

报告要点

- 由于我们判断未来宏观经济要么延续滞胀，要么将进入通缩期；市场正在对上述问题及盈利下调做出反映；市场见底往往发生在衰退后期。市场估值底在2300点附近。
- 领先指标出现积极信号。投资者情绪达到冰点。
- 在经济最后一跌过程中，市场仍会表现为震荡寻底，不排除超跌。但随着经济回落，流动性（货币剩余）会出现边际改善，甚至出现政策转机。当市场逼近估值底，我们对市场中期行情有所期待，预计市场会在4季度内形成中期低点。但趋势性行情仍需要经济、政策信号确认。
- 从结构上看，结合估值结构分析，谨防市场最后下跌阶段，中小盘流动性风险。
- 市场跌至估值底附近时逢低提升仓位；组合策略上，在市场下跌至估值底附近时逐步增强组合弹性。
- 配置思路指数化、在市场底部形成中，防御与进攻同时兼备；行业配置上，回避价格敏感性行业，尤其是上中游价格敏感性行业。

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、海外经济展望——警惕债务危机延续与金融紧缩

1、欧债危机持续动荡

2011年9月20标准普尔(S&P)宣布将意大利长期和短期主权信用评级分别由A+和A-1+下调至A和A-1,并维持“负面”展望。预计欧猪五国国家的国债评级还会有一系列的评级下调,市场可能看到西班牙评级遭到惠誉下调。

国债评级下调在加剧欧洲危机的恶性循环。面临着持有的国债资产不断减值以及风险权重可能上升,银行几乎别无选择,只能继续抛出欧猪五国国债,而这将提高欧猪五国的利率成本,加剧欧债危机。

欧债危机的演进过程分为三阶段:第一阶段,欧元区国家主权债大幅贬值;第二阶段,欧元区银行体系流动性紧张;第三阶段,欧元区实体经济由于遭遇银行惜贷而进入萧条。五大央行的输血暂缓了这一演进过程,但没有根本逆转这一进程。

2、全球经济增长乏力

市场投资者对未来全球经济增长更加谨慎,主要原因在于:1)全球金融环境恶化令消费者和企业信心下降;2)欧美的决策者无力积极应对主权债务问题和经济增长调整;3)欧洲财政政策比预期更具限制性;4)欧美经济恶化将给出口敏感地区(包括中国)带来负面影响。

瑞银下调全球GDP增长预测:2011年全球GDP增长3.3%,2012年预测增幅从3.8%降至3.3%。

国际货币基金组织(IMF)9月20日下调全球增长预测:2011年全球经济增长预期从4.3%降至4.0%,2012年全球经济增长预期从4.5%降至4.0%。

3、我国外需面临冲击

2008年金融危机是二战后历次危机中程度最深、复苏时间最长的危机,在全球扩张性政策刺激下,欧美经济持续复苏至今近三年。从历史经验看,危机后往往在第三、四年,由于刺激政策效力减弱,经济增长会再次面临压力。

从我国8月份出口增长数据来看,当月增速继续回升,较7月上升4.1个百分点至24.5%,大幅高于市场预期的20.07%。但季调后同比及环比增幅均出现回落,另外,8月份新出口订单下滑至50%以下,说明出口形势可能发生变化。从数据分析来看,美国及欧盟的经济增长趋势与我国出口增长趋势具有很强的正相关性,因此,未来欧美经济复苏乏力对我国外需的冲击值得警惕。

二、国内宏观分析——滞胀延续或走向通缩

1、滞胀的走向：继续滞胀或者步入通缩

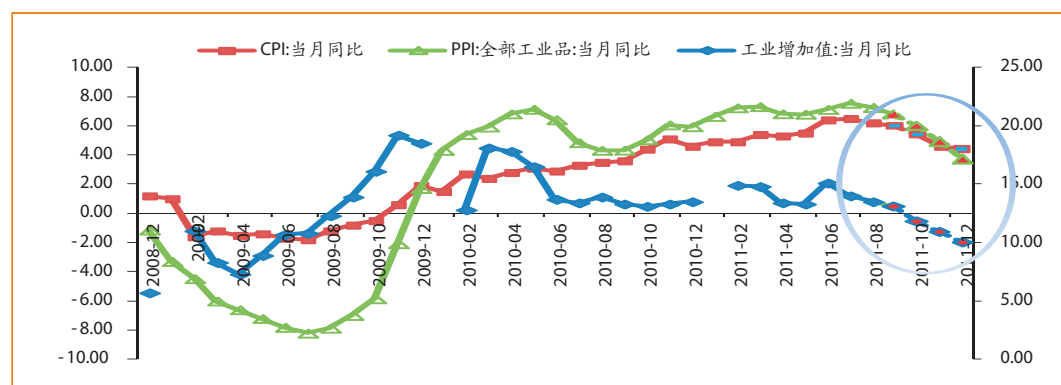
9月策略报告中提出：市场和经济面临最后一跌。因此，对经济走势趋势判断极为重要，是市场中期走势判断的核心。

中国经济从今年2季度后转入典型的滞胀阶段。去库存、工业下滑伴随着通胀不断攀升。货币周期和输入性通胀显示，未来通胀压力在缓解，如果国内需求进一步收缩，通胀、经济将同时步入收缩。

我们认为国内经济的生态不支持由滞胀快速过渡到高增长、低通胀的状态，中国经济最终转入低增长、通胀下滑的概率最大，但目前我们仍无法排除流动性抽紧扩散和滞胀反复的可能。

WIND的市场一致预期表明：未来几个月经济逐步回落，通胀7、8月份渡过同比高点，之后会逐步回落。从上述指标看，未来将迎来典型的收缩阶段。接下来我们对分行业的投资项分析，将反映投资下滑趋势。

图1：一致预期经济与通胀走势：未来几个月通胀下行



资料来源：wind 摩根士丹利华鑫基金

2、大类行业投资：房地产投资站在悬崖边

政策趋严，导致传统的“金九银十”销售旺季将难以出现。由于去年的基数较高，销售增速可能继续维持低位，甚至是出现大幅滑落。因此，在销售趋缓预期的影响下，房地产信贷限制以及销售回笼资金下降使得房地产开发商资金面紧张，房地产投资增速将大概率趋缓。

