



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资策略报告

2009 年 12 月 9 日

A 股市场

研究部

高 挺

分析员 gaoting@cicc.com.cn

汪 超

联系人 wangchao@cicc.com.cn

风格轮动策略分析

震荡市中战术调整，布局大盘蓝筹

投资要点：

- ▶ **中小盘股向大盘股的轮动势在必行。**当前中小盘股相对大盘股估值溢价不可持续，大盘股与中小盘股之间的“跷跷板”反向运动势在必行，金融行业有望引领大盘股走向“跷跷板”的高端。
- ▶ **大盘股在市场确定性增加的时候表现比中小盘股好。**历史数据告诉我们，中小盘股在市场预期不确定性较大、担忧情绪上升的情况下表现好于大盘股，但是大盘股在市场确定性较高的情况下相对表现更好。随着中央经济工作会议政策基调的确立及后续相关行业政策导向的尘埃落定，市场的不确定性会逐步消除，大盘蓝筹股的配置价值逐步体现。
- ▶ **市场在震荡甚至波动下行过程中完成风格转换和估值修复的概率比较大，但并不改中长期趋势；**未来 1 个月正是战术性布局大盘蓝筹股的时机。

目录

当前大小盘风格轮动势在必行	3
大盘股在市场预期确定性较高的情况下相对表现更好	5
未来战术性布局大盘蓝筹	7

图表目录

图表 1：沪深 300 指数（大盘）相对中证 500 指数（中小盘）走势	3
图表 2：中证 500 指数（中小盘）相对沪深 300 指数（大盘）估值溢价	3
图表 3：2009 年 7 月 31 日至今行业表现	4
图表 4：金融行业与实体经济行业之间的轮动	4
图表 5：中小盘股票相对大盘股存在超额收益	5
图表 6：大盘/中小盘风格轮换前后市场及行业表现说明	5
图表 8：市场已经经过三个月较高的预期不确定性	7
图表 9：银行股指数与基金仓位高度相关	7
图表 10：股基的发行是推动股指上涨的必要动力	8
图表 11：股市 IPO、增发及配股所需资金量	8
图表 12：2005 年 10 月中小盘/大盘轮动前后一个月行业表现	9
图表 13：2006 年 10 月中小盘/大盘轮动前后一个月行业表现	9
图表 14：2007 年 6 月中小盘/大盘轮动前后一个月行业表现	10
图表 15：2008 年 3 月中小盘/大盘轮动前后一个月行业表现	10
图表 16：2009 年 5 月中小盘/大盘轮动前后一个月行业表现	11

当前大小盘风格轮动势在必行

我们通过比较 2005 年以来的中证规模指数系列中沪深 300 指数（代表大盘股）与中证 500 指数（代表中小盘股）相对走势（图表 1），明显发现：1）A 股市场存在明显的大小盘轮动现象；2）A 股市场的大小盘轮动现象符合“均值回复”特性；3）从时间表现上，A 股市场大小盘风格轮动平均周期在 1 年左右时间，5-6 个月左右轮换一次。

近来大盘股与中小盘股的相对走势处于比较微妙的境地，从 7 月底开始的中小盘股向大盘股轮动至今已经超过 4 个月时间，而且从相对走势的历史平均水平来看，此相对走势已经触及历史低位反弹，风格的转换趋势有望逐步形成。

图表 1: 沪深 300 指数（大盘）相对中证 500 指数（中小盘）走势



资料来源：WIND，中金公司研究部

从彭博统计历史有限的中证 500 指数与沪深 300 指数的 Forward PE 来看，中小盘股相对大盘股的估值溢价在近期远远超越自 2007 年 6 月以来的平均波动区间。从国际经验来看，中小盘股相对大盘股因流动性、信息获取成本等风险补偿造成一定的估值溢价；但当前中小盘股相对大盘股的估值溢价已接近 80%，创三年内新高，这种由创业板推出带动的中小盘股估值神话显然不具备可持续性。

图表 2: 中证 500 指数（中小盘）相对沪深 300 指数（大盘）估值溢价

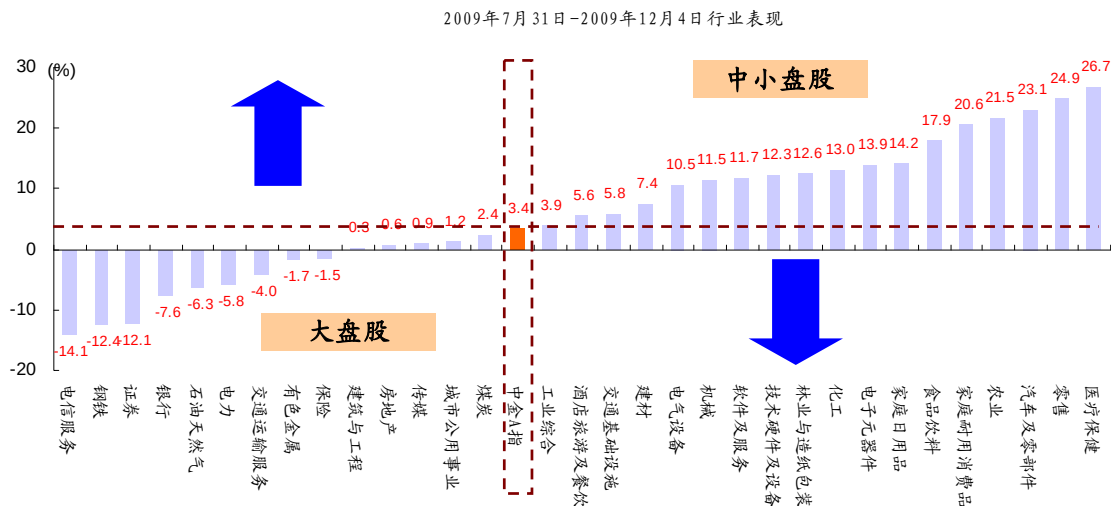


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。

从2009年7月31日至今的行业表现可知，如图表3所示，市场出现了明显的“跷跷板”现象。中小盘股比较集中的医疗保健、大消费和信息科技等行业占据了“跷跷板”的高端，而大盘股聚集的电信、银行、保险、钢铁、石油天然气等行业则处于“跷跷板”的低端。大小盘股的风格轮动在A股市场更加明显地表现为大小市值行业的轮动。

