

## 2010 年 A 股投资策略周报 (25)

## 股票投资策略报告

## 热点切换？

## 基本结论

- **上周 A 股迎来连续第六周上涨。**上证综指在连续两周小幅上涨 0.13% 后，上周大幅上涨 5.06%。资源股波动主导 A 股节奏，军工、新能源、电子信息、迪斯尼概念活跃。市场普涨，风格表现差异缩小。从行业来看，机械、钢铁等投资品，零售、中药、白酒等成长股均录得 3-4 个百分点的涨幅，有色出现获利回吐现象，航空、白电甚至有所下跌。
- **弱美元与全球范围内的资产泡沫仍将持续。**美元贬值和全球资产泡沫是一个自我加速的过程：美元贬值-非美货币和资产上涨-资金进一步流向非美-美元进一步贬值。美元息差交易机制破裂的直接因素，要么是美国主动升息，要么是非美经济体降息和资产收益的下降。进一步寻根溯源，来源于美国经济尤其是就业的好转和通胀的急剧攀升，或者来源于非美经济的显著下滑、资产和货币吸引力的下降。换言之，在美国就业持续好转、美国通胀大幅超出物价目标，欧洲经济下挫被迫进一步宽松，新兴经济体经济显著下滑和资产收益预期下降之前，弱美元和风险资产上涨的过程会一直持续。
- **A 股热点有切换迹象。**我们 10 月以来主要推荐了上游资源、金融、中游等周期性行业，认为此类行业将获得超额正收益。随着主流资金配置上更为均衡，未来市场依靠配置“纠错”实现板块短期内快速上涨的机会在减弱，市场超额收益逐渐转向景气度提高、估值低、符合中长期经济发展方向的行业与板块。
- **前期领涨的上游资源股将进入慢牛状态。**我们判断弱势美元和全球范围内风险资产价格的上涨将是长期的过程，因此资源股具有中长期投资价值。但同时，从 7 月市场反转以来，有色金属行业跑赢大盘。近期有色金属的快速上涨很大程度上受益于国庆期间美元的下跌和增量资金入市后的精准冲击。未来一段时间内，有色金属等资源价格上涨的斜率可能放缓，更为重要的是 A 股存量资金已经较为有限，同时经过 10 月份的加仓后基金配置可能已经达到标配状态；在上中下游估值较为均衡和大量获利盘的前提下，增量资金全面进攻上游的可能性在下降。因此，上游可能进入慢牛状态，大幅跑赢市场的可能性在下降。
- **曲线投资商品价格上涨，挖掘低估值和事件推动型投资机会。**商品价格上涨直接利好上游，同时也会有利于具有价格传导能力、景气度提高的中下游，化工化纤、食品饮料、农林牧渔是代表性的行业。商品价格的上涨将凸显经济转型的必要性，新能源、节能环保、生物育种等新兴产业吸引力上升。此外，市场估值的整体性提高和热点的多元化，也凸显低估值行业吸引力和事件推动型投资机会，建议关注房地产、水泥、钢铁等行业估值修复和并购重组等事件驱动型投资机会。

陶敬刚 分析师 SAC 执业编号：S1130210070002  
(8621)61038296  
taojg@gjzq.com.cn

徐炜 分析师 SAC 执业编号：S1130208040232  
(8621)61038251  
xuwei1@gjzq.com.cn

王晓辉 分析师 SAC 执业编号：S1130210010312  
(8621)61038297  
wangxh@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                        |            |
|----------------------------------------|------------|
| 一级目录 .....                             | 错误! 未定义书签。 |
| 上周 A 股迎来连续第六周上涨.....                   | 3          |
| 资源股波动主导 A 股节奏，军工、新能源、电子信息、迪斯尼概念活跃..... | 3          |
| 市场普涨，风格表现差异缩小 .....                    | 3          |
| 弱美元与全球范围内的资产泡沫仍将持续 .....               | 4          |
| 上周美元加速贬值与 Fed 无关 .....                 | 4          |
| 美元贬值和全球资产泡沫是一个自我加速的过程 .....            | 4          |
| 这一机制远未到瓦解时刻 .....                      | 4          |
| A 股热点有切换迹象 .....                       | 5          |
| 前期领涨的上游资源股将进入慢牛状态.....                 | 5          |
| 曲线投资商品价格上涨，挖掘低估值和事件推动型投资机会 .....       | 5          |

