

财经圆桌

## 乘资金东风 顺蓝筹之势

券商点金指

牛市进入  
改革红利深水区

□ 廖维

股票市场的强劲反弹,让沉寂已久的证券公司营业厅又热闹起来,持续走高的人气和新增资金也在五个月内把上证指数推高近1000点,可谓波澜壮阔的“跌牛”行情。在我看来,这是去年创业板行情延续,在某种意义上是大盘蓝筹股的一次“报复性”反弹,力图降低价值型股票和成长型股票的估值差距,属于结构性行情。

随着券商板块的调整,结构性的“水位差”已经显著缩小,尽管还有诸如银行板块作为大权重板块,其市盈率依然是个位数,但是整体蓝筹、价值型股票的“填坑”行情已经走得差不多了。对于貌似便宜的银行股实际坏账比率的担忧,是市场一直以来的心病。就我最近对福建、广西的调研来看,民间金融机构的潜在坏账比例极高,很多大银行的分支机构也在打包不良资产,在“闯关”前对资产负债表进行“清洗”,这无疑会给银行估值蒙上阴影。

因此,报复性行情能否在券商调整后继续深入,关键就在于银行股能否从券商板块接过领涨的接力棒,这个从本周的行情转折点可以清晰地看出来。说白了,这次快牛行情的根本原因在于权重股价格便宜,资金一旦好转,众人拾柴火焰高,把大盘指数推高的同时,也许也带起了二三线蓝筹的估值。

宽松的资本面催生牛市,我们要探讨的是,这种资本面牛市能否转化或者说何时转化为业绩牛市。否则,本轮报复性行情的演化结果,必然是二八甚至是一九比例的股价变化——绝大部分股票会下跌,类似“温水煮青蛙”地再次悄然盘剥广大散户的财富。

但答案显然不容乐观。当前,改革已经进入深水区,对既得利益集团的改革是很难的。映射到A股市场,牛市必须进入改革的深水区,蓝筹股的内涵必须从传统的投资驱动类周期型股票,转变为注重消费驱动的创新类股票。寻找新的驱动行业板块,这不仅是股民的投资课题,也是中央政府和各级地方政府的执政课题。

一个好的例子是传统消费龙头的分化。经过半年的快牛行情,以往的消费类龙头贵州茅台股票虽然也经历了相当幅度的上涨,但是市盈率还是在15倍以内,同为“贵族白酒品牌”的五粮液,市盈率更是只有12倍左右,不能不说依然是相对很便宜的。换言之,市场显然已经不把这些曾经被热捧的股票,继续视为未来的消费龙头。另一方面,诸如乐视网等新媒体、网游类等新兴消费领域股票,却被定价奇高,基本都在七、八十倍市盈率,很多甚至超过一百倍。这种巨大差距的定价,显然是合理的,但是可以持续吗?

我认为,经过央行降息降准、实质性地释放流动性,股市的人气逐渐回升,具备了“任性”定价的基础,牛市的航程可以驶入改革的深水区。而且,随着各级地方政府的投资和消费逐渐被抑制,也释放出足够的经济空间让创新型经济成长。紧财政、松货币”是股市最佳的上涨背景,上证指数再破6000点高位不是梦。

但是,创新型经济的深水区波动大、风险高,不比以往,由发改委调控的宏观经济平稳有序,股票市场也是如此。遗憾的是,中国还没有建设好多层次的资本市场,还没有足够数量的风险投资、产业投资,中小企业的成长环境并没有为系统性培育明星企业做好准备。

因此,尽快推进多层次资本市场建设,通过注册制的广泛实施,加大对民营资本市场的容忍度,是A股牛市驶入改革深水区最好的保险措施。

不同于绝大多数市场人士,我并不认为注册制的实施,会削弱A股成长型股票的溢价幅度。相反,只有形成源源不断的成长型股票标的供给,给那些天使投资和风险投资人以顺畅的退出渠道,才能真正把A股市场带进改革红利牛市中。靠银行地产把指数带入6000点只是“虚胖”,靠新经济、新消费溢价赚钱才是未来资本市场的硬道理。

本周股指波动幅度加大,一度令市场恐慌情绪升温,后市大盘走向如何?增量资金入场步伐是否会发生转变?投资者是继续追逐大盘蓝筹股还是逐步布局小盘成长股?本周财经圆桌邀请到南京证券研究所所长周旭、银泰证券策略分析师陈建华和平安信托高级产品经理魏颖捷三位嘉宾,共同展开讨论。

## 市场料步入震荡蓄势期

中国证券报:本周股指波动幅度加大,一度令市场恐慌情绪升温,后市大盘走向如何?

