

从指数对比中寻找板块轮动机会

A 股策略周报

2009 年 7 月 20 日

中原证券研究所 策略组

李俊

电话: 021-50588666-8109

邮箱: lijun@ccnew.com

何卫江

电话: 021-50588666-8036

邮箱: hewj@ccnew.com

联系人: 马钦琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- **上周市场趋势继续, 但调整预期开始增强。**从市场风格来看, 风格转换开始加快, 投资热点也变得难以把握, 投资者赚钱效应不太明显。
- **本周市场出现调整可能性在加大。**1) 伴随 GDP 的强劲增长以及超常规的信贷扩张, 政策收紧的风险在增加。2) 大量新股发行的累积效应以及大小非减持金额的急剧上升带来现实的分流压力。3) 股指快速上涨后获利回吐的压力正在加剧。
- **从指数对比中寻找板块轮动机会。**从板块指数与沪深 300 指数走势的比较过程中, 我们的结论如下: 1) **有望获取超额收益的板块:** 交通运输、化工、轻工制造、黑色金属、公用事业、食品饮料、农林牧渔、信息服务; 2) **收益率同步大市的板块:** 电子元器件、商业贸易、信息设备、建筑建材、医药生物、纺织服装、家用电器、有色金属、餐饮旅游; 3) **风险开始积聚的板块:** 房地产、采掘、交运设备、机械设备、金融服务、综合。
- **本期行业配置建议: 电力、水务、医药和化工。**
- **配置逻辑:** 1) 结合二季度数据, 从宏观的角度来看, 政策微调已经在实施, 特别是针对信贷和房地产市场。2) 从市场策略观点来看, 近期我们战术看多, 战略谨慎, 本周我们策略观点偏空, 认为市场调整的概率明显上升。3) 从近期市场角度来看, 金融和地产前期两个主导的大反弹受到政策微调而显得格外疲软, 市场整体又处在一个微妙的阶段, 谨慎一点不显得多余, 况且基于业绩和防御策略配置的行业也能够获得不错业绩。

1 A股市场

1.1 上周A股市场运行情况

上周市场趋势继续，但调整预期开始增强。上周上证综指围绕3200点展开争夺，而深成指连续7个交易日短期均线呈多头排列，周中稳步回守13000点。从市场风格来看，风格转换开始加快，投资热点也变得难以把握，投资者赚钱效应不太明显。不过，趋势的力量最终还是占据了上风，两市股指在惯性上冲之后，再收周阳线。这也是本轮反弹以来，沪深股指周线第三次实现五连阳。

随着指数连续创出新高，市场震荡幅度明显加剧。周四两市股指尾盘放量跳水；周五两市股指虽上演逆转收红，但盘中也出现一波放量下跌。我们认为，大盘在急速放量上升的过程中消耗了大量资金，后续资金的入场意愿将决定行情反弹的高度。而从上周市场运行来看，投资者短期分歧明显加大，后续资金在当前点位入场也显得较为犹豫。我们认为，市场对调整的预期开始增强。

1.2 本周A股市场运行判断

本周市场出现调整可能性在加大。在经过持续的看多之后，我们对本周市场运行的判断开始出现变化，我们认为本周出现调整是大概率事件。主要原因基于以下几点：

伴随GDP的强劲增长以及超常规的信贷扩张，政策收紧的风险在增加。央行已开始通过公开市场操作轻微收紧银行同业流动性，货币市场利率在过去几周里也出现了上升。目前来看，政策收紧已从二套房贷款实行更严格的限制到有针对性地发行央行票据，我们认为，后期央行可能会控制和保持月度新增贷款的稳定并放慢新项目审批步伐。

大量新股发行的累积效应以及大小非减持金额的急剧上升，不仅对市场形成较强的心理冲击，也对市场资金带来现实的分流压力。6月份大小非减持股份超过12亿，再创一年来的新高。而下周大盘股中国建筑冻结资金可能在1.5-2万亿左右，在“打新不败”的神话下，会造成部分二级市场资金的流出。

