

从中证500和沪深300成交额看A股投资机会

## 资金面给力 市场迎来2005年后第三次全面机会

中国上市公司研究院

去年下半年以来,A股市场出现一波量价齐升的上涨行情,市场情绪逐步好转,困扰A股近7年的熊市阴影基本散去。不过,由于市场风格频繁转换,不少投资者未能从市场的好转中获得充分的回报,出现满仓踏空甚至满仓被套的一幕。这主要因为不少投资者在以下两个阶段错过了市场风格节奏:一是从去年11月中旬至今今年1月初,大盘蓝筹股大幅跑赢中小盘成长股;二是今年前3个月,小盘成长股持续大幅走高,蓝筹股则高位整理,止步不前。而从另一方面来看,如果投资者能够成功踏准风格转换节奏,也会获得非常可观的回报。因此,如何跟踪市场风格的变化趋势,成为未来获取较好投资收益的关键。

由于资金面是影响股票市场短期波动的重要因素,而判断一个个股或一个板块是否获得资金关注的最直观依据就是成交量的变化。为此,我们选取中证500指数和沪深300指数,将其作为小盘成长股和大盘蓝筹股的观察对象,以二者成交金额的比例来反映股市资金在小盘成长股和大盘蓝筹股之间的流动情况,并将其命名为资金风格指数。如果该比例处于波动区间的高位,则说明对应时间段市场资金主要聚焦于小盘成长股,反之则说明市场资金更为关注大盘蓝筹股。

### 历史走势

对于沪深300指数,投资者可能并不陌生,自2010年沪深300股指期货推出以来,该指数逐步成为市场认可度最高的蓝筹股指数。

而中证500指数则是许多专业机构最为看重的小盘成长股的业绩对比基准,其样本股的选择分为3个步骤:1、在样本空间内股票(非ST、\*ST股票,非暂停上市股票,上市时间超过一个季度的非创业板股票;上市时间3年以上的创业板股票)扣除沪深300指数样本股及最近一年日均总市值排名前300名的股票;2、将步骤1中剩余股票按照最近一年(新股上市以来)的日均成交金额由高到低排名,剔除排名后20%的股票;3、将步骤2中剩余股票按照日均总市值由高到低进行排名,选取排名在前500名的股票作为中证500指数样本股。

在中证500指数前500只成分股中,共有246只沪市主板个股、133只中小板个股、110只深市主板个股,仅有11只创业板个股。因此,中证500指数比创业板指数更为综合地反映沪深两市中小市值公司的整体运行状况。

资料显示,沪深300指数和中证500指数的基准日期均为2004年12月31日,基准点位都是1000点,并在2005年1月4日一起挂牌上市。而截至上周五,沪深300指数报收3478.52点,中证500指数则高达6133.06点,大幅超越沪深300指数。从上市以来的走势看,2005年1月至2009年8月,中证500指数与沪深300指数走势基本保持同步,点位相差不大,某些阶段沪深300指数还明显领先中证500指数。但从2009年8月之后,中证500指数开始脱颖而出,二者差距不断扩大。

上述变化从两大指数的成交金额比例的走势可以得到非常直观的体现。统计显示,2005年至今,中证500指数与沪深300指数日成交金额比例(以下简称资金风格指数)基本以0.6为中轴上下波动(图1),上轨在0.9,下轨在0.3。在2009年8月之前,资金风格指数大部分时间都在0.6之下运行。而2009年8月之后,资金风格指数超过0.6成为新常态。

### 资金风格

尽管资金风格指数大部分时间都在0.3至0.9的区间内波动,但也有极少数时候会超越区间上下限。比如,资金风格指数有8次超过1(表1),表明资金对小盘成长股的追捧达到极致。而这8次中的4次都发生在2014年7月份。从二级市场走势来看,中证500指数2014年6月下旬开始率先启动,代表大盘蓝筹股的沪深300指数也在半个月后拔地而起,并在11月下旬至2015年1月初后来居上,成功逆袭。两大指数殊途同归,共同演绎了一只送别熊市的奏鸣曲。

时间	资金风格指数	中证500成交金额(亿元)	沪深300成交金额(亿元)
2014/7/11	1.01	522.41	515.52
2014/7/8	1.08	501.14	480.17
2014/7/7	1.01	481.29	478.84
2014/7/4	1.04	499.97	479.80
2014/8/22	1.00	575.36	577.73
2014/7/9	1.01	731.93	755.90
2014/3/25	1.00	599.44	595.05
2014/3/24	1.00	593.70	593.30

