

2012年三季度宏观策略报告

要点:

- 欧债危机进一步深化，西班牙成为新的风险点，美国经济数据掉头向下，疲软态势明显，油价大跌，通胀压力减轻；
- 国内需求低迷，通胀率进一步走低，信贷需求虽然环比回升，但有效需求依然不足，固定资产投资增速继续下降，内部结构分化，出口意外走强，但未见趋势性好转，消费增速明显下降一个台阶，政策刺激提上日程，但是目前力度偏小；
- 前期我们对2012年上市公司盈利的增速预期为10%，建立的假设前提是工业增加值在11.5%左右，但是从2季度以来的经济运行情况以及上市公司1季度盈利情况来看，均大幅低于预期。为此，我们下调今年企业盈利增速，预计全年上市公司整体增速在0左右；
- 按照这个盈利预测来计算，A股上市公司目前股价对应的2012年业绩加权平均市盈率13.7倍，沪深300指数对应的2012年业绩加权平均市盈率为10.73倍；
- 研究表明，经过前几年的盘整下跌之后，A股整体估值已经属于合理偏低水平，个别行业和公司明显低估。较低的估值水平决定了A股下跌幅度有限，如果在政策刺激和库存回补的推动下，下半年经济步入向上周期，那么A股市场存在上涨几百点小牛市的可能性。

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、海外经济回顾——欧债危机继续深化，美国经济重现疲软

1、欧债危机进一步深化，西班牙成为新的风险点

3月份，在多方努力下，希腊与债权人最终达成PSI协议，并与三驾马车达成金额1300亿欧元的援助协议。但是尽管如此，欧债危机却没有在2季度平息，反而进一步深化。一方面，希腊首次选举无政党胜出，导致无法组成联合政府，市场担忧反对紧缩措施的左翼政党在二次选举中获胜，届时希腊退出欧元区的风险将大大增加。所幸，6月下旬这一问题得到解决，支持紧缩的新民主党获胜，新政府承诺在不危及其在欧元区未来的前提下，重新协商援助条款。

另一方面，西班牙逐渐成为欧债危机新的引爆点。6月9日，西班牙正式向欧元区请求援助，成为继希腊、爱尔兰和葡萄牙之后，第四个寻求援助的欧元区国家，预计援助金额将达到1000亿欧元。10日，欧元区财长们在经过2个半小时的磋商后，宣布将在西班牙政府提出正式申请后，为西班牙银行业提供不超过1000亿欧元的救助资金。

在西班牙接受救助以后，惠誉、标普、穆迪等评级机构先后将西班牙的主权评级下调至BBB类，展望为负面。并同时下调了西班牙银行评级。同时，市场担心西班牙银行接受救助仅仅是欧元区银行体系不稳定的开始，同时对西班牙政府债务风险的担心上升。6月14日，西班牙10年期国债收益率突破7%大关至7.02%，为欧元区创立以来首次。

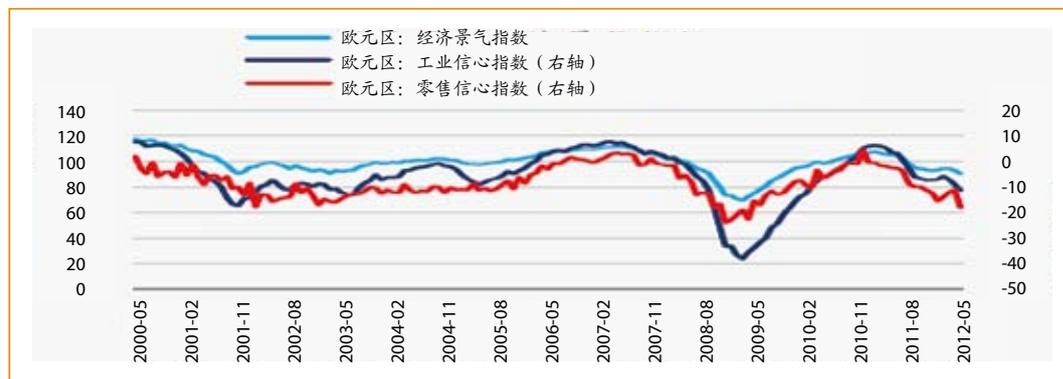
图1：西班牙国债收益率飙升



资料来源：彭博社，摩根士丹利华鑫基金整理

除了债务危机令人担忧之外，欧元区的经济形势也非常疲软。从PMI指数，经济景气指数与工业订单情况看，欧元区工业生产不容乐观：1) 欧元区6月综合PMI初值为46.0（与5月持平），为2009年6月以来最低水平。其中制造业PMI初值为44.8（5月为45.1），为2009年6月以来最低。服务业PMI初值为46.8（5月为46.7），环比小幅上升，但已经是连续5个月低于荣枯分界线。德国6月制造业PMI初值44.7（5月为45.2），创2009年6月以来最快萎缩。2) 欧元区6月ZEW经济景气指数降至-20.1，前值-2.4；欧元区6月ZEW经济现况指数-73.2，前值-60.2。德国6月ZEW经济景气指数由上月的10.8大幅回落至-16.9的水平，国内经济景气程度出现持续回落。3) 欧元区工业订单继续下降，3月工业订单月率上升1.8%，年率下降2.8%。

