

捕捉复苏趋弱形势下的行业调整机会

要点：

- 海外经济方面，金融危机后快速的金融去杠杆和相对充裕的流动性有望支撑美国经济的持续复苏，但其复苏力度可能受制于财政政策的收缩而趋弱； 债务问题依然严重困扰欧洲经济复苏进程，与美国恰好相反的债务重组方向注定了欧元区经济在从金融危机恢复的过程中必然面临更多的反复和痛苦；日本厉行货币宽松政策后经济刺激效用初显，3月制造业PMI值重回荣枯线以上。
- 全球资产配置方面，充裕的资金面支持资金风险偏好明显上升，从而可能刺激资金从避险类资产中加速流出，股市和新兴市场对资金的吸引力上升。
- 国内经济方面，受国五条、理财市场整顿、以及对地方融资平台的限制等政策冲击，后续经济复苏力度预计依旧偏弱，经济增长甚至可能已经过了环比高点；但持续宽松的流动性、通胀压力的减缓和投资意愿的改善仍将支撑经济的向上趋势。
- 考虑目前股市估值偏低，估值仍有上行空间。但当前场外资金入场意愿不足，股市资金面偏紧，在经济复苏力度趋弱，且赚钱效应不见起色的环境下难以形成趋势性上涨。
- 弱复苏预期下，市场再现单边下跌的可能性不大，短期内投资者信心的缺失可能导致市场在短期内维持震荡，而前期对于市场过于悲观的解读或会在2季度得以修正，因此不排除周期股会有所表现的可能。景气度能够不断提高且在配置上具稀缺性特征的行业回调时则是较好的介入机会。

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。

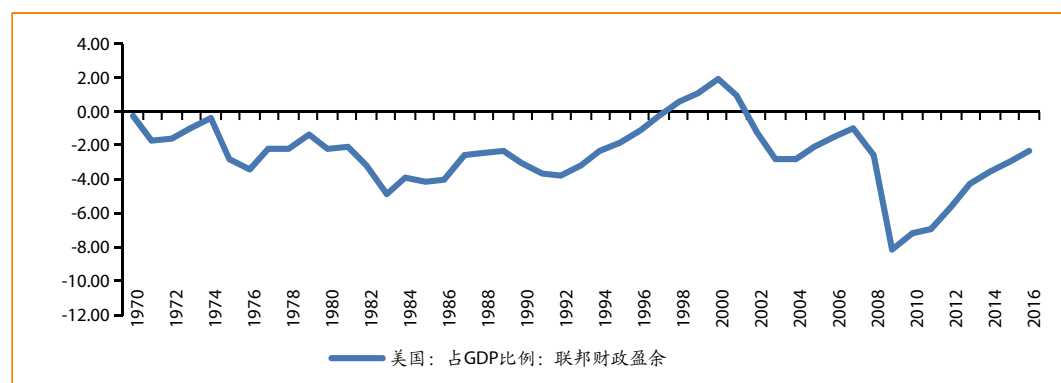
一、海外经济：欧美趋弱，日本企稳

1、 美国：减支冲击经济复苏力度

金融危机后，美国政府实施了财政扩张政策。然而，目前占到GDP10%左右的赤字水平难以长期维系，政府债务上限和财政悬崖问题横亘于两党博弈中间，一拖再拖。根据奥巴马提交的2014财年预算案，计划十年内削减预算1.8万亿美元，超过1.2万亿美元这一2011年协议规定的自动减支规模。该方案集增税、减支和缩减社会福利项目规模于一身，提议2014财年支出3.77万亿美元，当年赤字为7440亿美元，占GDP之比为4.4%，低于5.3%的2013财年赤字比，也大幅低于2012年9%左右的财政赤字比。白宫表示，到2016财年，赤字之比将降至2.8%，年度赤字控制在5000亿美元，到2023财年赤字比降至1.7%。加上此前已经批准的2.5万亿美元削减赤字措施，今后十年将削减赤字4.3万亿美元。

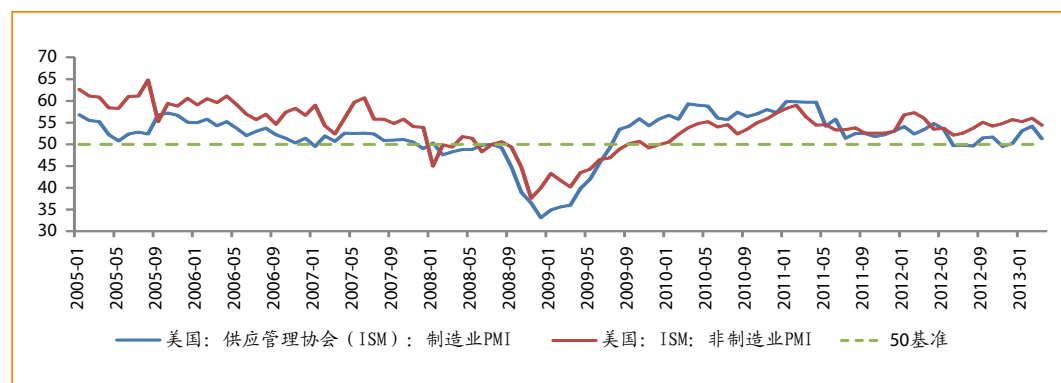
一定程度上受到减支计划冲击，美国3月份制造业经理人采购指数PMI值为51.3，较上月回调2.9个百分点，但依旧处于投资的景气区域。由此趋势演绎，2季度美国经济仍大概率维持复苏，但复苏力度可能趋弱。

图1：美国联邦财政盈余历史值及预测值，财政刺激的收缩或对冲经济复苏力度



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图2：3月美国PMI值回调，1季度PMI持续位于荣枯线之上

