

从3000点到3000点：

上证综指这15年发生了什



陈嘉天

最近,A 股市场的标杆指数上证综指,再一次跌破 3000 点。上证综指早在 2007 年就曾经达到过 3000 点,之后十几年里在这一点位多次上下穿梭。因此,当上证综指再一次跌破 3000 点时,市场上许多投资者不免要问:为什么 15 年过去了,上证综指还在 3000 点? 股票这种资产,是不是不值得投资?

现在,我们选取两个时间点,来比较上证综指在 15 年的时间里,究竟发生了什么。由于上证综指很少正好停留在 3000 点,因此这里我们选择两个很接近的时间点:2007 年 3 月 13 日上证综指收于 2965 点,2022 年 4 月 28 日收于 2975 点。

上证综指没有增长吗?

在 2007 和 2022 年的这两个时间点,上证综指在 15 年的时间里只从 2965 点变动到 2975 点,上涨了 0.4%,似乎毫无变化。但是,在这样的表象之下,股票所代表的企业股权,仍然在真实地赚钱。但是,钱到哪里去了呢?其中的奥秘,在于上证综指估值的变动。

根据 Wind 资讯提供的数据(下同),在 2007 年 3 月 13 日,上证综指的 PE(市盈率)/PB(市净率)分别是 42.9 倍、3.8 倍,而到了 2022 年 4 月 28 日则分别是 11.5 倍、1.2 倍,在这 15.1 年里分别下降了 73.1%、67.5%,CAGR(年均变动)分别为-8.3%、-7.2%。同期,上证综指的股息率则从 0.6%上涨到 2.3%。

根据以上的价格和估值数据,我们不难计算出,在这 15 年里,上证综指所对应的净利润、净资产、股息,分别上涨了 272.7%、208.6%、269.6%,折合年均增长率分别为 9.1%、7.7%、9.0%。

由此可见,上证综指之所以在 15 年里,指数点位几乎没有上涨,背后的原因主要是因为估值下跌。如果单论上证综指内在的基本面增长,它的年化增长速度大约 8%~9%,可以称得上比较优秀的大类资产增长速度。

消失的4个百分点

但是,上证综指所代表的股票类资产,实际的内在价值增长速度,应该不止 8%~9%,而是在 12.4%左右。为什么应该是 12.4%呢?这 12.4%和 8%~9%之间大约有 4 个百分点的差额,这差额又跑到哪里了呢?就让我们来仔细分析。

首先,一个指数所代表的股票,长期的回报,应该约等于股票的净资产回报率(ROE)。那么,在 2007 年到 2022 年的 15 年里,上证综指的净资产回报率是多少呢?

此轮调整的支撑位在哪里?



桂浩明

本周,上证综指一度跌破 3000 点,最低触及 2864 点,后几日有所反弹,周五收报 3047 点。有观点认为,在 3000 点这个位置,股票估值普遍很低,很多股票还不到历史高位的 20%,属于严重超跌。应该说,基于历史数据的分析,认为现在 A 股估值不高,具有一些投资价值是有一定道理的。

上证综指 3000 点,这个点位被一些投资者视为“黄金坑”,但似乎愿意“跳”下去的人并不多。导致这种状况的出現有多方面的原因,其中上市公司估值的动态变化应是不可忽视的。

到 4 月底,上市公司 2021 年年报基本披露完毕,应该说相当数量的公

根据 Wind 资讯的数据,我们可以算出,从 2007 年 3 月 13 日到 2022 年 4 月 28 日,每年年底上证综指的 ROE。结果显示,在这段时间里,上证综指每年年底的 ROE 均值是 12.4%,由其导致的理论累计净资产增长速度的 CAGR 值也是 12.4%。

也就是说,上证综指在以上 15 年里,理论上会产生的净资产增长,是每年 12.4%,利润和股息也应该相去不远。但是,上证综指自己反映出来的净资产年均增速却是 7.7%,利润和股息则是 9.1%和 9.0%。那么,这之间相差的大约 4 个百分点,去哪了呢?

