夯实基础，立足长远，积极备战新一轮估值驱动型牛市

A股市场 2006 年中期投资策略报告

招商证券 2006 年 6 月 8 日

一、从“人口红利”看中国经济繁荣

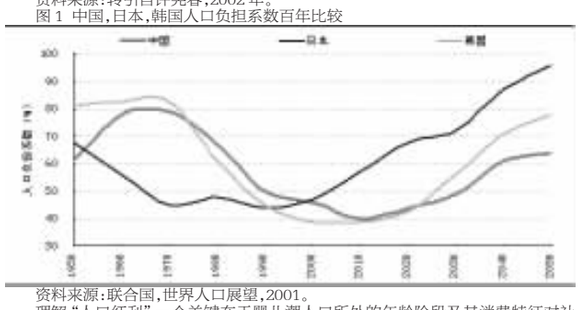
“人口红利”指在一个国家劳动年龄人口最富余的阶段，经济将获得额外的增长源泉。上世纪七、八十年代，以日本、韩国、新加坡、中国的台湾和香港地区为核心的东亚创造了经济增长的奇迹。从人口学角度看，“人口红利”是东亚经济增长奇迹的重要原因之一。统计数据表明，东亚各国和地区经济高速增长时期也是总人口负担系数（指 0–14 岁和 65 岁及以上人口之和占 15–64 岁人口的比重）快速下降的时期。总人口“中间大，两头小”的结构，使得劳动力供给充足，储蓄率高，而且社会保障支出负担较轻，成为经济发展的黄金时期。有观点认为，在东亚超常规的经济增长中，劳动年龄人口比重中这一有利人口因素的贡献比率高达三分之一到二分之一。

表 1 东亚各国和地区经济高速增长期比较

国家或地区	高速增长期	高速增长年数	GDP增长率（%）	高速增长后期	GDP增长率（%）
中国	1978－2000	22	9.52		
日本	1955－1973	18	9.22	1973–2000	2.81
韩国	1962－1991	29	8.48	1991–2000	5.76
新加坡	1965－1984	19	9.86	1984–2000	7.18
台湾地区	1962－1987	25	9.48	1987–2000	6.59
香港地区	1968－1988	20	8.69	1988–2000	4.14

资料来源：转引自许宪春，2002 年。

图 1 中国，日本，韩国人口负担系数百年比较



资料来源：联合国，世界人口展望，2001。

理解“人口红利”一个关键在于婴儿潮人口所处的年龄阶段及其消费特征对社会经济的影响。二战后世界各国普遍产生了一次婴儿潮，这批人口的成长往往构成社会经济发展的主旋律，不论是其进入职场、创新、购买房产、退休等事件，都将对经济增长产生重大影响。在婴儿潮人口的收入增长过程中，为满足其人均资本拥有量的持续上升，此阶段的社会往往拥有较高的储蓄率和投资率，这点在东亚各国的历史和中国的现状上都有非常明显的体现。而当婴儿潮人口达到收入和消费高峰时，强劲的需求将支持整个经济处于高度繁荣状态。下图和下表给出了美国个人的收入和支出变动状况以及主要经济活动发生的高峰年龄。

图 1 美国个人不同年龄的税前收入、税后收入和支出

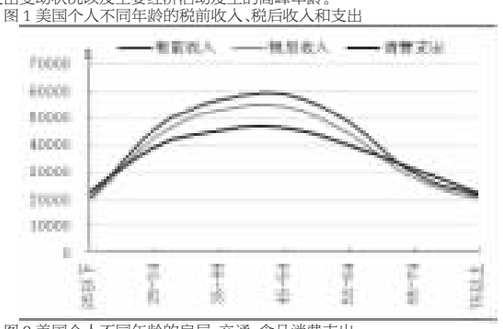
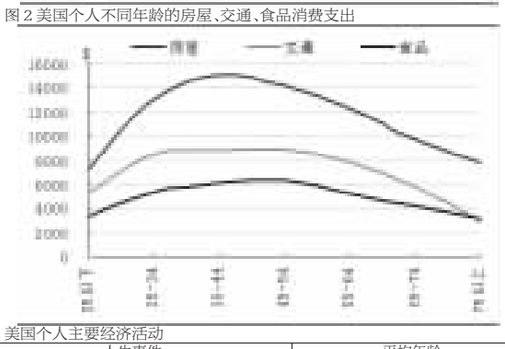