周旭:从上周五到本周四,盘中指数经常出现4个点左右的上下震荡,尤其是本周二,沪指单日200多点的波动历史少见,市场情绪既亢奋又恐慌,投资者承受的压力较大。本轮大盘的上涨强度也较为罕见,降息之后,证券、保险、银行等低估值金融行业全线大涨并带动其他低估值板块上行,沪指放量上涨500多点,在这种强度的上涨之后,在短期大幅调整也并不为奇。中证登调整企业债质押回购对股市和债市施压,促成A股单日重挫,但这只是诱因,短线涨幅较大及获利盘退出尤其是融资盘和短线外部资金的退场是主因。

不过,从目前看,市场整体向上逻辑不变,A股对资金的吸引力仍然存在,尤其是经过近两年的慢牛行情与近两年的快牛行情之后,各方对于牛市来临的分歧越来越小。行业分级基金等新型入场资金仍将部分脱离门行业有所推动。股指在强势脱离底部后面临3000点上方的技术压力,短期市场或以横盘巩固为主以消化前期上涨的获利浮筹,以金融地产为主的行情将演变为蓝筹股与成长股交替炒作,横盘期间以交替性结构行情为主。

陈建华:结合各方面因素分析,对于当前A股我们认为短期调整不改中期向上趋势。近期市场波动幅度增大更多是交易层面风险释放的结果,尤其是非银金融。作为前期领涨板块,其快速下跌对市场产生冲击不可避免。我们对中长期A股依然持相对乐观态度。一方面,从政策取向看,伴随国内实体经济增速的持续放缓,宏观政策进一步稳增长将是大概率事件;另一方面,管理层力促的降低企业融资成

本同样将对资本市场产生积极影响。此外,下半年以来A股的强势上行已在很大程度上改变了其近年来单边下行的趋势,投资者信心得到明显改善。因此,基于以上几方面因素分析,对后期A股我认为虽然短期受交易层面风险释放影响沪深两市仍有进一步调整的必要,但中期看,震荡走高趋势预计将延续。

魏颖捷:4季度市场走势超出所有机构预测,核心推手是熊市思维的彻底扭转,一旦熊市思维扭转,市场会进入到乐观情绪的正循环,而这种拐点的预期扭转将是中长期的。四季度指数的疯狂飙升只是预期扭转的第一阶段,通胀筑底阶段。4季度以来90%的个股是跑输指数的,而权重股的上涨与基本面无关,更多的是对于悲观情绪的一种出清。当权重股,尤其是金融股的市盈率和市净率恢复到中枢水平后,指数的修复基本结束,市场进入震荡阶段,但这并不代表行情结束,未来2-3个月将进入第二阶段,即预期重构阶段。随着权重股的悲观预期被修复,主板上中低价股会进入集中补涨期。年底前资金惜售、券商两融检查、新股发行等消息面扰动只是权重股休整的一个导火索。在人民币升值预期见顶、输入型通缩压力显现、控制金融系统在下行期的信用风险的大方向下,流动性宽松和无风险利率下降趋势将延续,因此A股的震荡休整是行情向纵深发展的一个过渡。

## 资金面宽松仍可期

中国证券报:中证登收紧企业债质押回购融资的一纸公告,引发市场对于资金面担忧,后市流动性能否对市场构成支撑,增量资金入场步伐是否会发生转变?

