

# 存量资金“腾笼换鸟”存隐忧

□本报记者 龙跃

存量资金博弈上周又现新动向，资金开始卖出小盘成长股，买入大盘蓝筹股，这也造成了盘中时常出现指数上行、个股下跌的局面。短期来看，资金“弃小取大”的配置变化对市场能起到一定支撑作用；但中期而言，这种基于存量资金背景下的“腾笼换鸟”存在较大隐忧：一是从小盘股向大盘股的转移会打来巨大的资金消耗，市场赚钱效应难免进一步缩容；二是受制于经济、流动性背景，蓝筹股天花板并未打开，股价一旦上涨到位，将与小盘股形成“双杀”格局，放大市场的系统性风险。

## 存量资金“弃小取大”

如果从主板指数看，上周市场先扬后抑、走势稳健，沪指和深成指上周仅分别小幅下跌了0.29%和1.05%。不过，主板指数显然难以刻画上周市场出现的巨大变化，因为在主板平静的背景下，创业板指数、中小板综指分别下跌了6.29%和4.24%。显然，上周股市出现了剧烈的分化走势。

主要指数明显分化的动力在于资金持续卖出现小盘成长股，并且加大对大盘蓝筹股的配置。从申万风格板块看，上周有5个板块出现整体上涨，分别是低价股板块、低市净率板块、绩优股板块、低市盈率板块和大盘股板块；与之相比，活跃股、高市盈率、小盘股板块均出现了2.5%以上的调整。从中不难看出，市场始终存在预期的小盘股风格转换在上周终于进入加速期。

分析人士指出，风格转换得以阶段成行的原因有二：一方面，大盘蓝筹股上涨催化剂出现，相对吸引力提升。简单来看，近期蓝筹股身

申万风格指数上周市场表现						
代码	名称	现价	5日涨跌幅	20日涨跌幅	60日涨跌幅	年初至今
301843.SI	低价股指数(申万)	4151.56	1.14%	2.34%	2.35%	0.65%
301833.SI	低市净率指数(申万)	3194.9	1.01%	2.89%	-0.10%	-3.03%
301823.SI	低市盈率指数(申万)	3295.85	0.35%	1.69%	-1.26%	-4.23%
301811.SI	大盘指数(申万)	1779.39	-0.36%	-1.53%	-5.57%	-8.15%
301853.SI	绩优股指数(申万)	2883.31	-0.66%	-0.38%	-3.52%	-6.35%
301842.SI	中低价股指数(申万)	2419.92	-1.73%	-1.31%	0.50%	-1.74%
301832.SI	中市净率指数(申万)	2745.34	-2.16%	-2.93%	2.95%	0.25%
301851.SI	亏损股指数(申万)	1812.41	-2.18%	-0.72%	5.53%	3.17%
301822.SI	中市盈率指数(申万)	2097.88	-2.56%	-3.73%	-0.07%	-2.75%
301812.SI	中盘指数(申万)	2581.72	-2.68%	-3.72%	0.80%	-1.73%
301813.SI	小盘指数(申万)	3187.68	-2.96%	-2.63%	5.64%	3.25%
301852.SI	微利股指数(申万)	1667.45	-3.49%	-3.88%	3.07%	0.99%
301841.SI	高价股指数(申万)	1947.75	-3.94%	-5.85%	-4.94%	-7.42%
301831.SI	高市净率指数(申万)	1201.62	-4.21%	-6.65%	-3.86%	-6.16%
301863.SI	新股指数(申万)	995.68	-4.73%	-5.06%	-3.11%	-5.89%
301821.SI	高市盈率指数(申万)	915.03	-4.79%	-5.66%	6.77%	4.24%
301862.SI	活跃指数(申万)	32.41	-7.23%	-12.65%	0.39%	0.26%

