

又是一年‘风格轮换’时

——投资策略周报 20091108

策略研究小组

余晓宜 研究员
电话: 020-87558888-648

eMail: yxy2@gf.com.cn

张海波 研究助理
电话: 020-87558888-337

eMail: zhb@gf.com.cn

林海 研究助理

电话: 020-87558888-418

eMail: lh19@gf.com.cn

李太勇 研究员

电话: 020-87558888-689

eMail: ltv@gf.com.cn

林鲁东 研究助理

电话: 020-87558888-696

eMail: lld2@gf.com.cn

本周主题与观点

本周股指稳步上行。下周将公布CPI、PPI以及货币供应量等宏观经济数据,结合8、9月份两个月的宏观经济数据以及最新公布的广交会数据、10月份PMI数据,市场对“内需不足、外需乏力”的担忧有所缓解,对经济复苏持续性的信心有望进一步加强。刚刚闭幕的G20会议在会后发表的联合公报中称‘各国将继续保持经济刺激措施,直到全球经济复苏得到确认’,‘政策退出’的噪声扰动减弱。未来一段时间,市场有望维持震荡慢牛行情。

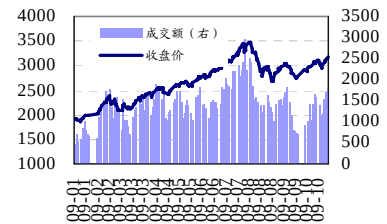
市场风格方面,从09年1月至今,中小板指数在大部分时间内跑赢沪深300指数,目前趋势虽有可能继续,但未来发生轮换的可能性非常大,我们认为触发风格轮换的原因可能有:

- (1) 大幅上涨后,中小板在未来几个月内难有超额收益;
- (2) 估值溢价已达历史高点,回调压力较大;
- (3) 结合投资者结构差异与市值风格差异看,轮换萌芽初现;
- (4) 中小板11月份将迎来解禁高峰;

投资策略

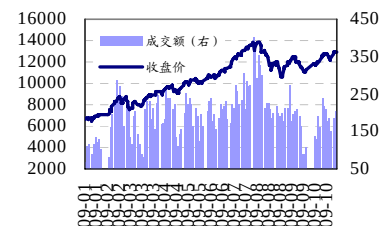
从目前中小板的超额收益、估值溢价来看,正处于历史高位回归均值的启动阶段,在这一过程中,结合宏观经济复苏的步伐,市场的超额收益将主要体现在大盘股之上,而基于中小板上市企业自身受经济波动影响相对较小的特点,我们建议在投资组合中适当配置具有安全边际、业绩支撑的中小板个股。

上证综合指数走势



周末收盘: 3167.04 一周涨跌幅: 5.61%

深证成份指数走势



周末收盘: 12987.02 一周涨跌幅: 5.61%

国际 市场指数	一周 (%)	年初 至今 (%)
S&P500 指数	3.20%	18.38%
加拿大 TSX 指数	3.11%	25.18%
英富时 100 指数	1.95%	15.98%
法国 CAC40 指数	2.76%	15.21%
德国 DAX 指数	1.35%	14.10%
日经 225 指数	-1.03%	10.49%
韩国综合指数	-0.52%	39.84%
台湾加权指数	1.68%	62.55%
香港恒生指数	0.35%	51.73%
恒生中国企业	1.94%	64.95%
沪深 300 指数	6.18%	91.61%

相关报告:

温和通胀预期下的结构性机会 1025
重上 3000 点,我们要期待多久? 1018

本周主题：又是一年‘风格轮换’时

本周股指稳步上行。下周将公布CPI、PPI以及货币供应量等宏观经济数据，结合8、9月份两个月的宏观经济数据以及最新公布的广交会数据、10月份PMI数据，市场对“内需不足、外需乏力”的担忧有所缓解，对经济复苏持续性的信心有望进一步加强。刚刚闭幕的G20会议在会后发表的联合公报中称‘各国将继续保持经济刺激措施，直到全球经济复苏得到确认’。‘政策退出’的噪声扰动减弱。未来一段时间，市场有望维持震荡慢牛行情。

