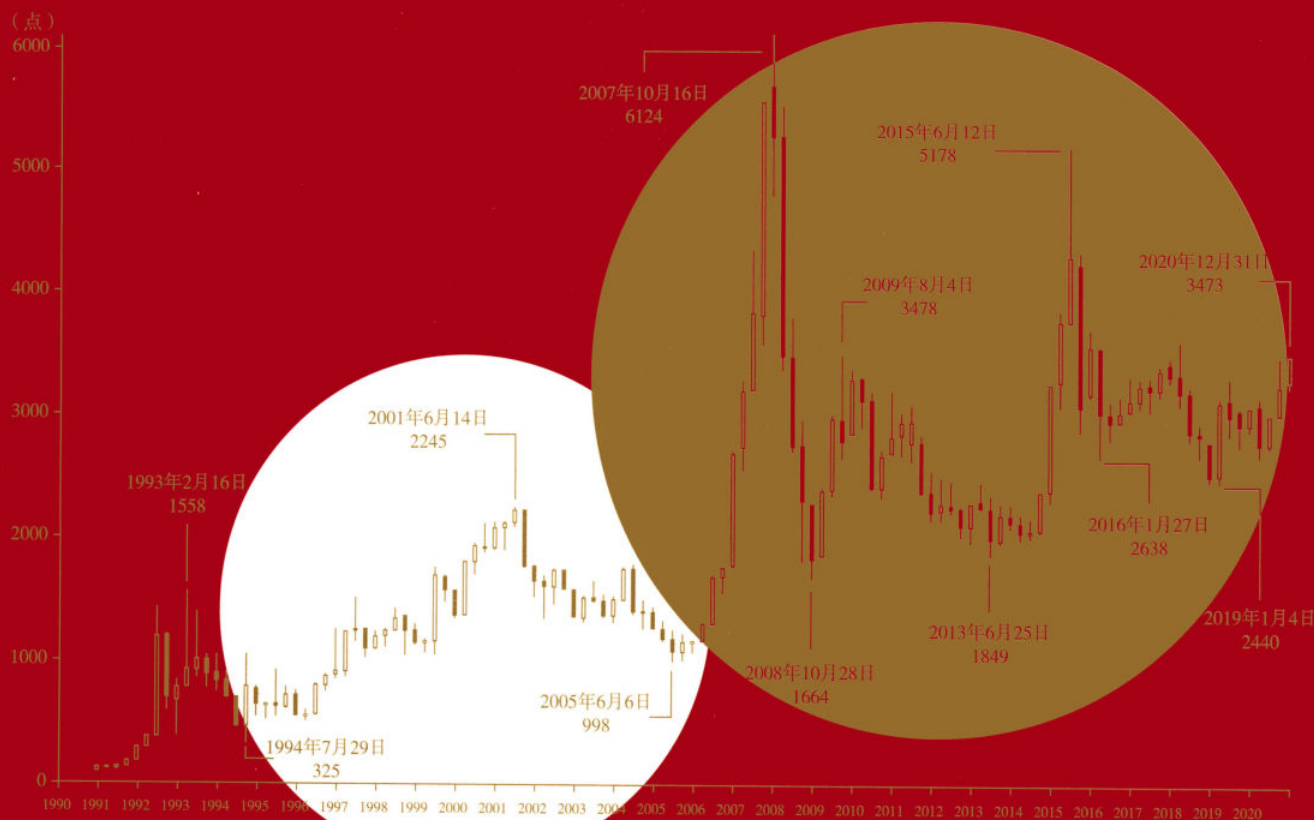


追寻价值之路

1990~2020年
中国股市行情复盘

燕翔 战迪 著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

作者简介

燕翔

北京大学光华管理学院经济学博士，中国注册会计师（非执业会员），目前任国信证券经济研究所首席策略分析师，研究领域为宏观经济、股票市场投资、大类资产配置。另有著作《美股70年：1948～2018年美国股市行情复盘》。

