



王涵：当前经济再次进入结构调整期 市场已现又一轮“化整为零”迹象



意见领袖 | 王涵、段超等

内容摘要

近期创业板调整引发市场关注。本文主要从经济转型角度出发，综合中长期和短期视角来探讨经济和市场的关系，供投资者参考。

当经济处于结构调整期时，资金先“化整为零”，然后再“聚沙成塔”

在经济动力清晰的阶段，一般来说市场资金倾向于流入支柱行业。

但在经济结构调整阶段，市场资金先从此前周期的支柱产业流出，“化整为零”地流向中小市值公司寻找“明日之星”，而这种“试错”过程到一个阶段后，才会“聚沙成塔”式地向少数标的集中。

回顾 2012 年以来的市场变化，即遵循了上述的逻辑

第一阶段（2012-2014 年）：资金“化整为零”、“二级市场一级化”。该阶段，资金从此前的金融、周期等支柱板块分散到更多小市值公司所在的创业板，二级市场表现出显著的“一级化、风投化”特征。

第二阶段（2015-2016 年）：市场挤泡沫。经过第一阶段资金的“试错”，在 2015 年上半年资本市场出现泡沫化倾向，6 月出现明显调整，这是一个挤泡沫的过程。但在这个阶段，医药、电子等新兴经济在股市市值中占比仍继续提升。

第三阶段（2016 年之后）：“聚沙成塔”，营利驱动的大市值新兴公

司诞生。经历 2015-2016 年挤泡沫后，更多新兴公司进入大市值公司行列。信息技术、医疗保健、日常消费、可选消费等显著扩张，成为本轮经济的支柱产业，市场资金也向这部分行业进一步集中。

当前经济再次进入结构调整期，市场已现新一轮“化整为零”迹象

近期“核心资产”资产配置松动，是典型的结构调整期特征。

但短期内资金涌入“稳增长”板块，更多是“避险”逻辑驱动。

未来一阶段或再现 2012-2014 走势。投资者对经济“底部调结构”预期进一步强化后，资金有望在“寻找明日之星”的诉求下再次流向中小市值公司。

与 2012-2014 相比，当下流动性环境更宽松，票息（分红）策略也有机会，市场整体可更乐观些。

不能期望市场在一次试错后就找到未来的“支柱产业”。“泡沫化-去泡沫”的进程或不止一次出现。

风险提示：疫情的不确定性，国内外经济形势及政策调整超预期变化。



正文

当经济处于结构调整期时，

资金先“化整为零”，然后再“聚沙成塔”

股市是经济的晴雨表，从长期角度来看，股市结构反映经济结构。在经济转型前后，市场逻辑不断演绎：在经济动力清晰阶段，一般来说市场资金倾向于流入支柱行业；而当经济处于结构调整期时，资金则先“化整为零”，然后再“聚沙成塔”。

经济动力清晰阶段：市场资金倾向于流入支柱行业。参考金融危机后至 2012 年前这一时期，在该阶段，中国经济动能较为明确，经济增长主

要依靠包括地产投资、基建投资在内的固定资产投资拉动。相应的，在资本市场，机构投资者投资逻辑也较为明确，资金倾向于流入金融、地产等周期支柱行业。

经济结构调整阶段：市场资金先“化整为零”，然后再“聚沙成塔”。在经济结构调整期，经济有“创新驱动”的内生诉求，而市场经过初期的恐慌后，也将聚集“什么是下轮周期的朝阳产业”这一问题。此时市场资金先从此前周期的支柱产业流出，“化整为零”地流向中小市值公司寻找“明日之星”。在这个阶段中，对此前的支柱行业来说，由于资金配置松动，表现可能会不如人意。同时，资金对于新兴产业的追捧，也具有“风投化”特征，不排除市场会有数轮泡沫的起伏。而这种“试错”过程到一个阶段后，才会“聚沙成塔”式地向少数标的集中。同时，在完成新老周期支柱产业市值权重转换的同时，新兴产业中也将诞生出以营利为基础的大市值公司。

回顾 2012 年以来的市场变化，

即遵循了上述的逻辑

2012 年以来，经济转型节奏明显加快。2008 年金融危机后的初期数年，中国经济仍主要依靠投资拉动，但 2012 年开始随着更多改革政策出台，经济转型的力度明显加大，可以看到出口、地产、基建等前期经济主要驱动力相继放缓。从经济结构来看，数据指向 2012 年以后，工业、服务业在 GDP 中占比明显变化，一定程度上反映了经济转型的成果。具体分

行业来看，采矿业在名义 GDP 中占比趋势降低，而信息传输软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业、科学研究和技术服务业、教育、卫生和社会工作等行业的占比有所上升。