上出现了三个股价催化。一是经过长期下跌，很多大盘蓝筹股不仅股价技术上超跌严重，而且估值吸引力也开始出现。比如，浦发银行、上汽集团等股票当前的股息率就都超过了7%，这使得资金对蓝筹股的关注度开始提升。二是优先股试点等政策给大盘蓝筹股带来了短期提振，提高了其市场兴奋度。三是近期题材热点集中在区域概念，不少大盘蓝筹股因此获得了被资金炒作难得机会。另一方面，小盘成长股因为种种原因难以维持此前的强势格局。比如，IPO重启日益临近，小盘成长股稀缺性溢价面临下行压力；又比如年报、一季报预披露对部分高估值成长股开始证伪。

短期来看，创业板等小盘成长股破位下行刚刚开始，资金配置仍然具备从成长股向蓝筹股转移的动力，主板大盘在这一过程中将受到

明显支撑，具备保持阶段强势格局的条件。

## “腾笼换鸟”增添中期隐忧

目前的这种市场风格转化很容易带来牛市重来的幻觉，这使得不少投资者虽然近期亏损在加大，但乐观情绪反而在逐渐提升。对于牛市启动，也许还是应该多一分谨慎。

从近期盘面看，蓝筹股上涨背后是小盘股开始杀跌，“上海自贸区”卷土重来的代价是“京津冀”熄火，存量资金博弈的特点仍然鲜明。实际上，也正是由于存量博弈的格局，最近一年多以来，市场热点在大盘权重股、中盘消费股、小盘成长股中依次过渡，体现出自我缩容的明显特征。而以创业板指数破位为标志，一轮完整的风格变迁已经完成，如果没有大规模场外资金驰援，已经缩容到极限的市场风格很难重新扩容。

令人难以乐观的是，场外资金短期内进入A股的可能性并不是很大。首先，尽管当前A股市场估值水平已经处于历史低位，但在房价下行幅度仍然有限，理财、债券等领域收益率较高的背景下，股市在大类资产中的吸引力并未鹤立鸡群；其次，经济去杠杆初期，实体经济资金需求仍然旺盛，会分流股市潜在流入资金；最后，经济增长中枢趋势性下移、信用风险发生频率加大，投资者风险偏好仍处于显著下行阶段，不利于股票等风险资产吸引资金关注。

既然存量资金博弈格局仍将维持，投资者就有理由对市场的“腾笼换鸟”保持一定谨慎。分析人士指出，目前市场风格出现的阶段转换可能为中期走势埋下两大隐患：

其一，显著增加资金消耗。从小盘股中杀跌卖出，再追涨已经启动的大盘蓝筹股，这一行为本身对整体市场来说就是一种巨大的资金消耗。在存量资金博弈的背景下，资金的消耗会令市场结构性赚钱效应进一步降低。从上周盘面看，京津冀概念股只保持了两天的强势，就被其他概念股取代，与此前上海自贸区概念持续逼空的走势大相径庭，就是对本轮风格转换中资金消耗后果的真实反映。

其二，增加潜在系统性风险。“蓝筹搭台，题材唱戏”一直是此前结构性行情的生动写照，但目前蓝筹股的上涨会显著破坏股市的既有生态。从基本面看，蓝筹股上涨既缺乏经济增长的支撑，也难以在流动性层面找到动力，上涨势必存在天花板（这个天花板预计并不高）。一旦蓝筹股在资金配置的推动下上涨到位，股市就会面临大盘股和小盘股的双重下跌压力，届时结构性机会也难免向系统性风险转变。

## “存量经济+存量资金”概率较大

□广发证券 陈杰

结合我们对基本面和政策面的判断，我们认为在二季度市场环境继续维持“存量经济”+“存量资金”的概率较大。在这种环境下，宏观数据不会有大家此前预期的那么差，因此悲观预期的修复有望带来大盘指数的企稳回升；但是政策也不可能大幅放松，这样出现轰轰烈烈的“风格转换”概率也不大，市场风格很可能还是在成长性行业中精选标的。

近期市场对“风格转换”的呼声加强，其逻辑在于经济数据大幅下行会倒逼政策大幅宽松。但如果接下来的宏观数据继续维持平稳，那么我们认为政策在今年上半年大幅转向的概率并不大。相比前一个月较为疲软的数据，最近两周的工业品价格开始出现企稳或者回升的迹象（国内的钢铁、水泥价格开始微幅

