

PB-ROE：技术报告

蓝海 彭莉

目录

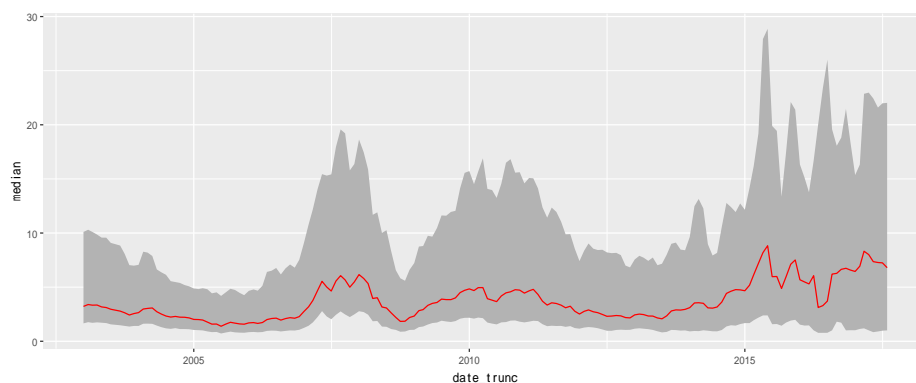
1 PB 和 ROE	1
1.1 PB 的历史演进	1

1 PB 和 ROE

1.1 PB 的历史演进

PB 勾结了股票市场上的两个信号：

- Price（价格）：这是个在市场上只要交易就变化着的快信号；
- Book（会计价值）：这是由会计师一定的会计准则为投资者记录的企业
的账面价值，它是由企业的历史活动累积的、会计师周期性更新的慢
信号。



阴影部分是同期市场上所有股票一月之间的 PB 值的 5% 至 95%。而红色的线则代表这些 PB 数值的中位数。不难理解 2007 年和 2015 年市场泡沫

期间，市场对于股票价格整个的高估，表现在 PB 值无论是低 5%、高的 95% 还是中位数都整体上扬，伴随市场指数攀顶而到达顶点。有意思的是，这种估值泡沫往往在随后的市场恢复中接着出现，尽管指数恢复的情况远未能达到前期泡沫时水平，但是 PB 值却十分接近泡沫时的高点。

以上现象可以用股票价格的恢复来解释吗？我们看同一时期，沪深 300 的形态是：

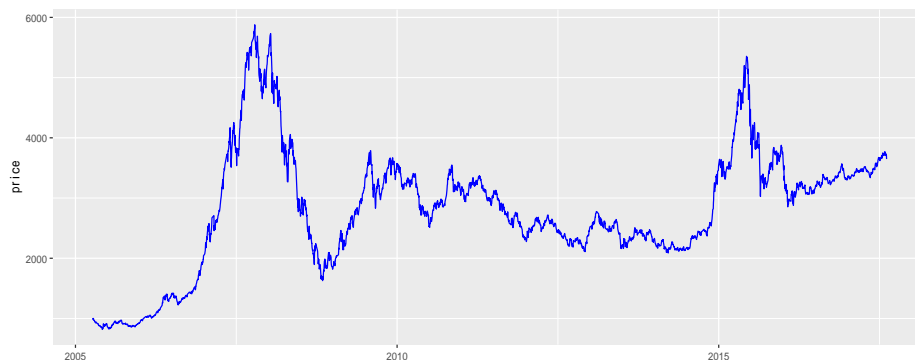


图 1: 沪深 300 历史趋势

显然，股票价格是能够部分解释 PB 的上扬，但是不能解释为什么会恢复的远远超出价格恢复的幅度，而几乎接近泡沫时期的高点。那么是由于账目价值恶化的结果吗？

同一时期，上市公司账目价值的变化是：

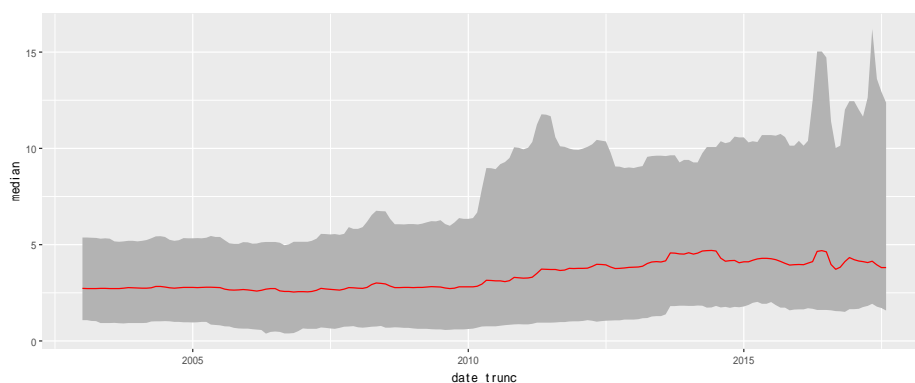


图 2: Bps 全市场历史统计

近期，每股账面价格确实有下降的趋势，但是

- 幅度不大
- 每股账目价格下降只是在最近出现的情况，在 2010 年时没有这样的现象。

公司账面价值的变化，依旧不能解释价格泡沫过后出现的 PB“估值泡沫”的发生的原因¹。我们需要进一步的分析 PB 变化的原因。

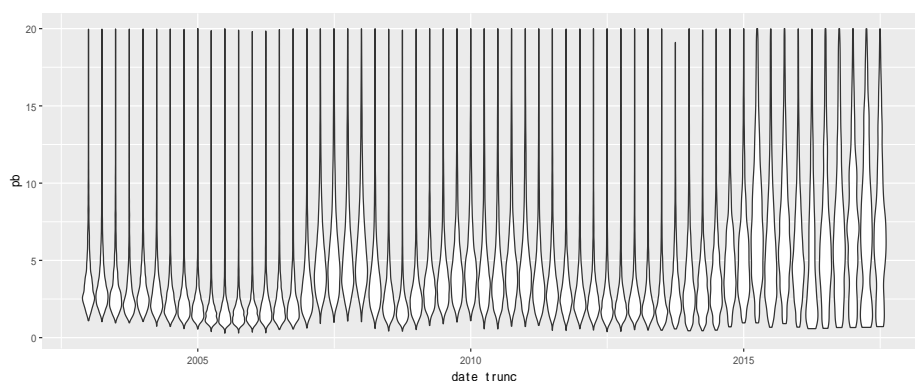


图 3: PB 全市场历史分布

上图中，我们勾画了每个季度 PB 值分布的概率密度函数，从中可以看出 2007 年和 2015 年泡沫时期 PB 的分布是纺锤形的，2010 年的“反弹”与当前的反弹在 PB 分布上是不同。2010 年市场 PB 值的分布与 2007 年市场泡沫时候是类似的纺锤型，显示的是整体估值水平的上升，背后的动因是 4 万亿货币放水。当前市场反弹中的 PB 值的分布是类似哑铃型和沙袋型的，显示的是在市场恢复中部分股票的估值上升，而比部分股票依旧保持较低的估值水平。这体现出该时期不同类型股票估值风格上的变化，暗示的是一种市场结构上的变化。这是积极的一面，另一面是，毕竟整体上估值上升了，且估值水平不低，风险正在孕集。

¹我们姑且把这一现象称之为“泡沫”。