从历史经验来看，房地产销售面积同比领先房地产开发6个月左右。如果9月份起销售大幅回落，即使年内仍然保持平稳回落，到了明年4月前后房地产投资也将受到较大影响。

图2：房地产开发投资与资金来源

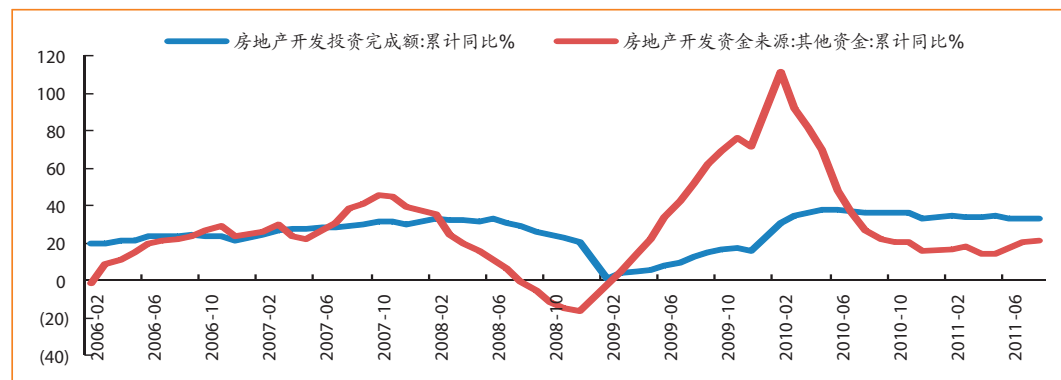
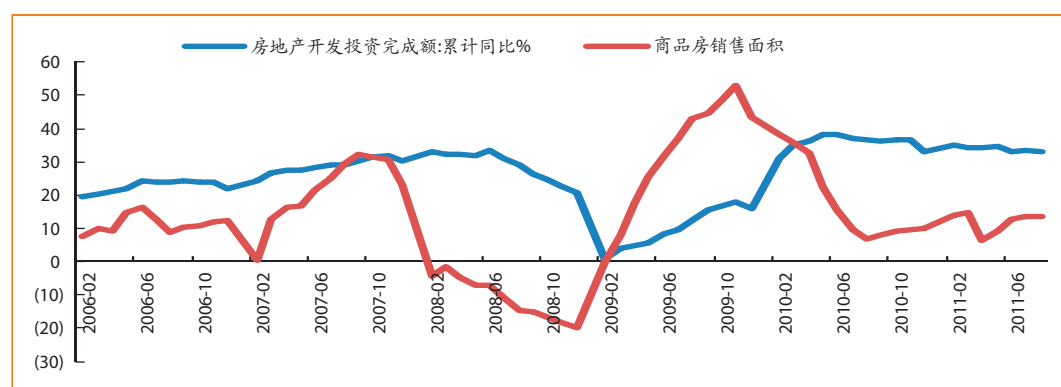


图3：房地产销售面积同比领先房地产开发投资

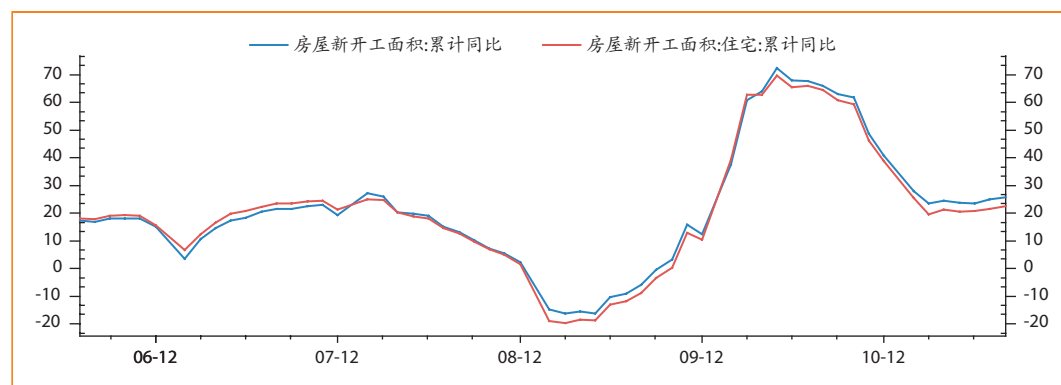


资料来源：wind 摩根士丹利华鑫基金

过去的新开工将形成未来房地产供给高峰。过去两年，2009年5月到2009年11月，是第一个新开工快速增长期，2009年末到2010年5月，新开工以更高的速度提升。按照2年的建设期，2011年11月到2012年5月，是房地产供给高峰来临。

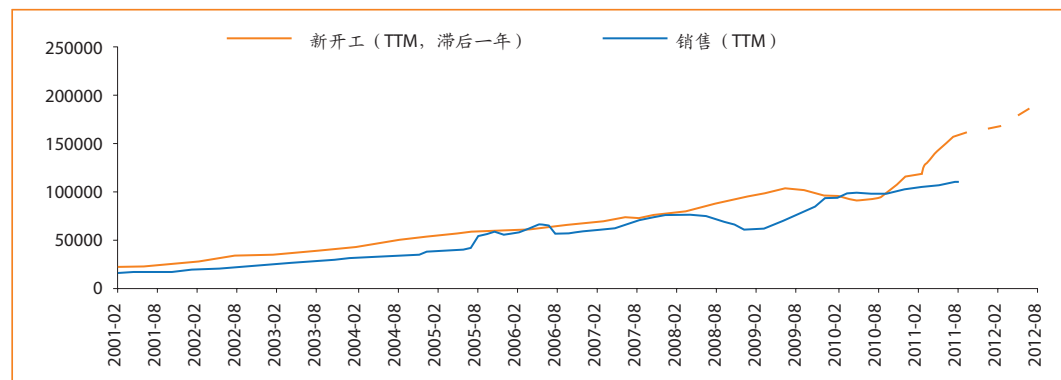
如果9、10月地产销售低于预期是来自于购房者的降价预期，那么，持续扩大两年的库存与销售喇叭口将引发行业的去库存。资产性收入的系统性下降，及通胀预期回落，将形成房价下跌的双重压力，并导致房地产投资急剧下滑。