图2：欧元区景气指数全线回落

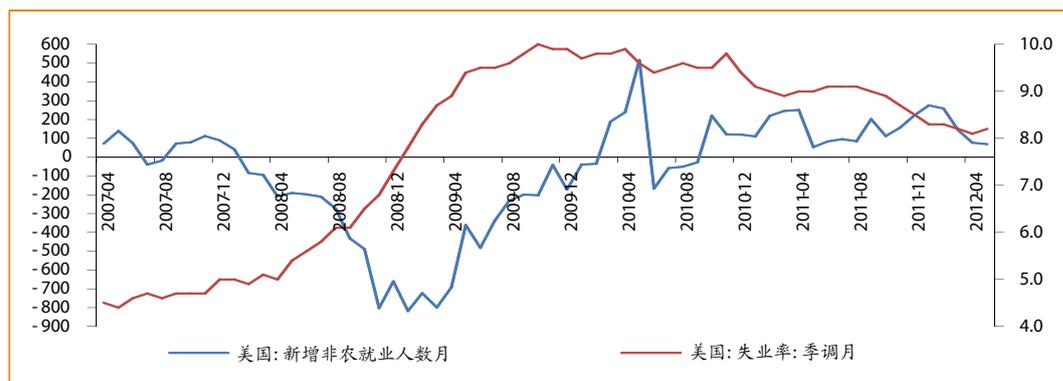


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

2、 美国经济数据掉头向下， 疲软态势明显

进入2季度以来，美国经济数据屡屡低于预期，疲态尽显。就业方面美国劳工部6月1日公布的美国5月季调后非农就业人口上升6.9万，远不及预期的上升15.0万，4月修正为增长7.7万，初值为上升11.5万；3月修正为增长14.3万，初值为增长15.4万。5月失业率回升至8.2%，为近一年以来首度走高。自去年8月以来，美国失业率便持续大幅下滑，从当时的9.1%最低降至8.1%。5月美国私营部门就业人数增加8.2万人，包括州和地方政府在内的政府部门总就业人数再度减少1.3万人。

图3：美国非农数据连续三月大幅低于预期

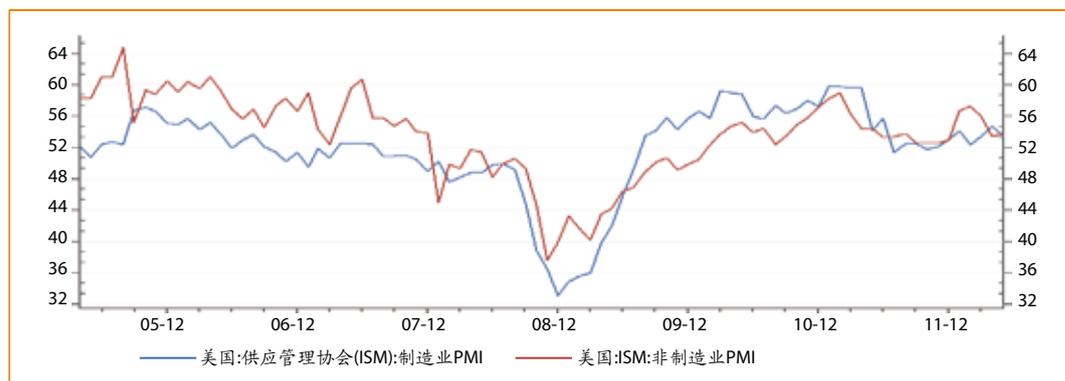


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

其他方面，5月ISM制造业采购经理人指数(PMI)录得53.5，低于4月份水平的54.8，也低于预期的53.9；5月ISM非制造业PMI指数从53.5上升到53.7，活动略强于预期；美国商务部公布的4月份美国工厂订单月率下滑0.6%至4,659.8亿美元，而预期为月率上升0.3%；3月工厂订单修正后为月率下降2.1%，初值为下降1.5%；4月耐用品订单修正值为月率持平，3月为下降3.7%；消费方面，由于劳动力市场改善有限，美国6月份消费者信心大挫至74.1，是去年12月以来的最低水平。5月零售销售月率下降0.2%，这是零售销售连续第二个月下滑；4月消费者信贷扩张程度录得6个月来新低的65亿美元，远不及预期值110亿美元。房地产价格依然萎靡，标普/Case-Shiller 5月29日公布的美国3月S&P/CS 20座大城市房价指数年率降2.6%，20座大城市末季调房价指数月率持平。美国一季度房屋价格较此前一个季度下滑2.0%，较上年同期下滑1.9%。房价较2006年第二季度的峰值已经下滑了约35%。

综合各项数据分析，美国经济开始受到在欧债风险加剧与中国经济下滑的影响，增速有所下滑。

图4：美PMI指数走势图

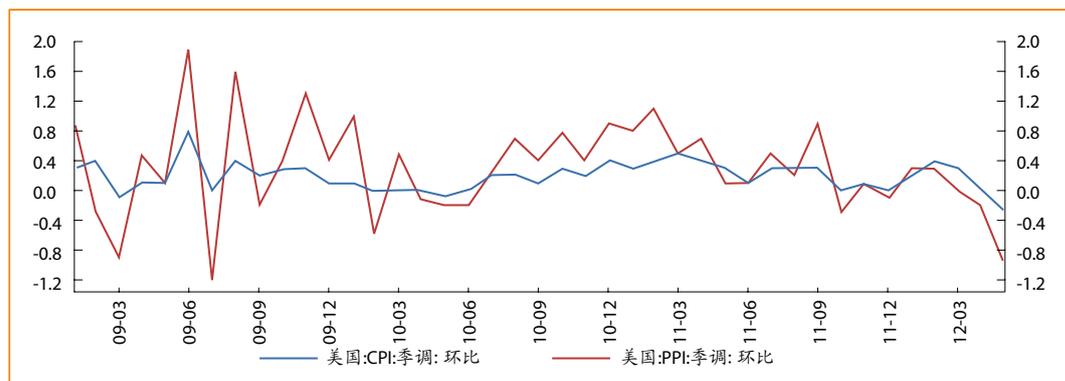


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

3、 油价大跌，通胀压力减轻

进入2季度之后，全球经济形势出现逆转，伴随欧债危机不断深化，导致石油等大宗商品价格大幅下跌，从而缓解了各国的通胀压力。数据显示，美国5月季调后CPI月率下降0.3%，创下2008年12月以来录得的最大降幅；去除食品及能源等价格易波动项目，美国5月季调后核心CPI月率上升0.2%；能源价格相比去年同期下跌3.7%，为2009年10月以来首度下滑。美国5月PPI月率下降1.0%，降幅大于0.6%的市场预期，并创下近3年最大降幅，显示美国通胀压力在入夏之际开始减轻；去除能源及食品成本，美国5月核心PPI月率上升0.2%，并符合预期，而年率上升2.7%，略低于预期的上升2.8%。此外，欧元区5月CPI年率上升2.4%，符合市场预期，为15个月最低。

