

2010.01.06

风格转换推动指数提前寻顶

—2010年1月宏观市场策略月报

翟鹏

021-38676640

zhaipeng@gtjas.com

时伟翔

021-38676728

Shiweixiang007983@gtjas.com

目录与摘要:

● 定位中期市场的新产品

作为年度和季度策略报告的补充,我们从10年1月起推出宏观市场策略月报,从更清晰的表述我们的市场观点,发掘阶段性投资机会,并及时对我们的长期观点进行修正调整,与我们伐谋周刊的短期视角是不同的。

● 1月份基本面研究:寻找最可靠的观察指标

在整体趋势翘尾作用同比向下的一致预期下,2010年基本面研究的首要任务就是选择可靠的观察指标。我们认为经济景气指标的逻辑和数据,是现阶段较为可靠的指标。对一月份我们认为整体经济仍处上升趋势,整体对股市为中性偏乐观。

● 1月份风格判断:大小盘风格将加速转换

小盘股估值比大盘股高170%,此外业绩增长,股指期货的推动,充分的换手(经常伴随市场见底见顶或调整),流动性环境的变化,都将加速大小盘风格在1季度的转换。

● 1月份市场观点:

目前大盘延续09年牛市行情,已进入N型走势的最后一笔,震荡上行,我们看好1月份行情,认为上证综指将于10年1季度达到全年高点3500点——随着股指期货时间表的快速推出,大盘有可能爆发短期脉冲式行情,刺穿前期3478高点,达到3600至3700一线。股指期货的推出将加速大小盘风格转换,推动指数提前寻顶,春节后风险逐渐加大。

关注点	主要判断	可能超预期的变化
经济基本面	价格呈上行趋势,春节消费将起,投资反季节继续上升,出口同比增速开始大幅好转,达到20%左右。经济景气继续上行,1季度GDP达到13,通胀压力加大,PPI达到4.8。	天气寒冷导致CPI上升超预期,春节(2月)CPI升至3以上;房地产销售下滑超预期
政策面	1月份各部委要召开09年总结和10年工作安排会:1、货币政策保持月度放贷均衡;2、对股市持积极支持态度;3、继续打压房地产泡沫,抑制投机需求。	房地产调控政策出台力度超预期;清理地方政府融资平台
资金面	1月份信贷将构成资金支持;美元升值导致热钱流入放缓;普通投资者09年7、8月份的投资热情被打击后,持续回落。	短期信贷可能较低,影响估值
估值	在新增信贷和股指期货、融资融券的推动下,估值将维持高位,但居民存款搬家动力不足,无法突破历史均值	
风格	随着股指期货的推出,绩差小盘股价值回归,大盘股将有明显相对收益,风格转换加速。	股指期货时间表没在1月份推出
投资主题	1、股指期货相关受益;2、新疆振兴板块;3、东盟自由贸易区;4、出口复苏板块—1季度出口增速将达到20%左右;5、世博主题;6、高配送。	

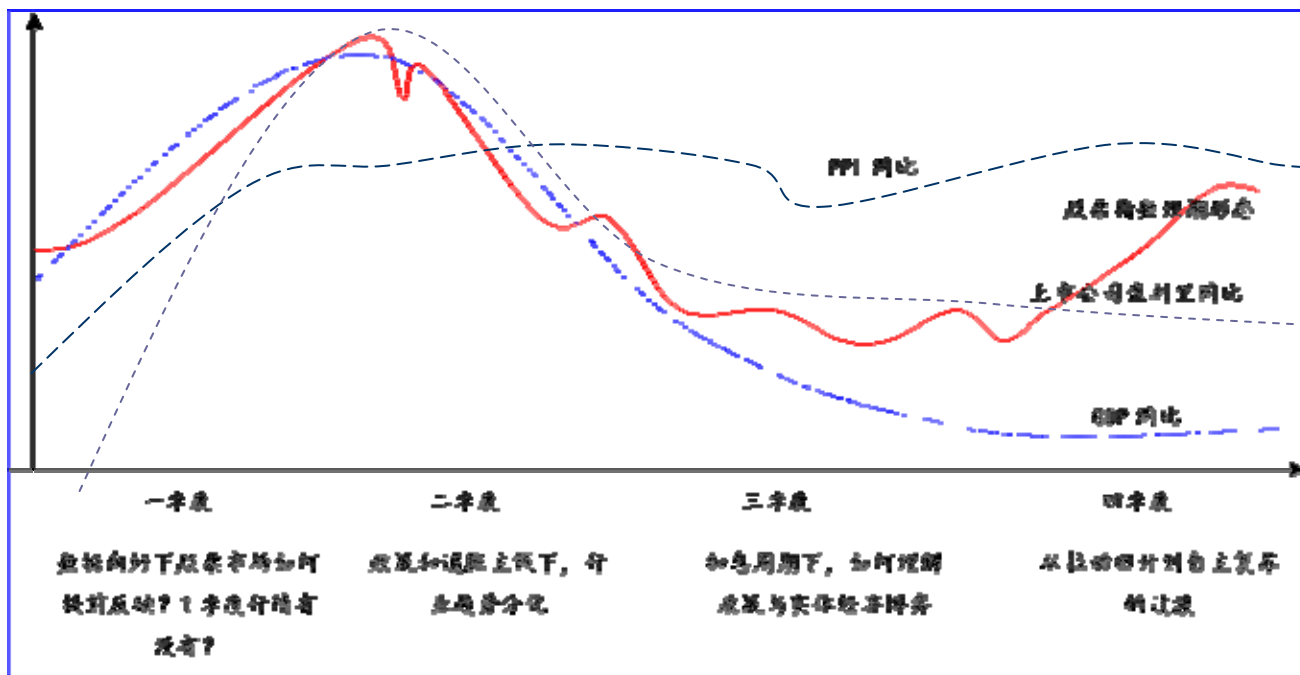
《09年中期策略---全球流动性转向下的A股变局》 09.07

《2010年度策略---强有效市场下的攻守平衡》 09.12

2010 年 1 月投资策略：预期的增强和自我修正

09 年 12 月份是市场对 2010 年走势讨论最充分的时段，在资金回流和房地产新政引起市场调整后，围绕 2010 年走势进行的基于预期的博弈布局已经开始，这也是进行投资思考的起点。我们认为：1 月份是市场基于 2010 年预期建立投资逻辑和线索的思考确立期。这种预期、线索、政策的博弈中，可能的修正将会造成市场的变动。我们本月最重要的任务就是建立起一套投资的博弈逻辑框架。

图 1：2010 年投资时钟三要素：价格、GDP 增速、价格同比变动形态



资料来源：国泰君安销售交易总部

从投资时钟角度看，2010 年市场将受到通胀、盈利和经济增速三者状态的影响。这三者状态组合的不同现象对股市将产生较大的影响。从同比数据看，增速和盈利将在二季度同比下滑，但价格却仍处上行趋势。这种组合往往带来市场的下跌。这也是基于 2010 年数据的最标准的市场预期。但这里面有三个问题：一个是同比数据翘尾下环比数据到底该如何观察？二、房地产的价格、销售、开工到底如何演绎？三、外需是否会发生大的改变。这三者的改变将对以上逻辑形成冲击。这也将改变市场的投资逻辑。从 12 月的最后一周看：房地产调控政策出台和市场传言股指期货推出已经修改了市场的形态。

