

生拔估值行情的历史经验

证券分析师： 燕翔

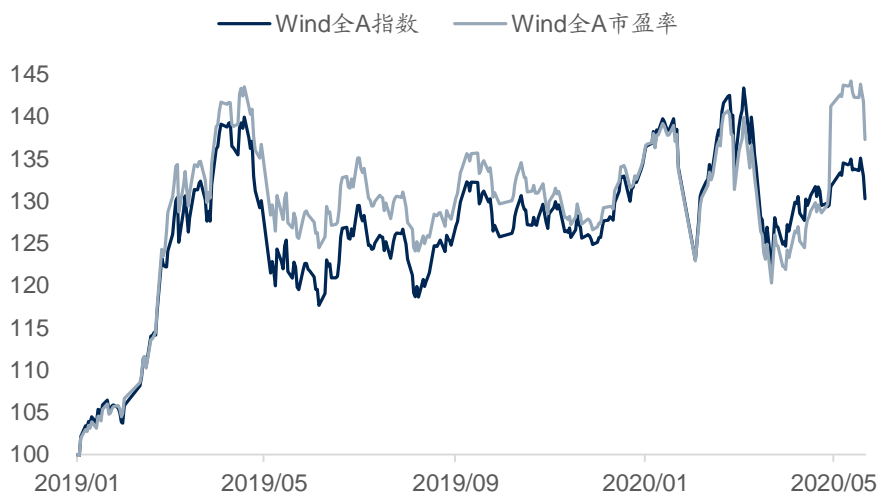
010-88005325

yanxiang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002

从2019年行情启动以来，A股市场指数整体的涨幅几乎全部由估值提升完成，出现了所谓的“生拔估值”行情（参见图1）。以Wind全A指数为例，从2019年1月初到2020年5月底，Wind全A指数累计上涨30%，这其中，Wind全A指数的市盈率提升37%，从13.0倍提高到17.9倍。换言之，过去将近一年半A股市场的股价涨幅，几乎全部都是估值的提升，eps甚至是负增长的。

图 1：2019 年至今 A 股指数的全部涨幅几乎完全由估值提升驱动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

本文回顾了A股和美股历史上这种“生拔估值”行情的情况，并对这种行情特征背后的运行逻辑进行探讨。

总体上来看，出现这种“生拔估值”的行情，大体上的逻辑类型有两种，

第一种是“复苏初期”，即发生在经济复苏的初期，此时股价表现领先于基本面表现。这种情况下，市盈率基本与盈利增速同步，因为盈利增速数据公布是滞后的，交易时实际数据尚未公布，所以会看到一段时间内股价的涨幅全部由估值提升构成。比如A股市场中的2006年、2009年都是典型的情形，还有美国历次经济衰退后复苏的初期都出现过这种拔估值的行情。

第二种是“极度宽松”，即在货币政策极度宽松或者政策改革大幅提升市场风险偏好的情况下，市场估值出现的大幅提升。这种情况下看不到市盈率与盈利增速的同步走势，甚至两者的走势往往是相反的，即市盈率在基本面下滑的时候进一步提高。比如A股市场中2014年到2015年的行情、美股市场中1982年到1987年股灾前的行情，全球股市2019年至2020年上半年的行情都是这种情况。

第一种情况下，因为经济在快速复苏上行，盈利增速在提高，实际上只是盈利数据滞后于股价变化，在t+1年里整体盈利往往大幅提高，从而可以消化估值。第二种情况下，则很难指望通过盈利大幅提升来消化估值，而且因为没有基本面

支持，对后续行情的判断难度也很大，估值多高算高、估值到底有没有天花板，都是回答不清楚的问题。从历史经验来看，这种流动性驱动的行市，一般是起于流动性，也终于流动性，行情的拐点往往就是流动性的拐点，在没有明确的流动性拐点出现前，很难说估值本身有明确的天花板。

■ A股历史上的“生拔估值”行情

回顾A股市场2000年以来的行情，这正“生拔估值”的行情（定义为当年指数整体大幅上涨且指数涨幅构成中主要依靠估值上升驱动），大概一共发生过5次，分别在2000年、2006年、2014至2015年、2019年至2020年5月。其中，2009年和2019年这两次，都出现了指数市盈率提升幅度超过指数涨幅的情况，即这两年的eps是负增长的。表1列示了2000年、2006年、2014年、2015年、2019年这五年“生拔估值”中每一年的指数涨跌幅、EPS变化率和市盈率变化率。

