

摩根士丹利华鑫基金2009年四季度投资策略

摘要

本报告是摩根士丹利华鑫基金管理有限公司在年度策略报告的基础上，对市场进行持续跟踪和评估后形成的季度策略报告，重点对第四季度的国内外宏观经济形势和重点行业的估值水平进行了前瞻性预判，对四季度的投资布局与操作进行了方向性的指引，同时为明年的布局做好充分准备。

过去的三个月中，国内经济数据持续向好而资本市场呈震荡格局；国际上主要经济体的先行指标的表现令市场有着较好的预期，贵金属市场、股票市场等表现较好。我们预计四季度影响股票市场的因素将变得更加复杂，促使市场向上或向下的驱动因素都不是非常明朗，在经济复苏方向明确的背景下，明年刺激政策是否能够持续尚不明确，货币政策微调和融资压力不断增大，贸易保护主义也明显抬头，而消费仍在快速增长。因此我们投资的基本思路为继续向家电、汽车、房地产、电信设备、高速宽带网建设、医改受益等消费行业和金融服务行业转向，寻找业绩确定增长的公司。投资策略上注重行业与主题投资的有机结合，重点在新材料、新能源设备及部件、节能环保、医药及医疗保健、精细化工、电信及服务、信息服务、金融服务、高科技装备制造等领域发掘长期可信赖的资产。同时，持续关注国企改革、资源整合、产业整合、并购重组等主题投资机会。

目 录

第一部分 宏观经济形势回顾与展望..... 2

一、国内经济形势2

二、国际经济形势5

第二部分 影响投资策略的要素..... 6

一、关注消费快速增长的可持续性6

二、企业盈利能力7

三、主题投资8

四、前期策略反思8

第三部分 投资策略及估值取向..... 8

一、投资策略8

二、四季度策略优化要点9

三、关于估值9

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。

第一部分 宏观经济形势回顾与展望

今年以来，国际及国内经济、金融环境不断发生变化，金融危机过后的经济复苏之路方向明确但道路曲折。过去的三个月中，国内经济数据持续向好而资本市场呈震荡格局；国际上主要经济体的先行指标的表现令市场有着较好的预期，贵金属市场、股票市场等表现较好。我们主要从政策预期、实体经济表现和流动性角度分析国内经济形势，而国际经济形势则侧重于对国际经济新秩序和实体经济的观察。

一、国内经济形势

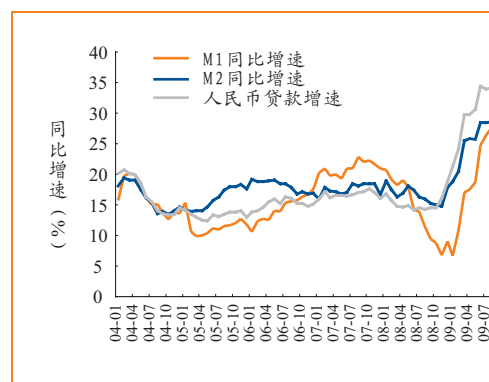
国内经济形势的研判主要侧重于宏观政策预期、实体经济表现和流动性评估三个方面。

（一）政策预期

三季度A股市场发生了剧烈的震荡，主要原因就是市场对货币政策的预期发生了较大的变化（当然，巨大的获利盘、资金的投机性和趋势投资带来的助涨助跌也加剧了市场的波动）。虽然从字面上看货币政策在三季度仅仅是微调，但货币政策预期实质上已发生显著变化，微调下的由“宽松”到“适度宽松”，在金融体系实际操作层面则由“积极、力保”转向“审慎、从严”。虽然财政政策还保持“积极”，但侧重点明显向加大税收落实、积极准备新的税源方面倾斜，地方财政的不平衡状况也开始影响地方债券的偿付能力。如果就各层级的投资项目的配比情况来看三、四季度的月信贷增量应在四千亿以上，但三季度的数据表明，操作层面的控制与审慎大于预期，我们认为，为保障金融资产的中长期质量、为明年的货币政策保留余地且为了保持财政的基本平衡，四季度的信贷增量将低于市场在上半年时的对信贷的预期，我们下调三季度策略里对下半年信贷增量的预期，预计四季度中每月的信贷增量在三千二百亿至四千一百亿之间，但这一数量的中长期贷款比重将大大提高，项目的资金保障性问题不大。

