

新常态下 新一轮牛市要来了吗

从政策面、基本面、市场面“三碗面”观察A股是否具备“转牛”条件

本报记者 连建明

随着沪港通本周开始测试，市场热情再起，上证指数周一大涨30点。从7月底大盘启动以来，上证指数已经上涨了10%，创出年内新高，关于牛市是否已经到来的讨论逐渐升温，那么，一轮新的牛市真的来了吗？我们从市场“三碗面”来分析目前牛市的条件是否已经具备。

政策面与基本面双支持

做股票的人，分析市场都喜欢从三个方面入手，即政策面、基本面、市场面，而这也被大家俗称为“三碗面”。

有一个说法叫“政策是股市的生命线”，显然，股民最看重的是政策面，看政策也被认为是看大势。从政策面，今年出台了一系列重大政策，这些政策无疑都是支持股市的，今年上半年，先后出台了优先股、沪港通、新“国九条”这三大发展资本市场的重大政策，其中，当数新“国九条”意义重大。

新“国九条”规划了资本市场发展蓝图，明确了发展目标与时间表。要求到2020年基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。如果6年后上证指数还徘徊在目前的2000点，那么，显然不符合这个目标。

10年前的“国九条”催生了2006年的大牛市，从政策的角度看，未来较长一段时间是支持一波牛市的。

再看基本面，沪深上市公司去年净利润总额首次突破2万亿元大关，为历史最高，而上证指数却处于7年来的低位，由此，造成沪深股市估值处于历史最低。目前上证指数的市盈率只有10倍，从历史上看，几次牛市行情都是市盈率10倍左右启动。历史上每个底部，都出现蓝筹股跌破净资产价格的情况，但目前一批蓝筹股较长时间处于净资产价格之下，破产规模之大、时间之长都超过历史上任何时期。

从这个角度看，估值处于历史底部的蓝筹股，是具备发动牛市的条件的。

不少人担忧宏观经济，的确，这几年中国经济增速从两位数回落到7%的水平，但是，一轮牛市启动往往不是发生在经济高速增长的时候，而是先于经济走出底部。就说美国这一轮牛市，2008年美国发生金融危机，道琼斯指数从14000点快速被腰斩，2009年3月最低跌至6469.95点，此时美国经济并没有复苏，但是股市却从这里开始起步，连续上涨近5年，涨幅翻倍有余，今年一举突破17000点大关，创出历史新高。

A股历史上这样情况也发生过，1998年亚洲金融危机爆发后，A股市场与中国经济增速一同回落，1999年尽管中国经济增速仍然只有7%、8%的水平，是最近20年里的低位，但是，这一年爆发了“5·19”行情，一轮大牛市随之产生。

因此，经济增速回落的时候产生一波牛市并非不正常，而且，中国经济从10%以上的两位数回落到7%左右的中高速增长将是未来的新常态，但放眼全球，这个增速并不低，从这个角度看，现在启动一轮牛市还是完全具备条件的。



助推

近期以来，A股上演两年未见的强势反弹。证监会发言人近日表示，宏观经济稳中向好，市场流动性充裕，及改革措施效果初显……这三大动力，成为推动股指反转的主要因素。

新华社 发

2000点底部构筑非常扎实

说了政策面和基本面这“两碗面”，再说市场面。市场走势是很多人关心的，说市场面之前，先得说说什么是牛市。

当然，牛市是上涨的，但是，涨多少才算牛市？这并没有一个确切的定义。按美国股市一般的说法，涨跌超过25%，就是算牛市或者熊市。但是，A股市场波动频繁，指数上涨25%没有多少人当作牛市。恐怕只有涨幅翻倍，才被认为是牛市。

即使涨幅翻倍，有的时候也不见得就被重视。比如，创业板指数从2012年底到今年初，涨幅翻倍有余，但是，并没有人认为A股市场产生了一波牛市，相反，大家还是认为A股市场低迷依旧。原因就是上证指数没有涨，创业板再怎么涨，无法代表A股市场。