## 图表目录

|                                           |   |
|-------------------------------------------|---|
| 图表 1: 上周 A 股行业（剔亏）涨跌幅 .....               | 3 |
| 图表 2: 上周市场、风格涨跌幅 .....                    | 3 |
| 图表 3: 美元指数在 11 月 4 日欧元区、英国议息会议后加速贬值 ..... | 4 |
| 图表 4: 8-10 月份，有色金属大幅跑赢市场.....             | 5 |
| 图表 5: 9 月底基金在金属上的配置略低于标配 .....            | 5 |
| 图表 6: 2011 年盈利预期与估值.....                  | 6 |

## 上周A股迎来连续第六周上涨

上证综指在连续两周小幅上涨0.13%后，上周大幅上涨5.06%。

### 资源股波动主导A股节奏，军工、新能源、电子信息、迪斯尼概念活跃

周一，在中国将金属钼列入保护性开采品种政策的刺激下，有色领涨，煤炭、券商股也取得不错涨幅，上证综指上涨2.52%，取得开门红。

周二、周三，全球货币政策影响A股震荡整理。周二澳洲意外加息、印度年内第六次加息等政策，触发了投资者对中国货币紧缩的预期，前期领涨的有色、稀土永磁等大幅下跌，带动A股下行；周三，A股在等待Fed和欧洲等主要经济体议息会议决议之际，震荡整理，有色、煤炭等资源股因获利兑现而大幅下跌，酒类、水产品表现强劲，银行股上涨护盘。

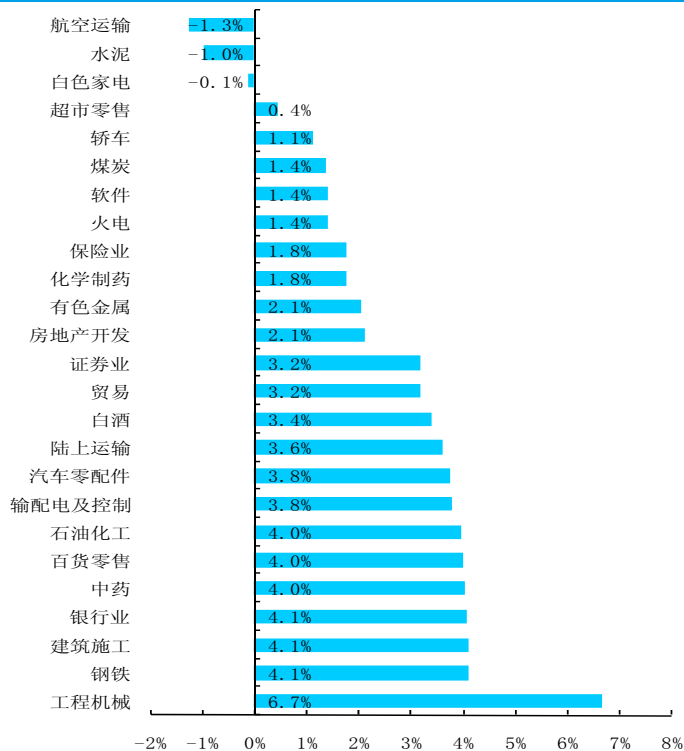
周四，虽然隔夜美元下跌、商品价格上涨，但A股资源股上涨力度减弱，而军工、物联网、新能源、电子信息等概念股涨势强劲。

周五，在隔夜美元大跌带动下，A股高开，黄金涨停开盘、有色高开，但不久遭到获利盘打压走低，稀土永磁板块收绿，军工、电子信息、迪斯尼概念继续活跃，南北车在政策传言下大幅上涨7个百分点。

