

估值底政策底不靠谱 市场底才是黄金坑

其实抄什么底，这和各人的交易习惯是有关的。估值底只是对下跌空间的预期，这个预期可大可小，放在交易层面来说就是左侧交易；政策底往往是无从预测，其以迅雷不及掩耳之势瞬间筑底，博政策底这与期望买在最低点的赌徒心态无异；市场底则相对而言最安全，因为其需得到资金认同且事后可以验证，这也可以认为是常说的右侧交易。

“2008年我就是抄估值底结果抄在山腰上了，唉……”朋友如是说，“9月19日又抄政策底，结果地板下面有地雷！真到1664点，反而不敢抄了，你说我冤不冤。”

其实当年和他一样的投资者绝对不在少数，用在2008年金融危机那非常时期，抄双底都未必好使，只有经过考验的市场底才胜算比较大。

“A股这都跌了半年了，估值进入历史底部，你说要不要先抄点？”朋友接着问。“你就拉倒吧，2008年那波抄底血的教训这么快就忘了，至少等双底再抄吧。炒股还是学学刘邦，抄双底怎么都比抄估值底安全，何况现在估值底的说法也未必站得住脚……”

历史证明，估值底并不牢靠。因为市场对估值的预期可大可小，没有最低只有更低的残酷现实在2008年的极端行情下可谓演绎得淋漓尽致。

A 不太靠谱的估值底

回想2008年那断崖式的下跌，成为多少投资者心中挥之不去的梦魇。

2008年8月底，当上证综指经历近两年的大起大落，再度跌回2400点附近时，市场上也和今时今日一样响起抄估值底的言论。

当时的看多派认为，经过10个月单边下挫，上证指数跌幅已高达60%，从统计数据来看，A股市盈率水平已经跌回17倍附近，进入历史估值底部。这一市盈率甚至已远低于2006年12月份上证指数同样处于2400点时近25倍的市盈率。但是有一组数据却被当时的看多派忽略了，那就是2008年8月底时A股算术平均股价

仍然有8.51元，市净率达到2.74倍，这一数字显然高于2006年12月上证指数2400点时仅7.68元的算术平均股价及2.28倍的市净率。

进入9月份A股继续无量阴跌，短短13个交易日跌幅就高达20%，给了扛着抄估值底大旗的左侧交易者们一记响亮的耳光，众多抄底者无奈在山腰站岗。历史证明，估值底并不牢靠。因为市场对估值的预期可大可小，没有最低只有更低的残酷现实在2008年的极端行情下可谓演绎得淋漓尽致。

我们将视线拉回现在，近期机构一致认可的估值底同样禁不起推敲。我们如果取2006年12月底、2008年8月底、2010年6月底与本周这四个节点来看，上证指数同样是处在2400点附近，现在的估值水平已经是同期最低，A股市盈率仅仅14.68倍，市净率也才2.33倍。有趣的是，现在的估值甚至低于去年2319点阶段性底部时的水平，离大底1664点的12.86倍的市盈率及2.01倍的市净率也相距不远，这也是机构们称现在的估值处于历史底部区域的底气所在。

不过依照历史经验，估值底并不可靠，何况这一数据还有很大水分。华林证券分析师胡宇就指出，A股的垄断行业贡献了大部分净利润，在不扣除垄断行业的利润贡献前提下，A股市盈率不足15倍。若扣除金融、石油、石化和房地产行业对A股的利润贡献，最终得到A股整体市盈率仍为24倍。所以，要小心A股当前的低市盈率陷阱。

有数据显示，在交易所分类的22个行业中，仅金融、保险业、交通、运输仓储业、建筑业及采掘业4个行业市盈率低于15倍的平均水平，有13个行业市盈率超过24倍，综合类、电子业、社会服务业、农林牧渔业及信息技术业5个行业市盈率甚至超过30倍。

