

本期内容

>>本文仅限作者观点，点击上方视频收看！

交易桌前看天下，《付鹏说》来评财经。

一般来讲我很少讲我们国内的A股，但从制度等各个方面都提到过。今天算是比较详细地去聊一聊，更像一个启示录，**从对比朱镕基时代之后发生的这两轮A股的行情中找一点启示。**

之前讲中国经济的时候跟大家分享过**1998年朱镕基总理上台前后中国的经济面临的情况**，从1994年、1995年的地产泡沫、债务危机、供给侧改革、处理银行不良资产，处理债务，甚至包括就业、四大资产管理公司等等。其实简单地讲，在经历了**1997年的亚洲金融危机、2000年的美国互联网泡沫破裂之后**，当时的核心思路跟现在是一样的，就是在内外的压力下去杠杆、降债务，然后通过包括供给侧改革、**四大资产管理公司等在内去控制底线风险**，顶住经济下行的压力，允许经济出现下滑，让风险得到一个释放，但是要保证系统性风险不出来。在消费、需求层面，我们的政策是向消费倾斜。当年也做过扩大内需占比的这样的方式，同时也在提转型。

以当时美国互联网信息技术产业革命为参考阶段，中国的证券市场和企业大概在1997年到2000年也经历了类似于这种背景下的泡沫转型的过程，在1998年、1999年我们也演绎了一大波科技股行情。如果大家有印象的话，**1999年有一个互联网概念下的5·19行情**。当时主要就是以信息技术服务、电子综合为主，反正就跟美股一样，美股是带".com"的就追捧，我们当年是带"科技"的就一定疯狂追捧。老股民应该有印象，1999年当时有一个公司叫亿安科技，就因为他带了"科技"两个字而遭到了市场的追捧，**对于亿安科技的爆炒到之后的破裂成为了那个时代那轮A股行情里比较典型的一个案例。**

2000年，伴随着美国互联网泡沫的破裂，同时国内的证券市场开始发挥它积极的处理债务风险的职能，用股权融资替代债权融资化解债务风险，包括国有企业上市、减持、补充社保等等，**当年大量的高峰的债转股、互联网泡沫、信息技术泡沫破裂等等综合的结果**，使得我们A股进入到了去泡沫防御的过程。

在2000年到2005年这5年的过程中，通过整个市盈率可以看到（当时不分所谓的中小板了），核心资产的市盈率大概从50倍降到了10倍左右，经历了一个5年的去泡沫的过程。

这个过程中前面这一段非常值得我们思考，因为它是属于我们上一轮经济遇到问题后转型过程中带来的科技运动的遗留，虽然形成了类似于亿安科技这样的泡沫的破裂，但是也留下了星星之火。在2002年之后，很多互联网的第一代龙头企业也开始逐步出现，包括腾讯、阿里等等。应该说，烧钱的运动从本质上来讲，就是类似于这样的转型期内的创新性投资。无论一级市场还是二级市场，本质都是VC投资，都是属于100个烧钱，死99个才能出来一个的那种。二级市场的高估值泡沫的破裂其实也是一样的，在8年以后的2010年提创新创业中小板，一直到2014年、2015年这一轮股灾，几乎是同样的逻辑和道理。

我们按照历史继续往下说。在2002年加入WTO以后，我们的经济就已经开始企稳了。企稳的过程中，整个经济的情况就很简单了，双顺差、正反馈，外围需求推着我们"春江水暖鸭先知"，大宗商品开始有了表现，全球化的深入带来收入的增长，使得之前的债务问题不再是问题了。整个社会资产负债表其实在2002、2003年开始就已经开始逐步地得到滋润。

在这个过程中，市场一方面还在继续挤泡沫，市盈率已经挤到30倍以下了，但是同时也在发生一些悄无声息的变化。**第一我们可以看到低市盈率的股票其实已经不再跌了**，这个时候市场已经开始分化，一些高市盈率的股票开始受到挤压，这就是最后的去泡沫的过程。到2004年最后一波的时候，**整个A股的市盈率大概降到了16倍左右**，如果我们用申万50指数来看的话，50的市盈率大概降到了10倍。当时申万的中小板指数大概有20倍市盈率左右，申万的中小板和50市盈率之间的差距大概是加10倍左右，这应该说是比较合理的一个水平。

