

市盈率分析的认识误区及市场改进措施 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/246/2021_2022__E5_B8_82_E7_9B_88_E7_8E_87_E5_c33_246807.htm

市盈率是市场投资价值分析重要而富有争议的指标。目前人们对市盈率分析普遍存在八大误区。在分析市盈率认识误区的基础上，对中国证券市场市盈率水平进行了简单判断。认为我国沪深市场平均市盈率水平的确过高，并分析了市盈率较高的原因及市场改进措施。自今年初以来，市盈率指标与市盈率水平的高低已成为学术界与投资界广泛争议的问题。在争议开始时，上证指数从2100点急剧下降至1890点，但讨论稍微降温，上证指数又回升至2100点高位并创出历史新高，这似乎给这场争论进行了总结。但是，在这场争论中，对市盈率指标的分析存在许多认识误区，有必要进行深入的理论分析，使人们对市盈率及市盈率分析指标有更加正确的认识。

一、市盈率及市盈率分析的意义

市盈率(P/E)又称市价收益比率，它表示股票投资从公司收回的一定期限。例如，市盈率为20倍的股票，假设每股税后利润保持不变且都以现金股息形式回报股东，则该股票投资可在20年后全部收回。由于市盈率的倒数被认为是市价收益率，因而市盈率就成为比较股票投资相对价值高低的重要指标。市盈率的计算公式为：
$$\text{市盈率(P/E)} = \frac{\text{股票市价}}{\text{每股税后利润}}$$

市盈率分析指标分为市盈率I、 两种。市盈率I以上年实现的每股税后利润计算，市盈率 以本年度预测的每股税后利润计算。由于市盈率 包含了一定的预期收益，因而市盈率 的实际分析意义要大于市盈率I。假设资本市场有效，股票市价与股票内在投资价值一致。当公司税

后利润以一定的成长率(g)持续成长并以现金股利形式回报股东时，根据股票内在价值的股息定价法，则公司股票市价为： $P = \frac{D_1}{r - g}$ 。式中， D_1 为预期本年实际收入的现金股利， r 为投资者要求的报酬率。投资者要求的投资报酬率由股票投资的无风险报酬率(r_u)与风险报酬率[$(r_m - r_u)$]构成，即 $r = r_u + \beta(r_m - r_u)$ 。股票的风险系数(β)越高，则股票市价越低；反之，股票的风险系数越小，股票市价就越高。由于预期本年实际收入的现金股利取决于公司每股税后利润、分配政策和国家对股息的税收政策，即： $D_1 = E_1 f (1 - T)$ 。式中， E_1 为预期本年度每股税后利润， f 为股利支付比率， T 为现金红利的所得税率。由于 f 、 T 均大于0而小于1，因此，预期本年实际收入的现金股利应小于或等于每股税后利润。将其代入股票市价计算公式，则有： $P = \frac{E_1 f (1 - T)}{r - g}$ 。因此，市盈率可用下式表示。分析上式可以看出，影响市盈率的主要因素是公司成长率(g)、投资者要求的投资报酬率(r)、公司分配政策即股利支付比率(f)及股息所得税率(T)。其中最重要的影响因素是公司成长率(g)与投资者要求的投资报酬率(r)，也就是说，公司盈利的增长潜力和投资者要求的投资报酬率是影响市盈率的最重要的因素。由于市盈率的分子即每股市价为时点指标，一般采用当日收盘价，而分母即每股税后利润为时期指标，通常以年度每股税后利润计算，再加上每股市价并非总是围绕股票内在价值波动，因而股票市盈率也总是处于不断变化之中。当股票市盈率较低时，一方面说明股票具有相对较高的投资价值，但另一方面也有可能说明公司发展前景欠佳，对投资者缺乏吸引力。当股票市盈率较高时，一方面说明股票具有较高的风险，但另一方面也可能说明投资者对公司发展前景看好。因此，很多学

