饮料、商贸零售、纺织服装（品牌服装）消费行业。主要理由：（1）估值低，核心公司20-25倍；（2）增长确定并符合预期，30%-50%；（3）由于国家的基本国策从富国转向富民，居民收入五年目标翻一倍，对于消费行业长期利好。2、保险行业。主要理由：7月份加息概率提高，同时大盘上涨之后，对于保险行业的投资收益预期提高。3、证券行业。前期大盘持续走弱，证券行业明显遭受双杀，大盘快速反弹之后证券行业有补涨需求。4、受益于未来即将需求回升、成本下降的行业，这些行业主要是对成本敏感的耐用消费品，家电、汽车等。

相对看淡的行业包括：1、建筑工程、建材行业，市场对于保障房带来的增长预期已经比较充分的体现，后期压力大过动力，因此建议低配。2、有色金属行业。流动性对于有色金属的边际效应正在逐步下降，而且7月份市场的特点更关心确定性高的行业或者公司。3、鉴于PPI未来可能继续下降，对中游价格敏感型行业保持警惕，例如化工。

结构调整策略：

第一，从细分子行业寻找先于经济下滑，景气处于底部，具备弹性的板块，进行战略布局，例如光伏产业链、3G通讯产业链等。

第二，在市场反复寻底的过程中，优化持仓结构，逐步自下而上布局估值回落至偏低水平的成长股。

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.msfnfunds.com.cn