

杠杆驱动弱化 A股“蛮牛”变“慢牛”

刘志平

我们认为,上证指数在突破 3000 点后,今年 A 股将呈现“大涨大震,小涨小震”的格局,在“1·19”行情之后更加如此。

“1·19”行情源自监管层出手干预和规范两融,背景是市场交易杠杆率提升速度太快——经过去年 11~12 月份的“井喷”,A 股两融余额的市值占比、交易量占比只用 2 个月的时间就赶上了欧美和亚太成熟市场的水平,这不得不令监管层在惊喜之余感到忧虑。

毕竟 1987 年美国股市曾经因为交易杠杆的破裂瞬间引发了大股灾,警示之心不可无;具有同样投资文化的我国台湾股市在上世纪 80 年代末至 90 年代初的杠杆化牛市阶段,明显形成了急涨急跌的特征。

他山之石需借鉴。我们认为,目前国内所有证券公司的净资产才 6118 亿元(截至去年三季度末数据),这与几十万亿的市场业务容量是严重不对称的,一直被诟病的“国内所有证券公司加起来还不如高盛或大摩一家大”的原因即在于此。2.56 倍的资本杠杆率离 4~5 倍的监管层设定目标也仍有较大的扩张空间。同时,几乎所有的证券公司正在“快马加鞭”地继续扩充资本金,因此市场两融余额的继续扩张是必然的。

但另一方面,预计从今年二季度开始,尤其是下半年注册制落地后,市场市值规模和交易规模的扩张速度会更快。从而除极端情况外,A 股市场两融余额的 2.5%~3.5% 左右的市值占比、20%~30% 左右交易占比会逐渐保持在均衡状态。换言之,“井喷”之后两融余额市值占比和交易占比的提升速度会减慢,甚至在市值扩张速度更快的态势下会减弱,其对行情的驱动力也将减缓。

近期,我们已经注意到,一方面基于监管层的出手规范;另一方面基于行情的稳健性弱化,一些伞形信托、场外配置的杠杆率在主动调低,部分证券公司也有调高抵押担保率的行为,这意味着市场杠杆率及其对行情的驱动力在阶段性转弱。

此外,我们借鉴股指期货的经验还注意到,在市场投资行为中,杠杆型资金是最为敏感的。在以往沪深 300 期指与现货指数的运行中,但凡节假日前后的基差会显著缩小,这说明杠杆型资金基于长假期间的资本成本因素,更主要的是基于长假期间的不可预测性因素,都有缩小持仓部位、降低杠杆比例的动因。

这对已经进入杠杆化时期的 A 股市场借鉴意义是:在杠杆“井喷”驱动行情飙升之后,应注意春节长假前夕市场自发性降杠杆给行情可能带来的回撤影响。

近期,我们按照申万二级行业分类标准梳理了各行业的最新动态估值,除金融(银行、证券、保险)、铁路运输、水泥等少数行业板块还有估值驱动与估值修复空间外,其他绝大多数行业板块的估值均已修复到位,更多已经出现透支,因此有必要进行修整。