万鹏/制表 张常春/制图

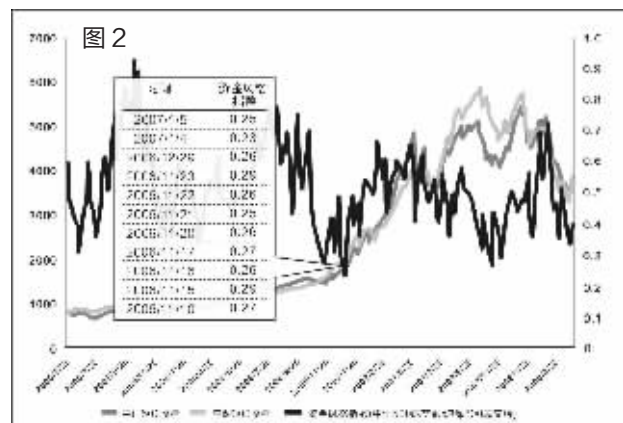
而在2010年3月底至4月初,资金风格指数也有3次高于1。半个月后,A股市场见顶回落,大小盘股齐跌,短短2个半月时间,沪深300指数和中证500指数跌幅高达30%。由此来看,当资金风格指数连续超过1,极有可能是大盘转向的先兆,但后续到底是上涨还是下跌,则需要结合其他要素予以判断。

相比之下,资金风格指数在0.3之下出现的次数更多——高达40次,这意味着资金大量流入大盘蓝筹股。从其时间分布来看,基本集中在以下三个阶段:1、2006年11月至2007年1月,共有11次;2、2008年9月下旬至2008年11月初,共12次;3、2014年12月中旬至2015年1月中旬,共14次(另有3次发生在2007年11月)。各阶段对应的行情走势和市场环境不尽相同。

第一阶段(图2)的背景是,上证指数在2005年6月探底998点后,启动新一轮牛市,股指持续上涨近一年后来到了1700点的强阻力区域,1700点在当时也被视为新的牛熊分界线。2006年5月至2006年10月,上证指数围绕1700点展开持续5个月的争夺。2006年10月下旬开始,上证指数突破性上扬,进入加速上涨阶段。资金持续流向大盘蓝筹股是此轮行情的重要推手。实际上,在2007年1月开始,沪深300指数就开



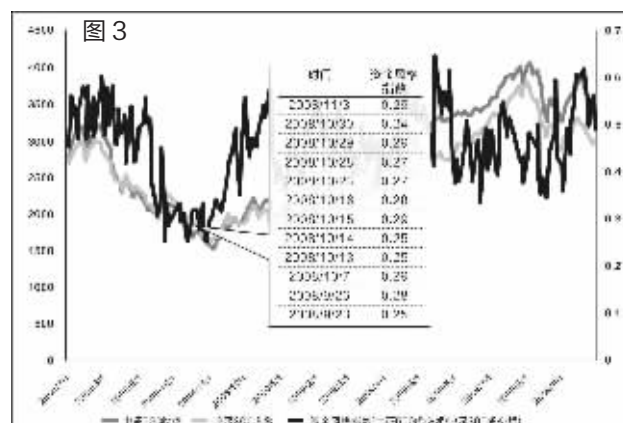
始明显强于上证指数。数据显示,2007年1月至当年的10月16日(上证指数创下6124点的历史新高),上证指数累计涨幅仅有126%,沪深300指数同期涨幅却高达187%。



回顾2006-2007年大牛市,以5·30行情为标志的市场风格转换依然让人记忆犹新。这一变化也从资金风格指数的走势上得到较好体现:2007年5月23日,资金风格指数创出0.67的阶段性高点,此后便一路震荡走低。2007年10月,各大型指数见顶回落之后,资金风格指数仍进一步走低,但此后一个半月资金对大盘蓝筹股追捧的惯性已无力推动股指的重新上行。于是,资金重新回归小盘股,推动中证500指数在2008年1月中旬创出本轮牛市的历史新高。随后,A股市场大小盘个股同步进入大熊市的节奏之中。