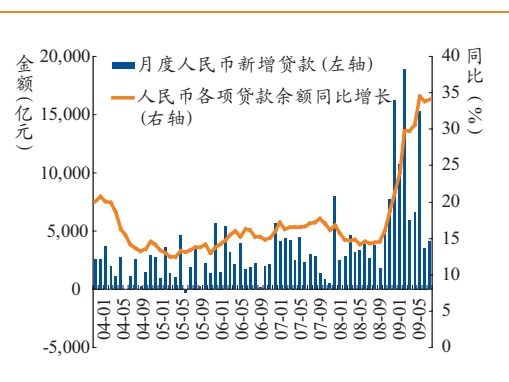
展望四季度乃至明年，货币政策预期重点在于新的利率周期的判断。我们认为中国已有条件回归利率正常化，关键在于需要平衡人民币升值压力。在“保增长”已经基本确定的前提下，对于经济的可持续发展而言最重要的工作就是“调结构”。从大局和长期的角度考虑是中央政府的基本出发点，为应对危机而采取的过于宽松的货币政策带来了流动性过度充裕，这对结构调整的负面影响将不断扩大，过低的资金成本将使资产价格面临急速膨胀甚至泡沫化的风险。因此我们坚持三季度策略报告中的观点，货币政策必须在时间上打足提前量，适时采取总量收紧和价格调节的措施，提高资金成本。基于这个前提，我们认为六个月内双率有向上调整的必要。这并非意味着完全进入新的利率周期，但可在货币政策方向上保障我们经济建设的健康发展。人民币的升值压力虽然始终存在，但我们当前的汇率政策和外汇管制措施还是相当有效，不至于出现短期大幅升值的情况。

图1：贷款增速继续上升，M1、M2增速回升



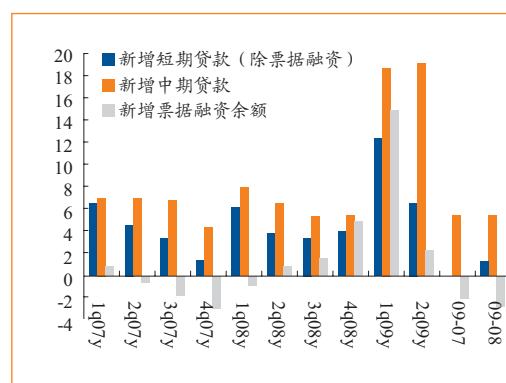
资料来源：央行

图2：信贷规模扩张明显



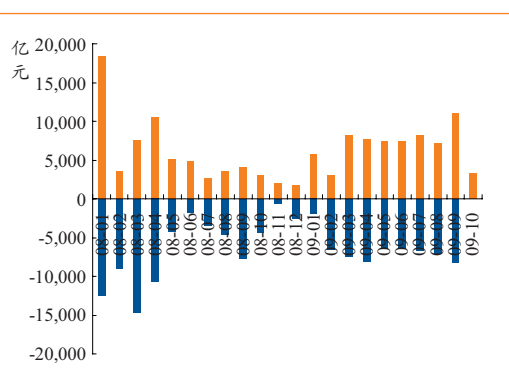
资料来源：央行

图3：新增票据融资下降，中长期信贷增加



资料来源：央行

图4：央行公开市场操作回笼量



资料来源：WIND

财政政策预期的重点放在刺激政策的可持续性和结构调整压力方面。其中预计积极刺激政策在税收、补贴等方面明年将有所变化。我们认为一线城市的地产税收优惠、企业大规模的税收优惠（如低标准的高新认证等）较难持续；而家电下乡、节能补贴应当可以持续，其他犹待观察。

（二）流动性评估

今年货币供应总量估计将超过九万亿，由于上半年信贷超常增长，四季度短期贷款将受到明显管制与压缩，因此市场流动性将受到一些影响。而从三季度开始，资本市场的资金需求量明显增加，再融资、IPO、大小非以及创业板等，都在吸收市场的资金量，同时市场的换手率趋于降低，结果是一方面资金的刚性需求在不断加大，另一方面市场的基本维系资金需求并无显著增长，流动性对于市场的推动作用开始明显转弱，市场驱动力由政策面和资金面向基本面转换，在经过充分的震荡与换手后，市场对流动性的依赖会降低，从而使得四季度股票市场将以短波、大主题、绩优、长期空间为主要特征。

