



证券研究报告·策略跟踪

大盘股：再续前缘？

早在 2010 年 2 月初，我们在《大盘股：历史与未来》一文中对 2010 年大盘股的命运进行分析，并得出结论，认为基本上在相当长时间内，大盘股风格的轮换不会到来，即使有大盘股行情，也仅仅是脉冲式的机会。

时间之轮进入 2011 年，究竟是大盘股继续孱弱？还是大盘股再续前缘？“一年之计在于春”，我们播种于大盘股还是坚守小盘股？是思考这一问题的时候了。

经济周期演进：大盘股开始强于小盘股

随着经济周期的演进，2011 年在周期中的位置与 2010 年已发生很大的改变，2010 年是“二次去库存+经济复苏”，而 2011 年将是“主动补库存+中周期加速”。从历史经验来看，在这一阶段，大盘股表现要强于小盘股，从周期与经济基本面的角度来看，复苏初期主要反应在小公司生产和利润恢复的速度，而进入主动库存重建之后，经济增长的动力让渡于大公司，大盘股表现好于小盘股也就具有合理的解释。

通胀与流动性指示器的失灵

2010 年以来，通胀和流动性对大盘股风格的指示器已经失灵，说明了市场的短期因素已经让步于经济基本面因素，或者说流动性因素让位于经济周期的力量。

估值：大盘股风险溢价已具有吸引力

大盘股风险溢价为 4.36%，而其历史最高风险溢价为 2005 年 11 月的 6.18%，即使在 2008 年 10 月大盘股的风险溢价也仅为 4.35%，目前的风险溢价水平对保守的投资者来说，大盘股已经具备一定吸引力，随着经济周期的演进，经济复苏加速逐渐明朗下，风险溢价具有下降的可能。

大盘股情绪指标

通过主成分分析并取第一主成分构成观测大盘股的情绪指标，这一指标基本上能够反映大盘股与小盘股之间的风格轮动，目前看，情绪指标开始下跌，有可能导致风格的转换。

结论：风格转换值得期待

我们认为 2011 年大盘股风格转换变成现实的概率是比较大的，根据我们年度策略报告的逻辑，风格转换的时间点很有可能出现在一季度末和二季度初，是一种以周期股的反弹为契机的的大盘股风格转换的实现方式。

