



编者按

2018 开年，大小盘股价仍然延续了 2017 年度的分化走势，被市场戏称为“漂亮 50”和“悲催 3000”共存。正是大盘股稳步拉升的业绩与日益严格的监管政策，扭转了投资者长期以小为美的投资理念。在这一趋势下，以金融和地产为代表的大盘蓝筹，将成为 A 股牛市支撑。本期远见栏目特推出股市专题，梳理脉络、分析前景，希望对读者有所裨益。

大小盘股价分化 业绩政策是主导

综观 2017 年数据，股价分化局面持续，大盘股涨得好，小盘股表现差。究其原因，既有业绩的反差、机构投资者的崛起，也有监管层对于股价操纵的打击、并购重组政策趋紧等因素。

文 | 唐杰



从 2017 年表现来看，股市分化严重，不少大盘股涨势强劲而小盘股跌跌不休，这和以前小盘股领涨的情形大相径庭。

在指数层面，大盘股的最突出代表是上证 50 指数，包含上海证券交易所最大的 50 只股票，2017 年涨幅 25.1%。沪深 300 指数包含沪深两市最大的 300 只股票，涨幅 21.8%。相比之下，小盘股则十分惨淡。创业板作为小盘股的代表，去年涨幅为 -10.7%。一年之内，二者涨幅差距超过 30 个百分点，可谓十分惊人。

在个股层面，大盘股的涨幅疯狂，比大盘股指数的涨幅更具冲击力。比如招商银行去年涨幅 72.1%，是上证 50 平均涨幅的近三倍。中国平安在去年的涨幅更是高达 103.6%，是上证 50 平均涨幅的四倍。如今，中国平安的市值接近 8000 亿元，去年一年市值上涨约 4000 亿元，财富效应巨大。

如何看待这种差异？

曾经以小为美

中国股市以前长期有热爱小盘股的传统，以小为美。很多投资者选股时把盘子大小作为一个

非常重要的指标，甚至非小盘股不买。在当时，大盘股受到冷落，鲜有投资者问津。

小盘股之所以受到欢迎，有以下几方面原因。

首先，小盘股好炒，用较少的资金就可以让小盘股价格出现明显的变化。

用曾经流行的筹码理论解释，股票就相当于筹码，小盘股筹码少。如能把大部分筹码收集到手，就可以决定股价。以前出现过老庄股，外部流通的股票数量极少，股价完全成为操盘者（庄家）的玩具，想让股价涨就可以让股价涨，想让股价跌就可以让股价跌，为所欲为。在整个股市持续下跌的过程中，老庄股可以逆势上涨甚至不断涨停。

有的操盘者可能资金实力比较雄厚。即便对于他们而言，盘子的大小仍然很重要，因为随着股价的上涨，控盘所需要的资金量迅速增加。比如一个小盘股市值 50 亿元，1% 的股份被卖出后需要操盘者投入 0.5 亿元承接。当这个小盘股股价上涨十倍后，市值增长到 500 亿元，同样是 1% 的股份，就需要 5 亿元承接。

有的操盘者不太愿意在二级市场靠搜集筹码影响股价，毕竟这是违法行为。他们主要通过并

近年金融行业持续增长，相比其他行业情况较好。金融行业里的股票一般都是大盘股，也在很大程度上带来大盘股业绩持续增长。

购等手段，改善股票的基本面，间接影响股价。对于这样的操盘者而言，盘子大小也很重要。小盘股只需要较少的资金量，就可以出现较大的基本面改善。道理与收集筹码类似。

其次，小盘股的涨幅空间大。普通投资者没可能操盘一只股票，但也很可能喜欢小盘股，是因为小盘股的涨幅空间大。小盘股的涨幅可以来自操盘者的操纵，也可能来自基本面的向好，包括人为或是自然发生。很多只看基本面的投资者，也很重视盘子大小，因为他们立志寻找十倍股。显然，短期内十倍股不会发生在大盘股上面。

最后，新股通常是小盘股，对于小盘股的偏爱类似于对新股的偏爱。新股往往来自新行业，代表新的商业模式，不为投资者熟悉，有朦胧美。在这种情况下，股价高一些、估值贵一些都很容易发生。如果是投资者已经比较熟悉的行业和商业模式，则想象空间很有限。