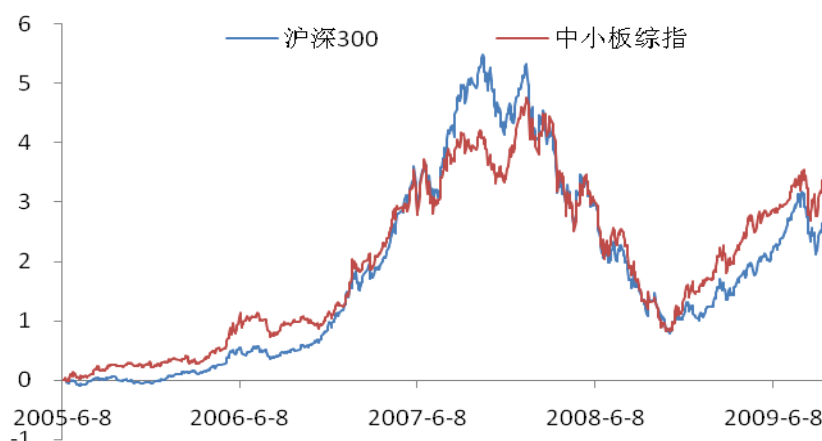
市场风格方面，从09年1月至今，中小板指数在大部分时间内跑赢沪深300指数，目前趋势虽有可能继续，但未来发生转向的可能性非常大，我们认为触发风格轮换的原因可能有：

- (1) 大幅上涨后，中小板在未来几个月内难有超额收益；
- (2) 估值溢价已达历史高点，回调压力较大；
- (3) 结合投资者结构差异与市值风格差异看，轮换萌芽初现；
- (4) 中小板11月份将迎来解禁高峰。

超额收益上行压力增大

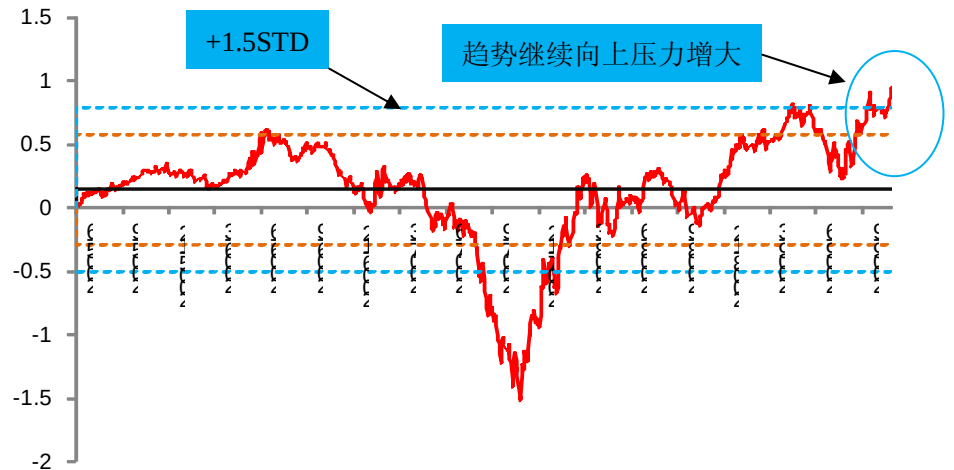
09年1月至8月底，沪深300指数上涨45.15%，而同期的中小板综指上涨50.91%。9月以来，A股市场在震荡中重心不断上移，中小板综指跑赢沪深300，但近两个月来，中小板相对上证综指涨幅进一步扩大趋势并不明显（9月份分别对应7.73%、4.19%，10月份至今为14.87%、19.15%）（图1、图2），且超额收益已达历史高位，趋势继续向上压力增大。