回顾2006年至2007年的大牛市,这是A股市场最大的一次具有宏观基本面支撑的牛市。中国经济持续高速增长,中国制造全面崛起,上市公司特别是周期性行业公司的业绩大幅提升,为大盘蓝筹股的上涨提供了充足的基本面动力。而资金面的动力同样强劲,改革开放后老百姓越来越富裕,但投资渠道十分短缺,股票市场赚钱效应吸引了大量的资金通过申购开放式基金进入股市,形成了我国资本市场上第一次存款大搬家。公募基金持续获得巨额申购后不断被动加仓,在大盘蓝筹股上的话语权持续增大,进一步推动蓝筹股和股指的上涨。这也是此轮大牛市以蓝筹股为核心的逻辑基础。因此,这一阶段资金风格指数绝大多数时候都在0.6之下运行,反映出资金以大盘蓝筹股为交易对象的风格特征。

第二阶段(图3)发生在上述大熊市的末期。2008年9月中旬开始,各种救市政策密集出台。2008年9月中旬至年底,央行4次下调金融机构存款准备金率,大型金融机构存准率累计下调3%,中小金融机构存准率更是下调了4个百分点;贷款利率则连续5次下调,由此前的7.47%调整至5.31%,累计下降2.16%;2008年9月开始,汇金公司出手增持旗下四大国有银行股票,并引发一轮国企控股股东的增持潮;2008年11月,规模高达4万亿的经济刺激政策重磅出台。



在这样的背景下,从2008年9月10日至11月21日的47个交易日中,抄底资金持续聚焦大盘蓝筹股,资金风格指

### 结论

综合上述各阶段的分析,我们大致可以得到以下三个规律:

- 1、只有出现过资金持续聚焦大盘蓝筹股的情况(对应的标准是资金风格指数长时间低于0.3),A股市场才会出现大级别、长时间、整体性的投资机会。比如2010年10-11月、2012年12月至2013年1月,大盘蓝筹股都出现过力度较大的反弹,但不论是反弹高度还是持续时间,都不及前文所分析的三个阶段。这两个时期,资金风格指数都没有跌破0.3,显示资金对大盘蓝筹股的攻击力度有限。
- 2、当市场资金对小盘成长股的追捧达到极致时(资金风格指数大于1),大盘有可能出现转向,但后续到底是上涨还是下跌,则需要结合其他要素予以判断。
- 3、2009年8月以来,资金风格指数超过0.6成为新常态,这意味着小盘成长股的活跃度越来越高,而且在多数时候成为资金运作的主要方向。为此,当资金风格指数持续维持高位的时候,并不一定意味着小盘成长股存在大的风险,市场风格会出现显著的转向。

如果将上述三点运用到当前市场,我们或许可以得到以下结论:

- 1、本轮行情是2005年以来A股市场出现的第三次大的全面性机会,具有资金面的强力支持,因此,行情的持续时间和上涨空间值得期待。
- 2、本轮行情中,大盘蓝筹股和小盘成长股均有表现机会。
- 3、尽管近期小盘成长股涨幅显著,但考虑到资金风格指数依然处于较低的位置,可以认为市场对于小盘成长股的追捧并不过热,因此,小盘成长股泡沫全面破灭的可能很低,短期大幅调整的概率也较低。

数有12个交易日都在0.3之下运行,另有28个交易日在0.3-0.4之间,仅有7个交易日超过0.4。在资金面、技术面、政策面的共同作用下,A股市场迎来大幅反弹。上证指数在9个多月的时间中上涨109%,沪深300指数上涨137%,中证500指数涨幅高达175%。

