

多空论剑

# 券商股回补动力足 创业板存回调压力

本周市场在券商股的强劲拉升下迅速回温，私募人士认为，券商板块一直处于滞涨状态，具有回补动力。此外清理配资大限已过，利空基本出尽，市场进入平稳期，后续金融创新政策有望刺激券商股回暖。目前反弹有相当幅度，具有一定回调压力；看好环保等“十三五”规划支持的行业投资机会。

□本报记者 黄莹颖

## 券商股回补动力足

**中国证券报:**本周券商股表现强劲，背后逻辑是什么？是否具有持续性？此次券商异动与去年券商行情有哪些区别？

**黄道林:**本周券商股启动的主要逻辑，一是技术上超跌，其实本轮股灾券商股跌幅巨大，中小创的反弹给券商股的反弹树立了榜样；二是受消息面利多因素刺激，比如人民币加入SDR、深港通、A股指数加入国际指数等。上述两者叠加促成了本轮券商股反弹，从量能和力度来看，应当具有持续性，与去年行情的不同之处在于，券商股现在只能定义为反弹不能说是反转，去年券商股从技术上看属于主升浪。

**李云峰:**背后逻辑包括，一是从“6·15”下跌以来，多数板块取得不错的正收益，很多个股已经涨回前期高点。但券商板块一直处于滞涨状态，从行业收益差距来看，券商股具有回补动力；二是从基本面来看，清理配资大限已过，利空基本出尽，市场进入平稳期，后续金融创新政策有望刺激券商股回暖。

预计行情的持续性很低。经过前期大幅下跌，某些金融创新得以整肃，投资者更趋理性，券商业绩未来难有爆发性增长。

**中国证券报:**与上一轮券商股行情主要区别包括：一是市场环境不同，去年进入11月之后，行情在“一带一路”、改革创新等主题带动下启动，且当时的市场环境宽松；二是投资者情绪不同，经过此轮下跌，套牢盘较多，市场分歧较大。

**中国证券报:**10月以来，中小创反弹力度大，不少个股股价创出年内新高，从估值及市场偏好等方面看，如何判断未来中小创的走势？

**黄道林:**中小创是上轮行情的主流板块，也是本轮下跌的重灾区。由于下跌来得太突然，加上某些人为因素，一些个股的主力根本来不及逃。主力没能脱身的个股，反弹力度自然大，创新高也就不难理解。如果用传统的方法来评估中小创，基本上没法看。但是从国家的“大众创业，万众创新”战略来看，中小创具有高估值的合理性。未来中小创的趋势还是以分化为主，

一哄而上的概率几乎没有。

**李云峰:**自9月反弹以来，中小创已经出现近40%多的涨幅。从估值来看，创业板整体估值处于较高位置，短期存在回调压力；但是从长期来看，经济发展的大机会在新兴产业，市场必然偏好以创业板为代表的新经济。在当前环境下，必须严把估值关，精选有业绩支撑的个股。

## 看好“十三五”投资机会

**中国证券报:**近期是否会加仓？对四季度市场有哪些判断？

**黄道林:**近期不宜加仓，毕竟一些个股已反至风险区，四季度行情会一波三折，但系统性机会大于系统性风险。

**李云峰:**不会加仓，但存在移仓换股的可能性。

从市场博弈来看，三季度成交密集区阻力较大，市场仍是以存量资金为主导，在没有增量资金以及市场热点飘移的情况下，四季度难有大行情。由于创业板存在获利回调压力，四季度更多可能是市场风格在主板和创业板之间来回切换。短期不建议追高，耐心等待回调机会。

**中国证券报:**在经济未看到筑底的情况下，现阶段行情突破向上需要具备哪些条件？

**黄道林:**一是政策。实体经济不好谁都知道，但实体经济由不好转为好却少人了解，政策才是关键。此轮反弹行情必须有政策保驾才能持续，并产生突破。二是信心，市场信心比金子还贵，信心来自市场本身，不再出现黑天鹅，不再出现人为做空。

**李云峰:**在经济基本面较差的情况下，需要增量资金入市驱动行情。驱动力来自多个方面：财政政策、货币政策宽松超预期，流动性充裕；国企改革、金融改革等能够超预期加速推进；利好消息释放，提振市场信心，比如深港通的开通，人民币纳入SDR货币篮子等。

**中国证券报:**近期“十三五”规划披露，有哪些投资机会值得把握？具体看好哪些行业或主题？

**黄道林:**关于“十三五”的投资机会，有一个行业值得关注，那就是环保行业。规划建议提出，实施山水林田湖生态保护和修复工程，



昭时投资执行合伙人  
李云峰

清理配资大限已过，市场进入平稳期。由于创业板存在获利回调压力，四季度更多可能是市场风格在主板和创业板之间来回切换。短期不建议追高，耐心等待回调机会。我们可能移仓换股。

