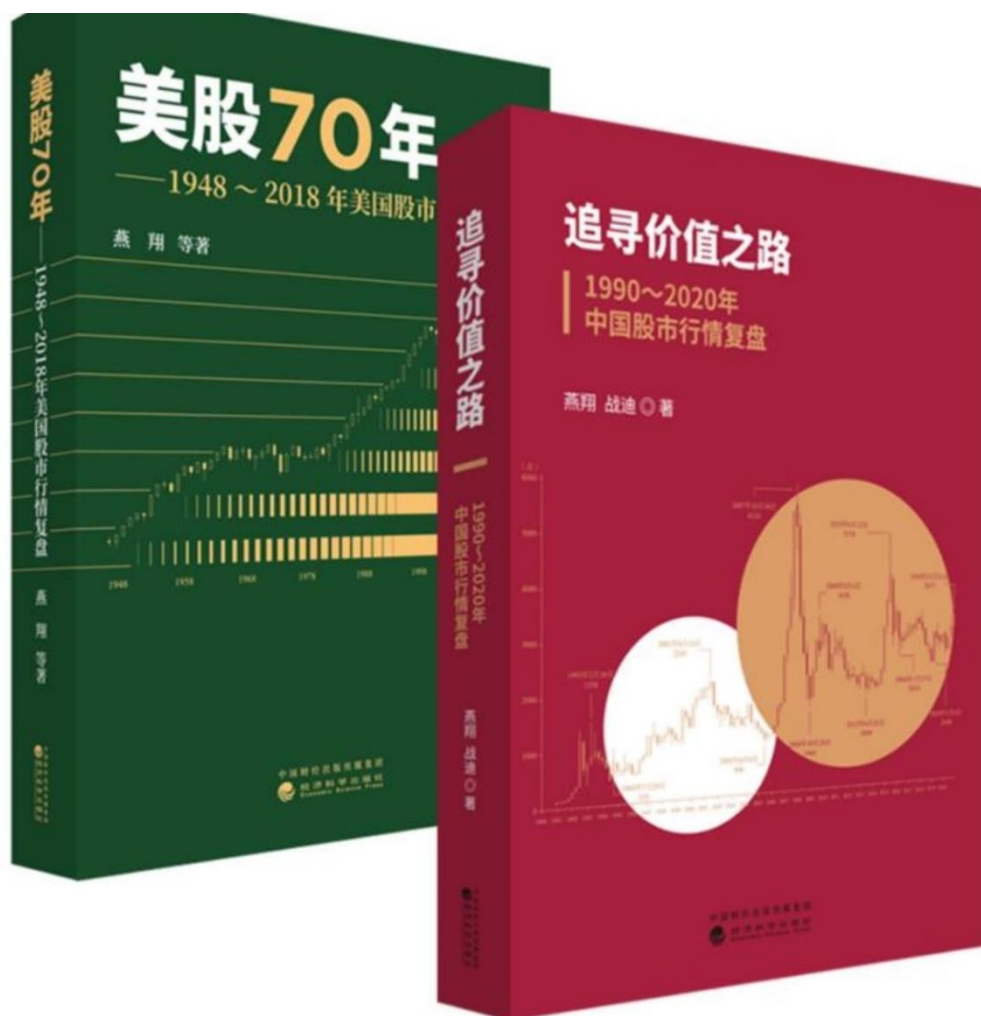


【250 老齐读书】追寻价值之路



栗渺社分享网盘号昵称为
“栗渺社小群主”
“低调酱油”
其余均为N手，
微信 jnztxy 进首发群

【1】追寻价值之路 1：股市搞不好！可以关了

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们来整体复盘一下中国股市的 30 年历程，找来一本书，叫做追寻价值之路，副标题就是 1990 年-2020 年，中国股市的行情复盘，作者是燕翔总，国信证券经济研究所首席策略分析师，他对于股市的历史做了深入的研究和分析，还有一本书叫做美股 70 年，1948-2018 年美股市场行情复盘，这本书随后我们也会为大家讲到。

了解历史，其实是为了立足当下，并且对未来形成一定的判断，总结过去的经验教训，能够让我们避免犯下同样的错误，本书的作者是策略分析师，其实老齐的工作也是策略研究，所以我们的思路都是一样的，就是通过对过往行情的研究，总结出一套行之有效，并且概率较高的方法。这本书会给我们带来很多的策略研究方法，甚至每一轮行情的驱动因素，以及当时独特的宏观背景，我们可以把这些有价值的历史经验，应用于我们的投资当中。但是老齐也要提醒一下，很多经验也都是必要非充分条件，比如过去的大牛股，超高景气行业一定都是很高的 ROE 特征，但是 ROE 高，不一定代表他就会大涨。就跟我们举得那个逻辑例子一样，我爸爸

是工人，但不代表所有工人都是我爸爸。不过反着推，不是工人的一定不是我爸爸，这个是可以成立的。所以这也就解决了很多朋友心中的疑问，为啥我买的股票，业绩好，估值低，但他就是不涨，因为市场的风格并不在这个上面。之前我们讲过，把历史行情分为三大驱动风格，1 是低估值，高股息，2 是增长质量，也就是业绩相对稳定，估值不高。所谓的 ROE 逻辑，3 是纯粹的高成长高估值，这三种驱动风格，各自都有收获的季节，当一种风格很强的时候，也就意味着其他两种风格表现很差。

我们先来看看 1990 年，中国股市的诞生，1990 年 12 月 1 日，深交所试营业，90 年 12 月 19 日，上交所也鸣锣开业，当时只有老八股，但这标志着中国股市从此诞生。当时除了股票之外，还有国债，企业债，金融债，都在这一天上市交易，一共有 30 多种证券，飞乐音响是第一支向社会发行的股票。86 年 9 月底，上海静安寺，一个理发店改造成了最早的股票柜台交易营业部，静安营业部，当时只提供飞乐音响和延中实业两家公司股票的柜台交易。88 年 4 月，深圳也搞起了柜台交易，深发展，万科，金田，安达，原野并称深圳老 5 股。90 年上半年深圳已经建立了三家证券公司和四个柜台交易市场。与此同时，深圳也出现了一波炒作行情。深发展价格大幅上涨。

后来为了加强监管，深圳推出了股市上第一个涨停板制度，后来还把涨跌停范围缩窄到 5%。就是用这种简单粗暴地方式，减少炒作。后来更搞笑了，竟然还把上涨幅度限制改成了 1%，下跌幅度是 5%。

这些政策出台之后，结果可想而知，成交量大幅萎缩，但股票价格还是很坚挺，毕竟物以稀为贵，当年那个情况，就这几个股票可以炒。所以大家都拿着股票观望。怕一扔了就买不回来了。后来政策继续加码，涨停调降到不超过 0.5%，而跌停依旧是 5%，同时把交易印花税，从卖出征收，改为了双向征收。这下完了，市场大跌，深发展领跌。但就在这一年底，一通暴跌之下，深交所成立。

90 年上海股票交易也很热，静安营业部还搞了个柜台指数，5 月的时候是 100 点，7 月就涨到了 145 点，9 月是 305 点，12 月 439 点，也就是说，半年翻了 4 倍。在这其中，也是遭遇了多轮的严打，后来上交所成立之后，股票涨停板也从 5%调整到 0.5%。

有人说，为啥把炒股的往死里整，就是因为当时的股票热已经引起了高层领导关注，主要当时都是摸着石头过河的心态搞股市，并做好了随时关闭的准备。最后也是同意，在上海和深圳试点，就是说其他的地方都不能搞，未经批准一律不得发行新的股票，一律不得批准股票上市交易。换句话

说，当时我们可能就不想让大家去炒股票，就是想把他当个摆设，相当于测试版本而已。你们这么炒来炒去的，很容易炒出事故。

当年 A 股市场只有 13 家公司，即便如此企业业务和盈利，也依旧是证券类报纸讨论的重点，另外，也是因为有了股市，当时大家也更加关注经济状况。那个年代，其实不炒股的人，是压根感觉不到经济问题的，但其实当年要比现在困难的多。当年经济严重过热，88 年价格闯关，物价大幅攀升，CPI 涨到了 18.8%，PPI 也到了 15%，到了 89 年开始铁腕治理经济，一波强力政策之后，89 年经济出现了明显的衰退，GDP 一下从 11.2%跌到了 4.2%，这种大起大落，现在来看，完全不可想象。而且这是主动踩刹车，那么政策的力度得有多大。90 年经济也一直在回落，但好消息是通胀也下来了，回到了 3%。

作者说，这波强调控有着强烈的计划经济色彩，属于是用硬着陆通缩的方式来给经济降温，到了 90 年，通胀下来之后，又开始反向宽松，降低存贷款利率 1.26 个百分点，你没听错，是百分点，而不是 BP，当时的贷款利率都在 10%以上。10 年期以上贷款利率甚至能到 20%。这是一个天价水平。所以可想而知当时的经济得有多乱，风险也是极大。不亚于现在的土耳其和俄罗斯。

那时候我们的宏观调控，是比较粗犷的，降温踩刹车容易，只要下令不许干了就行了，但是要启动让经济升温就会比较缓慢。那个年代的股市基本就是纯炒作，大家也都不知道股票代表什么，就知道买了能涨。所以就疯狂的买入卖出，交易价格。

这本书的写作结构是，先讲一下当时的市场情况，然后在每一章后面都插入一个策略，或者指标的讲解。

比如在第一章之后，作者就讲，价值投资最重要的就指标就是 ROE，也就是净资产收益率，你用多少资产赚到多少收益。然后再考虑你用多少倍净资产，也就是多少倍 PB 去买入，如果 ROE 是 15%，PB 是 2 倍，那么假设他不增长，赚的钱全都分红，你长期获得的收益，基本就 7.5%，那么如果他不分红，你反而可以实现 15% 的复利增值。当然，ROE 覆盖不到的指标就是负债率，所以你必须要看下企业到底有多少负债。显然高杠杆的企业，没有低杠杆的企业更好。

作者做了个统计，中国股市长期的 ROE 大概在 10% 附近，如果剔除掉银行和金融，大概在 7-9% 之间，但是 PB 变化却比较大，高估的时候 3 倍，低估的时候不到 2 倍。而资产负债率，全 A 是 85% 左右，剔除金融和石油，大概就是 62% 左右。那么作者算了一笔账，以 2017 年 ROE 为 9.2%，PB 是 2.3 倍，负债率 61.2% 计算，每年的内涵增长就是 9.2%，就等

于 ROE，而投资收益率是 $9.2 \div 2.32 = 4\%$ ，也就是说，指数的长期回报大概只有这么多。并不会很高。

下一步他做了个优化，在选择高 ROE 时，连续三年超过 15% 的，然后找低负债率，小于 50% 的。测试他们在 2016 年 2 月到 2017 年 12 月的表现。结果发现，收益率能达到 40%，远超上证指数的 20.8%。也就是说，高 ROE 低负债率组别，显著跑出优势。

作者还做了个测试，2007 年到 2016 年，连续 10 年 ROE 大于 10% 的上市公司，全都挑出来，一共是 68 家，结果回报是 3.7 倍年化 14%，也是远超指数表现。所以这个回测就告诉我们单纯的高 ROE 策略，绝对是有效地。作者说，高 ROE 的公司，由于能够通过净资产产生大量利润，所以也同时会具有较高的成长性。只要一个行业，或者板块，甚至是宽基指数，他的 ROE 处于爬升期，那么都会引发股市的大涨。相反当他的 ROE 不涨了，甚至开始下跌，股市就会迎来较大的调整，当年的创业板就是如此，ROE，从 2013 年的不到 7%，一路涨到了 2015 年的 8.5%，然后就开始回调。

无论经济好不好，投资要看的其实是经济的运行质量，说白了就是资金的使用效率，也就是 ROE 指标，老有人说中国 GDP 高增长，为啥股市不涨，其实毛病就出在了这，美国也一样，65-80 年，年均 GDP 也达到 3.8%，高出 80 年代以

后 2.7% 的增速水平，但是我们的都知道，70 年代，美国股市是不涨的，而 80 年代是猛涨的。所以作者就是想告诉我们，关注股市涨跌，你就得关注市场整体的 ROE 变化，和估值变动，但是难点在于 ROE 是后验指标，也就是说他会滞后市场很久才会出现。只有季报公布完了，才能统计出 ROE 的变化情况。所以我们也只能用它去验证一下行情的有效性。是真反转，还是假反弹。明天我们再来看看 1991 年，当时发生了第一次的暴跌，这又是怎么造成的呢？

【2】 追寻价值之路 2： 暴涨暴跌的政策市

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，寻求价值之路。今天我们来看看 1991 年的股灾，这也是我们股市的第一次股灾，90 年深圳只能叫做试营业，91 年，深交所才正式开业，沪深两市正式确立，但由于之前，不断地出台上涨限制的利空政策，再加上行政干预太多，此时深圳其实已经处于快速下跌当中。现在大家去调 K 线就能看到，开盘是 988 点，一路跌倒了 396 点。而同时期的上海股市，竟然还是上涨的，当时深圳也很着急，甚至自己单独救市，开创性的设立了证券市场调节基金，终于在 9 月以后，市场见底回升。

当时可以交易的股票太少，而且涨跌停限制的比较死，所以其实没什么交易量，经常都是空跌空涨。

当时我们还发行了人民币特种股票，俗称叫做 B 股，正因为有了 B 股，所以现在的国内股市，才叫做大 A，B 股说白了就是以人民币标明面值，然后以外币认购和买卖。说白了就是想吸引一些外资过来买，但这几年，其实 B 股的意义已经基本不存在了。外资可以有正常的换汇渠道，进入国内，那么 B 股的流动性也就越来越差了。未来退出历史舞台，也会是迟早的事情。

91 年的经济形势其实还是不错的，经济再次转向高速增长，GDP 同比增长 9.3%，工业增加值从 3.4%，又回升到了 14.3%，CPI 和 PPI 也不太高，当时全球经济到是比较疲软，全球只增长了 0.9%，所以 91 年是国内强，海外弱。但其实当时的股市，并不怎么反应经济状况，更多的反应的都是政策变化以及改革的预期。当时连续的货币宽松，给经济踩油门，利率也是不断的下调，这些东西刺激了上海股市走高，而深圳股市，则完全就是一系列政策给打残了。

沪深大分化，是这一时期的主要特征，所以这也就说明，股市跟经济基本面无关。当时的政策，总想着走中国特色，结果就变成了到处打补丁，天天改规则，结果导致股市的变动极大。

虽然 1991 年深圳跌幅一度超过一半，但是最后算下来，竟然还是一个牛市，全年上证涨了 129%，深圳涨了 10.4%，如果从 9 月底算，深圳其实也涨了一倍以上。这 10 几只股票全部上涨。只有深安达一只医药股市跌的。

接下来作者还是讲了一下他的策略，A 股市场的核心驱动力到底是什么，大致可以分为三种，第一种是盈利周期，比如我们说的戴维斯双击，业绩改善的同时，拔高估值，会迎来一波全面的牛市，历史上的 519 行情，2003 年的五朵金花行情，2007 年 6000 点行情，这些我们都会后面讲到。

第二种驱动力是金融指标，对经济指标的领先性，比如我们常说的社融改善，货币宽松，企业中长期贷款增加，一般大家会倾向于认为，信用宽松之后，经济就会有强力的拉升，所以一旦抢跑的人多了，那么股市就会提前反应。比如2005年市场见底，2009年1664点的大反转。都是来自于信贷数据的驱动，和央行政策方向的转变。

第三种驱动力，还是来自于央行，就是利率驱动下的宽松行情，也可以起到拔高估值的效果。企业盈利其实没什么改善，主要就是因为流动性过于宽松，杠杆太高导致的，比如2014年-2015年的大水牛行情，还有2019年底的行情，也都是放水放出来的。所以央行持续放水，绝对对于股市是个好消息，而且股市也一定会有反应的。

下面我们来看看波澜壮阔的1992年，最重要的宏观事件就是南方讲话，彻底解决了姓资还是姓社的长期争论，并要求股市坚决大胆的试，搞对了就放开，错了就纠正，关了也行。这种态度其实就给整个的资本市场吃下了一颗定心丸，大家终于可以放开手脚，大干一场了。随后一系列重要的股份制改革出台。

同年2月，上交所开始逐渐放开交易的限制，这些被压抑了很久的老八股，开始报复性上涨，一天时间，延中实业股价大涨70%，飞乐涨了46%，到了5月份交易限制已经完

全放开。同时启用了 T+0 制度，这一下从地上到天上，步子实在是走的有点大。之前是全面管控，现在基本完全不管。结果上证综指出现了大奇迹，5月21日一天，指数涨了一倍。但是4天之后，就从1422点掉头向下，开始了漫长的下跌趋势。当年股民数量众多，也没有电子化交易系统，所以最后股民们，就只能在广场上排起长队。甚至最后为了解决大家的需求，不接受买入，优先办理卖出。

随后深原野出事了，说是主要股东非法窃取控股地位，虚假投资，非法逃汇，大量占用公司资金，被要求停牌。随后主要股东也在香港被捕。到了8月，发售认购新股抽签表，但由于太过火爆。排起了长龙，甚至很多人露宿街头。但最后大家发现，几千人的长队，只有30多人买到抽签表。于是开始大量聚集在深南中路，史称810事件。深圳政府紧急增发500万张新股认购兑换表。随后对金融，监察，工商，公安全面彻查。迁出了很多营私舞弊的涉案人员。

这两件事也加速了监管的形成，之前股市的事，都是由人民银行的地方机构管理，缺乏一个全国统一的监管体制。直到92年10月底，才成立中国证监会，当时的央行副行长刘鸿儒，担任第一任证监会主席。此时沪指已经从1422点跌到了400点，深圳也跌了一半，但到了11月底，又开始强力反弹，短短一个半月，又涨了一倍上去。股市早起这种

波动，实在很让人吃惊。

南巡讲话后全国人民备受鼓舞，92年中国经济全面回升，甚至再次出现过热的情况。实际GDP达到了14.2%，增速比上一年提高了4.9%，工业增加值同比增长21%，但同时伴随着通胀再次抬头，CPI和PPI分别又涨幅超过了6%，固定资产投资拉升到了44%，M1和M2货币供应量指标，直接拉升到了30%以上。常跟老齐学习的朋友，这些指标你只要一听，就知道发生了什么。很快一场大收缩就会接踵而至。所以从92年开始，市场经济已经是我们的改革目标，那么经济的变化，也就成为股市走势的重要参考。从这个时候开始，关注宏观，会让你更加有的放矢。

经济这么热。股市肯定依旧不错，全年上证综指产生了巨大的波动，但依旧上涨了167%，深成指也涨了140%。6成股票，都取得了正收益。像一些跟经济建设，强周期相关的公司，涨幅巨大，比如轻工机械，异型钢管，二纺机，这都涨了3倍。这一年总体来说，还是沪强深弱。

