



## 策略周報

### 市場活躍後，股市風格會再回到投機的路上嗎？

短期投機風刮起，中長期基本面投資、價值投資勝率高。

- 我們探討的“股市風格”，不是傳統的大小盤、板塊風格，而是投機、投資的風格。投機風格，是以博弈、炒作為主，不以基本面為錨；投資風格，以基本面研究為主，以內在價值為錨。這次反彈，政策足、落地快，監管減少了對市場的交易干預；反彈時間長，超過 20 個交易日，幅度大，超過 10% 以上；更重要的是，市場活、漲停板多，一些基本面差的股票連續漲停，賺錢效應強。這引發大家思考，股市風格是否重新回到了投機盛行的時代，而基本面研究、內在價值分析不再重要。
- 這次反彈其實并未改變市場的投資風格，超跌績優股的賺錢效應大幅跑贏了指數。這次反彈，主纔是超跌修復，而非績差股反轉。11 月以來超跌績差股、超跌績優股、抗跌績差股、抗跌績優股板塊漲幅算術平均數為 18.6%、14.6%、7.6%、3.3%，中位數為 15.6%、13.1%、6.4%、2.8%，超跌板塊 11 月超額收益非常顯著，績差股比績優股反彈的多，但領先得不多。
- 未來市場風格是否改變取決于中短期監管彈性以及股票供給。對於股市風格的潛在變化的 4 個決定因素，目前市場對經濟周期、股市周期所處階段分歧不大，關注點在監管彈性以及股票供給中短期變化的延續性上。
- 長遠看監管打擊違法違規交易目標不變，推進註冊制提高發行速度目標沒變。我們傾向於認為，近期的監管短期變化是暫時性的，目的是恢復市場活力，對已有制度進行修補，資本市場建設的長期目標沒有發生變化。IPO 放緩但未暫停，明年有科創板落地，註冊制試點，股票發行預計會比當前提速。
- 長期仍是堅持價值投資勝率高。市場的主流投資風格總是周期性的交替，誰都不會一直站在舞臺的中央。不過，長期性的改變總是潛移默化的，大周期裏 A 股的機構化、國際化、長綫化還未停下，這些變化會讓博弈投機的戲份越來越少，長期堅持價值投資的勝率越來越高。
- 風險提示：政策變化，科創板推進進度，月底 G20 中美談判。

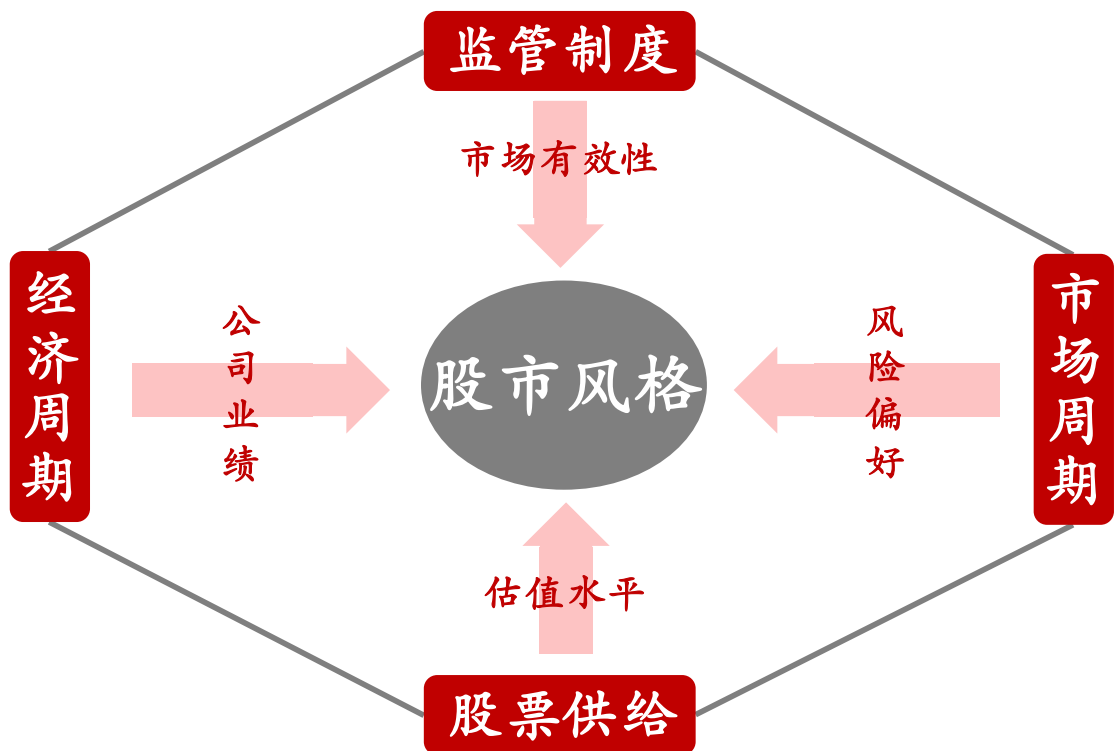
## 股市活躍後，市場風格如何變化？

我們要探討的“股市風格”，指的是市場的主流投資風格。A 股市場的主流投資風格存在著明顯的周期性，階段性的以博弈投機獲得超額收益為主，階段性的以價值發現獲得超額收益為主。區分價值投資和博弈投機，正如格雷厄姆在《聰明的投資者》中所講，我們認為，價值投資是一種通過認真分析研究，指望保本并能獲得滿意收益的行為，把股票當成股票，不滿足這些條件的行為就被稱為博弈投機。