当然，四季度的流动性压力已经在市场的预期之内，更重要的问题在于对明年流动性的评估上，特别是怎样的一个信贷规模才可以保持我们的经济增长的持续性能保持，同时信贷质量也是可以信赖的，这就要求在保障重点项目的同时，流动性的基本要求也必须满足，结构调整也必须加速，因此明年的信贷压力将会大于今年，其中受到审慎对待的将集中在地方性项目、短期贷款、投机性地产等项目，但2010年将开始金融资产的证券化进程，使操作空间有望进一步打开。

(三) 实体经济表现

实体经济已经确认进入复苏的轨道，经济数据不断向好，而企业盈利能力逐步恢复，收入利润环比均在不断上升，同时也面临不少问题。

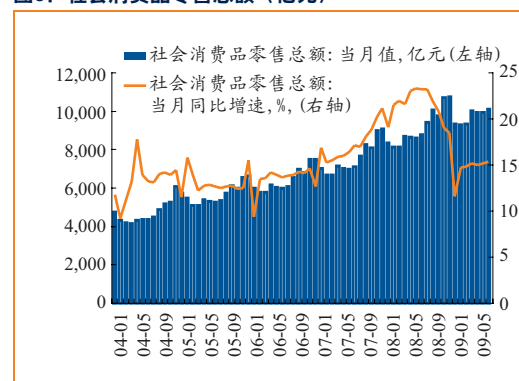
1、外部有效需求依然不足，主要是国外消费信贷依然谨慎，短期难以恢复正常，从纺织服装、机械设备配件等订单、存货数据上看，恢复力度有限（国内沿海主要港口货物吞吐量见图7）；同时随着贸易保护主义显著上升，贸易摩擦不断发生，虽然人民币盯住美元使中国的出口仍保持一定的竞争力，但潜在压力正在不断累积。

2、内需继续稳定增长，零售总额增速有所回复，在汽车、房地产、家电等消费迅速增长的基础上，旅游、餐饮、娱乐的消费有所回暖。

3、企业的盈利能力在三季度出现波动，产能明显过剩的产品的产品价格大幅波动（或萎靡不振），企业盈利分化如预期出现，利润向中下游行业转移，工业增加值继续恢复，三季度有望超过8.5%。

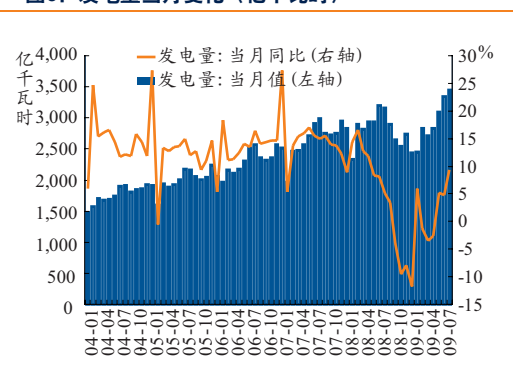
4、企业盈利能力恢复的持续性是目前的焦点问题，因为年内的订单在稳定性、持续性、价格敏感性等方面尚难以下定论，且具有明显的补库存特征，因此对于产能利用率回升的稳定性和拐点研判都加大了难度。特别是盈利能力提升显著的房产、汽车、家电等行业，是政府提供减税、补贴、优惠和大力扶持的产业，这些减税、优惠和补贴政策能否持续会不会很大程度上影响到盈利能力恢复和提升，是明年必须面对的问题。

