

破译A股25年密码 三个风口定理让“猪”飞

——沪深股市风格转变机理及应对策略

中国上市公司研究院

牛市来了,股市成交急剧放大,个股交投异常活跃。上万亿的成交、上百股的涨停板,无疑吸引眼球。可是,在这热热闹闹的氛围里,寂寞的板块、沉闷的个股也无时不在。曾经的“风格转换”,时髦的“风口理论”都对此进行了解析。不过,放大视觉范围,从历史沿革来定位目前的行情,我们也许会有不同的解读。简而言之,无论是“风格转换”,还是“风口理论”,都只看到事情的表面,将2014年下半年以来的行情定性为市场炒作的结果,而忽视了其背后的复杂性以及这种市场风格一以贯之的真实原因。

成交天量背后

3月24日,沪深股市成交14394亿元,刷新历史纪录。其中,沪市成交7549亿元,占比52.45%;深市成交6845亿元,占比47.55%。仅就这方面而言,沪市似乎仍然处在老大的位置,具有不可替代的优势。不过,换一个角度看,其中却演绎着不一样的故事。

众所周知,早在2014年12月9日,沪深股市在以银行、券商为龙头的金融股的带领下,蓝筹股、权重股集体爆发,两市成交刷新此前的历史高点,达到12665亿元。其中,沪市高达7934亿元,占比62.65%;深市仅有4731亿元,占比37.35%。就此比较,沪市占有绝对控股地位,是深市望尘莫及的。

对比3月24日的数据,我们发现,时间仅仅过去不到4个月,沪市的日成交不仅没有增加,相反,从7934亿元降到7549亿元,降幅为4.85%;与此同时,深市从4731亿元变为6845亿元,增幅高达44.68%。由此改变了两者的力量对比,沪市成交占比由62.65%下降到52.45%;深市成交占比由37.35%上升到47.55%。

伴随这一变化的是市场结构的大逆转。从去年12月9日至今今年3月24日,上证指数上涨了27.67%,深成指的涨幅为26.54%。如果以此评价两个市场的表现,可以看出,深市没有沪市强劲。但是,中小板指数的涨幅为32.75%,创业板指数的涨幅更达到了56.72%。而反映沪市特色的上证50指数仅上涨了22.96%。也就是说,小股票的活跃与大股票的沉闷缩小了两市成交的差距。在上述两个时间点,中小板股票的成交由1403亿元增加到2739亿元,增幅为95.22%;创业板股票的成交由613亿元增加到1456亿元,增幅高达137.52%;而上证50股票的成交由3177亿元下降到1939亿元,降幅为38.97%。

市场结构的变化在个股方面也有相应的表现。以3月25日为例,两市涨停的股票共计151只,其中沪市37只,占比24.5%;深市114只,占比75.5%;而涨幅7%以上的243只股票中,沪市只有61只,深市为182只。如果将统计范围再扩大,类似差距依然没有太大变化。当天涨幅5%以上的股票总数为385只,其中沪市107只,占比27.79%;深市278只,占比72.21%。

也许,这是市场风格转变的暂时性现象,不值得大惊小怪。风水轮流转,过不了多久,风又会吹向蓝筹股、大盘股。很明显,这样的转变一定会出现。但是,如果将这样的转变仅仅看成是短期的、轮番上演的游戏,而忽视其中的内在原因以致对行情聚焦失准,很可能误判行情;若进一步以此为依据将应对市场的策略定位为“坐等风来”,那么,很可能会贻误市场提供的大好机会。

历史告诉我们,这样的机会稍纵即逝。在每一轮大牛市中,能跑赢指数的人并不多。之所以出现这样的结果,没有找准“风口”,是主要原因。

历史的脉络

近年来,我们习惯用“风格转换”来表述沪深股市表现出的这种差异,并且认为“强弱转换”的周期性、节奏感非常明显。这种一波接一波的转换,在调整市,或者低迷市道,也许是常态。但就一波新崛起的大牛市而言,“强者恒强”的现象似乎更符合市场表

现。这种现象甚至贯穿1995年以来的沪深股市。

自1990年开张以来,包括目前正在演绎的行情在内,技术上沪深股市经历了7波大的上涨行情。统计数据显示,1996年1月上证指数512点之前,沪市明显强过深市。其中,95点~1558点行情中,上证指数上涨了15.4倍;而深成指仅上涨了7.64倍。沪市的换手率是9.33次,而深市只有5.25次,是沪市的56.27%。在这波行情中,两市涨幅前20名的股票中,深市只有深宝安A(现在的“中国宝安”)、深安达A(国农科技)以及后来退市的深金田A等3只股票入围,其他17只都是沪市的股票。涨幅最高的豫园商城上涨了42倍,而深市最高的深宝安A仅上涨了6.51倍。

