



挖小坑，种大树！

——2011年4月量化投资策略

报告日期：2011年4月01日

分析师

宋绍峰 FRM, CIIA

☎010-88366060-8869

✉ songsf@cgws.com

执业证书编号：S1070210030003

要点：

- 市场环境：**我们仍然看多！这是战略上的考虑，防守只是眼下的战术。鉴于4月中旬之前投资者可能会对经济下行、通胀过高以及货币政策进一步紧缩等不利因素产生担忧，我们暂且认为在4月上旬当采取防守型策略，但考虑到本次调整空间和时间不会很长，因此可谓“挖坑”行情，值得在2850点以下顺势加仓布局！板块配置上，防守型的做法是将资产转移到金融、地产、航空航运等下跌空间较小的行业。对于小盘股，还是易逐渐降低整体的配置比例。可以考虑提前参与的左侧行业建议为航空航运股。二季度末航空股将进入传统旺季，航空股即将度过最坏的时节；受外需转暖影响BDI指数有望反弹。
- 择时建议：**我们多个量化择时指标均为一致看多。但对小盘股指数中证500的择时指标即将触及看空线，小盘股Hurst指数也显示出小盘股迈入下降通道。综上所述，我们继续看好市场中线走势，但趋势上关注小盘股的系统性风险。
- 量化选股组合：**上期（3月）我们的震荡市阿尔法选股策略只取得-1%的战绩落后于沪深300指数走势。本期盈利数据有了较好的补充，效果有望获得改善，建议关注新入围股票池中远航运、东山精密、通富微电等投资机会。上期我们的估值反转策略（贝塔型策略）获得了4.79%的绝对收益。鉴于当前大盘明确偏向于低估值的板块，并且寻求价值处于底部区域的行业。我们本期着重推荐低估值+反转贝塔型选股策略。本期入围股票池仍然集中于地产、银行、交通运输等子行业。近期我们逐步开展对量化行业配置的研究，最新一期推荐的行业为：地产、银行、黄金、景点旅游、钢铁。

相关报告

《期待洗盘之后的健康——2011年3月量化投资策略》

2011年3月3日

《情绪比较稳定，风格仍在纠结——2011年1月量化投资策略》

2011年1月5日

《近忧不悲，远忧不虑——2010年12月量化投资策略》

2010年12月3日

《谜底将要在混乱中揭晓——2010年9月量化投资策略》

2010年9月2日

《后市分歧毕现，量化选股成绩优良——2010年8月量化投资策略》

2010年8月2日

《撕破熊皮，且战金秋——2010年7月量化投资策略》

2010年7月2日

《小盘优势渐逝，战术性配置中盘绩优股——2010年5月量化投资策略》

2010年5月4日

《量化投资系列之七——双均线择时：战胜震荡，把握趋势》

2011年2月28日

《量化投资系列之六——基于SVM的量化择时方法》

2010年8月31日

《量化投资系列之五——阿尔法型市场中的选股策略》

2010年6月18日

《量化投资系列之四——大小盘风格轮动的标识》

2010年5月10日

《量化投资系列之三——动态预期选股+股价动量反转策略》

2010年4月19日

《量化投资系列之二——动态选股模型初探》

2010年2月11日

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、市场环境

我们仍然看多！这是战略上的考虑，防守只是眼下的战术，量化指标也是如此指示。

当前正是二季度策略集中发布的时期，检验一下卖方同行以及我们自己策略组的观点，占据多数的是二季度经济增长可能出现下滑态势，同时通胀压力难以消解，因此市场预计不会太好，至少不能有大的涨幅。在齐刷刷的看空言论之下，3月末市场就显现出调整的迹象，避险资金纷纷朝银行、钢铁等低估值区域转移。在3月里涨幅过大的行业开始调整，中小板再次流传“还账”学说。