图 2 美国个人不同年龄的房屋、交通、食品消费支出



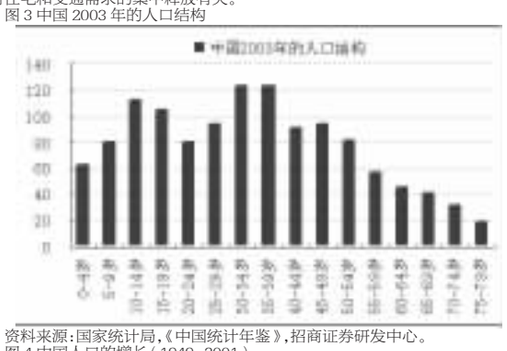
美国个人主要经济活动

人生事件	平均年龄
进入职场	20
通货膨胀（进入职场后三年）	23
创新	23
组成家庭	26
首次购屋	31
贷款高峰	32
房屋开支高峰	42
负债高峰	42
消费高峰	48
投资率高峰	54
商场何政治权利高峰	58
退休（通货紧缩）	63
净资产高峰	64
慈善行为高峰	65

资料来源：美国劳工统计局（消费支出调查，2000）；登特，《下一个大泡泡：如何在历史上最大的牛市中获利：2005–2009》；招商证券研发中心。

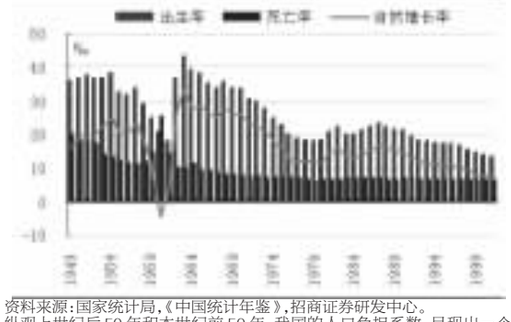
1962–1971 期间中国持续十年超过 3%的出生率制造了前所未有的婴儿潮。如果以 50 作为人口负担系数高低的一个门槛，那么中国的人口机会窗口大致是从 1990 年开始，到 2030 年结束，前后持续约 40 年。从更宽的视野看，中国在“人口红利”推动下的经济高速增长阶段正好与中国 1978 年开始的改革开放、1991 年开始的市场经济体制改革大背景相契合。婴儿潮人口进入社会与农村人口向城市转移的大趋势，为中国过去二十多年的经济增长提供了富余的劳动力，是促成中国经济高速增长的关键因素之一。高储蓄率和高投资率也与此相对应，这一人口群体 18–35 岁期间的收入将处于高速增长期，对应的是人均资本拥有量的持续提高，由此产生了对资本投入的巨大而持久的增量需求，这是理解目前中国高投资率与高投资增长率的关键。此外，在房地产、汽车等消费升级趋势拉动下的重工业化，也与婴儿潮人口对住宅和交通需求的集中释放有关。

图 3 中国 2003 年的人口结构



资料来源：国家统计局，《中国统计年鉴》，招商证券研发中心。

图 4 中国人口的增长（1949–2001）



资料来源：国家统计局，《中国统计年鉴》，招商证券研发中心。

纵观上世纪后 50 年和本世纪前 50 年，我国的人口负担系数，呈现出一个先降后升的“U”型趋势，而谷底将在今后的二十年一直保持在较低水平。2010 年前后，人口负担系数将会降到最低点，这一时点之前中国经济的高速增长具有非常有利的条件。之后人口负担系数将开始逐步上升，但仍将维持在 50%以下，这意味着“人口红利”尚未消失，不过 2020 年之后将逐步收窄。到 2030 年前后，人口负担系数回升到 50%以上，人口机会窗口将开始关闭。从劳动力增长状况也可得出类似结论。根据国内外部分学者的测算，中国的劳动年龄人口的绝对数量将在 2010 年左右稳定下来，2015 年左右达到顶峰，2022 年开始下降，总人口则将在 2030 年左右到达顶峰。