在 2018 年度策略報告《價值蔓延》中我們提出了股市風格判定的菱形框架。我們認為，市場的主流投資風格由四個因素決定，分別是：**股市周期、經濟周期、監管制度以及股票供給**。股市周期決定了投資者的風險偏好，熊市階段投資者風險偏好下降，投資更加看重估值和業績；牛市階段風險偏好上升，情緒主導市場，投資者更加偏好各種題材、概念。經濟周期決定了企業的業績周期，業績向上周期中，價值投資受青睞，向下周期中博弈交易受青睞。監管制度決定了市場有效性，強有效市場中信息在價格中充分反映，非強有效市場中信息非稱性大，博弈能獲得超額收益。股票供給決定了股票稀缺性，靜態需求下股票供給減少時估值水平會上升，反之亦然。

套用框架看當前，股市再度變得活躍之後，市場風格變了麼？

圖表 1. 股市風格的菱形框架



資料來源：中銀證券

不可否認，這次反彈確實不一樣。伴隨 10 月政治局會議對經濟下行的確認，以及民營企業家座談會對經濟左轉擔憂的疏導，10 月下旬以來股票市場迎來了一波可觀的反彈行情。與年內其餘市場創新低後的反彈相比，本輪行情有幾個沒出現過的突出特徵：

(1) 政策足，落地快，以民營企業家座談會為起始點，高層針對股市疲弱的癥結，政策紅利集中釋放，幾乎每周都有新政策落地，降低交易限制、健全公司股票回購制度、成立民企紓困基金/資管計劃、再融資/併購重組條件放寬審核提速、設立科創板試點註冊制等亮眼變化令人心振奮，長期資本市場基礎制度建設/修補有序推進。

(2) 幅度大，時間長，從主要指數的底部最低點位計算，本輪反彈是年內幾輪創新低後的反彈中唯一累計漲幅超 10% 的，點位上到達前低；持續時間長已經超過 20 個交易日，前幾輪反彈 20 個交易日後市場已回歸下降通道。

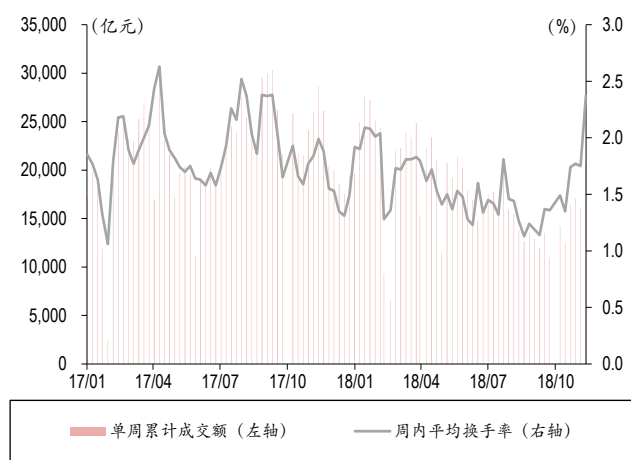
(3) 市場活，賺錢效應強，漲停板多，全市場換手率時隔 9 個月以來換手率首次重新超過了 2%，脫離了地量區間，11 月 13 日創業板成交量更是達到了創歷史記錄的 8729 萬手，短期監管施政就勢靈活調整，“上帝的歸上帝，愷撒的歸愷撒”，小股票股性被激活，賺錢效應帶動更多資金入場，帶動熱點擴散輪動，市場漲跌停比接近 20。

圖表 2. 與年內其他輪次指數創新低後的反彈相比，這次反彈確實不一樣



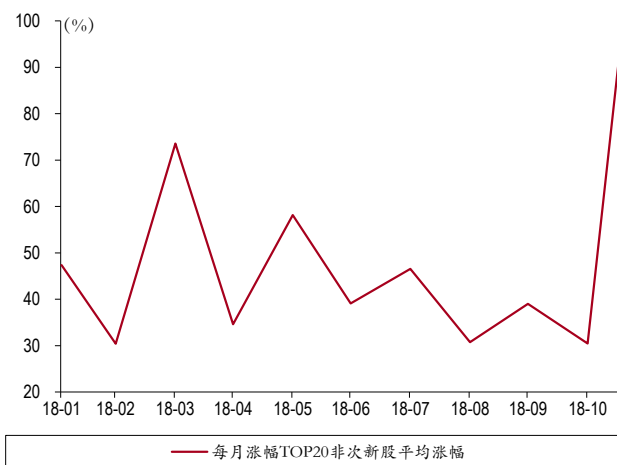
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 3. 換手率已創年內新高



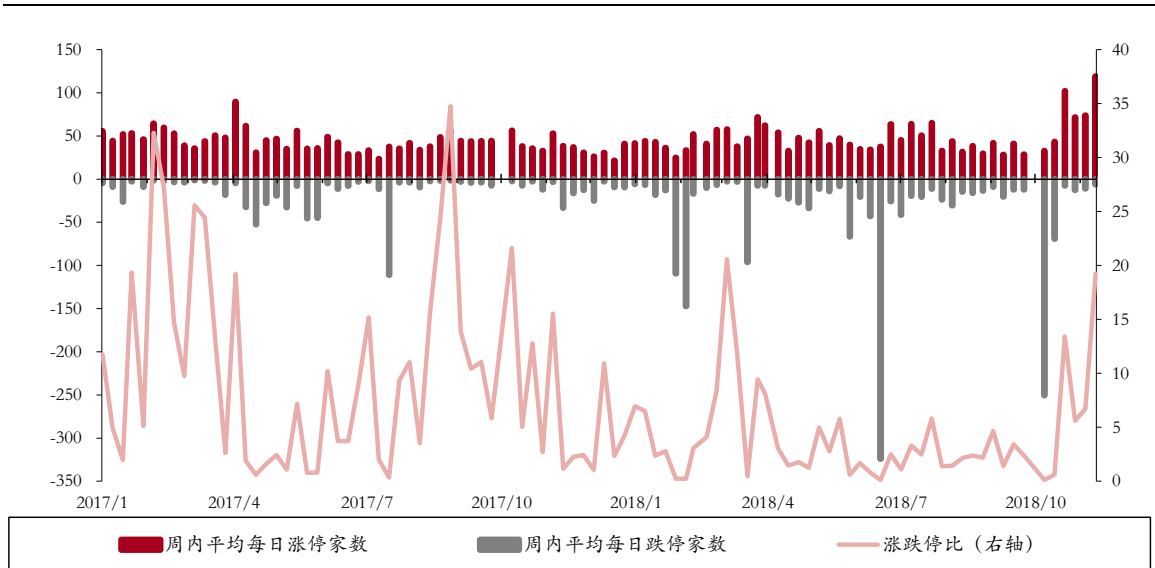
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 11 月還未結束，股市賺錢效應已是年內最強



