



李迅雷：风动、心动——对近期及未来股市几点思考





大约 20 年前，我曾引用禅宗六祖慧能的经典禅语来解释当时大跌的股市：风未动，幡未动，仁者心动也。也就是说，经济基本面并没有发生什么变化，但市场却出现大起大落。今年以来，市场的结构性波动非常巨大，尽管上证综指的波动并不大，但风格切换却非常明显。为此，作为宏观经济的研究者，我尝试从自上而下角度来分析一下股市发生变化的基本因素及未来趋向。

风一直在动：无风三尺浪

六祖和尚说“风未动”，其实他也知道风并未真的不动，因为地球一直在旋转。禅宗只是想告诉人们，“心动”甚于“风动”。俗话说，无风

三尺浪，也是来形容海洋上的浪始终很大，实际上海上的风总比陆地上的风大。

过去两年在股市上业绩超好的基金经理，今年的业绩普遍欠佳，因为风向变了，仓位来不及大迁移。这再度证明，股市里没有股神。去年年末我在《公募基金超高业绩能否持续——兼谈明年市场特征》一文中给出了以下这张图：

2019-2020 年偏股基金收益率大幅上升



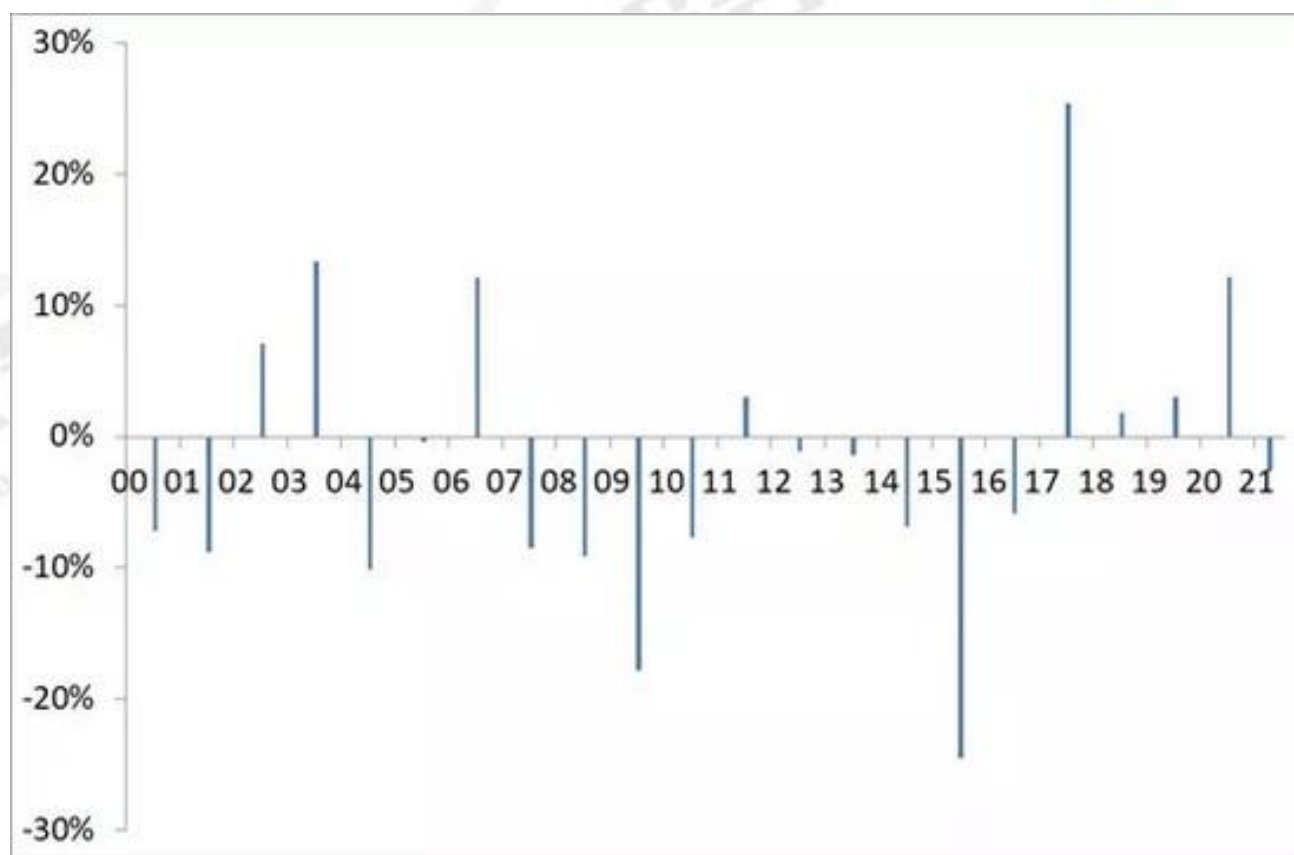
从历史上看，公募偏股型基金连续两年收益率超过 30% 比较罕见，上一次还是 2006-07 年间，公募基金收益中位数连续两年超过 100%，但依然跑输指数。但这一次大盘的走势并不强，很显然，时代的天平正在向机构投资者倾斜。