### 市场普涨，风格表现差异缩小

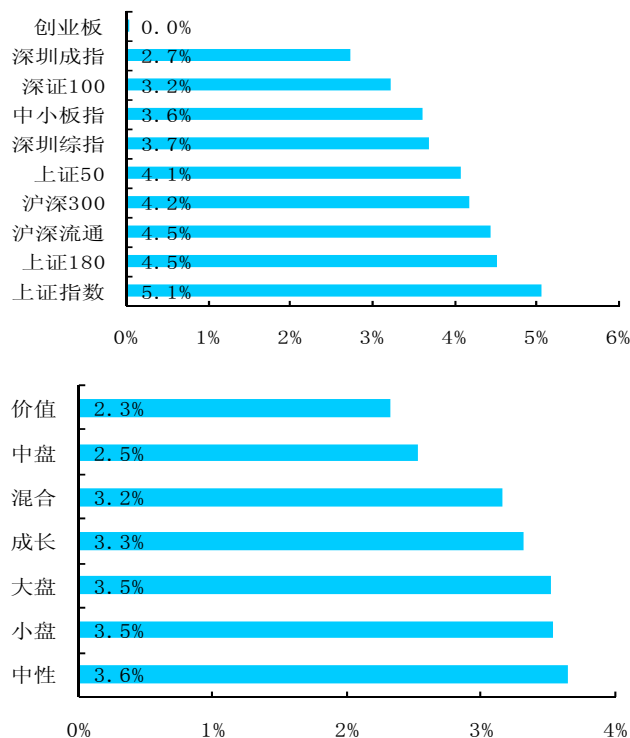
从风格来看，大小盘、价值成长涨幅趋近；从市场板块来看，除创业板受到交易限制外，沪深300、上证50、中小板等涨幅差异也较小；从行业来看，机械、钢铁等投资品，零售、中药、白酒等消费股成长股均录得3-4个百分点的涨幅，有色出现获利回吐现象，航空、白电甚至有所下跌。

图表1：上周A股行业（剔除）涨跌幅



来源：国金证券研究所

图表2：上周市场、风格涨跌幅

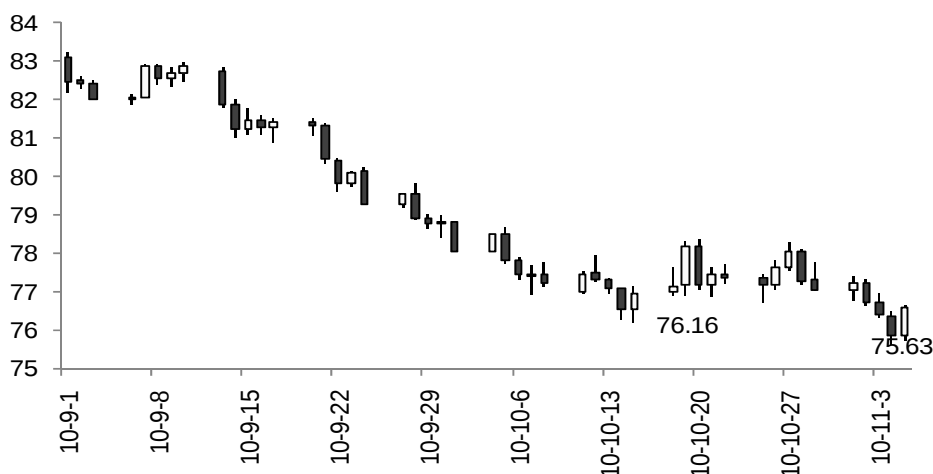


## 弱美元与全球范围内的资产泡沫仍将持续

### 上周美元加速贬值与 Fed 无关

从 G20 庆州会议之后到 Fed 公布 QE2 的当天，美元盘整，市场似乎认为，只有 Fed 定量放松超预期才会导致美元进一步贬值和全球流动性的泛滥。然而，随着 11 月 4 日欧元区和英国维持先前的货币政策，尤其是英国并未出现“意外”的扩大定量放松规模，欧元和英镑对美元开始飙升，推动美元一举突破 10 月 15 日 76.144 的低点，盘中创下 75.631 的新低。事实上，美元贬值加速并不是因为 Fed 超预期宽松，而是其他经济体货币政策并未跟随 Fed 进一步宽松，这正是目前全球范围内的货币政策态势——新兴经济体不断紧缩货币、欧洲按兵不动，这足以推动美元在长期内保持弱势。