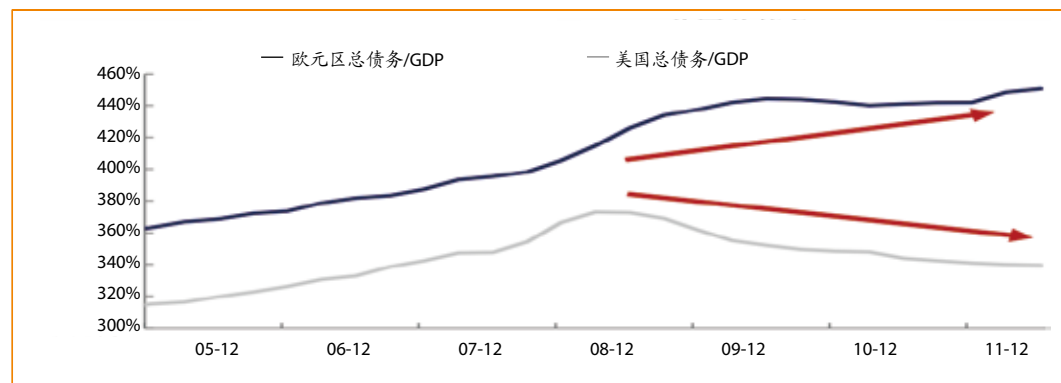


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

2、欧洲：深受债务问题困扰，经济尚难言向好

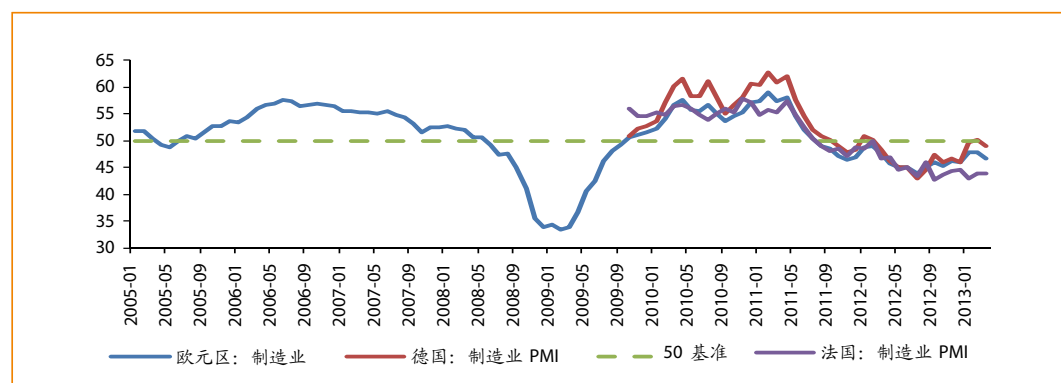
债务问题仍是欧洲经济目前所面临的主要困境。金融危机后，欧洲的债务重组方向与美国恰好相反。债务重组方式的失误导致欧洲经济承担了日益沉重的债务负担，也注定了欧元区经济在从金融危机恢复的过程中必然面临更多的反复和痛苦。

图3：债务重组方式与美国的差异导致欧洲的复苏力度必然较为痛苦和反复



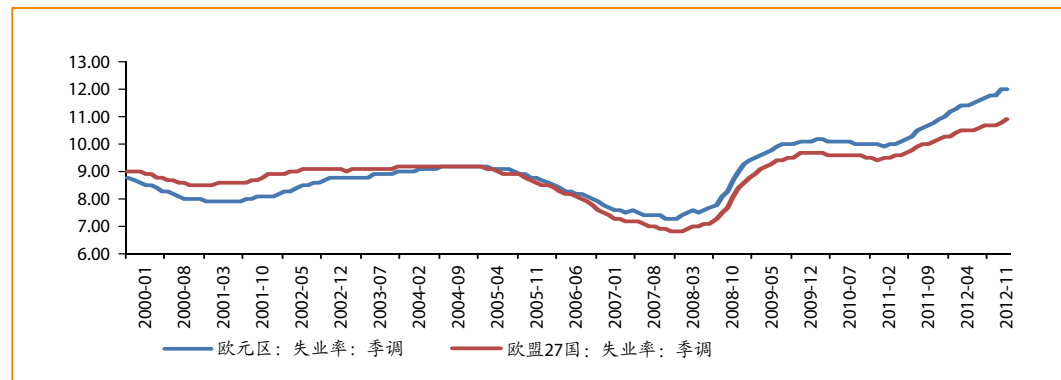
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图4：欧元区最新景气程度重新转弱，而核心国家德国与其它国家的景气程度差异进一步拉大



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图5：欧元区就业问题持续恶化，尚未见转好迹象

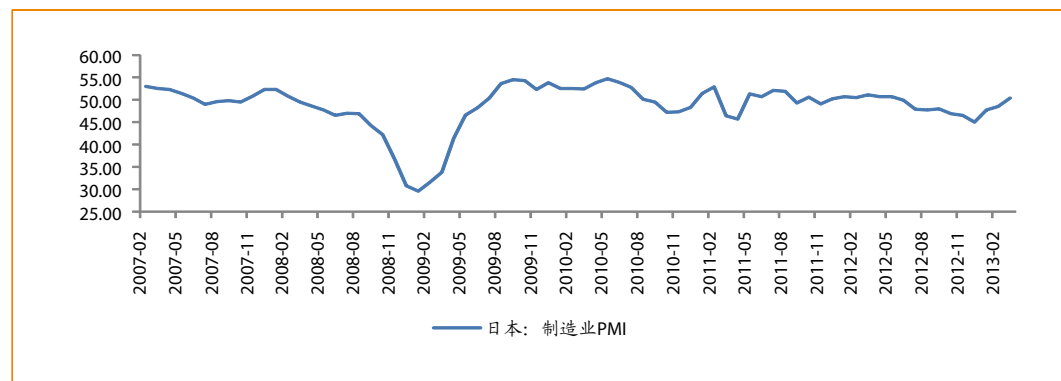


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

3、日本：货币宽松政策效用初显

2013年4月3日至4日，日本央行召开新行长黑田东彦就任后的首次金融政策会议。会议根据日本首相安倍晋三提出的经济政策，推出了以“用两年左右时间达成2%的通胀目标和将资金供应规模扩大至目前两倍”的新金融政策。该政策更进一步表明了日本政府要使日本经济摆脱连续长达15年之久的通货紧缩状态，同时要拉动经济新一轮增长的决心和魄力。虽然目前市场上对日本要在两年内实现2%的通胀目标仍有许多疑虑，但货币宽松政策对拉动经济恢复的实质性作用已经在经济数据上有所反映。

图6：在日本QE后，3月日本制造业PMI终于回到50以上



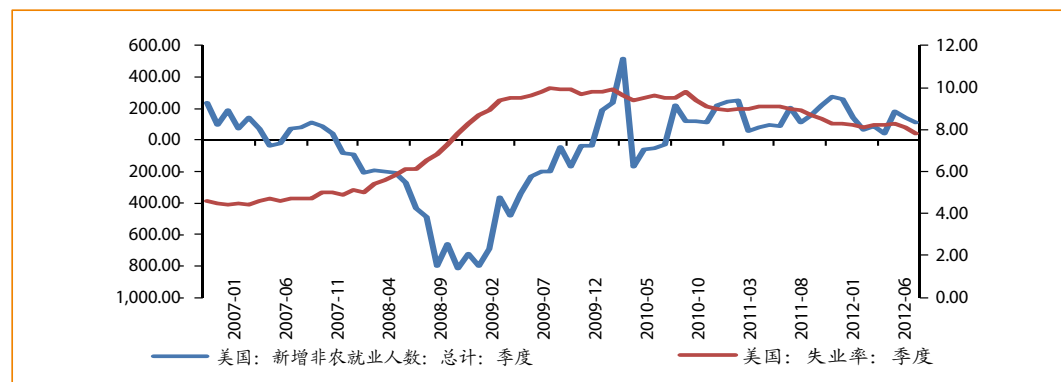
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

二、全球资产配置：股市和新兴市场仍有较大吸引力

1、美国2季度流动性依然将保持宽松，风险偏好可能上升

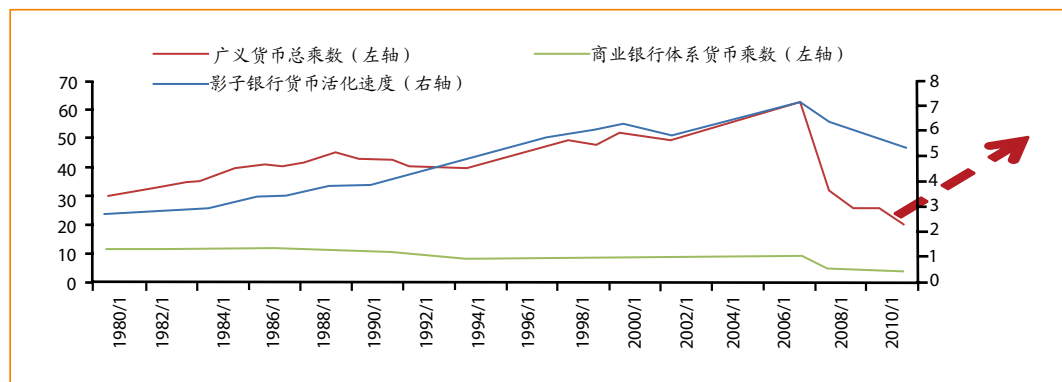
美国方面，根据美联储议息会议的会议纪要，QE退出的主要依据之一是美国当前的失业率距离其6.5%的失业率目标尚有一段距离，通胀预期未起，因此预计QE真正退出至少要在今年4季度以后。因此美国2季度流动性将依然保持宽松，且随着经济的复苏，流动性的风险偏好有上行的要求。