导致差异的3个原因

上证综指实际反映出来的内在增长速度,与根据 ROE 计算出的潜在增长速度,存在大约 4 个百分点的误差(对于净利润、净资产和股息,这个数字会稍有不同)。为了搞清楚这 4 个百分点的差额去哪了,我们需要思考 3 个原因:成份股的调整、新股的纳入、股息。这其中,后 2 个原因导致了这 4 个百分点的误差。

下面,就让我们来看看,可能导致这 4 个百分点消失的 3 个原因。

第一个原因,是指数的成份股构成。对于一些股票指数来说,成份股的构成并不是像人们通常以为的那样,完全根据各个股票的客观情况来制定。其实,对于不少股票指数来说,指数的编制者是可以调整成份股的。这种调整至少可以包含两个方面:成份股的具体构成,以及每个成份股的权重。

当股票指数的成份股构成和权重存在人为调整的空间时,股票指数就不再是一个机械的数字结果,而可能包含人的主观判断。

在实际投资中,我们会发现,一些股票指数会在股票火热时,把高估值的热门股调入指数或者增加权重,反之则会把低估值的冷门股踢出指数或者降低权重。毕竟,火热或者冰冷的行情,不仅会影响投资者,往往也会以相同的方式影响指数编制者。在这种主观判断之下,股票指数的长期基本面的增长速度,赶不上成份股财务报表反映出来的基本面增长速度,也就十分正常了。

但是,对于上证综指来说,这一现象却不存在。首先,上证综指是一个全市场指数,包含了所有股票,基本上不存在对指数的选择问题。其次,上证综指又是一个以股票总市值为加权因子的指数,因此也不存在成份股权重被人调整为的问题。因此,成份股调整,并不是导致 4 个百分点消失的原因。

吃掉上证综指 4 个百分点主要来自第二个原因:新设计入指数的时间。在 2020 年以前的很长时间内,新股会从第 11 个交易日开始计入上证综指。A 股有炒新股的传统,许多新股上市之后前十几个交易日都是涨停状态,之后则慢慢下跌,因此这个“第 11 个交易日起新设计入上证综指”的规定,对于上证综指来说非常不利。

上证综指相关数据一览（数据来源：Wind资讯）									
	上证综指全收益	上证综指	PE	PB	股息率	盈利	净资产	股息	ROE
2007/3/13	/	2965	42.9	3.8	0.6%	69	773	19	
2007/12/31	/	5262	47.2	6.5	0.3%	112	810	18	13.8%
2008/12/31	/	1821	13.9	2.1	2.2%	131	875	40	15.0%
2009/12/31	/	3277	30.6	3.4	1.2%	107	976	40	11.0%
2010/12/31	/	2808	16.7	2.4	1.4%	168	1169	40	14.4%
2011/12/31	/	2199	11.0	1.7	2.2%	199	1268	48	15.7%
2012/12/31	/	2269	11.7	1.6	2.5%	193	1413	56	13.7%
2013/12/31	/	2116	9.7	1.3	3.0%	219	1577	63	13.9%
2014/12/31	/	3235	14.2	1.9	2.0%	228	1691	66	13.5%
2015/12/31	/	3539	16.5	1.9	1.7%	215	1867	61	11.5%
2016/12/31	/	3104	15.8	1.6	1.8%	197	1947	56	10.1%
2017/12/31	/	3307	15.6	1.7	1.8%	211	1972	61	10.7%
2018/12/31	/	2494	11.0	1.2	2.7%	227	2011	67	11.3%
2019/12/31	/	3050	13.1	1.4	2.2%	233	2167	67	10.7%
2020/12/31	3484	3473	16.1	1.5	2.0%	216	2255	70	9.6%
2021/12/31	3729	3640	13.9	1.5	2.0%	262	2362	72	11.1%
2022/4/28	3049	2975	11.5	1.2	2.3%	258	2385	69	/
累计变动	/	+0.4%	-73.1%	-67.5%	/	+272.7%	+208.6%	+269.6%	/
复合平均增长率	/		-8.3%	-7.2%	/	+9.1%	+7.7%	+9.0%	+12.4%



图虫创意/供图 彭春霞/制图

有鉴于此,上证综指在 2020 年进行了改革,规定新股从上市以后 3 个月到 12 个月的时间,方可计入指数。因此,第二个原因将来对上证综指的负面影响,会慢慢消失。

造成上证综指成份股实际财务回报率 and 指数长期基本面增长之间 4 个百分点的缺口的第三个原因,则来自股息。

上证综指采用了我们常见的股票指数编制方法,并不包含股息和股息再投资带来的收益。在以上 15 年的时间段里,在每个年度的年底,上证综指的股息率均值为 1.9%。这 1.9%是由企业的 ROE 所产生,并且分配给股东的利润,但是并不包含在上证综指里。