者反对用市盈率指标评价与衡量股票的投资价值。对股票投资价值进行判断，除使用市盈率指标外，还可以使用每股净资产、净资产收益率、每股税后利润、每股现金红利、公司成长率等指标。但是，这些指标均只能从一个侧面进行间接反映。因此，尽管市盈率还存在众多的局限与不足，但市盈率结合了股票市场价格波动，更便于从相对水平和横向比较方面判断评估指标，在对不同市场、不同国别、不同行业 and 不同企业的横向比较中具有难以替代的作用，因而，进行市盈率的分析比较仍然具有十分重要的意义。

二、市盈率分析的认识误区

误区之一：市盈率水平高低的判断标准为利息率的倒数。目前，许多经济学家和投资分析家认为，证券市场市盈率高低的判断标准可以用利息率的倒数或者扣除利息后的利率的倒数来进行评价与判断，并认为我国目前一年期银行存款利率为2.25%，扣除税收后仅为1.8%，因而其标准市盈率应为55.6倍，因此，中国证券市场平均60倍的市盈率仍可接受。但是，这种观点至少存在四个问题：第一，投资者要求的报酬率绝不是利息率。投资者除要求得到无风险收益率外，还应包括风险报酬率，而在无风险报酬率较低时，投资者要求的风险报酬率可能是最主要的因素。例如，美国证券市场1929-1990年共63年期间，投资者得到的平均风险溢酬

(r_{mru})达到8.4%。第二，即使不考虑风险溢酬，用一年期利率评判长期投资的股票投资价值也缺乏理论依据。股票投资价值判断应该使用长期利率而非短期的一年期利率。第三，银行存款利率不等于无风险收益率。无风险收益率一般使用短期国债收益率来替代，而非采用短期银行存款利率来替代。银行存款利率虽然与无风险收益率接近，但它们之间存

在本质差别。第四，股票市盈率虽然与银行存款利率存在紧密联系，但从根本上来看，决定市盈率水平高低的主要因素是未来收益的预期和投资者要求的报酬率，而非银行存款利率，更不是一年期银行存款利率。误区之二：新兴市场的股票市盈率应该高于成熟市场的股票市盈率。很多学者认为，中国证券市场属于新兴市场，其市盈率平均水平不能与美国纽约等成熟市场比较，我国证券市场的平均市盈率水平应该允许高一些，或者说，中国证券市场平均市盈率水平相对较高是正常的。从美国纽约市场1928-1998年共计71年的统计来看，其股票市场市盈率基本上没有超过25倍，其中，平均市盈率不到10倍的有12年，10-15倍的有26年，15-20倍的有26年，20-25倍的有6年，市盈率在25倍以上的仅有1年时间。确实，成熟市场的市盈率水平相对较低，大体在20-25倍左右，有的甚至更低。但以中国证券市场是新兴市场为理由，其市盈率水平就可以高一些我认为是值得讨论的。中国证券市场90年代初才起步，在1994年7月深沪两市上市企业规模尚不足200家，但当时上海市场平均市盈率仅为12.65倍，深圳市场平均市盈率仅为7.22倍。到1996年4月，随着证券市场进一步发展，上海市场平均市盈率也只有29.88倍，深圳市场平均市盈率也仅有14.39倍。而1999年5月18日，沪深两市的平均市盈率也不过为27.32倍和28.23倍。因此，认为新兴市场的股票市盈率可以相对较高的结论是不能成立的。如果说，新兴市场因为其公司成长率较高而可以容忍相对较高的市盈率则是另一个问题。误区之三：可流通股比例较低将导致股票市盈率上升，或者认为流通股比例低可允许较高市盈率水平的存在。有学者认为，中国证券市场由于历史的原因存