图7：目前7.5%左右的失业率距离6.5%目标尚有一段距离



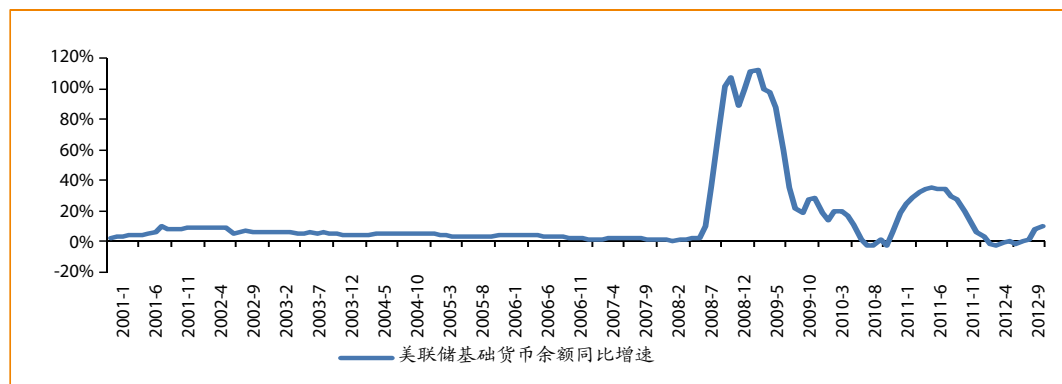
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图8：美国金融机构杠杆率较低，信用扩张能力较强



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图9：在美国QE3推动下，美联储基础货币供应增速再起



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图10：避险类资产收益率依然过低，经济如果走强，风险类资产估值有望上行



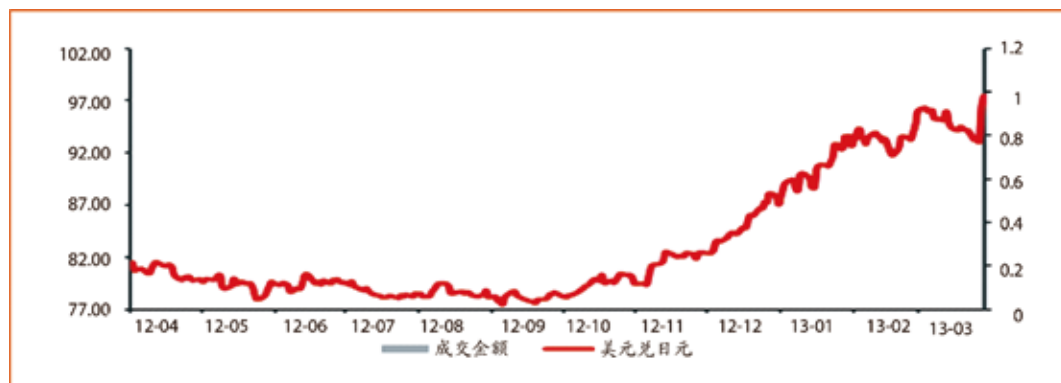
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

2、日元大幅贬值，全球竞争性贬值预期又起

日本央行决定，将以扩大对市场的货币投入为新政策目标，争取两年内使资金供应规模扩大至迄今为止的两倍左右，同时还决定实施以扩大收购长期国债和明确宽松规模为核心内容的新一轮货币宽松政策。日本央行决定将量化宽松的目标转向基础货币，今后两年将以每年约60万亿至70万亿日元的速度增加，到2014年末增加至270万亿日元，比2012年12月的138万亿日元近乎翻番。

日元兑美元短期之内大幅贬值。鉴于当前全球通胀尚非主要矛盾，受日元大幅贬值刺激，全球货币竞争贬值压力其实很大。虽然G20会议声称不会竞争性贬值，但也默许了日本的行为，在一定程度上助长了其它国家的贬值冲动。

图11：日元大幅度贬值，流动性大量投放



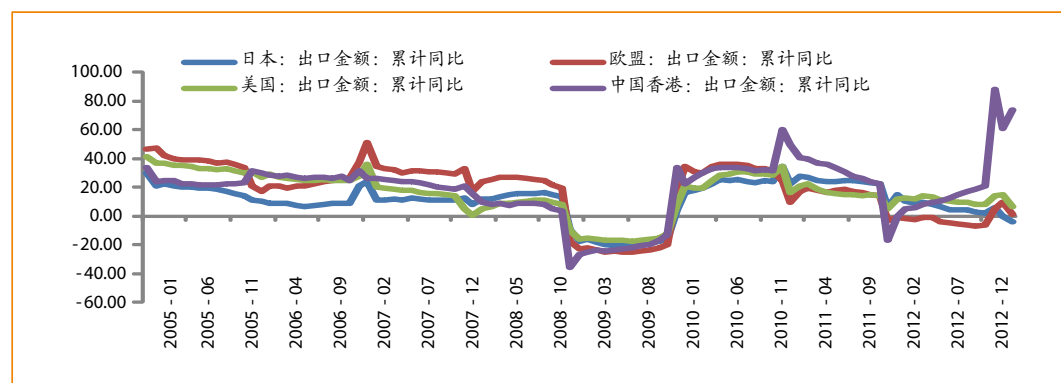
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图12：在日元大幅贬值，周边国家大幅投放货币的情况下，中国进出口数据出现严重扭曲，即期汇率升破6.2



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图13：香港出口大增和外汇流入有一定关联



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

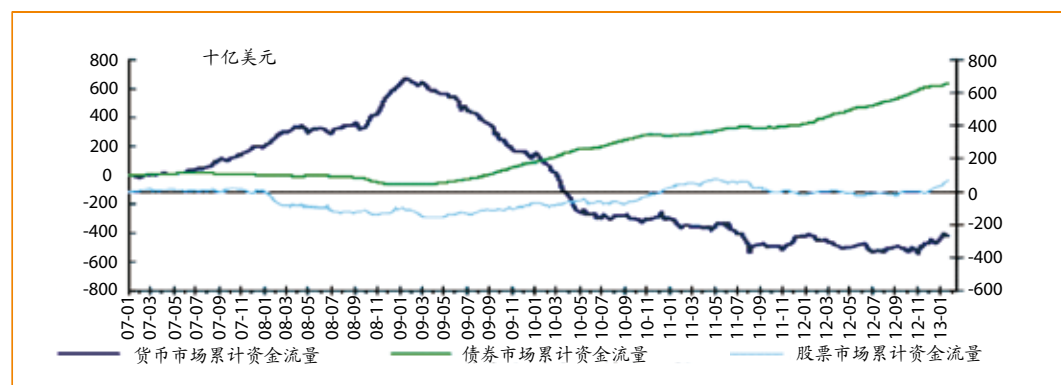
3、全球资产配置大背景：资金流入股市和新兴市场

国际资产配置的大背景是可能成为贯穿2013年全年的主题。

从全球增速见底、通胀见底的角度看，股票市场的吸引力最佳，资金将从货币市场和债券市场流向如股市这样的风险资产市场。近期美国国债收益率向上突破，一度超过了2%。黄金价格出现调整反映了经济企稳后，通胀预期重启，避险类资产配置降低，风险资产配置作用加大。

