

论文 NO. 2018 年 2

发表时间：2018 年 2 月 12 日

A 股今年或逆转 国家队资金调整

尹中立

摘要： 过去一年多股市的基本特点是蓝筹股强势，而中小创持续下跌。但今年 2 月份以来出现最显著的变化，以银行、保险、地产为主的蓝筹股均出现持续的大幅度下跌。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

过去一年多股市的基本特点是蓝筹股强势，而中小创持续下跌。但今年 2 月份以来出现最显著的变化，以银行、保险、地产为主的蓝筹股均出现持续的大幅度下跌。

笔者早在今年元旦前就撰文指出，2018 年的股市运行特点将与 2017 年出现明显不同，蓝筹股将盛极而衰。蓝筹股与中小市值的股票走势为什么会出现剧烈分化？

市场人士大多以价值投资理念逐步得到市场认同来解释，认为蓝筹股代表着各行业的龙头企业，这些公司在市场竞争已经处于相对垄断地位，盈利增长有保证，平均估值水平比较低，因此有长线投资价值。该观点用于网络科技巨头或许是成立的，但国内的股票市场里所谓的蓝筹股主要以金融、地产、家电、酿酒等传统产业为主，并没有“赢者通吃”这些特质，虽然有些公司在行业里具有一定垄断地位，但它们主要是国有控股类上市公司，经营效率低下是这些公司的普遍现象，业绩增长水平难以持续保持较高的速度。以银行业为例，该行业的股票在蓝筹股里权重最高，即使忽略可能存在的坏账率上升的因素，商业银行的业绩增长已经处在微弱增长状态，业绩高增长的可能性几乎为零。

从时间看，股价分化现象出现在 2016 年第四季度之后，在 2016 年 9 月份之前的大多数时间里，蓝筹股的走势都弱于中小市值的股票。例如：2012 年底到 2014 年蓝筹股指数一路下行，而中小板和创业板指数在这一年多时间涨了 80%左右。

因此，用价值投资来解释市场股价的分化在逻辑上难以成立，也不符合股市的历史表现。

我们认为，2017 年股价出现分化的主要原因有以下几个因素。

新股发行加速

市场股价的分化从 2016 年第四季度开始，与新股发行开始常态化的时间一致。2016 年第四季度之前的 3 年多时间里，由于新股发行一度暂停，股票的壳价值不断涨价，壳的价值在 2016 年的第三季度达到最高，每个壳的价值大约到了 30-40 亿左右。2016 年第四季度开始，新股发行速度加快，新股排队的时间成本降低，所有的准备借壳的资产，都准备报 IPO，所以壳价值迅速贬值，从 30 亿到 40 亿贬值到现在的 15 至 20 亿左右，贬值了约 50%。

对于绩差股而言，其股票的主要组成部分就是壳价值，因此，壳价值的波动对绩差股的影响远比大盘蓝筹股敏感。

在壳价值贬值背景下，“抓大放小，买入蓝筹股指数，卖出中小板指数”才是正确的对冲操作策略。这正是我们在 2017 年初预测的（参见《中国金融发展报告》（2017 年）），市场运行的结果与本人的预测基本一致。当这种对冲操作策略被市场越来越多的投资者（尤其是机构投资者）效仿，股价的分化趋势就逐渐得到强化。这就是完美地解释了，为什么中小创下跌，而蓝筹股创新高

“国家队”资金调整

自 2015 年 7 月份股灾之后，政府救市所投入股市的资金俗称“国家队”。以中国证券金融股份有限公司为代表的“国家队”资金一直是市场不能忽视的存在，因为该机构拥有的股票市值（或资金总额）超过了市场中任何单一机构。尽管该资金规模一直缺乏官方权威的数

据，但根据多种途径的测算，“国家队”的规模应该在 1.5 万亿人民币左右，它的一举一动自然牵动着市场的神经。

从总量看，国家队的资金数量不足股市总市值的 3%，但考虑到我国股市以国有控股类的上市公司为主，实际流通的股票只有 30 万亿左右，国家队的资金规模是实际流通市值的 5%左右。假如这 1 万多亿的资金重点配置在 100 只左右的大盘蓝筹股，则每支股票平均可配置 100 多亿的资金，可以直接左右这些股票的走势，对市场的影响一定是巨大的，一定程度上可以左右市场的波动，至少是这些蓝筹股的波动。

通过对比发现，最新公布的上市公司名单里，国家队资金从很多上市公司股东名单里消失了，而银行、保险等大盘股的股东名单里国家持股是在增加的。由此可以推测国家队已经从大多数中小板和创业板的股票里撤出，而专注投资于银行、保险、证券公司等蓝筹股。