因此，要被市场普遍认可一轮牛市，非得上证指数大幅上涨，这种涨幅得翻倍。那么，我们讨论的这轮牛市就是上证指数能否翻倍的问题。

从上证指数的历史看，以季度K线收盘来计算，20多年来经历了三波牛市与三波熊市，第一波牛市从1990年底上证所成立时候的100点上涨到1992年二季度末的1191.19点，6个季度上涨了10倍，当然，这是早期股市股票少的特殊性造成的。此后进入一轮熊市，一直跌至1994年二季度末的469.29点，8个季度下跌了60%。

第二波牛市从1994年三季度启动，一路上涨到2001年二季度底的2218.02点，这轮牛市时间长达28个季度，也就是7年，总涨幅为372%，接近4倍。此后又是一轮熊市，一路跌至2005年二季度末的1080.93点，16个季度下跌了51%。

第三波牛市从2005年三季度启动，快速上涨到2007年三季度末的5552.3点，季度K线9连阳，涨幅为413%，4倍。随后的熊市持续至今，以季度K线收盘最低位

来衡量，有3个低点，一是2008年底的1820.81点，二是2013年二季度末的1979.21点，三是今年一季度底的2033.31点。这3个低点位置较为接近，假设这波熊市是今年一季度结束，那么，持续时间已经长达26个季度，7年，总跌幅为63%。

分析这三波牛市与熊市，有这样几个规律：

第一，三波牛市呈现快涨与慢涨交替规律。第一波和第三波牛市都是快速上涨，时间较短，中间几乎没有回调，但第二波牛市时间长达7年，中间呈现一波三折的复杂走势。

第二，熊市时间越来越长，第一波熊市只有8个季度，第二波熊市增加了一倍时间，达到16个季度，第三波熊市至今已经26个季度，又增加了10个季度时间。

第三，几波牛市与熊市的涨跌幅度差不多。除了第一波牛市由于早期股票较少，情况较为特殊，第二波牛市与第三波牛市的涨幅都是4倍左右。而三波熊市的跌幅均在50%—60%，也就是说腰斩或者跌去三分之二。

第四，一个比较有趣的巧合，这些牛市或者熊市结束的时候，大部分是二季度末，也就是6月底，而今年行情的启动又是7月份开始，似乎上半年结束总是一个分界线。

历史上三个底部都用了较长时间盘整，1994年第一波熊市结束的时候，差不多用了7个季度时间在600点左右盘整。2005年第二波熊市结束的时候，上证指数在1000点到1300点的区域走出一个圆弧底，也用了7个季度时间。而这一次，在2000点左右平底的盘整到6月底已经持续了10个季度的时间。

因此，从市场走势来看，2000点左右的底部已经非常扎实，完全具备走出一波牛市的条件。

从开一扇窗到开一扇门

目前启动的行情与一件事有很大关系，就是沪港通。4月份刚刚公布批准沪港通消息的时候，沪深股市有波短暂的脉冲行情，但很快重归沉寂。不过，最近这段时间海外资金对A股市场十分看好，让人重新审视沪港通。

沪港通带来的不仅是两地投资者可以互相投资那么简单，一个更重要的因素是沪港通的额度非常高。QFII在过去12年的总额度是550亿美元，沪港通一年的额度是380亿美元，两年的沪港通的额度就超过了12年的QFII的总额度。香港是个开放的市场，意味着任何外资都可以通过沪港通投资A股，外资投资A股的规模一下子可以大幅增加。

如果说QFII制度是A股市场对外开放开了一扇窗，那么，沪港通就是开了一扇门。A股市场目前牛市条件已经具备，唯一缺少的是资金，因为目前股市规模比10年前大了很多，单靠场内存量资金难以推动市场长期上涨，引入长线资金是目前A股市场最重要的战略之一，新国九条也明确表示要将养老金、保险资金等长线资金引入资本市场，同时，加大开放力量，引入海外长线投资资金。

