



“二八”现象昭示指数化投资时代来临

在目前高估值的市场态势下，“二八”现象已经不能再用个股价值分化来解释，而是反映出“5·30”以来，机构资金在不断向权重股流动。这种资金流动特征虽然很大程度上由于A-H股联动所导致，但在股指期货即将推出过程中，极可能使指数化投资理念提前来到我们这个仍处于新兴加转轨的市场中。

◎上海证券研发中心 屠骏

主动型配置策略正在受到挑战

指数化投资就是参照某种指数的权重，投资于多种股票（或债券、期货），形成组合投资，分散投资风险，并且具有低交易成本、投资绩效高等显著优势。而主动型配置策略是通过积极地“选股”或“择时”以战胜市场的策略。但是，实践表明，当市场出现完全有效或整体高估值的两种趋势时，任何专业投资者的边际市场价值将会急剧下降。被动型投资组合策略，亦即指数化投资则通过建立优化的投资组合，确保取得与市场指数相一致的平均收益率。回到我们目前的市场，高估值与大盘指数上升趋势之间的矛盾，其实已经成为我们制定投资策略的最大困惑。

资金向大权重行业龙头集结

三季度报告显示，334只基金的总资产已经接近3万亿元，因此主流机构在三季度的资产配置方向将提示出四季度乃至更长时间，市场投资理念的变化。在三季度基金对银行股持有的集中度明显超过二季度。特别是，上市不久的大权重低估值银行股在三季度受到基金的超配。笔者认为，基金持续增持金融保险股，固然与该行业相对明确的业绩成长性有关，但更为重要的是银行股与大盘指数波动的强相关性。目前金融股的市值占全部A股市值的比例已经超过32%。近期，市场成交量萎缩，显然与中石油申购锁定巨额资金有关，同时也反映出市场资金向大权重行业龙头的集结，已经使得“二八”现象在一、二级市场之间贯通。中石油A股上市后总市值将超过5.5

万亿元，不但自身总市值有望超过埃克森美孚问鼎全球第一，而且可能使内地股市总市值突破30万亿元，并修正金融股市值占比过大的市场不合理权重结构，成为备受市场追捧的“巨无霸”。

资金向大权重行业龙头集结的过程，既体现了指数化投资中的选股标准——在相同基本面背景下，股价与指数波动强相关的个股将受到市场追捧，也反映出股指期货上市前夕，机构对指数“话语权”的日益重视。

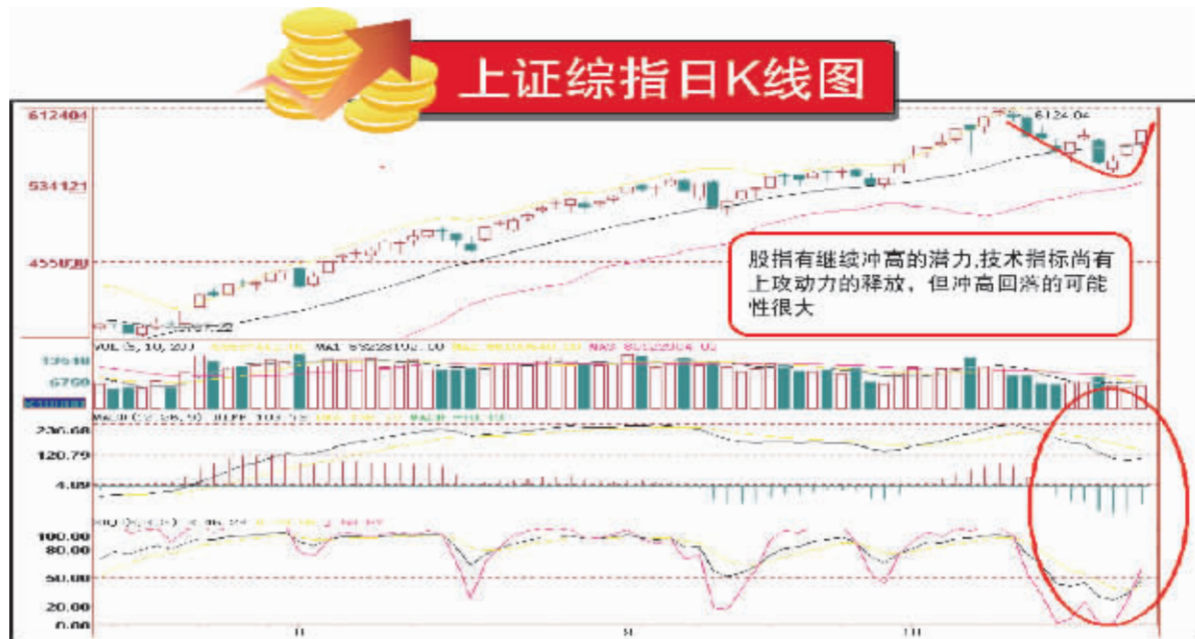
指数化投资的三大目标

首先，大权重行业龙头在模拟指数的优化组合中，由于更为显著的“权重溢价”而可能蕴含超额收益，典型的如中石油、工商银行等大权重行业龙头。

其次，笔者预计，股指期货上市将推动现货市场指数化产品迅猛发展。其中交易所交易基金（ETF）将成为指数化投资的重要工具。笔者注意到，10月23日在大阪交易所上市的热日本版“上证50ETF”受到了市场狂热追捧，同样，在香港联交所挂牌交易的标志沪深300中国指数基金也表现良好。

最后，股指期货作为一种对指数化投资风险与收益特征放大的金融衍生品，也是指数化投资的重要工具。其实投资者只要充分利用保证金比例的风险控制杠杆，多空“单持仓占比十分之一，资金风险与收益特征将类似于现货。

指数趋势反映的是市场在所有的不确定性下对于未来总体的预期。指数化投资的实质正是为我们提供投资“未来总体预期”的工具。从“二八”现象到股指期货，其实市场已经意识到指数化投资的现实意义，只不过我们思维的另一半或许还未走出对短期暴利的渴望。



大智慧 LEVEL-2 显示蓝筹仍是市场的主导，不过分化越来越严重，比如工商银行最近机构增仓3%，中国银行机构增仓不明显，但散户持仓则上升得比较厉害，说明中国银行是跟风资金特征；中国石化与中国联通则机构持仓减少2%，盘中单数差一直出现负值，说明拉升中很多资金在兑现。考虑到今天申购资金的解冻，股指冲高回落的可能性较大，30分钟与60分钟KDJ已经进入超买钝化，日线已经形成金叉，预示上涨动力不足有企稳需求，预计阻力位置6000点，回落支撑位置5857点附近。（万国测评 王荣奎）

今日关注

申购资金回流将推动股指走高

市场预期周三中石油巨额申购资金解冻后部分资金会回流二级市场，导致昨日场内资金提前拉升。不过权重股推动股指愈演愈烈的同时，其杀伤力也初露端倪。周二盘中万科A和深发展一度联手大幅杀跌，此前翻红的深成指骤然翻绿，虽然个股的普涨继续推动股指上涨，但权重股跳水对市场的杀伤力由此可见一斑。由于中国神华申购资金解冻当日收大阳线的先例，周三股指再度上扬并无悬念。不过由于市场变量依然存在，股指受制于量能，冲高后有可能在下半周出现再度调整。

变数之一：回流资金有多少？

中石油此次申购资金总额高达3.3万亿元。据此前有关权威机构统计数据显示，目前一级市场打新资金已突破2万亿元，一般这类申购资金不会流入二级市场。只有从二

级市场抽走的那部分没有中签中石油新股的申购资金，存在回流二级市场的可能。剔除中国石油中签后扣款668亿元，其可回流二级市场的申购资金理论上约为几千亿元，不过其中大部分为基金资金。在如此的点位，机构的心态是寻求一个安全的投资场所，机构不可能像散户那样，把申购中石油的资金立即推入二级市场。由于中石油上市之日起至少要消耗300亿—400亿左右的市场资金，因此这部分没有中签的机构申购资金，会等待中石油上市后再配置。总体来看，由于目前市场整体估值偏高，大盘在没有一个充分的调整之前，场内资金再度大举介入的可能性不大。在目前市场背景下，周三资金回流的量有限。

变数之二：短线金融股能走多远？

值得关注的是，中石油上市后

率领中石化等石化股一起挑战金融股的绝对权重地位。从目前A股市场权重股结构看，占据绝对地位的仍然是金融股。随着中国石油上市，金融权重股的绝对地位将受到冲击，工商银行首席权重股的宝座将让位给中石油。而目前大盘的反弹仍在依靠以工商银行等为首的金融权重股，短期内金融股累计涨幅较大，但难以持续大幅领涨，在中石油上市的前夜，一旦出现强弩之末的走势，必会拖累大盘再度形成冲高回落。总体来看，一旦周三吸引资金回流的力度有限，支持大盘向上成功冲击6000点上方的能量就会减弱。本轮反弹是对6124点下跌以来的B浪反弹。深证综指的目标是回补1443.4点—1452.26点的缺口，这在最近两个交易日内就能彻底封闭该缺口，而短期均线系统的反压将引发股指冲高受阻回落。（上证联 沈钧）

机构视点 >>>C6

高估值环境下立足增长适度防御

三季度报告的陆续披露将检验市场对上市公司的业绩预期，在绝大多数个股估值被过度挖掘环境下，目前能够实现超预期增长的公司可谓凤毛麟角，因此业绩验证将更多地反映为对业绩未能达到市场预期的公司的摒弃，个股走势将急剧分化。加上大小非解禁高峰、大盘H股回归受到资金追捧等影响，大盘剧烈震荡难免。防御性的行业以及目前为止仍跑输大盘的行业将成为下一阶段众人淘金的重要选择，建议关注金融服务、饮料酿酒、商业零售以及钢铁等行业。（华泰证券研究所）

谈股论金 >>>C2

结构性调整行情仍将深化

根据对境外多个股市的实证研究，在股指期货推出前1—3个月时间段，权重股的表现是最活跃的，但在股指期货真正推出后，在套利和对冲的作用下，权重股行情将回归于迟缓和平淡。这预示着，目前A股市场的权重股行情将会活跃到股指期货推出的前夕。在此因素下，不论目前行情调整的压力是大小，权重股“股独大”下的大盘走势还不会太难堪，更多的仍是区域性整理格局，也不排除整理中继续摸高的可能，但个股结构性的调整与分化仍会继续深入。（阿琪）

专栏

彼得林奇投资法则之三 利空寻宝

◎姜莉

境内大盘自冲过6100点之后经历了一个相对之前比较剧烈的调整，其中有流动性短暂不足的影响，也有境外股市动荡的影响。但投资者不必过多地担心，如果一个股市平静如水又如何能在其中获利呢？如果股市一直上涨，从价值理论上讲就无法很容易地买到被低估的股票。

很多投资大师每逢遇到调整和股市大跌都会特别的亢奋，因为这时候他们就可以像秃鹫一样俯瞰满地的尸体寻找食物。彼得林奇说过，要想在股市中超越别人，就得有胆量为人所不能为，要善于从利空中寻宝。

当然利空中寻宝同样需要投资者用价值理念来分析，需要经过一段时间的观察和研究上市公司。彼得林奇的麦哲伦基金曾经买过Pier1公司。这家公司主要经营房屋装饰品销售的，在20世纪70年代就是牛气冲天的超级大牛股，但到了1987年大崩盘的时候，股价从原来的14美元惨跌到只有4美元，后来股价又回到12美元，海湾战争时期股价又一次暴跌，跌到只有3美元。但彼得林奇再次关注这支股票的时候，它的股价已经反弹到10美元，后又调整到7美元。而此时市场对房地产市场的悲观情绪一度泛滥，使得本来处于低位的房地产指数再次遭遇下跌。Pier1公司因此进入调整，彼得林奇此时二度去该公司调研发现，这家公司在外部环境非常困难的情况下仍然盈利，而且每年新开25—40家分店。虽然在经济衰退打击最严重的地区单店收入有所减少，但全美其他地区实现了增长；虽然存货有所增加，但是为新开店铺备货所用。所有的表面不利现象通过这样的研究分析已经无法掩盖这家公司的高成长性，而所有的一切就只等房地产行业复苏，果然这支股票在经济复苏的环境下牛气冲天。

从彼得林奇的案例中我们可以发现，由于经济周期的变化，股市的大部分股票都会随着上涨或下跌，其中很多股票还会被退市，这些在境内股市这短短的时间里已经屡见不鲜了。那么怎样通过价值分析来低风险获利呢？就要通过反经济周期的操作方式，在利空的环境下寻宝，而寻宝就要靠投资者对于上市公司的认真研究。如果一家公司在经济环境不好的情况下还能够增长，那么在经济复苏的周期中必然会成为大牛股。