表 1：1 月份各主要因素情况分析

关注点	主要判断	可能超预期的变化
经济基本面	价格呈上行趋势，春节消费将起，投资反季节继续上升， <u>出口同比增速开始大幅好转，达到 20% 左右</u> 。经济景气继续上行，1 季度 GDP 达到 13，通胀压力加大，PPI 达到 4.8。	天气寒冷导致 CPI 上升超预期，春节（2 月）CPI 升至 3 以上；房地产销售下滑超预期
政策面	1 月份各部委要召开 09 年总结和 10 年工作安排会：1、货币政策保持月度放贷均衡；2、对股市持积极支持态度；3、继续打压房地产泡沫，抑制投机需求。	房地产调控政策出台力度超预期；清理地方政府融资平台

资金面	1 月份信贷将构成资金支持; 美元升值导致热钱流入放缓; 普	短期信贷可能较低, 影响估值
估值	通投资者 09 年 7、8 月份的投资热情被打击后, 持续回落。 在新增信贷和股指期货、融资融券的推动下, 估值将维持高位, 但居民存款搬家动力不足, 无法突破历史均值。	
风格	随着股指期货的推出, 绩差小盘股价值回归, 大盘股将有明显相对收益, 风格转换加速。	股指期货时间表没在 1 月份推出
投资主题	1、股指期货相关受益; 2、新疆振兴板块; 3、东盟自由贸易区; 4、出口复苏板块—1 季度出口增速将达到 20%左右; 5、世博主题; 6、高配送。	

资料来源: 国泰君安销售交易总部

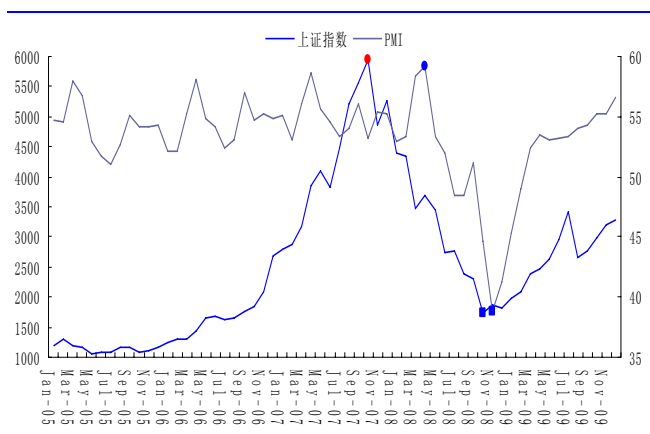
一、2010 年 1 月基本面研究: 寻找最可靠的观察指标

造成大家对 2010 年预期和看法出奇一致的原因就是基于宏观数据的同比下滑, 政策调控的预期和对经济内生增长动力、资产价格泡沫的担忧的集合。这种预期下, 加上流动性收紧对股市来说将是一个阶段性的下跌趋势。如果从这个角度理解, 一季度的股市将是一个“搏傻”行情, 投资者以搏傻的心态参与而等待市场的最终下跌。而在我们撰写年报时, 市场中最认同的观点是: 2010 年经济继续高增长, 盈利预期也在上调, 对政策也普遍认同 3 季度才开始调整, 并且迫于热钱压力并不会大幅加息, 这样股票市场还会形成一个高点, 房地产价格仍将维持上涨趋势。但是房地产调控、信贷管理预期和基于市场观点一致必然反向的逻辑, 又回归到了上面的博傻逻辑。

以上两种逻辑虽然不同, 但从投资者角度来讲, 所要做的就只有一个: 如何判断下跌的时间和行业配置的思路。我们首先需要解决的第一个问题就是寻找判断的指标, 原因有两个: 一个是 1-2 月份宏观数据统一发布, 2 个月的数据真空期, 而这个时期却是股市投资的最关键时期; 二是全年同比数据一致向下的无所适从。

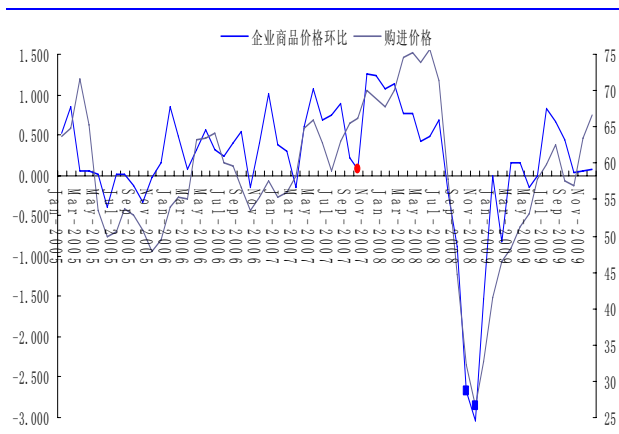
1、能反映环比概念的 PMI: 在 08 年底寻找经济触底迹象时, 具有较强的领先性指标功能, 领先性几乎和股票指数同步, 并可以确认股票指数的趋势。对价格也可反映环比的变动情况。但我们也可以看到, 在经济确认复苏后, PMI 由于反映了整体工业经济的情况, 其指数上扬, 有可能反映经济体的过热压力, 所以对预测股市的走势的效力就变弱。但购进价格指数对物价的领先性和趋势性具有重要意义。另外新出口订单指数对于观察外贸复苏具有较强的作用。

图 2: 上证 A 指与 PMI 指数走势



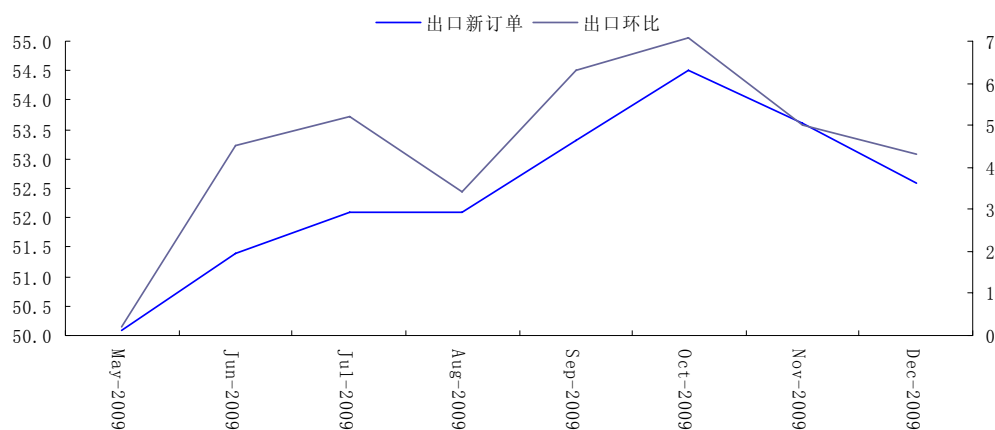
数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