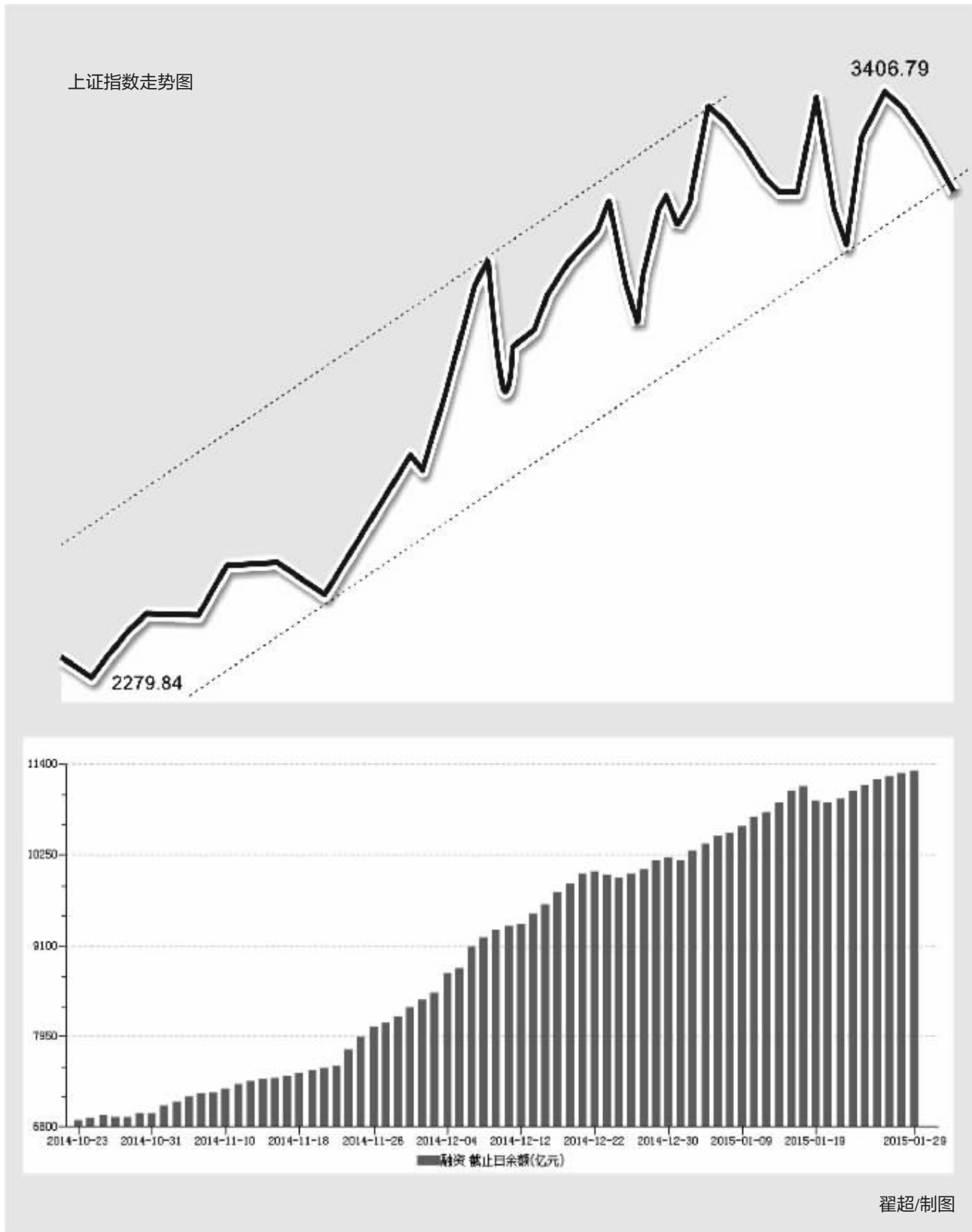
更主要的是,传统周期性行业缺乏内生性增长的预期,需要以更长的时间来等待政策红利的显现。因此,我们在 1 月中旬的报告中提示,传统周期性行业毕竟还是有估值天花板,如果周期性权重板块因前期资金积淀太深而再次出现拉升,策略上是乘机降杠杆的时机,而不是增杠杆的机会。

在“蛇羊交替”之际,我们对羊年 A 股市场的预期是:

(1)主板的特征:金融股搭台,国企改革唱戏,纵向整体上市、横向产业链并购、劣股跨界重组。

(2)指数的特征是:杠杆作用下指数波动性加剧。随着期指、期权、境外做空工具、融资融券、质押式回购等做空工具、杠杆工具的日益丰富,A 股行情正在从以往买涨或抛跌的“二维世界”进入立体式博弈的“四维空间”。权重成分股再度出现去年 11 月份以来的“拉杆式”单边上涨已不太可能。