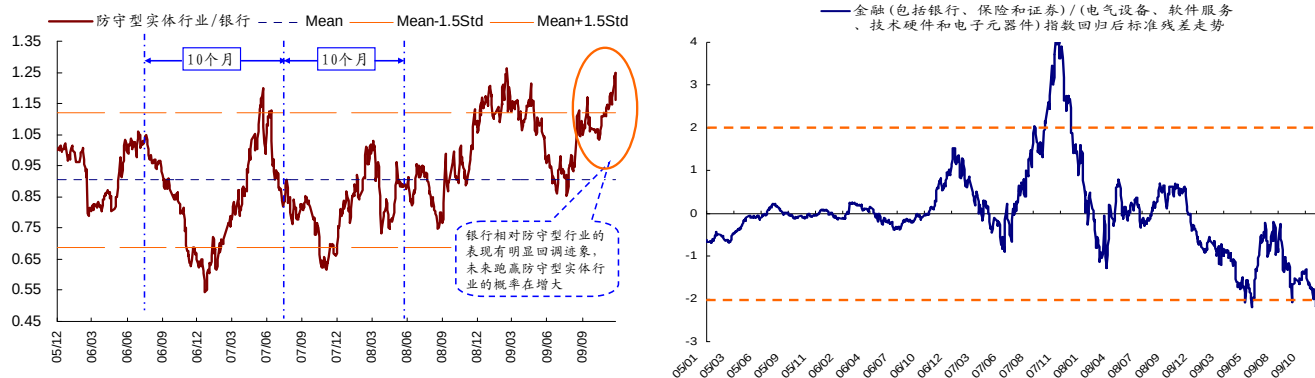
图表3：2009年7月31日至今行业表现



资料来源：中金公司研究部

中金监测的行业轮动模型近期有明显的信号发出（如图表4所示）：1）防守型实体经济行业（包括农业、医疗保健和电力等行业）相对银行的走势在突破历史上限平均水平后开始回调，未来银行跑赢防守型实体经济行业的概率在逐步增大；2）金融与周期性实体行业（包括电气设备、软件服务、技术硬件及设备 and 电子元器件等行业）的相对走势本周触及历史平均下限水平，反弹之势有望延续。

图表4：金融行业与实体经济行业之间的轮动



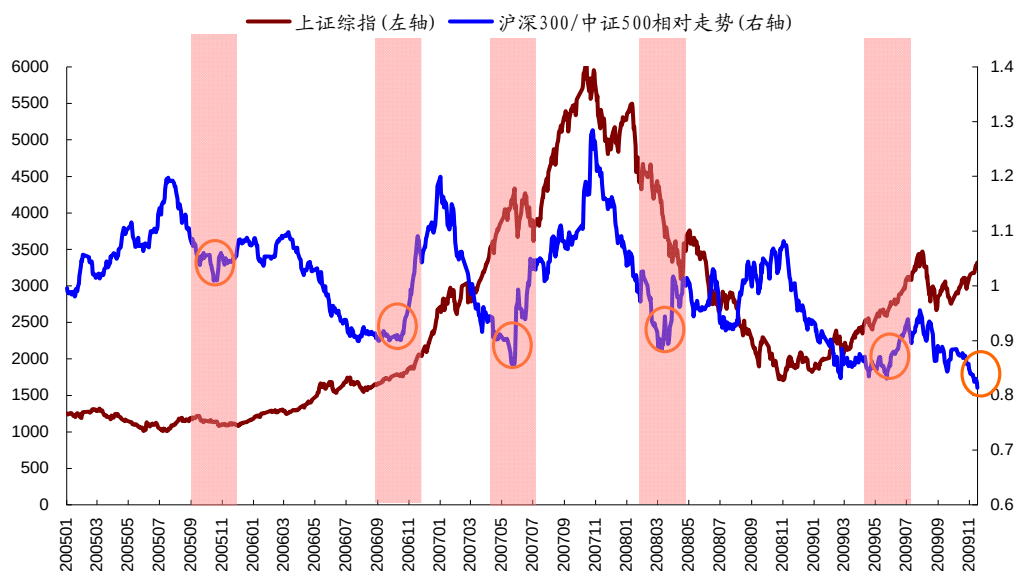
资料来源：中金公司研究部（注：防守型实体经济行业包括农业、医疗保健和电力等行业，周期性实体行业包括电气设备、软件服务、技术硬件设备和电子元器件等）

因此，金融行业领军的大盘蓝筹股引发“跷跷板”的反向运动势在必行，市场从中小盘向大盘的风格转换即是这种“跷跷板”现象的自然结果。

大盘股在市场预期确定性较高的情况下相对表现更好

回顾自 2005 年来大小盘风格轮动的历史，如图 10 所示，到目前为止发生过 5 次从中小盘股向大盘股的风格转变，分别发生在 2005 年 10 月，2006 年 10 月，2007 年 5-6 月，2008 年 3 月和 2009 年 5 月。

