

机构投资者、管理层态度与市场风格表现

——投资策略周刊

武幼辉 宏观经济与策略 研究员； 张万成 宏观经济与策略 研究员

电话：020-87555888-393

020-87555888-339

eMail: wyh6@gf.com.cn ;

zwc2@gf.com.cn

上周市场评述与本周展望

◆ 上周市场出现了大幅度的调整。中石油的高调上市，挤出效应十分明显，基金重仓股领跌，而前期超跌的绩优股全面活跃。但随着权重股不断拖累股指下跌，投资者心态逐渐恐慌，非理性杀跌出现。此外管理层态度谨慎、外围股市大跌及各种利空传闻均加重了 A 股的调整压力。本次大幅调整符合我们的预期，并在相当程度上释放了大盘的风险，毕竟蓝筹股泡沫比垃圾股的泡沫后果更加严重。目前沪深 300 指数估值已合理，人民币正加速升值，股指期货预期也渐渐明朗，市场不具备继续大幅调整的可能。但政策面和资金面明显偏紧，且外部风险也有所加剧，这将抑制 A 股的上涨，我们认为后市仍将维持疲软走势。

投资主题：机构投资者、管理层态度与市场风格表现

◆ 在理解当前 A 股市场走势的时候，我们或许可以在美国股市的历史中寻找一些启示。上世纪 60-70 年代，美国股市经历了廉价股-概念股-蓝筹股-小盘股的轮换，背后对应的是非理性的机构投资者及管理层的监管。对比 A 股市场，我们显然也可以发现其中许多相似之处。

◆ 管理层对机构投资者的非理性及其可能带来的后果早有关注，并采取了相应的调控措施。从二级市场上来看，在基金的发行与申购均受到严格限制之后，新增基金开户数大幅回落，后续流动性明显不足，直接导致了市场的调整，并且近期基金重仓股成为重灾区。

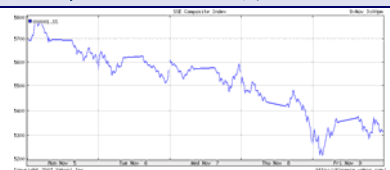
◆ 虽然历史上美国股市在经历了大盘蓝筹股的炒作之后，经历了两年的熊市，但 A 股市场目前还不会重复这一过程，原因在于：一、美国在 1973 年遭遇了“石油危机”后大幅放缓，但目前中国经济持续保持高速增长。二、管理层调控的目的只是压制基金的盲目扩张与非理性投资，不应理解为打压股指。三、截至到上周末，上证综指距离最高点最多下跌了近 15%，目前沪深 300 成分股对应 07 年的 PE38 倍，08 年 PE28 倍，估值水平已落入合理区间。

◆ 我们对后市风格的判断是：一、短期来看，目前政策面与资金面明显不容乐观，A 股不具备大幅上涨的动力。二、人民币加速升值仍将是后市主要的投资主题，只有相应收益的权重股的企稳才能带来大盘的企稳。三、后市更多的投资机会来自二、三线超跌的绩优股，一方面在于其具备估值优势，另一方面在于近期管理层对基金的调控及其重仓股的受挫可能带来市场风格的轮换。

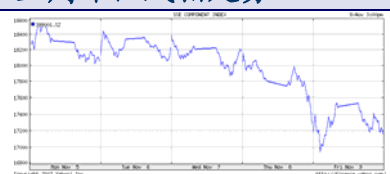
市场基本数据

指数名称	周末收盘	指数涨幅
上证指数	5315.54	-8.00%
深证成指	17160.12	-7.56%
沪深 300	5040.52	-7.90
恒生指数	28783.41	-5.53%