图1：中小板综指跑赢沪深300



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2: 超额收益已达历史高位, 趋势继续向上压力增大

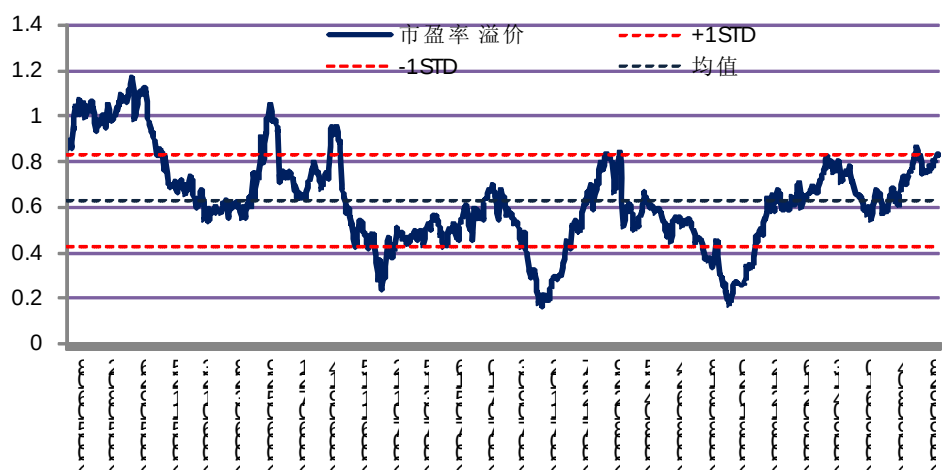


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

估值溢价均值回归

从估值看, 因中小板市场的上市公司大部分为细分行业龙头, 且大部分分布于制造业中下游 (占比约为75%) 和消费服务业, 具有高成长性和盈利性, 市场一般会给予相对高的估值。从而相对于主板市场存在一定的估值溢价。我们比较分析了中小板与沪深300的整体历史估值水平, 发现, 中小板相对沪深300的估值溢价目前处于一个历史高位, 且已在均值1倍标准差附近震荡较长时间, 存在均值回归的压力 (图3)。

图3: 估值溢价均值回归正在启动

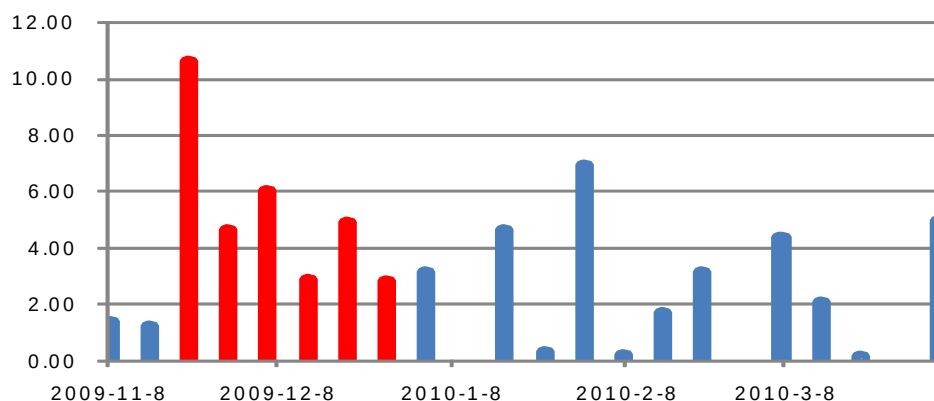


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

解禁高峰将至 原始股东抛售意愿增强

四季度是09年中小板解禁高峰 (图4), 且解禁限售股以首发原始股东限售股为主 (表1), 加之前文对中小板超额收益上行压力以及相对估值均值回归的分析, 四季度股东减持意愿可能会增强。