图表 5: 中小盘股票相对大盘股存在超额收益



资料来源：中金公司研究部

图表 6: 大盘/中小盘风格轮换前后市场及行业表现说明

	前一个月	市场表现	后一个月
2005年10月21日	市场整体下跌5.3%。行业表现各异，电信服务、银行、证券、保险、房地产、钢铁、石油天然气、交通运输服务和煤炭等大市值行业领跌，农业、电子元器件、公用事业及造纸包装等行业仍录得正收益		市场整体下跌3.6%。煤炭、证券相对市场整体仍大幅下跌，前月表现较差的石油天然气和电信服务强势反弹，分别录得7.5%和5.3%的正收益
2006年10月12日	市场整体上涨6.7%。银行、机械、电信服务和证券等获取超额收益，明显了或有市场的主要有房地产、有色金属、交通运输设施和煤炭。		市场小幅下跌1.7%。银行继续保持强势，前期落后的房地产、有色金属补涨。
2007年5月30日	市场整体大涨11.1%。金融股和有色金属全线大幅落后于市场，房地产股则领跑市场。		市场下挫9.2%。银行、保险及有色强劲反弹，小盘股集中的电子元器件、农业及造纸包装等行业下跌超过20%。
2008年3月11日	市场下跌5.3%。大小盘股分化明显，电信服务、金融、地产、钢铁和石油天然气等大盘股集中的行业领跌，中小盘股集中的农业、电子元器件、造纸包装和化工等行业仍在上涨。		市场大幅下挫17.2%。前期领跌的金融、地产、钢铁和煤炭等行业明显跑赢市场；小盘股集中的传媒、公用事业、电子元器件和家庭日用品行业跌幅超过25%。
2009年5月26日	市场上涨6.4%。保险、农业、食品饮料等落后于大盘；煤炭、房地产、汽车零部件等行业上涨超过14%。		市场上涨11.6%。银行、保险、房地产、钢铁和有色金属等大盘股领涨；中小盘股集中的软件及服务 and 前期上涨较多的电器设备、汽车零部件明显落后于市场。

资料来源：中金公司研究部（注：具体行业表现参看附注）

我们回顾当时发生的重要金融大事件：

2005年10月：2005年10月11日，中共十六届五中全会在北京闭幕。中共十六届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》随之公布。在“十一五”规划的建议中，加快金融体制改革作为其中单独的一项重要改革而明显突出。“十一五”规划构建起中国未来发展的体制框架，其所涉及的八项改革之一包括金融体制改革，而国有商业银行改制是金融体制改革的重要内容。2005年10月27日，中国建设银行上市公开招股正式拉开帷幕。在完成

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。

了2005年全球规模最大的银行股IPO(首次公开发行)后,中国建设银行正式在香港联合证券交易所挂牌上市,从而在四大国有商业银行中首家实现海外上市。

2006年10月:2006年10月15日,中国保监会正式对外颁布《中国保险业发展“十一五”规划纲要》,至此《纲要》编制工作划上了完满的句号。其中,保险业务收入、保险深度和密度和保险业管理的总资产这三个关键性指标清晰地勾勒出中国保险业“十一五”蓝图。2006年10月27日,中国工商银行完成A+H上市。这将是世界股票交易史上最大规模的上市。同时,这也是第一个中国企业在香港和上海同时上市。2006年11月,进入11月,距管理层发布的《证券公司风险控制指标管理办法》正式实施才数天,国金证券、海通证券、东北证券等3家券商便证实,分别与S成建投、都市股份和S锦六陆定下“终身”,这使得目前A股市场上的券商概念股一下子增加至6家。

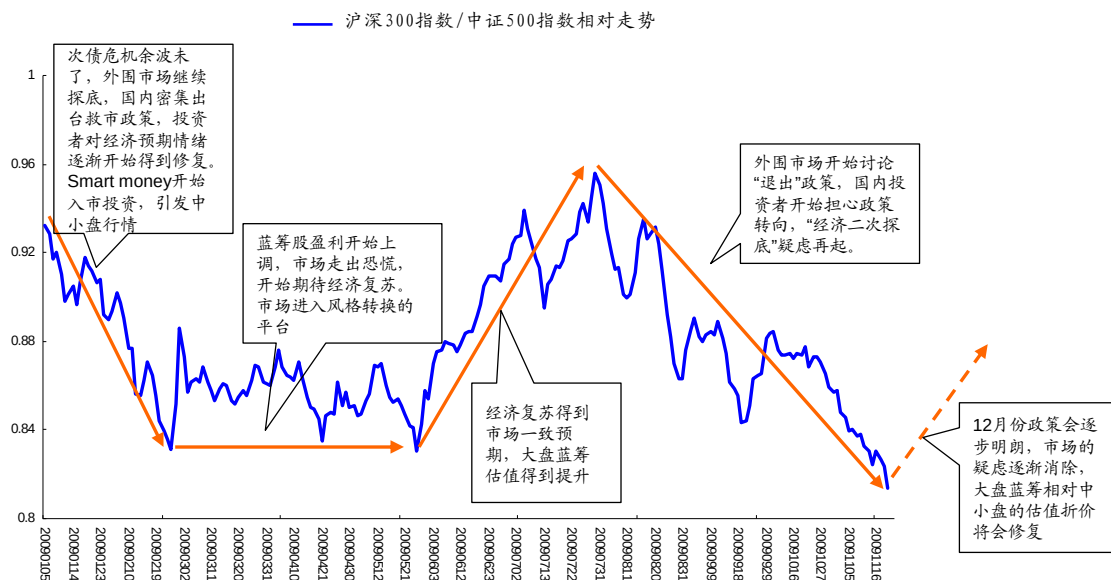
2007年5-6月:2007年5月18日,中国人民银行宣布,从2007年6月5日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。从2007年5月19日起,上调金融机构人民币存贷款基准利率。这是近10年来我国首次同时宣布上调存款准备金率和存贷款基准利率。2007年5月29日,当晚,财政部宣布印花税从1‰上调至3‰,由此引发了“5·30”及之后的连续暴跌。

