

2012年四季度宏观策略报告

要点：

- 美国经济复苏趋势较为明朗，经济从底部缓慢回升，财政悬崖问题或财政赤字收缩将一定程度上制约美国经济增长。欧洲经济尚未出现明显见底信号，和美国一样处于货币历史性最宽松的阶段，未来经济上面临减赤字压力。
- 国内经济依旧低迷，缺乏亮点。有效需求仍然不足，固定资产投资增速继续下降；消费增速较前几年明显下一个台阶；出口未见趋势性好转；工业增加值略有回升，但总体依然偏低。受需求低迷的影响，通胀进一步走低，PMI逐月下滑尚不见反弹。经济刺激政策方面，财政政策尚有空间，但需以中央财政为主导。
- 经过三季度市场全面下跌，悲观情绪得到宣泄。从产业行为分析来看，减持、增发、新股发行数量与金额处于历史低位。从投资者行为分析来看，交易活跃度以及开户数均见底。
- 短期原材料库存低位回补迹象显露，带动中上游价格（钢材、化工品等）反弹，表明经济短期有微弱反弹，加上政治预期明朗化、市场维稳预期，不排除4季度内有阶段性反弹行情，时间跨度与反弹幅度取决于投资者对短期经济周期的判断以及市场的博弈。

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。

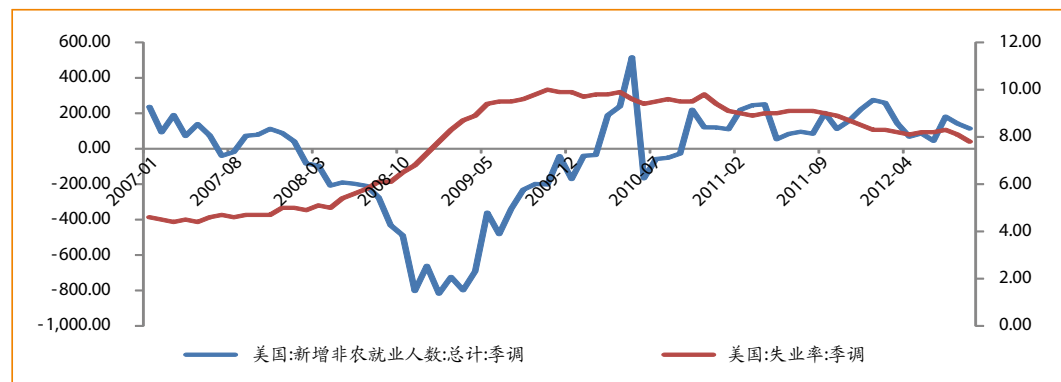
本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

一、海外经济企稳，美国经济继续回升，欧洲底部徘徊

1、 美国经济：经济复苏趋势较为明朗，经济从底部缓慢回升

进入三季度以来，美国经济复苏明显，新增非农就业人数从2季度的不到10万增长到18.1万、14.2万和11.4万，失业率首次突破8%，达到7.8%。

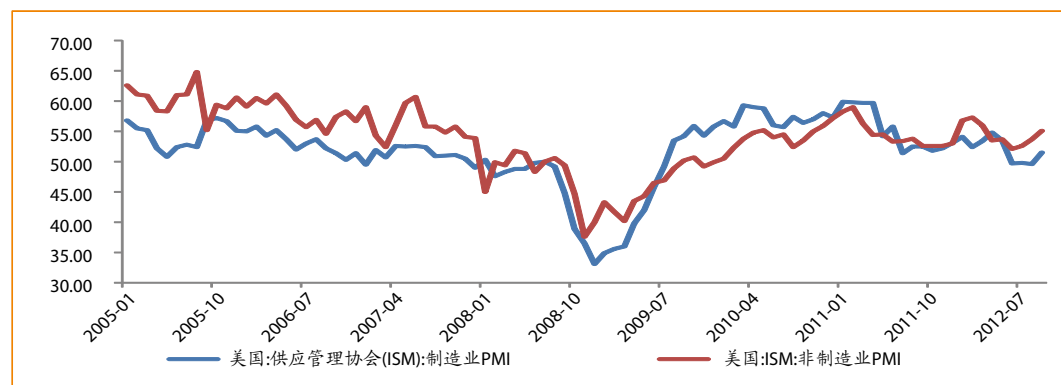
图：9月美国失业率首次突破8%达到7.8%



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

美国ISM制造业PMI在6-8月连续低于50的荣枯线，不过9月有所反弹到51.50，重新进入扩张阶段，而非制造业PMI仍然保持在55.10的高位，持续保持扩张。美国8月制造业及耐用品新增订单出现了较大幅度的跳水，显示经济有所反复，后续走势需要观察。不过随着就业市场的好转，消费者信心指数连续好转，三季度更是回升明显。由于美国标普/Case-Shiller房价指数公布有明显时滞，但从各方观测数据可见，美国房地产市场已有从底部逐渐回升的迹象。

图：美PMI指数走势图

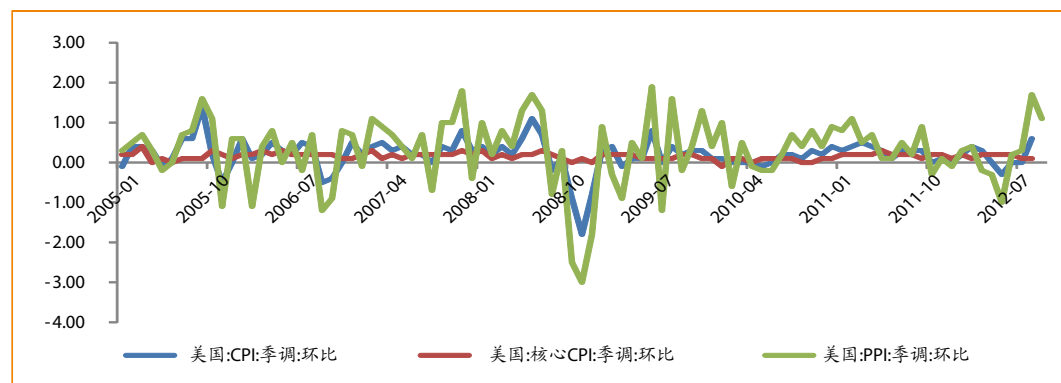


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

2、 受QE等宽松货币政策影响，油价反弹，但核心通胀水平依然较低

进入三季度之后，全球经济受QE3及全球央行宽松货币政策的影响，美国PPI在8-9月出现大幅反弹，但核心CPI受需求平稳影响依然保持在较低水平。

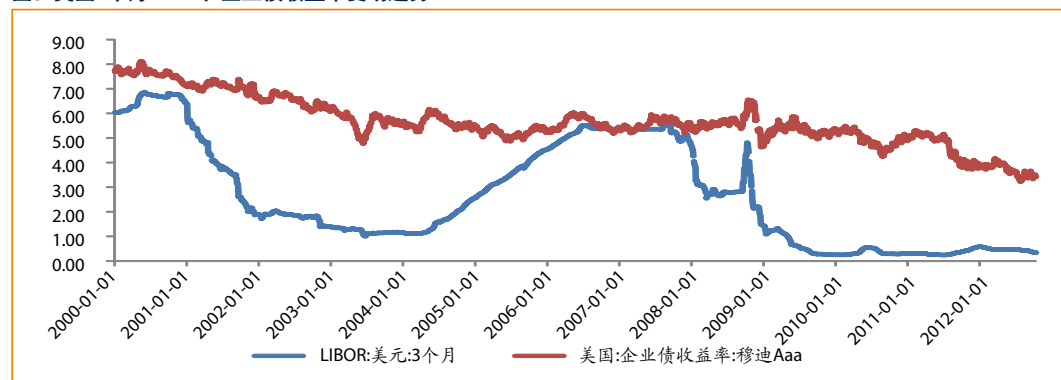
图：美国CPI/PPI季调环比



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

受QE以及持续低利率刺激，美国企业需求方利率以及银行间利率水平均大幅回落，且处于历史最低水平。这和我国目前利率水平仍然处于较高水平有很大差别。我国货币政策横向比较有放松的空间。

图：美国3个月Libor和企业债收益率变动趋势

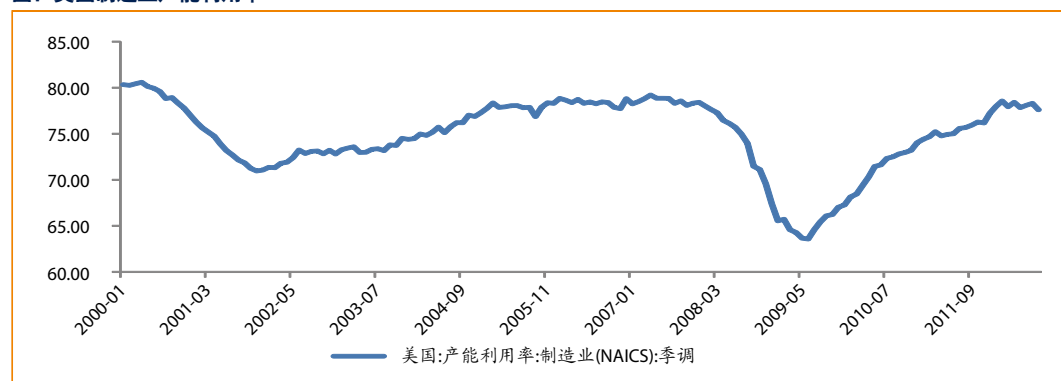


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

3、 受益于产能调整较为充分，美国企业盈利复苏较快

自从2005年以来，美国就开始投资减速，在2010-2011年并没有像中国一样地流向制造领域形成大量产能。从美国制造业产能利用率情况来看，目前经济复苏情况已经使得美国制造业产能利用率达到历史最高水平。