当年由于固定资产爆棚，所以房地产热和开发区热成为特征，特别是南方的房地产行业，迎来一个小高潮。但其实北方还完全感受不到。老齐当年第一次产生，房子还要买这个概念，是1997年之后。之前北方基本都是单位分房。盖房子的也都是个单位自主建设。

从 92 年开始，其实就有了行业景气度这个概念，这也是作者在这一章之后提出的策略，有些行业看价格，有些行业看销量，有些行业则看用户增长，所以他的标准是不太一样的。你没办法放在一起比较。比如白酒，银行，军工，你怎么比？对于策略而言，通常的方法是自上而下，先看周期，然后通过宏观来看行业的边际改善。比如著名的美林时钟，就把经济划分为高增长，低增长，高通胀和低通胀四个区间，然后信用和货币也分为，宽信用，紧信用，宽货币，紧货币。通过经济周期和货币周期的搭配。来判断市场的风险偏好，从而判断哪些行业可能占优。比如 2022 年 9 月，这就是一个低通胀，低增长时期，叠加宽货币紧信用，他的发展方向是，低通胀高增长，宽货币和宽信用。所以在这样一个周期内，价值风格可能会逐渐占优。也就是低估值，高股息策略，跟经济增长比较同步的一些行业，比如银行保险地产家电大消费这些，可能逐渐有布局的机会。相反由于经济减速，那些高成长可能将面临较大的无法兑现的风险。

如果是自下而上的话，那么就要对 ROE 持续追踪了，ROE 持续向上的行业，通常投资结果不会差，比如 2016-2020 年的消费，就是这样的机会，如果 ROE 走平，那么就很难赚到估值提升的钱，只能赚每年盈利的钱，比如银行，他可能不具备太强的爆发力。别人都涨他也不怎么涨。当然如果

ROE 持续下行，那么就要重点回避。因为 ROE 向下，就很难去找市场的估值底了。甚至会陷入估值陷阱，越跌估值反而越高。明天我们再来看看 1993 年，市场再创新高。

内容仅供参考

【3】 追寻价值之路 3 ： 经济过热！股市疯狂

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路。今天我们来讲讲 1993 年，92 年的经济过热一直延续，到了 93 年，政策开始全面收紧，而上证综合指数，在 2 月份突破了 1500 点，创下开市以来的新高 1558 点，随后开始震荡回落。不到 8 月份，就跌去了近一半。这个 1558 点，也成为了一个标杆，直到 6 年以后的 1999 年，才被重新突破。但是巧合的是，到了 2008 年 10 月，竟然又回到了 1664 点，也就是说如果从 2008 年 10 月算，上证指数 15 年几乎没有上涨。所以股市就是这么有意思。长期看，股市一直都在上涨，但是如果你买错了，那么即便你长期持有也赚不到钱。

1993 年头两个月，股市情绪高涨。主要就是因为银行推波助澜，很多机构大户，通过证券公司，运用银行资金进行信用交易，也就是从银行借钱买股票。甚至有的凭借资金优势，干脆变成了坐庄。马上上交所就发文，禁止信用交易，监管开始遏制资金炒作。限制每笔买卖申报数量。缩小价格申报幅度。一系列措施，让这些资金成为惊弓之鸟，股市也遭遇暴跌。一个半月下跌了 40%，。前期涨幅消耗殆尽。

但随后，这些游资跟监管打起了游击，趁着政策没有落实到位，他们又快速的炒作了一把，推动指数反弹了 44%。从而实现自救，但这次自救，其实也让整个市场，气数已尽。接下来几年都是一蹶不振。随后银证脱钩落地，朱镕基兼任人民银行行长，开始铁腕治理金融纪律。股市在 7 月中下旬，跌出了全年最低点。

当年市场还发生了一件大事，叫做宝延并购，中国宝安宣布持有延中实业股票超过 5%，接着万科收购申华，中国资本市场，掀开了收购上市公司的序幕。到了年底，监管也开始救市，纷纷出台利好。调降了交易佣金。但市场低迷，并未得到明显缓解。

93 年的经济，补充几个数字，当年的 GDP 达到 13.9%，工业增加值 20%，固定资产投资 61.8%，CPI 达到 14.7%，PPI 达到 24%，M1 和 M2 分别为 38.8%和 37.3%。可以用四热，四高，四紧，一乱形容，四热指的是开发区热，房地产热，股票热，集资热，四高，投资规模高，信贷投放高，货币发行高，物价上涨高。四紧是交通运输紧，能源紧，原材料紧，资金紧。一乱是金融秩序全面混乱。

当时还有另一个行业特征就是三无概念股，简单说就是，无国家股，无法人股，无外资股，无内部股，无转配股，这 5 个特征里有 3 个，就算是无三概念。本质上看，其实就是

股权结构非常分散，没有强势大股东，流通股占比高。为啥会炒这些呢？其实还是并购的逻辑，家里没有大人，就有更大的可能被别人并购，像刚才说的，延中实业，申华实业，都是三无概念，也都被有实力的企业收购了。从而出现了股价大涨，分别涨了 2 倍和 1 倍。所以从 93 年开始，投资者已经开始去思考并购重组概念的逻辑了。

在这一章后面，作者讲了大小盘风格的看法，大小切换，确实有明显的轮动迹象。但是跟流动性，和利率环境，其实没有态明确的强关联。总体的规律，就是当小票炒的太高了，那大票就该有机会了，相反如果机构们都在大票里面抱团，那么风格就很可能再切回小盘股。

老齐也强调一下，大小盘切换是不太好判断的，不如成长价值判断起来更简单，成长价值就看谁的景气度占优，但大小盘首先划分就比较困难，其次行业也比较混乱，他没有明确的景气度占优指标。如果非要判断大小盘，那么我们也可以简单说几点，1 通胀上行，对小盘有利，但是要记住，利率低逻辑就变了。也就是说，通胀上行，利率低有利大盘，其他都利于中小盘。然后利率低，经济好，对大盘有利，利率低，经济差对中小盘有利，利率低通胀上行有利大盘，利率低通胀下行有利小盘。然后就没有啥特别好的方法去判断了。

下面我们开始进入 1994 年，中国股市的第一个全面熊市，24%的通胀率之下，必然引发一场强烈的调控。股票市场也是从年初开始持续下跌。一开始还有将近 900 点，到了 7 月份，已经跌到 325 点了。随后一波政策救市，快速反抽竟然涨过了 1000 点，也就是说，上证综指一个多月涨了 3 倍上去。但随后再次下跌，此时我们又结束了 T+0 制度，改为了 T+1，市场继续下跌到 600 多点，最后收尾。

这一年最大的基本面是救市，当时出了四不救市，1、55 亿元新股半年不上市，2 不征收股票转让所得税，3 公股，个人股，年内不并轨，4 上市公司不得乱配股。这些政策当时看是有效的，因为政策公布后，市场涨了一个 9.9%。但很快又跌下来了。

94 年 7 月 28 日，市场恶化的程度，有点超出投资者的想象，用大家的话说就是跌麻了，一天时间，上证指数跌了 8.4%，最低达到了 325 点，相比于 1558 的高点，这次熊市，下跌长达 17 个月，跌去了 80%。其中两波小反弹，也没有超过 15%。

这是中国股市遭遇的第一个熊市，没想到就如此的凶猛，让之前那些炒股票的人，第一次感受到了江湖险恶，但就在市场已经绝望的时候，7 月底，市场再次释放 3 个利好，停发新股，对证券机构进行融资，吸引外资过来抄底。这三大

政策，让市场出现了久违的大涨，一天之内上证综指大涨 33.5%，9 月 6 日涨到破了 1000 点大关。这种暴涨暴跌，更是让每个普通的投资者的心在滴血。无数人悔不当初，在低点卖掉了股票。也有大量的人，在这波上涨中，重新追高。

但是等待他们的，却是更加残酷的现实，后来我们嫌市场炒作过于频繁，所以退回到了 T+1 交易，这个又给市场迅速降温。股市再次下跌。不过这一年最低的 325 点，成为了上证指数的铁底，以后再也没有跌破过这个位置。

94 年的经济其实还是很热的，GDP 达到 13%，工业增加值 18.8%，固定资产投资依旧在 30% 以上。但已经比 93 年的 61% 显著下降。不过通胀依旧没降下来，反而更高了，达到了 24%，属于是恶性通胀了。

这一年宏观上还出了一个大事，就是财政分税制改革，中央基本把钱全拿走了，占比瞬间从不到 30%，拉升到近 60%，而地方一下就穷了。这一年是浦东大建设的一年，所以尽管市场暴跌暴涨，但浦东概念股，却表现不错，外高桥和浦东金桥，涨幅都不差。

作者说，经济下行，其实是非常常见的事情，政策肯定也要做出反应。所以大家要特别关注 PPI 这个指标，PPI 与企业营收，还有利润高度相关。PPI 同比负增长，也就意味着企业可能又要负增长。如果只能用一个指标去预测市场整体的

盈利变化，那么就是 PPI，之前我们说过 ROE 是一个后验指标，你知道他的时候，都已经好几个月之后了，但 PPI 基本上是同步指标，PPI 上行期，一般股市表现会比较好，PPI 下行期，通常市场会有不小的压力。而政策则往往跟 PPI 相反运动，PPI 显著回落之后，则政策往往会明显放松。比如 2001 年，PPI 转入负增长，经济进入二次通缩，这时候全球经济也不好，于是央行果断降息。

2013 年也是一样，当时货币很紧，甚至出现了钱荒，市场利率大幅上行。在经济没有特别好的全局性机会的时候，市场就明显偏向成长股，高景气赛道，所以那一年创业板很好，但主板很差。到了 2014 年，货币政策开始转向，面对下行的经济基本面，开始纷纷降息降准。当时的 PPI 也是转入深度负增长，国际油价也开始暴跌。但直到 2014 年 11 月，才正式引爆了股市行情，市场转入全面上涨。蓝筹先涨，因为经济相关度高，接着成长再涨，直接上了 5000 点。一波大水牛就这么起来了。

下面我们讲 1995 年，最著名的是 327 国债事件，直接让证监会叫停了国债期货交易。而这一事件，当时也被股市理解成为重大利好，因为想着，这些炒国债期货的钱，都会回流到股市当中，所以当时上证指数又是一天涨了 31%，史称 518 井喷，但好景不长，井喷之后再度回落。这一年的股

市有个特征，就是低价股涨的好，那么这又是为什么，327 国债来龙去脉又是怎么回事，明天咱们接着讲。

文
本
内
容
与
主
题
无
关
，
是
一
些
无
用
的
字
符
。

【4】追寻价值之路 4：持续紧缩！逼死牛市

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路。今天我么你来看看 1995 年，327 国债事件，这一年股市开门黑，上证指数连续下跌了一个半月，跌幅达到了 17%，紧接着监管再度叫停 IPO，视为重大利好，到了 2 月股市开始反弹，但紧接着上演了著名的 327 国债事件，他不是 3 月 27 日，而是 92 年（3）国债 6 月交收的国债期货合约代码。95 年 6 月到期，按照规定，他的对付价格是按照票面利率加上保值补贴率计算，大体在每 100 元债券，到期对付 132 元。考虑到银行存款利率和通货膨胀，这个回报率太低了。所以当时市场传言说财政部可能会提高补贴，可以用 148 元进行兑付，但是到了 1995 年之后，通胀率见顶回落，大幅补贴可能会越来越低，于是市场就出现分歧，大家就开始交易这个不确定的预期，万国证券，联合辽宁国发集团，成为市场做空的主力，而在另一边，中国经济开发信托投资公司，成为多头主力。

到了 2 月 23 日，财政部公告，国债将按照 148.5 元兑付，大大超出市场预期，空头判断彻底失误。于是中经开大比例买入，进行逼空，将价格推升到了 151.98 元，万国证券面临巨额亏损，他们决定殊死一搏，在收盘前 8 分钟开始大

举反攻，通过透支卖出的方式，做空国债。从而打爆多头仓位。以最终实现盈利而告终。中经开则高兴的太早了，最终出现 40 亿巨亏。

但是，事件再次迎来巨大转折，上交所在晚上 10 点，发布紧急通告，说当天下午 16 点 22 分 13 秒之后的交易异常，宣判无效。这瞬间宣判了万国证券死刑，巨亏 56 亿的变成了他自己，这种行为，就属于边打边改规则，市场公信力遭遇巨大的挑战。所以第二天上证综指暴跌。下跌了 5.2%，大家不再相信，股市是一个公平的市场。

327 国债事件影响非常恶劣，所以后来，在 5 月 17 日干脆把国债期货给关了。相当于资本市场少了一大块业务，那么炒股的人，都认为这是一个利好消息，认为资金可能会回流股市。转过天来，股市就迎来暴涨，上证综指向上跳空 130 点，成为中国股市最大的一个跳空缺口。在随后的 3 天，上证综合指数，累计上涨了 54%，所以中国股市历来都是这种神经病的走势，我们也永远不要悲观，指不定什么时候，就是一个巨大的反抽。股市永远都在波动当中。

这种行情，被称为是 518 井喷，那么既然是井喷，他就一定不可持续，随后 5 月 22 日，又传来了市场增发新股扩容的消息，结果 5 月 23 日，上证指数，当日暴跌 16.4%，注意这都是指数的跌幅，所以那个年代的股市跌幅实在是太大

了。基本上很少有人能一直持有不动。市场情绪也总在悲观和乐观之间来回的切换。从全年走势来看，1995 年，市场整体跌幅定格在了 13%。

这一年的经济增速有了明显下行，95 年 GDP 增长 11%，较上一年下降了 2%，工业增加值同比增长 14%，比上一年降低了 4.8%，固定资产投资同比增长 17.5%，也较 94 年有大幅的回落。CPI 是 17.1%，PPI 是 14.9%，虽然通胀再下行，但依旧维持在了一个较高的水平上。

1995 年的经济体制改革，明确指出，要以国有企业改革为重点，当时提出的方针就是抓大放小，要对 1000 家大型国有企业进行重组，那么对于市场来说，并购题材就开始反复涌现。

另外，当年由于通胀太高，所以我们启动了储蓄保值补贴，其实就是一种长期通胀保值债券，那么当年的补贴力度是极大的，甚至长期储蓄存款，实际利率可以高达 30%。基准利率都在 17.1%，在这么高的利率之下，股市就完全不具备性价比了。所以市场长期下跌，也就再正常不过了。稍微有点宏观常识的人，都知道，此时应该放弃股票，去买债券。

由于持续的高通胀，1995 年，食品饮料行业还是表现不错的，全年涨幅 24%，遥遥领先于其他行业。跌幅较大的是交通运输，纺织服装和电子，跌幅都在 3 成左右。从个股来说，

川老窖成为唯一一支翻倍个股。

95 年的市场，依旧保持了低价股的优势。所以大家也非常热衷于拆股。把一个 100 元个股，拆成 10 个 10 元股。甚至还有拆到 5 元以下，这样就可以吸引更多的散户关注。当然，另一个客观现实就是，当年的低价股确实估值低，平均市净率只有 1.8 倍，远低于其他的组别。所以低价股，当年其实本质就是低估值。

下面我们看，作者在这一章要讲的策略，市场有句话叫做 M1 定买卖，说的就货币宽松活化的程度，M1-M2 一直被认为是一个重要的信用指标，他对于整个市场有着比较重要的指引作用，一般剪刀差扩大，市场就很容易拔估值。作者说，在中国这个剪刀差，其实相关度更高的是房地产销售增速，我们过去十几年，房地产是主要投资渠道，也是经济的主要信用通道，所以房地产起来，经济就会起来，那么货币活化，自然而然也就率先在房地产上得到应验。

但是作者说，这个指标后来就不太好用了，特别是 2015 年到 2016 年的时候，先是剪刀差缩小，到负值不断加大，但是指数却开始上涨，而到了 2016 年股灾之后，再次出现这种现象，当时剪刀差高位下行，但沪深 300 在持续提升，直到 2018 年才转了过来。不过这个指标到 2019 年之后又重新好用了。作者给的结论是，2015 年以前，股市跟房地产周期

高度相关，所以刚好碰上了，2015 年之后，股市跟房地产周期错位，所以剪刀差就不反应这个变化了。但其实老齐到不这么认为，2019 年这波行情，其实股市跟房地产周期也不匹配，但是剪刀差重新起到了作用。所以总结来总结去，只有 2015-2016 年的行情是特殊的，那么为啥当时那么特殊，就是因为当时有配资盘，他的作用比信用宽松更大。所以掩盖了剪刀差的作用。那么未来 M1-M2 还会一直有效吗？只能说大概率有效，投资永远不可能把希望寄托于一个指标之上，我们找了 15 个指标，作为一组量化工具，叫做股指期货，宏观对冲模型。这些指标有 12 个转正，就基本上能确认牛市了。而 M1-M2 只是其中一个。

接下来我们进入 1996 年，95 年政策收的太紧了，到了 96 年迎来了久违的宽松和降息，股市也是给点阳光就灿烂。一路上涨到了 9 月，然后监管又开始出来给市场降温，史称 12 道金牌，要把牛市逼死的节奏。但股市依旧顶着这些利空，从年初的 500 多点涨到 1200 点，到了 12 月，人民日报头版评论员文章，直接指出股市这种暴涨是不正常和非理性的，结果指数因为这条消息，吃了两个跌停。这一年中国股市呈现出了典型的政策市特征，管不住的手，上下乱摸，让当年的市场很是受伤。老齐很庆幸没有在那个年代去做投资。感觉那个年代的股民才是真正的战士。被政策反复收割，却依

旧无怨无悔。所以跟先烈们比起来，我们已经是幸福的像花儿一样了。跌个 10-20%就已经扛不住了，这也就是当年 2-3 天的跌幅。

当年市场进入了一个情绪化的牛市，涨到 9 月份的时候，其实已经变得全民亢奋，当时市场上弥漫着一个说法，叫做不怕套，套不怕，怕不套，这个跟后来 2007 年，死了都不卖有异曲同工之妙，说白了就是神一样的自信，之前卖出都很快涨回来了，于是大家就都不卖了，越不卖，涨的也就越快。最后崩溃的也就越快。

96 年 12 月 13 日，是一个相当重要的日子，从这一天起，监管出台政策，实行了涨跌停板的制度，规定单只股票单日涨跌幅不得超过 10%，结果宣布当天，上证指数大跌 5.7%。紧接着就是后面人民日报的评论员文章，12 月 16 日，两市几乎全面跌停，有涨跌停制度之后，上证综合指数第一次跌幅达到了 9.9%，第二天，继续这么跌，又跌了一个 9.4%。这么说吧，7 个交易日，上证指数跌了近 30%。随后证券报开始画风突变，说挤干股市泡沫，保护中小投资者利益，这一目的已经达到。然后又开始呼唤投资者的信心。

