

构建中国特色估值体系

中国证监会主席易会满在2022金融街论坛上提出“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”以来，“中国特色估值体系”成为资本市场的热词，明确了资本市场未来的估值理论方向。

随着全面注册制改革正式启动，近段时间，围绕提升资本市场估值定价的科学性和有效性的讨论之声越来越热烈，市场呼唤，推动中国特色估值体系尽快落地。

估值模型面临重塑

推动中国特色估值体系尽快落地，应从何着手？

上交所党委副书记、总经理蔡建春表示，过去一段时间，各有关方面持续就构建中国特色估值体系开展了讨论。一个基本共识是，必须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估值体系，更好发挥资本市场“定价之锚”的基准和引领作用。

在信达证券非银金融行业首席分析师王昉看来，探索构建中国特色估值体系并非要完全推翻海外成熟市场的估值方法，而应该在沿用资本市场一般规律的基础上，将“中国特色”的影响因素纳入考量，从而提高估值体系与我国资本市场的适配程度，使估值更为准确地体现上市公司的真实价值，更好地发挥资本市场“晴雨表”功能和资源配置功能。

这也意味着，现有估值策略将有所改变，估值模型或将重塑。“在中国式现代化进程中，引导资本市场把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节是大势所趋，相较于传统估值体系，中国特色估值体系在定价过程中，或将加入盈利以外的国家战略、政策导向、社会责任等因素，引导投资者关注长期可持续发展。”王昉认为，为员工谋发展、为社会做贡献等因素应纳入企业价值的考量范围。一是站在长期可持续发展的角度来看，兼顾各方利益有助于取得稳健且长远的发展；二是发展方向契合国家战略导向，为社会创造更多正外部性的企业有望获得国家更多政策支持和资源倾斜。

将ESG(环境、社会和治理)评价理念引入现有估值体系也是市场关注的热点。“价值共享是企业高质量发展的目标追求，要将ESG评价理念引入现有企业估值体系中，使企业估值不仅要反映财务价值和经济价值，更要反映社会价值。”国信证券高级研究员张立超表示，首先，监管部门要加快完善顶层设计，出台专门的通知或指引文件，指引企业通过提升自身ESG表现来提升内在价值，加快推进ESG估值的制度建设。其次，可以在整体借鉴海外评价体系的基础上，适当调整ESG评价体系以适应中国国情，形成具有可操作性的ESG估值方法和计量模型。此外，政府及监管部门应当牵头并带动企业、社会组织共同努力，发布统一明确的ESG信息披露标准，提高ESG信息披露的效率和质量。

“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。”中金公司研究部策略分析师、董事总经理李求索表示，比如要重视股东回报，上市公司现金分红、股票回购等是中小投资者分享经济增长成果的重要渠道，也是吸引养老金、保险资金、银行理财等中长期投资力量入市的重要手段，有利于增强投资者对企业长期发展的信任。又比

如，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。

国企价值有望回归

业内人士认为，国企央企估值重塑是建设中国特色估值体系的重要一环。

国有企业是国民经济的重要支柱，但当前市场对国企估值偏低。数据显示，与5年前相比，国有上市公司利润增长70%，但市值仅增长10%；市净率为0.86倍，下降30%，明显低于全市场1.6倍的平均水平。

“国有企业既承担着增强国家实力的责任和参与国际竞争的使命，也承担着保障经济供给和经济安全的重要责任，还担当了诸多的社会责任和政策执行等职能，对社会具有较强的正外部性，具有很高的战略意义。”王昉朝表示，因此，直接套用西方估值体系并不足以体现其在履行社会责任和助力国家战略等方面的重要程度，在当前国企估值普遍偏低的市场环境下，建设中国特色估值体系、引导资产合理定价的重要性和必要性不言而喻。