股指快速上涨后获利回吐的压力正在加剧。今年以来连续五周阳线出现了三次：第一次是09年1月9日至2月13日、第二次是09年3月20日至4月17日，第三次是本次的6月19日至7月17日。从今年反弹以来的前二次经验来看，连续五周阳线之后均伴随后期指数的震荡回落。

2 从指数对比中寻找板块轮动机会

2.1 板块轮动是一种常态

一般来说，在经济复苏的开始阶段，行业的景气轮动非常明显，这一点可以从上半年A股市场上的板块轮动表现得到验证。从这个角度来看，上半年行业轮动的配置经历了建筑建材—有色、煤炭—银行—地产、汽车—钢铁这样的逻辑过程。

但自从上证综指站上3000点之后，市场多空分歧愈来愈大，大盘震荡也明显加剧。在大盘震荡加剧情况下，投资者发现市场热点之间切换频繁，板块轮动的规律更加难以把握。我们认为，在目前这个看似无规律的市场中，其实投资选向是有一定规律可循的。那就是，轮动会是一种常态。当其中某一板块上涨周期较长，涨幅较大时，资金就会分流到估值相对较低、涨幅相对较小的板块之中，市场热点就会随之切换。在股市整体估值已经回归均值的背景下，后期的资金会更青睐涨幅相对较小的板块。

2.2 指数比较可以作为板块轮动的参考指标

主流板块轮动的逻辑一般是从上下游的产业链关系开始。比如，当汽车和房地产需求上升时，它们上游的钢铁、建材、有色等行业需求会开始回升，而电力消费中的需求因素主要来自钢铁、有色与建材，而煤炭的主要消费来自于电力与钢铁，因此，煤炭和电力会受益于下游需求的上升。而伴随整体经济的复苏，消费类行业也会随之表现出联动。

我们认为，这样的分析从逻辑上可行。但是，这样的分析忽视了一个问题：轮动板块是否具有估值优势。从上半年A股市场的运行中，我们可以看到主题投资盛行其道，个别板块短时期内涨幅过大，根本不具备估值的优势。另一方面，由于国内的资本市场深受政策的影响，一些该轮动的板块可能会由于某些不确定的风险而难以发生轮动。

有鉴于此，我们可以选择其他的指标作为主流板块轮动的参考。我们认为，在当前情况下，投资者可以从板块指数与大盘指数之间走势的比较过程中，寻找出下一阶段可能会出现超额收益的板块。我们认为，各板块指数与大盘指数走势之间的差异，表明投资该板块风险正在增加或是减少。而从风险正在减小的板块中精挑个股，获得超额收益的概率自然会相应大增。

2.3 我们的结论与市场的乐观情绪不太一致

在Wind数据库中，我们提取出自2008年1月至今的A股市场行业指数与沪深300指数的历史数据。通过比较各板块指数于相对沪

深300指数的走势，可以知道在过去的一年多时间里，该板块相对于大盘的最高点能到什么位置，这有助于提示投资风险；从该板块相对大盘的最低点位置中，我们也可以找出一些当前价格偏低的板块，而这些板块在下一阶段的轮动过程中获得超额收益的概率会更大一些。

除了板块相对大盘走势的最高点与最低点之外，从短期趋势来看，我们更倾向于那些相对大盘的走势已经重新出现上行，但距离相对大盘走势的前期高点尚有一段距离的板块。这表明该板块经过一段时间的调整后，重新出现上攻的动能。我们建议投资者关注有色、化工、建筑建材、家用电器、交通运输与餐饮旅游。

中期来看，我们将A股市场中的板块分为三类：有望获取超额收益的板块、收益率同步大市的板块以及风险开始积聚的板块。从板块指数与沪深300指数走势的比较过程中，我们的结论如下：

