



2011.05.03

策略一周——“鸵鸟”策略



钟华

021-38674602

zhonghua008457@gtjas.com

S0880511010056

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下的策略逻辑。
- 从A股主板市场的影响因素来看，我看不到与之前相比任何的转折性，工程机械以及部分耐用消费品销量回落在预期之内，毕竟他们今年的看点或者说风险可以等到二季度后的保障房投资建设期再加以评估，与其说市场近期的调整是被未来预期的经济调整所致，我倒不如更愿意相信是基金高仓位下的心理波动，B股与创业板则起到了推波助澜的作用。
- 指数在上周呈现出的低人气杀跌的确透露出些许熊市的味道，但是市场估值体系的结构分化也为A股短期在2900点左右的位置提供了足够多的安全边际，在目前观测风险尚在可控范围的情形下，趋势性向上和向下的概率均不大。主题上我们之前关注过的增发、大股东全流通概念值得跟踪，而行业配置上的主逻辑由一季度的景气循环过渡到制度变革的空间，涵盖电力以及一些供给受限的高耗能行业。
- 虽然现在的经济背景与2007-2008年时已有着重大区别，但是从一些细节因素我们还是可以找到相关性，作为美元指数快速下跌与震荡筑底的两个时间段比较，同样的中国经济增长在政策紧缩后出现一定的回落，而美元指数也处于趋势性的弱势，从两个时间段的对比来看，美元后续不断的贬值对于有色金属类价格的刺激更为分化，农产品相对受益，真正强势的只有原油。
- 关注经济指标/主题：
行业配置方面，保险（20期）、银行（15期）、电力（4期）、食品饮料（4期），近期权重股银行、保险有所调整，基金高仓位下选择减持流动性较好的大金融在我们的预计之内，目前的下跌风险并不大，行业选择的轮动规律由之前的景气循环转向制度性变革，维持阶段性看好电力以及食品饮料。

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

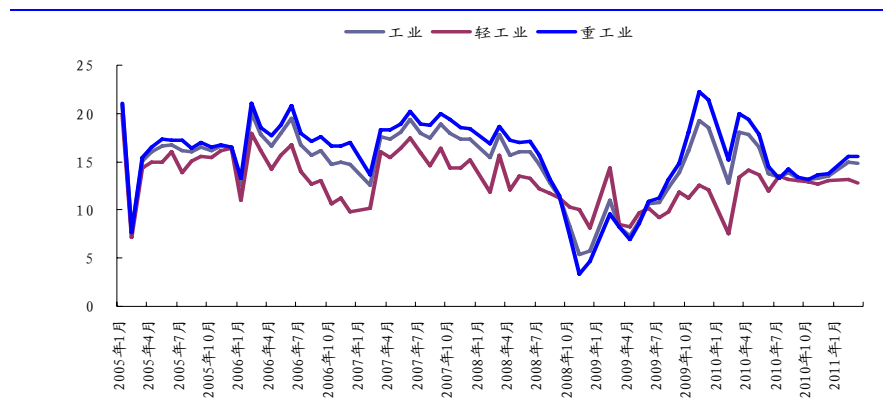
引子：“鸵鸟”策略

本周 A 股市场出现了较大幅度的持续性下跌，而细数阐释的原因，可以按照市场结构归结为如下几类：

- 1、中小板、创业板：一季报业绩地雷频出，海普瑞、汉王科技的陨落更是在一定程度上放大了创业板的恐慌心理
- 2、B 股指数：可能的解释原因最多有如下几种，国际板的推出使得 B 股在中国资本市场中的低位在下降；技术性调整的需要，B 股自 2010 年以来走势一直强于 A 股，从技术形态来说，缓慢创新高的过程也容易在目前位置出现快速下跌；美元强势说，美国财长伯南克表示要捍卫强势美元，如果人民币兑美元出现趋势上的转折，那么对于汇率最为敏感的 B 股资产将率先受到冲击；外资做空中国说，B 股是国外资本市场比较容易参与的国内交易品种；B 股可能会被率先征收资本利得税
- 3、A 股主板：节前银行间市场利率有所提升，银行日间存贷比考核的渐行渐近预示着新增信贷未来超预期的概率很小；工程机械、部分耐用消费品销售数据低于预期，而从新公布的 4 月 PMI 数据来看，工业生产也受制于之前的政策紧缩，开始呈现回落；食品饮料的安全问题加大了市场的不安定因素