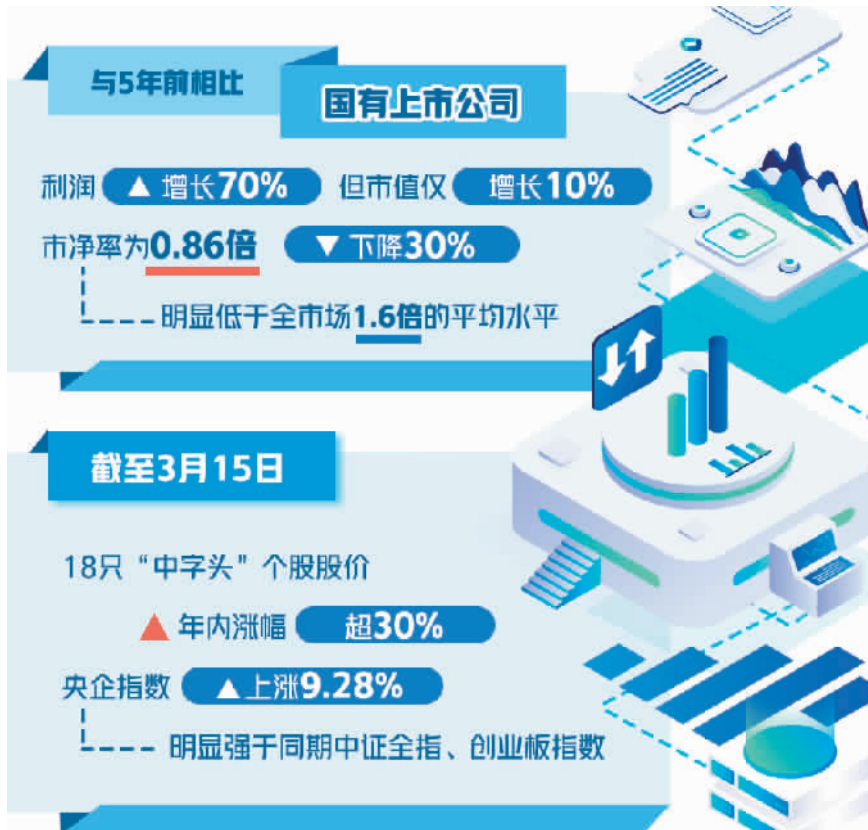
如何推动国企央企估值回升到合理水平？蔡建春建议，国务院国资委、财政部等央企主管部门应协同证监会，共同推动央企用好资本市场的融资优势和资产配置功能，不断做强做优做大。具体而言，一是进一步加强央企在科技创新领域的龙头牵引作用，更好地利用资本市场以及科创板功能，助力国家创新驱动发展战略；二是鼓励央企充分运用资本市场工具，特别是公募REITs、科创板等资本市场新产品，盘活存量，提升央企核心竞争力；三是促进央企估值水平合理回归，推动央企上市公司提高质量、挖掘和提升价值；四是推动央企专业化、产业链战略性重组整合，充分发挥产业链龙头地位的央企上市公司作用，优化产业布局，改善产业生态。

“国有企业自身也应发挥好带头作用，灵活运用资本市场工具，有效提升企业估值。”中信证券首席策略分析师秦培景表示，比如，国有企业可通过深化混合所有制改革提高企业市场化水平；可利用股权激励、员工持股等激励机制，增强员工积极性；可优化股利政策，进行稳定且更高比例的现金分红与现金回购等，通过灵活选择适当的资本市场工具，助力估值改善，并最终实现构建中国特色估值体系的目标。

国企央企价值重估或已在路上。融通红利机会基金经理何龙表示，今年以来，“中字头”个股大放异彩，截至3月15日，18只“中字头”个股股价年内涨幅超30%，央企指数上涨9.28%，明显强于同期中证全指、创业板指数。“今年1月初，国资委进一步优化完善中央企业经营指标体系，将‘两利四率’调整为‘一利五率’，保留利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率四个指标，用净资产收益率替换净利润指标，用营业现金比率替换营业收入利润率。”何龙认为，这也就是说，国资委认同并以资本市场的价值取向来评价和考核国企央企改革高质量发展的成果，当价值导向出现根本性变化时，占A股总市值一半的国企央企的经营行为也必然会出现转变，随之而来的将是大面积的价值重估红利。

