

2015年11月16日

制度下的蛋系列之一 市场的逻辑

作者雪球网投资组合：借壳是制度下的蛋（月度收益 23%）

摘要：

- **赌场的逻辑。**这个市场，与其说是市场，不如说是赌场。无论赌场还是市场，输赢靠的是对大概率事件的把握。**这个市场可以赌吗？可以赌的逻辑在哪里？**
- **加杠杆牛市的前世今生，融资制度进化史。**融资制度的启动和演变。2010年4月至2014年9月，融资标的物从90只扩大到900只。
- **券商逐利倾向导致的券商加杠杆程度的飞跃。**2014年底，融资余额近万亿，券商资金供不应求之后的资本扩张导致牛市顶峰时理论可融资金规模暴涨到3万亿。
- **场外高杠杆配资规模疯涨。**至今，对于这个数字，市场猜测从1万亿到3万亿水平不等
- **两类杠杆资金的比例在牛市顶峰时占到自由流通市值的16-20%。**假设5000点时融资加配资杠杆水平平均值约4万亿，而自由流通市值约20-25万亿，那么杠杆资金占比达到16-20%水平。
- **牛市的逻辑还在不在？**
- **无风险利率的下降。**政府基建和房地产产业链长周期出清，融资需求下降背景下的实际利率水平下降趋势已然形成。
- **“通货膨胀目标制”的货币政策背景下的流动性泛滥。**与美国的QE和日本的安倍经济学逻辑基本类似。在资本市场上的结果亦趋同，即为股债双牛。
- **加杠杆背景下的大类资产的配置转移。**房市与股市的表现，除了供需关系和政府政策导向外，一个非常重要的催化剂就是加杠杆程度。在房价涨幅趋缓的现今，房市杠杆投资收益逻辑渐弱，而加杠杆程度趋强的股市成为一个不得不的选择。
- **风险偏好提升背景下舆论导向的推波助澜。**改革牛，转型牛，创新剑，券商矛等等，为股票价格脱离基本面的高估值提供了理论解释。
- **结论：流动性泛滥和房地产市场资金的挤出效应将导致股票市场长期处于泡沫期。**所谓泡沫期，未必意味着牛市这头牛有多牛，但至少意味着这个股市将以前所未有的情景而长期处于热点频现，题材横飞的活跃期。泡沫市，活跃市的逻辑一定成立。



阿土哥观市系列文章：

- 2015年9月15日 阿土哥看医药股
- 2015年9月15日 阿土哥看新能源汽车和光伏电站
- 2015年11月16日 阿土哥观市之制度下的蛋系列之一 市场的逻辑

目 录

第一节 赌场的逻辑

第二节 加杠杆牛市前世今生

- 1 融资制度的启动和演变
- 2 券商逐利倾向导致的券商加杠杆程度的飞跃
- 3 场外高杠杆配资规模飞速增长
- 4 5000 点时杠杆资金比例约占自由流通市值 16-20%

第三节 牛市的逻辑还在不在？这个市场还可以赌吗？

- 1 无风险利率的下降
- 2 通货膨胀目标制的货币政策背景下的流动性泛滥
- 3 加杠杆背景下的大类资产配置转移
- 4 风险偏好提升背景下的舆论导向

第四节 结论

第五节 作者雪球网投资组合：借壳是制度下的蛋

第一节 赌场的逻辑

这个市场，与其说是市场，不如说是赌场更为贴切。

为什么这么说呢？因为两者的输赢皆来自于参与者对于赌场规则与输赢概率的把握。

首先，赌场之中，玩的是零和游戏，有赢家必有输家；而我们的股市，玩的是击鼓传花游戏，输家一样要为赢家买单。

其次，输与赢的逻辑皆来自于参与者对于大概率事件的博弈。赌场之中，参与者通过对牌的计算，得出自己要下的这一注或要出的这张牌的输赢概率。股市之中，股民通过对市场的解读，得出到底在自己身后是否有人、有多少人接下一棒的概率。

最终，赌场和股市的疯狂程度，体现在面对收益和风险的判断。你所要抛出的这枚硬币。硬币的这一面是理性，硬币的那一面是人性。

结论，无论股市还是赌场，输赢靠的是对大概率事件的把握。

第二节 加杠杆牛市的前世今生。

1 融资制度的启动和演变。

2010年4月，股市融资制度正式启动，初始标的物仅有90只大蓝筹股票。

2011年12月，融资标的扩大到278只。

2013年1月，融资标的扩大到500只。

2013年9月，融资标的扩大到700只。

2014年9月，融资标的扩大到900只。

2 券商逐利倾向导致的券商加杠杆程度的飞跃。

2014年底，随着新一轮牛市的启动，券商融资余额达到万亿水平，据当时的媒体报道，几乎所有券商都面临无钱可融。此时，券商的逐利倾向一览无余，纷纷以增发补充资本金和发债的方式扩大融资规模。