从 A 股主板市场的影响因素来看，我看不到与之前相比任何的转折性，银行间市场利率上行与年初相比要缓和的多，而工程机械以及部分耐用消费品销量回落在预期之内，毕竟他们今年的看点或者说风险可以等到二季度后的保障房投资建设期再加以评估，这也涵盖了目前所看到的经济回落对于市场风险评估的地位。与其说市场近期的调整是被未来预期的经济调整所致，我倒不如更愿意相信是基金高仓位下的心理波动，B 股与创业板则起到了推波助澜的作用。

图 1：去年二季度开始的去库存对于工业增加值和经济的影响尚属缓和



数据来源：国泰君安证券销售交易部

我们之前也承认二季度越到末期市场的上行动力会越发艰难，毕竟缺少流动性增量而且周期性行业景气程度将会在政策压缩下呈现一定回落，但是衍生于国内主动性调控的周期回落目前来看应该是缓和的，尤其是在经历了去年二季度经济如此轻松的调整过程之后，由国内内部政策转

变所引致的经济调整风险尚为可控，这就好比今年对于房价的调控目标更为踏实，但是保障房建设目标对于经济的缓冲也更为坚决。试想在同一逻辑下，去年政策调控后从 3000-2300 再回到 3000 的过程，在目前的点位来说，同样的调整逻辑市场接受程度将会大大加强。

至于真正的风险点我们一直贯彻的是海外尤其是美元的波动，国内经济中目前的高库存现象单靠内部需求变动相信可以以缓和的方式加以解决，但是如果现今低位的美元由于部分促发性因素出现强势，那么大宗商品价格的调整将会放大去库存的效应，而以美联储短期的政策决断来说，美元的弱势可能还会在近期持续。

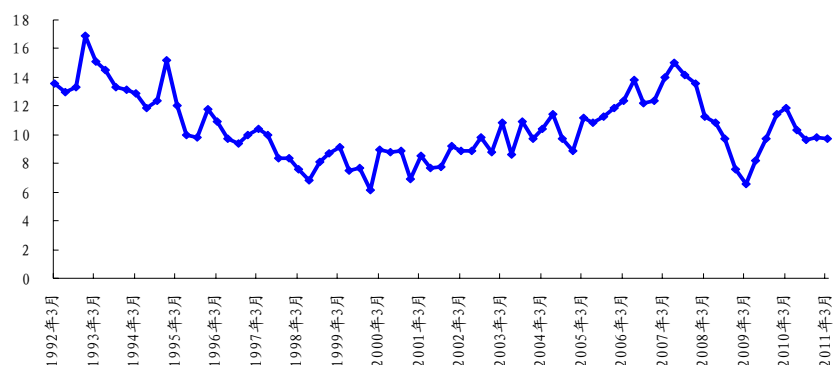
综合而言，指数在上周呈现出的低人气杀的确透露出些许熊市的味道，但是市场估值体系的结构性分化也为 A 股短期在 2900 点左右的位置提供了足够多的安全边际，在目前观测风险尚在可控范围的情形下，趋势性向上和向下的概率均不大。主题上我们之前关注过的增发、大股东全流通概念值得跟踪，而行业配置上的主逻辑由一季度的景气循环过渡到制度变革的空间，涵盖电力以及一些供给受限的高耗能行业。

以此，在现有情形下，如果我有 30 个亿以上的掌管基金，执着的压多或者压空都是存在着一定的风险，“鸵鸟”策略并非贬义的形容为当风险来临的时候我们选择把脑袋藏在沙子里面刻意的逃避，真正的内涵是在于将脑袋放在地面，以便更加仔细和明晰的鉴别是否存在真正的风险。至于今年的风险点并非是系统性而是结构性的，一个是高估值小盘股，另一个则是资源，其实当风险点一个一个释放完成的时候，我们对于市场未来反而可以变得逐渐乐观。

一、策略所见：美元与大宗

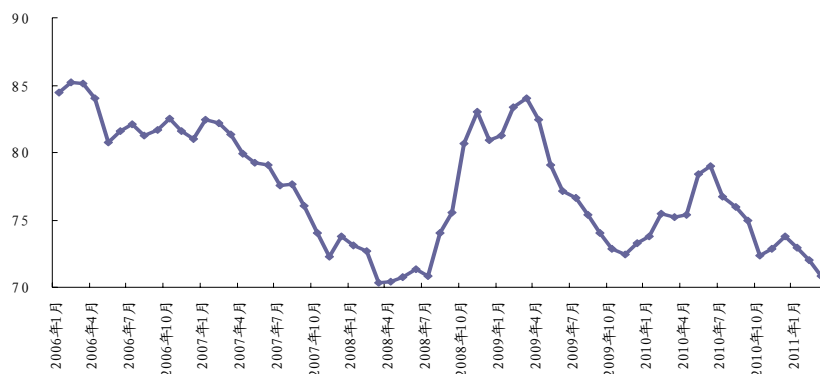
近期美元与大宗商品价格之间的波动已经与之前呈现出较大的差异性，不禁让我们想起了 2007 年末期至 2008 年的一些景象：