战迪

北京大学光华管理学院金融学硕士，曾任国信证券经济研究所策略分析师。



扫码关注作者微信公众号

警告：仅限内部授课使用 转发所产生的版权问题有转发人自己负责。
强烈建议购买正版电子书。

追寻价值之路

1990~2020年
中国股市行情复盘

燕翔 战迪 © 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

追寻价值之路：1990～2020年中国股市行情复盘/燕翔，战迪著.
—北京：经济科学出版社，2021.2
ISBN 978-7-5218-2048-5

I. ①追… II. ①燕…②战… III. ①股票市场-研究-中国-
1990-2020 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2020) 第 217027 号

责任编辑：周国强
责任校对：靳玉环
责任印制：王世伟

追寻价值之路：1990～2020年中国股市行情复盘

燕翔 战迪 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010-88191217 发行部电话：010-88191522

网址：www.esp.com.cn

电子邮箱：esp@esp.com.cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxchs.tmall.com

北京时捷印刷有限公司印装

787×1092 16开 33印张 2插页 630000字

2021年2月第1版 2021年2月第1次印刷

ISBN 978-7-5218-2048-5 定价：118.00元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010-88191510)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线：010-88191661)

QQ：2242791300 营销中心电话：010-88191537

电子邮箱：dbts@esp.com.cn)

投资的真谛*

(代序)

国信证券经济研究所所长 杨均明

一场不期而遇的疫情打乱了我们的生活和工作节奏，让我们有机会一起相会在线上。谁能想到智能社会的最大推手竟然是新冠病毒！从一开始半个多月足不出户的办公生活，到后来每天线上的各种会议，我想我们是再也回不到过去了。不过我并不为此伤感，我思考的是未来我们的生活会是什么样的，资本市场中的投资方向和机会在哪里。

一、价值投资的四个核心

资产的价值是其未来现金流的折现，一个简单的陈述概括出了价值投资的内涵，这是一个看起来完美无瑕的结论。投资界很多人践行着这个理念，绩效斐然。然而普通投资者却很难通过这一方法赚到钱，到底问题在哪里，因为实践中大家对这个内涵的理解会各不相同，我认为价值投资的内涵由四个核心构成。

第一个核心是企业的未来。我们分析的对象主要是上市公司，这家公司首先得有

* 本文作于2020年4月。

未来，如果没有了未来，那么它的价值最多只有清算后的剩余价值。我们用几倍甚至几十倍的市盈率购买股票，这个企业必须在几年或几十年内还很好地经营着。普通投资者只看明年后年的业绩变化，而不愿意去面对这个生死的问题，随着中国投资资本的成熟，具有这样特质的企业的价值正在不断被发现。

什么样的企业会很好地一直活着呢？

首先当然是公司的治理结构与管理层的能力和信用。但这个最重要的问题不是普通投资者可以了解的，如果可以知道，我一定早早加入了阿里或腾讯的创业团队。退而求其次，我们聚焦于那些已经成功的企业，寄希望于企业的成功还可以延续。

其次是考察企业的商业模式、业务范围、产品和服务。什么样的模式、业务、产品和服务可以在能够预见的未来中存在甚至不断扩张，这个问题其实并不复杂，只需要有日常生活工作中的常识即可。哪些商业模式是我们理解的、哪些业务是我们容易理解的、哪些产品和服务是我们经常使用并且体验良好的，这些常识构成了我们投资的坚实基础。牛股就在你身边，想想你错过了多少身边的机会，未来的牛股还会在你日常的工作生活中产生。

最后是考察企业的竞争格局。良好的竞争格局是企业未来的重要保证，在一个充分竞争的市场里，如果企业没有在竞争中取得优势地位，未来是没有保障的。价值投资者往往聚焦于龙头企业是逻辑的必然。

投资者如果考察和关注了以上三点，大概率可以让自己在资本市场里活下来。

讨论了企业未来的问题，第二个核心是现金流。什么样的企业可以产生现金流或者未来可以产生现金流。如果笼统地说，其实还是优秀的管理、良好的业务模式和产品、垄断的竞争地位。企业有了这些大概率会有较好的现金流，但是这么笼统的概述不足以指导你的投资，需要从财务数据上去寻找清晰的逻辑。

