

对“中特估”的三个误解

■ 董少鹏

自去年11月份监管层提出“构建具有中国特色的估值体系”以来,二级市场对于中国特色估值体系(下文简称“中特估”)概念股的追逐此起彼伏。其中,既有对特定上市公司价值的再挖掘和再评估,也有跟风式的短期炒作。而人们对于“具有中国特色的估值体系”也有不同理解,其中,存在三种误解:

第一种误解是,搞“中特估”,就是把大型国有控股上市公司的估值拉起来。这种误解的思想根源在于,把“构建具有中国特色的估值体系”完全功利化了。

显而易见,确有一部分国有控股上市公司(包括国有上市银行)的估值存在低估情形。改

变其低估值状况,发挥其价值投资引领功能,是十分必要的。但并非每一家“中字头”上市公司的市值都是被低估的,每家公司因基本面不同而呈现不同的市值偏离度;并且,即使是同一家公司,在不同经营阶段也会呈现不同的估值策略。

在“中特估”框架中,当然包含国有控股公司合理估值问题,但“中特估”不等于对所有“中字头”公司一概而论,更不等于“打总”拉抬股价。“中特估”不是专指“中字头”公司估值,而是涵盖所有上市公司,既包括国有控股公司,也包括民营资本控股公司等。任何一家公司,不管股权结构如何,其股价都要服从于基本面价值;

而基本面价值的核心是行业竞争力和利润成长性。

第二种误解是,“中特估”缺乏理论基础和市场基础。持这种看法的人认为,既然上市公司基本面决定估值和股价,那么,就没有必要讲中国特色。他们还认为,美国华尔街是全球资本市场超级老大,拥有英特尔、苹果、特斯拉等代表新经济和高科技前景的企业,中国只要跟随就行了。

持这种看法的人,犯了一个根本性错误,即任何一国的资本市场,无论如何开放,其实都是在一个特定的经济社会环境下,在一组特定的供求关系中运行的。中美社会制度不同,经济

发展阶段也不同,股市内部供求关系各有特点,那么,影响股市估值的主要因素、估值路径、估值结果也必然有所不同。“中特估”是在认同并遵循一般股市规律的基础上,对中国股市各要素进行结构性、综合性、实践性评估的一种机制。

中国已是世界第二大经济体,本土上市公司中有一批具有国际竞争力的企业,还有大量属于国内产业龙头的企业。这些上市公司深耕本土市场、服务本土市场,既从本土市场获得收益,也承担着维护产业链、供应链稳定运行的职能。简单套用美国同类公司的估值方法,是不能充分反映中国企业和中国市场实际情况的。

就拿英特尔、苹果等美国大型企业来说,它们可以便捷地在全球范围内获取资源、赢得利润,其背后不仅是科技能力和管理能力,还有其依托的经济霸权。中国缺少英特尔、苹果这样的企业,是经济发展阶段使然,我们不能因此而放弃构建独立的估值体系。未来,中国企业不仅要在技术上、管理上提升水平,还要努力争取在全球范围公平发展的权益,并扩大这种权益。

所以,立足中国经济高质量发展新阶段,根据本土市场实际情况,构建务实、科学的上市公司和全市场估值体系,是十分必要的,不是可有可无的。

第三种误解是,“中特估”只强调中国市场和中国企业的独有优势,不考虑或者少考虑中国企业在全球市场的定位,很可能与全球估值体系相悖。

持这种看法的人,显然低估了中国开放发展的决心和信念。“建设中国特色现代资本市场”“构建具有中国特色的估值体系”,不是搞孤芳自赏,而是将内外因素、内外市场、内外资源统筹起来,科学合理地评估中国市场、中国公司的投资价值,实现资本与实体经济、资本与科技创新、资本与风险管理相互统一,在开放状态

下、以开放心态实现价值投资目标。

事实上,在中国本土运营的企业,不管它现在和未来要不要向全球市场拓展,其市场估值都应该放在全球视野下考虑。一个质地优良的公司,不管它在哪里经营,只要实体过硬、市场过硬、品牌过硬,都可以实现全球性投资配置,而不是相反。

我们倡导的“中特估”,不是为了强调中国市场的特殊性,而是将中国市场特殊性 with 全球市场的共性统一考虑。“中特估”的本质是支撑价值投资、理性投资、长期投资的科学估值体系,其底层逻辑是开放型世界经济与中国特色社会主义市场经济相互统一、相互促进。