上涨，煤价企稳，国外的铜价和油价近期都有所回升）。结合我们对于地产投资在上半年将继续处于高位、服务业在国民经济中占比进一步提升的判断，我们认为今年上半年的宏观数据很可能没有目前市场所预期的那么差，而今年下半年，随着地产投资周期的结束，宏观基本面才会面临系统性下滑的风险。

我们认为监管层的真实意图是：对于宏观数据下行的风险已开始重视，但并没足够的信号表明需要大幅放松，还需等待未来1-2个月的数据验证。因此在这个阶段，将会以预期管理的形式为主，而不是实质性的流动性宽松或财政投资加码。这个判断的佐证是：近期监管层通过媒体舆论在不断释放比较积极的信号，比如发改委宣布批复了千亿元铁路投资的规划，但其中很多项目并非是新增量，而是前期已开工，后期再追认；又如发改委在本周四罕见的

发布了一系列3月中旬的经济运行数据（发电量、铁路运量等），并称“国内经济运行态势稳中有好转”——这一系列动作，其目的都是为了稳定市场的预期。而从央行近期的操作来看，在始終力求维持一种“不紧不松”的格局，而没有大幅放水的迹象。

在一个中性偏乐观的大势研判下，我们对于二季度的行业配置仍然是偏向服务业，首推券商、医疗服务、传媒、检验检测。我们的逻辑如下。

金融服务业首推券商：由于担心佣金率下行的冲击，券商板块的估值在最近一个季度大幅下行，已处于历史底部。而近期个股期权、优先股、T+0推出的预期升温，有望带来“以量补价”，再加上“零佣金”的1天叫停，都在缓解市场对于券商佣金收入下滑的担忧。更重要的是，在建立多层次金融市场的远景目标下，银行表外业务在不断收缩，需要券商通过加杠杆

发展创新业务来填补高风险融资业务的空白，目前国内券商的ROE只有5%，是A股行业中少有的还能通过加杠杆提升ROE的行业。

消费服务业首推医疗服务和传媒。最近半年A股市场热点散乱，在“存量资金”的格局下，资金被分流到一些只有概念而没有业绩的“伪成长股”中。随着一季报发布的临近，很多纯概念股票将被业绩证伪，而根据我们目前的数据分析，医疗服务和传媒的一季度增速将至少在30%以上，这两个行业将是成长性板块中，少有的兼具长期成长空间和短期业绩体现的行业，我们预期未来分散在各个热点的资金又会向这些有业绩保障的“真成长”集中。

生产服务业中首推检验检测。在“存量经济”格局下，依托于存量的“后端市场”是发展空间最有保障的领域，因此我们继续维持对检验检测行业的推荐。

## 创业板高估值神话破灭 题材股大面积崩塌

□长城证券 张勇

大盘上周呈现显著的二八分化特征，在地产、银行等低估值蓝筹股强力护盘影响下，上证指数保持强势震荡走势，全周仅微跌0.29%。而以创业板为代表的高估值题材股则出现了大幅下跌，创业板指数周跌幅高达7.28%，很多强势题材股高位跳水，资金夺路而逃。从消息面看，上周有国六条利好出台，同时也有新股上市传闻，在较为复杂的基本面背景下，投资者信心依然不足，资金出逃意愿强烈。笔者认为，题材股大多仍将持续一段时间，主板市场也很难有逆势上涨的能力，大盘短期仍处于调整期，主要是借助年报对高估值品种的修复。具体分析如下：

首先，经济数据继续显示经济下行压力较大，货币政策维持偏紧，稳增长措施力度不及预期。1-2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额7793.1亿元，同比增长9.4%，继续保持增长态势，但增速比上年同期回落2.8个百分点。利润增速回落的主要原因是工业产品销售增速回落，二是单位成本和费用上升。如果再结合前期

