DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2018.23.007

中美贸易战背景下我国银行业估值中枢探究

——以中国工商银行为例

张海报[1,2](副教授)

【摘要】中美贸易战等一系列内外部挑战对我国资本市场造成了巨大冲击,其中银行业更是跌幅巨大,远超大盘,因此投资者对我国资本市场特别是银行业是否还具有投资价值产生了严重的疑虑。以我国银行业中的代表企业工商银行为例,系统分析其核心竞争力、面临的主要挑战以及可能的应对措施,并运用真实收益现金流估值模型、PE比较法、PB比较法三种方法,对其内在价值进行测算与比较分析。发现工商银行等国有五大行的估值中枢为10~11倍PE,或1.2~1.3倍PB,民生银行等股份制银行的估值中枢为8~13倍PE,或1~1.5倍PB,并从个人投资者、上市公司、政府及监管机构三个方面给出相关建议。

【关键词】银行业;工商银行;估值中枢;核心竞争力;真实收益现金流估值模型

【中图分类号】F832.33　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2018)23-0040-7

一、研究背景

2018年是党的十九大后的开局之年,我国各项改革不断深化,上半年GDP同比增长6.8%,国家经济在各领域取得了举世瞩目的成就。但同时国际政治及经济环境也变得更加复杂甚至恶化,挑战日益增多。中兴事件凸显了我国在基础核心技术领域的巨大短板,而美国特朗普政府以“美国优先”为核心内容的新孤立主义,以及四处挑起贸易摩擦进而悍然发动中美贸易战的做法,给世界经济增长带来了巨大的不确定性,也使得我国在国际政治及经济领域面临着近十几年来最严峻的挑战。

史无前例的中美贸易战已正式开打,2018年7月6日,在美国第一轮对340亿美元的中国进口产品加征25%关税的基础上,又悍然启动了对另外2000亿美元中国进口商品加征10%关税的程序。8月3日我国公布了针对美国进口约600亿美元的商品加征关税的反制措施。中美贸易战若不断升级,将对我国制造业发展构成严重威胁,并势必导致相关行业损失大量就业岗位。同时,我国国内经济也面临深层次矛盾不断暴露的严峻挑战,国内家庭债务不断提高,2018年第一季度居民部门杠杆率达到了50%的高点,房地产市场投机泡沫严重也对我国宏观经济和金融行业的稳定形成了重大的潜在威胁。在此背景下,特别是在中美贸易战不断升级的市场预期的冲击下,我国资本市场风声鹤唳,反应剧烈,沪深股指连续暴跌,在6月19日再现千股跌停的惨状。个股方面,我国资本市场最典型的代表银行板块也跌幅巨大,其中:工商银行从2月28日最高7.77元/股跌至7月2日最低5.05元/股,最大跌幅达35%;中国银行近5个月最大跌幅也达到了29%;股份制银行中招商银行从1月26日最高35.35元/股跌至7月6日最低25.84元/股,最大跌幅达30%。银行板块的整体跌幅远超大盘。

股市的暴跌严重影响了我国资本市场的投融资功能,近几个月个股发行数量明显降低,6、7月已低至每周不超过1只新股发行,整个市场严重悲观。居民家庭财富在股市暴跌下也不断缩水,消费能力减弱,居民家庭杠杆率不断被动提升,所有这些都给我国整个金融市场的稳定运行带来了巨大挑战,甚至

影响到了我国经济体制深层次改革的推进。

以上种种现象不禁让人产生疑问：我国资本市场真的出了大问题吗？以工商银行为代表的我国银行业真的没有投资价值了吗？目前资本市场的恐慌和暴跌，是在真实反映我国未来经济基本面将不断恶化的现实吗？对比美国股市，几大股指不断攀升，截至2018年7月17日，美国纳斯达克指数最高达7863.77，又创历史新高。中美股市的天渊之别，是在反映中美贸易战中我国将受到重大打击的现实和未来吗？

