

估值底政策底不靠谱 市场底才是黄金坑

邓飞

估值底、政策底、市场底，我们究竟该信谁？近期有朋友这样问我。我的回答是：“估值底政策底都不靠谱，市场底才是黄金坑！”

其实抄什么底，这和各人的交易习惯是有关系的。估值底只是对下跌空间的预期，这个预期可大可小，放在交易层面来说就是左侧交易；政策底往往是无从预测，其以迅雷不及掩耳之势瞬间筑底，博政策底这与期望买在最低点的赌徒心态无异；市场底则相对而言最安全，因为其需得到资金认同且事后可以验证，这也可以认为是常说的右侧交易。

2008年我就是抄估值底结果抄在山腰上了，唉……”朋友如是说，9月19日又抄政策底，结果地板下面有地窖！真到1664点，反而不敢抄了，你说我冤不冤。”

其实当年和他一样的投资者绝对不在少数，用在2008年金融危机那非常时期，抄双底未必好使，只有经过考验的市场底才胜算比较大。

A股这都跌了半年了，估值进入历史底部，你说要不要先抄点？”朋友接着问。你就拉倒吧，2008年那波抄底血的教训这么快就忘了，至少等双底再抄吧。炒股还是学学刘邦，抄双底怎么都比抄估值底安全，何况现在估值底的说法也未必站得住脚……”

不太靠谱的估值底

回想2008年那断崖式的下跌，成为多少投资者心中挥之不去的梦魇。

2008年8月底，当上证综指经历近两年的大起大落，再度跌回2400点附近时，市场上也和今时今日一样响起抄估值底的言论。

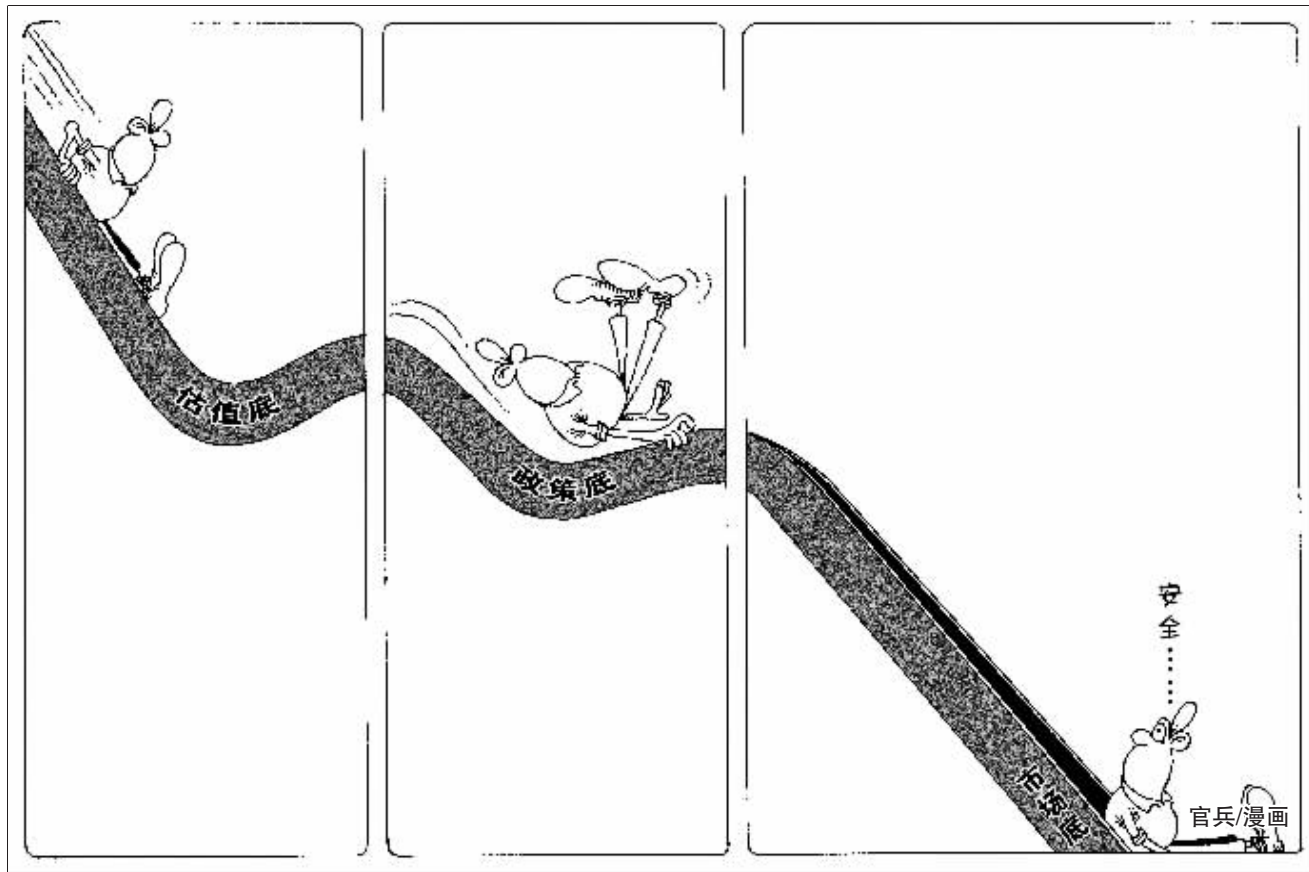
历史证明，估值底并不牢靠。因为市场对估值的预期可大可小，没有最低只有更低的残酷现实在2008年的极端行情下可谓演绎得淋漓尽致。

