

## 期待转机

### 摘要:

- 市场指数的走势方向和公司估值、企业盈利均有相关性，并且估值和盈利普遍呈现同向变动的趋势，导致股指往往呈现较大幅度的波动。2010年之后上市公司盈利和估值都出现了下滑，2011年估值下移促成第一波下跌，2012年盈利预测下移则形成第二波市场下跌。而以银行为代表的金融行业同样经历了2010-2011年连续的估值下修，但银行的盈利能力保持强劲，估值见底较早，超额收益从2011年初就强劲复苏，并且在2012年年底成为市场反弹的先锋与主力。
- 欧债危机的决定性时刻已经过去，美国财政悬崖的风险有限，世界经济大环境稳步趋好。尽管2011年以来中国经济增速不断下降，但并没有出现失业率的显著上升，是没有失业的经济下滑。从人口结构上看，到2015年之前是婚庆的高峰期，购房、购车的刚性需求较为旺盛，消费需求强劲。来自居民端的需求形成了企业补库存的驱动力，2012年底国内房地产投资在销量的带动下出现了显著回升。综合来看，2013年经济增速出现回升是大概率事件。
- 预计制造业投资增速继续下滑导致产出增加继续下滑，但库存水平有望降低，如果2013年GDP依然能维持在8%左右的增速，则整体供需关系将好于2012年，带动上市公司盈利能力有所恢复。
- 尽管有诸如包括国企代理权制度问题、利率水平较高、分红率低等问题，在中国企业成长的机会还是优于其它国家，并且成长性相对较弱的银行、零售、纺织服装等板块，盈利增长依然能保持在10%以上。因此，目前A股的估值水平已经较为合理，甚至低估。在很多领域，二级市场的估值已经低于一级市场，投资者普遍担心的产业资本减持对市场的影响相对有限。
- 2013年将是变革的一年，这些变革来自于新的领导人对转变经济增长模式的一系列改革措施。同时，变革还来自资本市场自身变化带来的盈利及估值模式的冲击，以及新的资产配置模式带来风险/收益的不同组合。

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、预测等仅代表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。

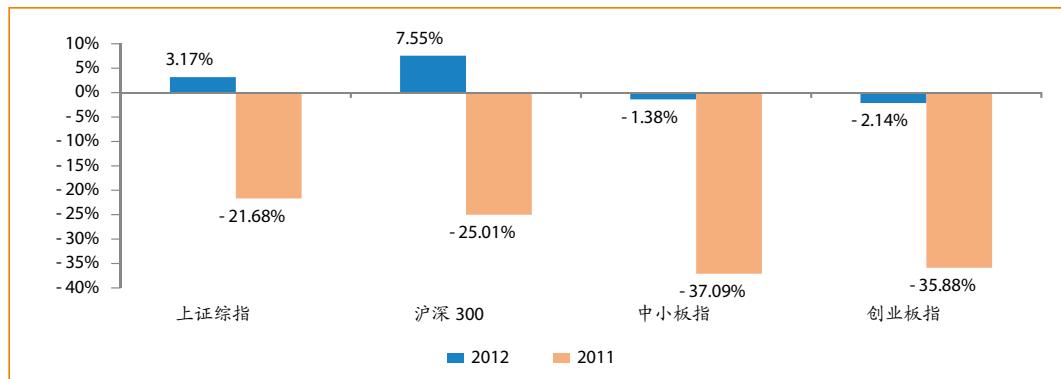
本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

# 一、市场回顾及影响因素分析

## 1、回顾：金融跑赢，消费成长落后

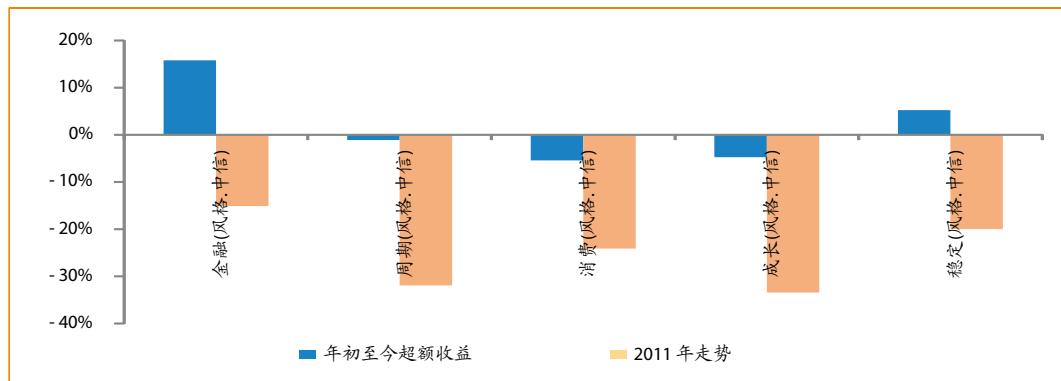
2012年受经济不断下滑、利率市场化导致资金抽离等负面影响，股指在大部分时间里表现疲弱，依靠年底的反弹行情取得年度正收益，但以创业板、中小板为主导的小股票跌幅较大，并且创业板、中小板已经连续两年跌幅居于整个市场前列。从风格指数来看，金融风格指数显著跑赢其他风格指数，连续两年处于整个市场前列，成长风格指数已经两年跑输，周期风格指数在2011年取得糟糕的业绩后，2012年表现显著回升。

图1：上证综指取得正收益，但中小板块显著跑输



资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫基金

图2：金融风格明显跑赢，消费/成长落后

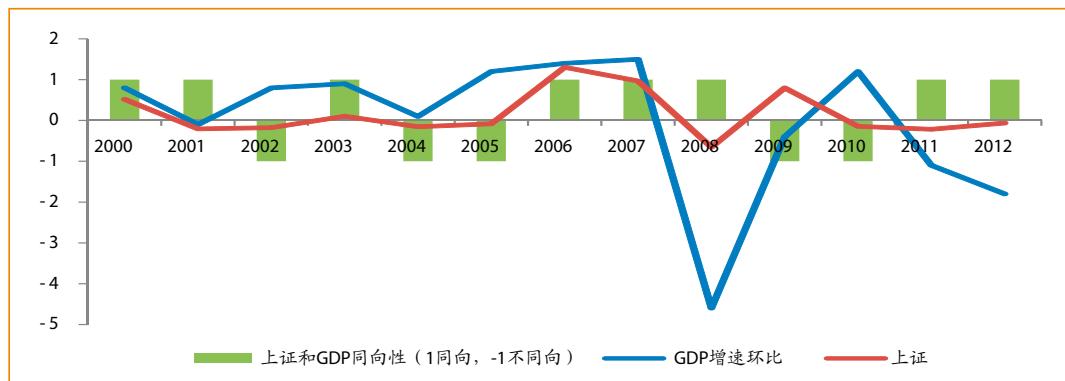


资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫基金

## 2、思考：影响股市的因素

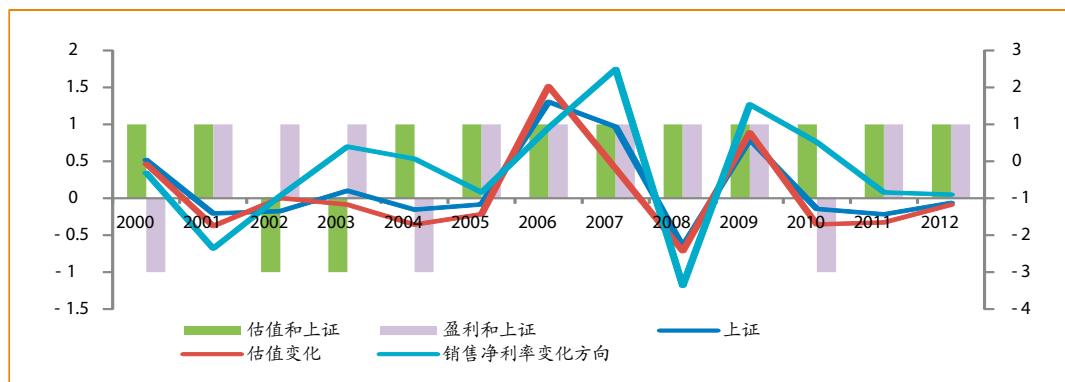
市场普遍关注的GDP增速过去的走势与股指的走势并非同向，从2000年以来的数据表明，GDP增速对于股指走势的解释度不过在50%。自2003年以来M1对股指的解释明显要强于GDP，甚至盈利增长的变动方向。不过由于利率市场化，融资途径的多元化，这一规律在2012年使用上有所背离。从历史上来看，指数的走势方向和估值、盈利均有相关性，2004年以来估值是最主要的主导力量。