在国家股、法人股、内部职工股、社会公众股，其中国家股、法人股未能上市流通，而上市流通的社会公众股仅占总股本的1/3，这将严重影响股票供求关系。这是上市流通的股票平均市盈率水平相对较高，而非上市流通的国家股、法人股其市盈率则相对较低的主要原因。如果说这种观点是对中国证券市场现行不规范情况的说明或描述还算正确，但从理论分析来看，这种观点是无法成立的。首先，证券市场股票平均市盈率水平与流通股比例没有必然联系。众所周知，20世纪90年代末期以来，我国证券市场随着转配股等历史问题的解决，流通股占总股本的比例是逐年上升的，但市场的平均市盈率水平不仅没有下降，反而进一步上升，以流通股比例较低说明市盈率水平可以相对较高显然与事实不符。其次，我国国家股、法人股等历史遗留问题终将得到解决。历史遗留问题的进一步解决与市盈率水平的降低，这两者之间并不存在客观必然的联系。再次，社会公众股与国家股、法人股在股东权益上并无差别，按照同股同权同利的原则，以流通与非流通说明股票投资的相对价值显然违背了经济学的基本常识。因此，只能认为由于流通股比例较低，推动了二级市场的投机炒作，从而导致上市流通的社会公众股平均市盈率较高。误区之四：市盈率可以在不同企业、不同行业之间比较。有的学者认为，不同企业、不同行业之间的市盈率水平相差悬殊表明证券市场投机盛行，这不是成熟市场的正常现象。也就是说，市盈率水平可以在不同企业、不同行业之间进行横向比较。这种认识显然不完全正确。首先，不同企业、不同行业的成长率存在很大差异。成长率较高的企业和行业存在较高的市盈率水平是一种正常现象，而成长率较低

甚至衰退的企业或行业，其市盈率水平理应较低。在我国证券市场中，市盈率水平存在的问题一方面不是差别过大而是差别太小，另一方面是没有反映企业和行业的成长性。

以2000年11月30日上海市场为例，市盈率水平最高的三个行业分别是房地产(80倍)、机械(76.5倍)、商贸旅游(74.3倍)，市盈率水平最低的行业分别是家电(35.7倍)、冶金(37.5倍)、造纸印刷(41.8倍)。其次，不同企业的规模不同，其预期的收益成长率也不同。一般而言，规模较大公司的预期成长率一般小于规模较小公司的预期成长率，因此，我国小规模公司的市盈率水平高于大规模公司市盈率水平也是正常的，只是这种差别在我国市场反映过度而已。再次，不同企业所处的生命周期不同，其预期收益成长率也存在差异。例如，我国市场的家电业和冶金业已处于相对饱和阶段和成熟阶段，因而其平均市盈率水平相对较低。一些绩优公司由于大部分处于成熟阶段，因而，其平均市盈率水平也相对较低。所以说，市盈率的横向比较必须结合企业或行业的成长率进行评价，而不能单独采用市盈率指标评价。

误区之五：我国市场平均市盈率水平与日本和纳指比较不算太高，或者认为与美国比较已经偏高。有学者认为，我国证券市场平均市盈率水平60倍，与日本和纳指相比还不是很很高；也有学者认为我国证券市场平均市盈率水平与西方国家相比已经很高。这种比较是没有意义的。市盈率是一个动态指标，随时在改变，关键是我们与日本、与纳指、与美国纽约什么时点的市盈率比较。有些学者认为，日本在1987年的市盈率水平达到100倍，相比之下，我国证券市场平均水平不是高而是低了。但是，当时日经指数接近4万点，当泡沫消失后，日经

指数长期徘徊在14000点左右，对日本经济产生了严重的不良影响，而从1992年开始，日本市场平均市盈率水平就已经下降至40倍以下。而纳指2000年以来的暴跌也使其市盈率水平下降过半。如果与美国纽约市场比较，我国证券市场市盈率水平确实偏高。但是，中国经济增长处于高速成长期，预期这种高速成长仍将维持较长一段时期。考虑中国经济高速成长的因素，也许这种市盈率水平并非人们想象那样高得难以承受。 100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com