

资本市场服务高质量发展③

□ 本报记者 李华林

探索建立中国特色估值体系

证监会召开2023年系统工作会议提出

深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能

截至2月14日收盘

A股共有国有上市公司（包括央企国资控股、省属国资控股、地市级国资控股以及其他国有四类）

1405家

其中

有499家上市公司
市盈率低于13倍，
占比约为

36%

力差、存在失管失控风险的业务要灵活调整退出，进一步聚焦主业和优势领域；此外，国有企业还需有前瞻意识，加强储备上市资源，孵化更多有发展潜力的优质资源对接资本市场。

“估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度。”易会满此前表示，上市公司尤其是国有上市公司，一方面要“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值，这也是提高上市公司质量的应有之义。

中介机构应更有作为

专家认为，建立好中国特色估值体系，应充分发挥出机构投资者、中介机构等的积极作用。

“近年来，A股市场投资者结构正在发生积极变化，机构投资者持股和交易占比稳步上升。但需注意的是，当前A股个人投资者数量已超过2亿，个人投资者的交易占比仍在60%左右。”李求索表示，A股市场估值波动区间较大、市场价值发现功能尚未得到更好发挥，国有上市公司估值被长期低估等，与投资者结构特征不无关联。从全球看，资本市场投资者机构化是一个大趋势。未来要重视和培养机构投资者尤其是中长期机构投资者，吸引中长期资金入市，鼓励培养价值投资者、长期投资理念。同时也需注意保护个人投资者利益，加强对个人投资者专业知识和技能的培养等。

作为资本市场的重要参与主体，券商等中介机构也应积极主动作为。秦培景表示，对于券商而言，应着重甄别和支持更多符合中国特色的优质公司，助力其在资本市场获得融资，并积极挖掘已上市企业潜在的资本运作需求，如再融资、股份回购、股权激励等，助力其估值提升。同时，应积极拓展基金投顾业务，拥抱未来资管市场大趋势，将更多零



陶然论金

近年来，我国商业银行资产结构发生较大变化，在风险分类实践中面临诸多新情况和难题。例如，以往主要对商业银行信贷资产进行分类，而当前信贷资产在银行总资产的占比逐年下降，因此需要新的分类办法，对所有承担信用风险的金融资产进行识别评估。

行业出现新变化，需要相应的监管办法及时跟上。银保监会、人民银行近日发布的《商业银行金融资产风险分类办法》正是在这一背景下出台的。《办法》将风险分类对象由贷款扩展至承担信用风险的全部金融资产，进一步厘清了金融资产五级分类与会计处理的关系，并明确已发生信用减值的资产为不良资产。

一直以来，完善的风险分类制度都是有效防控银行信用风险的前提和基础。1998年，人民银行出台《贷款风险分类指导原则》，提出五级分类概念；2007年，原银监会发布《贷款风险分类指引》进一步明确五级分类监管要求。

此次《办法》在归纳总结原有监管办法和实践经验的基础上，将金融资产按照风险程度分为五类，分别为正常类、关注类、次级类、可疑类、损失类，后三类合称不良资产。根据新规，商业银行对投资的资产管理产品或资产证券化产品进行风险分类时，应穿透至基础资产，并按照基础资产风险状况进行风险分类。

这份业内认为“最严”银行金融资产风险分类标准出台，无疑有利于推进商业银行做实金融资产风险分类，准确识别风险水平，也有利于监管机构全面掌握各类资产的信用风险并有针对性地加强信用风险防控，更好地促进商业银行稳健经营，提升服务实体经济水平。

商业银行作为我国金融业的中流砥柱，确保其稳健经营意义重大。银保监会统计数据显示，截至2022年末，我国银行业金融机构总资产接近380万亿元。商业银行金融资产质量整体处于良好水平。与此同时，随着近年来金融技术突飞猛进，金融创新层出不穷，监管短板也日益凸显。目前，我国银行业监管相关法律法规不全面、不完善，制度建设相对滞后，不能很好适应金融业快速发展的实际需要。此次《办法》出台后，相关配套制度也需尽快推出，如银保监会目前正在研究的针对所有不良资产的风险缓释手段等。

守住金融安全是底线。“最严”的监管办法在执行过程中更不能打折扣。根据监管要求，商业银行应按照《办法》规定，在持续稳健经营前提下，制订科学合理的工作计划，全面排查金融资产风险分类管理中存在的问题，尽快整改到位。商业银行要按照新的监管要求，建立健全风险分类治理架构，完善风险分类管理制度，优化信息系统功能，加强监测分析和信息披露，切实提升风险分类管理水平。