如果中国的个人主要收入与消费随年龄增长的模式与美国类似，从目前的中国人口年龄结构看，婴儿潮人口达到其收入与消费高峰的阶段预计将在 2010–2015 年左右（对应约 46–50 岁）。这将对经济增长产生显著的影响，其中最重要的一点是消费将逐渐取代投资成为经济增长的主要拉动力。随着婴儿潮人口的收入增长速度放缓，整个社会对资本积累的需求将会逐步放缓，而当这一人口群体逐步进入其消费高峰阶段后，消费对经济的拉动作用将日益增强。在强劲的内生性消费需求拉动下，未来五到十年可能成为中国经济高速增长的黄金时期。

我们还可以具体讨论一些消费类行业的前景。假如中国人口房屋支出高峰如美国一样约在 42 岁左右达到，意味着房地产市场的强劲需求将持续 5 年以上。交通支出的高峰将一直持续到 55 岁左右，意味着对汽车的需求仍将持续上升。乘用车子行业在经历了 2003 年开始第一次增长高峰后，因婴儿潮人口达到其消费高峰而可能迎来第二次增长高峰。而美国历史上二十年代后期的第二次汽车增长高峰阶段中，经过行业整合后的主流产商大多迎来其盈利和股价的新高峰。类似的还有手机行业，在经历长期调整后也有机会迎来第二春。

食品饮料、零售、旅游、传媒等非周期性消费品行业将是最直接的受益者，消费高峰到来将使这些行业获得更加明确的长期高速成长的趋势。例如，休闲旅游支出的高峰大约在 45–54 之间，旅游行业的爆发性增长将指日可待；旺盛的需求将推动景区票价的持续上涨，这一行业将获得与经济长期增速相当的永续增长率，这将直接推动景区上市公司的价值重估；如果景区容量限制可以因中国休假制度变动而突破的话，行业增长空间将进一步打开。航空行业的长期低迷格局也有机会重写。随着商务活动的活跃和消费支出的增长，未来几年客运量增长速度超过运力增长速度的趋势应有望维持，客座率的上升使航空公司有一定可能摆脱价格上的激烈竞争，从而有机会维持相对高的票价并将高油价成本转嫁给消费者。

二、A 股市场的估值驱动型牛市开始成型

2.1 驱动中国资产估值持续提升的主要因素

2.1.1 制度性折价向成长性溢价的转变

我们认为，导致中国资产估值呈现制度性折价的因素已经逐渐消除，而成长性溢价正在日益体现。对中国经济长期高速稳定增长信心的确立、对中国企业公司治理和盈利能力预期的改善，正在使国内外的投资者持续提高中国资产的估值。

对中国经济高速增长可持续性的疑虑是导致中国资产历史上呈现制度性折价主要原因之一。而 2004 年以来的宏观调控在防止经济过热的同时保证了经济平稳高速运行，并未导致经济快速回落和通货紧缩，表明中国政府完全有能力进行恰当的宏观调控。2006 年一季度中国经济复苏趋势明显，即使因复苏速度较快而导致政府可能采取一些紧缩政策，但主要目的应在于促进经济结构性调整、保证经济增长的可持续性。我们判断未来的经济增长状况仍将相对乐观。这些现象使投资者对中国经济和主要行业景气运行趋势的判断从强烈的周期性预期转变为强烈的平稳高速增长预期，事实上大幅降低了投资者对宏观经济系统性风险的预期以及对国家风险溢价的要求，并增强其长期持股信心。同时，修正后的经济数据也显示中国经济具有更高的潜在增速与较预期更良好的结构，事实上提高了投资者关于中国经济和企业盈利长期增速的预期。