图5：美国CPI/PPI季调环比



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

4、 政策继续宽松

低迷的宏观经济和逐渐走低的通货膨胀率，使得各国政府在实施宽松的货币政策时少了很多压力。今年以来，瑞典、澳大利亚等发达国家，以及印度、俄罗斯、巴西、菲律宾、泰国、越南、印尼等新兴市场国家都纷纷降息以应对经济衰退。

而对于利率已经低到无法再降的美日欧而言，加大数量宽松政策则成为首选措施。6

月21日凌晨公布的美联储公开市场委员会(FOMC)政策声明称, 维持利率在0-0.25%不变, 并将延长扭转操作至2012年末, 进一步购买约2670亿美元6年期至30年期国债。虽然FOMC并没有采取市场希冀的QE3政策, 但是在政策声明中明确指出目前美国最大的问题来自就业, 如就业数据不佳恐将进一步实施宽松政策。日本方面, 自今年以来, 为对抗国内通缩, 日本央行已分别于2月和4月扩大10万亿日元资产购买规模。

欧洲方面, 出于抑制通胀的考虑, 欧洲央行没有出台新的货币刺激政策, 不过德国、法国、意大利和西班牙四国首脑6月22日在罗马举行会议, 同意用总额达1300亿欧元的一揽子计划刺激经济增长。

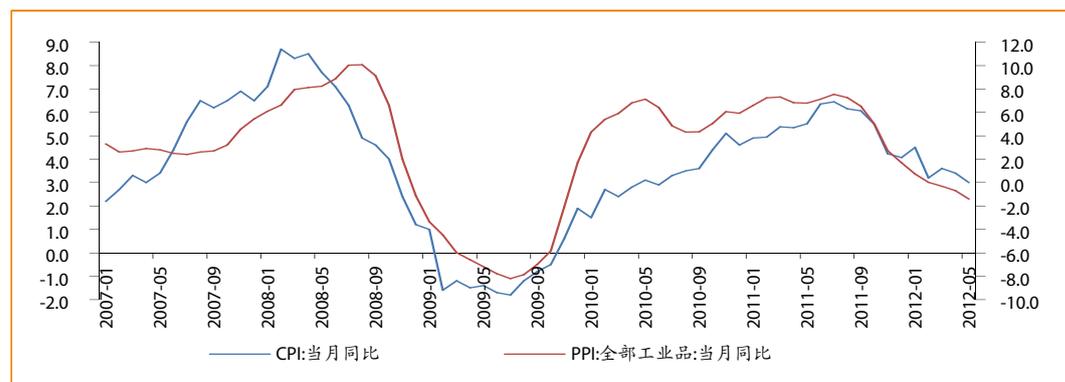
二、国内宏观分析——经济低迷依旧, 政策推出存在时滞效应

1、需求低迷, 通胀率进一步走低

国家统计局6月9日公布的数据显示, 5月份全国居民消费价格总水平(CPI)同比上升3.0%, 比上月放缓0.4个百分点, 创近23个月以来的新低; 工业生产出厂价格(PPI)同比下降1.4%, 降幅比上月加大0.7个百分点。环比来看, 5月份CPI下降0.3%, 其中食品价格降幅为0.8%, 非食品价格总体持平; PPI下降0.4%, 其中生产资料下降0.5%, 生活资料持平。

从影响CPI的两个重点指标来看, 2012年猪肉周期处于回落趋势之中, 但蔬菜周期趋势向上, 这两项趋势拐点皆在年底, 但考虑到猪肉权重, 食品总周期性趋势向下。此外, 由于从CPI环比回升到同比回升约有5-6个月的时滞, 预示着下半年CPI同比数据明显反弹的可能性很小, 下行趋势仍将延续。预计在四季度之前CPI都将保持在3%以内的区间波动, 全年CPI涨幅可能远低于3%。

图6: CPI/PPI走势图



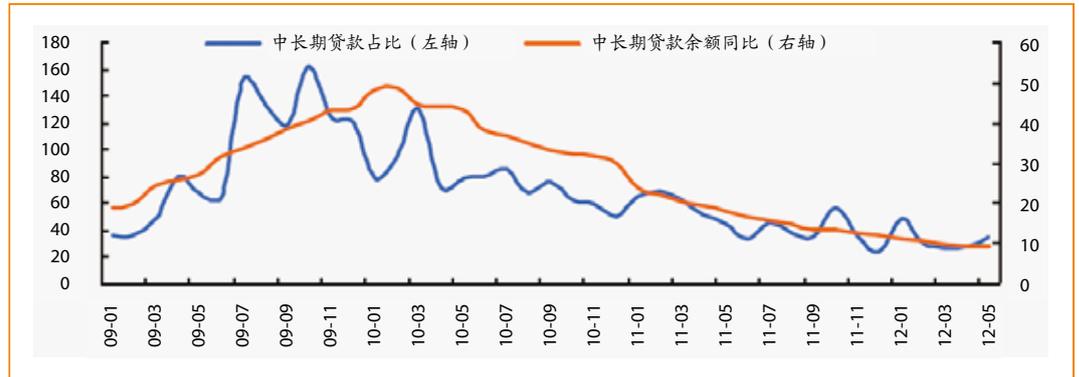
资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫基金整理

2、5月信贷增速环比回升, 但有效需求仍然不足

从央行公布的5月份货币信贷数据来看, 5月新增人民币贷款7932亿元, 同比多增加2416亿元, 环比多增1114亿元。信贷结构亦有改善, 居民及企业中长期贷款占比同比回升, 总体中长期贷款占比升至34%, 较4月上升6.2%。显示发改委加速项目审批后, 银行配套信贷资金投放有上升迹象。然而, 不论从中长期贷款增速(9.1%)及占比(34.0%)来看, 依旧处于近年低点。有效需求不足的问题确实存在, 截至今年一季度, 央行信贷调