如今分道扬镳

股价分化一方面是因为大盘股涨得好，另一方面是因为小盘股表现差。

大盘股开始受到欢迎，重要的原因是对于股价操纵的打击以及机构投资者的崛起。这时大盘的流动性溢价就成为其优势所在。机构投资者的资金量远大于普通个人。如果机构投资者不做搜集筹码、控制股价的操盘者，那他们就会选择买入大盘股。大盘股能够提供良好的流动性，机构投资者可以随时退出，而不会严重影响股价。

近年来出现两类新兴的机构投资者。

一类是以证金公司为代表的国家队。在2015年股市异常波动期间，国家队首次入市维稳，至今仍未退出。和普通的机构投资者相比，国家队的资金实力又上升了不止一个数量级，对于流动性的要求也更高。

另一类是境外投资者。随着中国证券市场更加开放，越来越多的境外投资者进入中国证券市

场。在欧美等发达地区，机构投资者占主导。进入中国证券市场的就是机构投资者，同样注重流动性。

更不容忽视的规律在于，业绩是王道。

有的大盘股是先天的，比如大国企，诞生时就已经规模很大。有的大盘股则是后天的，是从相对小的规模一步步成长起来的。对于后者而言，能够在市场竞争中成长起来，就是竞争力的体现。有了这样的竞争力，成为大盘股后也容易继续成长。大盘股的成长速度可能没有小盘股快，但可能更加稳定，更有可持续性。

大盘股的行业分布也很重要。近年金融行业持续增长，相比其他行业情况较好。金融行业里的股票一般都是大盘股，也在很大程度上带来大盘股业绩的持续增长。

以2017年三季度报告的数据为例，大盘股集中的上证50的净利润同比增长率为10.4%，而创业板作为小盘股的代表，净利润居然同比下降7.9%。他们在股价走势方面的差异主要来自净利润增幅方面的差异。

股价走势分化不仅存在于大盘股和中小盘股之间，也同样存在于中小盘股内部。深圳证券交易所所有两个中小盘股的指数：中小板和创业板。去年，中小板指数的涨幅为16.7%，而创业板为-10.7%。与之对应的是，中小板的净利润同比增长18.2%，远高于创业板的-7.9%。业绩同样是股价的主导因素。

中小板的净利润增幅高于上证50，但股价增幅低于后者。这就不是业绩能够解释的，可归因于前述的机构投资者崛起等原因。

与此同时，小盘股估值水平有所下降。由于市场过去对于小盘股的偏爱，小盘股股价较高，市盈率超百倍者屡见不鲜。对于小盘股股价的主要支撑是未来业绩的高速增长。随着小盘股业绩增速低于大盘股，小盘股的估值水平也随之走低。小盘股股价受到业绩增速下降和



估值水平降低的双重冲击，面临戴维斯双杀。经历过价格调整后，目前深市主板、中小板、创业板的平均市盈率分别是 27、40、45 倍，创业板的估值仍远高于主板。

小盘新股大量发行又导致小盘股的稀缺性大幅下降。2017 年共发行 438 家新股，数量创下历史新高，比历史第二高位还多 88 家。绝大多数新股都是小盘股，这对于小盘股价格产生了显著不利影响。不过 2017 年新出现的现象是新股审核通过率下降，特别是 10 月 17 日，主板与创业板合并后，有“大发审委”之称的第十七届发审委上台后，通过率一度只有“6 过 1”、“3 过 0”。新股审核的低通过率对于小盘股股价有一定支撑作用。

并购重组监管趋严也是一大驱动力。并购重组正是小盘股做大业绩的重要手段，大盘股并购

重组的机会较少。与内生式增长相比，并购重组带来的业绩增长幅度大、实现时间短。如果政策较为宽松，并购重组的数量就会比较多，对于小盘股业绩的改善作用会比较大。反之，如果并购重组的政策较为严格，小盘股的业绩就不容易有大的起色。业绩进而影响股价。

根据证监会公布的信息，2017 年并购重组委共召开了 78 次会议，共审核了 173 例重组，其中 161 单通过。对比 2016 年召开并购重组会议 103 次和审核交易数量 275 单的情况，2017 年并购重组的上会安排和项目数量大幅走低。并购重组申请审核数量大幅减少，是因为并购重组三大监管条例的出台和实施。政策的趋严使小盘股在重组方面的优势不再，直接反映在了股价下跌上。E

（作者系本刊编委）