

大盘股何去何从？

相关研究

报告要点

■ 大盘股趋向意味深长

在当前这个时候，大盘股的走势成为了关键。大盘股能否引领大盘走出一波像样的上攻，这也是目前市场较为关心的问题。随着大小盘市盈率比价的不攀升，而风格转换却始终不能成功。其实，大小盘之间的风格转换有其内在机理，转换的成功也需要具备一定的条件。

■ 以史为鉴，可以知兴替

预测未来的唯一方法是研究历史。我们通过对历史上大盘股获得绝对收益和相对收益的时期做出了划分：有 9 个时期，大盘股获得了集中的绝对收益；有 6 个时期，大盘股获得相对于小盘股的超额收益。在相对收益与绝对收益的抉择中，我们认为绝对收益下的相对收益才有意义。通过对历史的分析，我们发现流动性、实体经济的信号传递和估值三个因素扮演了重要角色。

■ 风格转换的两种方式

如果以大小盘收益差的扩大或缩小来定义风格的转换，这种转换可以有两种方式上升式的转换和下降式的转换。96、97 年的牛市是典型上升式的转换，小盘大盘之间的轮动非常明显；而 2001 年 6 月—2002 年 1 月这段时间则是典型的下降式转换。

■ 大小盘之间的信号传递机制

大小盘之间的轮动存在着一种信号传递机制，这实质上是资本市场对于经济信号在局部与全局上的反应。局部与全局所产生的领先与滞后导致了大小盘估值的差异，而这个差异使得风格的转换具有内在动力。而转换是否成功则要看流动性是否充裕以及刺激点何时出现了。

■ 对当前形势的判断

目前大小盘的估值并不是十分不合理、流动持续向好的动力不足、实体经济领域尚未发出明确的信号。经济的持续向好或是复苏进程中略有波折，在目前来看还难以断定。因此，大盘股行情的到来可能还需要一定的等待。在信号尚未明确的等待期中，大盘股更多的可能还是一种区间波动。但是大盘股整体的波动可能并不会掩盖其中部分行业的机会，估值和安全边际是这部分行业的价值逻辑。

分析师：张 凡

8621-68751610

zhangfan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490208110191

联系人：陈开伟

(8621) 68751610

alangckw@yahoo.cn

目录

大盘股何去何从？	1
绪言	4
大盘股绝对收益周期时间点的判断	4
大盘股绝对收益周期的决定因素分析	6
大盘股相对中小盘超额收益周期点判断	9
大盘股超额收益周期决定因素的分析	11
1996 年 4 月—1996 年 6 月	11
1997 年 2 月-1997 年 6 月	13
1999 年 5 月—1996 年 6 月（5.19 行情）	15
2001 年 6 月—2003 年 12 月	15
2006 年 9 月—2007 年 10 月	19
2009 年 5 月—2009 年 7 月	21
小结	24
总结：大盘股行情仍需等待	25
分析师介绍	28
对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部	28
投资评级说明	28

图表目录

图 1: 2000 年之后的大盘股月度收益率情况 (申万大盘指数)	4
图 2: 上证综指与中信大盘的走势并不具备很大的一致性 (标准化指数, 基期为 1995 年 5 月)	5
图 3: 2000 年之前的中信大盘指数月度收益变化	5
图 4: 1995 年以来的 GDP 和固定资产投资季度增长	7
图 5: M1,M2 同比增速、M1,M2 剪刀差与大盘股运行周期关系	7
图 6: CPI、PPI 与大盘股指数表现	8
图 7: 股票市场融资额与大盘股指数表现	8
图 8: 2000 年之前大盘股相对中小盘超额收益率变化	9
图 9: 2000 年之后大盘股相对于中小盘超额收益率变化	9
图 10: 2000 年之前大盘股与小盘股指数与收益差 (中信)	10
图 11: 2000 年之后大盘股与小盘股指数与收益差 (申万)	10
图 12: 1995-1996 大小盘 PE 变化	11
图 13: 1992-1996 年之间 CPI 同比增长 (%)	12
图 14: 1995-1996 年的工业增加值同比增速 (%)	12
图 15: 1996 年前后货币供应量情况 (%)	13
图 16: 1996—1998 进出口同比增长情况	14
图 17: 1999 年-2002 年市场估值情况	16
图 18: 2002-2003 年的市场估值情况	17
图 19: 2005-2007 年市场估值情况	20
图 20: 当期市场估值情况	21
图 21: 2008—2009 中美 PMI 指数变化	22
图 22: 2008 年 8 月—2009 年 12 月市场走势	23
图 23: 中美 GDP 及中国固定资产投资 (RHS) 增速	23
图 24: 工业增加值、社会消费品零售总额及货币供应量同比	24
图 25: 大小盘市盈率比较	25
图 26: 货币供给变化与大盘股行情关系	26
表 1: 2000 之后的大盘股上涨周期分布情况 (申万大盘指数)	4
表 2: 大盘股运行周期划分	6
表 3: 大盘超越中小盘周期划分	10
表 4: 1996 年 4 月-1996 年 6 月经济基本情况	11
表 5: 1997 年 2 月—1997 年 7 月基本面情况	14
表 6: 5.19 行情面临的基本状况	15
表 7: 当期市场主要背景	16
表 8: 当期市场主要背景	17
表 9: 当期市场主要背景	18
表 10: 当期市场主要背景	19
表 11: 当期市场主要背景	21

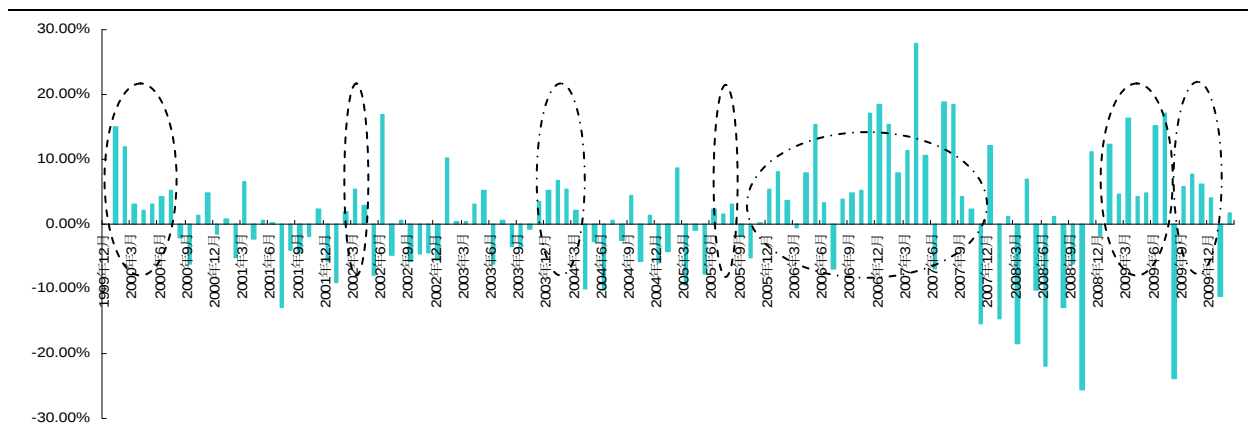
绪言

市场运行到这个位置的时候，大盘股的走势成为了关键。大盘股能否引领大盘走出一波像样的上攻呢？这也是目前市场较为关心的问题。随着大小盘市盈率比价的不不断攀升，关于风格转换的话题始终不绝于市场。但是这种风格的转换始终未能成功，其内在的原因又在哪里呢？对于投资选择而言，在相对收益与绝对收益之间往往面临着抉择。但是我们认为，只有在绝对收益下的相对收益才具备价值。对于大盘股，我们也将沿着绝对收益与相对收益的主线去展开我们的研究，而目的就在于判断目前的大盘股将何去何从，大盘股获得向上的超额收益在目前会不会实现。我们以指数的上涨与下跌来判断大盘股绝对收益的获得与否，以大小盘累计收益率差的变化来判断大盘股超额收益的获得与否。这样，我们就将历史上大盘股的运行划分为若干个周期，而大盘股获得超额收益的时期，我们称之为大盘股行情。大盘股行情的产生需要具备一定的条件，而大小盘之间的风格切换与轮动有着一套内在的机理，这些都是此报告所要揭示的问题。

大盘股绝对收益周期时间点的判断

对于 2000 年之后的大盘股运行，我们采用申万大盘指数月度收益率来划分其运行周期。由于并没有发布申万大盘指数在 2000 年之前的数据，而 2000 之前上证综合指数的运行与大盘股的运行并不具备很大的一致性，我们选取中信大盘指数月度收益率来划分其运行周期。

图 1：2000 年之后的大盘股月度收益率情况（申万大盘指数）



数据来源：wind 资讯，长江证券研究部

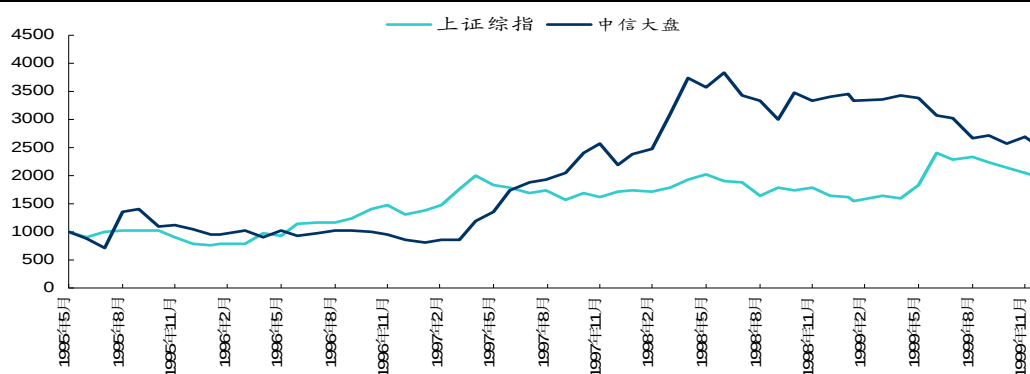
表 1：2000 之后的大盘股上涨周期分布情况（申万大盘指数）

周期	开始时期	结束时期	持续期	周期性质
1	2000 年 1 月	2000 年 7 月	7 个月	反转
2	2002 年 2 月	2000 年 4 月	3 个月	反弹
3	2003 年 1 月	2003 年 5 月	5 个月	反弹
4	2003 年 11 月	2004 年 3 月	5 个月	反弹
5	2005 年 6 月	2005 年 8 月	3 个月	反弹

6	2005 年 11 月	2006 年 2 月	4 个月	反转
7	2006 年 4 月	2006 年 6 月	3 个月	反转
8	2006 年 8 月	2007 年 5 月	10 个月	反转
9	2007 年 7 月	2007 年 10 月	4 个月	反弹
10	2009 年 1 月	2009 年 7 月	7 个月	反转
11	2009 年 9 月	2009 年 12 月	4 个月	反弹