当时的看多派认为，经过10个月单边下挫，上证指数跌幅已高达60%，从统计数据来看，A股市盈率水平已经跌回17倍附近，进入历史估值底部。这一市盈率甚至已远低于2006年12月份上证指数同样处于2400点时近25倍的市盈率。但是有一组数据却被当时的看多派忽略了，那就是2008年8月底时A股算术平均股价仍然有8.51元，市净率达到2.74倍，这一数字显然高于2006年12月上证指数2400点时仅7.68元的算术平均股价及2.28倍的市净率。

进入9月份A股继续无量阴跌，短短13个交易日跌幅就高达20%，给了扛着抄估值底大旗的左侧交易者一记响亮的耳光，众多抄底者无奈在山腰站岗。历史证明，估值底并不牢靠。因为市场对估值的预期可大可小，没有最低只有更低的残酷现实在2008年的极端行情下可谓演绎得淋漓尽致。

我们将视线拉回现在，近期机构一致认可的估值底同样禁不起推敲。我们如果取2006年12月底、2008年8月底、2010年6月底与本周这四个节点来看，上证指数同样是处在2400点附近，现在的估值水平已经是同期最低，A股市盈率仅仅14.68倍，市净率也才2.33倍。有趣的是，现在的估值甚至低于去年2319点阶段性底部时的水平，离大底1664点的12.86倍的市盈率及2.01倍的市净率也相距不远，这也是机构们称现在的估值处于历史底部区域的底气所在。

不过依照历史经验，估值底并不可靠，何况这一数据还有很大水分。华林证券分析师胡宇就指出，A股的垄断行业贡献了大部分净利润，在不扣除垄断行业的利润贡献前提下，A股市盈率不足15倍。若扣除金融、石油石化和房地产行业对A股的利润贡献，最终得到A股整体市盈率仍为24倍。所以，要小心A股当前的低市盈率陷阱。有数据显示，在交易所分类的22个行业



中，仅金融、保险业，交通、运输仓储业，建筑业及采掘业4个行业市盈率低于15倍的平均水平，有13个行业市盈率超过24倍，综合类、电子业、社会服务业、农林牧渔业及信息技术业5个行业市盈率甚至超过30倍。

不得不提的是，近年来新股发行一直保持高市盈率。中小板市盈率已经从2008年底的不到16倍，猛增至近期的33倍高位；创业板市盈率虽然从上市初期的60倍回落，不过现在也还有42倍。值得注意的是，现在中证100及沪深300的整体市盈率已经低于2008年1664点的水平，但是在剔除这两个板块后，两市整体市盈率却接近1664点时的两倍。现在所谓历史估值底部区域的水分可见一斑。

另一方面，在中小盘股市盈率高企的同时，A股整体的平均股价也明显虚高。现在A股的算术平均股价高达15.34元，这与2008年8月底上证指数2400点时A股仅8.51元的平均股价相距甚远，当时众多低价股主导的格局已经完全沦为现在高价股狂欢的舞台。

数据显示，在交易所分类的22个行业中，仅金融、保险业及交通、运输仓储业平均股价未有明显提高，其他20个行业平均股价已经较三年前提高逾一倍，造纸、印刷业，食品饮料业，纺织服装业，电子业等7个行业平均股价甚至较三年前提高近两倍。显然A股股价泡沫同样需要引起警惕。

近半年来A股从3000点高位逐波回落，在估值不断向历史底部进发的同时，多家机构也在不断下调预期，没有最低只有更低的历史正在重演，现实是A股股价创新低继续弱势寻底。近日中资银行AH股全面倒挂，中信银行表现最为突出，其H股价格较A股竟有超过40%的折扣，加上中国的地方政府债务等问题，银行股股价依然有调整动力，这可能进一步打压银行股的估值水平不断刷新历史新低，并导致A股的低市盈率陷阱长期存在。

