

2016-6-5

投资策略（点评报告）

“贪婪与恐惧”

博弈“一致预期”的行情能走多远？

分析师 陈果

☎ 02168751605

✉ chenguo1@cjsc.com

执业证书编号：S0490516020001

联系人 张宇生

☎ 02168751610

✉ zhangys4@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

相关研究

《上周资金净流出 483 亿元，产业资本净减持放量》2016-6-1

《当前“买方一致预期”值得商榷》2016-5-29

《社交与内容决定粉丝经济的生命力》2016-5-29

报告要点

■ 市场回顾：市场大涨，绝对收益者加仓

上周，上证综指大涨 4.17%，创业板指大涨 6.53%，上证 50 上涨 3.75%。行业表现前五为电子、计算机、食品饮料、家电、通信，概念指数表现前五为次新股、芯片国产化、传感器、燃料电池与区块链。从仓位角度来看，上周绝对收益者加仓，而公募基金出现减仓。

■ 市场观点：经济预期走平，流动性预期有所好转，关注 MSCI

市场对 6 月资金面阶段性偏紧有一定预期，总体货币政策收紧担忧最近也有所缓解。周五，美国 5 月非农就业数据大幅低于预期，我们认为，6 月份加息的可能性几乎已经被排除，但 7 月份加息的概率也较低，除非下周二耶伦讲话再释放鹰派言论，否则我们倾向于联储最早也将在 9 月启动加息。近期人民币对美元汇率有所调整，市场反应也相对平静温和，因此短期联储加息对 A 股的影响已经不再那么重要。从市场层面，我们认为目前市场尚未形成共识与合力。上周 TMT 与消费股同时涨幅居前，这体现出了市场的分歧。部分投资者试图追逐高弹性的成长品种，前期跌幅最多的 TMT 自然是首选；部分投资者仍带着防御心态，关注有景气与业绩支撑的消费品行业。从与机构投资者的交流反馈来看，市场确实已经讨论和 price in 了相当多的利空因素，从美联储 6 月加息概率显著降低等因素来看，短期市场环境是有利的，但这种环境并没有超越 4 月份，因此从这个角度来说，我们倾向于指数向上空间有限，投资者会继续寻找主题性的结构性机会。从市场外部因素来看，我们关注 6 月 15 日 MSCI 关于纳入 A 股的公告，因为当前 A 股已经有较高预期，因此更应该关注的是届时其低预期的可能性。

■ 配置：高配景气行业，把握交易型主题

行业配置：推荐从三条主线挖掘结构性机会，首先继续坚持“景气是最好的防御”，景气第一，估值第二，重点配置景气行业，但随着其估值水平偏离均值调整权重。重点配置家电、传媒、饲料，细分行业关注受益于国家放开最高价格管制的血制品行业。其次关注估值低于历史中值，且业绩稳健增长的板块。推荐关注：医疗服务、计算机设备、汽车整车、环保工程及服务、医药商业等行业。此外随着 6 月步入分红实施期，关注高股息投资机会。

主题配置：推荐关注以下主题：防汛抗涝（受拉尼娜影响，今年全国汛期提前，台风季、梅雨季即将到来）、欧洲杯（史上最大规模的欧洲杯即将开始）、量子通信（量子卫星发射在即，产业化开始提速、城轨（建投迎来高峰期）、迪士尼+ 电子游戏（暑期经济）、国企改革。

目录

一周市场回顾与展望.....	4
数据中的一周市场	9
A 股走势：市场大幅反弹	9
流动性概览.....	10
银行间流动性：短端利率下行，长端利率上行	10
股票市场流动性：大股东减持继续放量	11
行业估值：市场估值全面大涨.....	11
海外市场：全球避险情绪上升.....	12

图表目录

图 1：上证综指 2009 年底出现 TMT 与消费涨幅齐居前	5
图 2：上证综指 2013 年 11 月出现 TMT 与消费涨幅齐居前	5
图 3：长江策略调研：综合仓位大幅上升.....	6
图 4：公募基金小幅降仓	7
图 5：大类板块涨跌幅.....	9
图 6：行业涨跌幅前五后五	9
图 7：全部 A 股周度成交额与换手率	9
图 8：绩优股指数与亏损股指数	9
图 9：创业板相对成交额与相对收益	9
图 10：AH 溢价指数.....	9
图 11：央行公开市场操作	10
图 12：银行间回购加权利率与票据贴现利率	10
图 13：5 年期利率和 10 年期利率.....	10
图 14：国开行金融债期限利差与 5 年期信用利差.....	10
图 15：股票型减仓，混合型基金仓位加仓.....	11
图 16：解禁市值.....	11
图 17：大股东增减持数据	11
图 18：PE：主要指数（2010 年 6 月至今）	12
图 19：PE：申万一级行业（2010 年 6 月至今）	12
图 20：欧美日国债利率.....	12
图 21：美国信用利差	12
图 22：美元指数与 CRB	12
图 23：VIX 指数	12
图 24：人民币兑美元，1 年期 NDF	13
图 25：澳元兑欧元，澳元兑日元	13

