



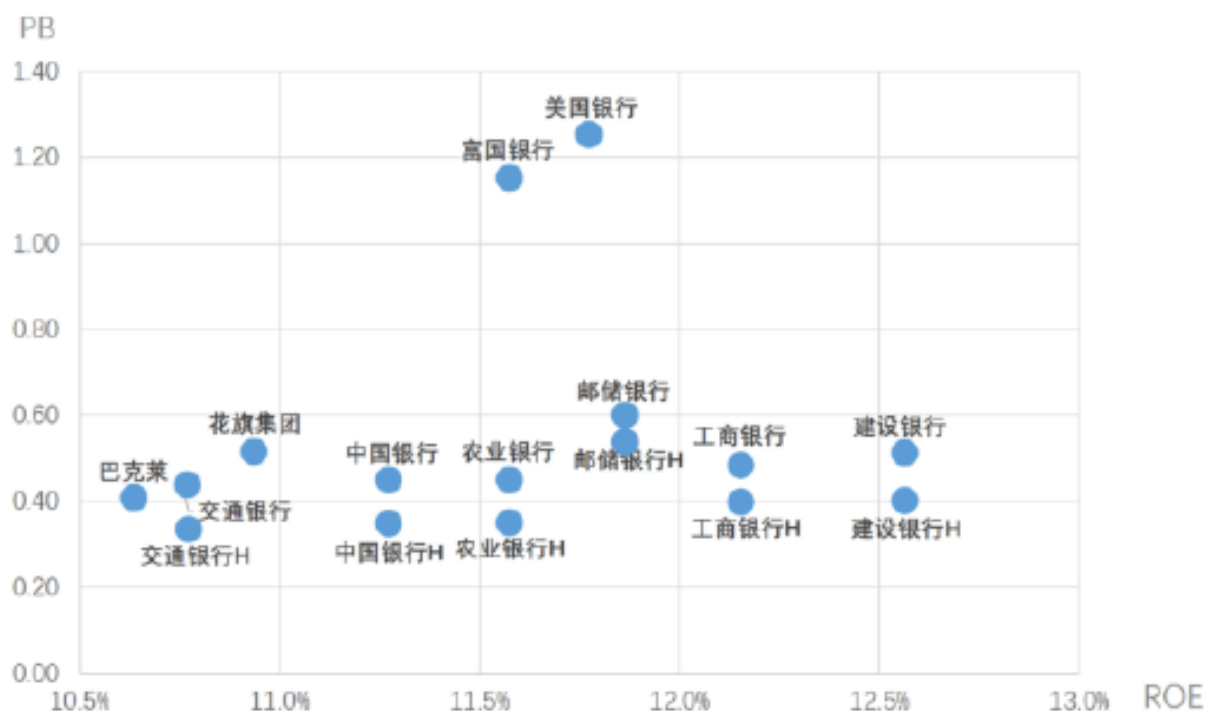
银行低估值之谜：来自银行 自己的观点



意见领袖 | 王剑



A 股银行股持续处于低估状态，更令人难以接受的是，A 股很多优质银行，估值比很多盈利更差的海外大型银行估值还要低，在 PB-ROE 框架下完全无法解释。为此，市场各方人士给出各种解释。



银行估值问题还不是学术上的热门话题，仅有的少数论文也多为银行从业人员，学术界的成果还不多。

本文介绍一篇论文，题为《银行市值的重要性与中国银行业估值偏低的讨论》(以下简称“该文”)，作者是时任建设银行首席经济学家的黄志凌博士，于2021年1月发表于《征信》杂志(人民银行郑州培训学院主办)。

【特别关注】

银行市值的重要性与中国银行业
估值偏低的讨论

黄志凌

(中国建设银行首席经济学家, 北京 100033)

摘要:中国大型银行股改上市后的规模和利润增长很快,核心指标也基本上与国际银行比肩,但估值水平却低于美国的银行同业。虽然业界对于银行的评价方法一直备受争议,越来越多的人已经意识到,资产规模、盈利能力、资产质量等评价指标只能反映银行某一方面的能力,不能全面反映银行的综合实力和竞争力;相对而言,市值指标是一种长期趋势性判断,隐含了不同银行在盈利能力、产品定价、风险管控以及公司治理等可持续核心竞争力方面的差异,代表着市场对一家银行发展前景的综合认知。我们在理论分析和实践观察中深切感到:投资者和银行管理层都必须正确理解市值,了解即期市值形成机制,不应该被短期银行市值波动所困惑,更不应该被左右,但必须重视银行市值变化发出的信号,理性判断银行价值,有针对性地提升银行管理能力。