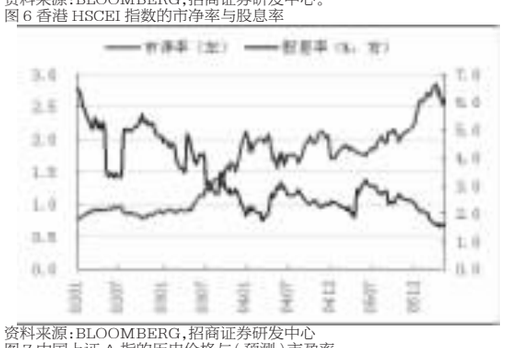
对中国企业盈利能力和公司治理水平的疑虑是导致中国资产历史上呈现制度性折价的另一个重要原因。我们已经看到，为了应对入世后的国际化与市场化趋势，政府开始采取推进金融体制改革、推动央企为核心的重组和产业整合等措施，以提高中国企业的竞争力。同时，一系列的制度建设正在有力的推动资本市场的恢复和发展。2005 年开始的股权分置改革是一次影响深远的改革。股改将推动中国上市公司进入“股东价值最大化”这一公司治理的最终目标上，结合此后股权激励机制的确立和市值考核机制的引入，上市公司治理水平和盈利能力将在相当程度得到改善，从而显著增强投资者关于盈利增长前景和投资回报稳定性的预期。一个典型的表现是，上市公司中原先普遍存在的利润漏出现象正在被向上市公司注入优质资产、解决关联公司欠债、重组等反向的隧道行为所取代。可以说，股改等一系列制度建设使中国上市公司成为真正意义上的现代上市公司，使中国资本市场成为真正意义上的资本市场将极大程度上解放中国上市公司的生产力。这一席卷中国资本市场的浪潮，其历史性意义，不亚于 1978 年土地改革对中国农村生产力的解放，不亚于 1991 年市场经济体制改革对中国企业生产力的解放。

不论是对中国经济周期性波动风险降低和潜在增长率提高的预期，还是对上市公司治理水平和盈利能力改善的预期，最终都将反映为中国资产估值水平的持续提升，使得原有的制度性折价逐步转变为成长性溢价。这一转变已经从 2005 年中期之后开始在中国资产中出现，H 股和 A 股均经历了估值水平由低向高迅速上升的过程。

图 5 香港 HSCEI 指数的历史价格与（预测）市盈率

资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心。

图 6 香港 HSCEI 指数的市净率与股息率



资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

图 7 中国上证 A 指的历史价格与（预测）市盈率

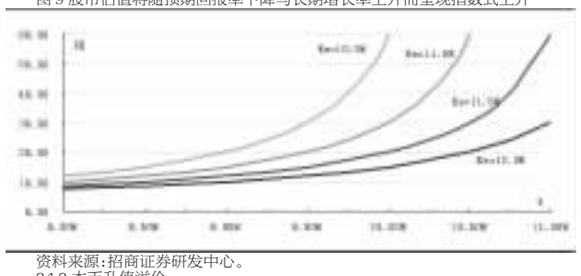
资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心。

图 8 中国上证 A 指的市净率与股息率

资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

我们意识到，股票市场估值水平将随预期回报率下降与长期增长率上升而呈现指数式上升。如果说中国资产 2005 年 10 倍的市盈率大约对应着 30%的派息率、12%的投资回报率预期与 9%的长期增长率预期，则上升至目前 15 倍的市盈率只不过对应着投资回报率预期下降 0.5%、长期增长率预期上升 0.5%（按 $\frac{P_0}{E_1}=\frac{1-b}{K_e-g}$ 计算。其中 b 为利润留存比例，K_e 为预期回报率，g 为盈利（股利）的长期增长率。）。我们认为，只要这种由人口大国崛起引致的需求持续存在，世界经济与中国经济就有望继续保持平稳高速增长态势，投资者的信心就有进一步增强的基础，关于中国资产的投资回报率预期下降与长期增长率预期上升的趋势就有延续的可能，从而股票市场的估值水平就有继续提高的空间。而仅仅只需考虑预期回报率再下降 0.5%至 11%，中国资产的估值水平即有望上升 30%以上到达 20 倍左右；若进一步下降至 10.5%，则估值将上升到 30 倍——这实际上已经是估值泡沫或者至少可以说是泡沫的开端。

图 9 股市估值将随预期回报率下降与长期增长率上升而呈现指数式上升



资料来源：招商证券研发中心。

2.1.2 本币升值溢价

对于本土投资者而言，人民币升值事实上并不会导致其对本土资产的重新估值；但对于外国投资者而言，人民币持续升值趋势使其可以购买中国资产进行套利，对于本币升值预期的贴现将形成中国资产的本币升值溢价。这种本币升值溢价将首先体现在 H 股或 B 股这样可以使用外币自由购买的中国资产中。而可以预期的是，人民币持续升值带来的外资不断流入将驱动 A 股估值持续提升。从几个亚洲国家在升值过程中的股市表现看，当经济持续繁荣、利率条件相对有利、且资产泡沫仍未明显形成时，本币升值最剧烈的时期大多伴随股票市场的高度繁荣，甚至最终引致严重泡沫。目前中国经济所处发展阶段与这些国家相当接近，本币升值预期带来资本持续流入并推动股市上涨的条件基本具备。从人民币长期升值空间看，这种本币升值溢价至少有望达到 20–30%甚至更高，但最终是否会引致估值泡沫则取决于中国政府的调控能力。