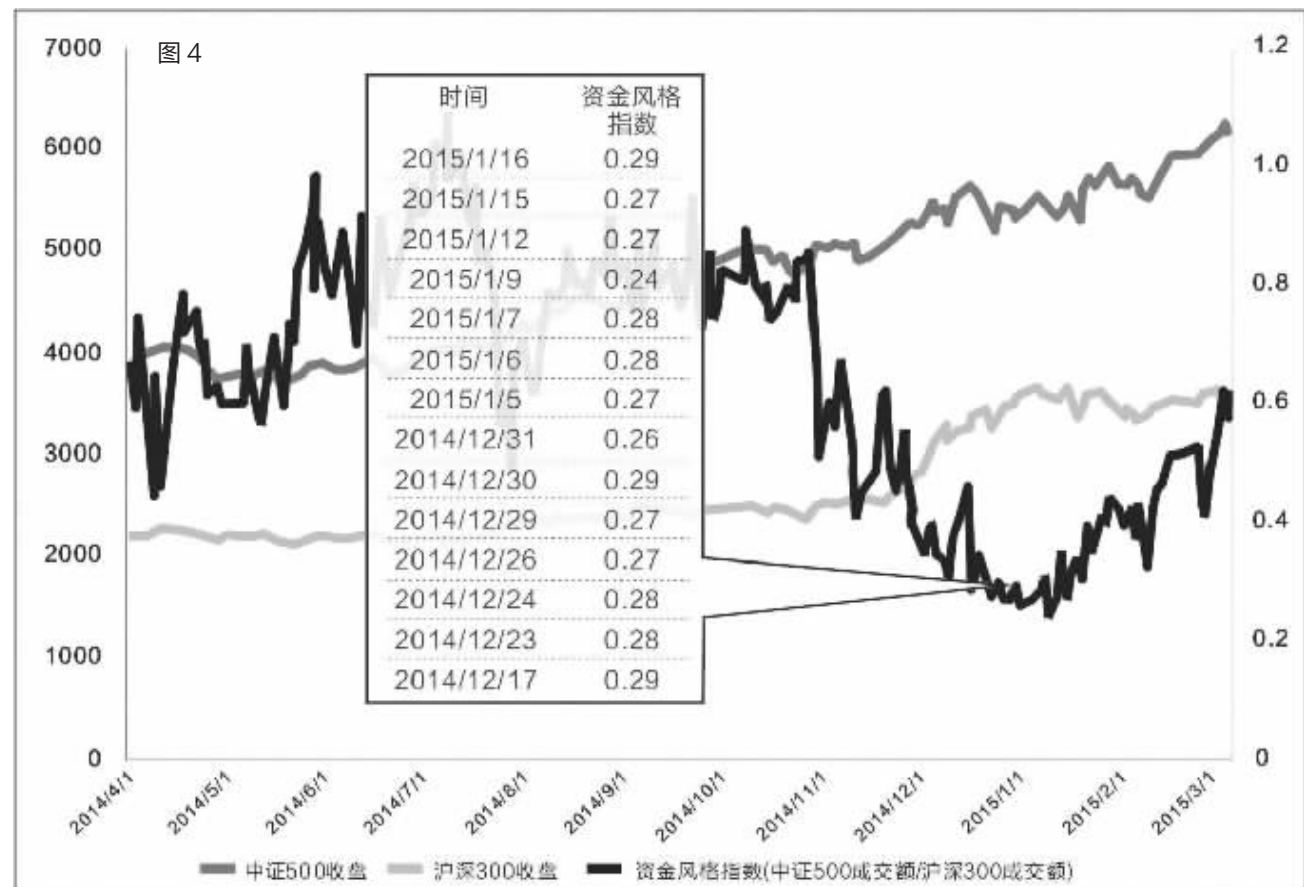
总体来看,2008年9月之后,密集救市措施的出台是大盘蓝筹股重获资金关注的政策基础,而货币政策极度宽松,则是大盘蓝筹股强势反弹的资金面基础。

第三阶段(图4)为去年12月17日至今年1月16日的一个月,资金风格指数在21个交易日中,有14个交易日低于0.3,这期间沪深300指数上涨了8.18%,中证500指数则基本持平。1月16日之后,大盘蓝筹股行情告一段落,呈现高位

整理,小盘成长股则出现强劲上扬。其对应的资金风格指数从0.3之下攀升至0.6附近,显示资金开始流入小盘成长股。

2004年下半年,大盘蓝筹股在时隔7年之后重新获得资金的关注有两方面的原因。一方面,大盘蓝筹股持续低迷之后,估值水平不断下降,在行情启动之初,总市值占市场半壁江山的银行股平均市盈率仅有4倍,其他一些周期性行业个股股价大面积跌破净资产,大盘蓝筹股对长线资金的吸引力不断凸显。另一方面,受房地产行业转向、无风险收益率下行的影响,居民的大类资产配置方向出现明显的变化,大类资产配置增加权益类资产已成趋势,A股市场主线由存量博弈转变为增量资金推动,理财资金向股市的大规模转移成为难以逆转的趋势。

(研究员:万鹏)