关键词:银行市值;银行业;银行估值;核心竞争力

中图分类号:F832.33;F832.51

文献标识码:A

文章编号:1674-747X(2021)01-0018-06

中国大型银行股改上市后的段时间,规模和利润增长很快,资产收益率(ROA)、股本收益率(ROE)和成本收入比(CIR)也基本上与国际银行比肩,但估值水平仍低于美国的银行同业。资本市场投资者对中国上市银行的估值偏低,普遍认为主要原因是部分分析师预期未来银行不良率将呈现上升趋势,甚至推论国内银行业不良率可能达到10%。然而,作为业内人士,我觉得这种认识有失偏颇,对于投资决策与把握行业规律都会产生误导,有必要进行一些讨论。

一、重视并正确理解银行估值变化发出的市场信号

业界对于银行的评价方法一直备受争议,越来越多的人已经意识到,资产规模、盈利能力、资产质量等评价指标只能反映银行某一方面的能力,不能全面反映银行的综合实力和竞争力。相对而言,市值指标是一种长期趋势性判断,隐含了不同银行在盈利能力、产品定价、风险管控以及公司治理等可持

续核心竞争力方面的差异,代表着市场对一家银行发展前景的综合认知。市值指标中最为常用的市盈率(PE),是一个考察期(通常为12个月)内,股票价格和每股收益的比例;另一个常用的市值指标是市净率(PB),股票价格和每股账面净资产的比例。同一行业的不同上市公司股票,市场可能赋予不同的估值水平,既隐含了现实核心竞争力方面的差异,也隐含了投资情绪和市场预期方面的差异。因此,就行业内部不同企业评价而言,市值虽非一项集成指标,但基本上能够反映市场对于企业经营现状和长期趋势的认可程度。

包含众多信息的银行市场价值,虽然也存在某一时点、区间的失衡或失真,甚至还有特殊条件下的人为操纵缺陷,但从长期看是真实的。正如巴菲特所说“从短期看,股市是一个投票机;而从长期看,股市是一个称重机”。所以就评价结果反映的趋势而言,市值的意义明显优于规模评价和财务指标比较。资产规模、盈利能力、资产质量、国际化程度,以

收稿日期:2020-10-09

作者简介:黄志凌(1960—),男,河南固始人,研究员,经济学博士,主要研究方向为宏观经济和金融理论、商业银行和投资银行业务。

该文从我国银行股业绩尚可但估值极低这一事实出发，讨论其背后的原因，以及对银行市值工作的一些思考。

该文分为三部分（本文拆为四部分介绍），逻辑简练清晰，给我们呈现一个银行内部管理层的视角对低估值问题的解读。

1

如何看待银行市值

该文提出，银行市值或估值，是代表着市场对一家银行发展前景的综合认知，长期看，可以作为一个很好的评价指标，所以应该引起各方重视。

银行评价一直是业内的老大难问题。因为，银行的指标涉及方方面面。商业银行的经营本质是三性平衡（盈利性、流动性、安全性），因此不能简单用盈利一个维度，还得兼顾风险或其他。平时我们做银行分析时，资产规模、盈利能力、风险控制、社会责任等各方面都会涉及，于是就很难用一两个指标来评价“谁比谁好”。

针对这一问题，业内开发各种所谓的综合评价体系，其原理大致都一样：在银行的各方面挑选一些代表性指标，然后对各个指标给予一定权重，然后加权求和，得到一个综合得分（或评级）。然后用这个综合得分来评价“谁比谁好”。比如，最早的“骆驼”（CAMEL）评级、银保监会的监管评级、人民银行的金融机构评级、银行业协会的“陀螺评价体系”等，大体都是这个套路。我们团队自己，也开发过一个银行信用评价体系，也就

是找到一堆我们觉得对银行信用风险比较重要的指标，赋权求和，得到评级。可参见 2022 年 6 月的报告《银行信用风险分析：框架与模型》。

这一套套的评价体系，需要小范围专家人为选择指标、设置权重，因此不可能完全准确，有时候会出来一些与直观感受不符的结果。为此，可以换一个思路：不由小范围的专家来评价，而是把银行拉到市场上“溜一圈”，让市场来评价。银行自己把各种数据、信息披露出来，摆到全市场面前，由市场先生综合评价。市值或估值，就是市场先生综合评价完之后的一个结果。