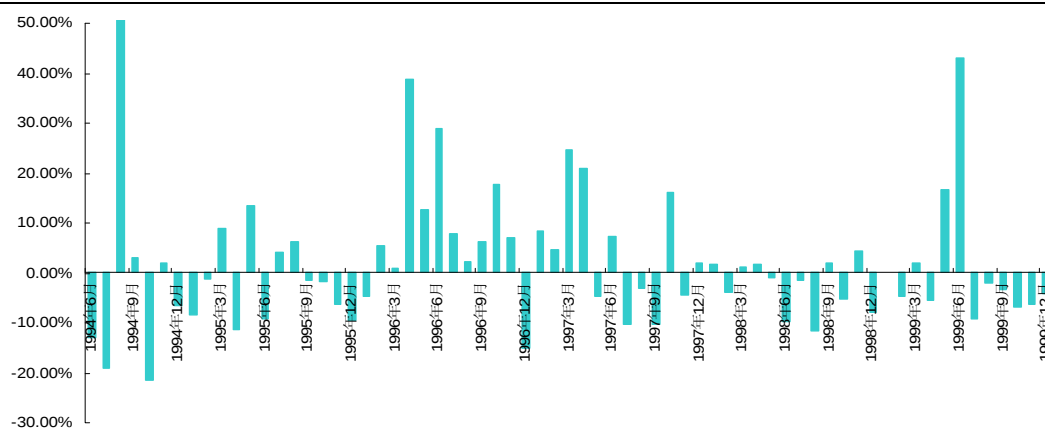
数据来源：长江证券研究部

图 2：上证综指与中信大盘的走势并不具备很大的一致性（标准化指数，基期为 1995 年 5 月）



数据来源：wind 资讯，长江证券研究部

图 3：2000 年之前的中信大盘指数月度收益变化



数据来源：wind 资讯，长江证券研究部

从中信大盘指数运行的状况来看，按照我们的标准，大盘指数有两个明显上涨的周期，而这两个周期首位仅相隔一个月，因此，我们将其划分为一个周期，并定义为反转周期：1996 年 2 月—1997 年 4 月，持续时间 15 个月。而我们定义的反弹行情并不明显，而同期的上证综指运行却有反弹行情。然而，我们对于反弹行情的分析重点还是集中于 2000 年之后。

至于 1995 年之前市场走势，我们认为当时的市场并不成熟，对经济基本面的反应并不完全，我们用基本数据对其分析可能并不合适，因此，这段时间的股指运行也不再我们的分析范围之内。

从大盘运行的趋势及可持续性上来看，我们可以这样划分周期，如果相邻的两个上升周期相隔并不远，如仅隔一个周期的话，那么可以将这两个周期划分为一个周期，而中间的调整月如果调整月调整幅度不是很大的话，我们可以将其忽略掉。如果在一个长周期之后出现大跌，则大跌之后的上周周期没有持续，那么则定义这个周期为反弹周期，典型如表 1 中的第 9 和第 11 周期。于是我们可以重新定义大盘股的运行周期以确定我们的研究方向。

表 2: 大盘股运行周期划分

周期	开始时期	结束时期	持续期	周期性质
1	1996 年 2 月	1997 年 4 月	15 个月	反转
2	2000 年 1 月	2000 年 7 月	7 个月	反转
3	2002 年 2 月	2002 年 4 月	3 个月	反弹
4	2003 年 1 月	2003 年 5 月	5 个月	反弹
5	2003 年 11 月	2004 年 3 月	5 个月	反弹
6	2005 年 6 月	2005 年 8 月	3 个月	反弹
7	2005 年 11 月	2007 年 10 月	24 个月	反转
8	2009 年 1 月	2009 年 7 月	7 个月	反转
9	2009 年 9 月	2009 年 12 月	4 个月	反弹

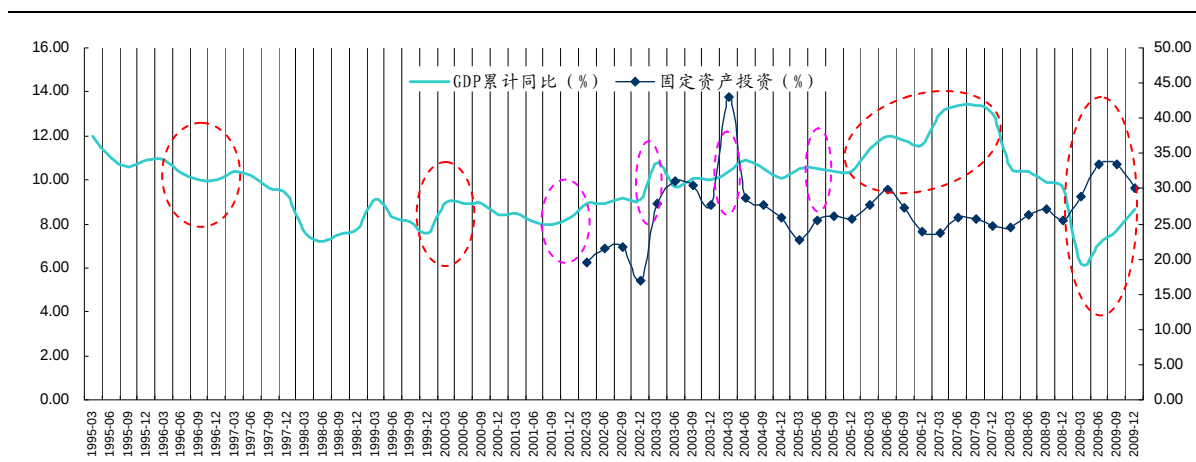
资料来源：长江证券研究部

在周期的选择上，由于 1995 年之前的市场很不成熟，股市对经济基本面的反映可能还不是很完全。我们用各种经济指标对其解释可能并不合适。因此，我们所研究周期范围仅仅包括 1996 年之后的。在我们的划分中，反转并不意味着这一个持续时间非常长的，如 2005 年之后的大牛市，而只是单纯从时间段上来看待的反转（持续时间半年以上）。因此，反转期有四个：1996 年 2 月—1997 年 4 月，2000 年 1 月—2000 年 7 月，2005 年 11 月—2007 年 10 月，2009 年 1 月—2009 年 7 月。

大盘股绝对收益周期的决定因素分析

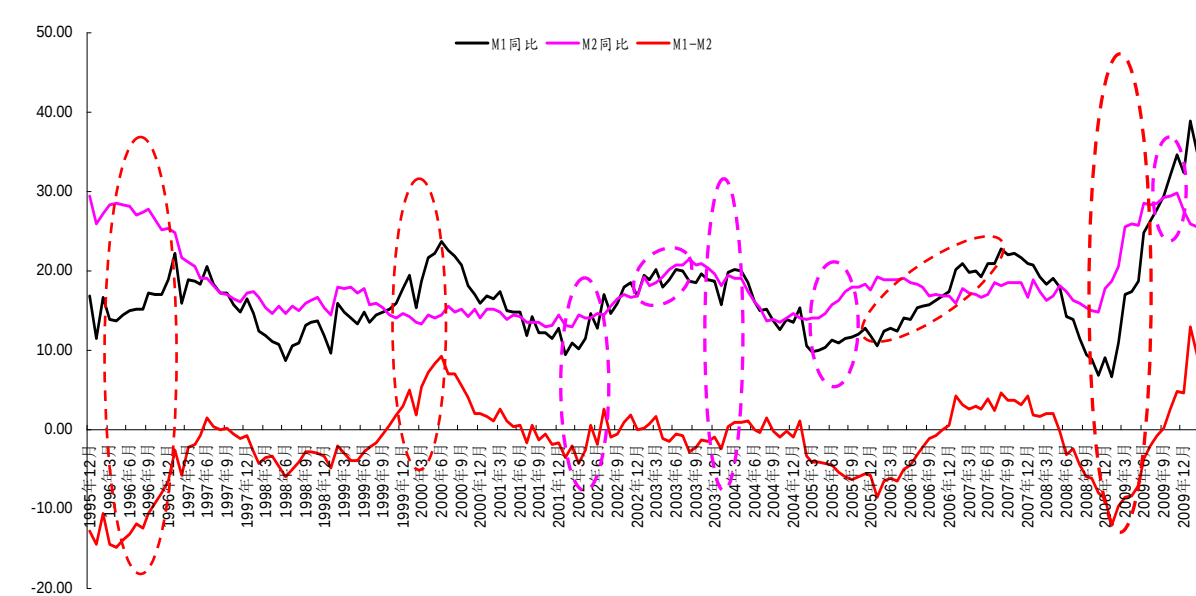
综合起来，影响股指运行的因素主要包括经济基本面、宏观政策面、资金供需状况、结构性状况、估值状况、上市公司业绩变动以及市场预期等。影响股指运行的有长期因素和短期因素，就长期而言，经济基本面的运行决定了股指的运行。反转周期的形成一定与经济基本面的变化有关系，而短期因素的变化只会在波动率上带来影响，并不会改变股指的基本运行方向。这在四个反转周期的形成中可以很明确的看到。

图 4: 1995 年以来的 GDP 和固定资产投资季度增长



数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 5: M1,M2 同比增速、M1,M2 剪刀差与大盘股运行周期关系



数据来源：CEIC，长江证券研究部

通过观察图 4 和图 5，我们就足以发现大盘股绝对收益周期的基本必要条件了。首先是基本经济状况有较好的表现，这种较好的表现可以是经济周期中繁荣阶段的到来，可以是经济衰退之后的反弹，或者至少基本面没有出现明显的恶化。这在图 4 中可以清晰的看到。在指标显示上，可以有进出口、固定资产投资、社会消费品零售总额等；但我们认为，GDP 指标更是一个综合性指标，它可以综合反映经济的基本状况。

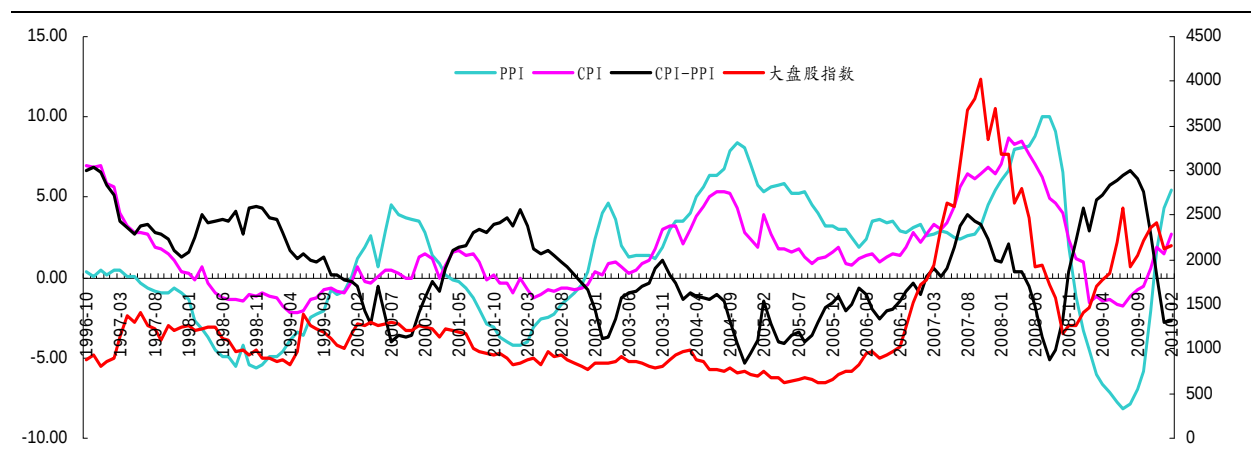
其次，大盘股由于股本比较大，推动其上升必须具备足够的流动性。因此，市场流动性的充裕程度是决定大盘股能够获取绝对收益的另一重要因素。在图 5 中，我们也可以非常明显的看到，每一次大盘股的绝对收益周期都伴随着流动性的改善。这种流动性的改善，可以是一种总量性的，如 M1，M2 同比增速的加快；也可以是结构性的，如 M1，M2 之间的相互转化，也就是货币的活期化问题，典型的如 06、07 年的行情。