图4: 解禁高峰将至, 股东减持意愿可能增强



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 1: 11 月份解禁限售股以首发原始股东限售股为主

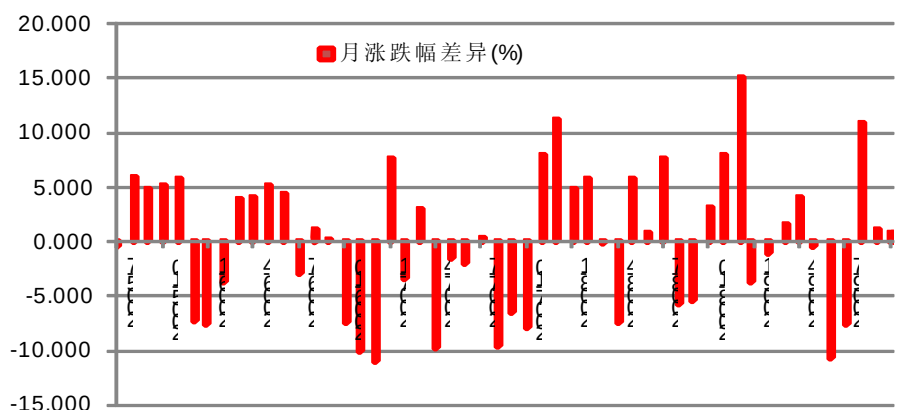
股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	流通股份类型
002038.SZ	双鹭药业	2009-11-9	10,785.96	24,699.16	239.24	股权分置限售股份
002279.SZ	久其软件	2009-11-11	306.00	1,530.00	4,574.00	首发机构配售股份
002278.SZ	神开股份	2009-11-11	920.00	4,600.00	13,561.34	首发机构配售股份
002078.SZ	太阳纸业	2009-11-16	33,919.41	50,240.28	0.24	首发原股东限售股份
002079.SZ	苏州固锝	2009-11-16	19,200.00	27,595.00	5.00	首发原股东限售股份
002077.SZ	大港股份	2009-11-16	14,520.56	25,200.00	0.00	首发原股东限售股份
002184.SZ	海得控制	2009-11-16	3,055.32	8,655.32	13,344.68	首发原股东限售股份
002082.SZ	栋梁新材	2009-11-20	13,619.20	23,798.56	1.44	首发原股东限售股份
002080.SZ	中材科技	2009-11-20	7,150.68	15,000.00	0.00	首发原股东限售股份
002081.SZ	金螳螂	2009-11-20	14,962.50	21,150.00	0.00	首发原股东限售股份
002280.SZ	新世纪	2009-11-23	270.00	1,350.00	4,000.00	首发机构配售股份
002283.SZ	天润曲轴	2009-11-23	1,200.00	6,000.00	18,000.00	首发机构配售股份
002282.SZ	博深工具	2009-11-23	868.00	4,340.00	13,000.00	首发机构配售股份
002281.SZ	光迅科技	2009-11-23	800.00	4,000.00	12,000.00	首发机构配售股份
002084.SZ	海鸥卫浴	2009-11-24	17,430.40	23,304.40	0.00	首发原股东限售股份
002083.SZ	孚日股份	2009-11-24	17,364.06	47,769.06	46,079.23	首发原股东限售股份
002045.SZ	广州国光	2009-11-25	8,758.56	25,459.08	146.52	股权分置限售股份
002285.SZ	世联地产	2009-11-30	640.00	3,200.00	9,600.00	首发机构配售股份
002286.SZ	保龄宝	2009-11-30	400.00	2,000.00	6,000.00	首发机构配售股份
002284.SZ	亚太股份	2009-11-30	480.00	2,400.00	7,168.00	首发机构配售股份
002089.SZ	新海宜	2009-11-30	8,320.74	21,092.19	317.73	首发原股东限售股份
002088.SZ	鲁阳股份	2009-11-30	10,832.65	22,258.74	1,139.13	首发原股东限售股份
002287.SZ	奇正藏药	2009-11-30	820.00	4,100.00	36,500.00	首发机构配售股份
002086.SZ	东方海洋	2009-11-30	6,500.00	23,709.00	676.00	首发原股东限售股份
002085.SZ	万丰奥威	2009-11-30	17,044.58	11,390.42	87.33	首发原股东限售股份
002087.SZ	新野纺织	2009-11-30	13,210.56	28,124.21	1.39	首发原股东限售股份