道林资产董事长  
黄道林

目前的券商股行情只能定义为反弹不能说反转，而去年的券商股从技术上看属于主升浪。近期不宜加仓，毕竟一些个股已反至风险区，四季度行情会一波三折，但系统性机会大于系统性风险。



开展大规模国土绿化行动，完善天然林保护制度，开展蓝色海湾整治行动，并要求加快建设资源节约型、环境友好型社会，推进美丽中国建设。美丽中国、环境治理的相关产业都会有大的发展机遇。

**李云峰:**一是低碳环保。环保问题迫在眉睫，清洁能源将成为“十三五”环保规划的抓手，清洁能源的加速发展将成为新常态下节能减排的主要方式。降能提效、绿色发展是长期发

展的前提，未来非石化能源和清洁能源作为刚需，将迎来较大市场空间。

二是人口政策。2014年中国0至14岁低龄人口占总人口比例为16.5%，比2010年第六次人口普查降低0.1个百分点，低于世界平均26%的水平。老龄化加速和少子化加剧并存的人口结构问题十分突出。全面二孩政策已经提上日程，而人口政策撬起的产业链条涉及到方方面面。

## 谈股论金

# 经济基本面出现好转

□晓旦

先前，人们普遍对即将公布的经济数据怀有悲观情绪。但是，最新公布的10月财新PMI超出人们预期，为48.3%，明显优于前值47.2%，也优于预期值47.6%。同时，最新公布的官方PMI与9月持平。10月财新PMI超出预期的明显回升，显示中国经济增长下滑的速率趋向走平，连续出台的微刺激、稳增长措施有所见效，预期四季度中国经济增长将有所企稳。

虽然10月财新PMI超预期的回升并不意味着这项指数所涵盖的中国中小型制造业企业经营状况已走出困境，只是说明制造业的减速过程可能放缓，但是PMI仍低于50%的水准，显示制造业处在收缩中。尽管如此，有些新数据还是令人鼓舞的。新订单、生产、就业等分项转向回升，新出口订单明显跳升。生产指数比上月上升

2.3个百分点，新订单指数上升1.6个百分点，就业指数回升0.7个百分点，新出口订单更是跳升6.1个百分点，升至50.7%，进入了扩张区间，这些都是些好兆头。

在经济生活中，影响更为长远的是第十三个五年规划建议》，其中重要的有这些。

由现在起到2020年是中国全面建成小康社会的决胜阶段。这说明经济发展仍处于可以大有作为的重要战略机遇期。这个时期虽然面临诸多风险隐患、多重矛盾叠加，但是坚持发展是第一要务，以提高发展质量为中心，加快经济结构的转换，就能实现发展目标。

创新是未来引领发展的第一动力。在未来的经济发展中，创新处在国家发展中的核心地位。理论创新、制度创新、科技创新、文化创新等各方面创新将引领中国走向一个新的发展高度。

经济增长的推动力，由主要依赖投资、出口，转向更多地发挥消费对增长的基础作用，以扩大服务消费为重点，带动消费结构升级，使得经济增长能实现增长结果全民共享，经济增长协调发展，人民群众得到更多的经济增长红利。

从股票市场的角度看，股票投资面临机遇期。产业结构的调整，企业创新的蓬勃发展，会使一大批企业在未来拥有广阔的发展空间，这是股票市场长期向好的基础。在这个基础上，短期看，经济数据出现企稳迹象，这决定了股市在最近一段时间内下行空间有限。此前，我们曾预期股票市场会出现区间波动，以等待新数据的支持。目前看，向好的数据来得有些早，股市也提早出现向上突破的苗头。不过，现在的经济面状况难以推动股市连续向上，因此股市出现连续上升的概率不大。预计股指上升一段时间后将进入新的调整时段。

## 投资感悟

# 寻找有想像空间标的

□中秦

改革的大背景下，具有重组预期的低价国企股首先成为具有吸引力的板块。

未来行业需求的爆炸性增长预期是重要的想象空间。就像前期的互联网金融个股的炒作，投资者预期的是整个互联网金融需求的快速扩张，其对应的产品和服务提供商受到了资金的热烈追捧，因为大家都无法准确估计未来的需求有多少，但肯定会是爆炸性增长，这就足够支持类似东方财富、同花顺等成为超级大牛股。再举个例子，随着国家对工业排放的强制性监管，从事工业尾气处理的相关企业将迅速获得巨大的市场空间，特别是短期内市场需求猛增，给他们的业绩带来迅猛增长。还有新能源汽车的市场正在进入井喷时期，对于新能源电池、充电桩等的需求是爆炸性增长，这类公司的股价肯定会节节升高。循此思路，可以找到类似的行业。