单从引入海外资金来看，潜力非常大。综观全球股市，外国投资者一直是一支重要的力量，不要说美国、欧洲这样的成熟开放的市场，即使新兴市场，外国投资者的比例也非常高，韩国、巴西外国投资者都占流通股的30%，俄罗斯也有23%的外国投资者，但是，A股市场目前外国投资只占流通股的1.69%，如果这个比例也达到30%，那么，牛市是非常自然的事情。

因此，沪港通是对外开放的重要一步。而且，7月份以来出现了海外资金积极流入A股的迹象。据有关数据，中国股基截至7月30日当周净流入金额达到14亿美元，创下2008年第二季度以来规模最高的单周资金净流入额。同时，在香港上市的实物A股ETF正在经历史上规模最大的一波资金流入。近两个月里，超过160亿元人民币的海外资金借道在港上市的RQFII ETF流入A股。

在这种背景下，看好牛市的人越来越多，比如，素有“私募教父”之称的赵丹阳近日表示，未来将会是中国有史以来最大的牛市，现在才刚刚开始。他认为这波行情是大蓝筹的行情，他关注消费类、金融和能源三大板块。

一轮慢牛行情值得期待

从全球市场看，“股市时间”似乎已经开启。如果我们以10年为一个周期观察各个市场表现，那么，显然存在一个股市牛市与商品牛市的交替规律。从1990年到2000年，欧美股市都出现一波10年大牛市，道琼斯指数从2633点上涨到10786点，涨了3倍。这10年上证指数也从100点上涨到2000点。但是，在这10年里，石油、黄金、有色金属等商品市场基本上是横向盘整，如黄金价格始终在300美元左右徘徊。

2000年到2010年这个10年中，石油、黄金、铜等有色金属价格大部分上涨了4倍左右，如黄金从不到300美元，上涨到1400美元。但是，这个10年中股市却是陷入了盘整，道琼斯指数尽管创出新高，但2010年底的位置是11579点，与10年前的位置差不多。同样，上证指数在这10年里创过6000点的历史高点，但是，2010年收盘指数回落到2808点，2011年收盘更是只有2199点，与2000年收盘的2073点很接近，10年终点回到起点，也是一个盘整的格局。

2010年之后，道琼斯指数一路上涨，创出历史新高，似乎又回到了“股市时间”，而石油、黄金、有色金属则回落到历史高位之下盘整，如黄金今年的价格均在1300美元左右，是一个回落盘整的格局。上证指数从2010年至今已经盘整了4年，那么，未来是否也会开启“股市时间”，从而赶上这几年全球股市走牛的通道？

从上海股市历史上三波牛市规律来看，上涨幅度是4倍左右，那么，从2000点起步的上证指数，未来空间是非常可观的。不过，需要指出的是，按快牛与慢牛交替的规模来看，这波牛市应当是慢牛，就是时间长，上涨过程一波三折非常复杂。上一波慢牛行情持续了7年，上涨过程又分为三个波段，大牛市中交织着小牛市与小熊市。

就像中国经济进入从高速增长换挡到中高速增长这种新常态，A股市场也可能出现一个新常态，就是一个震荡幅度小的慢牛行情。我们看美国股市的牛市都是慢而长，每年涨幅并不大。无论是上世纪90年代的10年牛市，还是最近连续5年的上涨，都是慢牛，年涨幅大部分不超过20%。而A股市场经过20年发展以及股改全流通，目前市场规模已经很大，暴涨暴跌频率会大幅下降，近几年上证指数振幅就远低于10年前。同时，未来市场如果海外资金不断进入A股，也会带来相应的投资观念变化，市场走势可能越来越稳健。

一轮蓝筹股推动的长期慢牛行情是值得期待的。