从中证500和沪深300成交额看A股投资机会

## 资金面给力 市场迎来2005年后第三次全面机会

中国上市公司研究院

去年下半年以来,A股市场出现一波量价齐升的上涨行情,市场情绪逐步好转,困扰A股近7年的熊市阴影基本散去。不过,由于市场风格频繁转换,不少投资者未能从市场的好转中获得充分的回报,出现满仓踏空甚至满仓被套的一幕。这主要因为不少投资者在以下两个阶段错过了市场风格节奏:一是从去年11月中旬至今今年1月初,大盘蓝筹股大幅跑赢中小盘成长股;二是今年前3个月,小盘成长股持续大幅走高,蓝筹股则高位整理,止步不前。而从另一方面来看,如果投资者能够成功踏准风格转换节奏,也会获得非常可观的回报。因此,如何跟踪市场风格的变化趋势,成为未来获取较好投资收益的关键。

由于资金面是影响股票市场短期波动的重要因素,而判断一个个股或一个板块是否获得资金关注的最直观依据就是成交量的变化。为此,我们选取中证500指数和沪深300指数,将其作为小盘成长股和大盘蓝筹股的观察对象,以二者成交金额的比例来反映股市资金在小盘成长股和大盘蓝筹股之间的流动情况,并将其命名为资金风格指数。如果该比例处于波动区间的高位,则说明对应时间段市场资金主要聚焦于小盘成长股,反之则说明市场资金更为关注大盘蓝筹股。

### 历史走势

对于沪深300指数,投资者可能并不陌生,自2010年沪深300股指期货推出以来,该指数逐步成为市场认可度最高的蓝筹股指数。

而中证500指数则是许多专业机构最为看重的小盘成长股的业绩对比基准,其样本股的选择分为3个步骤:1.在样本空间内股票(非ST、\*ST股票,非暂停上市股票,上市时间超过一个季度的非创业板股票;上市时间3年以上的创业板股票)扣除沪深300指数样本股及最近一年日均总市值排名前300名的股票;2.将步骤1中剩余股票按照最近一年(新股上市以来)的日均成交金额由高到低排名,剔除排名后20%的股票;3.将步骤2中剩余股票按照日均总市值由高到低进行排名,选取排名在前500名的股票作为中证500指数样本股。

在中证500指数目前500只成分股中,共有246只沪市主板个股、133只中小板个股、110只深市主板个股,仅有11只创业板个股。因此,中证500指数比创业板指数更为综合地反映沪深两市中小市值公司的整体运行状况。

资料显示,沪深300指数和中证500指数的基准日期均为2004年12月31日,基准点位都是1000点,并在2005年1月4日一起挂牌上市。而截至上周五,沪深300指数报收3478.52点,中证500指数则高达6133.06点,大幅超越沪深300指数。从上市以来的走势看,2005年1月至2009年8月,中证500指数与沪深300指数走势基本保持同步,点位相差不大,某些阶段沪深300指数还明显领先中证500指数。但从2009年8月之后,中证500指数开始脱颖而出,二者差距不断扩大。

上述变化从两大指数的成交金额比例的走势可以得到非常直观的体现。统计显示,2005年至今,中证500指数与沪深300指数日成交金额的比例(以下简称资金风格指数)基本以0.6为中轴上下波动(图1),上轨在0.9,下轨在0.3。在2009年8月之前,资金风格指数大部分时间都在0.6之下运行。而2009年8月之后,资金风格指数超过0.6成为新常态。

### 资金风格

尽管资金风格指数大部分时间都在0.3至0.9的区间内波动,但也有极少数时候会超越区间上下限。比如,资金风格指数有8次超过1(表1),表明资金对小盘成长股的追捧达到极致。而这8次中的4次都发生在2014年7月份。从二级市场走势来看,中证500指数2014年6月下旬开始率先启动,代表大盘蓝筹股的沪深300指数也在半个月后拔地而起,并在11月下旬至2015年1月初后来居上,成功逆袭。两大指数殊途同归,共同演绎了一只送别熊市的奏鸣曲。

