

继续相濡以沫迎接春潮，还是各自相忘于江湖

--浅析一级市场和二级市场相关性

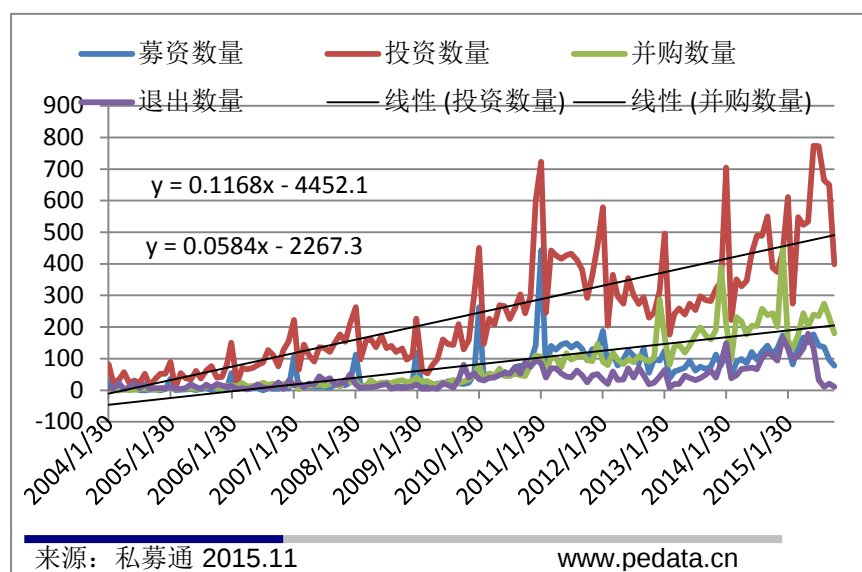
黄震明
Jimmy Huang
清科研究总监

在全球通缩的大背景下，美联储加息好似挂在梁上的利剑，其锋芒随时震慑着全球经济的发展。中国的经济能否独善其身，还要寄托于“双创”能否扎根于沃土之上，生根发芽，抵御住寒冬凛冽的狂风，茁壮的成长起来，开枝散叶、生长成茂密的森林。

一、VC/PE 行业历史成交量概览

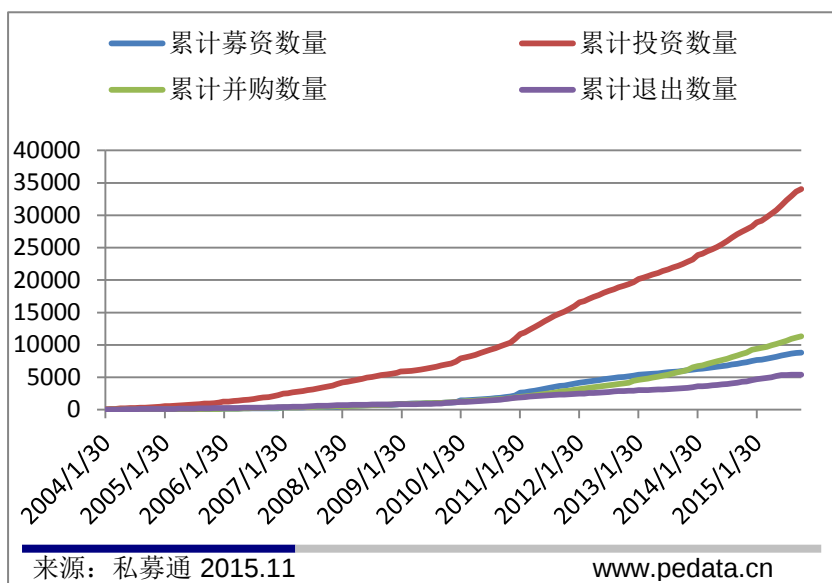
根据截止 2015 年 11 月 4 日从私募通选取的募资、投资、并购和退出的交易数量为依据，选取 2004 年 1 月到 2015 年 10 月的月度数据进行比较和分析。

