

[2010.11.8]

中期向好持续，短期震荡加剧

——2010 年 11 月资产配置策略报告

金融工程小组

核心观点：

11 月资产配置建议

- 目前 A 股市场仍处于中期向好的趋势之中，但前期大幅上涨之后市场面临短期震荡压力，11 月份资产配置上我们仍建议对于股票、偏股型基金等权益类资产采取适中偏高的仓位配置，可以控制在 50%-70% 左右仓位。
- 对于转债这类股债混合型品种可以做适当配置，尤其关注债性保护相对较好，正股估值较低的银行类转债。
- 对于债券类品种，鉴于目前经济环境向好、通胀上升，债券收益率仍处于上行趋势，建议对债券类资产以观望为主，或降低其配置比例至 0-5% 左右。
- 鉴于 11 月份股市震荡风险可能较大，短期可以提高货币类资产的配置比例至 10-30% 左右，以灵活应对后市权益类仓位的调整。
- 对于可参与股指期货的投资者，无论是期指单边交易还是期现套利，其收益空间可能较 10 月明显收窄，操作难度也会相对加大，但考虑到中期大盘仍将震荡攀升，建议投资者在操作上仍以多头思路为主，同时可适当关注当月合约的期现套利机会。

11 月大类资产配置建议分类表

	配置品种 建议	配置权 重建议
权 益 类	上证 50ETF，深 100ETF，中小板 ETF	50%-70%
转债	中行转债、工行转债	10%-20%
债券	1 年期 AAA、AA+、AA 短融	0-5%
货 币 类	现金、7 日回购、货币市场基金	10%-30%
股 指 期货	关注当月合约的期现套利机会	0-5%

相关报告

《震荡格局不改，重心缓慢上移》——2010 年四季度 A 股估值策略报告（10.10.11）

《又见估值涅槃时》——2010 年下半年 A 股估值策略报告（10.6.11）

11 月资产配置核心观点与建议

A 股市场核心观点

- 1) 流动性充裕以及经济基本面回暖支持市场中期向好;
- 2) A 股估值仍具全球资产配置价值以及相对债券的估值优势;
- 3) 量化模型预测 11 月市场维持上涨;
- 4) 前期大涨之后短期会面临震荡压力;
- 5) 建议中线继续做多, 短线灵活调整仓位, 控制可能面临的震荡风险。

转债市场核心观点

基于债性保护与正股低估值的相对优势, 建议关注银行系转债投资机会。

债券市场核心观点

估值支撑有限, 而经济基本面、政策面仍持续利空, 建议新入市资金或投资者暂时观望, 等待经济基本面、估值层面风险基本释放后再择机介入, 获取更好的买点。

股指期货核心观点

A 股市场或将进入强势震荡阶段, 无论是期指单边交易还是期现套利, 其收益空间可能较 10 月明显收窄, 操作难度也会相对较大。

11 月资产配置建议

目前 A 股市场仍处于中期向好的趋势之中, 但前期大幅上涨之后市场面临短期震荡压力, 11 月份资产配置上我们仍建议对于股票、基金等权益类资产采取适中偏高的仓位配置, 可以控制在 50%-70% 左右仓位。对于转债这类股债混合型品种可以做适当配置, 尤其关注债性保护相对较好, 正股估值较低的银行类转债。对于债券类品种, 鉴于目前经济环境向好、通胀上升, 债券收益率仍处于上行趋势, 建议对债券类资产以观望为主, 或降低其配置比例至 0-5% 左右。鉴于 11 月份股市震荡风险可能较大,

短期可以提高货币类资产的配置比例至 10-30%左右，以灵活应对后市权益类仓位的调整。对于可参与股指期货的投资者，无论是期指单边交易还是期现套利，其收益空间可能较 10 月明显收窄，操作难度也会相对加大，但考虑到中期大盘仍将震荡攀升，建议投资者在操作上仍以多头思路为主，同时可适当关注当月合约的期现套利机会。

11 月大类资产配置建议分类表：

	配置品种建议	配置权重建议
权益类（股票、偏股型基金）	上证 50ETF，深 100ETF，中小板 ETF	50%-70%
转债	中行转债、工行转债	10%-20%
债券	1 年期 AAA、AA+、AA 短融	0-5%
现金和货币型产品	现金、7 日回购、货币市场基金	10%-30%
股指期货	关注当月合约的期现套利机会	0-5%

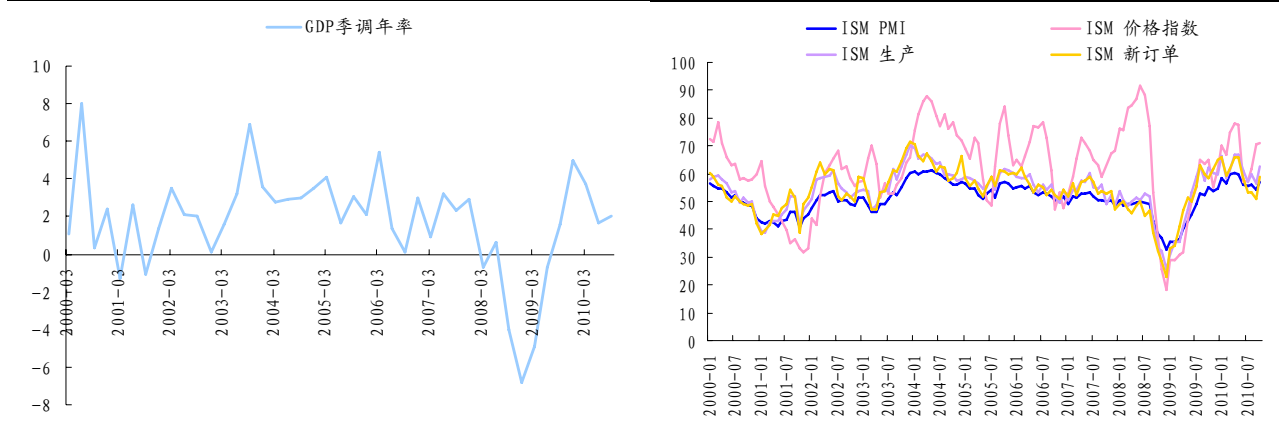
11月资产配置策略分析

1. 国内外宏观经济数据分析

美国近期一系列经济数据普遍超预期，经济基本面积积极因素增加，4季度经济增长有望继续小幅提速，不过，高失业率、个人收入增长缓慢、信贷紧缩造成消费进而投资增长动力不强，仍是制约美国经济中期增长的隐忧。