事实上，经济面的困扰已经持续了半年之久，08年以来，各种统计数字已经出现比较强烈的扭曲趋势。不容否认的是，内生性的增长依然十分强劲。政策一旦放松将会给A股市场带来强大的刺激。因此众多机构都在纷纷猜测政策的放松时间，无可否认的是，这轮政策放松拌上先前的货币泛滥将造就一波可观的牛市，这也是我们看好今年下半场乃至明年市场的重要依据之一。但从当前而言，我们认为看空的观点也的确有道理，至少英明的做法是要遵从“选美理论”。4月中上旬将是检验本轮看空言论的战场。我们看空的原因之一，四五月期间上游和中游面临去库存期，经济数字不会好看，更让人容易产生“戴维斯双杀”的错觉；原因之二，加息和加存款准备金率仍然可能出台，如果市场提前反映将会是一轮反弹的开始，如果是出乎市场预期则会带来更大的打击，这个时间窗口将诞生在4月中旬；原因之三，当前开放式基金仓位仍然不低（偏股型基金平均仓位85%），向下减仓有空间。从大盘向下的幅度来看，我认为最多到2800点而更可能在2830附近企稳，技术分析的經典压力位指示当前指数运行区间当是2830至3050，除非有太大的变化才能实现突破，当然我不是技术派的信徒，但这个规律最近一年多以来运行相当准确；第二点原因在于如果按照最近1年的成交额加权平均算成本位，这个成本为就在2800。综合而言，2800点成为重要的下跌阻力位（不是简单的技术分析）。从调整的时间来看，我认为最短应该在4月的某次货币政策（可能是加息或者加存准）公告后结束，如果拉长一些，则最多在5月底附近。我们了解到当前春耕的态势其实不错，夏粮丰收已经形成预期，而石油价格的进一步上攻可能性不大（否则会加剧美国经济滞胀以及消费收缩的担忧，所以美国人要打利比亚，控制石油），所以通胀乐观一点看，在5月就应该看到下降预期。

当前时点来看，下跌的空间其实已经非常有限（对应上证指数不到5%的跌幅）。但我们要关注的是结构性的调整，对于机构投资者而言，需要的是维护市值。今年以来，主动型基金的业绩差异实际上不大。分析一下第一季度行业的配置，简单回顾1至3月的申万三级行业涨跌幅则几乎没有一个板块具备上涨的持续性，换一句话说，动量（momentum）失效，市场心理偏重于防守。

