



您的位置：首页 - 文章选登

谁来主导中国证券市场定价权(滕泰：11月14日)

文章作者：滕泰

“定价权”(pricing power)是现代市场经济中最迷人的字眼：为什么沃尔玛的采购政策能够决定某些地区经济的兴衰？为什么网络和商业连锁企业在国外资本市场估值较高？为什么中国轻微地提高利率就能够使全球原材料期货连续下跌？为什么上海期铜能够越来越多地影响伦敦乃至全球期铜的走势？全部因为三个字：定价权。

我们的企业到国外证券市场上市自然将定价权交给国外证券市场投资者；国外企业(比如中外合资)在中国证券市场上市，参照的是中国的定价标准。奇妙的是，国外资本并不是中国证券市场的主要买方，更不是奇货可居的卖方——既然买货的是中国人、卖货的也是中国人，为什么定价权却要交给国外市场的标准呢？

理由很简单：投资者看到了金融开放的大趋势，任何一个金融市场都不可能在全球化的金融市场上成为定价的孤岛，因此模模糊糊地认为中国证券市场股价应该向国外接轨。国际化、国际接轨的大趋势没有错，错在接轨的盲目性。

我国的大部分投资者并不全面了解国外资本市场的理念和定价方式。谈到接轨，就知道市盈率，实际上大部分人不知道美国、欧洲、亚洲等国家和地区的平均市盈率是多少，只是想当然地认为国外的肯定更低(这都是股市2200点“泡沫论”时期的印象)，事实上，即使按照他们的标准，我们的市场定价也偏低了，低于法国、日本等国的平均市盈率，部分行业低于美国、亚太地区的平均市盈率。如果按照这些国家同样成长阶段的估值水平，我们的平均市盈率则更低了。况且，对于国外市场经常用EVA、EBIT、EBITDA、并购价值、重置价值等估值指标、方法，我国证券市场投资者都很少应用，更不用说流行。因此，从某种程度上说，我们并没有学会国际投资理念和估值方法，我们所失去的定价权，欧美投资者并没有得到。

那么这个定价权谁得到了呢？是那些攻击中国经济体制、低估中国企业价值的少数投资者得到了，这主要体现在与我国香港股市接轨的理念上。

香港证券市场上的股票定价偏低，那是因为国际投资者不相信我们的企业管理模式，把我们低估了。举个例子，1998年，广东广信事件以后，香港市场上的很多红筹股债券都从120元以上跌到70元以下(面值100元)，他们还在抛，当时只有我们内地投资者大量买进上海实业、光大控股、COSCO等公司的债券，因为只有我们了解这些企业的信用和实力，事实上这些买进的投资者一年的收益率都在50%以上，有的超过100%。境外投资者低估了我国企业的投资价值，结果他们就没有抓住中国企业的投资机会。现在我国的市场经济地位仍然没有在国际上得到普遍承认，所以他们还会低估我国企业的价值。但是随着中国经济越来越全球化、国际竞争力不断提高，中国市场经济地位最终会得到承认，低估中国企业的境外投资者还会错过分享中国经济成长的机会。

因此，一方面我们应该接受国际化的投资理念，另一方面也不能完全丧失自我，而应该寻求国际化投资理念与本土实际情况的有机结合。

在当前阶段，要破除因为国内的投资主体失去“定价权”而带来丧失标准的估值风险，主要靠三个主体发挥作用：

一、政府应该进行合理的引导和调节

估值风险首先是因为某些政策传闻产生的，比如蓝筹企业在香港、内地同时上市的计划，又比如QDII计划等等。上述政策传闻必将进一步放大中国证券市场乃至整个国民经济的宏观金融风险。

其次，商品的定价本身最直接的决定因素还是供求关系。虽然保险资金入市等政策在一定程度上能够补充证券市场的资金；但是整体而言，根本不足以弥补国有控股企业资金从证券市场的逐步撤退、个人投资者因为利息率的提高而转向银行存款等负面因素。况且在上半年证券市场短暂的行情活跃过程中，我们的融资额也创了近年来的新高，直接导致了当前市场融资功能的丧失。

因此估值水平的迷失不仅直接因为相关政策传闻引起，而且同政府所能调节的证券市场整体供求结构直接相关。所以解决当前市场估值危机，一方面要求政府慎推接轨政策，另一方面必须通过引进新的资金来平衡、改善当前证券市场的供求格局。比如，从对等的角度讲，国有企业和商业银行资金如果禁止进入股市，那么理论上也应该禁止其从股市上融资——或者同一个主体的投融资两个方面都放开，或者都禁止。

二、基金是本土证券市场定价权的主导力量

中国的证券投资基金所掌握的资金总量已经超过证券市场流通市值的1/4，成为主流投资理念的实践者和引导者，今后这一力量还会进一步壮大。因此基金行业是本土定价权的主导力量。担当着一重任，基金行业必须从前期模糊的价值投资、国际化投资理念中走出来：倡导以成长性投资和价值投资为主的多元化投资理念；倡导国际化投资理念和本土实际情况的有机结合；持续发掘、培育独特的中国概念以及在全球化进程中体现国家比较优势的上市公司，引导全球投资者认识中国企业的投资价值。

回顾三年以来几次行情，我们很容易发现每一波牛市的先机行动者，都不是基金，但是每一波行情的承接者都非基金莫属。今后中国的证券投资基金不仅是主流行情的承接者，也应该是价值发现的先机行动者和行情的发动者。

三、国内证券研究机构是理论上的引导者

如前文所述，我国大部份投资者对全球市场的定价水平(比如市盈率)并不了解；对发达国家已经走过的人均GDP1000美元历史阶段的定

价水平也不了解；对于具体行业比如科技股所用的复杂定价方法、商业连锁常用的市销率、EVA、EBIT、EBITDA、并购价值、重置价值等估值指标、方法，我国证券市场投资者更很少应用；对于为什么国外投资者（相对于国内而言）更青睐中国海外上市的网络股、科技股，为什么国外投资者以50倍以上市盈率收购、购买中国的商业连锁企业，为什么看好中国的品牌公司、购买具有国际竞争力的中兴通讯和具有垄断特征的港口企业，我国投资者也缺乏深刻的理解；至于国外投资者因为国有体制、“非市场经济地位”、甚至某些政治原因而低估中国绝大部分上市公司，我们更缺乏必要的研究，因此也丧失了应有的自信，更不用说引导外国投资者认识我国企业的价值。

在坚持本土智慧的同时，如何学习国际先进的投资理念，去伪存真、拨乱反正，树立对中国证券市场的信心，确立科学的估值方法和估值体系，从实践上迫切要求我国证券研究机构提升研究的水平，引导整个市场的研究和投资理念。

文章出处：《上海证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所