的各项经济数据，经济下行压力仍然较大。从货币政策看，并没有任何放松的势头。央行上周进行200亿28天正回购及320亿14天正回购操作，净回笼资金980亿元，较上周升逾1倍。与此相对应，银行间各项利率全线走高，资金面呈现偏紧局面。面对经济下行压力，稳增长措施并不给力。前期虽然放开了地产再融资，而且有传闻称可能会放宽限购政策，但是并未得到落实。总体上看，经济下行风险仍在加大，与此相对应货币政策继续维持偏紧，持续回收流动性。而实体经济方面，并未大规模出台振兴经济措施，投资者对稳增长的失望情绪上升。

第二，年报密集公布期，多数高成长个股业绩并未实现高增长，估值泡沫开始破裂。根据379家创业板公司发布的年报及快报，2013年净利润增长率较2012年出现下滑的公司达到206家，占比达到54.35%。这一数据与创业板指数过去一年的巨大涨幅相当不符。从个股看，已经有创业板业绩地雷开始引爆，加大了投资者对创业板年报的警惕。利德曼、易华录近期公布的年报均大幅低于预期，股价下跌至

所难免。不仅如此，根据证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》修订稿，监管层对该板块做出的从发行门槛、再融资、并购重组到退市制度的全方面改革，财务门槛大幅降低，再融资更加便利，申报企业不再限于九大行业等，未来创业板的扩容也将对现有的创业板造成较大冲击。

第三，主板低估值蓝筹表现出较强的防御特征，但是持续上涨缺乏增量资金支持。近期地产、银行板块逆势走强，虽然涨幅不大，但是对于上证综指起到了较强的护盘作用。近期地产利好传不断增强，地产再融资悄然放开，意味着地产调控政策开始放松，加上京津冀一体化等区域政策，地产板块迎来了久违的反弹行情。银行股在年报公布期明显受到了避险资金的青睐，浦发银行领衔银行股公布年报，每股2.19元，每10股派送6.6元的丰厚现金分红方案让众多投资者开始重新审视银行股的投资价值。从政策导向看，优先股试点以及蓝筹T+0预期也是针对蓝筹股的专项利好，所以蓝筹股近期走强仍是多方面因素共同促成。但是从反弹持续性看，由

于宏观经济仍然存在下行压力，银行、地产等周期行业难走出一轮波澜壮阔的大行情，估值修复之后也就完成了反弹的全过程。

根据以上判断，近期市场呈现出二八分化特征，年报风险释放导致部分资金避险情绪上升，资金开始从高成长个股流出，部分转战蓝筹股，但是仍有相当多成长股的粉丝坚定等待成长股下跌后的买入机会。从上证指数来看，2000点附近有望成为近期底部，但是反弹高度也很难超越2177点的前期高点。从创业板指数看，连续三周的阴线宣告中期头部的形成，向下可能考验去年11、12月份1200点的支撑，短期投资者避险情绪上升，尚未看到止跌迹象。

在投资策略上，抓大放小，控制仓位等防御策略仍是首选。在蓝筹股方面，银行、地产板块具有较高的防御性，但是由于缺乏弹性，普通投资者没有太多的参与价值，可以关注汽车、家电、医药等低估值蓝筹股跌后的投资机会。主题投资方面，京津冀一体化之后，深圳、上海国企改革可以重点关注，但是需要注意回避强势股补跌风险。

## 反弹可能已经接近尾声

对指数的贡献作用都较为明显。但值得一提的是，权重板块的走强对市场人气的带动作用还是较为有限，尤其是在上周的后半周其反弹的节奏已经开始有所放缓，在整体流动性并不充裕的背景下，权重板块反弹的高度可能较为有限。此外，结合创业板、中小板指数的回落表现来看，不排除权重股掩护中小市值品种资金出逃的可能，这无疑对市场人气的打击会更为沉重。虽然盘面不乏国资改革、迪斯尼等概念热点得到资金青睐，但更多的是资金对盘面缺乏显著做多板块的一种无奈选择。目前中小板指数和创业板指数都已经跌破60日均线的支撑，反弹迹象明显，前期反复强势的传媒、互联网、通信等板块都有不同程度的破位迹象，在意味着市场运行风格逐步转换的同时，也表明此前较为清晰的做多主线和板块开始消散，股指反弹的核心动力也开始弱化。