图3：股指并非总是和经济增长方向同向



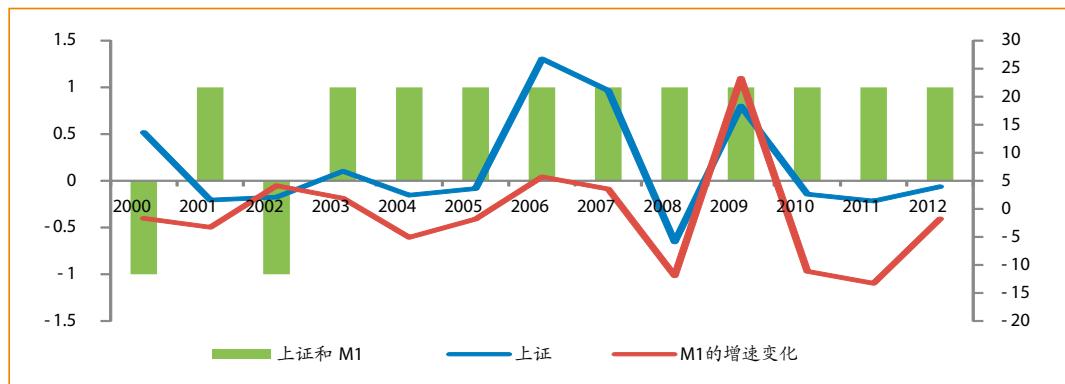
资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

图4：指数的走势方向和估值盈利均相关，但2004年以来估值是最主要的主导力量



资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

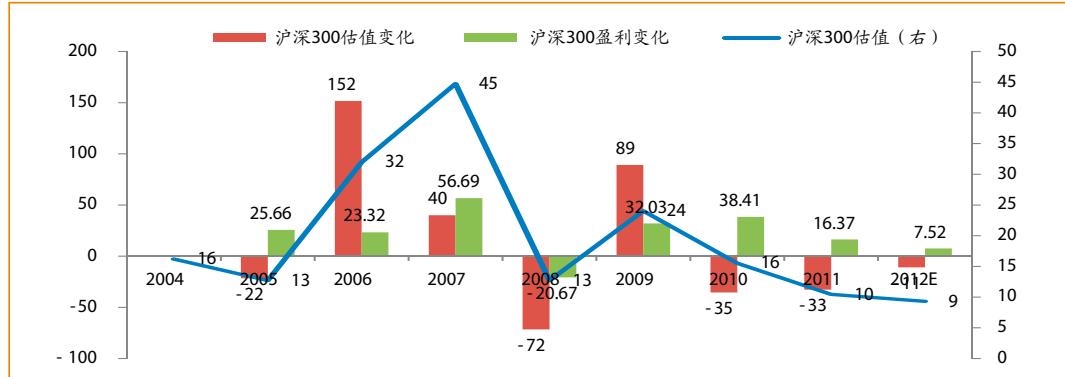
图5：自2003年以来M1对估值方向的解释是完全同向的



资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

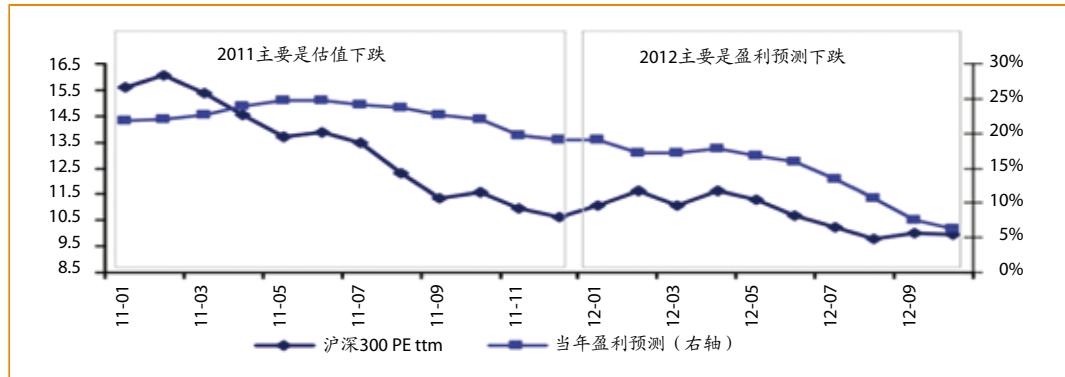
在2010年之前的若干年里沪深300指数的估值和盈利普遍呈现同向变动的趋势，通常企业盈利上升的同时市场给予的估值也会更高，因此往往导致股指呈现较大幅度的波动。自2010年后盈利增速出现下滑，而估值出现了35%、33%和11%的下滑，基本上可以认为2011年估值下移促成第一波下跌，2012年盈利预测下移则形成第二波市场下跌。

图6：2010年以来股指的下移主要受累于估值的下滑



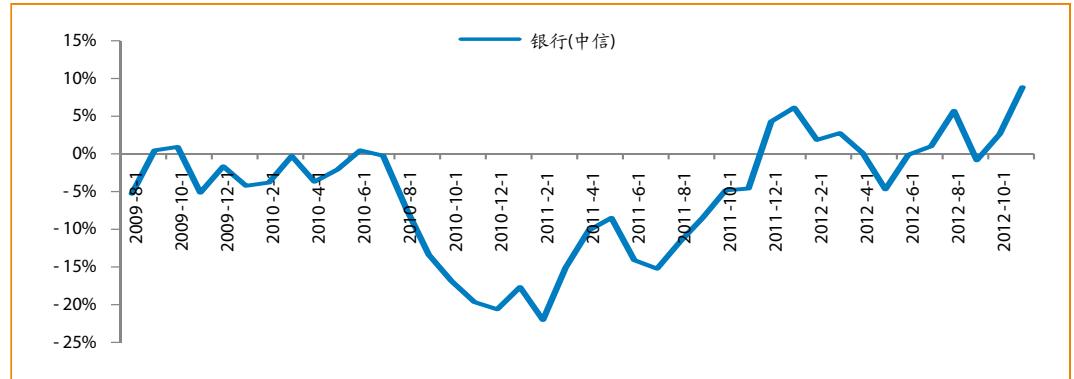
资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

图7：股市遭遇戴维斯双杀



以银行为代表的行业同样经历了2010-2011年连续的估值下修，但银行的盈利能力保持强劲，ROE持续保持在20%附近，并且银行板块的估值见底早于大盘。由于盈利能力强劲稳定，估值见底较早，银行的超额收益从2011年初见底以后就出现了强劲复苏，并且在2012年年底的市场反弹中成为市场的先锋与主力。

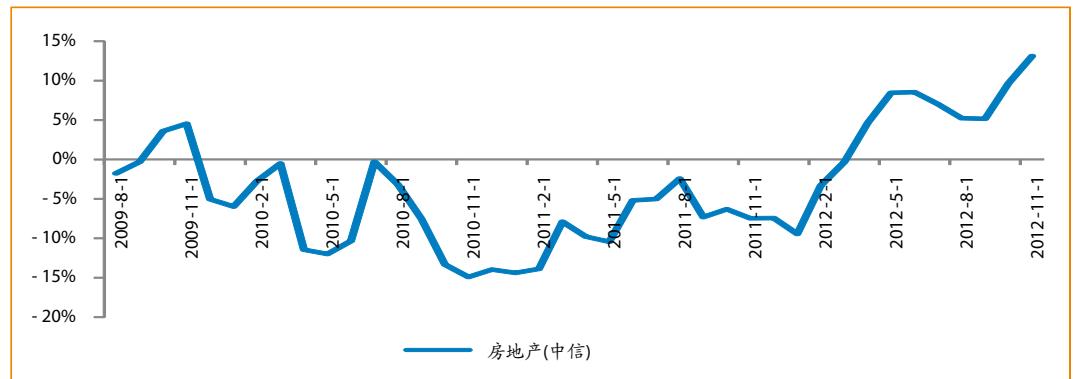
**图9：由于盈利能力强劲，银行的超额收益从2011初见底强劲复苏**



资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

尽管周期有波动，但在2009年7月股指见顶到现在，市场出现非常明显的中周期轮跌效应，早跌、早周期类行业2012年以来跌幅较浅，超额收益明显，而之前偏消费、成长行业的超额收益巨大，短期压力较大。