图：美国制造业产能利用率

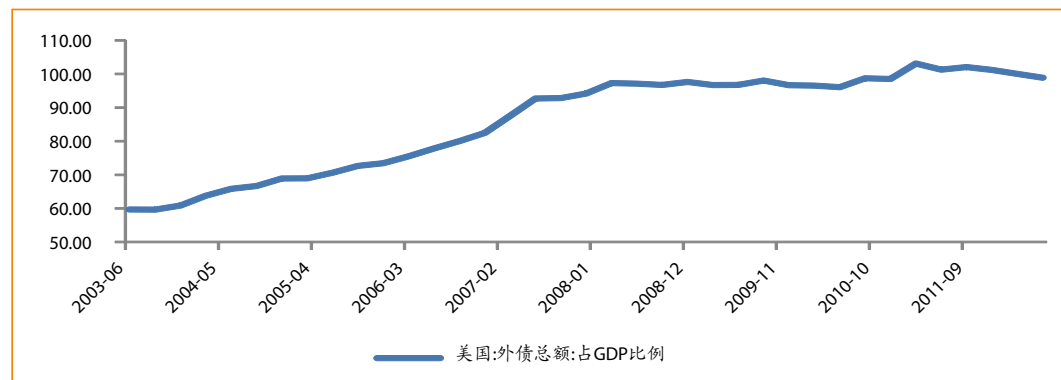


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

4、 财政悬崖问题或财政赤字收缩将一定程度上制约未来美国经济增长

不过，美国经济的复苏也并非一帆风顺，美国实际上的负债水平在过去十年不断升高，而近期的经济复苏也是以提高负债率，加大财政赤字的方式来实现的。随着经济的逐渐复苏，以及2013年大选落幕，美国经济再调整，减少政府赤字的工作是不管财政悬崖议案是否达成都必须进行的。

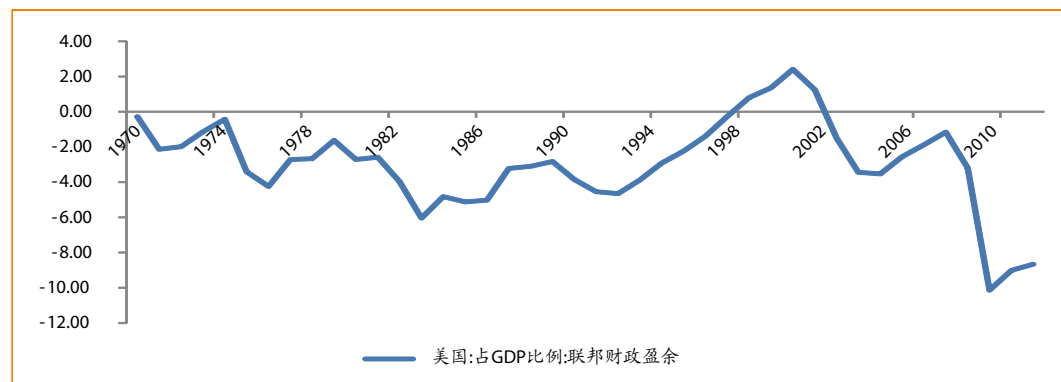
图：美国外债规模



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

2009年经济危机后，美国加大了财政赤字刺激经济，在之后的2010-2011年赤字比例虽然有所减少，但仍然大幅高于历史水平，2012年的方向依然是逐渐减少赤字水平，但赤字占GDP的比例依然太高，为未来埋下了隐患。

图：美国联邦财政盈余占GDP的比例

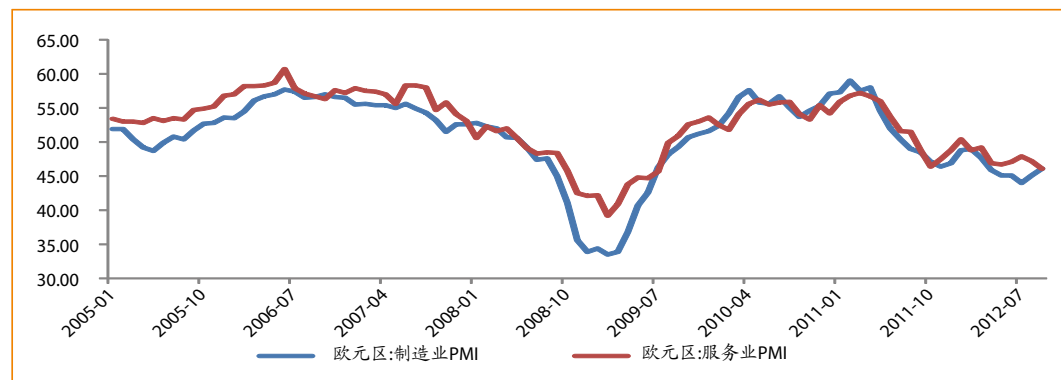


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

5、 欧洲经济尚未出现明显见底信号

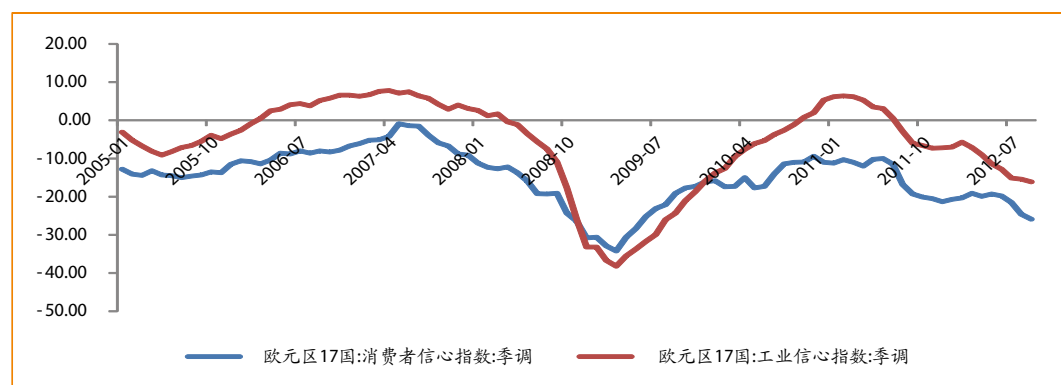
欧洲经济尚未出现明显见底信号，欧元区制造业，服务业PMI，以及工业及消费者信心指数均处于下滑阶段，尚未出现见底回升的信号。

图：欧洲制造业和服务业PMI水平



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

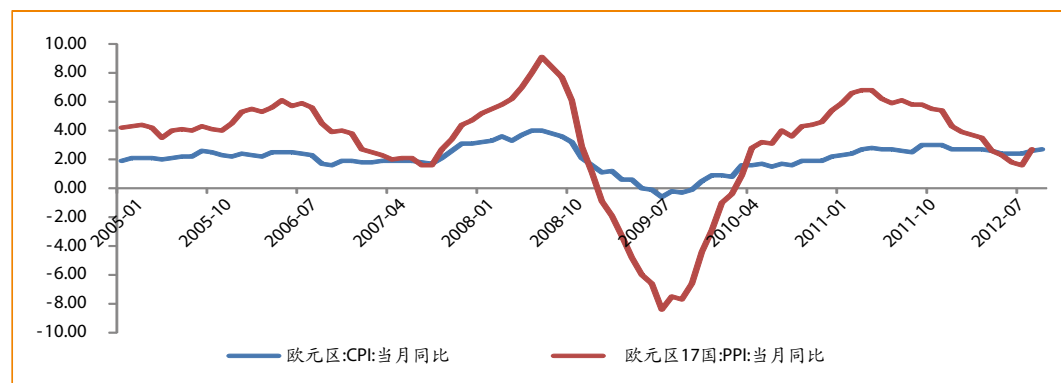
图：欧元区消费者和工业信心指数



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

欧元区同样处于CPI低位徘徊，PPI下滑的趋势，环比数据处于萎缩。

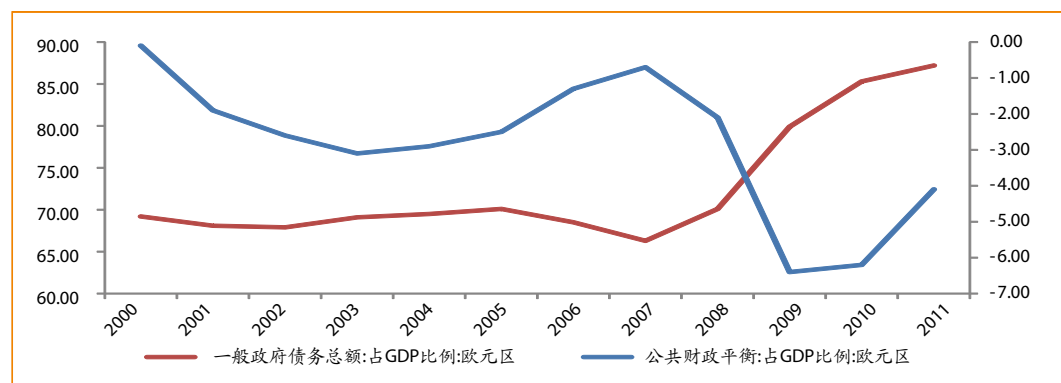
图：欧元区CPI/PPI



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

6、欧元区未来经济尚面临缩减赤字压力

为了摆脱经济危机，政府财政赤字达到历史高点，但也推升了政府债务水平，未来经济同样尚面临缩减赤字压力。



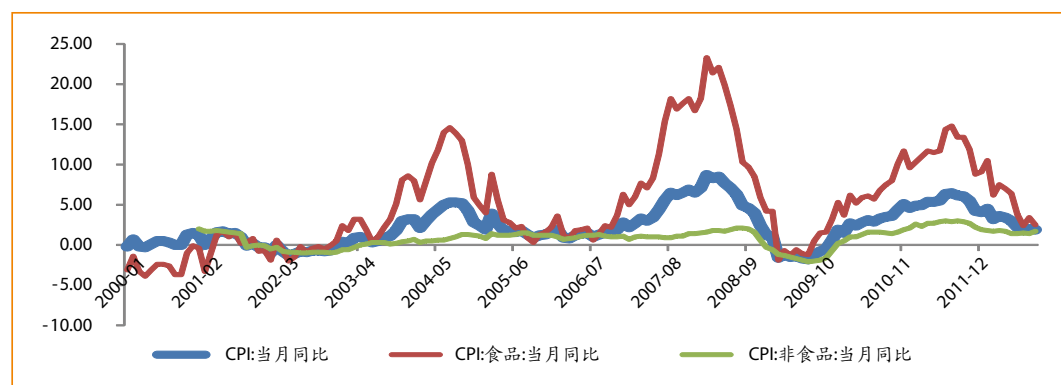
资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫基金