图5：社会消费品零售总额（亿元）



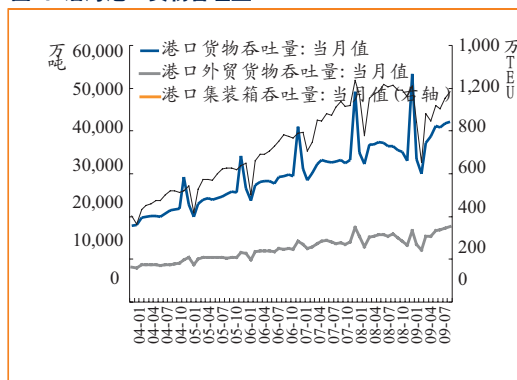
资料来源：WIND

图6：发电量当月变化（亿千瓦时）



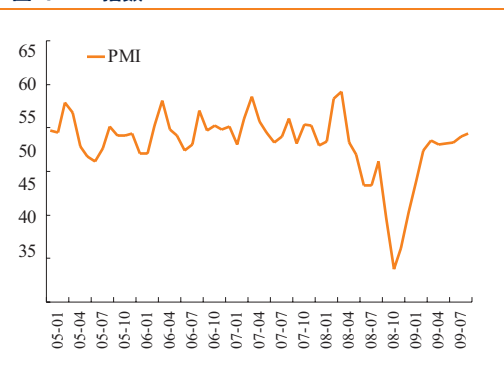
资料来源：WIND

图7：沿海港口货物吞吐量



资料来源：WIND

图8：PMI指数

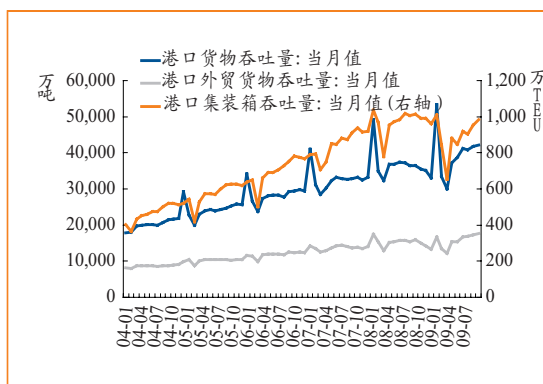


资料来源：WIND

二、国际经济形势

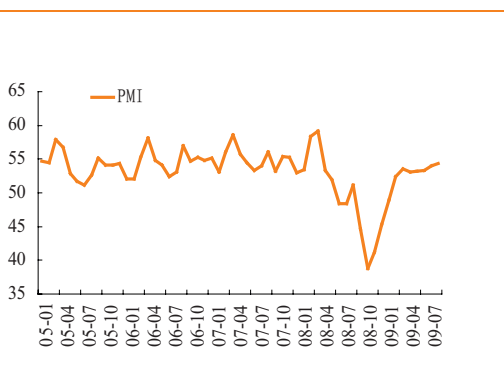
国际市场的焦点还是欧美的退出政策，九月底美联储会议以及G20会议上，虽然美联储会议维持利率不变，同时宣布将1.25万亿美元的抵押贷款支持证券购买计划延长至明年。但24日美联储、欧央行、英国央行、瑞士央行同时宣布将收紧向金融系统注入美元流动性的步伐，这说明全球范围量化宽松政策的退出已经开始。美元流动性的减少预期显然对美元有正面作用，但同时在经济复苏还不是很稳定的情况下，退出会使资本市场风险有所加大。G20会议上奥巴马强调“新秩序”聚焦于“全球社会”，实际上是西方发达社会对未来一段时间经济走向的预期与需求的一次明确表态，即，他们需要中国、印度、俄罗斯等新兴国家的市场，同时对美国市场不要抱有过高期望，这表明美元将持续走向衰落，近期金价坚挺就是最好的证明。美元走软已是长期趋势，全球的资金流向也将发生大的调整，新兴市场无疑是主要去处，金融新秩序已开始步入建设轨道，但利益的博弈则更为复杂，对中国经济的影响将在人民币升值压力、市场开放、技术壁垒等方面集中体现。出口的复苏还任重道远，产业升级更是迫在眉睫，明年我国政府在新技术、新经济上的扶持力度将会加大加快。

图9：美国个人储蓄率



资料来源：摩根士丹利华鑫基金投资管理部

图10：美国人均可支配收入（美元）



资料来源：摩根士丹利华鑫基金投资管理部

以美国为代表的发达经济体虽然也在缓慢复苏，但复苏的进程预计还需要较长时间，目前只是有关生产的信贷开始逐渐恢复，但消费信贷依然异常审慎，同时美国的家庭资产负债表仍在修复中，储蓄率让在不断上升的过程中，这将导致消费需求的恢复很可能继续弱于预期。

