

## 新华社刊发重磅文章：《中国股市新观察》

## A股估值处于历史底部

## 人们还在担心什么？



7月12日凌晨，新华社播发重磅文章——《中国股市新观察》，分析中国股市趋势。当天，A股迎来开门红，沪深两市低开高走，上午10时许，沪指强势收复2800点整数关口。当天，两市超3000只个股上涨。（资料图）

对于中国A股的投资者来说，眼下这段日子有些难熬。受中美经贸摩擦等多种因素影响，去年“白马行情”带来的喜悦早已消散，如今面临的是股指走低的迷茫。人们疑惑：A股为何会出现这一轮下跌？调整是否已到位？会引发系统性风险吗？

决定股票市场走势的因素十分复杂，人们往往是“不识庐山真面目，只缘身在此山中”。要看清当下的中国股市，必须放在历史的维度中来分析评判。

## A股估值处于历史底部，人们还在担心什么？

回顾刚过去的2018年上半年，A股主要股指从阶段新高到阶段新低上演了一波“蹦极”行情。上证指数在2018年1月29日涨至3587.03点创下两年来新高，随后掉头向下，在6月份接连失守3000点、2900点甚至2800点关口。

在不少市场机构看来，近期一些前期积累的风险事件逐渐暴露，同时叠加外部不确定因素，我国股市、债市及汇市出现一定调整，这些调整既反映出投资者预期的变化，也是金融体系向市场化转型、信用风险回归合理定价的必经阶段。

总体来看，市场调整幅度在可控范围内，不宜将金融领域的个别事件或阶段性表现夸大“金融恐慌”。

在海通证券研究所策略分析师荀玉根看来，近期A股市场情绪低迷，短期影响市场情绪的因素确实存在，比如美国单方面挑起贸易战、国内去杠杆背景下信用违约不断。但站在中长期的视角看，目前A股已经进入估值合理区域。

中国金融四十人论坛高级研究员管涛认为，美国政府拟对约2000亿美元中国产品加征10%关税的消息短期内或许会给金融市场带来一定的负面情绪，但长期看来中国金融市场发展的基本面没有发生变化，无需高估其带来的影响。

截至目前，上证综指、深证成指、创业板指市盈率分别约12倍、20倍、39倍。很多传统行业、周期性行业估值已处于历史底部，风险收益比显著提升。优质企业上行空间远远大于市场下行风险。

“从估值角度来看，目前A股市场总体估值已经可比于历史上几个大底，估值处于底部区域。”中信证券研究部首席策略分析师秦培景说，从企业利润增速看，当前A股上市公司的盈利增速要比历史上其他几个大底时期还要高，而中美经贸摩擦等对A股整体盈利影响也相对有限，A股的安全边际较高。

从国际比较看，中国股市处在绝对的价值洼地。上证综指12倍左右的估值，不仅大幅低于美国的24倍，相对比新兴市场国家的印度(22.8倍)和巴西(18.8倍)也是大幅低估。

富国基金分析认为，如果能够翻越短期“忧虑的墙”，当前A股是长期投资极为有利的战场。截至7月10日，衡量全部A股的万得全A指数市盈率已经降到了1.73倍，基本接近2014年5月份1.45倍的历史最低水平，远远低于2.46倍的历史中位数水平。

即便如此，A股市场仍然笼罩在一片阴

云中。人们担心：中美经贸摩擦升级拖累经济增速，信用违约事件扩散影响基本面和资金面……

一边是内资普遍情绪低迷，另一边境外资金却在加速抢筹A股。数据显示，近期沪港通、深港通北上资金流入加速，4、5、6月份分别净流入387亿、508亿、285亿元，较2017年月均水平166亿元大幅提升。

“内外资分歧加大的原因关键在于两者投资决策的角度不同，境外资金在做选择题，环顾全球，发现A股估值和业绩匹配度不错，从中长期角度出发认可A股目前的投资价值。”荀玉根分析说。

## 未雨绸缪，中国防范化解金融风险的力度前所未有

伴随着股票市场的波动，一些市场人士担心，中国金融市场是否会出现系统性风险？如果了解中国金融领域近年来的改革与变化，很容易就能得出否定的答案。

当前的中国金融监管架构与三年前相比已经有了质的变化，监管力量的协同性今非昔比，金融市场主体也在朝着健康的方向发展。

就在几天前，一则新闻引起金融圈关注。7月2日，新一届国务院金融稳定发展委员会成立并召开会议，一个高规格、多部门的金融协调机构亮相，这让维护国家金融安全的机制更加健全，维护金融稳定的力量更加有力。

