

Markets insight

市场酝酿风格转换 结构性机会明年可看好

宏观环境有利于市场风格逐步转换

主持人：从最近公布的宏观经济数据看，中国经济复苏的步伐在持续向前，您认为目前的宏观环境是否支持市场风格的转换？

李风华：首先，从宏观经济环境判断，我们认为明年一季度经济快速增长，CPI触底回升并且走向温和通胀趋势并未改变。目前，中央经济工作会议已经定调未来经济政策，接下来几个月通常为中央经济工作会议的政策细化阶段，相应的产业规划可能会随之出台，市场预期的不确定性因素在减弱，而大盘股在市场预期逐步明朗的情况下可能会有所表现。

其次，从A股市场季节效应看，银行、汽车、煤炭以及钢铁等行业在一季度往往具有较好的表现。综合这些因素，我们认为目前的宏观环境有利于市场风格逐步转换。

何媛媛：我们认为，目前预期乐观的宏观经济基本面、适度宽松的资金面、银行等大盘股的相对估值以及相对涨幅显著低于中小盘股等因素，都支持市场进行风格转换。并且在过去几周，中小板综指与沪深300指数点位之比停止上升，开始震荡整理，也暗示着市场正在酝酿风格转换。

郭燕玲：我们认为在目前时点要实现风格转换面临几个难点。

一是经济增长结构交错制约风格转换的动力，我们认为2009年下半年开始经济增长的自主动力开始增强，民间投资趋于活跃，民营中小企业的利润增速开始加速。在此过程中大型企业所处的钢铁、焦炭、有色金属等行业则出现了产能过剩的迹象，且面临新的产业结构调整政策，这些行业面临新的负面冲击而得不到估值动力。二是局部泡沫导致新的收缩预期对市场构成系统性压力，不利于风格转换。

因此，尽管我们看到经济增长态势已经明确且趋于稳定，但从增长结构和增长风险方面看，大盘蓝筹股所代表的行业还具有一定的不确定性，还不能很有效地支持其活跃。

张忆东：首先，说说大的宏观环境和股市估值的规律性。2008年是危机时代，全球主要股市的估值中枢显著下滑；2009年是全球同舟共济、走出经济谷底阶段，估值水平恢复性提升、回归至均值；而2010年则是全球经济复苏阶段，大概率情况是估值中枢维持甚至小幅下滑，因为全球经济更加复杂、冷热不均，国家间的利率、汇率、贸易关系将是博弈重点，其中，美元汇率又是核心指标，

美元阶段性的超预期反弹将引发全球资本市场的震荡，这和2007年有很大的不同。

其次，就中国经济环境而言，2010年适合上市公司盈利快速增长。2010年中国经济将处于较快增长、温和通胀的扩张阶段，与之相类似的经济环境，比如，2000年、2003年、2006年、2007年，上市公司净利润分别同比增长了28%、47%、50%、62%。根据我们自上而下模型进行的预测，2010年全部A股可比公司业绩增速约27%，其中，一季度GDP同比约12%，CPI约2.2%，业绩同比增速约64%。因此，明年业绩整体超预期的驱动力最强的阶段可能是一季报时期。

第三，明年的政策面较今年相对紧缩，而且，对于直接融资的需求明显提升，这导致股市的流动性环境比今年差一些。因此，明年资金环境也不利于股市全面泡沫化，类似2007年“大象”狂奔的情形难以再现。所以，风格转换不一定是小盘股转向大盘股。但是，在经济复苏、温和通胀阶段，政策过度收缩的可能性较小，A股市场盈利驱动型的结构性机会会更加值得看好。

