

财经圆桌

# 反弹窗口未关闭 成长风格仍占优

本周A股市场围绕3600点高位震荡，市场风格多变。机构认为从四季度到2016年一季度都是做多的时间窗口，市场在正常休整后，其韧性可能超出想象。在“资产荒”大背景下，机构对未来6个月行情保持乐观，风格上短期仍是成长占优。

## 做多时间窗口仍开启

**中国证券报：**后市行情将如何演绎？震荡格局需要什么条件才能被打破？

**谢伟玉：**短期最大的利空就是存量仓位重，尤其是公募，叠加打新资金扰动，创业板从1780点涨上来，阶段性调整一下很正常。但我们也依旧维持2850点翻多以来的判断：四季度到2016年一季度总体都是做多的时间窗口，无非是节奏把握问题。市场在正常休整之后，其韧性可能超出我们的想象。在“资产荒”的大背景下，我们对未来6个月的行情保持乐观，认为上证指数至少冲高至4000点。

首先，“钱多+资产荒”有助于维持高估值中枢，很难出现新经济估值回落至熊市假设的情况，但最高风险偏好的配资被行政手段限制，新经济估值重回新高的概率同样较低；其次，市场预期的变化快于改革进度，改革切实推进但仍不及预期的情况仍可能出现，阶段性震荡可能难以避免；再次，2016年一季度两会前的传统春季躁动仍是做多的时间窗口，将迎来一次改革创新预期修复、增量资金推动的上行。随后市场在融资压力、大非减持压力之下，可能震荡加剧。

**周雨：**近两周，大盘以3500点为中枢反复震荡，这与近期基金仓位快速增加、短期获利回吐消化有较大关系。从基本面来看，10月宏观经济数据显示经济增长依然疲软、IPO重启以及巴黎恐怖袭击事件等因素，给近期市场带来不同程度的扰动。但我们认为，近期市场虽然涨跌互现，但未来继续反弹的概率较大，打破震荡格局，需要市场赚钱效应的引领。这需要未来市场热点轮动出现一定持续性。近期IPO重启之后，新股上市带来的炒新效应，或许能给市场增添一些人气。

**谷永涛：**随着市场对前期信

息的消化，指数震荡上行，股指处于近期高位。由于IPO重启，尤其是2015年依然按照原来的申购方案进行，市场资金面有一定压力，导致市场波动加剧。

站在现在的时点上看，基本面属于静默期，与盈利相关的数据短期内不会更新，对行情的变影响较小；从流动性角度来看，目前宽松的格局有望继续保持，进一步大规模宽松的概率不高，且对市场的边际影响较小，货币政策保持现状的可能性较大。

影响行情最主要的因素来自政策面变化，比如宏观政策对房地产政策方向的定调、美联储加息、恐怖主义对欧洲乃至全球的影响等，都会改变投资者短期风险偏好。

因此，短期内要打破震荡行情，一方面需要政策面的改变，另一方面是国际市场的变化。

## 成长风格料延续

**中国证券报：**本周市场风格多变，跷跷板行情频现，后市风格将如何演变？

**谢伟玉：**风格上，我们认为短期成长占优，因为创新是“十三五”规划的第一理念，创新驱动发展战略也列在所有国家战略之首，足见国家的重视程度，而创新力相对更强、代表转型方向的成长股自然成为投资者的优先。我们将寻找新经济中高景气的子行业来获取超额收益，如教育、体育、健康养老、休闲服务、高新技术、军工等。长期来看，随着转型经济在资本市场的几何级数反应，新经济行业的市值占比可能突破海外资本市场的历史占比，达到前所未有的高度。

从中期来看，还是“平行世界”。传统经济投资可能从高股息和转型跨界开始，以MSCI、深港通等A股国际化事件为催化剂，以部分资产配置机构增量资金进场为契机，在传统领域仍将

看到大量“跨界成长”，我们很可能在春季躁动中也将看到传统行业大市值股票的表现机会。

**谷永涛：**自十月份开始，大小盘股轮番表现，风格切换速度较快，虽然目前市场的流动性推升整体估值，但二者背后的逻辑不尽相同。从市场表现来看，蓝筹股的行情启动，政策层面主要来自于改革进程加速、保底经济政策出台以及“一带一路”的推进，同时叠加基本面的变化，其背后的逻辑是改革、经济底线以及去产能。而中小板、创业板的行情更多是来自于相关新技术、新产业的推进，背后的逻辑是经济转型与技术产业的推进。

