

# 风险偏好上升 估值修复启动

□本报记者 龙跃

伴随着不确定预期的明显减少,市场风险偏好有望持续上升。尽管当前资金利率仍然维持在较高位置,但考虑到A股整体非常低的估值水平,一轮基于风险偏好提升的估值修复行情仍有望展开,市场中的典型估值洼地型品种值得在未来一个阶段重点关注。

## 预期明朗提升风险偏好

进入四季度,沪深股市整体保持震荡下行的格局,期间出现了成长股泡沫的自我缩容,以及因为政策预期不明朗导致的资金犹豫甚至惊慌情绪。不过,在经历了近一个月的调整后,市场似乎正在重新焕发生命力。

本周五沪深股市高开高走,呈现明显的上涨格局。截至昨日收盘,沪综指上涨1.68%,以2135.83点报收,正式宣告重新收复2100点整数关口,深成指涨幅更大,该指数昨日以8305.91点报收,上涨1.83%。从成交量看,当沪深股市分别成交1133.6亿元和1189.5亿元,成交量重新回到千亿元级别。

成交的明显放大与市场上涨相结合,显示场内资金做多态势转向积极;或者说市场风险偏好出现明显提升。分析人士认为,当前A股投资者风险偏好提升的主要原因并不在于市场环境发生了明显改观;实际上,经济复苏低迷、资金面偏紧、房价



物价重新抬头,仍然显示市场处于不利格局中。导致投资者风险偏好提升的更重要的原因是,其实不确定预期的消除,主要体现在三个方面。

首先,政策面趋势逐渐明朗。伴随三中全会的召开,未来十年中国政策面的走向已经被提纲挈领的指明,此前市场在转型初期对政策面的观望情绪由此得到了极大的缓解。

其次,资金面格局基本确定。经历了6月份的“钱荒”后,投资者发现央行在货币政策执行方向的能力越来越强,表现同样属于季末时点,9月底钱

荒就未出现。由此看,在经济转型背景下,去杠杆虽然是大趋势,但资金层面保持“中性偏紧”而非“从紧”的可能性已经大为增加。

最后,在宏观经济领域,经过今年以来的“不适应期”后,投资者对于转型期经济增速中枢下移已经有了共识,这意味着明年经济增速下行只要不出预期,对市场的反映就将非常有限。

而目前来看,伴随外部经济体的持续复苏、消费的稳定增长以及私人投资的明显启动,明年经济滑出7%~7.5%的不确定性非常小。

## 估值修复或正式启动

既然风险偏好或将逐渐提升,那么对于股市来说可能会出现两个结果:一个是以成长股、消费股为代表的估值扩张,另一个则是以大盘蓝筹股为代表的估值修复。

短期而言,估值扩张实现的可能性并不大。一方面,截至周五,创业板的整体市盈率仍然高达58倍,尽管华谊兄弟等龙头股经过前期回调,当前估值已经进入合理区域,但若无未来业绩的进一步支撑,继续提升估值的空间并不是十分大。另一方面,目

前资金利率仍然处于高位,这也令估值扩张缺乏流动性支撑。

与估值扩张相比,估值修复出现的概率则要大很多。尽管资金利率对市场估值会产生整体抑制作用,但从股市中的蓝筹群体看,其当前估值包含了众多的悲观因素,比如对经济增速的忧虑,又比如在经济转型背景下对大量传统产业蓝筹股发展前景的不看好等等。虽然上述不利因素确实存在,但以当前沪深300不到9倍的市盈率看,无论与全球其他市场进行比较,或者与其自身相比,还是在大类资产配置中进行权衡,大量A股蓝筹股的估值至少在一个中期阶段都已经显得过度悲观。也就是说,尽管资金利率高企给市场估值设立了一个天花板,但不少A股的估值距离这个天花板还很遥远,这也是估值修复很可能在未来一段时间持续的根本原因。

如果以估值修复作为下一阶段的投资主线,以下几个行业板块就值得重点关注,包括金融服务、建筑建材、房地产、公用事业和家用电器板块,上述各板块的整体市盈率都在15倍以下,属于当前市场的估值洼地。

