

A 股真到了历史估值底部、能抄大底的时候么？

2018.12

作者----微博：期货_操作手

微信公众平台：京城操盘手；微信号：jingchengcaopanshou

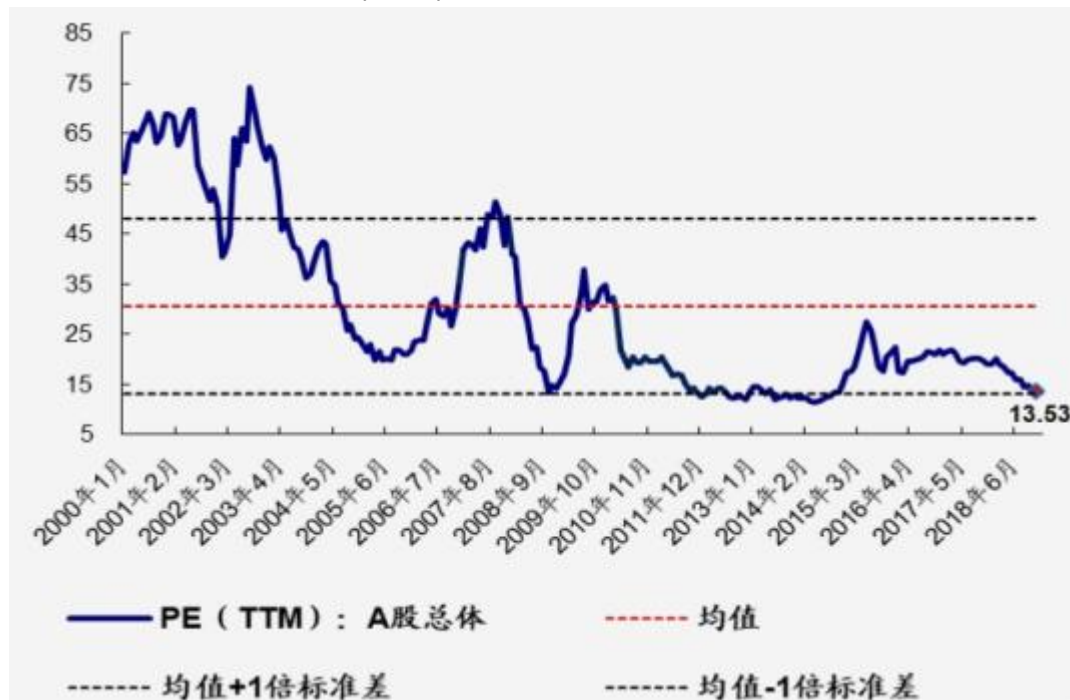
这几个月，无论是官媒财经，还是券商研究，或网络舆论，都是铺天盖地强调“A 股已经跌到了长期的估值低位，具备了长期投资的价值，可以大抄底了”。

一、历史对比看，当前 A 股的估值已经跌到了历史的低位附近

从 2000 年来，A 股的熊市低点有三次，分别是在 2005 年、2008 年和 2013-2014 年，截至到 2018 年底，A 股的估值已经距离前三次的估值底部不远。

