

16 股市基金 Stock-funds

A 股 16 年:主题与概念

■ 许子良 报道

并购重组股、“起死回生”ST 股和次新股轮番占据着 A 股历年牛股榜的前几位,押宝成功,则财富翻数倍。抛开这三类股票,A 股主要炒的是主题和概念。

A 股热点 16 年:不可忽略的“指挥棒”

热炒的板块每年在变,炒作的逻辑却大同小异。

并购重组股、“起死回生”ST 股和次新股轮番占据着 A 股历年牛股榜的前几位,押宝成功,则财富翻数倍。抛开这三类股票,A 股主要炒的是主题和概念。

新概念每年都在诞生。2014 年,“一带一路”成为近期热门主题,影视、沪港通、军工、自贸区等概念接踵而至;2013 年,中青宝(300052.SZ)带动了手游行业在 A 股整体火爆行情, 上海自贸区概念股一枝独秀;2012 年十八大首提“建设美丽中国”惹火了一批环保股,苹果系列产品的号召力让资金进入了苹果概念股。

主题概念的炒作原因有很多。如手游, 2013 年刚好遇到行业“风口”,2013 年中国移动游戏的市场规模达到了 112.4 亿元,同比大增 246.9%,投资者看到行业和市场的机会。与此逻辑类似的,有 2014 年的移动支付,2013 年的“宽带中国”。

如军工,这个行业“蒙着面纱”,投资者很难了解它们的产品、核心技术、供应商和客户,因为神秘和市场巨大而具有吸引力。往往带有神秘色彩、拥有稀有物种或能源上市公司总是容易被盯上,比如 2010—2011 年热炒的“稀土永磁”和 2011 年火爆的“石墨烯”概念。

更多的概念的产生还是与政策相关,从国家领导人的讲话和出访、宏观经济走向、重大会议议题、金融改革和产业政策方向、区域规划,都能看出 A 股炒作的演变轨迹。从大的方向来看,主题概念贯穿着十六年 A 股发展历程。但分阶段来看,宏观经济的发展决定了主题概念的冷热程度。

1999 年到 2001 年,国有企业正实现证券化时期,标的稀缺的生物制药股、民营企业、网络科技股较受欢迎,2002 年开始,中国 GDP 增长率突破 9%,2003 年到 2007 年 GDP 增长率先年年“节节高”,投资的拉动和进出口贸易的繁荣使得“五朵金花”受到追捧,历年的牛股主要为绩优蓝筹股,2008 年经济下滑、2009 年四万亿投资拉动内需,但股市



出现四万亿行情后呈现弱市,熊市主题性投资轮番切换,包括新能源、环保、新型城镇化等热点,2012 年以后,中国 GDP 增长率进入“7”时代,“新常态”下新兴技术企业崛起,创业板走出牛市,热点概念频现,2014 年改革和市场流动性的宽松造就了年末的行情。

市值比拼:新兴产业崛起

不同时间段两场相同的比赛,冠军队伍沦为垫底,垫底队伍则成了冠军。

以 2008 年 12 月 31 日为分水岭, 往前九年和往后六年,A 股行业市值增长呈现出完全不同的两种景象。

1999 年 12 月 31 日,金融、采掘、非银金融、建筑装饰、有色金属行业市值分别为 368 亿元、724 亿元、323 亿元、685 亿元, 不敌市值已过千亿的家用电器和综合板块。

但在九年后的 2008 年 12 月 31 日,银行业以 25646 亿元的市值雄踞 A 股各行业,其次为采掘业 25637 亿元、非银金融 16775 亿元,成为 A 股三大市值行业,分别较 1999 年 12 月 31 日增长了近 69 倍、近 35 倍和 25 倍,建筑装饰和有色金属市值增速排名第四和第五。