**图10：房地产也是早周期见底的板块**



资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

图11：相对后周期的纺织服装从2011年末才开始不断回调



资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

后周期品种经历更为滞后也更加漫长的调整，其经历的也同样是估值和盈利的戴维斯双杀。

图12：以投资为驱动力的计算机和通信，非常明显的体现出后周期的特征



资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

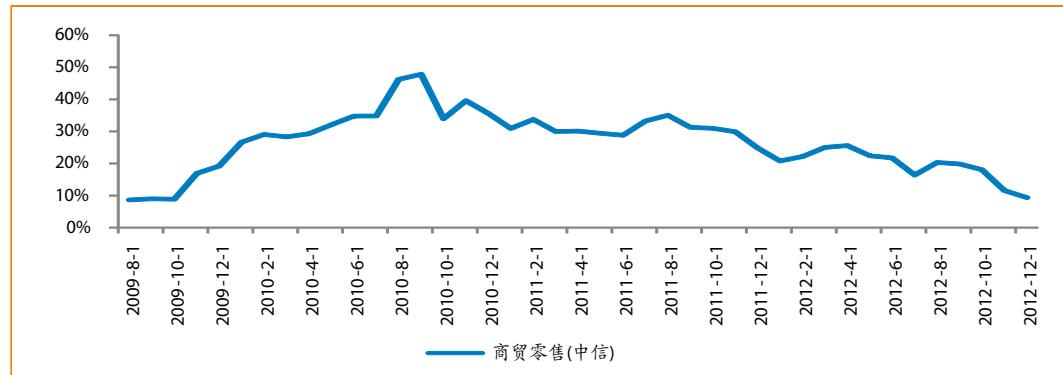
图13：从中周期的角度来看，煤炭是个典型的后周期品种



资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

更早周期的机械自2010年年初开始逐渐调整，而更后周期的商贸零售自2010年中期开始调整，商贸零售除了受到经济周期影响外还受到电子商务等冲击估值水平，因此其调整幅度较大也更加持续。有色金属到目前并未受到大的调整，其主要受到全球的量化宽松政策导致以金价的贵金属价格飙涨影响，因此国内有色金属行业并未反映出金属需求疲弱的状况。

**图14：商贸零售自2010年中期开始调整**



资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

**图15：机械从2010年初开始调整**



资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

**图16：有色金属超额收益率**



资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

目前尚未出现后周期调整的有电子元器件、医药、食品饮料，这些行业过去受到资本市场的追捧，其中电子元器件行业受益于创新周期以及产业转移的影响。食品饮料作为投资相关联的后周期品种，未来随着中国经济固定资产投资减缓，未来增速下滑甚至负增长的可能性并不能排除。而医药的中长期需求和价值最被看好，因此估值有长期保持溢价的可能。以日本人口老龄化最严重的90年后的市场为例，日经指数从4万点跌到8000点，而医药股指数却屡创新高。

## 二、宏观经济分析

### 1、海外经济环境

欧美经济的主要核心问题还在于债务问题，美国财政赤字的收缩在未来都将是常态，欧洲更是如此，日本的问题也非常明显，人口老龄化，债务水平无法提高，甚至可能长期负增长。全球经济都有可能较长时间处于较低的增长水平。

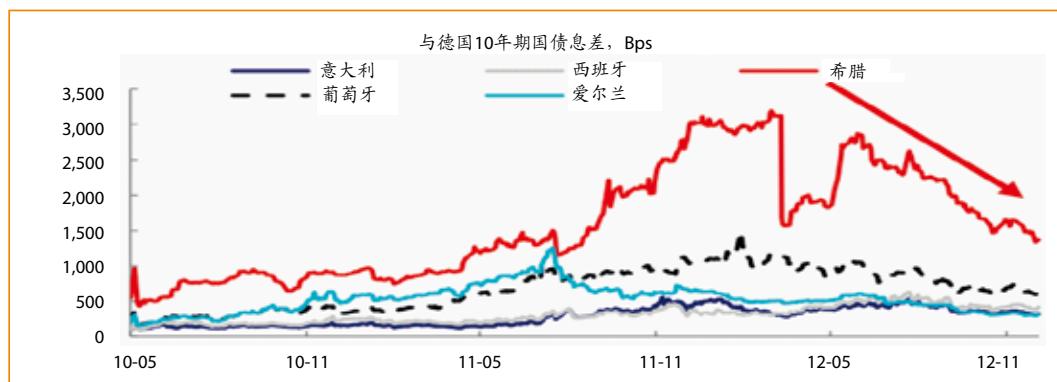
就未来一段时间来看，美国经济更有可能采取有限度的削减赤字水平，经济复苏的态势不变，但欧洲经济依然疲弱，总体对中国的影响一正一负，对出口影响较小，之前出现过的海外形势严重恶化扰乱国内投资情绪的情况预计不会再发生。

图17：金融危机后欧美经济债务重组方向相反



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

图18：2012年5月后风险溢价不断下降



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

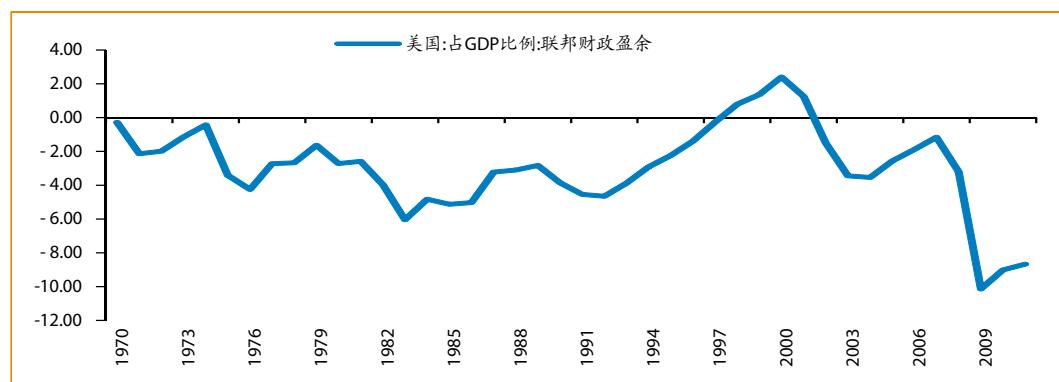
美联储将基准利率的调整与失业率挂钩，迈出了货币政策调整的又一大步。在最近的议息会议上，美联储声称只要预期通胀率不超过2.5%，那么就会把目前的低利率政策维持到失业率回落至6.5%以下。根据联储目前的预测，失业率在2015年年中会滑落至这个阈值。因此，这个提法看似与联储之前所说的‘将低利率政策维持到2015年’没什么变化，但它体现出了更强的用宽松货币推动就业改善的政策取向。考虑到失业率的下行还有可能慢于预期，这一政策可视为货币政策的进一步小幅放松。

**图19：美国失业率不断下行，但距离6.5%尚远**



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

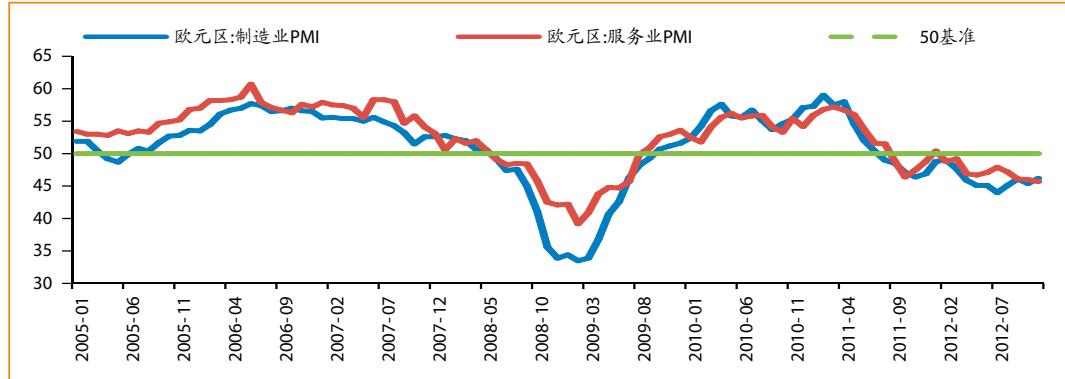
**图20：美国的债务问题以拖延为主，至少还有极宽松的货币政策进行对冲**



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

欧洲的债务问题比美国更加深重，2008年至今债务总额没有减少反而增加，而日本的问题更加严重，人口老龄化，债务水平无法提高，甚至可能长期负增长。其从根本上看，欧洲/日本所出现的问题其实还是企业/国家缺乏竞争力，过去靠借贷进行的过度消费需要长时间的偿还。极端情况下，尚不能完全排除欧债危机以及日本债务问题爆发严重问题的可能性。