首先，应该具有持续稳定的高净资产收益率（ROE）。为什么 ROE 如此重要呢，你真金白银地投入了资金，当然是想要取得回报，如果一项业务的回报率很低，就不值得投资，这个道理最简单不过。ROE 的高低隐含了商业模式的优劣、管理层的水平、产品和服务的受欢迎程度以及企业的竞争格局。ROE 多高算高呢？我认为最好是 15% 以上，而且要持续稳定。

企业除了有较高的 ROE 外，最好负债率也要低，有息负债越少越好。一个没有负债的企业不容易很快倒闭，一个负债率较低的企业说明其投资资金回报率（ROIC）也较高，这门生意是个回报率较高的生意。反之一个依靠高负债经营的企业，投资资金回报率就会低，这样的业务可以在顺境中存活，一旦市场有变化，就会有面临不测

的风险。

其次，企业的资本开支要少。很多企业也有不错的盈利指标，只是每年要进行大量的资本开支来扩大生产，或者补充流动资金，所以他的现金流不是真正的自由现金流，最后可能会变成一堆厂房和过时的设备或者存货。

最后，企业业务模式要简单好理解，提供的产品和服务要容易感知，最好是最终产品，而不是其他产品的中间环节。复杂的业务难有生命力，因为它需要高超复杂的管理水平。这里说的复杂是指业务模式复杂，而不是指产品复杂，复杂的产品可能会构成竞争壁垒，而复杂的业务模式不会。同时企业提供的产品和服务最好不要是中间产品，一个中间环节的产品，如果没有技术壁垒，很容易被上下游企业挤压，最后无利可图。

投资者如果留意了以上三条，大概率可以在资本市场里赚到一些钱。

价值投资第三个核心是折现，怎么折现、如何确定折现率，这是个艺术，它就像天空中飞舞的彩练，股市随着它而起伏。透过现象看本质，折现率其实是投资的机会成本，然而机会成本远远不是无风险利率那么简单。世界上各类资产的收益率，无论是短期的还是长期的，都构成了股市投资的机会成本。人往高处走、水往低处流，资金是向往高收益率的资产流动。这种流动有时候是短期的有时候是长期的。所以考察折现率，实际上取决于你对投资的取舍，也是真正考验人性和水平的地方。好在专业的投资基金往往是聚焦于一个或少数领域，证券投资基金专业聚焦股票和债券，问题就会变得简单很多。

价值投资的第四个核心是时间。未来现金流的折现，未来是多久？当然是长期的意思，长期又是多久呢？前面我们讨论了企业活多久的问题，现在我们要讨论投资者应该持有多久的问题。有两种思路：一种是你很便宜买到了一个企业，当企业回到合理价格时就卖掉，这是十分诱人的想法，这种机会也不断出现。因为投资者有不同的机会成本和选择，股票市场就会不断地提供这样的机会。另一种思路是长期持有优秀企业，你做真正的股东，让优秀企业源源不断为你创造价值，我做梦都是这样想的。价值投资的核心本质也在这里！

二、实践中会遇到的问题

以上简要讨论了长期价值投资的逻辑框架，但是实践中往往有很大的难度，也有很多误导人的地方，特别是个人投资者需要更加审慎行动。价值投资理论框架为我们描绘了一个标准的样板，这可能是行动的指南，为我们提供了一个思考问题的起点，

但照猫画虎也很难取得好的收益，对以下问题还需要深入考察。

首先是长期持有的问题。任何事情加上时间的维度就变得复杂起来。当你认为它是个好公司开始投资时，我们思考企业的未来更多的是线性外推，假想美好的时光可以永远，就像恋爱一样。但历史经验告诉我们，企业的未来不可预知，持续好下去的企业往往是少之又少。投资者也较难长期投资持有一家企业，因为信息不对称，股价的波动会让你不知所措，机会成本也会让你选择短期更好的收益，有限的个体生命也不值得长期去持有有一个短期内没有给你真正带来收益的公司。