“我国完全具备打赢重大风险攻坚战和应对外部风险的诸多有利条件，对此应充满信心。”新一届金融委的信心并不是凭空而来，而是基于对金融领域运行情况的把握。尤其是党的十九大以来，金融领域发生了很多积极变化。

对此，金融委这样描述：“监管体系建设和金融风险处置取得积极成效……金融乱象得到初步遏制，市场约束逐步增强，市场主体心理预期出现积极变化，审慎经营理念得到强化，金融运行整体稳健。”

判断背后是金融市场有目共睹的深刻变化。资本市场作为金融市场重要组成部分，由于参与主体众多、制度建设尚未完善等原因，曾经饱受市场乱象困扰。然而，在从严监管的逻辑下，市场乱象被重拳打击，市场生态重塑净化。

在治理市场乱象同时，不断补齐监管短板，完善制度安排，才能从根源上遏制风险，夯实A股稳健运行基础。修订上市公司重大资产重组管理办法，完善上市公司停牌复牌规则，完善减持制度，出台投资者适当性办法……证监会推出了一系列重大改革举措，重塑着资本市场运行的逻辑。

在新时代证券首席经济学家潘向东看来，这些措施正在进一步夯实资本市场稳健运行的基础。“资本市场制度的完善以及投资者素质的提高，必然要求高质量的企业，从而促进提升上市公司质量，优化资源配置。”

整个金融市场协同监管的趋势同样显而易见。资管新规的出台开始解决资管行业统一监管这个复杂的系统性工程，给所有的资产管理类机构和产品一把统一的尺子。

值得注意的是，针对当前市场形势，金融委把“维护金融市场流动性合理充裕”“把握好监管工作节奏和力度”纳入近期任务，向市场释放出明显的维稳信号。

近日，金融管理部门主要负责人纷纷第一时间回应市场关切，货币政策委员会委员也就热点问题答疑解惑，均对金融市场发表积极看法，传递出对资本市场健康发展的坚定信心。

当然，股票市场的运行机制比较复杂，一时的情绪往往能够左右市场走势。尤其是A股市场，个人投资者占绝大多数，与海外成熟市场机构投资者占主流的结构不同，这也意味着市场更容易受到情绪波动影响。长期稳定资金的缺乏，也导致A股在面对风险挑战时更显脆弱。

有挑战不可怕，关键是及时掌握情况，提前做好预判，并做好应对预案。在这一方面，我们比以往任何时候更心中有数。

## 坚定开放，外资机构用实际行动看好A股投资中国

正是基于对风险的掌控、对监管体系不断完善信心，中国才敢于在今年坚定迈出金融业对外开放的步伐。

从博鳌亚洲论坛释放金融开放的强烈信号，到一系列重磅开放政策连连落地，都引发国内外市场高度关注。

资本市场开放新动作频频，成为金融市场开放中最引人注目的一环。沪港通、深港通5月1日起每日交易额度扩大4倍；证券公司、基金管理公司、期货公司的外资持股比例上限放宽至51%，三年后不再设限；争取年内开通沪伦通……

证监会8日宣布，外国投资者参与A股交易范围将进一步放开。证监会相关负责人介绍，本次主要放开两类人员在境内开立A股证券账户，一是在境内工作的外国人；二是A股上市公司中在境外工作并参与股权激励的外籍员工。

更多的金融开放措施也在便利着外资进入A股市场。近期中国人民银行、国家外汇管理局发布措施，对现行QFII、RQFII的相关外汇管理政策进行调整，取消了相关资金汇出比例限制、本金锁定期要求。此前，上海和深圳两地QDLP和QDIE试点额度将分别增加至50亿美元。

业界认为，资本市场开放措施如此迅速落地，彰显出中国金融对外开放的自信和底气。金融领域改革开放将成为中国改革开放不断深化的又一突破点，也将成为中国与世界分享发展红利的重要方式。

捕捉到中国扩大对外开放尤其是金融业对外开放的强烈信号，外资金融机构用实际行动看好A股市场长期发展，投资中国。

国际投资界普遍认为，中国资本市场已显示出较好的投资价值。今年上半年，境外资金净流入股票市场1313亿元，境外机构投资者净买入中国政府债3089亿元。

外资金融机构“进军”中国市场的脚步也在加快。近日，全球知名的对冲基金——桥水已完成备案登记，正式成为境内私募基金管理人。随着桥水基金的加入，当前已有13家外资资产管理机构获得境内私募基金管理人牌照。此前，瑞银证券、野村证券、摩根大通相继向中国证监会提交控股合资券商的申请。

