

泡沫破灭后，机会何在

实行注册制之后，股票供应量增加，股市会形成慢牛局面，长期前景会有明显改观，讲故事、炒地图、玩概念等恶疾将有好转。

文 | 黄凡

在 2016 年，面对震荡的 A 股市场，每一个投资者都会有很多疑问：泡沫破灭之后，目前 A 股还有投资价值吗？即将来临的注册制时代，对资本市场是利好还是利空？全球资产配置时代，我们该如何投资？

A 股市场有泡沫

国内 A 股经历过的几轮股市牛熊，印证了一个道理：任何事物都难逃“物极必反”原理，股市每一次涨到高点之后，必将迎来新一轮的大跌，疯狂之后，离灭亡也已不远。

目前，国内股市去杠杆虽然已经完成，但泡沫还依然比较明显。根据海通证券提供的数据，截至 12 月 10 日，所有 A 股的市盈率中位数为 99 倍，其中主板的市盈率中位数是 85 倍，中小板为 96 倍，创业板为 121 倍。如果扣除非经常性损益后，主板市盈率达到 143 倍左右。

这意味着，在 A 股的一项投资要 100 年左右收回，在创业板要 120 年左右才收回，这样的投资，是没人愿意干的，但是到了股市，市盈率这么高为何大家反而还会冲进去呢？其实大家的目的不是长远投资，而是以短期

投机为主，把股价炒高，然后希望把烫手的山芋传给下一位，希望下一位更傻投资者以更高价格把手中股票接去。所以我认为泡沫依然存在。

当然，在主板有些蓝筹股和金融板块，估值还比较低，这里有一些机会，但总体来说，便宜的股票并不多。股指跌到现在这个阶段，结构性机会还是有，高估值股票还可以更高，但是股市要长期稳定上涨，缺乏价值上的支持。

注册制将迎长远慢牛

A 股发行很快将进入注册制时代，这对中国的资本市场发展，会是一个里程碑式的安排，这是向成熟资本市场看齐了。股市的长期前景会有明显改观。讲故事、炒地图、玩概念等恶疾将有好转。

真正执行注册制，意味着原来的发行审核制被替代，由此导致的供应稀缺也会改变，市场会自动达到一个供应与需求的动态平衡。由市场决定的动态平衡，会为中国资本市场进入一个慢牛局面打下坚实基础，这是一个非常健康的安排。

之所以说实行注册制之后，股票供应量增加，反而会形成慢牛，原因就在于以前审核制下的供应量管制，造成局部稀缺，令整个市场的估值偏高，投资者只顾短期疯抢一把，再转给下一个投资者，进而造成股票市场处于完全不稳定的状态，也就只有“疯牛”和“慢熊”。每一次短期疯牛之后，就开始慢慢挤泡沫，然后就进入漫长的熊市。

比如，2001年的时候，泡沫高涨上来了，呈现疯牛状态，然后开始反转下跌，到2006年，有5年多的挤泡沫的漫漫“熊途”。然后2007年又开始高涨一次，接着又陷入下跌状态，直到2014年，将近7年的慢熊。

而“慢牛”的基础就是通过注册制，取消管制，打破上市资源稀缺性，挤掉大部分的泡沫，达到上市与需求的动态平衡，自然就有了“慢牛”基础，最后能够达到慢牛的状态。

当然，也有人担心，如果相应的惩罚机制和退市制度不完善，监管跟不上，会导致上市公司鱼龙混杂，对投资者造成更大伤害，或者出现香港的仙股和老千股的现象。其实，仙股和老千股，在任何一个机制下，都不应该被允许，但都会有一定程度的存在。但这种存在可以通过严格的执法和严格的退市制度加以规范和解决。这就要求注册制以及相关配套制度。

注册制的实行，最核心的配套机制有两个，一是严厉的惩罚机制，对于违规和造假有严厉惩罚机制，二是对不符合条件的企业要严格执行退市制度，这是关键。

严厉的惩罚机制会令所有的市场参与者有敬畏市场、敬畏相关法规之心，使得市场规范地运作。而完善的退市制度，使得那些造假的公司退出市场，这样能让市场避免良莠不齐、鱼龙混杂的局面，有更健康的发展。

严格的退市制度实行后，爆炒壳公司的

现象也会减少。在成熟市场和健康市场，比如美国和中国香港的股票市场当中，壳公司有一定价值，但不具备很高价值，借壳往往并不符合上市条件，反而对市场的健康发展不利。

投资海外重在配置

国内投资者往往比较看重国内市场，容易忽略境外投资市场。其实，全球经济总量很大，如果有国外投资配置，可以分散国内投资风险。而且，人民币纳入SDR之后，人民币大幅升值的可能性很小，双向波动将是常态。适当配置一点海外投资品种，显得更合时宜。

当然，个人投资者进军海外投资要有好的资产配置观念，根据个人的风险承受力，将不同资产类别配置组合，比如股票、固定收益类产品、另类投资品种等。

对于境外常规投资产品，比如一些国家的股票市场和大宗商品，可以用境外基金形式进行配置。但对于大部分投资者而言，不建议直接参与大宗商品投资，这往往不一定是最好的配置办法，如果有意投资境外石油，可以投资石油公司股票，或者以石油公司股票为主的基金。

在房地产投资领域，高净值人群到发达国家城市进行房地产投资，直接购买海外房产是一种配置方式，通过一些QDII产品去购买海外房地产基金，也是一种不错的配置方式。

对于黄金，需要把握其长周期特点，当美元处于升值周期情况下，黄金通常走得比较弱。当下可以少量配置一部分黄金，如果想大规模投资黄金，以此来获得可观收益，并不是很好的时机，因为这次黄金走弱周期是从两年前开始，还远没有到达转折点。□

（作者系德意志银行（中国）有限公司董事、私人投资管理中国区总监，本刊编委杨小刚对本文亦有贡献）

实行注册制最核心的配套机制有两个，一是严厉的惩罚机制，二是对不符合条件的企业要严格执行退市制度。