同时,如果从风格板块的角度看,沪深300、上证50等权重股无疑值得重点跟踪。此外,鉴于当前市场反弹来自基本面的推动力有限,投资者最好关注那些具备题材想象空间的低估值品种,比如国企改革、收购重组等。

# 资金面施压 机会源于“超预期”

□南京证券研究所 周旭 温丽君

本周,三中全会无疑成为资本市场最为关注的重大事件,全会公报自然也成为投资方向的重要指引。市场投资主题紧密围绕政策超预期的品种展开,国防军工及信息安全板块成为市场的新热点,表现十分强势,但改革利益受损方如银行、石油石化以及电力则明显表现不力。总体来看,全会无论是在改革的广度及力度上看,都符合市场预期,甚至小范围超出预期。下周将公布全会公报的细则,预计超预期的部分仍将成为市场关注的焦点。

## “超预期”带来主题机会

三中全会公报引发市场热议,对公报的解读仍在持续进行中。尽管市场多空分歧较大,但从全会大体趋向上看,与此前市场所预期的市场化趋势完全吻合,并进一步强化。而此前市场热议的土地制度改革、国企改革、户籍制度、财税制度等方面均有所提

及,总体符合市场预期。我们认为,亮点的主要体现在以下几个方面:一是更加市场化,提出“市场在资源配置中起决定性作用”,更加强化市场的作用;二是国防、军队体制改革,设立国家安全委员会,把国家安全摆在更高的高度,并进一步促进军民融合深度发展;三是设立“深化改革领导小组”,并指出到2020年重要领域和关键环节改革取得决定性成果,有组织、有期限保障改革推进;四是首提“推进国家治理体系和治理能力现代化”,这将为行政体系改革保驾护航,而更有效率、更法制化的行政体系,将为市场化的改革方向提供重要的保障。

从中央财经小组最新的解读上看,特别提到改革“力度空前”,并表示“决定”2万字左右,涵盖15个领域、60个具体任务,句句是改革,字字有力度。上述每一句话的内涵十分丰富,落实下去都会使该领域的体制机制发生重大变化。”从这句评价之中,我们认为市场对高层的改革

决心及力度仍有所低估,这意味着我们依然可以对细则有更进一步的期待,而由于细则具备更为详细的实施方案,因此,预计下周即将公布的细则仍能在A股市场掀起一定的波澜。

而本周市场的表现就可初见端倪,国家安全委员会成立的超预期政策已经引发国防军工、信息安全等板块的大幅上涨,而周五在国企改革的预期下,上海本地股集体异军突起,显示先知先觉的资金已开始再度介入。此前市场认为公报中国企改革、二胎政策改革等多方面未详细提及,因此认定低于预期,但从周五面上看,这方面的政策后续依然有望有所突破,因此,借助细则出台的契机,相关超预期的板块诸如国企改革下的上海本地股、二胎放开下的相关受益个股将获得一定表现机会。

## 短期关注资金面变化

在全会改革力度空前之下,我们认为,来自政策不确定的风险已

经逐渐降低,后续市场将更为关注政策逐渐实施的情况。但市场短期的风险在于,自10月中下旬以来,市场资金利率就持续呈现快速上行的势头,1年期银行间回购利率10月底最高达到了6.1%的高位,而10年期国债利率14日更是突破4.5%的高位,再度创下2008年5月以来的新高,长端利率的持续上行意味着社会融资成本在不断地提高,而无风险利率的持续上行,无疑将较大程度降低市场的风险偏好,进而不利于风险资产的价格。此前市场认为公报中国企改革、二胎政策改革等多方面未详细提及,因此认定低于预期,但从周五面上看,这方面的政策后续依然有望有所突破,因此,借助细则出台的契机,相关超预期的板块诸如国企改革下的上海本地股、二胎放开下的相关受益个股将获得一定表现机会。

我们认为,短期市场仍将就政策超预期的品种展开进一步的炒作,但由于这些主题市场此前已经有所憧憬并有所反应,因此,力度及持续时间都很难再大超预期。而股指持续反弹过后,资金面紧张、结构性估值高企依然制约反弹空间,股指上方也依然面临阻力区的重要压制。因此,中期布局或仍需要等待,总体勿过分追高个股,依然控制好仓位,并密切关注资金面变化。