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

另一个证据：历史上的风格轮换

我们将中小板综指月涨跌幅与沪深300指数月涨跌幅的差值作为市值风格轮换的表征，分析中小板综指成立以来的风格转换发现，周期一般3-4个月，风格转换频繁（图5）。

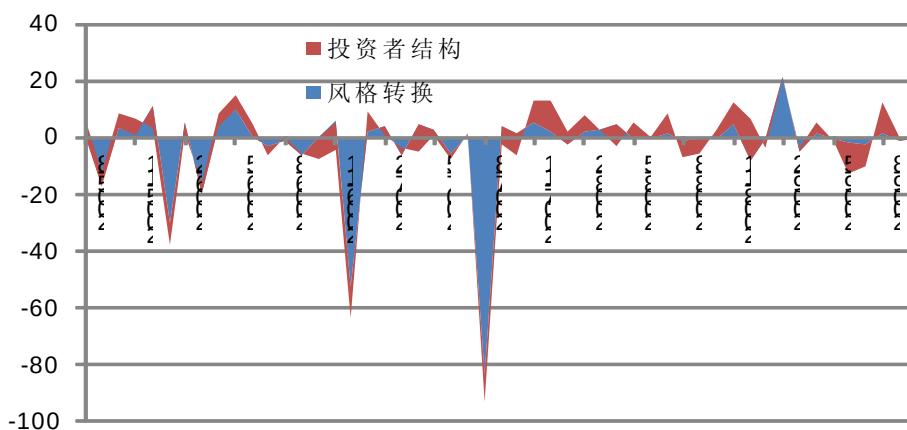
图5：历史上风格转换较为频繁



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

而我们都知，指数的涨跌幅主要受流动性、投资者情绪以及估值水平等因素的影响。投资者情绪的分化导致投资者结构的差异，进而使资金流向迥异。为了分析投资者结构与风格轮换的关系，在这里，我们选取新增A股股票账户和新增基金账户作为一个基础数据，定义投资者结构为平滑后的新增A股股票账户月环比与新增基金账户月环比差。研究发现，投资者结构与两指数间的月涨跌幅差异（风格轮换）存在一定程度的正相关性（图6），近期中小板综指摸高09年以来的历史高位5262.68点，与近期机构投资者对中小板的追捧存在一定的关联性。

图6：历史经验：风格转换与投资者结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

综上，回顾年初反弹以来的市场表现，股指在市场风格轮换中上升，目前趋势虽有可能继续，但是未来发生转向的可能性非常大。从目前中小板的超额收益、估值溢价来看，正处于历史高位回归均值的启动阶段，在

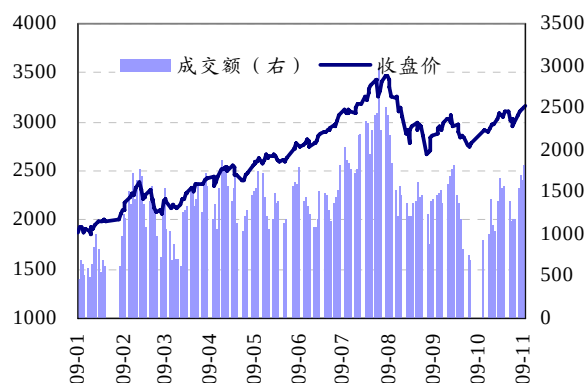
这一过程中，结合宏观经济复苏的步伐，市场的超额收益将主要体现在大盘股之上，而基于中小板上市企业自身受经济波动影响相对较小的特点，我们建议在投资组合中适当配置具有安全边际、业绩支撑的中小板个股。

关注指标

市场表现

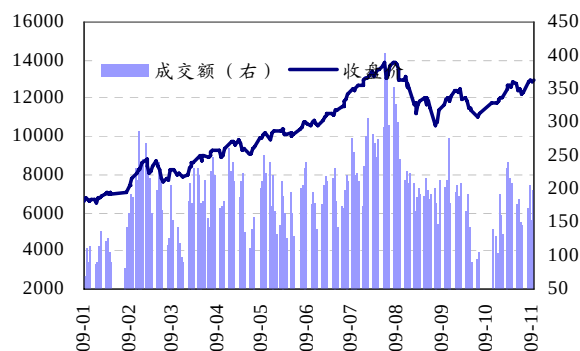
■ A股市场

图7: 上证综指本周上涨5.61%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

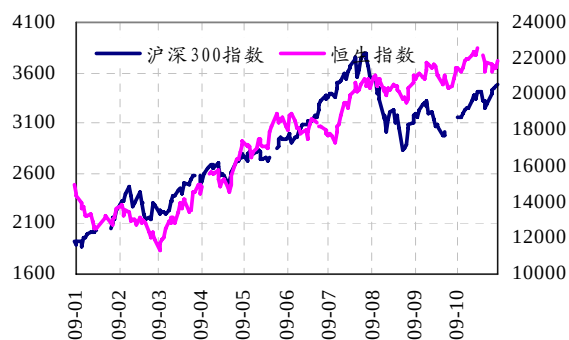
图8: 深证成指本周上涨5.61%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

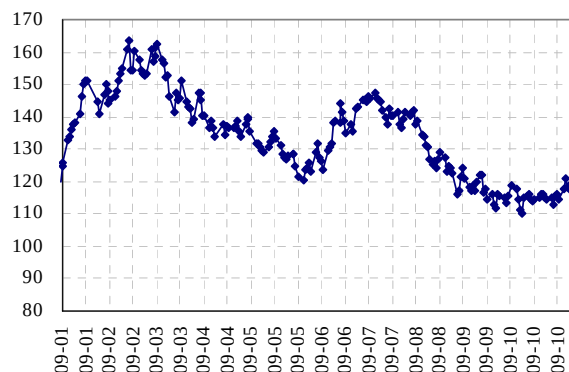
■ A股和港股

图9: 恒生指数本周上涨0.35%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 恒生AH溢价指数比上周略有下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心