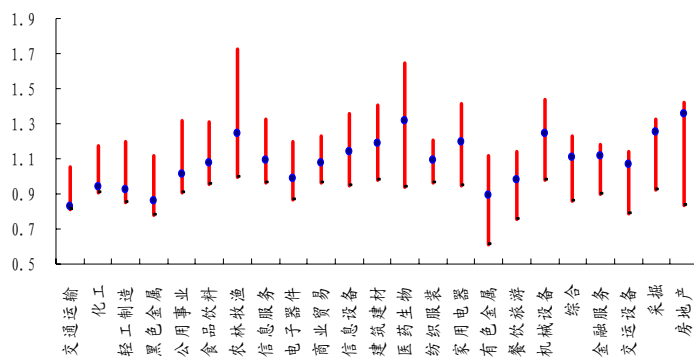
1) **有望获取超额收益的板块**：交通运输、化工、轻工制造、黑色金属、公用事业、食品饮料、农林牧渔、信息服务；

2) **收益率同步大市的板块**：电子元器件、商业贸易、信息设备、建筑建材、医药生物、纺织服装、家用电器、有色金属、餐饮旅游；

3) **风险开始积聚的板块**：房地产、采掘、交运设备、机械设备、金融服务、综合。

我们的结论同当前市场普遍的乐观观点并不一致。由于主导市场长期趋势的宏观经济走势、企业盈利、流动性等驱动因素未改，并且由于市场中的大盘银行股估值偏低，大多数市场投资者对后期的指数仍然抱有相当的期望。但是，研究表明，金融与房地产板块的风险已经开始积聚。鉴于金融、地产在A股市场中的重要地位，如果这二个板块风险出现，那么，市场持续大幅度上升的空间并不大，投资者需要在狂热的市场氛围中保持一定的谨慎。

图：行业指数与沪深 300 指数走势比较（08.1.1-09.7.17）



数据来源：中原证券研究所

3 行业配置

上期配置回顾：围绕中报展开，认为业绩超预期的个股将获得良好的市场表现，为此，我们除了保持券商、电力和医药推荐外，本周还推荐化工板块。

从上周市场表现看，化工、券商、电力和医药分别涨0.18%，0.68%，3.13%和1.94%，同期上证综指上涨2.43%。从推荐效果来看，三个板块几乎跑输大盘，并且仅有电力表现稍好于上证综指，而推介化工板块过于宽泛，其实上周化工一些细分行业表现相当抢眼。受油价反弹和钢价提升，上周涨幅居前的热点板块有色和钢铁远远跑赢大盘，而金融和地产跑输大盘。

本期行业配置建议：电力、水务、医药和化工。

配置逻辑：

统计局初步核算，上半年国内生产总值139862亿元，按可比价格计算，同比增长7.1%，比一季度加快1.0个百分点；分季度看，一季度增长6.1%，二季度增长7.9%。

上半年在GDP增长的三大需求中，最终消费拉动GDP增长3.8个百分点，略低于一季度4.3%的贡献，二季度住房和汽车消费迭创新高，整体上保持了消费的良好势头；资本形成拉动GDP增长6.2个百分点，大大超过一季度拉动GDP增长2%的水平，原因在于存货回升，而投资延续了一季度的强劲势头；货物和服务净出口下拉GDP增长负2.9个百分点，也大大超过一季度-0.2%贡献，首先由于进口价格水平下跌幅度远超过出口价格水平，导致外需对GDP拉动成负面效果，其次二季度进口回复水平远远超过出口。

在投资和消费内心强劲拉动下，二季度GDP增速较一季度加快1.8个百分点，上半年消费和资本形成拉动GDP增长合计贡献11%，远远超过一季度6.3%的水平。上半年的经济形势为下半年保持较好发展势头奠定了坚实基础，但是过分依赖巨额信贷扩大投资规模本身蕴藏了较大的金融风险，同时部分信贷资金助推了房地产市场泡沫。

