

节后两周A股的表现,令投资者印象深刻。2月3日三大股指出现较大跌幅,之后便展开反弹,尤其是创业板指数,不仅率先收复失地,还创出逾三年新高。

创业板为何如此强势?有哪些驱动因素?科技成长风格还能持续多久?眼下成为市场关心话题。

□本报记者 牛仲逸

#### 上涨的逻辑

不少投资者认为,2月3日的大跌可视为创业板上涨趋势的压力测试,现在看来,创业板上行趋势不但未受影响,反而在调整中得到进一步强化。

复盘看,创业板的这波上涨始于2019年7月下旬,到9月中旬突破长期牛熊分界线,10月回调未跌破上行趋势线,到12月上旬趋势强度再次上升,创业板指一直处于月线级别的上涨形态中,期间在大盘整体反弹、震荡、回调中均处于相对占优的位置。

创业板为何如此强势?

分析人士认为,创业板走出独立行情主要有五方面因素。

首先,增量资金驱动。一方面春节前很多科技主题基金发售,目前或正处于建仓期。另一方面,机构投资者普遍认同疫情的冲击偏短期,持续的股票型基金大幅降低仓位动力不强(尤其是在上周一市场大跌之后),更多的是结构性调仓,创业板指则更加受益。

其次,科创板上市后,创业板由于相近似的因素估值也得到显著提升。

再者,创业板云集了众多高科技类公司,在国产替代的大背景下,这些个股容易受到各类机构的关注。

还有,创业板中各种主题机会较多,上市公司市值不大,容易受到交易型资金青睐。

最后,业绩持续修复。据长城证券推算,截至2020年2月5日,A股创业板除暴风集团外,794家公司已全部披露年报预告。根据公布的数据测算,创业板2019年年报预告净利润共计659.90亿元,同比增速达68.37%,不仅增速转正,且相比前几个季度大幅改善。根据2019年四季度新增公司进行口径调整后,剔除乐视网后利润同比增速为195.07%,近乎翻倍;剔除温氏股份后同比增速也达186.24%。

国海证券认为,创业板2019年业绩预告中,龙头公司贡献了大部分利润,规模效应下,预计



新华社图片

## 五大因素驱动创业板高举“结构牛”旗帜

2020年头部集中趋势将更明显。受疫情影响,预计大部分企业尤其是消费类、食品类企业现金流、盈利都会受到影响,全年利润会出现一个先下降后触底反弹的特征。

#### 机构看好后市

对于眼下的创业板行情,市场普遍与2013—2015年时的行情作对比,进而得出后市仍有上涨空间的结论。

莫尼塔研究指出,从创业板指相对于沪深300指数的比值上来看,一方面,目前该比值相较于2015年的历史高点还有50%的上涨空间。另一方面,考虑到比值的底部抬升,在上一轮创业板指行情中,比值从底部上涨了接近150%,本轮则从底部上涨了近30%。

该机构将创业板指的相对收益拆分为相对估值与相对盈利两大因素。

目前,创业板指相对于沪深300指数的估值已经达到2010年以来70%的历史百分位,较前期高点还分别有40%的上涨空间。创业板指相对于沪深300指数的盈利增速差异正处于负值收窄的过程中。

创业板指相较于沪深300指数盈利增速差在2018年末出现向上的拐点,但同时相对估值提升的速度较慢(可能源于2019年科技与消费两条主线并行,市场对创业板指业绩拐点存在疑虑等),最终导致指数整体于2019年6月才较沪深300指数出现相对收益。这也意味着,本轮创业板指的相对收益有“戴维斯双击”的可能。

中金公司表示,创业板指2019年8月以来的走势与2013年有一定可比性,目前或正处于行情中段位置,后市仍有一定空间。

不过,也有一部分机构认为大盘短期内风格可能再次切换。民生证券表示,创业板指在2100点附近存较大阻力,医药、计算机、传媒和新能源车等前期领涨板块短期或面临调整压力,相比之下,沪深300、上证50和中证100为代表的蓝筹指数组目前处于历史估值底部,相对滞涨。

天风证券指出,在全球5G周期、全球半导体周期、全球云计算周期带来的科技产业景气度扩散的背景下,大概率使得中长期风格难以逆转。类似于2003年的传统经济,虽然短期受到疫情干扰,但在科技产业周期的内生推动下,新科技领域全年业绩趋势较确定。

#### 关注两大主线

近期市场结构性行情突出,热点纷呈,市场显示出较强的赚钱效应,在此背景下,投资者该如何布局后市?