2008年3月:2008年3月1日,中国平安拉开解禁大潮序幕,将解禁19.63亿股,流通盘增加144%,需要约2000亿元的资金承接,首个“大非”解禁潮将因此正式拉开序幕。2008年3月27日,上证综指跌破3500点,距逾6100点的高位跌幅近半。

2009年5月:2009年5月25日,国务院转发国家发展和改革委员会关于2009年深化经济体制改革工作意见的通知,强调今年将深入推进投资体制改革,激发市场投资活力。2009年5月27日,正式公布了固定资产投资项目资本金比例调整结果,值得关注的是,普通商品住房项目投资的最低资本金比例调至20%,成为此次调整受惠最大的项目之一。此轮调整旨在调动社会和企业的投资积极性,扩大投资总需求,引导社会资本流向,调整和优化投资结构,推进“保增长、扩内需、调结构”。

总结来看,1)2005年来5次市场从小盘向大盘的转换过程中,转换后市场有4次下跌1次上涨;2)几乎每次转换都发现银行、保险、石油天然气和房地产等行业的轮动参与其中,换句话说,这几个行业从某种意义上本身代表了大盘股的表现,显然大小盘风格的轮动必然会有这些行业的轮动。3)回顾当时历史来看,每次大小盘的轮动都有一些影响市场的大事件的发生,这些事件逐渐改变了投资者的市场经济周期的预期,从而触发了市场投资风格的转换。

图表7: 经济预期变化是今年大小盘风格轮动的主要推动力



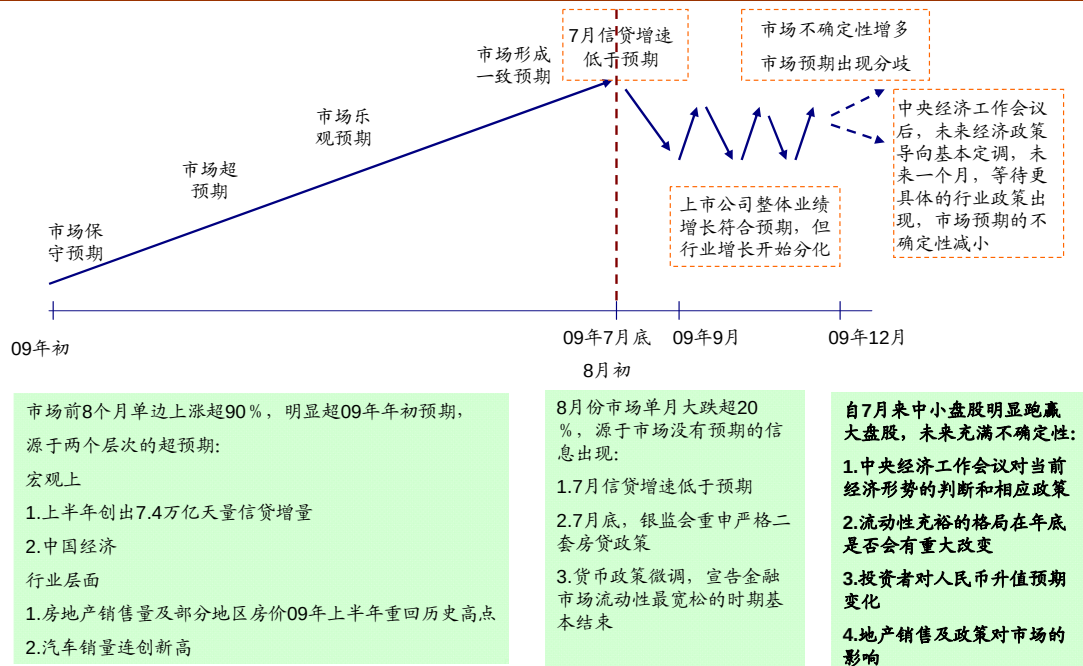
资料来源: WIND, 中金公司研究部

回顾今年以来发生的大小盘风格轮动轨迹, 中小盘股在市场预期不确定性较大、担忧情绪上升的情况下表现好于大盘股, 但是大盘股在市场预期确定性较高的情况下相对表现更好。

未来战术性布局大盘蓝筹

近期市场波动明显加大，流动性最充裕的阶段已经过去；从估值角度来看，市场整体估值水平适中，但分行业估值水平分化加剧。国内经济持续复苏，企业盈利增长在提高，不支持整体估值再下到更低水平；而转型期的持续不确定性又使得市场心存疑虑，包括：1）中央经济工作会议的定调对当前市场的影响和相应行业政策导向；2）流动性充裕的格局在年底是否会有重大改变；3）房地产销售数据是否可持续以及房地产政策对市场的影响程度；4）银行的再融资压力是否会超过或低于预期等。