二、国内经济低迷依旧，缺乏亮点

1、需求低迷，通胀率进一步走低

从CPI来看，随着食品价格的下跌，9月CPI涨幅1.9%，处于历史较低水平。市场上有人担心新一轮猪周期将从2013年初开始，但是从农业部的数据可见，虽然生猪存栏由于2012年年初仔猪腹泻，猪价下跌等因素影响出现了下跌调整，但调整幅度明显低于上一轮周期。而从未来一年生猪产出的先导性指标：能繁母猪存栏因素来看，能繁母猪存栏2012年并未出现有效调整，依然处于历史高位，未来一年产出依然较为充裕，除非遇到大的疫病等干扰因素，2013年猪价较难出现大幅上涨，2013年全年CPI压力并不大。

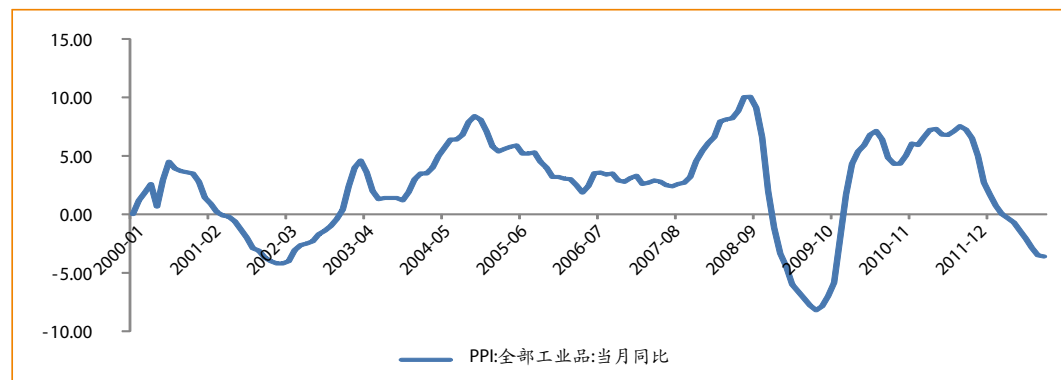
图：CPI走势图



资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫基金

短期上游工业品价格有所企稳。从PPI的走势来看9月同比下滑3.6%，依然处于下降通道，反映工业需求非常疲弱，而从近期上游资源品高频跟踪数据来看，随着旺季来临，投资有所回暖，煤价、水泥、钢铁等价格普遍有所回稳。

图：PPI走势图



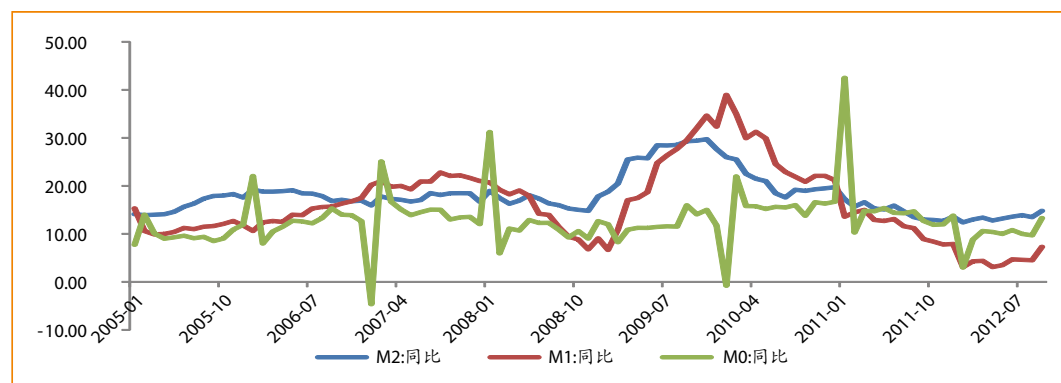
但价格企稳主要受到季节性因素、货币投放有所回升、渠道库存回补等因素主导，终端需求回复尚不明确，后续价格持续上涨较难。

2、信贷增速环比回升，但有效需求仍然不足

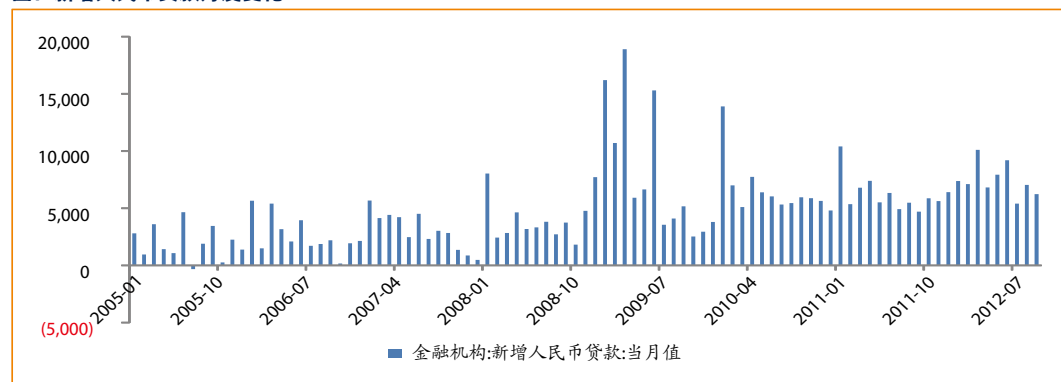
从央行公布的9月份货币信贷数据来看，9月新增人民币贷款6232亿元，1-9月信贷投放同比增速回升到18%以上。信贷结构亦有改善，居民及企业中长期贷款占比同比回升，单月中长期贷款占比升至46%，1-9月累计占比亦提高到35%。显示发改委加速项目审批后，银行配套信贷资金投放有上升迹象，但是幅度相当微弱。中长期贷款增速及占比依旧处于近年低点，有效需求不足的问题确实存在。

M2,M1,M0数据在9月均出现了回升迹象，但是否具有可持续性依然需要观察，由于2011年是9月出现低点，10月份反弹，由于季节性因素，今年10月数据预计可能会出现一些反复。

图：M0/M1/M2 货币投放



图：新增人民币贷款月度变化

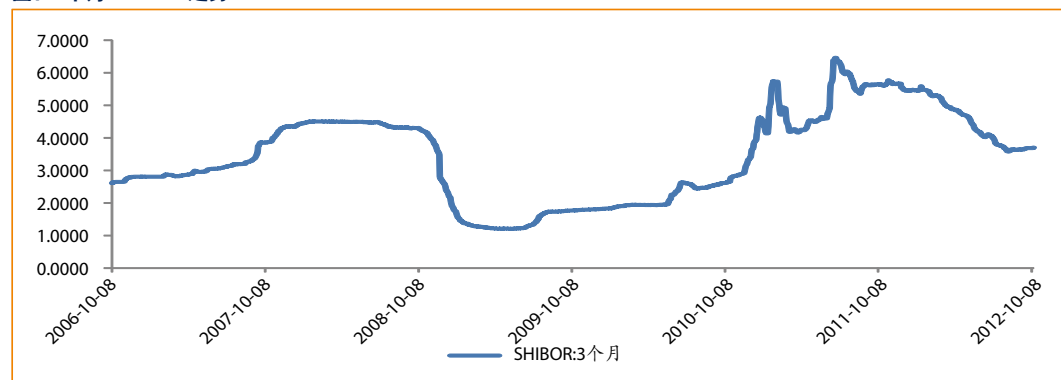


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

从资金价格来看，不论是代表银行间利率水平的SHIBOR还是代表实业界资金利率的珠三角票据贴现利率，2102年以来一直处于下降通道，但是与2008年所达到的底部而言依然处于较高水平，这和世界其它国家利率水平普遍和2008年相当甚至更低不同。这样的利率水平不利于企业面及投资面降低资金成本，后续依然有进一步下降的空间。