表 1：未来两周重要事件时间表	8
表 2：本周主题推荐	8

一周市场回顾与展望

1. 市场回顾：TMT 与消费齐涨

上周，上证综指大涨 4.17%，创业板指大涨 6.53%，上证 50 上涨 3.75%。行业表现前五为电子、计算机、食品饮料、家电、通信，概念指数表现前五为次新股、芯片国产化、传感器、燃料电池与区块链。高弹性的 TMT 板块与防御性的消费板块一同上涨值得关注。

周一市场继续窄幅波动，耶伦称未来数月加息很可能合适，7 月加息概率预期飙至新高。同时，人民币兑美元中间价继续下行，在岸人民币兑美元上涨 0.3%。周二，受到 MSCI 有望超预期等影响，市场在金融股的带动下大涨，上证指数突破 2900 点，各概念板块内部强势股普遍补涨。周三市场横盘震荡，中采 PMI 数据公布，连续三月位于 50 以上，而财新制造业 PMI 数据为 49.2。周四，市场继续震荡，有媒体报道沙特等国考虑 OPEC 会议上重设产量上限，人民币兑美元中间价再次上调 201 点。周五，受到茅台提价消息的影响，消费股表现强势，食品饮料、医药、商贸零售等板块领涨，晚间美国 5 月份非农数据大幅低于市场预期。

2. 总体环境：经济预期走平，流动性预期有所好转，关注 MSCI

市场对 6 月资金面阶段性偏紧有一定预期，近期人民币对美元汇率有所调整，市场反应也相对平静温和，总体货币政策收紧担忧最近也有所缓解。6 月 4 日，央行行长助理殷勇表示：我们的通货膨胀的水平，从历史上看，目前也还处在一个平均的水平，离我们中央银行确定的 3% 的通胀目标在上下浮动，核心通胀还保持在稳定的程度。传统的货币政策工具，包括利率工具、准备金率都有正常调节的空间，中国央行没有进行量化宽松，因此从这一点看，中国货币政策回旋空间还是比较大的。周五，美国 5 月非农就业数据大幅低于预期，也导致 6-7 月联储加息预期大幅减弱。

6 月 15 日凌晨，A 股进入 MSCI 指数的结果将会揭晓。由于 A 股纳入 MSCI 的很多技术性障碍都被清除，当前市场对 A 股纳入 MSCI 已经包含了一定的预期，届时具体是否会出现低预期情况，成为一个风险点。

2.1 宏观：6 月加息预期骤降，但不确定性仍未消除

5 月份的非农就业数据大幅低于预期，创下 6 年以来的最低水平，这让 6 月份加息的可能性骤降至 4%，7 月份与 9 月份加息的概率也分别降至 32% 与 34%。非农数据公布后，今年拥有货币政策委员会 FOMC 投票权的美联储理事 Lael Brainard 在第一时间发表讲话称：“认识到我们已经掌握的第二季度数据喜忧参半，仍然有限，重要事项近期还不明朗。看来有利的做法是，等到形势发展带来更多信心再说。”

我们认为，6 月份加息的可能性几乎已经被排除，但 7 月份加息的概率也较低，除非下周二耶伦讲话再释放鹰派言论，否则我们倾向于联储最早也将在 9 月启动加息。另外由于人民币汇率近期对美元已经有所调整，而 A 股市场表现温和，因此我们认为，联储加息对 A 股的影响已经不再那么重要。

