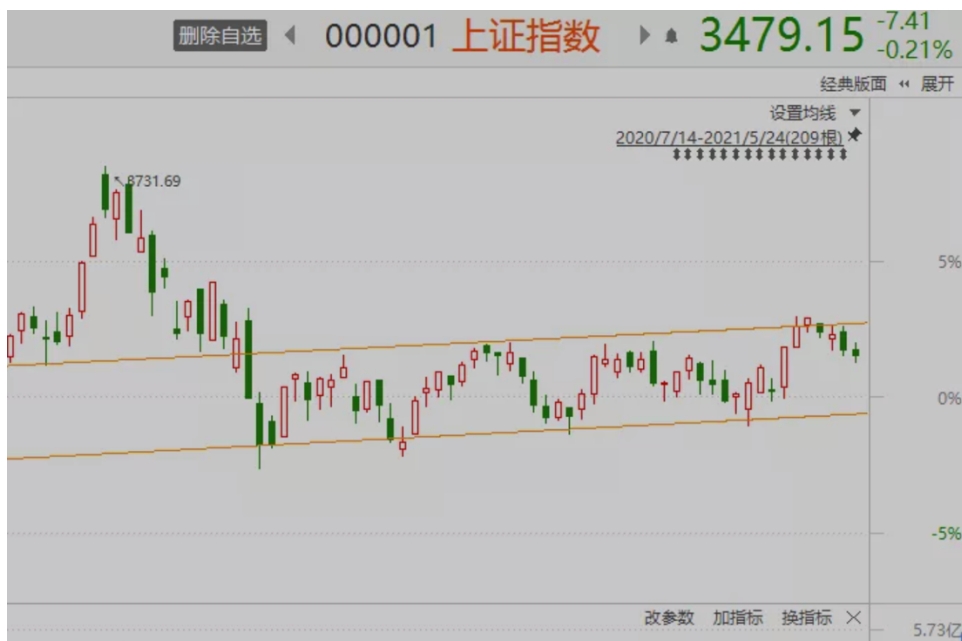


聊一聊下半年的行情

下面是上证指数近几个月的走势：



看起来好像又重新进入了震荡市。涨到 3500 点左右就涨不动了，要下跌。跌到 3300 左右又跌不动了，就要反弹。

这种走势从 3 月到现在已经两个多月了，这是标准的震荡行情走势。

01 | 今年会一直震荡吗？

都说今年是基金的小年，那么下半年会继续这样一直震荡下去吗？

我整理了一下 A 股历史上每年的点位：

年份	上证指数点位			沪深 300 指数点位		
	最低点	最局点	最高点/最低点	最低点	最局点	最高点/最低点
2005 年	998.23	1328.53	33.09%	807.78	1059.48	31.16%
2006 年	1161.91	2698.90	132.28%	926.41	2052.86	121.59%
2007 年	2541.53	6124.04	140.96%	2030.76	5891.72	190.12%
2008 年	1664.93	5522.78	231.71%	1606.73	5756.92	258.30%
2009 年	1844.09	3478.01	88.60%	1837.84	3803.06	106.93%
2010 年	2319.74	3306.75	42.55%	2462.20	3597.75	46.12%
2011 年	2134.02	3067.46	43.74%	2267.11	3380.53	49.11%
2012 年	1949.46	2478.38	27.13%	2102.14	2717.83	29.29%
2013 年	1849.65	2444.80	32.18%	2023.17	2791.30	37.97%
2014 年	1974.38	3239.36	64.07%	2077.76	3542.34	70.49%
2015 年	2850.71	5178.19	81.65%	2952.01	5380.43	82.26%
2016 年	2638.30	3538.69	34.13%	2821.21	3726.24	32.08%
2017 年	3016.53	3450.49	14.39%	3264.21	4260.64	30.53%
2018 年	2449.20	3587.03	46.46%	2964.88	4403.34	48.52%
2019 年	2440.91	3288.45	34.72%	2935.83	4126.09	40.54%

2020 年	2646.80	3474.92	31.29%	3503.19	5215.62	48.88%
2021 年	3328.31	3731.69	12.12%	4883.66	5930.91	21.44%

就目前看，今年上证指数的波动只有 12.12%，沪深 300 的波动只有 21.44%，都是历史最低。

那这种小波动，会一直保持下去吗？我觉得，不要被短期几个月的震荡给迷惑了。

从历史上看，不管是上证指数还是沪深 300，从 2005 年到 2020 年，16 年间，如果用每年当中的最高点和最低点相比，最高点大部分都比最低点高出 30% 以上

