

大泡沫之后:台股经验对A股的启示

陈嘉禾 谷永涛

熟悉资本市场历史的人都知道,中国台湾地区股市在 1989 年的大泡沫是人类历史上有名的股市泡沫之一。彼时,台股整体估值达到约 70 倍市盈率,7 倍市净率,堪比 A 股 2007 年大泡沫的估值,而两者之后的泡沫破裂历程也极为相似。

如果说台股的大泡沫历程为 A 股大泡沫提供了优良的历史案例,那么,大泡沫之后的台股走势又有哪些值得我们借鉴的呢?

整体30倍PE仍然可期

A 股在 2007 年以后的漫漫熊途让投资者谈股色变,目前上证综指的市盈率、市净率分别只有 9.3 倍、1.3 倍,沪深 300 指数则分别为 11.3 倍、1.66 倍,许多投资者也认为 A 股市场的估值也许会长期停留在这一水平上:恰如他们在 2007 年认为 A 股的估值将长期保持在 50 倍左右市盈率一样。

但是,台股在 1989 年以后的平均估值表现却高于当前 A 股的估值水平。在 1989 年大泡沫以后,台湾加权指数的市盈率 (PE) 估值在 1990 年触及 16 倍市盈率以后便持续在此水平以上运行。整个上世纪 90 年代台股主板指数的估值中枢在 25 倍 PE 左右,其中最高在 1997 年亚洲金融危机之前达到约 42 倍市盈率。

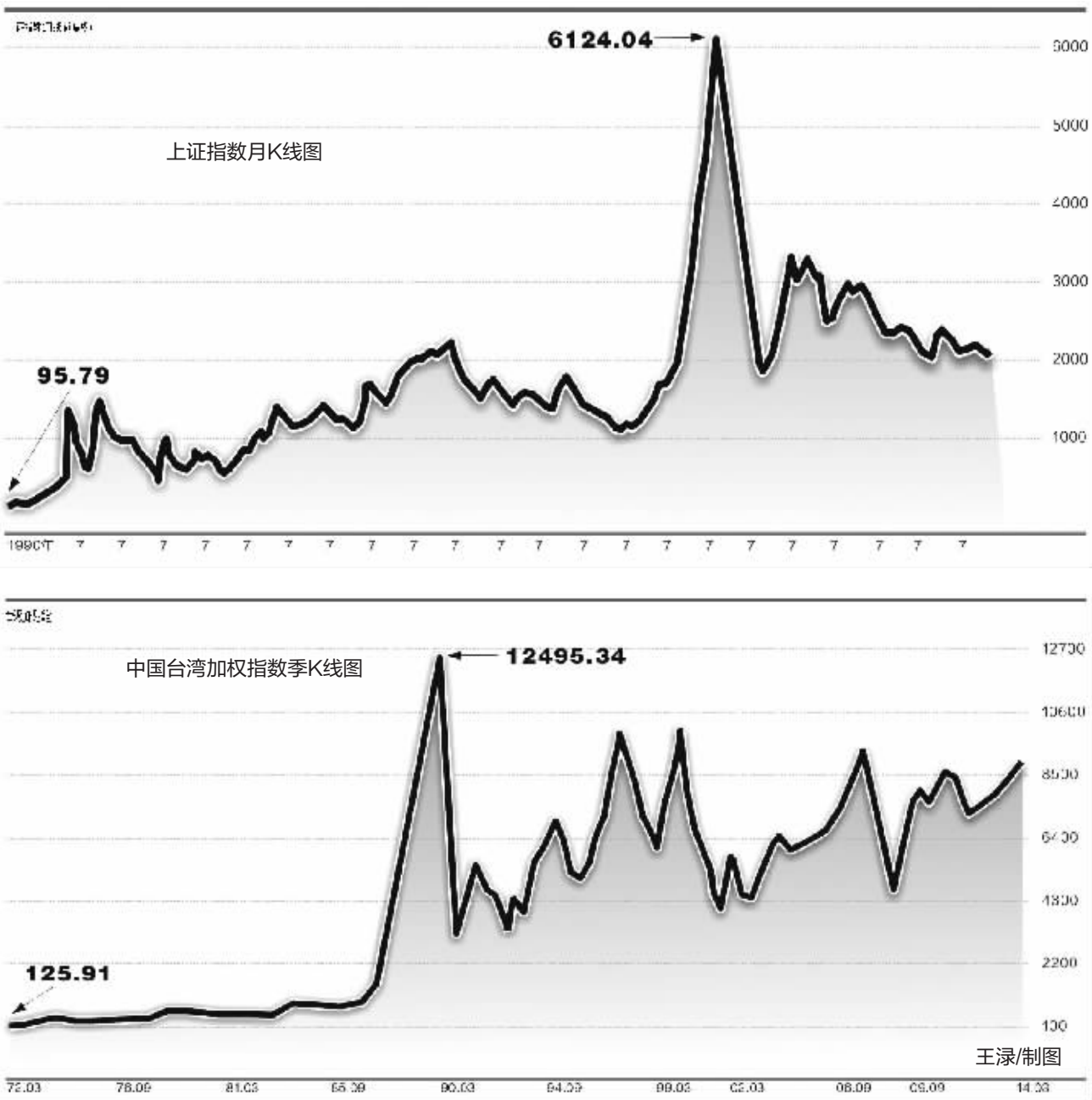
直到 2000 年科技股泡沫破裂,台股的市盈率才下降至最低点约 12 倍市盈率,打破了 1990 年的低点。之后 14 年至今的台股估值中枢随着台湾地区经济增长速度的低位企稳,达到约 17 倍市盈率的水平,其中最低在 2008 年次贷危机以后达到约 9 倍,与当前上证综指相当。目前,台湾加权指数的市盈率估值为 19 倍。