这种市值大增长,受股权分置改革下周期股的牛市影响明显。分行业来看,逐步实现上市的银行股为银行业市值增长提供了基础,工商银行等 12 家银行在 A 股上市,其次,中国银行业的总资产、一级资本在全球范围内名列前茅,其高额利润也令其他行业望尘莫及,宏观经济的发展给银行业的高增长提供了基础;非银金融方面,除了券商股

的上市外,2007 年牛市背景下, 券商股是行情利好的最大受益者。

此阶段,重工业为拉动经济发展的重要动力,与此相关的建筑行业、采掘业和有色金属因此实现了快速增长。同时间,消费作为三大马车之一并未能较好地发挥拉动经济发展的作用,相关产业增长缓慢。

从 2008 年 12 月 31 日到 2014 年 10 月 31 日,非银金融、交通运输、银行、钢铁、采掘成了所有行业中市值增长最慢的五个行业,除了本身市值基数较大之外, 经济发展放缓、周期利润估值均走低都是重要原因。

相反,在前一阶段增长缓慢的电子、传媒则成了领跑者。电子、计算机、传媒、国防军工和汽车是市值增长最迅速的五类行业,市值增长倍数分别为 8.2 倍、8 倍、7.5 倍、5.2 倍、4.5 倍。一方面,经济发展升级转型给消费行业带来了机会,其次,传媒、计算机等行业被赋予了较高的市场估值。新兴产业给未来产业和生活带来的想象空间极大,或挤占传统产业、或改造传统产业、或创造出增量生产方式、或创造出新的财富。

改革:牛市发动机

2014 年末,一波汹涌行情促使了 A 股新开户数量节节攀升,长久以来低迷的散户入市情绪呈现白热化。中证登数据显示,12 月 1 日至 12 月 5 日, 沪深两交易所新增 A 股开户数为 597487 户, 较前一周的 369397 户上升 61.75%, 创 2009 年 8 月 7 日以来新高。

这一波行情被普遍认为是“改革牛市”。

2015 年将是“全面深化改革的关键之年”,包括国企改革、IPO 注册制改革、财税改革、利率市场化、土地改革、社保改革等正在或将要进行,行情走暖也将加快这些改革措施的推进。

回顾历史上的数次牛市,无不与改革的关键点息息相关。

1999 年的“5·19”行情以网络科技股为引领,爆发了一波延续两年多的行情,资本市场启动了一系列改革,证监会向国务院提交的包括改革股票发行体制、险资入市、逐步解决证券公司合法融资渠道等六条改革措施获批,同时国企改革带来的资金面的宽松给行情爆发提供了后盾。

2004 年初,国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》, 提出“国九条”,发展资本市场提升到国家战略高度,随后产生“五朵金花”行情。

2006 年、2007 年的超级大牛市则源于股权分置改革红利的释放。股改实现了上市公司结构的优化,新兴行业上市公司逐渐受到关注,2013 年创业板走出大牛市。

2014 年 5 月 9 日国务院发布“新国九条”,明确了未来六年资本市场发展规划,12 月 12 日证监会 IPO 注册制 2015 年即将推出,改革托起的牛市梦或将再次来临。

与 2009 年“四万亿”行情相关的改革措施是创业板的开启、股指期货上市和融资融券试点的推出。随着经济结构的转型、A 股上市公司结构的变化,新兴行业上市公司逐渐受到关注,2013 年创业板走出大牛市。

注册职责的界定也在讨论中。国际上一个可以参考的经验是,注册机关承担信息完整性(投资者价值所需要的充分和必要信息的监管实践经验的概括抽象为一个法律规范)、一致性(信息之间的一致、不矛盾)、可理解性(让一般的有普通认知能力的投资者看得懂)、信息的真实性和准确性,由拟发行人承担,中介机构承担一定的核查和保证责任。这一问题还有待《证券法》予以明确,以为注册制实施之后的严格执法提供责任界定依据。

此外,关于注册制之后证监会与交易所如何划分责任的问题,目前还不明确,国际经验为证监会与交易所进行“共担”安排。但是业务交叉、责任共担之后,责任的“可诉”性又成为一个悬而未解的问题。