图 10 日元汇率与日经指数走势对比图

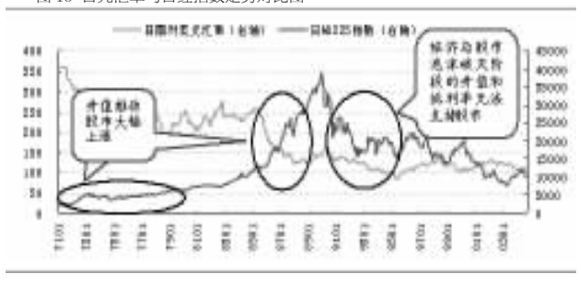


图 11 台币汇率与台湾加权指数走势对比图

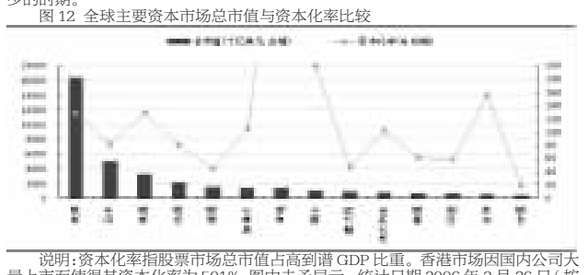
资料来源：Bloomberg。

2.1.3 资产稀缺溢价

我们认为未来数年 A 股市场势必进入一个快速扩容的过程。目前 A 股市场约 4 万亿的总市值，与中国 18 万亿的 GDP 总量完全不能匹配，与 15 万亿存款代表的居民对金融资产的巨大需求完全不能匹配。一个大国经济的繁荣必然伴随着资本市场的快速发展与高度繁荣，而资本市场的发展将为本国经济增长带来额外的动力。美国如此，日本如此，中国必然也是如此。中国优质企业的发展需要资本市场为其注入新鲜血液，而沉寂已久的资本市场同样也需要源源不断的优质企业上市为其注入新鲜血液。温总理的政府工作报告明确提出“大力发展资本市场”。日本、台湾在其经济高速增长期，资本化率均经历了一个由 30%以下到 100%左右的过程。我们可以乐观的估计，5–10 年之后，中国的股市规模有机会膨胀 5 倍到 20 万亿。

这种扩容压力并非市场不能承受之重。中国对于股票资产的潜在需求同样也几乎趋于无限大。新兴国家的历史经验表明，人均 GDP 突破 2000 美元将成为对金融资产需求的需求爆发的临界点，从而带来股票市场的长周期繁荣甚至泡沫。2006 年中国的人均 GDP 将到达这一水平，长期牛市的确立和管理层正在推进的一系列制度创新将使对中国金融资产巨大的潜在需求成功释放出来，从而实现 A 股市场快速的双向扩容过程。并且，相对于巨大的潜在资产需求而言，资产供给从长期而言始终不足。这意味着资产稀缺溢价仍有望不时出现，特别是在流动性宽松而资产供给较少的时期。

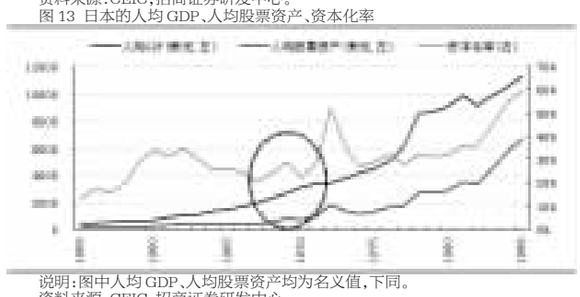
图 12 全球主要资本市场总市值与资本化率比较



说明：资本化率指股票市场总市值占高到潜 GDP 比重。香港市场因国内公司大量上市而使得其资本化率为 501%，图中未予显示。统计日期 2006 年 3 月 26 日（按 5 月 19 日市值统计 A 股市场的资本化率提高约 20%，但并不影响上述推论。）。