与此同时，得益于不断完善的机制和持续开放的姿态，A股终于与MSCI成功“牵手”。随着A股正式“入摩”，越来越多的外资金融机构更加深入地了解A股市场，也更加看好A股市场的长期发展。

“A股上市公司的高成长性给海外投资者提供了绝好的了解、借鉴新兴经济体发展故事的机会。”野村资产管理株式会社高级经济学家藤田重矢子说，海外机构投资者可以通过专业的基本面分析得到非常好的投资机会和投资回报。

她认为，A股代表着新兴经济体快速增长的消费市场、医疗市场以及高科技行业，对

于海外机构投资者有着非常大的吸引力，类似的投资机会在其他地区市场很难看到。

## 中国经济有底气应对挑战，支撑资本市场行稳致远

离开实体经济，资本市场就是无源之水、无本之木。稳中向好的中国经济是资本市场稳健发展的底气和保障。

规模以上工业增加值同比增长6.8%，服务业生产指数上涨8.1%，全国城镇调查失业率4.8%……日前公布的5月宏观数据表明，中国经济运行亮点颇多。从更长周期来看，中国经济增速已连续11个季度稳定在6.7%至6.9%的区间，尽显稳中向好态势。

“随着供给侧结构性改革的推进，我国经济基本面更为健康。”北京大学国家发展研究院副院长黄益平说。近年来，党中央一系列政策措施成效显著，中国经济已呈现质量变革、效率变革、动力变革均加快的积极变化。

应该看到，中国经济迈向高质量发展的征途并非一帆风顺，面临的风险与挑战更加纷繁复杂。

国家发展改革委副主任、国家统计局局长宁吉喆表示，从国际看，世界经济结构性问题尚未有效解决，宏观政策分化、国际竞争性减税、贸易保护主义等引发的不稳定不确定性增加。从国内看，我国经济正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，发展不平衡不充分问题依然突出，还存在一些困难和挑战。

光大证券首席经济学家彭文生表示，资本市场不如实体经济容忍度大。中国经济当前处于周期性调整阶段，要化解金融风险、降低杠杆率，短期必定会经历痛苦，但中长期更有利于经济高质量发展。

没有不痛不痒的蝶变。经历过一次次挑战的中国经济“内功”更加增强，经济潜力和韧性持续提升。

中国经济也曾遭遇过质疑和否定。2016年初，人民币兑美元汇率波动一度加剧，在金融市场引发担忧，甚至有分析人士将人民币的持续疲弱解读为中国经济处于崩溃边缘的信号。

然而，回顾历史，无论是“人民币大幅贬值”还是“经济硬着陆”——看空中国经济的“论调”一次又一次不攻自破。改革开放40年的实践验证，中国经济与金融经受住了各种危机的考验，有信心有能力应对各种挑战。

中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清说，经过调整，中国经济已成为比较典型的大国经济，产业体系完备，内需潜力巨大，商品市场和就业市场弹性较强，涉外经济部门的灵活调整能力更为突出。“来自外部的任何压力，最终都会转化为发展的动力”“中国经济的进步是任何力量都无法扭转的”。

国际货币基金组织第一副总裁大卫·利普顿说，鉴于中国过去几十年的成功改革以及中国政府的坚定承诺和决心，相信中国能够实现经济的再平衡调整，转向更加可持续的发展模式。

“我们非常了解中国市场，认为该市场正处在独特的转折点上。”桥水联合首席执行官戴维·麦科米克认为，中国经济具有全球影响力，中国资产成为重要的分散化投资来源。

眼下，透过股市波动的迷雾，更应该清醒的是：在中国经济迈向高质量发展的征途中，资本市场无疑还是一个相对短板。唯有发展才是应对挑战的根本途径，必须坚定地大力发展资本市场，让它成为与中国经济相匹配的市场，实现资本市场与实体经济的良性互动。

发展路上必然伴随着挑战和困难，资本市场更是如此，不经历风雨怎能见彩虹。

正如一位1996年进入股市的业内人士感慨：“区区22年时间相对资本市场来说真不算长，期间数次经历过类似的市场恐慌，结果终究是一场暴雨过后的晴朗。”

（新华社北京7月11日电）