“我们在一年多的论证过程中,反复思考,反复论证。”全国人大财经委法案室主任龚繁荣称,在正式审议之前,甚至审议过程中,还会广泛征求意见。他称,在法律上确立股票发行注册制,既要借鉴境外成熟市场的经验,也要立足国情,注册制最后会按照多数人的意见做出取舍。

注册制渐行渐近 路径选择与细节设计尚待厘清

■ 杜卿卿 报道

股票发行注册制方案初稿目前正在国务院办公厅征求意见。2015 年将要推出的,到底是怎么样的注册制,市场讨论颇多。证监会副主席庄心一、最高人民法院副院长奚晓明以及多位官员、学者近日在公开场合对注册制改革、《证券法》修改发表了观点。

“注册制改革是本次《证券法》修法过程中的一个重大问题。”奚晓明称,目前研究意见主要为两种方案,一种是维持由证监会注册审核、由交易所进行上市审核的模式;一种是由交易所审核上市申请、向证监会注册生效的模式。

路径尚未定

注册制改革对证监会而言,不仅是市场赋予监管机关的责任,也是十八届三中全会对证监会提出的改革任务。2014 年 11 月底,按照之前的承诺,证监会已经将注册制改革方案上报国务院审阅。不过注册制的具体路径选择以及细节设计, 目前都没有完全确定。

“如果一家企业要上市,是要找证监会,还是找交易所?”中国人民大学法学院教授叶林提出, 目前关于注册制方案的讨论,并没有形成确定的逻辑系统。

据悉,证监会仍在就注册制与全国人大财经委沟通意见,以将学习讨论意见形成法律条文。目前《证券法》已经排在人大审议,按照程序将于 2015 年推出。

庄心一在论坛上称,《证券法》修改是注册制正式实施的前提,通过对现行《证券法》关于证券发行核准制的制度调整,明确厘定注册主体、注册要求以及注册程序等安排,特别是要从法律上清楚界定信息披露的要求和不同主体对信息披露的职责边界,严格落实发行人的诚信责任和中介机构的把关责任。

据奚晓明介绍,目前的研究意见主要为两种方案:一种是维持由证监会注册审核、由交易所进行上市审核的模式;一种是由交易所审核上市申请、向证监会注册生效的模式。

在他看来,监管部门应主要负责实施公开发行的注册监管,以为社会公众投资者提

供法律规定的“底线保障”,防范发行欺诈为己任,交易所则回归市场本位,负责上市审核, 为二级市场的投资者提供交易场所,不同质地的股票是否应该上市交易、以什么样的价格进行交易等均交由市场决定。

细节存争议

证监会首席律师、法律部主任黄伟称,股票发行注册制改革不仅要有理念和方向,如何落实为《证券法》条文也是至关重要的。其中,注册对象、注册职责以及注册主体是必须明确的三个问题。

关于注册对象, 目前比较倾向的一种观点认为,注册是对招股说明书的注册,即使通过注册,也不代表注册机关对公司发行行为表示同意或者不同意,对其注册仅表示认可其提供信息的完整性、一致性和可理解性。

对此业界还有争议,目前注册制方案也并未确定这一观点。中国证券法研究会副会长董安生认为,招股说明书往往处于动态过程中,可能会出现最后到证监会备案的招股书与开始到证监会注册的招股书文件不一致的问题。

一人一户限制将全面放开

■ 马婧妤 报道

于今年“十一”期间上线的统一账户平台已实现近两个月的平稳运行。中国证券登记结算有限公司董事长周明在日前召开的证券账户整合总结会上表示,统一账户平台上线后,市场开户费用降幅达 56%,按计划一人一户限制拟于明年上半年全面放开。

他同时透露,下一步中国结算将重点开展优化完善集中统一的登记结算基础设施、全力支持多层次市场体系建设及市场创新、做好全过程风险管理、积极推进与境外登记结算基础设施互联互通等四项工作。其中在实施风险管理过程中,中国结算将以积极稳妥为原则,充分考虑市场承受力,持续分步骤做好债券回购业务风险管理。