# A股慢牛行情正式鸣枪

□平安信托 魏颖捷

三中全会公报发布后,A股的走势充分反映了市场的分歧:既憧憬未来改革所能释放的潜力,又担心无法兑现红利预期、重回老路的担忧。三中全会后A股的走势呈现出犹豫、突破的节奏。本周上半周缩量小阴小阳显示市场仍处于观察期;9月中旬以来,沪综指呈现出典型的小五浪调整,这是对于三中全会低于预期风险的提前释放,而周五的放量阳线则是博弈后乐观情绪胜出的信号。中期而言,A股是政策预期的晴雨表。未来都是改革红利逐步释放的周期,三季度以来对于政策和改革的正向预期仍会占主流。这种细水长流式的改革会推动A股走出中期行情,虽然2009年4万亿元投资所推动的快速推升很难再现,但类似于1997年~2001年的慢牛行情却值得期待。

## 市场拐点正逐步显现

年以来,土改、自贸区、国企改革等一系列改革方向来看,实际进展还略差预期。某种程度上看,三中全会可以视为市场情绪的一个短期转折点,即改革预期进入间歇期,而非停滞期。

同样,涉及资本市场的预期也明显超出预期,6月开始市场担忧IPO的重启,但直到目前仍然未有时间表。相比之下,关于发行优先股,新三板扩大试点等市场结构设计则比预期更快。相比IPO对于存量资金的直接冲击,后者的冲击小很多。近日证监会也表明资本市场迎来新一轮机遇,过去这种表态往往对应着扩容加速,而此次更多的是针对资本市场结构的完善。从大局上看,无论是资本市场结构建设的预期,还是顶层涉及,都透露出正向信号。今年创业板等符合改革方向的小盘股局部牛市可以视为一次政策周期的预演。未来随着改革细则的逐步铺开,市场也会有炒作主题。

## 经济周期形成小共振

10月经济数据再次对悲观情绪证伪,这种超预期不是反弹的回光返照,更像是周期性向上势能的积聚。过去两年周期性力量对经济持续拖累,但这种负向牵引在今年已经被消耗得差不多。2013年经济的低迷在一定程度上与政府主导的投资与消费受到抑制有关。2014年,周期性向上的力量或将拐头向上,从三大需求来看,受益外需企稳,出口增速将保持在两位数;投资增速在新型城镇化方案及配套制度设计下,也会保持20%的水平。随着公务消费的限制令的影响逐步消除,消费也会维持在相对较高的水平。同时PPI的环比改善有利于上市公司盈利的气温。制约是地方债务问题的制度安排,地产调控长效机制的推出等,是主要上行或下行的影响因素,但总体而言,经济会呈现出上有压力温和回升的态势。

## 紧跟政策选热点

随着相关改革措施的逐步落地,改革受益的路径也会逐步清晰。土地改革方面,相关的现代化农业以及拥有土地经营权的公司明显受益。在新型城镇化框架下,城市存量土地优化的区域型地产股也依然值得留意。主题方面,涉及自贸区建设和新丝绸之路建设的相关上市公司也仍有在具体的改革实践中逐步落到实处的受益机会,具体可锁定现代化物流所涉及的供应链管理、仓储物流的估值修复、中西部省会城市的旅游类上市公司等。国企改革方面,建议关注垄断性行业对民资开放,如油气开发领域受益的民企等。从业绩角度来看,老龄化、消费升级、二胎等等催化剂都会使得相应的品牌消费出现长期提升机会,相关的如奶粉、品牌食品、中药保健品所涉及的上市公司都会提升的机会。

# 券商板块强势领涨

□本报记者 李波

的两周至三周,首批非试点园100家以上企业将集体挂牌。

分析人士指出,新三板的全国扩容方案有可能超越市场预期,直接突破科技园区,将全国非上市公司纳入范畴。新三板系统的推出或激发企业挂牌上市热潮,从而为券商业绩的成长带来良好预期。

另外,11月19日《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》将对外公布。据悉,《决定》比公报的内容丰富多彩得多,很多具体改革内容值得期待。周五市场应声大涨,交投情绪明显升温,改革细则支撑下的新一轮行情呼之欲出,这对券商经纪业务构成利好。认同券商板块年内累计下跌12.63%,跌幅居前。在此背景下,受益新三板扩容方案出台预期以及市场显著回暖,券商板块短期有望展开反弹,值得继续关注。