多方仍需协同发力

建立中国特色估值体系是一项系统工程，需要各方协同发力，久久为功。



秦培景认为，当务之急是持续完善资本市场基础制度，构建有利于正向功能发挥的制度体系和市场体系。当前全面注册制改革已启动，这不仅是发行环节的改革，更是资本市场全要素、全链条的改革，未来可以全面注册制改革的落地和深化为契机，持续完善各项资本市场基础制度，严格淘汰现有的不合格上市公司，鼓励高新技术产业和战略性新兴产业中的优秀公司上市并成长壮大，着力提高上市公司质量，为建立中国特色估值体系奠定良好资产基础。

估值是由经营主体交易得到的结果，构建中国特色估值体系离不开经营主体的力量。秦培景认为，一方面，应鼓励各类金融机构创新符合中国特色估值体系的投资框架与金融产品，畅通长期资金入市渠道，真正形成中国特色估值体系的市场实现机制。另一方面，在未来的投资者教育中，中国特色估值体系也可以成为关键抓手，使长期投资价值、把握国家战略机遇的理念深入人心。

张立超也认为，应培育和壮大机构投资者，引入更多中长期资金。一是优化投资者结构，提高机构投资者比例。制定合理的方针政策，合理引导保险、社保基金等中长期投资资金入市；大力支持机构投资者发展，营造适宜机构投资者发展的良好环境。二是持续完善基金公司考核制度，给予基金经理更高的短期业绩包容度，鼓励他们从投资人长远利益出发，并增加投资透明度。三是加强投资者教育和引导，对一级市场的信息披露行为进行严格监管，降低一级市场和二级市场的信息不对称性；根据目前的市场结构特征、风险接受程度与市场准入机制，加强对投资者适当性管理等。

监管部门正在加快推进建立中国特色估值体系的步伐。此前，证监会召开的2023年系统工作会议明确提出，推动提升估值定价科学性有效性。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。

“下一步，上交所将重点做好四方

面工作。”蔡建春表示，首先，坚定推进资本市场全面深化改革。切实承担起全面注册制改革实施的主体责任，全力抓好全面实行注册制改革落地，推动完善关键基础制度，支持更多优质企业利用资本市场发展壮大。其次，继续推动稳步提高上市公司质量。深入实施新一轮推动提高沪市上市公司质量行动计划，强化投资者回报，增强长期投资价值。再次，注重投资端与融资端协调平衡发展。继续推动加大指数与指数化投资供给力度，推动权益类基金高质量发展，实现资金流入与提升估值有效性的良性循环。最后，培育更加健康成熟的行业文化。更加重视从中国优秀传统文化中汲取智慧，弘扬成熟理性的投资文化，倡导理性投资、价值投资、长期投资理念，为建立中国特色估值体系提供“软实力”支撑。

陶然论金

近日，金融机构纷纷开展“3·15”金融消费者权益保护活动，线下派发宣传单，线上开设“云中课堂”，普及与日常生活密切相关的金融知识，增强消费者风险防范意识和自我保护能力。各类活动丰富多彩，受到消费者欢迎。

从实际情况看，金融消费者对自身权益的保护意识正逐渐提升。以银行业为例，银保监会消费者权益保护局今年1月底披露的数据显示，2022年前三个季度，银保监会及其派出机构共接收并转送银行业消费投诉超23.3万件，涉及金融消费者的财产安全权、知情权、信息安全权等各类权利的纠纷投诉，比如，金融产品风险提示不充分、擅自代理或强制搭售金融产品、个人金融信息安全保障不到位等。

金融消费领域投诉量较高，一方面说明了金融消费者风险防范意识和自我保护能力不断提高；另一方面也反映出金融消费者权益保护工作中存在不足，还需要持续发力。

当前，金融消费者权益保护面临一些新形势新问题。金融科技在丰富金融产品、提升金融服务的同时，也让一些侵害金融消费者权益的行为更具隐蔽性，一些侵害消费者利益的产品甚至披着“金融创新”的外衣。有关部门在查办案件时发现，金融案件往往存在跨区域情形，具有案件量大、业务复杂、取证难、执法成本高的特点。从金融消费者的角度来看，在维护自身权益时，面临反映渠道不畅、缺少法律专业人士支援、过程冗长等诸多关卡，往往处于“单打独斗”的尴尬境地。