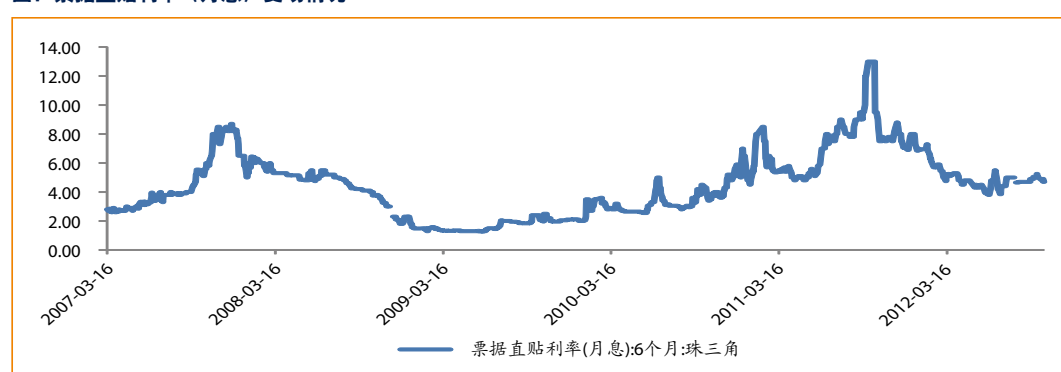
造成目前利率水平较高的局面有政府担心房地产价格再起、制造业产能过剩、抑制地方政府投资冲动等诸多原因，比较复杂，其放松程度和速度取决于政府对于经济基本面的认识和经济是否加速下滑。即使货币政策不发生变化，随着经济的下滑，实体经济对资金的诉求降低，再加上中央货币政策保持相对宽松，资金成本依然有望下降，但可能会以实体经济进一步下滑作为代价。

图：3个月SHIBOR走势



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

图：票据直贴利率（月息）变动情况

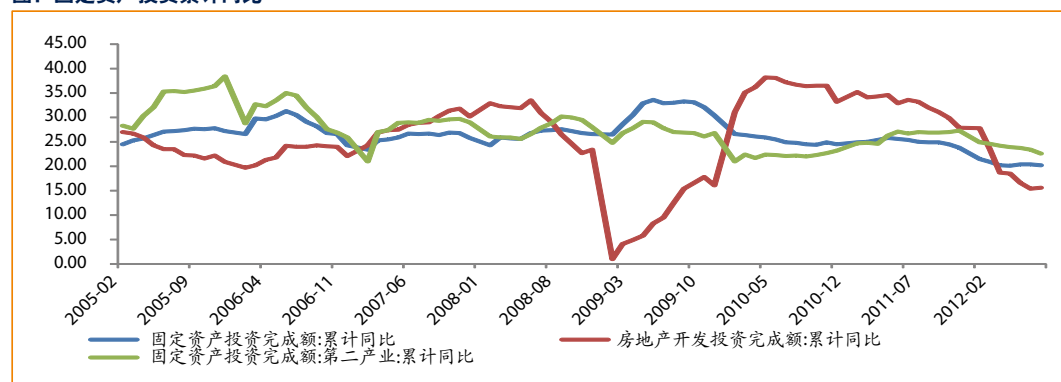


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

3、固定资产投资增速继续下降

三季度我国各项投资增速均处于下行阶段，特别是房地产开发投资增速下滑较快。

图：固定资产投资累计同比



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

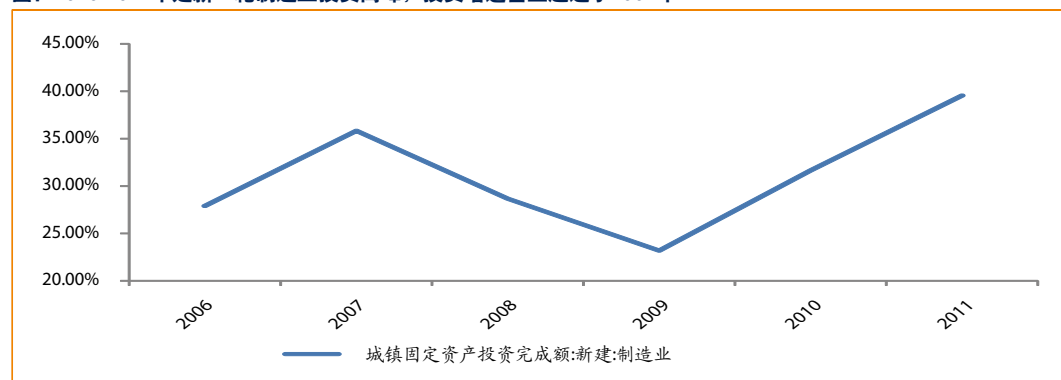
从制造业投资来看，上一轮制造业扩产高峰发生在2009年刺激经济后，2010年开始扩产高峰，一直持续到2011年中期，直至2011年三季度开始大幅下滑。2010-2011年投产的产能普遍在2012-2013年释放，使得产能利用率承压，产品价格上升乏力。

图：固定资产投资：制造业：累计同比



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

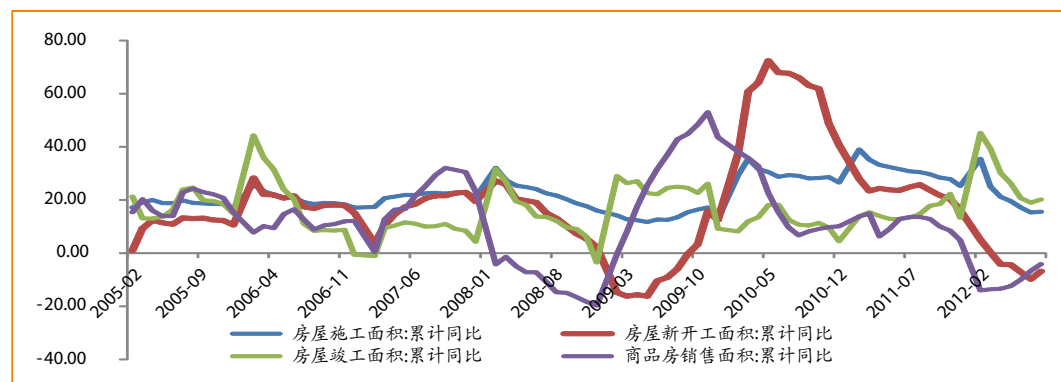
图：2010-2011年是新一轮制造业投资高峰，投资增速甚至超过了2007年



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

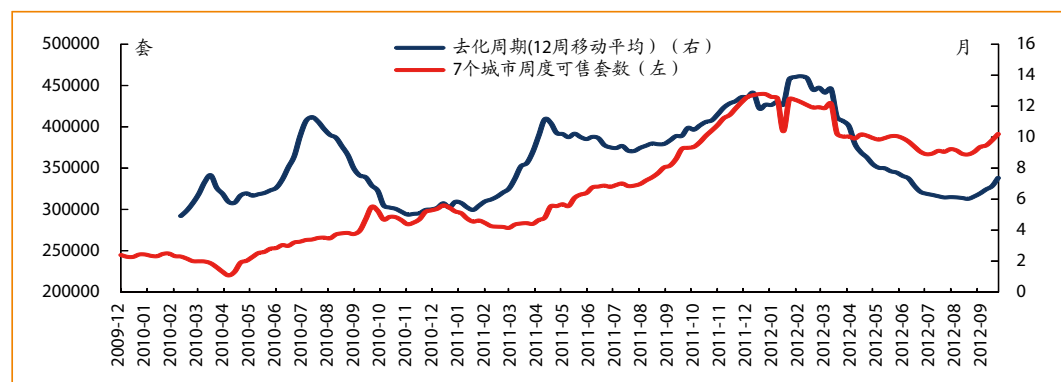
从房地产情况来看，随着2011年销售乏力，2012年新开工面积数据率先出现负增长，而施工面积及竣工面积增速依然在下行通道。2012年以来销售面积逐渐见底回升，房地产去化率逐渐回升，新开工面积增速有望逐渐回升。另一方面，如果政府对房地产的调控始终放在同时控制供给和需求上，则2013年会逐渐出现供给过度收缩，而刚性需求恢复的情况，不利于控制房价。

图：房地产数据拆分



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

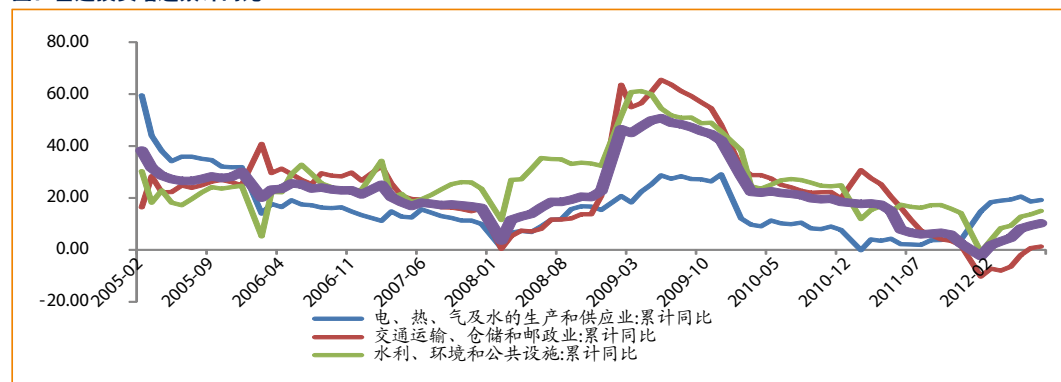
图：去化月数情况



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

在三大投资领域中，房地产新开工方面有所起色，但存量施工面积增速可能继续下滑，整体恢复尚需时日。制造业投资则受制于明显的产能过剩问题，难以成为支撑经济的驱动力，因此未来有望实现加速的是基建投资。今年以来我国基础设施投资增速持续回升，在稳增长的政策背景下，决策层通过政府投资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：基建投资增速累计同比