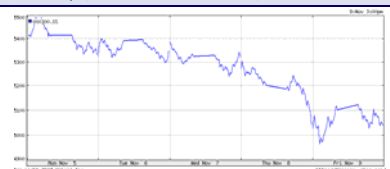
上周上证指数走势



上周深证成指走势



上周沪深 300 走势



上周恒生指数走势



上周沪深两市成交额（亿）

全部 A 股	6538.79	-11.26%
全部 B 股	68.86	-31.16%

投资主题：机构投资者、管理层态度与市场风格表现

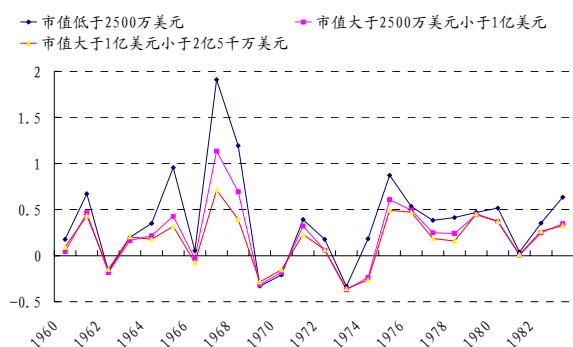
不同的年代，相似的历史

历史总是惊人的相似。在理解当前A股市场走势的时候，我们或许可以在美国股市的历史中寻找一些启示。

在上世纪60年代初，美国股市是廉价股和新股兴起的年代，但过渡的投机导致了1962年的“小崩盘”。中小投资者为了避免股权过度分散给自己可能带来的损失，纷纷将资金投入各种机构投资者手中，以共同基金为代表的机构投资者开始崛起。它们的交易特点是为了保证资金的高效运作，主要采取短线经营策略，迅速买进或卖出大宗以概念股为主的股票，快速赚取利润。此后几年里，许多基金净值增幅平均超过标的指数3倍左右，这也吸引了更多资金的涌入。至1969年初，美国股市迎来了“the go-go years”的顶峰，机构投资者已经统治了纽约股票交易所，其交易份额从60年代初的30%提升到了54%。

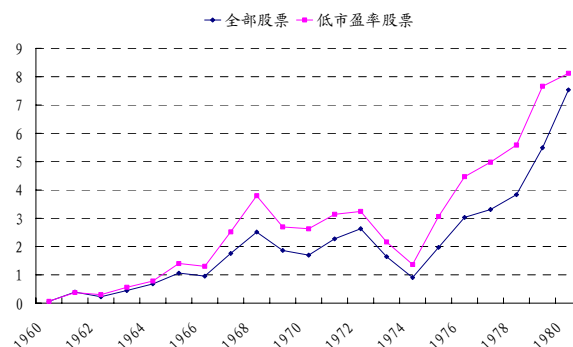
在随后1969-1970两年的熊市，以概念股为主的小盘股跌幅超过了50%，大部分投资者损失惨重。在这一情况下，从1971年起，机构投资者在吸取了教训之后，其目光又开始转向业绩增长稳定的行业龙头企业。在整个投资理念及投资者结构未成熟之前，市场总是从一个极端走向另一个极端。以股票规模作为划分，在1968年之前，小盘股大幅跑赢大盘，但在随后两年的熊市中跌幅更深。而接下来的“漂亮50”时期，机构对蓝筹股的过分追捧导致了新一轮的泡沫，其结果便是市场因“石油危机”再遇深调，大盘蓝筹股跌幅更深。从美国股票历史来看，以估值作为选股标准显然大大好于以市值规模作为标准。

图 1：在上世纪 60-70 年代，美国股市小市值股票与大市值股票市场表现轮换特征明显



数据来源：《华尔街股市投资经典》

图 2：长期来看，低市盈率选股策略一直跑赢大盘，比以市值规模选股为好



数据来源：《华尔街股市投资经典》

在这些著名的股市崩盘历史中，机构投资者显然是其中一个关键的角色。1970年，曾经撰写过《1929 年大崩盘》的著名经济学家加尔布雷思在报纸上发表文章，指出当前形势与1929 年的一系列惊人相似之处：过度投机，控股公司过度负债，投资基金过度膨胀，有些基金只投资于其他