图 2：中国的 GDP 增长在 2007 年 2Q 见到上一轮周期的高点，我们以此作为衡量美元指数与大宗商品价格波动的一个起始时间点



数据来源：国泰君安证券销售交易部

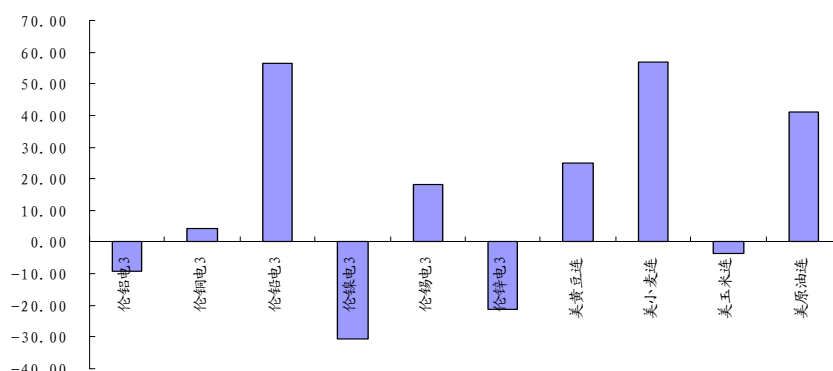
图 3：从美元指数的角度，有两个时间点的比较是我们需要观测的，第一个是在美元的快速回落期，即 2007 年 6-11 月，第二个是在美元的震荡筑底期，即 2007 年 11-2008 年 6 月



数据来源：国泰君安证券销售交易部

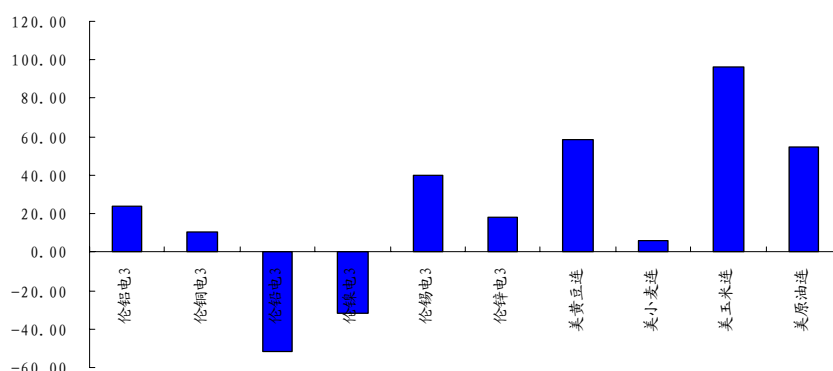
虽然现在的经济背景与 2007-2008 年时已有着重大区别，但是从一些细节因素我们还是可以找到相关性，同样的中国经济增长在政策紧缩后出现一定的回落，而美元指数也处于趋势性的弱势，从两个时间段的对比来看，美元后续不断的贬值对于有色金属类价格的刺激更为分化，农产品相对受益，真正强势的只有原油，而且从国内股市当时时间段的表现来看，有色一般而煤炭相对强势。

图 4: 2007 年 6-11 月主要大宗类期货价格涨跌幅



数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 5: 2007 年 11-2008 年 6 月主要大宗类期货价格涨跌幅