周明表示,账户整合工作达到了预期目

标,通过账户整合,统一账户平台平稳上线运行,全市场证券账户业务标准实现统一,市场效率显著提升, 开户费用降幅达 56%。同时,一码通账户为不同层次市场互联互通奠定了基础,促进投资者关系管理从账户管理转变为以投资者为单位进行管理。

统一账户平台上线时已放开沪港通一人一户限制,周明透露,中国结算拟于 2015 年上半年全面放开一人一户限制。

他还对下一步中国结算在加强登记结算基础设施建设、完善集中统一登记结算制度方面的四项重点工作进行了介绍。

一是继续加大力度,优化完善集中统一的登记结算基础设施。周明表示,中国结算将持续优化统一账户平台,推进期权账户与一码通账户的整合并实现统一管理,同时积极推进期货、公募及私募基金账户与一码通

账户的连接,并在一码通账户基础上完善投资者适当性管理制度。

另外,还将启动建设服务各市场参与机构的统一通讯平台,配合推进公募基金份额适度集中以及私募基金份额集中登记工作。

二是全力支持多层次市场体系加快发展,积极支持市场创新发展。下一步中国结算将完成 ETF 期权项目登记结算各项业务技术准备;开展交易所机构间债券市场登记结算平台建设;参与机构间报价系统、区域性股权市场等场外市场基础设施建设;推进开展为不同层次市场上市挂牌证券转板提供更为便捷高效的基础设施支持服务。

三是加强风险管理,做好事前、事中、事后全过程风险管理, 坚守不发生系统性、重大风险的底线。周明表示,中国结算将按照积极稳妥的原则, 在充分考虑市场

承受力的基础上, 持续分步骤做好债券回购业务风险管理;推进完善债券评级使用机制, 减少外部评级依赖;推进建立金融衍生品跨市场结算担保品管理平台;优化统一结算风险监测平台, 加强对结算风险的监测、预警。

四是促进资本市场双向开放, 积极推进与境外登记结算基础设施互联互通。中国结算下一步将完成内地与香港基金互认产品登记结算业务方案设计, 为基金产品互认项目提供登记结算基础设施服务。同时继续做好沪港通登记结算系统优化完善工作。

周明表示, 将积极支持开展深港通项目, 同时还将根据国家关于自贸区、前海合作区、“一带一路”等双向开放战略, 积极推进为区域内场外市场提供安全高效灵活的基础设施支持。

私募展望 2015:慢牛开启 精选蓝筹

■ 陈伙铸 报道

2014 年下半年,A 股迎来大牛市涨势如虹,在蓝筹股带动下一路高歌猛进, 沪指进攻 3200 点。随着行情走高,股票策略私募基金获得不俗收益。据私募排排网数据中心统计,超 95%私募获得正收益,众多产品业绩翻倍。2014 年揭过, 2015 年市场会如何演绎?

朱雀投资:关注五大投资方向

中国经济增长的持续性、可预见性在增强, 2015 年周期性政策放松空间加大、结构性改革稳进、流动性宽松、海外负面影响可控,对市场总体保持乐观,目前债股都进入扩张周期。债券牛市确定性高但弹性较小,可以通过放大杠杆、结合权益投资等增加收益。股市周期股与成长股的驱动力不同, 周期股均值稳定领先经济周期变化, 成长股均值取决于赛道空间和赛手能力,前者选时后者选能。

结构性机会存在于几个方向:首先,增长日趋稳定行业的估值将出现企稳和逐步抬升,对指数形成支撑并维持慢牛格局;其次,供求结构发生质变的领域会有超额收益的机遇, 考验团队研究的覆盖面和前瞻性;最具持续性的还是以质取胜的行业和公司肩负着新常态的重任,也意味着巨大的市值空间。