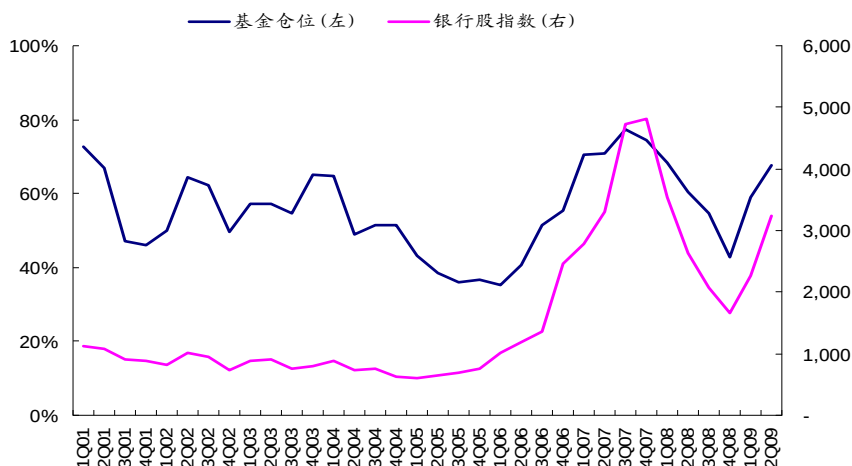
图表 8：市场已经经过三个月较高的预期不确定性



资料来源：中金公司研究部

正是这些市场不确定性，导致大盘蓝筹股整体表现近来一直被压抑；但是随着这些市场的不确定性逐渐释放，市场将会明确市场方向，对未来的预期逐渐一致，这样市场才能逐渐摆脱当前的震荡格局；而从当前情况而言，短期内市场有估值修复调整的需求。

图表 9：银行股指数与基金仓位高度相关



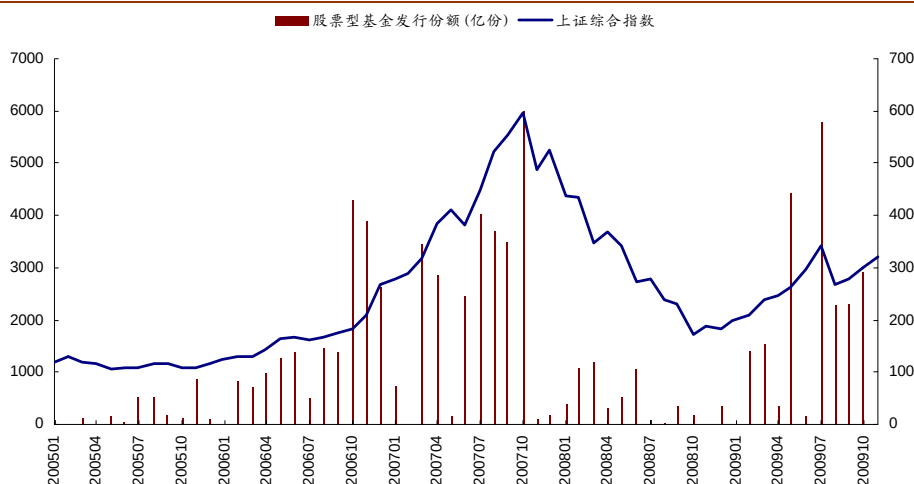
资料来源：中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。

我们认为，市场在短期震荡甚至波动向下过程中完成风格转换和估值修复的概率比较大。理由如下：

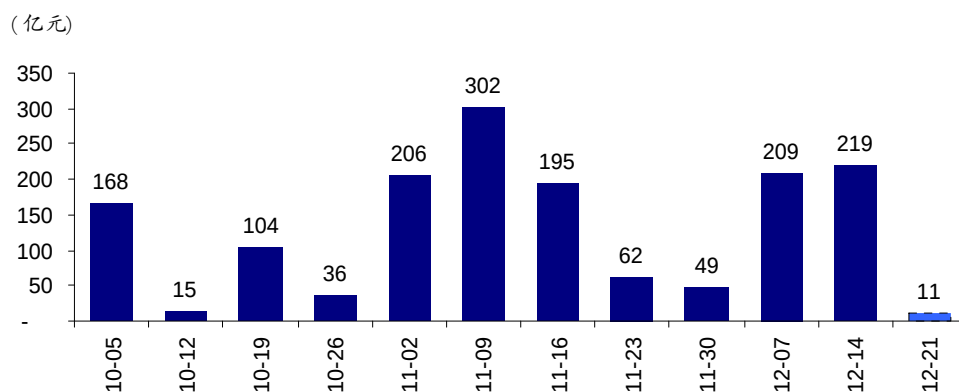
- 1)、从历史中小盘到大盘的风格转换中能得到验证，5 次转换中有 4 次是在市场下跌过程中完成；唯一一次上涨的过程是发生在 2009 年 5 月，当时投资者刚从危机中走出，逐渐开始对市场乐观预期，投资仓位相对较轻，有充足的弹药在上涨行情中完成从中小盘到大盘的风格转换。如图表 9 所示，银行股指数与基金仓位高度相关，据估计，偏股型基金的仓位在 85%左右，这是一个相对高点，而且某种程度上新基金的发行是以老基金的赎回为代价的。
- 2)、市场流动性供应不足。偏股型基金的发行是股指上涨的必要动力，如图表 10 所示，根据 WIND 统计，12 月份偏股型基金发行只有 6 只，低于 2009 年 2 月以来的平均水平，且 11 月份尽管发行了 11 只偏股型基金，但平均发行份额只有 5.02 亿份，是 2009 年 2 月以来最低水平。最近又到机构年底“结账”时，基金公司的赎回压力也会抑制股指表现。另外，近期市场融资需求依然较大，如图 11 所示；同时，央行也在最近 7 周连续净回笼资金，市场暂时不具备更宽松流动性的条件。