基金,等等。美国证券交易委员会实际上很早意识到这个问题,但直到1969年才开始温和地限制共同基金的存信股票投资以及之后随意增高投资价值的做法。

如果对比A股市场,我们显然也可以发现其中许多相似之处。比如“5.30”之前,市场大肆炒作低价股和垃圾股,机构投资者也不得不被动的持续做多。“5.30”之后,基金发行与申购屡创天量,大量资金涌入,机构投资者重掌主导权。在吸取了之前的教训之后,市场的交易品种主要集中在具有稀缺筹码的大盘蓝筹股,这便导致了蓝筹股泡沫的扩大,由此引发了自7月份本轮上涨行情以来最深一次的调整。只不过,在美国股市10年间发生的事情,在中国不到1年中就经历了。

表1: 中美股市不同阶段市场风格表现对比

美国	中国
1963-1968: 市场大肆炒作概念股, 蓝筹股不受欢迎, 短线投机占据主导。	今年3月-5月: 市场大肆炒作垃圾股和低价股, 蓝筹股不受欢迎, 短线投机占据主导
1969-1970: 以概念股为主的小盘股大幅下调, 大部分投资者损失惨重, 证券交易委员会开始限制共同基金的存信股票投资以及之后随意增高投资价值的做法。	今年5月-6月: 管理层上调“印花税”, 以垃圾股和低价股为主的小盘股大幅下调, 大部分投资者损失惨重。
1971-1972: 机构投资者吸取教训, 开始把目光转向大盘蓝筹股, “漂亮50”的时代来临。	今年7月-10月: 资金开始不断涌入基金, 机构投资者重掌主导权, 大盘蓝筹股行情来临。
1973-1974: 大盘蓝筹股遭到过分追捧, 其不断吹大的泡沫被“石油危机”刺破, 市场出现大幅调整, “漂亮50”跌幅更深。	今年10月-今: 蓝筹股遭到过分追捧, 管理层开始加强对基金的监管, 大盘蓝筹股的泡沫带来的后果要全部A股来承担, 近期其跌幅更深。

数据来源: 《The Go-Go Years: The Drama and Crashing Finale of Wall Street's Bullish 60s》, 广发证券发展研究中心

非理性的机构投资者与管理层谨慎的态度

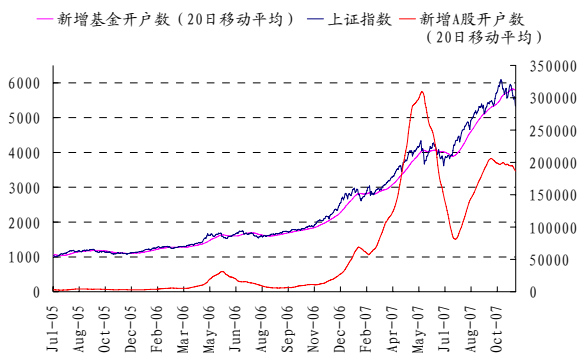
我们相信,即使对于机构投资者,也存在严重的非理性行为;特别是对于尚不成熟的中国股市来说,这一现象更加明显。从市场表现来看,我们认为机构投资者的非理性在于:一、机构投资者与股票市场波动没有单一的关系,即其规模的壮大既可以平抑股价波动,也可以增加波动;二、机构投资者也存在明显的羊群效应,资金流向的正反馈可能加剧这一效应;三、在业绩排名及估值高企压力之下,目前A股市场上存在大量的采取短线投资策略的机构投资者。

我们注意到,管理层对机构投资者的非理性及其可能带来的后果早有关注,并采取了相应的调控措施,包括:停止新发基金的审批,至今已逾两个多月;10月12日发布《证券投资基金销售适用性指导意见》,规范基金销售机构的销售行为。如果时间上溯,在2005年深圳证券交易所综合研究所的研究报告《机构投资者一定能稳定股市吗?》中,一些观点可能反映了管理层对机构投资者的态度及未来的调控措施,包括:树立以市场化为导向的发展机构投资者理念;允许机构投资者有足够创新空间来生存;通过加大市场基础及制度完善力度来培育机构投资者的生存土壤;充分考虑到发展机构投资者所具有的负面影响,尽早制定适当措施;研究和制定