图表一：VC/PE 行业募、投、退情况



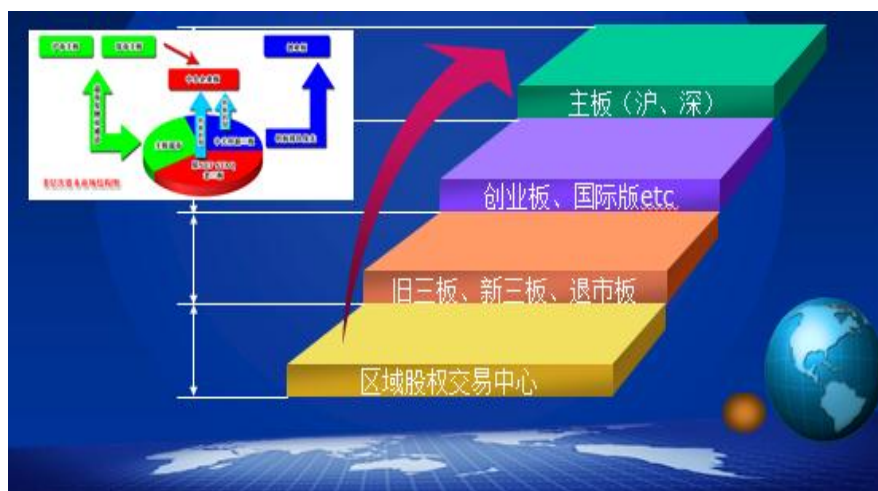
从上图不难看出，自 2004 年至今一级市场的投资与并购成趋势性加速增长态势，2011 年开始，投资和并购增量突出，投资最为活跃，月平均案例数以及超过 500 件，显示出 VC/PE 行业已进入加速发展的上升通道中。但募资和退出却在近期戛然而止，尤其是退出，为了缓解市场压力停止 IPO 已有三个月，何时再能重启还要看经济的发展以及等待市场真正筑底。

图表二：VC/PE 行业募、投、退累计情况



随着 2010 年融资融券和股指期货的上市，结束了 A 股市场的单边市时代，也为在海外成熟市场发展多年的对冲基金进入中国市场创造了条件。伴随着各类资产管理机构纷纷试水，中国资本市场在其诞生的第 21 个年头迎来“对冲基金元年”。受到中国资本市场受制于 IPO 停摆的影响，倒逼 VC/PE 机构通过并购实现退出。此外，并购市场的快速发展和股权投资退出的多元化也导致 VC/PE 相关并购的活跃度大幅提升，2013 年成为并购元年。由于资本市场的进一步开放，多层次资本市场的建立和完善已迫在眉睫，各级市场也在紧锣密鼓的扩容中，包括新三板和四板市场等。

图表三：健全多层次资本市场



新三板作为连接一级和二级市场的重要流通市场，今年已经是火爆异常，挂牌近 4000 家，新三板指成交量也再创新高，各大 VC/PE 机构和其他金融机构已经蜂拥入驻，抢占一席之地。具体情况可参见《新三板，拿什么来拯救“我”的股市？亦或是把股市推向悬崖之巅？》

因此，VC/PE 行业必将在资本市场开放的大背景下，分享中国经济蓬勃发展而带来的收获和喜悦。

二、一级市场募、投、退与二级市场主板的相关性

随着全球化资本经济的发展，中国的一级市场和二级市场的联动性也在不断的增强，并随经济的周期不断的“轮回”。下面我将针对一级市场募、投、退的数据和二级市场上证指数的数据进行对比分析，阐述一下目前两市场的现状。

样本选取 2004 年至今募、投、退的月度数量与金额，分别以募资、投资、并购和退出和上证指数的成交额与成交量进行相关性研究。

图表四：相关市场间成交金额累计相关性矩阵

	成交额	募资金额	投资金额	并购金额	退出金额	投资+并购金额
投资+并购金额						1
退出金额						0.460657415
并购金额					0.222341571	0.828833444
投资金额				0.33227846	0.538836313	0.803109133
募资金额			0.11164116	0.05268607	0.007201557	0.099761573
成交额	1	0.046264303	0.36916613	0.299554786	0.119928154	0.406749371

从上图不难看出自 2004 年至今的历史公开数据，募、投、退的案例月度成交金额和上证的成交额整体上不具备明显的相关性，仅仅是投资和并购尤其是投资和并购之和存在略微的相关。主要因为一级市场的定价和估值存在的不同差异，一级市场的价格并不透明。