第三，在中国股市过去的历史中，政策的影响不可低估。在上世纪 90 年代，由于资本市场的的不成熟，很多政策出台直接针对了股市，行政色彩较为浓烈。然而，在我们看来，随着资本市场的不断完善、管理层市场化调控的技巧越来越强，“政策市”的色彩可能会越来越淡。当然，要完全脱离政策也不太现实。未来政策的调控很可能是会通过影响前面两个因素进而影响资本市场，这也是市场化调控所要求的方向。

影响大盘股绝对收益的因素可以说还有很多，但是上述三个因素可以是最根本的。CPI、PPI 或者二者之间的相互关系对于资本市场的影响是比较复杂的，从目前的数据来看，也是不明显的。二级市场的再融资问题会对资本市场带来影响，但是这种影响更多的是一种脉冲式的短期冲击，并不会再多大程度上影响市场方向。

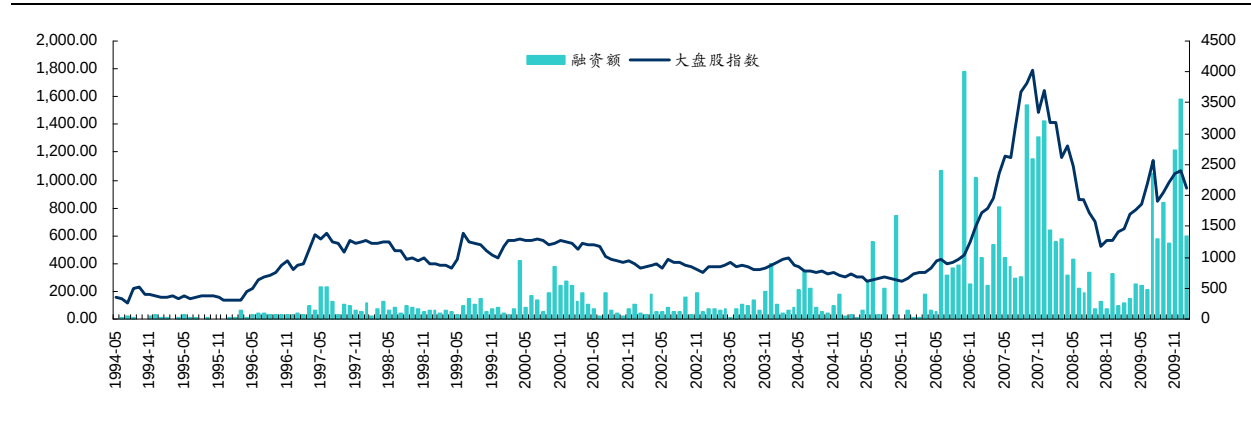
从上面三个主要因素去判读并获取大盘股绝对收益可能并不会太复杂，但是对于很多投资者来说，获取绝对收益并不满足。绝对收益下的相对收益才更有意义。相对收益也就是大小盘风格之间转换的问题。那么在什么时候大盘股会获取相对于中小盘的超额收益呢？这也是我们下面想要努力回答的问题。

图 6: CPI、PPI 与大盘股指数表现



数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 7: 股票市场融资额与大盘股指数表现



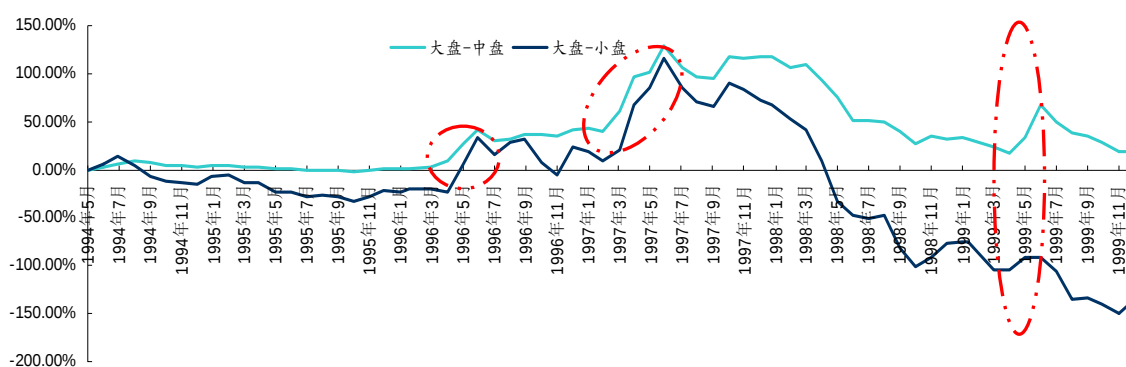
数据来源：wind 资讯，长江证券研究部

大盘股相对中小盘超额收益周期点判断

我们将大盘股获取相对于中小盘超额收益的行情定义为大盘股行情。为了分析大盘股行情产生的原因，我们首先要对历史上大盘股行情产生的时间段作出划分，其标准则是大盘-小盘的累积收益率。当这个数值出现上升时，我们可以认为大盘股行情产生了；当这个数值下降时，则是小盘股跑赢了大盘股。2000 年之前的大小盘，我们选取中信风格指数为代表指数，2000 年之后则选取申万风格指数。

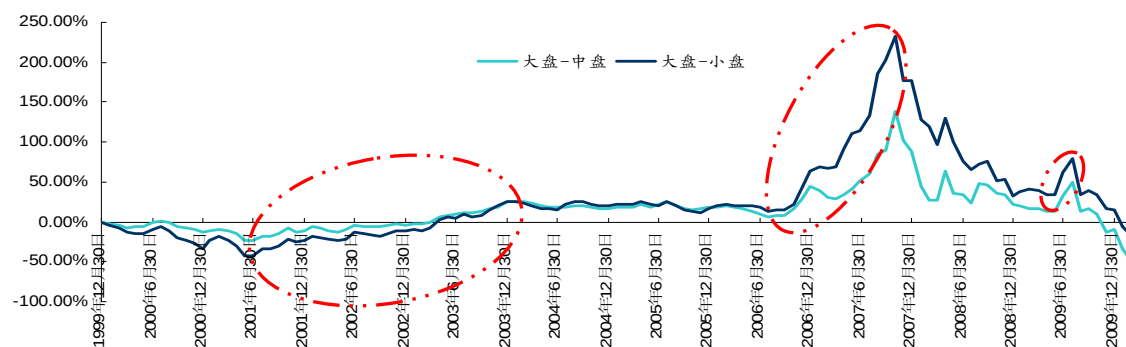
无论是在 2000 年之前还是在 2000 年之后，中盘和小盘的走势都具备很大的一致性。因此，在我们下面的分析中，会在很多情况下会忽略掉中盘指数的变化。

图 8：2000 年之前大盘股相对中小盘超额收益率变化



数据来源：wind 资讯，长江证券研究部

图 9：2000 年之后大盘股相对于中小盘超额收益率变化



数据来源：wind 资讯，长江证券研究部

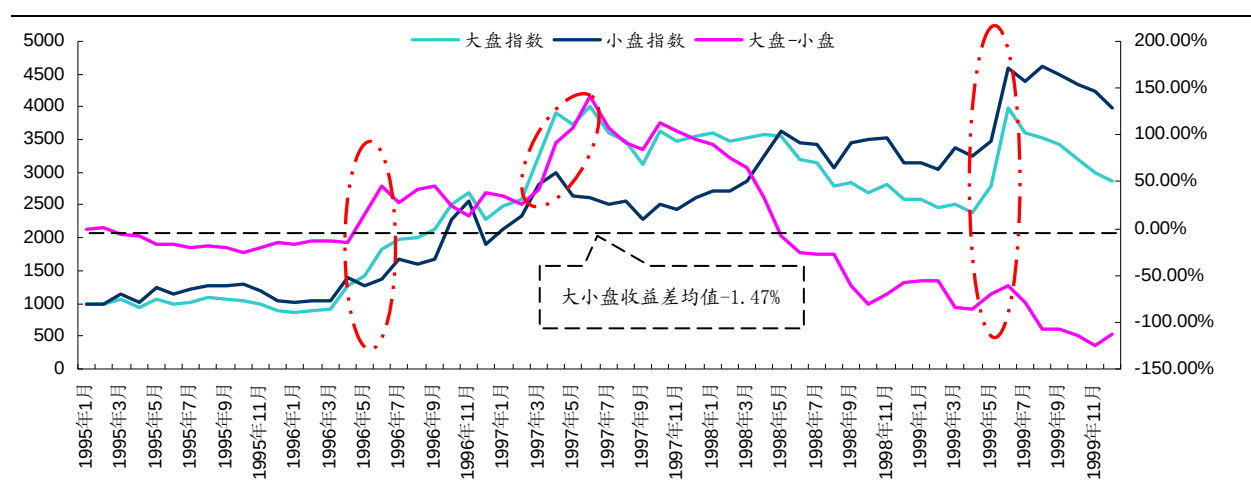
1995 年之后，大盘股相对于小盘股获得明显超额收益的主要有 6 个时期，如表 3。

表 3: 大盘超越中小盘周期划分

周期	起始点	终止点	持续时间	大盘股取得绝对收益?
1	1996 年 4 月	1996 年 6 月	3 个月	获得
2	1997 年 2 月	1997 年 6 月	5 个月	获得
3	1999 年 5 月	1999 年 6 月	2 个月	获得
4	2001 年 6 月	2003 年 12 月	19 个月	不连续
5	2006 年 9 月	2007 年 10 月	14 个月	获得
6	2009 年 5 月	2009 年 7 月	3 个月	获得

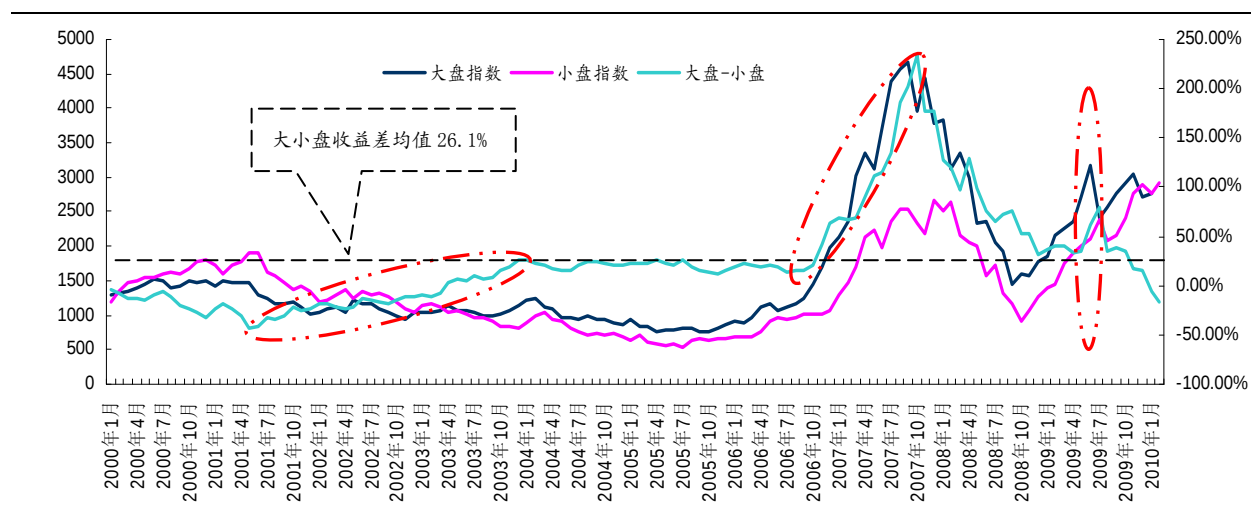
资料来源: 长江证券研究部

图 10: 2000 年之前大盘股与小盘股指数与收益差 (中信)