其实从2014年、2015年开始，市盈率被去掉以后的低市盈率，本质上来讲已经形成了一个比较明显的护城河。A股的整个指数跌幅其实已经不大，市场上很多前瞻性的判断已经开始出现一些积极的信号。之前2002年开启的双顺差以及经济的正向反馈不但提供了流动性扩张的机制，包括经济增长的背景，以及加工制造行业的盈利能力的改善等等都给股市提供了启动的基础。当时的这个组合，**低市盈率加上良好的经济正向反馈产生的信用扩张，市场在2005年的那波行情中整体算是比较积极健康的，是基于健康的一种新扩张**，因为信用扩张更多地是建立在了经济的基础上。

之后五季的市盈率干到了50倍，申万中小板的市盈率干到了80倍，属于偏高的一个状态，两边的差值拉到了将近40倍，有一些泡沫化状态。但是如果如果没有2008年金融危机的话，如果利润的增长可持续的话，实际上市盈率并不算高。当然了，第一2008年金融危机不可维持，第二传统生产加工制造带来的产能过剩最后会推着整个盈利水平出现下滑，所以说这个时候市盈率其实就偏高了。

但是就这一次行情的整个扩张来讲，我觉得是良性的，它算是真正意义上有实体支撑的信用性扩张。如果仔细看中证500和50之间关系的话，我们会发现他俩比值关系并没有发生巨大变化。应该说在2009年3月31号开始提出中小板、创业板、新三板、万众创业万众创新之前，市场整个的信用扩张机制，按照这个比价去讲的话，应该说更多的是以传统性的产业来进行信用性扩张的。这跟我们刚才讲的入世以后的经济结构是有关系的。从出口生产、加工制造，然后到投资，然后到服务业、到消费业，循环的路径跟当时的经济结构是有密切的关系的。信用扩张、利润增长到估值的抬升跟那个时候的GDP的主力军应该说是匹配的。

在估值层面上我们可以看到，这两个市盈率的抬升几乎是同步的，比价关系变动不大。但是之后**2008年金融危机给全球的分工分化带来了比较大的一个变化，导致中国一方面开始应对金融危机，搞4万亿需求侧改革，更重要的是非常清晰地提出了转型空间**，把经济高速发展中的带来的全产业链产能过剩、传统行业的弊端暴露出来，提出万众创业、万众创新。

这条路说起来容易，做起来比较难。到现在为止我们都受到了一个约束，有效性在过去10年里面被地产和金融绑架了。但是在股票市场上表现出来的基本是这个方向。在万众创业创新的指导下，综合传统产业链产能过剩和周期性等因素，证券市场开启中小板、创业板，IPO开闸以后，一二级市场点燃的主驱动性就是科技技术、未来创新。

一个比较有意思现象就是，在提出转型之后，在这10年时间里，申万50的市盈率基本上是维持在10倍到20倍之间，即便是在2014年、2015年那么大的行情下都很难越过20倍的大关。因为主要的估值波动、估值溢价都给到了创新上面，这和1997年美国互联网信息技术泡沫之前的情况是很像的。未来产业在这个过程中主要讲理想、讲PPT，就可以拿到令人惊讶的估值和市盈率。而对于传统产业链，大家的兴趣都不是特别高。

所以在这之后更多的是以500，就是以科创、中小创的市盈率的溢价来表现信用性的扩张，超过40倍其实都是信用有点扩张得过度了，基本上15倍左右。50的市盈率上面加上15倍，大概等于500的或者中小创的合理溢价。如果说申万50基本上是在10~20倍左右，那么500比较合理的市场溢价应该是在就25到35之间，如果给到了60倍，那么肯定就有非常大的泡沫了。

我们这10年走的大概是类似于这样的一个路径。2014年、2015年我就不多说了，大家都有深刻的印象：**资产化杠杆、创新引导，其实基本上走了一个类似于当年科技浪潮或者互联网泡沫一样的路径**。传统蓝筹在这个过程中更多的是靠上面带来的，而不是蓝筹拉着估值的外溢。这个跟经济结构的调整是有密切的关系的。