图 3: 企业商品价格环比与 PMI 购进价格指数



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

图 3: PMI 出口订单与季节调整出口环比



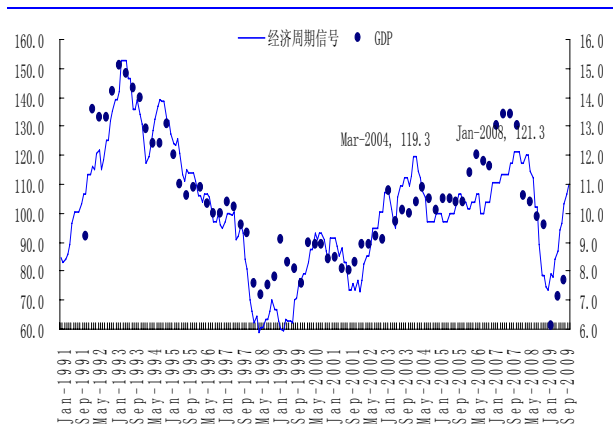
数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

以上三个主要指标对 1 月份的预判结论: 经济仍处上升周期, 物价上涨压力比较明显, 但还未到达偏过热阶段。从新出口订单看, 增速开始回落, 这与西方圣诞节季节变动有关, 出口对 1 月偏中性。

2、充分使用经济景气指标: 2010 年的逻辑已经从 09 年的寻找复苏和超预期转为审视经济的平稳和波动性的可能。经济整体将展现出“结构性”问题。这时候需要经济周期的视角, 综合考虑: 价格、成本、利润的博弈, 经济增长动力转换, 局部问题、资产价格、政策调整等。

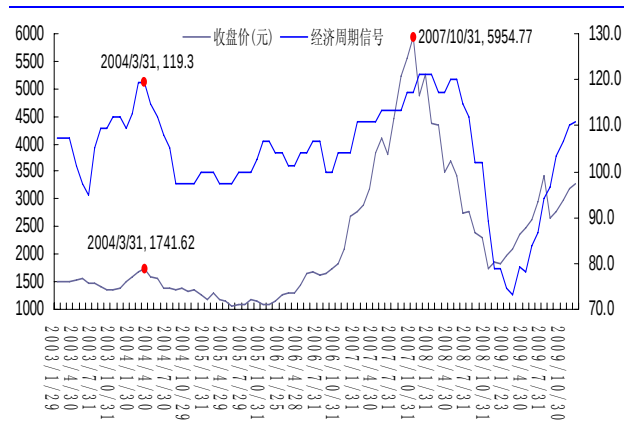
经济周期信号指标可观测经济由政策拉动向自主回升转变的平稳和波动性, 该指标现进入平稳阶段, 如果该指标快速回落, 则预示着经济复苏将面临波动; 如果该指标继续快速上行, 则面临较大的通胀压力。

图 4: 经济周期信号与 GDP 季度同比



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

图 3: 经济周期信号与上证指数

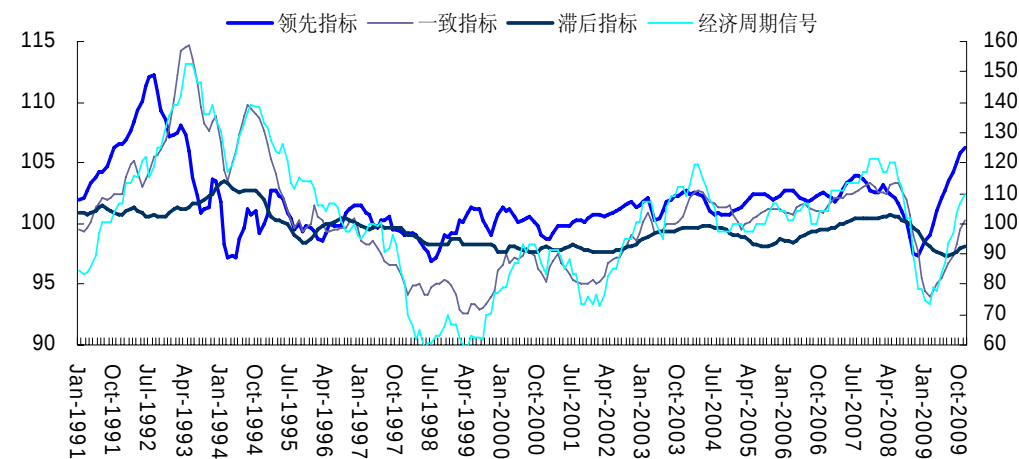


数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

领先、一致、滞后的组合可有以下判断: 一、当前领先指标恢复远快于一致和滞后指标, 如果一致指标继续上行, 则经济的上升趋势能保持平稳; 如果一致和领

先同时向下，则经济将产生波动；二、领先指标可作为股票指数趋势的一致指标，两者可同步变动。我们根据这三类指标的初步判断是：当前三个指标整体呈同步上升趋势，经济的趋势不会发生改变。这将支撑股票市场。

图 5：领先、一致、滞后和经济周期信号指标



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

通过延迟月数也可以看出现在提前 12 个月反映的指标仍处于高位，这些指标从统计上提前股票指数 7 个月，从这些指标看，也基本反映了我国经济的投资主导性特征。这些指标的一个结论是：虽然市场从同比看 2010 年有一个担忧，但现在还不是能对股票市场产生大的向下压力的时间点。

表 2：国家信心中心统计的各指标延迟月数

指标	延迟月数	指标	延迟月数
产品销售率	-12	工业增加值	0
新开工项目	-12	货币供应量	0
新开工面积	-12	社会需求指数	1
建材生产指数	-12	工商业贷款	12
物流指数	-12	居民储蓄	12
FDI	-12	工业企业产成品资金	11
上证指数	-5	居民消费价格指数	9
外商进口设备	-3	财政支出	7

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

整体来看，1 月份经济仍将维持上升趋势，由于 1 月份建筑业活动处于季节性萧条期和 1 月份主要数据归并到 2 月份统计，所以，我们采用经济景气指标来确立整体趋势。对 1 月份基本面保持中性偏乐观看法。