图 1：美 3 季实际 GDP 季环比折年率升至 2.0%

图 2：10 月 ISM PMI 指数创 5 个月以来最高水平



资料来源：Wind，渤海证券研究所

11月2、3日，美联储例行货币政策会议召开，会后发布了政策声明。我们认为，美联储决定明年2季度前分步购买6000亿美元长期国债，每月购买约750亿元，基本符合市场预期，由于美联储分步购买国债，这将使得美元贬值预期持续存在，美元指数至少在明年1季度均继续保持弱势，不过，鉴于6月份以来美元指数大幅下跌，未来下行空间也比较有限，下跌幅度将趋缓趋弱，同时，美元弱势、量化宽松政策释放的流动性将推动有色金属、能源、农产品等大宗商品价格上涨。

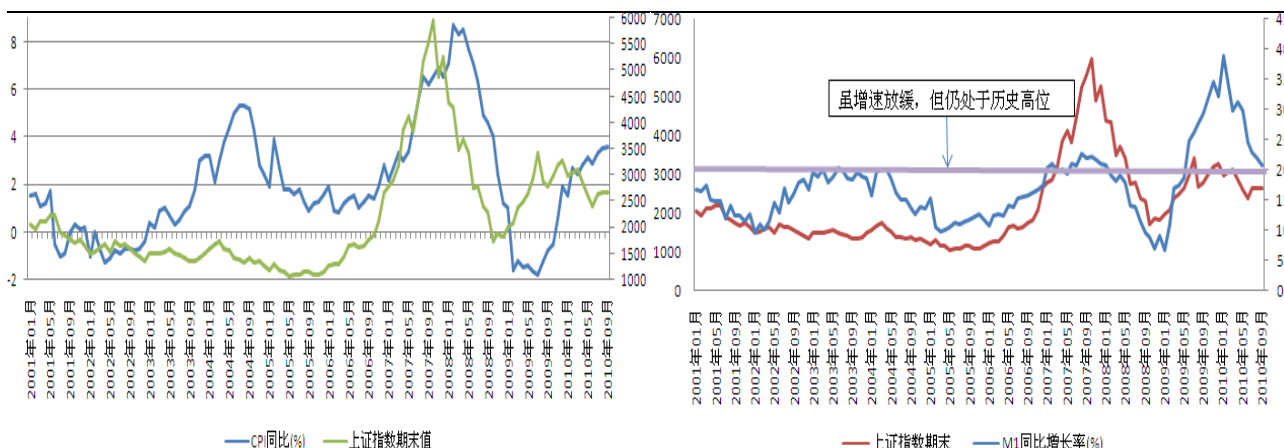
由于经济增长稳健，而通胀以及资产泡沫化压力较大，澳大利亚央行、印度央行11月初再次启动加息。中国经济面临的经济增长和物价组合与新兴市场经济体更为类似，因而，中国利率决策可能步澳大利亚、印度等新兴市场国家后尘，中国央行后续再启动加息可能性不能忽略。

2. A股市场流动性分析

流动性宏观层面:

海外热钱继续流入，楼市资金流入股市为大概率事件，基于管理通胀预期与防止人民币过快升值，预计央行会加大收紧流动性但力度有限，近期A股资金仍充裕。

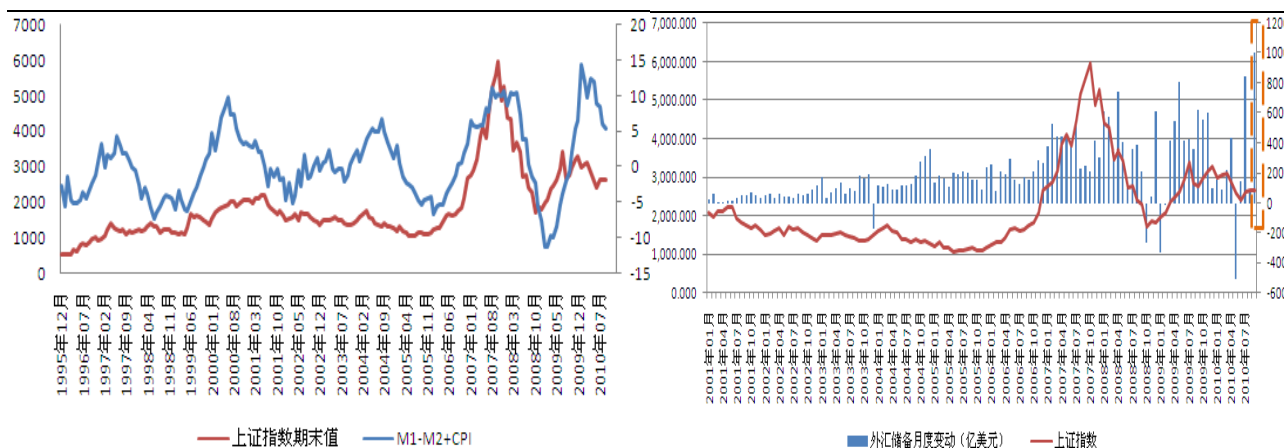
图 3: 通货膨胀: 预期普遍提高, 11 月预计逼近 4% 图 4: 货币供应量: M1、M2 增速虽放缓但仍处于高位



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: M1-M2+CPI 走强, 有利指数上行

图 6: 人民币升值预期: 热钱继续流入国内



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

流动性微观层面:

开户数创新高、基金发行提速为市场添助力，融资压力减小但解禁套现压力增大，微观层面总体而言流动性中性。

图 7: 供给之 A 股及基金开户数及参与度创新高

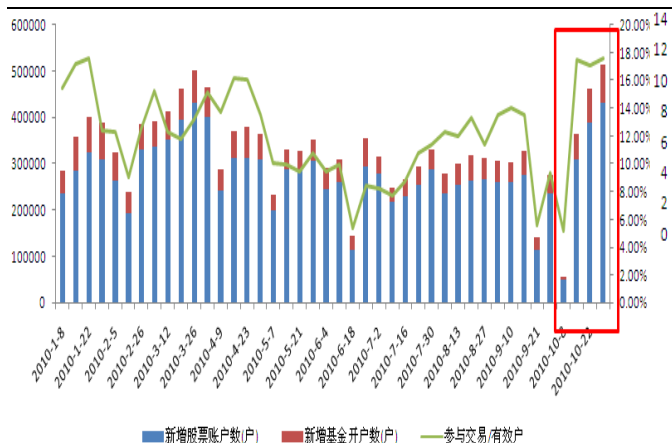
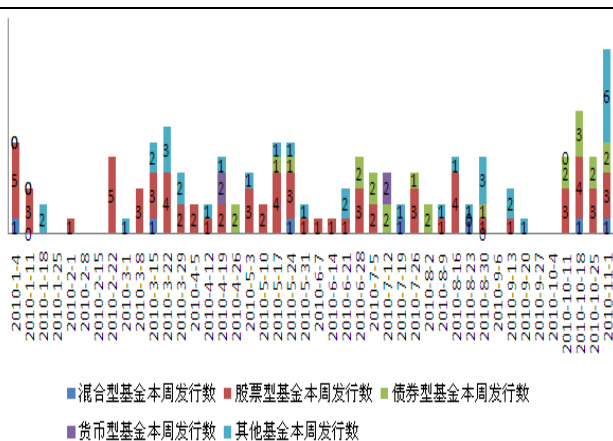


图 8: 供给之基金新成立数及规模: 数量增多, 发行加快



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 供给之基金仓位: 近期一直保持高位

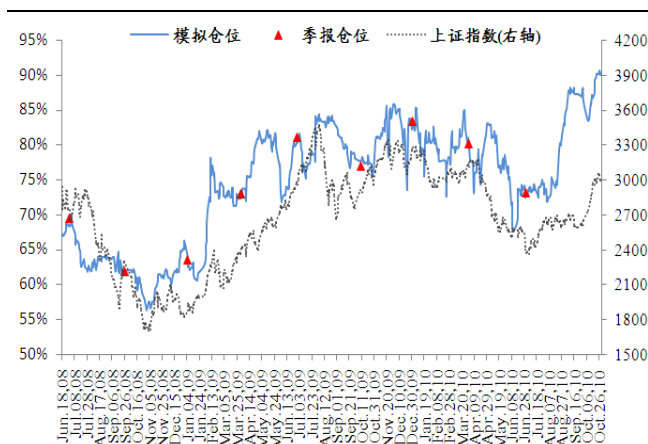
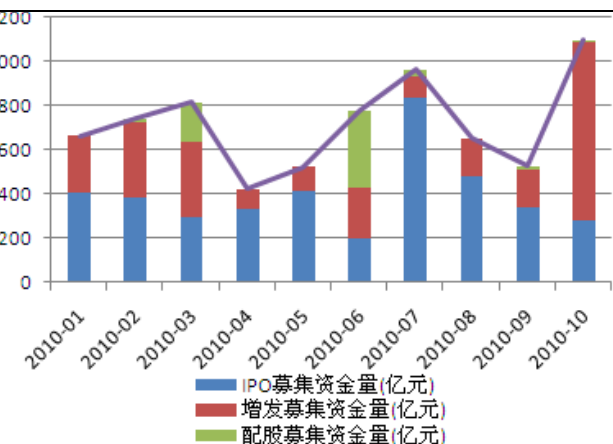
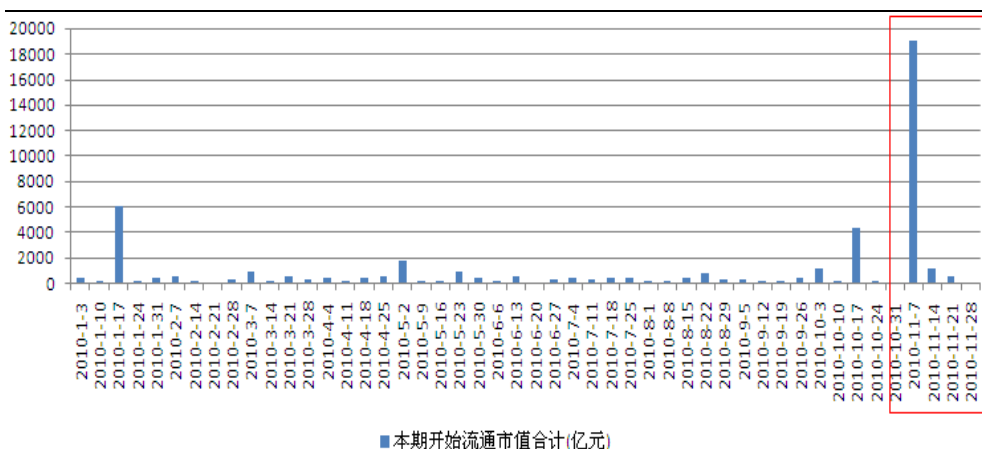


图 10: 需求之 IPO、增发、配股融资: 融资压力不大



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 需求之解禁套现: 11 月进入“解禁潮”，压力陡增



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

3. A股市场估值分析

A股市场经历了10月份上涨之后，整体估值有所回升，不过上证50等大盘蓝筹板块的估值仍然位于历史低位，而中小板估值依然较高。

图 12: 主要市场指数当前市盈率与历史比较

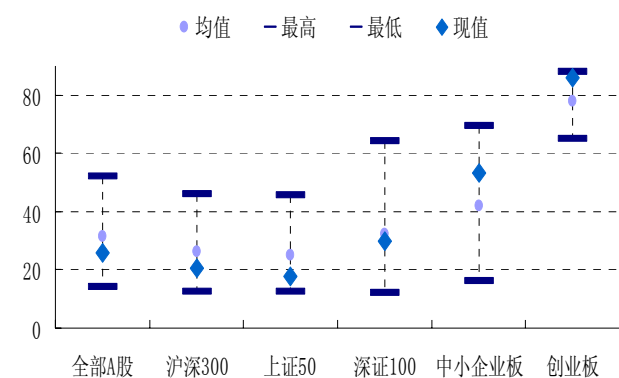
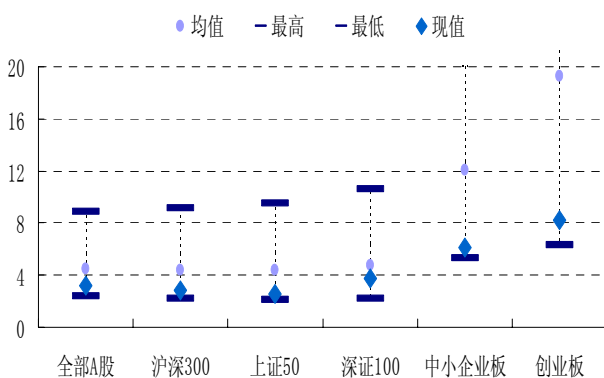