适当的税收政策,鼓励个人通过专业化机构投资实现双赢;对机构投资者采取市场化监管的同时,应该允许充分的竞争。

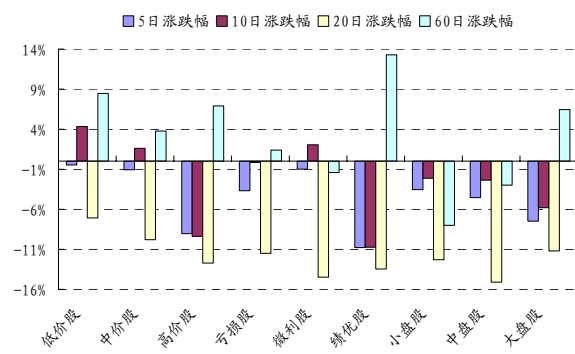
从二级市场上来看，在基金的发行与申购均受到严格限制之后，新增基金开户数大幅回落，后续流动性明显不足，并直接导致了市场的调整。在《证券投资基金销售适用性指导意见》发布之后的第四天，大盘开始出现调整；10月份开放式基金不仅全部跑输大盘，而且有49只收益是负的；近半个月以来，基金重仓股成为重灾区，而调查显示中小投资者对基金的关注热情显著降温。

图 3：管理层对基金的调控导致新增基金开户数显著回落，后续流动性不足



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 近半个月以来, 前期无限风光的基金重仓股成为重灾区



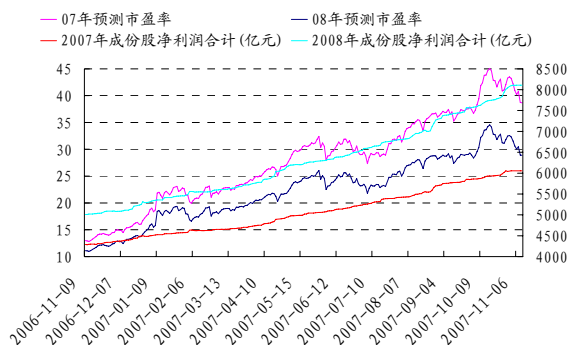
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

市场风格可能出现轮换

虽然历史上美国股市在经历了大盘蓝筹股的炒作之后，在1973年和1974年经历了大幅度的调整，但A股市场暂时还不会经历这一过程，原因在于：一、美国经济在1973年遭遇了“石油危机”后大幅放缓，但目前中国经济持续保持高速增长，人民币升值速度在加快。虽然我们预期明年上市公司的业绩将会放缓，但增长幅度仍然有望在35%左右，股市具备基本面的支撑。二、管理层调控的目的只是压制基金的盲目扩张与非理性投资，不应理解为打压股指。新发基金的审批不可能无限制停止，未来仍有可能再度放行。三、截至到上周末，上证综指距离最高点最多下跌了近15%，目前沪深300成分股对应07年的PE38倍，08年PE28倍，估值水平已落入合理区间。

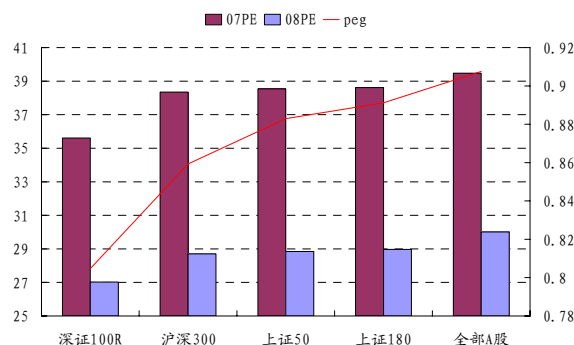
我们对后市风格的判断是：一、短期来看，目前政策面与资金面明显不容乐观，资金入市意愿并不强烈，特别需要谨防的是未来可能的基金的赎回压力。在目前阶段，管理层的紧缩性调控政策对A股的负面影响增大，市场仍将维持宽幅振荡走势，不具备大幅上涨的动力。二、人民币加速升值仍将是后市主要的投资主题，只有相应收益的权重股的企稳才能带来大盘的企稳，并逐渐恢复投资者的信心。三、后市更多的投资机会来自二、三线超跌的绩优股，一方面在于其具备估值优势，另一方面在于近期管理层对基金的调控及其重仓股的受挫可能带来市场风格的轮换，从中、美两国股市的经验来看，这种轮换的特征是相当明显的。