资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

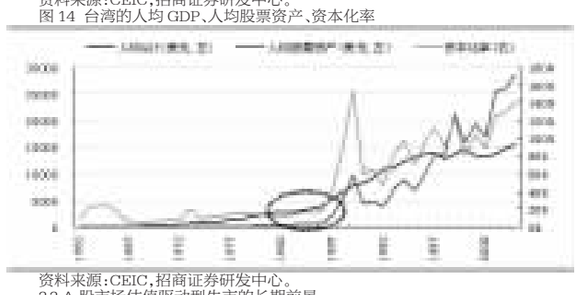
图 13 日本的人均 GDP、人均股票资产、资本化率



说明：图中人均 GDP、人均股票资产均为名义值，下同。

资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

图 14 台湾的人均 GDP、人均股票资产、资本化率



资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

2.2 A 股市场估值驱动型牛市的长期前景

在中国经济的长周期繁荣趋势确立之后，虽然预计企业盈利增速大约只与经济增速保持同步，对市场上涨仅能形成有限的推动作用，但投资者对中国经济周期性波动风险降低和潜在增长率提高的预期、对上市公司治理水平和盈利能力改善的预期，最终都将反映为中国资产估值水平的持续提升，这将是市场上涨的主要推动力。随着投资回报率预期的下降与长期增长率预期的上升，估值水平有望在未来数年内表现出加速上升趋势。而人民币升值等因素将进一步推动市场估值的上升。因此 A 股市场未来有望进入一轮长期的、全面的“估值驱动型牛市”。

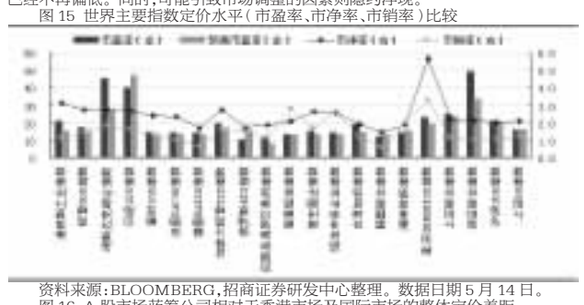
直观而言，目前 A 股市场的估值水平大约为 20 倍（扣除亏损后），优质公司的估值水平不过 15 倍左右。上述几大动力预计仍可推动中国资产、特别是 A 股市场的估值在未来两到三年之间 50%上升以上，达到 25–30 倍的水平。而我们认为这一水平只是反映了中国经济的远期增长前景，并不真正意味着估值泡沫。事实上，更乐观的猜测，上述每一个因素都可单独推动中国资产产生泡沫，而在这些因素共同作用下，A 股市场的估值驱动型牛市有相当大机率进一步发展成为估值泡沫型牛市。这比较可能出现在长期牛市的末期，并且需要一定的时间与条件，例如中国经济长周期繁荣与股市长周期繁荣之间的正反馈效应、人民币升值速度失控导致中国资产估值快速上升、投资者的情绪高度自信而狂热，等等。可以想见的是，在本次 A 股市场的估值驱动型牛市甚至是泡沫型牛市中，我们事实上已经难以判断牛市的高度与延续时间。毕竟，在中国经济的黄金时代，任何围绕中国资产的美好想象均有其存在的理由与实现的可能。

2.3 2006 年下半年 A 股市场走势展望

虽然我们认为 A 股市场已经进入一轮长期的、全面的“估值驱动型牛市”，并将因此保持长期坚定看多的态度，但我们也意识到，牛市的演变将充满曲折。我们认为发端于 2005 年 11 月的 A 股市场复苏行情已经告一段落，市场将进入中期震荡调整，夯实基础以迎接新一轮估值趋动型牛市到来。

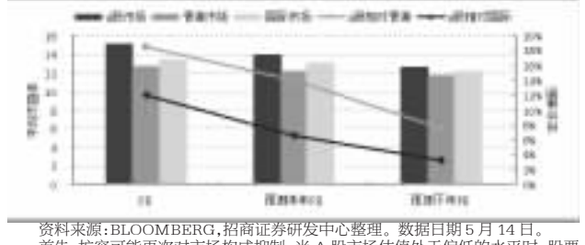
推动上半年行情的上升动力（包括对宏观经济预期由周期性波动向长期稳定增长转变带来的估值提升效应、股改形成的对价、信息披露、公司治理改善效应、资产供需关系转变所导致的估值提升效应）已经开始衰竭。在资金推动市场大幅上涨后，A 股估值不再表现为局部低估现象，与境外中国资产定价以及国际市场定价相比都已经不再偏低。同时，可能引致市场调整的因素则隐约浮现。