图 13: 主要市场指数当前市净率与历史比较

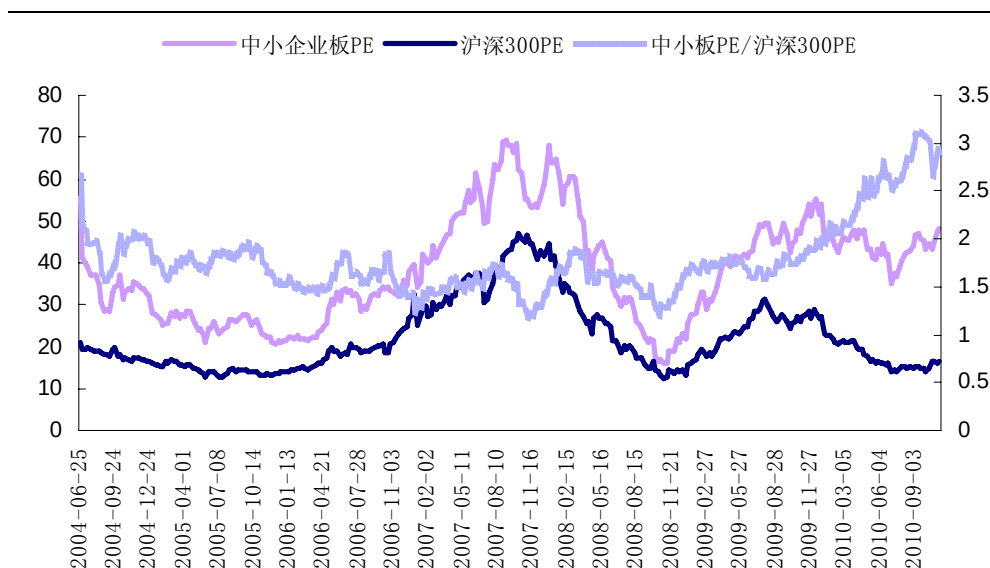


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

中小盘股估值溢价仍然高企

中小板市盈率与沪深300市盈率的比值由9月底的3.04下降至10月底的2.92倍。虽然蓝筹股的上涨使得中小盘股相对大盘蓝筹股的估值溢价略有下降，但下降幅度仍然有限，目前的中小板估值溢价水平仍处于历史高位，较高的估值溢价水平可能构成中小板继续上涨的压力。

图 14: 中小板与沪深300市盈率比较

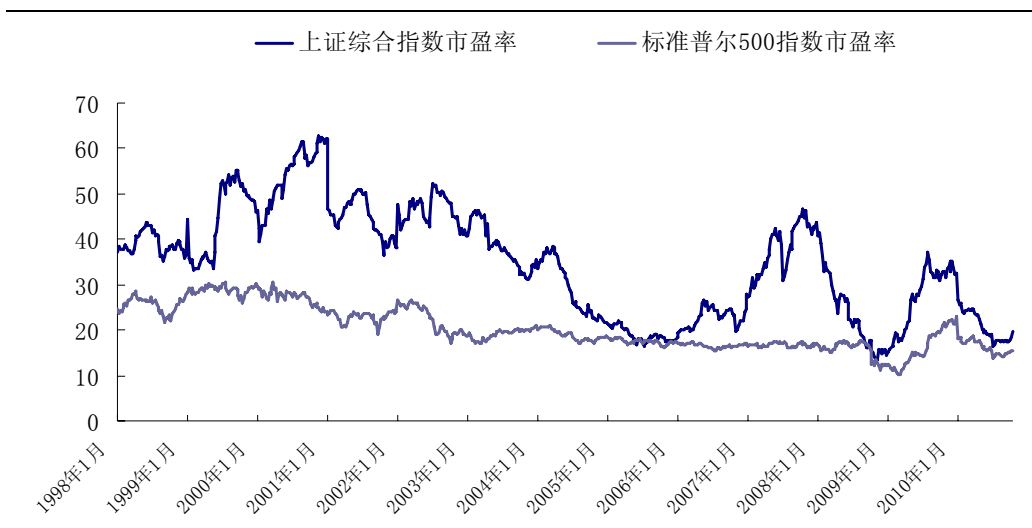


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

A 股相对美股估值溢价略有回升

A 股相对于美股估值溢价由 9 月份最低 13.45% 升至 10 月底的 28.2%，目前该溢价水平仍是远低于历史平均水平，A 股相对美股的低估值优势依然存在。

图 15: 上证指数与标普 500 指数市盈率历史趋势比较 (截止 2010.10.29)