由此可见,尽管台湾地区经济在 1989 年以后经历了潜在经济增长速度下行、1996 年至 2006 年房地产市场停滞、1997 年亚洲金融危机、2000 年科技股泡沫破裂 (这对以科技产业为支柱的台湾地区经济打击巨大)、2007 年次贷危机等一系列问题,但是其股市的估值中枢仍然远高于 A 股当前主板指数的估值水平。

蓝筹股盈利能力更强

目前,A 股上证 50 指数的净资产收益率 (ROE) 为 15.9%,沪深 300 指数为 14.7%,而中证 500 指数为 8.0%,中小板指数为 8.4%。当投资者质疑这种蓝筹股的盈利能力优势是否能持续的时候,台股过去 5 年的数据显示,在台湾地区市场,蓝筹股的盈利能力也显著强于小公司。

我们选取了台湾 50 指数和 MSCI 台湾小盘股指数在 2008 年以后的数



据进行对比 (2008 年以前小盘股指数的基本面数据无法获得),结果显示,两者 ROE 的运行区间基本一致,这显示蓝筹股和小公司的盈利能力都同样受经济周期影响。但是,蓝筹股的 ROE 在这 5 年中的运行区间为 6.2%至 16.4%,显著高于小公司的 -1.6%至 10.1%。

与之相对,台湾 50 指数的市净率 (PB) 估值在这一区间内的中值为 2.0 倍,显著高于小盘股指数的 1.3 倍。这种估值格局告诉我们,当前 A 股蓝筹股 ROE 更高,但是估值反而更低的情况,很可能是市场先生所犯的又一次错误。

科技股并未被高估

电子科技行业为中国台湾地区经济支柱,这在其上市公司中得到较充分体现。在全球行业分类标准 (GICS) 分类下,电子设备和仪器、电子元件、电子制造服务、技术产品经销商、半导体设备、半导体产品等 6 个行业的市