图21：欧元区PMI虽出现微弱反弹，但仍然在50以下



资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫基金

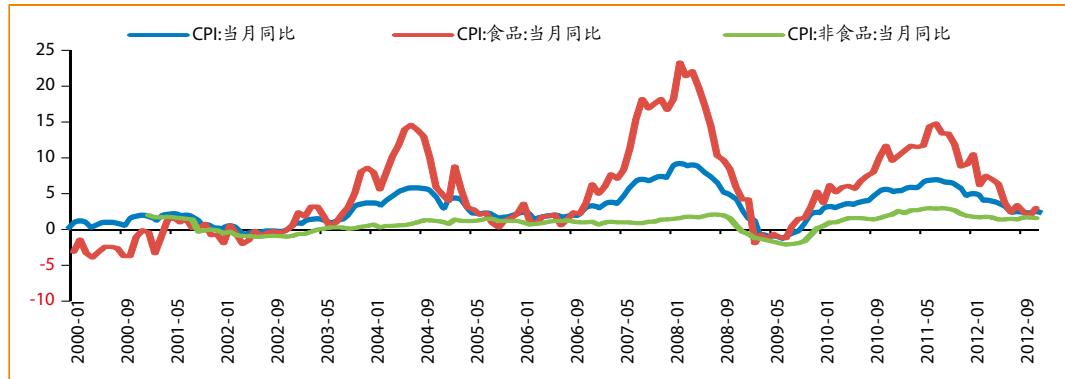
从全球国家竞争力来看，美国以教育、创新为主要驱动力，创新力以及科技实力领先世界，过去几十年重大的科技发明大多诞生在美国，而日、欧在创新力上落后于美国，从本质上来说日、欧的国际竞争力主要依靠“精密制造业”，而所谓精密制造，工艺磨练等主要是历经数年的技术水平的积累，说到底是学习曲线的问题，而非创新能力。下一个十年的竞争实际上是国别之间不同阶段的比较优势的对比，中国的城镇化依然没有结束，人口总量虽然接近顶峰，但城镇人口依然不断增加，而高知识水平的劳动力增加对未来劳动生产率进一步提高奠定基础，因此中国制造业的成长依然没有结束，预计中国制造业在世界的占比依然有望提高。

## 2、国内经济：短期通胀压力不大

受食品价格反弹以及2011年的基数效应影响，11月CPI从10月的1.70上升到2.00，但依然处于较低水平；11月PPI同比数据从-2.80反弹到-2.00，依然为负，环比价格为-0.1%，依然为负，表明价格上升压力不大。PPI数据上的反弹更多的还是受到基数效应的影响，预计PPI指数后期依然会保持向上趋势，但实际价格指数上升动力依然不足。

从中长期角度来看，由于国内产能过剩依然较大，通胀压力主要来自于欧美持续的货币扩张，以及国内投资的超预期增长，但预计至少要2013年下半年才明显。

图22：11月CPI温和上行

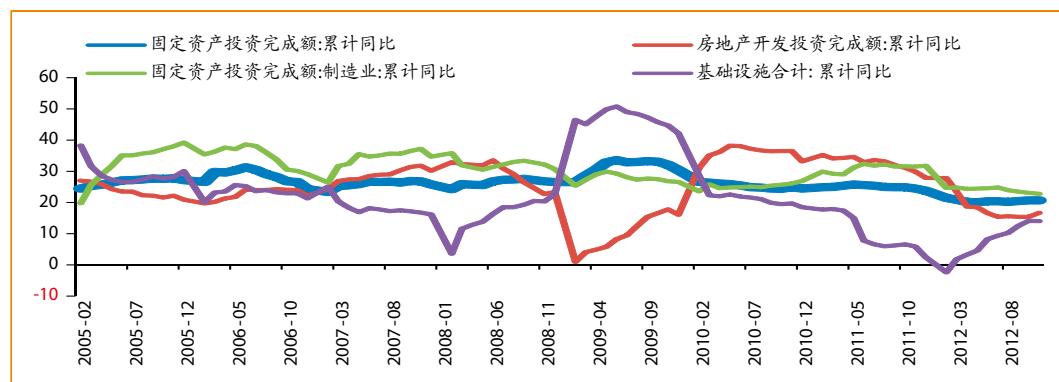


资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫基金

### 3、国内经济：房地产投资抬头

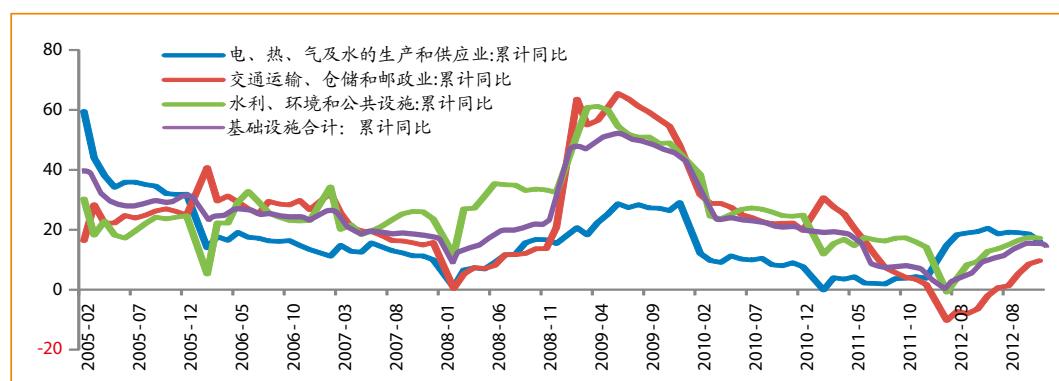
11月固定资产投资增速与10月持平为20.7%，其中制造业投资继续从10月的23.1%下滑到22.8%，保持连续回落的趋势，而基建投资增速保持在14.05%。房地产投资从上月的15.40%回升到16.70%，是最大的亮点。

图23：11月投资数据最大的亮点是房地产投资抬头



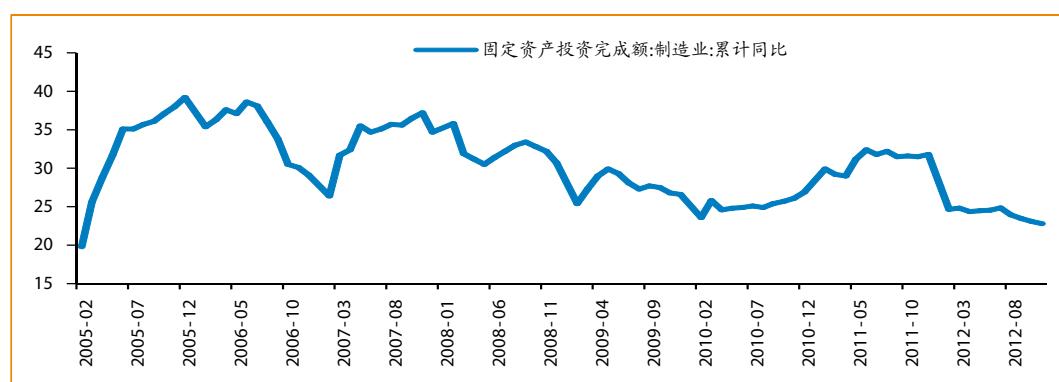
资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫基金

图24：基建投资保持强势



资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫基金

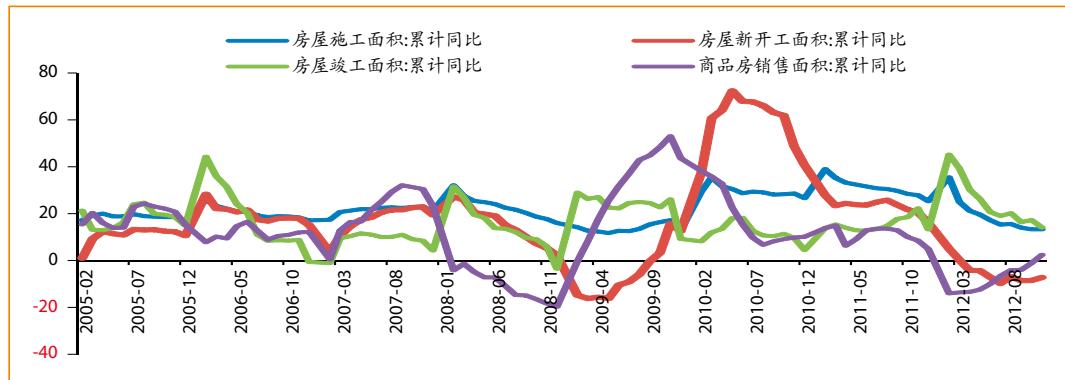
图25：制造业投资继续回落



资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫基金

随着销售的持续好转，以及特别是以一二线城市为代表的库存去化速度的提高，房地产投资逐渐抬头。尽管新开工累计同比依然为负，但最近几个月的单月同比数据已经有转正的迹象。

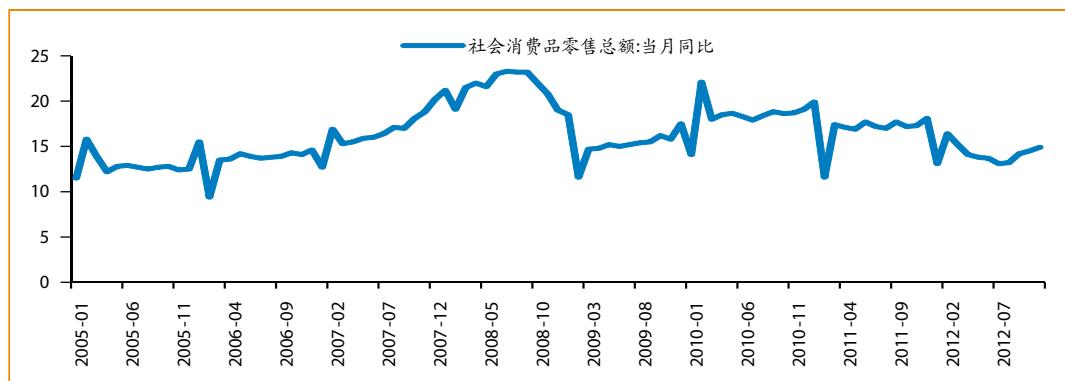
图26：销售持续好转后，房地产投资开始有抬头迹象



#### 4、国内经济：消费复苏

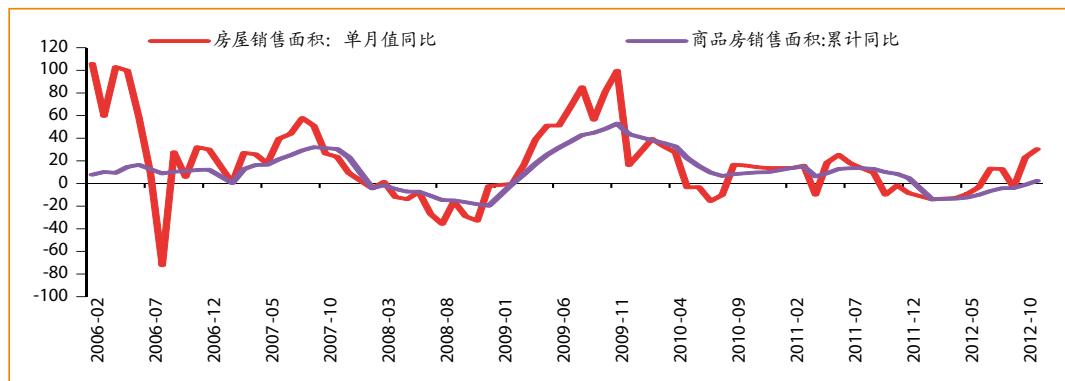
尽管2011年以来经济增速不断下台阶，但并没有出现失业率的显著上升，是没有失业的经济下滑，再加上从人口结构上看，2015年之前都是婚庆的高峰期，购房、购车的刚性需求较为旺盛，这轮经济周期补库存的最大驱动因素可能来自于居民端。

图27：消费增速连续4个月呈现微弱复苏迹象



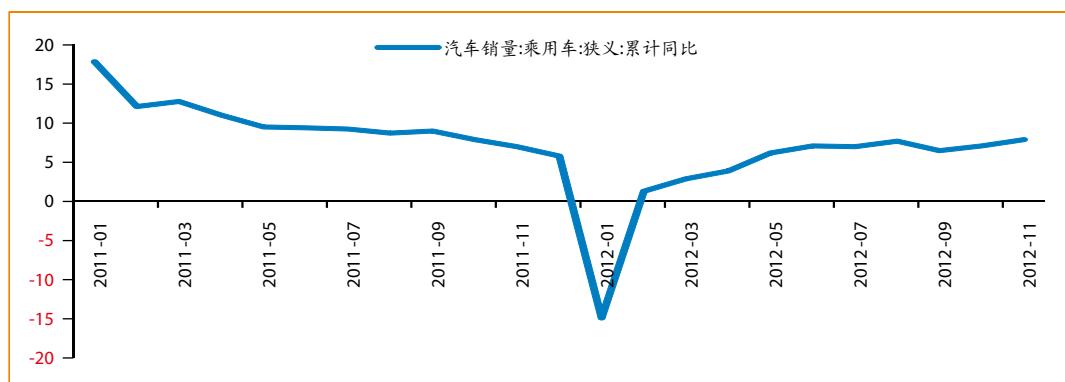
资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫基金

图28：商品房销售6月开始同比转正，累计值自11月转为正增长



资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

图29：汽车销量增速不断回升

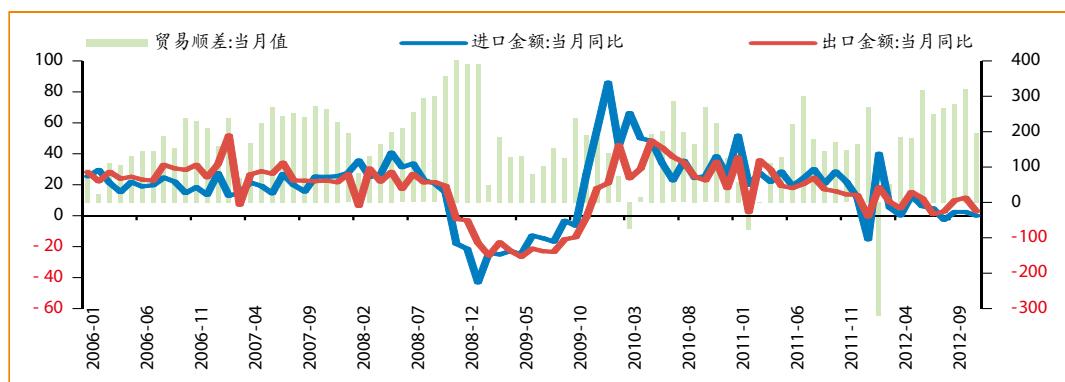


资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

## 5、国内经济：进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，2012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30：进出口数据持续疲弱



资料来源：VVIND, 摩根士丹利华鑫基金

## 6、财政政策与货币政策

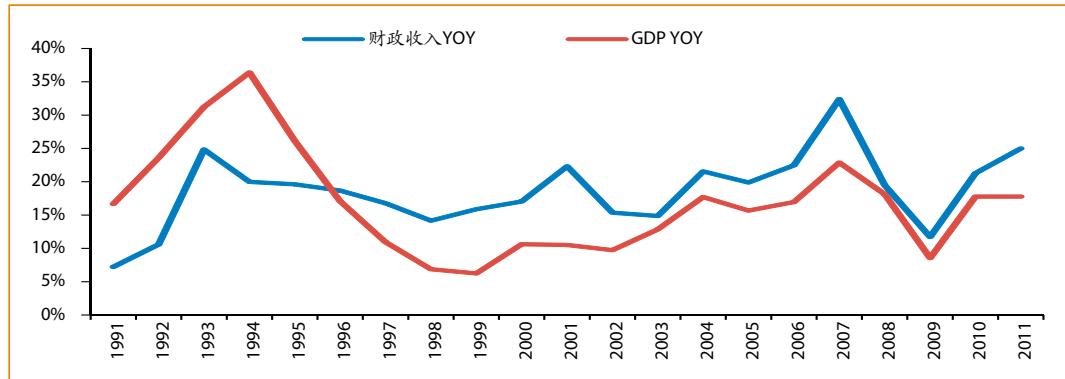
目前我国财政政策与欧美等国大幅度财政政策刺激有显著不同，财政收入一直处于盈余状态，因此不用过度担心地方政府债务问题，尽管过去该债务水平大幅上升，但考虑到国债水平很低，总体债务水平依然偏低，有扩张空间。从12月份召开的中央经济工作会议来看，中央提出明年以提高经济增长质量为中心，未提经济增长速度的指标，可见中央对于中国经济增速下滑持认可的态度。

图31：政府财政政策没有明显扩张



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

图32：财政收入与GDP同向变动



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

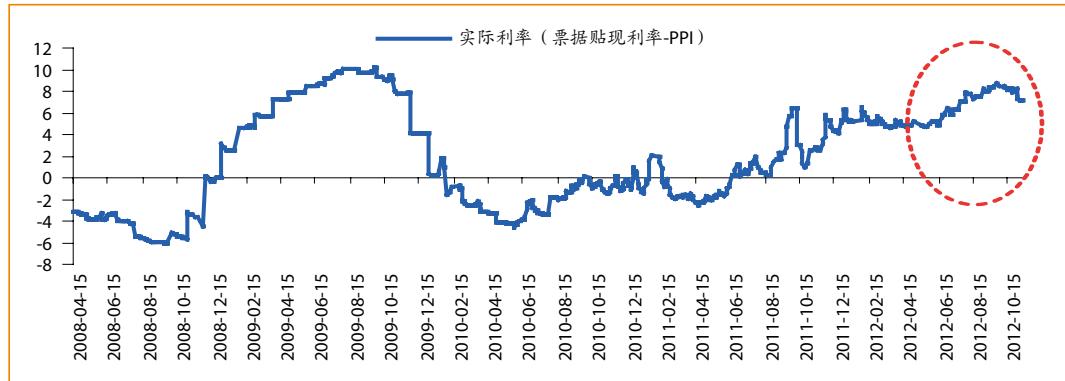
## 三、市场分析与判断

### 1、市场流动性分析

目前中央定下的经济方针是积极的财政政策与稳健的货币政策，而实际的情况是经济下滑阶段货币流通速度减慢，再加上积极财政政策的挤出效应，稳健的货币政策产生的实际效果是实际利率水平不断上行。

中央对于放货币所可能导致的房地产、制造业泡沫心有忌惮，因此对货币政策保持谨慎。本次经济下滑并没有引起劳动力市场失业率快速提升，相反由于新增劳动就业人口开始处于下行通道，目前的劳动力供求关系依然偏紧。劳动力市场偏紧给了中央更大的底限来容忍经济增速的下移。

图33：实际利率不断攀升

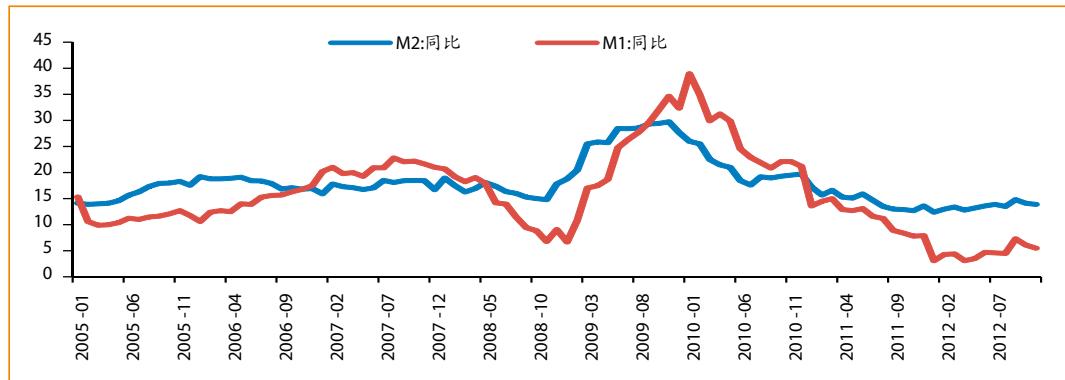


资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金

2013年流动性是否会改变是个比较复杂的问题。从资金供给端的情况来看，中央对M2及信贷扩张较为谨慎，因此表外扩张力度就成为整个货币扩张的关键，而监管层似乎对此比较谨慎，部分银行理财产品违约事件也引起高度关注。但经过2012年外汇占款快速下滑，以及发达经济体持续的货币宽松后，是否会改变预期还有待观察。

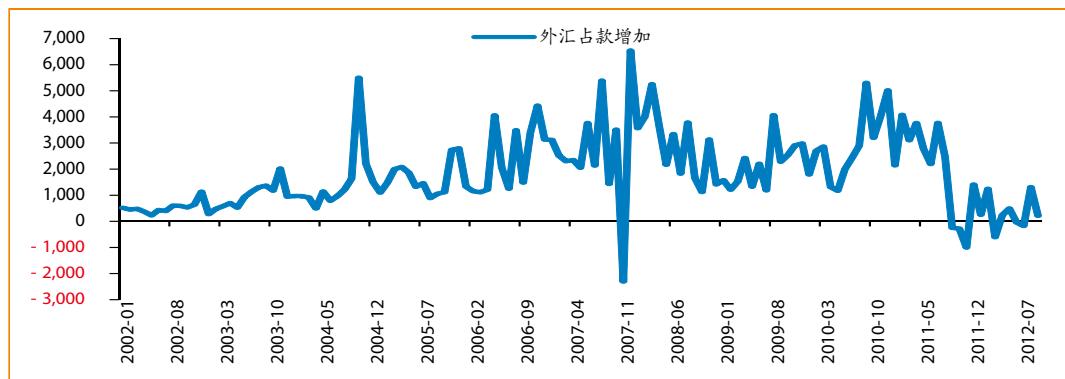
从资金需求端来看，尽管制造业资金需求在下降，但房地产企稳，地方政府的投资冲动依然很强。

图34：M1与M2同比增速



资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金

图35：外汇占款增加额

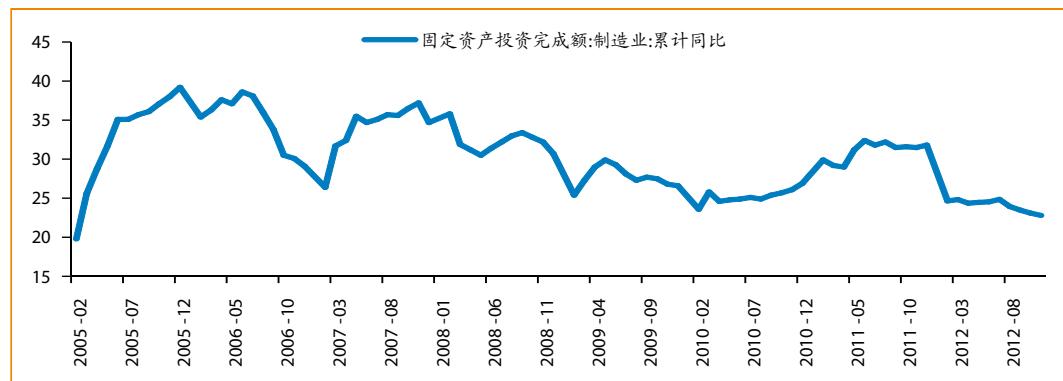


资料来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金

## 2、企业盈利能力分析

盈利能力除了来自于需求端外，还来自于产出供给的增加，最终供需共同决定利润率的走势。从总体来看，制造业投资尽管不断下滑，但增速依然在23%左右，对2013年产出供给带来压力，但相比2012年会有所好转。从整体产出增加情况来看，制造业投资增速继续下滑导致产出增加继续下滑，但库存水平有望降低，如果2013年GDP依然能维持在8%左右的增速，则整体供需关系将好于2012年，带动上市公司盈利能力有所恢复。

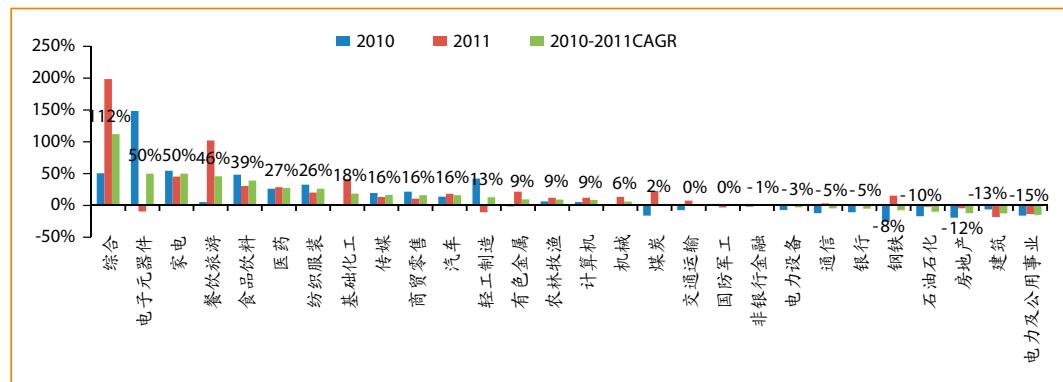
图36：制造业投资固定资产投资完成额



资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫基金

从上市公司资本开支一项分析行业产出供给能力发现，行业方面资本开支投入较大的有：电子元器件、家电、餐饮旅游、食品饮料、医药、纺织服装、化工、传媒、零售、汽车等。而资本开支较少的有：电力及公共事业、建筑、房地产、石油石化、钢铁、银行、通信、电力设备、非银行金融等。资本开支的多少基本对应了过去几年这些行业的景气程度，越景气的行业投资冲动越强，当然这未来的产出压力也越大，如果需求低于预期，则庞大的产出供给将导致产能过剩，压缩利润率水平。

图37：上市公司资本开支增速（分行业）



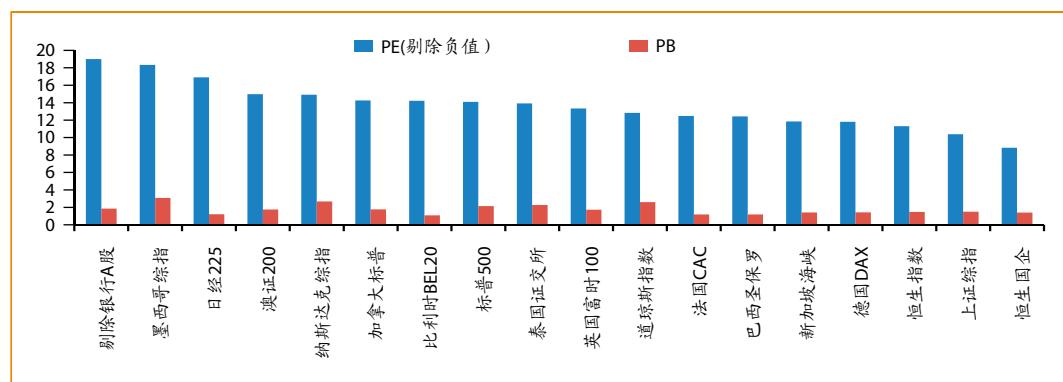
资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫基金

### 3、估值是否已经见底？

尽管有诸如包括国企代理权制度问题、利率水平较高、分红率低等问题，在中国企业成长的机会还是优于其它国家，并且成长性相对较弱的银行、零售、纺织服装等板块，盈利增长依然能保持在10%以上，但其估值早已和国际接轨了。

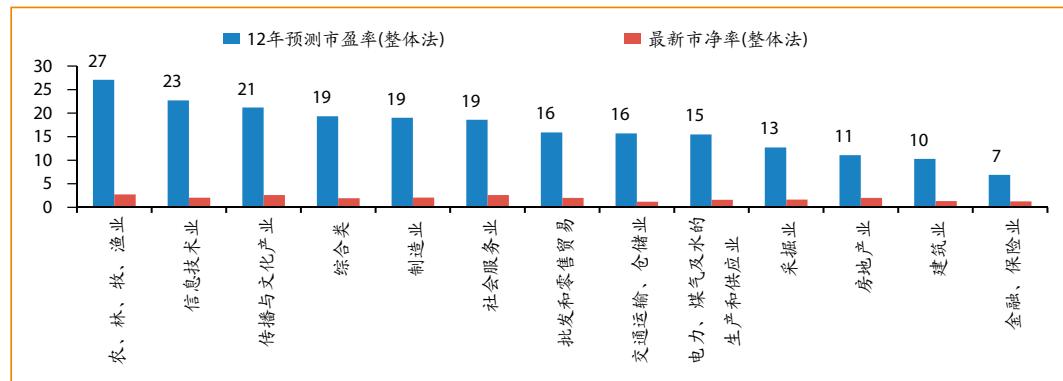
而制约中国估值应该折价的因素，比如利率高、分红率低以及代理权问题，也在逐渐改变。利率不可能永远这么高，而投资机会减少后分红率自然会逐渐提高，而代理权问题在民营为主导的公司会更少。从这种角度上来讲，中国A股估值也不应该过度悲观。因此，就算中国未来经济增速下降到与其它国家类似的2-3%水平，随着资本市场更加规范，目前A股的估值水平已经较为合理。

图38：A股目前绝对相对估值处于国际可比较低水平



资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫基金

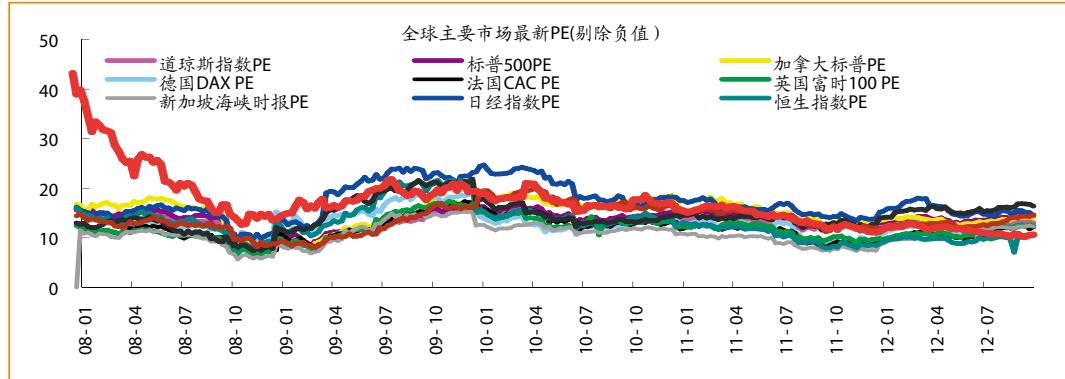
图39：传统产业估值均已经跌到15倍附近或以下



资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫基金

全球主要市场的估值在2012年都出现了扩张，除了A股。A股的估值早已从2008年很高的水平回落到全球较低的水平，可以说估值风险已经大幅下降，对国际资本的吸引力大增。