图 1：上证指数的技术分析压力位区间



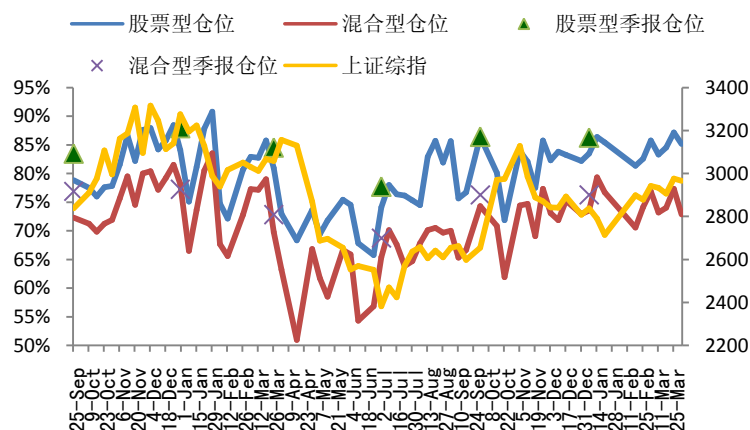
数据来源：wind

表 1：一至三月申万三级行业涨跌幅

2011 年 1 月		2011 年 2 月		2011 年 3 月	
上涨前 10 名	涨幅	上涨前 10 名	涨幅	上涨前 10 名	涨幅
铁路设备	30.11%	其它视听器材	23.23%	水泥制造	15.19%
船舶制造	21.13%	毛纺	23.14%	其它视听器材	14.92%
农机设备	18.88%	空调	22.82%	毛纺	13.18%
通信运营III	15.62%	维纶	22.31%	洗衣机	12.48%
商用载客车	13.99%	丝绸	21.58%	印染	11.17%
铁路运输III	13.44%	化工新材料III	21.57%	焦炭加工	10.74%
重型机械	12.44%	小金属	20.44%	石油贸易	10.59%
建筑施工	11.18%	洗衣机	19.91%	铅锌	10.39%
冶金矿采设备	10.85%	其他种植业	19.91%	制糖	9.95%
机械基础件	10.67%	通信传输设备	19.35%	其他轻工制造III	9.60%
下跌前 10 名	涨幅	下跌前 10 名	涨幅	下跌前 10 名	涨幅
印刷包装机械	-10.88%	航运III	3.19%	软件开发	-7.71%
其他化学制品	-10.91%	肉制品	2.69%	通信配套服务	-7.85%
其它信息服务	-11.22%	食品综合	2.50%	其他种植业	-7.96%
医疗服务III	-11.46%	葡萄酒	2.27%	肉制品	-8.10%
其它计算机应用	-11.48%	银行III	1.46%	铁路设备	-8.38%
调味发酵品	-11.80%	石油开采III	1.31%	水产养殖	-8.40%
果蔬加工	-12.58%	保险III	0.94%	乳品	-8.43%
宽带网络服务	-14.86%	铁路运输III	-0.04%	其他白色家电	-11.52%
其他白色家电	-15.00%	通信运营III	-2.62%	种子生产	-17.56%
人工景点	-15.69%	铁路设备	-4.69%	农用机械	-17.62%

资料来源：wind，长城证券研究所

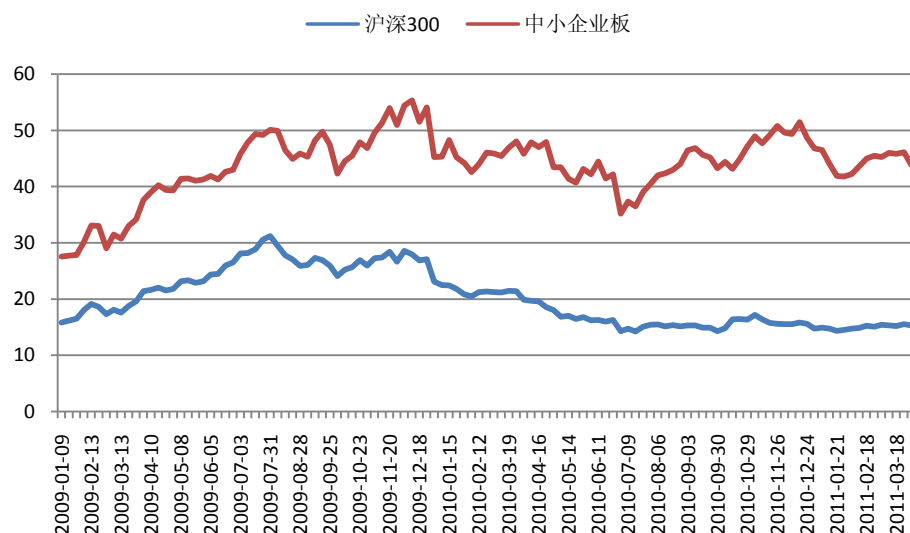
图 2: 开放式基金仓位走势



资料来源: wind, 长城证券研究所

从大小盘的估值对比来看,小盘股在年报中没有爆发出应有的增长态势,因此中小板以及创业板整体来看已经没有什么吸引力。当前沪深 300 的估值已经跌到了 2008 年年末的位置,而中小板指数的估值显然过高,向下回归形成趋势。从小盘股的选股思路而言,多选取重组股、反转股是正路,而增长的故事描绘得无论怎么好,如果短期估值不便宜,则必须放弃。小盘股今年的选股难度非常之大。