图 5：研究员还在继续上调沪深 300 成分股的业绩预测，市场估值水平不断下降



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 6：相比起大盘蓝筹股，目前超跌绩优股的估值优势明显



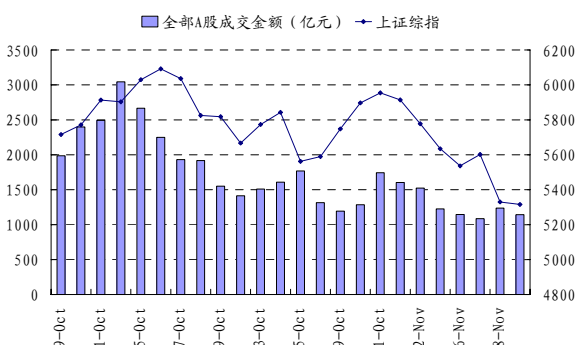
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

上周市场评述

上周市场回顾

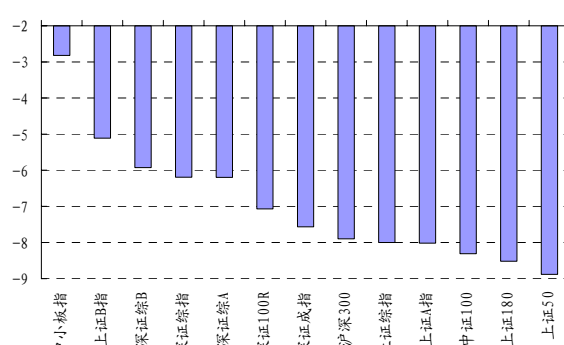
上周市场出现了大幅度的调整。周一中石油的高调上市，挤出效应十分明显，大盘在基金重仓股领跌下经历了“黑色星期一”，而前期超跌的绩优股全面活跃。但从周三开始，随着权重股不断拖累股指下跌，投资者心态逐渐恐慌，非理性杀跌出现。此外管理层态度谨慎、外围股市大跌及各种利空传闻均加重了A股的调整压力，盘中上证综指一度下探至5217.63点。截至到上周末，上证综指收盘于5315.54点，一周大跌8%，创下9年来最大单周跌幅。此外，市场日成交量萎缩至1100亿左右，投资者心态更趋谨慎。

图 7：上周大盘冲高回落，成交量保持低位



数据来源：wind资讯

图 8：上周大盘出现普涨，B 股表现出色



数据来源：wind资讯

本周市场展望

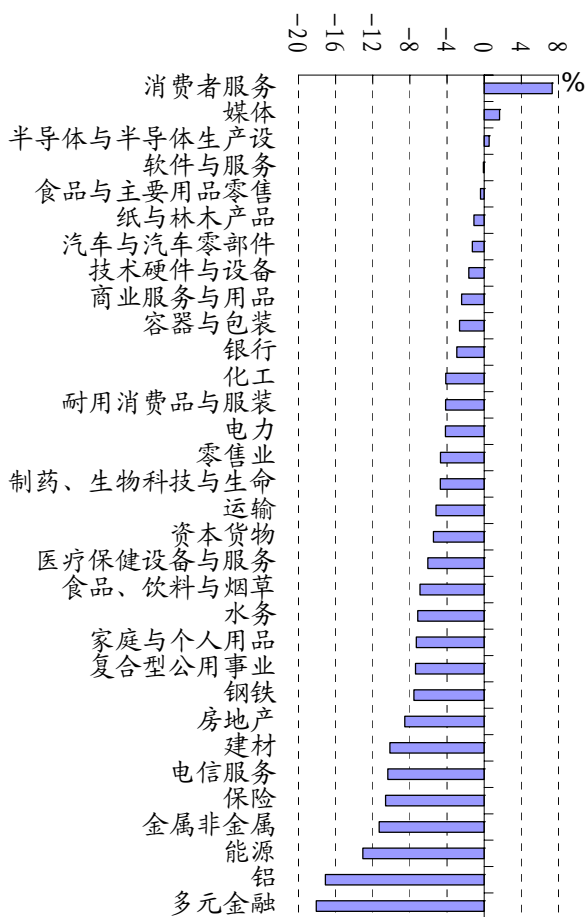
本次大幅调整符合我们的预期。前期市场大肆炒作权重股，造成指数虚假繁荣，本次调整在相当程度上释放了大盘的风险。管理层调控的出发点在于抑制股市的炒作之风，并非刻意打压，毕竟蓝筹股泡沫比垃圾股的泡沫后果更加严重。目前沪深300指数估值已合理，人民币加速升值，股指期货预期也渐渐明朗，市场不具备继续大幅调整的可能。但目前政策面