在接下来的325点~1052点的反弹行情中,深成指最大上涨1.29倍,上证指数则上涨了2.24倍。沪市的换手率达到4.19次,深市则为2.52次。在这波行情中,深市只有深原野A(世纪星源)入围涨幅前20名,其他19股全被沪股包揽。由此可见,A股行情被沪市主导,沪市是股市的主战场。

但是,自1996年开始,上述市场格局被扭转了。技术上,可以将上证指数1996年1月的512点视为转折点。自那以来的5波行情中,出现了明显不同于前2波行情的特点:一方面,深市的活跃度出现了质的变化,整体高于沪市;另一方面,深市个股活跃度大幅提高,虽然整体上,沪市个股仍占优势。以512点~2245点行情为例,深市的换手率为3.51次,沪市为3.02次;涨幅前20的股票中,沪市只有天津磁卡、飞乐音响、四川电器(博瑞传播)与上海金陵(华鑫股份)入围,其他16只皆属深市股票。可以说,在这一波行情中,深市初步扭转了过去的被动局面。

而接下来的998点~6124点行情是沪深股市历史上最具爆发性的牛市,其历史背景是股权分置改革。理论上,作为法人股、国有股占优的沪市,在这一轮改革中应该起到更大的领先作用,衍生出的市场机会也会大大超过深市。但是,最终结果显示,深市在市场主体交投以及个股活跃度方面仍处在领先地位。在这波行情中,上证指数最大涨幅为513.63%,深成指的最大涨幅为656.76%。同期,深市的换手率为18.64次,沪市为17.16次。

在1664点~3478点的大反弹中,深市的换手率达到6.37次,而沪市只有4.79次,两者的差距进一步拉大。个股活跃度方面,深市占据绝对优势。涨幅前20名股票中,深市有13只,沪市只有7只。值得注意的是,在深市13只股票中,中小板股票有6只。过去,主流观点认为,中小板股票表现突出是盘子小的缘故,是资金不足以致市场摒弃大盘股、偏爱小盘股的结果。现在看来,这样的断语过于简单。结合对目前行情的考察,我们发现,市场投资偏好与价值取向有着内在的逻辑,并不能简单地归结为一时兴起的市场炒作。

中小板登台是历史性转变的信号,标志着中国经济改革进入新阶段,标志着证券市场试图摆脱原有的羁绊而试着迈入市场化的轨道。其后跟随而来的创业板加强了这一趋势,进一步展现了市场力量的恢宏与不可逆转。由此决定了沪深股市的不同表现。

很明显,始于2014年下半年的行情还在行进中。以下的分析只是管中窥豹,虽然看不到未来行情的真实面目,但隐喻的意味不可小觑。为了方便,我们将目前行情的起点定位于2014年7月21日上证指数的低点2049点。从2049点到2015年3月25日,深市的换手率高达4.41次,而沪市只有1.98次。期间,涨幅前20的股票中,沪市占5只,深市有15只。虽然数据差别悬殊,但两者有一个共同点,即与新经济相关的网络科技、信息技术等个股成为市场追逐的热点。深市在这方面表现更加突出,15只涨幅居前的股票中,没有一只不是深市主板的,其余全部分布在中小板、创业板。而沪市上榜的大智慧、南通科技、中科曙光、兰石重装以及小商品城也都属于网络新经济、新技术范畴,或者与它们相关。

风口定理

- 一 在同样的大背景下,在分割开的不同市场上,上市公司的数量与市场机会成正比。一般而言,上市公司越多的市场,其股性越活跃,相应的市场机会越多。
- 二 在同等总市值条件下,由小公司组成的市场相比由大公司主导的市场更有活力,小公司的股价更具弹性。
- 三 就单个公司而言,在同等规模条件下,公司的活力取决于公司股权结构衍生出来的积极性与创造性。一般而言,市场化程度高的公司创造性更强,也更受市场追捧。

沪指	上市 公司数 (家)	累计 成交量 (亿股)	换手率 (%)	A股 总市值 (亿元)	流通 市值 (亿元)
95点~1558点 (1993.2.16)	深市 77 沪市 106	25.76 16.20	525.24 933.69	659.37 1151.43	216.01 139.14
325点 (1994.7.29) ~1052点 (1994.9.13)	深市 120 沪市 171	145.39 292.55	252.75 419.49	1633.95 4095.57	508.98 737.37
512点 (1996.1.29) ~2245点 (2001.6.14)	深市 516 沪市 646	7800.22 7848.38	3514.83 3027.69	21518.72 30714.98	7791.91 9658.01
998点 (2005.6.6) ~6124点 (2007.10.16)	深市 690 沪市 863	17782.71 33723.41	1864.24 1716.25	56299.58 229869.96	27302.77 61061.96
1664点 (2008.10.28) ~3478点 (2009.8.4)	深市 849 沪市 873	12399.51 24834.81	637.86 479.27	50826.23 188687.77	30894.14 87805.64
2049点 (2014.7.21) ~3715点 (2015.3.25)	深市 1653 沪市 1030	28795.27 47744.57	441.57 198.20	185728.50 336291.03	129898.02 253265.84

沪指	上市 公司数 (家)	累计 成交量 (亿股)	换手率 (%)	总市值 (亿元)	流通 市值 (亿元)
1377点(2006.3.8) ~8633点(2008.1.15)	202	1124.94	1342.24	11377.75	4161.89
2114点(2008.10.28) ~7493点(2010.11.11)	498	7046.30	1914.60	35041.10	15831.99
3557点(2012.12.4) ~7969点(2015.3.25)	744	2360.30	1192.35	77086.51	53193.55

沪指	上市公司数 (家)	累计成交量 (亿股)	换手率 (%)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)
585点 ~1559点 (2014.2.17)	355	3686.64	1109.71	19171.95	10365.65
1255点 (2014.7.25) ~2405点 (2015.3.25)	428	3365.61	567.46	37127.84	22020.63

本版制表:肖国元 本版制图:彭春霞

股市25年的密码

自1990年至今,沪深股市走过了25年的历程。期间,“沪深强弱”不时成为市场话题。即使“强弱之辩”后来演变成“风格转换”,也难以抹去两个市场不同的个性。只不过,我们常常陶醉于市场的喧哗,短期内频繁的转换令人眼花缭乱,光怪陆离的行情让人觉得市场机会丛生而难以潜心思考这些热闹喧嚣背后的东西。

1990年至今,就沪深股市已经走过的25年历程来看,整体上,以1996年初为界,可以分为两个阶段:1996年之前,沪市强于深市;1996年之后,深市强于

沪市。为什么会这样的分野?

其实,作为国内不同地域的股市,两个市场的大背景是一致的。两者的出现都是改革开放的产物,都是为了改革计划经济,引进市场机制,都是奔着股份制与市场经济而来的。因此,同样的经济环境、同样的经济政策催生了不同的个性。只不过,我们常常陶醉于市场的喧哗,短期内频繁的转换令人眼花缭乱,光怪陆离的行情让人觉得市场机会丛生而难以潜心思考这些热闹喧嚣背后的东西。

改革激发了第一批吃螃蟹的人,虽然早期两地的投资者带有较强的地域特色,但随着市场规模的扩大与全国各地投资者的加盟,两市投资者的地域特色大为减弱,同质性得以强化。因此,可以认定沪深股市表现之差异不会是缘于投资者的差异。

作为股份制改革的主战场,早期的

沪市自然备受瞩目,其热度高于深市也在情理之中。到1994年1052点时,沪市在上市公司数、流通市值、总市值、市场交投活跃度等方面都领先深市。

相对于庞大的现有市场,那时投资者的可选范围是有限的。到1052点时,两市A股上市公司为291家,流通市值为1244亿元,与保利地产现有的规模相当,平均每家公司的流通市值为4.27亿元;总市值为5728亿元,还不及中国石化一家大,平均每家的规模为19.68亿元。放在今天,那些公司都是迷你公司。相对而言,沪市的总规模、单个公司的股本规模与市值规模均较深市大。沪市平均流通市值、总市值分别为4.31亿元、23.95亿元;深市为4.21亿元、13.61亿元。市场并没有演绎出“弃大从小”的特点。即使在998点~6124点那波行情中,以大股票为主的沪市也并没有逊色多少,沪深股市可谓旗鼓相当。就主板而言,两市的估值在6124点之前也相差不多。这说明市场对待不同市场的股票遵循着基本相同的准则。

而深市从“弱转强”到与沪市并肩,再到“强于沪市”,经历了一个较长的过程。其路径由朦胧到清晰,由主板蔓延到中小板、创业板,可以说是历史的必然。

众所周知,国企改革是培育市场经济的必由之路,证券市场是培育市场经济最好的推手之一。但改制必须要经得起市场的检验。而股市是最直接、最灵敏的检验场所。如果改制流于形式,达不到预期的效果,那么,市场的反应就是疏离与摒弃。早期股市大起大落的高频波动反映了上市公司的脆弱与市场的低效。投资者如果不能获得红利与资产增值,那么打破旧有格局就成为必然。

