

交银施罗德专户投资部总经理:寻找均衡点 PDF转换可能丢失  
图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/487/2021\\_2022\\_\\_E4\\_BA\\_A4\\_E9\\_93\\_B6\\_E6\\_96\\_BD\\_E7\\_c33\\_487010.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/487/2021_2022__E4_BA_A4_E9_93_B6_E6_96_BD_E7_c33_487010.htm) 直接影响市场价格的是股票和资金的供求状况。今年二级市场的供给主要来自大小非减持和融资。说句实话，发行股票就跟印钞票一样，你想要多少就可以有多少。但是经典的金融学理论告诉我们，股权融资的成本远大于债权融资，为什么还会有这么多的大股东前仆后继地发行新股融资呢？可能的解释是，要么大股东不在乎成本，要么就是现在股票太贵了，大股东十二分地情愿卖股票给你。总体而言，民营企业是受利益驱动的，股票贵了，他们就愿意卖股票，无论采取的形式是减持存量还是发行新股；对国有企业来说，减持存量有一定的限制，但发行新股却缺乏成本约束。因此，如果发行制度逐步趋向市场化的话，在供给的压力下，我们将会看到市场的估值水平迅速向合理的水平靠拢，市场会在低于合理价格的水平上寻找均衡点并出现反弹。那么，市场的均衡点在什么地方？应该说，任何对市场点位的预测都是非常困难的，而且也是非常危险的，因为影响股价和估值水平的因素太多，绝非简单的模型就能够预测。在此，我们试图用最简单的方法推测一个基于理性估值的大致区间。长期而言，各个行业的资本回报会趋向一致，否则资本的流动会抹平行业之间的回报差异。类似的，如果全球资本可以自由流动，不同国家的资本回报和不同资本市场的估值水平也会趋于接近。在这个前提假设下，中国资本市场的ROE水平和市净率水平在很大概率上会向国际市场的平均水平靠拢。在测算A股市场估值水平的

时候，我们发现一个有趣的现象。从市盈率水平看，A股市场最新的市盈率水平已经较2001年泡沫高点低了很多，但是最新的市净率数据却仍大大高于前期的最高点，其背后的原因是这几年上市公司的ROE（净资产收益率）水平不断提高。毫无疑问，在当前超过18%的资本回报水平下，公司会有很强的投资冲动，我们判断随着产能的增加和生产要素回报的重新分配（比如说向劳动力倾斜，会提高公司成本），上市公司ROE水平在未来若干年会逐步回落到合理水平，相应的也会带来市净率水平的下降。总体来看，全球资本市场的市净率水平基本处于2 - 3倍之间，代表的ROE水平也处于11% - 15%之间，考虑到中国强劲的宏观经济和巨大的发展潜力以及较高的当期ROE水平，我们给予A股市场3倍的市净率看上去是相对合理的，然而目前A股仍高于这一水平。如果考察市盈率水平，A股市场好像已经不算贵了，但盈利增长的幅度和质量却是我们无法预知的，我们一直担心市场在未来两年真实的盈利增长达不到市场预期水平。因此，较为安全的是考察市净率水平。按照我们对市场市净率的长期假设看，市场在悲观情绪下或许还要有幅度不大的调整以找到价值支撑。（作者为交银施罗德专户投资部总经理）（文章来源：中国证券报）

100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)