我们经历过这样的泡沫以后，在去泡沫的过程中，第一主要挤压的就是之前信用扩张带来的溢价。2014年、2015年所谓的信用扩张，虽然也是低市盈率加信用扩张，但是这个信用扩张是缺乏实体根基的，跟之前我们说的行情是有很大的不同的，它更多是一个典型的转型过程中的信用扩张，**信用更多表现为流动性和杠杆，而不是表现在实体经济的正向反馈上面。**

最近4年我们都是去泡沫。目前来看，市盈率和溢价在这场去泡沫的过程中都趋向合理了，这是目前最重要的护城河。**简单讲就是A股指数性下跌的空间其实不大的。但是估值低不等于就会有大涨的指数及行情，尤其是大家想要的那种指数级的行情，要三思。**

其实更多的要讨论的是下一步信用能否扩张起来。第一要靠实体经济的正向反馈，而这个正向反馈在当年是受益于外围总需求驱动起来的，这是中国经济10年中核心的增长方式，未来会有这样的一个情况吗？**还会有一次WTO拉动吗？全球化还会再一次带给我们红利吗？**我觉得这条路可能基本上不存在了，所以这种方式下的信用扩张，我们可能需要等很久，要等到现在的这种创新真正转化成生产动力、经济增长动力才可行，这是第一。

第二，另外一种信用扩张就是类似于2014年、2015年这样的货币政策调整带来的全面信用扩张，这一点我也是否认的。**因为这10年我们消耗了很多次货币政策的空间，在全球范围，单纯的货币政策对信用的影响其实都越来越弱，货币政策对经济影响的边际效应大多得受到了地产金融的牵制，甚至包括人口结构都已经有点失效。如果不积极调整经济结构本身，还靠着货币政策去拉动信用扩张，作用会越来越弱。所以说现在大家讨论说货币政策调整以后会带来信用扩张吗？会扩一点，但是它很难带来全面可持续的扩张。并且如果坚持在去杠杆的这种方式下不走老路的话，我觉得基本上不大可能会重复2014年、2015年那样的杠杆式的信用扩张。**

所以说综合来看，**低市盈率目前是存量资本的标准护城河，大家不见信用扩张，核心资产也不扔，更多的是把它当成一个安全系数很高的资产在配置，配置一些防御性板块**，像50或者日常消费品等，在经济下滑、投资下滑、去债务、去杠杆、信用收缩的过程中，它们就属于韧性很强的防御性资产。

假设未来市场出现了信用扩张，会作用在哪？还会重回传统产业——金融、地产、银行吗？还是说会作用给创新？**我认为如果出现信用扩张，肯定是出现在创新领域中间，但如果出现信用收缩，肯定是出现在防御性资产上。**去杠杆性收缩的时候，去估值、去泡沫的过程都是空IC、多IH的，如果倒过来的话，肯定就是多IC、空IH。

对于中小创来讲，在去杠杆过程中整体性收缩、估值收缩、内部分化才是关键。因为好企业的比重不够，所以整个指数是下滑的，估值收缩、去泡沫，但是个别的未来产业性的企业的表现是比较超额的。所以这一阶段更多呈现的是类似于港股化的一个去泡沫的过程。

总结一下我们现在关心的问题：未来信用、估值、市盈率靠什么去扩张？两种扩张方式未来会发生吗？会发生哪一种？如果按照刚才的讨论的话，**我认为对于A股来讲，属于跌不下去也涨不上去的一个行情。直到我们要么发生质变，要么再来一次纯流动性的东西。**但目前来看，依靠货币政策这种东西的可能性不大。这就是我们的思路 and 观点，仅供大家参考。

—— END ——

（戳）不错哟！我要订阅《付鹏说》



付鹏的财经世界

“交易桌前看天下，付鹏说来评财经”~感谢大家订阅《付鹏说》语音，听我聊聊一些有意思的事情，发散思维评说财经，欢迎大家在社区里多多交流。



华尔街见闻
wallstreetcn.com

猜你喜欢

- 

见闻阅读
阅读的累积，像获得复利一样。
¥399.00/起 2959 人在学
- 

巴菲特的私人投资书橱
极速走进投资大师的阅读世界
¥9.90/起 原价9.9元 156 人在学
- 

量化投资24小时
全球前3开源量化投资项目创始人
¥399.00/起 1676 人在学
- 

新力量学苑：从入门到精通 Python编程与金融分析应用
零基础学Python，挑战百万年薪
¥1079.40/起 6-0折 11 人在学