对于上述疑问，笔者并不赞同。截至2018年7月17日，我国银行业上市公司的平均市盈率仅为6.5倍，市净率仅为0.94倍，银行业上市公司也出现了几乎整体破净的资本市场奇观。其中工商银行市盈率仅6.4倍，市净率仅0.93倍，而其在2018年第一季度的净利润达到790.69亿元，同比增长4%，年化加权平均净资产收益率也高达15.4%，各项核心指标均稳步向好。深入客观分析该现象，并对照国外主要资本市场的表现，笔者认为，近期资本市场的暴跌和银行股更大幅度的杀跌，是非理性的恐慌性行为，我国经济、银行业的基本面并没有改变，而且在未来必将不断向好。

本文以我国银行业中最典型的代表工商银行为例，对我国银行业的投资价值进行分析，以探究我国银行业的价值中枢，并从个人投资者、上市公司、政府及监管机构层面，对资本市场的投资行为给出理性而有建设性的建议。

二、工商银行估值中枢研究

（一）工商银行简介

中国工商银行股份有限公司（简称“工商银行”）成立于1984年1月。2005年10月整体改制为股份有限公司，2006年10月27日在上交所和香港联交所上市。工商银行向全球627.1万个公司客户和5.67亿个个人客户提供全面的综合金融产品和服务。2017年年末，工商银行总资产达260870.43亿元，实现净利润2874.51亿元，多项核心指标持续保持全球第一，连续五年位居英国《银行家》全球银行1000强、《财富》500强商业银行子榜单榜首，蝉联Brand Finance全球最有价值银行品牌。

（二）工商银行的财务状况

下文对工商银行财务状况的分析中，相关数据均取自其近5年的财务报告或以此为基础计算所得。

1. *财务风险指标分析*。2017年年底工商银行资产负债率为91.79%，2018年第一季度为91.75%，呈逐步下降趋势。同时，2017年年底工商银行核心一级资本充足率为12.77%，资本充足率为15.14%，远超监管要求。2017年年底工商银行拨备覆盖率为154%，2018年第一季度上升为175%，提高了20%，拨备充足，超过了150%的监管红线，抗风险能力较强。工商银行不良贷款率2016年年底为1.62%，2017年年底为1.55%，2018年第一季度为1.54%，呈不断下降的良好态势。

2. *盈利能力指标分析*。2017年年底工商银行净利润率为39.5%，2018年第一季度为40.10%，在银行业竞争加剧并受互联网金融冲击严重的环境下，其净利润率不断改善。2017年年底工商银行加权净资产报酬率为14.35%，2018年第一季度年化加权净资产报酬率为15.4%，说明其获利能力有大幅提高。

3. *成长能力指标分析*。2017年年底工商银行营业收入为7265亿元，同比增长7.49%，2018年第一季度为1972亿元，同比增长4.05%，仍保持增长态势。2017年年底工商银行扣除非经常性损益后的净利润为2840亿元，同比增长2.89%，2018年第一季度为777.95亿元，同比增长3.04%，增长幅度略有扩大。2017年年底工商银行归属于母公司股东的权益为21275亿元，同比增长8%，2018年第一季度为21715亿元，同比增长2.06%。

综上分析，工商银行已经度过了我国银行业发展的最低谷，成功走出2016年营业收入负增长的困境。2017年以来工商银行不良率连续下降，拨备覆盖率充足，核心资本充足率等，说明工商银行的资产质量持续改善，抗风险能力较强。同时，工商银行盈利能力强大，净资产收益率（ROE）远高于世界其他一流银行。工商银行的营业收入、净利润、归属于母公司股东的权益均保持了较稳定的增长速度，其股东拥有的企业内在价值不断提升。

（三）工商银行的核心竞争力

1. *综合实力全球第一的强者效应*。工商银行2017年年底多项核心指标均连续多年位居全球第一。其金融牌照齐全，附属子公司覆盖领域包括投资银行、债转股、保险、基金管理和金融租赁等，并在42个国家和地区设立了419家机构，已成为全球化的综合金融服务平台。同时，工商银行在内部治理方面也较为规范，不断向世界一流标准靠拢。借助国内深化金融体制改革和国家大力推进“一带一路”倡议