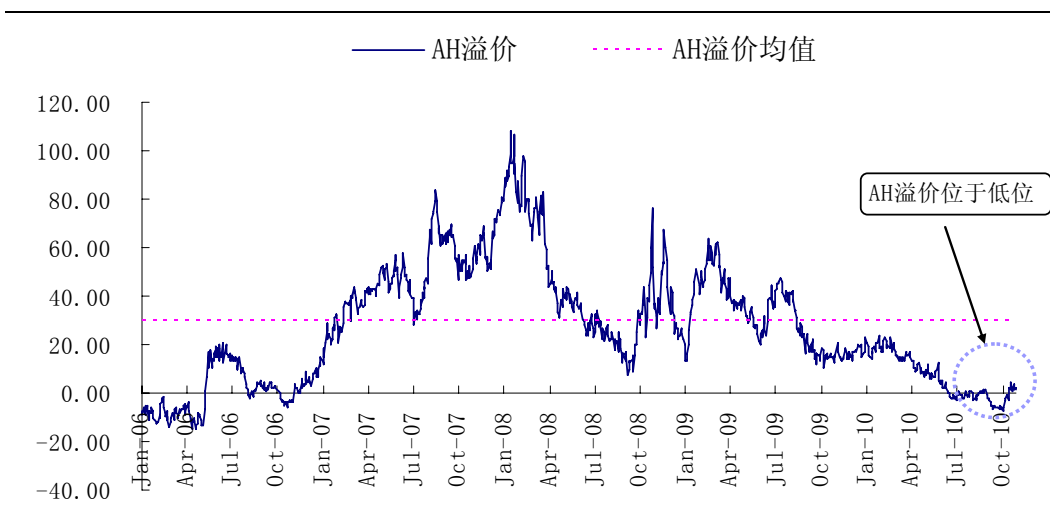


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

AH 溢价位于历史低位

10 月底 101.66 较 9 月底 95.1 有一定回升, 不过从当前的 AH 溢价来看依然是处于历史低位, 因此 A 股相对于港股的估值优势也仍然存在。

图 16: AH 溢价历史走势图

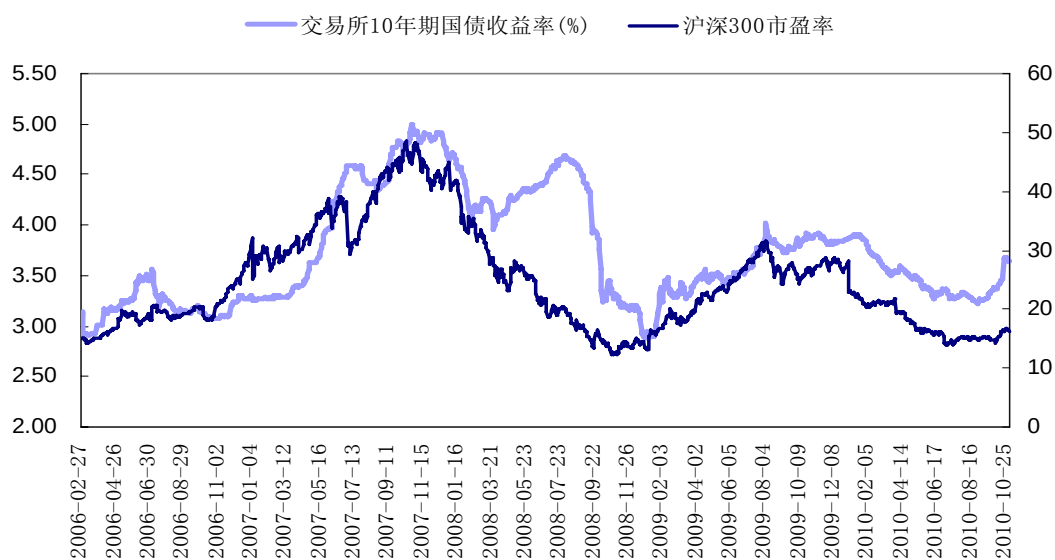


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

A股相对债券估值优势有望维持

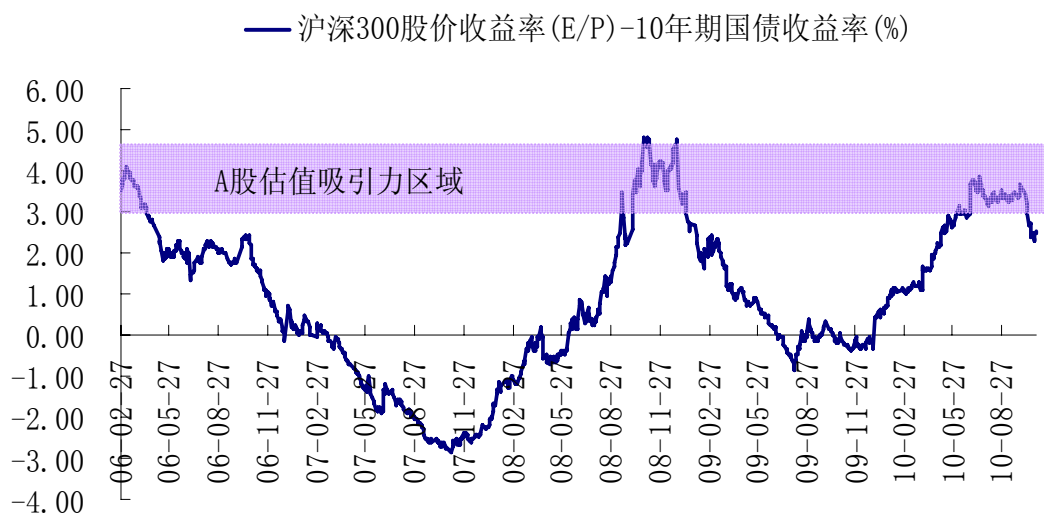
交易所10年期国债收益率近期快速回升至3.6%左右,而沪深300市盈率也升至16.2倍。同时,我们可以看到沪深300股价收益率与10年期国债收益率差值迅速下降,并脱离此前我们认为的A股估值吸引力区域。长期看,在经历了债券高估值与A股低估值的拐点区域之后,A股市场的中长期机会仍有望逐步持续。

图 17: 交易所 10 年期国债收益率与沪深 300 市盈率趋势比较



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 18: 沪深 300 股价收益率与交易所 10 年期国债收益率差值体现估值吸引力