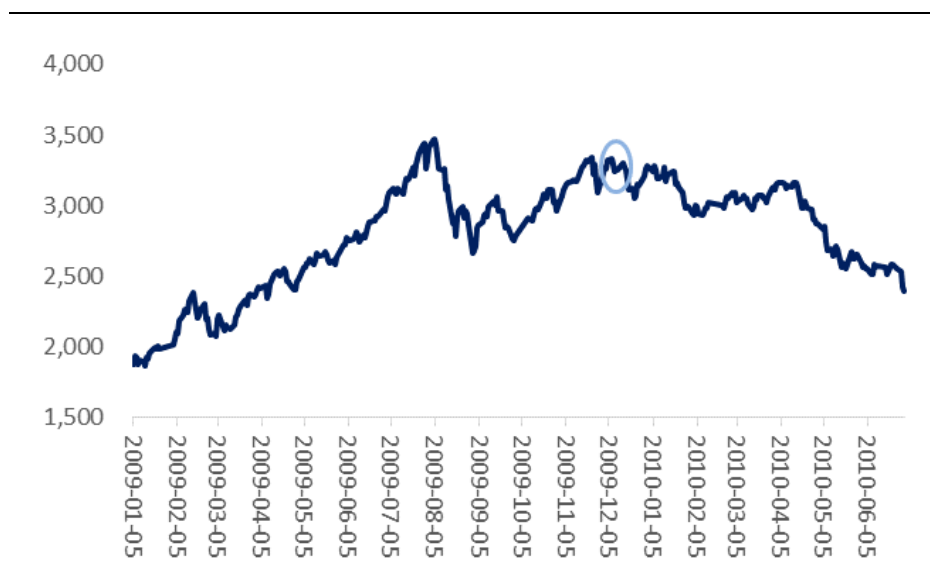
2.2 市场：消费与 TMT 齐涨，市场形不成共识与合力？

上周上证综指上涨 4.17%，所有行业均有所上涨。其中，TMT 整体涨幅居前，计算机、电子、通信均位居涨幅前五。但于此同时，消费股也有良好的表现，食品饮料以 8.11% 的涨幅排名第三，家电也以 7.76% 的涨幅排名第四。

TMT 与消费股同时涨幅居前，在 A 股历史上比较罕见。2004 年以来，在上证综指上涨时，我们发现消费股（以食品饮料为代表）与 TMT（以计算机为代表）周涨幅同时位于前五的情况，仅出现在 2009 年 12 月 27 号与 2013 年 11 月 17 号所在周。

而该现象出现后，指数出现的都是下跌。

图 1：上证综指 2009 年底出现 TMT 与消费涨幅齐居前



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 2：上证综指 2013 年 11 月出现 TMT 与消费涨幅齐居前



资料来源: Wind, 长江证券研究所

消费股与 TMT 齐涨体现出了市场的分歧。部分投资者试图追逐高弹性的成长品种, 前期跌幅最多的 TMT 自然是首选; 部分投资者仍带着防御心态, 关注有景气与业绩支撑的消费品行业。市场可能形不成共识与合力。

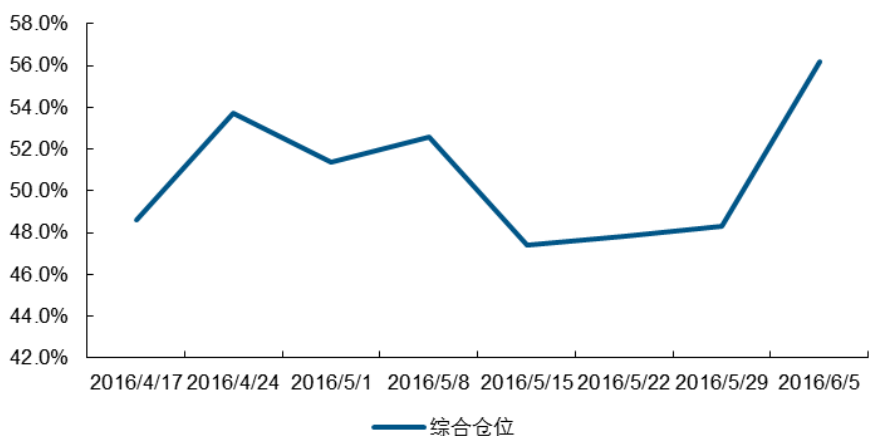
2.2 仓位: 相对收益者减仓, 绝对收益者加仓

本周基金仓位数据显示, 上周反弹中, 相对收益者更多的是在借机调仓与减仓, 但绝对收益者在加仓。

从长江策略调查的仓位看, 6月3日当周整体仓位为 56.2%, 较 5月27日当周的 48.3% 上涨 7.9%。

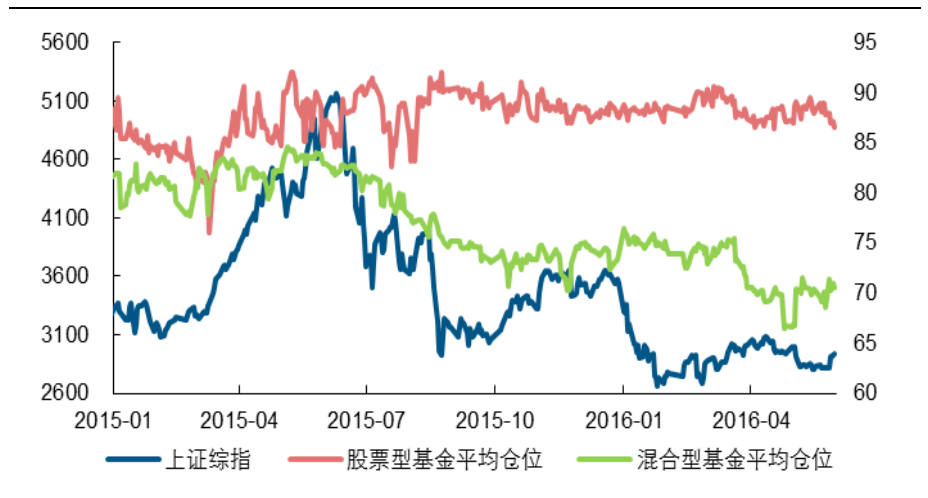
但是股票型基金的平均仓位在下降, 本周股票型基金平均仓位从上周五的 87.8% 减仓至 86.5%; 而混合型基金仓位在周一上行至 71.34% 之后, 又减回至 70.5%。

图 3: 长江策略调研: 综合仓位大幅上升



资料来源: 长江证券研究所

图 4: 公募基金小幅降仓



资料来源: Wind, 长江证券研究所

2.3 机构交流反馈总结: 博弈一致预期的行情能走多远?