图表 10：股票型基金的发行是推动股指上涨的必要动力



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 11：股市 IPO、增发及配股所需资金量

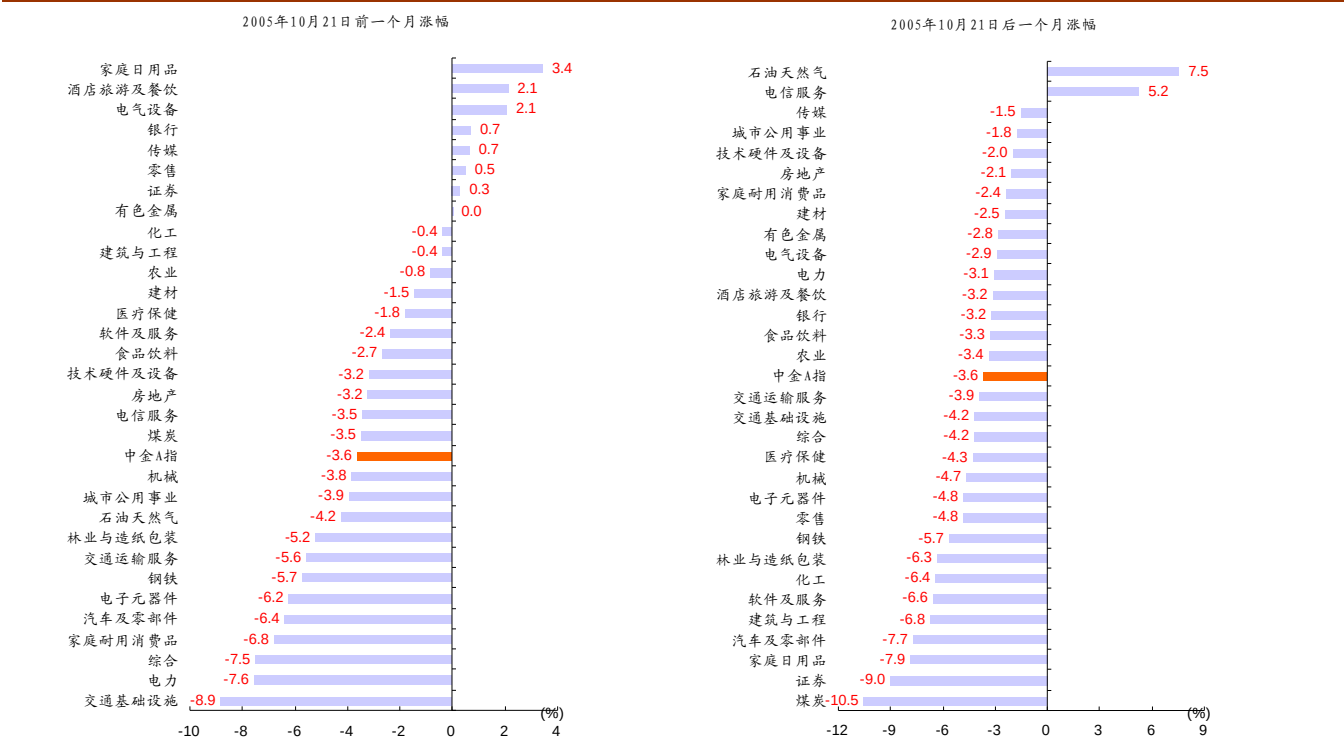


资料来源：WIND，中金公司研究部

尽管短期有震荡甚至波动下行的风险，但是不改中长期向上的趋势。我们在市场不确定性中寻找未来相对比较确定的线索有：1) 人民币升值是长期趋势；2) 央企整合拉开序幕；3) 资源价格改革排上日程；4) 由于 09 年 1 季度的低基数效应，10 年 1 季度银行股净利润同比增速会大幅提高；5) 09 年成交的房地产利润会在 10 年逐步实现计入会计报表。从这些方面来看，确定性线索相关的金融、房地产、有色金属、煤炭、石油天然气行业公司和部分央企等大盘蓝筹股未来整体跑输小盘股的概率相对较低，未来中长期市场热点会逐渐向大盘蓝筹转换，从中长期投资的角度而言，此时正是战术性布局大盘蓝筹股的时机。