表 3: 主要经济数据预测

表1: 主要宏观经济数据一览								
当期同比 (%)		2009.10	2009.11	2009.12 (F)	2010.1Q (F)	2010.1H (F)	2010.2H (F)	2009年 (F)
								2010年 (F)
工业	工业增加值	16.1	19.2	19.8	15.3	16.0	13.1	11.2
	工业销售产值: 名义	20.1	28.1	33.3	42.9	43.5	31.8	10.2
	工业利润总额	6.6(8月)	54.8	—	93.2	54.9	23.5	4.2
投资	固定资产投资完成额	31.6	24.3	28.7	35.4	25.0	25.4	31.6
	房地产投资完成额	31.2	12.2	25.6	38.2	27.3	28.2	22.7
消费	社会消费品零售总额	16.2	15.8	17.2	19.7	18.9	17.8	15.5
进出口	进口	-6.4	26.7	21.4	27.5	24.5	14.3	-13.4
	出口	-13.8	-1.2	5.3	19.4	21.2	15.5	-17.0
	净出口 (亿美元)	239	191	295	595	1024	1356	2074
物价	CPI	-0.5	0.6	1.6	2.6	2.8	3.2	-0.7
	PPI	-5.8	-2.2	0.8	4.8	6.1	6.5	-5.5
财政	财政收入	28.4	32.6	20.6	59.7	45.9	16.7	9.8
	财政支出	13.0	20.9	20.5	16.4	18.2	12.2	22.1
	财政盈余 (亿元)	2162	-1321	-16082	8472	15400	-14183	-8925

资料来源: 国家统计局, 国泰君安证券销售交易总部

二、2010 年 1 月政策密集期: 对股市维持积极政策

在 2009 年的最后一个月里, 我们看到了针对实体经济领域的房地产价格控制的政策和针对股票市场的个人转让限售股征收 20% 所得税的政策。一个是针对实体经济领域的政策调控; 一个是直接针对股票市场的刺激政策。

财政部、国家税务总局、证监会在 2009 年的最后一天发出通知, 经国务院批准, 自 2010 年 1 月 1 日起, 对个人转让限售股取得的所得, 按照“财产转让所得”, 适用 20% 的比例税率征收个人所得税。从该政策推出的时点看, 有着明显的释放对资本市场积极信号的意图。1、对于该政策, 在 08 年初股市大跌的时候曾被提出过。而当时限售股也被当作影响股市的最重要的一个因素, 当时该政策并没有被推出; 2、07 年底一年股改限售股基本解禁完毕, 08 年底二年限售股解禁基本完毕, 这两部分无控制权的股份减持动力更足, 从税收公平看, 该政策应该在 07 年底就推出。所以, 现在推出该政策具有的更多的信号意义。

我们归纳了 08 年经济危机以来的政策变动, 从 08 年 11 月份到 09 年 7 月份政策基本意每周一个的频率释放积极信号; 7 月份以后以信贷收紧为标志的政策转向、逐步向控制房地产价格过快上涨、抑制过剩产能转变。这条政策脉络对股市的走势产生了较为明显的影响, 由于政策措施对经济的作用产生了直接的结果, 实体经济也支撑了股市的变动。

表 4: 经济危机后政策变动一览表

时间	政策	取向
2008/11/5	温家宝主持国务院会议, 确定扩大内需、促进经济增长的十项措施。	积极
2008/11/12	国务院会议提出扩大内需四项措施	积极
2008/12/11	中央经济工作会议 12 月 8 日至 10 日在北京举行。	积极
2008/12/17	国务院常务会议, 研究部署促进房地产市场健康发展的政策措施。	积极
2008/12/25	国务院常务会议研究部署搞活流通扩大消费和保持外贸稳定增长;	积极
2009/1/5	国务院同意启动 3G 牌照发放	积极
2009/1/9	珠三角发展规划纲要出炉, 尽快在深交所推出创业板	积极

2009/2/19	电子信息产业调整振兴规划获通过	积极
2009/2/26	国务院常务会议通过有色金属和物流业调整振兴规划	积极
2009/3/26	国务院：将上海建成国际金融航运中心，提高部分产品出口退税率，	积极
2009/4/3	G20 峰会就应对金融危机达成多项共识	积极
2009/4/17	国务院部署当前八项工作重点，做好预案应对经济形势新变化，	积极
2009/4/30	国务院通过深化经济体制改革意见，决定调整固定资产投资项目资本金比例，	积极
2009/5/5	国务院支持福建省加快建设海峡西岸经济区	积极
2009/5/20	国务院常务会议决定 70 亿元补贴汽车家电“以旧换新”	积极
2009/6/11	国务院常务会议通过《江苏沿海地区发展规划》	积极
2009/6/25	国务院决定开展新型农村社会养老保险试点，通过《横琴总体发展规划》	积极
2009/7/2	国务院通过辽宁沿海经济带发展规划	积极
2009/7/9	央行提前披露 6 月份存贷款数据，1 年期央票重启	转向信号
2009/7/20	银监会主席刘明康要求加强风险管理，银行拨备覆盖率年内须提至 150% 以上	收紧
2009/7/24	温家宝：要继续坚定不移实施积极财政政策	积极
2009/7/28	银监会发布相关文件确保贷款进入实体经济严防挪用	收紧
2009/7/31	银监会公布《流动资金贷款管理暂行办法》	收紧
2009/8/4	监管部门拟对银行间交叉持有的次级债计入附属资本进行更严格的限定，	收紧
2009/8/18	国务院要求抓好九项工作，推进东北等老工业基地全面振兴	积极
2009/8/20	审计署拟审计银行信贷投向	收紧
2009/8/21	国务院力促西部地区经济较快发展	积极
2009/8/25	温家宝强调保持市场流动性合理充裕	积极
2009/8/27	国务院常务会议研究部署抑制部分行业重复建设	收紧
2009/9/4	监管层拟调整商业银行资本补充机制方案	积极
2009/10/27	尚福林提出“基金监管做好四工作，勿触三底线”	收紧
2009/11/4	温家宝：科学选择新兴战略性产业	积极
2009/11/30	温家宝：过早“退出”会使成果得而复失	积极
2009/11/30	中共中央政治局 1 月 2 7 日召开会议，分析研究明年经济工作。	积极
2009/12/8	中央经济工作会议举行，将保持宏观经济政策连续性和稳定性	积极
2009/12/9	央行：把握好货币信贷增长速度	收紧
2009/12/10	温家宝主持召开国务院常务会议，研究完善促进消费政策措施	收紧
2009/12/15	国务院明确房地产市场调控重点，遏制部分城市房价过快上涨势头	收紧
2009/12/18	五部委联合发文加强土地出让收支管理	收紧
2009/12/21	尚福林：继续推进新股发行改革，适时推出融资融券和股指期货	积极
2009/12/24	央行定调 2010 年货币政策：引导金融机构均衡放款，避免过大波动	收紧

资料来源：国泰君安销售交易总部

对于 1 月份的政策面我们认为：第一，**各部委和机构需要在 1 月份召开全年工作指导和 09 年总结会议，政策信号仍较为强烈**。第二，从过去两个月份的政策信号看：1、信贷规模控制将以保持信贷均衡为目标，这也就以为着一月份信贷规模可能在 1 万亿左右；2、严控新项目贷款，对固定资产投资进行限制；3、调控房地产价格的措施将会在省市一级继续出台；第三、结合创业板推出的政策信号过程，股指期货和融资融券的推出已经出现积极信号。第四，最终决定股市趋势的是基本面因素，对政策的理解更多的建立在对基本面影响的解读上，整体来看，近期政策仍以保持经济平稳回升为基础。