本周, 在我们和机构投资者交流中, 我们发现乐观情绪在增加, 越来越多投资者提出由于机构普遍谨慎, 仓位较低, 市场其实已经讨论和 price in 相当多的利空因素, 因此市场在这个位置很可能出现一波反弹, 反弹核心方向看好 TMT 的机构较多, 也有部分投资者看好周期股。

我们在上周周报《当前“买方一致预期”值得商榷》也倾向认为, 存量行情中, 需要更多考虑博弈。由于等待“最后一跌”后加仓参与反弹成为“买方一致预期”, 因此“最后一跌”的一致预期也就难以兑现, 市场可能先演绎一小波向上的行情, 再在外部的利空因素下出现下行。我们认为, 反弹需要更强的逻辑, 才能形成共识与合力, 最后才有一波空间可期可操作的行情。

而单纯博弈一致预期的行情基础是脆弱的。市场一变化, “一致预期”就会快速的变化与瓦解, 长江策略的调研表明, 绝对收益者在迅速加仓, 因此, 不需要多久, 我们就可以换个视角, 如果反弹没有新的更好的逻辑基础, 那么当“最后一跌”已经不是市场一致预期甚至市场一致预期没有“最后一跌”时, “最后一跌”可能就会到来。

我们认为, 市场确实已经讨论和 price in 了相当多的利空因素, 美联储 6 月加息概率显著降低等因素来看, 短期市场环境是有利的, 但这种环境并没有超越 4 月份, 因此从这个角度来说, 我们倾向于指数向上空间有限, 投资者会继续寻找主题性的结构性机会, 而如果主题没有新的技术进步与政策出台的题材供给, 那么很可能, 主题的选择会逐渐由实向虚, 向高风险偏好方向演绎, 最后其持续度自然降低, 也将会使得投资者却步, 形成自然拐点。在这个过程中, 我们将继续调研监测绝对收益者加仓情况, 未来他们的减仓很可能是市场波动的来源。从市场外部因素来看, 我们关注 6 月 15 日 MSCI 关于纳入 A 股的公告, 因为当前 A 股已经有较高预期, 因此更应该关注的是届时其低预期的可能性。

未来两周,我们认为需要重点关注耶伦讲话,CPI、PPI 数据公布,美联储 6 月 FOMC 会议、MSCI 结果以及英国脱欧公投等事件。

表 1: 未来两周重要事件时间表

时间	事件
2016.6.7	美联储主席耶伦(Janet Yellen)发表讲话
2016.6.9	中国五月CPI、PPI数据公布
2016.6.14、15	美联储6月FOMC会议
2016.6.15	MSCI是否纳入A股结果公布
2016.6.23	英国退出欧盟公投

资料来源: 公开资料整理, 长江证券研究所

行业配置: 推荐从三条主线挖掘结构性机会, 首先继续坚持“景气是最好的防御”, 景气第一, 估值第二, 重点配置景气行业, 但随着其估值水平偏离均值调整权重。重点配置家电、传媒、饲料、细分行业关注受益于国家放开最高价格管制的血制品行业(相关公司: 博雅生物, 华兰生物, 天坛生物)。其次, 关注估值较低, 且业绩稳健增长的板块。重点关注 3 月份至今, 盈利预测有所上调的行业, 推荐关注: 医疗服务、计算机设备、汽车整车、环保工程及服务、医药商业等行业。此外, 随着 6 月步入分红实施期, 关注高股息投资机会, 我们结合股息率、分红次数、市盈率、ROE 波动等指标选择了高股息率公司名单(详见我们上周发布的高股息专题《高股息策略: 如何选股和择时?》)。

主题配置: 我们根据近期市场情况, 结合政策、经济、产业、社会的最新动向, 推荐以下主题投资机会, 供您参考。

表 2: 本周主题推荐

主题	逻辑与催化剂	相关标的
强降雨	今年全国汛期提前, 台风季、梅雨季即将到来, 强降雨天气频现	华控赛格、龙泉股份、东方雨虹等
欧洲杯	迎来史上规模最大的欧洲杯	海信电器、贵人鸟、燕京啤酒、百润股份等
量子通信	七月量子卫星即将升空, 产业化进程有望加速	福晶科技、中天科技、三力士等
暑期经济	暑期的到来, 迪斯尼和电子游戏迎来消费旺季	吉祥航空、美盛文化、大唐电信、浙报传媒等
城轨	16年迎来建设投资高峰期	鼎汉技术、运达科技、宏润建设等
国企改革主题	本周国企改革在三次中央会议中被提及, 国资委强调五矿集团作为国资运营平台的重要性	重点关注诚通系, 五矿系、中粮系