数据来源: wind 资讯, 长江证券研究部

图 11: 2000 年之后大盘股与小盘股指数与收益差 (申万)



数据来源: wind 资讯, 长江证券研究部

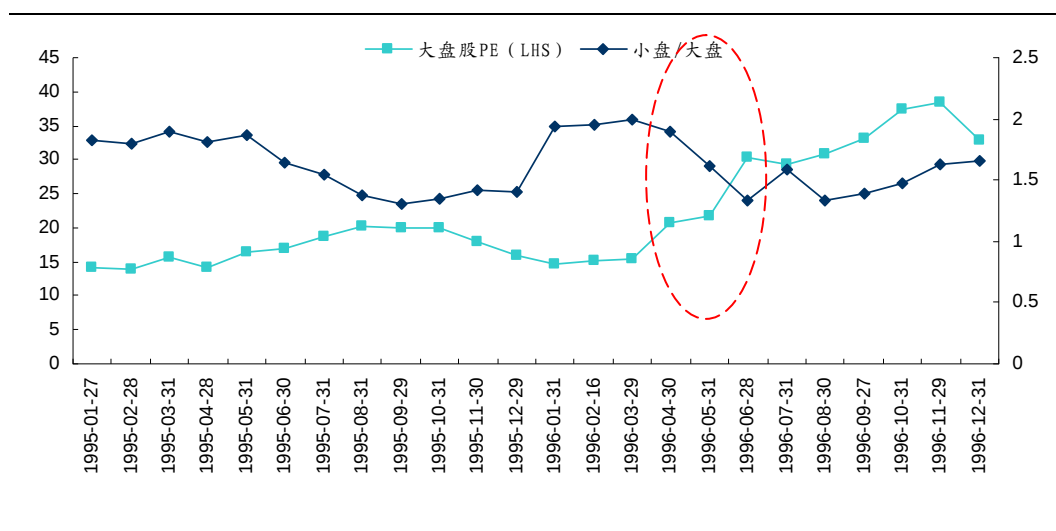
大盘股超额收益周期决定因素的分析

大盘股获取相对超额收益的决定因素有哪些呢？这也是我们想要努力回答的问题。我们首先试图对历史上各次大盘股行情产生的内在逻辑做出解释，然后我们看能否从其中找出一些规律性的东西。

1996 年 4 月—1996 年 6 月

在这波大盘股行情产生之前，上证综指在前六个月之间的累积跌幅达到-22.44%，而大中小盘三种风格指数的累积跌幅分别为-13.74%，-17.96%，-20.58%。也就是说，在前期市场的下跌中，大盘股更为抗跌。大小盘收益率差由谷底开始反弹，由 95 年 10 月-33%上升到 93 年 3 月的-19%，并在 96 年 6 月变为 33%。在估值上，经过下跌之后，1996 年 3 月底大盘和小盘的市盈率分别为：15.34，30.65。在图 13 中我们可以看到，小盘股的提前企稳和启动，使得大小盘的估值差异进一步扩大。因此，大盘股估值上的优势可以说为其在 96 年 4 月—96 年 6 月的表现打下了基础。

图 12：1995-1996 大小盘 PE 变化



资料来源：长江证券研究部

以估值上的优势去解释大盘股的行情并不令人信服，我们需要在其他方面，尤其是经济面和政策面上寻找答案。

表 4：1996 年 4 月-1996 年 6 月经济基本情况

指标	概况
通胀情况	通胀维持高位，但相比于 1995 年来说，由 20%左右下降到 10%以内
货币供给	M2 同比增速创新高，连续三月维持高位；M1 同比增速节节攀高；M1-M2 小幅缩小
股票融资	相比于 95 年来说，三个月融资比较大；相对于 96 年来说，融资额相对较小

工业增加值	工业增加值三个月维持全年的相对高位；全年最高 14%，4 月和 6 月分别达到 13.7% 和 13.8%
进出口	进出口同比增速不断萎缩，原因有基数的原因，也有真实需求的原因
固定资产投资	从全年来看，固定资产投资仍然处于不断下行的通道中
社会消费品零售总额	同比出现明显下滑
利率	5 月份降低一年期存款利率 180 个基点，由 10.98% 降至 9.18%

资料来源：长江证券研究部

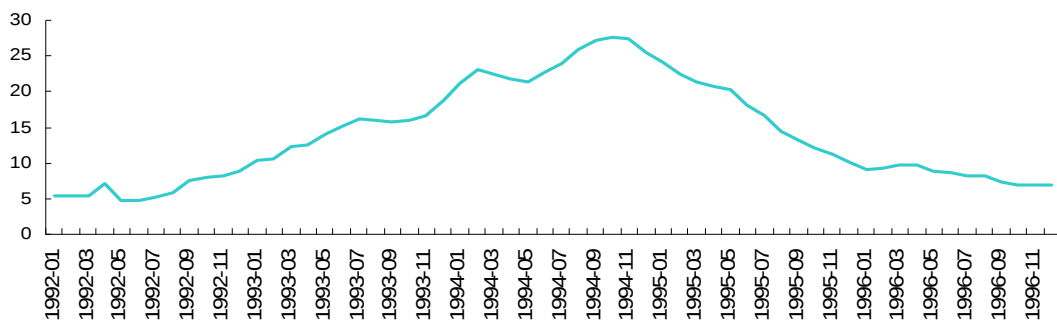
94 年所面临的高通胀在经过紧缩的宏观调控之后，在 1995 年开始逐步下滑。然而，在紧缩的过程中，经济出现了硬着陆的风险：进出口、固定资产投资、社会消费品零售总额同比都出现了明显的下滑。从 GDP 数据上来看，1996 年一季度 GDP 增速已经几乎达到 1992 年以来的最低值了。经济基本面的下滑应当说可以解释 96 年 4 月之前的市场下跌。然而正是在这样的大环境下，却出现了支撑股指上行的三大因素：

基本面的改善：工业增加值增速在经过 1996 年初的大幅下挫之后，在 4 月份出现明显的回升，并在随后的两个月维持在相对高位，这应当说缓解了对基本面的预期，也让人看到了希望。

货币政策的转向：1996 年 5 月，中国人民银行下调了一年期存款利率，下调幅度为 180 个基点。这在很大程度上改变了紧缩预期。

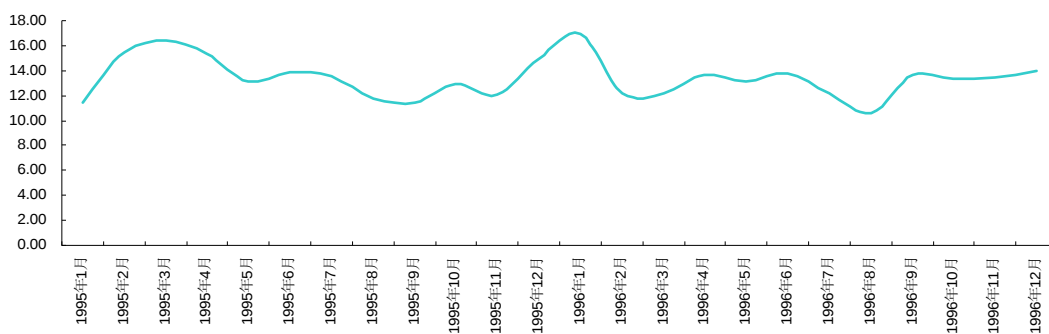
资金面的宽裕：在 96 年 4 月—6 月的 3 个月期间，货币供应量有大幅度的增长，这在流动性上应当说为大盘股的上行准备了条件。

图 13：1992-1996 年之间 CPI 同比增长（%）



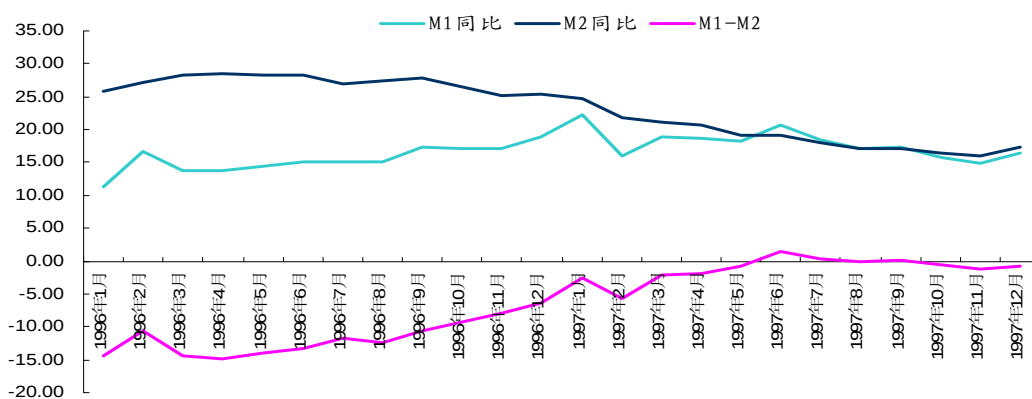
数据来源：长江证券研究部

图 14：1995-1996 年的工业增加值同比增速（%）



资料来源：长江证券研究部

图 15: 1996 年前后货币供应量情况 (%)



数据来源：长江证券研究部

对于此次大盘股的集中性行情，是由于经济下行周期中的一次企稳，加上货币政策调整和流动性释放多推动的。这是决定了大盘股运行的基本方向，而大小盘估值差异所存在的内在修复动因则导致了大盘股产生了超额收益。工业增加值指标在此次行情中扮演了重要的角色，正是由于工业增加值的企稳回升，使得基本面出现了好转前景，但随后指标的迅速下滑则使得市场出现了一定的波折。

在本次大盘股行情中，金融、家电、农业、电力和房地产成为领涨板块，典型的个股有深发展、爱建股份；四川长虹、青岛海尔、深康佳；康达尔；中能股份，原水股份，国投电力；中粮地产，深圳地产股等。

1997 年 2 月-1997 年 6 月

在这波大盘股行情产生之前六个月，上证综指累计收益率为 29.6%，大中小盘指数累计收益率分别为 25.96%，23.19%，26.73%；大小盘收益差有所缩小，虽中间出现波动，但大盘-小盘指标还是有 96 年 8 月的 28.66% 下降到 97 年 1 月的 18.06%。在估值上，1997 年 1 月末大小盘市盈率分别为 34.27 和 58.55。大盘股仍然具备一定的估值优势，但不如上一轮行情启动时明显。

总体而言，1996 年 4 月—1996 年 6 月和此轮大盘股行情均是我们在第一部分定义的那波反转行情的一个阶段。在整个 96 年 2 月至 97 年 4 月的 15 个月中，大小盘之间的风格转换十分明显。

96年2月—3月，小盘首先启动，大盘-小盘收益差不断下滑；96年4月-6月，大盘股行情启动，大盘-小盘收益差上升，大小盘估值得到修复；96年7月-97年1月，总体而言是普涨格局，但小盘表现优于大盘，大盘-小盘收益差再次下滑；97年2月-4月，大盘股再次领涨，大盘-小盘收益差再次上升；97年5月-6月，市场进入调整，但首先调整的是小盘股，并且调整幅度还不小，但同期大盘股的调整幅度却不大，并在97年6月份再次走高，这也导致了大盘-小盘收益差攀升到最高点。