下半年我们预期在宏观政策大基调不变的情况下，结构性调整可能提上议事日程，在15-16日全国财经委员会上已经透露出来这个信息，其中最敏感是货币政策可能真正转向“适度”，其次就是对房地产市场进行规范和整顿，确保房地产市场平稳发展。

本周我们配置的逻辑：结合二季度数据，从宏观的角度来看，政策微调已经在实施，特别是针对信贷和房地产市场。从近期市场角度来看，金融和地产前期两个主导的大反弹受到政策微调而

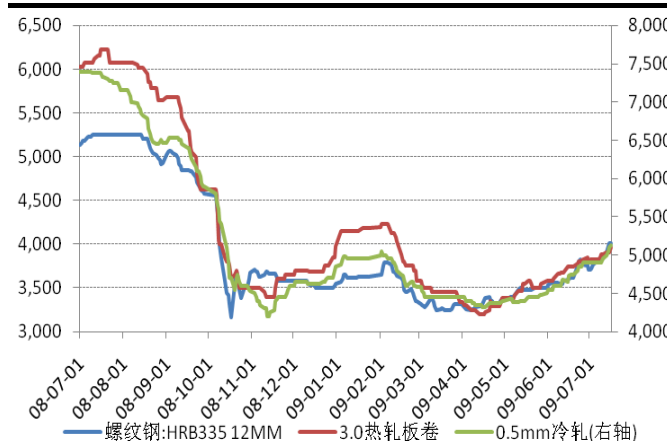
显得额外疲软。从市场策略观点来看，近期我们战术看多，战略谨慎，本周我们策略观点偏空，认为市场调整的概率明显上升。

基于业绩和防御的策略，近几期我们配置的电力和医药板块一直获得了不错的业绩。本周继续战略配置电力和医药。

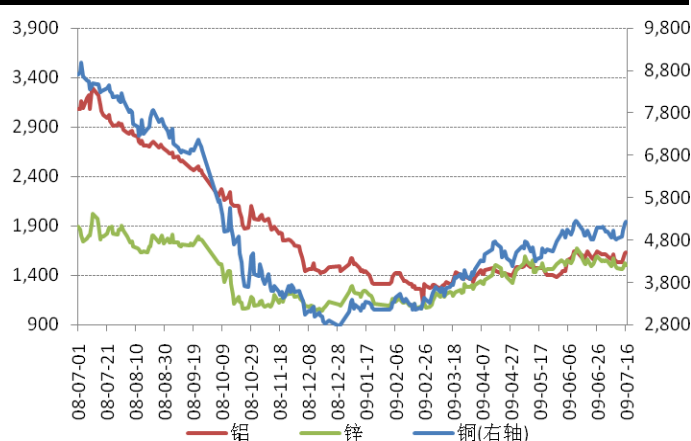
维持化工板块配置，尽管上周原油价格跌破60美元/桶后出现反弹，并且给做多有色和贵金属提高了契机，反过来对配置化工不利，但是我们认为，有色和贵金属业绩和估值在目前市场环境下面临较大的风险，而细分化工板块恰恰有不错的业绩表现，并且存在补涨的要求。本周新推荐水务板块，理由是涨价。去年底绝大部分城市陆续跟进水价上调，最近两个月以来，包括上海、天津、沈阳、广州、南京等多个大中城市都已经举行了水价上调的听证会。我们认为全国大范围提交可能是大势所趋，这可为水务板块带来机会。

4 重要图表

图1: 上海螺纹钢热轧冷轧 单位: 元/吨 (截至7/16) 图2: LME铜铝锌现货结算价 单位: 美元/吨 (截至7/16)

