

中证焦桐基金首席经济学家许维鸿：政府能拯救的危机就不是危机 A股做多情

编辑|李壮

如果你是欧洲的土豪，现在要做全球资产配置，30000点的美股他可能觉得太贵了，但如果美股打六折到18000点了呢？那从估值角度来看，显然当前欧美股市比A股对长期资金更具有吸引力。

突发疫情引发全球股市暴跌，我认为是周期、事件以及恐慌情绪叠加的结果。投资者的信心并没有被摧毁，政府和央行可以拯救的危机就不是经济萧条，A股有更强大的政府保障，经济危机不会发生，做多情绪依然强烈。我们要认识到，美国股市10多年牛市积累了大量的泡沫、估值太高，泡沫在2020年破裂属于正常周期现象。另一方面，新冠肺炎疫情“黑天鹅”作为事件性因素也对上市公司业绩的打压。这两者叠加，导致市场出现超级恐慌情绪，必然会进行比较深幅度的调整。但是，这种调整是否就意味着高估值的日子到头了？依然需要深入讨论。

作为金融业的“老兵”，我也经历过几轮全球性经济危机。记忆比较深的是2008年美国次贷危机爆发，我当时正在欧洲财政部投资局工作。现在想起来，最大感触就是市场证明了其力量是远大于政府和央行的。2008年次贷危机爆发后，美联储“忍痛”打破独立性原则，最后入场直接购买两房债券、公司股票，引发了经济学界的震惊。

但这一次美国政府的措施似乎“失效了”，主要在于这次暴跌的诱因是疫情，原因在于短期经济活力“丧失”、而非经济中的结构性问题。在此背景下，如果继续盲目通过“印钱”来救市，不仅不会有效果，反而还会不断增加政府的负债，造成政府购买压力太大，然后挤出民间消费，长期来看对经济是不利的。

这也是为什么中国央行不急于降息的主要原因——通过公开市场释放流动性，缓解现金头寸压力，调控手段比较稳健。所以无论是A股还是美股投资者，在股市暴跌初期，不要对政策抱有太大期望，市场没跌够的话不会企稳，因为市场力量很大。

如果与历史事件来比较的话，这次全球暴跌可能更像2015年A股市场的调整。2014~2015年的牛市是商业银行杠杆资金撬动的一波牛市，根本原因还是市场上钱很多，但是没有合适的投资标的，只能都跑到股市上来。此次美股暴跌的背景也较为类似，美联储10多年来“惯性”量化宽松、低利率等政策不断释放流动性。即便美国失业率快速下降，联储依然迫于政治压力不收紧银根，催生了美股股市泡沫。

当然，这次暴跌并不会因此引发经济萧条或金融“海啸”，因为市场调整并不是经济中内生性的坏账引发，或者结构性问题引发经济崩溃，只是受突发疫情影响降低

了经济活力。从经济学理论上，突发危机中，政府干预的越少，市场的恢复速度会越快，包括3月份以来，美股的4次熔断，其实也是市场“有效性”的一种反应，投资者对此不必太悲观。

从操作策略层面，我认为在因高估值泡沫破裂导致的下跌过程，投资者不要轻易对美股言底，也不要着急去抄底、抢反弹，而是要耐心寻找被情绪抛售的“错杀股”。从以往经验来看，每次市场暴跌后都会为未来两三年甚至十多年权益市场带来投资“红包”，例如，2015年暴跌的A股在2019年迎来全面估值修复，美股自2009年以来开启十多年大牛市等。

短期内“现金为王”，做好流动性管理，配置风险相对较小的资产如黄金，作为耐心的“防守”策略，同时专注个股基本面研究、图谋“进攻”。A股、美股的宏观逻辑都依然是“资产荒”，诱发的调整至多是结构性调整，例如，从指数上看，上证综指2600点~2700点已经很便宜了；但如果就个股而言，例如贵州茅台股价每股仍在1000元以上，静态PE接近40倍，并不便宜！美股大跌之后的微软PE（TTM）仍在22倍以上，麦当劳、可口可乐、沃尔玛等消费龙头公司估值也都在20倍以上；美股10~15年周期来看，这些“现金牛”估值依然较高。

未来几个季度的动态策略，建议投资者重点关注疫情传染力度到底有多大，乐观估计是五月中旬就会明朗好转，否则市场会进一步向下修正上市公司的盈利预期。我估计疫情在二季度会得到基本控制、经济活力开始恢复，如果道琼斯指数还在16000~18000点、可口可乐跌破20倍市盈率，才是进入了性价比有投资价值的空间。

A股情况会更为复杂、也更乐观。春节前后凝结的做多情绪并没有散开，中国政府的强力措施也让突发疫情在中国有效被控制。当前行情反映的更多还是疫情从国内扩散到全球的基本面变化。毕竟，投资者如果近期到沿海出口型企业去调研的话，会发现实际情况较为糟糕，受全球疫情影响，很多沿海出口型企业即使复工了，但企业海外订单被大比例取消，这也是经济活力不足的体现。

宏观经济层面，最大的矛盾还是所谓“保6”的问题。建议各方面不要太关注今年GDP增速，经济增速越高其实对股市未必是好事，反而借着此次新冠肺炎疫情，把体内的坏账消化掉，给经济降温，这其实对股市才是有好处的。从结构上看，银行股在A股长期低估值，很大的原因就在于市场担心坏账的问题。今天，即使对宏观经济再乐观的投资者，也默认银行贷款里会存在10%~20%的坏账，这也是银行估值长期被“打折”的原因。

与此同时，我也不看好进行大规模的所谓“新基建”项目，因为基建就是基建、无所谓新旧，只是股市割韭菜的故事，对普通投资者没好处。政府搞基建不考虑收益

，财政扩张挤出了中小企业和民营企业的资金和市场空间，不利于投资，不利于商业银行贷款结构优化。A股被迫回到诸如TMT等“题材股”，回到50倍甚至100倍的市盈率的股票找标的，被迫放弃银行的5倍、6倍的市盈率。这不正是宏观经济对A股策略的影响？

所以，如果可以借助此次疫情，GDP即使短期内保持2%甚至负增长，银行体系内部将坏账消化掉，估值得以提升，那这对A股其实是利好的，毕竟银行股在股市是很重要的组成部分。假设A股的银行股如工商银行市盈率达到15倍、招商银行市盈率达到20倍，在此带动下，上证综指达到4000点甚至更高，这恐怕才是股市良性循环的方向所在。因为一方面银行体量足够大，可以容得下养老基金、社保基金等长期“价值型”投资机构，能给普通老百姓一个财富增值的机会，也是中国供给侧结构性改革的答案。

个股的盈利预测也很重要，笼统地看，最好结果是上市公司估值恐怕也要有10~15%的总体估值损失。在市场情绪中性的前提下，3000~3400点是A股相对长期的均衡区间，下修10~15%、在2700点附近短期估值主轴找到支撑应该是没问题的。所以，从估值角度来讲，择机建仓的好机会，需要结合投资者自己的风险偏好。行业还是要符合大宏观的TMT、大消费、医药等进攻型的板块，抢反弹最好的品种，当然也是过去两三年机构最多的板块，特点是不太受经济周期影响。

最后，还是建议大家多换角度考虑A股价值，不被“死多头”、“死空头”们忽悠。突发疫情之前，公募基金的基金经理都会对2020年特别焦虑，毕竟2019年普遍盈利相当好，是股市“大年”，感觉2020年买什么都很贵。而且，突发疫情之后，A股调整幅度相比欧美日股市要小得多。因此，对于市场上个别人说A股是全球资产的“避风港”的说法，我是不认同的。海外资金配置A股，是出于对中国经济“权重”的考虑，必须配置人民币资产，很多的是被动配置，而不是说当前A股具有多大的“估值”比较优势。试想一下，如果你是欧洲的土豪、海湾石油土豪，现在要全球资产配置，30000点的美股他可能觉得太贵了，但如果美股打六折到18000点了呢？那从估值角度来看，显然当前欧美股市比A股对长期资金更具有吸引力。但是，A股市场并不缺钱和乐观情绪，期待新一轮的结构性行情，让更多普通投资者受益。■

（文中提及个股仅作举例说明，不构成任何投资建议。股市有风险，投资需谨慎。）

- 证券市场红周刊? 原创-

未经许可禁止转载、摘编、复制及镜像