同样，我们来看当时的基本面发生了什么样的变化。

表 5: 1997年2月—1997年7月基本面情况

指 标	概 况
通胀	通胀压力不断减小
货币供给	M1-M2 不断增大，由负转正；M1，M2 同比增速维持高位稳定
股票融资	股票融资迭创新高
工业增加值	同比相对低位
进出口	出口连续高增长
固定资产投资	从全年看，固定资产投资同比出现较大幅度的下滑
社会消费品零售总额	同比出现大幅度下滑
利率	处于下行中继的相对高位 7.47%

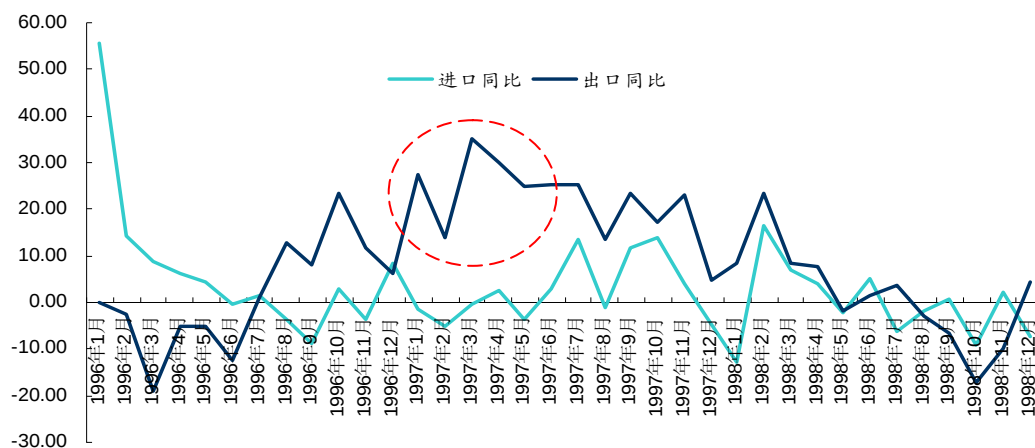
资料来源：长江证券研究部

基本面危中有机：正是由于工业增加值的同比下滑使得市场在前期出现了调整，而在这个决定，工业增加值的情况并没有改善。三驾马车中，投资和消费都出现了较大幅度的下滑。但是，出口的高速增长却给经济基本面带来一丝暖意。

货币政策进一步宽松：在利率调控上，1996年八月央行再次下调一年期存款利率至 7.47%，此阶段这个利率水平得以维持。

资金面仍然相对宽松：M1，M2 同比仍然实现高位的稳定增长，而 M1-M2 不断增大，表明货币活期化现象明显，市场资金面比较宽松。

图 16: 1996—1998 进出口同比增长情况



资料来源：CEIC，长江证券研究部

对于此波大盘股行情，我们认为政策面和资金面的条件具备固然重要，但其推动因素还是在出口的推动。这可以从当时的领涨板块中可以看出。在申万行业分类中，这段时间涨幅前五的行业分别是：电子、家电、金融、地产、公用事业。而电子和家电在当时来看就是与出口相关度最高的两个行业。代表性的个股有：深圳华强、飞乐股份、风华高科、四川长虹、青岛海尔、深康佳；电力股，深发展、万科等。

出口在此阶段获得如此告诉的增长与外围环境有关。这个时间段的亚洲经济正值东南亚金融危机之前的顶峰阶段，各国进出口贸易异常迅猛，这也在反映在了中国的进出口数据上。但随着东南亚金融危机的到来，中国出口的增长也被打断了。大盘进入了一轮长时间的调整。

1999 年 5 月—1996 年 6 月（5.19 行情）

这里需要特别说明的是，1999 年 5 月-6 月之间大盘股产生了短暂的行情，这也就是所谓的 5.19 行情。上证综合指数从 1999 年 5 月 19 日的 1058 点上涨到了 2001 年 6 月 13 日最高点 2245 点，区间涨幅达到 111.57%。然而大盘股的集中性行情却只有最初的两个个月，这在图 11 中大盘与小盘指数变动中可以看出。从总体上看，这一轮行情中表现最好的是科技类的电子、通讯类等的股票，大盘股并没有获得多少的超额收益。

在 5.19 行情产生之前，上证综指前六个月累计收益率为-7.92%，前 12 个月累计收益率为-16.56%，指数再次接近千点大关。在基本面上，这一时期处于东南亚金融危机后通货紧缩最为严重的阶段，经济基本状况较为恶劣，进出口同比的见底回升与基数有关系，经济的真实复苏并没有到来。我们认为，催生此次行情的关键还是在于政策面的影响。证券公司增资扩股的启动、证券交易印花税的降低、大幅度的全面降息、《人民日报》发表“坚定信心，规范发展”的评论、《证券法》的实施等给资本市场带来的不小的冲击，这也催生了 5.19 行情的集中爆发。从 7 月开始，网络概念股开始崛起，大盘股获取超额收益的时光告一段落。

表 6: 5.19 行情面临的基本状况

指 标	概 况
通胀	正处通货紧缩最为严重的阶段
货币供给	M1, M2 同比增速走出低谷，但仍然维持较低位置，M1-M2 略有回升
股票融资	市场融资压力相对较小
工业增加值	同比增速在极低位徘徊
进出口	进口同比大幅增长，出口初步见底，在 99 年 8 月之后实现较大幅度增长
固定资产投资	从全年看，同比仅增长 5.1%，为 90 年代以来的最低值
社会消费品零售总额	同比增长几乎是在历史最低位徘徊
利率	央行分别于 98 年 7 月，98 年 12 月，99 年 6 月下调 1 年期存款利率，之后利率维持在 2.25% 的历史次低位

资料来源：长江证券研究部

2001 年 6 月—2003 年 12 月

这个时间段持续时间较长，前后一共维持了 19 个月，大盘-小盘收益差不对上升。然而，收益差上升的原因却是不同的。我们可以将这个时间段划分为明显的三段：2001 年 6 月—2002

年 1 月；2002 年 2 月—2003 年 1 月；2003 年 2 月—2003 年 12 月。对于这三段，我们将分别分析。

2001 年 6 月—2002 年 1 月

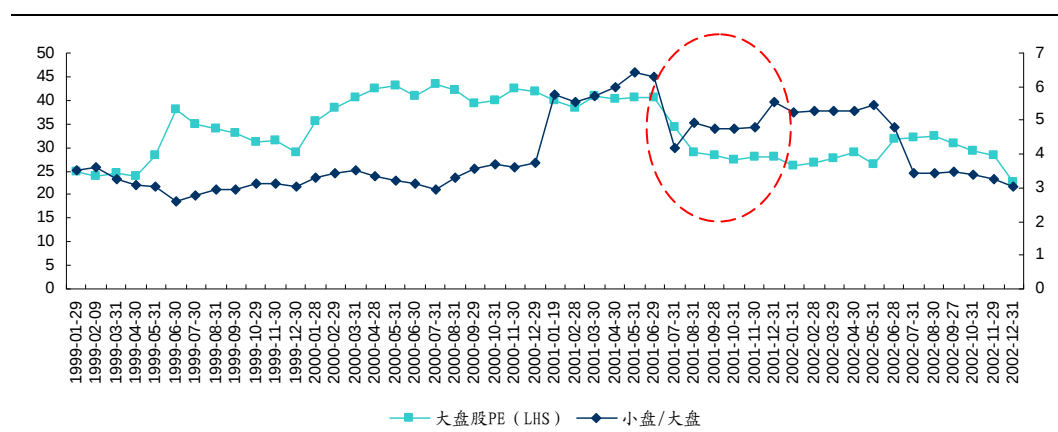
表 7：当期市场主要背景

指标	概 况
通胀描述	CPI、PPI 不断下滑，通缩风险加大
货币供给	M1 增速下降明显，M2 维持相对稳定，略有下降；M1-M2 之差迅速下滑
股票融资	相对于之前融资压力减小明显
工业增加值	整个期间工业增加值维持低位
进出口	全年进出口同比大幅下滑，到 02 年初才有所抬头，其原因则是基数原因
固定资产投资	从全年来看，固定资产投资有所加快，但距离高峰值还有较远的距离，固定资产投资真正加速时候是在 02 年 1 季度之后
社会消费品零售总额	保持相对稳定
利率	一年期利率维持在历史次低位：2.25%
市场表现	之前六个月上证综指累计跌幅-32.63%；大中小跌幅分别为：-31.04%，-6.85%，-37.02%
大小盘收益差	大小盘收益差在 2001 年 5 月达到最低值：大盘-小盘=-42.37%
市场估值	期初大小盘市盈率分别为 40.64，261.32

资料来源：长江证券研究部

对照上表，无需多言，基本面情况并无多大起色，多个指标趋向不容乐观。而在政策面上并无新的刺激点。上证指数在经历了前期的大幅下滑之后，大小盘的估值差异有所收敛。但大盘 40 倍的市盈率还是略显高企。

图 17：1999 年-2002 年市场估值情况



数据来源：wind 资讯，长江证券研究部

估值差异的拉大需要重新修复，而经济基本面以及资金面状况决定了估值修复方式的选择：小盘股大幅下跌，大盘股小幅下跌。因此，这一时间段大盘超额收益的获取是在市场下跌的

过程中形成的，只不过大盘股跌得较小而已。上证综指当期收益为-32.63%，大中小盘当期收益分别为-31.04%、-36.85%、-37.02%。受纳斯达克科技股泡沫破灭的影响，A股市场的科技类股票领跌市场。在板块方面，信息服务、电子元器件、有色金属等跌幅靠前，代表性个股有东方电子、海虹控股、风华高科、生益科技、金瑞科技、东方钨业。

2002年2月—2003年1月

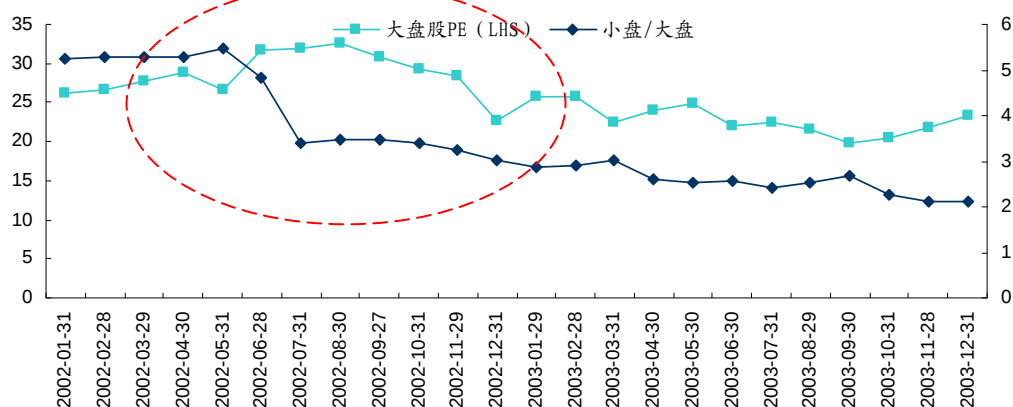
表 8: 当期市场主要背景

指标	概况
通胀	PPI 由谷底开始逐步反弹，通缩压力减缓；CPI 有所好转，同比仍处于负值，并有所反复；CPI-PPI 不断降低，并由正转负
货币供给	M1，M2 同比增速双双加快，M1-M2 维持震荡
金融机构新增贷款	同比实现大幅度增长
股票融资	基本与前一个时期相当，融资压力并不大
工业增加值	由谷底开始企稳回升
进出口	同比实现大幅度增长
固定资产投资	同比实现较大幅度增长
社会消费品零售总额	同比增速有所下降，并保持低位徘徊
利率	2002 年 2 月下调一年期存款利率到 1.98%，并维持在此历史最低位
市场表现	之前六个月上证综指累计收益为-27.47%，大中小盘累计收益分别为：-26.05%，32.51%，-31.45%
大小盘收益差	期初大小盘收益差由低位上升，由 2001 年 8 月的-34.57%上升到 2002 年 1 月的-17.89%
市场估值	期初大小盘市盈率分别为：26.11，137.31