所以你看，在中国投资，最大的风险就是政策意图，你不知道他会干什么，也不知道他会出什么政策，更不知道投资者对这些政策会有什么反应，这就是我们做波段的难点所

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更
在。你根本就啥都看不准，那还怎么做波段。所以不如跟着
政策走，人家鼓励的时候你就买，人家放狠话的时候你就卖，
仿佛收益还能高点。但这么做说起来简单，做起来却极难，
为什么呢？咱们明天接着讲

技术分析的误区

【5】追寻价值之路 5：从充满希望！到面临绝望

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路。昨天我们说到了，中国股市似乎跟着政策走，胜率挺高，那为啥，还是很多人赚不到钱，因为逻辑简单，但做起来极难，政策做空的时候，往往是逐渐加码，但那会市场很强，所以每次都是低开高走。乖乖听政策话的人，很早就下车了，甚至会错过后面巨大的涨幅，比如 2007 年行情，3500 点，政策就开始提示风险了，最后涨到 6124 点，那么提前下车的人，你想想是什么心情，他肯定后面还得回来，而且每次加息低开高走，最后市场就是不反应利空了，所以才有了最后的死了都不卖的自信，反之也一样，政策让你做多，也会给出明确的信号，但当时肯定是经济不好，信心脆弱，股市还在下跌当中，政策也是一点一点的释放，政策底之下，往往还有 20-30%才是市场底，这个过程他是不断释放的，所以你刚听到政策利好，就开始做多，往往会被套住。然后非常难受，最后一波的下落往往短而急促，伴随各种各样的负面消息，甚至好消息也会用负面情绪做解读，往往都是 49 年之前，叛变的。这就是政策已经名牌了，但是你却依旧做不好投资的原因。那么有什么好

办法吗？一个是配置，一个是定投，政策转暖，你就做好 1-2 年定投的准备。要么你就配置，预留 4-6 成的债券仓位，以备不时之需。仓位即心态，你手里有粮，就会心中不慌。

1996 年股市涨了一整年，但是当时的经济其实是回落的，96 年 GDP 增长 9.9%，工业增加值 12.5%，固定资产投资 14.8%，消费品零售是 20.1%都要比上一年弱。出口还出现了大幅下滑，只有 1.5%差点就负增长，前两年可都是 20-30%的增速。所以这么一个经济形势，你很难把他跟一个全年大牛市联系起来。96 年惟一的两点就是通胀下来了 CPI 回到了 8.3%，PPI 只有 2.9%，从此之后，我们就基本告别了两位数高通胀的威胁。

96 年虽然经济不好，但是政策很松，利率出现了趋势性下行。利率从 15%，降到了 6%。这也极大地刺激了投资的热情，股市尽管年底大跌，但是全年仍然是打仗的，沪指涨了 65%，深指涨了 226%，这一年也被作者称为价值投资的开始，家电，金融，农林牧渔，休闲服务，公用事业这些价值行业，全面领涨。但实话实说，当时这几个行业，其实也不能算是价值，可能看成成长更为合适。当年应该正是他们的行业景气度爆发期。

当年香港即将回归，所以香港概念股表现出色，深圳由于近水楼台，所以涨幅前列的股票，基本都出自深圳市场。

家电板块中最牛的是四川长虹，一年涨幅 382%，他在 96 年发起了彩电价格战，当时感觉长虹好牛，他的大幅降价，甚至把国际品牌逼入了墙角。四川长虹的市场份额也大幅提升。但是今天你再返回头看，拥有了上帝视角之后，观点就完全不一样，四川长虹就是在作死，他带着全行业一起跳海。四川长虹的股价掀起了一波高潮，但这波高潮过后，就是近 30 年的衰退。

股市在经历过三无概念，浦东概念，低价股革命，到了 96 年，终于迎来一波绩优股行情。10 倍市盈率以内的低估值大蓝筹，表现最好。

这一章最后讲策略的时候，作者谈了几个感悟，第一每当市场喜欢用一些长期逻辑，来解释短期行情变化的时候，往往都是转折点，主要是一些短期业绩和估值已经不够用了。比如 2018 年市场极差的时候，谁都能看出市场见底，但此时长逻辑出现了，比如什么中美脱钩，新冷战。这种东西一出现，就说明市场显著超跌了，在为了看跌而看跌。2022 年也一样，跌倒 9 月，大家又把中美脱钩搬了出来，还担心战争升级，互扔原子弹。那么这就没边了。

第二，无论什么模型，无非变量就是两大类，1 是分子端盈利增长，2 是分母端利率变化，这都是短逻辑。但是当行情走向极致的时候，开始出现一些长逻辑的因素，比如什

么新经济，新科技，长期现金流，通过这些东西，企图改变市场的估值预期。比如当年的漂亮 50 热，以及 2020 年的白酒热。

第三，就是在行情顶部的时候，尽量不要着急推翻领涨板块的核心逻辑。这个不可能做得到，还比如 2020 年，浓香科技和酱香科技，爆出了一个长逻辑，全球永续低利率+消费龙头稳定现金流，所以给了超长久期贴现，那这个东西他的估值肯定就被推起来了。10%-20%的增长，对应 70 倍的估值，大家也认为合理。你斗胆说不合理，就会被吐沫星子淹死。也会被永远的神给怼死。

第四，都知道别人恐惧我贪婪，别人贪婪我恐惧，但现实往往是，别人恐惧的时候我更恐惧，别人贪婪的时候我更贪婪。这就是人性。买入时候多想想他会跌到哪去，卖出之前多看看他能涨到哪去。但大多数人都做反了，买入之前，光想着吃肉，卖出之前，则光想着下跌。结果在市场最底部，交了枪。

接下来我们看看 1997 年，大家印象最深的就是香港回归，小平去世，以及亚洲金融危机，对于股市，可能已经没什么太多的印象了，但这一年，我们又是一个牛市，只是这个牛市先涨后跌，我们从 900 多点开盘，最高涨到了 1500 多点，随后印花税上调，股市迅速降温，从 5 月一直跌到年底，

下跌了 20%，但收尾的时候也有近 1200 点。

96 年底，市场被政策压得太狠了，到了 97 年，开始逐渐放松，股市也一路向上，但 2 月，伟人去世的消息震惊了市场，消息传出后，所有股票全都跌停开盘。上证指数也是跌停，下跌 9.6%，但是低开高走，最终收盘的时候，上证综指还微微上涨了 0.2%。这时候，其实我们已经知道，利空不反应，说明市场已经过热，这一波一直涨了 3 个月，到 5 月份，才开始见顶，接近历史高点，随后组合拳，又开始给市场降温。增发新股的同时，上调印花税率。但市场也没有马上就跌，而是仍然在往上顶了几天，到了 5 月 16 日，国家继续给股市扩容，这下市场扛不住了，当天大跌 7.2%。紧接着又出台严禁炒作的规定，再度下跌 8.8%，到了 7 月初，也就是一个半月时间，上证指数已经跌去了近 27%。

到了年底亚洲金融危机爆发，泰国汇率崩溃，东南亚乱做一团，但这时候上证指数，却逐渐企稳。进入了盘整回升阶段。这一年的经济特征可圈可点，属于是高增长，低通胀，GDP 在 9.2%，社零和出口分别是 10%和 21%，CPI 仅仅 2.8%，PPI 已经跌到 0 值以下，这些数据预示着中国经济，已经软着陆成功。通胀很低，央行就有进一步放松银根的空间。存贷款利率继续调降。减轻企业负担，同时支持国有企业改革。提出了三年脱困的目标。以纺织行业为突破口，连续几年造

成了大量的国企员工下岗再就业。

97 年的股市，科技股，机械设备表现出色，由于频繁降息，所以公用事业涨幅第一，家电和纺织的表现也都不错。其实我们可以总结一个规律，在连续两年的牛市当中，通常后半段都会是科技股大涨。以信息技术，电子，医药这些为主。因为这些是典型的成长股，高估值和高成长策略，市场往往以低估值开端，高股息策略去抓熊转牛的拐点，然后是消费搭台，找盈利质量兼顾成长，PB-ROE 策略成为主导，第三个阶段高质量盈利已经不能解释估值的拔高，所以市场开始去讲高成长的故事。通过不断上修的增速来解释天价估值，直到增速拐点出现，高估值的故事被戳破，市场开始暴跌。当然这只是纯粹的市场行为逻辑，在这其中还有很多的意外因素，比如政策的打击，以及海外的不确定爆发，都会引发市场变化。市场在中途开始折返的可能其实是很大的。

所以我们不能完全去看估值，认为估值低了就会涨，估值高了就会跌，其实不一定，甚至在一段时间内，估值越低跌的越厉害，估值越高反而越涨。我们必须先去识别出市场最重要的运行驱动力，当低估值因子不起作用的时候，就不要太迷恋估值的作用。

97 年市场上的重组概念，是进行的如火如荼，本来就是国企改革为大的时代背景，所以资产重组本身就很多，涉及

上市公司多到 246 家，也就是说当年三分之一的公司，都有重组，半数以上的公司发不过去重组消息。所以重组的命中率其实并不低。那么炒壳，炒资源注入，炒收购兼并，其实反而倒成了一个胜率很高且赔率也很高的事情。明天我们再看看，惊涛骇浪之下的 1998 年。

【6】追寻价值之路 6：惊涛骇浪的 1998 和绝境反转的 1999

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路，今天我们来看看 98 年，这一年最大的事情就是国内的特大洪水，和亚洲金融危机之香港保卫战，对我们的经济进行着内外冲击，GDP 增速快速下降，所以政策只能转向宽松，支持增长。那么股市怎么样呢，大家可以猜一猜，依旧是先涨后跌，先从 1200 多点涨到了 1400 多点，随后震荡回落到 1100 多点收盘。

那个年代，我们的金融市场还比较封闭，虽然海外都已经乱成了一锅粥，但是国内市场，却表现相对良好。当时的投资者也是相当心大，不怎么关注东南亚的问题。到了 98 年 3 月，公募基金起航，开元证券投资基金和金泰证券投资基金公开发售，随后一批著名的基金公司成立，包括华夏，华安，国泰，鹏华，南方，博时，到了 99 年，嘉实，长盛，大成，富国等公司陆续成立，这 10 家基金公司也并成为老 10 家。

公募基金开闸，也助推了 A 股上涨，随着央行降息降准，股市也是持续上涨，3 月到 6 月涨幅 20%，在全球来看，可以说是一枝独秀般的存在。但是到了 6 月初，索罗斯在香港

点火，大家开始感觉不对劲了，然后又是特大洪水出现，2.23亿人受灾，股市有点扛不住了，随着香港股市大幅下挫，A股也在持续下跌。虽然央行继续降准降息，财政部还调降了印花税，但是仍然没有阻挡跌势。从6月到8月，2个月时间，上证指数跌去了20%多。此时也是香港市场最为危险的时间段，正在跟索罗斯上演大决战。这段时间市场也是悲观一片，都在为中国经济的命运担忧。

但是从8月到11月，香港守住了，恒生指数快速回升。从7000点回到了万点以上，而A股指数也涨了21%上去。所以市场最悲观的时候，其实就是最好的投资时间点

，那么2022年9月，是不是A股的大底呢，等您读到这本书的时候，应该会有结论。

那么为啥后两个月又得下去了呢，主要是因为证券法的审议，证券法里有些条文规定，国有资产不得炒作上市交易的股票，禁止违规资金流入股市。这其实就是从法律层面上，限制了资金的行为。所以证券法出台，当时被视为是重大利空。股市从1300点，跌到了1150点以下。

当年的经济，在亚洲金融危机的冲击之下在逐渐减速。GDP降到了7.8%，没完成当年保8的任务，物价指数CPI和PPI双双负增长，出现通缩迹象。工业增加值，社零和出口，都大幅回落，也就是说投资，消费净出口这一年都遭遇了巨

大的冲击。在这样的情况之下，货币政策持续加码宽松，存款准备金率从 13%，下调到了 8%。贷款利率也下调了 2 个百分点。

此时宏观上，我们开始逐渐启动内需，对房地产开始拉动，福利分房开始退出历史舞台，商品房开始进入老百姓的生活，房地产是一切周期之母，我们把这只大老虎放出来，希望他能够拉动整个宏观经济上行。事实上，也确实起到了这样的作用。

98 年的行情特征，是沪深分化比较大，上证指数全年下跌了 4%，但是深圳却下跌了 30%，其实道理也很清晰，深圳离香港更近，受到香港保卫战的影响更直接。这一年依旧是高科技板块领涨，信息服务和信息设备分列涨幅榜前列，全年涨幅分别是 24%和 17%，而消费表现比较差，家电连续几年大涨后，这一年跌去了 20%。四川长虹更是跌去了 44%，食品饮料也跌了 12%。

在这一章的最后，作者探讨了流动功性的概念，第一层意思是资产流动性，也就是资产的变现能力，比如我们说的古董和房地产都是流动性比较差的资产，金融资产的流动性相对较好。第二层意思是宏观流动性，这里还得分两个维度，一个是利率一个是数量，分别对应货币和信用，他们经常会打架，比如利率很低，但信用就是放不出来，比如 2022 年

8-9 月，就出现了流动性陷阱，反之也会有经济过热的时候，利率很高，但是信用却在极度扩张，同期美国就这样的情况。美债利率过了 4%，但是经济依旧下不来。

央行通常会用货币去引导信用，他需要有信用投放的渠道，打通这个渠道，宽货币才能转化为宽信用，否则大量的货币，只能堆积于银行体系当中。按理说，利率降到一定程度，通常会引发信用改变的。不过也有特殊情况，比如日本，宽货币这么多年，信用却改善不多。实体经济资金需求，一直起不来。

流动性的第三层意思就是股市流动性，也就是能直接参与到股市的钱到底有多少，但股市流动性，并不是领先指标，跟大家想的不一样，不是资金流入，股市才涨，他们最多是同步的，甚至还有明显的滞后效应，也就是说，等市场大涨之后，市场出现明显的赚钱效应了，增量资金才开始不断地买入，不断地推高估值。股票市场流动性意义很大，但是他很难找到客观的评价方法。

在研究当中，我们总说由盈利驱动的行市，重要的其实是去找盈利周期的拐点，而在流动性驱动的行市当中，最重要的是判断流动性的拐点，那么大概的规律可以有两点，1 是定性层面，关注监管层的表态，至少央行要做货币政策的边际放松，证监会和银保监会，也得是支持市场的态度，相反

央行边际收窄，证监会严查违规资金，那么可能就是流动性转紧的信号。

第二是定量层面分析，就是信贷和社融指标，中长期贷款和社融边际改善，往往意味着股市的流动性开始回归。一般机构投资者，都把这两个指标视为是发令枪。

接下来我们看看 1999 年，这是第二次大牛市，最著名的就是 519 行情，终于突破了 1550 点的这个长期大顶，股市在 1 个半月时间，涨了近 70%，美国的科网泡沫，映射到了中国股市，科技股和网络股，在这一年处于绝对的领涨地位。但后来又是因为证券法的实施，行情被打了下来。最后收官于 1200 多点。又回撤了近 30%。所以每一年股市，其实都是暴涨暴跌的。涨个 50%以上，再跌个 30%，都再正常不过了。

519 行情爆发之前，其实世界一点都不美好，5 月 8 日，北约导弹袭击了我南斯拉夫中国大使馆，这种武装袭击的程度，远不是贸易摩擦和打嘴炮所能够比拟的。转过天来市场开盘，跌去了 4.4%，当时市场一片悲观。甚至觉得，要跟美国和北约从此进入战争状态。

但是正式在这种绝望之下，一周之后就爆发了 519 行情，上证综指，一天涨了 4.6%，作为起步标志。随后人民日报，继续给市场信心，肯定了股市的上涨，6 月 22 日，上证指数

创了 93 年以来的新高，到了 7 月，已经摸高到了 1756 点。市场情绪彻底被点燃。但随后证券法实施当天，上证综指跌了一个 7.6% 下去。市场自此熄火。

这一年是机构投资者大扩容的一年，有国泰和君安的合并，也有湘财证券的注册资本金扩充，主要是为了增强券商自营投资的实力。也开始允许保险公司间接投资股市，国有企业不能炒股的禁令也被推翻。

经济上的软着陆，在 99 年已经进入尾声，GDP 增长 7.7%，回落速度放缓，工业增加值持平，固定资产投资回落较大，社零和出口增速尚可，物价依旧在负值区间，并未摆脱通缩的困扰。所以政策上只能采取进一步的刺激力度。继续降低存贷款利率，准备金率也继续调降到了 6%。财政上也特别积极，提出了西部大开发的战略，财政赤字率大幅提升。为了继续实现，国企三年脱困的目标，继续推进国有企业债转股。方法就是，成立了华融，信达，东方，长城四大管理公司，财政部提供了 100 亿资本金，人民银行也提供了 5700 亿再贷款，四大管理公司随后向对口银行和国开行发行 8200 亿专项金融债。这一轮债转股的本质，其实就是把商业银行的不良率全都接走，为日后银行不良率大幅下降做好准备。

后来有人研究 519 行情，认为是有增量资金入场，推升了股市，但作者并不认同这个观点，他一向认为，资金流

入和行情肯定是同步关系，他觉得真正推升 519 行情的是，中国经济见底回升。PPI 出现明显的触底反弹迹象。此外，金融指标，通常也是市场的发令枪，比如后期的 2005 年，就是盈利增速，出现明显拐点。2009 年也是，社融和中长期贷款，率先反弹，随后股市才开始启动。然后才是 GDP 回暖。也就是说，每一轮周期启动的起点，都是实体经济融资的回暖，但在经济增速放缓后，融资增速却不一定放缓。也就是说，金融指标，能用来抄底，但是不能用来逃顶。那么逃顶，我们又该用什么指标呢？明天接着讲。

【7】追寻价值之路 7：五年大熊市拉开序幕

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路，昨天我们说了，抄底的话要特别关注金融指标改善，比如社融和中长期贷款，但逃顶用不到，因为他反应比较慢，顶部往往都是情绪驱动非常明显，央行收货币一时半会，可能都收不回来。逃顶最好用的指标其实是动量，也就是技术分析，当市场波动率明显加大，上升斜率明显提升之后。就要带上止盈保护。一旦跌破某些技术点位，就要分批离场。下面我们来看 2000 年。

2000 年是一个很好的年份，中国经济触底反弹，A 股也是一个大涨的年份，开年就一路上涨，在 2 月的时候，证监会发布了股票质押贷款管理办法，以及向二级市场投资者配售新股的通知，被理解为重大利好，2 月 14 日，春节后第一个交易日，市场全线涨停，上证综指大涨 9.1%，这是涨跌停板制度以来，单日最大涨幅。3 月 27 日，突破了 519 行情创下的 1756 点，创出历史新高，7 月 26 日，首次站上了具有历史意义的 2000 点，全年上涨 52%，在全球股市中遥遥领先。