图4：新开工面积预示2011年11月到2012年5月进入供给高峰



资料来源：wind 资讯

图5：新开工形成的潜在库存与销售的背离形成供给压力



资料来源：wind 摩根士丹利华鑫基金

3、大类投资：基础设施投资延续下滑

政府基础建设投资增速不容乐观，特别是1-8月份铁路运输业投资增速出现负增长，达到-15%，交通运输、仓储和邮政业的投资增速降至7.4%，预计未来投资增速仍将趋缓。主要原因有三：第一，地方政府的主要资金来源是土地出让收入，由于房地产政策持续调控，开发商购地意愿将不断下滑。受此负面影响，2012年的财政支出将更加捉襟见肘，城市基建投资增速可能持续下滑；第二，地方政府平台贷款规模已经超出了管理层可以容忍的限度，对平台贷款风险的高度警惕，使得基建投资贷款的获取更加困难；第三，高铁事件使得管理层开始反思原有的“大干快上”投资模式，投资转型迫在眉睫，传统基建领域的投资增速下降是可以预期的。

图6：自09年以来，政府基建投资增速持续回落

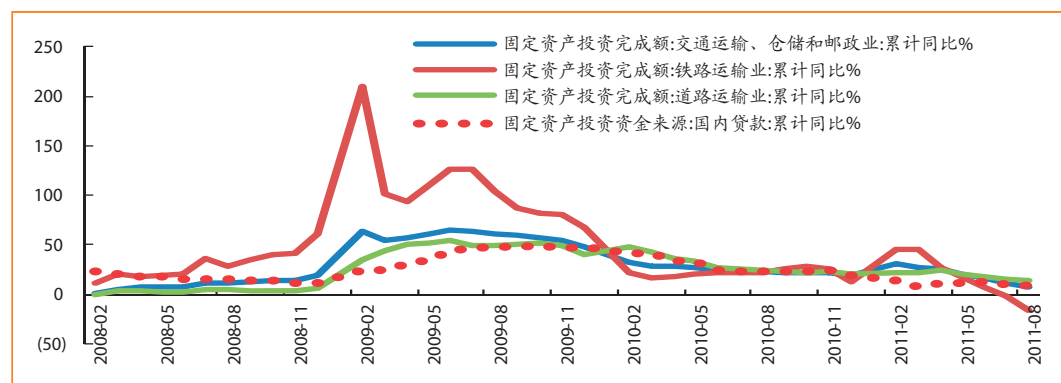
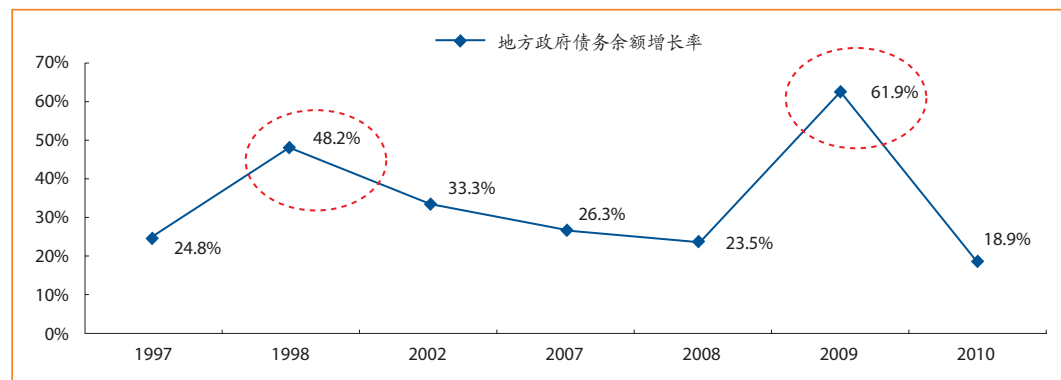


图7：全国10.7 万亿地方政府性债务兴于两次金融危机期间



资料来源：wind 国家审计署 摩根士丹利华鑫基金

4、去库存：工业部门进入尾声

库存处于主动去化过程中。7 月份的数据显示整体工业行业结构性主动去库存加速，去库存行业范围也有所扩大。目前，整体工业行业的库存水平略高于历史均衡值。分行业看，主动去库存的行业范围较上月有所扩大。

工业品去库存已经持续约2个季度，工业品本身的库存水平已经显著回落。比如，钢铁库存明显回落，特别是螺纹钢和线材。上海期货交易所的铝库存也在持续大幅下降。

上市公司数据验证去库存压力不大。二季度，非金融上市公司存货周转率1.04（单季度），较去年同期略有下降，没有明显恶化。从各行业的存货周转天数看，大部分年行业存货周转天数在3个月左右，仅房地产和纺织服装周转天数稍高。

5、去库存：房地产部门高库存逼近极限

房地产企业库存压力显著。2010年以来地产投资增速维持高位，但房地产政策持续高压至今，使得房屋新开工增速大幅超越销售面积增速，从而房地产企业的库存不断累积，A股房地产上市公司存货周转天数迅速上升，库存占资产比率也创出历史新高。

房地产企业资金渐趋紧张，将推动库存去化过程。由于管理层对房地产企业贷款的持续调控，对房地产信托项目亦开始实施限制，房地产企业自身的销售回款增速出现下降，在商品房推盘量越来越大的压力下，房地产企业将不得不主动加快商品房库存的去化过程。