資料來源：萬得，中銀證券

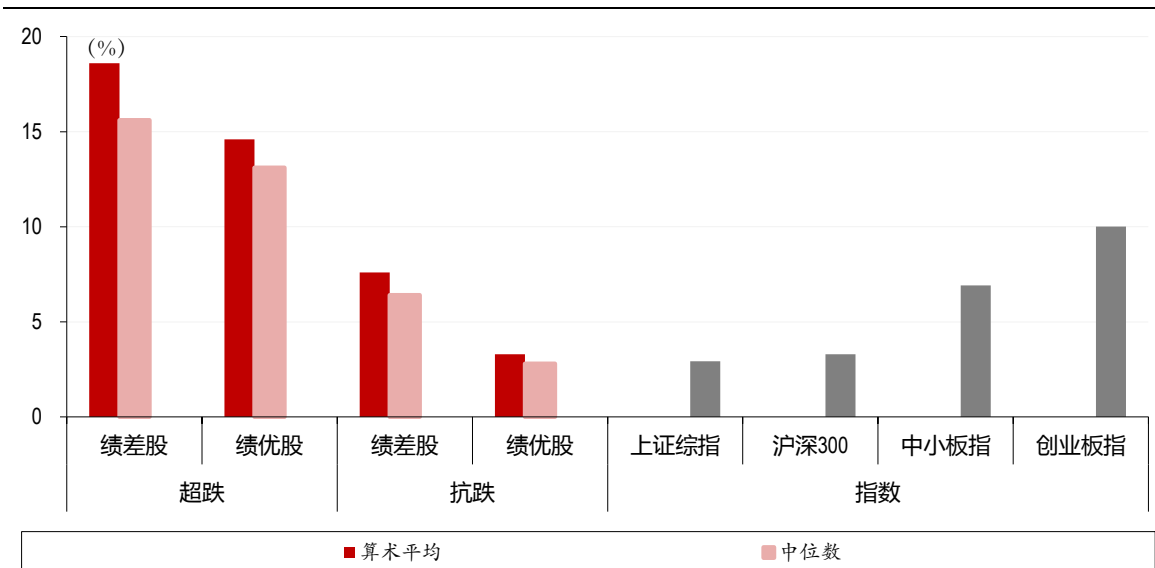
圖表 5. 漲停板數量近期大幅上升，年內最多



資料來源：萬得，中銀證券

不過不能斷言市場風格已經改變，超跌績優股的賺錢效應也大幅跑贏了指數。以恒立實業、市北高新為首的連板股票近期表現非常搶眼，不過市場的實情往往不止是我們關注到的內容。與當前市場主流“游資炒作，以差為美”的認知不同，我們認為本輪反彈的主線是超跌修復而非績差反轉。按照 1-10 月個股累計跌幅（高于指數跌幅 2 倍為超跌，低于指數一半為抗跌）和估值區間（0 到 20 倍為績優價值股，50 倍以上或低于 0 為績差垃圾股）為標準，我們對市場進行了切割，11 月以來超跌績差股、超跌績優股、抗跌績差股、抗跌績優股板塊漲幅算術平均數為 18.6%、14.6%、7.6%、3.3%，中位數為 15.6%、13.1%、6.4%、2.8%。從中我們可以看出：（1）超跌板塊 11 月超額收益非常顯著，超跌績優股表現也非常好；（2）績差股比績優股反彈的多，平均多漲了 3%，但組別差距遠不如超跌與抗跌板塊的差距明顯。