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

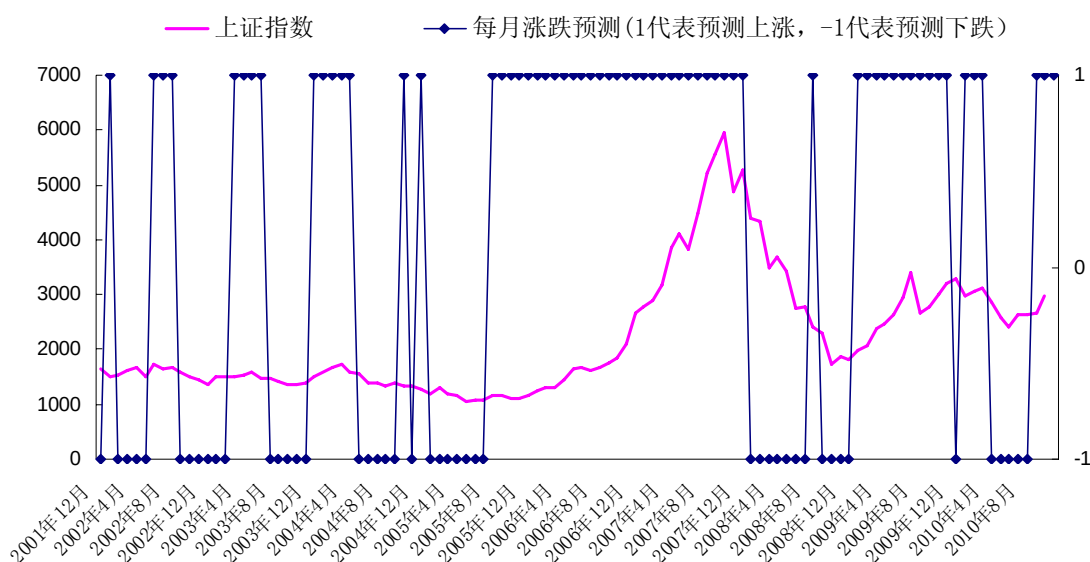
4. MT-SVM 量化模型市场预测:11 月市场继续上涨

11 月份量化预测模型对上证指数的预测结果仍然是上涨，继续延续 9 月、10 月对市场上涨预测的趋势。10 月份，在海外量化宽松预期致流动性泛滥，以及国内经济企稳回升的推动下，低估值的蓝筹板块、资源股和其它周期类板块都表现出色，上证指数在一个月內快速回升至 3000 点以上。我们的量化预测模型在 9、10 月份持续给出市场上涨判断之后，对于 11 月份市场方向的预测保持着模型趋势性的判断，依然维持看涨。近期的 A 股市场，蓝筹股经历了估值修复性上涨，资源股受美元弱势助推也不断高涨，在美国推出量化宽松政策之后，下一阶段美元走势仍将左右市场短期波动，A 股市场也将面临快速上涨之后的震荡压力，11 月份的 A 股市场可能面临较大波动。但在经济基本面逐渐向好的支持下，市场中期向上趋势仍会持续。

因此，综合考虑模型的预测结果，以及国内外宏观环境和市场估值变化，我们认为 11 月份 A 股市场在经历震荡调整之后，仍会保持震荡向上的趋势。

由于 10 月份预测正确，今年前 10 个月中有 3 个月预测错误，今年的模型预测准确率上升到 70%；忽略单月涨跌幅在 2% 以内震荡市的错误预测，准确率仍然可以到 80%。而过去 9 年的累计预测准确率也保持在 70% 左右的水平。

图 19: MT-SVM 模型的预测结果与上证指数历史走势比较



资料来源：渤海证券研究所

5. 转债市场

随着转债价格上涨 7 只转债呈现高估状态，其中双良转债溢价率最高为 12.16%。而锡业转债、铜陵转债、唐钢转债被低估，塔牌转债基本处于合理价值区间。

表 1: 各转债理论价值分析 (10.29)

	实际收盘价	理论价值	纯债价值	期权组合价值	溢价率 (%)	估值评价
新钢转债	123.75	115.6084	99.7213	15.8871	7.04%	高估
博汇转债	130.10	121.6843	93.9638	27.7205	6.92%	高估
双良转债	132.04	117.726	86.2979	31.4281	12.16%	高估
澄星转债	133.05	123.6081	93.5816	18.8717	7.64%	高估
中行转债	112.50	105.3891	86.6804	18.7088	6.75%	高估
工行转债	123.23	113.4294	84.4312	28.9982	8.64%	高估
唐钢转债	114.65	127.5892	95.7629	31.8263	-10.14%	低估
美丰转债	132.26	122.0007	86.6722	35.3286	8.41%	高估
锡业转债	180.90	200.8495	104.2222	96.6274	-9.93%	低估
铜陵转债	175.49	195.135	85.8795	109.2556	-10.07%	低估
塔牌转债	141.25	138.8828	92.3362	46.5466	1.70%	合理

资料来源：渤海证券研究所、Wind 资讯

10 月转债市场债性持续减弱，股性大幅提升。目前唐钢转债呈现纯债特性，新钢转债债性特征有所突出。而博汇转债、双良转债、澄星转债、中行转债债性股性相当，属于平衡型转债。除了上述转债其余 5 只转债均属于偏股型转债，其中锡业转债、铜陵转债转股溢价率分别为-0.38%、3.45%具有很强的股性。

表 2: 各转债债性股性指标一览

	收盘价	转股价值	转股溢价率 (%)	纯债价值	纯债溢价率 (%)	平价底价溢价率 (%)	类型
新钢转债	123.75	82.72	49.61	99.72	24.10	-17.05	偏债型
博汇转债	130.10	93.33	39.40	93.96	38.46	-0.68	平衡型
双良转债	132.04	85.22	54.94	86.30	53.00	-1.25	平衡型
澄星转债	133.05	92.69	43.54	93.58	42.18	-0.95	平衡型
中行转债	112.50	91.49	22.96	86.68	29.79	5.55	平衡型
工行转债	123.23	103.81	18.71	84.43	45.95	22.95	偏股型
唐钢转债	114.65	44.98	154.90	95.76	19.72	-53.03	偏债型

美丰转债	132.26	101.09	30.84	86.67	52.60	16.63	偏股型
锡业转债	180.90	181.59	-0.38	104.22	73.57	74.23	偏股型
铜陵转债	175.49	169.64	3.45	85.88	104.34	97.54	偏股型
塔牌转债	141.25	108.26	30.47	92.34	52.97	17.25	偏股型