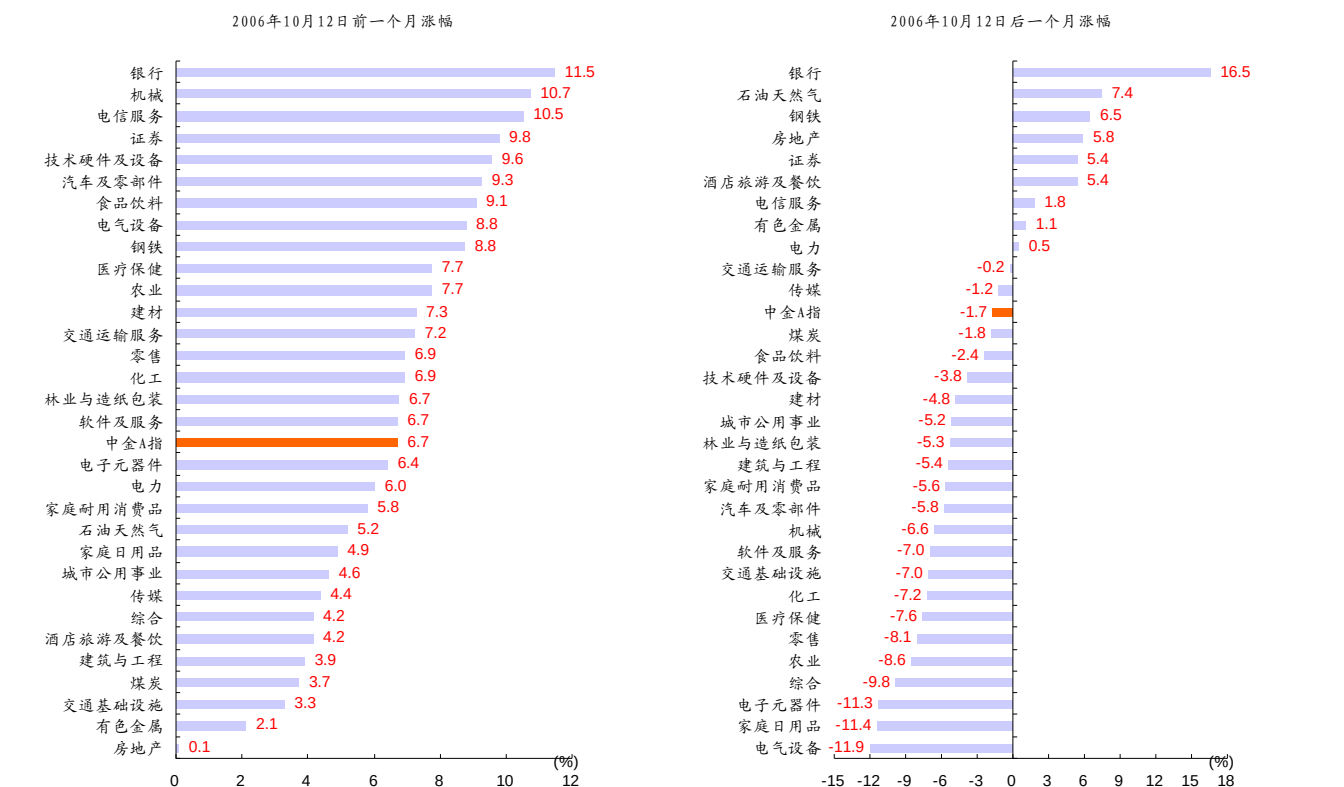
附注：2005 年至今中小盘/大盘轮动前后行业表现

图表 12: 2005 年 10 月中小盘/大盘轮动前后一个月行业表现



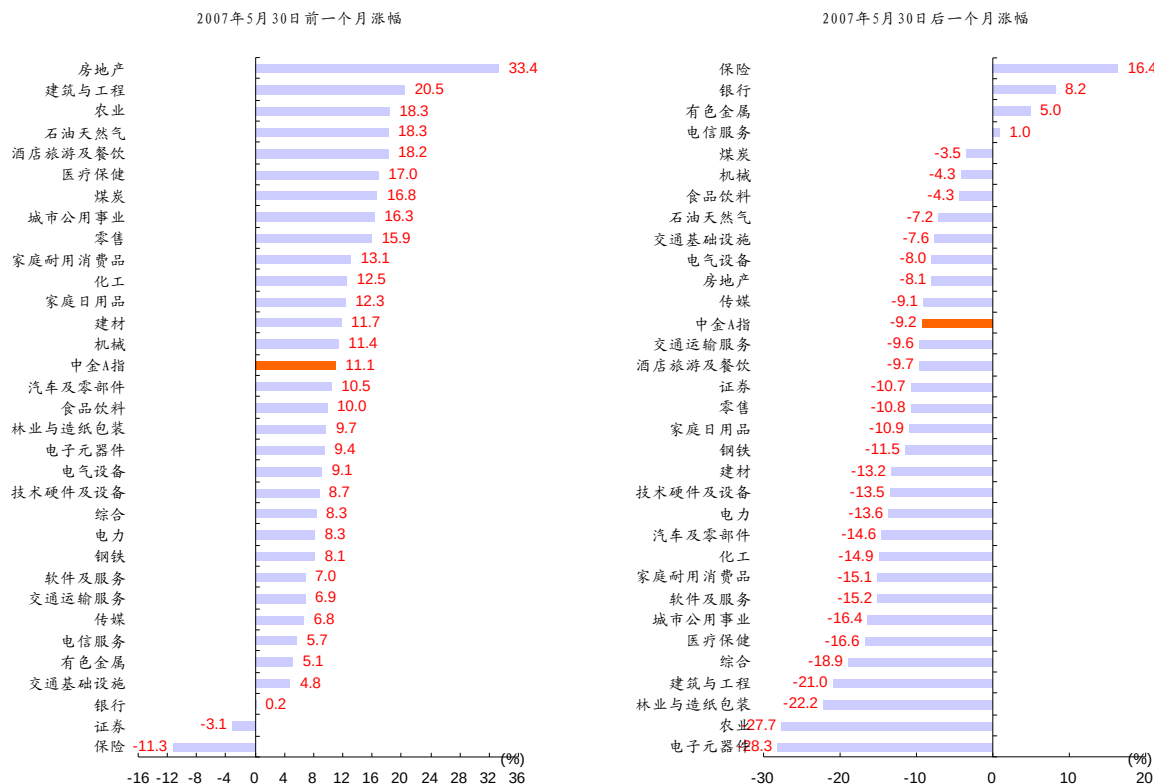
资料来源：中金公司研究部

图表 13: 2006 年 10 月中小盘/大盘轮动前后一个月行业表现



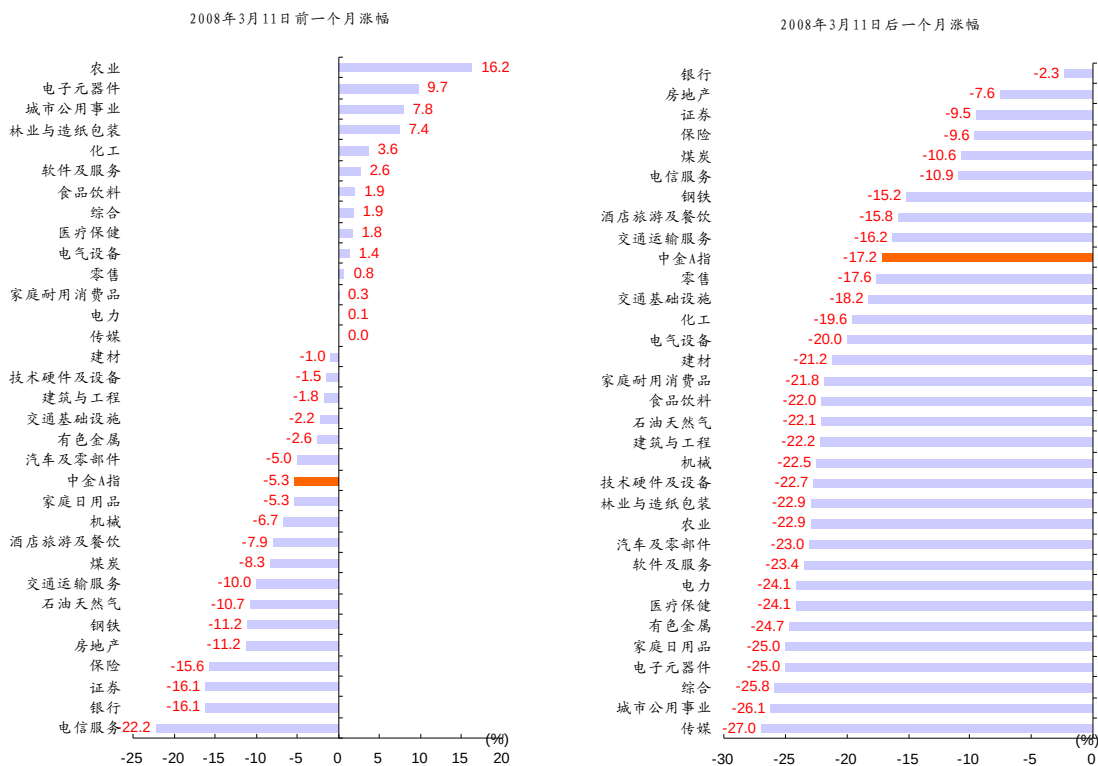
资料来源：中金公司研究部