去年偏股型公募基金收益中位数跑赢沪深 300 指数 15%左右, 排名历史第四, 而其余几次分别是 2008 年、2013 年和 2015 年, 均是股票市场表现不好的阶段。但今年年初至上周末, 偏股混合型、平衡混合型、普通股票型、灵活配置型中位数收益分别为 3.85%、1.92%、6.26%、5.07%, 说明市场整体已经转弱, 去年的投资方法今年已经不适用了。

市场把这种变化称之为风格切换, 如年初至今沪深 300 指数还下跌了 5%左右, 但中证 500 指数却上涨了 15%左右。这其中既有“风动”的因素, 如在政策层面, 反垄断、防止资本无序扩张以及出台了支持中小企业尤其是专精特新企业的发展, 加上双碳经济下的各类题材都相对支持中小盘的上涨; 同时, 也有“心动”的因素, 如过去四年中, 大市值的行业龙头都连续获得超额收益, 核心资产的“抱团”现象难以持续, 面临均值回归的压力。

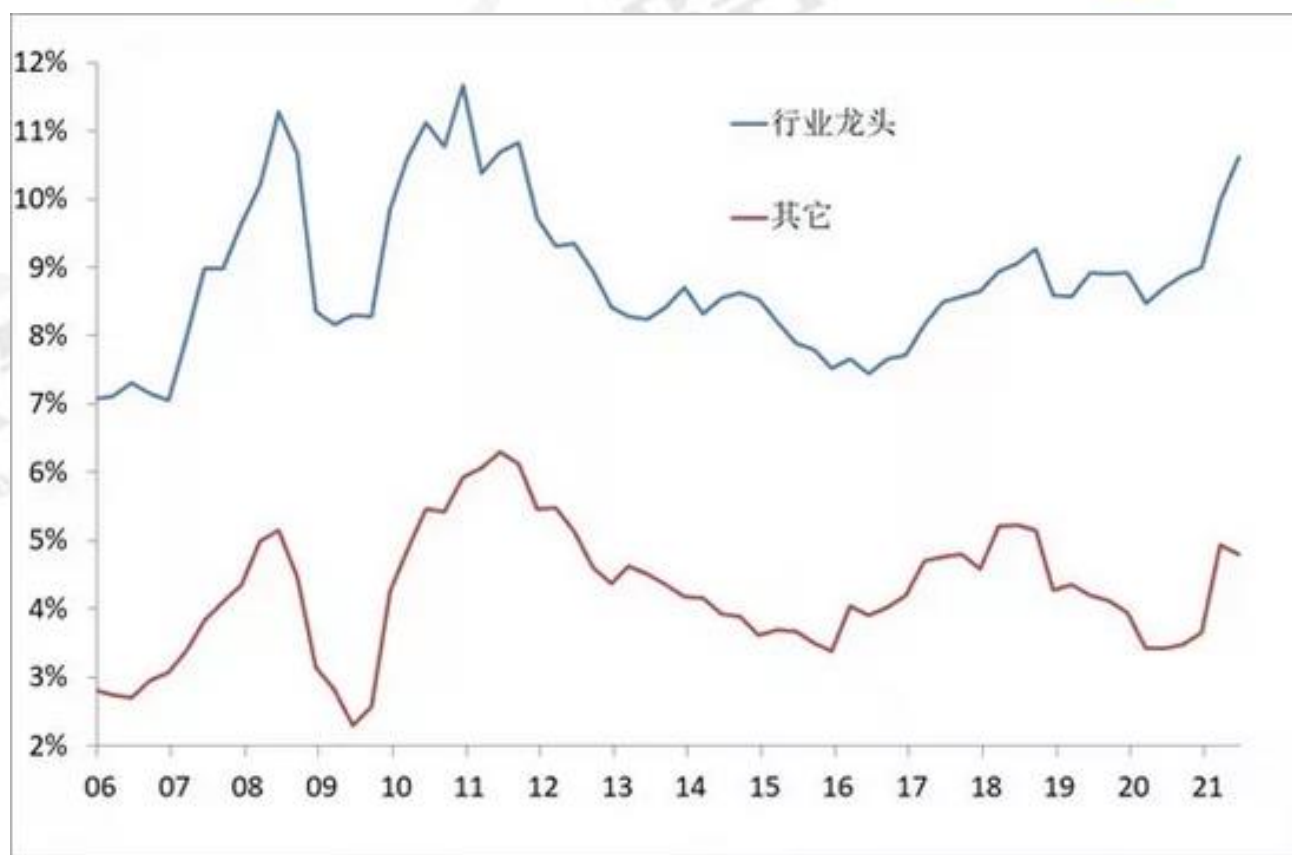
下图是前同事王晓东先生做的图, 先算出每个行业中的行业龙头 (大行业通常有很多个公司) 相对本行业的超额收益, 再算出所有行业龙头相对于所有行业的其他公司的平均超额收益水平。具有标志性的一年是 2017 年, 也就是 A 股市场在很长时间内, 都是小市值股票跑赢市场, 获得超额收益, 但随着 2017 年进入到“新价值投资时代”, 大市值股票开始获得超额正收益。下图所指的行业龙头为申万三级行业口径 (220 多个)、每个行业里市值显著前列的公司。

