



2010.11.08

策略一周——市场的定位



钟华

021-38674602

honghua008457@gtjas.com

S0490209010197

本报告导读：

摘要：

- 策略一周的定位在于关注市场中的短期现象，作为月度行业配置的补充，希望能够通过探讨切身所见、切身所闻，及时跟踪市场短期的热点以及风格转换，也从实证检验中不断完善自上而上的策略逻辑。
- 人力资源的集中区域往往也酝酿着更多的机会，起码从跟踪小盘股一个萝卜一个坑的角度，当挖坑的人与萝卜的数量都开始扩张的时候，里面的机会应该是会不断涌现，只要我们仍然有着足够的钱，因此，在未来很长的时间内，从策略人力配置的角度来说，风格机会应当仍在于小盘。
- 从美国商品期货交易委员会(CFTC)上周五(10月1日)公布的数据显示，芝加哥国际货币市场(IMM)外汇投机客最新一周增持美元空头仓位，使美元净空仓升至220亿美元，至少为2008年中以来最高，这确实为美元还有多少下跌空间设了一个局，资源类股票也已经越来越像是无畏者的游戏。
- 大宗商品类的资源是关注所向，但是在美元已经低位、国内已经加息一次的背景下，我们相信其波动性会加大，从配置获取相对收益的角度，金融、机械具备配置价值，而考虑流动性依然整体充裕的背景下，小股票的机会应该更大，看好电子、食品饮料。
- 关注经济指标/主题：需要关注的是10月份贸易顺差在人民币升值、输入性通胀压力下的变化；建议关注并购重组类，但是并非简单的壳公司，从标的来说需要选择大股东具备一定资质的上市公司，行业领域中关注医药和零售。

相关报告

《火电：何时轮到我？》

2010.11.05

《策略快评——风格分化的分化》

2010.10.20

《策略快评——一年的策略总结和感悟》

2010.10.18

《策略快评——反弹已临近尾声》

2010.08.12

《策略快评——市场走势超出预期，下半年周期股的较大反弹出现》

2010.07.21

引子：市场与策略分析师的定位

2010 年的 A 股市场已经接近尾声，年初卖方之间喧嚣的博弈在经历 10 月份的大战之后也有所平息，剩下的应该只是对于目前市场的定位以及对于来年的展望了。今年的市场一直趋向奇异，说牛不牛，说熊不熊，小盘股与大盘股之间的估值差距不断放大，归结因素似乎仅用钱多与经济结构调整足以解释。

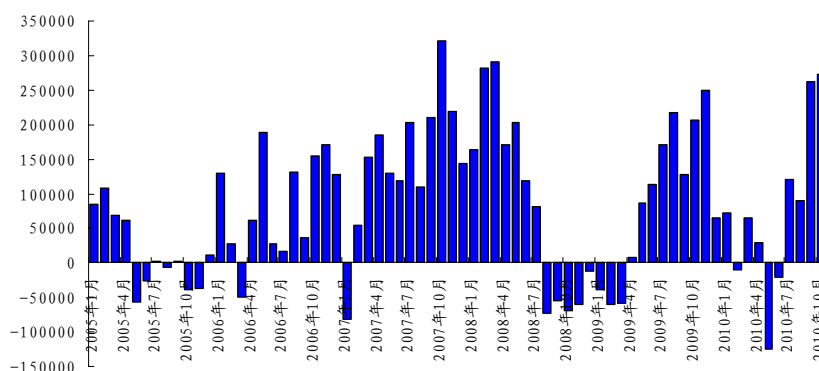
而市场的这种定位也反映在了策略研究的构建上，作为一个仍在卖方并在年初经历了岗位轮换的分析师，从 2010 年伊始，我见证了太多从传统策略研究领域转向中小板研究的案例，原先关注的传统策略研究框架也没有感受到太多的研究新意，自然也包括我本人自己。

从这个角度来说，我们可以回顾下 2005 年牛市起步乃至 2008 最终结束的情景，无论是结构主义学派、周期学派还是货币学派，都是伴随着市场中风格与行业的轮换而茁壮成长的，人力资源的集中区域往往也酝酿着更多的机会，起码从跟踪小盘股一个萝卜一个坑的角度，当挖坑的人与萝卜的数量都开始扩张的时候，里面的机会应该是会不断涌现，只要我们仍然有着足够的钱，因此，在未来很长的时间内，从策略人力配置的角度来说，风格机会应当仍在于小盘。