资料来源：长江证券研究部

这一周期大盘股的上涨原因不用过多的解释，基本上除了社会消费品零售总额没有好转之外（此指标相对滞后），几乎所有指标都在向好。在货币政策上，央行的再次降息也点燃了大盘股上涨的导火索。M1，M2 的增速加快，金融机构新增贷款的大幅度增长为市场提供了足量的流动性。大盘股期初 26.11 倍的市盈率相对于小盘的 137.71 也具备很大的估值优势。

图 18: 2002-2003 年的市场估值情况



数据来源: wind 资讯, 长江证券研究部

这个期间大盘股获得超额收益最明显的时间段是 2002 年的 6 月。6 月之后大盘股估值呈下滑走势, 而同时小盘/大盘市盈率指标也总体下滑, 其原因则在于大盘股业绩的上升所带来的估值的下降。以当时领涨大盘的交运设备、金融股为例, 交运设备 2002 年前 3 季度平均 EPS 为 0.09 元, 是 2001 年同期的 9 倍; 金融股前 3 季度平均 EPS 为 0.17 元, 而 2001 年全年不足 0.1 元。

经济的全面回暖、流动性的不断释放推升了此次大盘股行情。在此期间, 上证综指累计收益率为 0.55%, 同期大中小盘累计收益率分别为: 2.18%,-1.46%,-5.23%。

在此次大盘股行情中, 整个期间上证综指并没有出现明显的涨幅, 这与其前涨后跌密不可分。如果把这段时间划分为两段的话, 02 年 2 月—7 月之间, 涨幅为 10.72%; 02 年 8 月—03 年 1 月, 涨幅为-13.44%。但无论是在前期, 还是后期, 大盘股都获得了一定的超额收益。前期, 大中小盘收益率分别为: 13.76%, 13.31%, 8.53%; 后期分别为: -14.42%, -15.61%, -15.34%。市场再后期选择向下的原因主要是国有减持问题所带来的影响。

2003 年 2 月—2003 年 12 月

表 9: 当期市场主要背景

指标	概况
通胀描述	PPI 呈 U 型走势, CPI 震荡走高, 总体处于同比低位, 年末有所上升; CPI-PPI 由谷底不断走高, 并同比实现转正
货币供给	M1, M2 同比维持高位, M1-M2 震荡走低, 年末有所回升, 但仍然维持负值
金融机构新增贷款	同比仍实现大幅度增长, 年末有所回落
股票融资	全年来看, 融资压力并不大, 年底稍微有所增加
工业增加值	同比增长速度明显快于上年同期
进出口	同比实现较大幅度增长
固定资产投资	同比实现大幅度增长
社会消费品零售总额	同比增长比去年同期有所加快, 当仍然处于较低水平, 并呈 U 形走势
利率	利率维持在历史最低位 1.98%, 9 月 21 日存款准备金率提高 1 个百分点, 由 6%

	变为 7%
市场表现	之前六个月上证综指累计跌幅-9.19%，大中小跌幅分别为：-10.18%，-13.05%，-12.68%
期初大小盘收益差	大小盘收益差不断上升，2003 年 1 月达到-9.42%
期初市场估值	期初大小盘市盈率分别为 25.78，74.27

资料来源：长江证券研究部

本阶段大盘股周期上升的动力仍然来自于基本面的支撑，工业增加值、进出口、固定资产投资在经历了前期的企稳之后，在本期出现了大幅调度上升。货币政策上并没有出现大的调整，但流动性上仍然是相对充裕。大盘股在经过前面两个超额收益期之后，本期初大盘-小盘收益差上升到-9.42%；从估值上看，大盘股市盈率降至 25.78 倍，而小盘股却上升到了 74.27 倍。这也就意味着，在前期小盘股的业绩比股价跌得更快，而大盘股的业绩基本稳定。于是大盘股的估值优势进一步体现出来。

在本期，大盘股获取超额收益现象非常明显。上证综指在本期的收益率为-0.19%，而大中小盘指数收益率分别为：3.62%，-22.07%，-27.86%。大盘-小盘收益差也由期初的-9.42%迅速上升到 03 年 12 月的 25.89%。在板块表现上，与工业、投资相关的板块表现最为突出，主要是黑色金属（钢铁）、公用事业（电力）、采掘（煤炭）、交运设备、交通运输。代表个股有韶钢松山、鞍钢股份、酒钢宏兴、宝钢股份；国投电力、通宝能源、国电电力；山西焦化、西山煤电；上海汽车、长安汽车；中海发展、长航油运。金融表现一般，地产跌幅巨大。

此时间段，上证综指的走势仍然是前涨后跌。国有股减持的问题仍然是悬在市场头上的达摩克利之剑，上市公司的不规范经营使得投资者信心受到重要影响。上调存款准备金率所带来的影响并不具有实质性。

2006 年 9 月—2007 年 10 月

这个时期我们习惯称之为牛市。而这个时期也正是上轮经济周期的繁荣期的最好阶段，也就是经济增长最为迅猛的阶段。这种时期一般每轮经济周期才会出现一次，而带动者正是与经济周期联系最为紧密的行业，从风格上来讲就是大盘股获取超额收益的时期。同样，我们也要考察这轮大盘股行情启动时的背景条件。

表 10：当期市场主要背景

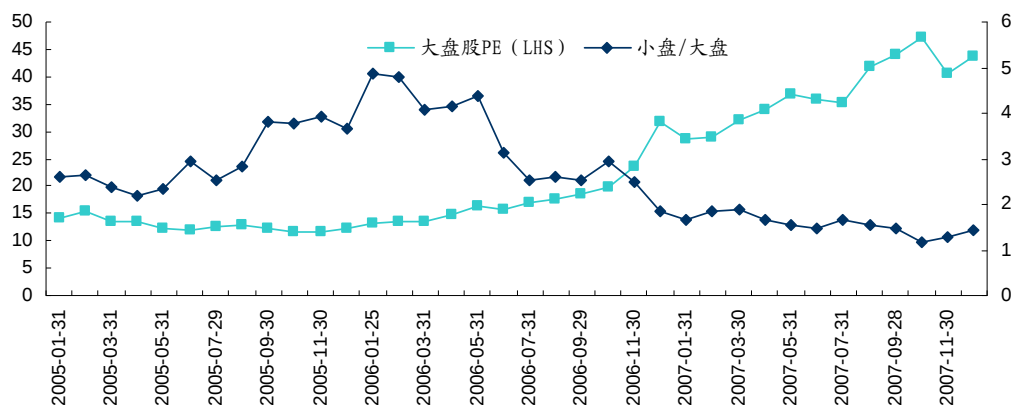
指标	概 况
通胀	PPI 在可控范围呢震荡，基本上在 3%左右；CPI 不断走高，由 06 年 9 月 1.5%上升到 07 年 10 月 6.5%，通胀预期在不断增强；CPI-PPI 由负值转正并连创新高
货币供给	M1 同比实现高速增长，M2 增长维持相对稳定；M1-M2 由负转正并维持在相当高的位置，货币活期化状况非常明显
金融机构新增贷款	新增贷款比以往同期总体增长 30%左右
股票融资	期间融资额出现了较大幅度的增长，接近增长了 1 倍
公开市场操作	货币投放和回笼比较平衡

工业增加值	整个期间工业增加值维持了相当高的同比增长
进出口	进出口同比实现大幅度增长
固定资产投资	维持相对稳定的同比增长
社会消费品零售总额	增速呈现出不断加快的势头，并在 07 年 10 月份达到将近 10 年的新高 18.1%
利率	前后一共经历了五次加息，2007 年 10 月，一年期存款利率为 3.87%；06 年 6 月—07 年 10 月期间，一共上调存款准备金率 11 次，由最初的 7.5% 上升到 13%
之前上证综指走势	之前六个月上证综指累计涨幅 27.68%，大中小盘收益率分别为 23.56%，49.88%，42.35%
期初大小盘收益差	大小盘收益差不断缩小，由 2006 年 3 月的 20.23%减小到 8 月的 14.76%
期初市场估值	大小盘市盈率分别为 16.27，71.37

资料来源：长江证券研究部

市场上涨的基础还是在于宏观经济，三驾马车无一例外都出现了大幅度的增长，政策面的不断趋紧也难以抑制这种行情的井喷。通胀预期下的活期化现象非常明显，这也给市场提供了充足的流动性。在此之前，市场已经积累的一定的涨幅，领涨的是中小盘。在 06 年 9 月之前的六个月内，大中小盘收益率分别为 23.56%，49.88%，42.35%，大盘-小盘收益差降低到 06 年 8 月份 14.76%。在估值上，大盘股市盈率仅有 16.27，这是一个相当低的位置。而从 05 年一直到本期初，大盘股市盈率一直在 10-15 左右波动。

图 19：2005-2007 年市场估值情况



数据来源：wind 资讯，长江证券研究部

大盘股行情从 06 年 9 月开始启动，中间虽有波动，总体获取超额收益，一直持续到 2007 年 10 月。在此期间，上证综指累计涨幅为 259.05%，而大中小盘指数累计收益率为 318.08%，214.53%，141.28%；大盘-小盘收益差也由期初的 14.99% 上升到 2007 年的 233.45%。涨幅前五的板块分别是金融、有色金属、采掘、黑色金属、房地产。代表性个股有开滦股份、金岭矿业、山煤国际；柳钢股份、酒钢宏兴、三钢闽光；中金黄金、云铝股份；东北证券、长江证券、兴业银行；阳光城，中粮地产、中天城投、金地集团等。

本轮牛市的形成是基本面决定的，我们这里不做过多分析。

2009 年 5 月—2009 年 7 月

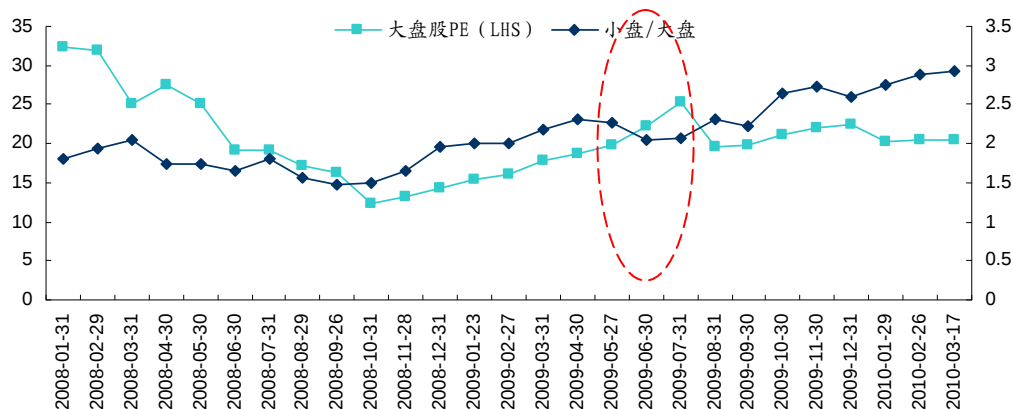
这一轮大盘股行情的背景是复苏，但经济已经在 1 季度见底了；而上证综指在 2008 年 10 月份已经见底了。真正的大盘股行情在 2009 年 5 月份才产生，这是一个值得研究得问题。我们首先还是要看看此期所面临的背景情况。由于本轮经济调整直接原因在外海外市场的影响，因此在基本面因素中我们也加入了海外市场因素。