图表 14: 2007 年 6 月中小盘/大盘轮动前后一个月行业表现



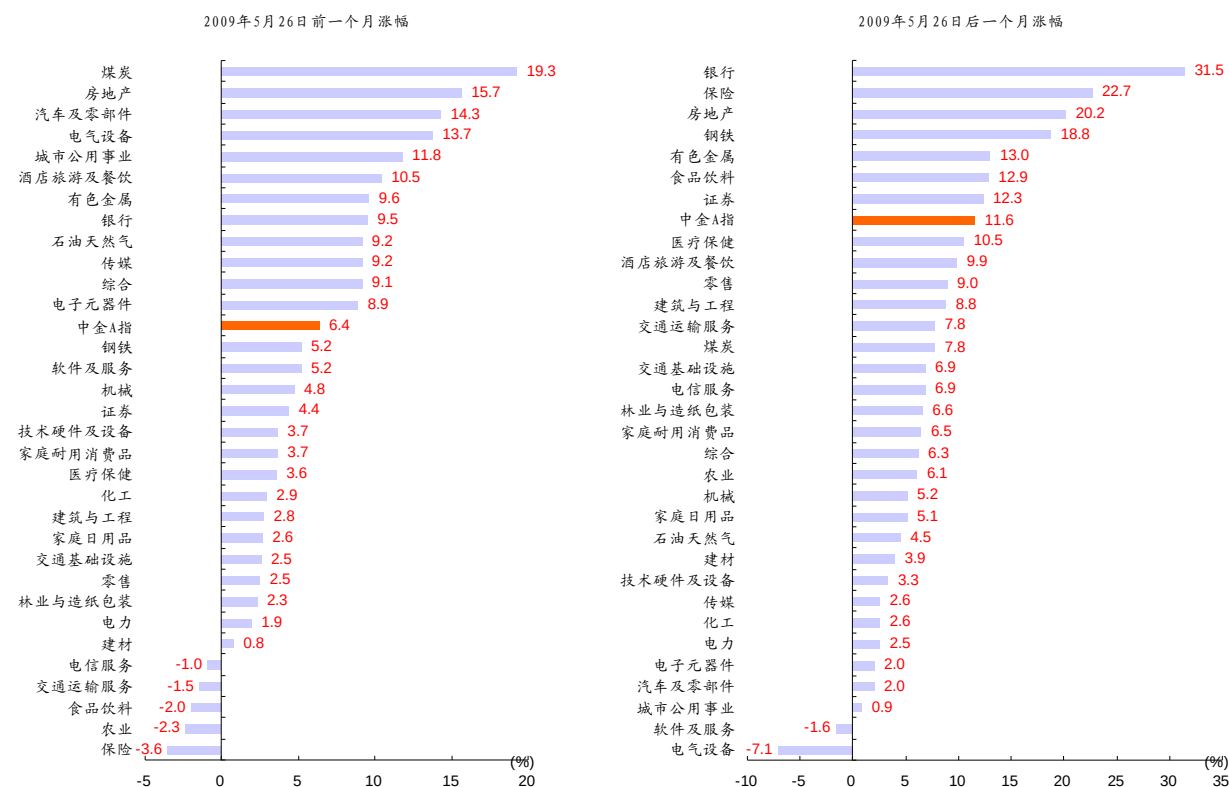
资料来源：中金公司研究部

图表 15: 2008 年 3 月中小盘/大盘轮动前后一个月行业表现



资料来源：中金公司研究部

图表 16: 2009 年 5 月中小盘/大盘轮动前后一个月行业表现



资料来源: 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。