这一年的 8 月，市场传出了要推创业板的消息，当时被称为是二板市场，这一消息让市场出现了明显波动，很快跌

回到了 1900 点以下。但其实谁也没想到，创业板真正开板，要到遥远的 10 年以后了。主要是因为 2000 年 9 月，纳斯达克泡沫破裂，2001 年之后，A 股也连续大跌，已经不具备开创创业板的条件。

2000 年财经杂志，借助一篇报道出圈，这就是基金黑幕，说的是公募基金，在借助对倒和倒仓，来制造虚假的成交量。这篇文章对公募基金行业带来了不小的地震，也引来了强监管，但是并没有对市场造成太大的影响。

2000 年的经济确实很亮眼，GDP 增速达到 8.5%，结束了连续 7 年的下行走势，出现了明显的触底反弹，PPI 也结束了连续 31 个月的负增长。同时 CPI 也翻正反弹，这标志着中国经济，走出通缩。

此时是一个特别好的时间窗口，经济复苏，盈利改善，通胀不高，政策也依旧在宽松，股票市场的估值被大幅拉升，上证综指 1999 年初的估值只有 36 倍，到了 2000 年末已经拉升到了 65 倍。但与此同时，上市公司业绩却表现一般，1999 年全年，和 2000 年中报显示，净利润增速只有 10%，2000 年全年净利润增速只有 2%。所以很显然，这是一波估值拉动行情，并没有太多的业绩给与支撑。

当年依旧是成长股的天下，ROE 越差，股价表现越好。估值越高，反而越是容易上涨。像当年的神股，亿安科技，

成为了第一只超过 100 元的股票。但这其实也都是后视镜效应，站在当年去看，估计很难不受情绪影响，绝大多数投资者都会认为科技股和网络股是有超长逻辑的行业，可能跟 2022 年看新能源差不多。这种成长性行业，增速向上怎么都好办，一旦增速向下，风险就是巨大的。

作者在这一章的策略专题里提到了中国经济的三个阶段，第一阶段是 2000 年-2007 年，这是经济腾飞之年，GDP 从触底反弹，到 2007 年已经增长到了 15%，第二阶段是调整阶段，2007 到 2010 年，一场全球金融危机，让我们的 GDP 掉到了 6.4%，然后靠四万亿强刺激续命，第三阶段是 2011-2020 年，属于新常态阶段，也叫作调结构阶段。消费逐渐成为拉动经济的主力。而中国经济也在逐渐的减速。

接下来我们看 2001 年，这也叫做监管年，上证指数最高摸到了 2245 点，然后因为国有股减持政策，拉开了 5 年大熊市的序幕。

证监会从 1 月初开始，就对中科创业的股票价格进行调查，这让该股连续 10 个交易日跌停，跌幅达到 65%，老齐多说一句，这个中科创业，就是历史上著名的庄家吕梁案，一个养鸡场，被包装成了科技股，配合黑嘴，坐庄暴拉股价，坑害投资者的典型案例，大家可以去看看大败局这本书里，有详尽的记载，直到现在，吕梁去哪了，也还是个迷。当时

监管还任命香港证监会原副主席史美伦，为中国证监会副主席，专门负责彻查此事，对操纵股价的，亿安科技，银广夏，蓝田股份，东方电子等一大批企业立案稽查。

也就在这一年的1月-2月，经济学界掀起了一场股市赌场论的大争论，由吴敬琏提出，厉以宁，吴晓求等反驳。上证指数则在这种大讨论中连续下跌。但这也成为阶段性最后一跌，2月底之后，下跌逐渐止住，并出现了反弹，一直到6月份，还反弹了17%，摸高到了2245点创下历史新高。但这时候更坏的消息来了，国有股减持办法发布，目的是让国有控股公司，减持10%从而充实社保基金，但这在当时被视为是重大利空。这意味着二级市场的股票供给，至少翻倍。

到了8月份，上证综合指数，就跌到了1882点。后来银广夏做假账的事爆出，当时他可是被称为市场第一蓝筹股。也是2000年最热的股票之一，1年涨了6倍。但最后查实，虚构巨额利润7.45亿元，公司复牌之后，直接15个跌停，从30多跌到7块钱。股市整体也跌到了1500点。又跌了20%下去。

这时候，救市政策来了，10月底，国有股减持被叫停。有时候国家的政策就跟闹着玩一样，但无论如何这次大家不信了，股市再度下跌。并没有反映这个利好。

当年的经济环境也确实出现了问题，全球经济衰退，进

入二次 探底，出口增速大幅回落，物价回到负增长，重新出现通缩风险。GDP 也只有 8.3%，再度出现下滑。这一年的货币政策没啥变化，维持了利率水平没变，上市公司业绩增速出现负增长，甚至达到了-42%，成为 A 股历史业绩最差的一年，主要原因，可能就是打击财务造假，对利润形成造成了影响。一些公司开始纷纷挤水分，调报表。所以业绩很差。那么股市肯定也就好不了。上证指数估值大幅下滑，从年初的 55-60 倍，下滑到了年底的 40 倍以内。所以这就是典型的戴维斯双杀。

经济不好，业绩下滑，这一年，最抗跌的就是银行，全年下跌 13%，食品饮料跌了 14%，这些业绩透明的大蓝筹成为了最佳表现品种，而农林牧渔和计算机，整体跌幅分别在 39%和 35%。很明显呈现出价值优于成长的特征。

2001 年下半年，为了救市，我们也再次停发了新股，但这次效果不是很明显，期间市场还下跌了 12%。作者也把这个列为策略专题，做了个统计，历史上，停发新股都被视为是重大利好，但其实结果并不总是上涨，一共 9 次停发新股，其中竟然有 5 次是行情下跌的。只有 4 次是上涨的，所以这个跟我们的固有印象差距较大。这 5 次下跌行情当中，竟然有 4 次，重启 IPO 之后，反而表现的稍微好一些。

接下来我们看，2002 年，这是经济复苏之年，但国有股

减持的前景并不明朗，虽然叫停，但是市场认为，早晚都会做。所以预期比较悲观。股市前 8 个月，基本上是震荡为主。到了 8 月之后开始下跌，从 1700 点，跌到了 1300 点。

这一年 1 月份的星期一，是一个被赋予魔咒的日子，只要到了周一投资者就会瑟瑟发抖，股市往往就会大跌，1 月 7 日还好，只下跌了 0.9%，但 14 日沪指就低了 3.3%，21 日也跌了 3.4%，27 日则跌幅更是达到 6.3%，主要还是国有股减持方案，摧毁了大家的信心。市场担心，大小非股东，操纵全流通股价。2002 年开年，上证指数就跌去了 17.4%，

到了 2 月，央行降低了利率，一年期存款已经降到了 2% 以下。贷款利率也降到了 5%，上证指数迎来反弹，到了 6 月，政策又开始干扰市场，停止减持国有股，刺激了 624 行情的井喷，沪深股市分别上涨 9.3%，两市 900 多只个股涨停。这波行情一直涨到了 7 月中旬才结束。涨到了 1700 多点，然后市场回调，到了 9 月，联通上市，发行 50 亿 A 股，其中 55%，通过市场定价配售。这一下又把股市给带崩了。一直跌到年末的 1400 点。这一年 A 股利好，其实并不少，但是国有股减持问题，依旧是悬在股市头顶的达摩克利斯之剑。

从经济表现来看，2002 年也是好于预期的，GDP 达到 9.1%，固定资产投资和工业增加值双双提升。物价转正，走出通缩。但这一年的股市却并未反映出经济的好转，以及政

策的宽松。明天我们再看看, 2002 年, 到底有哪些行情特征, 以及后面连续 3 年的大熊市, 是怎么形成的。

大熊市行情特征

【8】 追寻价值之路 8：A 股的至暗时刻

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路。昨天我们说到了 2002 年，这一年上证综指下跌了 18%，万德全 A 下跌了 20%。沪深 300 也跌了 16%，看起来很糟糕，但其实还是有一些结构上的亮点，比如钢铁行业进入了成长期，从 2002 年开始，到 2007 年，钢铁行业虽然不断有政策打压，但是 ROE 一直保持在 10% 以上。汽车行业也开始爆发，销量增速高达 38%，他们在这 一年的跌幅也是相对较小的，汽车只跌了 9%，钢铁跌了 14%。这其实就相当于后来的手机行情和新能源车行情，都是具有 大的行业景气度逻辑的。但是作者也说，快速增长并不等于 企业盈利，汽车产业快速成长的同时，企业资本支出也大幅 增加。2004 年和 2005 年，出现了明显的增收不增利。

到了 2003 年，人民币开始升值，各路热钱开始持续流 入中国，经济出现了一定的过热状态，货币政策也结束了 1996 年以来，持续宽松持续降利率的进程，开始逐渐的转为 收紧周期。4 月份的时候，北京爆发了著名的非典，着实把 市场下了一跳，A 股一路下跌。到了 11 月，已经创下了 2000 年以来的新低，上证综指只有 1307 点。比最高点，接近跌了 一半下去。但是在这一年，其实并非没有机会，股市呈现了

强者恒强的走势。主要是由于，QFII 获批，外资开始进入中国股市。

老齐特别提一点，2022 年，很多人都把下跌归结于俄乌冲突，导致能源价格暴涨。外资撤离，说全球打仗了，股市就要跌，那么 2003 年呢，当年也爆发了伊拉克战争，也是石油价格上涨，但当时的上证指数还涨了一点。从不到 1500 点，涨到了 1650 点。如果寻找区别的话，有人可能认为是因为伊拉克战争，速战速决。但其实一开始你是不知道速战速决的，4 月 15 日，美军宣布军事行动结束的时候，其实股市已经涨到头了。后来才被国内的非典疫情给按下来。当年这波非典，也跟伊拉克战争一样都是短而急促，从 4 月份开始，到了 8 月份基本已经没事了。但是上证指数却一直跌到了 11 月份，指数只有 1300 多点了。在这波下跌当中，社保基金理事会开始抄底，同时外资也开始不断的买买买。

终于在全年的最后 1 个半月，市场迎来了反击。一口气又回到了 1500 点左右。这一年虽然遭遇到了非典，但是对经济影响不大，全年 GDP 实际增长 10%，固定资产投资和工业增加值也双双大幅增加。全年工业企业利润，也同比增长了 44%。这其实已经有了明显的过快迹象。物价已经开始出现快速上涨，如果再不控制，很可能又要上演 10 年前的通胀风险。

自身经济是一方面，热钱流入，也起到了火上浇油的作用。外汇占款持续高增长，大量外币到央行，兑换成了人民币进入市场，这就造成了基础货币猛增，2003 年人民银行基础货币余额达到 5.23 万亿元，同比增长 16.7%，增幅比上一年提高了 4.9 个百分点。针对这一情况，人民银行开始通过发行票据的方式回笼资金，也把存款准备金率从 6%提升到了 7%，相当于货币周期从宽松转向紧缩。这导致了十年期国债收益率持续提升，而市场估值则持续下降。到了 2003 年底，市盈率降到了 36.6 倍，比 2002 年降低了 18%，

2003 年行情的亮点，就是所谓的五朵金花，也就是钢铁，汽车，金融，石化和电力，钢铁汽车上面说了，进入了景气爆发期，而经济过快，利率上行，利差扩大有利于金融表现，石化和电力，一个代表能源，一个代表公用事业。都是蓝筹的代表，所以其实这一阶段，又是低估值高股息策略占据市场优势。并适当向高质量收益，也就是 PB-ROE 逻辑扩散。这就是所谓的核心资产热。跟我们大家熟悉的 2016 年-2017 年的走势十分相似。都是只有大蓝筹在上涨，其他的行业都在跌。大家可以记住，在经济周期过热的阶段，也就是工业品物价不断上涨的阶段，重工业表现，要明显好于轻工业，能源材料，要好于消费品。以后我们要有这个心里准备。PPI 上升，马上就要想到价值投资，想到低估值高股息策略为代

表的红利指数。

作者在策略板块中也在讨论，价值投资在中国是否有效，他们认为，价值投资不完全等于低估值大蓝筹，股价上涨与上市公司净资产收益率也就是 ROE 的表现是趋同的，所以问题的关键，就是要找到 ROE 上行的行业和风格。你投资 ROE 持续提升的，且估值并不太高的公司，就是价值投资。从 07 年到 2017 年，他们后验了一批持续高 ROE 的公司，一共是 121 个，只有 8 家公司是下跌的，其他都是上涨的，113 家公司形成组合年化回报率高达 26%，远高于市场同期水平。但其实老齐之前也说过，后验结果，最大的问题，就是他只能说明道理，但不具备投资指导性，站在当下，我当然能找出来过去 10 年 ROE 最高的一组公司，但让我判断，谁在未来 10 年，依旧有很高的 ROE 表现，我却并不知道。有的时候，你也只能预测 1-2 年，产业趋势爆发，所带来的机会，让你看 10 年，几乎不可能。

接下来我们看 2004 年，这是市场建设最重要的一年，2 月初出台国九条，刺激经济，社保基金也提高了股票配置比例，股市上冲到 1783 点，到了 4 月，央行提高存款准备金率，继续收紧货币，然后又开始掉头向下。全年下跌 15.4%。

这一年通胀其实已经进入了一个比较严重的程度，经济增长很快，GDP 达到 10%以上，固定资产投资依旧维持在 28.5%

的高水位区，工业企业利润总额同比增长 57%，能源不够用了，23 个省区拉闸限电，到处都缺煤缺油，运输高度紧张。2004 年的 PPI 也冲过了 6%，成为了 96 年以来的新高。在这种情况下，央行只能逐渐收紧货币政策。但与此同时，国九条，又在刺激市场的信心，所以这一年的政策比较拧巴，有点让人摸不着头脑。前脚刚激活市场热情，转手就批准大盘股再融资方案，给市场浇了一个透心凉。所以这也给我们一个启示，在市场通胀的后半段，特别是经济过热已经很明显的时候，一定要谨慎，不要只盯着业绩好，而放松警惕，即便要投资，也要往上游去投。2004 年的行情结构从五朵金花，切换到了煤电油运，上游行业由于供给不足，基础物资价格上涨明显，所以表现良好。而下游行业，则出现了成本大增的困扰。汽车在这一年反而跌幅最大，由于前几年产能扩张太快，所以进入了价格战，汽车行业利润陷入负增长阶段。

另外一个表现很好的行业就是传媒，主要是得到了政策支持，传媒开始对外资开放。一时间传媒行业成为了稀缺资源。很多公司都开起了以股抵债，的债务重组方式。

2004 年半导体行业也进入了一轮周期的高点，所以这一年半导体表现也还不错，后面来看，基本上 6-7 年一波半导体周期，分别出现在 2010 年，2017 年。按照这么测算，2023 年应该会有一波半导体强复苏。当然半导体周期，并不是拍

脑袋推的，而是要跟当年的技术进步相结合，2004 年是功能机高潮，2010 年是智能手机高潮，2017 年是可穿戴设备最后一次狂欢，那么下一波会是什么引领？虚拟现实还是什么，这个还需要重点观察。

在本章策略中，作者提到了日历效应，也就是说，一年 12 个月，哪个月市场表现最好，哪个月表现最差。从历史回测来看，2 月表现最好。上涨概率也最高。A 股市场存在着显著的二月效应。而往往 9 月表现最差，老齐斗胆猜测，主要跟业绩报告的发布有关，2 月是年报发布前的月份，而年报又是上市公司最为重视的报表，所以市场赌开门红，业绩超预期，再加上春节效应，春节最晚也就到 2 月，所以资金回归市场，往往推升行情。相反 9 月是三季度公布前的一个月，三季度公布之后，市场将进入长达 5-6 个月的业绩空窗期。你很难在拿到数据去佐证你的观点，所以在 9 月份的时候，大家更愿意做高低切换。把之前涨的不错的，业绩高增长的，切换到业绩稳定的行业上。守住全年的收益表现。从市场表现来看，9 月就会比较谨慎。甚至先卖再买。等到十一回来再重新建仓。明天我们再来讲讲 2005 年，看市场最悲观的 998 点，是如何形成的。

【9】 追寻价值之路 9：行情在绝望中爆发

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路。2005 年，绝对是中国股市非常重要的转折之年，在解决国有股减持的问题上，取得了突破性的进展，股权分置，制度创新，金融创新方面，都有显著的成绩。但是这些长期的战略，短期未必在市场中显露出来，市场对一些长期的利好习惯性视而不见。反而在股改，汇改，以及中小板股改之后，创出了 998 点的新低，那会的股市简直骂声一片。悲观程度远超现在，甚至股市要推到重来的声音，甚嚣尘上。不绝于耳。当时所有人都认为，中国股市已经完了。但这些人绝对想不到，仅仅 2 年之后，上证指数涨了 6 倍。

2005 年初期，其实政策就在一直释放着善意，甚至印花税都下调了，也加大了保险公司入市的比例，市场也迎来一波短暂的反弹，但 4 月份，宝钢的增发 50 亿股消息落地，市场就开始了大跌，6 月 6 号跌破千点大关，此时股权分置改革启动，股改和汇改同时进行。三一重工的方案获得通过。成为市场上第一个全流通的上市公司。当时给这批股票，都加了一个大写的 G 作为开头，但市场很不认可，三一重工股价因此跌去了 30%。股市也继续大跌。

老齐给大家简单普及一下股权分置改革，所谓股权分置，就是分为流通股和非流通股，这是中国股市特有的现象，一开始的目的就是想保证国有控股的绝对地位，所以把一些股票收了起来，不让他流通。结果最后反而成了巨大的问题，后来希望国有股减持来充实社保基金的时候，才亟待解决这个问题。但这时候已经很难了，一提国有股减持，股市就死给你看。所以最后就需要改革。说白了就是大股东和小股东讨价还价，让每个上市公司自己去解决，原则就是，大股东必须要让利给小股东。给与足够的补偿。然后大股东还得承诺，12 个月内不能上市交易和转让，12 个月之后，你一年也只能减持 5%。

站在现在的立场来看，股权分置改革，无疑是对市场的一次长远改革，消除市场的达摩克里斯之剑，但当时的投资者，不识庐山真面目，只缘身在此山中，根本看不到这种长远的利益格局。只顾一个劲的夺路而逃。骂骂咧咧退出了市场。

2005 年的中国经济其实是非常好的，全年 GDP 实际增速 11.4%，较上年提高了 1.3%，但是工业企业利润总额同比只有 13%，比上一年大幅回落。上市公司利润几乎零增长，这主要是宏观调控所致，通胀的形势被有效控制，PPI 从 2004 年的 7.1%，回落到 2005 年的 3.2%。如果只分析经济不分析

政策，其实 2005 年股市下跌，到也在情理之中。PPI 下行期，股市大概率表现不会太好。因为上游资源品行业，往往占比较大，能高达 70%，所以如果上游不好，中下游再好，也背不回来。其实 2005 年的微观环境，跟今年也就是 2022 年有点像，都是 CPI 没动，但是 PPI 大幅回落。企业业绩状况也都不太好。2005 年的时候，全年市盈率显著下降到了 18.2 倍，降到了历史最低点。

作者说，站在现在往前看，2005 年可谓是遍地黄金，虽然跌破了千点，但是当年银行涨了 21%，那会的银行，动辄都有 20% 的增速，俨然就是一个成长性行业的特征，军工涨了 11%，休闲服务和食品饮料也是上涨的，周期消失的电子行业，跌了 27%。当时谁也没想到，2006 年企业业绩能够快速回升。

所有人都在事后反思，2005 年，这种历史大底，到底错判了什么，从估值的角度，显然是一个非常明确的信号，已经到了历史最低估值水平。这个大家应该都能看到，但是不相信，为啥不相信，还是上面那个问题，不敢相信 2006 年业绩全面回升。PPI 持续下行，股权分置矛盾重重。搞得所有人没有信心。对价值投资产生了深深的怀疑。经历了这 5 年的熊市，绝大多数投资者都对股市心灰意冷，认为中国就是政策市，跟经济无关。否则你很难解释，持续的经济高增长，

股市却从 2245 点跌到了 998 点。但其实这就是股市的神奇之处，他欠了你的一定会给你超额补偿。2 年后股市涨到 6124 点的时候，一切都有了答案。

但作者也给了另一个说法，就是上市公司的利润跟经济增长背离，也就是经济好，但是没反应在利润上。5 年时间，GDP 年复合增长 13.3%，累计增长 87%，那么你猜猜上市公司净利润增长了多少？仅有 1.7%。这就是股市不涨的原因。

为啥会出现这种情况，1 当年最好的公司还都没有上市，2 上游企业太多，跟国民经济的结构完全不同，PPI 一跌，上游降的很快，3 上市公司税率逐年提高，吃掉了净利润，4 当年打击财务造假后遗症，毕竟 2001 年一下就业绩增速下滑一半。这个就挖了一个巨大的业绩坑出来。后面想爬出来也是比较困难。

另外，长期 ROE 高的公司，比较缺乏，作者做了个统计，连续三年 ROE 在 15% 以上的公司，04 年只有 32 家，05 年是 40 家，连续三年 ROE 达到 20% 的公司，分别只有 9 家和 10 家。这个跟现在基本差了 3 倍左右。那么再说个题外话，美股为啥长期牛市，他们标普 500，平均 ROE 水平，都有 14.6%，而我们则不到 10%，所以这就体现在长期回报的差距上。如果长期 15% 的 ROE，那么指数基本就会按照年化 15% 的速度增长，而如果只有不到 10%，那么你的上涨趋势线，就是年

化 10%。超过太多，就要格外留神。

接下来我们来看 2006 年，作者给他起的标题就叫做天时地利人和，这是中国股市转折突破之年，股改，汇改奠定了良好的基础，再加上低利率和货币环境宽松，热钱流入，推升了资产价格暴涨。这一年上证综合指数，打破了所有的束缚，不断创出新高。大涨 130%。

这一年最重要的标志，就是股权分置改革提速，启动新老划断，主要分 3 步走，1 恢复定向增发的再融资，2 择机恢复面向社会公众的再融资，3 择机启动新股发行。而在外汇市场，人民币升值提速，3 月份，就突破了 8 这个重要的心理关口。热钱开始持续流入。同时经济也表现很好，主要是这一年房地产投资很热，房价上涨很猛，全年 GDP 上涨了 12.7%，固定资产投资增速 24.3%，工业增加值 16.6%，工业企业利润更是达到 32% 的增长，大幅提升了 18 个百分点，社消总额也在小幅提升。但 CPI 只有 1.5%，PPI 只有 3%，属于是最好的经济状况。

这一年如果说有什么利空，就是央行在加息，提高准备金，主要是遏制上涨的房价，但整体流动性还是相当宽松，所以银行成为了拉升的主力。工行两地同时上市，成为全球资本市场有史以来的最大 IPO，募集资金 220 亿美元，但是这并未压垮股市，反而 11 月，银行股开始强势上行。带动其

他大盘股，同时上涨。到了 12 月 12 日，上证指数，突破 2200 点。后面越涨越快，后面十几个交易日，又涨了 20% 上去，以 2675 点收官。

这一年上市公司，利润增速出现较大改善，A 股净利润增速达到 55%，主板利润增速 56%，比中小板的 24% 还要高。非金融行业净利润增速，也有 51%。2006 年典型的的就是戴维斯双击行情，同时宏观上，还出现了高增长+低通胀的完美组合。把上证指数估值，从 15-20 倍，拉高到 35 倍以上。这一年，全部个股收益率平均值是 95%，中位数是 73%，7 成股票涨幅超过 50%，全部上涨个股占比 97%，啥意思，也就是说，如果你在这一年没有赚到 70%，你都不好意思跟别人谈股票。闭着眼睛瞎买，基本都是暴利。

2006 年涨的最好的是非银金融，主要就是券商和保险，他们也是牛市的旗手，这样一波特大牛市，肯定是券商来当急先锋，其次是银行，此时的银行兼具了成长性和稳定的收益性。再加上人民币持续升值，外资持续流入，银行成为疯抢的对象。第三就是食品饮料，大家都赚钱了，消费升级迹象十分明显，茅台的零售价首次超过了五粮液，成为白酒一哥。此外还有房地产工程机械，等等，都涨幅在 1.5 倍以上，表现最差的就是电子，公用事业，这一年也涨了 40-50%。这一轮大牛市的时代背景其实就是金融地产，市场主线，自然

也就如此。

最后作者在策略方面，讨论了一下居民消费，为什么我们总是觉得消费不足，2010 年到 2017 年，单位收入中，用于消费的比例，其实在不断降低，而美国在不断地提升。为什么会这样？明天我们接着来讲。

【10】追寻价值之路 10: 让你重走一遍 6000 点牛市！你能退的出来吗？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路，昨天我们说到了一个问题，为什么总是消费不足，中国城镇居民消费占可支配收入比重在 67%，而美国在 93%，二者相差 26%，为什么会有如此大的缺口，作者把矛头指向了房贷，答案是一定是非消费支出，占比过大，而这个非消费支出，就是房贷，对于居民消费造成了挤出效应。那么房贷占可支配收入的比重是多少，这个数据没有直接公布，但是作者在中国人民银行的信贷数据当中发现，居民利息支出，占可支配收入的比重大概是 7% 左右，那么按照利息和本金 1: 1 的假设，那么房贷大概会占收入的 14%，而且这个比重还在逐渐攀升。另外，房贷分布非常不均衡，富人背负的房贷反而很少，而中产背负的房贷最高。所以债务偿还占收入的比重，恐怕要远远大于 14% 这个数字。

另外一个原因就是，我国的社会保障体系，跟美国比，还是差了一大截，所以导致了预防性储蓄的动机，从而也压制了消费能力。

接下来我们看，波澜壮阔的 2007 年，这一年上证指数摸到了一个完全没人想到的点位，6124 点，在这期间，央行

10 次提高准备金，5 次加息，美国次贷危机阴云密布，这些都没能阻挡 A 股暴涨的步伐。只有半夜鸡叫的印花税，把市场着实吓了一跳，但是短暂调整后，股市又涨了一倍上去。

2007 年的开年，其实并不完美，特别是 2 月的时候，央行就提高了存款准备金率，股市下了一跳，2 月 27 日股市单日暴跌 8.8%，当时老齐还是电视台的记者，去股市采访，所有人都面如土灰，一个同事跟我说，他这一天损失一辆车。还托我给问问专家们，股市还能不能涨回来，自己实在扛不住了。此时市场才只有 2000 多点。后来很快，股市就从这次暴跌中修复，并且一路上扬，涨到了 5 月末的时候，又涨了 57% 上去。这时候突破了 4000 点，没有人想要离开股市了，相反我们看到的现象都是储蓄搬家，把家里的钱，全都投到了股市里。但就在大家满怀欣喜的时候 530，印花税上调。给全市场泼了一盆冷水，上证指数下跌 8% 以上，5 个交易日，跌幅达到 15%。所有人又都是慌得一比。当时不少人都觉得股市完了，要赶紧跑路。

但是，股市再次超出大家的意料，盘整两个月，继续上冲，8 月底就冲过了 5000 点，而在这期间，央行不断地调高存款准备金率，也上调利率。但每次市场都是低开高走。甚至最后大家都盼着加息，一加息就赶紧买入。老齐当时正在报道这一年的牛市，感觉太深了，我们做了很多的专题，请

了各方面的专家，学者，金融高管，基金经理，大家没有一个能说对行情的，10月15日，17大开幕，沪指站上6000点。所有投资者，几乎都杀疯了。

这时候中石油，顶着亚洲最赚钱的公司，A股上市。引发市场热抢，11月5日，开盘价48元，成为历史标杆。也为A股树立了一座纪念碑，再次之后，中石油就成了做空的主力。带着蓝筹股不断下跌。到了11月底，股市已经回调了21%。但此时仍然没有人相信，牛市已经结束，大家想的是千金难买牛回头，还有一首歌走红网络，叫做死了都不卖。之前有不少5000点到6000点，逃顶的资金，在5000点之下，又纷纷杀回市场。老齐就是这其中的傻子之一，我在2007年从钢铁和有色上赚了几倍，然后一股脑的投到了100元的中国平安上，后来果然涨到了120，还没来得及高兴，转头他就跌到了19.给当年稚嫩的自己，很好的上了一课。得亏是当年钱不多。这学费交的也是相当的惨烈。

如果以现在的能力回看2007年，央行连续加息，市场低开高走。是一个重要的转折信号，特别是印花税上调，这时候就应该不断降低仓位。而不是猛打猛冲。另外，美国次贷危机其实已经开始演绎，但这块确实不好分辨。甚至国家和监管都没能分辨出来，在2007年，中投开始对外投资，QDII基金出海，现在去看，这都是一个非常错误的时间点。

都是上来就折损一半。这也充分说明，即便是举一国之力，要想择时，其实也是相当困难的。

2007 年的市场，主板利润增速达到了 64%，中小板是 46%，非金融且剔除两桶油后，利润增速更是高达 71%，上市公司业绩在牛市中为啥突然大爆发，这个大家可以好好琢磨一下，这一年市场估值也从 36.8 倍，提高到 47.2 倍。这一年国债利率一直在上行，到了 7 月份，已经拉高到了 4.5% 左右，那么可以想见，股市盈利收益率是 2% 出头，而长债利率已经是 4.5%，所以股市的吸引力已经荡然无存。但那会，没什么人会关注这些。大家就只是一门心思看涨。即便现在让你带着上帝视角，退回到 2007 年，你恐怕也很难独善其身。因为你敢看空，基本就会被视为傻子。被所有人嘲笑。那么你看多，赚的到钱吗？2 月和 5 月的两次大跌，其实也够你喝一壶的。难免心态不发生动摇。面对一天 8% 的暴跌，即便告诉你后面还能涨一倍，你敢相信吗？

这一年属于康波周期的末尾，属于煤飞色舞，像铜和铝的公司，都创下了历史新高。而且未来 15 年都不曾逾越的高点。比如中国铝业现在才 4 块钱，当年涨到 59，云南铜业现在也才是当年的十分之一。07 年也是全球航运业最高峰，波罗的海干散货运输指数 BDI 创下 12000 点历史高点，而 2022 年，还不到 2000 点。当年与之对应的是中国船舶全年上涨

687%。中船股份涨了 633%，广船国际上涨 361%。

大家其实也可以想想，2007 年你能逃顶吗？作者说当时确实有极大的迷惑性，因为上市公司的业绩确实在大幅提高。如果 2008 年不发生金融危机，业绩再增长个 50%，其实市场估值也就 30 倍左右，并不算是很离谱。

但是这种假设本身可能就有问题，事后理性思考，你就会发现 2007 年底 PPI 已经到了 7%，CPI 过了 6%，如果第二年业绩还能增长 50%，那么经济得有多热。当时已经是持续加息，收紧流动性，也就是说即便没有发生全球金融危机，2008 年也大概率是要下跌的。所以大家其实都犯了一个巨大的错误，就叫做，因为乐观所以乐观。那么怎么能规避这种人性的弱点呢？答案是没办法规避，错过行情，往往比被套还要难受。所以面对不断上涨的市场。你必将越来越乐观。甚至最后不敢看空。因为一旦看空，就会被啪啪打脸。而且这种打脸往往来的很快。比如 2021 年老齐率先看空有色和石油，以及芯片，觉得赚的差不多了，当时有色已经赚了 70%，芯片短短几个月就赚了 30%。后半段风险明显增加，但是没想到有色又涨了近一倍，芯片也一直到底才掉下来。这段时间你必须接受市场各种的冷嘲热讽。因为大家都愿意听预测，而且是刚刚好的预测。但这是在赌博而不是在投资。老齐也在想，下一次我还会不会旗帜鲜明的这么干，我可能会

改变策略，自己可以退出来，但我不会说了，顶多告诉大家我看不懂了。所以这也是人性，面对趋势转折的时候，逆势的声音，成本和代价很大。如果没有一个好的舆论环境的话，普通投资者，根本就听不到这些理智的声音。人家跟你客观分析，你还骂他，那他为啥还要告诉你？最后你也就听到的都是乌合之众的声音。所以最后也就越来越大胆。直到损失惨重，骂骂咧咧，但也于事无补。其实有很多行业内的朋友都在劝老齐，你跟他们说那么多有什么用，他们也不懂。还骂你。何必呢？这个行业这么多年来都是做投资的，一定要远离投资者，是有道理的。因为你说的肯定是他们不爱听的，他们爱听的，肯定会赔钱，就是这么点事。

这一章的策略，作者说了基金定价权，在 2005-2007 年这段时间，基金是有定价权的，几个大机构抱团，会成为明显的行情主线。但是随后随着市场暴跌，公募基金也遭遇重创，失去了定价权，直到 2017 年，公募基金的持仓集中度才逐渐开始回归，在 2020 年再次达到高峰。但这也恰恰给我们一个提示，当公募基金持仓度高度集中，形成明显的机构抱团的时候，这一类市场风格，也就基本上差不多到头了。我们要重点防范，机构年底年初调仓，所带来的市场风格切换。以及泥沙俱下的风险，2021 年和 2022 年，都出现了同样的问题。明天我们看看 2008 年。

【11】追寻价值之路 11：大涨之后！必有大灾

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路，

今天我们看看，2008 年，这是全球金融危机大爆发的一年，但是这一年也充满了相当大的迷惑性，以至于让很多人损失惨重。甚至之前已经逃顶的人，又重新跳进了火坑。主要是这一年的开头，上证指数反弹过了 5500 点，一副要再创新高的架势，再加上领导公开讲话，在这一年要让大家多创造财产性收入。很多媒体，也都打出了沪指 1 万点的头版头条。再联想起这一年即将召开的北京奥运会，所以市场热情再度被点燃。所有人都相信，这必将是一个美好的年份。

但很快央行就再次提高存款准备金率，市场开始急跌，1 月 21 日，中国平安推 1600 亿天量再融资计划，随后 6 个交易日，股市暴跌 17%，2 月还没到就跌破了 4000 点，到了 3 月，央行继续加准，证监会还强推创业板，一下让市场就崩了，3000 点岌岌可危。到了 4 月份，A 股已经暴跌了 43%。

随后政策开始托底救市，调降了印花税，但是更让人想不到的是 5 月 12 日，汶川大地震爆发。而就在同一天和 6 月 7 日，央行连续调高准备金。所以政策出现了完全背离的态

度，你不知道他在呵护市场，还是在打击市场，市场信心完全崩溃，跌破了 2500 点。到了 8 月份，奥运会并没有提振股市，反而等来的是美国金融危机全面爆发的消息，美国财政部接管两房，雷曼破产。这导致我们的股市，跌破了 2000 点。光 8-9 月份，就跌去了 20%。所以即便你是调降印花税之后入市抄底，也一样会损失惨重。3-4 个月，就赔掉了一半的本金。

到了 9 月，政策终于全面开始救市，央行不再调高准备金，而是转向降准，印花税单向征收。汇金在二级市场上，直接购买银行股，社保基金也进场抄底。这应该是足够强烈的信号了吧，但是仍然无法阻挡市场下跌，9-10 月份，市场又跌了 20% 下去。当时的中国股市，就两个字可以形容，绝望。老齐买的中国平安，当时跌去了 9 成，而且这都不是最吓人的，当时消息说，平安海外投资失败，很可能会面临破产。

11 月过后，财政终于放出来大招，4 万亿计划出台，这才让 A 股彻底止跌企稳，尽管后来有很多对 4 万亿的争论，但站在那个时间点去看，可能也顾不上许多了。如果当时不出这个 4 万亿，那么股市可能真的会崩溃。还指不定跌到哪去。经济也更不知道，会滑坡到什么位置。当年我们的海外依存度很高，欧美深陷危机，海外已经没有需求了，出口增

速断崖式下跌，10 月份还有 19%，到了 2009 年 2 月，已经是 -25%，2008 年 9 月，PPI 还有 9.1%，属于过热区间，2009 年 7 月就跌到了 -8.2%。这导致了我们的经济下行速度极快，东南沿海大批企业倒闭，房地产断贷潮在深圳出现。这都是老齐亲身经历过的事情。当时真的非常危急。

当然客观的说，4 万亿政策，确实后遗症巨大，这个不可否认。甚至国进民退，房产泡沫，一些行业无法出清，效率极低，也造成了巨大的浪费。所以他注定是无法持续的，只是通过杠杆，把经济强拉了起来。所以经济上的问题，永远不可能两全其美，有些事情也只能两害相权取其轻。老齐也曾批评过 4 万亿制造的麻烦，但是站在那个时间段，我也想不出更好的解决方法。

2008 年上市公司利润增速，非但没有大的增长，反而全面下滑，主板增速 -16%。较上一年大跌了 80%。非金融企业，净利润增速更是跌到了 -32%，较 2007 年下降了 88%。如果再剔除两桶油，下降就更多了。A 股市场估值，从 50 多倍，降到了 10 几倍。可谓是典型的戴维斯双杀。这一年是全市场普跌，所有行业跌幅都极大，有色金属，这一年更是跌幅近 8 成。但是在四万亿稳增长之后，这些大跌的行业，又开始进入超跌反弹的阶段。

2009 年，面对着四万亿天量信贷，和十大产业振兴规划，

中国股市终于被钱给推起来了，上证综指从 1664 点，涨到了 3300 点，这种超跌反弹是全方位的，既有煤飞色舞，也有家电和汽车，等消费升级。

1 月份，市场出现了最后一跌，随后天量信贷就滚滚而来，M1 和 M2 都打高到了 20-30%。所幸的是当年的房价还不太高，还有杠杆可加，也还有信用通道可用，所以一支穿云箭，千军万马来相见，央行只要刺激，就会取得效果。2 月份，行情就开始逆转。2 月 13 和 2 月 16，上证指数短期内两次大涨超过 3%。

3 月份两会召开，更是把汽车，家电下乡这些政策全都落实了下来，而证监会也赶紧趁着市场反弹，在 3 月 31 日，发布创业板管理办法，筹划 10 年的创业板，终于有机会落地了。

当年的国际环境也很配合，美联储那边也在拼命救市，美国人就是这样，他们自己家只要着火了，就没那么容易给别人使坏了，所以这时候的美国人是很真诚的跟全世界合作。大家齐心协力，量化宽松。应对一场百年不遇的金融危机。

到了 4 月，信贷数据再次井喷，贷款增加 1.89 万亿，创历史记录，上证综指随之大涨 2.8%，信贷数据，其实一直都是股市的发令枪，宽信用迹象十分明显的时候，股市通常表现都会很出色。

上证指数一直涨到 7 月份，涨幅已经达到了 83%，形成了单边牛市，投资者也早就好了伤疤忘了疼。但此时过度宽松的政策弊端也开始显现，就是房价开始有了明显上涨的苗头。信贷政策随即开始微调收紧，二套房贷收紧。随后 IPO 也来了大家伙，中国建筑上市，随后股市开始冲高回落。一天跌去 5%，连破 3400,3300,3200 的整数关口。这种跌法，市场一下又如惊弓之鸟。随后一个月，股市跌去了 22%。到了 10 月，创业板终于开板，首批 28 家公司，遭遇一轮爆炒。

2009 年，对于多数国家来说，都是衰退年，但中国依旧保持了 9.4% 的增长，四万亿起到了关键的作用，固定资产投资达到 30% 以上，成为仅次于 94 年之后，投资最热的一年。但出口肯定是完蛋了，负增长 16%，消费也下滑比较严重。所以可见，这一年就是通过投资再撑数据。但这种结果就是必然会造成经济结构改变。他也很难持续下去。

这一年最后信贷投放 9.6 万亿，比上一年增加了 96%，M1 达到 36%，M2 是 27%，就是典型的大水漫灌，但这一针兴奋剂确实给经济以复苏的假象，这一年上市公司利润增速由负转正，归母净利润增速达到 27%，全市场比较平均。所以这时候，其实就是整体的贝塔行情，大家都是因为货币超发而上涨。并非是某个行业的景气度有了特别的提升。受到政策利好刺激的，家电，汽车，有色金属和煤炭，确实涨幅

更多，十大产业振兴规划中的行业，也涨幅靠前。其实当时大家如果有点政策敏感性，就应该能想到，这时候要去投消费，在一轮强刺激之后，必然带动消费上升，既然出口肯定不行了，固定资产投资不可持续，国家必然刺激消费。那么食品饮料和家电，就是最好的投资标的。随后 10 年股市没怎么涨，上证指数还是 3000 点，但是很多食品饮料和家电的龙头股，都已经是 10 年 10 倍。所以有的时候，我们做投资不能太自我，一定多想想，国家要怎么办。他要搞点什么东西。一定要给国家多帮忙，千万别添乱。国家想干的事，你就去投。都会有好的结果的。

在这一章的策略里面，作者提到了，股票对于预判经济复苏的拐点有必要性，领先性和无条件性，必要性说的是，经济复苏拐点出现后，股市均有明显上涨，但是他不是充分条件，啥意思，也就是有经济复苏，必有股市上涨，但是有股市上涨，不一定会有经济复苏。特别是股市下跌，不一定是衰退。

领先型说的是，股市要早 2-6 个月行动，所以你拿股市预测经济容易，但是拿经济预测股市，其实意义不大，一般复苏的时候，股市已经涨起来了。而无条件性，说的是，经济复苏前，无论股市出现什么状态，他都是成立的。即便高估，或者跌了很多年，他都是成立的。所以根据这三性，我

们应该对 2022 年的市场充满信心，一旦经济复苏，那么股市肯定会提前有反应，不用太过于悲观。但是问题就在于，怕经济复苏不可持续，比如 2010 年，明天我们就来讲讲，为啥又出现了 3 年熊市。

文
本
内
容
仅
供
参
考

【12】 追寻价值之路 12：

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路。今天我们看看 2010 年，经过了 09 年大幅度的量化宽松和 4 万亿之后，2010 年央行又开启了 2007 年的模式，不断的提高准备金和两次加息，次贷危机虽然过去，但是欧债危机再度来袭，又给全球股市重重一击，外部市场的动荡，让投资者的信心再次降到冰点。由于我们 2009 年太强了，所以这一年反而表现很差。甚至比深陷欧债危机的那几个国家的股市差不多。

2010 年的一月份，提高准备金和严控地产的政策就接踵而来，而且还推出了股指期货，这可能是影响最直接的政策，本来就是虚涨起来的，经济没那么好，缺乏业绩支撑，还在紧缩周期，推股指期货，也不知道政策层面到底是怎么想的。一下就让空方有了工具可用，并且可以借题发挥。1 月份，上证综合指数就跌去了 8%。

紧接着房地产调控政策密集出台，但这些其实也都只是假象而已，毕竟那么多货币放出来，你再去堵是很难堵得住的，这就叫覆水难收。新国四条出台，对贷款购买二套房的家庭，首付不得低于 50%，这对楼市没起到什么重要的效果，但是对股市却起到了助推悲观情绪的作用。再加上希腊破产，

让欧债危机闹得是沸沸扬扬，从 4 月到 7 月，上证指数又跌了 25% 下去。

到了 7 月，农业银行上市，当时也被视为是重要的利空，但是让人出乎意料的是，市场非但没跌，还开始涨了。老齐猜测，可能是跟全球新一轮量化宽松有关，当时为了应对欧债危机，等于全球的货币已经又转向放松了。但国内的政策却依旧没有转向，到了 11 月，统计局公布 CPI 又涨到了 4% 以上，市场预期央行还会加速收紧货币，沪深股市迎来双双暴跌，沪指跌 5%，深指跌了 7%，后来果不其然，央行在一个半月内 3 次提高准备金，还加了一次息。货币收紧的态度十分坚决。上证指数，在这期间也是跌去了 11%。所以老齐还是那个观点，千万别跟央行对着干。随着央行持续加息，提高准备金，我们的仓位就要持续下降了。因为你也不知道他啥时候，就把股市给干崩了。特别是在加息周期，股市又明显转向空头的情况之下。务必要做好防守的准备。根据我们的量化模型，在这种情况下，其实仓位不宜超过 3 成。相反降息周期，则要不断地加仓上去，股市多头排列后，仓位不宜低于 7 成。所有的量化模型，都会考虑，经济周期，盈利周期，信用周期还有估值和动量这么几个因子。他们有时候并不统一，但可以通过这些指标来计算市场概率，比如 20 个指标，18 个是看多的，那么概率就在 9 成，如果只有 7 个看

多，那么胜率就只有 3 成。这时候你就要降低仓位，去匹配这个胜率了。一般情况下，很难出现所有指标都转正，或者都转空的情况。也就是说概率很难达到 100%

2010 年，中国经济其实很好，10.6% 的 GDP 增速，固定资产投资和工业增加值都不慢，工业企业利润增速是 53.6%，大幅提升了 40 个百分点。社零数据也达到 18.3%，也提高了 2.8%。这一年上市公司的净利润增速也并不慢，剔除掉金融和两桶油达到 59%，比 2009 年提升了 20%

单看这些显然经济是一个扩张期应该做多才对，但是货币政策上，其实正在大力纠正大水漫灌的错误。收流动性的态度十分明确。所以股市就很难有好的表现。那么在这种背景之下，杀的就是估值而并非是业绩，2010 年的估值跌到了 16.7 倍，比 2009 年下降了 45%。

这一年，随着创业板开板，A 股也有了明显的风格切换，成长好于价值，主要就是因为苹果 4 手机发布，导致了电子行业迎来了极高的景气周期，市场整体下跌 14% 的情况下，电子行业逆势上涨 39%，生物医药和机械设备，计算机也都有 3 成的涨幅。

而我们国家也通过富士康等代工厂，及时的切入了苹果产业链，为经济的转型升级，做好了基础。这波智能手机浪潮，一直持续到了 2015 年达到巅峰。

另一个行情主线，就是喝酒吃药行情，这两个行业在 2010 年也表现十分出色，他们都是典型的后周期属性，在居民收入持续提升，社零数据不断改善的情况下，大消费成为了资本市场的宠儿，也具有相当强的成长性，而且是那种 ROE 最高的行业。所以这里面出了很多的大牛股。反倒是房价大涨后，大家认为房地产股票是不是有机会，结果被坑了。因为这个行业，受到政策影响太大。所以别看房价没跌，但是房地产股，可是跌幅不小。甚至成了这一年表现后几名的行业。银行地产往往是同步的，地产被政策压制的时候，银行也会受到牵连。

在策略专题里，作者说了下炒地图的事，2000 年西部大开发，2003 年东北振兴，2006 年中部崛起，2009 年黄河三角洲，2010 年全国主题功能区，2012 中原经济区，2013 年上海自贸区，2014 长江经济带，2015 京津冀一体，2017 雄安和粤港澳。基本上都是跟着政策在走。国家投钱建设，股市就会起一波行情，但是这种东西来的快去的也快，你现在返回头看看，干成的事其实并不多。很多东西，几年之后几乎就无声无息了。

接下来我们看看 2011 年，这一年依旧以治理通胀为首要任务，7 次上调准备金率，3 次加息，那么你想想，光凭这个，A 股市场他也不好不了了。更别提欧洲那边主权信用一个

接一个的暴雷。这是大熊市的一年，上证综合指数下跌了 21.7%。

这一年如果找亮点，就是第一季度，到了 4 月的时候，其实市场还是涨的，一度又回到了 3000 点上方，但后来央行持续的提高准备金率，就受不了了，到了 6 月，经济出现问题，PMI 跌到 50 以下，进入收缩区，但政策依旧强硬，要继续控制通胀。对房地产也要继续限购。

国际市场上，美国和欧洲相继退出 QE 计划，国债到达高峰期，美国的信用评级都被下调了，失去了 AAA，国内的投资者，此时感觉就是内忧外患，担心再出一场次贷危机。在这期间我们也做了努力，中央汇金增持四大行股票，企图把股市拉起来，但是很快，到了年底，美国经济形势再度恶化，标普对自己人下手了，调降了美国银行，花旗银行，大小摩，高盛，富国，这些银行的评级。结果美国行情没咋地，把 A 股吓得不轻。指数又跌了 10% 下去。

2011 年的经济数据不好看，出现了低增长，高通胀的特征，增速比上一年下行了 1.1 个百分点，实际增速只有 9.5%，固定资产投资和工业增加值全都下滑，工业企业利润只有 15.7%，大幅下滑了 37.8 个百分点，社零也出现了下滑。特别是整个经济是前高后低的走势，到了第四季度，GDP 已经降到了 8.8%。物价方面，也比较麻烦，通胀越来越高，PPI 全年

达到了 6%，CPI 也到了 5.4%，这一年国际原油价格再度大涨，接近了前期高点。那会有一个报道，说中国人需要什么，什么东西就会暴涨。

上市公司业绩，也明显下降，归母净利润增速只有 13%，继续下降了 26%，扣除金融和两桶油之后，只有 7% 的业绩增速。比上一年大幅回落了 52%。所以利润这东西，其实也是在周期性波动的，不要总寄希望于，高增长之后还能高增长。往往很难持续。这一年把市场估值一下杀到了底，PE 才 11 倍，当时已经是一个极低的估值水位了。这种杀估值的行情，一般就是谁估值高，谁就被杀的越狠，比如上一年暴涨的电子，有色这些，跌幅都超过了 40%。而银行和食品饮料这些业绩稳定行业，跌幅相对较小。

在这一章的策略里面，作者谈了估值国际化的问题，随着 A 股纳入到整个的国际循环当中，那么整体估值水平也会跟国际紧密接轨，2011 年之前，其实我们对于国际都是有估值溢价的，甚至高出很多，但是从 2011 年以后，就开始出现估值平价，甚至是估值折价，现在 A 股估值要比美股便宜的多。港股市盈率只有 8 倍，已经成为全球最便宜的市场。作者说，我们肯定比美国增长率更高，经济增长波动率也更低，理论上应该享受一定的估值溢价。那么估值收敛到一个比美国稍微高点的地方应该也是合理的。但其实老齐认为，ROE

确实存在差异,所以我们比美国估值略低 20%,也是合理的。但现在二者差了 60-80%,这就有点说不过去了,所以我们还是比较乐观的,美国股市应该不会跌那么多下来,那么我们其实有更大的概率涨 50%上去。也就是说,如果沪深 300 回到 2021 年初的位置,其实两国的估值关系,刚好是合理的。明天我们再来看看,2012 年。这又是悲催的一年。

【13】 追寻价值之路 13:

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路。今天我们来看看 2012 年，这一年股市度过了最困难的时期，走出了 N 型走势，也就是先涨，后跌，然后又涨，中间这波回撤，很难熬，又跌去了 20%。但是站在全年来看，依旧上涨了 3%。

这一年蓝筹走出了明显的超额收益。创业板在开板被疯炒之后，在 2010 年底就开始了一路下跌，一直跌到了 2012 年底，连跌了 2 年，中间几乎没有像样的反弹，从 1248 点跌到了 585 点。跌幅达到 53%。当时市场的反映就是，创业板要成为垃圾板了。老齐当年还做了专题报道，几乎没有人再看好创业板的投资机会。

2012 年的开年，股市表现还不错，涨了得有 13% 上去，主要来自于当年偏暖的政策环境，货币政策宽松，释放了流动性，但到了全国两会，GDP 目标只有 7.5%，这也是我们第一次给出这么低的目标，也同时强调了房地产调控不放松。市场马上就给出了反应，一个多月时间，就跌去了 8%。随后小幅反弹后，继续下行，一直跌到了年底。从 2500 点跌破了 2000 点。中间汇金公司，又一次加仓了银行股，保险公司，也加仓 100 亿。但效果不大。老实说 2012 年的行情，跟 2022 年是很像的，当年是十八大，今年是 20 大，都有重要的会议召

开。但在大会之前，市场表现都很糟糕。

直到 12 月 5 日，经济工作会议定调稳增长，市场才开始了绝地反弹，12 月全月就上涨了 289 点，涨幅近 16%，也就是说，2012 年，大盘跌了大半年，但在最后一个月，奇迹般的翻红了。

这一年最后经济实现了 7.9% 的实际增速，比预想的好一些。但是依旧没有完成大家预期中的保 8，甚至没有过度，就进入了 7% 的区间，固定资产投资，工业增加值，社零数据都是同比回落。没啥亮点。在 2012 年，经济政策又开始了一轮经济刺激。央行继续降准降息，财政方面也批复了一大堆的项目。政策重心开始从稳增长转向了调结构。这也为随后的中小创高景气，带来了政策基础。所以这还是给我们提了个醒，我们一定要好好地研究政策。很多行情，其实往上倒，都是政策在做引导。

2012 年的上市公司净利润增速只有 1%。中小创分别是 -11% 和 -8%，全市场剔除两桶油之后，净利润增速也是 -12%。所以这一年的上市公司业绩其实是很差的。远比 2011 年要差的多，但是股市其实要比 2011 好的多。所以业绩这种东西，他也只是一个指标，不能作为参考的全部。

2012 年上证指数的估值降到了谷底，达到了 11.7 倍，跟 2022 年现在的估值差不多。当年利率其实也是向下的，属于跟估值同向波动，这些种种反常的迹象说明，基本面变化才是造

成 2012 年估值变动的主要原因。中国经济减速超预期，严重影响了投资者的投资热情和信心，造成了风险偏好下降。但是信心的问题，其实也就告诉你，没大事。他去得快，回来的会更快。政策持续加码之下，信心一定会逐渐企稳。接着就是估值大幅反弹。如果能伴随经济周期向上，往往爆发戴维斯双击的牛市的概率是很大的。动辄就能涨几倍。所以在这种信心崩溃，且经济周期低位，且央行在玩命刺激稳增长的时候，一定要习惯于去投资权益市场，短期越是可怕，后面的反弹力度也就越大。

2012 年主要是蓝筹涨的好一些，地产后周期的概念，走势强劲，其实这主要也得益于，最后一个月的绝地反击，比如银行在 12 月，整个行业板块涨了 23%，反而是通信行业，电气设备表现比较差。

这么多年来，其实我们发现一个重要的规律，地产周期对于经济的拉动作用是巨大的，对于消费的影响也是巨大的。甚至出现了两种声音，一种观点认为，房地产会带动居民消费，另一种观点认为，房地产会抑制居民消费。作者说，如果拆分结构可能会更明显一些，比如房地产带动的是什么消费，主要是耐用品消费支出明显上升，而对非耐用品消费，则有明显的抑制作用。啥意思，也就是说，房子好卖了，汽车、建材和家电就都活了，如果房子不好卖，这三个行业也好不到哪去。但是随着房价持续走高，其他的消费，比如食品饮

料，纺织服装，休闲娱乐，旅游传媒，就都受到了明显的抑制。

接下来我们看 2013 年，这一年最大的特点就是主板和创业板冰火两重天，单看上证指数，这一年下跌 7%，遭遇钱荒，乌龙指，债市风暴等多个风险事件，俨然就是一个熊市，但是看看创业板，这一年大涨 84%，表现极其惊艳，已经率先走出大牛市的特征。可以说，2013 年的表现，跟 2012 年底的表现，则完全相反。那些刚刚为投资了金融地产而暗自窃喜的人，在 2013 年就彻底哭了。

这一年初，颁布了国五条，继续强调房地产调控，熟悉的味道熟悉的套路，依旧是调控楼市，股市倒霉，上证指数掉头向下。紧接着监管，开始整顿银行的非标理财。规定理财资金，投资非标的余额不能超过 35%，监管的本意是让大家削减分子，降低非标，但是事与愿违，银行们都在债券市场上，争抢债券，努力做大分母。导致大量资金流入债市，监管也没想到这一点，于是 4 月，开始进行债市稽查。严查代持和利益输送。很多，信托，资管，基金专户产品都被暂停。史称债市的四月风暴。股债在存量市场，几乎就是跷跷板效应，债市大涨的时候，股市通常下跌，而严查债市，股市就会利好。这段时间，上证还表现不错。

到了 5 月，美联储退出 QE，造成货币市场动荡，拉美亚太货币贬值，A 股也遭遇到了海外压力，进入下跌周期，当然这

只是其中一个问题，更深层次问题，是国内爆发了钱荒。隔夜回购利率一度暴涨到 10%，也就是说，突然之间银行之间就没钱拆借了，流动性出现问题。悲观情绪快速爆发，7 天回购利率高达 28%。央行此时的操作也很怪异，没有马上反映，给市场投放流动性，而是继续发行 20 亿元央票回笼资金，这就让市场情绪雪上加霜。老齐多说一句，为啥当时出现钱荒，其实跟余额宝上市的日子刚好吻合。余额宝是 2013 年 5 月成立，而钱荒也是 2013 年 5 月发生，所以大量的钱都被余额宝吸走了，所以造成了市场上突然之间的钱荒。央行很可能也没有反应过来，他第一时间看看手里的数据，也会认为，没问题啊，钱出去了啊，那么没在银行间转，去哪了呢？所以才没有做出快速的反映。直到 6 月才开始连续五周给市场投放资金。但这段时间 A 股已经跌了 15%。

接下来就是更加难得一见的一幕，8 月 16 日，这是股指期货的交割日，上午 11 点，上证指数出现诡异的 90 度垂直拉升，达到 6%，工行等 70 余家权重股涨停。同时大批空单爆仓。后来经过调查，是光大证券 70 亿巨资，造成的乌龙指事件，也就是不小心下错单了。最后处罚很严厉，没收违法所得 8721 万元，处罚 5.23 亿元。但是这个事，也让大家都看明白了，股市已经跌无可跌，70 亿资金，就可以把股市拉起来。所以乌龙指之后，市场反而做多的态度越来越坚决。

这一年的年底，又上演了一次钱荒，7 天逆回购利率上涨到

了 7.5%，再创 6 月底以来的新高，看来大家依旧没有习惯余额宝出现的日子。所以最后市场再度震荡了一下。也可以说是黎明前的黑暗吧。

2013 年的经济是 7.8%，算是总体平稳，跟 2012 年基本持平，总结下来，这就是在政策刺激之下的强复苏行情。两次钱荒对市场冲击比较大，有政策原因，也有余额宝带来的金融创新的影响。这都是始料未及的事情。这一年 A 股利润增速开始反弹，达到 14%，主板市场的估值一直都被利率和流动性所压制，但是中小创那边，却是风景独好。中小板涨了 18%，中证 500 涨了 17%，中证 1000 涨了 32%，创业板涨了 83%。这一年成长风格非常极致，主要就是 TMT 产业爆发，传媒，计算机，电子，家电，医药生物，这些行业景气度很高。所谓大盘表现不佳，其实也就是受到了银行地产，钢铁有色，采掘建筑的拖累。总结来说就是，经济一般，但是结构亮眼。智能手机产业链，在疯狂的爆发。明天我们就来看看，2014 年的超级牛市。

【14】追寻价值之路 14：毫无征兆！大牛市就这样起步

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路。昨天我们说到了 2014 年，作者说，2012 年以后的财政积极程度是非常高的，甚至远超 2009 年四万亿的水平。那么如何度量财政的积极程度呢，有这么几个维度，1 是财政支出本身的增速，当然这个指标没有考虑到财政收入的变化，如果收的多，花的也多，也不能算是特别积极。2 是财政赤字本身的增速，3 是财政赤字-结余的差，除以财政收入，算出实际赤字水平，作者就是用的第三个指标。他发现实际赤字占 GDP 的比重，2009 年并不算特别离谱，跟 2012 到 2014 年都差不太多，但到了 2015 年以后，这个占比要明显提升一大块。之所以发生这种情况，就是因为使用了之前的结余，也就是把存款都拿出来去刺激经济了。2011 年之前，财政结余都是持续增加的，但是到了 2015 年以后，则开始持续降低。所以财政这些年其实一直都是持续宽松的。

下面我们看看 2014 年。这又是一波久违的牛市，上证综合指数全年上涨了 53.3%，但是主要都是下半年涨上去的，上半年则市场则表现平平，依然是在 2000 点上下徘徊。7 月，市场终于开始启动，11 月，央行还宣布降息，给了牛市继续的

助力，2014 年下半年，最大的特点就是两融开始持续升温。融资融券超万亿规模。这也为 2015 年的快牛，水牛埋下了隐患。

2014 年的 2 月份，其实也出现了人民币快速贬值，这也是汇改以来，人民币第一次大幅快速贬值，当时也是吓了市场一跳，股市出现了一定的回调，但是随后很快就止住了跌势，上证指数就在 2000 点一线反复震荡。而且幅度很小。到了 3 月份，上海超日太阳能科技，无法兑付本金，这也开创了中国企业债务违约的先河，之前还从来没有一张债券违约过。其实老齐从 2010 年之后，就一直在大比例投信托，但当我看到这个债务违约之后，就决定以后信托不能再投了。风险已经越来越大了，2016 年初，信托到期之后，就再也没投过类似的资产。后来果然是不断地有违约和暴雷。

2014 年权益市场还出了一个大事，就是沪港通获批，总额度 5500 亿人民币，至此两岸开始互联互通，消息公布当日，股票市场大涨了 1.4%。

到了 4 月份，定向降准也来了，货币政策开始明确转向，稳定经济的态度已经十分明显，6 月欧洲也开始降低利率，进入负利率区间。全球转向宽松。央行也同时再度降准。但是这时候股市还没有任何反映。此时市场上依旧是骂骂咧咧，因为上证指数虽然在横向波动，但创业板却在深度调整。从 1500 多点，已经调到了 1200 多点，跌去了 20%。所以大家

体感，这就是一波熊市的开始。连续降准，也没能带来大家的热情。

但是到了 7 月市场突然峰回路转，7 月 11 日，证监会取消借壳上市意外重大资产重组行政审批，一周之后上证指数上了一个台阶，但依旧走的非常缓慢，涨涨停停，犹豫不决。7 月到 11 月，上证指数，磨磨唧唧的上涨了 19%。但这时候，估计也还没有人想到，这就是一轮特大牛市的开始。

到了 2014 年 11 月底，央行同时降息降准，金融地产同时爆发，最后一个月，这些超级蓝筹带动市场大涨了 30% 上去。杠杆资金大比例入市，两融余额从 7500 亿，增至 1.1 万亿。一场杠杆牛的狂欢开启。一旦发生了赚钱效应，市场遍一发不可收拾。

2014 年的经济，也跟今年有点像，其实在持续下滑。GDP 实际增速只有 7.3%，已经要到保 7 的时候，投资，消费，净出口各项指标也都出现下滑，之所以不断地降息降准，就是因为 2014 年房地产也十分艰难，投资增速同比增长 10.5%，较上一年下滑了 9.3%。但其实那时候比今天还好一点。今年已经是负增长了。所以在这种情况下，央行稳增长的态度是十分明确的。

另一点，跟当下很相似的地方就是，周期进入低点，当时国际油价暴跌，2014 年布伦特跌破了 50 美元，进入低油价时代，所以当时的问题是通缩而不是通胀，产能过剩，油价暴

跌，通货紧缩，盈利恶化，信用危机，楼市下滑，这都跟当下一模一样，而央行的应对也是如此，不断降息降准，稳定增长。当下也许市场还没起到作用，但是他 M2 已经起来了，货币已经出来了，信用早晚会放出来。所以做投资的，这时候千万不能悲观。

2014 年之所以前半段股市没反应，主要也是因为政策含蓄，一开始我们用的更多都是定向降准，希望能够稳住经济下滑的走势，但是到了 7 月，发现作用不大，于是就开始加码，到了 11 月再加码，从定向降准，改为了全面降息。这时候逻辑就彻底变了。而且央行还开发了两个工具，一个是中期借贷便利，也就是麻辣粉，MLF，更加精准和及时的为金融机构提供基础货币。引导市场利率和货币状况，另一个就是 PSL，也叫作抵押补充贷款，支持国开行的棚改货币化，提供的专项资金。当然 PSL 这个东西，最后惹下了大麻烦，2014 年以前，楼市泡沫还只是一线城市的专利，2016 年棚改货币化铺开之后，变成了全国楼市泡沫，后来虽然赶紧叫停，但也已经于事无补。居民杠杆率暴拉了 20% 上去，直接导致了今天的困局。所以 2015 年这波楼市去库存，实在是很糟糕。甚至比 2009 年的 4 万亿还糟糕。

2014 年的 A 股，盈利增速其实也只有 6%，较上一年下降了 8%，创业板倒是继续了高增速，还有 25%，但这一年创业板表现其实并不太好。可见利润增速和市场行情，继续背离。

或者相关度没那么高。从估值来看，上证指数来到了 14.2 倍，比 2013 年底的时候，拔高了 47%，但这个估值，都是在 7 月以后拔高上去的。7 月的时候，上证指数估值已经跌到了 10 倍以下。

2014 年的风格就是典型的白马占优，非银金融涨的最多，券商在年底的时候突然发力大涨，这也是券商最后一次大爆发，2019 年之后，券商就再也没有爆发过，之前我们都说，券商是牛市的信号树，但现在这个逻辑已经变了，不到特大牛市，券商现在很难上涨。主要因为券商的同质化比较严重。靠天吃饭，也需要有个业绩的反应时间，所以牛市如果持续的时间不够，券商很难形成持续的炒作。

此外，建筑，钢铁，房地产也表现很不错，那年刚提出一带一路，所以主题发酵，推升了这些行业的表现，但其实经济周期根本没有转到复苏上，所以并没有得到基础金属价格的支撑，甚至钢铁在上涨的时候，铁矿石价格在一路下跌。所以这些都是股市的影响，而并非是基本面带来的改变。像食品饮料，医药生物这些大牛股集散地，表现最差。但也都有 16% 的涨幅。这种拔估值，没有业绩改善的行情，其实挺让人纠结的，谁也不知道第二年会怎么样，2014 年底的时候，老齐在收集各大金融机构的观点，几乎都保持了谨慎，确实只有任泽平看到了 5000 点，所以他也一炮而红。但真正做研究的都知道，这都是拍脑袋拍出来的。反正他当时也不怎么

出名，说错了没人会记得，但说对了就会迅速破圈。结果也确实起到了这样的效果。

2014 年市场高送转题材比较显著，这也是 A 股市场特别爱炒作的一类题材，高送转之后，然后填权的行情。但作者说，高送转填权行情其实并不存在，他说所谓高送转，只是把 100 元，拆成了 10 个 10 元，没有实质意义的变化。真正能实现填权的，其实并不多见。股价走势也跟送不送转，相关度没那么高。概率基本也就是 50%-60%，反而在除权除息日之后，无论是绝对收益还是相对收益，更多都是负表现。A 股高送转主要以新兴行业为主，也就起到了一个吸引眼球的作用。下面我们看 2015 年，上半年快牛，下半年股灾，跟 2014 年形成了镜像对比。这波大涨其实到两会之后才开始，前三个月还小幅跌了一下。两会之后抛出了很多新概念，比如互联网 +，中国制造 2025 等等。然后高层多次释放改革牛的信号，这让市场信以为真。到了 4 月份，人民日报还发表文章，4000 点才是牛市的开端。这就有点收不住了，很快就干到了 5000 点之上。此时证监会才发现不对劲了，两融业务不断扩容，民间配资也极度猖獗，很多配资公司都给出了 5-10 倍杠杆。当时老齐所在的公司还在讨论，要不要上配资业务，我是旗帜鲜明的第一个站出来反对的。后来老板对我相当感激。否则他可能就没办法收场了。明天我们再来聊聊，股灾到底是怎么发生的。

【15】追寻价值之路 15：牛市踏空比熊市被套还难受

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路，昨天我们说到了 2015 年，在两融暴增，和场外配资的持续加持下，沪指一波流，在 6 月 12 日站上了 5178 点。正当全市场为改革牛，红利牛喝彩的时候，老齐连续发出文章预警，说这波牛市就是杠杆牛，配资牛，大家要格外谨慎。我们当时的基金也已经提前清盘退出，5 月份的时候，我们就把仓位降到了 0。当然这也是顶着极大的压力，当年甚至被客户堵门，要拿回自己的投资，说你们不做，那就把钱退给我，我到其他的公司去做。我们当时坚决不退钱。掰开了揉碎了给客户讲道理，但这都没有用，踏空比亏损更让人难受，当时有的客户甚至还报了警，要求警察帮他拿回资金。那会搞得我们是焦头烂额。所以大家目前只体会了，逆向被套，还没有体会牛市踏空。对于管理人来说，老齐感觉，熊市被套要比牛市踏空的压力小很多。2015 年 5-6 月，是我们最艰难的日子。得亏那会钱不多，基金规模不大。客户量也有限，要真是现在这种规模，几千客户，同时报警，那可真的就说不清楚了。尽管你一心为他好，但最后换来的可能并不是一个好的结果。

2015 年 6 月我们是幸运的，正在焦头烂额的时候，股市开始

出现了暴跌。其实 5 月底就已经出现了大幅波动，5 月 28 日的时候，就上演过一出千股跌停，上证综合指数大跌 6.5%，但是并未引起市场的重视。6 月之后，监管加大了清理场外配资和 P2P 配资的力度，6 月 12 号，市场正式崩盘。连续的千股跌停。场内资金相互踩踏。由于都是配资盘，所以上演了铁索连舟，市场大跌触碰了平仓线，但是很多股票跌停卖不出来，就只能先卖那些没有跌停的，结果最后就造成了市场全面跌停。到了 7 月，终于是跌势暂缓，出台了一系列救市政策，要求不得强平，但是到了 8 月 17 日，汇改引发市场再次大跌，形成了二次股灾。自打股灾发生后，我们的客户也就不再闹了，反而主动上门承认错误，还送来了锦旗，这也搞得我们是哭笑不得。当时想想也挺后怕，如果股灾晚几个月发生，我们能不能顶得住客户的压力，其实也都不太好说。

到了 8 月，救市政策显得越来越急迫，加大了养老金投资权益市场的比重，央行也再次同时降准降息，中金所还把股指期货阉割了，从而限制做空。然后就开始抓坏人，先是证监会主席助理，张育军被抓，后又有证监会副主席，主管发审工作的姚刚被抓。中间还抓了游资的带头大哥，泽熙投资的徐翔。中信证券的几位高管，也悉数落马。虽然很多事没有明说，但是有很大的原因就是救市不力。甚至有人还在这波股灾当中，想着发财。这也再次给我们提了个醒，一定要站

在国家的立场上，帮忙别添乱。特别是国家焦头烂额的时候，千万别想着发国难财。否则一定会被反攻倒算。

2015 年的经济是相当困难的，投资增速显著下行，GDP 跌破了 7%，进入了 6 时代，固定资产投资同比增速也大幅回落。PPI 是 -5.2%，通缩压力十分明显。经济很差，股市很热。所以这其实是一轮相当怪异的牛市。起码在 5 月份之前，很多人都认识不到这个问题。当时老齐跟亲戚聚会吃饭，大家都在讨论股票，还有不少人教我该如何炒股，当时我说我们准备提前清仓了，那些亲戚反而一脸嫌弃，并信誓旦旦的说，国家不会让股市跌。老齐就是这个性格，我劝你两次，听不听就在你了。等 2016 年初再回家吃饭的时候，那几个亲戚面如土灰，再也没有人提股市。老齐也试图告诉他们，现在可以慢慢买了，但是明显感觉到，已经没人再想聊股市这个话题了。

2015 年又是货币放水的一年，5 次降准 5 次降息。公开市场逆回购利率 9 次下行。这也给了市场错觉。认为只要是央行宽松不断，市场就能持续上涨。但央行的宽松，最后其实被证监会的严查场外配资给对冲掉了。

这一年市场暴涨暴跌，全年来看，上证指数全年还涨了 9%，估值也拉升了一点，到了 16.5 倍。有 9 成的股票，这一年还是上涨的。但是也有 9 成的投资者，这一年都是巨亏。所以有时候股市就是这么奇妙。

从行业来看，风格明显偏向中小创，当年外延式并购题材，非常火爆，上市公司到处收购，以增加自己的业绩，从而制造高增长的假象，推高牛市里的估值。计算机，TMT 是一波巨大的牛市。小票行情演绎的淋漓尽致。中证 500 和创业板，都达到了历史巅峰。比 2022 年 9 月的点位，几乎都高了一倍。反过来说，如果你买在了当年的最高点，尽管你拿了 7 年半，但现在依旧赔了一半。

作者说，站在现在的视角去看，改革牛和杠杆牛，两个观点肯定都有道理，当时也确实有国企改革，大众创业，万众创新，互联网+的政策引导，这些也都激发了市场热情，但是杠杆，让这种热情严重过头了。所以最后演变成了股灾，改革牛反而成为了笑柄。美国股市历史上也有过这么一段行情，1982 年到 1987 年，美国大牛市的第一阶段，也是拉估值的，业绩基本上一动不动，到了 87 年股灾发生后，才进入了业绩驱动阶段。

如果你足够冷静，其实在 2015 年股灾之后，你会发现市场遍地黄金，当年很多 ROE 非常高的公司，估值都很低。一些蓝筹股，其实并没有出现明显的泡沫，在股灾中他们主要是受到了那些高估的 TMT 牵连，造成了严重的下杀。这也为 2016 年，市场恢复稳定后，起的那波蓝筹的机会，埋下了伏笔。

2016 年开年特别悲催，上来就是连续的熔断，那会也创造了

一个奇迹，证券公司上午不到 10 点，就可以下班了。本来想平抑市场波动的熔断制度，反而成为了市场大幅波动的主要原因。这波熔断行情，让市场半个月时间，就从近 3400 点跌到了 2600 点。投资者可谓崩溃到极致。说来也巧，这波股灾我们又躲过了，因为 2015 年 12 月，市场反弹太快，而市场利率也跟着大涨，这让我们感觉很不安。觉得不应该有这么快的恢复。所以又大比例减仓下来。这让我们有很好的心情，欣赏 2016 年初的熔断。

2016 年开年暴跌的，不光是 A 股，还有大宗商品，国际原油在 1 月初，也是连续大跌。一波恐慌性抛售来袭。很多人都觉得，2016 年，很可能会发生金融危机。到了 2 月份，证监会换帅，央行降准。注册制改革暂缓。政策红利，稳定住了市场。1 月人民币贷款也多增 1.04 万亿 创历史新高。市场终于开始反弹。股市也回到了 3000 点上方，大宗商品，也随后企稳回升。

2016 年大事不断，国内有宝万之争，国际上有英国公投，宝能系，强吃万科股票，扮演了野蛮人的角色，紧接着风光无限的恒大也跟着趁火打劫，许家印也想吃下万科。强化自己在房地产行业的地位。然后众多产业资本入局，跟保险资本展开了一场混战，相互举牌。到了 12 月，证监会才一锤定音，给这些野蛮人定性为妖精害人精，随后银保监会也联合出手，针对万能险进行整改，这就断了这些保险资本举牌的

资金来源。一场闹剧也就此收场。当年我们本来以为，这能倒闭出资本市场的野蛮人文化，形成收购的法律体系建设，让上市公司更加关注自己的股价，没想到，最后还是以找老师，告家长收场。

2016 年中国经济破 7，GDP 只有 6.7%了，房地产反弹，消费下行。出口相当艰难，只有-7.7%，眼看出口无望，于是我们提出了供给侧改革。说白了就是要提升发展质量，而不再追求发展速度，扩大有效供给，提高生产率。具体明确的要求就是，三去一降一补，去产能，去库存，去杠杆，降成本和补短板 5 大任务，

这一年，上市公司净利润增速是 8%，扣除金融和两桶油之后，增速是 32%，其实业绩表现还是相当不错的。但其实这一年来，市场结构也在发生着较大的变化。风格上，中小创在二次见顶之后，就开始大幅回落，证监会禁止了外延式并购，这就让 TMT 行业的高增长彻底中断无以为继，所以这一年传媒计算机跌幅最大。都跌去了 30%多，而在股灾中被错杀的食品饮料，开始表现坚挺。PB-ROE 的投资逻辑开始回归市场。明天我们详细讲一讲，这一波中国漂亮 50 热的行情。

栗渺社分享网盘号昵称为
“栗渺社小群主”
“低调酱油”
其余均为N手，
微信 jnztxy 进首发群

【16】追寻价值之路 16：市场中就三种风格

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路。昨天我们说到了 2016 年，这是一波蓝筹白马行情的开始，市场追寻的逻辑变成了 PB-ROE 模型，也就是估值低，盈利质量好的公司，备受市场青睐。老齐之前给大家反复强调过，市场就三种风格，1 是低估值高股息策略，以中证红利为主，一般在市场过热期，和下跌期，以及熊转牛初期能表现出优势。2 是 PB-ROE 策略，也就是增长质量，蓝筹行情，以 MSCI50 指数为主，或者你用消费 50 指数来刻画也行，这是价值投资者的温床，适用于经济复苏期，经济好转，业绩好转，政策支持。股市触底回升完成普涨之后，所带来的戴维斯双击的机会。3 是高增长高估值策略，以创业板和科创板为主，此时市场热度明显提升，原先蓝筹的业绩增速已经不能满足市场的需求，所以要找那些更高景气的东西。通过高增长，来化解高估值压力。一般市场最热门的赛道，都是那些业绩不断超预期的东西。2016 年，行情进入了 PB-ROE 时期，高 ROE 因子起到了最重要的作用。主要是因为没有外延式并购之后，高成长几乎已经不存在了，那么高 ROE 就成为了市场中，成长性最高的逻辑。所以资金就在这种内生性行业中抱团，另外，这一年也是外资进入中国的关键年，北向资金也以青睐高 ROE 行业

著称，所以内外资金形成了共振。推升了中国版漂亮 50 热。作者研究了 A 股市场上 8 次超跌反弹，一般超跌反弹持续的时间不会很久，大概 1-2 个月的时间，反弹幅度是 17%。行业上没有明显的一致性规律，但是小市值公司反弹力度更大，也就是说，超跌反弹的时候，小盘股表现最好。市值最小的组别，涨幅在 33%，比市值最大的组别，多涨出一倍。盈利和估值因子，对于反弹没啥特别的影响。也就是说盈利好估值低的，在超跌反弹中，并不具备优势。

超跌反弹中最明显的是反转效应，也就是跌的多的，弹得最快。跌幅最大的组别，要比跌幅最小的组别，在超跌反弹中，多涨 1 倍左右。所以知道这个规律之后，一旦遇到超跌反弹，我们应该做的就是找那些小盘超跌股。比如 2022 年 4 月那波反弹，中证 1000 从 5164 涨到了 7363，反弹幅度达到 42%。而创业板也涨了 35%。都要远高于沪深 300 的 20%。

进入 2017 年的 A 股市场，强监管是主旋律，防范金融风险已经引起了监管的高度重视，也是在这一年，A 股被纳入了 MSCI 新兴市场指数，迈出了国际化的重要一步，从这时候开始，北向资金就逐渐主宰了我们的市场，成为了 A 股市场的资金之王。

上证指数全年震荡，涨幅只有 7%，特征就是缓涨急跌，4-5 月份，因为监管趋严市场急跌，但随后也从 3050 点附近，一路涨到了 3400 点。，这一年监管是市场做空的力量，政策频

率很高，特别是在年初这段时间，但外资流入，成为做多的主要力量。到了 10 月底，召开十九大，为今后几年的经济定调，在金融领域，依旧提到，守住不发生系统性金融风险的底线，

年底监管再出手，出台资管新规，打击多层次嵌套，杠杆不清，监管套利，以及刚性兑付等一系列问题。也从这个时候开始，大家的银行理财不再保本保息。

这一年 GDP 是 6.9% 比上一年高了 0.2%，也是 2011 年经济下行以来，首次出现回升，基建，制造业，消费都还是回落，主要靠的是出口拉动，这一年出口同比增速是 7.9%，较上一年上行了 15.6%，但是在供给侧改革的影响下，工业企业利润确实也出现明显改善，同比增速高达 21%。如果再详细拆分，基本都是上游资源企业贡献，比如煤炭，同比增长高达 291%，黑色金属，增速高达 178%。主要原因是前几年把库存消耗掉了，又因为政策而不能增产，所以 2017 年，价格开始大涨。所以利润也就上来了。这一年也是强周期表现的一年。

在国际上也是如此，美国欧洲日本也全都出现经济复苏，原油价格持续上涨，布伦特原油涨过了 70 美元，美债也强势上行，突破了 2.7%。

这一年行情最大的特点就是，中国版漂亮 50，食品饮料，家电，钢铁，非银金融涨幅居前，上证 50 表现最好。涨幅 25%，沪深 300 也要比上证指数走势更强，全年涨幅 22%，表现最

差的就是小盘和成长，这一年持续下跌。这一年也是典型的价值投资年，擅长价值风格的基金，表现出色。很多基金经理也一战成名。他们手上，基本都是白马，比如平安，茅台，格力，美的这些东西。市场的逻辑跟当年美国的漂亮 50 热也是一模一样的，当时美国人也认为这些大公司，拥有超长期的逻辑，现金流可以持续成长下去，所以给多高的估值也没关系。后期都能通过业绩的持续改善消化掉。

美国当年的漂亮 50 热，发生在 60 年代末，到 70 年代初。准确地说是从，69 年末，到 73 年初，当时市场涨的最好的就是施乐，可口可乐，宝洁，IBM，辉瑞这批股票。他的内在逻辑，就是这些超级大公司，可以在自己所在的行业内，持续的扩张，集中度不断提升。从而实现增长。而这批漂亮 50 公司，他们的 ROE，要显著高于同行业其他公司。是毫无疑问的优质龙头。一般经济在复苏到过热前期，这些公司特别能给人以希望。拿着也踏实，机构爱抱团。所以涨的特别好。但是他们也通常帅不过 3 年，因为再好的公司，也很难维持 3 年高增长，更何况投资者的预期越来越高。所以你也就能理解，为啥以茅台为代表的大消费，会在 2021 年初见顶。基本也就是第三年年报出来的前期。跟美国的漂亮 50 行情基本吻合。美国也是终结在 1973 年初，当时爆发了第一次石油危机，经济开始陷入衰退，人们发现，这些所谓的漂亮 50，其实也并不能永远增长下去。

接下来我们看看 2018 年，这个是老齐跟大家共同走过的日子了，2018 年，我们就开启了星球，年初漂亮 50 继续带动行情走高，冲过了 3500 点，正当大家畅享慢牛的时候，一波海外摩擦，让行情戛然而止，再加上国内的去杠杆，信用利差扩大，突破了历史极值，市场开始担心股权质押爆仓。接着就是全市场大跌，转入熊市。从接近 3600 点，一路跌到了 2500 点以下。这里面我们要介绍一个知识点，信用利差走阔的时候，通常市场表现都不会很好。大家要小心这种大幅拉升的情况，说明市场出现了信用风险，投资者的风险偏好会降低，那么投资股市的人会减少，对行情不利。但反过来说，信用利差急跌，市场会不会就好呢？也不一定，只能说它对于成长股风格，相对有利。如果股市好，信用利差还降低，那么就是成长风格占优，信用利差这个指标，不能单独使用，还要用其他的指标予以辅助。

行情从 2018 年 1 月底，一直跌到 2019 年初。一直都是沿着趋势线下跌，让投资者相当绝望。甚至有人都喊出了新冷战开始，中美脱钩，认为股市行情再也不会好了。

当年这个贸易摩擦确实挺讨厌的，川总来回来去变卦，然后双方就不断的往谈判桌上扔筹码，说狠话，股市就成了最大的代价。每次美国关税加码，中方强力反制，股市都是暴跌。在中国炒股确实心累。到了 8 月，摩擦进一步升级，川总提议对中国 2000 亿美元，销往美国的产品，关税从 10% 加到

25%。到了 10 月，政策开始救市托底，人民银行降准，同时一行两会站出来喊话，股市此时出现了一丝丝缓和。但显然这个力度还是不够，到了 11 月下旬再度疲软。

12 月，在布宜诺斯艾利斯，两国元首会晤，同意停止加征新的关税，但这个好消息，也并没有为市场带来转机，此时已经没人敢看多了。老齐当年在社群里的艰难程度，不亚于现在。不断给大家按摩打气，告诉大家一切都会好的。但也还是有很多朋友，骂骂咧咧的退出了星球。

2018 年上市公司业绩普遍回落，而且降幅较大。扣除金融和两桶油，从 2017 年的 33%，降到了-8.7%，中小板和创业板，盈利增速更是-35%和-82%，当然这也有削减商誉的因素。整体市场估值从 20 多倍，降到了 13 倍，典型的戴维斯双杀。作者反思这一年普跌的逻辑，贸易摩擦肯定是一个很重要的因素，但并非是唯一，因为后面几年其实摩擦也一直都有，所以摩擦不代表股市一定要跌。他说 2018 年其实跟 2008 年的逻辑是很像的，这又是为什么呢？

【17】追寻价值之路 17：新一轮牛熊！但投资者依旧没有成长

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，追寻价值之路，昨天我们说到了，2018 年的下跌逻辑，作者说跟 2008 年很像，都是基本面逻辑，在高位被证伪，啥意思，就是说，大家都期望经济高增长，复苏，高景气，但突然发现没了，但股市已经涨上去了。这时候往往就比较危险。2018 年社融掉的很快。PPI 也拐头向下，M1 也越来越低，这些指标都说明，经济不会再继续复苏了，而是要进入下行了，大家以后记住了，只要是去杠杆，通常经济都不会特别好。其实这么说来，2021 年的市场见顶，其实也是这个逻辑。大家预期的食品饮料持续高增，并没有出现。不过不同的是，高成长高估值，景气赛道，2021 年起码还在，所以结构性牛市依旧维持。但到了 2022 年，高成长也被证伪，所以才出现了普跌。那么当这些东西都跌下来之后，预期消失了，甚至转为负面，等到负面预期在低位被证伪之后，市场也就该涨了。

很多人都会提一个问题，为啥 10 几年前就是 3000 点，现在还是 3000 点。投资股市到底能不能赚钱。主要原因其实是上证指数的编制有问题，他采取了总市值加权，有些总市值很大的公司，对指数起了不好的作用。比如那几大银行和石

油石化，另外，一个解释就是，历史的估值包袱太重，早年间估值太高，所以这十几年来一直在消化，之前的高估值问题。比如编制较为科学的沪深 300 指数，也是 10 年估值降一半，这就意味着每年要有将近 5% 的收益损耗。之前也说了，我们长期 ROE 就不到 9%，扣掉这个估值损耗之后，其实也就只有 4% 的年化回报。接近这些年来的指数实际涨幅。不过，庆幸的是，历史包袱，现在基本已经都卸掉了。沪深 300 在 2022 年也只有 12 倍的估值水平。远低于历史平均，也远低于全球平均。那么未来 10 年如果估值提升一倍，相当于每年带来 7% 的正回报，再加上 9% 的 ROE，带来的正常回报。所以未来 10 年的基础回报应该有年化 16%。是相当高的水平。所以我们对于行情，不应该再有悲观

接下来我们看看 2019 年，作者给他的标题叫做柳暗花明的一年，这确实也是老齐的感受，2018 年整体市场还极度悲观，但到了 2019 年一季度，突然之间就变了。指数从开年就一路上涨，从 2400 点以下，涨到了 3300 点附近，这一波近 40% 的涨幅，一下点燃了市场热情，但是当你反应过来之后，他就又不涨了。贸易摩擦风波再起，一直震荡到年底，都没有再出现机会。

之所以 1 月能开始暴涨，就是因为社融数据大超预期，1 月份数据显示，社融 4.64 万亿，比上一年多增加 1.56 万亿，第二天上涨指数就涨了 2.7%。现在社融已经成为了市场行情

的重要发令枪之一。大家一定要密切关注这个指标。当大家都关注他的时候，那么社融的作用就越来越重要，甚至有些资金可能会率先抢跑。也就是说，他可能会交易预期，如果能够算出社融会在某个月开始大增，那么他就会提前下场。所以这也是投资中最难的一点，当大家都知道的事情，都了解的方法，形成共识之后，这个东西就会提前反应，然后进而失效，失灵。比如 2022 年的猪周期就是，大家都想做猪周期的时候，猪肉价格下跌的时候，猪肉股就开始涨了，等猪肉价格开始上涨的时候，猪肉股反而不涨反跌。那么你能说猪周期失效了吗？并非如此，而是提前了，大家都在交易预期了。

2019 年其实贸易摩擦也并没有缓解，依旧在一波三折，反反复复，川总这个人不按套路出牌，搞得我们疲于奔命，6 月谈好的事情，到了 8 月，就反悔了，继续对中国商品加征关税，10%。导致股市跳水，汇率破 7。所以大家印象当中，2019 年是牛市的起点，但那一年其实并不好过，特别是你要错过了 4 月之前的上涨，那么后面反而比较难受。甚至是亏钱的。贸易问题到了 10 月才有所好转，主要是因为海外经济有些不好的迹象，PMI 跌倒 50 以下，所以全球开始转向宽松。而中美之间的摩擦，也基本在 12 月份达成了一致。年底的时候，上证指数再次站上了 3000 点。

2019 年的宏观经济表现平淡，GDP 增长了 6.1%，增速比 2018

年还低，工业增加值和固定资产投资也都比 2018 年小幅下降，工业企业利润增速同比是-3.3%，PPI 也是负值，上市公司盈利增长，只有 7%，扣掉金融和两桶油是-1%，创业板到是利润大增，但这也主要是 2018 的基数太低了，当年商誉减值让创业板的利润一下被压到了谷底。

所以你很难想象，这一年的行情竟然是牛市的开始。这一年做多的因素其实就两个，一个是政策相对宽松，另一个就是 2018 年跌的太多了。所以股市总有涨跌，我们永远不要对未来失去希望。平平无奇的一年，也可以柳暗花明，迎来大涨。这一年估值拔高比较明显，从 11 倍市盈率，涨过了 16 倍，估值拔高的动力，就是十年期国债收益率持续的下行。从行情特征看，主要是电子，计算机，食品饮料，和家电涨的好，也就是科技和消费两大逻辑，这依旧是一轮白马行情。是机构投资者最舒服的行情，而且这一年，股票，债券，黄金，原油所有资产都表现的很好。全球股市也都是上涨的，而且涨的也都是估值，而并非业绩。这种情况，其实较为少见。一般都是因为，全球流动性极度宽松所导致的。也就是说，资产价格的上涨，来自于货币的贬值。所以全球流动性，是我们做投资，不得不去考虑的一个重要的因素。

到了 2020 年，其实大家就更是记忆犹新，这一年新冠病毒全球蔓延，国内股市暴跌，美国股市活久见下跌，但很快就全球进入大放水阶段，美联储直接把利率降到了 0，还直接

给老百姓发钱，所以流动性格外宽松，这种流动性之下，股市很难不涨，所以反而顶着疫情的压力，走出了超级行情，各国市场几乎都是 V 型反转。

我们这边到了 7 月份，更是爆发了主升浪，这波行情是整个三年牛市当中，最重要的一个阶段。也彻底引爆了市场热情。但他其实相当短暂，只持续了 1 个月时间，上证指数从 2900 多点，一下拉升到了近 3500 点的位置，沪深 300 更是拉升了 1000 点上去。这波拉升之后，市场又是 5 个月不涨，磨蹭到 12 月，才再次拉升，但最后这一波拉升，也造成了市场见顶。所以 2020 年的牛市其实也是一波大水牛，跟 2015 年没有太多的本质区别，都属于经济比较糟糕，但流动性特别宽松。这波行情，是外资和内资共振，抱团消费股，交易疫后复苏的预期，所形成的一波蓝筹大牛市。市场分化 特别严重，属于是生拔估值的阶段。并没有太多的业绩配合。2020 年盈利增速依旧不好。但是万德全 A 的市盈率，从不到 18 倍，拉升到 22 倍以上。估值涨幅，刚好跟指数涨幅相等。再看创业板涨了 65%，这个就更加离谱了

所以，有些人当年买了白马赚了钱，并不是你英明神武，而是刚好赶上了这种市场行情。你并不是在价值投资，而只是因为估值被流动性拔高了。所以 2021 年初，依旧在茅指数里，舍不得出来的那些人，其实都是伪价值投资。之前获得的收益，都只是运气好而已。

到了 2021 年，风向再度转动，茅指数那点盈利增长，已经不够大家编故事，安慰自己了，所以开始去找成长性更高的宁指数。以新能源和光伏这种产业周期为依据，再涨了一波高估值高成长策略。机构们又都到大盘成长里面抱团。继续推高估值。这一年经济不好，流动性收缩，通胀上升。所以越是这种情况，大的贝塔不存在，大家就越是在景气赛道里抱团，直到 2022 年，年初开始调仓换股，引发了泥沙俱下的行情。来了一波行情大洗牌。那些业绩确定的有色金属，能源，银行基建，开始受到资金青睐。这些地方起码能够起到避险的作用。所以整个 2022 年，除了 5-7 月反弹之外，其他时间都是红利高股息策略占优。

这就是本书的全部内容了，股市无非就是预期的游戏，他有趋势性，也有周期性，市场长期的价值线，就是成分股 ROE 复合增长率的水平。在这条价值线上，价格会呈现明显的波动。而影响价格的因素很多，有海外的，业绩的，经济周期的，政策的，流动性的，每轮上涨都有一个驱动因子，同样的，每轮下跌也都有原因。所以，熊市中，不用对市场表示悲观，也不用担心他跌下去就再也涨不起来，股市永远跟现金是对立的，只要政策持续宽松，股市早晚会起来。而且宽松的越久股市涨的也就会越高。

当预期高涨的时候，失望就会让股市暴跌，反之，当预期低迷的时候，给点火花，其实就足以形成燎原之势。这本书值

得大家反复阅读，反复思考，慢慢悟出投资的道理。把这些根本性的东西想明白了，赚钱并不是什么难事。无非就是熊市里亏小一半，牛市里跟多一半，慢慢的你的收益就出来了。全世界所有的金融机构也都是这么做的。股市里不存在只赚不亏，更不存在每次都能逃顶抄底。啥时候你不去把自己想象成无所不能的神了，说明投资也就上道了。

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更