为国企脱困是早期股市最主要的任务。脱困包含两方面内容:一是资金与资源的支持;二是机制转换。因此,剥离企业资产,将优质资产组合成企业并上市,似乎可以顺利解决上述两个问题。然而,人为地剥离割断了企业产业链的自然血脉,上市公司与母公司间的利益联系难以规范化。结果普遍存在上市公司“转制不转轨”现象——上市公司表面上是股份制企业,实际上还在国企的轨道上运行。更有甚者,早期股市的包装上市、虚假财报、上市公司业绩变脸等导致的市场波动给投资者带来的冲击是难以言表的。这些影响市场的因素虽然至今还未被根除,但在一定程度上,由于上市公司构成的多样性与更具市场取向的经营机制的形成而给沪深市场打上了不同的烙印。

从股权性质看,那时的上市公司几乎是清一色的国有企业、国有法人公司,或者国企改制的股份公司。其中,沪市的国企特色要远远大于深市。尤其是以四大行及两桶油为代表的大盘股上市以后,沪市的凝重到了无以复加的地步。以改革先行著称的深圳,这个时期上市的公司也是以国有控股公司为主体,但市场化、民营的色彩逐渐转强。这是深市后来“由弱转强”的内在原因。等到中小板、创业板出来以后,深市市场化的色彩就更浓了。这是经济改革的大趋势,是市场经济发展的必由之路,其展现出的活力、成长性、创造性是臃肿庞大的国企无法比拟的。因此,上市公司大小之争,某种程度上是机制与活力之别。而由此衍生出的股市表现之强弱,无非是投资者的

价值取向的结果。

中小板、创业板公司大多与创业、创新以及新经济联系在一起。因此,我们可以将深市的活跃归结为新经济的功劳。“万众创业、万众创新”局面的到来更会让深市如虎添翼。不可否认,国企不是铁板一块,各方面对国企的改革还在行进中。因此,沪市的国企上市公司希望犹存。同时,沪市也在创造条件,迎接新公司的加盟,拥抱新经济。不过,在国企的优化与新经济的植入这两方面没有实质性变化之前,股市的主战场在深市那是毫无疑问的,这样的市场反应也是合情合理的。

其实,我们还可以从另外一个角度来解释沪深强弱与公司大小之间的联系。众所周知,股价的变动缘于信息的刺激。理论上,没有信息的流动,就不会有价格的变化。而信息流动的数量与频率决定股价变化的幅度与节奏。由此带来的市场机会也会大幅增加。截至2015年3月25日,深市上市公司为1653家,多出沪市60%。因此,从信息流动与股价变化之间的关系来看,深市表现活跃是正常的。极端而言,100家小公司的盈利也许不及1家大公司。但是,与100家公司相关的信息会远远多于1家大公司。因此,100家公司在股市上表现出的活跃性也会远远高于单一公司。这可以从一个侧面解释深市为什么强于沪市。最典型者,莫过于创业板与中国石油的对比所代表的情形。截至2015年3月25日,创业板上市公司共计428家,流通市值22020亿元,仅相当于1.1个中国石油;总市值37127亿元,相当于2个中国石油。而这428家公司在市场上流动的信息对股价的刺激远远大于中国石油所具有的能量。

风口定理

牛市来了,市场交易十分活跃,每天封涨停的股票不计其数,羡慕了那些买不着涨停股票的人。那些敢追涨停板的人被看成是市场勇士,许多人怀疑敢死队的勇气从何而来。曾经敢死队的江湖传说更是风靡一时,成为街头巷尾的谈资。不过,要碰上涨停板的股票还真不容易,毕竟正常状态下每天能涨停的股票最多也不到总数的1%。大多数投资者不会痴心期望自己买的股票天天涨停板,但希望自己买的股票涨得好一点,涨得快一点,则是人之常情,也是可以争取的事。尤其是牛市当前,仔细琢磨是有助于提高命中率、提高投资收益的。要达成这样的心愿,最简单一点就是对市场、板块与个股根据某些原则进行筛选。根据上述分析,有三个原则可供参考,即三个“风口定理”:

定理一:在同样的大背景下,在分割开的不同市场上,上市公司的数量与市场机会成正比。一般而言,上市公司越多的市场,其股性越活跃,相应的市场机会更多。

定理二:在同等总市值条件下,由小公司组成的市场相比由大公司主导的市场更有活力,小公司的股价更具弹性。

定理三:就单个公司而言,在同等规模条件下,公司的活力取决于公司股权结构衍生出来的积极性与创造性。一般而言,市场化程度高的公司创造性更强,也更受市场追捧。(研究员:肖国元)