招商证券表示,万物云化时代正在到来,建议关注云计算产业链。当前云计算技术已经趋于成熟,可广泛运用于实践,5G时代是云的时代。2016年以来,全球云计算市场规模呈现稳步增长态势,5G的高速率、大容量以及低延时等特点,

让云的应用范围极大开拓。

一方面,在消费互联网领域,终端的运算将向云端迁移,大大降低终端硬件的成本,云游戏、云手机、云电脑将成为现实。另一方面,企业上云是未来的大趋势,云办公、云教育、云医疗将获得极大发展,在车联网、可穿戴设备等领域,5G会更大地提高响应效率。近期,云办公、云教育、云医疗、云游戏等服务需求激增,也暴露出一定的不足。这将加速企业在云计算上的相关投资建设,也将加速相关服务的客户渗透,万物云化的时代即将到来。

银河证券表示,战略层面可把握新能源汽车、半导体、5G建设及应用等成长性科技主线的投资机会,战术层面可择优配置基本面受疫情冲击较大的餐饮旅游、超市百货、物流仓储等板块,同时警惕高位题材股的回调压力。

国金证券表示,建议关注疫情之后部分板块的修复性机会,重点布局两条主线:一是疫情结束后,国内需求逐步企稳回升,企业加快复工复产,供需两旺,加上逆周期对冲政策的陆续出台,钢铁、建材、化工、机械等周期行业或迎来修复行情。二是疫情结束后,前期被抑制的消费需求或迎来爆发式增长,需求回暖将带动消费企业盈利和现金流改善。特别是电影、航空、餐饮、旅游、商贸等服务型消费行业,疫情的影响只是消费者延后了消费,后续随着疫情结束,消费需求将集中释放。

## 海外市场趋稳 A股洼地价值渐显



新华社图片

他认为,标普500指数还将上涨接近7%,达到3620点。

#### 机构关注绩优股

随着对欧美股市的乐观情绪升温,海外顶级机构对其中的绩优股也在逐步加仓。

高盛在最新报告中指出,美股中的科技巨头仍然值得看好。Wind数据显示,自2009年3月6日至今,苹果、微软、亚马逊、谷歌涨幅分别达约29倍、15倍、32倍、9倍,表现非常抢眼。

高盛首席美股策略师科斯汀(David Kostin)表示,新冠疫情对美国经济的影响将有限,第一季度对美国经济将造成0.5个百分点的影响,但这种拖累将在未来两个季度得到弥补,全年全球损失可能低至0.1个百分点。而全球和美国经济活动减弱对2020年标普500指数上市

公司盈利的影响将是有限的。鉴于当前投资风险增加,建议投资者应该加大对周期股和价值股的敞口。

投行杰富瑞分析师指出,2020年将是美股“正常化之年”,股票投资者可能会关注美国市场的传统驱动因素,即收益增长。总体看,美股将企稳且小幅上涨。

美银美林也指出,美股将在2020年出现几轮调整,但最终标普500指数年底将小幅上涨。

#### 押“宝”新兴市场

业内人士指出,欧美股市逐步趋稳,全球风险情绪明显回升。鉴于今年标普500仅有小幅上涨的预期,部分机构逐渐将“宝”押在中国等新兴市场,特别是中国股市。业内预期,随着疫情逐步趋稳,中国优质资产或迎来一轮涨势。

资产管理公司Acadian资产管理的全球宏观投资组合经理克利夫顿·希尔认为,在外部不确定性冲击下,只要市场出于某种原因比如中国央行采取措施以稳定经济,那么投资者就有信心再次拥抱风险资产。

富兰克林邓普顿新兴市场股票团队首席投资官Manraj S. Sekhon指出,该机构目前仍保持对中国经济以及中国股市长期增长前景的看法。

他强调,“在这个充满挑战的时期,广泛采用科技、不断增长的消费和高端化(消费者对高级商品的需求不断上升)、制造业升级和政府改革等因素有助于中国脱颖而出且变得更强。”

瑞银分析师指出,目前一些企稳迹象或有助于支撑中国股市,全球股市在一定程度上也将跟随这种变化而动,特别是流动性注入将缓解股市压力。

瑞银最新季度股票回报率模型显示,在其它条件不变的情况下,今年第一季度中国经济增长放缓或令全球股市遭受3.7%的冲击。但目前全球经济数据已“意外”地转为正面,可能会使该预测发生变化。此外,全球股市前景还受到全球除中国外其他地区的支出、美元/人民币汇率和每股盈利(EPS)的变化等因素影响。根据瑞银的市盈率框架,中国央行注入流动性也将给股市带来提振。

景顺亚太区(日本除外)全球市场策略师赵耀庭表示,虽然预计中国A股和H股在短期内将出现波动,但二者都出现逢低吸纳的机会。对市场参与者而言,在选择增加配置之前,等待企稳迹象出现,或是可取的做法。

