

数量化策略

5.30 会否重演？

研究结论：

- 目前市场的风格表现与“5.30”前的市场风格表现极为相似。相似之处在于：小盘股表现要好于大盘股；高市盈率、低价、微利以及亏损股遭到市场的热炒；绩优以及低市盈率的股票被市场主力冷落；蓝筹股对中小盘存在较大估值折价。
- 目前基金的重仓股与“530”期间也较为相似，但略有不同。“5.30”期间基金始终都是重仓大盘蓝筹股，而基本上错过了“5.30”之前的小盘股行情；同样的事情又发生在了 09 年的一季度，市场上涨的主力仍然是小盘股，大盘股相比而言涨幅不大，然而基金的行为却出现了一些微妙的变化，相比 08Q4，09Q1 的基金持有重仓股中沪深 300 成份股占比变大，并且对蓝筹股的投资市值占比也是有所提升。
- 虽然两个时间点上市场风格以及基金行为存在着相似之处，但是两个时间点的宏观经济背景以及市场结构存在着明显的不同。虽然目前的市场估值水平低于 5.30 前夕的估值水平，如当前的上证 A 股的动态市盈率为 18.82 倍，低于 5.30 前夕的 27.19 倍；但目前的宏观经济面要远远差于“5.30”时期。同时，“5.30”前垃圾股的热炒是市场过热之后的表现，而目前垃圾股的热炒是流动性过剩造成的市场底部反弹。
- 市场热点能否回到蓝筹上，需要基本面的配合。经过前段时间的热炒，目前蓝筹股相对于全部 A 股的估值折价已经接近于“5.30”前的水平，但是目前市场能否像“5.30”后那样顺利地切换到大盘蓝筹的关键仍然是宏观经济面的改善，这样市场的上涨才会建立在坚实的基础之上，否则一切只是炒作而已，炒作之后终将“尘是尘，土是土”。



东方证券
ORIENT SECURITIES

阚先成

金融衍生品分析师
021-63325888-6118
kanxiancheng@orientsec.com.cn

胡卓文

金融衍生品分析师
021-63325888-6117
huzhuowen@orientsec.com.cn

高子剑

金融衍生品首席分析师
021-63325888-6115
gaozijian@orientsec.com.cn

报告日期

2009 年 4 月 26 日

当前时点和 5.30 时点的估值比较

指数名称	PE (09-4-22)	PE (07-5-29)
上证 50	16.59	23.04
上证 A 股	18.82	27.19
深证 100	22.38	25.25
中小板指	27.55	33.90
上证 A 股/上证 50	1.13	1.18
中小板指/深证 100	1.23	1.34

当前时点和 5.30 时点一致预期盈利增长

指数	2009-4-22	2007-5-29
沪深 300	11.04%	15.23%
上证 50	8.08%	10.73%
上证 A 股	9.83%	16.28%
深证 100	21.91%	35.07%
中小板指	21.80%	31.11%

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

股市从来不缺少惊喜，当然包括令人期待的和令人沮丧的，2008 年的中国股市和目前为止的 2009 年股市也充分印证了这一点。人的行为从来都是非理性的，即使经济学家在理性人的假设下得出很多美轮美奂的经济理论，但是这些经济理论在人的行为面前变得极为不堪。当令人期待的惊喜如期而至时，人们会变得乐观起来、更加自信地面对未来，而令人沮丧的惊喜来临时，人们往往会变得诚惶诚恐，对未来如履薄冰。人们喜欢在乐观和悲观的两极游走，这两种行为在股市中表现得淋漓尽致。

经历过 2008 年的惨痛，2009 年的中国股市从低谷慢慢爬行、给悲观的投资者带来了希望，希望的存在使得投资者的交易慢慢地变得活跃起来，股市的交易量也达到了 2007 年的鼎盛水平。但是随着股市的逐渐走强，市场从原来的充满希望变得充满期望，市场在寻找各种题材，绩差股、题材股以及低价股成为市场追逐的目标，很多股票迅速翻倍，这种财富效应的累积迅速提升了市场的人气。

与这些“绩差低价漫天飞”形成鲜明对比的是那些大盘蓝筹，它们丝毫未受到市场热浪的波及、还是稳稳地在较低位置徘徊，此种鲜明对比的情形投资者肯定不会陌生，在令投资者无比怀念的 2007 年 5 月份也上演了这么一幕，当时也是消息股、题材股遭到市场热炒。大盘蓝筹股则成为市场抛弃的对象，但是“5.30”之后这种情形发生了转变，此前升天“鸡犬”落地了、大盘蓝筹股升天造就了 6000 点。