从大小盘的市场演变逻辑看，我们认为政策推进的预期更稳定，而技术创新带来的市场反应更强。在保底经济的大政策背景下，蓝筹股估值有望逐步提升，而中小市值个股的波动或加剧。然而市场情绪和流动性短期内都难以发生方向性转变，短期内小盘股的高估值急剧下降的概率不大。

**周雨：**本周市场虽几度出现跷跷板行情，但无论从20日还是5日的涨跌幅统计来看，小盘股的表现均明显优于大盘股。我们认为这种趋势在未来还将延续。继续看好代表新经济的“中小创”在未来的表现。而蓝筹板块，在本轮反弹中大多同步于大盘指数，预计后市超额收益也不会存在太

大空间。

今年以来，题材股火热，概念板块纷至沓来，涉及到的行业往往符合“小、新、炫”特征，这也是促使中小盘指数持续超越同期大盘的重要因素之一。展望后市，“新常态”需要经济发展的新引擎，“旧常态”下拉动经济的引擎正处于转型阵痛中，我们认为在这样的经济格局之下，未来题材、概念板块火热的风格还将持续出现。

# 反弹窗口未关闭 成长风格仍占优



申万宏源证券高级策略分析师  
谢伟玉



太平洋证券宏观策略分析师  
周雨



信达证券策略分析师  
谷永涛



主持人：本报记者 张怡

## 中期向好精心布局

**中国证券报：**短期内市场热点切换快速，投资者该如何应对？

**谷永涛：**从市场表现来看，前期大小盘轮番表现、热点快速切换，指数波动加剧。因此，目前投资策略应以提高安全性为主。

投资品种以蓝筹股为主，其标的应符合目前的政策导向，包括国企改革、一带一路、保底经济等，同时估值有较大安全边际。从行业和公司的角度来看，选股标的属于政府有意愿且有能力支持的领域。

同时，投资小盘股应结合估值和基本面情况。由于技术发展

进程和市场热点轮换的不确定性都比较高，导致市场热点切换较快，追逐热门个股不是一个好的投资策略。因此选股标的应该从基本面出发，同时选择具有转型和创新背景的个股。

**谢伟玉：**在未来几个月大势向上的假设下，建议投资者中期持有，特别是持有有确定性机会的股票，例如新能源汽车。未来我们看好教育板块。这是具有深刻变革的产业型机会，催化剂将接踵而至，包括年内教育法一揽子法案有望在人大二审通过并公布，取消高等教育非营利性；根据发改委今年计划，《关于鼓励社会力量兴办教育的若干意见》也有望出台，非义务教育尤其是高

等教育是重中之重；教改箭在弦上，高校资产证券化和校产剥离是大势所趋。

此外，国企改革主题整体跑赢大盘，而且回撤小。短期重点关注山东、福建、深圳的国改加速。

**周雨：**短期市场热点切换较快，投资者在操作上难度加大，很难每次都踏准市场节奏。因此建议“看长做短”，选取中期持续看好的行业或未来有政策红利预期的板块，对其中的龙头个股重点布局。投资线索方面，可重点关注包括体育服务、医疗服务、教育、娱乐板块在内的现代服务业，以及包括新材料、新能源汽车、信息技术、高端装备制造在内的高端制造业。

从乘用车上市公司公布的10月份产销快报看，1.6升及以下乘用车车型占比较高的长城汽车、上汽集团、长安汽车等上市公司显著受益。以长城汽车为例，10月份公司共销售汽车80292万辆，同比增长13.79%，增速较9月份提高了10.7个百分点。其中，主打1.5T主力车型哈弗H6和哈弗H2的销量分别达到37541辆和16785辆，同比分别增长23.6%和43.73%。

车市快速回暖有望利好乘用车上市公司四季度业绩。今年第三季度，乘用车销量连续下滑，乘用车企业业绩均受到不同程度的影响。11家乘用车上市公司中，海马汽车、一汽轿车、“ST夏利、金杯汽车、悦达投资净利亏损，长城汽车、长安汽车、力帆股份净利同比下滑。净利同比正增长的仅有比亚迪、上汽集团、广汽集团。随着1.6升及以下乘用车的热销，乘用车上市公司四季度业绩有望重拾增势。

## 调结构成持续动力

除政策扶持外，国内汽车结构调整也成为车市稳增长基石，特别是SUV的快速增长，直接带动乘用车销量乃至整个车市的快速增长。同时，今年以来，新能源汽车呈现爆发式增长势头，未来有望成为国内车市增长新动力。