从中小板指数去年底才创出历史高点来看，现在中小板指数较去年7月初的低点仍溢价近25%。中小盘个股存在较大调整动力。另一方面近年涨幅较大的信息技术业、纺织服装业、生物医药业、食品饮料业等都积蓄了大量的获利盘，市盈率水平逼近高位，补跌预期可能进一步拖累大盘赶底。

扑朔迷离的政策底

在大家对估值底逐渐失去耐心的时候，扑朔迷离的政策底就会登上历史舞台。

本周三601军团（代码以601开头的A股股）轰动刺激权重股集体起舞，A股股价齐升重返2500点上方，再度引发市场对国家队进场护盘的猜想。不过周四在欧美股市重挫、资源税暂行条例修改等多重利空下，A股遭遇当头一棒，不但2500点得而复失，周三的涨幅更是被吞噬殆尽。随后百亿社保资金获准择机入市的消息似乎让投资者看到了政策底的曙光，不过市场表现并未如大家所预期的那样强烈。但是随

着近期A股股价创新低的低迷表现来看，现在投资者的情绪已经跌入谷底，加之中国水电发行在即，相关部门出台护盘政策重新激活市场的可能性确实存在。

遥想去去年6月29日，A股重挫逾4%，再度打破市场对估值底的期待，随后继续弱势探底，量能同样跌入谷底，投资者的情绪陷入冰点。同样在当时，农业银行顶着“全球第一大IPO”的光环高调回归A股，市场恐慌情绪蔓延。随后社保资金入市及货币政策适当调整的消息相继出炉，坚定了市场资金以政策筑底的信念。果不其然，仅三个交易日后，A股就在7月2日这天成功筑底，沪指确认了2319点的阶段性底部，并在随后的5个月时间中反弹至3186点的高位，区间涨幅达到近37%。

政策性救市一般都发生在市场极度低迷，有多重利空打击下的估值底部区域。有趣的是，近年来市场屡屡在弱势下重启大盘股发行，其往往成为压垮A股的最后一根稻草，奇就奇在社保资金入市和政策性救市举措也会在同一时间显山露水。

不过历史上同样有政策底部不成功的情况。2008年9月初，A股继续挖坑寻底下跌逾20%，估值底的言论不攻自破。在市场极度低迷下，管理层祭出了将印花税改为单边征收的政策工具护市，受此利好刺激沪深股市在2008年9月19日双双强势反弹，涨幅均超9%。A股两市个股全线接近涨停，政策救市之威历史罕见。次日两市继续高举高打，一口气反抽至30日均线附近，沪指再度大涨逾7.5%，深市也大涨4.4%，两市量能均创出调整以来天量。可惜好景不长，反弹仅维持到9月底即告失败，国庆后A股再下台阶继续弱势探底，直到当年10月28日才确认1664点的市场底。

不论此次政策底是否如期而至，至少我们从历史经验可以发现，政策性救市一般都发生在市场极度低迷，有多重利空打击下的估值底部区域。有趣的是，近年来市场屡屡在弱势下重启大盘股发行，其往往成为压垮A股的最后一根稻草，奇就奇在社保资金入市和政策性救市举措也会在同一时间显山露水。

久经考验的市场底

在抄估值底的左侧交易者和抢政策底的赌徒们相继倒下后，只有耐得住寂寞等待市场底确认后才参与的右侧交易者才能笑到最后。

2008年10月28日，沪指在早盘触及1664点后一路反弹，收盘站上1771点，远离最低点逾百点，但是当时敢于果断买进的投资者并不多，右侧

在抄估值底的左侧交易者和抢政策底的赌徒们相继倒下后，只有耐得住寂寞等待市场底确认后才参与的右侧交易者才能笑到最后。

交易者们仅仅会拿出少部分仓位试探性建仓，没有经受过考验的底部还不能完全称为市场底。在随后的8个交易日中，A股继续在低位徘徊，持续的换手有利多空交换筹码。

经历近一年断崖式的下跌后，A股在1700点附近展开横盘震荡，最终完成了对市场底的确认。在多空角色互换后，市场交易气氛逐步回升，加上政策呵护及长线资本入市等多方面因素刺激，2008年11月10日，沪深两市双双跳空高开收盘大涨逾6.5%，沪指也一举确立1664点的历史大底。在随后的三个月中，各方实力不断博弈完成最后的筹码互换，随着沪指突破2100点的政策底压制，一波气势如虹的小牛市拉开序幕。在不到一年的时间内，沪指震荡上扬一路冲上3478点，指数实现翻番。