从这个意义上说，长期价值投资理论是人类虚构创造的一个理论框架，在这个框架内投资人达成了共识，相互安慰、砥砺前行。我们不妨去统计一下，有多少所谓的优秀企业，在他的生命周期内能为投资者提供整个市值的现金分红。长期价值投资可能具有理论意义，实践意义并没有那么大，股价的不断上扬只是一场群体虚幻意识的共振。

其次是周期的问题。周期波动是世界本质的一部分，只是波动周期长短不一而已。对波动周期稍长的事情，我们更倾向于线性处理。这里说的波动不只是经济的周期波动，任何事物都是周期波动的，而且由其内在的因素决定。产品、服务、商业模式、个人的兴趣爱好、需求、经济、气候、病毒、国家的兴衰等，我们只是处在其中一段相对稳定的过程中。用这个相对稳定的短暂过程，去做未来长期现金流的折现，也是值得商榷的。

最后是科技进步的颠覆性影响。从文艺复兴以来，古希腊的逻辑思维和实践相结合，现代科学产生了。理性取代了宗教，科学替代了野蛮，人类文明进步一日千里。从英国的工业革命到美国的电力革命，到 20 世纪 80 年代的信息革命，再到现在的智能革命。我们有多少产业是可以永续的，又有多少企业是可以长存的呢？所以当我们推崇价值投资的时候，可能还需要保持几分警觉，用更加理性和务实的态度看待投资行为。

三、对未来保持积极乐观

新一轮 5G 技术推动下的智能产业革命方兴未艾，疫情让我们更加看清楚了未来产业的方向，那就是万物智能互联、社会智能运行、产能智能投放、物流智能配送等，固有的生活、工作、生产方式将会在很大程度上被颠覆，人类社会将昂首阔步走进新的生活，中国在这轮科技革命中走到了世界的前列，我们有理由相信在这样的变革面前科技产业依然具有很大的投资机会，投资的真谛就是投资未来！

自新冠肺炎疫情暴发以来，我们最大的感知是人类的渺小和对未来的不可知，也加深了我们对人性的怀疑和对人类前途的担忧。但是我们相信蓝色星球通过自然选择创造了生命，造就了智慧的人类，我们将用逻辑的力量来洞悉宇宙的奥秘，共同的基因也一定会让人类社会携起手来，战胜共同的敌人，让基因之河永远奔流。

科学与爱依然是照耀人类文明前行的两座灯塔！

第二版前言

《追寻价值之路》出版以来，得到了很多市场朋友的认可和指正，在此我深表谢忱。总体来看，市场投资者对我们通过盈利、利率、估值进行复盘的框架是比较认同的。

在撰写本书时，我们主要依据的是一手的原始资料，我们根据《中国证券报》《上海证券报》《证券市场周刊》等财经报刊当时的报道，用以回顾行情过程中的重大事件；根据各类宏观经济、产业经济和上市公司财务数据，用以描绘和阐述经济形势和行情运行特征。也正因为此，我们在《追寻价值之路》初版时，由于数据资料可得性的原因，从2000年写起，没有包含之前的A股历史，这不免是一个遗憾。

经过这两年的数据资料搜集整理工作，在本书再版之时，我们构建起了从1990年开始至今完整的A股历史复盘。客观地说，搜集整理2000年以前市场的数据和资料，工作量和难度都要明显上一个台阶。2000年以前的财经报刊主流数据库中一般都没有，我们常用的申万、中信、Wind行业指数也都是从2000年开始才有的数据，要展示2000年前A股市场每一年哪些行业涨幅领先、哪些行业涨幅落后，都需要通过个股高频数据来自己构建指数。

我们认为这些工作都是非常有价值的。复盘市场或者说学习历史的最终目的，都是为了能够展望和指导未来。但是历史经验实在是太稀缺了，甚至说它是宝贝一点也不过分。A股的历史从头到尾也不过30年时间（1990~2020年），这其中还有一大段

时间是处在发展初期的不成熟不规范阶段，与当前的市场特征有很大差别，从而无法直接提供经验教训。

即使放眼全市场最发达、最成熟的美国资本市场，同样会发现历史经验非常稀缺。我们在去年出版了《美股70年：1948~2018年美国股市行情复盘》，系统回顾了1948~2018年美国股市的行情表现特征。之所以写作的起始点选在1948年，也是因为数据可得性的问题，美国多数宏观数据是从1948年才开始有的，目前可得的所有数据中，系统性的美股个股财务数据，年度的最早从1950年开始有，季度的最早从大概1962年开始有。虽然相比A股，美国的历史经验多了很多，但我们在日常研究过程中依然觉得不太够用，真希望能有更多可供研究的素材。

正因为历史经验稀缺，所以才更要珍惜。如何珍惜？我认为就是要尽可能提炼出历史经验中的“共性”和“可重复的东西”，这些大概是可以指导未来的。因此，在复盘过程中，我们虽然在大事回顾部分的撰写上花了大力气，但我不主张用“事件性原因”去解释行情，因为所有的“事件性原因”都是一次性的，不会再重复。比如说，如果投资者用“国有股减持”事件去解释2001年市场的下跌，那等于是浪费了这段历史经验，因为“国有股减持”事件在未来不可能再发生。

那么什么是“共性”和“可重复的东西”呢？就是研究分析的框架，在本书第一版前言中，我把它总结为“四位一体”的策略分析框架，即宏观经济、企业盈利、利率水平和资产比价。在本书再版时，我们依然沿用了第一版时的整体架构，即每一章由大事回顾、经济形势、行情特征、策略专题四个部分构成。考虑到2000年以前的市场离今天已经较为遥远，在当时有时效性的专题内容，在今天看来可能已经过时，对投资没有太大的指导意义，我们在这部分策略专题内容中集中阐述了我们策略分析框架的理解，包括行情的核心驱动力、板块轮动的研究思路、大小票风格切换、如何看待估值的投资作用等，这些内容也是对过去几年我们所从事的市场研究工作的一些总结。

资本市场的边界浩瀚无垠，万不是靠一人一力就可以窥得全貌完全理解的，我们的工作无非是为研究和投资的广厦添砖加瓦，很多观点也是一家之言、一时之言，理解有偏差、不准确是在所难免的，因此特别希望读者能够给我们更多的批评指正。研究和投资的路上，我们共同前进！

燕翔

2021年1月

于北京市兴盛街六号

本书的想法与架构

燕 翔 战 迪

本书的写作目的

市场上关于中国股市历史发展的图书已经有不少，为我们了解中国股市的发展提供了宝贵的资料。相关资料大多是从历史事件或者制度变化的角度去描述的，关注的焦点主要是股市发展过程中的人物、事件以及制度变迁，例如“国有股减持”的前因后果、“股市赌场论”的争论焦点等等。作为一名证券市场参与者，我们感觉以股票价格为研究对象，系统回顾 A 股行情整体走势的材料还比较稀缺。

我们想写一本回顾 A 股历史行情的书，并且在方法上更加注重使用数据，用量化的经验证据去解释行情变化。这就决定了本书写作有三个目标：描述行情、解释行情、总结规律。实际上这三个工作都不好做，相比于其他大类资产价格，股票市场最大的特点是结构性的变量着实太多，信息量太大。在总量指数之外，大家更关心的往往也是股市的结构性情行特征。

2017 年 A 股的行情特征是“漂亮 50”，这个大家都知道，主要是因为时间近。时间一长，面对一条条各式各样的指数曲线以及行业个股涨跌幅榜，光凭记忆就已经很难搞清楚当时行情的主要特征是什么了。因此即使第一步，要把行情