图 15 世界主要指数定价水平（市盈率、市净率、市销率）比较



资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心整理。数据日期 5 月 14 日。

图 16 A 股市场蓝筹公司相对于香港市场及国际市场的整体定价差距



资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心整理。数据日期 5 月 14 日。

首先，扩容可能再次对市场构成抑制。当 A 股市场估值处于偏低的水平时。股票资产对场外资金始终保持较高吸引力，因此不论是再融资、新股发行、存量资产上市等资产扩容压力都有望通过资金的扩容予以抵消，扩容实际上也可通过改善资产质量提升市场估值水平。但在经历资金推动下的持续上涨后，估值已经呈现出一定的高估状态，我们则判断，随后的大规模扩容将改变短期资产供给短缺的局面，并将重新对市场形成一定的抑制作用。

其次，宏观调控带来一定的不确定性。针对房地产行业的调控措施陆续出台。央行开始收缩流动性，并可能进一步加息，一季度信贷增长过快的状况也可能通过一些行政或市场手段予以控制。虽然我们判断这些调控措施不会对经济造成实质性负面影响，但市场可能对此产生较强的心理压力。

最后，有色等大宗商品价格在暴涨后可能见顶回落。铜价不到一年暴涨 3 倍、锌价暴涨 4 倍。近期各国央行加息等因素已经导致主要有色金属价格出现了大幅波动。我们不敢断言有色金属价格是否见顶，但即使支持价格上升的因素仍然存在，我们宁愿相信盛极而衰的道理。

原有上升动力的逐渐衰竭和利空因素的陆续浮现，使我们判断市场将进入中期震荡调整。但在资金推动下市场仍应能维持相对高位震荡调整的走势，下跌空间应比较有限。只有出现扩容压力陡然加大或经济增速短期回落的情况，才可能导致较大幅度的调整。总体而言，这样的调整将为未来的长期牛市进一步夯实基础。中国资产估值上升趋势已经确立，A 股市场的远期前景仍然值得期待，因此在 3、4 季度若出现较大幅度的回落将再次吸引长线资金入市，从而引发新一轮的“估值驱动型”牛市。

三、A 股市场下半年投资策略及投资机会

我们认为，投资者下半年应注意“夯实基础，立足长远，积极备战新一轮估值驱动型牛市”。首先，我们建议投资者遵循资源、技术、消费、服务这四大主题进行配置，适当向持续成长前景更明朗的技术、消费和服务类行业倾斜。宏观经济的增长结构更为均衡使得本轮 A 股长期牛市可能成为一次全面牛市，大多数行业中的龙头公司均面临较好的成长前景。基于大宗商品价格和资源类股票涨幅巨大的现实，以及未来消费对中国经济的拉动作用将逐渐增强的判断，我们认为资源类行业最好的投资阶段已经过去，而消费和服务类行业将因婴儿潮人口消费高峰的到来而具有更加明朗的前景。

其次，我们建议投资者围绕中国的“tenbagger”公司构建核心组合。既然 A 股市场的长期牛市已经确立，那么投资于具备持续快速成长能力的公司将是投资者获取最大长期投资收益的最优选择。我们认为一个能成为“tenbagger”的公司应该具备以下六个方面的素质：合理的战略目标和产业布局；积极进取的管理层；完善的公司治理结构；持续领先、难以模仿的核心竞争力；可复制的盈利模式；广阔的市场空间。围绕资源（矿产、土地等自然资源和品牌、渠道网络、垄断权利等社会资源）和技术（成本控制、产品研发、市场营销）上的核心竞争力构建的、可复制的盈利模式，是公司得以持续快速成长的关键。遵循上述六个方面的素质分析，延续产业链的上下游顺序，我们挑选出下列具备持续高速成长能力的“tenbagger”公司。