当然，市场短期内是会犯错的，甚至会被操纵。但长期看，是可靠的，好歹比小范围专家更可靠吧？

所以，市值或估值同样是大家对银行的一种综合评价。从该文观点推导出去，银行管理层不能无视市值，觉得自己把银行业绩经营好就可以向上级汇报，而要深刻意识到，如果市值如此之低，那么肯定是反映了一些问题的，不能无视之。我们现在可喜地看到，政策当局也已经将市值作为对国企的考核内容之一。

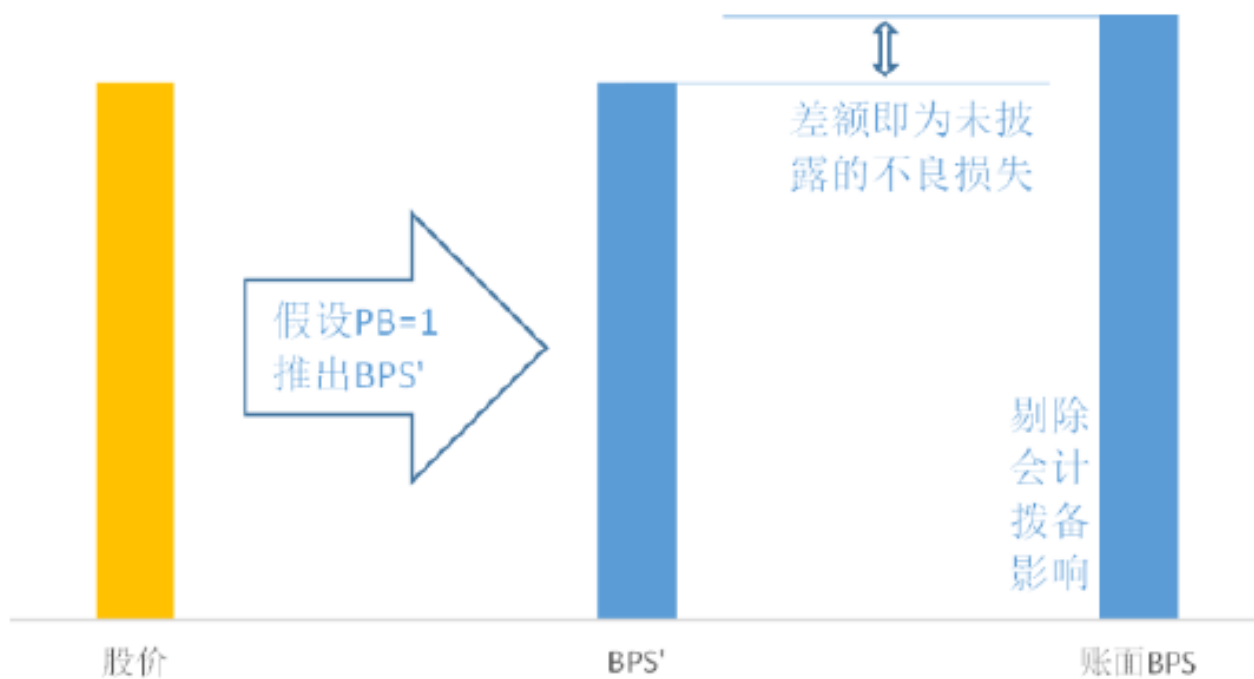
2

不能单一归因

该文接着指出，既然估值也是市场给出的一种综合评价，那么就不能把低估值归因于一两个因素（就是不能用银行的一两个指标来解释其低估

值)。而这种单一归因方法，刚好是我们证券分析师过去用的。

当时的背景是：银行各方面经营情况还可以，找不到太多特别负面的指标，惟独有一个指标比较负面，就是有较多不良贷款。因此，如果一家银行 PB 低于 1 倍，比如到了 0.8-0.9 倍，那么就暗示着，市场认为该行的净资产是虚高的，有水分的。而该折让的部分，就是藏匿的不良贷款。如果这部分“藏匿的不良”暴露出来，那么银行的不良率可能会达到 8%。



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_49471