查中的贷款需求指数已经连续三个季度回落。

图7：中长期贷款占比和增速依旧处于近年低点

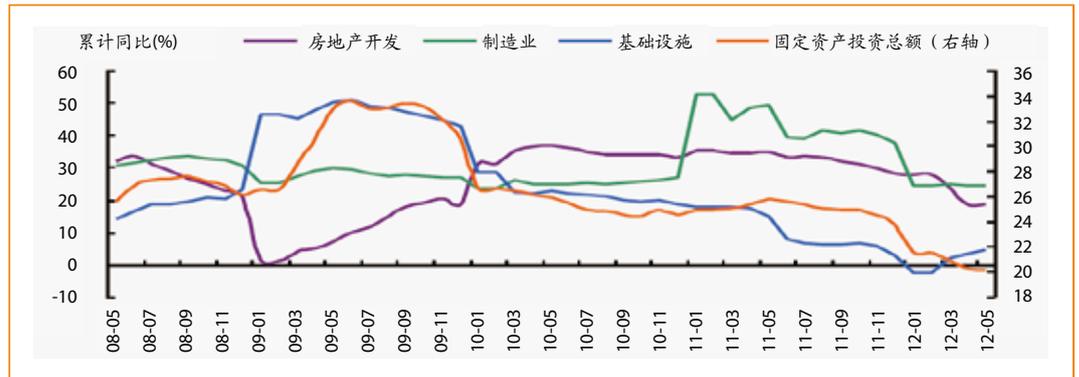


资料来源：人民银行，摩根士丹利华鑫基金整理

3、固定资产投资增速继续下降，内部结构分化

数据显示，2012年1-5月，我国固定资产投资累计同比增长20.1%，较1-4月回落0.1个百分点。其中，房地产开发投资受调控影响如预期回落，累计同比较4月回落0.2个百分点至18.6%，但降幅较1-4月已经明显放缓；制造业投资小幅回升0.3个百分点至24.5%；基础设施投资回升1.4个百分点至4.6%。

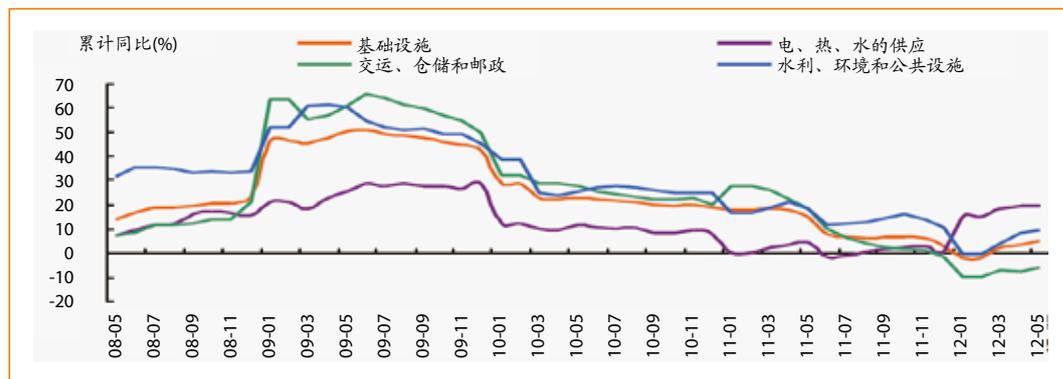
图8：固定资产投资累计同比



资料来源：CEIC，摩根士丹利华鑫基金整理

在三大投资领域中，地产由于调控难以松动，投资难有大的起色。制造业投资则受制于明显的产能过剩问题，难以成为支撑经济不出现硬着陆的驱动力。因此未来能够指望的还是基建投资。今年3、4、5三个月我国基础设施投资增速持续回升，在稳增长的政策背景下，决策层通过政府项目对冲私人投资不足的目的明确，预计未来铁路、水利、保障房等领域的项目审批、开工将会加快。

图9：基建投资增速累计同比

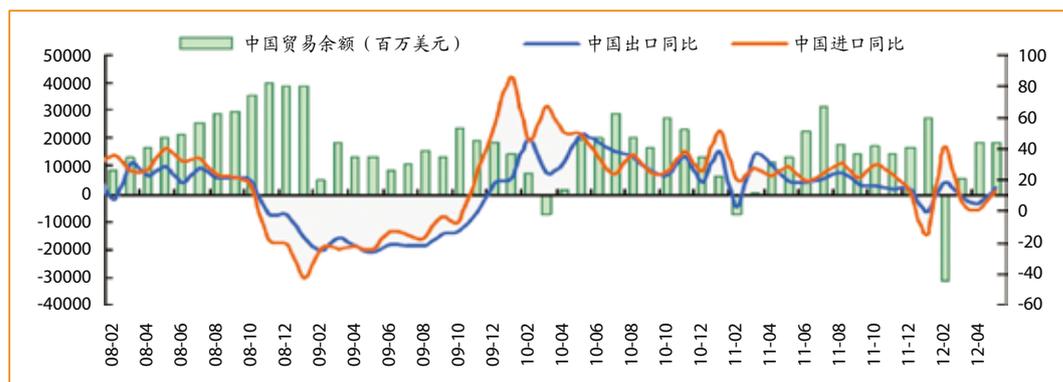


资料来源：CEIC，摩根士丹利华鑫基金整理

4、 出口意外走强，但未见趋势性好转

海关总署发布的数据显示，5月对外贸易强势反弹，进出口总值为3435.8亿美元，增长14.1%；出口1811.4亿美元，同比增长15.3%，较4月份回升10.4个百分点；进口1624.4亿美元，增长12.7%，较4月份回升12.3个百分点；贸易顺差187亿美元，较4月增加2.72亿美元。