过去 16 年，上证指数波动最小的 2017 年是 14.39%，第 2 小的是 2012 年 27.13%。沪深 300 指数波动最小的是 2012 年 29.29%，第 2 小的是 2017 年 30.53%

总之大部分年份，要么暴涨，要么暴跌波动都非常大。要么像 2020 年，又有大涨又有大跌，但从来都不是什么震荡市。

现在的震荡，只是阶段的表现而已，未来大概率还是会以暴涨或者暴跌收尾的。

大家现在关心的是，震荡结束后，到底是会上涨，还是下跌？

定投君注：我们投资基金的本质，就是承担着每年 30% 以上的波动，最后获取年化 10-15% 的收益率。很多人只看到收益高，但都没想过承受的波动其实更大，远大于最终的收益。这也是很多人想要高抛低吸的原因，如果成功，最终的收益将会远大于无脑持有。

02 | 上涨和下跌的原因

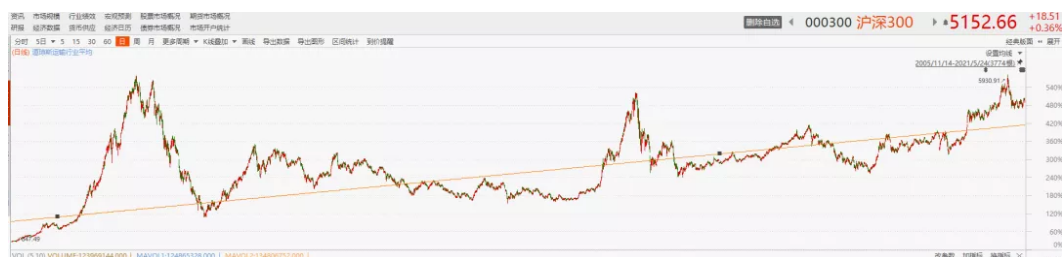
是什么在影响股票的上涨和下跌呢？长期市场走势其实是可以由一个公式来预测

股价 = 净利润 * PE 估值

1. 要么就是估值保持不变，净利润上升推动股市上涨。

但企业利润的变化是缓慢的，3 个月更新一次季报，一年更新一次年报。通常而言，对一家企业而言，上个月和下个月基本上是不会有变化的。

所以净利润对股价的影响是缓慢和长期的，体现到走势上：



2005 年，沪深 300 最低 800 多点，2009 年最低点 1600 多，2014 年 2400 多点，到了 2019 年，3000 点就已经是最低点了。

随着时间的推移，最低点位在不断的抬高，这就是企业盈利在托底。

2. 要么者净利润不变，估值上升，推动股价上涨

相比净利润的缓慢变动，估值的变化就激烈多了。像去年受疫情影响，大多数企业的利润增速并不高甚至是下降的。但去年的行情依然很好，核心的原因是央行放水，推动估值上升，使得行情上涨。

