



李迅雷：在不确定的市场里 存在确定性机会吗？



意见领袖 | 李迅雷

经常读到“在不确定性市场里寻找确定性机会”这类文章，主要指向如何在变幻莫测的资本市场找到确定性的投资机会。

对此，我思考许久，觉得这一表述可能存在逻辑缺陷。因为确定性机会一般是指 100% 的发生概率，或代表着稳赚不赔的投资机会，假设资本市场里有这样的机会，那岂不是可以躺赢，“市场有风险，投资需谨慎”一条警示语岂不是可以撤掉？。事实上，不确定性才是市场的特征，如果确定了，市场就不存在，在诸多的不确定性中，我只讨论其中的三个问题。



当前股价究竟有没有包含预期因素？

俗话说，买股票就是买未来。那么，股价应该包含了对未来预期。既然包含了对未来预期，那么，股价为何还会大幅波动呢？一种合乎逻辑的

解释，就是存在“预期差”，也就是说，未来存在不确定性，投资者会根据最新获得的相关信息而调整对资产价格的预期。

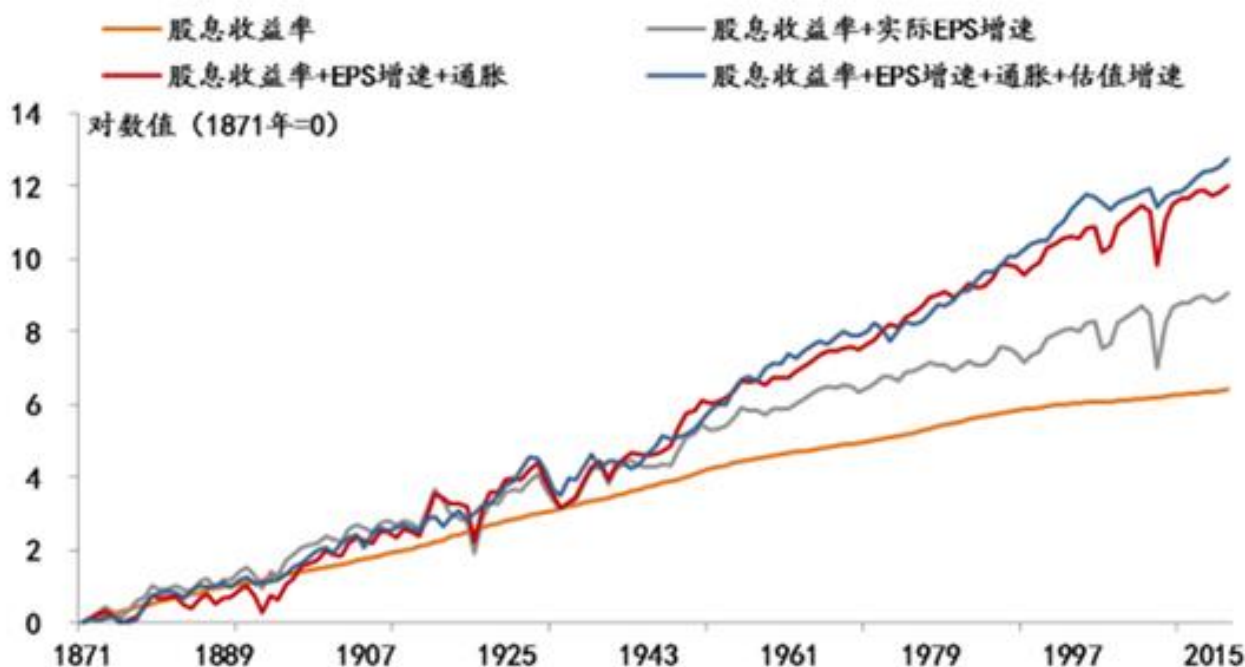
于是，投资者在大部分时间里所做的事情，就是不断根据各种信息来判断资产价格的短期或长期走势，以便作出买或卖的决策。但事实上决策往往很难，因为不知道预期因素是否已经包含资产价格中（price in）了。

例如，10月13日，美国劳工部公布CPI数据，CPI和核心CPI的环比数据均超预期，说明美联储加息和缩表的效果并不理想，意味着美联储还将提高加息的幅度。为此，大家普遍预期股市要大跌，但股市却先跌后涨，最终道琼斯指数以接近3%的涨幅而收盘。之后的一个看似“合理”的解释是市场的预期因素已经包含在股价中了。但随后的10几个交易日内，道琼斯指数继续上涨，从10月13日的低点至10月31日上涨了12%以上。

事实上，当前美国通胀形势还是比较严峻，俄乌冲突也没有缓解迹象，但为何美股就能持续反弹呢？有哪些“确定性”的预期来支持股市反弹呢？事后找原因是容易的，因为已经过去的都成为历史，而历史是确定的。

从历史看，股息收益是美股最稳定且贡献最大的长期回报率来源；企业盈利增速是美股收益率的第二大来源，如果进一步拆分，通胀对盈利增速的贡献超过了企业实际盈利增速，且实际盈利增速具有很大的波动性；估值对美股长期收益率的贡献最小，却也是最大的波动来源。

股息率是美股长期回报的主要来源（标普 500）



图片来源：Wind，中泰证券研究所

问题在于，美国股市回调至今，标普 500 的市盈率水平仍然在 20 倍以上，而股息率却只有 1.66%，显然存在高估。那么，这被高估的估值水平，是否已经反映了未来对通胀回落的预期，或者美联储终止加息和缩表的预期？显然，我们必须通过假设让“确定性机会”显现出来，如美联储明年年初停止加息等。但问题是我们并不能来确保明年年初一定会停止加息，毕竟，影响通胀的因素太多了，不存在所谓的“确定性”。

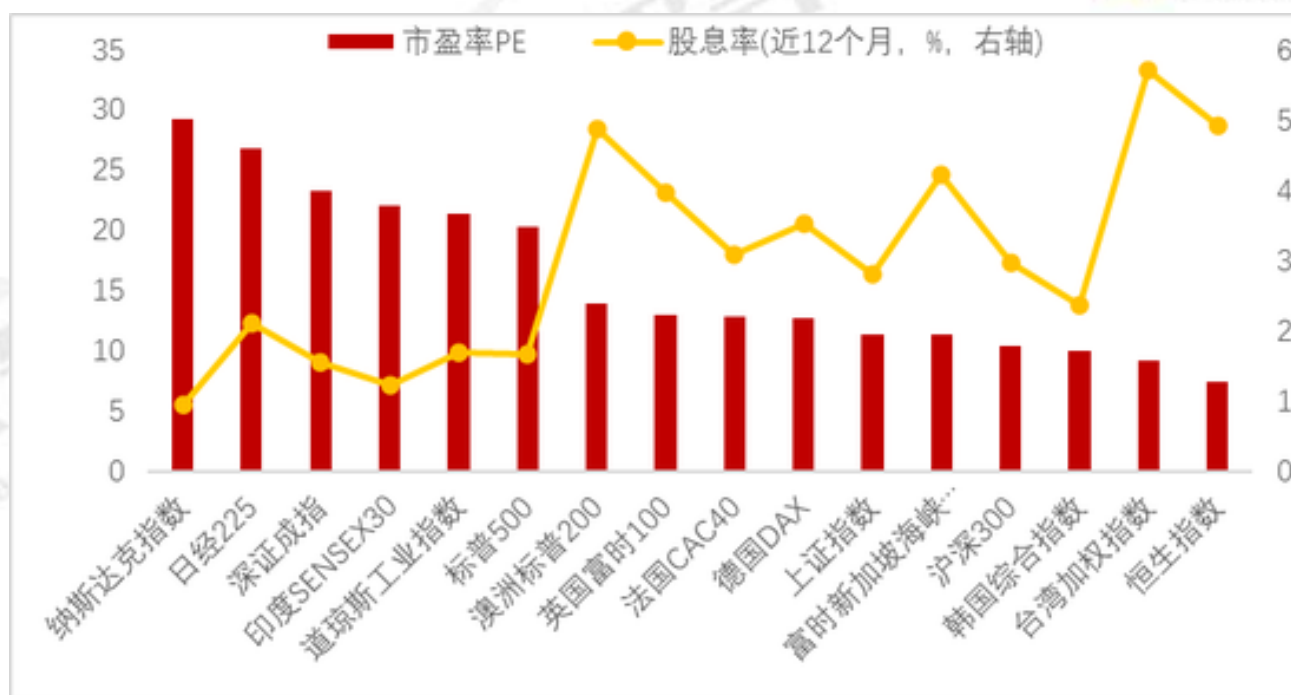
总之，当前的股价是否已经包含了预期因素，可能永远会争执不清。也就是说，确定性的机会或风险是否已经反映在股价里了，没有定论，既然没有定论，那么，确定性的机会就不知道究竟有还是没有。

低估值资产一定存在确定性机会吗？

30 年前，A 股的上市公司家数很少，尤其是上海还处在“老八股”的时代，所有股票的市盈率没有低于 50 倍的，有的甚至近万倍，可能是全球股票最贵的市场。如今，5 倍市盈率的股票也很多了，A 股市场不知不觉中成为全球估值水平偏低的市场之一。

就中国经济而言，尽管 GDP 增速相比过去已经显著回落，但比欧美还是要快不少，但 A 股市盈率水平已经明显低于欧美股市。如截至 10 月末，沪深 300 的平均市盈率已经跌至 10 倍，股息率接近 3%，但我国的一年期存款利率只有 1.5%；而美国的标普 500 指数对应的平均市盈率为 20 倍，股息率也只有 1.6%，美联储的基准利率水平是 3%-3.25%；印度 SENSEX30 指数的平均市盈率为 22 倍，股息率只有 1.2%，而印度央行的基准利率高达 5.9%。

全球主要股市的市盈率和股息率水平比较



图片来源：Wind，中泰证券研究所

因此，从经济增速、通胀和利率水平等的角度看，A股市场目前处在明显低估中。在被低估的股市中，配置其中的高股息率、低市盈率的权益资产，应该不难做到，从理论上讲具有较宽的“护城河”。但是否就一定可以获得利差收益呢？未必，而且风险也未必小。

例如，恒生指数对应股票的平均市盈率为 7.4 倍，股息率高达 4.9%，成为全球估值水平最低股市，不少带 A 股的 H 股，其股价水平只有其 A 股的一半甚至三分之一。估值水平已经如此之低了还“跌跌不休”，哪有护城河可言？

反观过去的“老八股”，尽管 30 年前的市盈率水平高得离谱，但笔者曾经在 2017 年做过一个统计，1991-2016 年这 25 年间，老八股的平

均股价上涨了 230 倍，即每年平均涨幅超过 24%，远胜巴菲特的投资回报率。为何会出现如此结局呢？是因为 A 股市场在发展之初的“稀缺性”导致的，A 股市场也过去相当长时间内没有退市机制，于是“老八股”不断被借壳和资产重组，由此提升了估值水平。

如今，随着注册制的实行，A 股市场的融资规模居全球前列，“稀缺性”消失了，一、二级市场的套利空间收窄了，于是，从过去两年看，投资者的风险偏好显著下降，即“预期转弱”。如果不能判断出预期何时转强的话，那么，低估值资产“估值提升的确定性”从何而来呢？

确定性的发生“概率”能计算出来吗？

国内外有关预测股市的方法花样百出，但据此方法能预测准的几乎没有。即便偶尔预测准了，可能也是运气，即不可能每次预测都准确。影响股市波动的因素太多，有上市公司基本面的因素，也有宏观政策面等因素，更难琢磨的是投资者情绪因素，而且，所有这些因素都很难量化，也就是说，不可能构建预测模型。说白了，预测股市走势本身就是一道无解题，纵然竭尽招数，还是无法获得答案。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48379

