



2010.11.15

策略一周——如何均衡



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。
- 在伦敦铜突破 2008 年 8900 的新高，澳元兑美元上升到 1:1 平价，美元指数距离希腊债务危机的 74 以及次贷危机的 70 仅有一步之遥，任何的风吹草动都足以引发市场足够大的震荡，鉴于 10 月份的中国经济数据依然强劲，而美联储的 QE2 实际上对于未来的流动性注入给予了稳定的预期，上周五 160 点的下跌短期来说更像是一种心理上的担忧预期。
- 现在的市场机遇更像是一种“时间差”，时间差的简单归结接近于原材料价格上升之后、终端需求最后开始承受力下降的临界点，而在宏观上则是基于国内、外政策的不同步。以政策作为评判标准，时间差的开启往往源于国内货币政策收紧，而时间差的结束在宏观上应该更多的关注是在于贸易顺差，因为他代表了时间差投资中最重要的货币供给与需求增长的动力。
- 简单回顾下 2006-2008 年时间差中的大宗商品，铜价在 2006-2008 年基本属于区间震荡，而油价则是在 2007 年美国开始放松货币政策之后不断的创新高，中国需求的铜价与美国需求的油价恰恰反映了时间差投资中的实质，此也反称到目前的现实状况，在美国经济处在低位、货币政策已然放松的背景下，与中国需求密切相关的工业类金属短期空间已经丧失，依托于美国需求的原油价格在调整之后应该会表现相对优越。
- 关注经济指标/主题：在美元阶段性反弹的过程中，配置上游与下游均衡的意义已经显示薄弱，金融服务中我们依然配置银行，是鉴于其相对估值低位、可上而下跌过程中存在相对收益，保险更是如此；防御性行业中选择食品饮料、具有技术创新背景的电子；主题依然是关注大股东主导的重组以及小盘股的成长故事。

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——反弹已接近尾声》

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：时间差中的全球大宗

2010 年的 11 月 11 日恰好是国内有意思的“光棍节”，A 股市场有意思的现象就是在于一个中国石化和一个中国石油，指数与个股之间的背离程度让我们更多的想起了 2007 年底股市见顶时的类似风景。

的确，在伦敦铜突破 2008 年 8900 的新高，澳元兑美元上升到 1:1 平价，美元指数距离希腊债务危机的 74 以及次贷危机的 70 仅有一步之遥，任何的风吹草动都足以引发市场足够大的震荡，鉴于 10 月份的中国经济数据依然强劲，而美联储的 QE2 实际上对于未来的流动性注入给予了稳定的预期，上周五 160 点的下跌与其说是风动、帆动，倒不如说成是心动。

当然，心动并不是纯粹自生的，在美国的华尔街上流传着一句“Don't fight the Fed”的谚语，其实这句话放在中国应该更加明显，周五的下跌在一定因素上源于资本市场在加息之后对于未来国内货币紧缩的担忧。这一点也符合我们之前加息之后对于市场的判断，也即现在的状况并非简单的 06/07 年类比，A 股市场在信贷政策变动之后指数的上升空间相对有限。

记得在上周第一篇策略一周中，我提到过现在的市场机遇更像是一种“时间差”，时间差的简单归结接近于原材料价格上升之后、终端需求最后开始承受力下降的临界点，而在宏观上则是基于国内、外政策的不同步。以政策作为评判标准，时间差的开启往往源于国内货币政策收紧，而时间差的结束在宏观上应该更多的关注是在于贸易顺差，因为他代表了时间差投资中最重要的货币供给与需求增长的动力。

对于时间差的理解也决定了我们究竟应该均衡配置的方向，我们可以简单回顾下 2006-2008 年时间差中的大宗商品，铜价在 2006-2008 年基本属于区间震荡，而油价则是在 2007 年美国开始放松货币政策之后不断的创新高，中国需求的铜价与美国需求的油价恰恰反映了时间差投资中的实质，此也反称到目前的现实状况，在美国经济处在低位、货币政策已然放松的背景下，与中国需求密切相关的工业类金属短期空间已经丧失，依托于美国需求的原油价格在调整之后应该会表现相对优越。

一、策略所见：美元反弹的影响牵连

我们在撰写策略部另一个周报《伐谋周刊》的时候有一部分是关于市场运行态势的讨论，对于上周的猜测基本一致预期都在震荡向上，如今结果水落石出却实在找不出用何种词语来形容，不过震荡起码是说对了。

结合周边市场以及大宗商品的状况，市场的剧烈波动最先起源于美元在本周的持续反弹，反弹的关键动力是在于爱尔兰可能爆发的类似于希腊的债务危机，而在周四国内 A 股风云突变的同时，韩国股市也呈现异常波动，据报道，韩国股市周四见到创纪录外资卖超，交易商称，因选择权到期，且有全面程序式卖盘，外资在韩国股市卖超 1.3 兆(万亿)韩元(11.7 亿美元)，为韩国证交所 1998 年开始统计外资交易以来的最高水准。