图表 3：美元指数在 11 月 4 日欧元区、英国议息会议后加速贬值



来源：国金证券研究所

### 美元贬值和全球资产泡沫是一个自我加速的过程

全球经济增长的差次不齐是根本原因，美元泛滥、息差交易是机制。疲弱的美国经济以及 Fed 全球央行的职能使得 Fed 放松货币将是一个持续化的过程（在共和党卷土重来之后可能被迫强化），这样的结果首先是低价的美元。第二步，国外更高的利率水平、更好的经济表现酝酿更强的吸引力，资金从美国流出，流向新兴经济体、包括欧洲，造成新兴经济体、欧元和英镑升值，股市、资产价格普遍上涨。第三步，这种汇率的升值、资产价格的上涨无疑将进一步加大资金在非美经济体的配置，暗示的结果是，美元的进一步贬值。这是一个典型的自我加速过程：美元贬值-非美货币和资产上涨-资金进一步流向非美-美元进一步贬值。

### 这一机制远未到瓦解时刻

这一机制瓦解的风险？首先要看 QE2 和弱势美元下美国得到了什么，成本是什么，其次要看，非美经济体得到了什么，损失了什么。美国最大的问题是失业和通缩。低息和弱美元，对美国传统制造业的出口刺激并不突出，最重要的作用还是贡献美国企业全球的收入和投资收益，这也是美股上涨的原因之一，这将通过财富效益刺激美国消费和经济增长。美国人的成本主要在于通胀急剧攀升和国债发行受挫的风险。非美经济体得到了虚假的繁荣，资产价格的上涨，同时面临着通胀的威胁、出口的压力、美国债权的缩水、以及资产泡沫破裂的风险。因此，美元息差交易机制破裂的直接因素，要么是美元主动升值，要么是非美经济体降息和资产收益的下降。进一步寻根溯源，来源于美国经济尤其是就业的好转和通胀的急剧攀升，或者来源于非美经济的显著下滑、资产和货币吸引力的下降。换言之，在美国就业持续好转、美国通胀大幅超出物

价目标，欧洲经济下挫被迫进一步宽松，新兴经济体经济显著下滑和资产收益预期下降之前，弱美元和风险资产上涨的过程会一直持续。

## A股热点有切换迹象

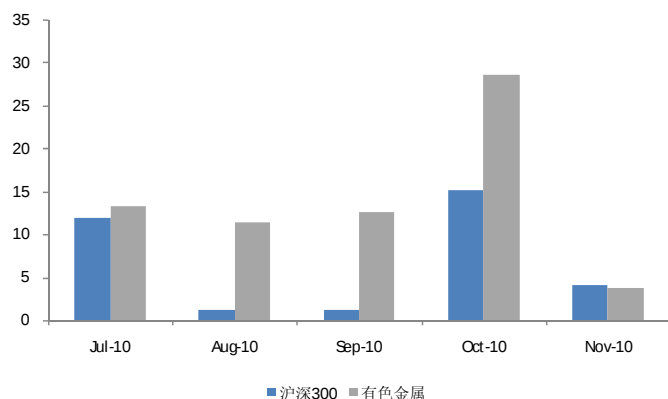
我们前期报告指出，经济复苏、流动性环境充裕、估值吸引力、政策环境良好等因素已经支撑A股进入全局性牛市。在此背景下，风格对立将退居次要，均衡的配置更为合理。近期的表现来看，周期股与成长股、上游与下游等风格差异明显淡化，普涨格局初步印证我们的观点。

从配置上讲，我们10月以来主要在推荐上游资源、金融、中游等周期性行业，认为此类行业将获得超额正收益。随着主流资金配置上更为均衡，未来市场依靠配置“纠错”实现板块短期内快速上涨的机会在减弱，市场超额收益逐渐转向景气度提高、估值低、符合中长期经济发展方向的行业与板块。