有鉴于此,上证综指的编制者从 2020 年开始,新发布了上证综指全收益指数:它等于上证综指加上股息。在 2021 年年度(从 2020 年 12 月 31 日到 2021 年 12 月 31 日),上证综指全收益指数的表现比上证综指好了 2.2%。而这 2.2%,正是上证综指“消失的 4 个百分点”中,非常重要的一部分。

相信未来

以上,就是关于上证综指为什么在长达 15 年的时间里,一直在 3000 点附近的详细分析。从中,我们可以得到三个结论。

第一,上证综指之所以在 15 年里一直在 3000 点附近,并不是因为指数的基

本面不增长,而是因为估值下跌抵消了基本面增长。这个估值的下跌幅度非常巨大(60%左右),导致其实比较优秀的基本面增长,被估值下跌完全掩盖。

第二,无数成熟市场股市的经验告诉我们,估值的下跌是有尽头的,但是随着人类科技的发展,基本面的增长却没有尽头。一旦上证综指的估值停止下跌,甚至开始上涨,投资者会看到一个和这 15 年截然不同的上证综指。

第三,上证综指过去反映出来的基本面增长,大约在 8%到 9%之间,但是这并不是期间上证综指所包含的成份股的真实基本面增长。其成份股的真实基本面增长,大概在 12.4%左右。当然,未来随着中国经济越来越发达、经济增速中枢下行,这个数字会略有下降。)造成这种差额的原因,主要来自上证综指业已被更改了的新股编制方法,和不包含股息的制度设计。对于勤奋的上证综指投资者来说,他们完全可以在这 15 年中,取得 12.4%左右,而不是 8%到 9%的年均增长率。

由此,投资者可以看到,在采取了正确的方法以后,股票仍然是基本面增长非常快的资产。我们切莫因为看到“上证综指在 15 年里还在 3000 点”,不去详细地分析背后真正发生的事情,就以为股票不值得投资。话说回来,要是股票确实不是一种好投资,那巴菲特一生万倍的投资业绩,又是从何而来的呢?

(作者系九圖青泉科技首席投資官)

进一步说,股市要获得有效的支撑,并不是简单地找几个指数,再配合一些历史数据来做一些验证就可以的。因为即便是 3000 点这样的重要点位,在不同时期,其所对应的股票估值以及市场规模,都是不同的,因此它所发出的市场信号,也是不一样的。现在市场要找寻到有效的支撑位,不是看指数跌到什么位置,而是要看宏观环境的改善程度与动态估值是否合理。

3 月中旬,国务院金融委开会,出台了一系列稳增长、稳市场的措施,这被认为是宏观环境改善的重要信号,因此也就有人将其看作是股市出现“政策底”的标志。但是,此时的市场显然还没有经历“戴维斯双杀”的考验,这样就形不成不了市场底。而现在,随着 2021 年年报以及 2022 年一季报的公布,相关信息会比较透明,在这基础上市场进一步调整,由此逐渐稳定下来,到这个时候也就是找到了支撑。进入 5 月,投资者多半会基本上能够看清楚此轮调整行情的支撑位在哪里。

3000点失而复得带给我们的投资启示

陈楚

本周 A 股市场可谓跌宕起伏,最惊心动魄的是周一上证综指跌破 3000 点,周二指数继续下探跌破 2900 点,而周五又收复 3000 点大关。围绕 3000 点的上下起伏,A 股市场波动的背后,是各种投资理念、市场情绪、人性的展露,认真复盘本周 A 股市场的走势以及我们自己内心在市场面前的波动轨迹,对今后的投资,不仅必要,而且大有裨益。

为什么跌破3000点后悲观异常?

本周一,A 股跌破 3000 点,周二继续跌破 2900 点,无论是去年涨上天的赛道股,还是低估值的蓝筹股,在大盘洞穿 3000 点过程中,股价齐齐下跌,市场情绪悲观异常,甚至有市场人士喊出上证综指要跌破 2700 点,其主要的逻辑,无非是以下几个:1.美联储进入加息周期,对全球资产价格的上涨形成压力;2.俄乌战争暂时看不到缓和迹象,对全球国际金融市场都带来不确定性;3.全球通胀时代来临,通胀无牛市的观点可谓深入人心;4.中国经济下行压力加大,加上部分产业链物流链的畅通面临压力,使得这种担忧有所升温。

任何时候,对股票市场乐观或者悲观的理由总会有一大堆,尤其是在经济下行压力加大的时候,这种悲观情绪甚至会带来“基民赎回-基金卖股票导致对赎回-股指进一步下跌”的恶性循环,市场信心极度低迷。