同日，美糖出现纽约 ICE 市场原糖主力合约价格大幅下跌近 10%，创 2008 年 3 月 17 日以来最大单日跌幅。

如此众多的高位风险巧合因素放在一起，也难怪市场会出现 14 个月以来最大的幅度调整，但是细细来看，与希腊债务式危机相比，现在欧盟有 7500 亿欧元的稳定基金，IMF 也可以随时准备出手，所以当市场集资不利，不过意味着援助资金需要登场维持秩序，欧猪国家违约风险在今后的 2-3 年内并不高，因此，基于希腊债务式危机的美元短期反弹空间有限，我们的全球策略研究员也认为美元的此次反弹高点可能仅在 82 左右。

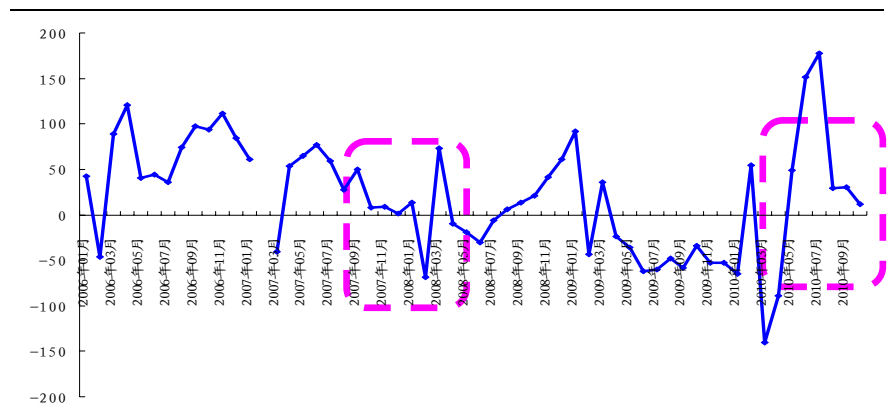
另一方面，从流动性的角度，2008 年 3 月份美国的金融机构已经呈现急剧的去杠杆倾向，市场的大幅下跌源于流动性的急剧收缩，但是现在并未看到这种迹象，最多也只是美元套利交易的一些去杠杆。尽管如此，短期的美元预计仍将维持强势，而时间差的明确开启，也需要等到 11 月份中央经济工作会议的召开定调。

二、策略所闻：多空之间

在市场呈现较大幅度的震荡之后，市场前景展望之间开始存在较之前更大的多空分歧，我们依然围绕上周策略一周看待国内 A 股市场的逻辑出发，时间差的开始源于国内信贷政策的转变，假设 12 月份中央经济工作会议对于 2012 年信贷目标的调控与 10 月份以来的加息、存款准备频繁调整相一致，那么时间差的窗口已经开启，市场的核心决定因素其实是在于贸易顺差。

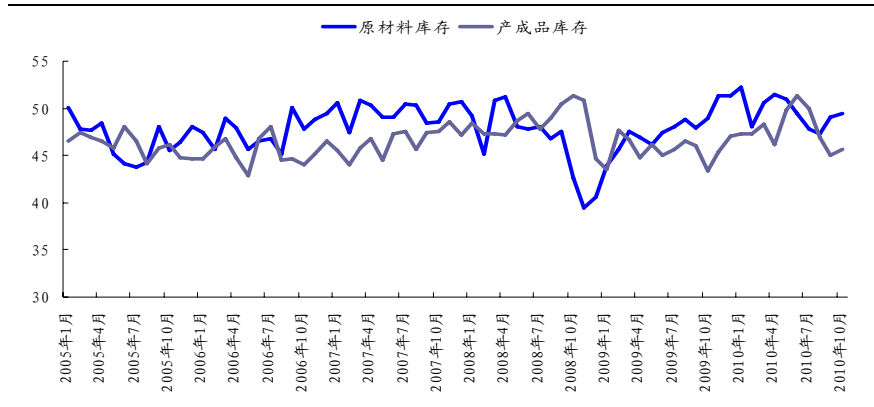
10 月份以人民币计价的贸易顺差同比增速在 11.28%，处在相对较低的位置，美国 2010 年经济低位上的放货币与 2007 年高位上的放货币，对于中国的最大影响应该就是在于前者的贸易顺差并不能被有效放大，因此，如果 12 月份的信贷目标低于预期甚至于中性，整体市场的机会在未来应该不大。当然，在贸易顺差没有呈现 2007 年底、2008 年初的情形时，A 股市场也不会太差，在经历了上周 160 个点的震荡之后，我们认为短期市场仍然具备等待和选择一些成长股投资的价值。

图 1：人民币计价的贸易顺差同比增速处在相对低位



数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 2: PMI 库存指标预示着国内经济短期仍有向上的动力