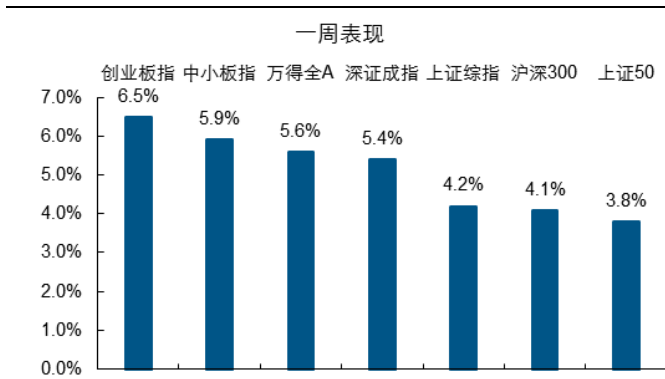
资料来源: 长江证券研究所

数据中的一周市场

A 股走势：市场大幅反弹

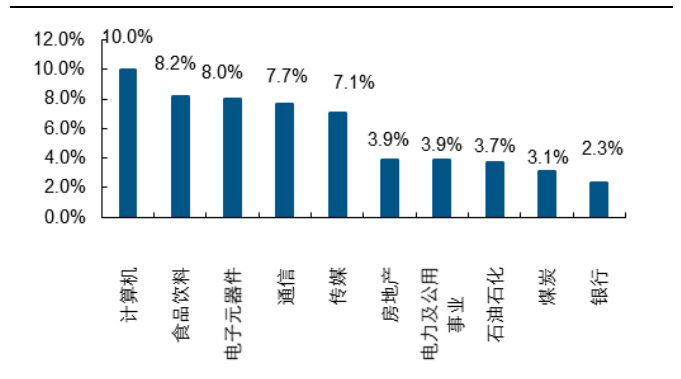
本周，市场反弹，上证综指上涨 4.2%，创业板指上涨 6.5%，上证 50 上涨 3.8%。行业表现前三为计算机（10.0%），食品饮料（8.2%），电子元器件（8.0%），主题表现靠前的为次新股指数（17.5%），芯片国产化指数（13.5%），传感器指数（11.1%）。

图 5：大类板块涨跌幅



资料来源：Wind，长江证券研究所

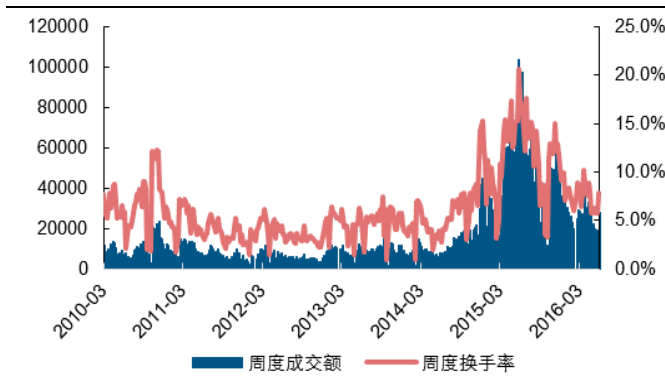
图 6：行业涨跌幅前五后五



资料来源：Wind，长江证券研究所

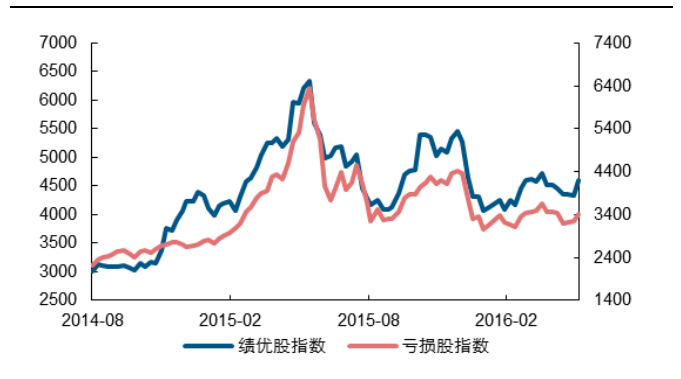
本周换手率为 7.9%，较上周 5.7% 上升 2.2%。绩优股指数上涨 6.3%，亏损股指数上涨 5.2%，绩优股指数相对亏损股指数获得正收益，显示出市场风险偏好的下降。

图 7：全部 A 股周度成交额与换手率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：绩优股指数与亏损股指数