当前,中国资本市场是缺乏长期主义的,一些机构投资者甚至包括个别大型机构投资者,缺乏对核心资产、优质资产、有竞争力资产价值的认知;而复制华尔街投资逻辑的做法比较普遍。把华尔街业已形成的投资逻辑挪移到中国市场来,一是显有时髦,容易引发跟随效应;二是可以省去大量研发成本;三是可以逃避责任。如果听任这种做法持续下去,将给中国高质量市场发展造成不可弥补的损伤。一个没有独立定价体系、独立估值体系的市场,不可能留住长期资金,不可能壮大优质资本规模。

我们要下一番苦功夫,加快构建起具有中国特色、开放包容、科学合理的资本市场估值体系,从制度上鼓励长线投资、汇聚创新资本,引领优质资本向优势企业聚集。要加强机构投资者队伍建设,完善大型投资机构的公司治理、信用评价、外部监督、执法惩戒等运行机制,让主流机构在证券定价上担当起定盘星、压舱石、领航者的角色。

少鹏观点

可转债退市带来的危与机

■ 赵子强

近日,A股可转债市场出现退市案例,引发投资者对该类投资品种信用风险的担忧。

5月22日,*ST搜特因股价连续20个交易日低于1元,触及退市指标,将进入退市程序。因正股退市,其可转债也将退市。另一只因正股退市的可转债——蓝盾转债于5月15日进入退市整理期。但由于搜特转债属于交易类强制退市,无退市整理期,其很可能在蓝盾转债之前退市,成为沪深可转债历史上首只强制退市的可转债。

“坏榜样”很有杀伤力:在两只可转债退市消息影响下,低评级的可转债品种出现整体下跌态势。

可转债具有债券和股票双重属性,投资者可以在一定条件下将其转换为正股。可转债的优

势在于可以享受正股上涨带来的收益,同时又有债券的本息保障。因此,可转债一直被看作是风险较低、收益较高的投资品种。然而,随着全面注册制落地,正股退市现象增多,导致可转债的信用风险提升。那么,投资者该如何应对?

首先,要加强对正股基本面的研究。全面注册制下,可转债的发行条件有所放宽,创业板和科创板对可转债没有连续两年盈利的要求,主板也不再对杠杆和担保提出要求。这意味着可转债信用风险提升,如果企业经营情况较差,新发行的转债很可能破发。投资者在选择新券时,务必注重正股业绩、成长性、估值水平等因素。

其次,要重新审视可转债市场的信用分层。一旦信用风险暴露,高收益率的可转债必然受到估值压缩带来的压力,即债性增强,转股溢价率折损。相反,那些信用评级较高、正股业绩良好的可转债将会有更高的溢价率。投资者应避免开正股质地较弱、连续亏损、退市风险较高的标的,而选择正股质地优秀且随市场下跌估值出现压

缩的标的。

第三,要理性看待价格涨跌。5月1日至21日,可转债市场中超七成券价格下行,但下行幅度具有明显的层次性:CCC级品种平均跌幅高达25.14%,AA+品种涨幅最高达6.54%,而A和A-级的个券出现了0.47%和2.83%的跌幅。从可转债不同评级品种的结构性走势可以看出,涨跌之中仍有投资机会。实际上,正因为市场情绪低迷,可能会出现一些被低估的可转债。

第四,要关注权益市场的风格变化。在信用风险冲击下,偏股型可转债在 market 下跌阶段相对占优势。同时,在权益市场中不同板块、行业、个股之间也存在差异性表现。投资者应根据权益市场风格变化相应调整配置比例和结构。

如《孙子兵法》中所言,“知己知彼,百战不殆。”对于可转债市场而言,这个“知己”就是了解自己的投资目标和风险承受能力,“知彼”则是理解可转债的双重属性及其信用风险、正股的基本面和市场的动态。只有这样,投资者才能在可转债市场的波动中掌握机会,安稳翻航。

新能源汽车下乡要走低价策略

■ 谢若琳

汽车作为国民经济的支柱产业之一,在促进经济发展、增加就业、拉动内需等方面发挥着越来越重要的作用。稳定和扩大汽车消费,关键是要用好“新能源”战略。

日前,国家发改委、国家能源局印发《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》(下文简称《实施意见》),从创新农村地区充电基础设施建设运营维护模式、支持农村地区购买使用新能源汽车、强化农村地区新能源汽车宣传服务管理等三个方面,提出了11项具体举措。落实这些举措,推动新能源汽车下乡,引导农村居民绿色出行,可以将乡村振兴与发展绿色产业有机结合起来。