第二部分 影响投资策略的要素

一、关注消费快速增长的可持续性

消费快速增长是否可以持续对于四季度乃至明年的经济至关重要，也是影响我们投资策略的重要因素。如果消费的快速增长是可持续的，中国的经济转型与结构调整将有基本保障，这也是明年市场关注的焦点之一。

今年以汽车家电为代表的耐用消费品行业增长超出预期，政府出台的一系列刺激与补贴政策功不可没，而房地产销售超预期也强化了消费增长可持续性的良好预期，这其间的不确定性在于我们在第一部分前面已经提到的政策的延续性问题。但是除了政策直接鼓励消费的政策效应之外，产品升级、产业升级、产业扶持等自然带来的消费升级方面也存在巨大的空间，如家电、3G、3NET网、高清电视、节能照明、文化产业、旅游、医疗保障等方面都会给消费带来广阔的增长空间。

图11：汽车销售量（辆）

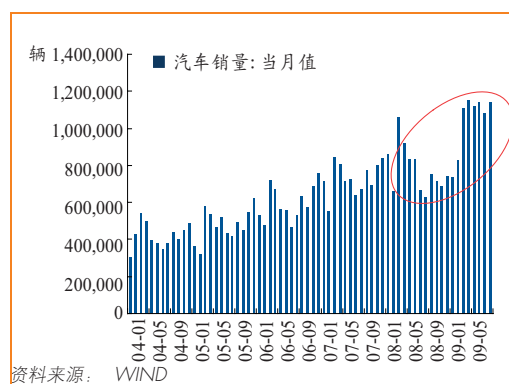
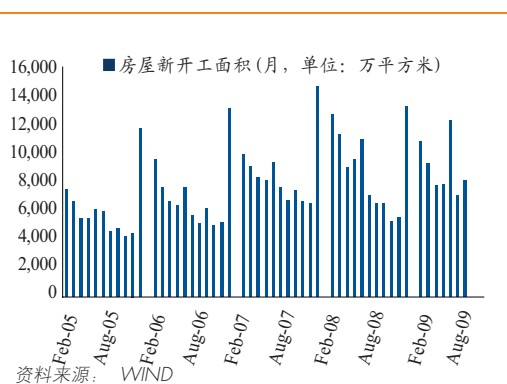
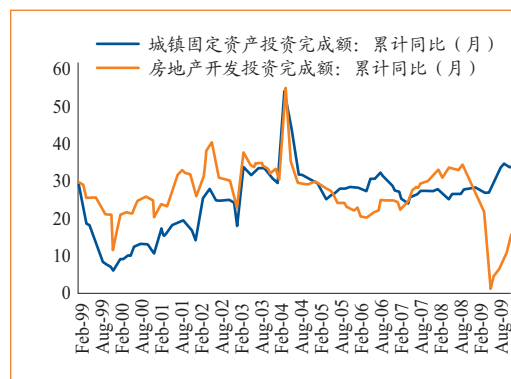


图12：房地产新开工面积（万平方米）



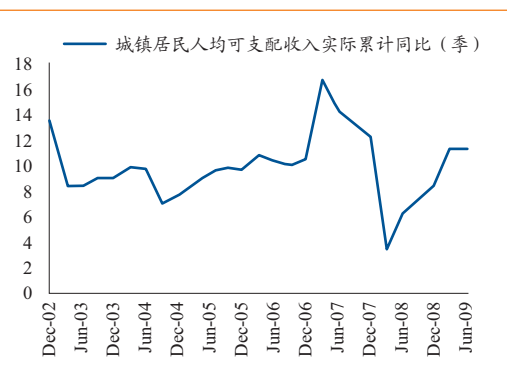
更重要的是居民收入的有效增长和城市化进程为消费增长提供了基本条件，绩效工资改革将使中间阶层的收入有进一步的提升空间；居民可支配收入不断增长，累积到一定水平时，将会带来消费的各个方面全面升级，从而快速拉动大消费领域的各个行业的持续发展。