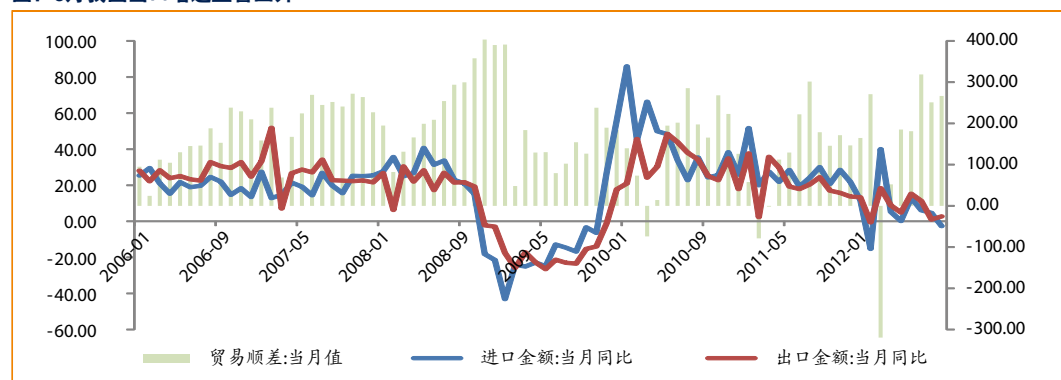


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

4、出口未见趋势性好转

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。展望2013年，虽然美国经济有所复苏但财政政策方向未定，复苏力度同样也受到欧洲经济等全球主要经济需求拉动方影响，目前尚难下结论。

图：5月我国出口增速显著回升

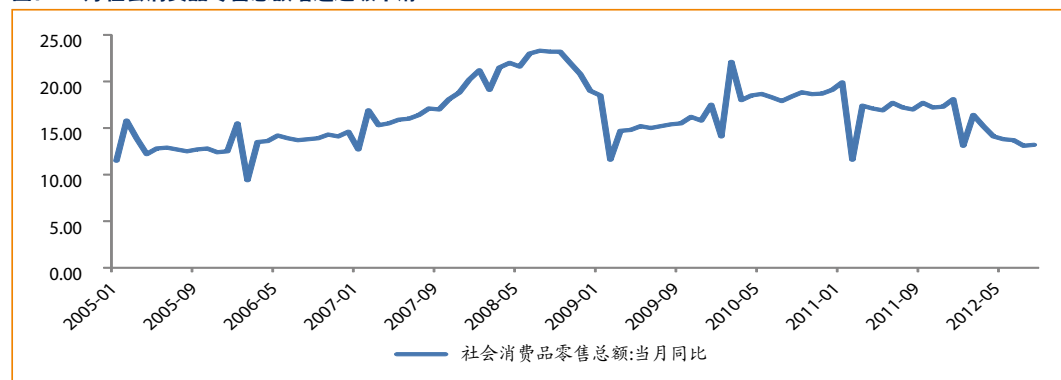


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

5、消费增速较前几年明显下一个台阶

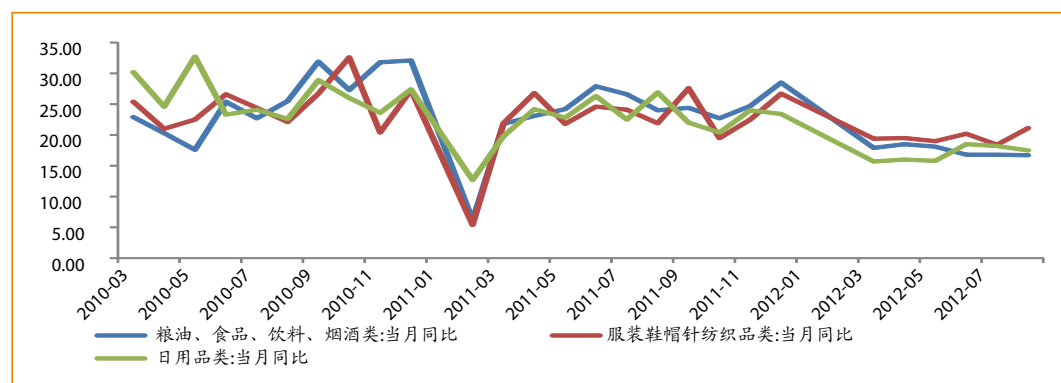
消费受到经济下滑影响最近三年逐级下滑，较前几年明显下一个台阶。不论是必需消费品还是可选消费品均有所下滑，相对而言必需消费品弹性较小。

图：1-9月社会消费品零售总额增速逐级下滑

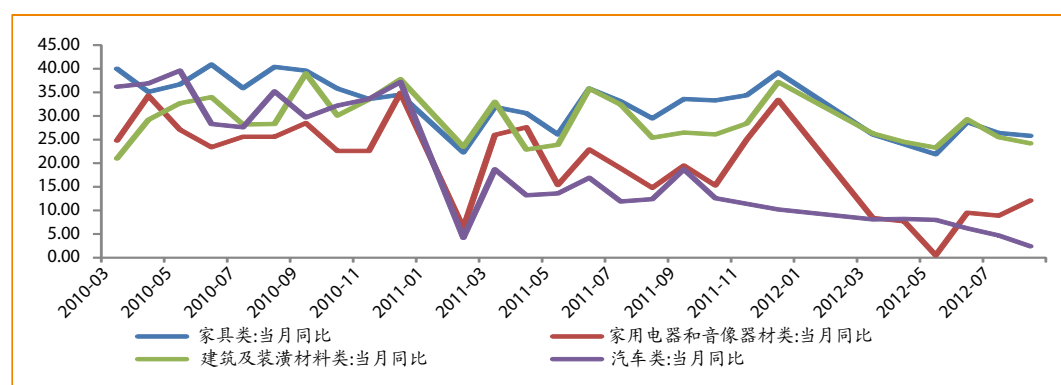


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

图20：必需消费品同比增速



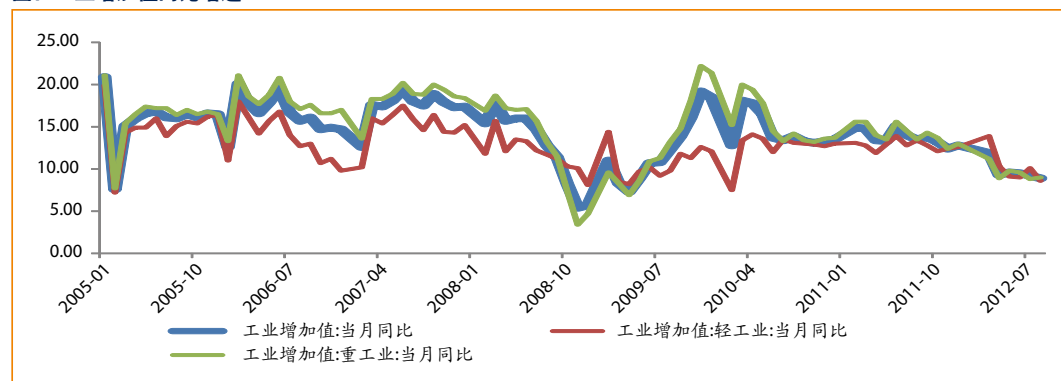
图：耐用消费品同比增速



6、工业增加值略有回升，总体仍然偏低

工业增加值自2011年以来增速一直处于下滑的阶段，目前还尚没有明确的见底信号。

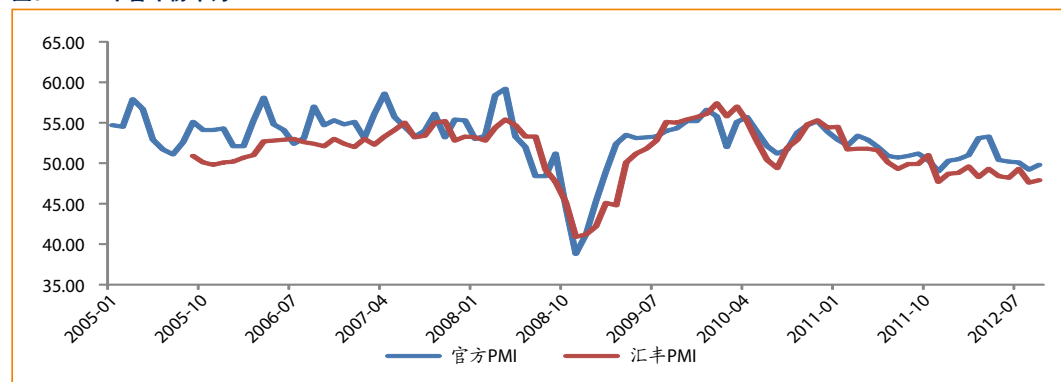
图：工业增加值同比增速



7、PMI：逐月下滑，尚不见反弹

从具有先导意义的PMI指标来看，虽然没有出现2008年类似的断崖式下滑，但其调整的时间也更长。从统计局和汇丰PMI的数据来看，2012年3-4月出现的反弹事后被验证出现偏差，而9月出现的反弹过于微弱，且反弹程度低于历年平均水平，并不意味先行指标显著走好。

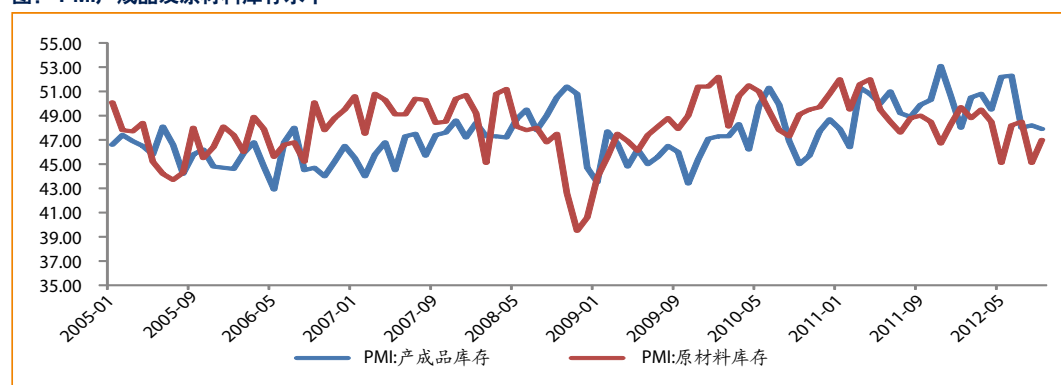
图：05-12年各年份单月PMI



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

从历史上来看，原材料库存普遍早于产成品库存调整数月。此轮原材料库存的调整从2011年的高点开始调整到现在超过1年，而产成品库存调整才刚刚开始，如果没有其它方面的刺激政策出台，预计调整的时间将更长。