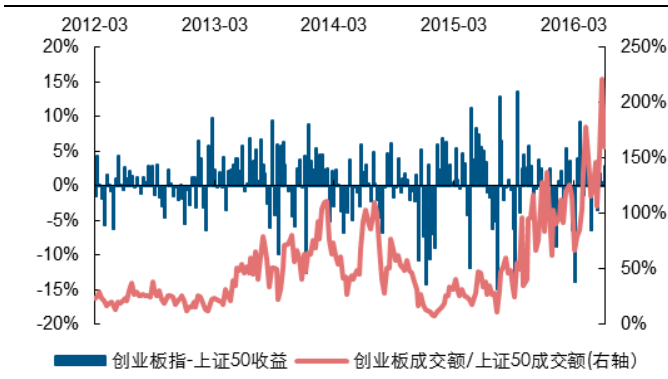
资料来源：Wind，长江证券研究所

创业板指成交额相对上证 50 成交额指标本周为 160.5%，较上周 220.9% 下滑了 60.4%，创业板指相对上证 50 的获得 2.8% 的相对正收益。

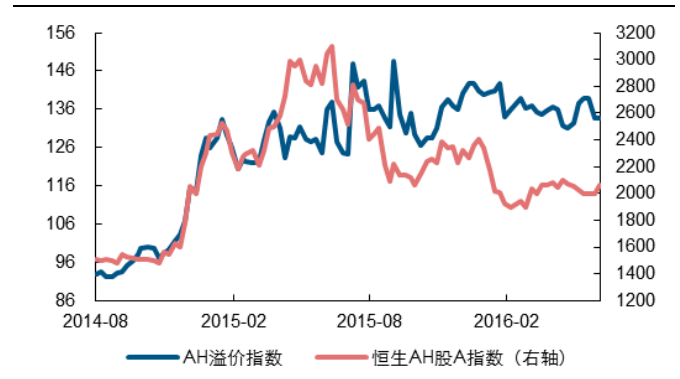
AH 溢价指数本周为 133.8，较上周上涨 0.1。

图 9：创业板相对成交额与相对收益

图 10：AH 溢价指数



资料来源: Wind, 长江证券研究所



资料来源: Wind, 长江证券研究所

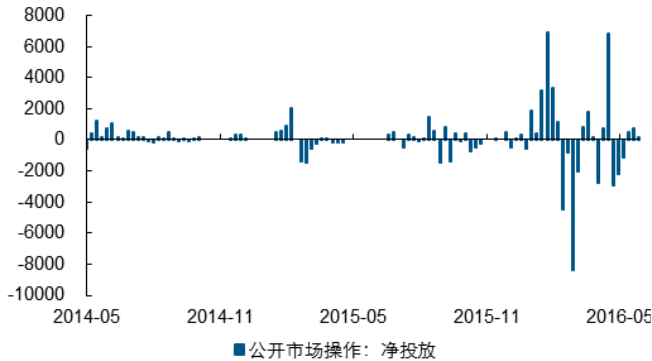
流动性概览

银行间流动性: 短端利率下行, 长端利率上行

本周央行通过公开市场操作投放货币 3900 亿元, 回笼货币 3700 亿元, 当周货币净投放 200 亿元。

银行间 7 天回购加权利率下行 13bps。5 年期国债收益率上行 2bps, 10 年期国债收益率上行 7bps。国开行金融债期限利差较上周五下行 1 bps, 信用债利差上行 4bps。

图 11: 央行公开市场操作



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 12: 银行间回购加权利率与票据贴现利率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 5 年期利率和 10 年期利率



图 14: 国开行金融债期限利差与 5 年期信用利差



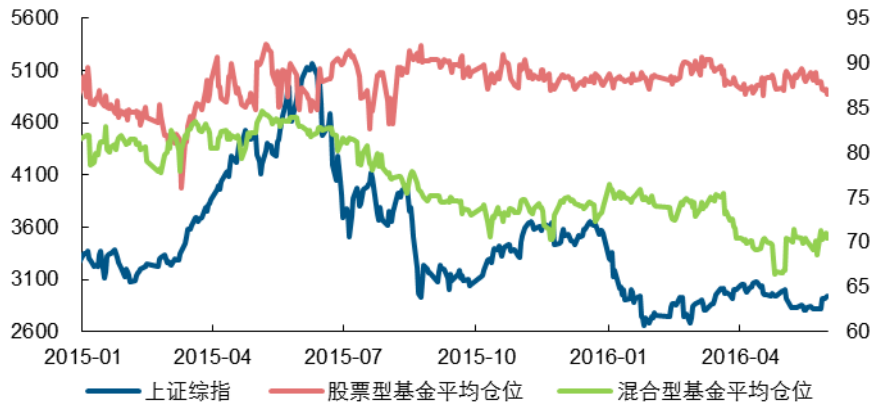
资料来源: Wind, 长江证券研究所

资料来源: Wind, 长江证券研究所

股票市场流动性: 大股东减持继续放量

从投资者仓位变动看, 根据长江金融工程组测算估计, 本周股票型基金平均仓位从上周五的 87.8% 减仓至 86.5%, 混合型股票基金仓位从 68.6% 加仓至 70.5%。