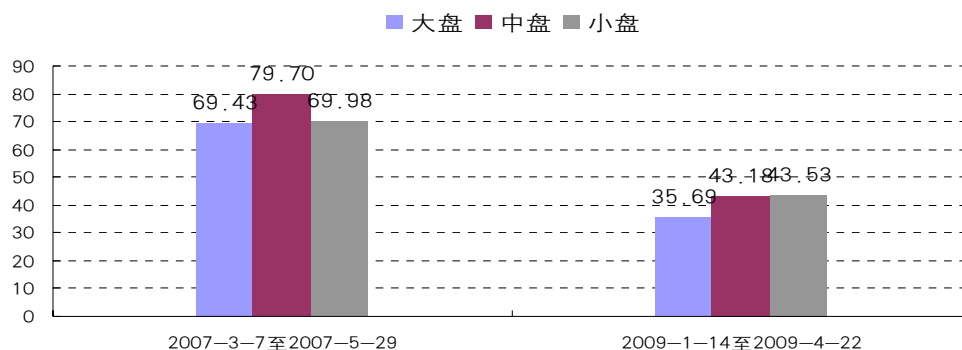
人们喜欢在历史的比较中寻找逻辑、进而得出指导投资行为的决策。目前市场的困惑是上涨能否顺利地切换到大盘蓝筹股，那么“5.30”的存在给我们分析目前市场提供了可以对比的案例，接下来本文就从市场结构以及基金表现这两个方面来对比这两个时间点（2007 年 5 月 29 和 2009 年 4 月 22 日）的市场结构。

市场特征比较：炒作风格——似曾相识

对于这两个时间点（2007 年 5 月 29 和 2009 年 4 月 22 日）市场风格的研究，本文主要是从 2007 年 3 月 7 日至 2007 年 5 月 29 日和 2009 年 1 月 14 日至 2009 年 4 月 22 日进行考察。本文所指的市场风格主要是对市场主要风格指数进行研究。