图13：固定资产投资累计同比增长（%）



资料来源：WIND

图14：城镇居民人均可支配收入实际累计同比增长（%）



资料来源：WIND

另外，四季度能否从政府投资为主转向成功拉动民间投资是判断消费是否具有可持续性另一要素。因为中小企业是吸纳劳动力的重要力量，对于中小企业投资启动也是政府非常关心的问题，中央已开始落实支持中小企业发展的有关政策，金融机构更是积极面对，同时落实城乡医保、社保也为后续消费提供了根本保障。

在三季度我们对大类消费加大配置力度，完善布局，绩效令人满意，四季度乃至明年消费和服务依然可以看好，随着电信、3G、节能环保等产业建设的加速进行，长线投资机会日益显现，而低估值的金融服务也会有投资机会。

二、企业盈利能力

企业盈利能力关注的要素重点增加产能利用率与政策扶持这两个方面，三季度成本因素对企业的影响低于预期（原材料存货因素使然），基本状况还是外需疲弱，产成品价格不振，而成本上升将在四季度传导到中下游。在保持成本要素的关注度的同时，产能利用率的波动是我们关注的重点，特别是外向型企业，三季度的产能利用率恢复不如预期，在出口复苏尚不显著的情况下，市场认为四季度压力有可能有所加大。但是四季度政府将在产业结构优化、新兴产业扶持上加大力度，因此核电、智能电网、节能环保等领域会有较好的长期投资机会；

企业盈利能力的方向性评估重点在于总需求，特别是国内需求，典型代表是房地产行业，今年房价上涨是很多人财产增值的重要来源之一，而今后负担过重而抑制其他消费的也是过快上涨的房价，特别是当人们的主要财产被固化到房子上时，应对风险的能力将大幅降低。目前一线城市的房价早已超出了百姓的承受能力，说明地产行业的结构性缺陷依然如故，到了需要用税收和法律方式来平抑土地资源被畸形分配的时候了，因此我们认为明年房地产的部分税收优惠将会取消，同时实行新的税收政策加大屯房、炒房成本。但综合分析的结果是，一线城市的房价下跌空间也不大，这是城市化进程中的必然阶段，核心城市更是如此，只是需要时间加以消化，对此我们关注的还是一线及小部分二线具有稀缺性质的地产股。其他行业将从有核心竞争力的个股入手，一样淡化行业配置要求。总体来说，预期四季度内需受益型企业的盈利恢复是可以预期的，虽然关键要素存在一些变量，对2010年的盈利影响需进一步观察。

三、主题投资

关乎经济可持续发展的结构性问题是今后两年中国经济发展的重点。同时，调结构对企业的盈利能力影响重大，如何提高落后产能的淘汰效率，同时又不给就业产生过大冲击是关键，但整体而言产能过剩的问题如果解决效率不高，则将会对行业整体的盈利构成压力，而上市公司层面则有重组、并购、资产注入和整体上市等主题可供研究和挖掘，这将是我们四季度乃至明年的主题投资的重点。

我们在三季度的主题投资里明确了重点关注方向，并强调落实与细化，也调研了一批具有潜在投资价值的公司，四季度将在前期工作的基础上继续深入跟踪与实证我们的投资标的，相应提高投资集中度，继续把握我们年度策略中改革主题的投资机会，深入布局、耐心等待。对于加大环保投入与执法力度；医改加速、加大社会保障的投入；深化价格体系改革；高速网络建设（高性能宽带信息网 3 T N e t）；电信产业升级；大力扶持新材料、新经济、新能源等明确的主题投资机会将会是我们长期的超额收益所在。

总之，三季度的各主要投资主题在四季度具有较好的可持续性，因此四季度的国企改革、资源整合、产业整合等主题投资将会继续给予密切关注，而且强调以积极的态度对待，并做好充分的准备，分享这一长期主题。

四、前期策略反思

三季度我们对市场存在压力的判断是正确的，同时也为我们优化投资组合提供了良好的机会。四季度，我们将会延续三季度策略里加强组合成长性的思路，继续发掘空前投资背景下的可持续产业和新兴产业的投资机会。