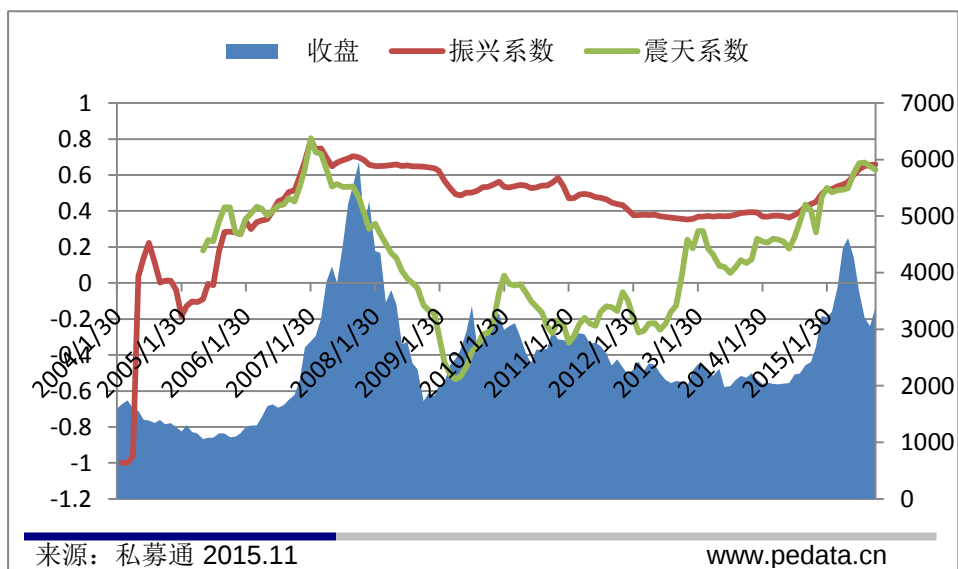
图表五：相关市场间成交量累计相关性矩阵

	成交量	募资数量	投资数量	并购数量	退出数量	投资+并购数量
投资+并购数量						1
退出数量						0.749857691
并购数量					0.694931104	0.889691159
投资数量				0.767320603	0.717659289	0.975455529
募资数量			0.857196865	0.624345209	0.627660338	0.825333326
成交量	1	0.436536787	0.63290786	0.607486244	0.600087867	0.6577689

但成交量上(除募资)却存在高度的相关，这也表明两市场的活跃度存在较高的相关性。下面针对这一环节进行一定分析：

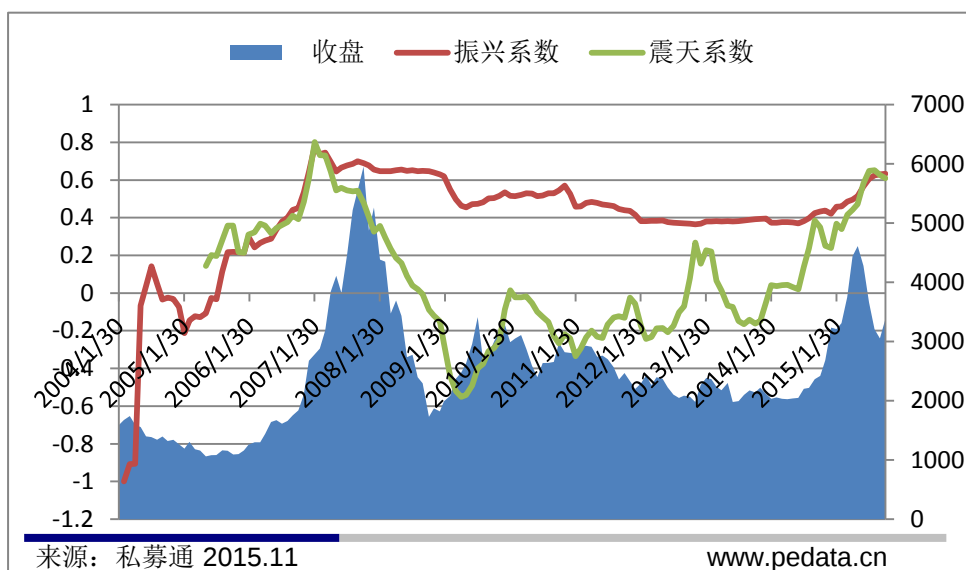
先引入两个参数，一个是振兴系数，即历史数据市场间的累计相关性(随时间不断的累加)，另一个是震天系数，即历史数据市场间的滚动相关性(以近一个月的相关性进行描述)。