本版编辑 于泳 王宝会 美编 高妍

探索建立中国特色估值体系，已成为当前及今后一段时期资本市场的一项重要课题。近日，证监会召开2023年系统工作会议提出，深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。

什么是中国特色估值体系？其对于建设中国特色现代资本市场、推进中国式现代化有什么重要意义？应如何进行探索建立？记者采访了专家学者。

引导资源更高效配置

具有中国特色的估值体系，“特”在何处？去年11月份，证监会主席易会满在金融街论坛年会上首次提出“中国特色的估值体系”概念。他表示，要深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。

在华西证券研究所副所长、首席策略分析师李立峰看来，中国特色的估值体系是契合“中国式现代化”特征的估值体系。资本市场发挥着资源配置枢纽功能，具有中国特色的估值体系将服务于中国式现代化之路，引导资源更高效配置。具体而言，一是突出人民性，对惠及更多人民群众利益的、利于共享发展的商业模式和商业行为给予价值认可；二是强调协调可持续，突出对绿色、可持续发展领域的支持；三是支持安全与发展，向能更好融入国家安全大局、融入现代化产业体系建设的领域和环节倾斜更多资源要素。

建立具有中国特色的估值体系，推动提升估值定价科学性有效性是关键一环，当前的估值模型或面临重塑。“传统的估值模型分子端重视财务因子，尤其关注利润、现金流等变量的变化，简单套用难以反映出我国市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素。”李立峰表示，新估值体系需摒弃单一的利润价值取向，结合多个因素综合定价。比如，要纳入ESG要素，强化环境、社会责任和公司治理要素在估值体系中的权重，引导市场参与主体在投资决策、公司经营、业务流程中积极践行新发展理念，重视企业社会价值；要关注政策导向，重视政策支持对企业基本面的长期影响，对处于不同行业、不同生命周期、不同环节的企业采用多样化估值方式等。

“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥，这在我国资本市场是重要且现实的问题。”中金公司研究部策略分析师、董事总经理李求索表示，目前我国资本市场存在多种所有制经济并存、覆盖全部行业大类、大中小企业共同发展的上市公司结构的特征。同时，尽管近年来A股国际化程度有所提升，但国内资金仍然主导

市场定价，A股估值更多由内部基本面预期变化、流动性和风险溢价等因素决定，因此，应逐步构建适应我国产业结构、市场发展特征的估值逻辑。

事实上，全球市场的估值体系也正在重建之中。华泰证券研究所副所长、总量研究负责人张继强表示，海外经济已从之前的低增长、低通胀、低利率、高杠杆进入到高通胀、高利率、高杠杆、低增长阶段，美联储加息、利率上行引发全球资产重新定价。同时，世界进入新的动荡变革期，在效率与安全并重的背景下，未来可能更多依靠安全性构建供应链，引发全球资金配置的再调整，这些因素或对估值定价体系产生扰动。顺应时代与政策导向变化，我国市场估值结构亦需逐步完善。

国企价值或将重估

总的来看，当前A股市场呈现出结构性估值不均衡，尤其是部分国有上市公司估值长期偏低，与其基本面形成反差。市场关注，建立中国特色估值体系，将对国有上市公司估值带来哪些影响？

根据同花顺iFinD数据显示，截至2月14日收盘，A股共有1405家国有上市公司（包括央企国资控股、省属国资控股、地市级国资控股以及其他国有四类）；其中，有499家上市公司市盈率低于13倍，占比约为36%。而业界普遍认为，市盈率低于13倍即公司价值被低估。

对于国有上市公司估值偏低的原因，李求索分析，一是由于上市国企在传统行业中占比较高，而近年来新经济表现整体好于传统经济。二是投资者对国有上市公司的账面价值认知存在一定分歧。而实际上，随着国企改革深入推进，近年来国有上市公司盈利增速和盈利能力均有较为明显的改善。

“国有企业在我国经济发展中扮演着重要角色，肩负着稳定国计民生的重任，相比非国有企业，更多集中在公用事业、环保等公益属性强、关系国民经济命脉的行业，发挥着基础保障的作用，业绩稳而不快。”张继强表示，也正因此，市场对其经营效率、应收账款质量、市场化程度等存在顾虑，使得这些板块内国企估值折价度偏高。