及“走出去”战略的东风，工商银行作为国内银行业的绝对龙头，必将获得更大的政策支持，并更好地发挥强者更强的效应。未来5～10年，工商银行在规模、公司治理、创新能力、盈利能力等方面必将不断提高，成为真正的世界一流银行。

2. *明确的发展战略和强大的执行力*。工商银行制定了明确的发展战略，其战略核心为三大战略转型和两大战略布局。三大战略转型包括大零售战略、大资管战略和大投行战略，两大战略布局包括国际化布局和综合化经营平台布局。随着工商银行大零售战略的持续推进，2017年年底个人客户净增加3800万人，信用卡客户达8859万人，成为国内最大的信用卡发卡行；其不断加大金融科技创新的投入和应用，零售业务对公司利润的贡献也在不断加大。工商银行的大资管战略和大投行战略也成绩斐然，资产管理业务持续增长，理财及资管业务多年位居同行业第一；它是国内最大的银行类投资银行，2017年完成品牌类投行项目近1500个，参与并购交易数量连续4年蝉联亚太区第一。同时，工商银行不断深化国际化布局，境外机构资产规模占集团总资产的比重为8.98%，税前利润占集团总税前利润的比重达7.02%。此外，其存贷款规模增长也十分迅速，目前境外贷款规模已经占集团的十分之一。工商银行具有很强的战略执行能力，历次的三年战略均顺利按时或提前完成。明确的发展战略和强大的战略执行能力，确保了工商银行的核心优势。

3. *国内同业领先的风控能力*。工商银行的风控能力在国内五大行中处于领先地位，其建立了全链条、全品种、全覆盖的风险管理体系。从指标来看，工商银行的拨备覆盖率在五大行中仅次于建设银行，逾期率和不良率从2017年年底到2018年第一季度实现了双降。工商银行在2017年新成立的领导集体，也把坚持铁腕治贷和专家治贷、重点防控交叉性风险、实现资产质量核心指标全面改善放在了重要的战略位置，并坚持简单透明的可控原则，牢守跨市场业务的创新边界和合规底线，不断地全方位提升公司的风险防控能力。

4. *成本控制具有显著优势*。工商银行始终把控制成本作为公司最重要的核心竞争力。工商银行的负债成本优势明显，2017年其付息负债成本率为1.57%，为A股负债成本率最低的几家上市银行之一；成本收入比为24.66%，在同业中也保持优势水平。同时，工商银行在营业费用的管理方面具有明显优势，其人工成本低下，成本收入比明显低于国外几大行近50%的水平。工商银行董事长易会满和行长谷澍的税前总薪酬均为63.43万元，在A股国有控股大型上市公司中处于较低水平，和国外大行董事长及行长动辄上千万美元的年薪相比差距更大。较低的人工成本和较强的奉献精神，很好地提升了公司的净利润率和ROE等核心盈利指标，增强了工商银行的可持续发展能力。

（四）工商银行未来面临的主要挑战及可能的应对措施

1. *宏观经济恶化，经济增速严重下滑的风险*。我国经济经过几十年的高速发展，已进入增速较之前大幅下降的新常态发展阶段，经济结构的深层次矛盾也不断暴露，未来能否顺利跨越中等收入陷阱，再次长期保持中高速发展是一项重大挑战。目前我国经济体制改革进入了最困难的攻坚战时期，若改革不坚决、不到位，或出现重大失误，导致收入差距过大、腐败滋生、整个社会杠杆率偏高、体制严重制约创新等根本性、结构性问题得不到解决，将面临严重后果，宏观经济可能会严重恶化，经济增速也将严重下滑。若未来我国GDP增速仅有发达国家2%～3%的水平，国家将面临严峻挑战，失业率将恶性攀升，企业部门盈利能力将严重下滑乃至出现大面积亏损，一些深层次社会矛盾将剧烈爆发，届时银行业的龙头工商银行将首当其冲，面临严重的经营及盈利危机。