请参阅最后一页的重要声明

投资策略

吴启权

wuqiquan@csc.com.cn

010-85130211

执业证书编号：S1440210050002

发布日期：2011 年 1 月 26 日

2010 年以来大盘股、小盘股相对表现



相关报告

2010.2.1 《大盘股：历史与未来》

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

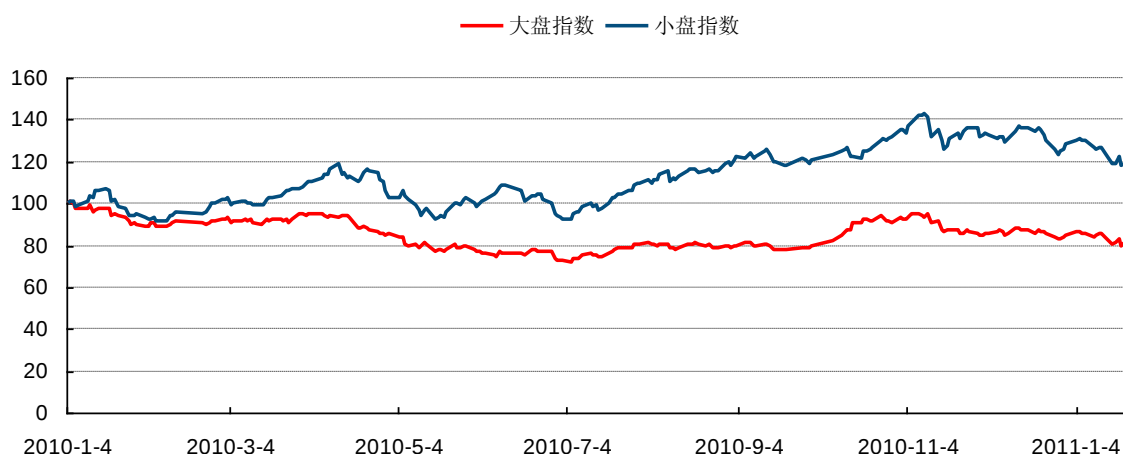
正文

早在 2010 年 2 月初，我们在《大盘股：历史与未来》一文中对 2010 年大盘股的命运进行分析，在基于经济周期、通胀、流动性、股市泡沫与市场相对估值、金融创新（2010 年两个最大的金融创新是融资融券和股指期货）的分析中，我们得出结论，认为基本上在相当长时间内，大盘股风格的轮换不会到来，即使有大盘股行情，也仅仅是脉冲式的机会。

整整一年过去了，我们回过头来看看大盘股在 2010 年的表现，整个 2010 年大盘股下跌 15.2%，小盘股上涨 28.2%，大盘股落后小盘股 43.4%。

时间之轮进入 2011 年，究竟是大盘股继续孱弱？还是大盘股再续前缘？有待时间的检验，但也到了我们讨论大盘股命运的关键时刻。“一年之计在于春”，我们播种于大盘股还是坚守小盘股？我们需要一个方向。

图 1：2010 年以来大盘股-小盘股相对表现



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

经济周期：走过复苏，踟躅迈向中周期繁荣

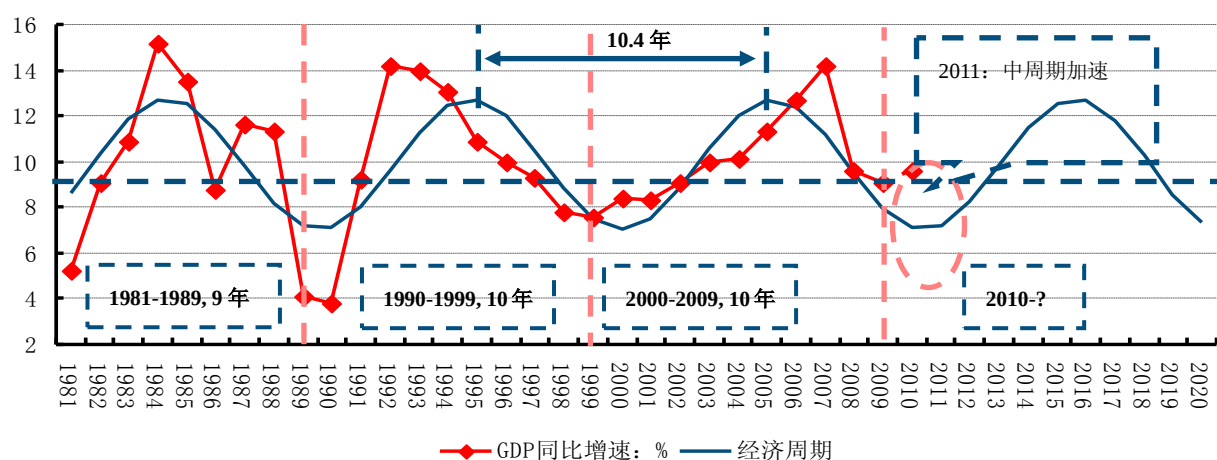
从周期的演化来看，中国经济在经历近 10 个季度的复苏之后，将有可能在 2011 年三季度之后开始进入中周期加速期，所以，就纯经济趋势而言，明年的基本态势是向上的，但是按照我们对中周期运动规律的理解，中国的经济 2011 年开始复苏加速，有可能在这之后逐渐进入中周期的繁荣，即便如此，从经济周期来讲，2011 年与 2010 年已经不一样了，2010 年是二次去库存+经济复苏，而 2011 年将是主动补库存+中周期加速。