图 3: 沪深 300 与中小板指数的 TTM PE 估值对比



数据来源: wind

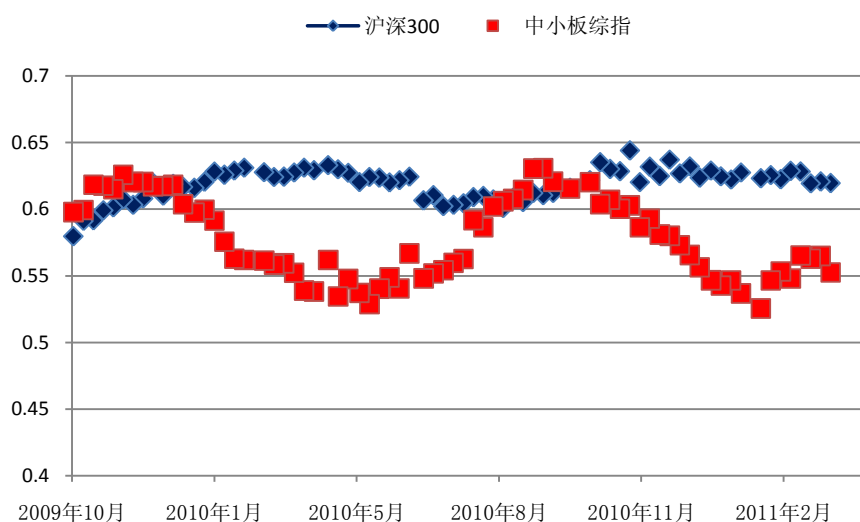
从外围局势来看,我认为 4 月没有什么超预期的东西。当前美元指数回落至 76 点之下已经超乎我们预期,但估计整理不久后还会向上,美国三季度应该能见得到停止 QE2 或者加息的明确信号,届时美元走强。此后美股走势料及会进入到震荡区间,相应地新兴市场国家的资金流出暂告一段落。同样符合我们下半年 A 股转牛的逻辑。

综合而言，我们暂且认为在4月上旬当采取防守型策略，市场虽然可能面临调整，但考虑到空间和时间不会很长，因此可谓“挖坑”行情，值得在2850点以下顺势加仓布局！板块配置上，防守型的做法是将资产转移到金融、地产、航空航运等下跌空间较小的行业。对于小盘股，还是易逐渐降低整体的配置比例。可以考虑提前参与的左侧行业建议为航空航运股。二季度末航空股将进入传统旺季，航空股即将度过最坏的时节；受外需转暖影响BDI指数有望反弹，我们早在去年年底便提示了二季度就是配置航运股的季节！