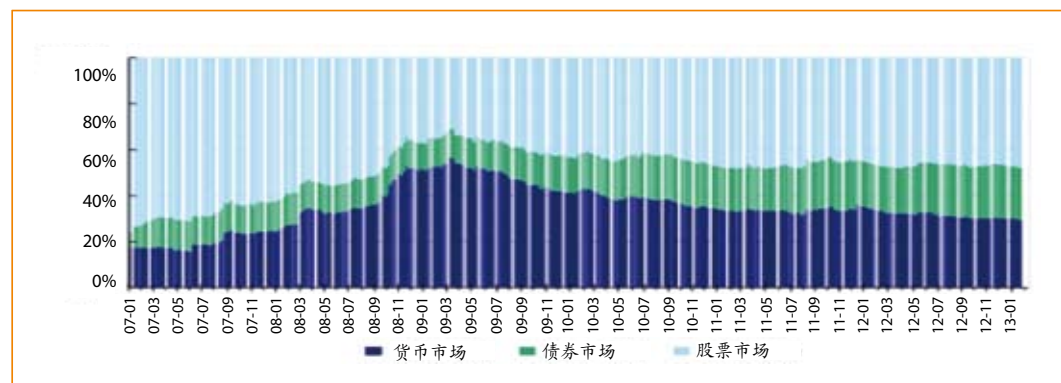
另外，虽然美国股市接连创下新高，但其静态PE也不过在15倍左右，并未明显上升。而中国沪深300目前静态PE仅为11倍，动态PE仅在10倍左右，低估值的股市对资金仍有较大的吸引力。

图14：资金流向呈现货币市场→债券→股票的趋势



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图15：从全球基金配置比例角度看，股票占比尚不高

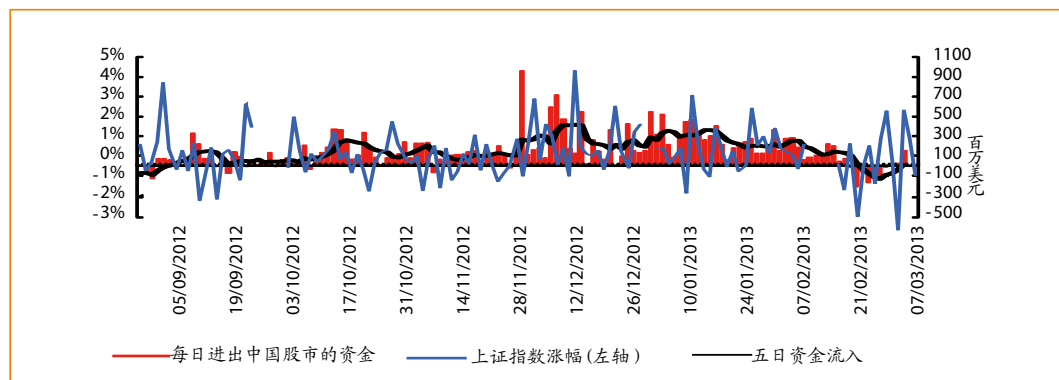


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

而且，观察港股和QFII数据可以看出，全球资金明显更加偏好流向于新兴市场，其中中国是主要吸金地。

从货币释放程度来看，2008年金融危机以来中国的整体货币投放力度不及其它主要发达国家，国债收益率从与德国美国相当水平发展到溢价200BP左右。因此，从资产升值潜力来看，中国经济依然能够保持在8%左右的增速，过去两年资产价格充分调整，利率水平明显更高，中国资产的国际吸引力依然很大。

图16：3月外资开始重新流入中国股市



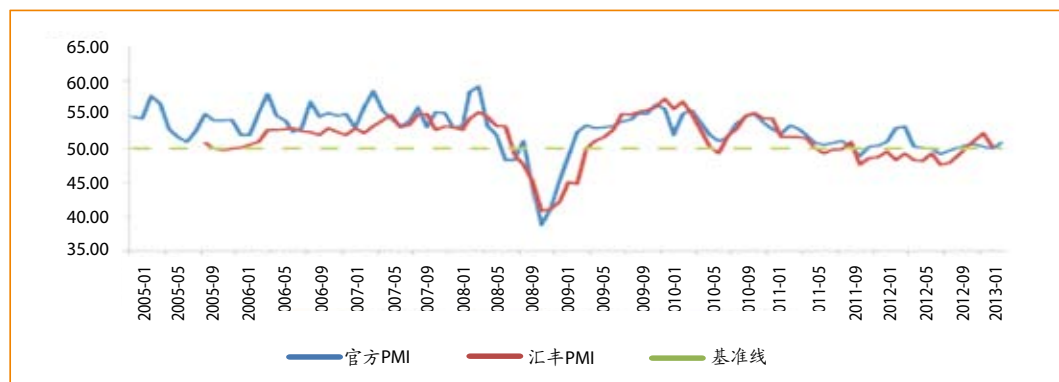
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

三、国内经济：复苏力度减弱，资金相对充裕

1、PMI数据显示经济有所改善

3月官方PMI 值为50.90，略低于预期； 汇丰3月PMI值为51.60，略低于预览值51.70。生产逐渐进入扩张，生产PMI值为52.70，新订单PMI值为52.30，均比2月有明显好转。汇丰方面PMI数据显示，生产PMI值为53.00，新订单PMI值为53.30，均表现出同样的状况。PMI的持续改善显示经济仍然走在复苏的道路上，但2季度经济增长将面临央行信用收缩、影子银行监管、房地产调控发酵和IPO重启等多重风险，经济复苏力度可能有所减弱。

图17：PMI数据近期持续改善，预计后续经济将继续保持弱复苏

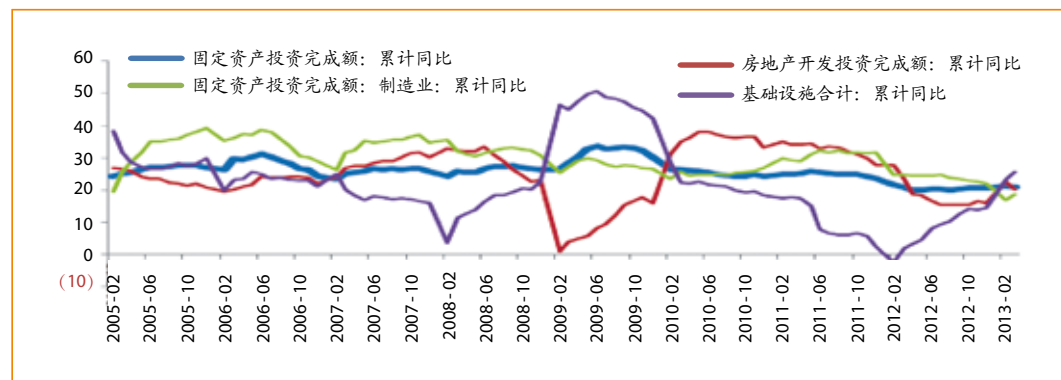


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

2、 基建、地产仍为投资主要拉动力，但后续增长或受抑制

今年1~2月的固定资产投资增速从去年12月的18.84%（2012年全年固定资产投资增速累计增速20.60%）上升到21.20%。从结构上看，基建投资增速从2012年全年的16.64%和12月的18.89%上升到了2013年1~2月的23.23%，而房地产投资增速从2012年全年的16.20%和2012年12月的12.39%上升到了2013年1~2月的22.80%，两方面增速上升都十分明显。而制造业投资增速从去年全年的22%下滑到了2013年1-2月的17%（2012年12月为13.72%），显示出制造业由于普遍供过于求，以及受到高利率水平的约束，其复苏力度相对疲弱。