图10：5月我国出口增速显著回升



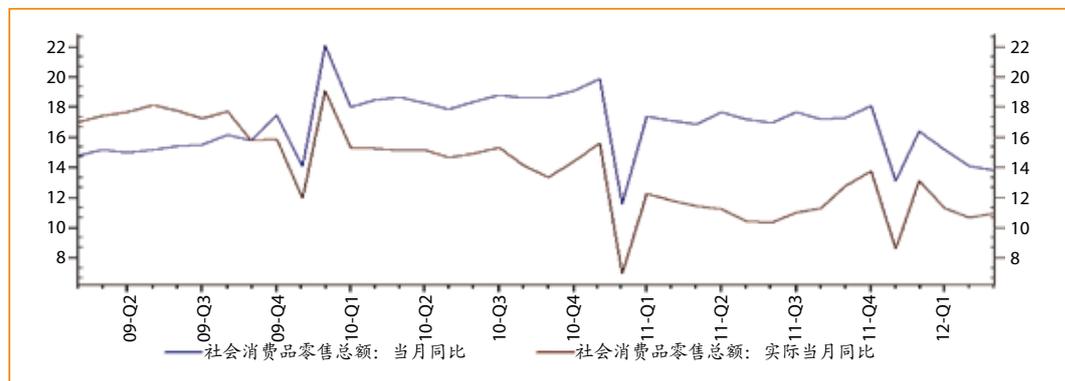
资料来源：CEIC，摩根士丹利华鑫基金整理

在外围经济环境没有明显好转，国内经济下行压力依然较大的情况下，中国的进出口形势仍然面临不少挑战，总的来说，今年的对外贸易整体上难有惊喜。

5、 消费增速较前几年明显下一个台阶

5月，我国社会消费品零售总额16715亿元，同比名义增长13.8%，低于4月份的14.1%；扣除价格因素后实际增长11%，环比4月份的10.7%，略有上升。1-5月份，社会消费品零售总额81637亿元，同比名义增长14.5%，扣除价格因素实际增长10.9%。从环比看，5月份社会消费品零售总额增长0.84%，低于4月份的1.13%，5月份消费增速环比折年率为10.56%，低于4月份的12.15%。

图11: 1-5月社会消费品零售总额增速明显下滑

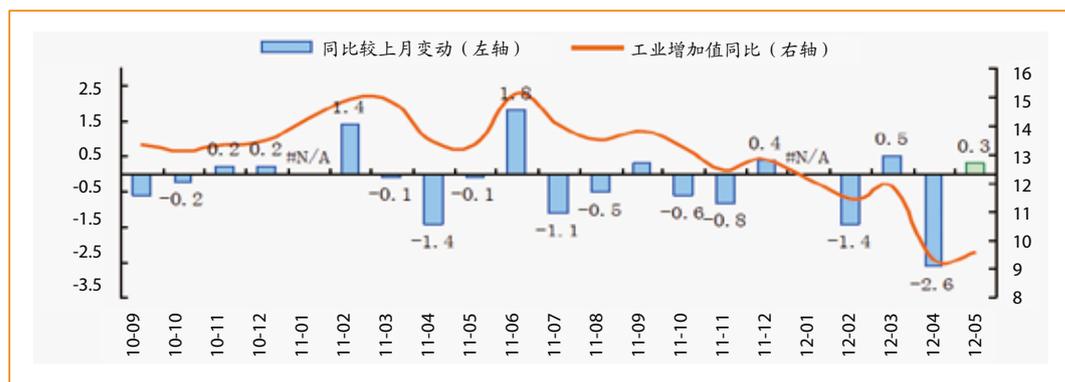


资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫基金整理

6、工业增加值略有回升，总体仍然偏低

5月工业增加值同比增长9.6%，较4月增速加快0.3个百分点。今年1至5月，规模以上工业增加值累计同比增长10.7%。5月工业增加值同比增速虽然回升，但如果经工作日因素调整之后，真实增速可能依旧十分疲弱，预计二季度经济环比改善将十分有限，考虑基数因素之后，同比将继续探底。

图12: 工业增加值环比回升但数值仍处低位



资料来源: CEIC, 摩根士丹利华鑫基金整理

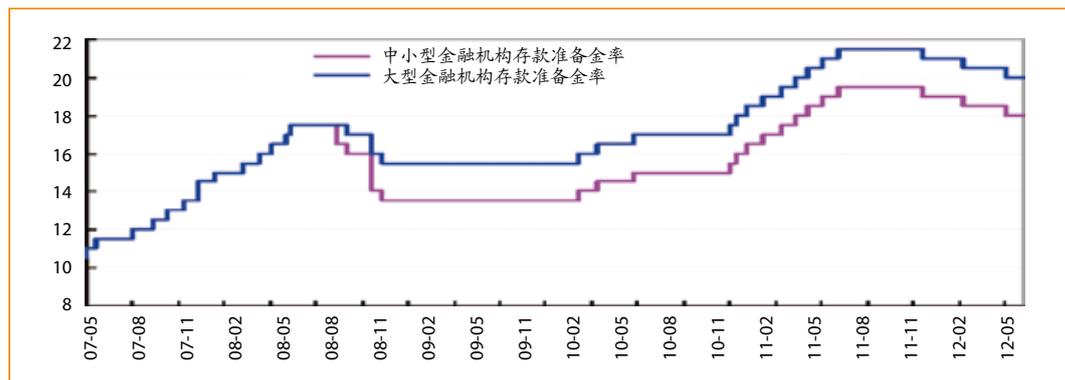
7、政策刺激提上日程，但是目前力度偏小

4月1日至3日，温家宝总理在广西钦州、福建泉州、莆田、福州等地就经济运行情况进行调研，并在福州主持召开福建、上海、江苏、浙江四省(市)经济形势座谈会。温总理表示要坚定不移地扩大消费需求，保持适度的投资规模，提高投资质量和效益，确保国家重大在建续建项目资金需求，有序推进“十二五”规划重大项目上的按期实施，尽快启动一批事关全局、带动作用强的重大项目。对有还款能力的项目要继续支持，防止资金链断裂。

5月23日召开的国务院常务会议再次提出，推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目，要加快前期工作进度。认真梳理在建续建项目，切实解决存在问题，防止出现“半拉子”工程。鼓励民间投资参与铁路、市政、能源、电信、教育、医疗等领域建设。