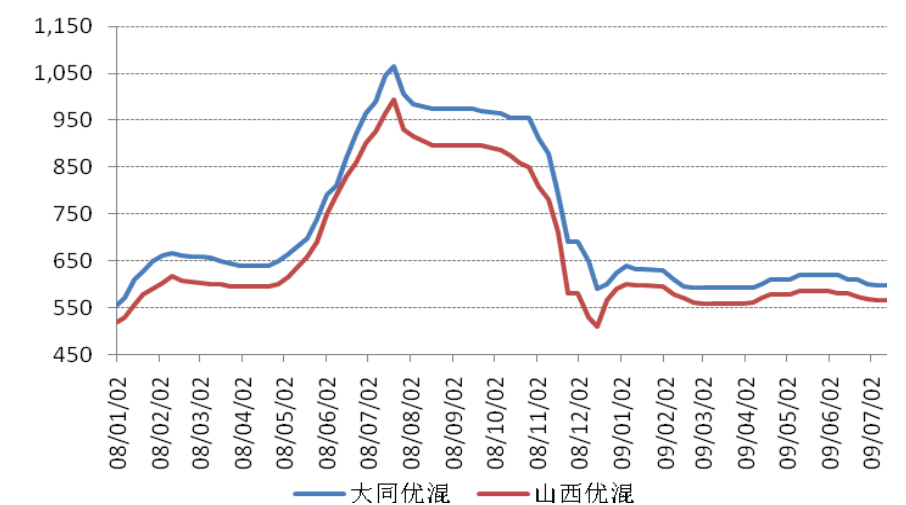


数据来源: 中原证券研究所 Wind资讯



数据来源: 中原证券研究所 Wind资

图3: 秦皇岛煤炭周平仓价 单位: 元/吨 (截至7/13)



数据来源: 中原证券研究所 Wind资讯

图4: WTI结算价 单位: 美元/桶 (截至7/17)



数据来源: 中原证券研究所 Wind资讯

图5: COMEX黄金期货收盘价单位: 美元/盎司 (截至7/17)



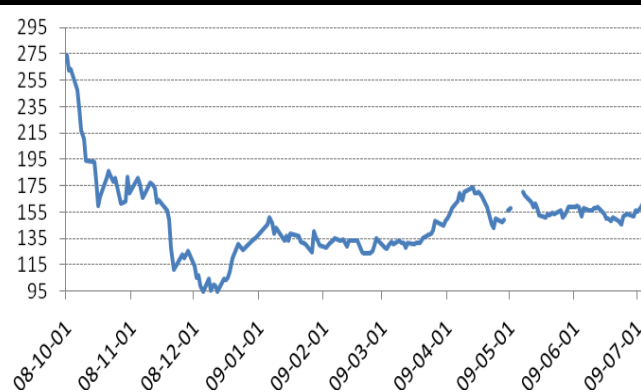
数据来源: 中原证券研究所 Wind资讯

图6: CBOT期货收盘价 单位: 美分/蒲式耳 (截至7/17)



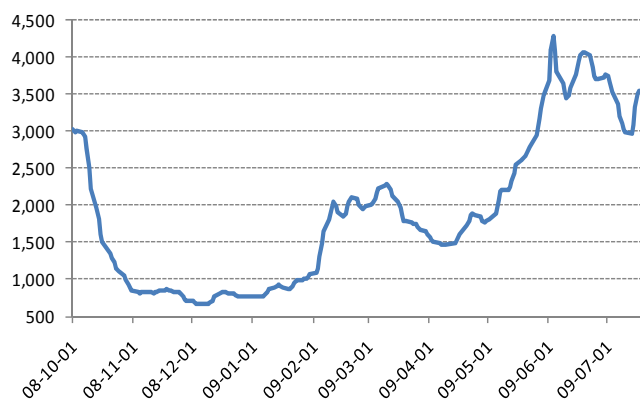
数据来源: 中原证券研究所 Wind资讯

图7: TCE橡胶期货收盘价 单位: 日元/公斤 (截至7/17)



数据来源: 中原证券研究所 Wind资讯

图8: BDI综合运费指数 (截至7/17)



数据来源: 中原证券研究所 Wind资讯

图9: 美元指数 (截至7/16)



数据来源: 中原证券研究所 Wind资讯

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写,本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料,本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。