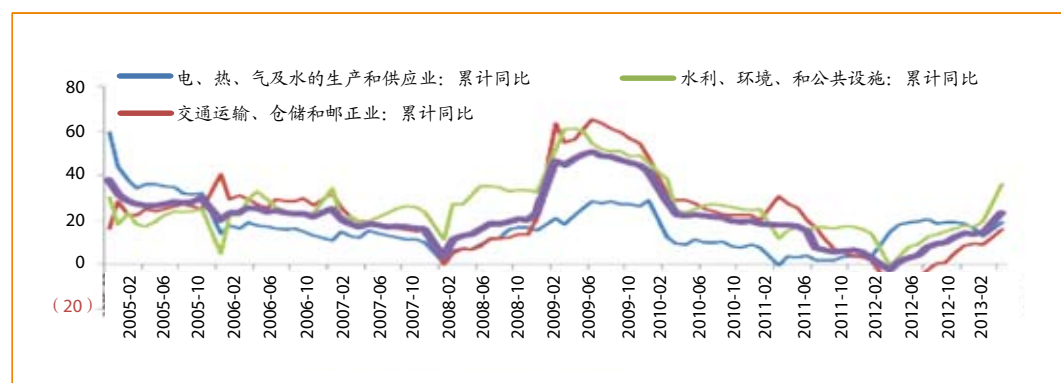
图18：基建、地产拉动投资数据上升，制造业拉动投资数据下滑



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

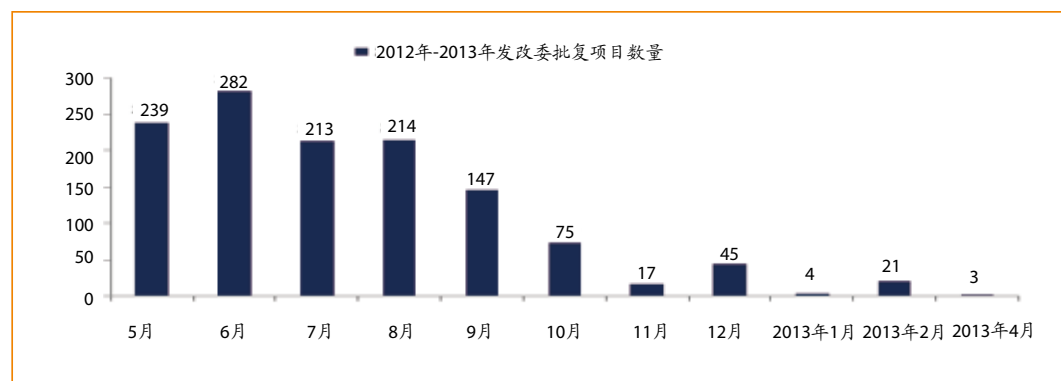
基建投资方面，部分受到两会期间政府换届的影响，发改委公布的2012年4季度批复的项目数量大幅下降，而今年前三个月的数据也仍然维持低位。受此影响，2季度基建投资增速或存变数。

图19：基建投资各分项短期呈现高增速长



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图20：发改委批复项目数量近期维持低位

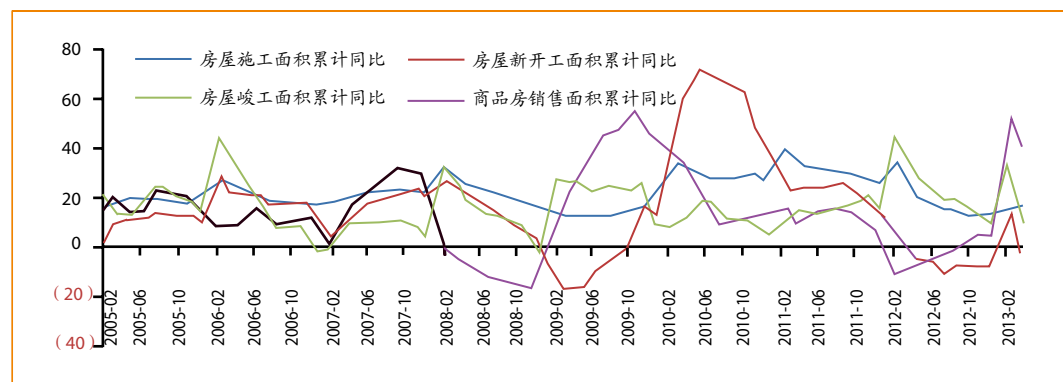


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

房地产方面，2013年1~2月，房地产销售、新开工、竣工数据在行业高度景气背景下，叠加基数效应后均现大幅飙升。但“国五条”调控政策出台后对房市形成一定冲击，

3月房地产相关数据除销售数据保持高位以外，其他数据多呈掉头向下趋势，显示开发商态度趋于谨慎。就房地产“国五条”调控政策的影响而言，此次调控从长期来看会限制投资性需求，从而有利于行业发展。但是，调控在短期内可能会在总体上抑制房地产的销售（一、二线城市情况与三、四线城市将有较大差异），并同时降低开发商总体的拿地积极性，从而导致经济增速趋弱。