(3)创业板的特征是:随着注册制、无盈利上市、退市制度的落地,以及市场规模的迅速扩大,再出现类似前两年单边上涨的行情也已不太容易,或进入到股票趋势性分化、指数螺



旋式前行的时期。

(4)市场的交易特征是:好看不好做。2015 年 A 股行情不会差,但会“特别难做”,并且进入到“立体式博弈”时代后的行情将会越来越难做。

我们继续维持已有的观点:为了扎牢两个平台——主板在 3000 点以上构筑国有资产证券的对价平台;创

业板构筑承受注册制、无盈利上市、退市制度落地的回撤平台,也是 A 股从“蛮牛”转向“慢牛”需要一个切换区。

阶段性时间内的 A 股仍是区域震荡——“大涨大震,小涨小震”,以时间换空间的行情格局。随着市场交易杠杆率提升速度的减慢或转弱,权重蓝筹股的涨升动力已减弱。随着市场开始转入存量模式,以及年报主题的升

温,2~3 月份的行情结构重心再次偏向小市值。

策略上,我们建议适当增加防御性行业二线蓝筹的配置,如医药医疗、传媒等;小市值中“双确定”(业绩确定、成长性确定)是继续增加配置的首选,年报含权主题股又迎来“炒一个扔一个”的交易性机会。

(作者系华鑫证券分析师)

市场重归存量博弈 白马成长股看好

王胜

从市场的流动性来看,乐观预期边际削弱,市场重归“存量博弈”。首先,降息降准等宽松政策依然缺位,前期市场期待的货币宽松乐观预期进一步下降;一方面,央行政策维持相对中性,近期央行进行了 7 天与 28 天逆回购,释放 550 亿资金,但利率水平随行就市,更多目的在于对冲外占下滑与平滑节前资金面紧张而非引导利率下行。另一方面,人民币近期贬值压力明显加大,也对货币宽松造成一定限制。而美联储议息会议传递出相对鸽派信息,一定程度上也给了监管层更长的观察经济走势与政策实施必要性的时间窗口。

此外,股市流动性层面,增量资金流入有所趋缓,上周银证转账变动净额再次大幅流出;从 EPFR 数据监测来看,海外资金流出仍在继续。缺少增量资金推动,短期内 A 股市场重归存量博弈,整体进入震荡格局。

宏观经济方面,稳增长压力凸显基建重要性,应关注下一个区域板块的主题风口。最新公布的 2014 年 12 月工业企业利润累计增长 3.3%,较上月下降 2 个百分点;其中 12 月单月同比下降 8%,降幅比 11 月份扩大 3.8 个百分点,低于市场预期。

中观层面来看,钢铁、水泥、煤炭

等工业品价格依旧疲弱,显示当前经济下行压力仍然较大。过去半个月,发改委批复了 11 个公路、铁路、桥梁、机场等基建项目,总投资逾 1100 亿元。而地方层面,28 省已开或在开地方两会,除上海未设定具体增长目标和西藏基本持平外,其他 26 省均下调 2015 年国内生产总值(GDP)增速目标并提出了相应的投资目标,交通、能源、水利等依然是重点方向。在房地产大周期下行,制造业去产能进程仍未完成的背景下,加大基建投资成为 2015 年稳增长的主要手段,区域规划战略的重要性也更加凸显,相关投资机会值得重视。除了之前市场相对热捧的“一带一路”、“京津冀”等主题,“长江经济带”也是区域板块的重要风口之一。

资产配置上,我们提出的从均衡配置逐步过渡到坚持做 Alpha(积极投资回报)的逻辑得到市场验证。

为什么 Alpha 类资产在本轮行情中相对占优?除了大盘蓝筹本身受到监管层态度转变、仓位上升过快、估值偏贵且尚无无法获得基本面验证等因素而失去弹性之外,Alpha 类成长股本身也存在一定催化因素:

(1)业绩不可证伪:一些成长股的年报和一季报预告超预期,以及高送转,导致有业绩的成长股、以及空间大的新兴行业(如互联网金融等)受追捧。(2)政策驱动,年初金融软件国产化政策、征信牌照发放、股权众筹法公布在即,构成

TMT 板块的催化剂。(3)股票供给压力减弱,证券法修改晚于预期,导致注册制推出可能延后。

总体来看,白马成长股的业绩超预期与政策催化驱动等因素或延续至两会前,而有可能令大盘再次反弹的经济超预期也要等到二季度才能确认,短期内本轮成长股活跃行情有望延续至春节前乃至两会。需要关注的风险主要在于监管层对于新股发行节奏的态度以及货币政策的超预期。