估值空间短期难以提升，改革梦想的空间将成为股价爬升的主要基础。从目前宏观经济的总体格局看，短期内要扭转颓势比较困难，中国经济转型还有很长的路要走。因此，某个行业估值的提升难度较大，但是如果从梦想或者预期的角度来看，传统行业具有较大上升空间。比如时下热门的国企改革，大多数国企遇到转型问题，原有的行业不景气，有问题才有改革的需求。中国股市素有弱市炒重组的特点，随着大量个股股价跌到较低位置，在国企

质性利好预期，主要看好上海迪士尼。迪士尼乐园的设立将为上海带来大量游客，上海市的旅游消费行业将实质性受益。

虽然目前相关个股有过一轮表现，但是股价仍有较大空间。上海的上市公司中，大型国企估值相对稳定，而很大一部分中小型企业，本身业绩尚可，资产质量不错，如果叠加国企改革的因素，这些中小市值上市公司将具有更大的表现空间。迪士尼对于上海本地股的意义，一方面在于实质性受益，另外一方面为这些公司的预期打开了一个梦想的窗口，值得重点关注。

补涨的空间也是一种想象空间。如果大家都涨了，没有涨的就会有资金关注，产生补涨。随着创业板、中小板好多个股逐步反弹，甚至摸到了前期的高位，那些涨幅不大的主板个股就有了补涨的想象空间。在我们不断看到妖股横飞而感叹的时候，不妨找几只还没怎么上涨的主板低价股做个储备，补涨或许随时到来。

■ 投资非常道

## 未来两月 市场将窄幅震荡

□本报记者 徐文擎

本周三券商股放量大涨，不少市场人士认为这是反转的开始，去年底的蓝筹暴动行情即将重演。而万博兄弟资产管理公司首席策略分析师李敬祖认为，目前还不能将此定义为反转，更多应理解为估值系统分化的修复行情。未来两月市场将由宽幅震荡转为窄幅震荡，风格轮动是主要特征。

他提到，今年以来市场经历了大牛市和大调整，整体分化较大，例如TMT涨幅非常大，但券商股今年基本没涨，调整过后部分券商股甚至是跌的，因此在年底，存在一定的对估值系统分化的修复行情，低估的非银、保险和券商年底会有阶段性强势表现，但持续性可能不强。从投资收益来看，虽然券商业绩在四季度可能转暖，但从大的营收拐点来看，今年一二季度基本确认了券商在今后一两年中的营收高点。

从周二的反弹可以看出市场偏好明显好转。他认为，目前市场潜在资金的体量非常大，他们在等待一个股市偏好提升的发令枪，只要信号明确，这部分资金很有可能会跑步入场。相比调整时期，投资者的恐慌情绪基本消除，后续的市场节奏倾向于，风险偏好持续改善，市场会出现窄幅震荡的行情，上下空间都不大。

“往下，有经济增长6.5%的下限，基本封杀了经济进一步下行的风险。从五中全会的公告来看，更多的篇幅强调了稳增长的意味，大幅下行的风险基本被约束住；经济大幅上升的动力又不足。所以，区间震荡的格局可能是11月显著的特征。投资者可能会对12月的市场有一定程度的担忧，因为从美联储对舆论预期的引导来看，加息的概率有所提升。”他称。

对于剩下两个月，他认为市场风格会快速轮动，“比如11月4日和5日，市场出现两根长阳，第一天成长股涨得比较多，但到5日已经出现部分分化，这种轮动的出现就是基于估值体系的分化。这轮反弹后，不少中小盘股的股价创出新高或者到达5000点市场价格水平；部分股票估值要修复，股价股票估值要沉降，往来反复，风格轮动是大概率事件。”他说。

在这种背景下，他看好医药股，他们不仅利润有支撑，这轮牛市和调整后，医药整体的估值水平处在合理水平。同时，健康中国的概念是未来几年内的一个比较大的市场主题。另外，他特别说到，“十三五规划阐述的内容未来也是我们主要关注的方向；6.5%的经济增长底线，需要经济稳增长的政策出台，包括积极的财政政策，例如减税等，所以我们会关注受益于稳增长政策的行业。12月的中央经济工作会议和12月美联储的议息，都是比较重要的时点，对于投资节奏的把握有重要影响。”

## 股市观潮

# 短期存在结构性机会

□泓澄投资 张弢

从长期看，我们对中国经济的转型和中国证券市场的发展持乐观态度。在告别2007年的工业化高点之后，经济增长速度呈现逐级下台阶的趋势，资本市场的投资人对于经济发展的担忧越来越强。但在我看来，经济增速的下降只是这个阶段经济变化这枚硬币的一面而已，另一面正是经济结构的日益优化和社会融资效率的日益提高。过去几年，实现了明显的经济结构的调整，信息产业和可选消费行业在中国经济中占比大幅提升；各类非银行贷款形式的社会融资方式快速发展，经济体里金融通的主体日益丰富、效率日益提高；各色融资方式积极的支持催生了很多新兴产业的快速发展和壮大。因此，虽然经济整体增长速度在下台阶，但中国的金融机制和经济结构都在持续发生很多积极的、影响深远的变化。这些变化正是中国经济未来的希望，也是对长期中国资本市场乐观的基础。

