



投资中非生产性资产的估值

联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.chenxi@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

《投资中的生产性资产与非生产性资产》讨论过生产性资产和非生产性资产。生产性资产由于可以直接带来现金流，因此可以使用现金流折现法进行估值。但是非生产性资产难以使用这种方法进行估值。

一、估值的注意点

由于估值是在衡量资产未来某一时期的价值，因此，这种衡量方法应尽量少的被新增信息所影响。例如，如果估计一家企业未来五年的价值，但由于竞争激烈，随便一条信息都可能大幅影响估计的结果，那么这种需要随时调整的估值也就成了镜花水月，无法指导交易行为。

此外，估值的周期需要和交易的周期匹配。用十年的逻辑指导短线交易无疑是愚蠢的。

二、相对估值法

相对估值法就是根据类似资产在市场价格对资产进行定价。一套房产的潜在买家会了解附近类似房屋的价格来确定自己应该支付的价格。

因此，相对估值法有三个基本步骤。

1. 寻找由市场完成定价的可比投资。
2. 将市场价格拓展为一个共同变量，以得到具有可比性的标准化价格。
3. 比较标准化价值时调整各投资之间的差异。

相对估值法并不简单。

例如，真的能够寻找到相似的可比投资吗？亚马逊和沃尔玛都是超市？或者诺基亚和苹果都是手机制造商？选择合适的比较对象，是相对估值法的难点。尤其是相对估值法假设可比投资是合理的，这个假设很可能不成立。

三、中间人群估值法

投资中的泡沫与范式转移 提过这个方法。市场往往分为五个阶段：

1. 早期，比如在一美元可以买到 1300 个比特币的时候，比特币对绝大多数人属于“未知的未知”——不是听过而不了解，而是没听过而不了解。
2. 在随后的市场否定阶段，除非身临其境，否则获取信息、理解框架，验证缺陷等等成本均极高。
3. 在主流市场争论阶段，由于正反方的拼命争论，全景式的展现了几乎所有信息。收集信息、理解框架、验证缺陷的成本大幅下降，但由于负面信息和人群大脑的旧范式仍然占据主流，资产价格虽高但仍无法反映价值。由于锚定效应，人群倾向购买外表类似而价格更低的资产，殊不知便宜货的价值远低于价格。
4. 空头被事实的发展击垮，人群接受了新范式。“一夜暴富”的传说和人性的贪婪吸引了大量参与者。所有人不计价格地买入，买入一切新范式下的资产。
5. 即使资产是好资产，但是价格太高了。缺乏新入资金接盘，资产价格开始崩盘。普通大众认为这是“一地鸡毛”，袖手旁观者自诩市场验证了自己永恒的悲观论点，而价值投资者开始低价收购资产。

阶段的演变，伴随着中间人群的摇摆。因为最初的狂热者往往是一直持有资产，因此对资产价格不产生影响。资产价格由边际决定。而边际由中间人群的认识决定。这种方法的缺陷在于，阶段 3 和阶段 4 难以区分——因为每个人都无法看到全景信息，都只能看到自己想要的信息。

四、供需估值法

对于绝大多数非生产性资产，比如铜、石油而言，供需是动态的。往往出现供应紧张——价格上涨——供应增加的情况。动态的场景难以使用这种方法估值。

对于房地产、加密货币、黄金等资产，供应是相对静态的。因此可以从需求的角度估值。关键在于计算未来需求的规模。

例如，以太坊的需求可以和智能合约的增长联系起来。

这个方法的缺陷是，难以判断未来估计的需求有多少已经反映在现在的价格上。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A2506 室
电话：0562-5819717



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。