有投资者可能会问,白马成长指什么?Alpha 指什么?风格的判断事实上源于对流动性总量和结构、边际资金性质以及当前的相对估值水平的感知与判断。而所谓的白马成长或者 Alpha 则是在风格上提醒大家暂时抛弃之前自上而下 BETA 行情的念头,转向自下而上的思路;关注那些估值不高(需要看估值的行业板块),业绩增长大概率没问题,PEG 相对合理的股票,如果再涉及一些近期比较火的主题概念,估值弹性就会比较大。

而上周阿里巴巴业绩低于预期引发股价暴跌也提醒我们,需要对缺乏业绩支撑、纯概念驱动高风险偏好的小票要多一份谨慎。对于喜欢周期股又想获取 Alpha 收益的投资者,还可以在化工品种寻找机会,比如涨价明显或者价格稳定但成本下行明显的品种。

(作者系申银万国证券分析师)

解禁公司仅 8 家 本周市值为全年最低

张刚

根据沪深交易所的安排,本周两市共有 8 家公司的解禁股上市流通,解禁股数共计 6.58 亿股,占未解禁限售 A 股的 0.14%。

其中,沪市 3.45 亿股,占沪市限售股总数 0.16%,深市 3.12 亿股,占深市限售股总数 0.13%。以 1 月 30 日收盘价为标准计算的市值为 90.52 亿元,占未解禁公司限售 A 股市值的 0.14%。具体来看,沪市 2 家公司解禁市值为 18.24 亿元,占沪市流通 A 股市值的 0.01%;深市 6 家公司为 72.28 亿元,占深市流通 A 股市值的 0.07%。

本周两市解禁股数量比前一周 47 家公司的 72.38 亿股,减少了 65.80 亿股,减少幅度为 90.91%。本周解禁市值比前一周的 1078.79 亿元,减少了 988.27 亿元,减少幅度为 91.61%,为 2015 年年内最低水平。

深市 6 家公司中,漫步者、汤臣倍健、飞利信、绿盟科技共 4 家公司的解禁股份是首发原股东限售股份,恒康医疗的解禁股份是股权激励一般股份。其中,飞利信的限售股将于 2 月 2 日解禁,解禁数量为 1.30 亿股,按照 1 月 30 日的收盘价 33.55 元计算的解禁市值为 43.46 亿元,是本周深市解禁市值最多的公司,占到了本周深市解禁总额的

60.13%,解禁压力集中,也是解禁股数占解禁前流通 A 股比例最高的公司,高达 111.63%。冀东水泥是深市周内解禁股数最多的公司,多达 1.35 亿股。解禁市值排第二、三名的公司分别为冀东水泥和漫步者,解禁市值分别为 16.37 亿元、5.58 亿元。

深市解禁公司中,汤臣倍健、飞利信、恒康医疗涉及“非”解禁,需谨慎看待。此次解禁后,深市将没有新增的全流通公司。

沪市 2 家公司中,安源煤业的解禁股份是定向增发限售股,广电电气的解禁股份是股权激励一般股份。其中,安源煤业在 2 月 4 日将有 3.45 亿股限售股解禁上市,是沪市周内解禁股数最多的公司,按照 1 月 30 日的收盘价 5.28 元计算,解禁市值为 18.20 亿元,为沪市解禁市值最大的公司,占到本周沪市解禁市值的 99.79%,解禁压力极度集中,也是解禁股数占流通 A 股比例最高的公司,比例达 53.40%。广电电气的解禁市值为 0.04 亿元。

沪市解禁公司中,广电电气涉及“非”解禁,需谨慎看待。此次解禁后,沪市将有安源煤业、广电电气成为新增的全流通公司。

统计数据显示,本周解禁的 8 家公司中,2 月 2 日有 4 家公司限售股解禁,解禁市值为 65.03 亿元,占到全周解禁市值的 71.84%。本周解禁压力的集中度很高。

(作者系西南证券分析师)

