



# 王汉锋：市场估值调到哪了？



文/意见领袖专栏作家 王汉锋、李求索、魏冬



估值调到哪了？

近期 A 股/港股受内外部因素影响回调。我们认为，市场估值已经经历明显回调、多数指标已经达到历史区间的中等偏低水平。受地缘局势以及引发的供应链冲击、美国及部分欧洲国家货币政策收紧、国内增长依然乏力等因素影响，市场上涨可能需要积极催化因素支持。从目前 A 股/港股估值主要特征来看：

A 股市场估值重新回到历史相对低位水平，港股估值处于历史极端低位。截止 3 月 9 日，1) A 股市场方面，沪深 300 指数前向市盈率 10.1x，前向市净率 1.2x，相比年初 (11.5x 和 1.3x) 回落 12.4%、13.4%，也明显低于历史均值 (12.6x 和 1.8x)。其中非金融部分前向市盈率 15.6x，位

于历史均值 (16.1x) 附近; 前向市净率 2.2x, 位于历史均值 (2.2x) 附近。沪深 300/创业板指股权风险溢价 7.2%/0.7%, 均超过均值, 向上接近 1 倍标准差。2) 港股市场方面, MSCI 中国除 A 股指数前向市盈率 8.4x, 处于历史均值向下 1.1 倍标准差附近, 3.9%分位水平 (2006 年至今); 前向市净率 1.0x, 处于历史均值向下 1.2 倍标准差附近。恒生指数的前向市盈率和前向市净率也持平略低于历史均值向下一倍标准差的位置 (目前前向市盈率/市净率为 9.7x/1.0x, 历史均值为 11.8x/1.4x, 向下一倍标准差为 9.8x/1.0x, 分位数 6.7%/6.9%)。恒生国企指数前向市盈率和市净率分别为 8.0x/1.0x, 处于历史均值向下 0.6/0.7 倍标准差, 分位数 38.1%/29.2%, 接近 2008 年低位。港股估值水平已经处于历史极端低位。

中小市值公司估值再度低于历史均值。目前中证 500/中小综指/创业板指前向市盈率分别为 13.6x/21.9x/28.6x, 已经低于历史均值 (历史均值分别为 21.7x/24.8x/30.6x, 向下一倍标准差为 15.0 x /18.3 x /22.0 x, 分位数 4.9%/ 36.2%/ 46.6%)。

外资持股比例前 100 公司估值重新回到历史均值附近。外资持股比例较高的公司 (与投资者普遍认知的白马蓝筹股也有较高重合度) 自 2021 年 2 月至今整体表现已经下滑 29.3%, 2022 年初至今跌幅 19.9%。从估值水平来看也有明显收敛, 这些公司目前前向市盈率为 21.1x, 前向市净率 4.0x, 略高于历史均值 18.8x/3.7x, 分位数 67.5%/59.0%。

多数行业估值已低于历史均值。多数行业的前向市盈率已经处于历史

均值以下。休闲服务、传媒、计算机、军工、农业、家电等板块的前向市盈率估值位于历史 25 分位数以下（2006 年至今）。

大类资产比较：股债相对吸引力处于相对高位。根据股息率和国债收益率测算的股债相对吸引力指数目前已经为 68%，高于自 2005 年来的平均水平 53%，处于历史 78%分位数，权益类资产的相对性价比处于较高水平。

国际比较：A 股整体估值处于全球主要市场中等偏低位置，港股市场处于低位。按 2022 年预测市盈率比较，A 股市场估值在全球主要市场中处于中等偏低水平；港股估值在 16 个主要市场中仅略高于巴西，处在第二低位。

保持耐心，静待“情绪底”

虽然估值对短线市场走势指示意义有限，但近期回调后市场中长线估值吸引力进一步增加。我们建议投资者耐心等待市场逐步企稳。短期地缘事件等因素导致的供应风险有可能继续发酵，加剧市场对“滞胀”的担心。同时，商品价格的短期大涨及潜在高位持续，加剧通胀风险的同时可能也会压制未来全球总需求，海外主要经济下半年滑坡风险也有所上升。这些因素可能仍需要消化。往中期看，中国是全球重要的制造业大国，具有全球最大、相对较全的产业链，只要中国继续谋求科技创新、产业升级的趋势不变，在全球供应风险中中国可能会相对更有韧性，就如 70 年代“滞胀”冲击中，日本等当时的制造业大国股市和汇率等所展现的韧性。同时，中

国市场通胀整体可控、“稳增长”政策储备空间相对充足，后续“稳增长”政策继续发力，增长前景可能逐步改善；另外中国市场估值绝对估值处在历史相对低位，与其他主要市场相比相对估值也具有吸引力。