货币政策方面，今年以来，央行分别于2月、5月两次降准，合计1个百分点，释放商业银行资金约8200亿元。6月7日晚，中国人民银行宣布下调存贷款基准利率0.25个百分点，并规定了相应的浮动区间，这是央行近三年来的首次降息。

图13：金融机构存款准备金率



资料来源：人民银行，摩根士丹利华鑫基金整理

8、下半年经济有望触底回升，取决于政策力度

从经济小周期的角度来看，经验表明，我国近三轮库存周期约3.5年，去库存周期约1.5年，补库存周期约2年。本轮库存周期从2011年11月开始进入主动去库存阶段，按照历史经验，主动去库存阶段在6-7个月是大概率事件。因此本轮主动去库存阶段最早可能于2012年5月或6月结束，经济在第三季度有望进入被动去库存阶段，表现为：经济回升，库存继续下降。

从今年1-5月的统计数据来看，消费受制于高物价，呈现每年下一级台阶的走势，未来基本上难有惊喜。出口虽然在5月出现大幅反弹，但是考虑到全球经济放缓是不争的事实，下半年出口也很难超预期，能维持两位数的增长实属不易。因此，下半年经济走势，主要还是取决于投资。而且，对于政府而言，固定资产投资作为“稳增长”的手段具有见效快和可控的特点。考虑到通胀在下半年大部分时间预计都在3%以下，为宽松政策提供了一个很好的时间窗口。在货币政策宽松和财政支出加大双重影响下，基建投资回升趋势延续及房地产投资的企稳好转将有望带动下半年固定资产投资增速止跌回升，从而推动宏观经济从底部反弹。

三、市场分析与判断

1、二季度股市先涨后跌，经济数据疲软拖累股指

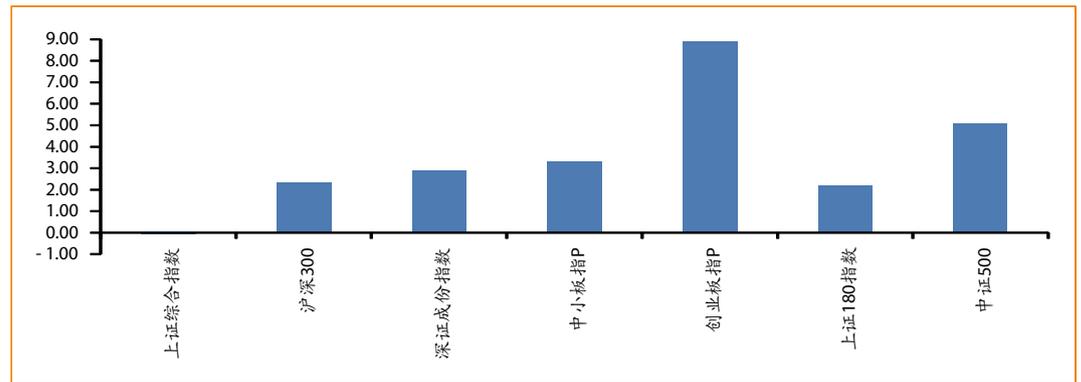
二季度A股走出了—个非常明显的倒V字形，4月-5月7日，股市大幅上涨，上证综指最多涨了200点，涨幅超过8%。但是从5月8日开始，股市又连续调整了近2个月，股指基本跌回4月初的水平。

4月份的大涨主要源于3月较好的经济数据，对政策的美好预期：3月人民币贷款增加1.01万亿元，1、2月分别只有7381、7107亿元，3月工业增加值同比增长11.9%，较1-2月的11.4%也有所回升。而温总理在福州会议上的讲话，以及国务院常务会议定调保增长（见上文），都令市场十分期待政策能够扭转经济颓势。此外，温州金改、券商创新大会

造就了一轮非银行金融股的行情，也是推动A股上行的主要动力。

但是此后，随着炒作热情退潮，4、5月经济数据低于预期，市场对政策力度和效果都充满了质疑。尽管5月份国务院常务会议再次提出保增长，发改委也加快了项目的批复进度。但是由于政策刺激存在时滞效应，而经济趋势惯性向下，市场所得到的反馈信息都是负面的。最终，在周期股的带领下，A股又迎来了较大幅度的调整。

图14：截至6月21日A股主要指数涨跌幅（%）

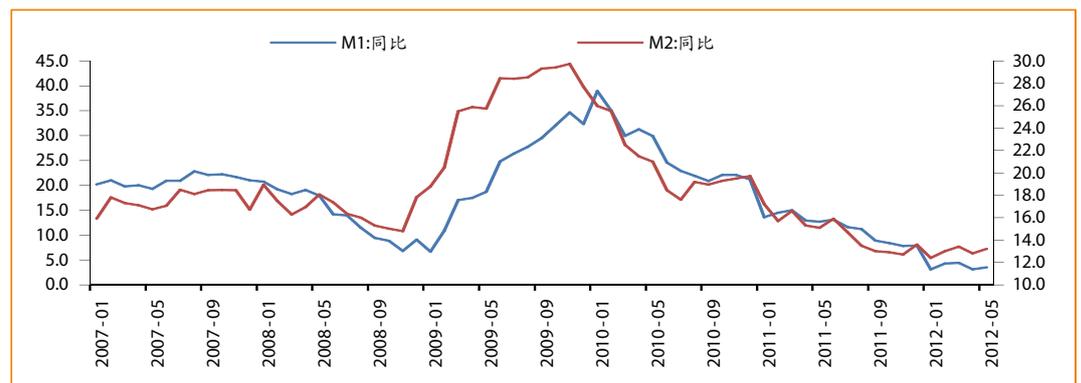


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

2、流动性继续改善

5月末，广义货币M2与狭义货币M1增速呈现双双反弹走势，其中M2同比增长13.2%，比上月末高0.4个百分点；狭义货币M1同比增长3.5%，比上月末高0.4个百分点。目前货币供应量增速仍处于历史底部区域，且M2低于央行今年的预设目标14%，展望其今后走势，逐步回升应是主要方向。考虑到货币政策在“稳增长”的过程中要发挥一定的作用，未来M2持续小幅上行是大概率事件。