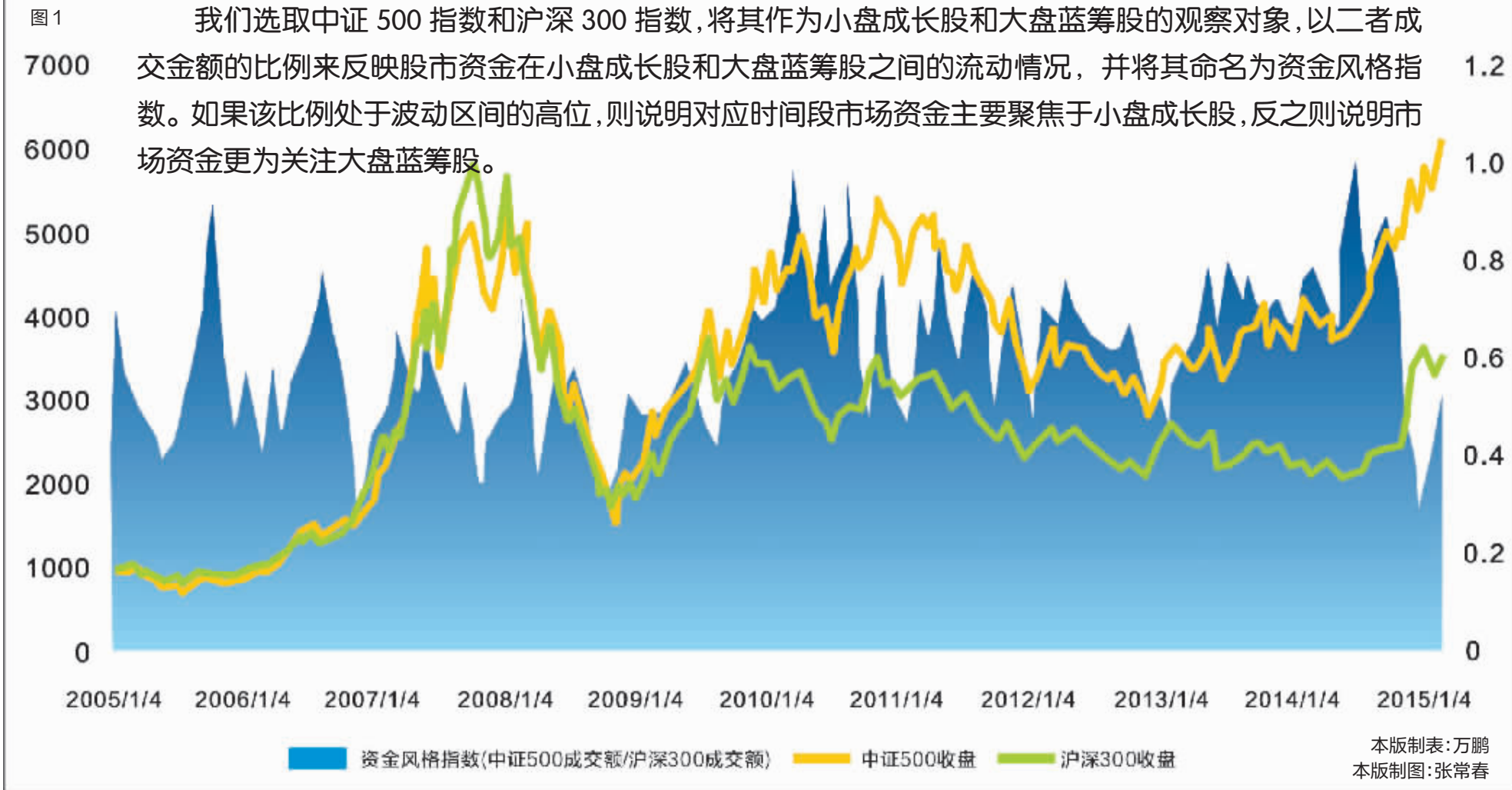
时间	资金风格指数	中证500成交额(亿元)	沪深300成交额(亿元)
2014/7/11	1.01	522.41	615.52
2014/7/8	1.08	501.14	480.17
2014/7/7	1.01	481.29	478.84
2014/7/4	1.04	499.97	479.80
2014/8/29	1.00	573.36	577.73
2014/8/29	1.01	731.93	755.00
2014/3/25	1.00	599.44	595.05
2014/3/24	1.00	590.70	593.30