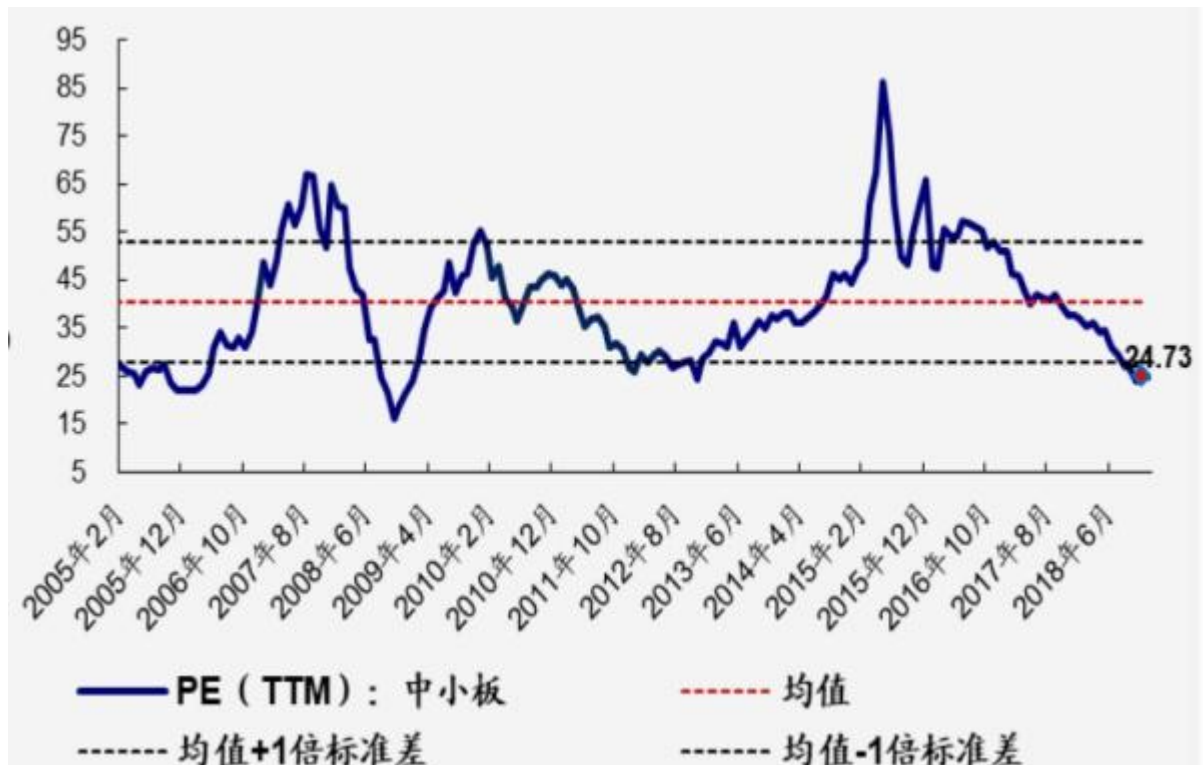
对于整体的 A 股而言，2005 年 A 股最低的估值是 19 倍，2008 年是 14 倍，2014 年是 12 倍，当前是在 13 倍附近，离 A 股最低的估值已经很近了。

图：A 股整体的 PE（TTM），当前已经接近估值的最低附近



中小板而言，2005 年的最低估值是 21 倍，2008 年的最低估值是 15 倍，2013 年的最低估值是 24 倍，现在的估值 24 倍，接近 2005 年和 2008 年的估值低位，不过比 2008 年的估值低位，仍然大许多。

图：中小板的 PE（TTM）



由于创业板的上市时间短，缺乏参考性，就不对比创业板了，综合而言，目前 A 股市场的总体估值已经可比于历史上几个大底，与几个估值的大底，相距比较近。

二、A 股的基本面已出现了重大的改变，毛衣占的出现和政治的变化，经济增速的不断创新低，这是过去没有出现过的重大变化，导致不能继续沿用旧有的惯性思维，估值很可能创新低，还有较大的下跌空间

如果当前的经济环境和国际环境，和前几次熊市类似的话，是可以拿历史的低估值水平，来作为当前是否低估值的判断，不过历史做对比的话，前提条件是需要当时的历史环境要类似，才具有可比性，但是当前的经济环境和政治环境已经大不相同，不能再刻舟求剑。我们分析如下：

第一、今年毛衣占的首次出现，改变了我国外部的经济环境，过去依靠全球经济红利享受的经济高速增长，必然遭遇挫折，将会影响到中国未来二三十年的进程，这是 A 股成立以来所没有的基本面的重大变化，会产生多米诺骨牌效应