应对措施展望：目前我国有世界上最稳定的政府和最支持政府的民众，在中美贸易战剧烈爆发的背景下，全国上下一心，共克时艰；更有党的十九大确定的不断深化改革和加强对外开放的伟大战略，只要在改革中敢于触动深层利益，并在政治体制改革上适应经济体制改革的需求，敢于真改革，趟雷区，排除万难，充分发挥中华民族的集体智慧，未来将大概率跨越中等收入陷阱，继续长期保持中高速的经济增长，再创一个新三十年的中国经济奇迹。

2. *中美之间爆发更剧烈贸易战乃至更严重冲突的风险*。特朗普政府已经成为世界经济，特别是我国经济未来发展稳定性的重大外部威胁。我国绝不会屈服，若美国不悬崖勒马，不断升级的贸易战可能会失控，并使世界经济陷入如同20世纪30年代大萧条时期经济崩溃的边缘。届时我国经济也会严重受损，若进入经济萧条期，中美冲突在更尖锐矛盾的刺激下，存在擦枪走火甚至爆发局部战争冲突的更险

恶的风险。如此，我国金融业的龙头企业工商银行将首当其冲，受到严重损伤，甚至可能面临十多年前经营困难、不良贷款率疯狂飙涨的恶劣局面。

应对措施展望：在贸易战的威胁下，我国绝不会缔结城下之盟，损害自己的核心利益。若爆发更不可控的冲突，我国经济将面临严重损失，甚至短期衰退的风险，工商银行等国内金融巨头也会面临巨大阵痛。但贸易战也会倒逼我国更加深入地改革，更加开放，提前解决国内深层次矛盾，并在国际上寻求更多元化的合作，努力实现核心产业和核心技术的全面升级，并早日达到世界领先水平。若我国经济能坚持度过磨难，必将浴火重生，更加强大，工商银行也会成为真正的全球综合实力第一的世界大行。

3. 国内地方债及房地产市场泡沫破灭带来的巨大风险。我国企业部门的去杠杆化虽然卓有成效，但地方债仍居高不下。我国多个机构的调查数据显示，地方政府融资平台债务规模大约在30万亿～50万亿元之间。国际清算银行（BIS）认为，若将地方政府融资平台的隐性债务计入我国政府债务杠杆，我国政府债务其实在2017年已经占GDP的65%左右，达到了较高水平。更大的问题是，到目前为止地方政府隐性债务规模并没有准确数据，若地方政府债务违约集中爆发，以工商银行为首的金融机构将首当其冲，面临巨大风险。

另外，我国房地产市场泡沫巨大，2004年以来平均房价上涨速度2倍于人均收入增长速度，住房空置率也高达22.4%。房地产巨大泡沫的背后，是开发企业的盲目扩张举债和居民家庭的债务杠杆率直线上升。城市居民家庭贷款炒房，每个家庭有2～3套住房已成为普遍现象。如果未来我国房地产市场泡沫破灭，整个社会将面临严重危机，居民家庭财富将剧烈缩水甚至破产，银行也将面临巨额贷款违约损失带来的巨大风险，甚至部分实力较弱的银行将面临破产清算的恶劣局面。

应对措施展望：我国中央政府对地方政府的去杠杆化高度重视，并采取了债务置换、建立现代地方政府财务和预算制度等一系列配套措施，新成立的国家层面的金融稳定委员会也将发挥重要作用。未来地方债局部违约风险可能时有爆发，工商银行等国内银行也将面临一定损失，但地方债风险整体可控，杠杆率也将逐步下降和得到消化，并逐步步入良性循环阶段。

对于更严重的房地产市场泡沫问题，中央政府出台了众多调控措施，但地方政府对土地财政严重依赖，2018年上半年各地土地财政收入又屡创新高，在此背景下，房地产市场投机化、金融化等问题仍未能得到根本解决。2018年上半年全国房地产销售面积增长3.3%，销售额增长13.2%，说明泡沫仍在堆积。我国房地产市场某种程度上已经绑架了我国经济，我国银行业也被深度捆绑。截至2017年年底，工商银行仅个人房地产按揭贷款余额就高达3.94万亿元，目前并没有看到可使房地产市场泡沫得到平稳解决的有建设性的长效措施。美国与日本都是最好的前车之鉴，我国房地产市场的巨大泡沫如果在未来破灭，将使得我国经济面临严重的衰退危险，也会使工商银行等国内银行面临成立以来最严峻的挑战，还会使银行业的正常经营和生存受到严重威胁。房地产市场泡沫已成为我国经济以及银行业最大的潜在风险。