去年的2319点严格来说并不能算是市场底，只能说是政策呵护的产物，随后的反弹造就了中小板指数的历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

三底合一才是众望所归

欧美债务危机，国内经济转型，货币政策收紧，地方债务及融资诟病等阴云密布于A股上空，此情此景与2008年何其相似。经过两年的调整之后，A股再度来到了估值底、政策底、市场底的三岔路口。有分析人士认为，2008年A股是用断崖式的下跌来缩短调整时间，而A股本轮调整持续近两年，是典型的用时间换空间，走势与2008年有异曲同工之妙。如果“三底合一”确认阶段性底部，不排除有超预期表现。

从历史情况来看，通常大盘筑底的过程要经历三个步骤，先是估值见底，随后是政策见底，最后才是真正的市场底来临。从本周三601军团护驾中国水电发行，及随后的社保资金获准择机入市的消息来看，市场似乎正在接近政策底部。但是在欧美债务危机愈演愈烈，CPI高企政策依然没有松动的不利环境下，“三底合一”短期内恐怕难以出现。的确，如果四季度通胀见顶，政策出现松动，则市场有望迎来反弹。但是反弹空间依然受制于欧美债务危机的演变及国内经济转型大背景下的经济下滑风险，单靠政策底改善流动性无法彻底扭转基本面局势。

那还是得等反弹吧，快进快出。现在股市的钱难赚啊……”朋友听完后无奈发着牢骚。看着他如泄了气的皮球，我调侃道：“冬天已快过去，春天还会远吗？”

（文中数据由证券时报网络数据部提供）

危机第三波与联刘抗曹

邵宇

局势在不断恶化的同时，也正在变得日益明朗，我们正处于危机第二阶段，并开始向第三阶段推进。危机的整个演化路径如同一部完整的三部曲，第一阶段是2008年的以美国次债危机为标志的私人部门资产负债表的崩溃，以及迅速去杠杆过程导致的突然死亡；仅两三年后，以欧洲债务危机、美国评级下降、中国地方融资平台等为代表的公共部门债务危机第二波凶猛袭来，反危机时迅速扩张的公共部门的资产负债表，在放缓的经济增长下不断遭各评级机构和市场质疑，并被对冲基金所攻击，这使得它们在经济增长和去债务杠杆之间更加难以寻找到结合点，进而不断陷于评级下降和国内政治混乱的漩涡中难以自拔。评级机构不是金融恐怖分子，他们只是说出了残酷的真相——全球资本市场的前方有熊一再出没。最新的坏消息是意大利的信用评级又挂了，还有不太给力的QE3变种冲击股权和大宗商品市场，欧债危机正在从边缘国家过渡到核心融化。这可能在10月触发泛欧银行业的全面崩溃甚至欧元解体，危机的第三阶段——现有货币体系的崩溃。

货币竞争和联刘抗曹

在发达经济体金融市场和实体经济下滑的趋势中，各个政府还在不断

中国中央银行就相当于美联储的一个大货币储备区分行，主要资产是由于外汇占款再投资获取的美国财政部债券，货币政策多年被劫持。中国及其民众在这场全球化游戏中，一直生存在“hard”模式下，这使得我们筹码最多，弹性更大。我们乐观地深信中国增长的故事不会戛然而止，要做的是扬弃而不是抛弃GDP锦标赛，我们需要一个地方竞争的升级版本。

的腾挪。止住欧洲债务危机恶性循环的关键，依旧是德国一统欧洲意志的强度和中国的援助力度。德国需要一个弱而不倒的欧元和听话的邻居们，目前这两者都还不能算合意。我们不妨将记忆闪回到1985年，广场协议签字的现场，那时美国压迫经济巨人、政治保偶的日本汇率升值，日元实际汇率一度上升100%。那其实是新一轮全球货币竞争的开始，欧洲各经济体，特别是德国肯定不寒而栗，当时的政治精英们决定迅速走两条路，一方面寻求两德统一，政治上力图完整。另一方面追求货币联盟和区域一体化，最终统一欧洲货币体系。这就使得德国把强大的制造能力和出口能力隐藏在欧洲整体的贸易平衡下。