不得不提的是，近年来新股发行一直保持高市盈率。中小板市盈率已经从2008年底的不到16倍，猛增至近期的33倍高位；创业板市盈率虽然



从上市初期的60倍回落，不过现在也还有42倍。值得注意的是，现在中证100及沪深300的整体市盈率已经低于2008年1664点的水平，但是在剔除这两个板块后，两市整体市盈率却接近1664点时的两倍。现在所谓历史估值底部区域的水分可见一斑。

另一方面，在中小盘股市盈率高企的同时，A股整体的平均股价也明显虚高。现在A股的算术平均股价高达15.34元，这与2008年8月底上证指数2400点时A股仅8.51元的平均股价相距甚远，当时众多低价股主导的格局已经完全沦为现在高价股狂欢的舞台。

数据显示，在交易所分类的22个行业中，仅金融、保险业及交通、运输仓储业平均股价未有明显提高，其他20个行业平均股价已经较三年前提高逾一倍，造纸、印刷业、食品饮料业、纺织服装业、电子业等7个行业平均股价甚至较三年前提高近两倍。显然A股股价泡沫同样需要引起警惕。

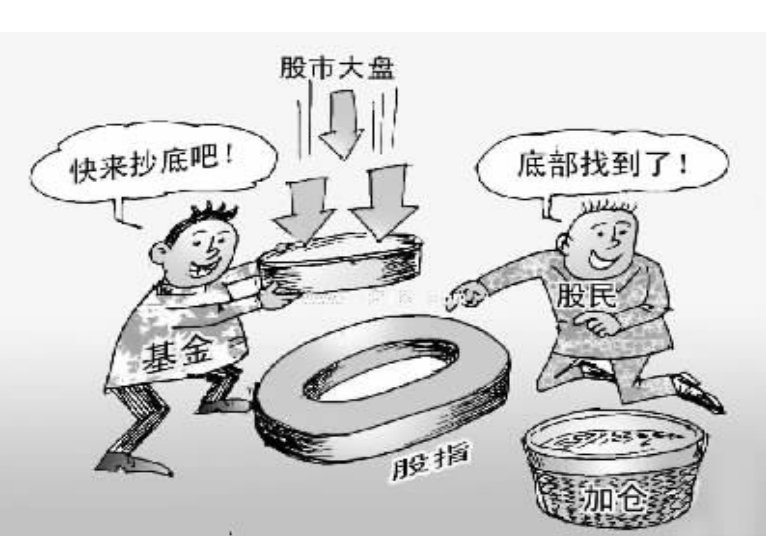
近半年来A股从3000点高位逐波回落，在估值不断向历史底部进发的同时，多家机构也在不断下调预期，没有最低只有更低的历史正在重演，现实是A股量价迭创新低继续弱势寻底。近日中资银行AH股全面倒挂，中信银行表现最为突出，其H股价格较A股竟有超过40%的折扣，加上中国的地方政府债务等问题，银行股股价依然有调整动力，这可能进一步打压银行股的估值水平不断刷新历史新低，并导致A股的低市盈率陷阱长期存在。

从中小板指数去年底才创出历史新高点来看，现在中小板指数较去年7月初的低点仍溢价近25%。中小盘个股存在较大调整动力。另一方面近年涨幅较大的信息技术业、纺织服装业、生物医药业、食品饮料业等都积蓄了大量的获利盘，市盈率水平逼近高位，补跌预期可能进一步拖累大盘赶底。

B 扑朔迷离的政策底

在大家对估值底逐渐失去耐性的时候，扑朔迷离的政策底就会登上历史舞台。

上月中旬“601军团”（代码以601开头的大盘股）暴动刺激权重股集体起舞，A股量价齐升重返2500点上方，再度引发市场对国家队进场护盘的猜想。不过周四在欧美股市重挫、资源税暂行条例修改等多重利空下，A股遭遇当头一棒，不但2500点得而复失，周三的涨幅更是被吞噬殆尽。随后百亿社保资金获准择机入市的消息似