赵耀庭强调,“对于长线投资者而言,应该维持自己的配置,而不是抛售股票,并继续多元投资。市场调整迅速,中国A股和H股都开始出现趁低吸纳的机会。新型冠状病毒疫情只是一个短期事件,中国经济的长期基本面并未受其影响而改变。”

#### ■ 投资非常道

## 当下还是强结构市

□金学伟

2015年当5178点行情走到一半时,我就把它定性为“传统牛市的最后一波”。所谓传统牛市,就是个股全线上涨,大盘直线上升,抓到篮里都是菜,够劲,火爆,交易简单。

从2016年的2638点开始,市场就进入结构性时代——大盘走势碎片化,每一段走势反映在月线上都是短分形。换言之,不是所有个股、板块齐涨共跌,而是强弱分明。总体上是强者恒强,间隔着弱势个股与板块跑龙套、串场子。

我之所以称其为时代,又加上引号,原因在于这一结构性特征既代表了一种长期趋势,也是某些阶段性因素。

说它是长期趋势,原因有两点。一方面,我国经济已度过了和工业化相关联的扩张阶段,经济增长将更多地带有结构性特征;另一方面,股票市值占GDP的比重已今非昔比,社会不再有那么大的能量可以把所有股票都炒起来。这两个长期因素决定了市场不管处在什么市道,都不可能重现个股全线上涨,大盘直线上升的情况。

即使是结构化,程度上也是有区别的,一九、二八、三七、四六、五五都是结构化。如果说2017年的市场结构化是“二八”,那么2019年以来,大部分时间里市场实际上就是“三七”。这显然是一种阶段现象,跟宏观基本面或是宏观供需层面关系相对较弱。

结构性走势本身就能强化市场走势的结构性特征。2019年以来个股行情其实非常火爆,市场人气也不能说不旺,但大盘仍是碎片化,其中一个重要的原因在于它缺少一些对指数有重要贡献、进而对市场人气有显著提升作用的个股与板块。由于缺少传统主力板块和支柱板块的大力支持,行情向纵深发展的能力就薄弱,继而使大盘走势更加碎片化,其碎片化程度甚至超过2016年和2017年。

为什么这些板块无法提供强有力的支持?除了基本面原因,还有就是在其他股票不断下调的同时,它们已涨了两年。

记得前几年,在讲到A股何时会迎来真正牛市时,我有一个观点,就是股价结构的调整。一部分股票在天上,一部分股票在地下,这样的股价结构是无法迎来真正牛市的,因为这样的股价结构会产生能量的空耗,什么时候所有或至少绝大多数板块都调整到地上,那么众人拾柴火焰高,真正的牛市就会到来。

3587点的调整提供了这样一个契机,在那一波下跌中,几乎所有板块都出现了程度不等但都有一定深度的调整,才有2440点后那个短暂的火爆场景。

但这次调整的深度不够,主要还不是大盘指数的深度不够,而是3587点前那占据着“二”位置的股票调整深度不够,使大盘无法获得持续向纵深发展的动力,稍涨即止,然后重归碎片化、结构化。

所以,对2440点我的总体看法是:它肯定是熊市的底,这一点毋庸置疑,但它只是另一次结构化行情的开始。真正的牛市,恐怕要到这一轮结构化行情结束,大盘回调之后才会产生。

既然目前还是结构性行情,那么,了解一下各行业板块的涨跌情况是很必要的。

截至本周四,以9个月、12个月、15个月的平均涨幅统计,56个行业指数,涨幅超过50%的板块有3个,分别是:半导体92%;元器件70%;酿酒51%。

涨幅在40%到50%之间的有两个,分别是软件服务47%;医疗保健45%。医疗保健并不是受这次疫情影响才开始上涨的,而是从去年7、8月份就开始走强,并逐渐和其他板块拉开距离。

涨幅在30%到40%之间的有4个。

总共16个板块,可称之为牛板块。

涨幅为负,包括涨幅小于1%的板块也是16个,其中跌幅最大的超过20%,并有6个跌幅超过10%,构成熊板块。

总共56个行业板块,牛板块和熊板块各占28.6%。其余近一半,就是中间状态。

但有3个牛板块已出现了明显的颓势,它们是酿酒、农林牧渔和保险。

同样的结构性行情,牛市和熊市的区别在于,牛市的结构性主要表现在涨幅大小,而不是涨跌互见。因此,目前市场还算不上牛市,只能说比2017年强很多。2017年涨幅大于20%的牛板块只有9个,熊板块却有26个。尽管现在比2017年强很多,本质上依然还是结构市。

既然是结构市,投资者就得老老实实把注意力放在个股和板块上,不要去考虑牛市行情何时开始的问题。