和资金面明显偏紧，外部风险也有所加剧，这将抑制A股的上涨，我们认为后市仍将维持疲软走势。

行业表现与估值

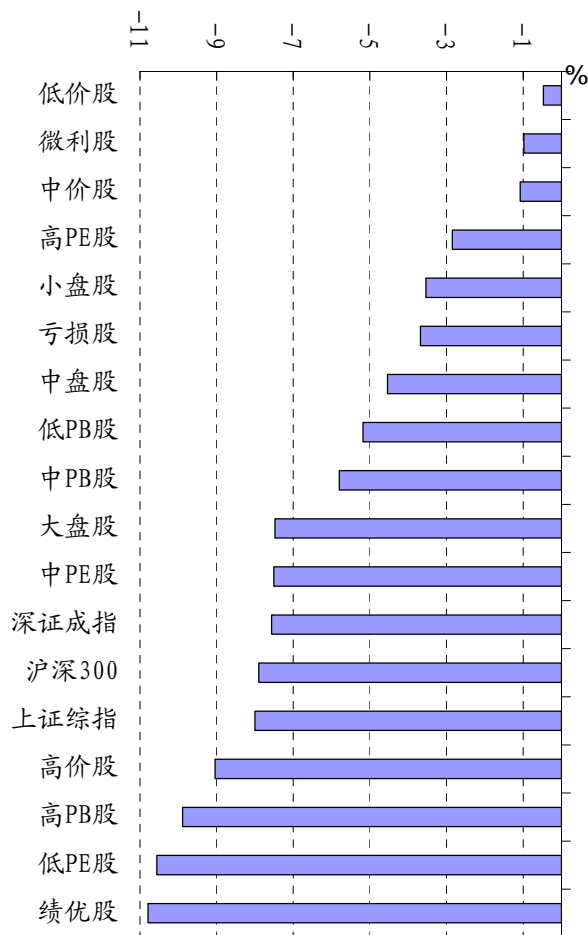
上周各行业出现普跌。中石油上市之后，挤出效应十分明显，金融、地产、电信、钢铁等基金重仓行业领跌，而能源、有色金属等跌幅居首。风格指数上，绩优股、低PE股表现欠佳，前期超跌的低价股、微利股和高PE股较为抗跌。截至到上周末，全部A股和沪深300以今年预测业绩计算的动态市盈率分别为39.45和38.34，以PEG指标来看，市场估值压力有所缓解。

图 15: 上周不同行业涨跌幅



数据来源: wind资讯

图 16: 上周不同市场特征指数涨跌幅



数据来源: wind资讯

表1: 各行业盈利增长预测及估值水平

行业	总市值 占比	净利润增长率			动态市盈率		PEG 07-08cagr
		06e	07e	08e	06	07e	
能源	28.89	0.11	0.21	0.17	52.38	43.01	2.80
材料	9.99	0.42	0.49	0.36	48.99	29.32	1.15