2、择时建议

中小板综指的Hurst指数近期掉头向下。中小板指数在短暂的反弹升势之后，再次进入调整周期。而沪深300仍然显示出无记忆性走势。

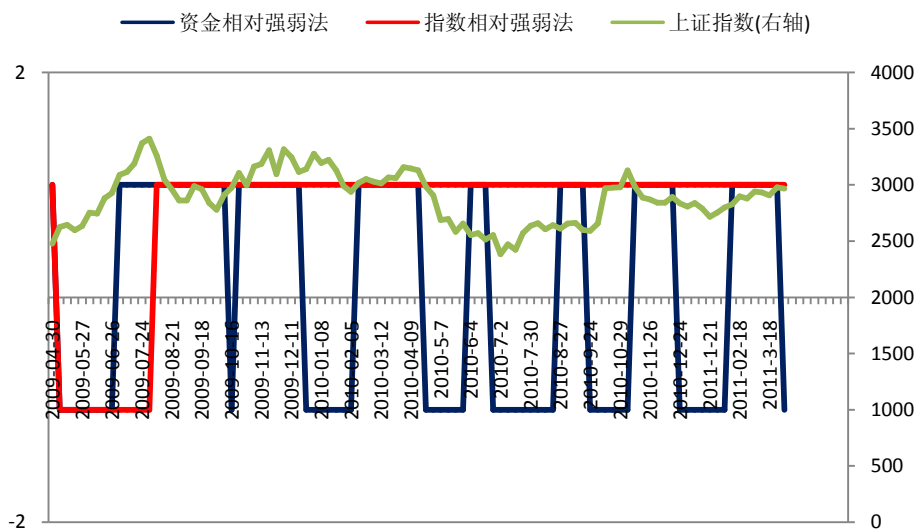
图4：沪深300与中小板综指的Hurst指数走势



资料来源：长城证券研究所

我们设计的大小盘风格轮动当前指示为短线看多大盘看空小盘（资金相对强弱法），而长线仍然看多小盘股（指数相对强弱法）。

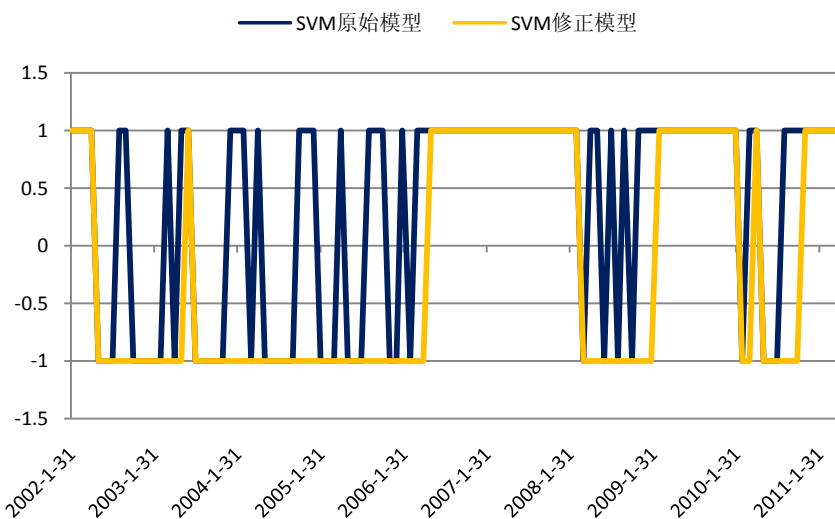
图 5：大小盘风格轮动指针（1 为买小盘，-1 为买大盘）



资料来源：wind，长城证券研究所

我们的 SVM 绝对择时模型自去年 11 月以来便连续看多上证指数。当前一期指示 4 月市场仍然看多。

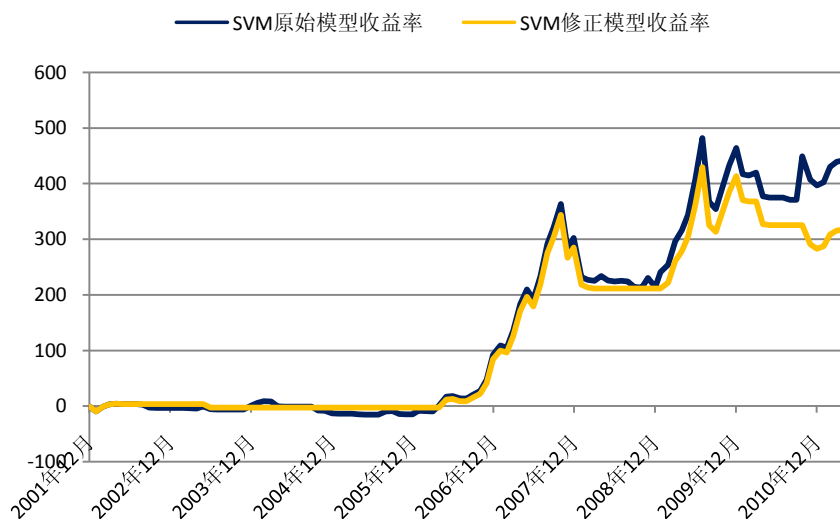
图 6：SVM 模型择时策略的预测结果



资料来源：长城证券研究所

当前通过 SVM 模型获得的累计收益已经逼近前期高点。

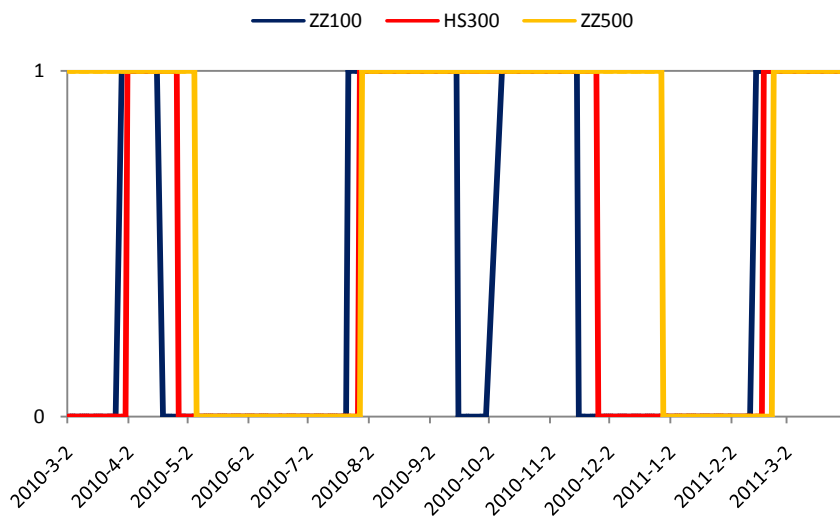
图 7: SVM 模型择时的累积收益



资料来源：长城证券研究所

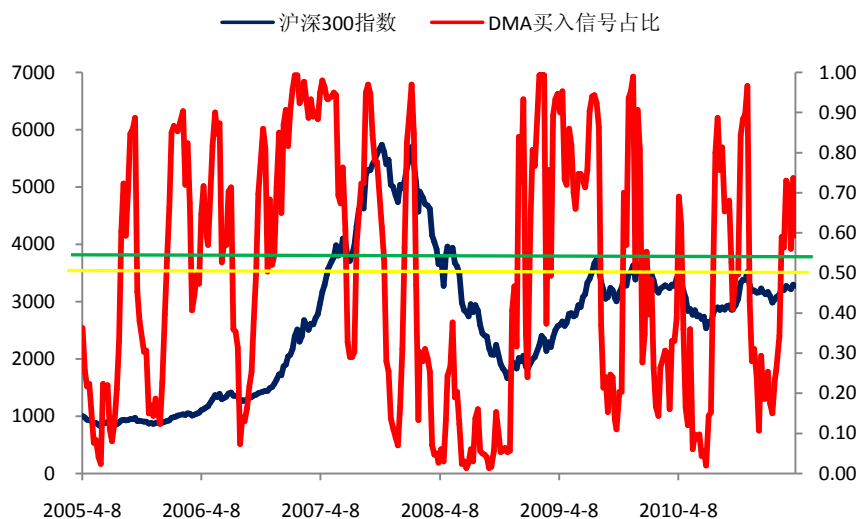
我们今年设计的双均线择时模型当前指示为全面看多，包括中证 100、沪深 300 和中证 500 都发出买入信号。利用 DMA 群做的择时模型当前判断也为看多，但中证 500 的买入信号占比降至阈值附近，距离 0.5 的看空阈值非常接近。这个信号表明，小盘股面临比较大的风险。