圖表 6. 11 月以來的行情表現，超跌板塊遙遙領先，績差股領先績優股

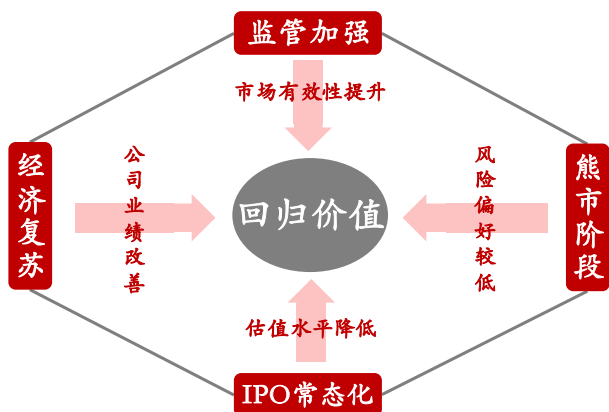


資料來源：萬得，中銀證券

雖然市場風格的改變還未發生，不過我們不否認短時期內市場風格改變的可能性。2016-2017 這個階

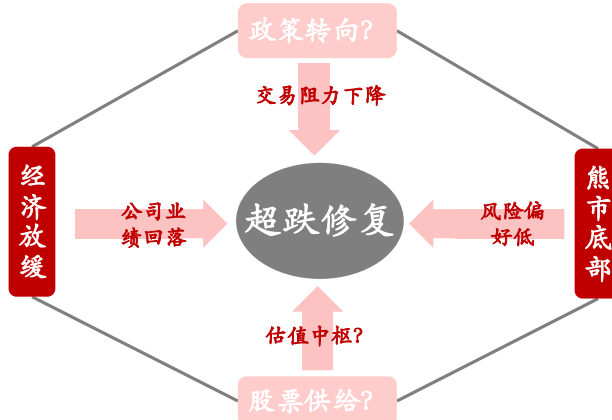
段，股市風格的菱形判定框架四因素分別對應如下階段：熊市階段決定風險偏好下降，經濟復蘇主導業績回升，強監管提升市場有效性，IPO 常態化降低估值水平。這決定了 2638 點以來，尤其是 2017 年，發掘價值、重視業績增長的市場風格，是投資者主流投資風格，也是最賺錢的策略。不過到了 2018 年，四因素發生了一些變化，價值投資不再有超額收益。市場周期仍是在熊市階段，這一點沒有改變；經濟周期從復蘇轉向衰退；股票供給和監管此前變化不大，但 10 月下旬以來出現了一些短期變化，股市的交易阻力下降，IPO 節奏放緩，變化是否能在中期得到延續尚未可知。疊加這些未知因素，我們不否認 1-2 個季度內市場風格改變的可能性。

圖表 7. 2016-2017 年，四因素驅使市場回歸價值



資料來源：中銀證券

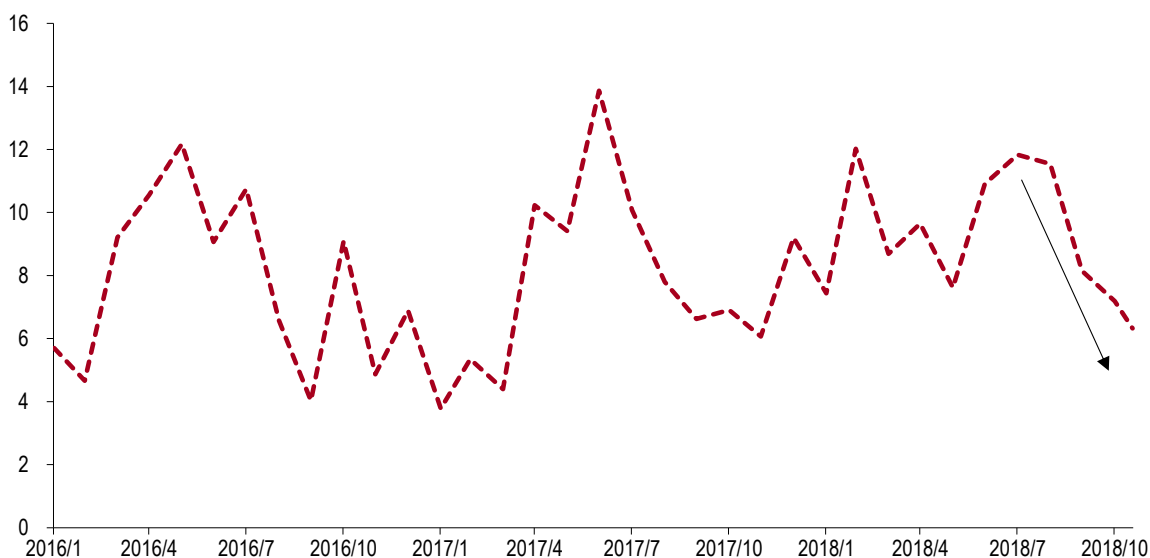
圖表 8. 11 月以來市場的變化



資料來源：中銀證券

監管彈性的變化偏短期，長期目標沒變，IPO 速度明年還會加速。對於四因素中變動不明的兩個要素，我們認為還是要注重長期趨勢。近期監管一手抓長期制度建設，一手放鬆短期市場管制，降低市場交易壁壘，市場流動性改善得非常明顯。從數據上看，其實下半年開始監管的強度就開始下降了。我們傾向於認為，近期的監管短期變化是暫時性的，目的是恢復市場活力，對已有制度進行修補，資本市場建設的長期目標沒有發生變化。IPO 放緩但未暫停，此前有一周證監會沒發批文，市場有誤讀。當前 IPO 節奏相比去年確實放緩了，不過我們認為這不是長期現象。明年有科創板落地，註冊制試點，股票發行預計會比當前提速；同時退市強執行力度也會提升，兩大交易所剛剛發布了重大違法強制退市新規，存量股票新陳代謝將會加速，這將會給明年的 IPO 工作解放出空間。