台湾地区市场电子科技类上市公司与全市场比较						
	占全体市场市值百分比	PE	PB	股息率	RoA	RoE
电子设备和仪器	1.1%	37.1	2.4	2.4%	4.4%	6.5%
电子元件	7.6%	-35.9	1.5	2.3%	-2.1%	-4.2%
电子制造服务	5.4%	13.4	1.5	1.5%	4.4%	11.2%
技术产品经销商	1.3%	13.6	1.6	5.0%	5.9%	11.4%
半导体设备	1.2%	-32.6	2.4	1.3%	-4.0%	-7.3%
半导体产品	25.7%	36.9	2.7	2.4%	4.7%	7.2%
重点电子科技行业中值	3.4%	13.5	2.0	2.3%	4.4%	6.9%
GICS所有行业均值	100.0%	21.8	1.7	2.6%	4.4%	7.7%

值占拥有 154 个 GICS 分类下子行业的台湾地区股市市值的 42.4%,其中仅半导体产品一个行业即拥有 214 家公司,市值占整体市场的 25.7%。

但是,和其它行业相比,台股的电子科技行业并不显著高估。数据显示,以上 6 个重点电子科技类行业的 PE 估值中值为 13.5 倍,PB 为 1.7 倍,而且整体 154 个 GICS 分类下的子行业估值中值分别为 21.8 倍、1.7 倍,两者并无显著差别。而从盈利能力来看,两者的资产收益率

和净资产收益率也十分接近:这与当前 A 股电子科技类公司盈利能力并无超出市场的突出表现的事实是比较近似的。

从以上台股的历史经验我们可以看出,首先,当前的 A 股市场可能对蓝筹股过分悲观了,而这种悲观无疑会给投资者带来很好的投资机会。其次,A 股以科技股为代表的小公司的估值相对主板严重高估,长期投资此类公司可能会带来较大的风险。

(作者单位:信达证券)

T+0:有助于用活存量

证券时报记者 汤亚平

不知不觉,积极的股市政策正在展开。新一届中央领导集体主张市场“去行政化”是改革大方向,让市场发挥决定性的作用。这便是证监会 T+0 正在研究过程中”的大背景。而沪港通问世,使得 A 股推出 T+0 的预期再度升温。

T+0是大势所趋

一个政策在不同的历史时期需要不断地修正。业内预测,沪港通可能 6 个月内成行。而从交易制度来讲,沪港通的推出可能预示着蓝筹股 T+0 有望于年内推出。

对于上世纪 90 年代初期的 T+0 交易制度,很多老投资者用“爱恨交加”来形容。自 1995 年暂停以来,T+0 交易制度已经远离我们 19 个年头。时过境迁,当前的股票市场与 19 年前也有了很大的不同。对比目前与 19 年前的市场环境,至少在三方面有利于恢复 T+0。

一是上世纪 90 年代初期,由于绝大多数股票都是袖珍股,总股本不过数千万股,因此当时全面实施 T+0 交易制度已经离我们 19 个年头。时过境迁,当前的股票市场与 19 年前也有了很大的不同。对比目前与 19 年前的市场环境,至少在三方面有利于恢复 T+0。

二是当时买卖股票都需要到窗口排队填单,每天都要时刻盯盘,有时候去一趟厕所,回来股价就已经暴涨或暴跌。现在硬件软件、网络交易齐全,不存在技术障碍。

三是交易成本已经大幅降低,网上交易佣金已降至万分之三。普通投资者做 T+0”必须具备两个条件:一是有足够的时间看盘;二是交易佣金较低至少不高于千分之一。目前条件已经具备。

实施T+0利大于弊

证监会曾多次表示,正在研究

T+0 交易制度。在今年两会期间,上交所理事长桂敏杰表示,蓝筹股率先推出 T+0 没有制度障碍。两会前,上交所还通过官方微博发布了 2014 年各项重点工作部署,指出要做大做强做活蓝筹股市场,并且强调将完善蓝筹股交易机制的创新。

T+0 可以提高股票交易的换手率,有利于激活人气,也有利于刺激适度投机。市场长期低迷,一些蓝筹股因换手率低被剔除出沪深 300 指数,甚至有的蓝筹股成为“僵尸股”。因此,改革交易制度,吸引投资者关注蓝筹股,买入蓝筹股,具有重大意义。