图：PMI产成品及原材料库存水平

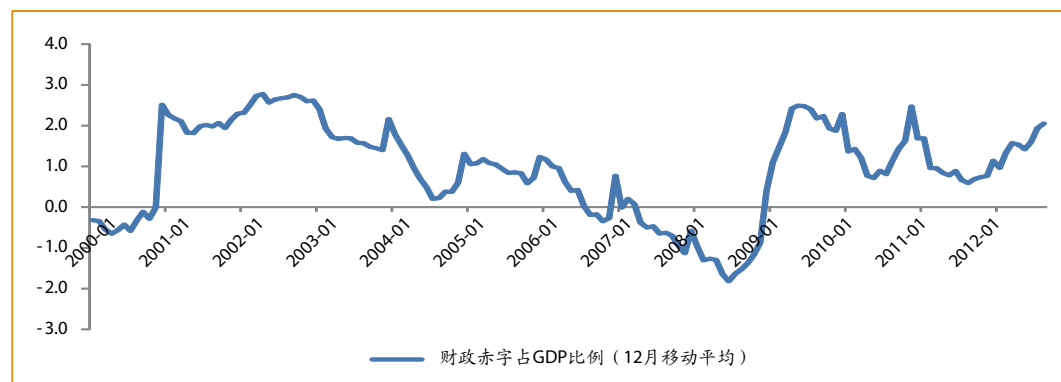


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

8、 财政政策尚有空间，但需以中央财政为主导

与其它国家相比，我国财政赤字占GDP的比例其实尚低，财政政策还有刺激的空间。

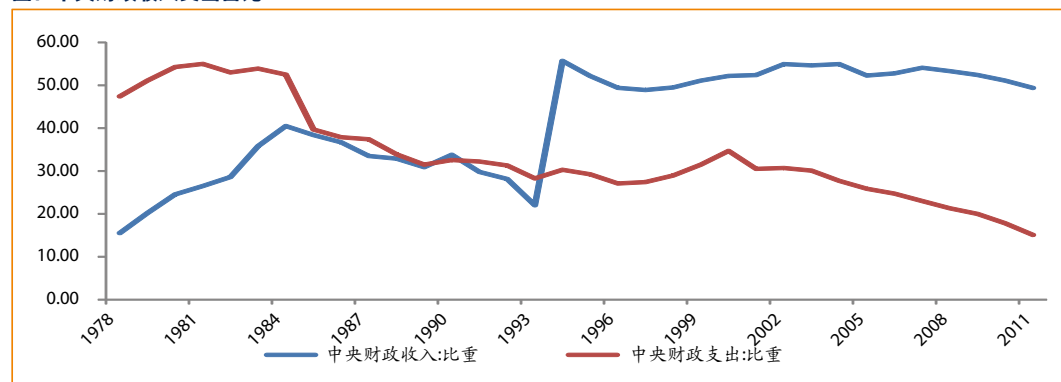
图：我国财政赤字占GDP比例



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

过去大的趋势是中央财政收入始终在50%左右，但中央财政支出占比却大幅下降到15%，地方政府成为投资主体，目前地方政府虽然财政紧张难以扩大投资，但中央财政的投资还有扩张空间。

图：中央财政收入支出占比



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

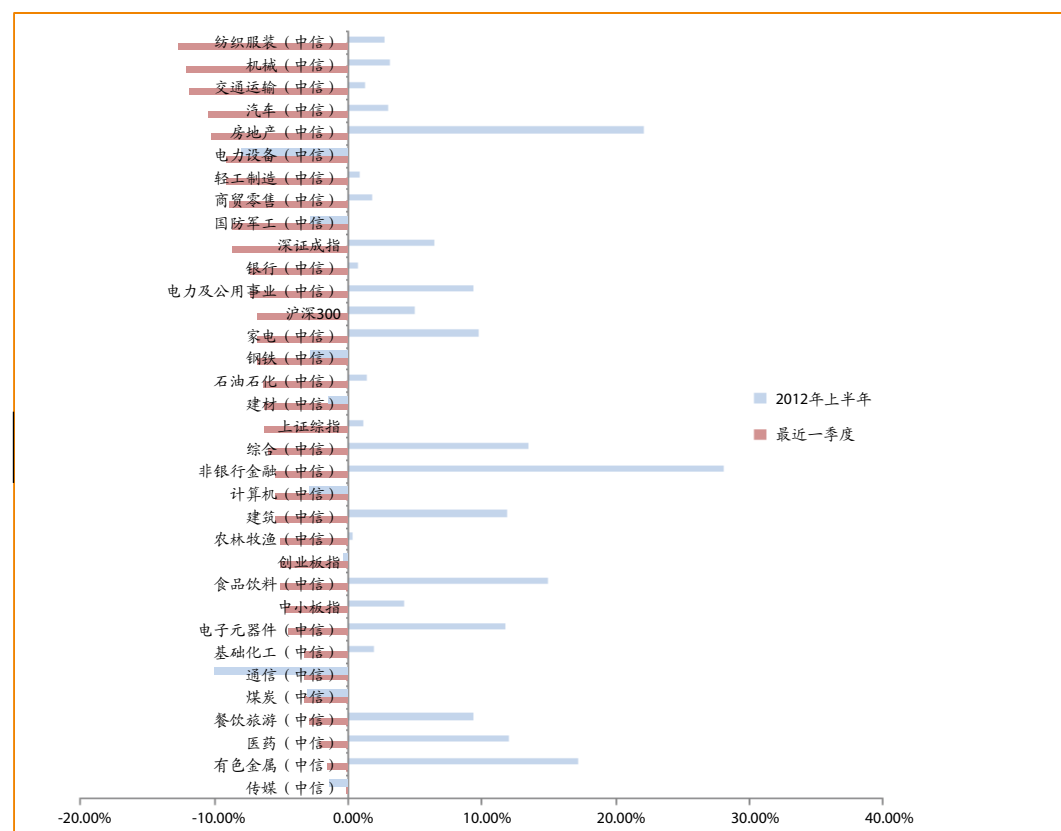
三、市场分析与判断

1、 三季度股市全面下跌，悲观情绪得到宣泄

2012年年初至今，周期类个股跑输市场指数，而能够大幅跑赢指数的非银行金融主要是受益于制度改革，房地产受益于政策放松预期以及上半年销售回暖，食品饮料、医药、餐饮旅游抗周期稍强，主要由业绩推动，电子元器件受益于创新周期推动，建筑受益于房地产回暖以及业绩推动。

最近一个季度，受宏观经济继续寻底影响，所有行业都处于下跌过程中，下跌较多的依然普遍是周期类个股，传媒、医药、食品饮料、农业和餐饮旅游等行业依然跑赢大盘，而受流动性推动的早周期行业有色、煤炭跑赢大盘。

图：2012年三季度各行业走势

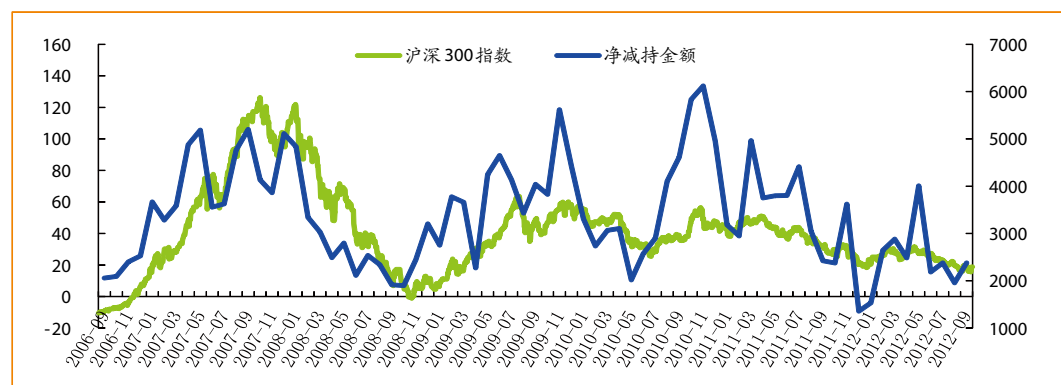


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

2、 产业分析：减持、增发、新股均见底，中小板/创业板压力相对较大

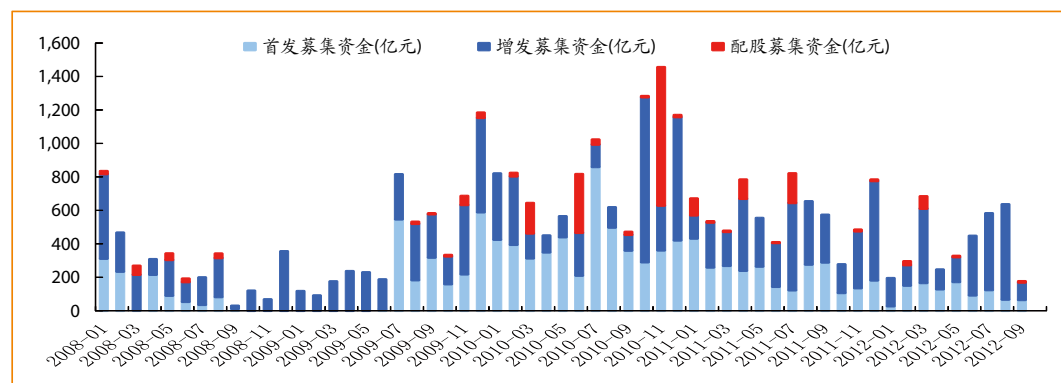
从历史上来看，沪深300指数和净减持金额几乎是走势完全一致，股指大涨时减持增多，而股指见底，产业资本减持也较少。从目前净减持的角度来看，基本与前几次低点2006/2008/2010/2011年11月相当，处于较低水平。在整体市场保持低估值的情况下，预计后续大幅减持可能性较小。