那么历史上类似的周期位置 A 股大盘股和小盘股相对表现如何？在 1998 年第一季度至 1998 年第二季度，中国经济在东亚金融危机的冲击下达到了底部，此时库存也达到了被动去库存的底部。在被动去库存中，库存的调整和经济的下挫是剧烈而迅速的，类似于本轮金融危机中的 2008 年底。在 1998 年底之后，库存重建的进程十分明显，大概持续了 7-8 个季度，这相对于典型的库存周期而言，库存重建阶段长了 1-2 个季度。在 2000 年底，库存重建达到了顶峰，随后出现二次去库存，大概持续 5 个季度，期间上证指数下跌 20%，此后开始长达 10 个季度的主动补库存过程。

中国股市的历史表现惊人地相似，2000 年之后的二次去库存与 2009 之后的二次去库存，毫无例外地小盘股表现优于大盘股，而 2011 年类似于历史上 2002 年至 2004 年，在这一阶段，大盘股表现要强于小盘股，从周期与经济基本面的角度来看，复苏初期主要反应在小公司生产和利润恢复的速度，而进入主动库存重建之后，经济增长的动力让渡于大企业，大盘股表现好于小盘股也就具有合理的解释。

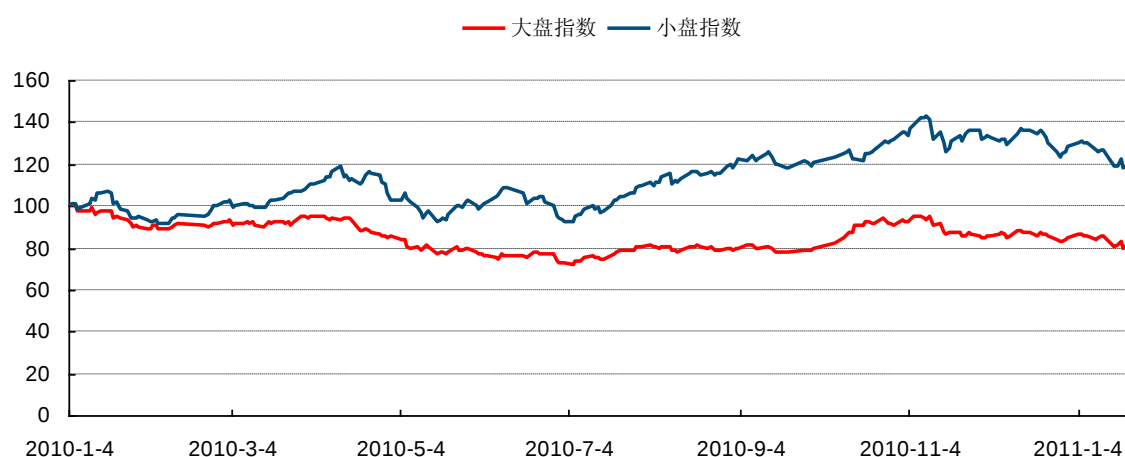
巧合的是，我们在年度策略报告中提出“周期复辟”的观点，似乎在大盘股和小盘股的相对表现来看，也能找到周期股复辟的佐证。

图 2：中国的经济周期=10.4 年



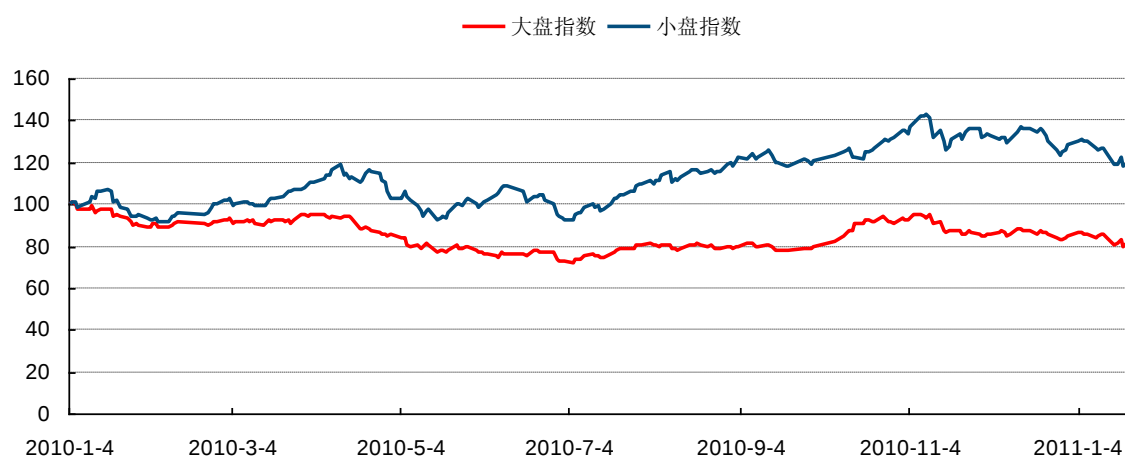
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 3：2000 年-2001 年大小盘股相对表现



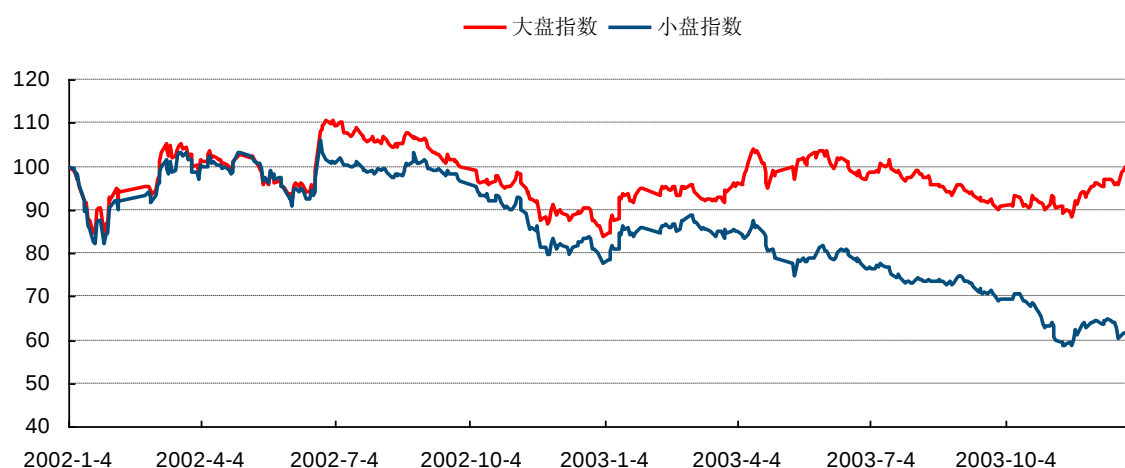
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 4：2000 年-2001 年大小盘股相对表现



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 5：2002 年-2003 年大小盘股相对表现

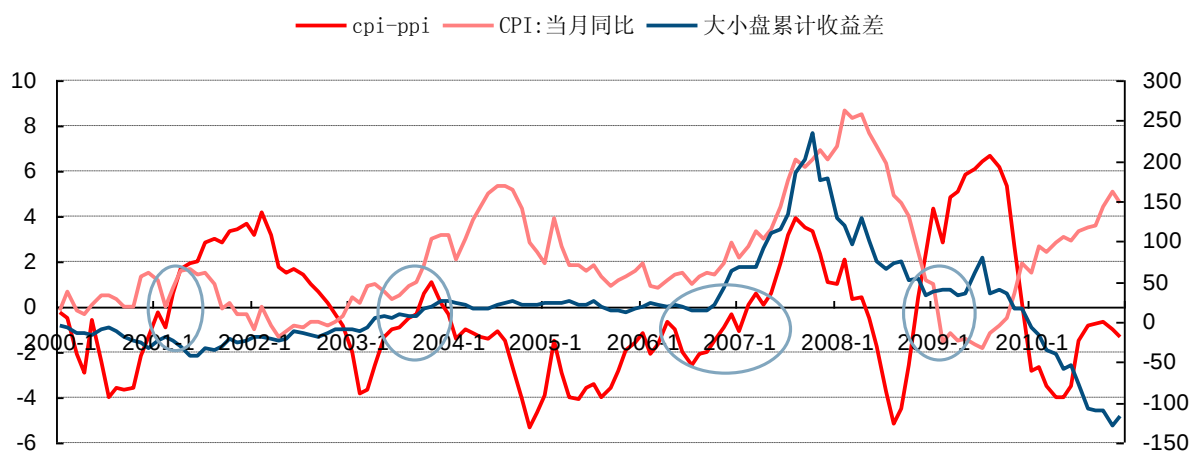


数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

通货膨胀：大盘股指示器仍不明朗

通货膨胀时期，大公司成本转嫁能力强于小公司，大盘股对投资者更具有吸引力，在严重通货膨胀时，其对大盘股压抑作用增加，大盘股的表现会在通胀到顶前就已经见顶。CPI 与 PPI 之差与股市具有正相关关系，剪刀差见顶是大盘股见顶的先行指标，这一规律在 2010 年同样适用，虽然在 2010 年 5 月份之后由于二次去库存导致 PPI 下降，但 CPI 与 PPI 之差仍小于零，在二者之差缩小或由负变正过程中大盘股表现强于小盘股，但目前仍不明朗。

图 6: CPI、CPI-PPI 与大小盘相对表现



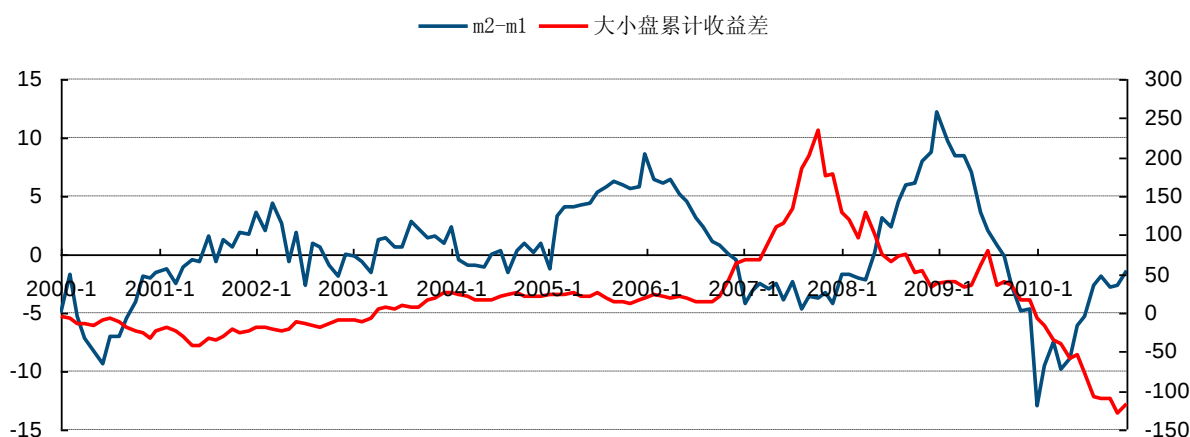
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

流动性: 短期因素让渡于周期力量

若 M2 增速高于 M1 增速, 流入股市的资金减少或资金有可能从股市流出, 大盘股由于需要更多的资金推动才能上涨, 因而表现可能不如小盘股; 反之, 由于流通中的资金增加, 这部分资金可能流入股市, 推动大盘股上涨。美国、日本和中国历史经验表明, M2-M1 在高位开始下滑时, 是投资大盘股较好的时机, 但从 2010 年来看, M2 增速均低于 M1 增速, 但并没有出现大盘股行情。

流动性的失灵, 说明了市场的短期因素已经让位于经济基本面因素, 或者说流动性因素让步于经济周期的力量。

图 7: M2-M1 与大小盘相对表现



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

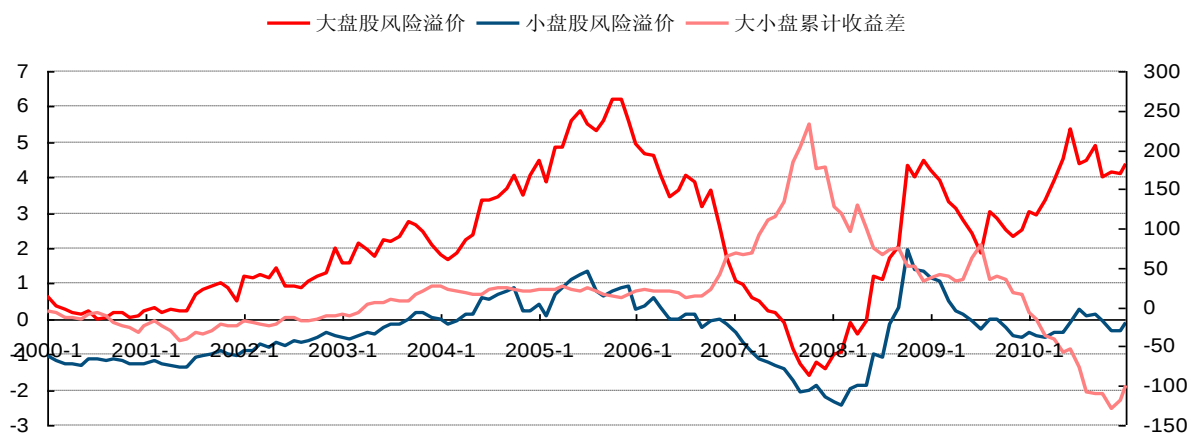
估值: 风险溢价已逐渐具备吸引力

估值水平来看, 大盘股的市盈率为 14.57X, 已低于合理市盈率的下限 (15.38X), 略高于 2008 年 10 月份

的 12.16X；大盘股风险溢价为 4.36%，而其历史最高风险溢价为 2005 年 11 月的 6.18%，即使在 2008 年 10 月大盘股的风险溢价也仅为 4.35%，目前的风险溢价水平对保守的投资者来说，已经具备一定吸引力，随着经济周期的演进，经济复苏加速逐渐明确，风险溢价具有下降的可能。