圖表 9. 監管強度曲線，下半年以來持續回落



注：我們以單月平均每個股票收到的監管函數量為基礎，標準化後得到監管強度曲線



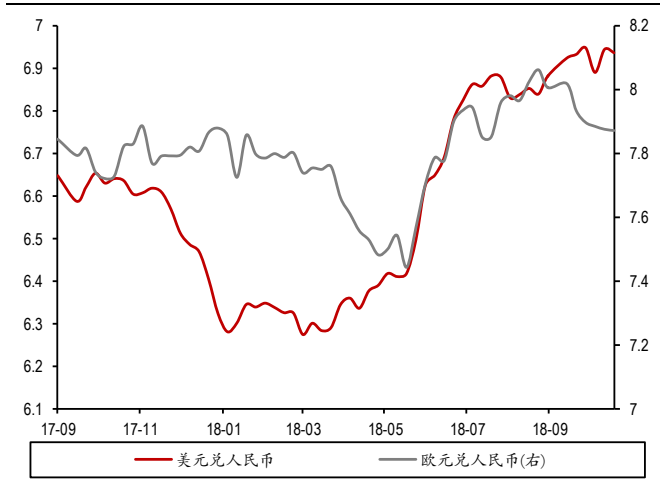
資料來源：萬得，中銀證券

長期仍是堅持價值投資勝率高。市場的主角總是周期性的交替，誰都不會一直站在舞臺的中央。不過，長期性的改變總是潛移默化的，大周期裏 A 股的機構化、國際化、長綫化還未停下，這些變化會讓博弈投機的戲份越來越少，長期堅持價值投資的勝率越來越高。知易行難，世人只知“不忘初心，方得始終”，却不知“初心易得，始終難守”。

## 宏觀重要變化：全國固定資產投資增速創四個月新高

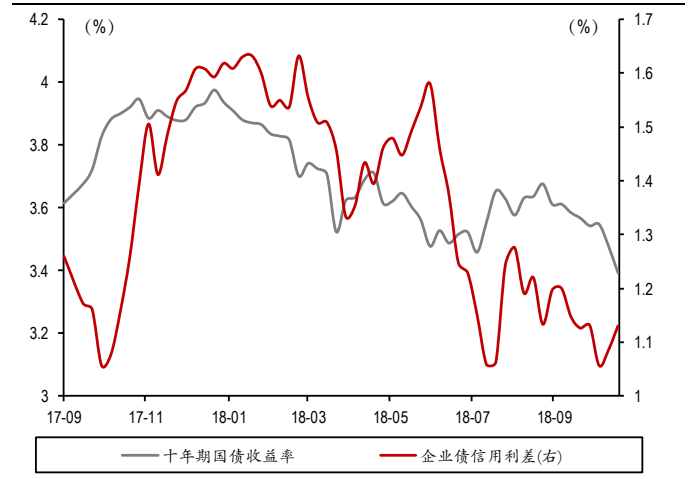
本周，人民幣兌美元匯率下跌至 6.94，較上一周升值 0.12%，兌歐元報 7.87，升值 0.05%。十年期國債收益率下降 8.5 個 BP，報 3.39。信用利差走擴 4.4 個 BP。10 月，規模以上工業增加值同比實際增長 5.9%，前值 5.8%，仍在 6% 以下，延續較為弱勢的表現；1-10 月份，全國固定資產投資同比增長 5.7%，增速創四個月新高，製造業投資保持平穩，房地產投資增幅連續三月收窄，商品房成交同比增長 2.2%，增速比 1 至 9 月回落 0.7 個百分點，明顯回落。10 月社會消費品零售總額同比名義增長 8.6%，同比增速比上月回落 0.6 個百分點，市場銷售大體平穩。

圖表 10. 人民幣匯率走勢



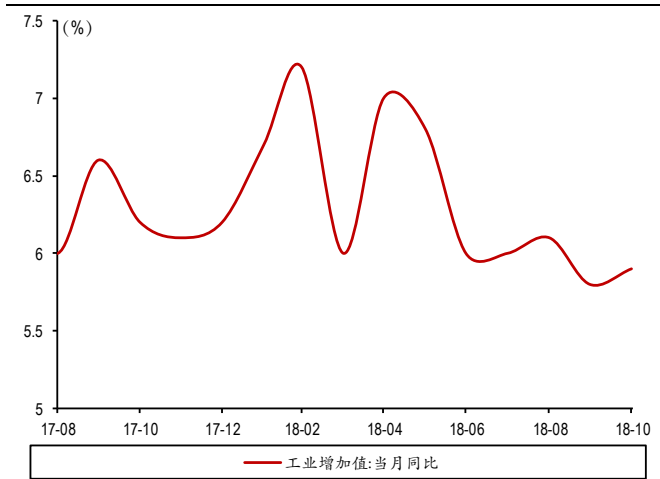
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 信用利差走勢



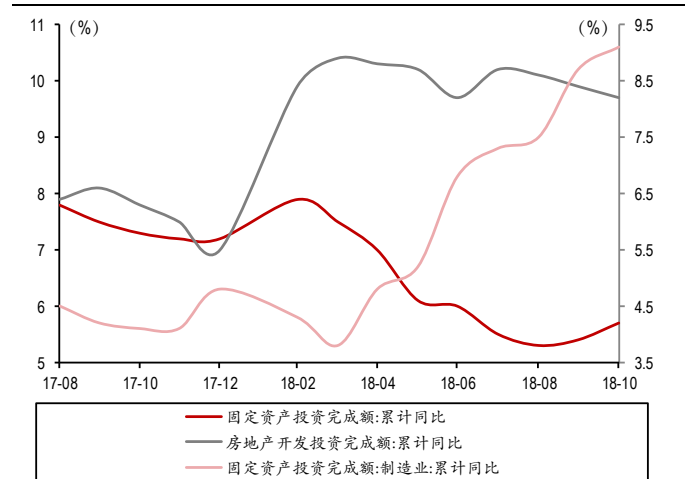
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 12. 工業增加值同比走勢