图：沪深300指数和净减持金额历史走势



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

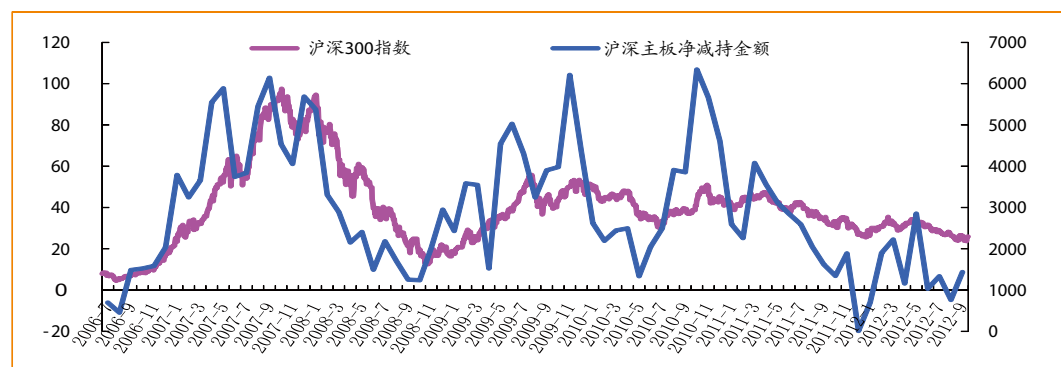
6月到8月融资需求反弹成为当时压制股价的一大因素，不过随着股指见底，9月的融资跌入谷底，尚不知道后续反弹力度，仅以目前整体估值水平融资吸引力肯定是大幅下降了。



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

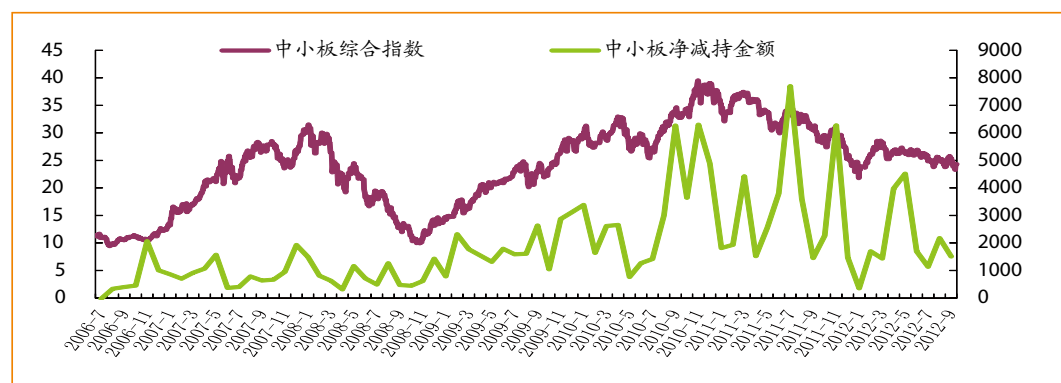
分板块来看，主板减持已经陷入低谷。而中小板/创业板减持尽管有所收敛，但由于比主板明显更高的估值，减持力度也明显高于主板。

图：沪深300指数和沪深主板净减持金额历史走势



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

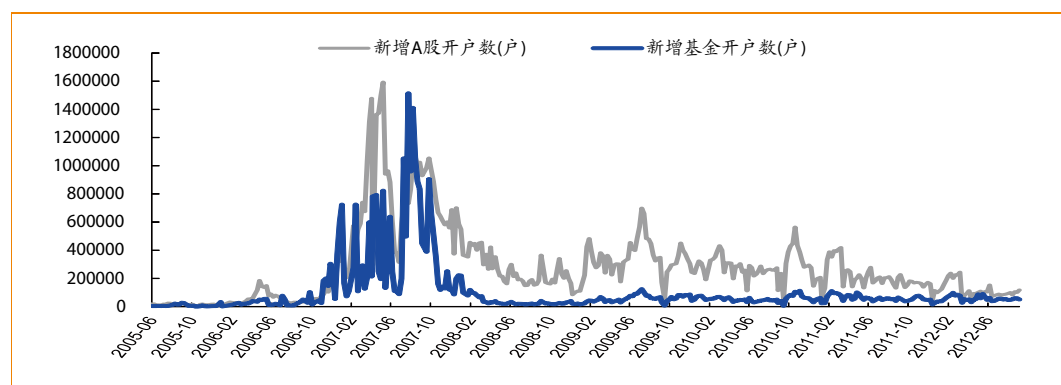
图：沪深300指数和中小板净减持金额历史走势



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

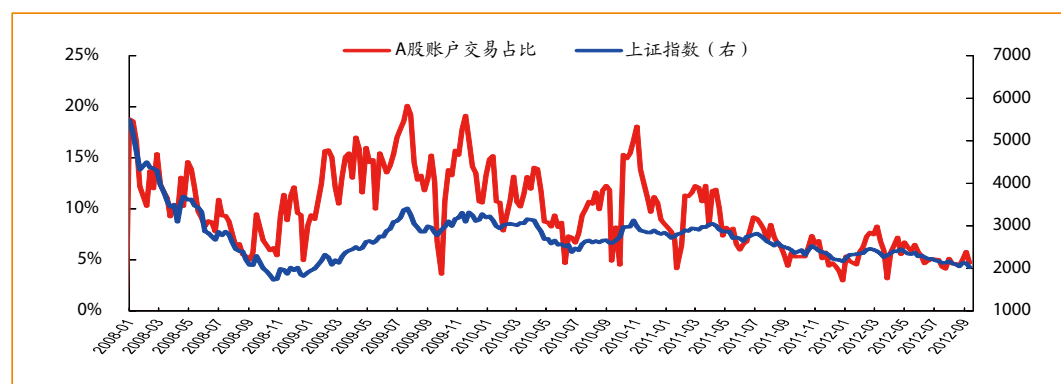
3、投资者行为分析：交易活跃度以及开户数均见底

图：新增A股开户数甚至低于2008年水平



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

图：A股账户交易占比跌至历史最低点



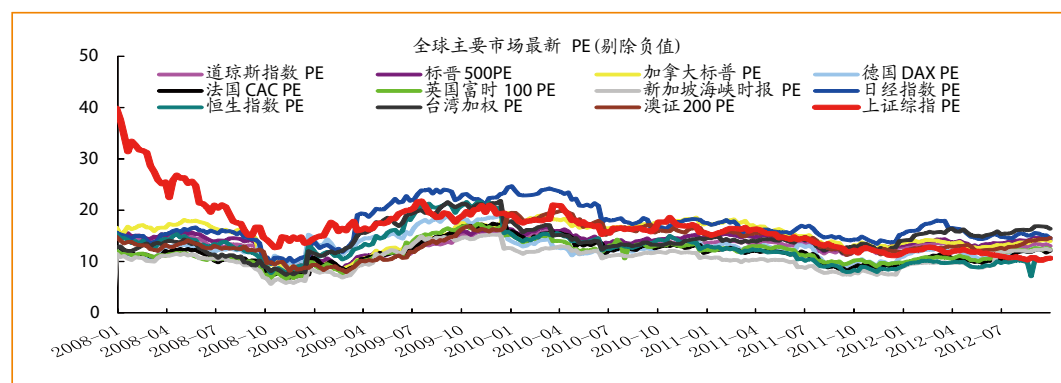
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

四、估值分析

1、国际比较：A股已经比较便宜

2012年以来A股市场和全球其它市场走势逐渐脱离，由于货币政策没有像其它国家一样放松，以及一些系统性问题尚没解决，A股估值水平一路向下，走势与其它国家明显相反。

图：全球主要市场最新PE变动趋势



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

截至2012年10月12日收盘，上证综指不论是PE还是PB估值均处于国际市场较低的水平。当然上证综指估值较低主要受到大约40%市值来自于低估值的银行、地产等传统产业影响，而组成更加综合的深证综指估值水平略高于国际水平，估值水平也相对合理，没有像上证综指一样看起来非常便宜。

图：全球主要市场最新估值比较

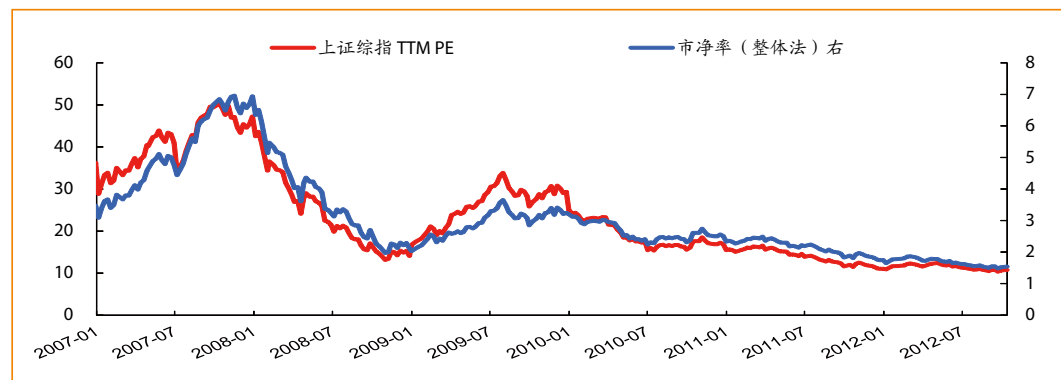
指数	收盘点位	PE(剔除负值)	PB
道琼斯指数	13328.85	13.03	2.71
标普500	1428.59	14.23	2.21
纳斯达克综指	3044.12	12.92	2.81
德国DAX	7232.49	12.32	1.40
法国CAC	3389.08	11.83	1.12
英国富时100	5793.32	12.41	1.70
新加坡海峡	3041.75	12.25	1.40
日经225	8534.12	14.56	1.09
恒生指数	21136.43	10.58	1.43
上证综指	2104.93	10.65	1.58
深证综指	8650.00	17.20	2.40
沪深300指数	2304.00	10.50	1.70