如果股票买进卖出交易量飙升,坐收佣金的券商将成最大受益者。但是,我们也应该看到券商为了实行资金 T+0 支付,必须在交易所预存巨额资金。由于不掌握每天代理交易额,根本无法预测出需要预先备付的资金量;为了实现 T+0 股票交割,必须与股民实时股票结算,不能有任何差错。要实现这些都需要耗费巨大成本。

有人担心 T+0 会刺激投机,但事实上,在 T+1 时代也有很多人喜欢参与短线交易,喜好追逐短期内有可能大幅上涨的股票,这本身没有什么对与错。在香港股市也有上午急升然后下午回落的股票,但因为投资者可以及时纠正错误,能将损失控制在可以承受的水平内。对比之下,A 股市场现在还维持 T+1 制度,显然对散户不利,而对掌握大资金的机构有利。

T+0 或有门槛限制。从海外市场的实践来看,美国市场对不同账户实行不同的交易制度,信用账户总值高于 2000 美元低于 2.5 万美元,在 5 个交易日之内只有三次 T+0 的机会。应该说,A 股借鉴海外经验对 T+0 设置一定门槛与约束,比简单恢复以前曾实施过的 T+0 制度更有益,对投资者可起到更好的保护作用。

■财苑社区 | MicroBlog |

调整中把握低吸机会

申银万国证券研究所:就近期市场表现看,上证指数年线及 2100 点一线存在多空争夺,仍需震荡整固。但我们对于中长期的判断并未发生改变,调整中不必过于悲观。虽然新股发行重启窗口临近,但政策预期升温对此将形成对冲。

周三公布的一季度经济数据也存在一些亮点:1.经济运行情况好于预期。一季度的国内生产总值同比增长 7.4%,高于市场普遍预期的 7.3%。市场此前对于基本面上滑的反应已经较充分,故在数据公布后整体表现较稳定;2.调结构效果显现,经济转型仍在进行。一方面,第三产业增加值占国内生产总值的比重为 49.0%,高于第二产业 4.1 个百分点。另一方面,固定资产投资放缓,出口同比下降,而社会零售总额稳定增长,内需贡献继续提高。3.管理层最为关心的就业和居民收入增长情况较好,进一步保障社会的安定。

就具体的板块看,政策事件性驱动的炒地图行情热点分化较快,不易把握,从安全性角度出发,建议关注未被爆炒过的国企改革标的和

一季报向好的品种。总体来看,当前时点改革预期不断自我强化,市场环境中性偏暖,操作具有一定的安全性,因此建议在控制仓位的前提下,把握调整中的低吸机会。

市场谨慎情绪升温

西部证券:一季度国内生产总值 (GDP) 增长 7.4% 好于市场预期,意味着政策大幅放松的概率不大,预计短期内股指仍将在 2100 点附近盘整。

整体来看,目前经济还未能出现积极信号,而新股发行即将重启的消息使得市场的谨慎情绪升温。虽然有优先股试点、沪港通等消息的利好刺激,但在流动性趋紧和成交量难以有效放大的背景下,仅靠存量资金难以对权重板块形成持续性推动。同时宏观经济数据的疲软,也从根本上限制了蓝筹的上涨空间。

而对于中小市值品种来说,虽然前期的调整已释放了部分业绩风险,但一季报的披露将再度加剧投资者对高估值品种的业绩担忧,系统性风险的存在使得中小市值品种短期难以出现趋势性行情。

(整理 陈刚)

■财经随笔 | Essay |

对高涨的情绪说不

凯斯·桑斯坦

许多年来,我一直在研究行为经济学,包括投资者在内的普通人偶然做出的错误决定。

但是几年前,我自己做了一个相当愚蠢而又懊恼不已的投资决定。在那一天中,我“连中三元”,连续做出了至少三个典型的行为错误决定。

那是 2011 年的一天,经过 3 年的稳步上涨,股市从 2008 年金融危机中缓过劲来了。但是我紧张起来了,如果股市再来一次暴跌怎么办?当时我在联邦政府工作,有 3 个孩子需要抚养,女儿在上大学,儿子刚刚 2 岁,还有一个正在妈妈肚子里怀着。我能承受大幅度亏损吗?如果卖出股票将资金存在更安全可靠的银行,这一决定是正确的吗?