（注：理论上说，因为指数价格 $P = PE \times EPS$ ，所以指数涨跌幅与EPS变化率和PE变化率关系数学上是这样的： $(1 + \text{指数涨跌幅}) = (1 + \text{EPS变化率}) \times (1 + \text{PE变化率})$ ，线性变换，我们可以近似地认为，指数涨跌幅 $\approx \text{EPS变化率} + \text{PE变化率}$ ，表1中的估值对指数涨跌幅的贡献度即基于这种近似的假设）

表 1：2000 年至今 A 股历次“生拔估值”行情汇总

时间	Wind 全 A 指数	Wind 全 A 市盈率	EPS (倒轧)	Wind 全 A 涨跌幅	PE 变化率	EPS 变化率	估值贡献度 (PE 变化率 ÷ 指数涨幅)
2000-12-31	1,571	69.0	23	57%	35%	16%	61%
2006-12-31	1,450	39.3	37	112%	86%	14%	76%
2009-12-31	2,940	35.1	84	105%	143%	-16%	136%
2014-12-31	3,573	17.4	205	52%	40%	9%	77%
2015-12-31	4,949	23.2	214	38%	33%	4%	85%
2019-12-31	4,316	17.5	247	33%	33%	0%	100%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2000 年：经济复苏+政策双重利好（“复苏初期”、“极度宽松”双逻辑）

2000 年 Wind 全 A 指数上涨 57%，其中市盈率提升了 35%，估值变化对指数涨幅的贡献度达 61%。2000 年这一年是 A 股成立的十周年，那一年上证综指第一次站上了 2000 点。

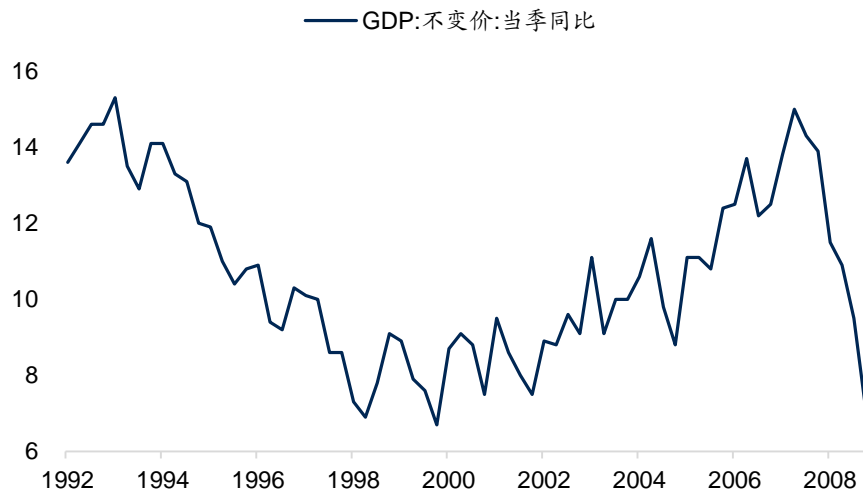
图 2：2000 年 Wind 全 A 指数与指数市盈率走势对比（年初为 100）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2000 年的股市受到政策面和基本面的双重利好，一方面国务院和证监会出台了一系列利好股票市场的政策，另一方面 2000 年中国经济触底反弹结束了此前七年的下行周期，物价也结束了连续几年的通货紧缩开始逐步回升。

图 3：2000 年至 2020 年低市盈率指数超额收益走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2006 年：基本面回升，大牛市启动（“复苏初期”逻辑）