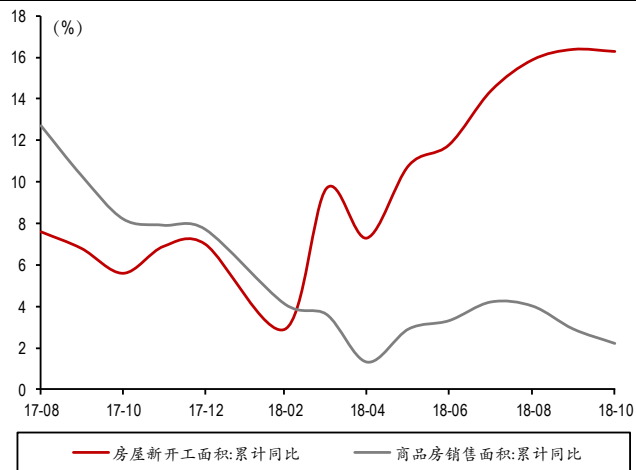
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 13. 固定資產投資完成情況



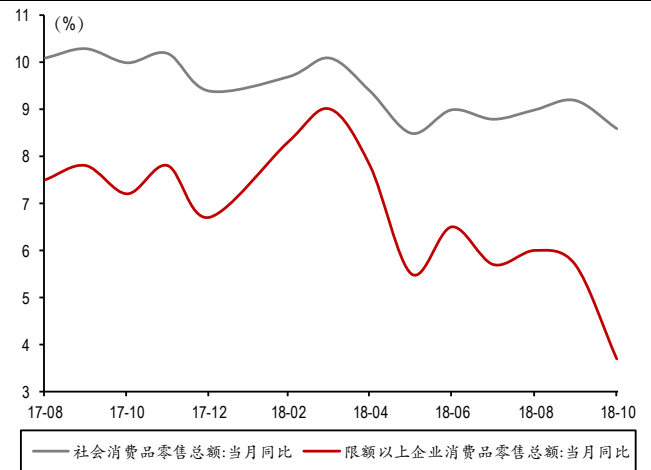
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 房屋開工和銷售情況



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 15. 社會消費品零售情況



資料來源：萬得，中銀證券



## 行業重要變化：原油價格繼續大幅下落

上游能源方面，原油價格本周下調 7.1%，EIA 全美庫存增加 2.4%，煤炭現貨價格持平前值，電廠耗煤上漲 4%，秦港庫存小幅減少；中游材料方面，銅價下行 0.6%，金價下降 1.4%，新能源繼續弱勢，鋼鐵價格繼續下滑，水泥價格指數小幅上升，延續 9 月以來的價格強勢，玻璃短期繼續回落，化工品價格指數整體出現小幅回落。

圖表 16. 中上游主要原材料價格一周變化

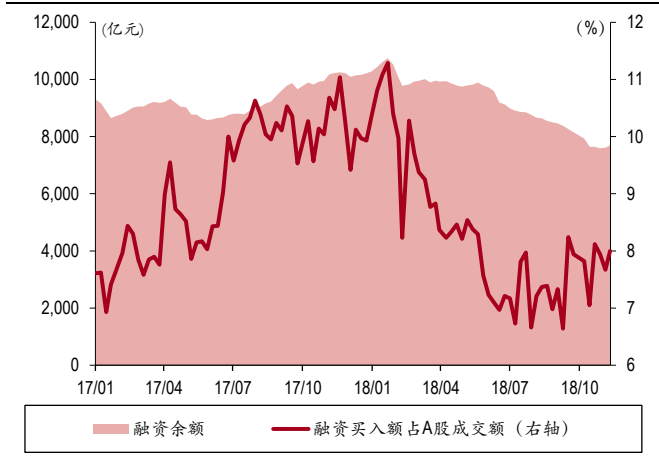
	項目	單位	最新水平	周漲幅(%)	上周漲幅(%)	月漲幅(%)
原油	WTI 原油期貨	美元/桶	57.2	(7.1)	(5.4)	(18.5)
	EIA 全美庫存	千桶	442057.0	2.4	1.4	6.2
煤炭	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	590.0	0.0	0.0	0.0
	秦港煤炭庫存	萬噸	552.8	(0.9)	10.8	17.0
	發電集團日均耗煤	萬噸	33.3	4.0	(0.7)	1.2
有色	LME 銅	美元/噸	6098.0	(0.6)	0.2	(1.8)
	COMEX 黃金	美元/盎司	1207.5	(1.4)	(0.3)	(1.8)
	電池級碳酸鋰	元/噸	85400.0	0.0	0.4	(1.8)
鋼鐵	鋼價綜合指數	\	156.2	(2.7)	(1.4)	(3.9)
	礦價綜合指數	\	86.2	0.3	(0.5)	3.8
	主要城市鋼材庫存	萬噸	862.8	(3.2)	(5.1)	(16.2)
建材	水泥價格指數	\	157.4	0.8	3.4	7.7
	玻璃價格指數	\	1171.2	(0.4)	(0.6)	(2.2)
化工	尿素:山東	元/噸	2107.0	(1.1)	0.5	(1.9)
	天然橡膠:上海	元/噸	10100.0	(0.02)	(0.0)	(7.1)
	重質純鹼:華東	元/噸	2050.0	1.0	4.1	5.1
	PTA:期貨	元/噸	6504.8	(1.9)	(3.9)	(9.5)