财苑社区 | MicroBlog |

消息面偏空 本周继续探底

王者至尊(江海证券投资顾问):技术上,上证指数周线在 9 连阳后首次收阴,日线在 8 连阳后首次收阴。沪指日线 MACD 绿柱二度翻绿,应继续防范指数的调整风险。上证指数 1 月份连续冲击 3400 点未果,最终出现大幅调整,这也表明 3400 点成为一个重要的阻力位。

消息面上,管理层第一次处罚部分券商两融违规,导致了 1 月 19 日的暴跌。此后的治理整顿令形信托和第二批券商两融检查进一步遏制了市场杠杆率的提升,因此,上周股指的连续阴跌也在情理之中。上周五,上证指数没有出现回补周四下跌留下的缺口,反而跌破了周四的低点以及 30 日均线的支撑,技术面继续走弱,预计本周初仍有继续向下的动能,后市不排除向考验 3100 点整数关口。

大盘短空长多 股市未来更美好

刘思山(容维投资分析师):上周五大盘再次下跌,股指已经连跌 4 天,跌破 30 日均线,来到上升通道的下轨处。若本周一大盘惯性下跌,大盘的上升通道将遭到破坏,股指走势堪忧,股市头部似乎将确立。

从短线上看,大盘的形态严峻,上证指数 3 次冲击 3400 点未能站稳,均以失败而告终,三重顶形态明显。而且成交量大幅萎缩,大盘形势很不乐观。但如果从中长线来看,股指的上升趋势一点都没有发生改变,仍然是牛市形态——上证指数周 K 线是上升组合,10 日均线形成有力支撑;月 K 线是标准的上升形态,1 月份的小阴十字星是典型的上升中继形态,后市继续看涨。

判断大盘趋势,既要看短线,更要看中长线,短线容易看不清方向,使人判断失误,中长线形态清晰,判断未来方向更明确。目前大盘是短空长多,短线调整不妨碍股市向上运行的大趋势,大盘向上的大方向并没有发生变化,投资者大可不必恐慌和过度担忧,要坚信股市牛市性质,坚定股市中长期上涨的信心,相信股市未来更美好。

连续深跌可能性小

股市捕快(网友):上周大盘波动较大。在管理层杠杆交易监管趋严的同时,货币宽松的期待亦屡屡落空,场外资金放慢了入场步伐。存量资金博弈以及市场情绪不稳成为近期市场主要特征,也是市场出现持续整理的重要原因。在此背景下,权重指标股普遍大幅调整,而中小盘成长股则有所走强,表明市场资金依然在积极挖掘其他机会。

上周末证监会核发 24 家拟上市企业的上市批文。在 1 月份股指收阴的情况下,新股发行节奏的加快,对市场信心有所打击。随着春节前消费需求的猛增,市场流动性偏紧的局面也将有所强化。如果从两融数据以及目前行情的走势特征来看,短期内大盘上涨幅度可能会较为有限,大跌的可能性加大。不过,从今年第一批 22 只新股申购期间央行所释放流动性对冲来看,第二批的 24 只新股申购,若央行再度出手相救则行业亦无需太悲观。估计本周大盘将延续震荡调整,但连续深跌的可能性不大,市场将进入考验投资者耐心与斗志的阶段。

最佳布局期看下周

股海一少(财经名博):上周的持续下跌让投资者开始怀疑牛市是否已经结束,对此,笔者认为,市场的大格局没有改变,后市依然看好。

从技术面来看,未来一周市场可能仍然偏空。上证指数 3400 点显然已成短期市场上涨的重要阻力,冲破 3400 点市场将重新走牛,而冲破 3478 点则是牛市进入第二阶段的标志,估计这一任务要在春节后去完成。节前市场将进一步积蓄力量,而市场重要支撑在 3000 点。上证指数在 3100 点附近可能会止跌回稳,但能否止跌则有待观察。

从调整时间来看,预计下周仍难以止跌,春节前一周有望重新回暖。因为每年的春耕行情的播种期往往都在春节前一两周。

(王鹏 整理)

(更多内容请访问 <http://cy.stcn.com>)