而大部分熊市，实际上都不是因为上市公司的整体利润下滑了，因为全部上市公司的净利润通常是只上升而很少下降。即使是在熊市，可能一年下来，整体利润还是提高的。

在下跌行情，或者熊市的时候，股市下跌，大部分时候都是估值下降导致的

3. 我再小结一下，行情由净利润和估值两个因素决定

净利润的变化较慢，是按年来变化，而且通常是只上升不下降

而估值的变化较快，可能短期就会有很快的上升或下降。

03 | 今年的情况

那么今年行情和往年最大的不同，就是企业盈利上升和估值下降的矛盾。

1. 我们先看企业盈利

我们都知道，去年（2020 年）因为疫情的影响，经济并不好，2020 年 GDP 增速仅 2.3%。特别是去年一季度，武汉封城，全国抗疫，影响最大。

而今年，是经济全面复苏的一年，一季度 GDP 增速高达 18.3%，2021 年 GDP 增速普遍预测大于 8%，远远好于 2020 年。

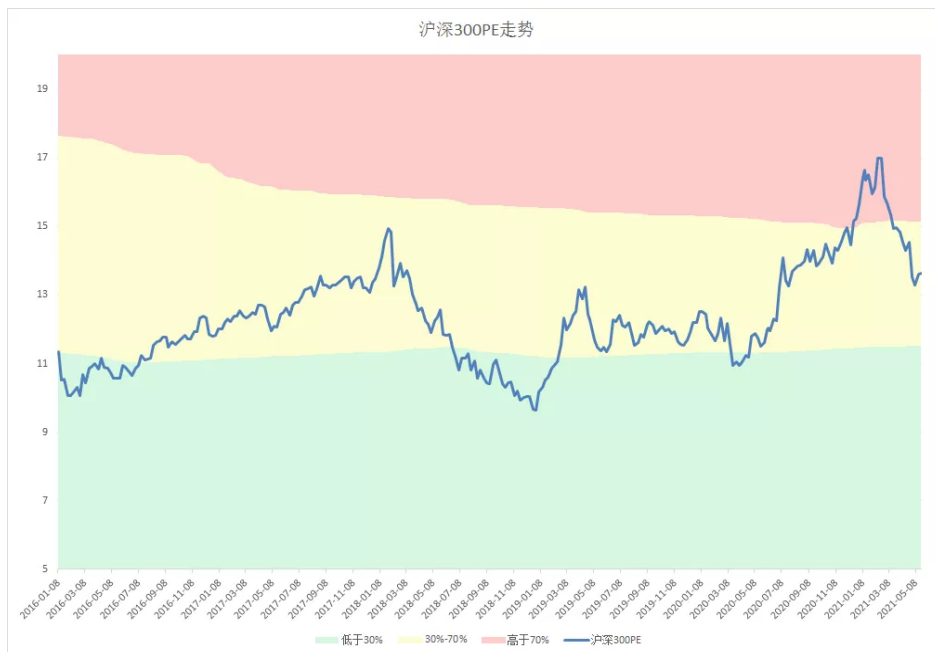
那么在股市里又是怎么体现的呢？



在去年年底的时候，因为上市公司年报还没发布，所以我们在统计上市公司净利润时，实际上统计的是 2019 年 4 季度到 2020 年 3 季度的净利润。

2020 年报和 2021 年一季报都在今年 4 月份披露完毕了，所以我们现在看到的净利润，其实是 2020 年 2 季度到 2021 年一季度的净利润。

而 2021 年一季度的利润，是远远好于 2020 年一季度的利润



随着年报/一季报的披露，体现到估值上，就是明明这几个月，沪深 300 就是震荡，并没怎么跌，但 PE 却大跳水。

PE 走势和行情走势完全背离，归根结底就是因为上市公司净利润的增长。

如果看下半年，毫无疑问今年会大幅好于去年，随着时间推移，估值水平还会继续大幅下降。特别去年 2 季度，GDP 增速只有 3.2%，今年肯定会继续大幅增长。

2. 再看估值

理论上，如果估值不变，企业利润上升，股市应该涨。

但现实里，就是没法保证估值不变。

事实上，今年估值下降的压力还挺大。

因为去年疫情，为了提振经济，央行放水，资金很多都涌入股市，导致估值提高。

去年上市公司的盈利增长不大，但行情却很好，估值提高就是主要原因。

但是今年经济复苏，加上去年放水严重，导致今年的通胀升高，为了控制通胀，就不能再继续放水了，否则有可能导致严重的通货膨胀。在流动性收缩，资金紧张，就有可能导致估值的下降。

3. 再看这个公式

股价 = 净利润 * PE 估值

所以今年行情怎么走，就是净利润上升和估值下降，这两个要素之间，谁能压倒谁。

希望上涨的人，是看到了净利润上升

担心下跌的人，是担心流动性收缩，导致估值下降，股市下跌

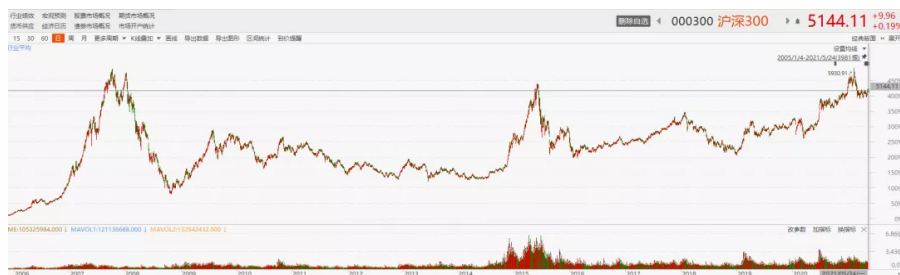
目前市场还没有达成共识，所以就这样起起落落，震荡着。

但不可能一直这么震荡的，就像我们前面说的，A 股的本质是暴涨暴跌，而非震荡。选择方向是早晚的事，不确定的只是时间。

04 | 我们现在的位置

聊完了基本概念，在聊行情前，我想再说下现在的估值。

从点位上看，当前沪深 300 指数并不算低



目前的点位接近 2007 年和 2015 年的高点，很多人说现在已经处于高估了。

但点位只是点位，如果点位高就是高估，那美股相比 2007 年都涨 2 倍多了，早就该崩盘了，可到现在还很坚挺。

只看点位说高低，就像刻舟求剑一样。2007 年中国 GDP27 万亿，2020 年 GDP101 万亿；2007 年北京平均房价一万出头，现在平均七八万，都是翻了几倍上涨。十几年来宏观经济，上市公司盈利都有了天翻地覆的变化。