四十年来，推动我国经济高速发展的力量，无法就是改革开放，一靠改革，二靠融入世界，以抑制苏联，中美关系成为合作伙伴，我国加入到美国为主导的全球经济秩序，特别是 2001 年加入 WTO，发达国家的制造业向我国转移，推动了我国经济的高速发展，我国也从一个收入贫穷的国家，发展成为中等收入的国家。

不过这种情况在今年出现了改变，美国正式将中国列为主要的竞争对手，甚至想联合俄罗斯，拖垮中国，今年快速推出了毛衣占，速度超预期，而且毛衣占还不断升级，升级的速度也大幅超出预

期，形势恶化，虽然当前的毛衣占暂时出现缓和，但那不是毛衣占停战，因为美国继续对进口中国的500亿美元商品加征25%的关税，对2000亿美元加征10%的关税，这并没改变，也不会改变，只是“对2000亿美元的加征关税10%，升级到25%”，向后推迟了3个月而已，而推迟了3个月，还是以“中国答应超大规模地进口美国产品”和“马上大量进口美国农产品”为条件的。

目前看，中国已经开始落实在G20会议上答应进口美国产品和农业产品的承诺，而且还超预期地实施了“对原产美国的汽车及零部件暂停加征关税3个月”，一切都是中国不希望打毛衣占，也不希望毛衣占升级，但是面对中国的步步示好，美国那边并没有做出任何的正面反馈。而且不仅如此，美国还让加拿大扣押了华为的孟晚舟，中国又反过来扣押了几个加拿大公民，已经实施的毛衣占政策肯定会继续，只是毛衣占能否升级的问题，目前看，是很不确定的，预计挺难。

在和美国的毛衣占中，中国的劣势很多，无论在经济、科技、政治、国际关系和军事等方面，中国显然都落后美国一大截，特别是关键的核心技术几乎都在美国，这是致命的咽喉，而且中国已经没有底牌，美国的底牌还有很多，除了用25%关税大招，迫使世界工厂迁出中国外之外，美国人的底牌还有：全面技术禁运、国际金融交易限制、大规模限制中国留学生，以及大规模调查敏感和重要技术领域的华裔技术人员、工程师、科学家，还有联合欧洲和加拿大墨西哥，联合制裁我国，甚至考虑作废《中美三个联合公报》“历史文件”，恢复承认台湾等等。

中美的毛衣占是中国崛起过程中无法逃避的挑战，这不是特朗普一个人拍脑袋拍出的，而是美国国策的改变，即便将来特朗普下台，美国仍然会继续对中国实施毛衣占，毛衣占对中国的经济影响，绝非许多人所认为的“仅仅2500亿美元的出口，占中国GDP的比例很低”，而是多米诺骨牌效应，其中一个点，就是加速中国制造业的向外转移，中低端产业向东南亚和印度转移，高端产业向美国转移，中国腹背受敌，产业全面衰退，失业率暴增，连锁反应。今年下半年我国经济已经显著受到负面影响，经济增速从6.9%，快速下滑到6.3%，所以12月开始，我国政府不再口头上强硬，而是开始服软，主动妥协。

我国的外部环境压力较大，中美贸易战是A股成立以来没有的，外部有一股强大的势力在对中国的掘起进行打压，力度也是空前的，例如华为和中兴被多个国家同时打压，这个因素自我国A股成立以来也是没有过的，所以不能简单拿现在A股的估值，与过去几次的熊市低估值水平相比，本轮A股的低估值，是很可能创出新低，而且会低较多。

第二、政治风声有所变化，这也是A股成立以来所没有的基本面的重大变化

过去四十年，我国一直沿着邓小平的经济发展思路，发展市场经济，民营经济空前发展，社会效率大幅提升。

不过这两年，政治风声有所变化，不仅经济领域，政治领域也出现了新的变化，由于比较敏感，就不多谈，其中在经济领域，国企改革的核心思想是加强党对国企的领导，全面发展国有企业，做大做强国有企业，必然会对民营企业产出挤出效应，而且实际中也呈现了国进民退的现象，甚至舆论出现了“私有制经济应该退出”的声音。