万鹏/制表 张常春/制图

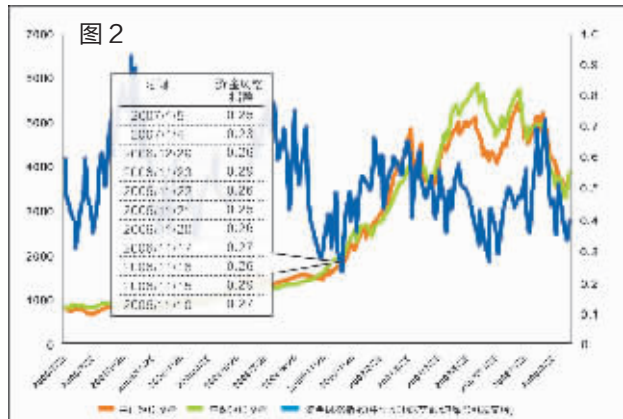
而在2010年3月底至4月初,资金风格指数也有3次高于1。半个月后,A股市场见顶回落,大小盘股齐跌,短短2个半月时间,沪深300指数和中证500指数跌幅高达30%。由此来看,当资金风格指数连续超过1,极有可能是大盘转向的先兆,但后续到底是上涨还是下跌,则需要结合其他要素予以判断。

相比之下,资金风格指数在0.3之下出现的次数更多——高达40次,这意味着资金大量流入大盘蓝筹股。从其时间分布来看,基本集中在以下三个阶段:1.2006年11月至2007年1月,共有11次;2.2008年9月下旬至2008年11月初,共12次;3.2014年12月中旬至2015年1月中旬,共14次(另有3次发生在2007年11月)。各阶段对应的行情走势和市场环境不尽相同。

第一阶段(图2)的背景是,上证指数在2005年6月探底998点后,启动新一轮牛市,股指持续上涨近一年后来到了1700点的强阻力区域,1700点在当时也被视为新的牛熊分界线。2006年5月至2006年10月,上证指数围绕1700点展开持续5个月的争夺。2006年10月下旬开始,上证指数突破性上扬,进入加速上涨阶段。资金持续流向大盘蓝筹股是此轮行情的重要推手。实际上,在2007年1月开始,沪深300指数就开



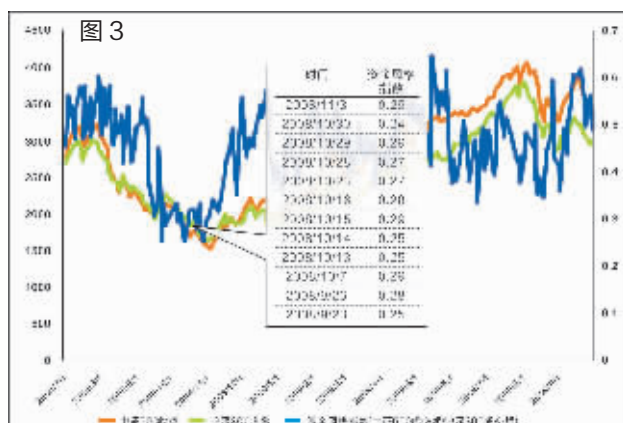
始明显强于上证指数。数据显示,2007年1月至当年的10月16日(上证指数创下6124点的历史新高),上证指数累计涨幅仅有126%,沪深300指数同期涨幅却高达187%。



回顾2006-2007年大牛市,以5·30行情为标志的市场风格转换依然让人记忆犹新。这一变化也从资金风格指数的走势上得到较好体现:2007年5月23日,资金风格指数创出0.67的阶段性高点,此后便一路震荡走低。2007年10月,各大型指数见顶回落之后,资金风格指数仍进一步走低,但此后一个半月资金对大盘蓝筹股追捧的惯性已无力推动股指的重新上行。于是,资金重新回归小盘股,推动中证500指数在2008年1月中旬创出本轮牛市的历史新高。随后,A股市场大小盘个股同步进入大熊市的节奏之中。

回顾2006年至2007年的大牛市,这是A股市场最大的一次具有宏观基本面支撑的牛市。中国经济持续高速增长,中国制造全面崛起,上市公司特别是周期性行业公司的业绩大幅提升,为大盘蓝筹股的上涨提供了充足的基本面动力。而资金面的动力同样强劲,改革开放后老百姓越来越富裕,但投资渠道十分短缺,股票市场赚钱效应吸引了大量的资金通过申购开放式基金进入股市,形成了我国资本市场上第一次存款大搬家。公募基金持续获得巨额申购后不断被动加仓,在大盘蓝筹股上的话语权持续增大,进一步推动蓝筹股和股指的上涨。这也是此轮大牛市以蓝筹股为核心的逻辑基础。因此,这一阶段资金风格指数绝大多数时候都在0.6之下运行,反映出资金以大盘蓝筹股为交易对象的风格特征。