一、策略所见：新兴市场这次学乖了

本周的前半段，市场一直在嗷嗷等待着美联储的 QE2，6000 亿美元的新增规模外加原有 2500 亿左右到期之后的债权再购买，总计 8500 亿美元。其实，就纯粹规模而言，6000 亿仅仅是比最差预期的 5000 亿多了一点，并没有达到市场稍高预期的 7500 亿之上。但是，之后美元的趋势很奇怪，弱的有点超乎想象，而从美国商品期货交易委员会(CFTC)上周五(10 月 1 日)公布的数据显示，芝加哥国际货币市场(IMM)外汇投机客最新一周增持美元空头仓位，使美元净空仓升至 220 亿美元，至少为 2008 年中以来最高，这确实为美元还有多少下跌空间设了一个局，资源类股票也已经越来越像是无畏者的游戏。

图 1：CFTC 美元非商净空头持仓数



资料来源：国泰君安证券销售交易部

本周的另一个关注焦点也是集中于海外市场，随着日本央行把原有的议息会议提前到美国后一天，印度、澳大利亚在美联储“撒货币”之前提

前抬高了基准利率，虽然说印度的利率之前已经在市场的预期之内，但是时间点的选择总是让人琢磨，现在各国央行之间关于热钱的博弈正在愈发明显，泰国、巴西等资本流入管制的手段也都表明，新兴市场正在学取 1997 年东南亚金融危机之后的教训。

然而，归根结底，新兴市场的管制只是一个治标不治本的手段，“放水”的源头还在于美联储。定量宽松对于经济恢复的意义大家都心知肚明，而美国能够享受的最终好处应该是在于个别新兴市场危机的产生。在经历东南亚金融危机之后，放纵泡沫到泡沫衰败的影响对于新兴市场仍然映像深刻，因此，无论是资本管制还是内部的去杠杆，虽然都不足以抹平美国的“撒钱”，但是却能够减弱未来美元趋势性反转时对于经济的影响。

而在这种背景下，美国释放的流动性一来仍然不会流到美国的实体经济，二来在新兴市场有所收紧的背景下，大宗商品的全球性金融市场可能将是其最重要的方向，当然，钱多并不意味着商品价格会一直上涨，输入性通胀、内部去杠杆的终结拐点多像 07、08 年时一样，我们需要监控这一变化，而贸易顺差应该是关注点。

二、策略所闻：新一轮牛市开始？

10 月 8 日以来，市场一跃而上重上 3000 点，美联储的 QE2 提供的是弹药，而日本央行的降息以及债券购买计划则是点火器，牛市的氛围越来越重，我平常接触的机构中看 4000 点之上已不占少数。接下来，我们就围绕业绩增长与流动性两方面来拆解“新一轮”牛市的相关因素。

先从业绩增长说起，利润回升效应应该可以归结为毛利率与需求量两种，由于输入性通胀压力的显现，原材料成本相对于终端产品价格上升的速度一直在加快，毛利率实际上即使略优于 6 月份，但是也已经很难回到去年四季度、今年一季度的情形，这一点在部分上市公司如海螺型材的三季报就可以体会到。

另一方面，需求量的角度，制造业的终端需求可以归结为政府投资、房地产投资、外部需求以及制造业产能扩张投资，而后者实际上取决于前三者，从政府投资、房地产新开工来说，即使考虑保障房的效应估计也很难达到今年一季度的水平，那么，需求的变数实际上是在于出口。