A 股市场的行业龙头平均超额收益水平



在经历了连续四年超额正收益之后，今年龙头股终于获得的超额负收益。当然，超额负收益的幅度并不大，在-5%以内。尽管如此，我认为“心动”因素偏多，中小市值股票的走强并没有获得基本面的支持。

A 股中行业龙头股的平均 ROE 与其余股票的平均 ROE 同比增速



上图显示,今年上半年行业龙头的平均 ROE(扣非后 TTM)增长 10.5% 左右, 其余股票的 ROE 增速不足 5%。

我在 2017 年的时候, 提出了应该给未来主营业务收入相对有保障的大市值公司“确定性溢价”, 同时, 给予那些业务收入不明朗的中小市值公司“不确定性折价”。尽管在过去四年里, 估值体系确实是按这两大方向在修正, 但我认为, 中小市值股票的总体估值水平仍然偏高, 未来很长时间里还将会下调空间。

当然, 作为新兴市场, A 股只有 30 年的历史, 故估值体系趋向合理需要更长时间, 不可能一蹴而就。

股市繁荣仍将持续: 但全面牛市已无可能

近期以来,两地股市的交易额每天累计都超过万亿元,尽显市场繁荣,这在过去熊牛分明的市场上是罕见的,但这并不预示着将会促成全面牛市。记得 1995 年的时候,上交所的股票交易额在某一天超过 100 亿,即超过香港联交所的交易额,市场参与者为此而欢呼雀跃,更有人赞美中国股市 5 年相当于美国股市 200 年走过的路。不过,市场总是会为其无知而付出代价。美国股市今年已经走出了连续 11 年的牛市,而经济保持中高速增长 A 股市场却总是跌宕起伏,说明我们需要向成熟市场学习的东西还很多。

那么,为何作为全样本指数的上证综指总是裹足不前呢?道理很简单,A 股市场退市率太低,优胜劣汰的市场化机制还需要培育。在过去 40 年里,美国股市大约有 80% 的上市公司退市了;过去 30 年里,A 股市场退市的股票只有 140 家左右。年初至今,美股共退市 225 家,退市率 4%,A 股只退市 17 家,退市率千分之四。

退市率低并不意味着留下来的公司都是好公司,毕竟 A 股市场有 31 年历史了,而企业的平均生命周期又有多长呢?据美国《财富》杂志报道,美国中小企业平均寿命不到 7 年,大企业平均寿命不足 40 年。而中国的中小企业的平均寿命仅 3 年,集团企业的平均寿命仅 7-8 年。

目前 A 股家数已经达到 4400 多家,今后几年应该会超过美股数量,但质量恐怕要打折扣。我们把中美股市上市公司的 ROE 进行比较,发现质量差异还是非常明显。

中美长期高ROE和高ROA个股数量（截止2019年）

	A股	美股
近10年ROE高于15%	18	161
近10年ROE高于10%	54	298
近10年中至少8年ROE高于15%	40	286
近10年中至少8年ROE高于10%	107	534
近10年ROA高于15%	3	12
近10年ROA高于10%	15	53
近10年中至少8年ROA高于15%	7	33
近10年中至少8年ROA高于10%	33	124

来源：Bloomberg, wind, 中泰证券研究所

实际上坚持优胜劣汰的美国股市，尽管持续 11 年牛市，也并非全面牛市，而是结构性牛市。如截止到 8 月中旬，美股年初的 5444 家上市公司中，下跌和退市股票数量超过 2100 家。那么，A 股市场伴随着经济增速下降和经济转型，将有多少上市公司要落伍呢？

我们正面临一个分化的时代，一个强者恒强的时代，除了专精特新类的中小企业有美好的前景之外，大部分中小企业都将面临生存压力。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34940