从10月SUV销售情况来看，10月SUV销售62.20万辆，环比增长9.80%，同比增长60.56%；1-10月，SUV销售470.62万辆，同比增长48.37%，均远超出国内乘用车乃至整个车市的增速。同时，相对于北美等成熟的车市来看，国内SUV的占比仍然偏低，SUV持续高增长的势头有望得到延续，并将继续成为国内车市稳增长的最大动力。

同时，SUV也将助力国内自主品牌车企逐步提高市场占有率。今年1至10月，自主品牌SUV销售250.17万辆，同比增长82.0%，占SUV销售总量的53.2%，比上年同期提高9.8个百分点。从市场增速看，自主品牌增速远高于行业平均水平。10月数据显示，SUV销售前三甲全部被自主品牌所占据，分别为哈弗H6、宝骏560以及传祺GS4。

除SUV外，新能源汽车今年以来的爆发式增长有望在未来成为国内车市稳增长新动力。据中汽协统计，10月新能源汽车生产36494辆，销售34316辆，同比分别增长4.2倍和5.0倍。其中，纯电动汽车产销分别完成27639辆和26193辆，同比分别增长6.5倍和9.2倍；插电式混合动力汽车产销分别完成8855辆和8123辆，同比分别增长1.7倍和1.6倍。

同时，1至10月新能源汽车生产181225辆，销售171145辆，同比分别增长2.7倍和2.9倍。其中，纯电动汽车产销分别完成121099辆和113810辆，同比分别增长3.3倍和3.9倍；插电式混合动力汽车产销分别完成60126辆和57335辆，同比增长1.9倍和1.8倍。

# 长期投资赚钱概率大

□大摩华鑫基金公司

如果说市场博弈是一场公平游戏，那么每一次交易的盈利概率应该是50%，连续两次交易都盈利的概率为25%，而连续三次交易都盈利的概率就仅剩12.5%了。这就告诉我们，要想在每次交易中都赚钱几乎是不可能的事，即使能够在市场博弈中获得一个相对更高的胜率，如70%，那连续两次交易都赚钱的概率也仅为49%，尚不足50%。然而绝大部分人还是喜盈不喜亏，更有甚者希望从每一次交易中都能够赚钱，那么对这些人的最佳建议就只能是尽量少做交易”，因为对他们而言，交易次数越少，不亏钱的概率也就越大。

其实从历史数据来看，少做交易并不像听起来那样让人失望。我们统计了在历史上任意时间点投资上证综指的收益情况，首先假设我们能够在任意时点买入并持有上证综指一整年，那可能获得的年化收益将介于-71.7%到255.7%之间，其中若恰好在2006年9月26日以收盘价买入上证综指，并在2007年10月16日成功平仓，就可以斩获年化255.7%的惊人收益。但若运气不佳，选择在2007年10月16日才买入上证综指并持有一年，就会面临-71.7%的年化亏损。而在我们统计的2337个投资区间内，能够获得正收益的概率达到52.5%。

以上试验说明针对上证综指做一份一年期定期投资是能够有52.5%的概率赚钱的，并且还伴随有机会获得最高255.7%的年化收益。如果将投资期限放长呢？同理，我们分别测算出了在任意时点投资上证综指2年、3年甚至10年的情况，发现随着投资期限的不断上升，年化收益振幅空间会逐渐缩窄，比如投资2年的回报介于-28.4%到129.2%之间，投资3年的回报介于-22.3%到53.9%之间，这不仅意味着可能获得的最大收益会不断减少，也同时揭示出对潜在亏损的有效控制。我们甚至发现，从2000年至今，如果对上证综指的投资期限可以达到10年，回报率将恒为正值，也就是说在任意时点投资上证综指10年的亏损概率为零。

所以，对一些害怕亏损又在交易中不具备太多优势的投资者来说，长期投资是一个非常不错的选择。一方面可以通过降低交易频率来规避掉大概率的亏损，一方面也更能有机会获得象征经济增长的长期平均收益。至少从历史数据来看，长期投资的确具有潜在亏损更低、赚钱概率更大的特点。

## 名家连线

# 郑学勤：中国需求仍是改变大宗商品走向的主力军

□本报记者 任晓



郑学勤  
前美国芝加哥期权交易所  
董事总经理

未来改变大宗商品价格走势的主要动力将是来自中国的需求。因此，在估量商品价格时，也许应当从以美国经济为中心的模式转向以中国经济为中心的模式。换句话说，应当更注重中国市场产生的价格以及“一带一路”战略的落实进度。