表 1 A 股市场未来有望成为“tenbagger”的公司一览

行业	首选公司	值得期待的公司
能源与基础原材料	厦门钨业、宝钛股份、中科三环、海螺水泥、华新水泥、南玻 A	宏达股份、盐湖钾肥、金发科技、星新材料、福耀玻璃
机械设备	国电南瑞、安徽合力、沪东重机、北方股份	平高电气、国电南自、沈阳机床、龙溪股份、轴研科技、火箭股份
周期性消费品	宇通客车、格力电器、浙江阳光、万科A、华侨城、金融街	招商地产、金地集团、栖霞建设
非周期性消费品	贵州茅台、张裕 A、伊利股份、双汇发展、云南白药、苏宁电器	第一食品、泸州老窖、片仔癀、七匹狼、恒瑞医药、天坛生物、科华生物、农产品、武汉中百、大商股份、锦江酒店
交通运输	铁龙物流	
通信与信息技术	中兴通讯、长电科技、生益科技、华胜天成、新大陆、歌华有线、东方明珠	航天信息、东软股份、大族激光、航天电器、深科技 A
金融	招商银行、民生银行、中信证券	吉林敖东

资料来源：招商证券研发中心。

最后，我们建议投资者从市场制度变革和行业景气演变两条主线把握 2006 年下半年的辅助性投资机会。市场制度变革层面上的投资机会下半年更值得关注。（1）深入挖掘全流通背景下的并购重组浪潮中的投资机会，换股合并、要约收购、代理表决权争夺、私有化、回购、分立、整体上市、借壳上市、资产置换与重组等各种并购重组手段预计从下半年开始将层出不穷，并带来丰富的阶段性投资机会。（2）积极把握新股发行、再融资、非流通股上市等资产扩容带来的投资机会。大盘蓝筹股的上市，优质公司的再融资，非流通股上市的短期冲击都可能为投资者带来重新布局中国资产的机会。（3）深入挖掘全流通背景下的并购重组浪潮中的投资机会。换股合并、要约收购、代理表决权争夺等公司控制权争夺行为，私有化、回购、分立、整体上市、借壳上市、资产置换与重组等各种并购重组手段，预计下半年将层出不穷；第三，关注因股市制度变革提升公司价值而形成的投资机会。市值考核机制的引入和股权激励机制的建立将直接提升公司价值。（4）关注权证、股指期货、资产证券化等金融创新带来的投资机会。

从行业景气演变主线出发，建议投资者更多的重视发现陆续步入复苏过程中的行业和景气上升速度加快的行业。（1）汽车、消费电子产品（包括手机）、通信设备（以 3G 相关产业为代表）、小家电、航空、玻璃、炼油、钢铁等刚刚形成或可能形成景气拐点的行业将为投资者带来新的投资方向。（2）继续挖掘数字电视、电力设备、软件、军工、证券等景气上升趋势加快的（子）行业的投资机会。（3）做为战略性品种的银行、地产等行业下半年在承受了调控压力之后的表现值得期待，强劲的需求应有望拉动这些行业再次快速增长。

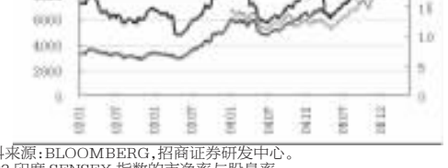
一些备用的图表及资料

中国资产估值水平的上升并非独立现象。类似的估值水平大幅上升驱动股票市场大涨的现象在 BRICs（金砖四国）的其他国家中也表现得非常明显，在亚洲其他新兴市场（如香港、台湾、韩国）中有所存在但并不显著，而成熟市场（如美国）的估值水平则始终保持稳定。我们认为，由于本轮世界经济增长周期拉长且变得更为稳定，投资者的信心持续增强，首先提高了经济增长最强劲、但同时也是最不稳定的 BRICs 国家股票市场的估值，并逐步扩散到其他新兴市场，而成熟市场则由于相对稳定的经济前景暂时难以享受这种估值提升。

图 17 巴西 IBOV 指数的历史价格与（预测）市盈率

资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心。

图 18 巴西 IBOV 指数的市净率与股息率



资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

图 19 俄罗斯 RTSI$指数的历史价格与（预测）市盈率

资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心。

图 20 俄罗斯 RTSI$指数的市净率与股息率

资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

图 21 印度 SENSEX 指数的历史价格与（预测）市盈率

资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心。

图 22 印度 SENSEX 指数的市净率与股息率

资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

图 23 香港 HSCEI 指数的历史价格与（预测）市盈率

资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心。

（下转 A19 版）