2006 年 Wind 全 A 指数全年上涨 112%，其中市盈率 PE 当年提升了 86%，EPS 当年上升了 14%。

图 4：2006 年 Wind 全 A 指数与指数市盈率走势对比（年初为 100）

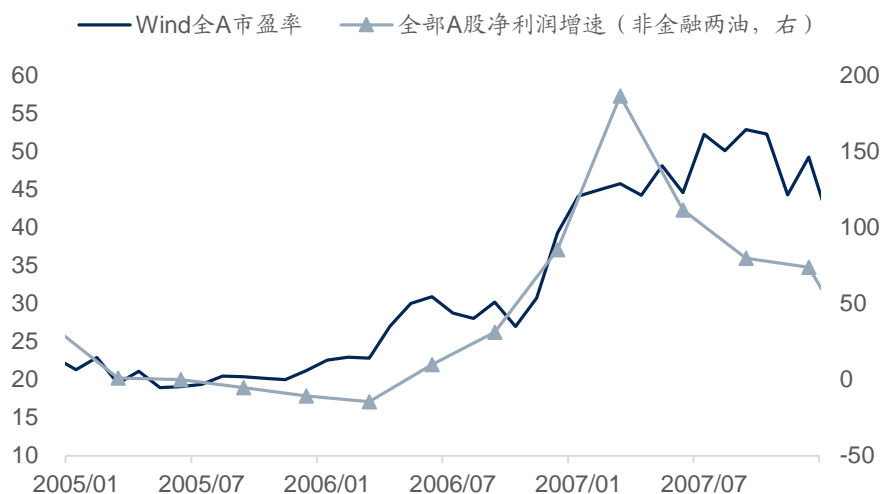


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2006 年是一个典型的“复苏初期”行情特征走势，从 2006 年年初一直到 2006 年 6 月底，指数的涨幅基本完全由估值提升完成。在经历了 2004 年极其严厉的宏观调控，2005 年经济过热的势头被压下来以后，2006 年中国经济再度起飞。

2006 年的中国经济运行状态可以说是近乎完美，“高增长、低通胀”的美好预期在实现，经济增速加速上行，政府和市场普遍担心的“固定资产投资反弹压力”没有出现，通货膨胀低位运行且有所回落，全年 CPI 累计同比仅 1.5%比 2005 年还要下降 0.3%，全年 PPI 累计同比增速 3.0%比上一年下降 1.9%。企业经济效益情况也非常好，工业企业和上市公司利润增速均大幅回升，没有出现 2005 年时“宏观好、微观差”的问题。纵观 2000 年到 2019 年的中国经济运行状况，2006 年的情况应该说是最好的，没有之一。

图 5：2005 年至 2007 年 Wind 全 A 市盈率与 A 股整体盈利增速对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

“复苏初期”出现“生拔估值”行情实际上是非常的，主要原因在于上市公司盈利数据从时间上看是滞后披露的，年报和一季报数据是 4 月底公布，二季报数据是 8 月底公布，三季报数据是 10 月底公布。这就决定了市盈率 (ttm) 数据计算中，分子股价是实时的，但分母企业盈利是滞后的。比如说在每年的 1 月到 3 月，市盈率 (ttm) 计算时使用的上市公司盈利时 t-2 年四季度到 t-1 年前三季度的企业盈利。

如果把市盈率 (ttm) 和上市公司的盈利增速放一起，就会发现，在复苏初期，两者总体走势是高度一致的，说明估值的变化实际上是反映了企业盈利增速的好转，只是因为企业盈利数据公布的滞后，导致了从数据上看，在一定时间内，股价的上涨全部由估值驱动。