综合来看，尽管短期的全球波动具有一定的传染性、中国市场情绪面上的修复仍需要时间，我们判断中期内中国市场有望在全球波动中展现相对韧性。后续视地缘事件、疫情等因素演绎静待中国市场进入“情绪底”；而随着稳增长政策继续发力，我们认为“增长底”有望在二季度左右看到。从板块上看，低估值“稳增长”板块可能会有相对收益，制造成长风格入场时机则静待“通胀预期”边际缓解。后续我们将继续跟踪地缘事件、海外政策、疫情、中国稳增长落地情况来综合评估市场的潜在路径及结构。

图表 1：全球股票市场估值水平

中国股市	市盈率 (TTM)		市净率		相比市场整体市盈率		全球股市	预测市盈率		相比市场整体市盈率	
	最新	百分位 (10Y)	最新	百分位 (10Y)	最新	百分位 (10Y)		最新	百分位 (10Y)	最新	百分位 (10Y)
<b>沪深</b>							全球	16.2	62%	1.00	0%
中证全指	16.3	41%	1.7	34%			发达市场	17.1	67%	1.06	88%
上证综指	12.4	34%	1.4	18%	81%	35%	新兴市场	11.2	22%	0.69	1%
沪深300	12.3	49%	1.5	39%	87%	62%	美国	19.1	81%	1.18	99%
中证800	13.1	38%	1.5	28%	89%	44%	欧洲	13.2	31%	0.81	0%
中小板指	30.8	29%	3.7	51%	215%	66%	德国	12.3	33%	0.76	3%
创业板指	51.2	42%	6.2	63%	365%	66%	法国	12.4	27%	0.77	0%
<b>港股</b>							英国	11.2	18%	0.69	5%
中证100	11.0	49%	1.4	38%	80%	63%	意大利	9.2	6%	0.57	0%
中证500	17.5	2%	1.7	3%	100%	1%	西班牙	12.1	25%	0.75	18%
中证800价值	7.0	2%	0.8	0%	48%	13%	加拿大	14.5	18%	0.89	10%
中证800成长	22.3	82%	4.2	93%	246%	96%	澳大利亚	16.2	63%	1.00	46%
<b>行业</b>							日本	15.5	20%	0.96	7%
石油石化	11.6	14%	1.0	15%	58%	28%	韩国	10.7	53%	0.66	28%
煤炭	10.2	33%	1.5	70%	89%	88%	海外中资股	10.1	30%	0.63	13%
有色金属	28.4	9%	3.4	82%	197%	97%	中国香港	8.3	46%	0.51	44%
电力及公用事业	28.4	92%	1.8	47%	107%	60%	中国A股	12.8	49%	0.79	43%
钢铁	8.5	14%	1.3	53%	75%	71%	中国台湾	12.8	8%	0.79	11%
基础化工	24.7	13%	3.3	71%	193%	92%	印度	23.6	89%	1.46	97%
建材	9.8	29%	1.1	27%	62%	23%	巴西	7.8	3%	0.48	5%
建材	13.0	12%	1.7	1%	98%	2%	墨西哥	14.2	9%	0.88	15%
轻工制造	21.6	6%	2.3	25%	135%	23%					
机械	29.8	15%	2.6	48%	153%	63%	<b>全球股市</b>	<b>市净率</b>	<b>分红收益率</b>		
电力设备	47.8	45%	4.2	85%	245%	95%	全球	2.7	90%	2.0	11%
国防军工	61.2	26%	3.6	56%	212%	73%	发达市场	2.9	91%	1.9	10%
汽车	35.0	80%	2.3	52%	134%	85%	新兴市场	1.6	53%	2.7	65%
商贸零售	79.4	94%	1.4	4%	80%	12%	美国	4.3	92%	1.4	8%
餐饮旅游	125.2	87%	5.1	73%	299%	80%	欧洲	1.9	79%	2.8	13%
家电	16.2	32%	2.8	34%	164%	47%	德国	1.7	55%	2.4	10%
纺织服装	26.9	32%	1.9	27%	114%	27%	法国	1.7	89%	2.4	14%
医药	35.6	22%	4.0	28%	232%	50%	英国	1.7	36%	3.6	19%
食品饮料	38.7	75%	7.4	75%	431%	80%	意大利	1.2	72%	3.5	51%
农林牧渔	1,317.9	99%	3.2	36%	185%	55%	西班牙	1.2	27%	3.1	10%
银行	5.2	10%	0.6	0%	36%	9%	加拿大	2.1	92%	2.6	12%
证券Ⅱ	14.4	7%	1.3	6%	76%	3%	澳大利亚	2.2	91%	4.4	53%
保险Ⅱ	9.0	3%	1.2	0%	69%	3%	日本	1.7	56%	1.9	69%
信托及其他	20.3	40%	1.0	1%	56%	12%	韩国	1.0	54%	1.9	79%
房地产	12.1	44%	1.0	2%	57%	10%	海外中资股	1.4	8%	2.2	43%
交通运输	24.7	61%	1.6	40%	92%	51%	中国香港	0.8	0%	3.0	26%
电子元器件	37.8	10%	4.0	56%	234%	72%	中国A股	2.0	62%	1.9	47%
通信	30.5	0%	1.7	1%	100%	4%	中国台湾	2.2	93%	2.7	13%
计算机	111.3	70%	3.8	26%	221%	30%	印度	3.4	90%	1.1	12%
传媒	n.a.	n.a.	2.1	4%	120%	6%	巴西	1.8	69%	7.5	88%
综合	-	n.a.	1.8	26%	103%	37%	墨西哥	2.2	23%	2.7	89%