所以只看点位并不正确，衡量是否高估，更客观的指标应该是 PE。



同样是 5000 点出头，2007 年的时候，PE 高达 40 倍以上，2015 年的时候，PE 最高 18.25 倍，而现在的 PE 只有 13.63 倍。

虽然点位差不多，但是估值水平却是在不断下降的，完全不是一码事。

而如果看 PE 走势图，我们可以很明显看出，现在这个位置，就处于可上可下的位置。

说不上高估，因为历史上估值可以比现在高非常多，而且 13.63 倍从绝对估值上看，也确实不高。

但也没法说低估，毕竟过去两年涨了那么多，也是事实。

05 | 未来可能的行情走势

在这种不上不下的位置，未来行情会怎么样呢？

我很少聊行情，因为很多人其实不希望看分析，而是希望能直接给出一个判断，告诉他们未来是会涨会跌，而这是我做不到的事。

我并没能力去预测涨跌，只能分析下有可能出现的情形，制定策略，当未来市场真的按照某一种情形去演绎的时候，应该如何应对。

理解我的意思，不是预测，而是分析可能，未来根据不同的情况进行应对。

未来其实就是三种可能

第一种情形，今年不涨

前面已经分析过了，随着经济复苏，估值会随着定期报告的披露，不断下降。

我个人预测，如果一整年都不涨，等到 2021 年年报披露结束之后（明年 4 月），沪深 300 的估值甚至有可能重回绿色低估区间。

在当前存款大搬家的背景下，进入绿色区间，其实就已经有非常大的投资价值了。今年小年，那明年就很有可能是个大年。

这就是以时间换空间，无招胜有招必胜的傻办法。随着时间推移，指数估值慢慢下降，酝酿下一波行情。

第二种情形，下跌

可能很多人最担心的就是怕下跌，而我正好相反，如果真的下跌，可能是最好的情形。

因为去年二季度 GDP 增速仅 3.2%，受疫情影响严重，今年肯定会大幅好于去年。等今年半年报公布之后（8 月，还有 2 个多月，时间并不长），沪深 300 的 PE 还会有一次大幅下降。

而如果同期再来一波大跌，不需要多，只要上证指数跌到 3000 点，大概 15-20% 的跌幅，全市场的估值必然会重新回到去年 2700 以下的绝对低估水平。

所以在我的理解里，最极端的风险，就是 15-20% 的下跌，如果真的跌了这么多，毫无疑问，机会就又来了，又到了劝你不要定投，而是要大笔买入的时候。

但要知道去年可是全球疫情，一片悲观绝望的背景下才跌到 2700 的估值。今年不管是从情绪，还是经济都是远强于去年的。

所以指望跌到 3000 的难度很大，我猜如果能跌到 3200，10% 的跌幅，可能就会有很多价值投资者入场抄底了。

第三种情形，立刻上涨

今年如果还继续涨，现在已经重仓基金的肯定是赚的盆满钵满。

但是，要知道 2019 年和 2020 年，A 股已经连续涨了 2 年。今年之所以很多机构预测今年是小年，而不是熊市，归根结底是因为预测今年利润提高，会把估值从高估给打到合理估值去。

要知道股市不会真的就那么容易一路突突突涨到天上去，本质上要么靠企业利润增长，要么靠估值提升。

而今年复苏明年肯定是不可持续的，明年的经济增速会下滑，如果涨多了，又导致估值进一步提高，那明年就尴尬了。

明年的情况就是股市连续大涨 3 年，估值高高在上，企业盈利增速下降。

不管是净利润还是估值，都很难推动行情进一步上涨（除非真的快牛，涨到泡沫去）

大涨 3 年后，明年就不一定仅仅是小年，甚至又可能变熊了。

06 | 小结

1. 股价 = 利润 * 估值
2. 2020 年是利润不增长，估值推动行情上涨
3. 2021 年是利润大幅上升，估值有下降压力
4. 如果今年不涨，就是时间消化估值，明年机会变大
5. 如果今年下跌 10-20%（别指望重回 2700 了，做梦呢），大概率是抄底的良机
6. 如果今年大涨，那明年的压力就会很大。
7. 站在我的角度，我更希望是今年来个大跌，让我养鸡场 3 号有机会快速满仓。如果没大跌，震荡一年，让我慢慢买到满仓也行。最好是别涨，否则明年就被动了。