乎让投资者看到了政策底的曙光，不过市场表现并未如大家所预期的那样强烈。但是随着近期A股量价迭创新低的低迷表现来看，现在投资者的情绪已经跌入谷底，加之中国水电发行在即，相关部门出台护盘政策重新激活市场的可能性确实存在。

遥想去年6月29日，A股重挫逾4%，再度打破市场对估值底的期待，随后继续弱势探底，量能同样跌入谷底，投资者的情绪陷入冰点。同样在当时，农业银行顶着“全球第一大IPO”的光环高调回归A股，市场恐慌情绪蔓延。随后社保资金入市及货币政策适当调整的消息相继出炉，坚定了市场资金以政策筑底的信念。果不其然，仅三个交易日后，A股就在7月2日这天成功筑底，沪指确认了2319点的阶段性底部，并在随后的5个月时间中反弹至3186点的高位，区间涨幅达到近37%。

不过历史上同样有政策底部不成功的情况。2008年9月初，A股继续挖坑寻底下跌逾20%，估值底的言论不攻自破。在市场极度低迷下，管理层祭出了将印花税改为单边征收的政策工具护市，受此利好刺激沪深股市在2008年9月19日双双强势反弹，涨幅均超9%。A股两市个股全线接近涨停，政策救市之威历史罕见。次日两市继续高举高打，一口气反抽至30日均线附近，沪市再度大涨逾7.5%，深市也大涨达4.4%，两市量能均创出调整以来天量。可惜好景不长，反弹仅维持到9月底即告失败，国庆节后A股再下台阶继续弱势探底，直到当年10月28日才确认1664点的市场底。

不论此次政策底是否如期而至，至少我们从历史经验可以发现，政策性救市一般都发生在市场极度低迷，有多重利空打击下的估值底部区域。有趣的是，近年来市场屡屡在弱势下重启大盘股发行，其往往成为压垮A股的最后一根稻草，奇就奇在社保资



金入市和政策性救市举措也会在同一时间显山露水。

C 久经考验的市场底

在抄估值底的左侧交易者和抢政策底的赌徒们相继倒下后，只有耐得住寂寞等待市场底确认后才参与的右侧交易者才能笑到最后。

2008年10月28日，沪指在早盘触及1664点后一路反弹，收盘站上1771点，远离最低位逾百点，但是当时敢于果断买进的投资者并不多，右侧交易者们仅仅会拿出少部分仓位试探性建仓，没有经受过考验的底部还不能完全称为市场底。在随后的8个交易日中，A股继续在低位徘徊，持续的换手有利多空交换筹码。

经历近一年断崖式的下跌后，A股在1700点附近展开横盘震荡，最终完成了对市场底的确认。在多空角色互换后，市场交易气氛逐步回升，加上政策呵护及长线资金入市等多方面因素刺激，2008年11月10日，沪深两市双双跳空高开收盘大涨逾6.5%，沪指也一举确立1664点的历史大底。在随后的三个月中，各方实力不断博弈完成最后的筹码互换，随着沪指突破2100点的政策底压制，一波气势如虹的小牛市拉开序幕。在不到一年的时间内，沪指震荡上扬一路冲上3478点，指数实现翻番。

去年的2319点严格来说并不能算是市场底，只能说是政策呵护的产物，随后的反弹造就了中小板指数的

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。



历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

历史新高，不过A股整体依然是处于大的调整格局中。又是一年过去了，随着估值底言论再起，政策底似乎也渐行渐近，但是在市场底没有出现之前，众多的右侧交易者仍然在选择潜伏。