对于消费者反映强烈、严重侵害

切实保护权益

要维护金融消费者的合法权益，必须管住金融机构，提高其违法成本、增强震慑效果。从一些已有案例来看，尽管监管部门不断加大监管和处罚力度，但一些金融机构的违法违规行仍屡禁不止。这在很大程度上与相关主体和人员违法成本偏低有较大关系。在高收益诱惑下，一些金融机构和从业人员抱有侥幸心理。同时，处罚偏轻也容易导致其受利益驱使，铤而走险。要扭转“罚不及损”“罚不及得”的情况，就必须提高金融违法成本，加强对相关重点领域的监管执法，对金融机构业务开展常态化整治。

要做到“执法必严，违法必究”，前提是要进一步完善相关法律法规。分散在各个金融相关立法中的金融消费者保护法律规定，增加了个体金融消费者维权的难度和成本。另外，现行金融消费者权益保护体系存在立法层级不够、条款分散、保护力度不够、监管口径不一等诸多问题，已不能完全适应新形势下保护金融消费者权益的需要。

在刚刚结束的全国两会上，如何提升金融消费者权益保护工作，也成为代表委员们关注的话题。值得期待的是，此次国务院机构改革方案中将中国人民银行有关金融消费者保护职责以及中国证监会投资者保护职责统一划入国家金融监督管理总局，这也预示着金融消费者权益保护将得到进一步强化。随着体制机制的完善，侵害金融消费者合法权益的行为必会受到严惩，一些影响金融市场秩序的源头性问题有望得到根治。

陆敏

本版编辑 曾金华 王宝会 美 编 倪梦婷

开展“3·15”教育宣传周之“金融知识进校园”活动

邮储银行上海分行切实保护金融消费者权益

近年来，邮储银行上海分行切实承担消费者权益保护责任，不断完善消保工作体制机制，以实际行动保护金融消费者权益。

2023年“3·15”教育宣传周活动，邮储银行上海分行结合实际情况，明确工作职责，加强组织推动，充分调动辖内各级机构人员参与活动的积极性。将教育宣传嵌入机构经营各个环节，各级机构积极响应，聚焦“一老一少一新”等重点群体的金融服务提升，广泛开展进校园、进社区、进乡村、进商圈等线下活动。推动金融教育触达“最后一公里”，助力提升人民群众金融素养，提振金融消费信心，构建和谐健康的金融消费环境。

2023年3月15日下午，邮储银行上海分行“3·15”消费者权益保护教育宣传周之“金融知识进校园”活动在上海立信会计金融学院举办。活动伊始，邮储银行上海分行介绍了银行近年来开展“3·15”消费者权益保护教育宣传活动情况。一直以来，上海分行积极践行金融工作政治性、人民性，持续做好金融消费者权益保护和金融知识教育宣传工作。随后，由上海立信会计金融学院致辞，由邮储银行上海分行青年志愿者为现场师生讲授人民币反假知识，提醒大学生防范新型电信网络诈骗，揭示过度借贷可能诱导的风险，重视个人信用的积累，加强个人信息保护，构建自身防范能力等。最后，邮储银行上海分行宣讲志愿者就师生们关心的金融知识进行交流互动。

本次活动除了举办“金融知识进校园”讲座外，还开展了赠书仪式，邮储银行上海分行向上海立信会计金融学院赠送《金融伴我成长(大学生版)》。此外，还开展了“金融知识进校园”综合活动，活动现场通过悬挂宣传横幅、设置易拉宝、设立咨询台、宣传折页派发等多种形式，向在校师生介绍有关金融安全防范知识，帮助大家提高对金融产品和服务的认识能力及自我保护能力，提升金融消费者金融素养和风险责任意识。邮储