资料来源：渤海证券研究所、Wind 资讯

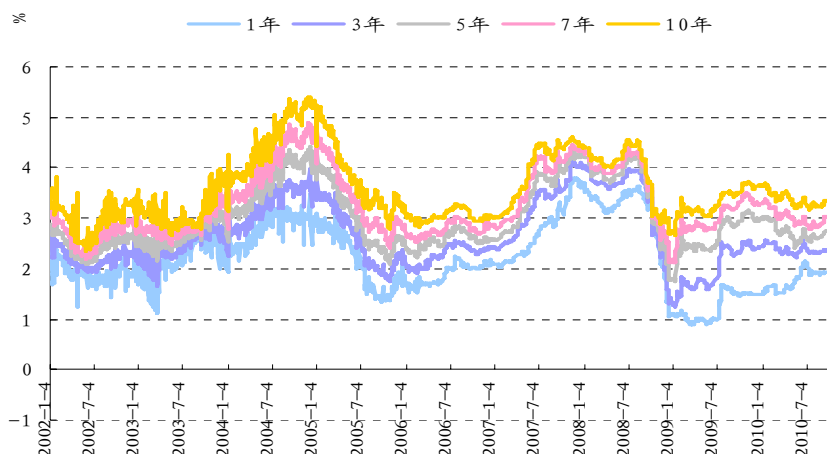
基于我们对 A 股市场 11 月的判断，我们认为转债市场将呈现强势震荡的态势。具体品种方面，两只银行系转债防御性正在逐渐减弱股性在逐渐增强，尤其是工行转债弹性较好，同时考虑银行转债正股目前业绩水平超预期且估值较低未来仍具有进一步上涨的动力，而银行系转债也有望在其正股上涨的带动下走高，建议投资者可积极关注工行转债和中行转债的投资机会。而有色系转债与正股联动性较强，有色正股波动风险主要来自于美元走势和国际大宗商品价格走势，我们认为美元疲软的态势在短期内较难发生根本性的改变因此对于有色板块持谨慎乐观的态度，但是由于目前锡业转债和铜陵转债股性很强，债性支撑非常差，弹性几乎与正股相当，建议看好正股的投资者可转股或直接买入正股。此外，尽管双良转债正股双良节能三季报业绩低于预期，这主要是去年基数较高且受原油价格上涨的影响，但进入四季度随着需求增加和成本传导，公司主营苯乙烯价格呈上升趋势，公司的盈利水平将逐渐好转，同时受益于国家节能减排政策，公司的余热利用溴冷机及海水淡化两项业务将呈现广阔的市场前景，从而促使公司未来盈利能力的大幅提升，我们看好公司的中长期投资价值。不过考虑到目前经过前期大幅上涨转债溢价率较高短期可能存在回调风险，建议投资者不宜追高，可适时关注逢低吸纳的机会。

6. 债券市场

利率市场：

估值支撑有限，而经济基本面、政策面仍持续利空，利率品种 11 月份收益率曲线仍将震荡向上，不过，在经历 10 月份的大幅调整后，收益率上升幅度较趋缓。因此，我们继续建议投资者采取短久期策略，减持 5 年及以上品种，增持 3 年及以下利率品种，待基本面、政策面风险释放完毕后再介入长期品种。

图 20：国债收益率走势

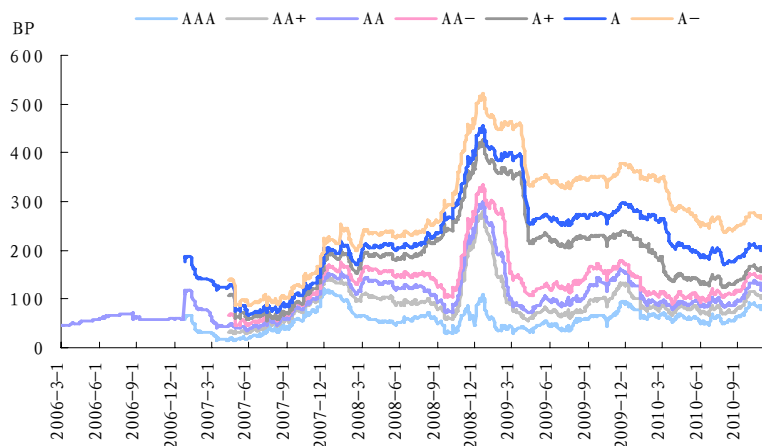


资料来源：Wind，渤海证券研究所

信用市场：

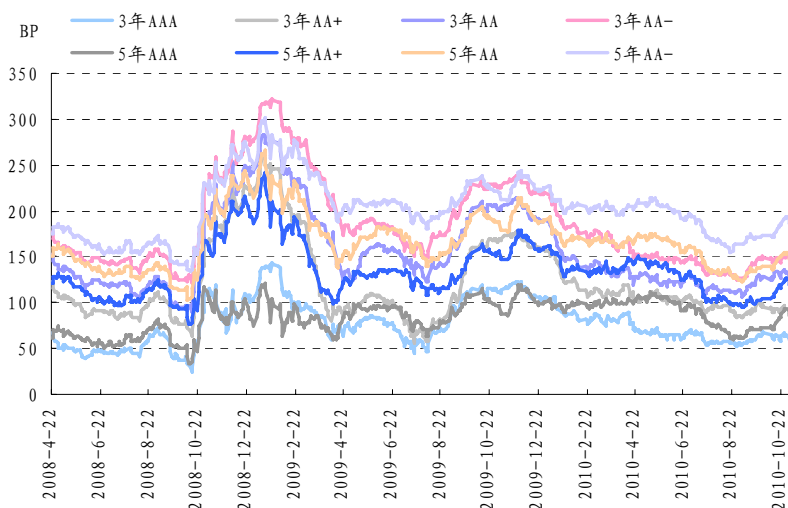
信用债估值仍贵，经济基本面和政策面继续利空，信用债收益率曲线在11月份仍将震荡向上，我们继续建议投资者对信用市场保持谨慎、防守为主，采取短久期策略，减持5年及以上信用债，增持3年及以内信用债。

图 21：短融信用利差走势



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 22：中票信用利差走势



资料来源：Wind，渤海证券研究所

具体操作层面，银行间市场上，我们建议减持 3 年期以上中票、企业债，强烈推荐买入 1 年期 AAA、AA+、AA 短融，推荐适量配置 3 年 AAA、AA+ 中票以及 3 年 AAA、AA 有担保企业债；交易所市场上，继续建议多头先减持此前推荐的交易所高收益债券，待收益率曲线上升到位后重新介入，建议新入市资金或投资者暂时观望，等待经济基本面、估值层面风险基本释放后再择机介入，获取更好的买点。

7. 股指期货市场

期指市场强劲攀升：10 月期指市场呈现一波强劲的反弹行情，四大期指合约分别上涨 15.8%、17.03%、18.27%、18.57%。我们认为市场出现大幅上涨的主要原因是一方面当月连续合约美联储定量宽松政策促使世界范围内流动性泛滥，国际大宗商品价格持续攀升，对 A 股市场形成有力的支撑；另一方面国内经济逐步趋稳也为股市的上涨奠定基础。