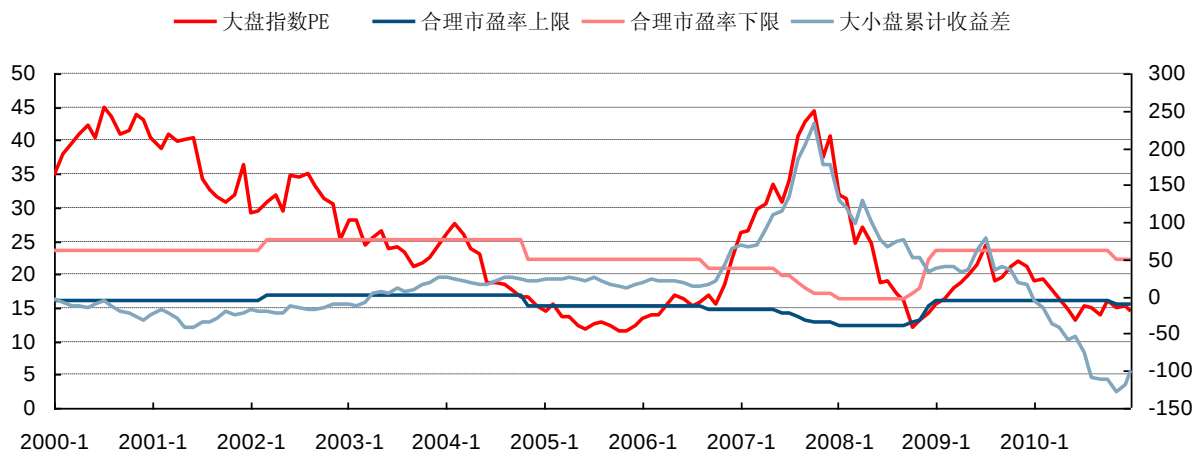
因此，从估值的角度看，大盘股已经具备投资条件。

图 8：大盘股和小盘股风险溢价



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 9：大盘股和小盘股风险溢价



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

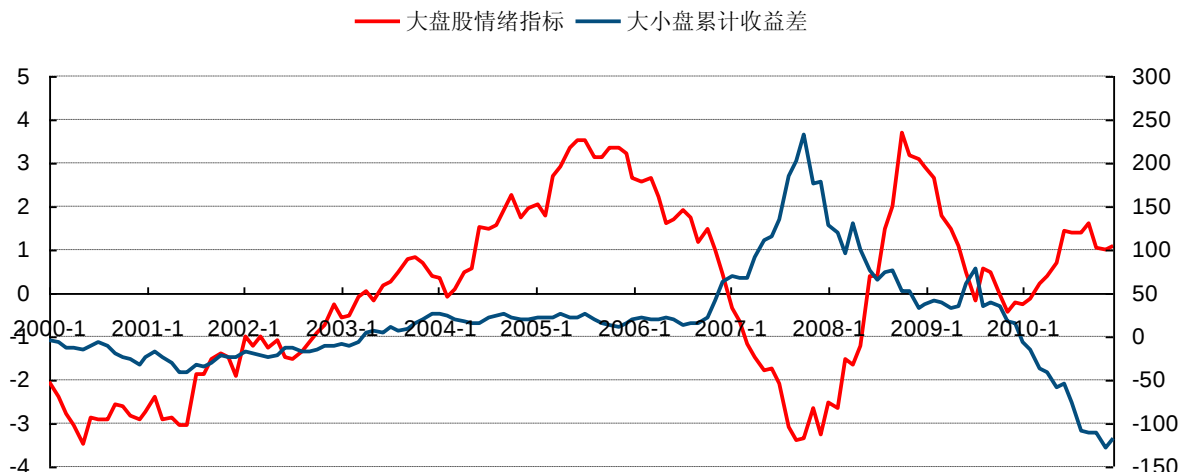
大盘股情绪指标的构建

我们在《大盘股：历史与未来》一文中提供了一种预测大盘股/小盘股风格转换的 Logistic 模型，模型的预测能力达到 70%，根据模型进行风格投资的收益率远远超过单一风格投资。Logistic 模型与其他预测模型一样，并不直观，且应用起来较为复杂。

因此，我们另辟蹊径，通过主成分分析来构建判断大盘股的强弱指标，变量取：M2-M1、CPI、CPI-PPI、

大盘股 PE、小盘股 PE、大盘股风险溢价、小盘股风险溢价、合理市盈率下限等指标，通过主成分分析并取第一主成分构成观测大盘股的情绪指标。从结果看，这一指标基本上能够反映大盘股与小盘股之间的风格轮动，情绪的变化是大盘股的反向指示器，目前看，情绪指标开始下跌，有可能导致风格的转换。

图 10：主成分构成的大盘股情绪指标



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

结论：2011 风格转换出现的几率加大

从经济周期的演化还是从估值、通胀、流动性，抑或是综合的情绪指标的分析中，我们认为 2011 年大盘股风格转换变成现实的概率是比较大的，关键是在于转换的时间点在哪里。我们在《周期叠加冲击 趋势峰回路转》的趋势报告和《周期复辟 中游维新》两个年度报告中其实已经有所回答，根据我们的逻辑，风格转换的时间点很有可能出现在一季度末和二季度初，是一种以周期股的反弹为契机的大盘股风格转换的实现方式。



分析师介绍

吴启权：天津大学计算机硕士、管理学博士，策略分析师。致力于量化技术为基础的投资策略研究、并从投入产出角度研究中国产业经济与资本市场运行规律。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。