資料來源：萬得，中銀證券

## 市場重要變化：融資餘額周環比增幅 8 個月來首次超 1%，市場換手率站上 2%

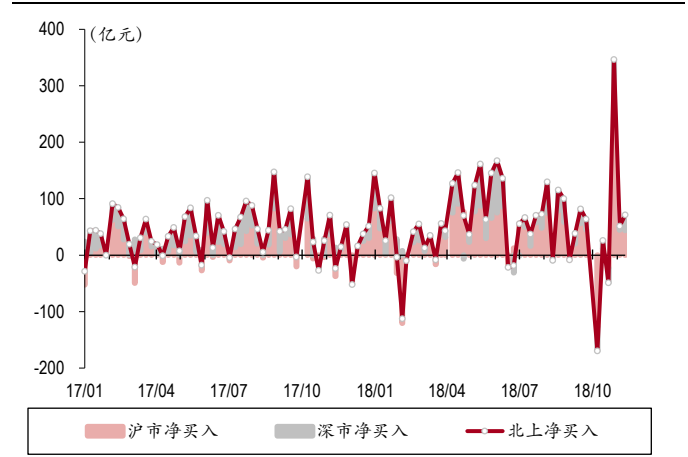
場內杠杆小幅提升，融資餘額增加環比超 1%。場內杠杆資金方面，截至 11 月 15 日，兩市融資餘額來到了 7690.52 億元，前值 7613.93 億元，環比（1.01%），是 8 個月來首次單周融資環比增長率超過 1%。市場環境連續性好轉，帶動杠杆資金風險偏好抬升。融資買入成交額占全市場成交占比為 8%，環比（0.33%）。

圖表 17. 兩市融資餘額本周大幅增加



資料來源：萬得，中銀證券

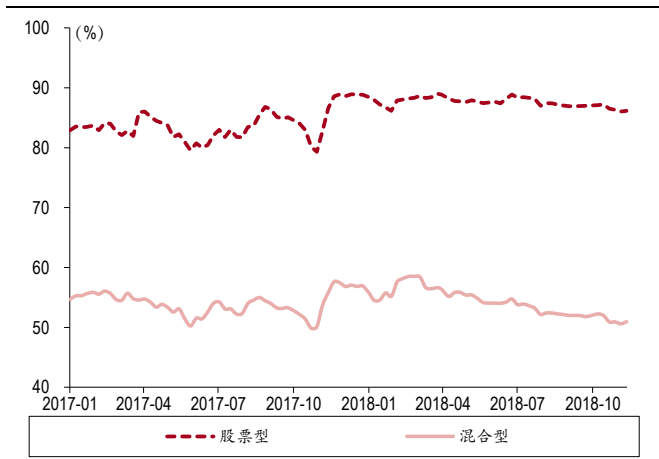
圖表 18. 北上資金淨流入繼續加速



資料來源：萬得，中銀證券

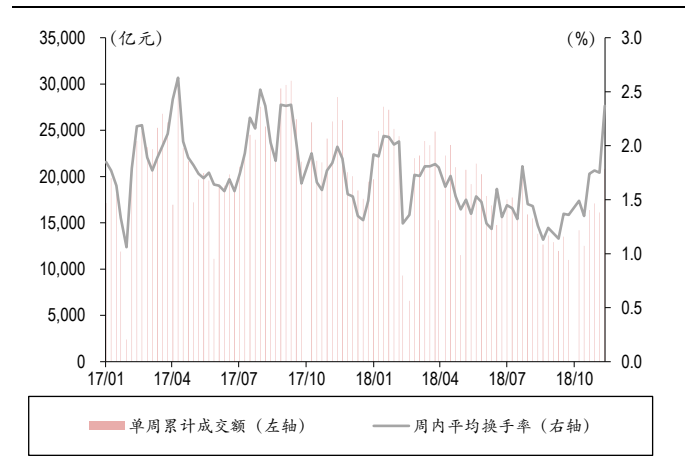
北上資金超加速淨流入，主要得益於深市流入資金的增加。上周陸股通合計淨流入 71.37 億元（前值 51.22 億元），海外資金流入加速。分市場來看，滬股通淨流入基本持平上周，深股通淨流入大幅增加。具體地，滬股通淨流入 43.63 億元（前值 44.69 億元）；深股通淨流入 27.74 億元（前值 6.53 億元）。

圖表 19. 權益類基金雙雙加倉



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 20. 本周全市場換手率站上 2%

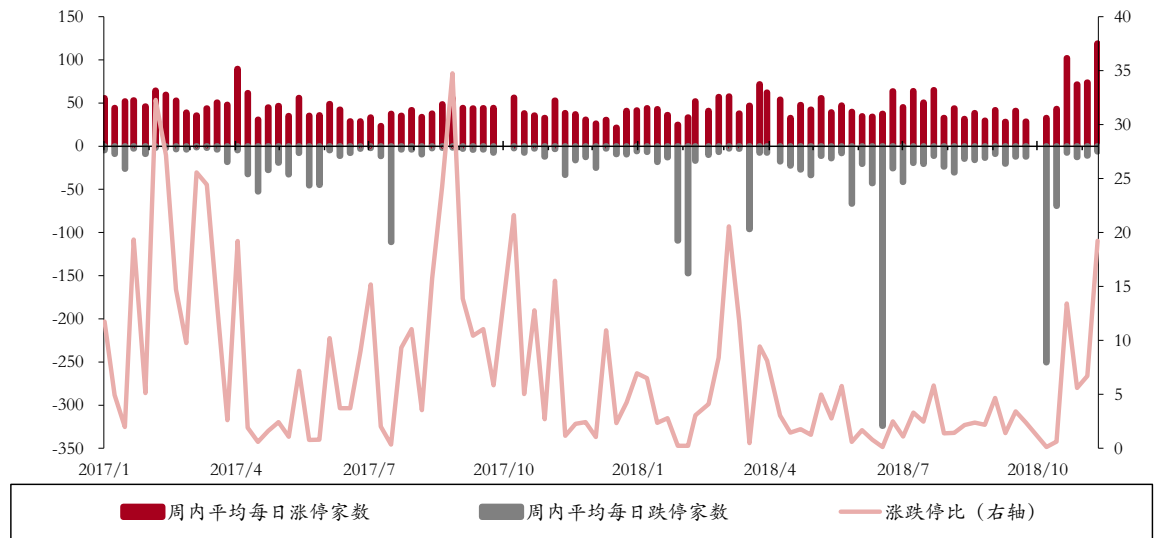


資料來源：萬得，中銀證券

股票型基金倉位與混合型基金倉位雙雙提升。機構倉位方面，本周權益型基金倉位普遍性加倉。具體地，股票型基金最新倉位 86.15%（環比 0.12%）；混合型基金最新倉位 50.94%（環比 0.34%）。上周股票市場綜合收益喜人，多數基金順勢提高了自己的權益倉位，以博年底考核排名。