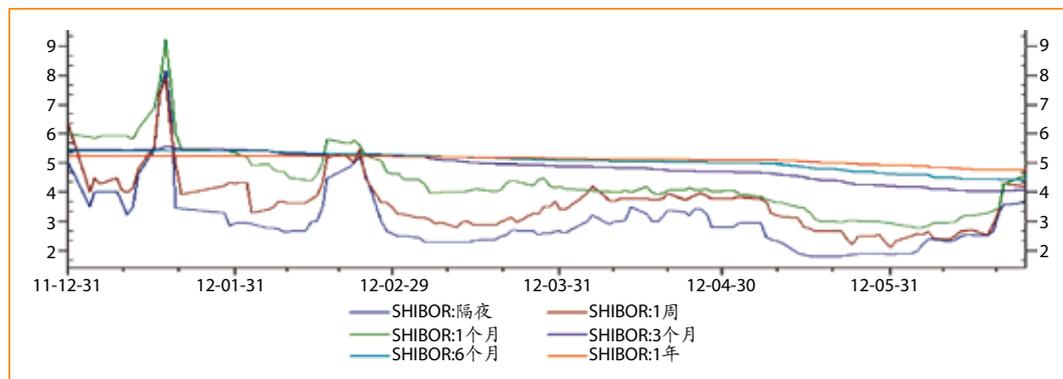
图15：5月货币供应量增速略有反弹



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

2季度资金价格基本都在回落，隔夜SHIBOR最低降至2%以下，目前实体经济需求偏弱，通胀继续下行，政策面“稳增长+调结构”组合拳仍在延续中，降准、降息、存贷比考核的微调等有望继续推进，资金价格回落趋势不会发生大的变化。

图16: 各期限SHIBOR利率走势图



数据来源: WIND、摩根士丹利华鑫基金整理

3、 盈利回顾与预期

我们计算了目前已上市的所有公司，剔除异常数据，共有2409家样本公司，其中12年1季度归属母公司股东净利润同比增长的有1218家，同比持平的1家，同比下滑的1190家。而这2409家样本公司，11年归属母公司股东净利润同比增长的有1452家，同比下滑的957家。

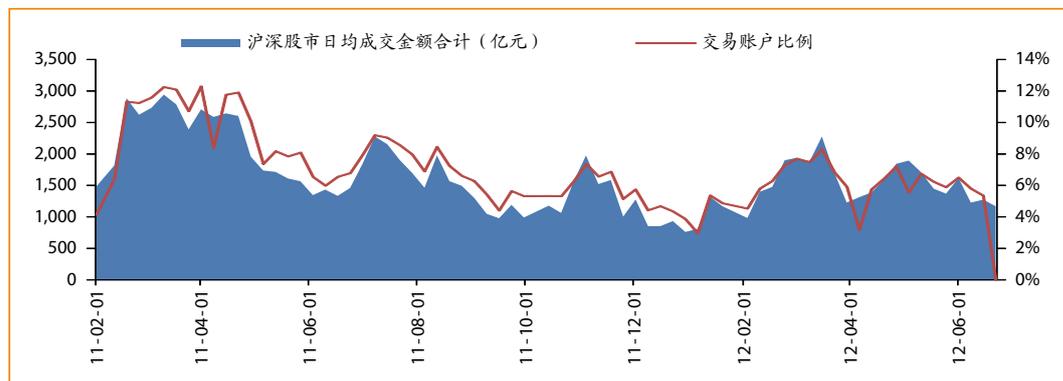
前期我们对2012年上市公司盈利的增速预期为10%，建立的假设前提是工业增加值在11.5%左右，但是从2季度以来的经济运行情况以及上市公司1季度盈利情况来看，均大幅低于预期。为此，我们下调今年企业盈利增速，预计全年上市公司整体增速在0左右。

4、 投资者行为

2季度产业资本减持行为越来越多，2季度产业资本净增持股数为9862.7万股，但是净增持金额为负的106.98亿元。增持数量虽然看起来多，但是仅京东方和中国石油就占了10.8亿股，金额39.8亿元，其他公司产业资本也就增持了2.4亿股左右，金额19亿左右。而减持则是遍地开花，按照我们的统计，2季度产业资本减持约有1003家（次）。很多公司的大小非疯狂套现。金额超过1亿元的套现就有40家（次），超过5000万元的有76家（次），超过1000万元的有245家（次）。

成交量方面，2季度股市成交量较1季度有所下滑，1季度两市日均交易额1506.76亿元，2季度则为1487.41亿元。成交下滑的主要原因，在于1季度赚钱效应明显，而2季度虽然股指水平较高，但是调整市成交十分低迷。截止到2012年6月15日，A股账户数为16579.56万户，参与交易的A股账户数为886.84万户，占总数的5.35%，交易账户比例较1季度有所下滑。

图17: A股投资者行为统计



数据来源: WIND、摩根士丹利华鑫基金整理

5、 市场判断:

2季度股市表现十分萎靡, 归根结底, 原因还是投资者对中国经济前景缺乏信心。而且, 在政策刺激上, 大家莫衷一是, 有很多人认为政策刺激完全没有必要, 更多的人则认为政策无法扭转经济下行的趋势, 无法带动股市上涨。

我们认为, 经济刺激政策力度的加大是可以预期的, 从目前企业反馈的信息来看, 我国经济的低迷程度超出市场的悲观预期, 如果政府不出台刺激政策, 经济很有可能滑向硬着陆。能否扭转经济下行趋势, 这取决于中央政府对经济下滑的忍受能力。另外一方面, 从经济短周期的角度来看, 企业主动去库存已经持续了半年多, 下半年库存去化的力度会减轻, 补库存的力度可能会增强, 经济有望触底回升。此外, 由于上游原材料价格的大幅下跌, 中游及下游企业的成本压力大幅下降, 对企业盈利也有提升作用。