资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

2、静态估值分析：估值处于底部，中小板/创业板除外

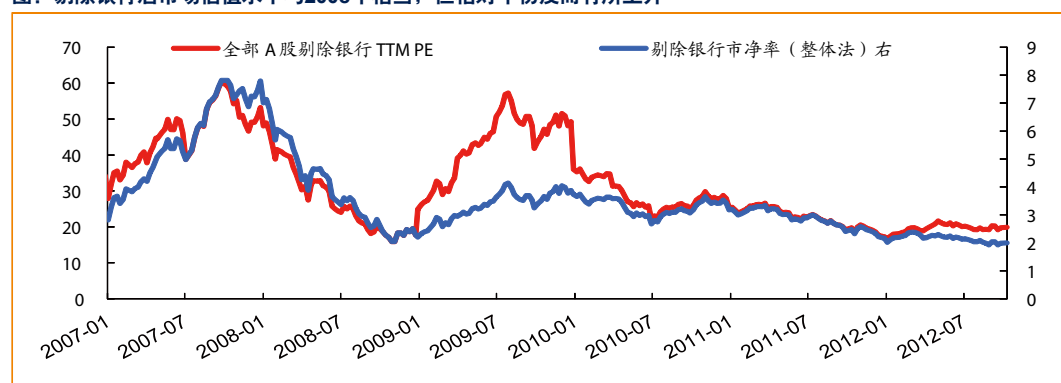
从上证的情况来看，不论是PE还是PB估值水平已经低于2008年最低点了，成为历史最低估值。当然这主要是受到银行过低估值的影响，如果剔除银行以外，目前的估值与2008年最低点相当，但相对于年初反而有所上升（TTM估值，主要受到了过去四个季度业绩下滑太多的影响）。

图：上证PE和PB估值历史最低



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

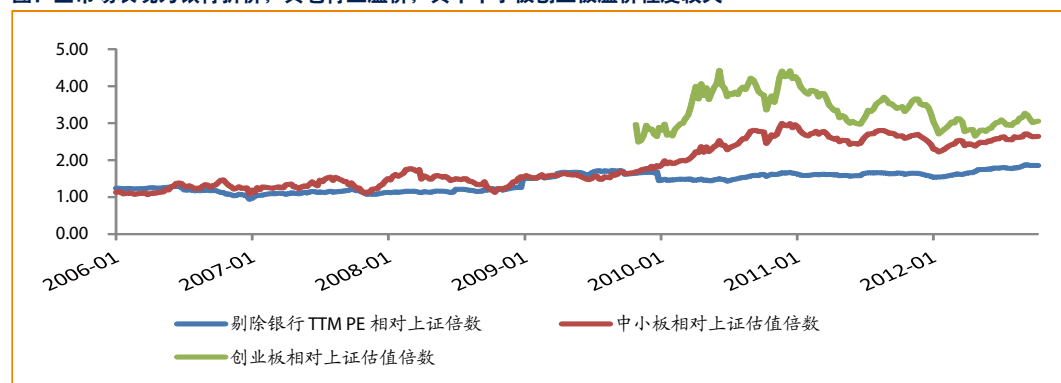
图：剔除银行后市场估值水平与2008年相当，但相对年初反而有所上升



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

而中小板来看，目前估值依然是明显高于2008年的水平的，而创业板由于上市时间较短，上市后业绩普遍低于预期，估值水平一直处于下降通道，但目前仍然是高于其它板块。

图：全市场表现为银行折价，其它行业溢价，其中中小板创业板溢价程度较大



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

3、行业比较：各行业相对估值变动情况

今年以来，除金融地产、公共事业以外，其它行业基本相对整体市场的估值溢价是扩张的，可见尽管部分行业股指跌幅较大，但由于业绩下滑较多，从PE的角度来看反而是上升的。而消费品、TMT等行业由于业绩的成长性，估值溢价并没有大幅扩张（当然这里采用的一致预期PE并没有充分考虑到部分公司业绩可能不达标的情况）。

表：各行业估值变动情况

	采掘类	投资品	原材料	消费品	TMT	金融地产	公用事业	交通运输
2011/12/31	1.08	1.48	1.16	1.58	2.12	0.67	1.69	1.12
2012/1/31	1.14	1.43	1.24	1.48	1.93	0.68	1.56	1.15
2012/2/29	1.12	1.50	1.29	1.50	2.10	0.65	1.46	1.20
2012/3/31	1.11	1.51	1.31	1.55	2.09	0.65	1.46	1.24
2012/4/30	1.08	1.56	1.37	1.53	2.08	0.65	1.46	1.23
2012/5/31	1.05	1.61	1.39	1.57	2.13	0.64	1.48	1.23
2012/6/30	1.03	1.56	1.38	1.60	2.13	0.64	1.55	1.26
2012/7/31	1.10	1.47	1.54	1.61	2.01	0.64	1.52	1.16
2012/8/31	1.10	1.51	1.75	1.59	2.20	0.62	1.44	1.34
2012/9/30	1.08	1.56	1.85	1.59	2.17	0.61	1.40	1.27

资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

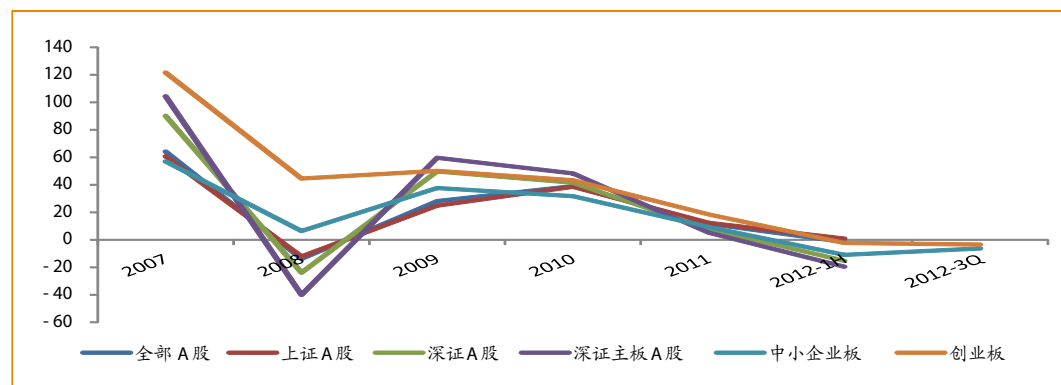
细分来看，估值的折价主要来自于金融服务业（其实主要来自于银行业），其中可能原因来自于市场担心银行的盈利并没有真实反映其坏账率提高的可能性。

4、历史分析：中小板/创业板作为一个整体，成长性被高估

从历史上来看，中小板并未表现出超越主板的成长速度，而创业板在2010年才推出，之前3年的业绩成长性有缺乏样本和水分的成分，考虑其上市之后的表现，在2010-2012.3Q之间的成长性并没有表现出其估值所对应的水平。

当然，中国经济未来的转型更多的需要新兴产业提供新的成长动力，因此给中小公司，创新类公司更高的估值有其合理性，但至少从目前的业绩表现来看，高成长性尚未体现。

图：历史上中小板/创业板作为整体，其成长性被高估



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

五、投资建议

国内宏观经济供求关系松弛，转型势在必行，经济结构矛盾积重难返，海外经济仍处于经济周期低谷期，美国经济可持续复苏，欧元区受制于债务危机，海外经济短期仍难走出泥沼。整体看，宏观经济仍难以反转，加上政府对传统政策增长模式的反思，及对大规模货币存量、大量沉淀的流动性的担忧，制约流动性超预期放松，这些都制约4季度股市的趋势性行情。

不过经过近年来的盘整下跌之后，A股整体估值已经属于合理偏低水平，个别行业和公司估值明显偏低。较低的估值水平决定了A股下跌幅度有限。股市的下跌及投资者情绪过度悲观，可能在一定程度上反映了上述担忧，加上短期原材料库存低位回补迹象显露，带动中上游价格（钢材、化工品等）反弹，表明经济短期有微弱反弹，加上政治预期明朗化、市场维稳预期，不排除4季度内有阶段性反弹行情，时间跨度与反弹幅度取决于投资者对短期经济周期的判断以及市场的博弈。

从中期看，决定市场趋势的是盈利趋势，从3季报情况看，盈利预测仍处于下调过程，在缺乏强烈刺激政策和政策预期不明朗情况下，我们认为市场仍处于宽幅震荡期。

从长期来看，如果下一届政府立足长远做经济改革和转型，而不是短期的经济救急，则众多周期类行业恐怕还要面临长期的去库存，去产能的周期。因此，从长期来看这些行业配置价值有限。

基于上述逻辑，配置思路如下：

- 1、基于原材料库存回补，阶段性博弈周期板块的反弹行情；
- 2、基于估值转换思路，看好食品饮料、医药、软件等非周期类板块；
- 3、自下而上，布局2012年业绩确定的成长股标的。

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