表 11: 当期市场主要背景

指标	概 况
通胀描述	PPI、CPI 仍然处于深度下滑之中，并在 7 月份时达到谷底；CPI-PPI 处于 10 多年的新高，并呈不断走高之势
货币供给	M1，M2 同比增速创出 10 多年的新高，并维持高位增长
金融机构新增贷款	新增信贷仍然维持天量
股票融资	前两月维持低位，7 月份由于 IPO 开闸，融资额有所上升，但总体而言，融资压力不大
公开市场操作	每个月维持货币净投放量超过 1000 亿
工业增加值	同比增长从低位开始不断回升
进出口	进口同比下降幅度减小，出口仍处于大幅下滑之中
固定资产投资	同比增速达到 5 年以来的新高，达到 33.5%
社会消费品零售总额	维持相对高位的稳定增长
海外市场状况	美国 GDP 见底，PMI 指数维持高位，纳斯达克指数维持上行
利率	一年期存款利率维持在历史第二低位 2.25%
之前上证综指走势	之前六个月上证综指累计收益 43.31%，大中小盘累计收益分别为：55.87%，95.15%，107.17%
期初大小盘收益差	大小盘收益差跌倒了几乎 2007 年 10 月以来的最低点，由 2007 年 10 月 233.45% 降到 2009 年 4 月的 33.66%
期初市场估值	大小盘市盈率分别为 18.63，43.02

资料来源：长江证券研究部

图 20: 当期市场估值情况



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

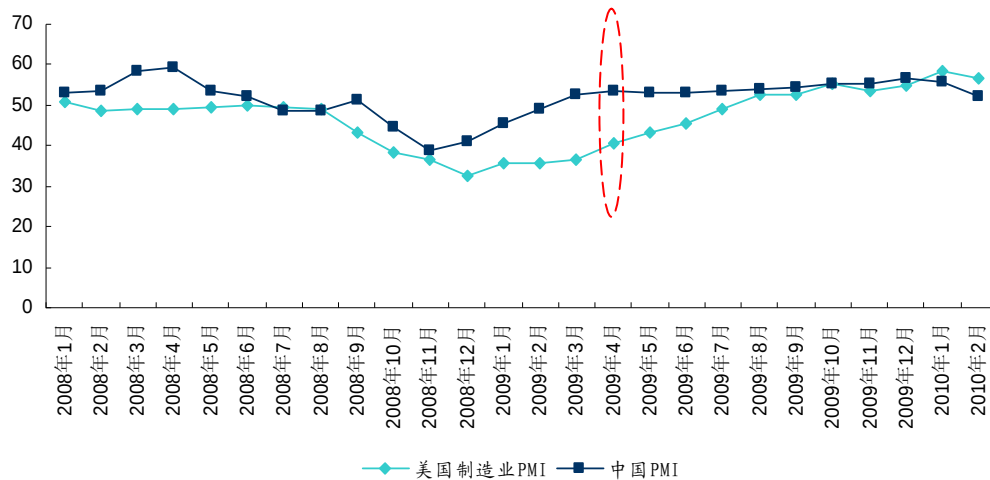
在这个期间, 我们同样可以看到复苏进程中基本面的改善, 再加上流动性的大幅释放最终造就了大盘股的一段超额收益期。但大盘股为什么会在 5 月份之后才出现集中性的喷发呢? 实质上, 我们觉得大盘股的喷发是由基本面加上流动性推动的, 而之所以选择在 5 月之后喷发, 这与复苏进程在时间点上的确认有关系。

上证指数在 10 月见底的原因在于“四万亿”刺激计划的出台。但实际上经济并没有在此见底, 领先指标 PMI 指数和工业增加值在随后的两个月仍然出现了下滑, 经济是否见底在此刻仍然是未知数。因此, 在这一时间段, 与经济体联系最为紧密的大盘股并没有出现多大的涨幅, 而是在底部徘徊。涨幅领先的是中小盘股。在估值上, 大盘股在 09 年 2 月份的时候几乎没发生什么变化。随着流动性的不断释放, 以及在 PMI 指数触底回升的态势下, 市场出现普涨格局, 但大盘股远远落后于小盘股, 大盘-小盘收益差也不断减小。在这段时间内, 市场仍然充满了疑虑, 对于经济是否触底仍然不敢确认, 因此周期性的大盘品种并不能无所顾忌的上升, 从市场走势上来看也是磕磕绊绊, 并随着海外市场的波动以及领先指标的波动而波动。

然而随着复苏进程的不断推进, 经济企稳回升的信号不断发出。一季度经济数据的公布应当说对于经济底部的确认有了较为明确的指向: 第一, 同比 6.2% 的增速是 90 年底以来的最低值了, 比这一数据更坏的情况出现的概率较低了; 第二, 一季度固定资产投资同比大幅度上升对于经济增长会有很大的刺激。因此, 四月份的市场已经开始往上走了。

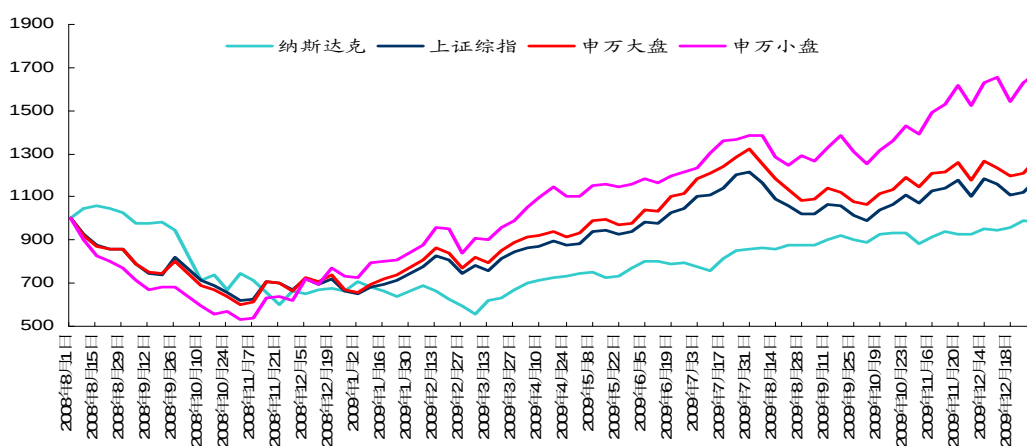
但是, 在这个时间段, 海外市场成为了最不确定的因素。与中国 PMI 指数强劲反弹不一样的是, 美国 PMI 指数在经过 1 月份的上升之后出现了疲态, 能否持续上升值得怀疑。然而当 4 月 30 日美国物流与采购联合会晚间公布了 4 月份的制造业 PMI 指数之后, 最后一只靴子落地了。40.4 的数据也大幅度超出预期。由于 5 月 1 日, A 股市场休市, 因此, 市场对于最后一个不确定因素的确定报以了热烈的回应。5 月 4 日, 上证综指大幅上涨 3.32%, 这也是大盘股集中行情的开始。

图 21: 2008—2009 中美 PMI 指数变化



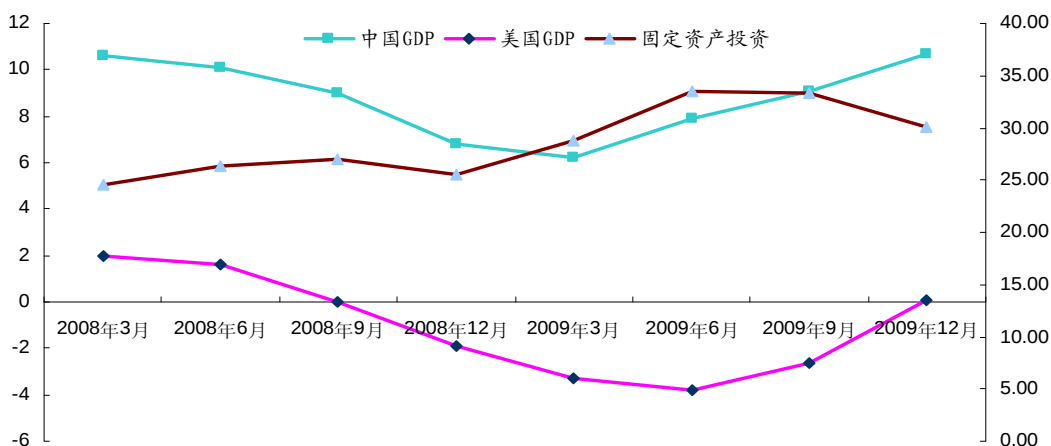
资料来源：长江证券研究部

图 22：2008 年 8 月—2009 年 12 月市场走势



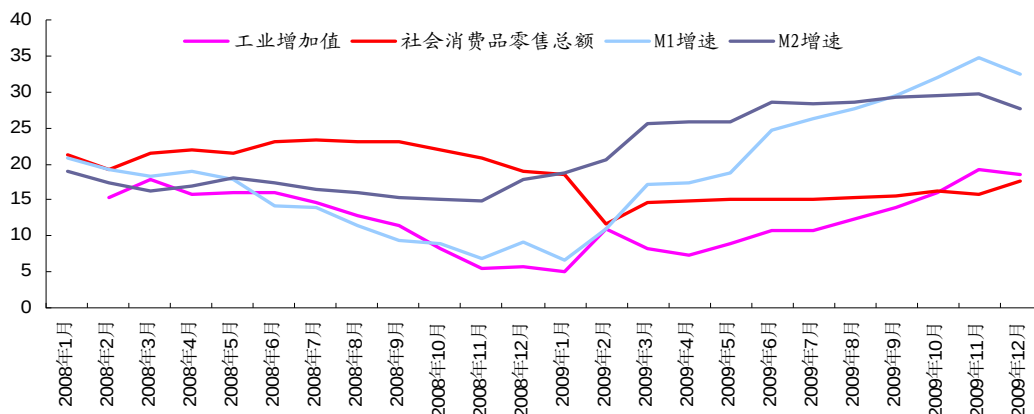
资料来源：长江证券研究部

图 23：中美 GDP 及中国固定资产投资（RHS）增速



数据来源：长江证券研究部

图 24：工业增加值、社会消费品零售总额及货币供应量同比



资料来源：长江证券研究部

当最后一个不确定因素确定之后，复苏进程的延续也被确定了，经济周期中的上行段也确定了，而周期性行业的表现也开始了。在流动性不存在问题，大盘股又具备估值优势的时候，其上涨也就成了顺理成章的事情了。

本轮大盘股行情中，上证综指累计收益率为 37.72%，大中小盘指数累计收益率分别为 41.54%，27.19%，25.31%。涨幅前五的板块分别为采掘、黑色金属、有色金属、金融、房地产。代表性股票有开滦股份、金岭矿业、山煤国际；柳钢股份、酒钢宏兴、三钢闽光；中金黄金、云铝股份；东北证券、长江证券、兴业银行；阳光城，中粮地产、中天城投、金地集团等。

小结

通过分析上面六次大盘股行情，我们发现了大盘股行情产生的两种方式：反弹型和上升型。反弹型就是指在市场下跌之后的反弹中，大盘股领涨所形成的大盘股行情。上升型则是前期市场上涨之后，大盘股重新领涨市场而形成的大盘股行情。在我们所划分的周期中，1、3 周期属反弹型，2、5、6 周期属上升型，而第 4 周期中的第二段属反弹型，第三段属上升型。大盘股行情产生的机制沿着下面的逻辑展开（沿着经济周期展开）：

1. 在经济衰退期，市场下跌。跌幅最大的是不具备估值优势的中小盘股，而大盘股跌幅相对较小。大小盘股之间的估值差异得以修复。典型的如第 4 周期中的第一段。
2. 在经济衰退后期，出现了一些积极的因素。然而这些积极因素并不确切，对于整个宏观经济而言可能是微不足道的；但是对于某些弹性较高的中小盘股而言可能意义重大。而对于中小盘股而言，只需要得到部分资金的认同就足以走出不错的行情。这就是局部预期改变所带来的局部行情。但由于此时宏观经济见底的信号并不明确，对于大部分资金而言，预期并没有改变。所以，此时是小盘股行情。大小盘估值差异被拉开。
3. 在等待信号进一步明确的过程中，大盘股走出更多的是一种震荡的行情。典型的如 09 年初的大盘股表现。如果在此时宏观经济发出了较为明确的信号，经济已经企稳了，并在未来有上升的可能，典型的如先行指标 PMI 指数的相好，进出口、固定资产投资的上 升，这将在很大程度上改变资金总体的预期。而估值优势的存在则往往助推了大盘股在

此时产生反弹行情。典型的如第 1 周期中工业增加值的同比高位稳定增长，第 4 周期第二段中进出口和固定资产投资同比较大幅度的增长。

4. 在反弹行情之后，大小盘估值差异得到一定程度的修正。这个时候市场的运行又迎来了一个关键的时间段。在这个时间段，需要进一步的信号明确来使预期明朗化。最重要的信号仍然是来自基本面的信号。如果基本经济面仍在不断向好，那么必定有部分提前的信号反应出来，而承接这种信号的首先是中小盘股，风格则将再次轮换到中小盘股。待这种向好信号逐步通过经济数据体现出来的时候，大盘股的价值又会被再次认同。这就形成上升型的大盘股行情。典型的如第 2 周期中，出口的高增长带来了新的刺激，经济向好的预期流动性的助推，大盘新一轮行情产生了。
5. 如果大盘股行情产生之后，基本面向好的信号不断发出并确认，那么大盘股将产生一波牛市行情，典型的如第 5 周期。当然，经济体能够连续不断的发出积极信号的一般都是在经济周期中的繁荣阶段。
6. 当一个经济体已经达到繁荣阶段的时候，更为积极的信号可能就很难觅得了。大盘股的行情也就基本完结。实体经济的变化以及股指上的压力将会带来资本市场的调整。一轮新的周期又开始了。
7. 在整个周期中，大盘股行情的产生无一例外都必须要有流动性的支撑，无论是总量上的，还是结构上的。这是一个基本因素。
8. 外生因素可能会改变上述运行周期，但决定次周期根本在于实体经济的运行。典型的如 5.19 行情，政策面的影响使得大盘股行情迅速产生。但事实上，当时的实体经济根本没有好转，处于一个二次探底中。因此，这次大盘股行情仅仅维持了 2 个月。在 2000 年上半年的市场上涨中，大盘股始终没有实现超额收益，其根本原因也在于高科技并没能引领中国经济的增长。

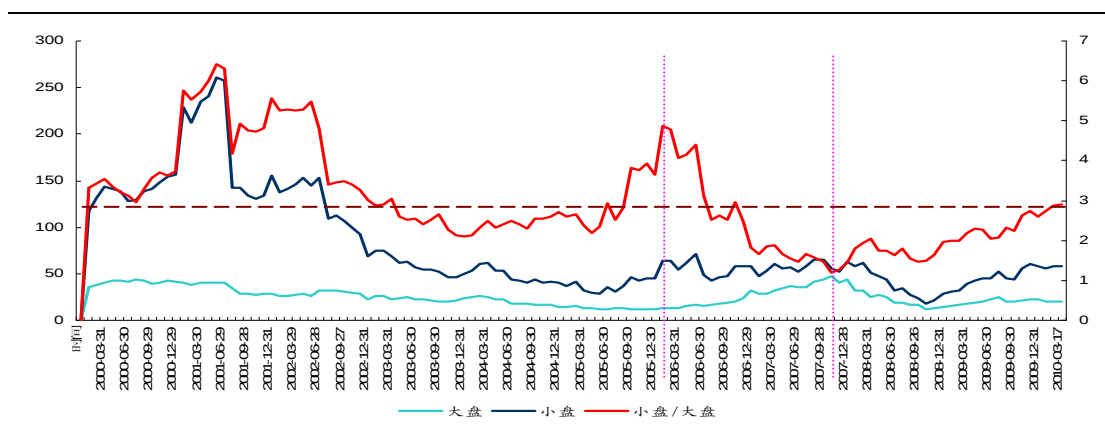
上述内容可以认为是我们关于大小盘风格周期转换的一种逻辑论述。我们需要重新明确一下，大盘股行情产生的条件：

总结：大盘股行情仍需等待

上面我们对历史上各个大盘股行情周期产生时的内外环境做出了分析，我们这里也需要重新明确一下大盘股行情产生的条件：流动性必须宽裕；估值上具备优势；实体经济有新的刺激因素（未明确因素），这种新的刺激因素明确时，往往就是大盘股行情产生的时候。而在这三方面因素中，其根本性作用的是刺激因素，流动性和估值往往都会受到其影响。比如，流动性的宽裕往往能带动普涨行情，但却不能决定大盘股行情的产生。

对于当前的市场而言，大盘股的走势非常关键。我们从上面的三个方面来看待当前的形式。从估值上来看，目前，按 TTM 计算的申万大小盘市盈率分别为 20.46 倍和 59.79 倍，小盘对大盘的市盈率比为 2.92。如果以 2009 年初以来的平均比值 2.39 为基准，这一比值有点显高；但如果以 2000 年以来的平均值 2.99 为基准的话，这一比率应该还是基本接近平均水平。如果以历史上各次大盘股行情启动时的这一比率的平均值 3.51 为基准的话，这一比率并不显得过高。显然，如果单纯以估值水平的变化来判断大盘股行情的有无还是略显苍白。

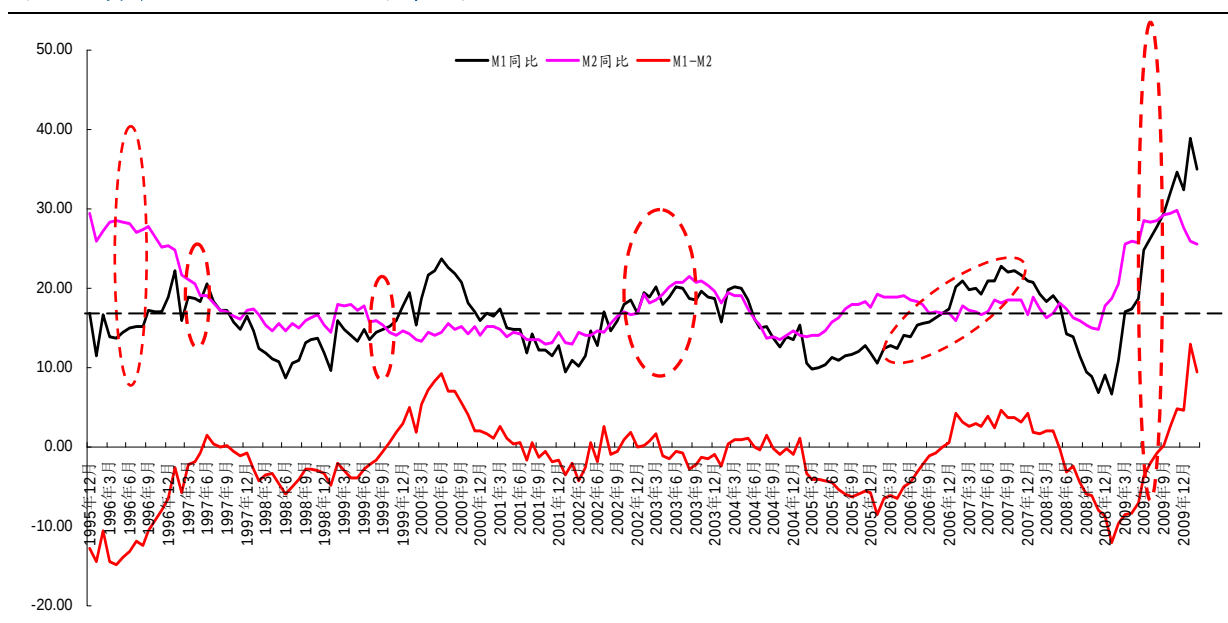
图 25：大小盘市盈率比较



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

在流动性上, 我们首先关注的是 M1 同比增速以及 M1, M2 剪刀差的变化。在下图中我们可以看到, 每一次大盘股行情的产生都伴随着 M1 同比增速的上升。而 M1-M2 之差的变化实际上是跟随者 M1 同比的变化而变化的。大盘股行情的产生必须要伴随着 M1 增速的上升, 而从目前的情况来看, M1 同比增速已经达到了一个极限, 拐头向下已经成为了一件大概率事件。在下图中, M1 同比始终围绕着一根轴线在波动, 这根轴线几乎就与货币供给设定目标 17% 相近, 上限在 25% 左右, 下限在 10% 左右。当流动性运行到上限的时候, 大盘股行情基本上都得到了终结。去年, 在大规模流动性释放的环境下, M1 同比大幅增长, 这也使得同比增速已经远远超过了上限, 其下行的空间也是比较大的。另外, M1 同比增速的最低点在 2009 年 1 月份, 因此 2010 年 M1 同比增速的最高点也可能就在 1 月份了; 其后, 随着基数的不断增加, M1 增速的不断下滑成为了一个大概率事件。因此, 从流动性上来讲, 或许大盘股行情的产生还需要一定时间的等待。

图 26: 货币供给变化与大盘股行情关系



资料来源: 长江证券研究部

最后, 我们再看看推升大盘股行情展开最为重要的因素——经济的持续向好, 刺激的不断出现。总体而言, 2009 年的主题是复苏, 2010 年的主题则是稳固。从经济的三大部门来看,

消费是稳定的，投资则是一个回复常态化的过程，而出口则成为了最不确定的因素。市场原本一致预期在外围市场回暖的情况下，出口部门会有不错的表现；然而时至今日，预期可能有所乐观了。不管是从数据还是从实际运行的角度看，出口离真正的复苏还有一定的距离，或者说至少出口的真正复苏还需要市场信号的确认。对当前而言，出口复苏的力度还是难以确认的；而国际上对人民币升值的压力也是越来越大，这也更为出口的复苏蒙上了一层阴影。这可能也是制约大盘股上行的一个因素。

综合起来看，目前大小盘的估值并不是十分不合理、流动持续向好的动力不足、实体经济领域尚未发出明确的信号。经济的持续向好或是复苏进程总略有波折，在目前来看还难以断定。因此，大盘股行情的到来可能还需要一定的等待。

在信号尚未明确的等待期中，大盘股更多的可能还是一种区间波动。但是大盘股整体的波动可能并不会掩盖其中部分行业的机会。目前，大盘股中银行和部分地产股的估值相对较低，其也具备了一定的价值优势。

分析师介绍

张凡，北京航空航天大学数学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部首席策略分析师，研究领域为市场策略与选股策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398 13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 68751916 13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕洁	华东区客户经理	(8621) 68751926 13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区客户经理	(8621) 68751863 13817196202	julei@cjsc.com.cn
易敏	华南区客户经理	(8621) 68755178 13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 68751860 13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。