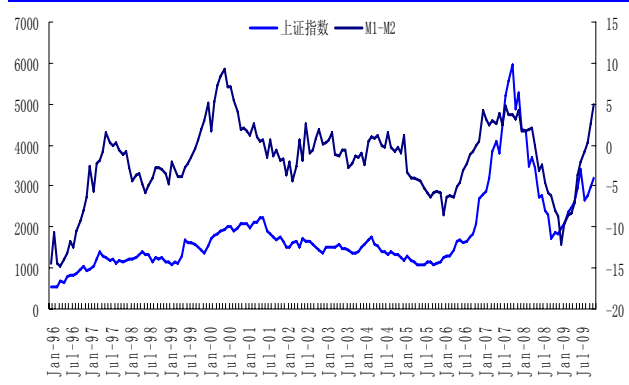
三、2010 年 1 月流动性研究：参与博傻游戏还是看好经济

2010 年 1 月份，市场对资金面关注的重点是，银行的新增信贷规模。根据现在的政策的基本方针：“保持适度规模，做到各月均衡放贷”。1 月份的信贷规模将会对市场产生较大影响：1、1 月份信贷规模可有效地预测 10 年信贷政策的整体规模和方向，1 万亿左右的新增信贷规模将是一个最适当的预期；2、过高则可能出现预期政策收紧的担忧，过低则可能对政策的收紧确认。

1 月份整体资金流动性仍将保持

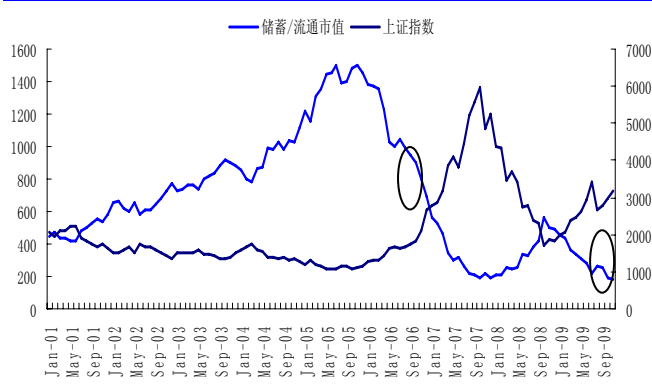
与 06-07 年牛市的资金来源于海外和存款搬家不同，本轮牛市资金主要来源于信贷，尤其是短期信贷。从信贷的季节性考虑，1 月份新增信贷是市场资金最主要途径，市场整体对流动性仍将保持一定合理预期。从具有领先性的 M1-M2 同比增速看，仍将维持上升趋势，储蓄余额与流通市值比也将维持平稳，此外随着美元反弹，热钱流入速度放缓，而且热钱本身就与股市相关性很低。

图 6：M1、M2 同比增速差与上证指数趋势



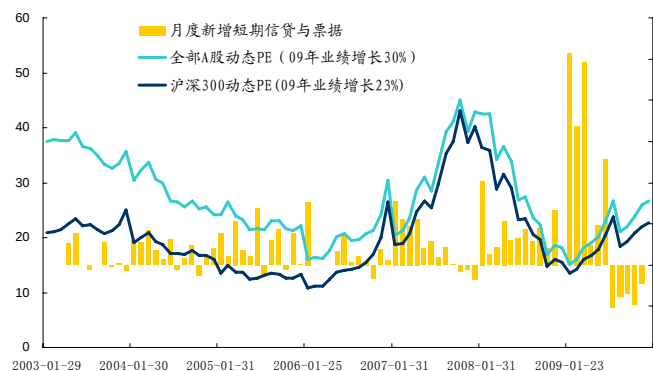
数据来源：国泰君安证券销售交易总部

图 7：储蓄余额/流通市值与上证指数



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

图9：短期信贷是本轮牛估值扩张的重要来源



数据来源：国泰君安证券销售交易部, Wind

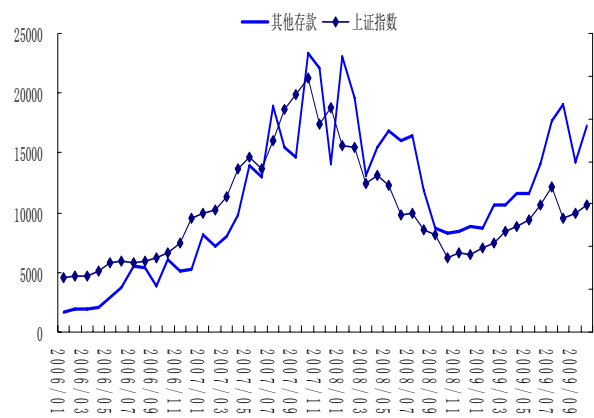
图10：目前一年期人民币 NDF 升值预期仅为 2.4%



普通投资者参与热情下降—是滞后指标

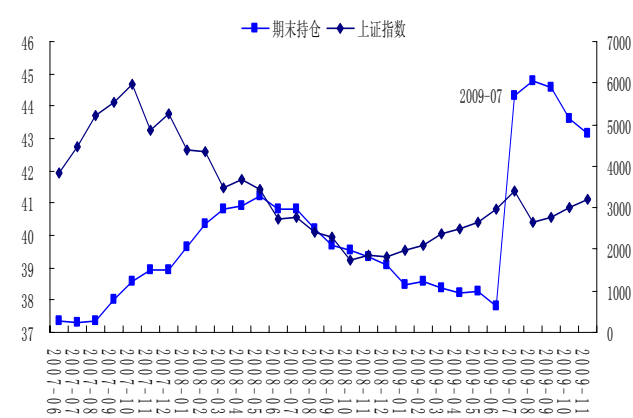
从观察持仓帐户和客户保证金状况，可以有效地判断普通投资者的参与热情。根据图 8 和 11 观察：1、客户保证金的变动是由行情变动决定的；2、通过历史水平比较看，A 股市场普通投资者参与的资金量已经接近历史较高水平；3、期末持仓帐户占比是一个较为滞后的指标，反映了普通投资者对行情的把握能力较差，基本上是在行情上涨中期以后才确认，在行情下跌中期以后才退出；4、我们可以观察到 09 年 7、8 月份，出现了一次居民投资者积极参与交易，储蓄搬家进入股市的情况，但后来的调控政策击毁了这次可能由普通投资者参与推动的行情。5、从 11 月份数据看，普通投资者参与热情继续下降，但股票指数却在上涨，单纯从资金角度考虑，会续能否有一波上升行情，主要取决于存款搬家--普通投资者能否再次参与。