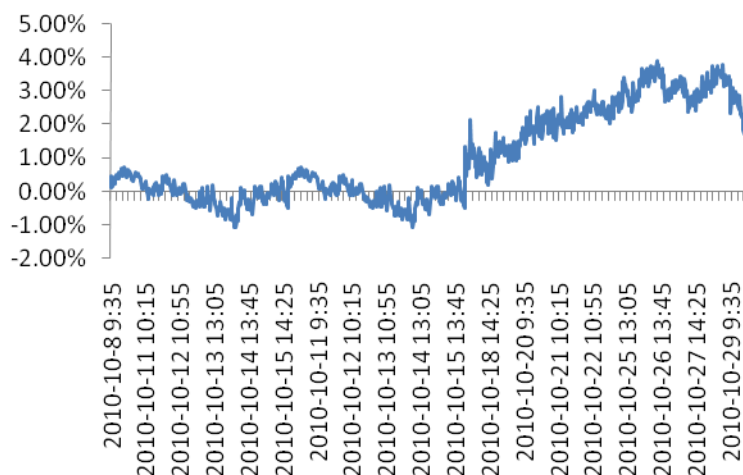
表 3：沪深 300 及股指期货期货合约表现（截止 10.29）

	开盘	最高	最低	收盘	日涨幅 (%)	持仓量 (手)	成交金额 (亿元)	成交量 (亿手/ 手)
沪深 300	2965.65	3499.82	2963.24	3379.98	15.14	—	30796.03	2269.46
当月合约	2972.6	3618	2966.4	3420	15.80	26397	37874.28	3716139
次月合约	2981.2	3655.6	2970	3469.8	17.03	8532	7017.56	705434
当季合约	3000.2	3724.6	2984.4	3517	18.27	2196	434.60	43600
下季合约	3028	3774.2	3026	3571.8	18.57	554	76.22	7471

资料来源：渤海证券研究所、Wind 资讯

期现套利机会频现，套利收益可观。10 月随着市场大幅上涨，四大期指合约的基差水平持续扩大，尤其是 11 月合约成为当月合约后基差上升的速度明显加快。据统计，当月合约、次月合约、当季合约、下季合约最大基差比分别达到 3.92%、5.27%、7.21%、7.21%，存在较大期现套利空间。同时，基差水平持续走高，期现套利出现的频率较之前明显增加。可见，10 月期现套利可获得非常丰厚的回报。

图 23: 当月合约基差比变化



资料来源：渤海证券研究所、Wind 资讯

11 月市场或将进入强势震荡阶段，操作上仍以多头思路为主。我们认为市场中期上涨的趋势没有改变，但在国内政策压力、国际美元指数和大宗商品价格走势波动加上前期市场快速大幅上涨带来的获利回吐压力等因素影响下，11 月 A 股市场或将进入强势震荡阶段。因此，无论是期指单边交易还是期现套利，其收益空间可能较 10 月明显收窄，操作难度也会相对较大。但考虑到中期大盘仍将震荡攀升，建议投资者在操作上仍以多头思路为主，同时可适当关注当月合约的期现套利机会。

图 24: IF1011 与沪深 300 指数的基差比变化

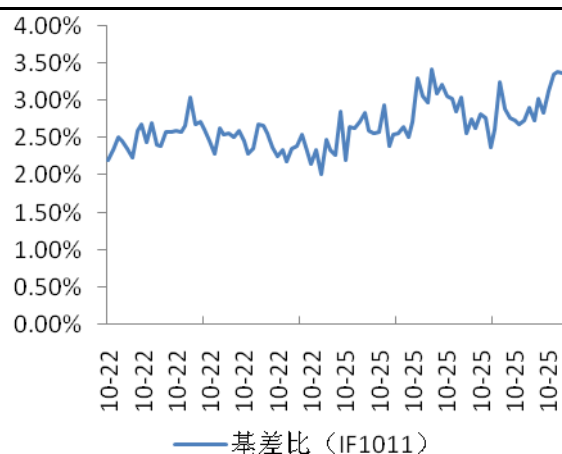


图 25: IF1012 与沪深 300 指数的基差比变化

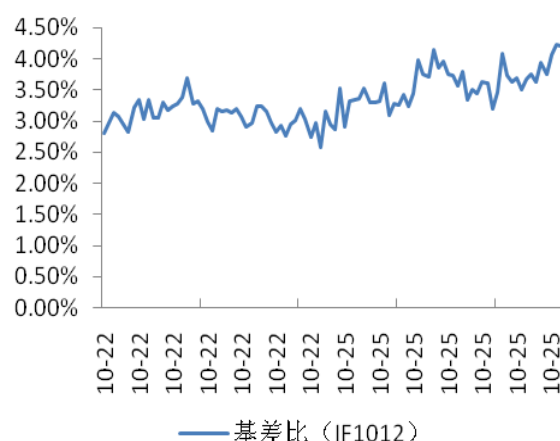


图 26: IF1103 与沪深 300 指数的基差比变化

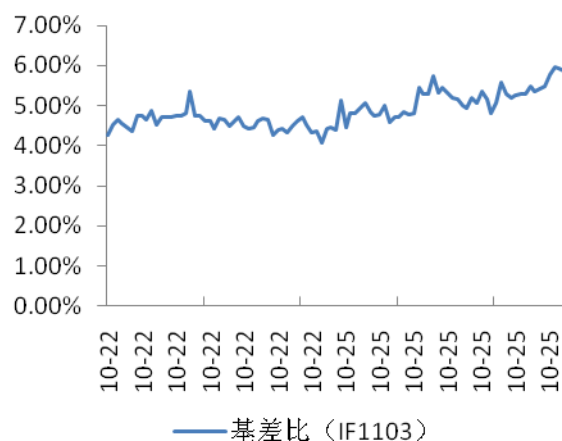
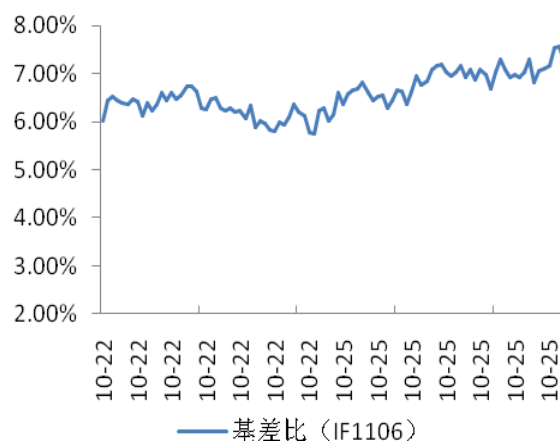


图 27: IF1106 与沪深 300 指数的基差比变化



资料来源：渤海证券研究所、Wind 资讯

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
	loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn
	huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn