

估值步入底部 投资价值渐显（上交所）

什么是估值？

我们常常听到这样的评论：“这只股票估值过高”，“A股估值已很便宜”，那么，什么是估值？我们知道，金融市场最基本的功能之一是价格发现，落实到股票市场，就是给上市公司发行的股份定价，其核心就是估值。估值的方法有很多，可以对上市公司未来每个年份的净现金流入进行预测，贴现到今天得到它的绝对价值，但更常用的是相对估值，也就是我们平时常说的市盈率（PE）和市净率（PB）。市盈率指在一个考察期（通常为12个月）内，股票的价格和每股收益的比率；市净率指每股股价与每股净资产的比率。所谓相对估值，也就是说估值得到的不是股票价格的直接参考值，而是要与历史和其他股票进行纵向和横向的比较，才能够看出目前所处的估值水平是高是低。

沪市目前的估值水平如何？

我们以上证180指数为代表来探讨沪市目前的估值水平。

首先，我们从05年以来进行历史的纵向比较。从图1中可见，估值的三个阶段性底部出现在05年股权分置改革完成之前、08年金融危机全面爆发后和最近一个时期，而不论市盈率还是市净率，目前上证180指数的估值水平均接近甚至达到05年来的历史低点。以市盈率为例，今年1月5日达到最低的10.58倍，已经低于金融危机形势最严峻时期的水平（08年11月4日PE为10.60倍），更低于股权分置改革刚开始的05年（05年12月6日PE为14.33倍）。我们知道，估值高通常意味着市场情绪较好，投资者对未来寄予乐观的预期，但同时，过高的估值也往往蕴含了过大的泡沫；反之，当前的低估值也就意味着较高的安全边际和较低的市场风险。

第二，我们将上证180指数与美国标普500指数和香港恒生指数进行横向比较。我们发现A股市盈率和市净率的波动远高于美国和香港市场，而且大多数时间A股估值高于美股和港股，但是有几个例外的时期。就市盈率而言，05年下半年和08年下半年，上证180指数的市盈率曾经低于标普500指数，反映当时市场情绪的极度悲观，但也同样处于大行情的前夕；去年四季度以来，上证

180 的市盈率再度低于标普 500 指数，今年 1 月上证 180 和标普 500 指数的市盈率分别为 11.50 倍和 13.61 倍。

怎么看待市场估值的不断下移？

不少投资者有这样的疑惑，中国的 GDP 增速远高于美国，但最近两年 A 股在不断创新低，而美股逐级走高，为什么 A 股的估值竟低于美股？我们知道，估值是一种主观行为，主要决定于两个因素：一是投资者对经济和公司盈利的预期，如果投资者对未来经济前景乐观，预期公司盈利有很好的增长势头，愿意为得到未来利润的分享权付出更高的价格，则给予高估值；二是考虑风险的投资成本，如果当前的资金成本很低，其他投资渠道的收益率也不高，而投资者认为股市风险不大，那么股市就具备较高的吸引力，投资者也愿意付出高估值。08 年底四万亿刺激政策之后，扭转了投资者对经济的悲观预期，而天量信贷的释放显著降低了资金成本，因此 A 股在全球率先反弹；但随着 09 年下半年货币政策“微调”，投资者逐渐认识到中国经济由快速增长期走向结构转型期，从而经济潜在增速下降，盈利预期下调，而流动性的逐步收紧抬高了资本成本，内外部的一系列不确定性又推升了避险情绪，因此估值水平不断下移；而美国尽管在金融危机中遭受重创，但其市场经济体系已十分成熟，增长的内生性强，其经济潜在增速并没有像中国这样下一台阶，反而在多数时候还成为全球资本的避风港；因此 A 股市场估值重心下移，不但低于 08 年金融危机时的水平，也低于美股，这是市场意志的体现，也有其合理性。

另外，去年市场估值的快速下移也反映了小盘股估值泡沫破灭的合理回归。我们知道小盘股估值通常高于大盘股，但小盘股也往往蕴含高风险，特别在经济环境不利时，小公司的风险抵御能力更弱。比如香港市场，04-06 年小盘股的估值低于大盘股，特别到 08 年金融危机全面爆发后，小盘/大盘市盈率比一度达到 0.47，也就是说小盘的估值还不到大盘估值的一半。去年以来，A 股也经历了小盘估值泡沫的破灭，我们看到去年小盘估值下移的速度和幅度远大于大盘股，相对而言大盘股本身估值已很低，安全边际高，从而跌幅少。