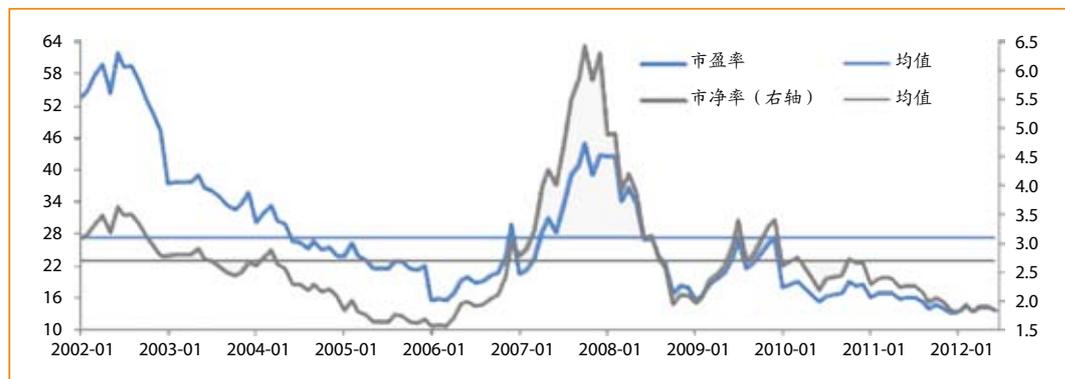
近几年A股市场的估值中枢一直在下移, 到现在整体上已经处于估值合理, 甚至是略有低估的水平。纵向比较看, 目前A股的整体估值水平基本处于十几年来的最底部。当前很多公司的股息收益率已经高于一年期定期存款利率, 如果上市公司能够进一步提高分红率, 股息收益率还会更高, 长期投资价值非常明显。

四、 估值分析

1、 静态估值分析

截至6月21日, 上证综指收于2260.88点。我们统计了2408家上市公司, 整体静态TTM PE是13.7倍, 市净率是1.85倍; 沪深300指数收于2512.19点, 静态TTM PE是10.73倍, 市净率是1.65倍; 中小板指数收于4560点, 静态TTM PE是29倍, 市净率是2.95倍; 创业板收于739点, 静态TTM PE是33.7倍, 市净率是2.72倍; 银行股的静态TTM PE是6.08倍, 市净率是1倍; 非金融股的静态市盈率是19.30倍, 市净率是2.15倍。

图18: A股整体TTM PE及PB水平



数据来源: WIND、浙商证券

2、 动态估值分析

目前, 市场对2012-2013年上市公司盈利增长率的预测分别是20%、18%。但是, 如我们前文的分析, 我们对今年上市公司盈利增速的预期在0左右, 远低于市场的一致预期。不过现实摆在眼前, 1季度上市公司盈利增速只有0.53%, 2季度只会更差, 即使考虑到3、4季度企业盈利触底回升, 全年盈利增速能维持在0增速也是比较合理的。

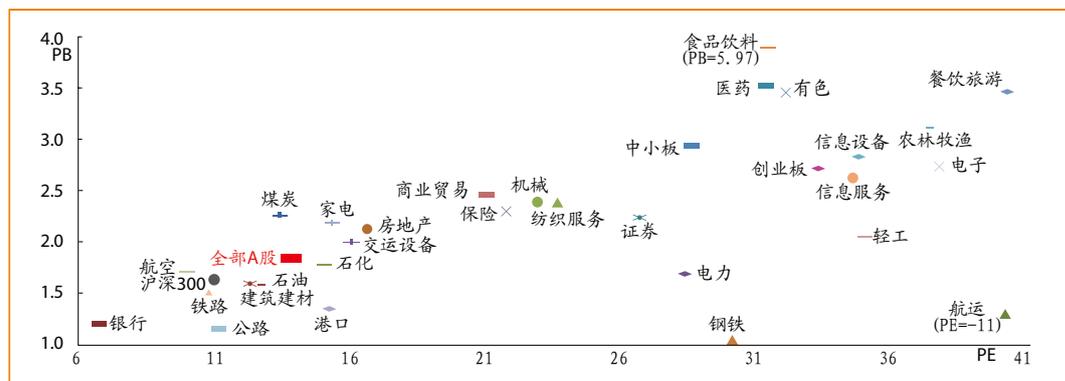
如果按照这个盈利预测来计算, A股上市公司目前股价对应的2012年业绩加权平均市盈率13.7倍, 沪深300指数对应的2012年业绩加权平均市盈率为10.73倍。

3、 行业估值分析

从横向估值比较, 银行、航空、公路、铁路、建筑建材、石油、煤炭、家电估值较低, 而航运、餐饮旅游、农林牧渔、电子、信息服务、信息设备、轻工估值较高。

从纵向估值比较, 银行、保险、房地产、航空、公路、铁路、港口、石油、石化、煤炭、建筑建材、机械、交运设备、轻工、信息设备、商业贸易、纺织服装、电子等行业的估值处于历史底部区域。

图19: 行业估值分布散点图 (纵轴PB, 横轴PE)



数据来源: WIND、中投证券

五、投资建议

综上所述，我们对未来的中国经济持谨慎乐观的态度。诚然中国经济目前处于经济转型困难期，在这期间股市难有大机会。不过政府出台的刺激政策，加上经济自身的运行周期决定了下半年经济有望触底回升。而且，研究表明，经过前几年的盘整下跌之后，A股整体估值已经属于合理偏低水平，个别行业和公司明显低估。较低的估值水平决定了A股下跌幅度有限，如果在政策刺激和库存回补的推动下，下半年经济步入向上周期，那么A股市场存在上涨几百点小牛市的可能性。

配置思路：优先投资于行业景气度确定，处于上升阶段的行业，例如水利水电、煤化工、IPHONE/IPAD产业链；其次，看好大消费行业，从长远来看，提升老百姓的生活水平才是社会发展的最终目的，这类行业包括白酒、医药、服装、食品等等；再次，看好银行地产汽车等超低估值的行业，虽然这些行业或多或少面临负面因素影响，但是低估值给予它们较好的安全边际；最后，如果下半年政策刺激力度超预期，关注投资品行业的阶段性机会。

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