4. 金融衍生品创新及内部控制出现严重问题的风险。工商银行在加快金融科技创新等方面的成绩可圈可点，但创新是把双刃剑，美国次贷危机的重要诱因就是金融衍生产品的无序创新和相关监管的缺位。工商银行已成为准全牌照的综合性金融平台机构，其不断推进国际化战略，在国际金融市场的话语权也在不断提升，未来势必有更多的金融产品（包括金融衍生品）的创新。而我国的监管体制仍为央行、银保监会、证监会三巨头监管的分业监管模式，金融稳定委员会的作用有待市场检验，这对于金融产品创新交叉风险的防控、有效的穿透式监管、跨市场和跨境监管等，都提出了更大的挑战，并蕴藏着巨大的创新风险。工商银行拥有员工约45万人，2100多家境内机构和100多家境外分行，其在内部控制和分支机构的经营风险防范方面，难度日益增大，若内部控制出现严重漏洞，将给其带来巨大的损失。

应对措施展望：工商银行资产负债结构较为稳健，一贯重视公司内部治理的规范和风控能力的加强。同时，工商银行作为大而不能倒的系统重要性银行，即使出现因重大的金融衍生品创新或内部控制出现严重漏洞而面临的风险，也具有较大的回旋余地，并将获得国家的大力支持，虽然会面临巨大阵痛，但不会影响其长期发展。

（五）工商银行的内在价值分析——真实收益现金流估值模型

在前文对工商银行相关分析的基础上，以其2017年度财务数据为基准，采用真实收益现金流估

值模型对其内在价值进行分析。该模型具体的计算方法和原理，参见《真实收益现金流估值模型的理论探析及应用——以万科2014年财务数据为基准》[1]，本文中仅列出了计算要点，该模型在《中国平安全混业金融模式的优势与风险探讨——基于财务及企业价值分析》[2]中得到了验证。运用该模型计算出的中国平安的内在价值为最低47.62元/股，对比2017年2月17日的股价36.32元/股，有31%的上升空间。截至2018年7月17日，经历市场大跌后，中国平安股价仍为58元/股，充分说明了该模型实际应用的有效性。本文根据银行业的具体特征，对该估值模型进行了微调。

1. 估值模型。

$$V=\sum_{i=1}^{n}\frac{TEATC_i}{(1+K)^i} \quad (1)$$

其中，V为公司内在价值，TEATC为真实收益现金流，K为复合折现率，i为年份，n→+∞ 。

TEATC=EAT+C1−C2 （2）

其中：EAT为公司税后净利润；C1=近3年平均固定资产折旧费用+近3年平均无形资产折旧+近3年平均长期待摊费用摊销+近3年平均其他资产摊销费用；C2=近3年的平均资本化支出。

K=K1+K2+K3 （3）

其中：K1为近5年长期国债利率的平均值；K2为预期未来5～10年的平均通货膨胀率（CPI）；K3为预期未来公司的风险溢价。

2. 参数确定。

（1）$TEATC_0$的确定。工商银行2017年度净利润为2874.51亿元，扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润为2839.63亿元，本文按照谨慎性原则选取后者，即EAT=2839.63（亿元）。工商银行2015～2017年的折旧费用分别为170.22亿元、186.94亿元、169.76亿元，年均为175.64亿元；2015～2017年的资产摊销费用分别为30.50亿元、31.26亿元、33.68亿元，年均为31.81亿元，则C1=175.64+31.81=207.45（亿元）。根据年报数据计算可得，工商银行2015～2017年资本性支出分别为336.85亿元、528.47亿元、531.35亿元，年均为465.56亿元，即C2=465.56（亿元）。根据公式（2），可得：