经济学家们都知道,如果你投资股市,投资指数基金是一个理性的选择。我也的确是这么做的。但是,看到基金市值的缩水,我决定卖出大部分基金份额。在我卖出基金前,我发了一

份电子邮件给理查德·泰勒,询问他的意见。他是一个著名的行为经济学家,是我的一本书《轻推一把:改进关于健康、财富与快乐的决定》的合著者。他回答说:“你再读一遍我们的书!”

我大致知道他的意思了,但是还有点不明确 (我们的那本书太厚了)。于是我按原计划卖出了大部分基金份额。泰勒得知这一消息后,大叫起来:“天哪,我提到我们那本书的意思是你不应该那样做!”

现在,那只基金从我卖出之日起已上涨了约 66%。看起来似乎泰勒是对的。事实上,当时我脑海中有个声音在说,我做出的决定可能太草率了。

我成了行为错误的一个受害者,犯的第一种典型错误是“可得性偏差”。行为科学家们发现,如果最近发生过某件事,它会被认为是易获得的,人们会倾向于放大未来这件事情发生的可能性。

可得性偏差不是完全非理性的,但它会让人犯大错。股市的确在 2008 年出现了暴跌,但不会经常出现,2011

年我不应该太多考虑股市再次出现暴跌的风险。

我犯的第二個典型错误是“损失厌恶”。人们倾向于讨厌在目前的状况下出现损失,实际上,他们厌恶损失远远超过了喜爱盈利的程度。如果你突然亏损 1 万美元,你会觉得很沮丧,而且沮丧程度远远超过了你突然盈利 1 万美元的高兴劲。

我犯的第三个典型错误是“基础概率忽略”。人们倾向于最糟糕的事情发生,尤其是当他们情绪激动的时候,而不管这种情况真正发生的可能性。我在做出错误投资决定的时候,最糟糕的情况发生 (股市再次暴跌) 的可能性被我突然放大,基本上没注意到这种情况是否真的会出现。

行为经济学家现在对投资者容易出现的一些偏差有了详细总结。例如,处置效应,是指投资者在处置股票时,倾向卖出赚钱的股票、继续持有赔钱的股票。这意味着当投资者处于盈利状态时是风险回避者,而处于亏损状态时是风险偏好者。

此外,许多个人投资者总是太过于自信,在这一点上,男性投资者比女性表现更突出。他们由于过度自信,喜欢盲目买卖股票,认为自己掌握了魔法能赚到大钱。算了吧,股市可不是斯皮尔伯格的科幻电影。

对于大多数投资者来说,一个老生常谈而又简单的建议是:分散投资,投资包括低成本的偏股型指数基金;定期投,达到分散风险的目的;保留必要的现金;稳定持有,留下更多时间做做体育运动吧。

如果你被激烈的情绪控制了,应该想想怎样转移注意力,对高涨的情绪说“不”。

(翻译:李辉)

作者介绍:凯斯·桑斯坦是哈佛大学法学院教授,是行为经济学的开拓者之一,曾任白宫信息与监查事务办公室主任,与美国经济学家、行为金融学奠基者、芝加哥大学布斯商学院教授理查德·泰勒合著《轻推一把:改进关于健康、财富与快乐的决定》。

订阅《百姓投资》微信

最新鲜的资讯 最及时的动态
最深入的前瞻 最实用的工具

《百姓投资》是由证券时报市场新闻部汇集众多知名财经记者和金融专业人士精心打造的财富资讯平台,致力于成为您身边触手可及的从业宝典和投资秘籍,欢迎订阅分享!

订阅与分享:

- 1、打开微信通讯录,点击右上角“添加”按钮,然后搜索号码“haixing_touzi”,点击关注即可;
- 2、您还可以通过扫描二维码订阅;
- 3、点击右上角,可发送给朋友或者分享到朋友圈;
- 4、如果不好,请告诉我;如果不错,请推荐给您的朋友。