# 改革概念全面发酵

□本报记者 张怡

航的涨幅均超过10%。

从概念的表现来看,本周市场资金的逐步深入挖掘十八届三中全会公报,从小范围集中炒作国家安全,到前期改革相关概念股重新升温,改革概念正在全面铺开。分析人士指出,10月底以来,由于对改革预期的不确定,市场出现了持续的调整,特别是会议公报发布后悲观情绪进一步释放,这些都使得当前股指及前期热点的投资吸引力正在重新显现。近几日通过对会议公报的充分认知,市场情绪逐步恢复理性,对改革力度的迟疑态度逐步减弱,改革概念的发酵有望持续。

本周五,Wind概念呈全面上涨的态势。其中,网络安全指数表现抢眼,再次领涨大盘,涨幅达到5.46%;大数据、上海本地重组、美丽中国和二胎政策概念的涨幅也超过4%;即便涨幅榜最末的食品安全概念,也上涨了0.49%。

就本周来看,网络安全概念的持续上涨,致该板块本周涨幅已经达到18.86%,远超过其他概念板块的涨幅;另外,航母、安防监控、大数据、二胎政策和卫星导

# 股指期货交割日全线大涨

□本报记者 熊峰

IF1311合约昨日平稳交割。截至昨日收盘,IF1311合约大幅上涨56.8点,涨幅达2.47%;而新晋主力合约IF1312上涨44.6点,涨幅达1.94%。其余两个合约涨幅亦在1.9%左右。据中金所15日的公告,IF1311合约交割结算价为2359.51点,而收盘价为2359.8点,二者基本收敛。

市场人士分析,尽管昨日股指大幅上涨,但减仓上行的背后依然透露出谨慎情绪。

就昨日走势来看,上海中期资深分析师陶勤英认为,昨日多头加仓迅猛推动期指强劲反弹,

## 全市场估值一览表

板块名称	市盈率(市盈率整体法)	预测市盈率(整体法)	市净率(整体法,最新)	预测PEG(算术平均)
全部A股	11.23	10.38	1.59	-0.44
沪深300	8.62	8.43	1.33	3.88
中证200成份	19.96	18.21	2.09	5.90
中证500成份	23.95	20.92	2.27	-0.67
创业板	51.14	42.03	4.12	-0.74
中小企业板	30.67	26.46	2.98	-1.73

## 申万一级行业指数一周表现

代码	名称	周五涨跌幅	最新点位	5日涨跌幅	年初至今涨跌幅
801190.SI	金融服务(申万)	2.61%	2112.09	1.02%	-7.43%
801220.SI	信息服务(申万)	2.57%	2389.86	6.10%	79.39%
801200.SI	商业贸易(申万)	2.23%	3107.92	0.73%	14.89%
801140.SI	轻工制造(申万)	2.27%	1555.4	2.37%	16.14%
801100.SI	信息设备(申万)	2.18%	1412.99	5.81%	48.23%
801180.SI	房地产(申万)	2.16%	2567.28	0.35%	-8.54%
801060.SI	建筑建材(申万)	2.15%	2170.76	2.74%	-10.78%
801010.SI	农林牧渔(申万)	2.09%	1827.4	0.96%	13.21%
801160.SI	公用事业(申万)	2.07%	1872.36	-0.21%	13.23%
801070.SI	机械设备(申万)	2.01%	3246.25	3.29%	14.91%
801230.SI	综合(申万)	1.97%	1638.66	2.88%	13.33%
801130.SI	纺织服装(申万)	1.92%	1561.05	1.15%	2.66%
801090.SI	交运设备(申万)	1.91%	2799.52	4.71%	14.36%
801030.SI	化工(申万)	1.88%	1791.6	1.91%	5.62%
801050.SI	有色金属(申万)	1.72%	2494.35	0.93%	-26.81%
801080.SI	电子(申万)	1.64%	1611.99	3.83%	33.78%
801210.SI	餐饮旅游(申万)	1.57%	2886.19	1.50%	18.17%
801170.SI	交通运输(申万)	1.56%	1580.83	-0.10%	3.06%
801020.SI	采掘(申万)	1.51%	310		