很多都说希腊搭上了欧元区强国高信用等级低融资成本的便车，我们说德国则搭上了区域内贸易快速增长和货币低估的便车，这就避免了与美元的直接冲突。反观日本，则困于历史，始终无法走出区域一体化这关键一步，再加上货币宽松的泡沫和四小龙四小虎的竞争替代，最终落入高收入水平陷阱，经济陷于增长停滞。即便德国的普通民众不理解这其中的关键，政治精英们不会不明白。但这个年代，决策者都困于民粹和民族的短期压力，可能无法做出明智的决定。无论如何，德国必须马上行动，因为这场闹剧的尺度正在变得越来越无法控制。

另一方面，拥有最大外汇储备的中国无疑是欧元区的“病猪国家”们最好的金主。实际上中国真心上，从来也没有需要过，以后也不会需要到别的债务，不管它是美国、希腊还是意大利。中国也没有兴趣学日本当年那样疯狂地买下洛克菲勒中心，我们最迫切需要的是技术、专利、资源和品牌——别人不让买而已。欧美危机其实就是最好的机会，中国可以增援欧洲和欧元的“马其诺防线”，真正做一次负责任的全球利益攸关方。

（作者系东方证券首席策略师）

度来看，一个分崩离析的欧元只会进一步加强已高高在上的美元在国际货币体系中的话语权，形成美联储一手遮天和美元水淹七军的局面。联刘抗曹，驰援欧洲，维持货币竞争格局均势，直到自己做大，正是符合中国自身利益，在国际货币竞争格局中合纵连横的必然选择。所以中国应该在控制连带损失的同时，积极布局资源获取，以及国际经济和货币格局。在合适的时机，例如法国和意大利等来“跪求”时，该出手时就出手，别重蹈当年收购力拓失败的覆辙。现在正是用较低成本介入欧洲债务和资源的有利时机，这一战略举措，必将最大化中国国家利益和未来30年的持续成长空间。市场很清楚，即便包括中国在内的金砖国家也不可能完全顶起整个摇摇欲坠的欧洲多米诺牌牌债务体系，但也许只要用一点点巧劲扶住关键的那块就可以了，它也许是西班牙也可能是意大利、更可能是EFSF，但绝不会是希腊。

中国的逻辑

全球化以来，世界因美元的指挥棒划分为三个世界——消费国、资源国和生产国。消费国位于食物链顶端，印钞机就是救世主，消费主义大行其道，债多人不愁；资源国，例如中东拉美石油国，其实就是美元的殖民地，无产业基础，无权购买美国的生产性资产，富有而独裁，这些国家正在经历政治动荡和地缘混乱；生产国，特别是东亚新兴经济体，辛辛苦苦血汗工厂完成资本积累，养活消费国，在不断贬值的储备货币和日益高企的资源价格下，发展空间不断被挤压。多年以来，由于这种“分工”结构和中国的生产国地位，某种意义上说，中国中央银行就相当于美联储的一个大货币储备区分行，主要资产是由于外汇占款再投资获取的美国财政部债券，货币政策多年被劫持。

正是当下面临的全球性大危机，才是变革的最佳时间窗口，中国及其民众在这场全球化游戏中，一直生存在“hard”模式下，这使得我们筹码最多，弹性更大。我们乐观地深信中国增长的故事不会戛然而止，要做的是扬弃而不是抛弃GDP锦标赛，我们需要一个地方竞争的升级版本。在减速过弯，以质量换速度的前提下，逐渐换装新的三驾马车发动机——以深度城市化替代传统城市化，以超级城市群的建设为抓手，解决困扰多时的城乡一体化和现代化巨型城市管理问题；以人民币国际化替代一般贸易出口，即在人民币国际化方向下，在巨额外汇储备的保驾护航下，向亚太和其他地区输入工程、服务、商品、资本和货币；以大消费和消费

无论如何，德国必须马上行动，因为这场闹剧的尺度正在变得越来越无法控制。中国也没有兴趣学日本当年那样疯狂地买下洛克菲勒中心，我们最迫切需要的是技术、专利、资源和品牌。欧美危机其实是最好的机会，中国可以增援欧洲和欧元的“马其诺防线”，真正做一次负责任的全球利益攸关方。

升级替换消费不足。在更新了的投资、出口、消费三驾马车的基础上重启系统，这将是一个中长期可持续的向上趋势。

目前资本市场的困境不过是中国卡在新老经济（通货膨胀刚开始下降，高位盘整，实体经济速度放缓，企业利润下降）和政治（政府换届）周期上最突出的体现。是需要一些时间和耐心，我们预期在参赛运动员替换完毕以后，中国经济会在明年夏季前重新回到增长轨道。这个过程也为全球投资者提供了足够的蓄势空间和介入机会。金钱永不眠，只有能像巴菲特那样捕捉成长长看中国，像索罗斯那样对冲周期来看世界，才有机会赢。

（作者系东方证券首席策略师）