图表六：投资+并购成交量与上证成交量的相关性



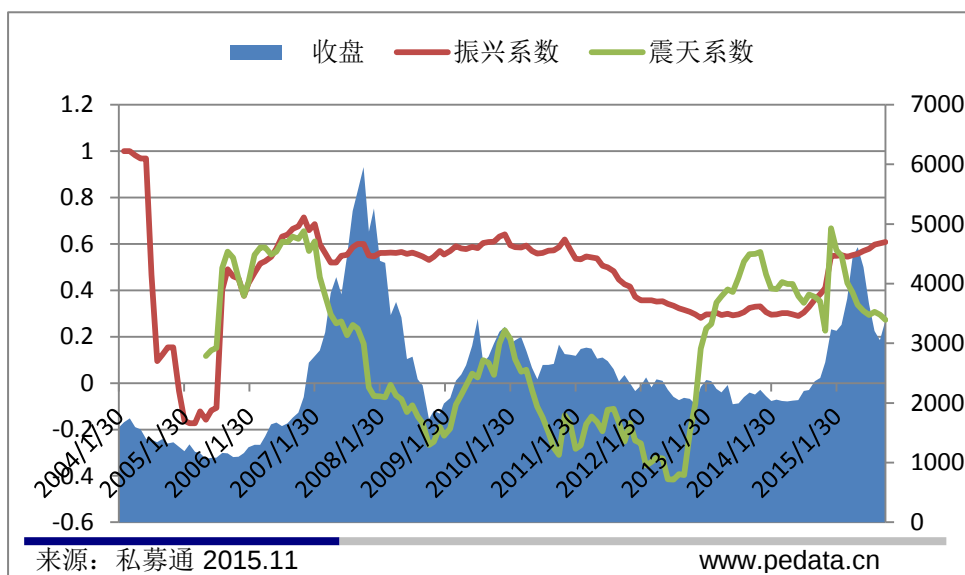
由于投资和并购在一级市场都可算为市场的投资，因此，进行合并处理。从上图不难看出自 2010 年初，也就是 2008 年金融危机后两年，一级市场的投资加并购量与上证指数的成交量的相关性逐步由负转正，到现在已经接近同步并到达 0.7 以上。这表明一级市场和二级市场的联动性已经很紧密。（主要归功于各种模式的引入以及两市场间机构的紧密合作）

图表七：投资成交量与上证成交量的相关性



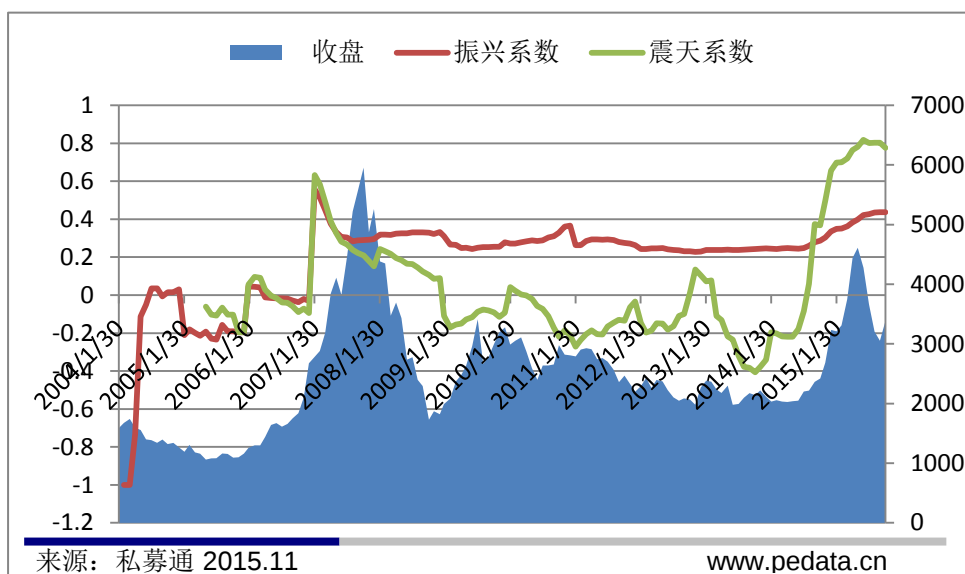
拆开后分别看，投资的与投资加并购的相关性变化基本一致，但波动性略有增强，2015 年 6 月份超越累计的相关性。