图 15: 股票型基金减仓, 混合型基金仓位加仓

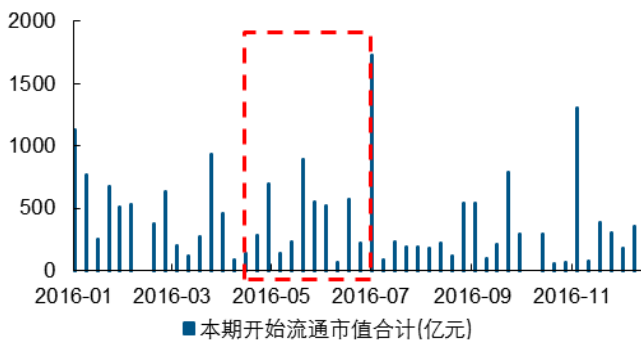


资料来源: 长江金工, 长江证券研究所

本周新增流通股票市值为 517 亿元, 较上周的 558 亿元小幅减少, 但仍处于较高水平, 下周 (6 月 12 日当周) 新增流通股票市值为 72 亿元, 对市场的冲击暂时放缓。从月度频率看, 5 月解禁市值达到 1900 亿, 6 月显著提升至 2617 亿, 3 月与 4 月解禁市值分别为 1892 亿与 1279 亿, 5 月与 6 月的解禁带来的减持压力值得关注。

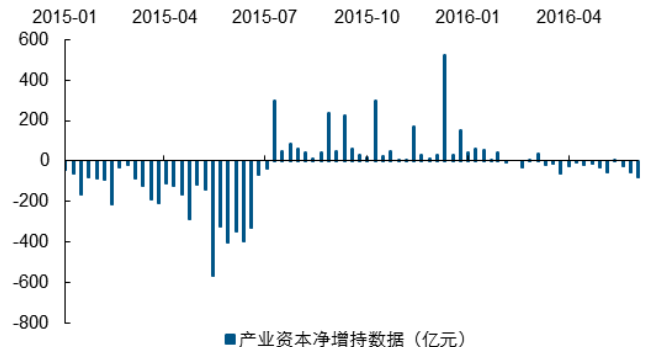
本周, 大股东净减持股票 77 亿元, 上周大股东净减持 53 亿, 继续减持放量; 从 3 月 13 日当周起, 除 5 月 13 日当周出现短暂的小幅净增持, 已经连续多周处于减持状态, 市场对大股东减持的担忧仍不可放松。

图 16: 解禁市值



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 17: 大股东增减持数据



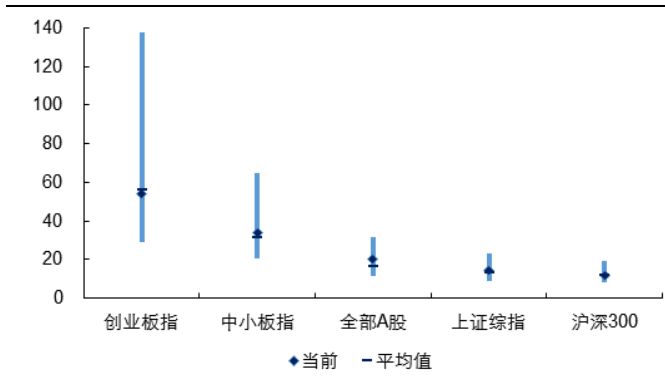
资料来源: Wind, 长江证券研究所

行业估值: 市场估值全面大涨

本周，全部 A 股估值由 19.25 上升至 20.19。主要市场指数全面大涨。中小板指数估值由 32.09 上涨至 33.86，创业板指数由 51.00 上涨至 54.18；上证综指估值由 13.82 升至 14.38，沪深 300 指数由 11.61 上升至 12.05。

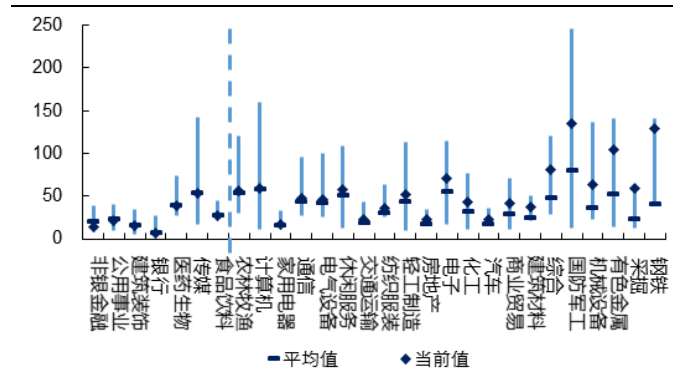
行业估值方面，所有申万一级行业全部上涨，综合、计算机、食品饮料、电子等行业本周估值涨幅居前。目前仅有非银金融，公用事业，建筑装饰，银行，医药生物，传媒 6 个一级行业估值低于历史平均水平。

图 18: PE: 主要指数 (2010 年 6 月至今)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: PE: 申万一级行业 (2010 年 6 月至今)



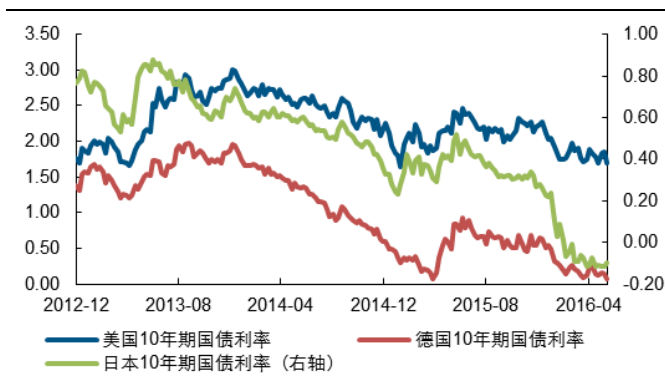
资料来源: Wind, 长江证券研究所

海外市场：全球避险情绪上升

本周，美国 10 年期国债利率下行 15bps，德国 10 年期国债利率下行 7bps。值得注意的是日本 10 年期国债利率上行 2 bps 至-0.10%，继续保持负利率。

当前美国信用债利差已经达到 2011 年欧债危机时的水平。本周美国信用债利差较上周上行 10bps，显示了风险偏好的下降。

图 20: 欧美日国债利率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 21: 美国信用利差

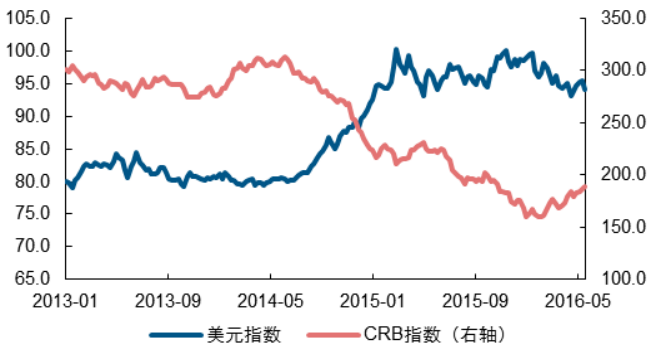


资料来源: Wind, 长江证券研究所

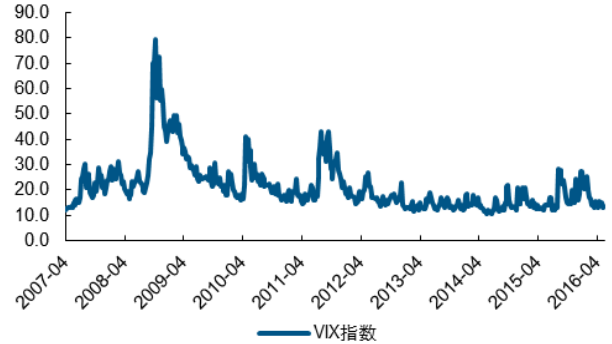
本周，美元指数下降 1.6% 达到 94.0，CRB 指数上涨 1.4% 至 188.7。VIX 指数上涨 2.7% 至 13.5，显示了市场波动增加。

图 22: 美元指数与 CRB

图 23: VIX 指数



资料来源: Wind, 长江证券研究所

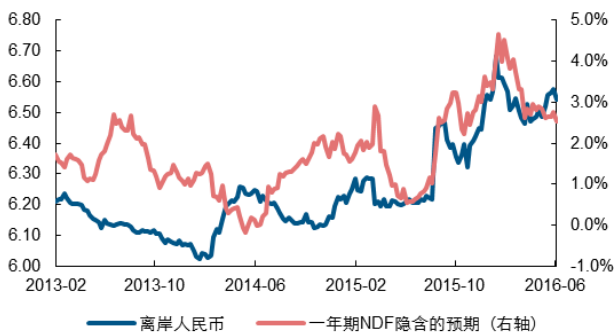


资料来源: Wind, 长江证券研究所

本周, 美元兑离岸人民币汇率下跌 0.5%, 一年期 NDF 下跌 0.7%, 一年期 NDF 相对 CNH 隐含的贬值幅度为 2.5% 左右, 由于本周美国非农数据不及预期, 加息概率大幅下降, 美元兑人民币也出现了一定的下滑。

我们持续跟踪的套息货币对澳元兑欧元上涨 0.2%, 澳元兑日元下跌 1.0%, 显示了风险偏好的下滑。

图 24: 人民币兑美元, 1 年期 NDF



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 25: 澳元兑欧元, 澳元兑日元



资料来源: Wind, 长江证券研究所

风险提示:

1. 流动性冲击。
2. MSCI 低预期

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼 (200122)
电话：021-68751100 传真：021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)
传真：027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室 (100032)
传真：021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)
传真：0755-82750808, 0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。