### 前期领涨的上游资源股将进入慢牛状态

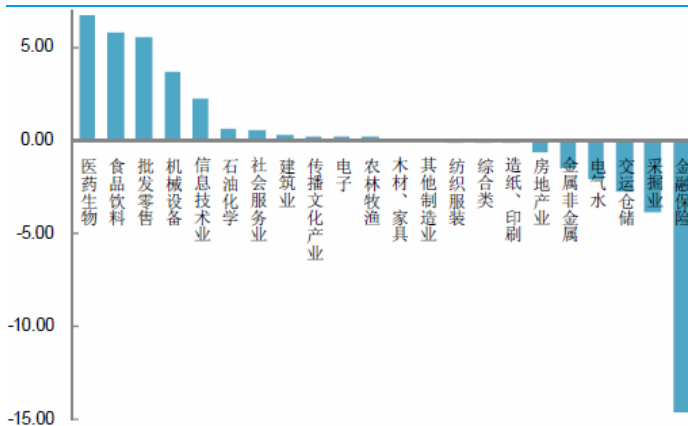
我们判断弱势美元和全球范围内风险资产价格的上涨将是长期的过程，因此资源股具有中长期投资价值。但同时，从7月市场反转以来，有色金属行业跑赢大盘，尤其是从9月27日到11月5日短短25个交易日涨幅达到50%，从6月到11月5日更是有24只个股上涨幅度超100%。有色金属的快速上涨很大程度上受益于国庆期间美元的下跌和增量资金入市后的精准冲击。未来一段时间内，有色金属等资源价格上涨的斜率可能放缓，更为重要的是A股存量资金已经较为有限，同时经过10月份的加仓后基金配置可能已经达到标配状态；在上中下游估值较为均衡和大量获利盘的前提下，增量资金全面进攻上游的可能性在下降。上周五在美元大跌、商品价格高歌猛进之时，A股有色、稀土永磁股高开低走可能部分反映了投资者获利兑现的要求。因此，上游可能进入慢牛状态，大幅跑赢市场的可能性在下降。

图表4：8-10月份，有色金属大幅跑赢市场



来源：国金证券研究所

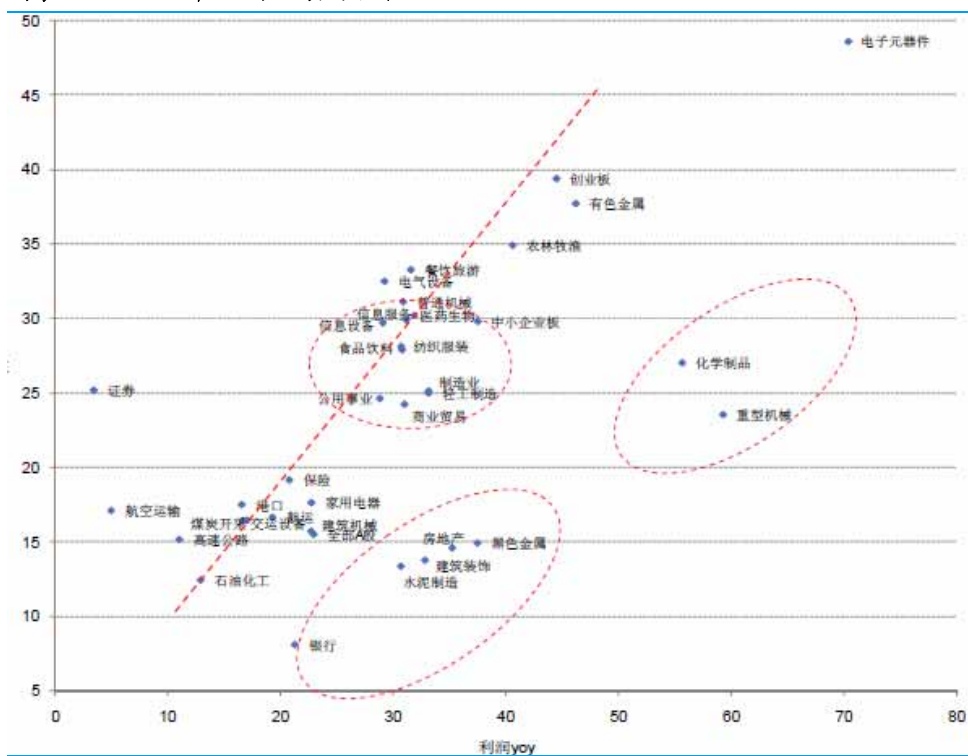
图表5：9月底基金在金属上的配置略低于标配



### 曲线投资商品价格上涨，挖掘低估值和事件推动型投资机会

商品价格上涨直接利好上游，同时也会有利于具有价格传导能力、景气度提高的中下游，化工化纤、食品饮料、农林牧渔是代表性的行业。商品价格的上涨将凸显经济转型的必要性，新能源、节能环保、生物育种等新兴产业吸引力上升。此外，市场估值的整体性提高和热点的多元化，也凸显低估值行业吸引力和事件推动型投资机会，建议关注房地产、水泥、钢铁等行业估值修复和并购重组等事件驱动型投资机会。

图表 6: 2011 年盈利预期与估值



来源: 国金证券研究所

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室