虽然12月份中央首次发声，肯定了民营企业的地位，但不知道是因为经济的快速下滑，需要民营资本出来拉动经济，还是长期和根本上就肯定了民营企业的地位？不知道这种“肯定”是暂时的，还是长期永久的，如何保障这是长期的呢？如何保障民营企业家的财产安全？

看一篇新闻，这是在中央肯定民营企业的地位之后，12月初，最高法院、最高检察院发声：近期将平反一批民营企业冤案，今后对民营企业家及其财产，慎抓慎封！

手机端



最高法最高检发声：近期将平反一批民营企业冤案，今后对民营企业及其财产慎抓慎封！

发布时间：2018-12-02

来源：人民传媒通讯社



最高人民法院明确：坚决防止将经济纠纷当作犯罪处理，坚决防止将民事责任变为刑事责任，让民营企业专心创业、放心投资、安心经营，让财产更加安全，让权利更有保障。要全面清理、完善司法政策和司法解释，凡是有悖于平等保护民营经济的条款，要及时废止或调整完善。

最高人民法院，在2018年11月6日组织学习，表态更为具体明确和细致，而且的确切中要害：

对于有关部门移送的刑事案件，涉及民营企业行贿人、民营企业家的，要依法审慎采取强制措施，充分考虑保护企业发展需要。要落实好修改后刑事诉讼法有关认罪认罚从宽的规定，对符合改变强制措施条件的及时改变，对符合从宽处理的案件依法坚决从宽。要始终坚持严格规范文明司法，对包括民营企业在内的涉经济犯罪案件，不该封的账号、财产一律不能封，不该采取强制措施的一律不采取。

并要求：集中办理、总结一批侵害民营经济发展的案件。

最高法院出手了，严禁将经济纠纷当作犯罪处理，严禁将民事责任变为刑事责任。

最高人民法院党组召开会议，强调充分运用司法手段为民营经济发展提供有力

热点推荐

宣言：“12·4”国家
汉中部署“四项活动”实
DC撤回道歉宣布与中国决
【通知】西安市教育局：2
政务微博II 陕西公示一

视频新闻

如何保障民营企业家的财产安全？肯定民营企业的历史地位，如何能保障是长期的，还是因为经济的快速下滑，而是临时的？如果这些问题么有得到根本性的解决，民营企业家就没有信心，民营资本也就不敢继续投资，不敢扩大再生产，甚至将产业转移到海外，这都是要考虑的。

由于这些敏感，不多讲，政治风声的新变化，这也是过去四十年没有出现的，是A股成立以来没有出现的重大变化，直接影响到民营企业家的信心，影响到投资，影响到大家对未来的预期，所以也不能简单拿现在的A股估值，和过去熊市的低估值相比。

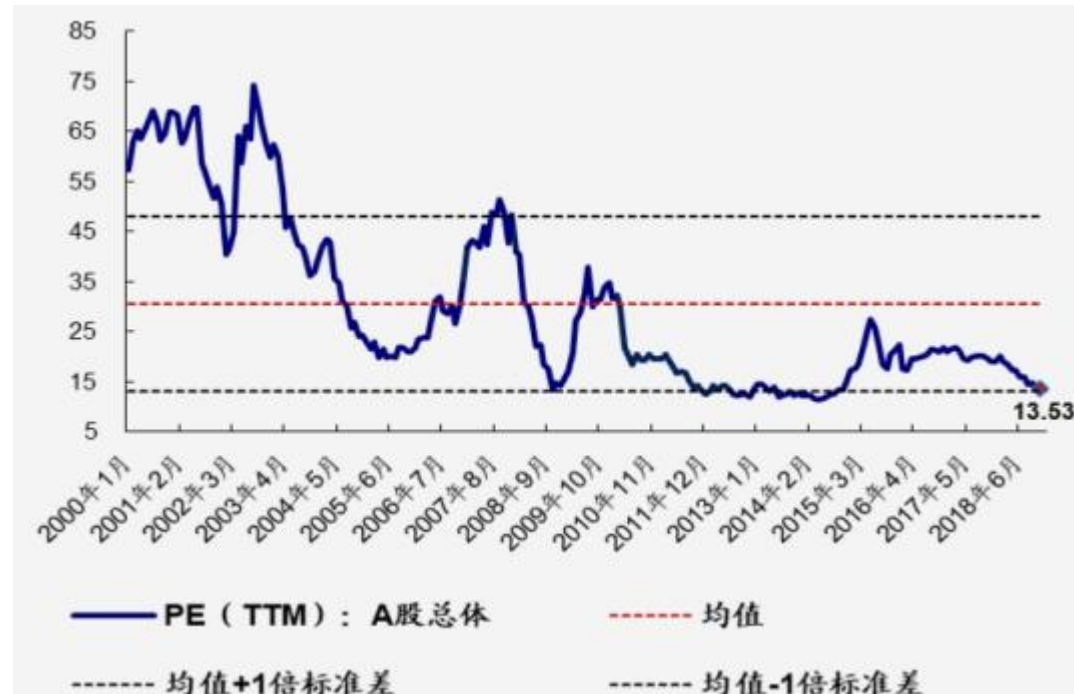
第三、一个国家的股市估值，取决于该国的经济增速，随着经济增速的不断创新低，股市估值也会降低，熊市的最低估值是会不断创新低

一个股票的估值，取决于该上市公司业绩的增长速度，增长速度越快，估值越高，一个行业的估值水平，取决于该行业的增长速度，增长速度越快，该行业的估值越高，同样，一个国家的股市估值，取决于该国的经济增长速度，经济速度越快的国家，股市的估值越高。

过去十几年，伴随着中国经济增速的逐步下移，A股估值是不断下移的，同时几次熊市对应的

估值低位，是不断创新低的。从估值的低位数值看，2014 年 A 股估值的低位为 12 倍，低于 2008 年估值的低位 14 倍，同样更低于 20015 年的低位 20 倍，我们知道，资本市场是对未来的预期，在 2003-2007 年，中国经济速度是历史上最快的时期，增速的平台是 10% 附近，2009 年-2013 年经济增速不断下移到 8% 的平台，已经大不如以前，2015-2018 年，经济增速就在 7% 之下了。

图：A 股整体的 PE（TTM），估值的低位数值不断下移



中国的 GDP 规模已经是第二大经济体，人均 GDP 已经达到中等收入水平，伴随着人口红利的消失和老龄化的到来，经济增长潜力日趋减弱，经济增速下移，是一个客观的现实，我国 GDP 增长速度已经出现了显著的放缓，GDP 增速已经连续三年处于 7% 之下，不断逼近 6%，今年的经济增速创了 8 年新低，未来经济增速的中枢会滑向 5% 左右，参考当年日本和韩国的经济增速情况，所以我国 A 股的估值低位，也很可能会不断创下新低，低于 2014 年的估值低位。例如，10 年前，我国房地长和基建、铁路、公路，都还处在政策红利期，也是高速增长期，投资增速高达 25% 左右，推动者经济的高速增长，但是 2018 年，房地产、大型基建，已经发展到了一个瓶颈期，没有继续的产能扩张，投资增速仅维持在 5% 附近，红利期消失。

随着中国股市体量的增大和中国经济增速的放缓，中国的股市估值，会逐渐接轨世界成熟市场的股市估值水平，2000 年来，恒生指数的最低 PE 为 7 倍，平均 PE 为 14 倍，标普 500 指数历史的最低市 PE 为 6 倍，平均 PE 为 14 倍，所以相比而言，虽然当前中国的 A 股 PE 在 14 倍，但是，如果相比发达市场的估值低位，还有很大的下跌空间。由于新兴国家的经济规模小，起点低，所以经济增速通常会大于成熟的发达国家，因此，通常而言，新兴发展中国家的股市估值，会高于发达国家的估值，不仅估值的平均水平高，估值的最低数字，也会高于发达国家的。

图：恒生指数的 PE(TTM)