对比前期策略，我们对于四季度乃至明年判断的假设有所调整。首先，我们认为流动性将持续收紧，但市场已有所反应，资金成本将步入一个短期的上升轨道，幅度视经济状况而定，而人民币升值压力将加速累积，政府将在控制泡沫与保持增长间寻求平衡。其次，出口恢复仍然不能给予太高预期，12个月内应该还是补库存循环。再次，A股市场估值水平上行的压力开始显现，资金将偏好确定性增长板块和政府扶持板块；而企业盈利能力回升的可持续性需要进一步观察，以内需服务型企业为主，政策优惠和补贴将向产业升级和结构优化倾斜。

第三部分 投资策略及估值取向

一、投资策略

四季度我们将以节能环保、金融服务、医药、商业、电力设备、软件与增值服务、高速宽带网建设、精细化工、新材料、电信设备为核心资产，以房地产、家电产业链、汽车产业链、水电、文化娱乐、电力等为战略性配置。自下而上，兼顾市场偏好，进行主题性投资布局。

（一）大类资产配置

权益类投资总体谨慎，波动空间为净值的20%，基值为80%，向上10%，向下10%，固定收益类会在安全性、流动性条件下重点关注企业债。

（二）行业配置

行业与主题进行有机结合，行业集中度相对较低，并且偏重于具有良好持续性、估值弹性大的行业；重点在新材料、新能源设备及部件、节能环保、医药及医疗保健、精细化工、电信及服务、信息服务、水电、金融及服务、文化娱乐、高科技装备制造等领域发掘长期可信赖的资产。主题性配置以市场偏好为重点，重点关注触发要素、一二线股间估值的偏离度等以把握波动性收益。

（三）重点投资

重点投资对象要求立足自下而上，深度研究和密切跟踪相结合，个股层面上重点强调创新能力、不可复制性和资产价值的长期增值能力，是组合的中长期超额收益所在；但个股集中度相对提高，具有波段操作要求，其中，估值低估或相对合理时考虑买入；而估值过高，或者未来业绩被市场明显透支时考虑减持。

（四）操作策略

主要完成平抑组合的 β 波动与实现组合的 α ，强调逆向操作；将对组合的 β 进行逐级分解，监控个股层面的估值溢价水平、偏离度水平、背离度水平；检讨预判偏差的原因，落实与加强月度操作策略的执行力。

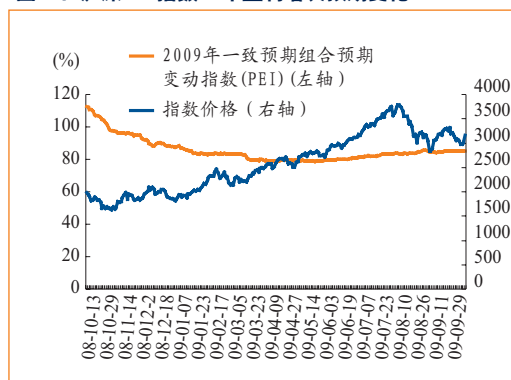
二、四季度策略优化要点

我们三季度在流动性评估、压力测试、估值假设等综合分析的基础上无法给出合理的波动空间，在多层次背离的环境下，正视市场的压力，持审慎态度。而四季度的主要工作是为明年做准备，并完成基本布局，确定型成长类个股的跟踪调研工作将是重点，资产配置主要是把握好波动空间内的组合优化，企业盈利能力变动要素评估，而政策退出与政策扶持产业也将是我们后续市场跟踪和研究的重要工作。

三、关于估值

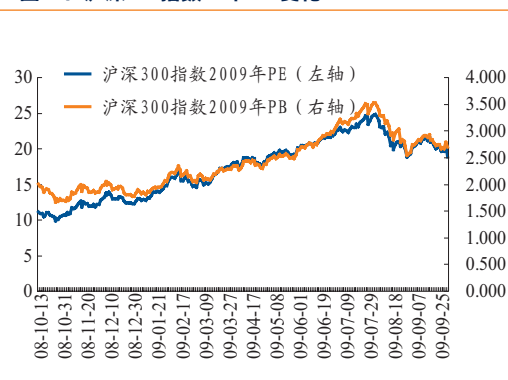
09年目前市场的实际平均估值水平已达到23倍市盈率，属于基本合理的估值水平，而市场也在回归基本面驱动，因此基于估值的策略变得更为重要和有效。由于在经济复苏背景下行业盈利恢复的次序不同，对未来的预期也不尽相同，各行业间的估值差距非常大，对组合估值的长期结构成为我们基于估值调整的重点，即：以长线可持续的成长性资产为核心资产，继续增强配置大消费类资产，对中游行业强调技术性操作。