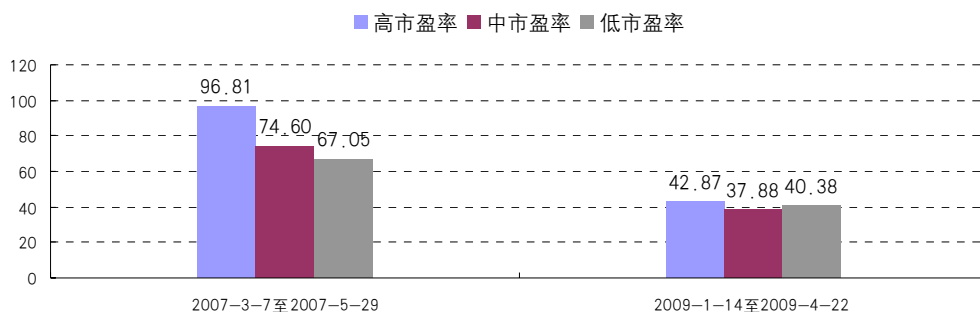
图 1 至图 4 给出了两个时间段内风格指数收益比较图。

图 1：大、中以及小盘收益比较图（%）



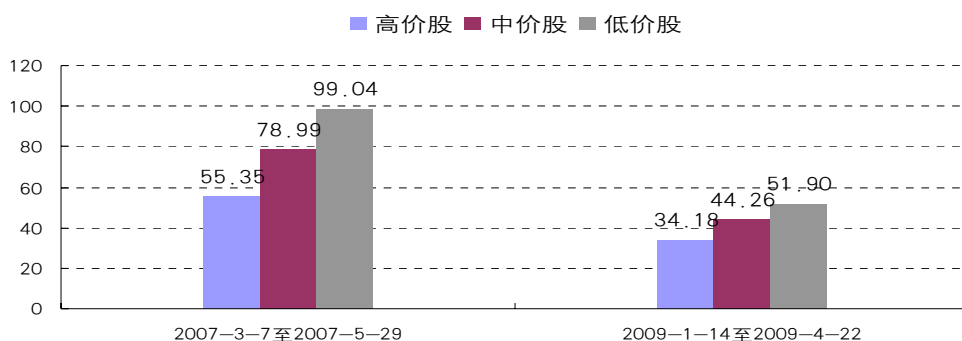
数据来源：wind 资讯 东方证券整理

图 2：高、中以及低市盈率收益比较图（%）



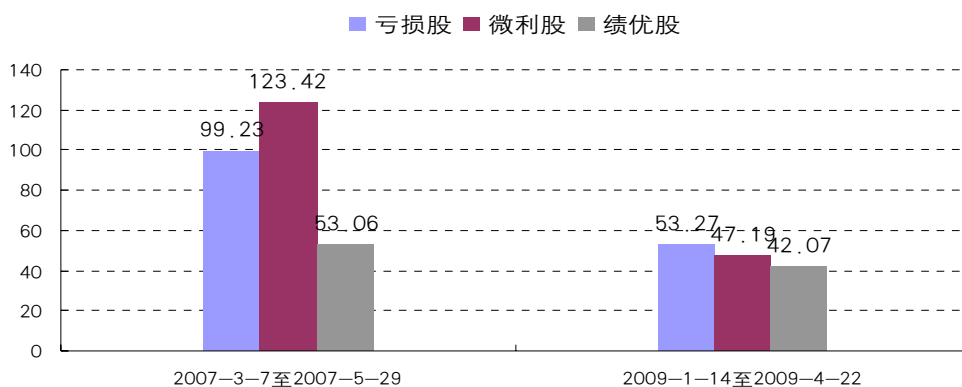
数据来源：wind 资讯 东方证券整理

图 3：高、中以及低价股收益比较图（%）



数据来源：wind 资讯 东方证券整理

图 4：亏损、微利以及绩优收益比较图（%）



数据来源：wind 资讯 东方证券整理

图 1 至图 4 表明目前市场的风格表现与“5.30”前的市场风格表现极为相似，相似之处在于：小盘股表现要好于大盘股；高市盈率、低价、微利以及亏损股遭到市场的热炒；绩优以及低市盈率的股票被市场主力冷落。

基金行为比较：跑输指数——无可奈何

“5.30”成为了市场风格转换的一个切换点，之前市场的主流是绩差股以及 st 股疯狂的上涨，在此轮调整之后，市场最终回归正途，真正开始了由大盘蓝筹带领的一轮气势如虹的上涨。下面的一张表中的统计数据可以证明，在“530”之前，中证 500 指数（代表小盘股组合）获得了 158.16% 的涨幅。大幅超过了中证 100 指数（大盘蓝筹股组合）和沪深 300 指数，而在“530”之后，中证 500 指数在大盘继续向上的时间段内，却出现了 0.81 个百分点的跌幅，而同时期，代表大盘蓝筹股组合的中证 100 指数上涨 45.63%。

我们比较了开放式股票型基金指数和开放式混合型基金指数在“530”之前和之后的表现，整体上来看，无论是股票基金还是混合基金，其涨幅都与中证 100 指数相当，粗略的来看，也许说明了基金在“530”前后的配置策略主要是大盘蓝筹为主。在“530”前后，基金整体对于股票的配置策略还是以大盘蓝筹为主。

表 4：各指数及基金表现（%）

	中证 100	中证 500	沪深 300	股票基金	混合基金
20070101-20070530	65.8	158.16	90.14	60.43	55.07
20070530-20071018	45.63	-0.81	34.73	37.53	31.67

资料来源：Wind，东方证券整理

比较基金在 07 年一季度和二季度的持股状况，可以再次证明大盘蓝筹的基金持股中的“大头”。在 07 年一季度，基金持有的 356 只重仓股中，有 181 只来自沪深 300 指数，占到基金股票投资市值的 44%，而所有这 356 只股票占比基金股票投资市值才 48%。在 07 年二季度，基金持有 333 只重仓股，仍然是 181 只来自沪深 300 指数，占到基金股票投资市值的 40.99%，而所有 181 只股票占比基金投资市值为 44%。从基金重仓股的角度来看，基金持有的股票市值大部分来自于沪深 300 指数成份股。

把视角放到当前，比较 09 年以来市场各个规模指数的涨跌幅和基金的涨跌幅，又会发现一些别的特点。

表 5：当前各种指数及基金表现（%）

	中证 100	中证 500	沪深 300	股票基金	混合基金
20090101-20090422	36.58	56.88	41.73	27.48	21.36

资料来源：Wind，东方证券整理

可以看到，09 年以来的行情中小盘股上涨幅度再次超过大盘蓝筹，及中证 500 指数上涨 56.88%，而中证 100 指数和沪深 300 指数的涨幅皆小于中证 500 指数。这一轮的上涨，中小盘垃圾股，st 股，绩差股又是涨幅很大。从涨幅很难看出基金的持股情况，下面具体的分析一下基金在 08 年 4 季度报和 09 年一季度报中的股票持仓情况。