6、经济面临最后一跌：释放库存与通胀压力

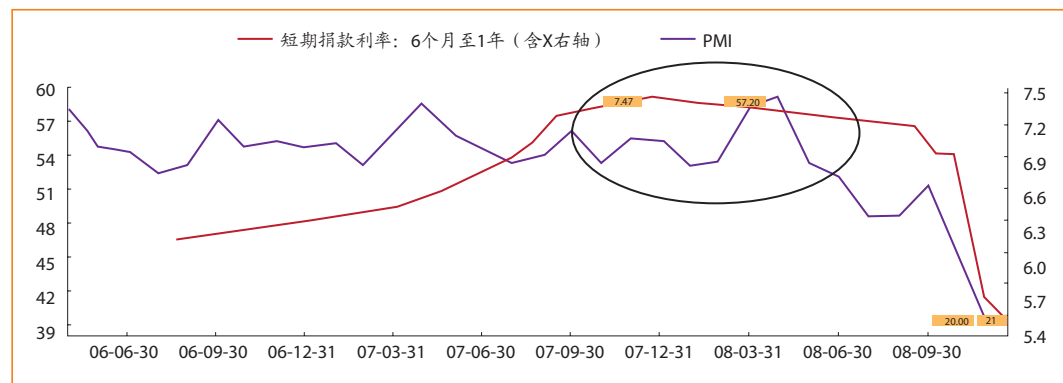
经济面临最后一跌。从宏观指标和经济运行周期看，经济、库存可能面临最后一跌，伴随的是去库存的尾声，也是去库存最猛烈的阶段。同时，随着经济阶段性剧烈收缩、去库存至极限，通胀压力会快速释放，尤其是生产环节的通胀压力会迅速下跌，而终端通胀，也就是CPI会略后下跌。

警惕政策超调风险。从近期指标看，外围冲击导致出口开始走弱，不排除出口有更大冲击。8月的同步指标显示，经济进一步趋弱。通胀回落低于预期。货币政策和信贷政策紧

缩延续，官方利率政策机制失效，民间利率持续上涨，所有这一切，指向紧缩的枷锁已经令经济沉重难堪。最后，难以承受的沉重，会形成经济短期内轰然而下，这就是改革开放以来屡见不鲜的“政策超调”。

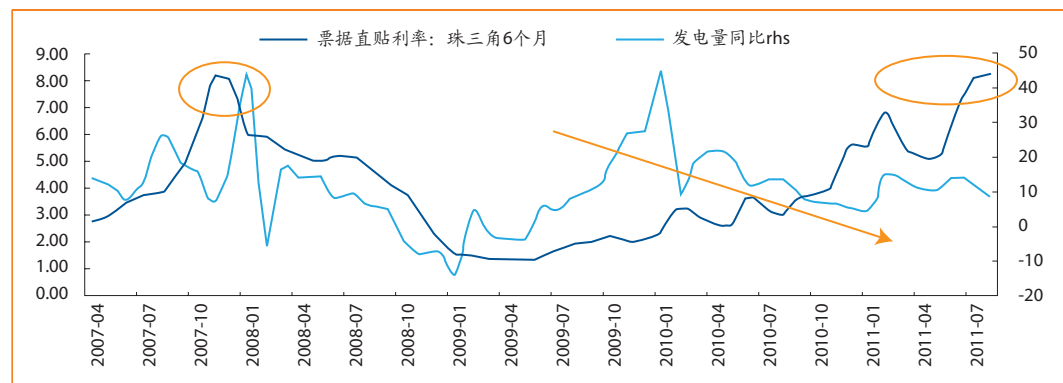
流动性和影子金融（资金流出信贷体系通过高利率流向市场）风险，积累至极限后，会导致经济、金融进入负向反馈。经济、市场盈利最后一跌。经济下跌中，通胀必然快速下行。

图8：政策历次都超调（经济降速1个季度后才迎来第一次降息）



资料来源：wind 资讯

图9：流动性紧张堪比2008年，政策超调风险攀升



三、市场分析判断

1、市场将在经济衰退中见底

我们3季度策略报告指出，从2010年10月份以来，本轮上升周期已经进入过热期，从今年3月开始进入滞胀期，目前处于滞胀核心区，考虑到未来通胀、经济回落，未来有望进入收缩期（衰退期）。

按照投资时钟大类资产配置原则，在滞胀期仍主要以防御为主，市场缺乏趋势性机会。在典型的周期中，市场见底一般伴随着工业增加值同比见底，市场见底往往发生在衰退期。我们判断4季度进入衰退期，衰退期的持续时间决定了市场见底时间窗口，结合估值底测算，市场可能形成中期底部。

2、流动性短期难以转向：欧债冲击强化风险

7月份外汇占款为2196亿元，连续两个月下降，并且7月份热钱估算开始转负，为-373亿元，这可能是海外市场风险加剧引发热钱开始流出中国。虽然，8月份外汇占款及热钱估算都出现反弹，但仍需警惕其反复。近几年中，热钱在07年底、08年底、10年中都出现过热钱流出，正好对应美国风险指数上升时期。因此，当海外市场出现风险时，资金倾向于流出中国，转向美元等避险资产。

德国议会关于EFSF修正案的投票结果以及欧盟财长会议关于EFSF修正案及希腊援助计划的讨论，将决定欧盟对希腊的第六批救援贷款能否按时发放，贷款若不能发放，届时将可能引起全球资金链紧张，从而冲击国内A股市场。因此，必须密切关注欧债危机的进展情况。

3、流动性短期难以转向：国内货币政策紧缩

中国人民银行发言：稳定物价是宏观调控首要任务，坚持实施稳健的货币政策。M2增速从高位向常态平稳回落，符合宏观调控的预期和稳健货币政策的要求。尽管目前M2增速看起来比过去低一些，但实际货币条件与经济平稳较快增长是相适应的，目前M2的统计比实际状况有所低估；目前我国一些价格上涨的因素得到一定程度控制，但并没有根本消除，通胀仍然偏高，稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务。需要坚持实施稳健的货币政策，保持货币信贷平稳适度增长。管理层的表态意味着在通胀压力未有明显缓解之前，政策放松将难以看到。

M1/M2同比增速创出本轮调整以来的新低。8月M2同比增长13.5%，较7月14.7%下降1.2个百分点，低于市场预期的14.4%，不仅创出本轮调整以来的新低，更是创出近6年以来的新低。