特征描述清楚也不是易事。为了尽可能做好上述三个工作，本书在底层基础资料的积累上是下了大功夫的，我们查阅了大量的历史文献，包括《中国证券报》《上海证券报》《证券市场周刊》等十几种报刊以及各类相关的图书资料。同时，我们构建了非常完备的宏观、行业、市场、行情、个股、财务数据库，从而使我们可以非常系统地去分析宏观经济、行业发展、上市公司盈利能力、估值水平的变化情况。

写作过程中我们也发现，很多行情的细节特征往往只能够通过大量的数据分析才能够发现。比如说，2000 年时 A 股行情特征确实就是“不价值”，当时是 ROE 越低收益率越高，亏损股组合平均涨幅最大，然后市值越小表现越好，这个和 2015 年的行情就非常相似了。又比如，2017 年时大家所说的“价值投资”“核心资产”实际上早在 2003 年就基本一模一样地发生过了，不但是用的词一样，而且行情的各个细节特征，包括“二八现象”，对高 ROE、大市值高溢价等，都基本完全一样；就连 2004 年初，市场也都在说“慢牛”。再比如，2013 年的时候因为“钱荒”，你会发现负债率越低的公司组合收益率越高，这个特征跟 2018 年上半年“去杠杆”下的情况有惊人的相似之处。

构建“四位一体”的策略分析框架

描述行情、解释行情、总结规律，最终目的一定是为了指导投资实践。能不能总结出规律指导实践，关键看我们怎么样去解释行情了。如果从历史事件的角度去解释行情变化，比如说认为 2001 年上证综指从 2245 点下来是因为“国有股减持”，2006 年行情启动是因为“股权分置改革”完成等，就会陷入不知可论的窘境，因为所有的历史事件都是不会重复发生的。

所以我们需要一个统一的分析框架，这样才能去找到行情变化背后的“共同特征”，这些“共同特征”是会重复发生的。比如在本书中，我们认为 2000 ~ 2017 年一共发生过三次“后周期属性”的大消费行情。再比如说，还是回到 2001 年上证综指从 2245 点跌下来的问题，从基本面的角度看，你会发现当时因为全球经济衰退以及打击财务造假，2001 年上市公司业绩是大幅下滑的，可比口径利润增速 -42%，是 A 股历史上最差的一年，利润差不多砍一半，能不跌吗？用这种业绩增速变化的“共同特征”去解释行情，是可以有重复性的。

我们试图构建一个“四位一体”的策略分析框架，即宏观经济、企业盈利、利率水平、资产比价。其中对宏观经济的判断是出发点，宏观经济的变化决定了企

业盈利和利率水平的变化。从历史经验来看，对股票市场最有利的宏观环境，并不是经济特别不好或者特别好的时候，前者企业盈利差、后者货币政策紧，对股市最有利的还是宏观经济相对平稳的时候，这种经济环境下企业盈利能力稳定、ROE 高，而且通常利率也不会太高。

从宏观经济到企业盈利和利率水平，有一个特别需要注意的问题，就是这个传导链条中是非常可能出现背离的，而这种背离往往是最值得研究而且是最有意思的。股价反映公司利润，公司利润受宏观经济影响，我们常说的“股票价格是经济的晴雨表”其逻辑前提是公司利润和经济走势是一致的。

而从 2001 ~ 2005 年，中国经济表现非常好，但上证综指居然从 2245 点跌到了 998 点，被称为“五年熊市”。恰恰在这“五年熊市”中，中国上市公司的业绩与中国宏观经济的走势就是不一致。五年里中国名义 GDP 累计增长 87%，宏观经济确实很好。但上市公司按可比口径净利润累计增长仅 1.7%。五年零增长，股市怎么涨?! 什么原因导致了这样的背离，书中有详细分析，这里就不具体展开了。所以，脱离企业盈利这个中心环节，去讨论股票价格有没有反映宏观经济，意义不是很大，好比说 GDP 好了我们个人的工资也并不必然会涨。