在券商以大无畏的精神推波助澜的背景下，半年之后，截止2015年6月股市崩盘前，市场融资达到2万亿水平，券商理论融资规模已提升到3万亿水平。

3 场外高杠杆配资规模飞速增长。

至今，媒体报道和猜测的场外配资规模从1万亿到3万亿的都有。无论如何，这都是惊人的数字。而这些配资又是怎样流入股市的呢？还是券商，无视监管和风险敞口，将类似HOMS等软件的接口统统敞开，你追我赶，开门迎客。

4 5000点时杠杆资金约占市场自由流通市值的16-20%。

如果我们假设在牛市5000点的杠杆资金水平约在4万亿，那么这将是一个怎么样的比例呢？且看，2015年5月底，两市市值约为60万亿水平，而自由流通市值在约20万亿-25万亿水平。那么杠杆资金的比例约占全部自由流通市值的16%至20%。

高楼危阁，旦夕祸福矣。

结论，赌场开门迎客，大小赌客通吃，赌资源源不断，股民随波逐流。你我都被裹挟在这滚滚洪流中，欲罢不能。

第三节 牛市的逻辑还在不在？这个市场还可以赌吗？

纵观市场上对于这轮牛市的解读，尤其结合年度最佳策略分析团队，国泰君安证券和海通证券的分析，我们可以将驱动牛市的逻辑总结如下。

1 无风险利率的下降。

2008 年四万亿之后几年中，财政政策用力过猛，基建和房地产产业链在产能本已过剩的情况下继续扩大产能，政府融资平台无度扩张，过度投资导致对资金的过度追求，从而进一步导致无风险利率的持续攀升。

而自 2013 年以来，在成品库存达到一定高位后，政府基建和房地产产业链率先展开了长周期出清，并倒逼相关的两大领域的出清：即重化工领域和地方债务规模的收缩。而这相应导致了对融资需求的下降。在融资需求下降的背景下，实际利率水平的下降趋势已经形成。

2 “通货膨胀目标制”的货币政策背景下的流动性泛滥。

在通缩超预期的背景下，政府主导的财政政策的边际效用递减，无力扭转颓势。央行随即开始执行“通货膨胀目标制”的货币政策，以降息降准增加货币供给，压低利率端，以刺激投资（尤其是私人投资）和消费。这种货币政策实质上和美国执行的 QE 及日本执行的安倍经济学的逻辑是一样的。从资本市场的表现来看，结果也是类似的，那就是股债双牛。

3 加杠杆背景下的 大类资产的配置转移。

我国居民资产配置主要投资于两个方面，第一是房产，第二是股市。两个市场的表现，除了供需关系和政府政策导向外，非常重要的催化剂就是加杠杆的程度。

何谓杠杆，从房市看，就是贷款比例；从股市看，就是融资比例。用句通俗的话来讲，就是政府控制的金融机构作为庄家，借给投资者钱去赌更大的。

二十年房地产市场的大牛市，验证了这个杠杆效应。只要房地产价格的上涨幅度超过借款的资金成本这个大概率事件成立的话，赌赢的逻辑都是成立的，无论实际收益率有多低。

而近几年来，随着除一线城市以外房地产市场需求的逐步饱和，大部分市场的房价涨速趋缓，这也就意味着在房地产市场使用杠杆投资，以小博大的逻辑已经逐渐无法成立。

在这个背景下，股市成为一个被动的选项，资金来源体现了“挤出效应” - 即相对于房地产市场投资收益边际效应下降的“挤出效应”。

4 风险偏好提升背景下的舆论导向的推波助澜。

典型的如改革牛，转型牛，创新剑，券商矛等等，为股票价格脱离基本面的高估值提供了理论解释。

第四节 结论

流动性泛滥和房地产市场资金的“挤出效应”将导致股票市场将长期处于泡沫期。所谓泡沫期，未必意味着牛市这头牛有多牛，但至少意味着这个股市将以前所未有的情景而长期处于热点频现，题材横飞的活跃期。

所以，大牛市的逻辑未必成立，而泡沫市，活跃市的逻辑一定成立。

这是一个可以作为的市场。

第五节 作者雪球网投资组合：借壳是制度下的蛋

创建于 2015 年 10 月 19 日。

截止 2015 年 11 月 16 日收益率 23%。

参照标的：上证指数期间收益率 5%；中证 500 指数期间收益率 8%；创业板指数期间收益率 14%

组合概念：以股票发行制度缺陷导致的新股发行上市渠道不畅，借壳将长期成为制度红利为投资逻辑。

组合配置标准：1 市值低； 2 企业本身是微利或亏损公司； 3 总资产规模小； 4 有重组前科

000068 *ST 华赛	600962 *ST 中鲁	600984 *ST 建机	600608 *ST 沪科	
000611 *ST 蒙发	002417 *ST 元达	600529 *ST 狮头	600870 *ST 厦华	600644 *ST 乐电
002278 神开股份	600212 江泉实业	600727 鲁北化工	600370 三房巷	
600275 武昌鱼	002211 宏达新材	002272 川润股份	000691 亚太实业	002199 东晶电子