目前全球十大市值公司，境内大盘蓝筹股已占了半壁江山，此时再度深挖蓝筹股的价值，已不合时宜，蓝筹股需要的是通过产业并购来夯实估值；借彼得林奇利空寻宝经验，应该在股价经历充分调整的中小市值成长股中进行价值挖掘。

首席观察

十一月大盘将先扬后抑 成长股反弹机会大

◎国元证券 鲍银胜

10月份虽然两市股指再创历史新高，但绝大多数个股10月份跌幅较大，市场运行“九”特征十分明显。就11月份市场走势而言，笔者认为，多数个股经历10月份大幅下跌之后，在11月初会有反弹出现，预计11月份市场走势为“先扬后抑、高位大型箱体震荡整理”，60日均线在11月份会再次面临考验。笔者将11月份投资主题概括为：侧重成长股反弹机会，兼顾人民币升值下的部分板块价

值重估及股指期货概念股市场机会。

短线利多因素将有助于股指止跌反弹

第一、从近几个月贸易顺差变化情况来看，虽然9月份贸易顺差增幅开始减小，但贸易顺差绝对数依然较大。考虑外资在A股市场中所处的特殊主导地位，在人民币升值及资产重估双重利好因素下，持续不断流入的外资未来依然会在房地产、金融两个板块掀起波澜。就此而言，未来只要贸易顺差不出现明显缩减，以人民币升值为主题的金融、地产、资源板块依然是外资最值得关注的板块。外资对上述板块的介入所导致的杠杆效应在某种程度上会给11月份市场带来波段性机会。

第二、从资金面角度分析，近日随着中石油申购资金的解冻，部分申购资金重新回流A股市场，有助于A股市场于11月初走强。

第三、从涨跌率、市盈率两大市场法则角度判断，个股此轮调整实际

上从10月份已经开始，因此，11月初，部分个股经历10月份大幅下跌之后，随着三季度业绩报告的公布，一些超跌个股会出现反弹机会。由此会有助于市场于11月初走强。

第四、考虑未来股指期货推出的可能性，一些蓝筹股作为备选股期货的战略筹码，在11月份会得到机构投资者的关注，从而推动股指在11月初走强。

利空因素将制约股指中线走势

1、从宏观经济政策判断，在美元贬值趋势未变、国内经济发展方式尚未完全实现转型的背景下，经济调控不可避免。笔者预计，11月份会有加息等紧缩性调控政策出台。

2、从A股市场投资价值判断，根据两市公布的中报折算，两市加权平均动态市盈率已经不高，市场运行呈明显的资金推动型特征，部分行业市盈率水平明显偏高。从行业市盈率分布来看，目前行业动态加权平均市

盈率低于40倍行业仅为高速、钢铁、化工、金融等。鉴于此，笔者预计未来市场除部分估值偏低及部分高成长的行业市场运行会呈明显的板块运行特征之外，在市场震荡过程中市场机会多表现为个股机会。

从四方面把握个股投资机会

综上所述，遵循笔者所提到的11月份投资主题：侧重成长股反弹机会，兼顾人民币升值及股指期货即将推出预期下的部分板块价值重估”，建议11月份关注以下板块：1、本着国际化原则，建议在10月份对估值偏低、前期在系统性风险释放过程中被错杀的高速公路板块予以积极关注；2、美元贬值、人民币被动升值下的金融、地产、资源、电力、不动产等投资机会；3、三季度业绩增长显著的化肥、化纤、化工、钢铁板块个股超跌反弹机会；4、部分存在央企资产注入、整体上市及其他重组板块、3G板块超跌反弹的市场机会。

cnstock 理财
今日视频·在线 上证第一演播室
“TOP 股金在线”
每天送牛股 高手为你 开盘四小时
今天在线：
时间：10:30—11:30
天信投资……胡一弘
时间：13:00—16:00
罗利长、巫寒、陈钟、高卫民、侯英民、吴磊、吴青芸、赵伟

大赢家 炒股软件
敏锐 攻击平台
优质筹码逢低布局 绩差题材逢高出局
马上下载 WWW.788111.COM
咨询电话 4006-788-111