随着中国特色估值体系的逐步完善，未来部分国企估值或得到投资者的重新审视，长期估值中枢有望抬升。张继强分析，首先，国有资产与险资等长线资金风险收益偏好匹配度高，长线资金入市节奏加速有望带来国企价值重估。其次，国企在稳就业、稳民生等正外部性强的领域承担着重要责任，胜在长远与稳定，具备稀缺的确定性，应当具备估值溢价。此外，党的二十大报告强调，要“深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大”，未来随着国企核心竞争力的改善，其资产质量和盈利预期有望获得改善。

国有企业自身也要善作善为。中信证券首席策略分析师秦培景建议，国有企业可通过各类资本运作推动更多企业内优质资源向上市主体汇聚；对于一些业务协同弱、盈利能力

“基金E账户”APP公开试运行——

公募基金查询更便利

本报记者 马春阳

彻落实党的二十大“以人民为中心”发展思想的具体举措，也是公募基金行业的重要基础设施和重点民生工程。

相比于过去，投资者现在购买公募基金的渠道更为广泛，包括基金公司官网、银行渠道、券商渠道、基金第三方销售渠道等。但相对应的，投资者查询基金份额也只能在各个不同的平台进行，这就带来了一定的“麻烦”，投资者很有可能存在遗忘开户机构或持有基金资产的情况。

行业这一痛点的产生与公募基金份额登记的模式也有关。根据《证券投资基金法》，基金份额登记机构以电子介质登记的数据，是基金份额持有人权利归属的依据。而公募基金份额登记机构采取分散登记模式，基金管理人自行或委托其他服务机构办理份额登记业务。

数据显示，截至2022年底，全市场共有公募基金管理人156家，公募基金份额登记机构167家，公募基金销售机构411家，各份额登记机构账户体系相互独立，缺乏行业统一的查询渠道。

嘉实基金有关负责人对记者表示，“基金E账户”就是针对投资者分散查询的行业服务痛点，基于各份额登记机构报送至中央数据交换平台的集中备份数据，向个人投资者提供全市场公募基金账户及份额等信息的查询服务平台。可以理解成基民的“基金

账户管家”，功能非常实用，为个人投资者提供全市场公募基金账户和持仓查询的服务，方便基民的基金投资打理，有助于做账户归集，让基民的投资管理更加便捷和一目了然，还能帮助部分投资者找回被遗忘的账户资产。

该如何使用“基金E账户”APP？目前，“基金E账户”APP已在各大手机应用商店上架，投资者可以根据自身的手机品牌选择不同的品牌应用商店进行下载并安装。但目前该软件尚处于公开试运行阶段，采用注册邀请制，投资者可以获得。中金基金将做好E账户相关的业务对接工作，客服工作人员将及时做好投资者查询引导，协助投资者解决“基金E账户”使用过程中遇到的问题。

证监会表示，将督促中国结算持续做好“基金E账户”的建设运营工作，不断优化与拓展系统功能，适时正式上线，为广大公募基金投资者提供更为便捷优质的服务。

“基金E账户”APP公开试运行——

公募基金查询更便利

本报记者 马春阳

截至2022年底

全市场共有公募基金管理人

156家

公募基金份额登记机构

167家

公募基金销售机构

411家

投资者购买公募基金的渠道主要包括

基金公司官网、银行渠道、券商渠道、基金第三方销售渠道等

近日，证监会同意中国结算启动公募基金账户份额信息统一查询平台暨“基金E账户”公开试运行。“基金E账户”APP已在各大手机应用商店上架，试运行期间投资者可通过持有基金的基金管理人获取邀请码进行注册使用。

“基金E账户”APP是中国结算经中国证监会批准开发建设的公募基金行业门户网站应用，可为投资者提供全市场公募基金产品场外份额持有情况的一站式查询。投资者可以通过“基金E账户”方便、快捷地掌握自己通过全市场各销售渠道购买的各基金管理人

旗下公募基金产品场外份额的持有情况，全面提升查询效率。

具体来看，投资者通过“基金E账户”查询到的信息包括：在全市场各公募基金管理人处开立的基金账户信息、在公募基金销售机构处开立的交易账户信息、投资者持有的包括公募基金证券投资基金以及证券公司设立管理的投资者人数不受200人限制的集合资产管理计划等产品的场外份额持有情况。

业内人士表示，“基金E账户”解决了投资者分散查询的行业服务痛点，是证监会贯