第四、如果未来爆发金融危机，上市公司的净利润负增长，即便大盘指数不变，则当前的估值也会显著被动上升，则当前的大盘指数，会显示出估值仍然较高

股票的估值 PE 等股价与盈利的除积（P/E），即便 P 不变，如果未来的盈利 E 下滑，则估值 PE 便会大幅被动提高，显得估值较高。

我国的债务率太高，全球前列，债务上升速度全球第一，远远高于第二名之上，这都是金融危机的内在因素，毛衣占可能成为刺破金融危机的导火线，当前在毛衣占之下，经济快速下滑，实体企业经营困难重重，明年经济会下滑到 6.3% 附近。

今年下半年互联网行业和金融行业的裁员潮或降薪开始掀起，斗鱼、OFO、美图、拉勾网、锤子、BAT（阿里巴巴、腾讯、百度）、华为、京东纷纷裁员或降薪，满满的都是危机感，互联网靠资本支撑，所以对经济的滑比较敏感，所以对经济的滑比较敏感，到 2019 年，裁员潮会蔓延到实体经济，连锁反应，企业利润可能会出现下滑，则即便保持当前的股价不变，则估值也会被动上升，表现出“未能处于历史估值底部，估值仍然较高，仍有较大的下跌空间”。

第五、股市的寻底过程，通常是漫长的过程，抄底需要煎熬太长的时间

底部确认是一个较漫长的过程，经常需要多次确认，不断割肉。股市里面有句话说：“高手死在抄底”，这是有相当道理的，过早的满仓冲入市场，很可能将使自己陷于非常被动的状态，而无法游刃有余地继续买入，而且根据以往经验来看，这是一个较漫长的过程，非常煎熬。A 股里面出现的几次大行情之前，都有漫长的熊市，和反复的拉锯确认过程，抄底，恐怕是非常难受的。

综上所述，当前 A 股的经济环境和政治环境、外部环境，都已经出现了重大的变化，已经和 2014 年、2008 年、2005 年不同，而且是基本面重大的变化，重大的不同，伴随着毛衣占的持续和

经济增速的不断创新低，我国 A 股的估值是很可能会创下新低，而且会比 2000 年以来的最低估值，低不少；而且如果未来一旦不幸爆发金融危机的话，企业盈利下滑，当前的大盘指数不变，也会使现在的估值显得被动“高”。所以综合来看，现在肯定不是抄大底的时候，还是要等，甚至等较长的时间，当然中间会出现阶段性的机会。所以不能拿现在的估值，和过去几次的熊市估值对比，不能抄底，即便抄底抄对了，但是底部是一个漫长的过程，很难煎熬，绝大部分人都无法熬过。当前的官媒，不断宣传和鼓励大家抄底，目的是为了怕股市的不断下跌，会导致“质押强平风险”，引发债务危机，让大家救股市。

三、中央政治局会议和中央经济会议，都已经承认 2019 年经济下滑，内外形势严峻，可见实际的情况该多严重

12 月 21 日召开的中央经济工作会议，强调“经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力”，“防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险”，官方通常只报喜不报忧，很少会承认经济压力，一旦连中央都承认了，就能看出经济的实际情况很糟糕了。12 月中旬，中央政治局会议召开，提出“六稳定”，即“明年要进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心”，稳字当头，说明明年的经济压力太大，才要强调稳字。不过中央经济工作会议，提出“推动更大规模减税、更明显降费”，没有提到的具体的减税规模，低于市场此前预期的“减税 5 万亿，或者每年减税 1 万亿”，可能就成为了空话。

当前内外形势都不好，外盘美股暴跌，不断下跌破位，国内经济形势严峻，A 股也下跌破位，A 股可能不适合操作，可以撤离观望，上周三在第 18 期蛋黄派群就不让做股票了。对于所有人而言，只有在牛市中，做股票才容易盈利，在熊市中做股票，很难盈利，不亏就很不错了，稍不注意，账户刚有了点利润，马上就回吐被套，熊市适合观望和等待。