图表八：并购成交量与上证成交量的相关性



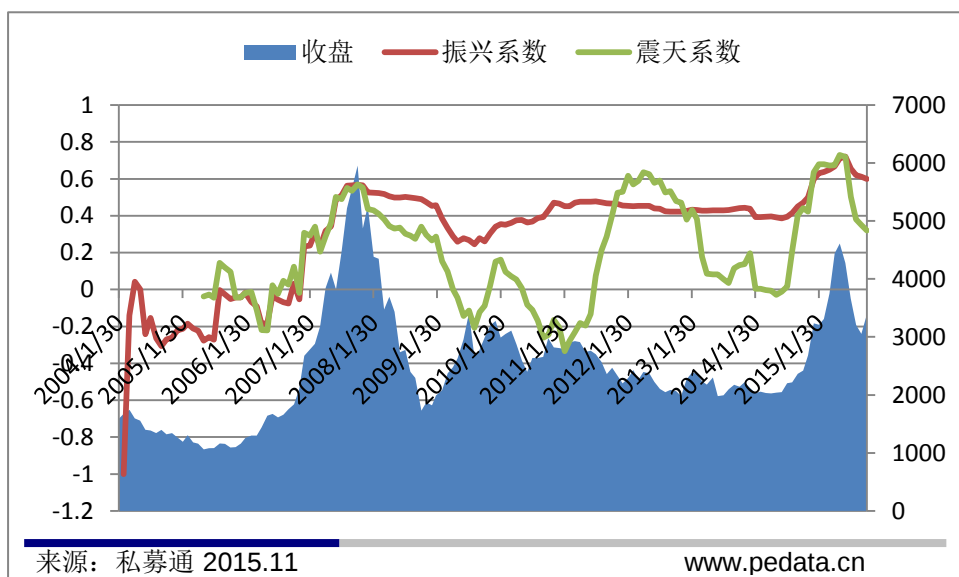
而并购的成交量与上证成交量的相关性却不如投资,主要由于并购不光是作为一级市场的一种投资方式,还是一种退出方式,因此存在着一定的差异。

图表九：募资成交量与上证成交量的相关性



从募资的成交量与上证成交量的相关性来看,近期的相关性较高,但整体的累计相关性不强,并且整体的相关性联动也不太紧密。

图表十：退出成交量与上证成交量的相关性



而退出的成交量与上证成交量的相关性较为紧密，但整体市场间的相关性并不高。

从以上分析不难看出，近两年一级市场和二级市场的相关性在不断增强，但仍受到经济周期的制约。如何躲避经济周期的制约，需要通过多层次资本市场的发展，通过市场间的互补性和不同的生命周期性来抵消或者延长整体的周期性。这是为何美国能长期牛市；为何目前国家加大各市场的扩容力度，提倡“双创”根源所在。

但日前已经到了经济周期变化的关键窗口，能否改变现状，延长成长周期，缩短衰退周期，需要大家齐心应对。

三、一级、二级市场紧密联动并互为因果

接下来，我们对样本数据用 Eviews 进行了进一步分析，在上证成交量的二阶平稳和募、投、退成交量一阶平稳的前提下进行了 granger 检验。（Price 代表上证指数，Vol 代表上证指数成交量，TZ 代表投资数量、BG 代表并购数量、MZ 代表募资数量，TC 代表退出数量）

不难看出，上证指数价格和募、投、退成交量不互为因果，而上证指数成交量在不同方面存在一定的因果关系，特别是募、投、退间的联动性很强并存在一定的因果关系。

图表十一：滞后二期的 granger 因果检验 1

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 11/04/15 Time: 14:02
Sample: 2004M01 2015M10
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
PRICE does not Granger Cause BG BG does not Granger Cause PRICE	137	0.01848 0.03578	0.9817 0.9649
TC does not Granger Cause BG BG does not Granger Cause TC	137	8.85375 9.90448	0.0002 0.0001
TZ does not Granger Cause BG BG does not Granger Cause TZ	137	4.15770 32.6729	0.0177 3.E-12
VOL does not Granger Cause BG BG does not Granger Cause VOL	137	1.18775 0.94772	0.3081 0.3902
MZ does not Granger Cause BG BG does not Granger Cause MZ	128	0.81593 6.00900	0.4446 0.0032
TC does not Granger Cause PRICE PRICE does not Granger Cause TC	140	0.30712 1.49939	0.7361 0.2270

从上图不难看出，退出数量与并购数量相互影响，投资数量与并购数量间并购对投资的影响较高；从下图不难看出，退出数量影响上证指数成交量、投资数量以及募资数量，上证指数成交量影响投资数量，投资数量影响募资数量。（EViews 的使用可参考其教程）

图表十二：滞后二期的 granger 因果检验 2

TZ does not Granger Cause PRICE PRICE does not Granger Cause TZ	140	0.28210 1.70139	0.7546 0.1863
VOL does not Granger Cause PRICE PRICE does not Granger Cause VOL	140	0.12010 2.96983	0.8869 0.0547
MZ does not Granger Cause PRICE PRICE does not Granger Cause MZ	128	0.29034 0.91623	0.7485 0.4027
TZ does not Granger Cause TC TC does not Granger Cause TZ	140	4.61248 11.2324	0.0115 3.E-05

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_15252