运用好新能源汽车产能优势,向农村地区推广新能源汽车使用,大有可为。根据国盛证券统计,截至2022年12月份,一线城市新能源车渗透率达42%,新一线城市至五线城市的渗透率分别为

32%、28%、26%、20%及15%。

可见,农村地区新能源车的使用仍有很大提升空间。笔者认为,如果能加快农村充电基础设施建设,同时加大新能源车销售的政策支持,新能源车下乡之路将走得更为顺畅。

一方面,在我国农村地区,每个村镇情况不同,有的村镇居民住所相对分散,有的村镇电路搭建设施不全,建设充电桩等设施确有难度。为此,《实施意见》从五个方面强调了创新农村地区充电基础设施建设运营维护模式。其中提出,“加快实现适宜使用新能源汽车的地区充电站‘县县全覆盖’、充电桩‘乡乡全覆盖’”,“合理推进集中式公共充电站建设,优先在县乡企事业单位、商业建筑、交通枢纽(场站)、公路沿线服务区(站)等场所配置公共充电设施”。

另一方面,在笔者看来,除农村充电基础设施建设的滞后外,制约新能源汽车下乡的关键因素还在于价格。这里的价格包括两方面,一是汽车销售价,一是售后的充电价格。

促进消费需求升级,首先要考虑到消费能力。必须认识到,在乡镇等下沉市场,“老头乐”之所以能占据出行工具的一席之地,主要原因在于便宜。与动辄数十万元的乘用车相比,售价一二万元的“老头乐”优势明显。

笔者建议,政府、企业、金融机构都要拿出一些真金白银,助力农村新能源车消费。地方政府可针对特殊车型进行现金补贴;可以将汽车销售与企业税收挂钩,销量达到一定门槛后可获税收优惠。企业可优化产品配置,推出经济实用的电动车型,价格控制在5万元/辆以下,以紧凑型轿车为主。金融机构可以通过提供低息贷款等,为农村地区购车提供资金支持。

总之,要打好新能源车销售组合拳,让农村消费者买得起、开得起。

若有所思

人民币的全球“朋友圈”越来越大

■ 安宁

近日,在中国海油广东大鹏液化天然气接收站,满载6.5万吨液化天然气的阿联酋运输船“马尔文”轮顺利接卸,成为我国首单以人民币结算的进口液化天然气。

随着人民币国际化步伐加快,越来越多的国家开始尝试使用人民币结算,人民币的全球“朋友圈”不断扩容。

2月23日,伊拉克中央银行公布最新改善外

汇储备措施,其中包括允许以人民币直接结算该国对华贸易;3月29日,巴西政府表示,巴西与中国达成协议,不再使用美元作为中间货币,而是使用本币进行贸易;4月26日,阿根廷经济部长马萨宣布,阿根廷将停止使用美元来支付从中国进口的商品,转而使用人民币结算……截至目前,已有包括印度尼西亚、伊朗、俄罗斯在内的30多个国家正逐渐在贸易结算或投资中转向使用人民币。

根据央行数据,2022年,跨境人民币收付总额达42万亿元,比2017年增长3.4倍。人民币在本外币跨境收付总额中的占比接近50%。人民银行与

40个国家和地区的央行或货币当局签署了双边本币互换协议。

2022年,IMF将人民币在SDR(特别提款权)中的权重由10.92%上调至12.28%,进一步提高了人民币的国际储备货币地位。目前,人民币是全球第五大支付货币、第三大贸易融资货币、第五大国际储备货币。

根据国际清算银行调查数据,2022年4月份人民币在全球外汇交易市场的占比提高到了7.0%,成为近3年来市场份额上升最快的货币。

笔者认为,虽然人民币的全球“朋友圈”不断壮大,但也要看到,中国作为全球第二大经济体、

货物贸易第一大国,在国际支付份额中,人民币与其他主要货币相比还有很大差距,国际化程度仍然较低。因此,需要进一步推进人民币国际化,营造人民币跨境使用的良好生态,可继续从以下三方面发力。