化工	2.14	-0.10	1.97	0.37	161.98	41.32	1.60
建材	0.67	5.09	2.16	0.74	137.97	39.94	1.02
容器与包装	0.07	-0.06	0.70	0.40	71.32	34.27	1.31
铝	1.61	0.77	0.24	0.24	48.43	37.33	1.98
金属非金属	1.87	1.64	0.33	0.32	55.02	38.04	1.69
钢铁	3.11	0.24	0.35	0.36	27.71	19.19	0.78
纸与林木产品	0.29	0.09	1.11	0.51	63.48	26.02	0.81
工业	10.46	0.22	0.91	0.32	81.76	37.75	1.38
资本货物	5.04	0.57	0.89	0.39	92.61	38.70	1.50
商业服务与用品	0.03	-1.14	n. a.	0.14	895.01	28.80	n. a.
运输	5.40	0.06	0.93	0.29	73.10	37.06	1.27
可选消费	4.49	2.14	1.33	0.35	107.37	38.06	1.39
汽车与汽车零部件	1.33	0.90	1.14	0.31	72.66	31.50	1.08
耐用消费品与服装	1.45	n. a.	3.32	0.38	179.47	33.13	1.25
消费者服务	0.41	0.08	0.68	0.44	125.32	67.30	2.25
媒体	0.24	0.81	0.26	0.46	88.51	70.05	2.49
零售业	1.05	2.44	0.84	0.35	111.22	45.07	1.92
日常消费	2.41	2.01	0.67	0.42	110.23	56.48	2.04
食品与主要用品零售	0.28	4.62	0.56	0.41	74.78	42.22	1.55
食品、饮料与烟草	2.04	1.79	0.73	0.41	118.43	59.42	2.11
家庭与个人用品	0.09	1.19	-0.07	0.92	105.76	56.68	3.19
医疗保健	1.22	0.15	1.13	0.38	108.53	40.09	1.52
医疗保健设备与服务	0.04	0.18	-0.55	0.48	77.92	49.63	n. a.
制药、生物科技与生命科学	1.17	0.15	1.21	0.38	110.03	39.99	1.47
金融	37.77	0.33	0.78	0.42	71.21	39.50	1.21
银行	26.04	0.26	0.54	0.43	56.83	36.81	1.17
多元金融	1.76	-4.57	7.47	0.35	285.27	33.04	1.20
保险	6.78	0.77	2.36	0.34	168.61	50.16	1.50
房地产	3.19	0.74	0.83	0.69	110.36	52.34	1.46
信息技术	1.56	n. a.	11.23	0.45	-859.01	44.59	n. a.
软件与服务	0.30	n. a.	5.70	0.40	346.47	53.19	1.68
技术硬件与设备	1.16	n. a.	-544.50	0.46	-286.14	42.99	n. a.
半导体与半导体生产设备	0.10	n. a.	0.47	0.38	63.14	41.22	1.49
电信服务	0.50	0.28	0.25	0.25	53.07	42.55	2.12
公用事业	3.02	0.19	0.23	0.20	49.72	35.57	2.34
电力	2.47	0.18	0.27	0.20	48.39	34.01	2.07
复合型公用事业	0.15	0.14	0.31	0.37	153.40	49.72	4.56
水务	0.24	0.13	0.06	0.15	64.58	57.08	6.22
全部 A 股	100.00	0.28	0.56	0.32	64.87	39.45	1.49
沪深 300	60.43	0.35	0.56	0.34	60.36	38.34	1.35

数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

注: 其中n. a. 表示计算过程中分母为负值, 导致结果无意义。PEG指标为当前静态市盈率与07、08年复合增长率之比。

表2：上周广发证券研究员重点关注公司投资评级与盈利预测调整

公司 名称	所属 行业	研究员	调整前 评级	投资 评级	上周末 收盘价	目标 价格	07eps	08eps	09eps
厦门港务	交通运输	黄永琳	持有	持有	8.35	10.54	0.29	0.31	0.32
江淮汽车	汽车	汤俊	无评级	持有	7.92	9.69	0.31	0.42	0.53
中国国贸	房地产	沈爱卿	无评级	买入	16.09	19.60	0.28	0.47	0.84
荣华实业	农业	熊峰	无评级	持有	5.85	8.00	0.07	0.14	0.20
华天科技	家电	周瑾				28.75	0.431	0.500	0.593
粤传媒	旅游、传媒	王鼎				16-18	0.29	0.40	0.51

相关信息

客服人员：蒋培培

研究中心客服电话：020-87555888-390

研究中心地址：广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼

邮政编码：510075

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。

广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其他专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。