圖表 21. 漲跌停比大幅提升至 20 附近



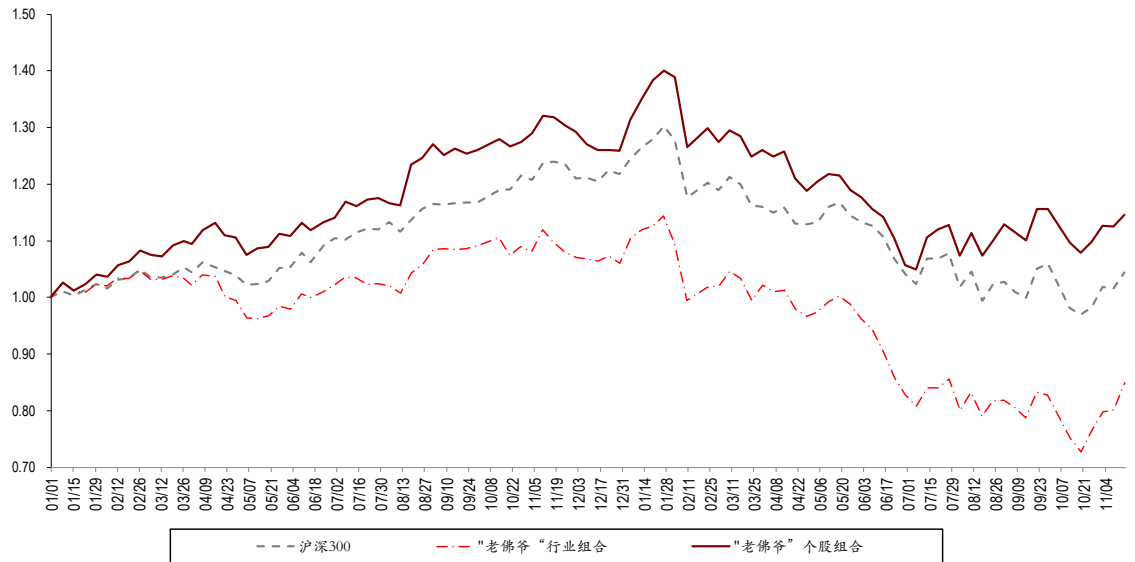
資料來源：萬得，中銀證券

當周市場換手率大幅提升至 2.37%，漲跌停比例大幅提升至 19.23。本周市場成交情況繼續好轉，市場單周累計成交額 20823.13 億元（前值 16110.39 億元），環比（29.25%），市場變得非常活躍，創業板更是創下了歷史成交天量；全市場自由流通換手率大幅提升，上升至 2.37%（前值 1.75%），環比 0.62 個百分點，這是 9 個月以來換手率首次重新超過 2%。打板情緒方面，漲跌停比例大幅提升。全周市場漲跌停比上漲至 19.23（前值 6.71），變化了 12.52，全周漲停家數遠多于跌停家數，小票連板行情不斷上演，該指標顯示市場處於極度活躍階段。

## 組合回顧

組合回顧：行業組合優于市場，個股組合稍劣于市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益 4.74%，表現優于市場 1.90%；“老佛爺”個股組合絕對收益 2.08%，表現劣于市場 0.77%。2017 年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.15。

圖表 22. “老佛爺”組合表現（累計值）



資料來源：萬得，中銀證券



## 風險提示

政策變化，上交所科創板推進進度，月底 G20 中美談判。

## 披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

## 評級體系說明

以報告發布日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

### 公司投資評級：

- 買入：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上；
- 增持：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在 -10%-10% 之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10% 以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

### 行業投資評級：

- 強于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強于基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱于基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

## 風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能够充分理解證券研究報告，具備專業信息處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部渠道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密信息，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出于任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，并未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的信息或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發布其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點并不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的地址或超級鏈接。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些地址或超級鏈接（包括連接到中銀國際集團網站的地址及超級鏈接）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基于現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠信息也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

## 中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東  
銀城中路 200 號  
中銀大廈 39 樓  
郵編 200121  
電話: (8621) 6860 4866  
傳真: (8621) 5888 3554

## 相關關聯機構：

### 中銀國際研究有限公司

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話: (852) 3988 6333  
致電香港免費電話:  
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065  
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065  
新加坡客戶請撥打：800 852 3392  
傳真: (852) 2147 9513

### 中銀國際證券有限公司

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話: (852) 3988 6333  
傳真: (852) 2147 9513

### 中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區  
西單北大街 110 號 8 層  
郵編: 100032  
電話: (8610) 8326 2000  
傳真: (8610) 8326 2291

### 中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
電話: (4420) 3651 8888  
傳真: (4420) 3651 8877

### 中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號  
7 Bryant Park 15 樓  
NY 10018  
電話: (1) 212 259 0888  
傳真: (1) 212 259 0889

### 中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z  
新加坡百得利路四號  
中國銀行大廈四樓(049908)  
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371