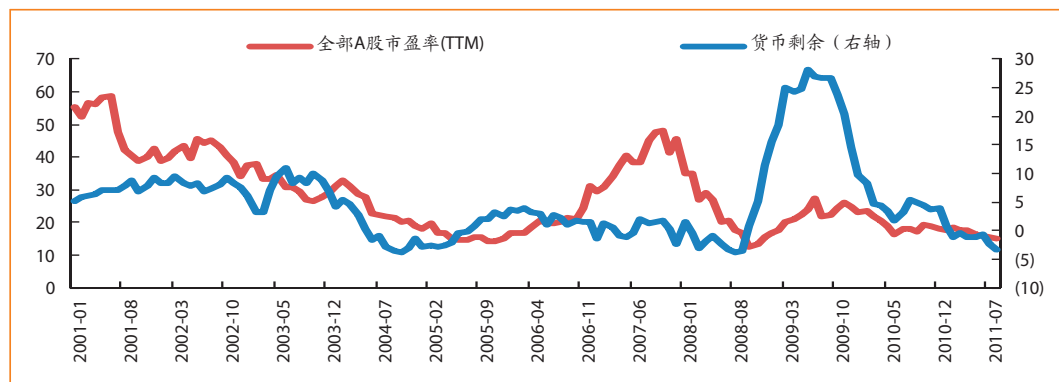
4、流动性紧缩压低市场估值

货币剩余“M2-GDP-PPI”反映了扣除实体经济“池子”对资金的争夺后，虚拟经济“池子”内的货币剩余。货币剩余的多少决定了虚拟经济“池子”水位的高低，或者说是估值水平的高低。

2008年四季度，面对全球金融危机，央行开始大量注入资金，当时经济低迷情况下，货币剩余迅速攀升，从而推动A股估值水平不断上行。

自2009年下半年，央行逐渐开始控制货币投放，同时实体经济快速复苏，并从2010年下半年开始推动物价上涨，因此不断吸收央行的货币投放，造成货币剩余自2009年中期开始一路下行，A股全市场的估值水平也出现了持续走低。因此，四季度需要关注货币剩余可能发生的边际改善情况。

图10：货币剩余持续下降压制A股估值水平



资料来源：wind 摩根士丹利华鑫基金

5、物极必反：经济下滑将迎来流动性反转

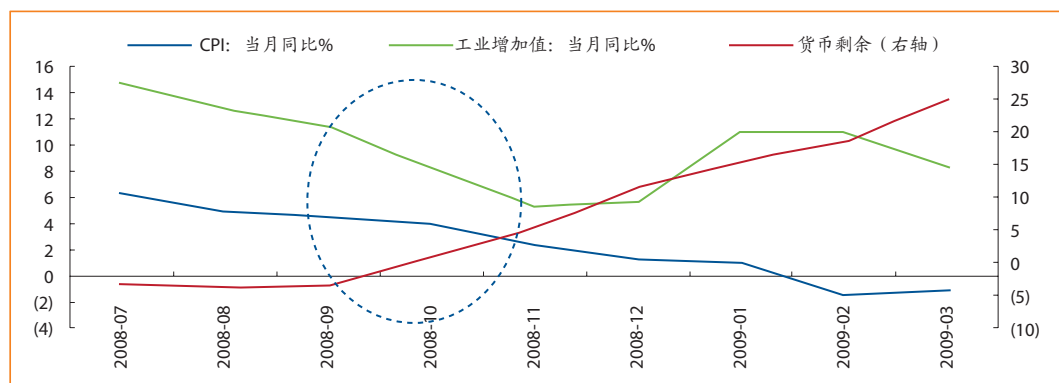
步入通缩，经济下滑、名义价格下降，自然会导致剩余货币增加（即M2-GDP-PPI变大），流动性得以改善。

以往的案例：2008年8月份后，经济和物价下滑，经济进入剧烈衰退期，但剩余货币开始改善。

同时，未来随着经济下滑、通胀压力释放，给政策转机提供空间。

正是如此，我们前述，市场见底往往发生在衰退期。

图11：经济衰退和通胀回落导致剩余货币改善



资料来源：wind 摩根士丹利华鑫基金

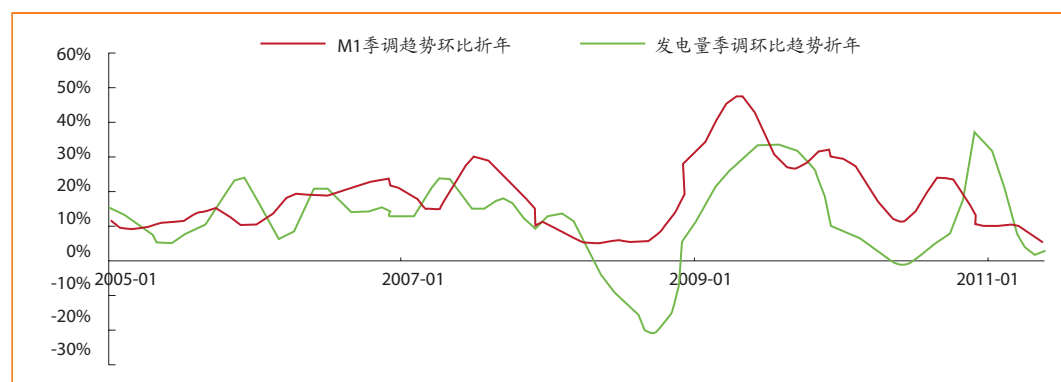
6、领先指标：中期预测意义

领先指标预测对于中期市场具有参考意义。从宏观指标上看，领先指标对经济中期周期预测意义很强，同步指标用于检验领先指标，并判断经济的具体运行阶段。虽然从大周期角度看，全球10年左右一个大周期，2008年对应10年世界经济周期的底部，至今世界经济周期仍处于衰退后的复苏阶段。

在中国，信贷、货币、PMI原材料库存、汽车销量的月度季调环比趋势是宏观经济较好的领先指标，即使对于库存调整导致的经济小周期，也具有良好预测。而工业增加值、发电量等同比数据，我们大众盯的最多的是同步指标，而物价、产成品库存是滞后指标。