在 08 年的四季度报中，基金一共持有 343 只股票，其中有 168 只属于沪深 300 指数的成份股，占到基金股票投资市值的 40.05%，而所有 343 只重仓股票占比基金投资股票市值为 44.55%。在 09 年的一季度报中，基金一共持有了 384 只股票，其中有 202 只属于沪深 300 指数的成份股，占到基金股票投资市值的 38.65%，而所有 384 只重仓股票占比基金投资市值为 41.35%。从 08 年四季度报到 09 年的一季度报，简单的比较可以发现微小的变化，那就是基金所持有的沪深 300 指数成份股相比当期所有重仓股变多了，并且相比当期所有重仓股投资所占的市值比也是有所提升。

从以上的基金仓位分析我们知道，在“530”期间，基金始终都是重仓大盘蓝筹股，而基本上错过了“530”之前的小盘股行情；同样的事情又发生在了 09 年的一季度，市场上涨的主力仍然是小盘股，大盘股相比而言涨幅不大，然而基金的行为却出现了一些微妙的变化，相比 08Q4，09Q1 的基金持有重仓股中沪深 300 成份股占比变大，并且对蓝筹股的投资市值占比也是有所提升。

市场背景比较：宏观经济——风景不再

虽然这两个时间段内的市场风格表现以及基金仓位较为相似，但是两者也有不同的之处，接下来本文就来分析两个时点上的市场背景。

首先，宏观经济背景不同，2007 年“5.30”之前的市场宏观经济处于过热阶段，这种过热的现象在股市上得到了充分的显现，而 2009 年的这一段行情处于宏观经济较差的背景下，此轮行情的展开与流动性充裕是分不开的，虽然市场上有种种宏观经济向好的言论。表 1 数据显示了两个时间点上市场主要指数的一致预期盈利增长，数据显示，由于宏观经济处于相对较差的水平，目前时间点上各指数的一致预期盈利增长都要低于 07 年 5 月 29 时的水平。

表 1：两个时点上各指数一致预期盈利同比增长

指数	2007-5-29	2009-4-22
沪深 300	15.23%	11.04%
上证 50	10.73%	8.08%
上证 A 股	16.28%	9.83%
深证 100	35.07%	21.91%
中小板指	31.11%	21.80%

数据来源：Wind 资讯 东方证券整理

表 2：2006-8-28 至 2007-2-26 阶段各风格指数的表现（%）

指数	大盘	中盘	小盘	高市盈率	中市盈率	低市盈率
2006-8-28 至 2007-2-26	108.30	91.78	62.10	76.95	98.50	120.48
指数	高价股	中价股	低价股	亏损股	微利股	绩优股
2006-8-28 至 2007-2-26	91.37	94.30	125.31	75.05	77.50	101.80

数据来源：Wind 资讯 东方证券整理

其次，市场的结构不同，在 2007 年“5.30”之前的行情演绎之前，大盘股、低市盈率以及绩优股的表现要远远好于小盘股、高市盈率以及绩差股（见表 2），那么“5.30”之前的行情是市场高位的“疯狂”，而最近的行情演绎之前小盘股、高市盈率以及绩差股表现一直好于大盘、低市盈率以及绩优股（见表 3），那么目前的行情是市场底部反弹的“疯狂”。

表 3：2008-11-10 至 2009-2-16 阶段各风格指数的表现（%）

指数	大盘	中盘	小盘	高市盈率	中市盈率	低市盈率
2008-11-10 至 2009-2-16	45.93	80.87	79.88	59.13	54.05	49.94
指数	高价股	中价股	低价股	亏损股	微利股	绩优股
2008-11-10 至 2009-2-16	44.47	62.24	82.33	74.84	87.12	51.40

数据来源：Wind 资讯 东方证券整理

最后，本文从市场估值来分析两个时间点上的市场，表 4 数据描述了两个时间点上各个指数的一致预期 PE，这里分别用上证 50 和深证 100 来代替蓝筹股。表 4 数据表明目前市场总体的一致预期 PE 均低于 2007-5-29 的市场一致预期 PE。目前沪市 A 股整体的一致预期 PE 为 18.82，为上证 50 的 1.13 倍，略低于 2007-5-29 时的 1.18 倍，这说明目前市场的炒作气氛基本上与 2007-5-29 时的市场相当，即绩差股的炒作已经使得大盘蓝筹的估值优势接近于 2007-5-29 时市场的水平，中小板的一致预期 PE 相对于深证 100 的一致预期 PE 同样表明了这一现象。