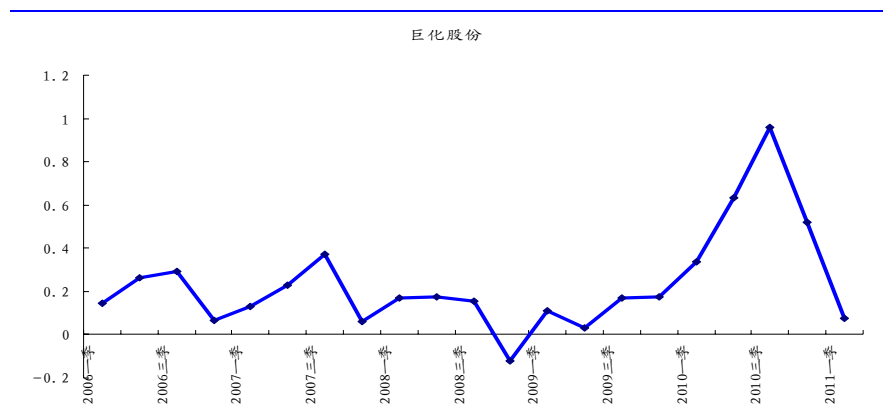
数据来源：国泰君安证券销售交易部

二、策略所闻：周期性成长股与巨化股份的一面之缘

上周策略部内部做了一次系统性的成长股选择培训，可惜的是我因为出去路演，只听到了后半部分的 PPT，不过就这些内容其实已经让我受益匪浅，尤其是让我意识到之前之所以错过推荐周期性成长股巨化的某些关键步骤：

第一次关注巨化股份是在 2009 年底的时候，当时的促发契机在于国家出台了一个政策是限制萤石矿过量开采的，而巨化股份虽然本身没有萤石矿资源但是他的大股东具备，这一点跟之前的包钢稀土有些类似，但是我之所以错过后续的进一步跟踪，一来是因为忽视了公司自身氟化工制冷剂业务的大幅增长，巨化在 2010 年一季度每股收益在 0.33，基本与最好时期的 2007 年前三季度累计 0.37 相当，这其实已经让其具备了成为周期性成长股的基础；二来是因为考虑到 2010 年 4 月份政策紧缩之后，对于周期性乃至市场来说存在系统性的风险，巨化作为周期股考虑放弃跟踪了一段时间。错过进一步的跟踪也即错过了巨化这一典型的周期性成长股，总结下他确实具备明显特征：主营业务快速增长、资源想象概念、资本市场运作例如增发，这个应该可以作为以后推荐的基本经验。

图 6：巨化股份分季度累计每股收益比较，股价在 2010 年的基本促发因素起源于 2010 年 1 季度业绩的大幅增长



数据来源：国泰君安证券销售交易部

三、策略所思：行业景气轮动主题匮乏

行业配置方面，保险（20 期）、银行（15 期）、电力（4 期）、食品饮料（4 期），近期权重股银行、保险有所调整，基金高仓位下选择减持流动性较好的大金融在我们的预计之内，目前的下跌风险并不大，行业选择的轮动规律由之前的景气循环转向制度性变革，维持阶段性看好电力以及食品饮料。

图 7：板块表现中，公用事业、食品饮料、金融服务领先

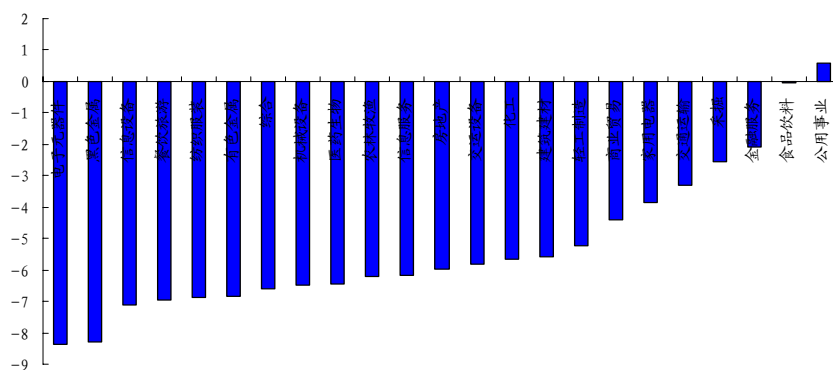
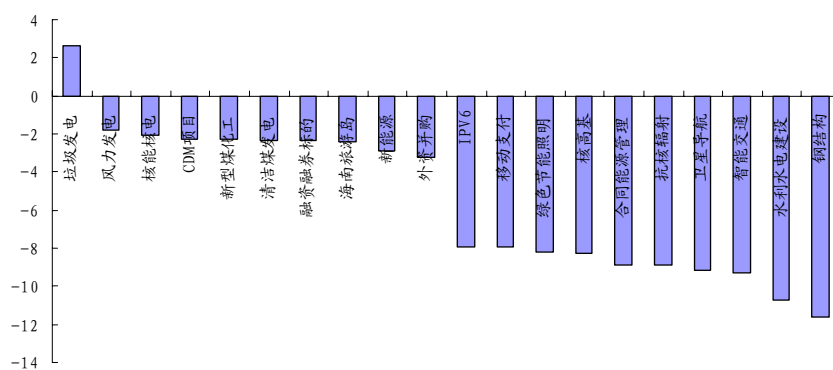


图 8：主题投资中，表现前十与表现后十



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		