宏观、盈利、利率之外，我们认为另一个对股市非常重要的因素是“资产比价”，即不同资产之间的相对性价比。人往高处走，水往低处流，资金永远都是逐利的。往大了说，资产比价决定了大类资产之间的性价比，房地产市场预期收益率特别高的时候，股市整体一般很难有出色的表现，固定收益产品与高股息率股票资产之间是典型的资产比价跷跷板。往股市内部看，资产比价决定了行情的不同结构性特征。我们认为，2015 年“小票”行情的爆发，是一种比较典型的“资产比价”现象的发生。2015 年的股市行情行业特征实际上并不是太显著，最显著的就是市值越小表现越好。为什么大家突然在 2015 年就这么“不价值”了呢？我们认为一个重要原因就是“有基本面”的价值股业绩全军覆没，导致了“没有基本面”股票性价比的相对抬升。这好比一个高中班上，一般都是学习成绩好的好学生“定价”高，如果忽然有一天说大家都考不上大学了，那或许就是那些脑子活会出格的学生更有看头了。

A 股市场的价值投资之路

本书题目是“追寻价值之路”，我们认为从 2000 年开始到现在，各方的努力都旨在为 A 股市场塑造一个更加适合价值投资的环境与土壤，而投资者追寻价值

的脚步也从未停歇过。成熟资本市场中“价值投资”的文化不是一蹴而就的，它需要一个过程，使各方面的制度建设得以完成。2000 年时 A 股才刚刚十岁，你说它的各项制度都已经建设好了，可以像成熟市场一样按照价值投资的逻辑运作，显然是做不到的。

典型的情况就是，如果当所有股票的估值都远远脱离价值投资讨论的合理范围之时，你怎么再去用那套理论做判断？不可能的。那为什么会出现几乎所有股票估值都不能看呢？制度因素造成的。因为大量的蓝筹公司没有上市，因为 IPO 是审批制是受限制的，因为还没有引入机构投资者，更因为将近 2/3 的股份是法人股不能流通的。然后，我们看到的是各项制度的完善，2000 年新股发行从审批制转到了核准制、“超常规发展”机构投资者，2001 年开始打击财务造假、A 股市场有了第一家退市公司，2003 年引入外资 QFII 和社保基金，2005 年以后大批蓝筹公司开始上市，2006 年完成了股权分置改革解决全流通问题，2010 年推出股指期货可以做空，2017 年 IPO 基本实现“准注册制”。等等这些才奠定了 A 股市场能够去做价值投资的根基。

回顾历史，A 股市场到底“价值不价值”？我们认为 A 股市场有“价值”的一面，也有“不价值”的一面，总体来看还是“价值”的。“价值”的一面体现在好公司确实涨得好。价值投资的核心理念在于分享企业长期利润的增长，长期来看投资者赚到的钱就是企业利润的钱，股价上涨的斜率与上市公司的净资产收益率（ROE）是趋同的。中国股市中但凡 ROE 持续稳定较高的上市公司，股价都有非常好的涨幅。但这个有效性更多的是一个充分条件，而不是必要条件。就是说好公司股价长期看会涨得好，但反之不然，涨得好的公司不一定是好公司。这就是 A 股市场“不价值”的一面，市场的波动性确实很大，各种概念主题热点远多于海外市场，高估值低盈利公司大涨的情况也经常会发生。

本书内容的逻辑架构

本书的内容主要分四部分展开：第一部分是大事回顾，这部分主要是叙事，对当年影响股票市场的主要事件和相应的行情变化进行描述；第二部分是经济形势，自上而下分析宏观经济、经济政策，以及上市公司盈利和估值水平的变化；第三部分是行情特征，分析和讨论股市行情的结构性特征，什么板块涨得好，为什么；第四部分是策略专题，分享了我们对一些特定问题的研究和看法。

在撰写本书时，我们尽最大努力去查询资料、校对数据，希望能提高可读性和提

供增量信息。但股票市场确实过于复杂，且作者水平有限资历尚浅，错误和对某些问题的判断不准确恐是难免的，所以我们特别期望读者能不吝赐教，给予更多的批评指正，使我们再修订时能够有更多的改进和提高。

2018年8月