$TEATC_0$=2839.63+207.45−465.56=2581.52（亿元）

（2）未来11年TEATC的确定。根据前文对工商银行的分析，本文预测未来工商银行的真实盈利增速分为两个阶段。第一阶段：未来1～10年，工商银行的盈利增速为年均3%，即g1=3%。第二阶段：10年之后，即从第11年起，工商银行的盈利年均增速为0，即g2=0。根据公式（2）计算可得，未来第1～11年的TEATC分别为（单位：亿元）：2658.97、2738.74、2820.90、2905.52、2992.69、3082.47、3174.94、3270.19、3368.30、3469.35、3469.35。

（3）复合折现率K的确定。2013～2017年我国5年期国债利率分别为5.41%、5.41%、5.32%、4.42%、4.17%，其均值为4.95%，即K1=4.95%。同理可得2013～2017年我国国内CPI分别为2.6%、2%、1.4%、2%、1.5%，其均值为1.9%，即K2=1.9%。工商银行未来虽然很有可能进一步做大做强，但也面临着很大的风险，包括国内外突发严重金融危机的风险、国内地方债处理不当的风险、国内房地产市场泡沫破灭造成的巨大损害等。因此，对于工商银行未来面临的风险溢价，需充分并更高估计，确定风险溢价为4%，即K3=4%。根据公式（3），可得：

K=4.95%+1.9%+4%=10.85%

3. 估值计算。根据公式（1）和以上各参数的计算结果，运用EXCEL软件计算可得，工商银行的内在价值V=29036.60（亿元）。工商银行的总股本为3564.0625亿股，可得其每股内在价值为8.15元。2018年7月17日，工商银行股价为5.23元/股，股价具有56%的上涨空间。工商银行2017年扣除非经常性损益后的每股收益为0.78元，按此标准，对应的PE（市盈率）为10.45倍，PB（市净率）为1.39倍。

（六）工商银行的内在价值分析——其他估值方法

1. PE比较法。目前国内银行业的平均PE为6.51倍，对照国际标准，选择美国最有代表性的3家大银行，截至2018年7月17日，摩根大通的PE为14.41倍，美国银行的PE为14.79倍，富国银行的PE为14.05倍，3家银行PE的平均值为14.42倍。

按照工商银行2017年年底的净利润2839.63亿元，采用14.42倍PE，则估值高达40919.079亿元。考虑到美股现在可能存在一定泡沫，我国经济未来也可能面临更大的不确定性，按美国3家银行的平均PE折让30%，即10.09倍PE进行谨慎保守的计算，估值为31462.10亿元，按总股本3564.0625亿股计算，则每股股价为8.83元，略高于用真实收益现金流估值模型的计算结果。

2. PB比较法。目前国内银行业的平均PB为0.94倍，工商银行为0.93倍，略低于行业平均水平。

仍然选择上述3家美国银行为参照，截至2018年7月17日，摩根大通的PB为1.46倍，美国银行的PB为1.16倍，富国银行的PB1.34倍，3家银行PB的平均值为1.32倍。

工商银行2018年第一季度末的净资产为21849.05亿元，按1.32倍PE计算，其内在价值应为28848.75亿元，按总股本为3564.0625亿股计算，得到每股股价为8.09元，稍低于按真实收益现金流估值模型的计算结果。本文认为工商银行的PB应和美国3家代表性银行保持基本一致的水准，若采取谨慎保守的原则，在美国3家大银行PB均值1.32的基础上进行10%的折让，则工行的PB为1.19倍。

三、研究结论和相关建议

（一）研究结论

本文运用三种估值模型，得出了比较一致的结论。按照真实收益现金流估值模型，计算得出工商银行每股内在价值为8.15元，对应的PE为10.45倍，对应的PB为1.39倍。按照PE比较法，得出工商银行每股内在价值为8.83元，对应PE为10.09倍。按照PB比较法，得出工商银行每股内在价值为8.09元，对应PB为1.32倍。若略去小数点部分，工商银行每股的内在价值为8～9元，其估值中枢为10～11倍PE，或1.2～1.3倍PB。