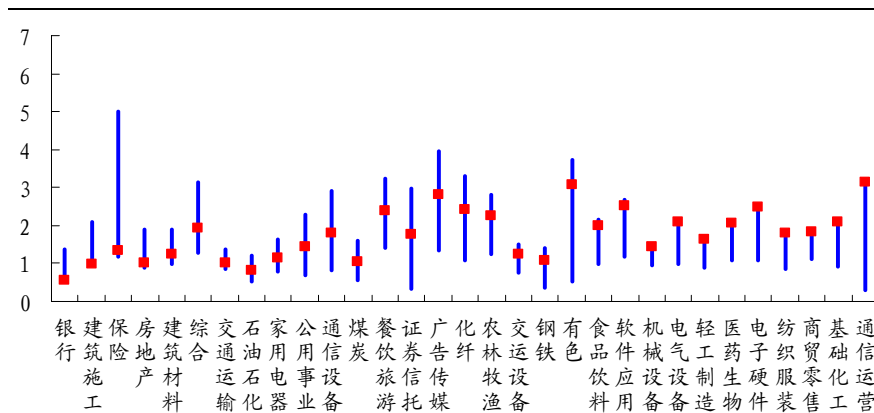
数据来源: 国泰君安证券销售交易部

三、策略所思: 如何均衡

在上周的行业配置建议中, 选择的超配行业集中在金融服务、机械、电子以及食品饮料, 之所以选择把资源刨除在外, 是因为考虑美元低位以及市场中本身美元的净空头仓位过于偏高, 资源品价格动荡一触即发, 可是, 对于 A 股市场而言, 采掘以及上证指数受制于中石化、中石油略有失真因此配置中收益有所靠后。

本周的配置建议如下, 在美元阶段性反弹的过程中, 配置上游与下游均衡的意义已经显示薄弱, 金融服务中我们依然配置银行, 是鉴于其相对估值低位、可上而下跌过程中存在相对收益, 保险也是如此; 防御性行业中选择食品饮料、具有技术创新背景的电子; 剔除我们 7 月份以来一直看好的机械设备, 并非否认高端技术装备的必要性, 只要从策略的角度需要降低整体周期性尤其是中下游制造业的配置比例; 至于资源, 我们相信在贸易顺差维持在现有格局的背景, 其存在伴随美元波段性的操作价值, 并且他应该要优于传统的中下游周期性制造业。

图 3: 分行业历史相对市盈率比较



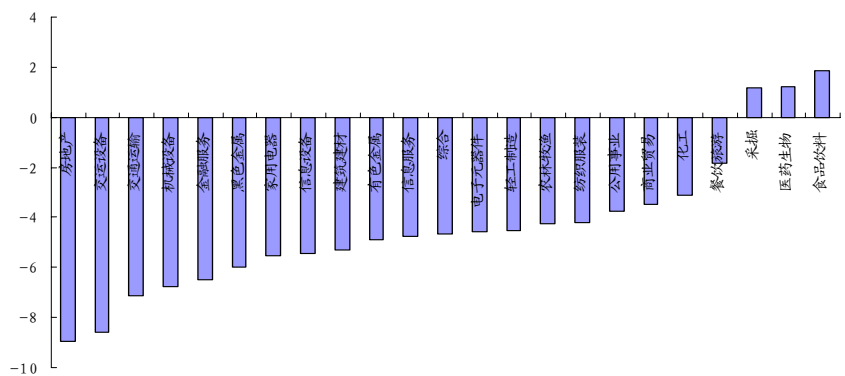
数据来源: 国泰君安证券销售交易部

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
美国核心 CPI	11 月 17 日	10 月份核心 CPI 市场一致预期是在 0.1%，9 月份核心 CPI 是 0%，美国国内的价格水平一方面房屋价格仍旧在低位徘徊，另一方面居民的收入增长也难有起色，因此通胀水平在很长一段时间内都会维持在现有水平左右
大股东主导的并购重组	证监会上市公司监管部副主任赵立新表示证监会将进一步加大资本市场支持并购重组的力度。	研究员推荐葛洲坝，作为水利水电施工行业的寡头之一，在大型水电项目上具有突出经验与技术优势，市场份额 25% 左右。推荐理由包括(1)灾后水利项目必然大规模开展；(2)水电项目触底回升，增幅大；(3)央企重组预期，水利水电同质公司多，必然存在行业整合的可能性。

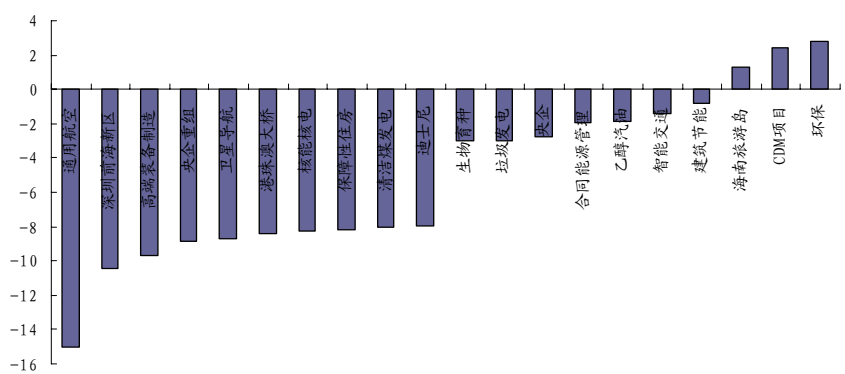
数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 4：板块表现中，食品饮料、医药生物、采掘领先



数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 5：主题投资中，表现前十与表现后十



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		