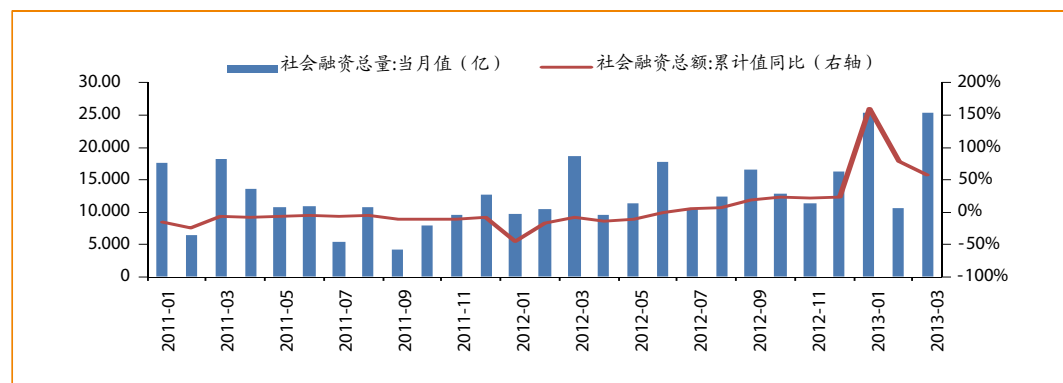
图21：“国五条”调控政策对房地产形成一定冲击



3、货币扩张速度加快有助于经济持续弱复苏，但其持续性存隐忧

3月社会融资总量高达2.54万亿，大幅超越市场前期的一致预期。社会融资总量1季度累计增幅高达58%，3月规模较上月环比增加1.47万亿，增幅巨大。

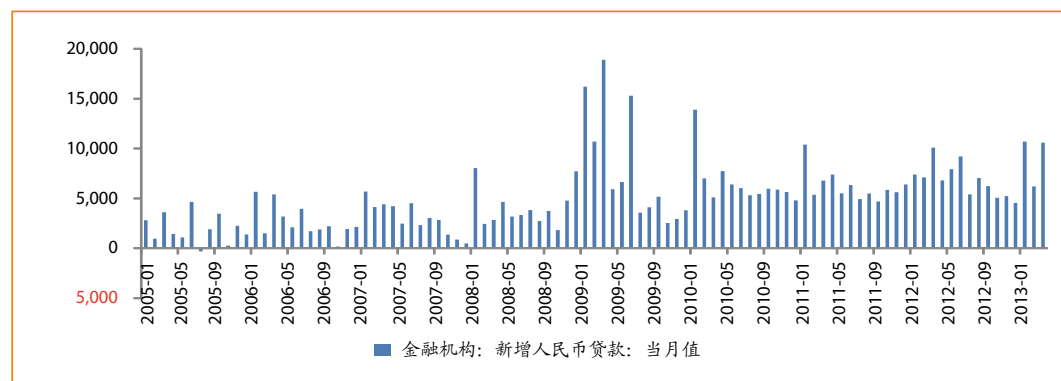
图22：3月社会融资总量增长巨大



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

分结构来看，3月银行贷款达到1.06万亿，环比上月增加4400亿，同比去年增加500亿，符合市场普遍预期。1季度累计发放贷款2.75万亿，占全年放贷量的31%，符合4个季度3：3：2：2的节奏。

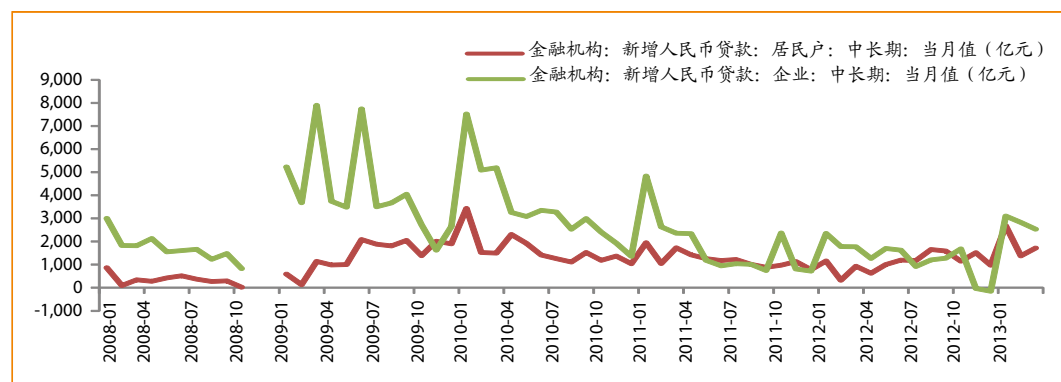
图23：1季度银行贷款数据符合市场普遍



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

中长期贷款数据在经历了一段时间的持续低迷后，其在银行贷款中的占比从2012年12月的28%和2013年1月的18%跳升至2013年2月的54%，之后又小幅回调至2013年3月的40%，显示实体经济在经历依靠短期融资解决资金周转问题后对于中长期资金以及中长期项目的积极性有一定加强。拆分的中长期贷款数据显示，2013年以来居民端和企业端数据均有明显提升，进一步印证了中长期投资意愿有所改善。

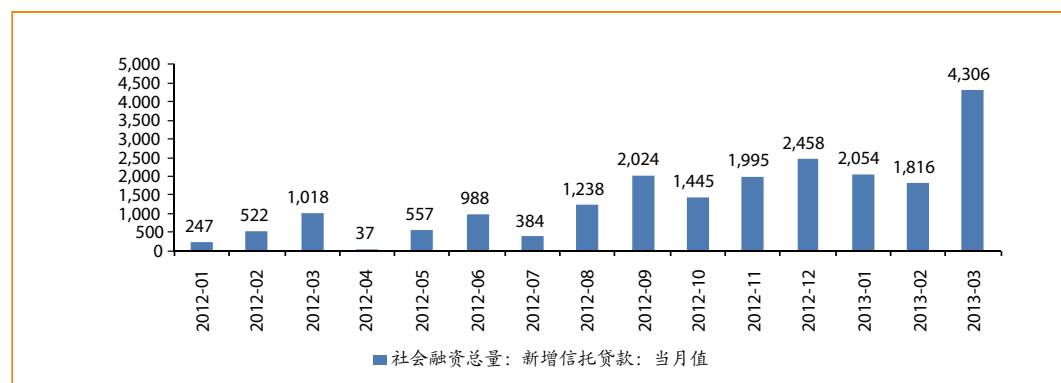
图24：2013年以来居民端和企业端的中长期贷款绝对金额均跳升，显示投资意愿加强



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

3月份的信托贷款项大幅增加到4306亿，远高于之前平均2000亿的规模水平。考虑到银监会于2013年3月25日发布的8号文件，即《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，我们不排除信托贷款的巨幅增量中其实隐含要在8号文件生效前冲量的动机。随着8号文件的生效，4月的表外融资规模可能受到限制。

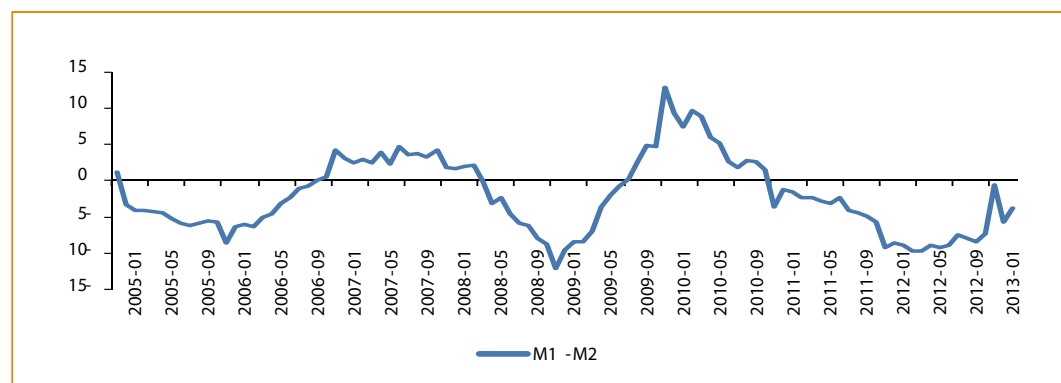
图25：3月信托贷款大幅增加



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

从3月的M1和M2的数据来看：M1同比增长11.9%，上月增速为9.5%，保持了自去年四季度以来的逐渐上升趋势；M2同比增长15.7%，增速较上月的15.2%略有提高。

图26：M1-M2剪刀差收窄，反映了货币活化速度加快



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

总体而言，超预期的货币投放将导致资金的可获得性增强，资金利率下行，有助于支持经济的复苏。但投资者难免会对货币高投放的可持续性和货币政策何时收紧存有隐忧。

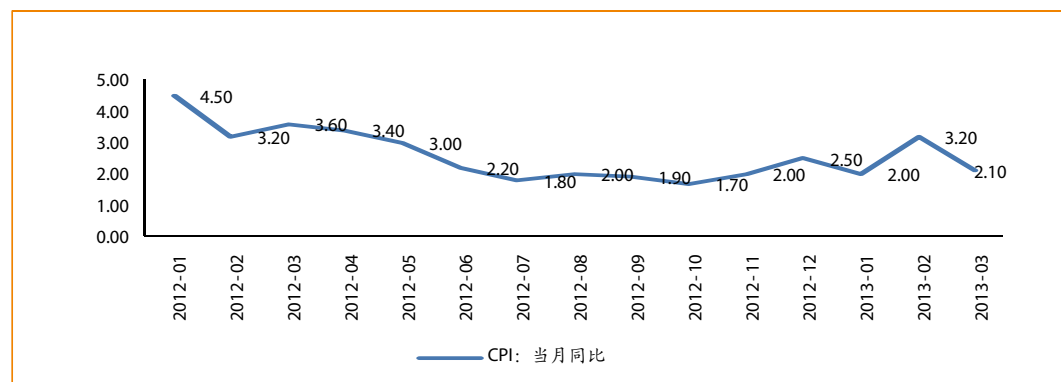
从风险角度考虑，我们主要强调两方面。首先，2013年的政策目标是保持M2增速在13%左右，即全年增加13万亿左右的投放；但1季度投放高达6.19万亿，已经占到全年计划量的49%，投放力度占比甚至高于2009年，因此今年后三个季度政策恐怕必须控制信用扩张。其次，银监会整顿理财产品市场其实还只是在很小范畴内进行的监管，其实非标准化项目融资活动的更大部分是通过同业业务间接进行的，不排除监管层未来也会对这部分业务加强监管的可能。

4、通胀压力明显减弱，货币政策收紧预期降低

近期食品大幅下跌，3月CPI数据相应显著回落到2.10%，环比-0.9%，预期2.4%-

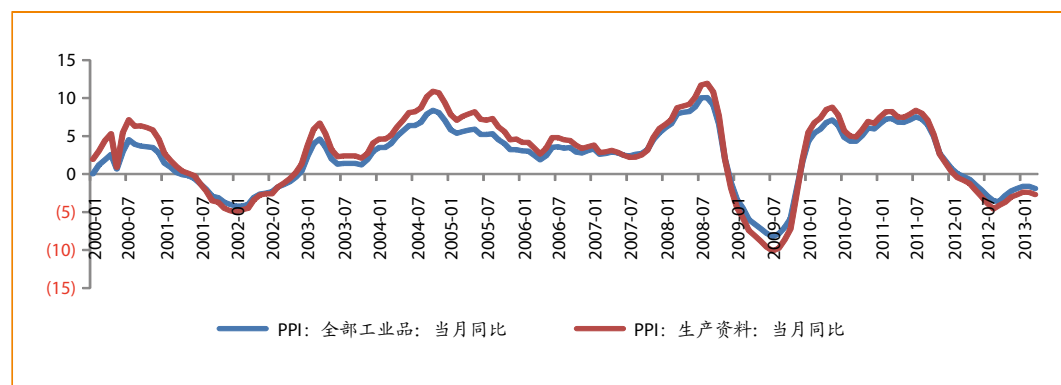
2.5%；PPI数据为 -1.9%，环比0%，预期-1.6%。随着通胀压力的明显减弱，货币政策收紧的预期相应降低，因此2季度资金面大概率仍将相对充裕。

图27：近期通胀压力趋弱，预计9月份前不会明显抬头



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图28：PPI数据依然疲弱，一方面表明经济复苏仍然偏弱，另一方面削弱了对货币政策转向的预期



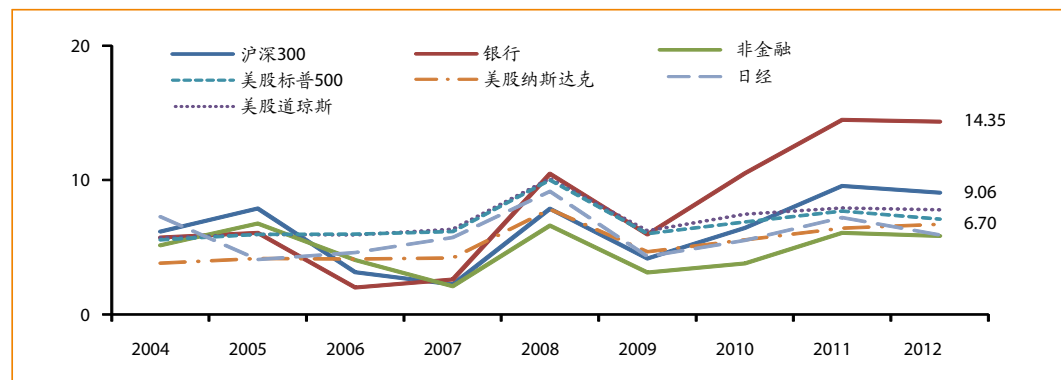
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

四、当前资本市场分析

1、估值分析：市场整体估值仍有上行空间

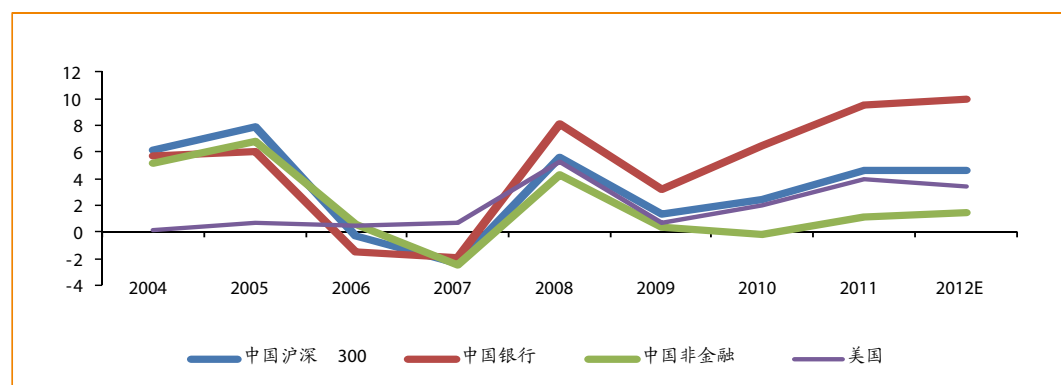
目前A股估值水平依然具有吸引力，特别是以银行股为代表的蓝筹股还有很大的估值修复空间。目前我国总体市场估值水平依然要比其它发达经济体有吸引力。

图29：当前A股市场总体估值仍比其它发达经济体更有吸引力



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图30：A股市场整体风险溢价（特别是银行）高于美国



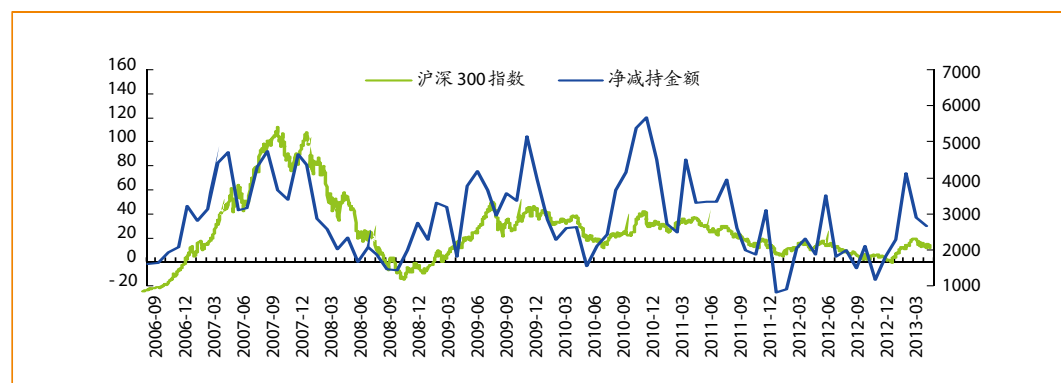
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

2、产业资本分析：中小板和创业板减持明显增多，3月份以来净减持金额回落

伴随估值的上行，减持开始明显增多，表明产业资本对股市的长期投资价值预期仍处于偏谨慎的状态。但到了3月份，A股净减持金额有所回落。

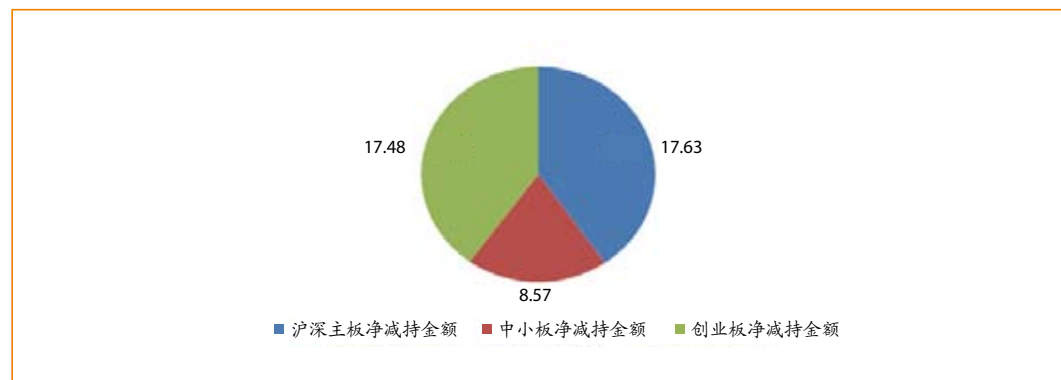
从结构上看，产业资本的净减持主要来自于估值偏高的中小板和创业板。由于主板估值偏低，产业资本减持主板的意愿并不强烈。

图31：伴随股指回落，3月净减持金额回落



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

图32：3月产业资本净减持依然主要来自于估值较高的中小板和创业板

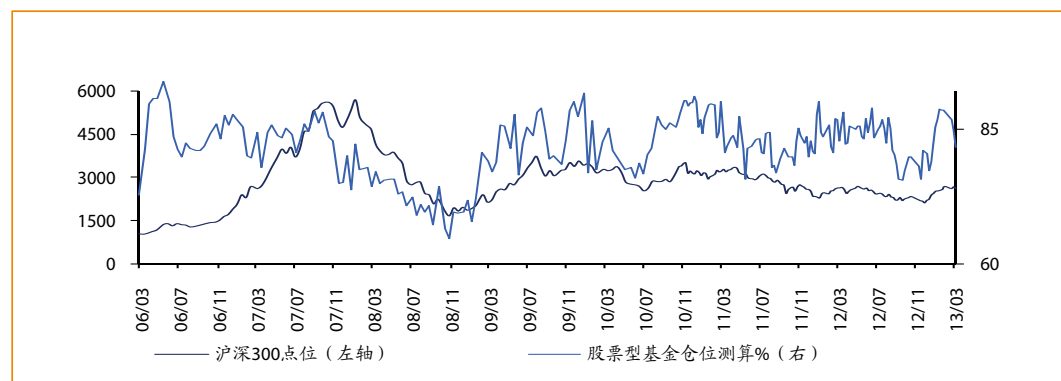


资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

3、投资者行为分析：机构、散户渐进入场，但市场仍难形成赚钱效应

根据近期的股票基金仓位测算数据，目前场内资金加仓已到高位。

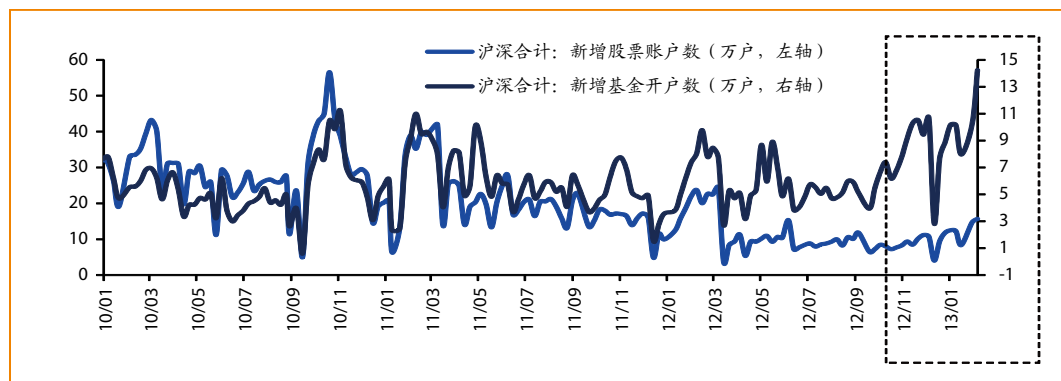
图33：股票型基金1季度仓位处于高位



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

再观察1季度以来A股市场新增股票开户数和新增基金开户数，两者同时有所增多，显示散户在1季度逐渐入场。

图34：散户新增开户数增加



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金整理

然而，考虑经济复苏进程不断反复，且复苏力度持续偏弱，加之2013年限售股解禁压力依然很大，投资者对于A股市场仍将表现出信心不足。

根据2013年2月22日至2013年3月7日期间的数据，测算股票型和混合型基金的双周平均仓位，该仓位的简单平均由上期的81.30%缩减至本期的78.42%，减少了2.88个百分点，处于2006年以来的中等水平。从基金类型上看，本期股票型开放式基金平均仓位由84.54%降至81.65%，减少了2.89个百分点，其中主动减仓2.74个百分点；而混合型开放式基金平均仓位则由75.42%降至72.51%，减少了2.91个百分点，其中主动减仓2.70个百分点。以上数据显示场内资金在2013年1季度已经开始逐渐减仓。另外，如果市场难以形成赚钱效应，场外资金也难大规模进入。

投资建议

国内经济结构性矛盾积重难返，经济转型势在必行，新政府上台后陆续出台政策着手各项经济问题的清理长期利好经济，持续宽松的流动性也为经济转好提供了动能，但转型期的调整必然在短期内抑制经济增速。美国减支计划对其经济复苏力度形成冲击，欧元区深受债务问题束缚尚难言好，但美国QE退出尚早，日本厉行货币宽松，全球货币系统流动性十分充裕，资金的风险偏好有望提升，相应股市和新兴市场对资金的吸引力或会加大。整体看，宏观经济增长有所支撑，经济向上趋势不会改变，但经济复苏力度或受冲击。

弱复苏预期下，市场再现单边下跌的可能性不大，短期内投资者信心的缺失可能导致市场在短期内维持震荡，而前期对于市场过于悲观的解读或会在2季度得以修正，因此不排除周期股会有所表现的可能。

受到经济结构转型趋势的影响，市场在中长期内的表现必将呈现出较大的行业差异。那些符合经济结构转型方向的，与民生改善和新型城镇化相关的行业在中长期内将成为市场演绎的主要逻辑。

基于上述逻辑，配置思路如下：

- 1、基于前期市场对周期股的悲观反映已经较为充分，适当参与预期修复可能性较高的周期性行业；
- 2、鉴于当前估值较低且业绩有一定保障，中长期看好银行板块和地产板块中的龙头企业；
- 3、长期看好大众消费品、医药等景气度能够不断提高且在配置上具稀缺性特征的行业，把握回调机会介入；
- 4、优质成长股的稀缺性局面难以改变，但成长股质地将呈现分化，自下而上精选成长个股。