

当前 A 股的走势分析

一、前两轮牛市的特征：成交量迅速创历史新高，并且一周左右维持高位

股市中，大盘指数包括上证指数、中小板指数、创业板指数，其中上证指数的历史时间最长，穿越过的股市牛熊最久，所以上证指数适合用于研究股市牛市的特征。

成交量持续放大，表明资金不断流入，资金的关注度不断提高，如果成交量能够创出过去历史的新高，并且能维持一周左右，则表明资金的流入量创出了历史新高，市场极其活跃，具有了推动新一轮牛市的动力。

我们先回顾 2005 年和 2014 开启的牛市，大盘的成交量都有持续快速放大的趋势，并且创出前期历史的新高，而且能够在一周内内维持在相对较高的水平。

1、2005 年年底开启的牛市：成交量迅速创出历史新高，并且能维持高位一周以上

2006 年上半年，上证指数的成交量创出了过去历史的新高，并且 10 日左右成交量一直维持在高位，显示成交量不是偶然创出了历史新高，而是有持续的，开启了 2005 年-2007 年的牛市。

到了牛市中后期后，2007 年伴随着指数的调整，成交量也经过短暂的调整，然后在指数突破前高位后，成交量再次持续地攀升，不断创历史新高。

图：1997-2007 年，上证指数的走势



2、2014 年下半年开启的牛市：成交量迅速创出历史新高，并且能维持高位一周以上

2014 年年底，成交量创了过去历史的新高，并且 10 日左右成交量一直维持在高位，标志着牛市来临。

到了牛市中后期后，2015 年伴随着指数的调整，成交量也经过短暂的调整，然后在指数突破前高位后，成交量再次持续地攀升，不断创历史新高。

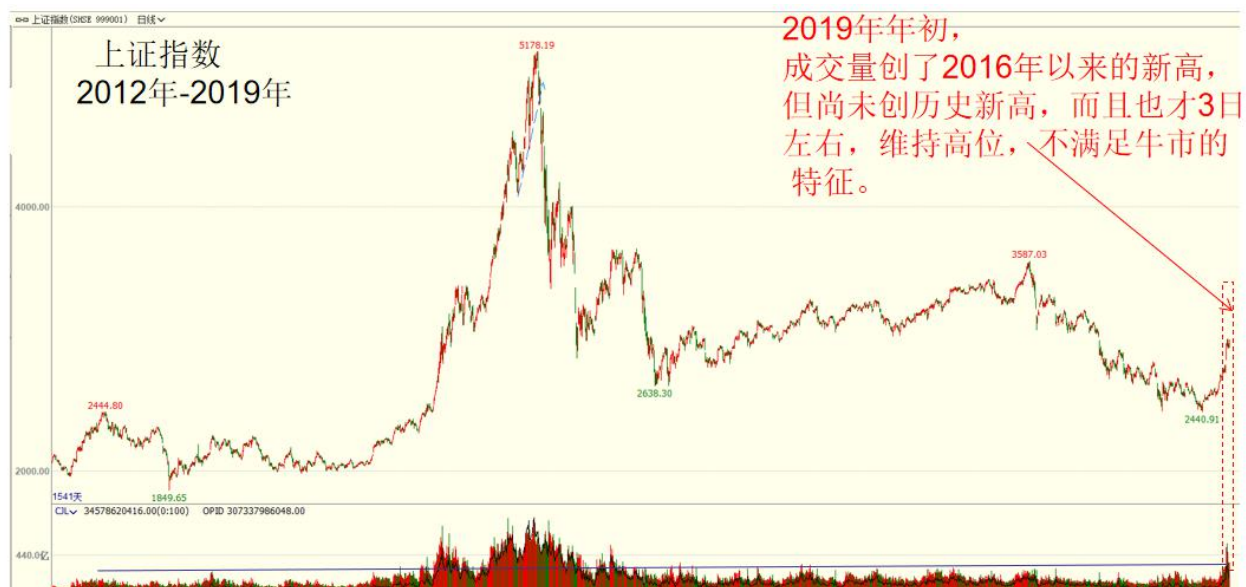
图：2014-2015 年，上证指数的走势



二、本轮 A 股的特征：成交量迅速放大，不过上证指数的成交量尚未创历史新高，并不满足牛市的成交量特征；创业板的成交量创了历史新高，满足牛市条件

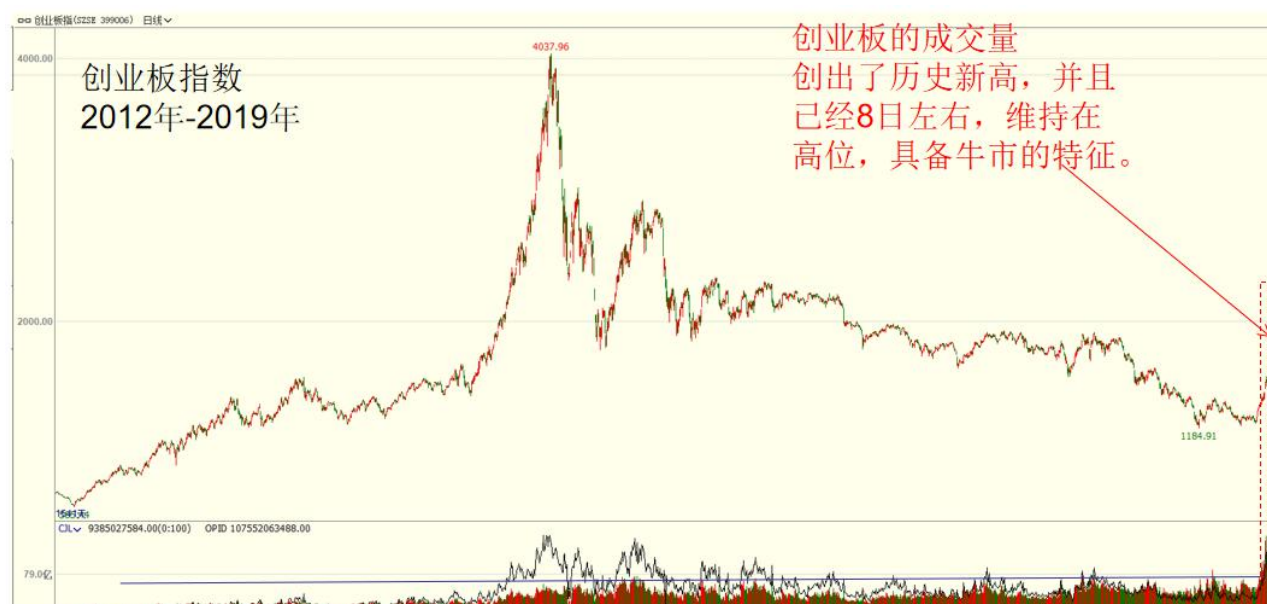
2019 年年初，成交量创了 2016 年以来的新高，但尚未创历史新高，而且也才 3 日左右，维持高位，不满足牛市的特征。

图：2013-2019 年，上证指数的走势



但 2019 年年初，创业板的成交量创出了过去历史的新高，并且已经 8 日左右，维持在高位，具备牛市的特征。

图：2013-2019 年，创业板指数的走势



回顾创业板在 2013 年开启的 2013 年-2015 年牛市，在 2013 年年初，2013 年的成交量也创出了过去的新高，并且连续 8 日左右，都维持高位，开启了这轮牛市的序幕，在 2015 年年初后，创业板的成交量再次迅速攀升，创出历史新高。

图：2011-2013 年，创业板指数的走势



所以从成交量的特征来看，当前 A 股并不完全满足牛市的特征，上证指数的成交量虽然创了 2016 年以来的新高，但并未创出历史上的新高；但又具有牛市的某些特征，即创业板创了历史的新高，而且也连续一周都维持在高位。但创业板上市的时间短，又不能有充分的历史样本来证明创业板当前满足牛市的特征。

鉴于 A 股牛市很少、熊市很长的特征，当前 A 股还不完全满足牛市的特征，所以更倾斜认为，当前 A 股是反弹，但是 A 股的活跃度创了 2016 年以来的新高，特别是创业板的成交持续创历史新高，所以 A 股反弹的空间会比较大一些，具有可操作的空间。

三、A 股大反弹的驱动力：管理层在政治、经济、外交等路线上，做了全面修正，政策出现重大的拐点，前两年被压制的 A 股得到了释放

1、经济路线上的修正：肯定民营经济的地位；不再搞国企合并，不再提“做大做强国企”

过去几年大家都忧虑重重，国家大搞“做大做强国企”、大国企合并，国企全面向各行业进攻，前两年环保、淘汰落后产能，不少的中小民营企业被关闭停产，国营大型企业不断合并，壮大国企行业，这些都会挤压民营经济的生存空间，国企民退。整个社会对于我国经济路线的走向，害怕左倾思潮兴起，担心重重，害怕“民营经济被迫退出”，“新公私合营”，甚至出现了“民营经济可以退出”的论调，政府也一直未能澄清，睁一只眼闭一只眼，加重了大家的疑虑，使投资者对 A 股缺乏信心。

2018 年 11 月开始，老大和中央政治局，先后肯定了民营经济的地位，老大先提出“所有民营企业民营企业，完全可以吃下定心丸。民营经济是我国经济制度的内在要素，民营企业和民营企业家是我们自己人”；11 月份中央政治局召开会议，提出“金融支持民营经济发展正当时”。

时隔多年后，中央对民营经济再次明确和清晰的定性，这是本届高层对中国当前经济制度的最终定性，在心理上解开了民营企业家的心扉，终止了一切正在开展的热论和分歧，属于非常大的定性，类似于 92 年邓的南巡终止了姓资还是姓社的争论。

这种定性意义重大，我当时认为这种重大的定性，将会引发股市的中级反弹，不过 A 股开启的大反弹，向后延后了 2 个月。有的时候，行情会滞

后基本面，有的时候会领先基本面，所以用基本面来判断行情，在节奏上具有一定的难度。

2、外交路线的修正：全面、主动向美国妥协，利益不断让步，美方的关税暂缓从 10%加征到 25%

2018 年上半年，面对着美国的毛衣占阵势，我国是显示强硬的态度，毫不低头，“以牙还牙”，“小打小赢，大打大赢”，“全民攻克时艰”，美国加征 500 亿美元的关税，我国也立即马上加征 500 亿美元的关税；美国加征 2000 亿美元的关税，而且 2019 年 1 月 1 日就要从 10%提高到 25%，我国立即加征 600 亿美元的关税。

但是面对着毛衣占对我国经济下滑的直接影响，2018 年 12 月份后，画风陡转，我们主动、全面妥协，当时就表示“大量购买美国的产品；现在立即购买美国的农产品”，换回了 3 个月的暂停新加征关税的时间，随后在下面的 3 个月内，我国全面让步，美国对中方提出的七种要求，包括强迫技术转让、知识产权保护、关税壁垒、网络盗窃、中方取消面向美方的全面关税壁垒、货币、结构性改革等，绝大部分要求，我方都答应了，并且承诺两年内抹平中美的毛衣逆差，主动要求全面购买美国的农产品、工业品、能源。

在我国不断的利益让步中，美方获得了很大的利益，没有按计划在 3 月 1 日，对进口中国的 2000 亿美元，从 10%加征到 25%，美方是暂缓执行，毛衣占得到了缓和。

但是，不要以为美国取消了毛衣占，并没有取消，毛衣占永久继续，此前的关税税率，该怎么加还是怎么加，例如对进口中国的 500 亿美元加征 25% 的关税，对 2000 亿美元加征 10% 的关税，这些都是一直实施的，并不会改变，也不会取消，我们做出的各种利益让步，换回的仅仅是毛衣占暂时不升级而已，而不是毛衣占的取消。而且特冷普要求“我已经要求中国立即取消针对美国农业产品的所有关税（包括牛肉、猪肉等），这是基于我们在贸易谈判中进展良好的事实。我在 3 月 1 号没有对第二批中国商品加征 25% 的关税。这对于我们伟大的农民和我都非常重要”，意思是美国要取消此前的加征关税，但是美方不会取消，也就是说，我国做出了许许多多的利益让步，还得要取消此前对美方的加征关税，换回的不是美方取消此前的毛衣占，而是暂不升级而已，所以这种谈成的协议，我们谈不上成功或失败。

图:3 月 1 日特朗普的推文



3、货币路线的修正：不再提“去杠杆”，“去杠杆”停止，货币开始全面放水

为了降低金融风险，2015 年开始，“去杠杆”成为我国的国家战略，银行、券商、保险公司等，全面去杠杆，货币全面紧缩，流动性紧张，对 A 股形成了较大的打压。

面对着经济增速的失控，我国货币政策出现了改变，2018 年降准三次，在国外不断地收紧货币的时候，我国选择放松货币政策，虽然不大水漫灌，但是打开水龙头，细水长流。2019 年 1 月新增人民币贷款和社融规模增量双双超预期，其中，新增人民币贷款 3.23 万亿元，同比多增 3000 多亿，创单月历史新高，社融规模增量 4.64 万亿元，创新高。

2019 年 2 月 22 日，中共中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习，其中之前“主动防范化解”的具体措施，包括“经济去杠杆”、“国有企业降杠杆”、“严控地方政府债务增量”等都未再出现，意味着“去杠杆”不再是我们当前的任务。前两年的“去杠杆”并未导致社会债务率的下降，债务率仍然继续攀升，所以前两年的“去杠杆”并未成功，但是面对经济下滑，稳经济成为主要的任务，地方债务的发行也不再受控。

4、军事路线的修正：不再频繁搞阅兵，不再暗示强力收复台；全面开始低调，韬光养晦

过去几年，我们的阅兵从没这样频繁过：2015 年，中国举行大阅兵纪念二战胜利，17 国军队参加；2016 年，在东海举行大规模实战演习；2017

年，在内蒙古朱日和举办沙场秋点兵，大阅兵活动；2018 年 4 月，南海举办海上阅兵，这是新中国历史上规模空前的海上阅兵。

不断阅兵，本身就是一种实力的炫耀，容易引发他国的围剿，请看当年商鞅和秦孝公的对话：

孝公：我听说申不害在韩国折腾的很厉害，练了 10 万新军；

商鞅：兵营就在大河南岸，声势很大；

孝公：申不害练兵为何大张旗鼓？他唯恐天下不知么？

商鞅：申不害自创法家术派，急于证明自己是法家正道，急于向天下展示实力，其雄心勃勃不言自明；

孝公：如此做派，显然是让自己做到火炉上烧烤，申不害和韩国国王韩侯想不到么？

商鞅：做大事而又静气，难！

2018 年毛衣占开打之后，特别是中兴的例子之后，无论是我国的官方，还是民间，都低调了许多了，没有了“大国崛起”，“厉害了，我的国”，“战狼”等等，也不再暗示强力收复台，军事路线有所调整，稳定了民众对于经济的信心。今年春晚的旋律没有再弘扬强国梦，没有提“一带一路”，没有吹牛，应该是毛衣占的背景下，我们重新选择了韬光养晦。大部分国人认为中国是老二了，还怎么韬光养晦？无知者无畏，中国仅仅是 GDP 总规模第二，当年大清帝国还是全世界 GDP 第一，难道大清帝国就是世界老大了？老大的大清帝国，怎么被一个个小小的国家追着打，满地找牙？我国因为人口庞大，所

以 GDP 总量第二，但人均 GDP 和人均收入，尚处于全球中等偏下水平，综合国力还得看军事、科学和技术、教育、国际盟友、政治体制、政府清廉等。

综上所述，在毛衣占的突然打击下，我国全面调整了自己的路线和方针，重新选择韬光养晦，低调做人，以经济为核心，对于稳定经济和稳定投资者，都起了直接的作用，政策出现了重大的拐点，前两年对于 A 股的压力，得到了较大的释放；在毛衣占的压力下，为了答应美方提出的要求，我国的政策也更加开放，对于吸引外资，也起到了显著的作用，从 12 月底开始外资就已经持续流入，而 1 月开始资金流入呈现加速趋势，3 月 1 日 MSCI 公布，决定将现有大盘 A 股在 MSCI 全球基准指数中的纳入因子由 5%提高至 20%，超出预期的 10%，MSCI 的 CEO 表示，中国开放的速度比大部分人认为的要快，非但没有出现任何倒退，还在加快开放的脚步。我国政策出现重大的修正，都是引发股市大反弹的驱动力。

四、我国经济持续下滑，A 股适合定性为大反弹；前期可能是蓝筹股表现好

我国经济持续下滑，中国 2 月制造业 PMI 为 49.2%，低于预期，连续三个月低于荣枯线，2018 年第一季度 GDP 同比增长 6.8%，二季度增长 6.7%，三季度增长 6.5%，四季度增长 6.4%，经济持续下滑；2018 年下半年互联网+金融企业，普遍开始了裁员潮，斗鱼、OFO、美图、拉勾网、锤子、BAT、

华为、京东纷纷裁员，2019 年年初后，裁员潮也开始，滴滴、网易、碧桂园等裁员，今年裁员潮可能蔓延到实体经济，满满的都是危机感。

图：PMI 指数



经济持续下滑的背景下，根基不牢，难言牛市，而且 A 股尚不满足牛市的特征（虽然部分满足条件），但鉴于牛市很少、熊市很长的特征，A 股更适合先定性为反弹，由于我国在经济、外交、政治等方面做了路线的调整，政策出现了重大的拐点，前期因政策受压制的 A 股，重新得到了修复，所以 A 股具备大反弹的驱动力。

如果 A 股反弹的话，先借鉴此前的行情规律：

2005-2007 年和 2014-2015 年牛市，牛市前期，上证 50、沪深 300 等大盘蓝筹股指表现较好。2005-2007 年牛市前期，沪深 300 指数阶段环比涨幅为 202.85%，表现好于中证 500。2014-2015 年牛市前期，上证 50 领涨市场，阶段环比涨幅最大为 72.65%，而同期创业板板指和中小板指的表

现相对较弱，其中创业板指涨幅最小，仅为 9.22%。牛市前期大盘股指均表现较好的原因在于：投资者刚刚进入市场，态度会比较谨慎，因而更加青睐于基本面表现比较扎实的大盘股。

2005-2007 年和 2014-2015 年牛市,牛市前期,非银金融(包括券商)、银行、房地产以及国防军工等行业涨幅靠前，电子元器件、计算机、通信等行业涨幅靠后。两次牛市前期涨幅均位于前三分之一的行业有非银金融、国防军工、银行以及房地产。其可能原因在于，牛市基调确定对于具备金融属性的行业是重大利好，尤其是非银金融行业（包括券商），这些行业率先突破上涨，带动股指上行，使得牛市氛围更加浓厚。

同时，现在我国正在搞科创板，实施注册制，未来在科创板上市的中小企业很多，科创板和创业板有相互替代的作用，科创板的大规模上市，对创业板应该会形成一定的冲击，所以 A 股反弹的话，前期可能蓝筹股有更好的表现机会,而且 MSCI 将 A 股在 MSCI 全球基准指数中的纳入因子由 5% 提高至 20%，引导外资大量流入中国，外资优先喜好的就是蓝筹股。