图 8: 主要指数的双均线择时模型结果（1 为买入，0 为空仓）



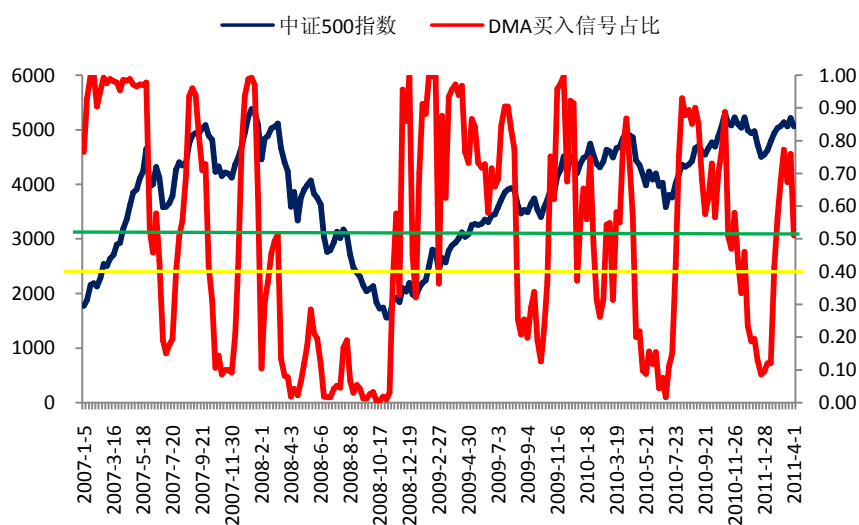
资料来源：长城证券研究所

图 9：沪深 300 的 DMA 群择时信号



资料来源：长城证券研究所

图 10：中证 500 的 DMA 群择时信号



资料来源：长城证券研究所

3、量化选股

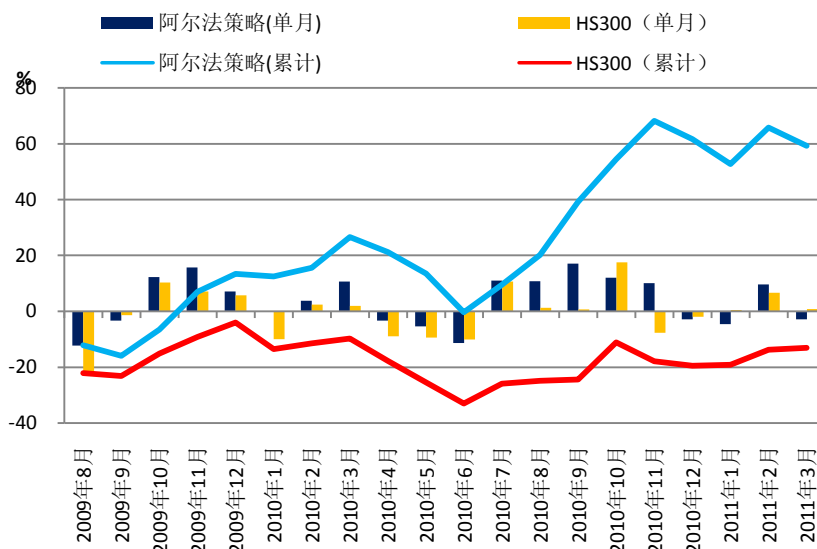
上期（3 月）我们的震荡市阿尔法选股策略只取得-1%的战绩，落后于沪深 300 指数走势。糟糕的表现归结于模型本身不适合市场节奏，还有一季度很多盈利预测的数据量没有出台导致了盈利因子仍然采取过去一期。本期盈利数据有了较好的补充，效果有望获得改善。

上期我们的估值反转策略（贝塔型策略）获得了 4.79%的绝对收益。鉴于当前大盘明确偏向于低

估值的板块，并且寻求价值处于底部区域的行业。我们本期着重推荐贝塔型选股策略。本期入围股票池仍然集中于地产、银行、交通运输等子行业。

近期我们逐步开展对量化行业配置的研究。方法仍在讨论中，需要很多完善。但暂且公布最新一期的行业配置建议，我们本期推荐的行业为：地产、银行、黄金、景点旅游、钢铁。

图 11：震荡市阿尔法选股策略的累计收益与单月收益（单月调仓费用 1%）



资料来源：wind，长城证券研究所

表：阿尔法选股策略（大盘占优）4月选股

莱宝高科	中国南车	宁波富达	盐湖钾肥	洋河股份	通富微电	汉钟精机	广电运通	东华软件	双良节能
科达机电	荣信股份	东山精密	太原重工	中远航运	水晶光电	横店东磁	东方日升	得润电子	现代制药
中泰化学	东方通信	国星光电	海大集团	芭田股份	金发科技	海康威视	哈空调	华天科技	长春高新

资料来源：长城证券研究所

表：贝塔型选股策略

中粮地产	云南城投	信达地产	格力地产	深发展 A	青岛双星	苏宁环球	赣粤高速	福建高速	北京银行
嘉宝集团	吉林敖东	中国石化	交通银行	楚天高速	东安动力	雅戈尔	长安汽车	深圳能源	一汽轿车
中信银行	山东高速	香江控股	宜华木业	中国中铁	中国中冶	柳钢股份	博汇纸业	东北制药	中原高速

资料来源：长城证券研究所

研究员介绍:

宋绍峰: 07年毕业于清华大学热能工程系, 获工学硕士学位, 持有FRM、CIIA等资格, 通过CFA 3级考试, 研究范围包括金融工程与中小盘研究

研究员承诺:

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>