第二阶段(图3)发生在上述大熊市的末期。2008年9月中旬开始,各种救市政策密集出台。2008年9月中旬至年底,央行4次下调金融机构存款准备金率,大型金融机构存准率累计下调3%,中小金融机构存准率更是下调了4个百分点;贷款利率则连续5次下调,由此前的7.47%调整至5.31%,累计下降2.16%;2008年9月开始,汇金公司出手增持旗下四大国有银行股票,并引发一轮国企控股股东的增持潮;2008年11月,规模高达4万亿的经济刺激政策重磅出台。



在这样的背景下,从2008年9月10日至11月21日的47个交易日中,抄底资金持续聚焦大盘蓝筹股,资金风格指

### 结论

综合上述各阶段的分析,我们大致可以得到以下三个规律:

- 1、只有出现过资金持续聚焦大盘蓝筹股的情况(对应的标准是资金风格指数长时间低于0.3),A股市场才会出现大级别、长时间、整体性的投资机会。比如2010年10-11月、2012年12月至2013年1月,大盘蓝筹股都出现过力度较大的反弹,但不论是反弹高度还是持续时间,都不及前文所分析的三个阶段。这两个时期,资金风格指数都没有跌破0.3,显示资金对大盘蓝筹股的攻击力度有限。
- 2、当市场资金对小盘成长股的追捧达到极致时(资金风格指数大于1),大盘有可能出现转向,但后续到底是上涨还是下跌,则需要结合其他要素予以判断。
- 3、2009年8月以来,资金风格指数超过0.6成为新常态,这意味着小盘成长股的活跃度越来越高,而且在多数时候成为资金运作的主要方向。为此,当资金风格指数持续维持高位的时候,并不一定意味着小盘成长股存在大的风险,市场风格会出现显著的转向。

如果将上述三点运用到当前市场,我们或许可以得到以下结论:

- 1、本轮行情是2005年以来A股市场出现的第三次大的全面性机会,具有资金面的强力支持,因此,行情的持续时间和上涨空间值得期待。
- 2、本轮行情中,大盘蓝筹股和小盘成长股均有表现机会。
- 3、尽管近期小盘成长股涨幅显著,但考虑到资金风格指数依然处于较低的位置,可以认为市场对于小盘成长股的追捧并不过热,因此,小盘成长股泡沫全面破灭的可能很低,短期大幅调整的概率也较低。

数有12个交易日都在0.3之下运行,另有28个交易日在0.3-0.4之间,仅有7个交易日超过0.4。在资金面、技术面、政策面的共同作用下,A股市场迎来大幅反弹。上证指数在9个多月的时间中上涨109%,沪深300指数上涨137%,中证500指数涨幅高达175%。

总体来看,2008年9月之后,密集救市措施的出台是大盘蓝筹股重获资金关注的政策基础,而货币政策极度宽松,则是大盘蓝筹股强势反弹的资金面基础。

第三阶段(图4)为去年12月17日至今年1月16日的一个月,资金风格指数在21个交易日中,有14个交易日低于0.3,这期间沪深300指数上涨了8.18%,中证500指数则基本持平。1月16日之后,大盘蓝筹股行情告一段落,呈现高位

整理,小盘成长股则出现强劲上扬。其对应的资金风格指数从0.3之下攀升至0.6附近,显示资金开始流入小盘成长股。

2004年下半年,大盘蓝筹股在时隔7年之后重新获得资金的关注有两方面的原因。一方面,大盘蓝筹股持续低迷之后,估值水平不断下降,在行情启动之初,总市值占市场半壁江山的银行股平均市盈率仅有4倍,其他一些周期性行业个股股价大面积跌破净资产,大盘蓝筹股对长线资金的吸引力不断凸显。另一方面,受房地产行业转向、无风险收益率下行的影响,居民的大类资产配置方向出现明显的变化,大类资产配置增加权益类资产已成趋势,A股市场主线由存量博弈转变为增量资金推动,理财资金向股市的大规模转移成为难以逆转的趋势。(研究员:万鹏)