工商银行在国有五大行中具有典型代表性，鉴于其他四大行都是绝对国有控股，在业务模式、股权结构、风控能力等方面都和工商银行具有极强的相似性，本文推论得出建设银行、中国银行、农业银行、交通银行应具有和工商银行基本一致的估值中枢。

上市银行中以民生银行、招商银行等为代表的股份制银行，具有更灵活的经营机制、更多元的股东结构，社会责任等负担也较小，综合判断，其估值具有更大的提升空间；但其规模相对较小，受国家扶持力度也较小，抗风险能力相对较弱，其未来发展的不确定性也较大。以民生银行为例，截至2018年7月17日，其股价为5.61元/股，PE为3.95倍，PB为0.51倍，亦处于严重的价值低估状态。

可见，股份制银行未来具有更大的盈利上升空间，但也具有发生更大损失的不确定性。在工商银行等五大行估值的基础上，上下浮动20%，对其进行估值，认为以民生银行等为代表的股份制银行，其估值中枢为8～13倍PE，或1～1.5倍PB。

综上，工行银行等国有五大行的估值中枢为10～11倍PE，或1.2～1.3倍PB；民生银行等股份制银行的估值中枢为8～13倍PE，或1～1.5倍PB。

对照目前国内资本市场给予的估值水平，以工商银行为代表的五大国有银行，以及以民生银行、招商银行为代表的股份制银行，均处于价值严重低估状态。近期市场的严重杀跌，是市场恐慌情绪和非理性行为的典型反应。

（二）相关建议

一个能反映上市公司真实内在价值水平的资本市场，才是健康而强大的资本市场，才能更好地为企业融资服务，更好地助力我国制造业升级改造、不断创新，才能使投资者获得良好的投资回报，并具有更强的消费能力。一个健康而强大的资本市场也是我国成为世界金融强国、打好贸易战的重要保障。为了溯本正源，树立正确投资理念，维护我国资本市场的健康发展，使我国以银行业上市公司为代表的蓝筹股的投资价值得到市场的认可和真实体现，为我国成为世界金融强国更好地助力，本文从以下三个方面提出了相关建议：

1. 个人投资者方面。

（1）必须牢固树立价值投资的正确理念。个人投资者不盲目追风、不杀跌，采取长期持有的投资理念，并积极投资以工商银行为代表的蓝筹股，以真正分享我国经济未来仍将高速发展的巨大红利。

（2）谨慎使用财务杠杆进行股票投资，并努力降低居民家庭财富的杠杆率。由于房地产市场泡沫带来的负面影响，炒房在某种程度上已成为普遍行为，众多城市家庭采取高杠杆的方式进行房产投机。受此模式的影响，在股票投资方面，很多个人投资者也倾向于在牛市时采用高杠杆的模式以博取更高的收益。2015年的股灾就是高杠杆风险严重危害的最惨痛教训。应加强投资者教育，并用法规约束证券公司等融资机构更加自律，使个人投资者充分意识到融资融券等杠杆业务潜在的巨大风险，并严禁非法杠杆业务的无序滋生。同时，配合国家的去杠杆化战略，居民家庭也应主动降低家庭财富的杠杆率，努力使家庭财富的杠杆率不超过30%，从而更安全地享受我国经济发展的红利。

2. 银行业上市公司方面。

（1）加大股票回购力度。目前以工商银行为代表的国内银行股处于全面严重超跌状态，民生银行的PB更是只有0.51倍，正是股票回购的最好时机。工商银行等银行业上市公司应公布具体的回购计划，

金额要大，并迅速执行。以极低的价格回购股票，可大大增加剩余每股的内在价值，同时也可向市场传递本公司股票被严重低估的强烈信息，促进股价上涨，恢复市场信心。同时，工商银行等银行业上市公司还可以把回购的股票用于股权激励和混合所有制改革等，以提升员工的凝聚力和公司的治理水平。

（2）加强风控能力以提振投资者信心。在创新业务上，工商银行等银行业上市公司必须吸取美国次贷危机的相关教训，风控工作必须深入到位。同时，必须重视地方债和房地产泡沫破灭等重大金融风险隐患可能带来的冲击，未雨绸缪，提高公司的风险应对能力，进而提升投资者对银行业资产质量的信心。