下半年以来，市场行情节奏由前期单边上扬转变为宽幅震荡，同时，中小市值品种和大盘蓝筹股出现了分化表现。一方面，题材股的炒作愈演愈烈，中小板指早已领先上证综指刷新年内新高；另一方面，整个市场中权重最大的金融、地产板块却迟迟不动，似乎在沉寂中等待着一些重要契机。众所周知，上升行情的延续，单凭题材股的“满天飞”绝对不能实现。而近来权重股盘中屡有异动表现，令敏感的投资者开始关注A股市场风格是否又将面临转换。

就在12月中旬，业内颇具影响力的中金公司在研究报告中指出，大小盘风格轮动势在必行，未来一个月正是战术性布局大盘蓝筹股的时机。那么，市场风格是否会如期转换？投资者该如何抓住这一轮投资机遇？本周，我们邀请了来自广发证券、光大证券、上海证券、兴业证券的4位知名分析人士，就上述问题为您进行全方位解读。

主持人 钱隽隽 潘圣韬 编辑 赵艳云

政策面资金面配合不可或缺 股指期货或成转换催化剂

主持人：您认为目前制约蓝筹股上涨的因素有哪些？若要完成市场风格转换，还需要哪几方面因素的配合？

李风华：目前制约蓝筹股上涨的最主要因素主要包括宏观政策调整预期、资金供求——包括IPO、银行股再融资、信贷投放规模、房地产行业政策拐点已现以及美元反弹等。而推进股指期货和融资融券的相关信息可能会成为市场风格转换的催化剂。

何媛媛：目前市场上存在着几个制约大盘股上涨的因素。从宏观基本层面看，目前的经济状况与之前几个季度截然不同。现在，投资者不再担心经济不能复苏，而是关心政策何时退出，因此月度宏观指标对股市的影响不再像之前那么大，除非他们显著地偏离市场预期。

我们预期未来一两个季度宏观经济指标符合市场一致预期的概率比较大，对股市的影响是中性的。从政策来看，目前房地产政策已经开始收紧，导致市场预期暂时出现分歧。我们预期未来几个月可能会出台一些刺激消费和产业结构调整的政策，但多在市场预期之内，或会影响行业的走势，可是难以拉升大盘。并且到一季末，市场可能会重新开始担忧扩张性财政、货币政策退出的问题。因此未来几个月政策对股市的影响是中性的偏空的。

从企业盈利看，未来几个月的企业盈利难以大幅超过市场一致预期，对股市的影响是中性的偏空的。

从市场层面看，最近美元持续升值、大盘股IPO密集、明年IPO和再融资压力巨大，都给市场带来了很大的压力。因此我们判断大盘将延续震荡调整的格局。没有乐观、强劲的大环境，大盘股就难以以上涨。其次，大盘股的上涨需要非常宽松的流动性支持，而目前总体流动性状况只能算适度宽松，难以支持大盘股的上涨。第三，投资者对股市的边际投资倾向受到大盘既有走势的严重影响，由于目前投资者对大盘抱谨慎态度，因此进一步降低了边际投资倾向，导致股市流动性进一步减小。

郭燕玲：目前蓝筹股的上涨所受到的制约因素除了因国有大型企业为主的行业面临产能过剩结构调整带来的增长压力，以及收缩政策预期带来的系统性风险外，还有两方面因素同样也是制约大盘蓝筹股走强的重要原因。

一是新股表现削弱权重股的投资吸引力。近期的新发行公司及上市股票表现呈现二个特征，一方面小市值发行居多，且首日涨幅较高，另一方面大市值发行较少，但上市后表现均不理想。这无疑对权重股构成估值压力，制约风格转换。

二是投资者仓位结构因素，目前机构投资者的持股仓位都处于历史高位，要实现风格转换需要有新的资金来源，或者是新的调仓操作。在对未来预期还不明朗以及年末结算收益的时点，投资者对调仓操作还是相对谨慎。

市场要实现风格转换，需要以下几个方面的因素配合：一是大盘蓝筹股业绩表现强于市场整体水平；二是宏观经济政策预期稳定，其中针对房地产市场的政策明朗。三是市场整体的资金供求能够承接大市值股票的融资压力，大市值股票上市后表现强势；四是融资融券、股指期货等市场政策因素对大盘蓝筹股的活跃也具有正面影响。

张忆东：目前制约蓝筹股上涨的因素包括，资金面因素和政策面因素。首先，大盘股融资压力，特别是银行资本充足率政策调整引发的巨大融资压力，而大盘股业绩增长相对稳健，从而投资者预期大盘股缺乏赚钱效应。其次，年末结算、做账等因素会导致相当一部分投资者选择获利落袋，增量资金不足，而大盘蓝筹股行情需要的资金量大。第三，公募基金仓位太重，近期又需要应对较大的赎回压力；另外，在年度排名基本尘埃落定之时，基金有缺乏调仓、启动蓝筹行情的意愿。第四，2009年追求绝对收益的机构资金力量明显崛起，包括基金专户、保险、券商资管、私募基金、产业资本等，这些资金相对保守，在缺乏赚钱效应时，更愿意选择观望。

若要完成风格转换，需要政策面和业绩面的配合，首先，银行资本充足率向透明化。其次，融资融券、股指期货的推出，甚至只是进程“时间表”明确，都将有效提升蓝筹股估值和指数震荡空间。



光大证券研究所副所长 何媛媛



兴业证券研发中心策略部经理 张忆东



上海证券研究所总经理助理 郭燕玲



广发证券研发中心副总经理 李风华



尤霏霏 制图

风格转换不会一蹴而就 或在春节后实现

主持人：市场风格转换最有可能在什么时候发生？

李风华：主题投资特征有望延续，风格转换是一个渐进的过程，不可能一蹴而就。进入12月份以来，大盘股和小盘股走势的相对强弱格局已经有所变化，从个别交易日的走势来看，大盘股也偶露峥嵘。但是整体上来看仍处于转换的准备期，还需要资金面和政策面的配合。我们认为在春节之前市场还很难实现风格转换。

何媛媛：基于目前市场上存在着几个制约大盘股上涨的因素的判断，我们认为目前的风格转换酝酿过程可能会被拉长，并且短期内很可能并不表现为大盘股的涨幅大于中小盘股，而是表现为大盘股的跌幅小于中小盘股，即出现消极的风格转换。

只有在市场经过充分的调整、利空充分释放和消化、投资者对宏观政策的认识趋同、新发基金大量涌出、投资者看到一二月份信贷大量放出、流动性非常充裕、投资者对股市的边际投资倾向上升、指数强劲反弹

之后，大盘股才有可能开始上涨，从而开始积极的风格转换，并且带动指数的上涨。

我们预期这可能在春节之后发生。总体上，我们对2010年上半年的行情抱着谨慎乐观的态度。

郭燕玲：我们较难判断市场风格转换的可能性和发生时点。但我们建议从市场政策和机构投资者仓位两个指标来关注市场风格转换的可能性和时点。其中市场政策主要是融资融券和股指期货的推出时点，机构投资者的仓位如果重新回到较低水平时可以关注大盘蓝筹股的增持可能性。

张忆东：最有可能在一季度。首先，相关产业供需改善，春季固定资产投资有望超预期增长，政府控制过剩行业产能的力度加大，因此，相关的钢铁、水泥、部分化工品、航运等行业龙头有机会；其次，年初，金融创新进程有望加速，无论是融资融券还是股指期货，都对蓝筹股的走势有利；第三，年报、一季报行情有利于业绩高增、高分红的绩优股。

估值回归后的风格轮换更值得期待

主持人：如果后期市场风格确实由中小市值股票活跃向大盘股全面抬升转换，这是行情临近终点，还是新一轮上涨的开端？

李风华：目前阶段，我们认为市场整体估值处于合理区间，大盘股估值水平有提升空间，但由于大盘蓝筹股被密切关注，业绩超预期的概率也相对较小，以房地产行业为代表，政策趋势方面，大多为中性甚至略偏空。因此，尽管大盘股估值有吸引力，但向上的空间受抑制，估值提升的空间并不大。风格转换可能以大盘股估值适度上行与小盘股估值震荡回落相结合的方式实现有限的“均值回归”。