周旭:中证登公布收紧企业债质押回购融资公告后,股市和债市都出现双杀,消息面的利空对市场产生直接影响。由于债券的回购融资是部分资金尤其是

打新、杠杆套利等投资者的主要融资操作方式,在被迫去杠杆的情况下,这类投资者要么卖出股票,要么卖出债券来降低杠杆。但这类投资者往往属于放大杠杆套利者,其操作会助涨和助跌,对行情本身的趋势并不能产生绝对影响。11月CPI与PPI增速继续下行,通缩压力引发宽松货币预期。降准或是降息都有预期,在此预期下,短线大跌之后资金再次入场发动滞涨板块行情。沪深两市周三普涨,创业板带动主板反弹。行情将继续向结构化演绎,在A股赚钱效应的吸引下,增量资金仍会入场。

陈建华:中证登的公告目的在于加强债券市场风险管理,是管理层对地方政府债务进一步规范延续,并非市场流动性收紧的信号。虽然政策的出台将在一定程度上对市场流动性形成影响,但冲击相对有限。就市场流动性趋势看,伴随增量资金的入场,A股仍将获得有利支撑。首先得益于国内货币政策调整带来的整体资金的宽松,其次从大类资产配置的角度看,在国内经济增速放缓、刚性兑付被打破以及各方对房地产市场预期转变的背景下,股市在大类资产配置中的比例有望显著提升,将吸引相对级别的社会资金入场。整体而言,流动性持续改善对市场形成支撑的趋势将延续。

魏颖捷:中证登对于企业债质押回购融资的公告并非打压市场,旨在降低信用风险,尤其是地方融资平台对于金融体系的

魏颖捷:中证登对于企业债质押回购融资的公告并非打压市场,旨在降低信用风险,尤其是地方融资平台对于金融体系的

魏颖捷:中证登对于企业债质押回购融资的公告并非打压市场,旨在降低信用风险,尤其是地方融资平台对于金融体系的

魏颖捷:中证登对于企业债质押回购融资的公告并非打压市场,旨在降低信用风险,尤其是地方融资平台对于金融体系的

南京证券研究所所长  
周旭平安信托高级产品经理  
魏颖捷银泰证券策略分析师  
陈建华

主持人:本报记者 徐伟平

难扭转。回到微观资金面,增量资金主要来源于两块,一块是存量资金的再配置,主要源于地产等传统资金的溢出,只要市场对于地产大周期判断不变,这种溢出效应将持续;另一块则是经济下行中的流动性效应,由于经济下行会加重信用风险,因此在金融系统保持流动性的宽松,或者是较高的流动性“水位”可以起到风险缓释作用,由于资金的逐利性,这部分水位总会以不同的形式流入盈利预期高的资产,这恰恰与A股预期相契合。

## 顺应蓝筹浪潮

中国证券报:从当前的市场格局来看,投资者应该如何操作?是继续追逐大盘蓝筹还是逐步布局小盘成长?

周旭:大盘蓝筹股经过前期

但这种调整属于技术性范畴。当前银行、保险等金融股的估值水平依然低于历史均值,而涨幅较大的券商股,其盈利的成长性正被市场认同,当前估值在牛市环境下并不高,因此,金融股下行空间有限,调整过程仍是建仓机会,而其他估值不高且前期涨幅有限的蓝筹股如汽车、家电、建筑等,有补涨的要求。在大盘震荡期间,成长及主题概念预计会比较活跃,建议关注国企改革、军工、环保、传媒以及生物医药等板块。

陈建华:大盘蓝筹仍是后期市场重点关注品种,这种选择是由当前的行情性质决定的。下半年以来A股基于以上逻辑上演火爆的蓝筹行情,后期这一趋势仍将延续,因此在配置上我们仍以蓝筹为主,重点关注银行、地产、铁路基建、公用事业等行

业内优质个股,非银金融尽管近期调整幅度明显且成为市场风险主要来源,但从中长期角度考虑我们认为在经过调整后同样值得重点关注。

魏颖捷:从A股市场运行特征来看,预期扭转后最受益的并非已经走了两年牛市的小盘成长,而是过去5年被市场最为摒弃的权重和中盘股。由于蓝筹的逼空式上涨并非盈利驱动,而是整个市场预期逆转后的估值修复,在经济下行周期中,蓝筹股的盈利难以实质改善,因此长期看蓝筹股的空间和占A股权重是个下移过程。而小盘成长股的估值已经透支部分改革红利,因此小盘股会进入分化阶段,大部分小盘股仍需要等待整个市场中枢后才能再度“泡沫化”。目前,配置重点应该放在主板上大盘传统行业,主要以建筑、航空、公用事业、医药等为主。