真正的增长来自于市场变化的机会。从长期以质取胜角度,朱雀关注以“新”制胜,包括产品创新和商业模式创新。关注以“变”制胜,包括结合改革和转型求变,如生产性服务业(钢铁电商)、互联网医疗(医生自由执业+处方药网销+取消医药商业垄断)。关注以“精”制胜,包括军工、能源装备等领域产品升级和进口替代,中医药、精细化工、消费品等领域实现国际突破。关注优良制胜,包括农业从有机食品到规模种植养殖提升品质,环保从大气、水到土壤等,文艺从内容升级(电视剧、电影、综艺)、互联化(新媒体、新渠道)到国际化。关注国企混合所有制改革,通过引入战略投资者,通过资本市场, 优化治理结构,激发优质国企中优秀团队的积极性。

重阳投资:系统性牛市尚未成熟

A 股市场最悲观的时点已过去, 目前市场转暖,未来将走得比较稳健,市场中级反弹行情远未结束。对于中级反弹行情的判断基于两个因素,一是无风险利率下行,银行间市场国债的收益率近期下降很快,说明银行借款人风险偏好下降;二是 2014 年银行和地产都过于低迷,这两个行业都面临转型压力。

系统性牛市还缺什么? 首先,以往在牛市到来之前,市场上没有估值特别贵的行业和股票,但目前 A 股市场尚未达到这种状态,有的公司还是很便宜,有的公司非常贵。其次,未来一两年中国经济依旧处于转型过程, 社会各界对转型预期尚未达成完全一致。只有对未来的乐观预期形成一致时,投资者才敢于做中长期投资,在这之前市场风险偏好偏低。

在中级行情过程中,前期表现较好的公司,在第二阶段可能会相对稳健一些;前期表现温和的, 仍然被严重低估的优质蓝筹股表现会更抢眼一些。将来个股的表现分化会更加明显,一些被低估的、有竞争力的优质公司股票最低点已过, 经过调整但估值还是很贵的股票未来下跌压力依然很大, 系统性牛市到来的条件尚未成熟。

建议投资能够代表中国先进制造业、具备国际竞争力的优秀公司。有定价权的优势企业会保持良好发展。前些年市场化程度高、竞争激烈的行业,例如白色家电业经过市场洗礼,行业格局已经优化稳定,龙头企业定价权强,因此不太容易受到经济增速下行的剧烈冲击。

景林资产:选股看标的竞争对手

目前已经在加大对 A 股的投资比重,看好 A 股未来行情主要基于几点。

第一,整个市场利率下行,毫无疑问,市场估值会往上走。

第二,目前已经有较多资金流入股市,未来几年会有更多投资人将资产配置到证券市场。而此前中国人习惯的投资领域是房地产。从人口结构来说,人口红利进入尾端,人口结构逐渐老龄化,根据发达国家的历史经验来看,该阶段是理财、投资的黄金期,也是爆发期。从资金链来说,短期、中期、长期都有资金不断进入资本市场。

第三,A 股整体 PE 是 12 倍, 处于较低水平。A 股市场估值弹性较大,曾经达到几十倍, 目前即使和发达国家相比,定价略微低估。

第四,中国经济软着陆的可能性愈来愈大,不排除在 2015 年下半年或稍晚时候,中国经济增速会缓慢出现拐点。

从投资机会来看,我们会投中国的海外以及 A 股公司,不管上市或没上市我们都会投。同时,我们会观察其竞争对手,随着很多中国企业逐渐壮大, 其竞争对手已经不再是中国企业, 很多企业的竞争对手是欧洲企业或美国企业, 所以我们的投资和研究就迎来新挑战、新机遇。

景林非常强调 360 度研究,从上下游之外,竞争对手是验证我们要投的标的到底是好是坏的一条重要标准。对自下而上的微观和中观层面,对行业和企业层面,我们发现很多上市公司具备成为真正的全球性行业领袖的潜质, 数量比以前多了很多。