如果后市出现了市场风格由中小市值股票转向大盘股全面抬升的情况，则意味着市场的整体估值水平可能进一步推高，我们需要密切跟踪上市公司盈利增长状况来判断估值水平是否能支撑行情的持续性。

郭燕玲：我们初步判断应该是新一轮行情的开始。因为市场风格转换过程需要市场付出一定的代价，也就是说市场会以下跌的方式来实现风格转换，这一方面有利于消除市场的泡沫成分，另一方面给未来的上升打开空间，因此在下跌后如果出现大盘蓝筹股引领的上升行情则可以界定是新一轮的行情。

但我们也不否认可能存在的一种风险，由于大盘蓝筹股在2009年的表现相对

弱于市场整体水平，尤其弱于小盘股的表现，因此大盘股的上涨可能来源于补涨的动力，由此引起小盘股的调整，并使得整个市场估值调整。因此，判断大盘蓝筹股的行情启动关键是判断大盘蓝筹股业绩的超预期增长可能性。

张忆东：2010年的春季行情应该是蓝筹股和中小成长股并行，而非是垃圾大盘股和中小题材股的天下。如果后期市场风格确实由中小市值股票活跃向大盘股全面抬升转换，还要看当时的估值水平，如果大盘股整体回到估值均值上方，更可能是行情临近阶段性终点。因为，不论资金面或企业盈利都不支持大盘股泡沫，如果股指期货推出来，更增加了做空的动力。

明年谨防题材股分化 低碳概念最受推崇

主持人：接下来一段时间（明年上半年），市场对于题材股的炒作还能不能延续？上半年值得期待的主题性投资机会会有哪些？

李风华：对于明年的行情，此前各机构的判断相当趋同，大多认为由业绩增长驱动股指继续向上，预测高点大多在4000点—4700点之间，板块方面普遍看好消费类股票及认为一季度行情值得期待。但是，较为趋同的预测可能恰恰暗示着明年上半年市场会有较大的不确定性，市场方向不会如预期般明朗，股票市场盈利机会将较难把握。在这种背景下，我们认为题材股的炒作会延续。

上半年我们比较看好的主题性投资机会主要来自于：中央政府“调结构”的相

关产业政策、区域政策带来的投资机会；低碳经济概念进一步扩展和深化所带来的投资机会；以及全流通背景下的市场化兼并重组机会。

何媛媛：题材股方面，只有在单边上升的市场，才可以大胆地炒作题材股，否则还是应该谨慎。2010年上半年，投资者可以适当关注受益于消费刺激政策的家电、汽车，估值较低的银行、建筑施工；受益于“十二五”规划的信息网络、先进制造业、生产性服务业、新能源、新材料、生物医药等领域；受益于革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区建设的有关概念板块；以及受益于未来城市轨道交通建设的有关行业和公司。

郭燕玲：在A股市场中题材投资应该

是无时不在的，在2010年中国经济和政策各方面也存在有利于主题投资的概念，如上海世博会、央企整合、低碳经济等等。我们认为上述三类主题投资都是在2010年值得关注的领域。

张忆东：接下来一段时间，主题性投资的机会将分化，题材股的炒作要当心，风险很大，应当抛弃纯概念、纯题材的个股，他们透支了太多美好的预期甚至是幻想”。

上半年，我们依然看好能带来企业高成长的主题投资机会，最看好低碳经济（节能、智能电网相关新材料、新设备等）、区域经济（新疆投资、上海世博消费、重庆、北部湾等）以及并购重组（央企整合、行业并购重组下的被并购的机会）等主题，建议精选个股。