从过去的经验看，领先指标对于判断经济中期走势较有效。比如今年，领先指标在3月就开始下行了，而当时市场一度上涨到4月，之后，伴随着同步和滞后指标的见顶回落，市场开始下跌，尤其是周期股。

图12：领先指标（货币信贷）能前瞻性预判经济周期拐点



7、积极的信号：货币和PMI领先指标的变化

M1的同比环比增速是代表货币政策变化的典型指标，尤其是环比增速更具领先性。2008年4季度货币政策正式转向宽松，但2-3季度M1环比增速已经提前见底，市场滞后一个季度见底；自2010年初开始，货币政策开始从紧，到目前为止仍未有放松迹象，但我们可以看到M1环比增速已经回落至2008年的低位，并且有走平的迹象，未来政策是否出现松动值得积极关注。

PMI为经济领先指标，原材料库存的增减反映了企业家对未来经济前景的预期，因此该领先指标也值得密切关注。从历史经验来看，无论是2008年底部还是2009年顶部，以及2010年的底部，PMI原材料库存环比增速都提前出现了相应变化，当前该领先指标尽管仍为负值，但已经再次掉头向上。

图13：M1季调趋势环比增速已经回落至2008年低位

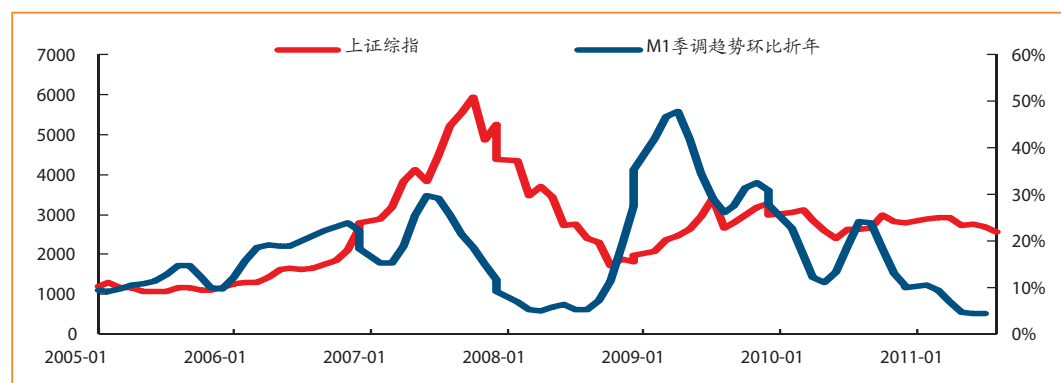
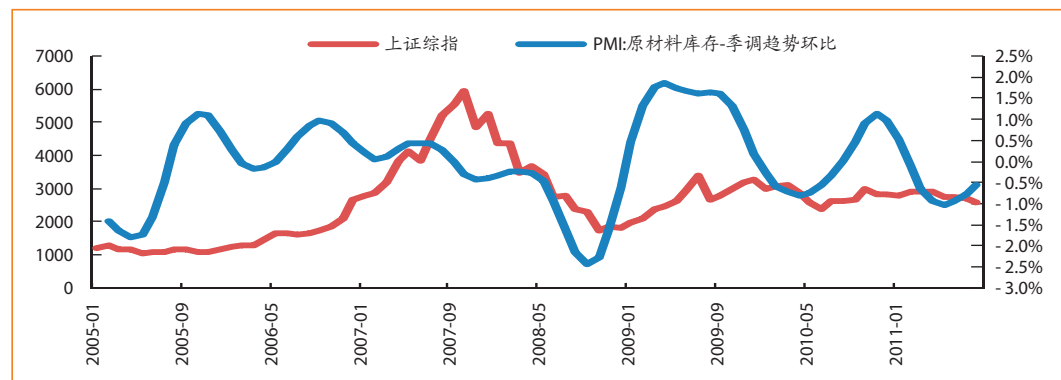


图14：PMI原材料库存环比增速出现反弹



资料来源：wind 摩根士丹利华鑫基金

8、积极的信号：汽车景气似有乐观变化

汽车和房地产是经济周期中具有先导性的行业。由于房地产受到政策调控，面临着巨大的库存去化压力，因此房地产行业变化的领先意义出现变化。但汽车行业的销量变化对经济的领先作用仍值得密切关注。

从乘用车和商用车销量的环比增速波动情况来看，2008年3季度见底，2009年2季度见顶，2010年2季度出现下行中的阶段性底部，反弹至2010年底再次回落，2011年2季度再次见底，目前处于反弹当中。

从汽车的景气周期看，其下行先于经济下行，目前已经在底部延续较长时间，按照汽车景气周期推算，以及库存等情况看，其景气有企稳回升态势。因此，其预示意义值得重点关注。

图15：乘用车销量环比增速反弹

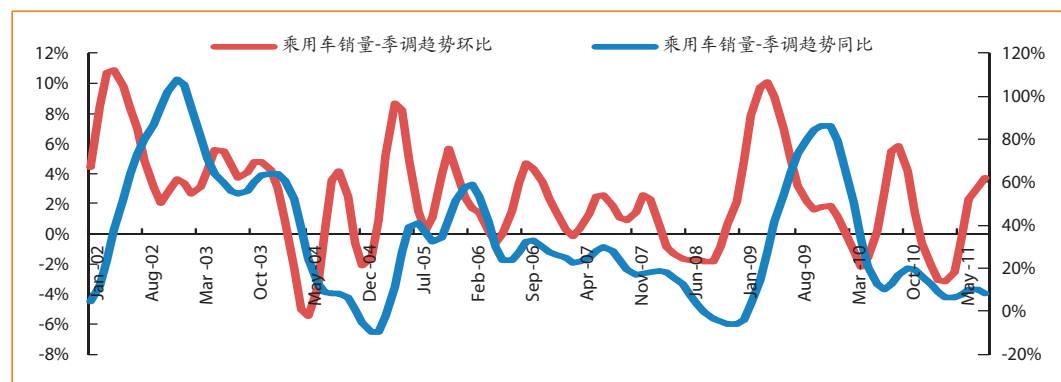
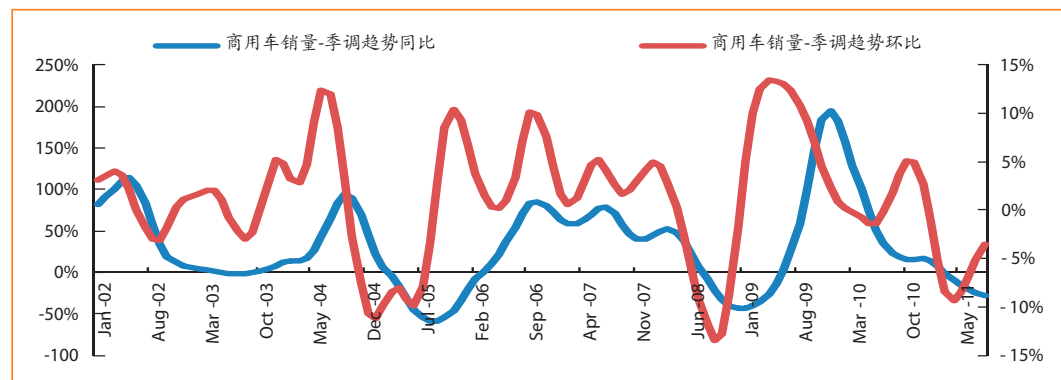


