

A 股开启了慢牛的格局么？

2017. 11

作者——微博：期货_操作手；

微信公众平台：京城操盘手；微信号：jingchengcaopanshou

结构化显著，从 2016 年至今，上证指数突破 3400 点，A 股似乎走出了慢牛趋势，可在这种表象之下，结构分化却异常激烈：一方面，约十 10% 的公司，股价创出了历史新高；另一方面，却有三分之二的公司，涨幅尚未跑赢上证综指，而且低于上证涨幅的 70% 左右。

一、A 股的利空因素有：

1、经济下滑，未显企稳迹象，经济新周期尚早

2017 年三季度 GDP 同比增长 6.8%，低于第二季度的 6.9%，其中投资增速下滑比较快，前三季度投资增速为 7.5%，低于 1-8 月的 7.8%。投资分项中，1-9 月份民间投资累计增速 6%，显著低于 1-8 月份的 6.4%，延续下滑；制造业投资累计同比增速为 4.2%，回落 0.3 个百分点，创年内新低。

近两月经济复苏动能较此前 6-8 月有所减弱，整体看国内经济稳中趋缓，经济新周期尚没有数据上的证明。

2、监管层继续强化金融监管和去杠杆

十九大之后，国务院金融稳定发展委员会成立，副总理做负责人，坚持稳健货币政策，强化金融监管协调，提高统筹防范风险能力。近日央行行长周小川发表署名文章“守住不发生系统性金融风险的底线”，文中对十九大报告提出的新时代金融工作根本要求与部署、对科学防控金融风险作了具体解读与阐述。

今年年初以来总书记就开始强调“去杠杆”，去杠杆是今年的国家战略，预计金融稳定发展委员会成立，目的是为了协调“一行三会”，去杠杆，降低金融风险。上半年在去杠杆的背景下，A 股下跌，表现低迷。

3、美联储缩表和加息，欧洲准备退出 QE

美联储已步入循序渐进的加息周期与缩表行动，10 月份启动缩表，12 月份加息。特朗普提名的下任美联储主席鲍威尔中性偏鸽派，预计耶伦时代的温和有序加息节奏与缩表计划，届时大概率延续不变。

同时，近期欧央行也已宣布将于 2018 年 1 月起将购债规模削减一半，但同时透露购债计划或延长，准备退出 QE。

二、利多因素

1、A 股上市公司的利润整体回升

供给侧改革优化行业竞争格局，推动 2017 年以来工业企业收入、利润增速显著回升。2017 年前三季度全部 A 股净利润总计为 2.56 万亿元，同比增长 19.26%，比上半年（增长 16.24%）出现较为明显的回升。不仅周期股，中小板和创业板的利润增速也都出现上升，2017

年前三季度净利润增长分别为 23.5%和 8%，都上升。盈利能力方面，毛利率见底回升，且位于近六年相对高位。

2、A 股即将正式纳入 MSCI，外资提前配置 A 股，资金不断流入

今年 6 月份，A 股正式纳入 MSCI，2018 年 6 月 1 日，按照 2.5%的纳入比例将 A 股正式纳入 MSCI 新兴市场指数中，9 月 3 日，将 A 股的纳入比例提高到 5%。

明年 A 股正式纳入 MSCI 新兴指数，外资提前进行配置 A 股，截至 2017 年 9 月末，境外机构和个人持有的境内人民币股票资产超过 1.021 万亿元，历史上首次超过 1 万亿元大关。

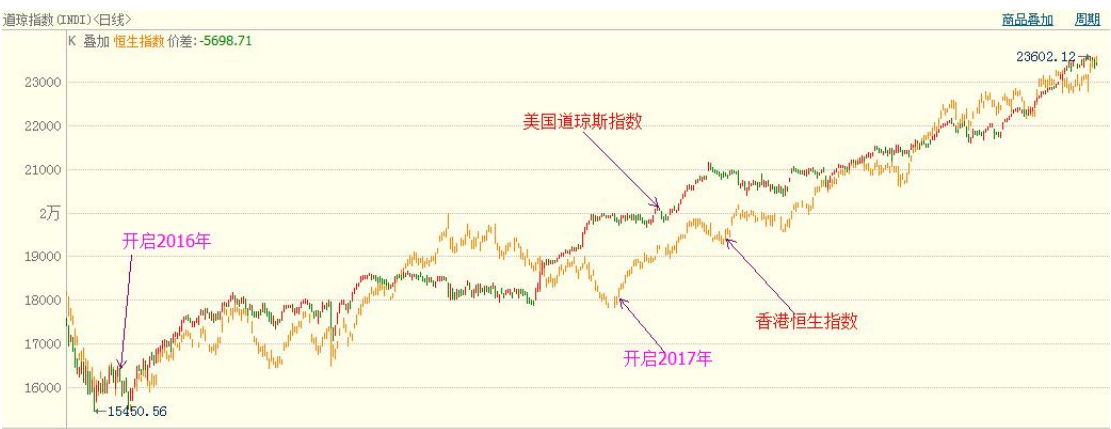
目前海外基金仍然显著低配 A 股，未来海外资金流入 A 股的空间依然较大。在整体新兴市场的配置中，对 A 股配置的占比仅为 3.9 个百分点，在亚太区域市场的配置中，对 A 股配置的占比仅为 6.4 个百分点。海外资金未来有可能加速流入，加大对中国市场的配置比例，扭转自 2013 年以来的长期流出趋势。

另外，中国也将放宽外资持 A 股比例，吸引资金流入。美国总统特朗普访问中国后，财政部副部长朱光耀称，中方决定将单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制放宽至 51%，上述措施实施三年后，投资比例不受限制。

3、外围经济复苏，2017 年全球股市不断创新高，世界牛市，一片局势大好

2017 年以来，不仅仅是发达国家，美国、加拿大、英国、法国和德国的股市都不断再创新高，发展中国家巴西、印度也都在不断创新高，东亚的国或地区日本、韩国和中国香港、中国台湾的股市都在不断地持续攀新高。

图：2016 年以来，美国股市和香港股市不断创新高



今年来看外围复苏相对平稳，全球复苏共振较为明显、对国内经济提供支持。





无论是全球的主要发达国家，还是类似的发展中国家，还是邻居的东亚国家，或者是中国的香港、台湾股市，基本上都是在不断创新高，2017 年成为了世界的 A 股牛市，这与全球经济稳步复苏有关，以及风险降低有关。

而 A 股也只是刚刚创了过去一年的新高而已，涨幅大幅低于世界国家，深处在这种环境中的 A 股，不仅受到外围经济回升的经济影响，也会深受全球乐观和资金流动性的影响，对 A 股的上升起到了拉动的作用。

三、过去一年 A 股为何蓝筹股强、中小盘股弱？A 股开启的上涨，为何是缩量上涨？

过去一年来，风格很明显，大盘强、小盘股弱，以上证 50 为代表的大盘蓝筹股持续上涨，今年年中创出了新高，但是以创业板为代表的中小盘股，仍然表现低迷，创业板指数仍然处于 A 股熊市以来的底部区域，近日上证指数也突破了 3400 点，创了近两年的新高。

今年下半年以来，虽然 A 股不断攀升，但量却不断地萎缩，呈现所谓的量价背离，这让很多人一直担心和忧虑，加上风格是大盘蓝筹股强，有两个方面的可能原因：

第一个原因：A 股的上涨不是主动的，是被动的拉升，因为 2017 年是世界的牛市，全球的股市都是整体性不断创新高，涨幅较大，全球乐观预期氛围浓厚，在这种环境下，A 股也受益，被动出现拉升，而非自己内生性的上涨。

第二个原因是：外资的不断流入，改变了 A 股风格

在 A 股市场过去一年的风格转变中，外资起了至关重要的作用，外资主要是喜欢蓝筹股，外资金流入，优先流入到蓝筹股，外资是长期持有，很少会卖，相当于蓝筹股被外资锁仓，导致蓝筹股的活跃度降低、成交量低迷。

四、估值来看，成长股的估值处于历史中位，周期、消费股的估值均高于历史中位

成长类行业的市盈率和市净率接近历史中位数，周期、消费的市盈率和市净率均高于历史中位数，金融类行业市盈率高于历史中位数、市净率低于历史中位数。金融类行业市盈率 10 倍，比 2011 年以来的中位数，高 1.2 倍标准差，市净率 1.29，相比中位数低 0.15 倍标准差；周期类行业市盈率 28，高 0.44 倍标准差，市净率 2.13，高 0.17 倍标准差；消费类行业市盈率 32，高 0.24 倍标准差，市净率 3.8，高 0.47 倍标准差；成长类行业市盈率 501，与 2011 年以来的中位数持平，市净率 3.86，低 0.11 倍标准差。

五、A 股是牛市么？投资策略

1、首先，我们需要知道，A 股是牛市么？

回顾 2005—2007 年，以及 2014—2015 年的两轮牛市，牛市都有一个共同的特征，那就是成交量不断创新高，大幅攀升，股市快速拉升，涨幅大、涨速快，成交活跃，热情澎湃。

而看看现在的 A 股，无论是上证，还是创业板，或中小板，成交量都比较低迷，上证指数虽然不断上涨，但是成交量都是不断地持续萎缩，虽然近日创了新高，成交量比较低，涨幅小，呈现小碎步阳的形式。

所以从牛市的特征来看，当前 A 股缺乏牛市的特征，缺乏热情，成交量低迷。

2、其次，A 股是结构性牛市么？

结构性牛市就是整体性不是牛市，但局部性呈现牛市格局，以 2013 年为例，虽然上证指数一直震荡，呈现低迷格局，但是创业板指数不断地攀升，成交量也不断地攀升，一年的时间内上涨近 200%，涨幅较大，创业板呈现典型的牛市。

但是，我们看看大盘蓝筹股，上证指数自然不是牛市，我们看看涨幅较大的上证 50，涨幅并不大，2017 年涨幅也仅仅 25% 左右，而且成交量低迷，所以上证 50 也算不上牛市。

所以综合来讲，现在也不能叫结构性牛市。

3、再者，A 股是慢牛么？

慢牛是指，股市在长期内，呈现缓慢的上涨行情，一进三回头，涨速比较慢。

目前来看，股市上涨比较慢，这个是比较清楚的，上证 50 的涨速也是比较慢，但是不是慢牛？这个是不清楚的，因为才上涨半年，算不是上长期，半年的时间毕竟短；而且创业板指数处于熊市以来的低估，根本就算不上牛市。因此，整体来看，A 股还看不出是不是慢牛。

4、最后，A 股到底是什么性质的上涨呢？

从上面来看，A 股即不是牛市，也不是结构性牛市，也不能叫做慢牛。

从基本面来看，A 股即有利多的因素，也有利空的因素，利多因素主要是周围的环境好，全球股市都呈现牛市的格局，气势哄哄，同时 A 股纳入 MSCI，使海外资金对于 A 股的不断配置，对于 A 股的边际推动力大。利空因素主要是国内的经济疲软、投资持续下滑，加上金融监管“去杠杆”的持续，资金难以放松，近期债券期货大跌、债券收益率不断攀升，资金表现出紧张局面。

综合来看，A 股的上涨，应该是“水溢效应”，全球股市不断上涨、牛市格局，估值不断攀升，会拉着 A 股上涨，当前 A 股的估值也并不高，整体上处于中位数。外围的环境，使 A 股的上涨处于被动的低位，而不是主动的低位，所以盘面上表现出量缩的局面。预计这种格局仍将持续。

5、我们的投资策略

如果 A 股慢跌的话，80% 的股票都会跟着下跌，如果 A 股快跌的话，几乎 100% 的股票都会跟着下跌，例如三轮股灾时几乎 100% 股票都跟着暴跌。

无论 A 股是什么性质的上涨，只要 A 股不下跌，A 股都有交易的机会，即使 A 股不上涨，处于震荡的格局，A 股也有结构性的机会。

目前来看，A股缓慢上涨，上证指数突破了3400点，创了近两年的新高，这个已经构成了事实，至于未来的A股是慢牛，还是大反弹，都有可能，但是根据目前出现的情况来看，定性为大反弹，比较合适。

当然A股的上涨至于是慢牛，还是大反弹，这个并不是最重要的，重要的是A股都会呈现结构性的机会，重要的是“我们能够参与股市的交易”，获得盈利。

所以过去几个月来看，虽然对A股的上涨性质尚未定义清晰，不过我们第十五期蛋黄派内部，也会积极参与股票的交易，因为性质不清，所以会小心谨慎、如履薄冰，当A股出现了异常的走势时，中间观望了大半个月，11月以来，A股安全，我们又积极参与交易，采取谨慎、危险时会观望、脱离危险会积极交易的思路。

因此，对于A股的操作，无论是什么性质，我们会承认，不是很清晰、明了，没关系，大盘不显危险时积极参与，蓝筹股、芯片题材等；大盘显示出危险、就撤离观望，目前来讲，如果当大盘重跌回3400，我们就要观望。