图40：全球主要市场估值比较

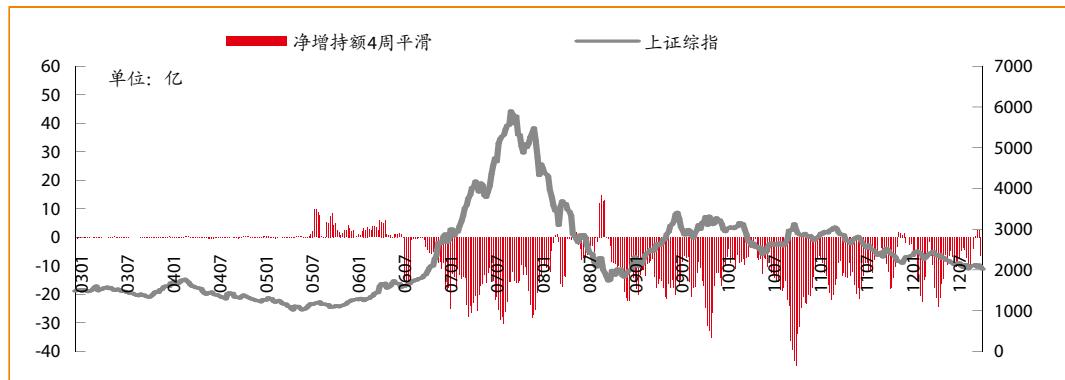


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

#### 4、产业资本动向

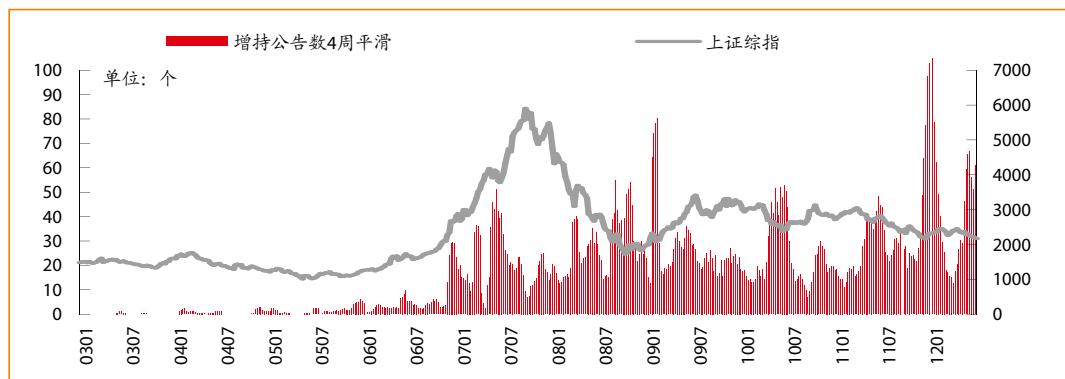
2012年11月、12月份的数据显示产业资本在资本市场上出现了净增持，显示产业资本对目前市场估值水平的认可。事实上在很多领域，二级市场的估值已经低于一级市场。在银行PB低于1，零售类公司物业价值超过市值的时候，意味着产业投资者根本不可能在一级市场买到比二级市场更加便宜的价格。产业资本减持的决策更多的时候不是依据于什么时候解禁就什么时候卖出，而是基于对当前价格或价值的判断，比如2012年5月是个减持的相对高点，但当时解禁市值并不多，而最近更是出现连续3周净增持。

图41：产业资本连续3周净增持



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

图42：产业资本增持公告数明显增多

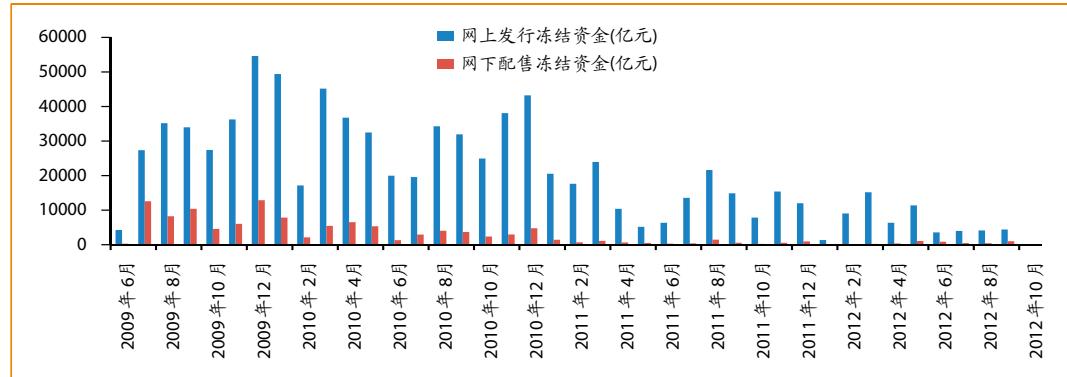


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

## 5、融资与发行

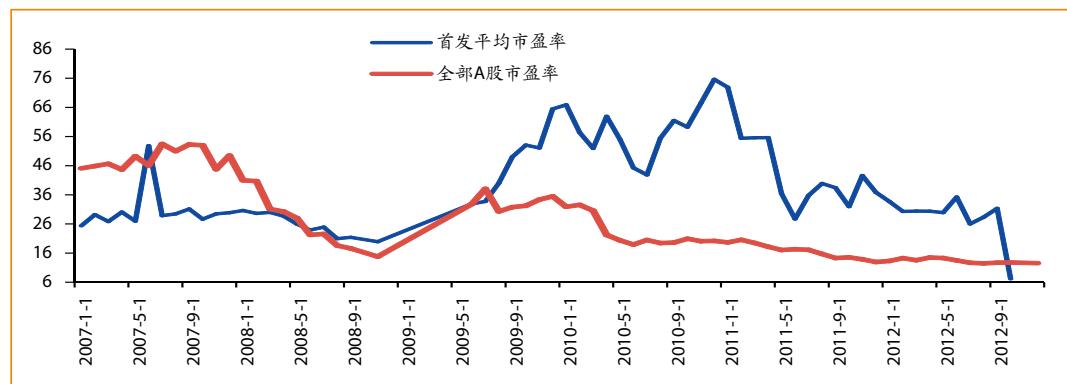
尽管新股发行一直在股市上被认为是重大利空，超过800家新股待发行的消息造成投资者恐慌。但中国资本市场持续做大是必然的，而从结构上来看，新股融资未来的主要冲击还在中小板/创业板等小股票为主导的市场，对主板冲击相对有限。

图43：随着市场的萎靡，市场对新股的追捧热情迅速降温



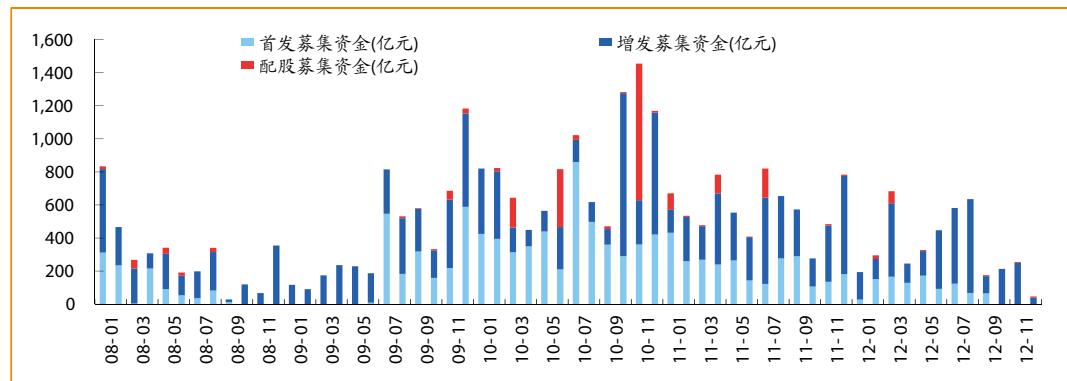
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

图44：新股估值迅速向主板靠拢



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

图45：新股冲击最严重的时期实际上已经过去



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

## 四、投资建议

2013年将是变革的一年，这些变革来自于新的领导人对转变经济增长模式的一系列改革措施。同时，变革还来自资本市场自身变化带来的盈利及估值模式的冲击，以及新的资产配置模式带来风险、收益的不同组合。在整体经济难以大幅复苏，全球经济亮点不足、波动性不大的情况下，不同类别资产的相对估值比较决定资金的配置状况，由于股市的低估值及较高的潜在收益率，对资金的吸引力大，很可能为持续低迷的股市带来转机。改革依然是最大的主题，而产业资本成为最大的流通市值持有群体后，资本市场模式将从“散户化”转变为“产业投资化”，机构的投资思路将被迫长期化与价值化。

就投资方向而言，着重关注更加注重城市功能、效率提升的新型城镇化带来诸如安防、智能管理、公共设施的投资机会；看好为大众消费时代做好准备的公司，在商贸流通、现代服务、食品饮料、现代农业、家用电器、医药和金融等领域有良好的投资机会；另外也看好那些为技术进步、集约发展做好准备的公司，包括一些装备制造企业、高精密制造企业。

### 市场风险点：

- 全球经济债务风险重启：从根本上来讲日本和欧洲的问题是企业竞争力的丧失以及过度消费，不排除将来有债务问题再次爆发的情况出现。
- 经济再次滑坡的风险：目前中国人口已经过了刘易斯拐点，新增劳动力供给持续萎缩，可持续的经济增长速度已经不断回落，中国经济长期可持续增速在5-6%左右，未来经济再次滑坡的风险不能排除。
- 表外融资过度出现信用风险。2012年，居民存款源源不断投入银行理财产品和信托、债券类产品。银行理财产品的资金存量可能达到5万亿，信托类产品存量超过6.4万亿。一旦出现部分信托产品违约，社会资金价格可能出现短暂的大幅攀升，投资者信心将受到严重挫折，导致市场风险溢价大幅上升。
- 通胀压力：海外主要经济体持续量化宽松，尽管短期并未带来资源品大幅上涨，但并不能排除在经济复苏到一定阶段后价格的快速上涨。国内房地产受到供给持续压缩后，存在房价反弹大幅上涨的风险。