银行上海分行青年志愿者热情接受广大师生的现场咨询，大家纷纷驻足，询问关心的金融安全问题，现场气氛热烈。“这场金融知识普及活动非常好，有很强的针对性和指导性，能够帮助我们更好地了解金融知识，提升金融风险防范能力。”现场人员连连称赞邮储银行将金融知识送到广大消费者身边的贴心服务。

2023年“3·15”消费者权益保护教育宣传周活动以“共筑诚信消费环境 提振金融消费信心”为主题。邮储银行上海分行将金融知识教育宣传作为保护消费者权益的重要预防性举措，从消费者需求出发，对广大金融消费者重点加强金融常识教育和投资者适当性教育。主动提示警示销售误导、过度授信、贷款挪用等有关风险，揭示保本高息等金融诈骗本质，引导消费者通过合理、有效方式保障自身金融权益，防范不法中介、不法行为的侵害，增强消费者信心。邮储银行上海分行强化对“一老一少一新”等群体金融教育，注重帮助老年人、新市民等群体解决数字鸿沟问题。针对年轻人加强过度借贷诱导的风险防范能力构建，着力提升老年人、新市民、年轻人等重点群体的金融服务满意度。

加强金融消费者权益保护不仅是商业银行实现可持续发展的必然要求，也是保障社会民生、维护金融稳定的重要举措。下阶段，邮储银行上海分行将持续加强消费者权益保护工作管理，不断提升金融服务水平，加大金融知识教育宣传力度，积极履行社会责任，维护消费者合法权益。在“3·15”教育宣传周活动期间，邮储银行上海分行将注重“线上+线下”结合，充分发挥官网、官微等自有线上渠道作用以及网点点多、面广的优势。在营业网点宣传教育区域、网点电子显示屏、自助机具等投放宣传资料，组织金融知识讲座、小课堂、沙龙等厅堂活动。广泛开展线上线下教育宣传活动，切实落实消费者教育宣传主体责任，推动消费者权益保护工作迈上新台阶。

(数据来源：邮储银行上海分行)

· 广告

基金投顾业务迎新规

本报记者 马春阳

近日，中国证券投资基金业协会发布《公募基金证券投资基金投资顾问服务协议内容与格式指引》和《公募基金证券投资基金投资顾问服务协议风险揭示书内容与格式指引》。

中基协表示，为引导公募基金证券投资基金投资顾问业务规范发展，切实维护投资者合法权益，组织制定了《服务协议》和《风险揭示书》。自发布之日起20个工作日后，为新客户提供基金投顾服务的，或为老客户提供新基金投资组合策略的，应当按照《服务协议》和《风险揭示书》展业，所涉相关规则发生变化的，应当及时对相应内容进行调整。

业内人士普遍认为，《服务协议》和

《风险揭示书》的发布将进一步规范基金投顾业务，有利于解决基金投顾业务收费“混乱”、责任不清晰等问题，在促进基金投顾业务高质量发展的同时给予投资者更好的保护。

源泰律师事务所合伙人、律师刘佳认为，《服务协议》进一步完善了基金投顾协议的内容，进一步明确服务协议的内容，完善基金投资顾问机构的义务，明确投资者的权利。从指引具体条款来看，对基金投资顾问业务进一步细化，具有指导业务开展的意义，“一方面，可进一步厘清机构的职责，对机构规范化开展该项业务有引导性作用；另一方面，该指引也是结合基金投资顾问

业务的特点，在制定上充分体现保护投资者，使投资者未来能够充分知晓其权利，更好地维护投资者权益”。

“两份文件的出台进一步完善了投顾行业的‘上层建筑’，为基金投顾业务的稳健发展奠定了更好的基础。”中金公司分析师张帅帅表示，《服务协议》涉及投顾业务的众多环节和关键要素，强调客户权益保护，深入了解客户两大主题，体现以客户为中心的行业本源；《风险揭示书》则为机构提供范式，突出强调投顾机构应遵循客户利益优先的原则，但不得承诺收益表现或保本，有一定的投资者教育效果，有利于机构与客户之间形成良性的顾问关系。