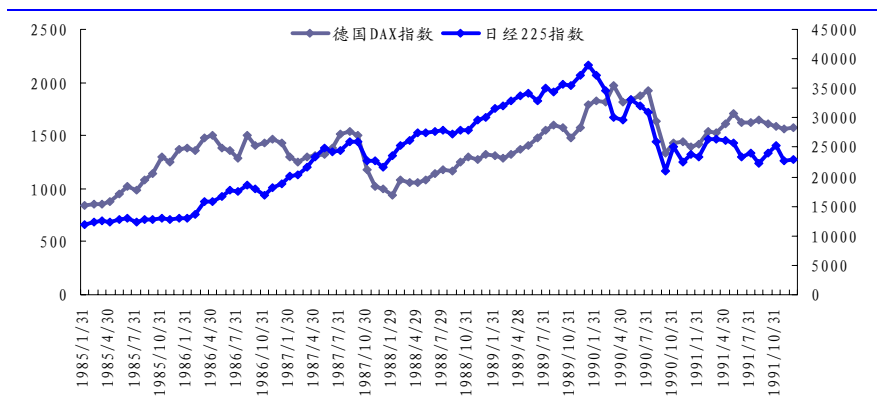
回到流动性的问题，考虑到央行的加息举措，内部增量信贷超预期的可能性正在降低，那么只能靠市场现在相信的渠道：其一，房地产市场调控之后的增量资金流入，确实发现这一迹象，但是我们可以回顾下 06/07 年的时候，房地产与市场是同步繁荣的，并不存在资金的转移，而且当房地产后续开始缩量之后，资金还能有多少持续的流出值得疑虑，地产资金的转移现在看来更多是一次性的。

其二，热钱流入，我不知道统计数据如何确定这一幅度，但是明显存在众多的分歧，单纯的拿外汇储备增加-贸易顺差-FDI 有很大的误导性，最近看了两篇报告，觉得这块的空间并没有大家想象的那么大，如果大家需要，可以问我索取，正好可以探讨下其中是否有所疏漏。

其三，储蓄搬家，现在从我了解的渠道来说，并没有存在疯狂的迹象，

规模暂时有限。所以说，流动性的角度，可能最终的持续性依赖点是在于贸易顺差，通过基础货币的扩张来带动整体社会流动性的扩张，就像06/07年牛市形成的时候一样，虽然我们不断的在加息、信贷调控，但是由于贸易顺差一直在上升，流动性的支撑格局依然没有变化。可见，市场转折的关键自然一方面在于国内的信贷控制，另一方面的贸易顺差也需关注。

图 2：泡沫经济时期，利率、升值并非股市上升的充分条件



数据来源：国泰君安证券研究

三、策略所思：金钱的游戏仍在蔓延

在国内信贷缓和的滑向正常化、贸易顺差仍然维持现有水平的基础上，市场预计仍将维持原有格局，当然，人民币相对于美元的被升值是市场攀上新台阶的主要推动力量，但是这是建立在升值、输入性通胀背景下的贸易顺差仍然维持在正常水平。

以现有的状态来说，房地产调控、输入性通胀压力上升，我们很难排除市场最终面临转折点的过程，只是在贸易顺差或者说信贷严厉调控之前，这种时间差的投资机遇依然存在。大宗商品类的资源是关注所向，但是在美元已经低位、国内已经加息一次的背景下，我们相信其波动性会加大，从配置获取相对收益的角度，金融、机械具备配置价值，而考虑流动性依然整体充裕的背景下，小股票的机会应该更大，看好电子、食品饮料。

表：关注数据及主题

关注指标/主题	公布日期/市场特征	策略评论
中国 10 月份宏观经济指标	11 月 11 号	从 11 月份提前公布的 10 月份 PMI 来看，经济回升趋势明显，跟我们在中期报告中描述的再次去库存 3 个月之后经济体逐步触底回升类似，而购进价格快速上升也预示着 9 月份以来经济回升、通胀压力显现的过程依然在延续。需要关注的是 10 月份贸易顺差在人民币升值、输入性通胀压力下的变化。
大股东主导的并购重组	军工板块等	军工板块中最近短时间内先后出现了中航精机、中航重机、航天长峰的资产注入，而上海百联、友谊的整合计划也顺利推出，从市场表现来说带动了明显的赚钱效应。建议关注并购重组类，但是并非简单的壳公司，从标的来说需要

选择大股东具备一定资质的上市公司，行业领域中关注医药和零售。

数据来源：国泰君安证券销售交易部

作者简介:**钟华:**

浙江大学国民经济学硕士，2006-2009 年长江证券研究部策略分析师，2010 年至今国泰君安销售交易部负责行业配置

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		