定性又不断增强的大背景下，不排除市场继续破位大跌的可能，短期而言，大盘弱势寻底的格局或难改变。

宏观基本面方面，房价也初现拐点。国家统计局最新公布的8月房地产价格数据显示，在70个大中城市中，新建商品住宅价格环比出现下降的有16个，持平的城市有30个；8月份价格环比下降和持平的城市较7月份增加了15个，且在价格环比出现上涨的城市中，涨幅均未超过0.4%。在二手房中，与上月相比，价格出现下降的城市有26个，持平的城市有17个，8月份价格环比出现下降和持平的城市较7月份增加了9个，在价格上涨的城市中，环比价格涨幅均未超过0.7%；8月份房价同比数据也出现了明显的下滑迹象，未来房地产价格继续回落的趋势将更明朗。9月以来，房地产销售更是呈现出“旺季不旺”的特征，房地产库存逐渐逼近历史峰值，房价拐点被确认的态势也趋于明显。

与此同时，9月份中国汇丰PMI初值为49.4，较上月小幅回落，产出和出口订单令制造业出现萎缩，这是PMI指数连续第三个月徘徊在50的枯荣分界线以下，表明中国经济放缓的态势继续。财政部周一公布的数据也显示，国企前8月利润总额同比增长21.9%，8月环比出现下降。近两个月来，国企实现利润和应交税费环比连续下降，在经济增速下行趋势明显且紧缩政策常态化的背景下，企业盈利下滑的预期将日趋明朗，从而对市场持续形成压制。

人民银行公布的数据显示，8月份新增外汇占款3769.4亿元，较7月份微调后的2195.64亿元大幅增加，环比增长约72%。考虑到8月贸易顺差为177.59亿美元，实际使用外资金额为84.46亿美元，外部资金似乎又有流入的迹象，当前流动性紧张的格局，无疑会对市场的流动性预期构成积极支撑。我们认为，在美元反弹和海外市场不确定性依然较高的背景下，外部流动性的持续流入值得怀疑，且叠加国庆节资金备付需求、季末考核、未来的准备金补缴压力、中国水电和陕煤股份等大盘股陆续IPO和石化转债发行等多重负面因素，资金面的实质性压力确实存在。

海外市场方面，在为期两天的闭门会议之后，美联储宣布维持0-0.25%的现行联邦基金利率不变，同时宣布将推出价值4000亿美元的“扭曲操作”，这些基本符合此前市场的普遍预期。数据显示，欧元区9月综合采购经理人PMI指数初值由8月的50.7降至49.2，其中制造业PMI初值由8月的49.0降至48.4，创两年新低；服务业PMI初值由8月的51.5降至49.1，这是自2009年8月以来首次跌破50，三项数据均低于先前市场预期。在成员国中，德国9月制造业PMI由8月的50.9降至50.0，创一年以来的新低；服务业PMI由51.1降至50.3，创26个月以来的新低。在欧债危机肆虐的背景下，欧元区核心经济体似乎正逐渐失去增长动力。发达经济体已然受限的政策空间，再加上债务危机和经济衰退担忧等方面的压力，A股确实很难负重前行。

从期指持仓数据来看，在本周市场剧烈波动之际，主力席位的持仓动向显示其在操作上有明显的高抛低吸特征，先有安信期货周二大举加多，而后在周三和周四快速减仓，再有华泰长城和光大期货在大幅拉升之时加仓，并在其后的大跌中顺势平仓，倒是传统主力空头海通期货和中证期货的空头持仓筹码锁定相对较高，但其绝对持仓量较之前出现的6000多手规模来说，相对偏小。整体来看，市场弱势特征显著，在波动较为剧烈的情况下，做多和做空的动量均缺乏持续性。

虽然伴随着通胀下滑和经济增速放缓，近期一直困扰市场的偏紧资金面或迎来阶段性的边际改善，但在海外形势日益恶化的背景下，宏观经济基本面预期和海外市场调整对国内投资者情绪的影响极度负面，预计近期市场或延续弱势寻底的格局。期指操作策略上，建议投资者在把握好节奏的前提下以空头思维为主，采取逢高沽空的策略。

（摘自《证券时报》）