图16：商用车销量环比增速反弹



资料来源：wind 摩根士丹利华鑫基金

9、否极泰来？投资者情绪已悲观至极

经验数据显示，当A股账户周交易账户数占总账户数的比例降至5%附近时，意味着市场交投降至冰点的程度，同时大盘的杀跌动能殆尽。截止9月30日，该数据为5.65%，说明投资者情绪已经进入非常悲观的状态。此时市场在进入最难过的阶段，市场底部总是在投资者信心消磨殆尽时形成。

产业资本净减持变化代表了上市公司重要股东对未来市场趋势以及估值水平的看法。截止9月30日，9月份净减持金额为14.45亿元，较8月份的65.74亿元，出现了较大幅度下降。

图17：交易账户一度跌破5%至历史新低附近

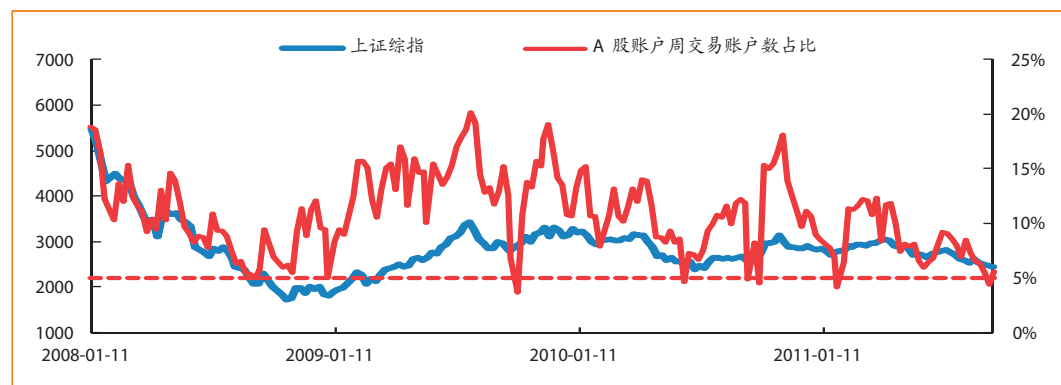
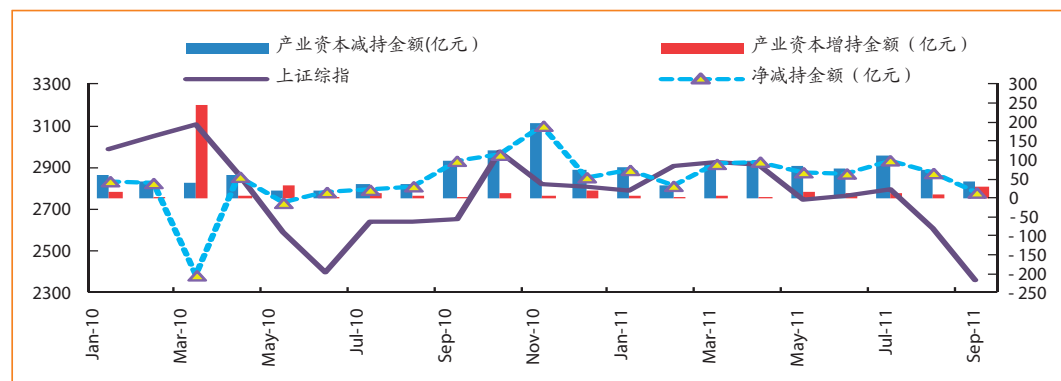


图18：产业资本净减持额减至最小值附近



资料来源：wind 摩根士丹利华鑫基金

10、市场判断

由于我们判断未来宏观经济要么延续滞胀，要么将进入通缩期。后一种情形的出现存在必然性，不确定的只是多快出现，以及时间长短问题。市场正在对上述问题及盈利下调做出反映；市场见底往往发生在衰退后期。

从海外看，欧洲债务到期窗口一直会持续到明年5月份，除非在此之前输入足够流动性。

我们测算的市场估值底在2300点附近。而领先指标出现积极信号。投资者情绪达到冰点。

综合而言，在经济最后一跌过程中，市场仍会表现为震荡寻底，不排除超跌。但随着经济回落，流动性会出现边际改善，甚至出现政策转机。随着市场逼近估值底，我们对市场中长期行情有所期待，但短期内仍谨慎，并接受政策超调、经济收缩带来的市场挑战。

从时间窗口看，政策转机年内较难，经济下滑会伴随着地产投资下滑持续至明年1季度。综合考虑季节效应，市场会在4季度内形成中期低点。一旦经济显著下滑、通胀回落，我们将密切观察流动性改善和政策转机信号。