（3）加强投资者沟通。以工商银行为代表的国有大行，仍存在一定的商业银行行政化、官僚化的倾向，如工商银行的董事长和行长等领导仍有明确的行政级别，服务意义不强，导致工商银行相关部门在与中小投资者沟通方面较为欠缺。市场对银行业估值很低，丧失信心，不敢买入的重要原因就是，对以工商银行为代表的银行业公司信息披露的质量存疑，对其资产质量是否存在严重恶化的可能性存在疑虑，对其风险披露是否充分也持怀疑态度。这和国内银行业普遍不重视与中小投资者的沟通有很大关系，只有更公开、透明地披露真实信息，更平等、深入、全面、充分地沟通，才能打消投资者的顾虑，让中小投资者放心投资。股价的提升有利于国有资产增值保值，有利于提升我国金融行业的全球美誉度和更好地实施“走出去”战略，所以重视并加强投资者沟通，是工商银行领导团体的重要责任。

3. 政府及监管机构方面。

（1）做好投资者保护工作。必须深化资本市场改革，真正把投资者保护工作落到实处，并做好相关配套制度的建设工作，包括集体诉讼制度、投资者赔偿机制等法制建设。真正实行严格、规范、公平的退市制度，做到投资者投资责任自负。只有把中小投资者保护落到实处，才能充分抵消中美贸易战等外部威胁对资本市场的巨大负面影响，使投资者放心投资、大胆投资。

（2）给予企业更大幅度的减税优惠。特朗普政府的巨额减税措施，给全世界其他国家带来了巨大的冲击，也大大提升了美国企业的全球竞争力。目前我国政府虽采取了持续的减税措施，但宏观税负仍居高不下，2017年为33.8%，2018年上半年财政收入保持平稳较快增长，宏观税负将进一步加重。这说明国内企业整体税负仍然过重，且严重抑制了国内居民家庭消费能力的提升。必须采取真正有力度的减税措施，对企业让利，以增强国内企业的盈利能力，使其具有更强的实力和更大的空间应对中美贸易战等外部威胁带来的严重冲击。企业盈利能力的整体提升，也可以大大提高银行业的资产质量，全面提升我国企业包括银行业的长期投资价值。

（3）对个人投资者在税收方面给予更大优惠。目前我国对上市公司红利税实行了个税减免，对持股1年以上的投资者暂时免征红利个人所得税，此政策应长期执行。同时，应参照美国401K等养老基金计划，鼓励我国企业普遍建立企业年金制度，并给予更大的政策和税收优惠。对于企业投入的资金，给予大幅的企业所得税减免优惠；对于个人投入部分，以家庭为单位，在个税征收环节给予更高的抵扣额优惠，以鼓励企业年金的建立。并规定企业年金等基金的股票投资的最低比例限额，鼓励其长期投资以工商银行为代表的国内蓝筹股，使得我国居民家庭养老以资本市场为媒介，充分享受我国经济未来继续高速发展的红利。

（4）完善其他资本市场重要制度。必须全面完善资本市场的各项制度，一切以有利于培育合格的投资者为出发点。要降低投资者的准入门槛，如对合规、成熟、投资年限达标的个人投资者，将港股通50万元的个人资产最低要求降低至30万元。并逐步扩大乃至取消国内的涨跌停制度，近期建议逐步扩大涨跌停幅度至15%～20%。对于T+1制度也建议改为国际通行的T+0制度，使个人投资者能真正为自己的投资行为负责，培育真正独立、专业的投资者。唯有如此，更多理性、专业的投资者才敢投资、能投资以工商银行为代表的国内优质蓝筹股。

主要参考文献：

[1] 张海报. 真实收益现金流估值模型的理论探析及应用——以万科2014年财务数据为基准[J]. 财会月刊，2016(10)：74～77.

[2] 张海报. 中国平安全混业金融模式的优势与风险探讨——基于财务及企业价值分析[J]. 财会月刊，2017(13)：72～79.

作者单位：1.武汉工商学院管理学院，武汉430065；2.湖北商务服务发展研究中心，武汉430065