2009 年：“V 型反转”市场大幅领先（“复苏初期”逻辑）

2009 年 Wind 全 A 指数全年累计上涨 105%，其中市盈率提升 143%，估值涨幅超过股价指数整体涨幅。

图 6：2009 年 Wind 全 A 指数与指数市盈率走势对比（年初为 100）

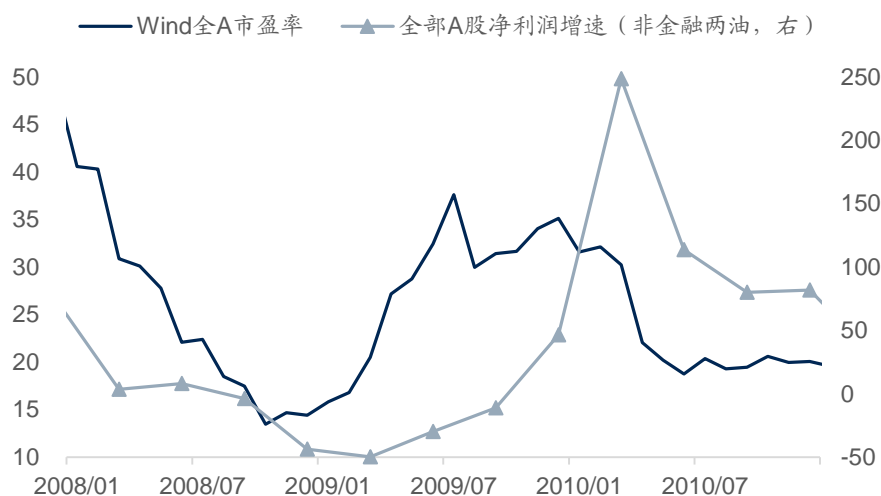


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2009 年是一个非常典型的“复苏初期”逻辑。2009 年的中国经济，可以说是看得到开头猜不出结尾。年初之际全社会都在为中国经济“保增长”担忧，当时市场对未来的经济走势有不同的看法，包括可能是“W”型筑底、“U”型企稳等等，但多数观点都认为金融危机后经济迅速触底反弹是不可能的，因为这一次毕竟是 1929 年大萧条以来最严重的危机。

但实际情况是，2009 年的中国经济走出了一个深“V”型走势，GDP、工业、价格指数等多个指标快速触底后随即快速反弹。

图 7：2008 年至 2010 年 Wind 全 A 市盈率与 A 股整体盈利增速对比

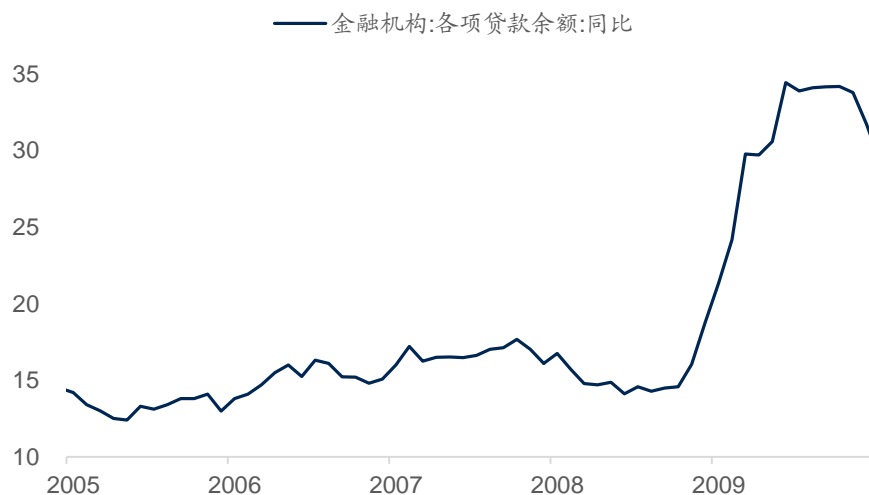


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2009 年的股价走势与其他“复苏初期”逻辑相比，最大的不同在于股价走势非常领先。对比 2009 年和 2006 年两年的 Wind 全 A 指数市盈率与盈利增速走势（图 5 和图 7），就可以发现，在 2006 年，指数的市盈率与盈利增速基本上是同步的（从数据上说这已经是领先的了，因为在交易过程中当时的盈利增速是不知道的，盈利数据是滞后公布的），而到了 2009 年 Wind 全 A 指数的市盈率则明显领先于全部 A 股的净利润增速。

这充分说明了股价的领先性，因为在当时的情况下，2008 年底“四万亿投资计划”的公布叠加 2009 年初“天量信贷”，使得市场对于经济复苏形成了充分的一致预期，使得市场表现遥遥领先。

图 8：2009 年天量信贷使得经济复苏高度一致预期市场表现大幅领先

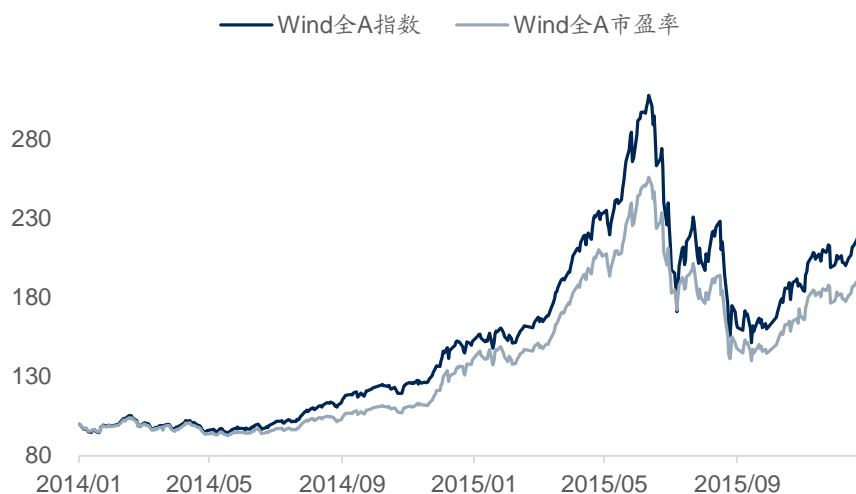


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2014 年至 2015 年：货币宽松叠加改革红利（“极度宽松”逻辑）

2014 年 Wind 全 A 指数全年累计上涨 52%，其中市盈率提升 40%。2015 年全年 Wind 全 A 指数累计上涨 38%，其中市盈率提升 33%。

图 9：2014 至 2015 年 Wind 全 A 指数与指数市盈率走势对比（2014 年初为 100）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

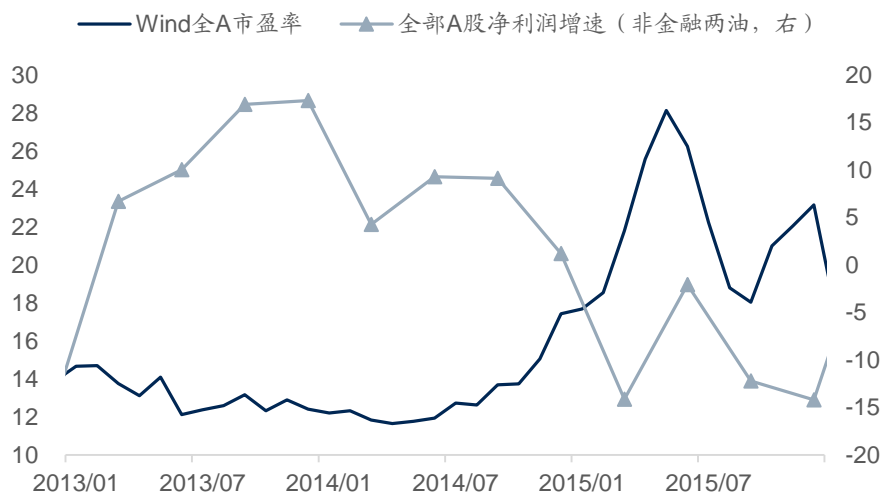
2014 年至 2015 年的行情，距离现在的时间比较近，投资者的印象比较深刻。在这波牛市中，是没有基本面的逻辑的，至少就市场整体而言是这样的（创业板有结构性的 ROE 改善提高逻辑）。我们可以看到，在 2014 年下半年到 2015 年上半年市场整体市盈率大幅提升的过程中，盈利增速反而是下降的（图 10）。

甚至可以说，2015 年是 2000 年以来中国经济最困难的时刻，全部经济指标全面下滑，投资增速出现显著下行，出口和工业企业利润同比 1999 年以来首次出现负增长，通缩形势严峻 PPI 同比跌至了-5.2%。

2015 年全年中国 GDP 实际增速 6.9%，增速比继续下行 0.4%，中国经济增速跌破 7%，进入到了“6 时代”；固定资产投资累计同比增速达到 10.0%，较上年大幅回落 5.7%，投资增速出现了严峻的下滑形势；其中，制造业投资、房地产开发投资、基建投资增速全面下行，房地产开发投资增速在 2014 年已经大幅下滑 9.3%的基础上，2015 年进一步大幅下滑 9.5%，已经基本接近零增长。

工业增加值累计同比增速 6.1%，增速较上年下降 2.2%，全年工业企业利润总额同比增速-2.9%，增速较上年大幅回落 11.4%，是自 1999 年以来工业企业利润增速首次出现负增长。社会消费品零售总额名义同比增速 10.7%，增速比上年下降 1.3%。出口累计同比增速-2.9%，增速较上一年下滑 9.0%，90 年代以来除 2009 年外出口增速首次负增长。

图 10：2013 年至 2015 年 Wind 全 A 市盈率与 A 股整体盈利增速对比

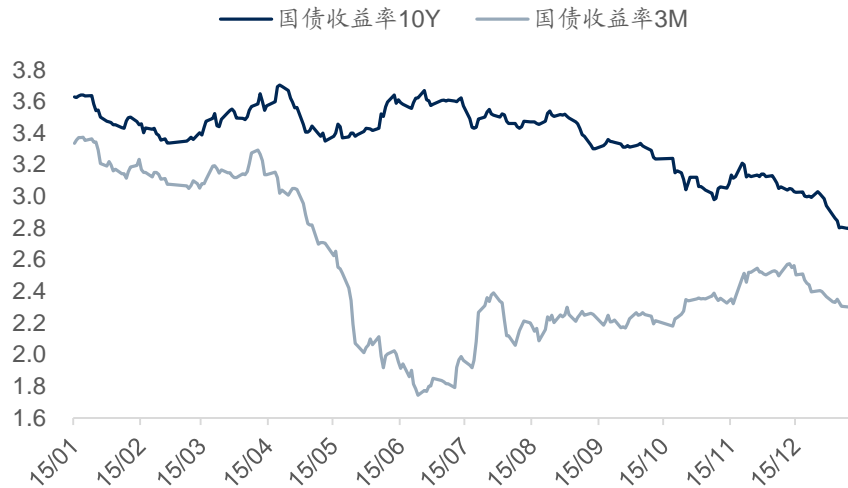


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

在基本面羸弱的同时，是 2014 年到 2015 年各种政策的极度宽松。一方面，从 2014 年开始，货币政策转向宽松，先是

2014 年的定向降准，再到 2014 年 11 月的全面降息，到 2015 年中国人民银行五次调整了存款准备金率，包含四次普遍降准和五次定向降准，同时连续五次下调金融机构人民币存贷款基准利率。另一方面，2015 年一系列的其他各项政策也使得市场投资者的风险偏好大幅上升。

图 11：2015 年货币政策宽松下市场利率大幅下行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 美股历史上的“生拔估值”行情

相比于时间相对较短的 A 股历史，历史悠久的美股市场中也经常会发生这种“生拔估值”行情。根据我们的统计，1950 年至今，美股市场一共有 16 年可以称得上是“生拔估值”行情（定义为当年标普 500 指数上涨幅度超过 10%，且估值贡献度（PE 变化率 ÷ 指数涨幅）大于 70%）。

这 16 年分别是：1954 年、1958 年、1967 年、1971 年、1975 年、1980 年、1982 年、1983 年、1985 年、1986 年、1989 年、1991 年、1998 年、2013 年、2016 年、2019 年。

表 2：1950 年至今美股历次“生拔估值”行情汇总

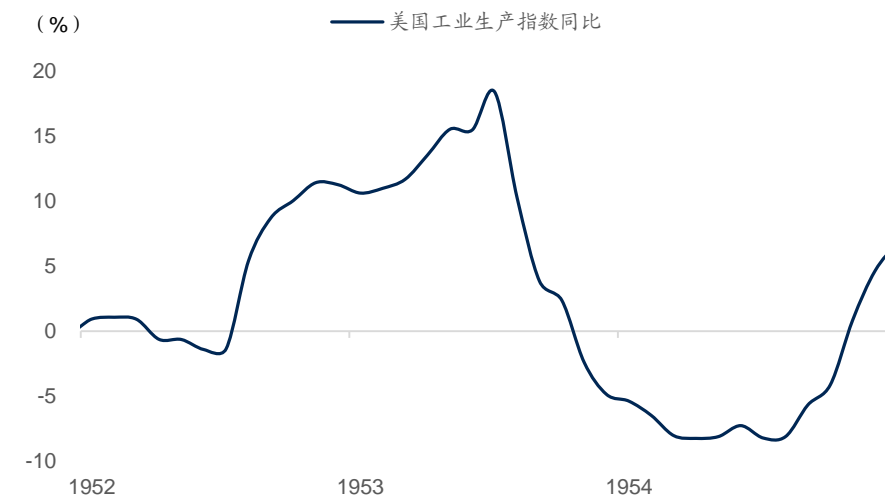
时间	标普 500 指数	市盈率 PE	Eps (倒轧)	标普 500 涨跌幅	PE 变动率	EPS 变化率	估值贡献度 (PE 变化率 ÷ 指数涨幅)
1954-12-31	36	13	2.8	38%	33%	4%	86%
1958-12-31	55	19	2.9	38%	62%	-15%	163%
1967-12-29	96	18	5.5	20%	19%	1%	95%
1971-12-31	102	18	5.6	11%	10%	1%	89%
1975-12-31	90	12	7.7	32%	60%	-18%	189%
1980-12-31	136	9	15.0	26%	22%	3%	86%
1982-12-31	141	10	13.8	15%	26%	-9%	176%
1983-12-30	165	12	13.3	17%	22%	-4%	128%
1985-12-31	211	13	15.7	26%	36%	-7%	135%
1986-12-31	242	16	14.8	15%	21%	-5%	145%
1989-12-29	353	15	24.0	27%	21%	5%	76%
1991-12-31	417	27	15.6	26%	75%	-28%	284%
1998-12-31	1229	28	43.7	27%	27%	0%	100%
2013-12-31	1848	17	106.2	30%	21%	7%	71%
2016-12-30	2239	21	106.2	10%	12%	-2%	128%
2019-12-31	3231	21	152.3	29%	29%	0%	99%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

同样，从逻辑上来说，美股的“生拔估值”行情也可以分为“复苏初期”逻辑和“极度宽松”逻辑两种。应该说，大多数年份中出现的“生拔估值”行情都属于“复苏初期”逻辑。

比如 1953 年美国经济衰退 (Recession)，1954 年美股出现“生拔估值”行情。

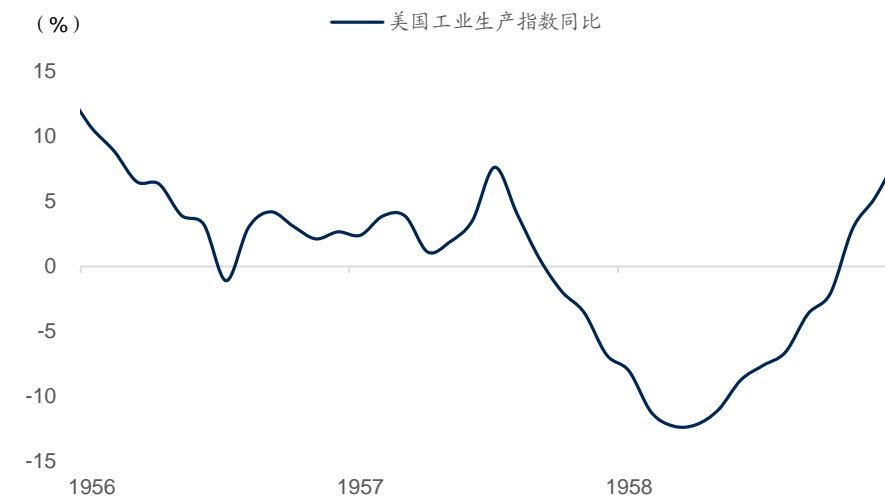
图 12: 1953 年美国经济衰退 1954 年美股出现“生拔估值”行情



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

比如 1957 年美国经济衰退 (Recession)，1958 年美股出现“生拔估值”行情。

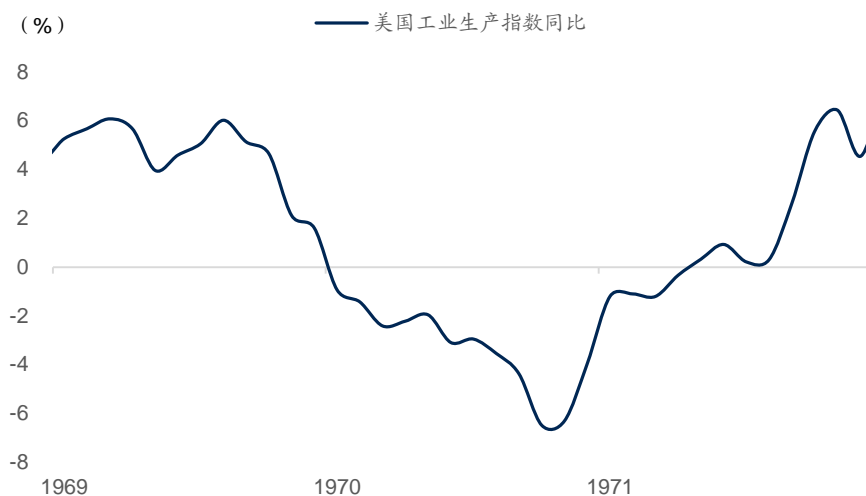
图 13: 1957 年美国经济衰退 1958 年美股出现“生拔估值”行情



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

比如 1970 年美国经济衰退 (Recession)，1971 年美股出现“生拔估值”行情。

图 14: 1970 年美国经济衰退 1971 年美股出现“生拔估值”行情



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

这种“复苏初期”逻辑的“生拔估值”行情发生过很多次,限于篇幅,这里不再一一列举。

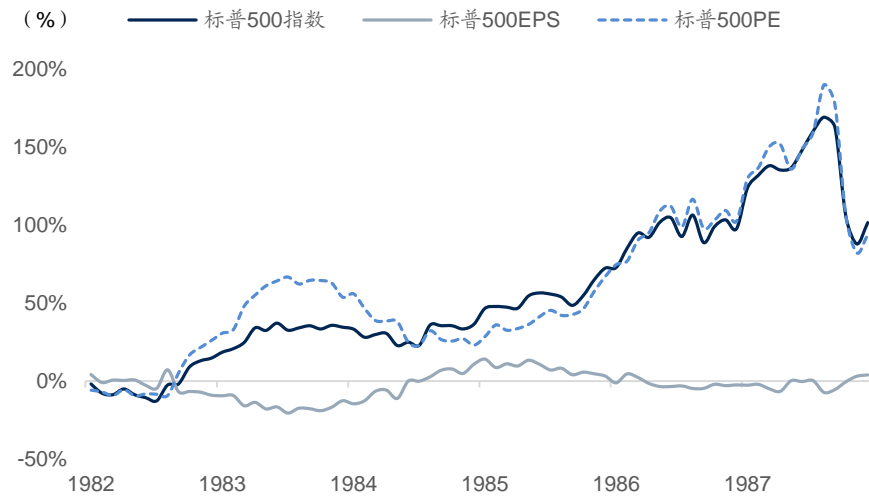
“极度宽松”中最经典的案例当属 1982 年到 1987 年的美股行情。从 1982 年到 1987 年,标普 500 指数大概上涨了有一倍多,从收益率构成的分解来看,基本上全部是估值的贡献(图 15)。这波行情可以称得上是美股历史上的“改革牛”。

美国股市能在 1982 年下半年开始呈现估值系统性回升,得益于两方面:(1)改革持续推进并有所成效,市场担忧的经济低迷与高通胀问题均有所缓解,这提升了权益资产的风险偏好,而房产等其他大类资产的收益预期有所降温,风险溢价在不同资产的再分布调整有利于股票估值的回升;(2)无风险利率开始呈现系统性的下降,并且继续下降的空间因通胀得到控制被完全打开,这有助于资本市场估值的提升。尽管此时上市公司企业盈利尚未有所恢复,但股票估值开始呈现持续的回升。

“改革牛”背后的核心逻辑,是改革推动了美股从资产重估到盈利再生。为解决严重的滞胀问题,里根政府上台伊始便提出了长达 300 页的“经济复兴计划”。财政上,大规模减税并调整支出结构;货币上,紧货币控制通胀、不惜以经济衰退为代价;同时进行了大规模的经济改革,减少政府干预、放松行业管制。改革使得美国经济重新恢复活力,大类资产中权益资产配置优势大幅增加。80 年代美股的上涨经历了改革带来的资产重估到企业盈利再生的过程。

80 年代的美股牛市大致可以分为两个阶段,1987 年股灾前牛市靠估值驱动,之后靠基本面业绩驱动,中间的转换就是 1987 年 10 月的股灾。

图 15: 1982 年至 1987 年美股大幅上涨几乎完全由估值驱动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示: 宏观经济不及预期、海外市场大幅波动、历史经验不代表未来。

相关研究报告:

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032