图 11: 上证指数和证券公司客户保证金



数据来源：CEIC，其他存款=客户保证金*90%

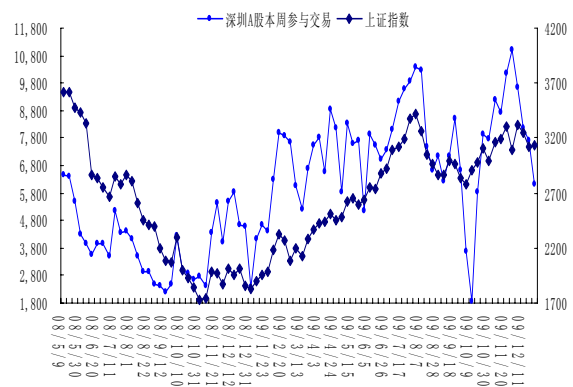
图 12: 期末持仓帐户占比与上证指数



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

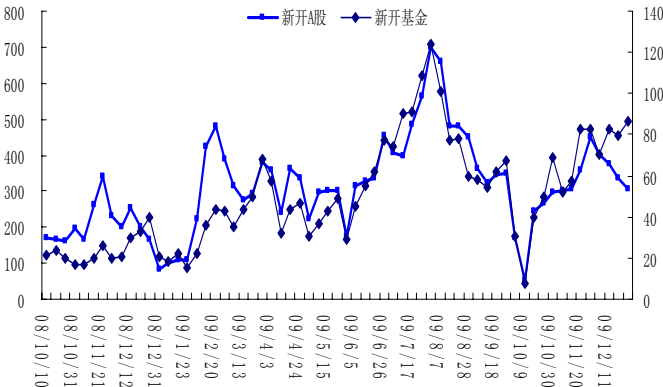
从参与交易帐户数、新开股票和基金帐户数等数据看，由于 12 月份的季节性因素参与交易帐户数持续下降；而从新开帐户看，新开 A 股帐户数下降却伴随着新开基金帐户数的增加，这种现象在 08 年底有过，表明投资者对后市仍相对乐观，只是对现在的行情无法把握。

图 13: 参与交易 A 股帐户与上证指数



数据来源：CEIC

图 14: 新开 A 股与基金数



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

四、市场估值：看不到估值泡沫化动力

估值由流动性，股票供给和业绩增速共同决定。我们预测10年业绩应有26%的增长，因此市场10年动态估值不高，但结构分化严重，银行石化等大盘股估值较低，但很小盘股估值相当高。随着市场流动性下降和股票供给的上升，市场TTM市盈率一直冲不破历史均值。

如果估值泡沫化，冲破历史均值，则需要大量流动性支持，随着日益加大的通胀和政策压力，我们目前看不到估值泡沫化的动力。

图15：动态市盈率低于历史均值

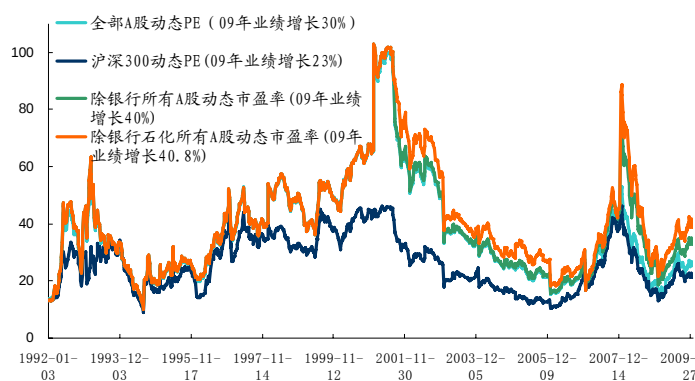
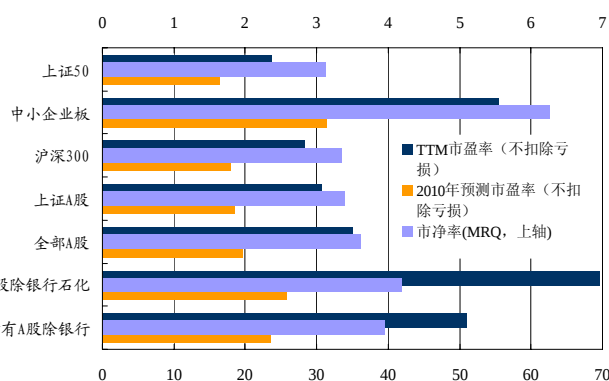


图16：估值水平较低，但结构分化严重



数据来源：国泰君安证券销售交易部, Wind, 截至09年12月31日

图17：全部A股PB不到4



图18：TTM市盈率低于历史均值



数据来源：国泰君安证券销售交易部, Wind, 截至09年12月31日

从全球对比来看，A股的静态估值又是全球最高水平，不过对比港股，尚不算太贵。

图19: A股静态市盈率全球最高

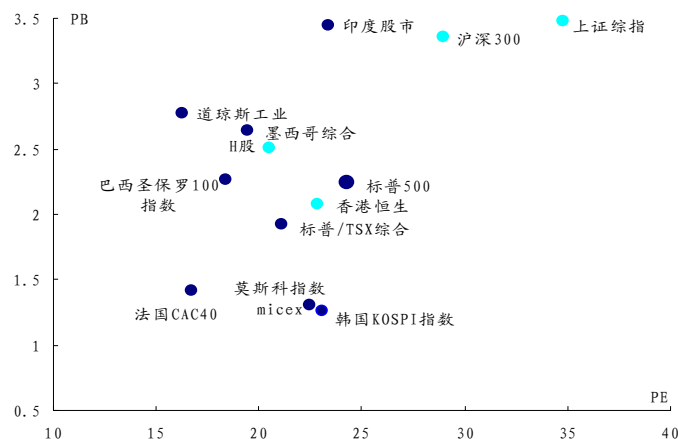


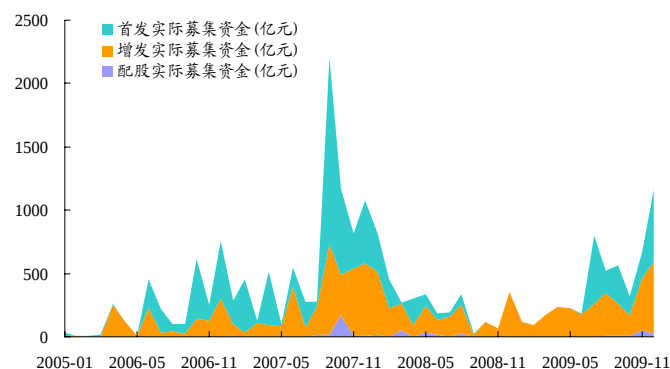
图20: AH股溢价率也维持在较低水平



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部, Bloomberg, ,截至 09 年 12 月 31 日

创业板开闸后, IPO 和再融资大大加快, 12 月份融资总额已经达到 1182 亿元。1 月第一周就有 14 家公司 IPO。展望未来, 随着贷款的释放, A 股流动性不足的状况在 1 季度会有所好转, 但融资的大大加快, 通胀的快速上升引致的货币紧缩加剧的忧虑和对政策退出后业绩增速的分歧, 将导致估值难以回到历史平均水平之上。