影响股指中期运行的核心因素目前尚未有明显的好转迹象，宏观经济相对疲弱的状态之前，股指仍将延续弱势格局。

仍将持续抑制股指的上行高度。一方面，汇丰公布的PMI数据创出8月以来的新低，48.1%的数据也连续3个月低于枯荣线水平，从部分分项数据可以看到，购进价格指数降至41.8%，是2012年9月以来的最低水平，生产价格部分也大幅度下降至40.7%。另一方面，从国内官方公布的工业增加值来看，1-2月全国规模以上工业企业实现利润总额7793.1亿元，同比增长9.4%，低于去年全年增速水平。数据的低迷意味着前期政策效果已经淡化，自2013年四季度以来的增产放缓趋势仍在延续，由于制造业工业需求不断萎缩，产能过剩问题持续存在，在新一轮经济刺激政策出台之前，宏观经济中短期难有明显的改善，这也使得A股运行所处的基本面氛围并不理想。

市场供求关系方面同样并不乐观，随着新股上市的时点临近，资金面状态将逐步承压。近期证监会方面表示将对新股发行制度进行微调和

完善，发行制度的完善确实有助于部分改变新股“三高”问题，但由于盘面上缺乏明显的板块机会，市场资金对“炒新”的热情可能不会减弱，这也意味着新股对于市场的资金分流效应依然存在，一旦新股在4月初重新发行上市，股指可能遭遇较强的流动性冲击。此外，从央行对流动性的调控节奏来看，春节以后，央行在公开市场上的操作基本都是以回笼资金为主，进而舒缓春节期间流动性相对过剩的局面，稳定资金利率的意图明显，这也意味着短期内降准的概率并不大，市场整体供求矛盾仍会处于趋紧的状态当中，并不利于反弹继续向纵深发展。

整体而言，股指在2000点上方的运行更多的依赖于消息面的局部回暖，包括优先股试点工作以及存款准备金率下调的传闻影响，但仅仅依赖消息面的变化并不足以支撑股指持续的走强，在经济面和资金面两方面因素尚未改善之前，股指仍将延续弱势格局。

期指“纠结”不进则退

□本报记者 熊峰

股指期货主力合约IF1404上周（3月24日至28日）周线报收十字星，全周微跌0.48%。上周走势最大的特点在于市场的连续盘整以及透露出的谨慎情绪。

分析人士指出，上周期指纠结走势的原因在于，尽管近期管理层频频出台政策利好，但市场面临季末资金面紧张以及经济数据疲软等因素压制，此外IPO重启预期进一步增强，期指短线正如逆水行舟，不进则退。市场人士大多认为，短线期指走势不容乐观。

## 期指纠结的一周

上周多个交易日均在上上周五（21日）逾100点的长阳附近震荡，市场纠结情绪可见一斑。

上周一，期指从暴涨中回归平静，四个合约窄幅震荡。当日主力合约IF1404在平盘附近报收。对于周一的骤然冷却，分析人士认为21日的暴涨后，市场缺乏持续利多消息，股指反弹动能并未跟上。此外，市场还受到近期国内经济疲弱、人民币持续贬值以及IPO重启预期等利空因素的压制。

上周二，期指四个合约继续盘整，在21日暴涨收盘价附近连续报收两个“十字星”。主力合约IF1404昨日小幅收阴，微跌0.06%。当日期指走势以及持仓数据均表明市场情绪谨慎，表明期指后市续动能不足。

上周三，窄幅震荡的格局仍在延续。主力合约依然报收在21日暴涨收盘价附近，主力合约IF1404微涨0.07%。不过，IF1404合约持仓量一直未能持续放大，显示市场多空双方资金都相对谨慎的态度。

连续三日的窄幅震荡后，多头一度发力，但最终的结果依然是未能打破弱平衡。上周