决定股价的是边际的资金增量。由于国家队的资金从 2016 年度开始有计划地从中小创股票里撤出，必然使得中小创股价受到抑制。相反，这些增量资金进入了少数蓝筹股，必然推高蓝筹股股价。只要该行为还继续，则股价分化将持续。

此外，供给侧结构性助推了股价的分化。随着钢铁、建材、煤炭等行业去产能进程的加快，钢铁价格和煤炭价格大幅度上涨，这些行业上市公司的业绩明显得到改善，行业指数涨幅居前，这些行业的股票以国有控股的蓝筹股为主。

A 股被纳入 MSCI

2017年6月21日,MSCI宣布A股被纳入MSCI的新兴市场指数,这是我国股市在此时点之后走势分化进一步加剧的主要原因。

MSCI指数是全球投资组合经理最多采用的基准指数。MSCI在全球不同市场都编制有当地市场指数以及全球综合指数,该类指数是绝大多数投资于全球市场基金选用的基准指数,也就是说,基金公司会根据MSCI指数中的公司权重来配置股票。

MSCI将于2018年6月正式将A股纳入其指数体系。A股被纳入MSCI指数以后,会有越来越多的全球投资基金会配置A股。当然,这次A股被纳入的只是MSCI的新兴市场指数,其中只有222只股票被纳入其中。根据过往其它新兴市场被纳入MSCI指数或权重提高后被纳入的指标股便会有明显上涨。

从短期看,加入MSCI指数系列的消息不会直接给国内市场带来大量资金,但该消息对市场预期产生较大冲击,尤其对纳入其中的指标股构成利好预期,对市场交易行为产生深远的影响。据MSCI估计,全球目前大约有10.5万亿美元的资金在跟踪MSCI指数,其中约有2.8万亿美元跟踪全球市场指数,1.5万亿美元跟踪新兴市场指数,0.2万亿美元跟踪亚洲市场指数,A股在这三大指数中的初始权重分别为0.1%、0.5%和0.6%,将这些资金与纳入后A股在各指数中的初始权重相乘,即可粗略估算出跟踪这三类指数所带来的短期潜在资金流入量为:28亿美元、75亿美元和12亿美元,三者总计115亿美元。这些资金的数量相对股票市值而言可以忽略不计,但它们是增量资金,对股价的边际影响不可忽视。

未来展望

我们认为，导致 2017 年股市出现结构分化的因素将在 2018 年趋于弱化或逆转：

首先，新股堰塞湖基本得到化解，但真正实行注册制还为时尚早。从当前的政策动态看，IPO 标准趋严，被否决的比例接近五成，估计将有很多公司知难而退。我们估计 2018 年度的 IPO 数量将大幅度低于 2017 年度。因此，新股快速发行对中小市值的估值冲击接近尾声。

其次，2018 年度没有重要的会议召开，“国家队”资金维稳指数的动机将减弱，而服务“建设创新型国家”战略的力度或许增强。

另外，近期很多（共有 300 余支）中小市值的股票因为出现股东爆仓而停牌，导致这些股价持续大幅度下跌的原因与政府资金专注于少数蓝筹股有关，蓝筹股持续上涨造成市场资金的“虹吸现象”，中小市值股票因为资金持续流出而爆仓。在金融去杠杆的大背景下，该现象处理不当将引起系统性金融风险。有关部门必将被动地将资金从蓝筹股撤出，转而维护中小市值的股价。

第三，供给侧改革导致的价格上涨趋势在边际上趋于弱化，蓝筹公司业绩增长动能减弱。在防控和化解金融风险的过程中，银行、保险的坏账风险将上升，业绩增长将受到冲击，蓝筹股的价值投资假设将被证伪。

第四，2018 年将正式纳入 MSCI 指数，但其影响已经在 2017 年得到体现。蓝筹股的 PEG 指标已经处于高位，估值水平已经偏高，因此，蓝筹股的股价难以继续呈现强势。

因此，从市场操作策略上，采取卖出蓝筹指数，买入中小市值指数将是正确的选择。2018 年的市场机会应该属于中小市值的股票。但

随着大量新股解禁股的上市流通，次新股将出现分化，一些优秀的次新股将脱颖而出，而没有业绩支撑的壳公司股价将继续下跌。

防范和化解金融风险将是 2018 年的重点工作，金融监管由鼓励创新到强调规范，市场的利率中枢将上移，将抑制股市估值的快速上升。

总之，中小市值股票处于熊市末端，即使还有惯性下跌，那也是黎明前的黑暗；蓝筹股有修正估值之需要，或许还会惯性上涨，但已经风险大于收益。市场仍然难以获得整体走强的可能。