图15：沪深300指数09年盈利增长预期变化



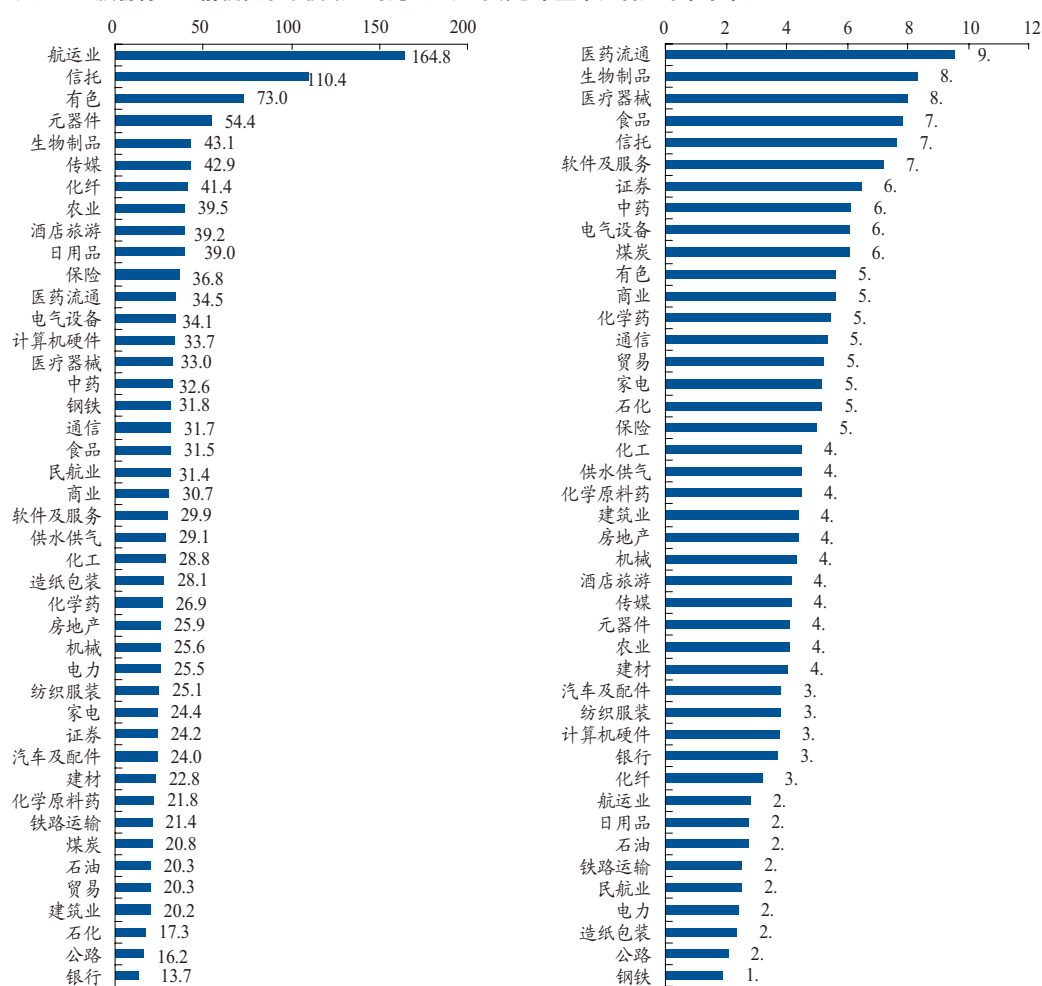
资料来源：朝阳永续

图16：沪深300指数PE和PB变化



资料来源：朝阳永续

图17：A股各行业当前估值水平横截面对比（左图为动态市盈率，右图为市净率）



资料来源：摩根士丹利华鑫基金投资管理部

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

深圳市福田区滨河大道5020号证
券大厦4楼

邮编：518033

电话：(0755) 82993636

传真：(0755) 82990384

www.msfn.com.cn