图21: 创业板开闸后, IPO和再融资大大加快



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部, Wind

图22: 上证指数估值敏感性分析

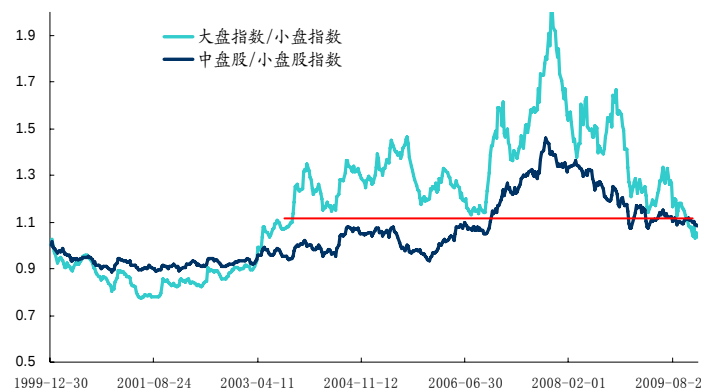
2010年动态PE/ 利润增速	15%	20%	25%	30%	35%
12	1902	1985	2068	2151	2233
14	2219	2316	2412	2509	2605
15	2378	2481	2585	2688	2792
16	2537	2647	2757	2867	2978
18	2854	2978	3102	3226	3350
20	3171	3309	3446	3584	3722
22	3488	3639	3791	3943	4094
24	3805	3970	4136	4301	4467

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部, Wind

五、市场风格判断: 大小盘风格转换即将开始

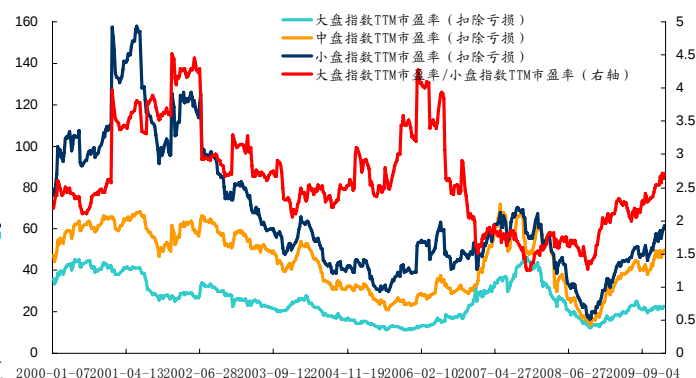
从大盘创出 6124 的历史高点以来, 大盘股已经跑输两年, 目前大小盘股比价关系已经达到 03 年以来的最低点。

图23: 大盘股/小盘股已经跌破历史均值



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部, Wind

图24: 小盘股市盈率高出大盘股170%



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部, Wind

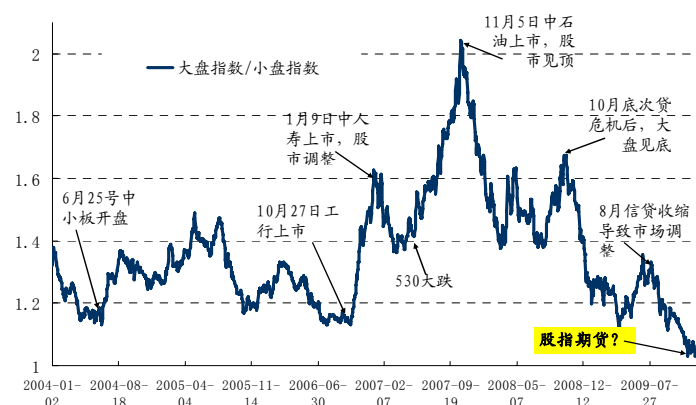
仅仅是估值差距，还不能导致大小盘风格转换。风格转换还需要业绩增长，事件性因素的推动，充分的换手（经常伴随市场见底见顶或调整）。而这些条件都已成熟。

图25: 业绩增速回升时，大盘股跑赢小盘股（往往比业绩滞后）



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部, Wind

图26: 风格轮换伴随事件性因素

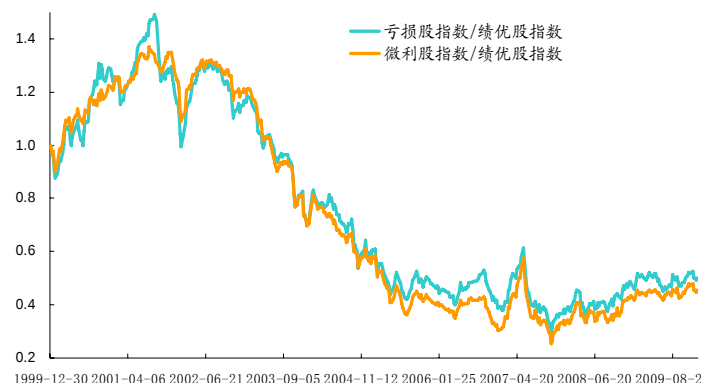


数据来源: 国泰君安证券销售交易总部, Wind

交叉验证其他风格，我们看到微利股和非周期性股票两年来大幅跑赢，这一方面是对07年周期性股票过高估值的纠正，另一方面显示投资者对未来周期性行业的业绩增长仍有较大疑虑。随着经济进入繁荣期，周期性行业的业绩增长性逐渐展现，微利股和非周期性股票的估值将相对显得更贵，其相对涨幅将放缓。

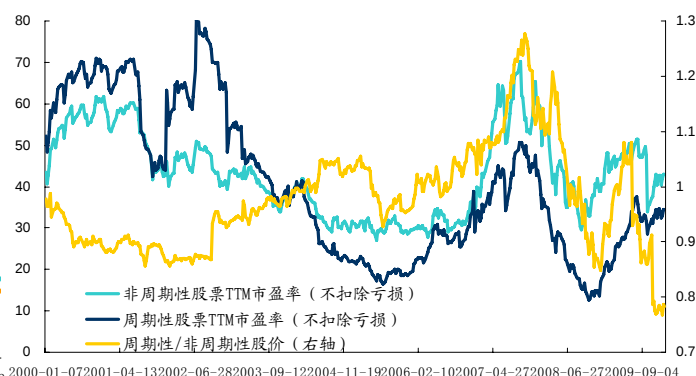
随着股指期货推出时间表越来越明确。部分机构投资者表示12月31日为不影响净值，没有大规模卖小盘股，准备1月开始逐步换仓，预计1月份风格转换将大大加速。

图27: 近两年, 微利股持续跑赢市场



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部, Wind

图28: 周期性股票2年来大幅跑输



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部, Wind

但考虑到流动性的泡沫化动力不足---基金子弹有限, 和房地产政策调整以及市场对货币政策退出的忧虑, 打压了一系列周期性行业估值的上升空间, 我们并不认为大盘股有很大绝对收益的空间, 最多 10%-20%, 更多的是基于估值角度相对收益的配置性机会。

六、市场观点与投资机会挖掘

延续年度策略报告的观点, 我们认为 2010 年的市场将是宽幅震荡, 冲高回落的走势。目前大盘延续 09 年牛市行情, 已进入 N 型走势的最后一笔, 震荡上行, 我们看好 1 月份行情, 上证综指将于 10 年 1 季度达到全年高点 3500 点—随着股指期货时间表的快速推出, 大盘有可能爆发短期脉冲式行情, 刺穿前期 3478 高点, 达到 3600 至 3700 一线。