首先,进一步完善人民币跨境使用的政策支持体系和人民币国际化基础设施,健全跨境资金流动的审慎管理框架。

其次,鼓励更多企业尤其是大型企业在跨境贸易中使用人民币。目前大型企业在跨境收支中使用人民币的比例仍然较低,远远低于全国平均水平。大型企业在外贸中的体量比较

大,在贸易结算中应起带头作用。可通过税收优惠等政策进一步提升企业使用人民币交易结算的意愿。

此外,多渠道畅通人民币跨境循环,拓展人民币的使用范围和影响力。进一步扩大跨境人民币结算和融资服务规模,提升跨境人民币结算便利化服务水平,扩大人民币融资业务,便利人民币交易和汇兑,更好地满足外贸企业交易结算、投融资、风险管理等需求。

本版主编 陈炜 责编 刘慧 制作 刘雄
E-mail:zmzx@zqrb.net 电话 010-83251785

言之有理

为什么说人民币汇率不会大起大落

■ 阎岳

近日,在岸及离岸人民币对美元汇率双双跌破“7”关口。5月18日下午,中国外汇市场指导委员会(CFXC)召开2023年第一次会议,要求自律机制成员单位自觉维护外汇市场的基本稳定,坚决抑制汇率大起大落。

笔者认为,在我国宏观经济大盘、国际收支大盘、外汇储备大盘总体稳固的情况下,人民币汇率不会大起大落。

首先,汇率市场化改革稳步推进,人民币抗压能力显著增强。“双向波动、弹性增强”是近年来人民币汇率走势的基本特征,也是我国外汇市场平稳健康发展的总体特征。

我们可以从人民币对美元汇率的短中长期变动情况来看,从短期看,截至5月23日,今年以来人民币对美元汇率中间价下跌0.98%。2月2日出现最高点为6.7130,5月19日出现最低点为7.0356。在此期间,人民币对美元汇率中间价最大跌幅为4.81%。

从中期看,2019年4月份到2023年4月份,人民币对美元汇率月平均跌幅为2.53%。若按期间2022年3月份形成的最高点6.3457,2022年11月份形成的最低点7.1628计算,人民币对美元汇率月平均最大跌幅为12.88%。

从长期看,2018年至2022年人民币对美元汇率年平均跌幅为1.64%。若按期间2021年形成的最高点6.4515,2019年形成的最低点6.8985计算,则人民币对美元汇率年平均

最大幅为6.93%。

通过观察,我们可以把人民币对美元汇率短中长期三个时期的涨跌幅看作弹性,其变动幅度很小;把最高点和最低点的波幅表现视为弹性,“双向波动”的特征比较明显。

可见,随着汇率市场化改革的稳步推进,人民币对美元汇率的韧性日益突出,“双向波动、弹性增强”的特征愈益明显。

其次,外汇市场运行平稳,人民币汇率波动在正常范围内。国家外汇管理局(下文简称“外汇局”)公布的信息显示,4月份,结汇率较今年一季度月均值上升8个百分点,售汇率较今年一季度月均值上升3个百分点。这两个数据均保持在70%以上,说明市场主体结售汇意愿均有所上升,且预期人民币汇率平稳。经常项下,4月份货物贸易跨境收支顺差293亿美元,对稳定外汇市场构成支撑。

从外资配置A股的情况看,4月份,包括施罗德旗下3只旗舰基金在内的多家境外机构大手笔购入新能源股票。外汇局亦披露,外资连续两个月净买入境内证券。外资主动配置人民币资产,说明其预期人民币汇率总体稳定。

第三,我国外汇市场管理的措施手段立体而丰富,且有应对人民币汇率异常波动的经验和措施。就监管部门而言,央行、外汇局注重强化预期引导,必要时会对顺周期、单边行为进行纠偏,遏制投机炒作。就外汇市场自律组织而言,一方面积极落实自律规范,一方面为企业提供汇率避险服务,引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念进行套期保值操作。这相当于给人民币汇率波动安装了护栏。

增加人民币汇率稳定的确定性,我们有很多“硬牌”。包括:今年以来,我国经济稳定恢复和增长,居民消费预期稳定,企业换汇、居民结汇购汇更加便利,外汇管理政策工具箱充足等。笔者认为,这些“确定性”足以对冲海外市场的各种“不确定性”。所以,不必担心今后人民币汇率的走势。就像3月初央行行长易纲在新闻发布会所说的,“7”不是一个心理障碍;人民币汇率有一些小的双向浮动也是市场驱动的,而这种波动对经济是有好处的。

宁静致远