前美国芝加哥期权交易所董事总经理郑学勤日前接受中国证券报记者采访时表示，无论联储是否加息，中国经济很可能将继续按前几年的速度发展。未来改变大宗商品价格走向的主要动力仍将是来自中国的需求。因此，在估量商品价格时，也许应当从以美国经济为中心的模式转向以中国经济为中心的模式。换句话说，应当更注重中国市场产生的价格以及“一带一路”战略的落实进度。

近期，尤其是在法国遭遇恐怖袭击之后，有些观点认为不仅是欧洲，美国经济前景也不容乐观，将会衰落。对此，郑学勤认为，经济学家的分析往往不包括社会因素，法国的恐怖袭击对欧洲经济会有影响，它不是来自经济因素，甚至不是来自欧洲，因为它的不确定性无法预测、模式化或量化。此类风险理应造成股市大幅度波动，但是，美国股市不但没有跌，反而大涨。这不等于说欧洲经济面临的威胁对美国经济不构成影响，而是反映出市场的风险意识以及金融资产的风险与回报关系被严重扭曲。造成这种扭曲的是美联储从2006年以来实行的史无前例的货币宽松政策。如果没有意外美联储将在今年12月加息。不过，本周三公布的10月联储会议纪要还是留了活口。如果联储加息，在目前情况下，无论对就业或通胀都不会有实质影响。它的最大影响应当是它会改变基本经济金融资产中的风险权重。

郑学勤表示，美国目前经历的不是周期性而是结构性调整，但在美国，无论政府还是媒体都不愿意承认这一点。美国经济以消费为基础，将近70%的经济发展靠消费拉动。自从新兴国家出现廉价高速地生产中低端消费品的能力，美国制造业就失去了很大一部分竞争力，而用来填补空缺的服务业在很大程度上不能输出。如果不改变基本经

济模式，美国经济就没有突破点了。

郑学勤称，美国失业率虽然降至5%，但生产力增长率只有2%，代表未来生产力的长期投资很少。中国提出要从供给端进行经济改革，从提高劳动生产率、增加长期资金投入、提高产品质量和重视绿色经济入手发展经济。这个战略事实上改变了全球经济竞争格局。在这方面，中国自身拥有庞大的天然有效消费市场，因此具有竞争优势，而美国还没有意识到这种转折正在发生。

同欧洲一样，美国经济也面临收入和福利过高问题。在落后国家缺乏生产能力时，发达国家的高利润可以弥补其间差额。等到新兴国家用更低成本生产出相同产品时，矛盾就暴露出来。因此，发达国家要么通过货币贬值拉平差距，要么用超值货币获取他国产品。这两种途径都会削弱本国经济竞争力。在服务业和房屋租赁等领域，因为鲜有国际竞争，价格只涨不跌。在美国，医保费用高企和房屋租金飞涨，严重限制了日益增多的退休人口和刚就业的年轻人的消费能力。

郑学勤表示，美国目前正面临大选，2016年政府基本不会有改革大动作。无论联储是否加息，美国经济很可能将继续按前几年的速度发展。如果加息导致美国经济出现趋势下滑，美联储会重新回到宽松货币政策。

## 精彩对话

中国证券报：美联储12月加息似已成定局。加息后

会对全球大宗商品产生什么影响？大宗商品还会继续下跌吗？

郑学勤：大宗商品价格变化恐怕也不是周期性的，因此，也许不该拿历史高位作为反彈的坐标。耶伦在2011年一次讲话中提到，从2010年夏天到2011年4月，布伦特原油上涨了70%，玉米涨了一倍，CBR指数涨了40%。她认为这不是美联储货币政策而是供需关系造成的。无论这个判断是否全面，考虑到美元因素和供需关系预期的变化，认为商品价格会回到2011年高位的预期恐怕不现实。

美联储加息

会导致美元短期上涨。10月以来，美元相对欧元涨了5%，相对日元涨了2%，分别为7个月和3个月新高。同时，纽约原油跌了9.1%，铜跌了8.7%，黄金跌了4.1%。摩根大通认为到2016年底，美元与欧元的比价将是1比1.12，对日元为1比1.25。高盛认为，它们的比价将分别为0.85比1和1比1.35，这将使商品价格继续承压。

未来改变大宗商品价格走势的主要动力仍是来自中国的需求。因此，在估量商品价格时，也许应当从以美国经济为中心的模式转向以中国经济为中心的模式。2011年商品价格被推到那么高的价位，很大程度上是因为在决定价格的美国市场上交易的人，对中国经济情况缺乏接地气的了解，因此过高估计中国需求，特别是对原油的需求。眼下，如果原油价格持续低位徘徊，其他商品价格的反弹都有问题。