表 4：两个时间点市场估值比较

指数名称	PE (2009-4-22)	PE (2007-5-29)
上证 50	16.59	23.04
上证 A 股	18.82	27.19
深证 100	22.38	25.25
中小板指	27.55	33.90
上证 A 股/上证 50	1.13	1.18
中小板指/深证 100	1.23	1.34

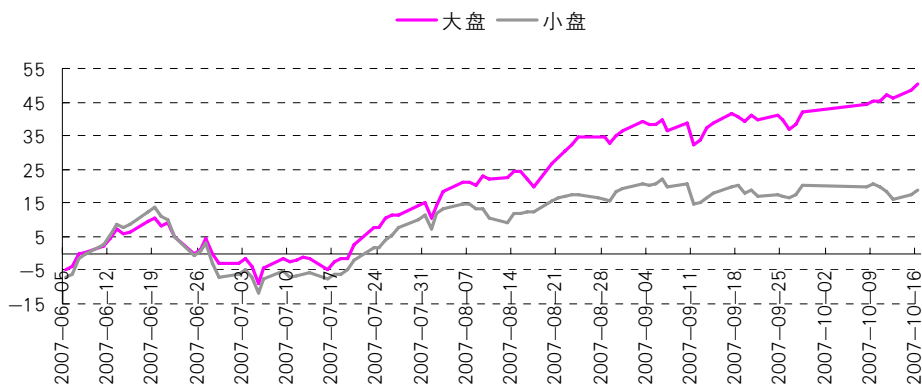
数据来源：朝阳永续 东方证券整理

后市分析：蓝筹股——何日君再来？

2007 年 5 月 30 日，A 股在印花税双重征收的消息刺激之下，大幅下跌的“挤泡沫”使得大盘蓝筹获得了市场足够的重视，随后大盘蓝筹的上涨令大盘越过 6000 点。图 5 以及图 6 分别给出了 5.30 后（2007-6-5 至 2007-10-16）大小盘以及高低市盈率的累计收益图，从图上我们可以看到，经过“5.30”“挤泡沫”之后，市场走势顺利地切换到大盘蓝筹股。

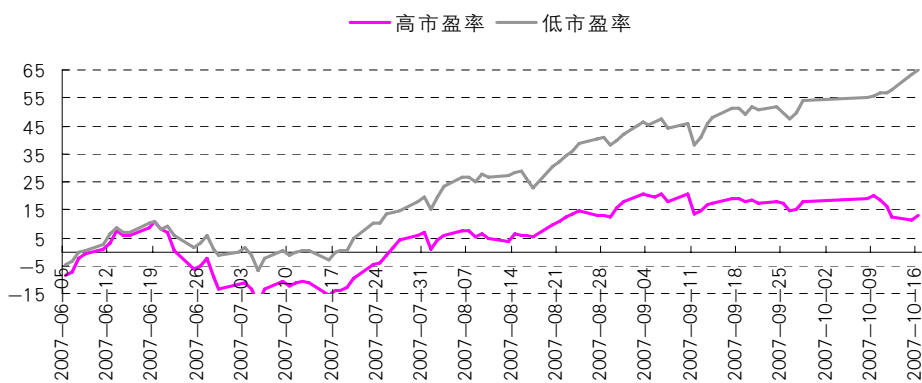
通过以上的分析，我们知道目前市场的宏观经济背景完全不同于“5.30”，同时市场结构也有别于“5.30”之后的市场，所以虽然目前市场的风格以及基金的仓位形似与“5.30”，目前市场顺利地切换到大盘蓝筹关键仍然是宏观经济面的改善，这样市场的上涨才会建立在坚实的基础之上，否则一切只是炒作而已，炒作之后终将“尘是尘，土是土”。

图 5：5.30 后大盘以及小盘累计收益图（%）



数据来源：wind 资讯 东方证券整理

图 6：5.30 后高以及低市盈率累计收益图（%）



数据来源：wind 资讯 东方证券整理

分析师承诺

阚先成：金融衍生品分析师

胡卓文：金融衍生品分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn