

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，在市场中选择高 ROE，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？

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，这些我们都会在后面讲到。

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。

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，就算是三无概念。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。

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

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，最后一波的下跌往往短而急促，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。

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行，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。

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月是季报公布前的一个月，季报公布之后，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。

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。搞得所有人都没有信心。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。

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。那么你一直看多，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。