资料来源: Bloomberg, 万得资讯, 中金公司研究部

注: 数据截至 2022 年 3 月 9 日

图表 2: 年初至今全球主要资产表现



注：数据截至 2022 年 3 月 9 日

图表 4：当前 A 股市场估值与历史上阶段性低点比较

日期	当前水平 2022/3/9	19年前低点 2019/1/3	18年前低点 2018/9/18	熔断时期低点 2016/1/27	15年前低点 2015/6/26	13年钱荒时期 2013/6/27	12年创业板底部 2012/12/04	08金融危机底部 2008/10/28	05年底部水平 2005/7/11
上证指数点位	3256	2464	2486	2,638	2,850	1,849	1,975	1,664	998
前向市盈率									
上证指数	10.2	9.0	9.0	11.1	11.3	7.8	8.6	11.0	11.7
上证50	8.7	7.4	7.9	8.2	7.9	6.6	7.8	10.4	8.7
沪深300	10.1	8.6	8.7	9.8	9.7	7.4	8.3	10.8	9.2
中小板指	21.9	14.1	14.1	27.2	28.7	19.0	15.7	11.7	n.a
创业板指	28.8	17.6	16.9	28.9	32.6	31.6	18.3	n.a	n.a
前向市净率									
上证指数	1.1	1.0	1.1	1.3	1.5	1.1	1.2	1.7	1.5
上证50	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.2	1.7	1.5
沪深300	1.2	1.0	1.1	1.2	1.3	1.1	1.2	1.7	1.4
中小板指	2.4	1.7	1.8	3.6	3.9	2.3	2.0	1.8	n.a
创业板指	4.8	2.7	2.5	5.3	5.5	3.8	2.2	n.a	n.a
A股市值/GDP	76.3%	48.1%	48.5%	58.4%	76.9%	42.9%	42.7%	45.7%	20.0%
A股自由流通市值/M2	15.1%	8.0%	8.1%	11.1%	14.3%	7.7%	7.0%	6.0%	3.0%
A股市值/M2	35.9%	22.5%	22.7%	30.3%	38.5%	23.9%	23.4%	31.9%	13.4%
A股自由流通市值/居民储蓄	34.1%	19.6%	19.7%	28.3%	36.2%	18.6%	17.0%	13.1%	6.1%
A股市值/居民储蓄	60.8%	55.2%	55.7%	77.2%	97.8%	57.7%	57.0%	69.7%	27.8%
内部经济周期	内外部环境具备挑战	内外部环境具备挑战	内外部环境具备挑战	经济尚未明显起色，人民币存贬值预期	经济尚未明显起色	第一次“钱荒”	经济增长快速下行	受外需冲击较大	经济增速较快，趋向过热
全球经济环境	美国正在进入加息周期	全球经济增长面临挑战	美国增长放缓，新兴市场动荡	美国已经进入加息周期	美国存加息预期	美国QE退出预期	全球风险事件频发	全球金融危机冲击	全球经济向好
政策及流动性环境	稳增长政策加大力度	稳增长政策加大力度	稳增长政策加码	流动性宽松，但利率继续下行空间有限	政策宽松周期已维持较长时间，流动性较好	政策维持紧缩，流动性紧张	政策维持紧缩，流动性紧张	政策持续宽松，流动性向好	为应对经济过热，政策逐步收紧

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：数据截至 2022 年 3 月 9 日

图表 5：沪深 300 股权风险溢价上升至 2009 年至今均值以上...

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_39374](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39374)

