

市场苦陷震荡 板块轮动凸显

近日大盘持续高位震荡,短期内攻压力较大。造成大盘持续震荡的原因何在?近期市场跷跷板走势明显,是否意味着后续小盘股和题材股将再次活跃?本周财经圆桌邀请广发证券首席策略分析师陈杰、招商证券研发中心高级策略和组合分析师黄俊淇、中山证券投顾总监欧利涛三位嘉宾,共同展开讨论。

大盘维持高位震荡

中国证券报：近期造成大盘持续震荡的原因何在？这样的震荡还会持续多久？支撑大盘再次上涨的逻辑是什么？

陈杰：目前对于大盘指数来说，要实现新的突破，货币政策再宽松（降准或降息）是必要条件，其逻辑在于货币宽松通道得到确认后，进一步推动居民存量资产、海外资金、保险资金等场外资金流向股市。

我们对接下来的路径推演,第一步是规范流向股市的资金渠道,清理违规资金和违规操作;第二步是实质性地提高股市的直接融资能力,包括加快新股上市和再融资审批,进一步推进“注册制”准备工作;第三步央行启动再一次的货币宽松,其中降准的可能性最大。目前第一步已在近期得到落实,第二步还没有迈开实质性步伐,第三步还需要等待,致使股市短期进入“垃圾时间”。

黄俊淇：近期大盘持续震荡的核心原因还是对融资流动性被改变的担忧和预期。从去年10月底开始的这波涨势，主要由市场资金加杠杆带来的融资流动性问题，对加杠杆带来的融资流动性牛市逻辑能形成干扰的因素，都会影响目前A股走势。我们预计，市场短期将持续震荡，后期可能仍然会有监管行为让股市杠杆降低下来，合理引导资金回流实体经济，任何一次主动或被动降低融资杠杆的行为，都会继续引发市场调整。

调整结束时间和支撑大盘再次上涨的逻辑是一样的，需要观察三点情况：一是加杠杆带来的市场做多资金回流实体经济，长端利率降下来；二是超预期的货币宽松政策出台，比如降准或降息，但这需要第一种情况发生，资金被引导回流实体；三是传统经济数据企稳，周期行业盈利见底回升。我认为要支撑市场继续上涨，更多需要第三点因素，前期由流动性带来的估值修复已告一段落，后期的上涨更多需要企业盈利见底回暖。

欧利涛：大盘震荡幅度加大，主要与以下几点有关：一是涨幅较大，获利盘止盈较大。本轮行情自降息以来，出现明显的蓝筹加速行情，指数涨幅达42%，金融、基建、军工、运输板块中众多个股走出翻倍行情，此时出现获利盘出局现象也较为合理；二是证监会出台政策提高两融门槛，一定程度上扼杀了融资盘的积极性；三是技术方面，3478点是近六年的高点，其存在较大的技术压力，指数在此位置进

土舟再度展开强烈

的几率极小。后期大盘上涨逻辑,主要有三个方面:利率下调,国企深化改革,引导长期资金的利好政策出台。这是全年所应该重点关注的方面。

短期板块轮动凸显

中国证券报：目前市场跷跷板效应明显，蓝筹股乏力同时小盘股题材股表现活跃，市场风格是否重新回到存量资金的博弈上？如何看待市场的资金面情况？

陈杰：在大盘乏力的情况下，增量资金明显减少，成交量下降。在存量资金为主的行情中，大盘继续快速上行的概率不大，机会主要存在于中小盘题材标的，呈现明显的板块轮动特征。同时，相比前两年，小盘股的机会也在明显减少，未来可能高度分化；机会主要在子细分行业中领先的、业绩

良好或前景得到认可的企业；而对于其他大部分创业板成长股而言，估值已经不低，趋势性上涨空间比较有限。

毫无疑问，中国经济当前需要财政政策和货币政策的支持，但由于货币政策传导机制受阻，央行在去年降息之后没有再采取全局性的宽松政策，而仅以短期、结构性的政策工具来调节流动性。如果宽松政策放出的资金大量流向资本市场而非实体经济的话，那么就无法起到降低实体经济融资成本、支持实体经济发展的作用，反而助涨了资产价格泡沫，这是央行最大的顾虑。

黄俊淇：目前市场回归分化，过往受融资流动性驱动，低估值和有大市值的周期类股票获得资金青睐而展开估值快速修复，中小市值非周期类股票受追逐大盘股资金流出所累，政府和监管层最终目的是降低企业融资成本并恢复和激活经济，在由资金推动的市场单边类型的周期大市值股涨速过快情况下，监管层将不断出台抑制和平衡实体与股市之间资金流动的举措，在这个预期下，受资金移除拖累的中小市值非周期类股票将会获得资金重新配置机会，整体市场将重归平衡。

从较长周期看，整体是普涨，但在短期来看是一种各类类型板块的股票轮涨轮动局面。小盘股近期表现相对活跃也不是长周期行为，市场短期仍只轮动和分化。从货币政策不断宽松和近期周期行业数据修复看，上半年或年中经济有企稳改善概率，传统周期行业将迎来盈利企稳预期和估值的继续修复，即周期板块将出现戴维斯双击，整体市场具有更大空间。

欧利涛：这轮行情，新增资金部分主要有沪港通资金的持续流入，以及衍生品交易所带来的杠杆资金和场外资金。随着蓝筹整体估值提升，A+H股出现大幅溢价的情况下，沪港通资金流入明显放缓；证监会提高两融门槛，加强风险提示，融资金额出现盘整，增量不明显；场外资金周开户数量

看，场外资金仍是市场活

的重要因素,但力度没有前期那么强势,资金面推动行情的力度不会太明显,以震荡或盘升为主。

从未来政策引导来看,个股期权、深港通、全球指数型基金的配置,无疑都指向蓝筹,个人认为资金继续加大蓝筹配置的几率较大,中小盘题材股仍要谨慎对待。

资金关注。短期,资金关注点分化和轮动较快,不适合重仓博弈某一种风格,看好未来业绩企稳背景下的新一轮上涨,建议目前做平衡配置,主要包括四类股票:一是大金融股,未来经济阶段企稳会带来金融地产业绩回升预期,迎来戴维斯双击;二是消费中的食品饮料,在未来平衡和普涨市场中将获得资金提升配置仓位机会,如乳业龙头和白酒板块。三是预判存量资金将追逐有估值安全边际的中小市值白马股;四是配置将受政策催化影响的新产业板块仓位如互联网金融、电动汽车、核电。

欧利涛：券商股目前已超出合理估值水平，难有大的上升空间，不是安全配置的首选；保险也是合理水平，向上向下都可以，仍是值得重点操作的板块；银行估值修复到10倍也会走不动的，毕竟未来利率市场化对其业绩影响是较大的，同时还要负担地方债务、房贷等方面的不良负面影响。2015年主要看好滞涨的医药消费、电网建设中的电力设备板块、运营体制改革中所蕴藏的机会以及以沪深300为首业绩蓝筹股。



□刘思恩

牛市怎样才算涨得“健康”？我前段时间一直不理解证券技术分析中上说的“量价齐升”。我想，上涨时如果成交量越放越大，岂不是说明卖出的人也相当多，市场意见分歧大，持股者当然希望自己的股票，就像眼下行政干预下发行价畸低的新股，每天都无封涨停停，这样完全没有对下抛的担忧，最简单的策略就是一路持有到放量再卖出。

但事实上不管个股还是大盘，遇到这种非常理想的状态毕竟是小概率。大多数牛市、大多数牛市，回头看《K线图》，的确正如教科书上所说，一路涨上来是伴随着成交量的放大。换言之，一路都有做错的人，他们在半途卖出股票，没有吃足行情。从另一方面讲，一路上也有买得太晚的人，不断用升高的成本去买入股票。甚至，有人20块钱卖了股票，看看不对劲又25块再买回来，相信每个股民都做过这样的冤大头。

所以，牛市是汇聚着无数失败的人、失败的交易行为的市場。牛市中大多数的人、大多数的投资机构，不能完整地享受到从头到底的涨幅，甚至有一小撮人还会发生亏损。这是牛市的常态。尤其是当考虑到巨大交易量伴随的巨大的佣金、印花税损耗，在牛市里发生额外损失的人，远比圈外人想象得多。

世上的因果关系，有时逆于通常的逻辑。到底是牛市引发了人性弱点，进而导致错误交易，还是错误交易本身就是牛市必备土壤？以前股横行的年代，小散们虽无亲历，但都耳闻过一个词“洗盘”。洗盘的目的众说纷纭，有人说是要逼出一些意志不坚定的跟风盘，有人说庄家不想让底部参与的人从头到底赚太多，有人说庄家自己高抛低吸降低持仓成本，等等。但除了庄家主动操控，使自己利益最大化的猜测，其实还有一种解释，就是震荡洗盘也许是客观的市场规律所致。庄家也是迫不得已去面对洗盘，甚至可能他手里也有部分筹码在波动中被逐步提高了成本。因为只有大多数投资者都逐步提高了成本，股价在高位时才会减少意愿强烈的卖盘，而在回调时才会让大多数持有人珍惜筹码不肯割肉。

社会发展的许多领域都有类似的情况。如果全民都在废寝忘食地工作、患愁刺股地学习、呕心沥血地搞科研，人类社会很可能走不出一个“牛市”。世界上的大多数人，注定是事倍功半的倒霉蛋，或者是不走上进的“loser”，上班吊儿郎当，宝贵的业余时间花在追肥追虫，收入微薄还要挖空心思买奢侈包包，到旅游地度假，甚至家里还要时不时吵吵骂骂打打闹闹……正因为有那么多看儿浪费生命的人生追求，那么多错误的人生抉择，才是推动人类不断进步、不断超越自我的动力。

回到股市，总归要对还持有理想主义情结的年轻股民鼓劲，股市未必一定是这么一个零和 market。不靠市场群体犯错误抬高成本，也有其他更好的途径去造就牛市。首先，当然是通过教科书中的股票估值模型所说，提高每股收益和分红率、提高利润增长速度、降低市场利率等来使股价上涨。但实际操作中，每个因子稍微乐观或悲观估计一点，都会导致估值的剧烈波动，根本不能作为通常意义上的“投资”行为的参考依据，大多数时候只是一种冠冕堂皇的炒作借口而已。

其次,我觉得更重要的是流通股股东实际控制力的增加。举个最简单的例子,一个股票市盈率只有3倍,但你买了它以后三年不涨也不能说对不起你,因为大股东可能让它十年都不分红,而且还可能转移利润和高质重资产。但是如果股票市场允许你通过不断买入成为大股东之一,然后通过董事会,干预股票的分红、送股、回购、注销股份、资产注入和挪出等等,那么这个股份的经济价值就暴升了。如果你足够有钱,买成第一大股东,那就能指挥上市公司原来的团队干一番大事业。巴菲特可以让一个纺织公司变成一个金控公司,我们为什么不能买下一个银行,让它庞大的网点去卖金饭呢?等哪天我们的市场机制真逼得每个上市公司的大股东必须把股价维持在财务意义的合理估值之上,那才是中小股东利益得到最大化的时代,才能让我们见证一个伟大的牛市。