中证之声

## 政策加码

## 环保业绩估值有望“双击”

□ 本报记者 王小伟

环保利好年年有,今年尤其多。随着2014年年底的到来,“水十条”、《环境污染第三方治理指导意见》和即将正式实施的新环保法三大重磅政策出台的节点也越来越近。业内分析认为,环保行业正在开启新的成长空间,市场对行业重大发展机遇有待进一步深入挖掘。

## 三重利好来袭

记者从权威人士处获悉,继“大气十条”后,我国筹划多年的又一项重大污染防治计划“水十条”(《水污染防治行动计划》)有望在近期正式出台。

业内专家介绍,我国水污染治理工作起步较早,在“十一五”时期就已展开,但整体水质状况并没有好转。根据《2013中国环境状况公报》显示,长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河等十大水系的国控断面中,Ⅳ-Ⅴ类和劣Ⅴ类水质的断面比例分别为19.3%和9.0%。在4778个地下水监测点位中,较差和极差水质的监测点比例为59.6%。因此,业内普遍对“水十条”充满预期,专家预计将带来2万亿元的投资规模,高于此前“大气十条”的1.7万亿元。除了“水十条”加速推进



新华社图片

之外,旨在推进转变治污模式,《环境污染第三方治理指导意见》也有望本年内出炉。作为国内环保产业新的商业模式探索,环境污染第三方治理进一步获得中央政府支持。

业内人士介绍,此次《意见》的实施将明确环境污染第三方治理“污染者付费、责任共担、集中治理、全过程控制”四大原则。排污企业治污责任通过合同方式向环境服务公司转移和集中,

排污企业治理设施由环境服务公司进行运营,可以降低治污成本,提高治污效率;环境公司由过去单纯的设备制造、工程建设,拓展到投资运营服务,可以推动环保产业的快速发展。

此外,新的《环境保护法》将于明年1月1日开始实施。环保产业内部规范将更加完善。

## 环保公司景气度高企

渤海证券分析师对中国

证券记者表示,每年的第四季度都是环保行业政策密集释放期。今年年底即将出台的《环境污染第三方治理指导意见》和“水十条”两大重磅政策,以及即将正式实施的新环保法,都将给环保行业带来重大发展机遇。

A股中不少上市公司都在相关产业链有所布局。以第三方环境治理模式为例,有分析认为这种模式有望成为未来工业企业环保的主流模式。国内环境服务企业,

A股将迎来  
期权时代

□ 大摩华鑫基金公司

上周五,证监会就《股票期权交易试点管理办法(征求意见稿)》及相关指引公开征求意见,同日,上交所发布了《上海证券交易所股票期权交易规则(征求意见稿)》。《交易规则》规定试点期间将从ETF期权开始,暂不包括个股期权;个人投资者开户条件为不低于人民币50万元,并有6个月以上融资融券或期货交易经历。

今年年初,市场曾对股票期权的推出期待很高,如今股票期权征求意见稿出台,标志着我国股票期权的推出进入实质阶段,未来随着ETF期权试运行的成熟,预计个股期权的推出也将为时不远,A股市场将步入期权时代。

期权是发达国家股票市场的一种重要的股票衍生品,其丰富了资本市场的产品结构,是主流的对冲工具之一。个股期权作为股票的衍生品,相对股票的风险性更大,适合风险承受能力较高的投资者,但如果将股票和股票期权结合,能够有效地对冲个股风险。我国目前的金融衍生品主要为沪深300估值期货和国债期货,较为单一,个股期权的推出预计将成为A股市场重要的风险管理工具,将显著增强市场的价值发现机制,改变单边做多的格局。

《规则》规定券商可以开展股票期权的经纪业务,做市业务,期货公司开展股票期权的经纪业务,因此,券商和期货公司将受益于股票期权的推出。

由于期权试点将从ETF开始,上证50、上证180、沪深300等大盘指数可能是试点范围,根据发达国家期权推出初始阶段的股市表现,如果大盘指数ETF试点开始,大盘蓝筹股可能会有更好的表现,但其波动也会加大。

未来进入个股期权阶段时,预计监管层会先从小范围试点,以便观察对市场的影响,如平稳过渡后再将试点范围逐步扩大。因此,我们预计个股期权推出初期对市场的影响有限,而期权标的可能会相对活跃。