今年以来,A 股市场赛道股跌跌不休,但即便动辄跌了三四成,如果后续企业盈利不理想,整体上估值还是偏贵。而传统的银行、地产、钢铁、化工等周期性行业,反弹的逻辑主要是基建预期,但谁都知道,这些传统板块本质上还是估值均衡回归,不大可能有系统性行情。旧经济的股票不大可能有反转,新经济的股票又太贵,在 A 股市场本周一和周二的接连下跌中,投资者很容易放大市场的悲观情绪,对乐观因素视而不见。尽管无数历史告诉我们,在市场极度悲观的时候需要保持理性,甚至逢低买入,因为这是千载难逢的捡便宜货的绝佳时机。但遗憾的是,市场真正进入底部区域甚至底部的时候,能够克服人性中固有恐惧的人,是少之又少的。投资本质上是一件反人性的事情,但能够做到反人性者,绝对是凤毛麟角,要不然,A 股市场根本不可能有大部分投资者亏损的现象发生。

从中长期的视角来看,相信大部分投资者都深信不疑:3000 点以下是 A 股极具投资性价比的区间,遗憾的是,谁都想抄底,谁都不想忍受短期的亏损,谁都想捡最大的便宜,于是乎,在 A 股市场 3000 点之下,本来是乐观,至少是要开始乐观的时期,反而市场情绪变得悲观起来。

只能用一句话来形容,很多时候,是投资者自己把自己吓趴下了。

我们到底该如何从反思中获取成长性?

作为投资者,我们都喜欢成长股,但成长股不是每个人都抓得住的,成长股最喜欢的投资者,是具备成长性思维的人。每一次股市的大底,最喜欢的抄底者,也是具备成长性思维的投资者!当 A 股市场跌破 3000 点甚至 2900 点的时候,我们看到,大部分的投资者仍然陷入恐惧性的情绪当中,市场在不断强化利空因素,而在此之前,大部分的投资者都希望 A 股市场跌破 3000 点后,自己一定会抓住这个难得的机会,成为成功抄底的人。当机会真正到来的时候,为什么我们反而深陷恐惧而不敢出手呢?

虽然我们平常将“做投资一定要保持独立思考能力”这样的话挂在嘴边,但当市场陷入恐惧的羊群效应时,扪心自问:我们保持独立思考能力了吗?我们是否逆着悲观情绪思考一下乐观的因素?比如政策面在不断释放利好,相当数量的股票跌到了历史估值底部区域,有些业绩增长不错的股票创下了近几年的新低,公募基金等机构投资者在底部逐步买入,一些久经沙场的投资者在逆势买入,等等。独立思考的两个最典型特征,一是当市场极度乐观的时候,我们应该保持一定的警惕;二是当市场一片哀嚎的时候,我们是否反其道而行之,看到了积极的因素?

而要保持这种独立思考能力,我们还是要回到一个非常朴素的投资大道:敬畏常识!常识就是股票市场的每一次大的历史性抄底机会,一定是大部分投资者极度恐惧的时候,每一次历史大顶的时候,一定是市场高度亢奋时!太阳底下没有新鲜事,常识就是股票的估值非常便宜了,而业绩增长还不差的时候,就是投资机会,即便历史上一战、二战发生时,真正的股市大底,都不是战争结束的时候,而是战争中和后期,而这个时候,一定是市场情绪陷入冰点的时候。

要在这种市场情绪冰点的时候敢于买入,这就需要我们具备另一种能力,就是大局观。对于 A 股市场而言,真正的大局观,就是中国经济不会停止增长的步伐,中国作为全球第二大经济体,仍然是全球最具活力和增长前景的重要经济体。我们要相信中国经济。如果有这个大局观,当 A 股市场跌破 3000 点的时候,我们就会任由悲观情绪肆意蔓延,对潜滋暗长的投资机会视而不见。

谁也无法保证,A 股市场本周五重上 3000 点,也就是 3000 点失而复得之后,未来不会再探底 3000 点,我们也没有必要因为 A 股市场从 2900 点之下连拉三根阳线就一下子变得极度乐观起来,这都是不理性的思想和行为,但从这次 3000 点的上下波动,每一位投资者,都一定会有太多的感触,无论你的仓位多少,无论你是否盈利,保持持续的思考,尤其是反思能力,提升我们的思维成长性,是我们作为 A 股投资者,最应该培养的素质和能力。