从中期来看，经济的转型必然有一个出清的环节，不可避免地会出现很多行业整体业绩增速的下降甚至绝对水平的下降，这种变化会给资本市场带来压力。但在经济增速下滑的过程中，政府积极、持续不断地刺激经济，全社会的资金价格不断下行，逐步走低的社会资金价格有利于资本市场。在这种背景下，证券市场的投资人将反复在上述两个经济因素之间摇摆，市场将呈现震荡或者阴跌的大基调，这也是未来中长期一段时期内比较常见的市场趋势。

从短期来看，市场逐步从之前对经济失速、汇率贬值、极端政策等众多负面因素的担忧中走出来，投资人情绪的恢复有利于缓解二级市场的资金供需状况。因此，短期我们相对积极地看待市场，认为至少可以告别危机模式，积极寻找结构性机会。

组合操作策略上，基于对市场各类投资人悲观情绪的分析，过去一两个月我们对市场都是积极和乐观的，因此保持了较高仓位。站在目前时点，公募基金整体性仓位已经回归中等以上水平，场外增量资金的入市还没有明显迹象，因此，对比之前很高的仓位水平，我们将适当降低仓位，降低短期对资产配置维度收益率的预期，积极寻找优质的行业和个股的结构性投资机会。具体而言，相对看好泛消费、娱乐制造、新能源、工业升级、政府行为等行业的持续性机会。

投资过程中我们将坚持以中观策略作为底层策略，通过中观层面选择投资线索以及防范组合风险，并通过精选个股来实现收益最大化。事实上，中观层面的角度有很多，包括但不限于：宏观变化带来的线索、产业演进过程中的规律、新技术应用带来的行业格局变化等指标。

(好买基金研究中心王梦丽整理)

私募操盘

## 金融板块

# 产业变迁指引投资方向

□金百临咨询 秦洪

当前市场参与者形成了一

个共识，那就是居民资产配置的方向，将从前些年的不动产走向股权资产。此时券商、银行的理财与投资部门的重要性迅速显现出来，这不仅意味着A股未来美好，还意味着券商、银行、保险、信托、租赁等诸多金融产业部门的成长空间乐观。国家经济增长方式的转变、居民资产配置方向的转变，意味着金融产业不是一个周期性行业，而是一个朝阳性产业，这无疑会提升金融股在二级市场的估值溢价预期。

目前金融股的涨升力量来源于两点。一是估值落差带来的估值复苏的能量。这既是因为当前金融股与创业板估值坐标的落差所带来的做多势能，也是因为当前金融股市值、估值坐标与保持7%左右经济增速的全球第二大经济体的经济总量不匹配所释放出的估值复苏能量。二是金融产业地位提升，金融产业成长空间广阔所带来的估值重心上移的强大引擎力量，意味着金融股在本周的涨升可能只是序幕，只是长线实力资金尝试性建仓所引发的拉升效应而已。

建议投资者积极跟踪金融股，从产业变迁的角度寻找投资机会。目前来看主要包括两条主线。一是围绕居民资产配置重心转变带来的投资机会。这已经给券商、信托带来了新的产业蛋糕，比如上市公司热捧的员工持股计划，均是带杠杆的，分为优先级与劣后级，即员工拿出部分资金，然后加杠杆向社会发行有固定收益预期的理财产品，意味着居民现金资产通过理财产品的方式实现资产证券化，说明券商业务范围有持续拓展的空间。二是围绕产业与金融资本融合的发展方向寻找投资机会，主要是指金融控股平台的设立，比如拥有租赁、信托、银行、证券、小贷等诸多业务或部分业务构成的上市公司，他们在金融业务整合方面拥有强大的优势和高企的盈利能力。

金融行业的产业地位有进一步提升的趋势。主要原因是我国家经济实力迅速提升，已成为全球第二大经济体，但金融行业发展程度与第二大经济体的地位并不匹配。我国需要大力发展金融产业，以减缓经济周期波动带来的压力。与此同时，经济实力的强大也带来居民收入水平的提升，居民的理财需求旺盛，这就催生了民间金融业的发展。

金融行业的产业地位有进一步提升的趋势。主要原因是我国家经济实力迅速提升，已成为全球第二大经济体，但金融行业发展程度与第二大经济体的地位并不匹配。我国需要大力发展金融产业，以减缓经济周期波动带来的压力。与此同时，经济实力的强大也带来居民收入水平的提升，居民的理财需求旺盛，这就催生了民间金融业的发展。