我们看好 1 月行情的主要理由在于: 1 季度有信贷释放, 尤其是短期信贷; 投资者对股指期货仍有期待; 经济基本面增长强劲, 1 季度业绩增长可能超预期; 短期内通胀压力不大, 政策收紧幅度有限。12 月份资金不足和房地产政策导致大小盘风格转换失败, 导致指数发生一轮调整。未来指数要有好表现, 仍要指望大盘股和周期性股票---小盘股已经估值接近极限, 而且对指数拉动有限。但考虑到政策和资金面利好程度有限, 而股指期货本质是中性的, 不能改变市场中长期趋势, 因此大盘股涨幅也将有限。

随着股指期货的推出, 目前投资者预期又再次高度一致, 这一般导致两种现象的产生: 1、市场提前反应预期---估值加速透支利润增速; 2、预期往往不达目标---如果都已看多, 那没人来买。我们认为股指期货推出会导致后续利好因素加速透支, 则指数将加速探顶, 春节后市场风险上升。

从技术图形上可以看出, 周 K 线已走出旗型走势, 2 月初指数将重新选择方向。而近期纯碱价格也蠢蠢欲动, 显示房地产供给正在快速上升, 而房地产需求受政策打压, 这和 08 年初的情景何其相似。此外近期越南和印度因恶劣天气导致粮食价格大涨带来高通胀, 而国内恶劣的天气也很可能导致 CPI 的快速上升, 09 年 12 月 CPI 升至 1.6 以上, 我们担心春节 (2-3 月) CPI 升至 3 以上。

主题投资方面, 我们推荐投资者关注以下 6 个主题: 1、股指期货相关受益; 2、

新疆振兴板块；3、东盟自由贸易区；4、出口复苏板块—1 季度出口增速将达到 20%左右；5、世博主题；6、高配送。具体的股票推荐，我们将写在我们的《伐谋周刊》里。

七. 附录：投资者买卖行为观察

11 月份投资者买卖行为观察—机构投资者更多的以防御性配置参与博傻

从 09 年 1 月开始，深交所公布各类投资者的交易和持股情况，我们在月报中对此数据进行追踪。从 11 月份数据可以看出：1、个人投资者继续卖出股票，这个趋势从 8 月份就已经开始；2、社保基金配置上偏防御类，食品饮料、电子、医药、零售批发、信息技术、建筑、社会服务类，周期性的只配置钢铁和化工；3、保险公司则减持钢铁、机械、金融、地产；4、基金除在机械、金融、地产商一致减持外，周期和低端消费都被超配。5、金属非金属、机械、医药、地产等板块成交活跃，而采掘和金融成交低迷。整体看，金融地产除个人投资者增持外，其他类型投资者都在减持。整体投资者依据三条线索进行配置：一个是晚周期受益于经济上升的钢铁、化工、电子、机械等行业；一个是减持政策调控行业；一个是基于谨慎型配置防御性行业。

表 5：11 月份各类投资者各行业买入、卖出占该类投资者成交额比

单位：%

行业	个人投资者		投资基金		社保基金		保险公司		券商自营		QFII		其他机构	
	买入	卖出	买入	卖出	买入	卖出	买入	卖出	买入	卖出	买入	卖出	买入	卖出
农林牧渔	1.89	1.93	1.30	1.10	1.20	0.40	1.87	1.44	0.66	0.98	0.90	0.93	2.04	1.37
采掘业	3.43	3.50	5.29	3.78	2.13	3.15	5.93	5.78	3.59	5.45	2.55	2.63	3.83	3.78
制造业	60.36	60.89	63.71	57.02	63.08	67.69	72.49	65.27	62.32	64.16	71.68	65.54	60.88	57.85
食品饮料	4.35	4.76	10.35	5.42	13.65	8.22	7.62	6.15	10.24	8.66	16.41	9.23	7.13	5.43
纺织服装	2.76	2.76	1.04	0.88	0.05	1.58	1.97	1.57	3.23	1.39	1.10	1.57	1.94	2.22
木材家具	0.21	0.21	0.02	0.01					0.11	0.60	0.14	0.06	0.31	0.28
造纸印刷	1.87	1.88	1.41	1.14	0.55	1.84	1.45	1.08	2.39	0.86	0.64	0.40	1.68	1.74
石化塑胶	10.68	10.87	8.35	6.05	13.58	10.21	17.75	10.46	10.53	10.50	12.31	4.31	9.67	9.77
电子	4.18	4.17	3.48	2.67	0.64	3.01	2.70	1.98	2.69	1.86	1.92	1.62	3.77	5.15
金属非金属	10.93	11.05	15.01	13.29	14.37	12.99	11.97	13.84	12.58	14.70	12.08	20.78	12.40	10.51
机械设备	15.76	15.53	15.92	19.42	13.60	22.99	20.22	24.44	12.21	20.17	20.53	20.94	16.69	15.54
医药生物	8.56	8.57	7.01	7.26	6.28	5.05	8.24	5.51	6.23	3.77	5.79	5.66	6.14	6.25
其他制造	1.06	1.09	1.12	0.88	0.36	1.80	0.57	0.24	2.11	1.65	0.76	0.97	1.15	0.96
水电煤气	3.16	3.09	0.75	1.35	0.52	4.72	1.44	1.62	2.18	3.25	0.87	1.11	1.94	2.46
建筑业	1.37	1.39	1.19	0.78	0.84	0.35	0.07	0.00	0.90	0.82	0.48	0.39	1.07	1.34
运输仓储	2.44	2.41	0.62	0.70	0.28	2.35	0.43	0.69	0.54	0.53	0.74	0.84	1.69	2.20
信息技术	5.14	5.15	4.15	4.49	4.62	3.64	2.92	2.21	4.35	4.63	6.04	4.96	4.60	4.14
批发零售	3.29	3.46	6.28	4.23	9.51	3.37	4.81	2.95	5.53	3.60	6.01	5.29	4.23	3.59
金融保险	2.91	2.65	3.98	5.44	0.79	1.33	1.19	9.52	4.85	4.24	2.90	7.50	3.94	6.97
房地产	8.04	7.57	7.43	15.65	7.19	10.06	5.03	7.91	11.50	7.50	5.45	7.97	9.00	9.46
社会服务	3.61	3.59	3.07	3.70	7.29	0.73	2.09	1.51	2.34	2.76	1.15	1.66	3.17	3.03
传播文化	0.66	0.66	0.21	0.28	0.06	0.04	0.41	0.19	0.06	0.21	0.13	0.24	0.66	0.59
综合类	3.70	3.72	2.02	1.49	2.49	2.18	1.31	0.90	1.19	1.87	1.10	0.94	2.97	3.19

资料来源：深圳证券交易所

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100032

电话：(010) 59312899

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com