从结构上看，结合下面的估值结构分析，谨防市场最后下跌阶段，中小盘流动性风险。

四、估值分析

1、静态估值分析

对比当前和历史的上证指数以及市值情况，按照08年10月底的最悲观估值水平测算，理论上对应的指数底部在2350点附近。

悲观情形：如果以2331点为起点，考虑净利润增长率为15-20%，未来12个月的市场底部区域将抬升至2681-2797的点位区间。

中性情形：如果以2747点为起点，考虑净利润增长率为15-20%，未来12个月的市场底部区域将抬升至3159-3297的点位区间。

图19：上证A股同口径估值纵向比较

时间	上证A股剔除09年以后上市公司-PE(TTM)	上证A股剔除银行及09年以后上市公司-PE(TTM)	上证A股剔除银行、石油石化及09年以后上市公司-PE(TTM)	中小板PE(TTM)
2008-10-31	11.84	14.54	13.24	15.41
2010-07-02	15.29	19.55	21.98	33.60
2011-09-30	12.14	16.71	19.00	30.54
相比08年低点	2%	15%	43%	98%
相比10年低点	-21%	-15%	-14%	-9%

图20：基于市盈率比较的上证综指点位敏感性分析

对应上证综指		未来一年净利润增长率						
		0%	10%	12%	15%	18%	20%	25%
市盈率 TTM	10	1969	2166	2205	2264	2323	2362	2461
	11	2166	2382	2425	2490	2555	2599	2707
	11.84	2331	2564	2611	2681	2751	2797	2914
	12.50	2461	2707	2756	2830	2904	2953	3076
	13.96	2747	3022	3077	3159	3242	3297	3434
	15	2953	3248	3307	3396	3485	3544	3691
	18	3544	3898	3969	4075	4181	4252	4429

资料来源：wind 摩根士丹利华鑫基金

2、动态估值分析

以上是静态的估值、市场结构分析。

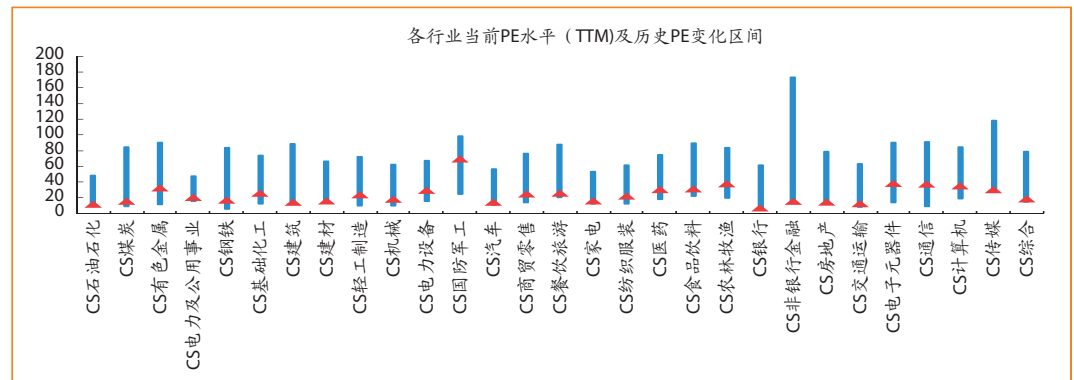
采用动态估值分析，主要变化在于对2011年盈利预测增速的调整。

采用敏感性分析，2010年测得的估值底在于2300点附近，最保守假设2011年上市公司利润增速在0—10%之间，则市场动态估值底大约在2300—2530点。而事实上，中报上市公司利润增速超过20%（大盘股24%、中小板20%出头），市场对2011年上市公司一致预期增速仍在20%左右。

3、行业估值分析

截止2011年9月30日，中信29个一级行业中，石油石化、电力及公用事业、建筑、建材、汽车、家电、银行、非银行金融、房地产、交通运输、传媒、综合等十二个行业的PE(TTM)值处于历史变化区间的最底部，除了国防军工的估值略高，其他行业的PE(TTM)值也都处于历史变化区间的中下部分。

图21：各行业估值水平比较（截止2011年9月30日）



资料来源：wind 摩根士丹利华鑫基金

4、结论：

同口径、静态利润基础，这样的估值分析，在过去，屡次经验证明对于市场估值底的判断有较好效力。

市场估值底：静态估值分析结论：当前市场已经反映了经济、库存小周期的正常回调，国内经济调整与2010年的库存调整情形类似，市场已经充分反映；但假如经济出现系统性的、内外部需求剧烈萎缩，则市场远远未反映。

然而，我们判断未来的经济情形，出现第二种情形的概率很低，考虑到通胀、欧元债务危机，以及经济周期阶段，经济可能要比第一种情形差。即使这样，结合动态估值底，我们认为2300——2580点之间，构筑中长期底部。

市场结构：银行、石油石化处于市场估值最低端，中小板创业板处于最高端。这意味着，中长期而言，大行业的配置价值是显而易见的。

五、投资建议

市场跌至估值底附近时逢低提升仓位。9月份行情与我们判断的基本吻合，唯一的出入在于缩量下调的时间拉长。目前指数已经触及我们所测算的估值底，同时市场的换手率已经进入历史最低的界限。另外，地产行业曝出的信贷危机，我们判断从长期角度来看会带来流动性的转向（长期囤积的流动性，在地产行业被封死的情况下，存在转向资本市场的可能性）。从基本面和资金面我们认为证券市场较长周期的机会将要到来，建议10月份逐步提高仓位。

配置思路：偏向于指数化（主要理由：反弹初期主动投资难以战胜被动投资；大市值板块低PE低PB，具备较强的防御性，配置思路就是防守、进攻相结合）。通过行业2011、2012年盈利一致预期增速与相对估值比较，相对看好的行业包括：银行、券商、保险、计算机、通信、商贸零售、医药、汽车、电子元器件；相对看淡的行业包括：有色、煤炭、食品饮料、纺织服装。

选股与风格策略：注重低PB 选股策略，尤其是对周期性行业；未来的政策和市场预期变化，关注中长期规划明确，但上半年投资受控的基础设施行业投资，尤其是目前市场预期悲观的行业，例如电网建设相关的电力设备、通讯。

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

设广场二期二座17楼

邮编：518048

电话：(0755) 88318883

传真：(0755) 82990384

www.msfnfunds.com.cn