图表 1: 2012 年后，中国经济加速转型



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2: 2012 年后，出口、地产、基建拉动相继放缓



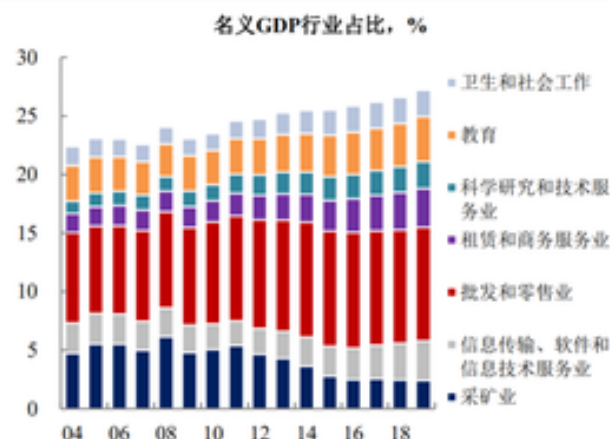
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3: GDP 结构调整反映转型逻辑



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 信息技术、教育、卫生等在 GDP 中占比上升



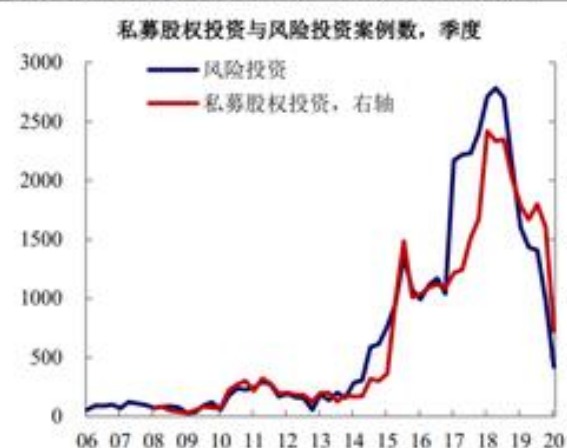
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

在这轮经济结构调整阶段，市场资金表现为先“化整为零”，然后再“聚沙成塔”。具体来看，可以分为以下三个阶段：

第一阶段(2012-2014 年): 资金“化整为零”、“二级市场一级化”。随着经济转型进入加速期，一系列改革政策也带来更多的投资机会，资金

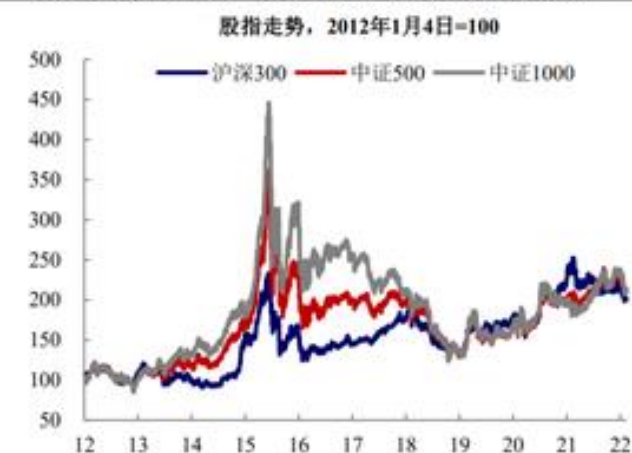
寻找回报更高的投资机会，私募股权投资（PE）、风险投资（VC）等开始逐渐发力。该阶段，市场资金从此前的金融、周期等支柱板块分散到更多小市值公司所在的创业板，二级市场表现出显著的“一级化、风投化”特征。可以看到，在该阶段，股市大中小盘走势出现分化，从 2013 年下半年起分化更为明显，沪深 300 走势相对偏弱偏慢，而小盘股涨势明显偏强。值得注意的是，市场资金的“风投化”特征也意味着资本市场的调整早于经济结构变化。实际上，从经济结构来看，消费在较长时间起到“稳定器”的作用，但消费股则迅速崛起，明显跑赢周期股。

图表 5: 2012-2014 年 PE、VC 开始逐渐发力



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6: 资本市场“风投化”，小盘走势强于大盘



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7: 消费股迅速崛起, 明显跑赢周期股



第二阶段 (2015-2016 年): 市场挤泡沫。经过第一阶段资金的“试错”, 在 2015 年上半年资本市场出现泡沫化倾向, 6 月出现明显调整, 这是一个挤泡沫的过程。但在这个阶段, 医药、电子等新兴经济在股市市值中占比仍继续提升, 基金等机构投资者也更多配置这类行业。结合新兴产业在经济中的占比有所提升, 一定程度指向股市的调整帮助市场更为明确未来的新兴产业和大市值公司。

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_37367

