

研究报告

RESEARCH REPORT

股市市盈率中外比较研究

市场研究小组



深圳证券交易所综合研究所

2007.07.30 深证综字第 0155 号

内 容 提 要

为从全球视野分析研究我国深沪市场市盈率总体水平的高低及其变化情况，本文在分析海外主板样本市场、海外二板样本市场、我国深沪市场整体市盈率水平、行业市盈率水平、市盈率波动状况的基础上，将我国深沪市场市盈率状况与上述海外样本市场的市盈率状况进行了比较研究。有关研究内容和结论如下：

1. 以美国纽约交易所、韩国交易所、香港交易所和台湾交易所为代表的海外主板市场，其市盈率状况的主要特征为：

(1) 从指数样本股加权市盈率 (PE 值) 的高低看，1990~2006 年 17 年间，台湾 PE 均值最高，接近 30 倍；香港最低，略超过 15 倍；美国纽约和韩国居中，分别为 19.86 倍和 16.17 倍。

(2) 从 PE 值的波动看，同期香港、纽约、韩国市场 PE 值波动区间分别为 10~27 倍、12~31 倍和 10~35 倍，波动幅度相对较小；台湾市场 PE 值波动区间为 13~55 倍，波动幅度较大。

(3) 从行业分类看，具有本土经济发展优势的行业 PE 值相对较高：纽约市场的 IT、生物制药、医疗保健、电讯等高科技行业及化工、半导体等传统优势行业 PE 值较高，香港电讯、贸易、金融服务和交通运输业 PE 值较高，台湾制造业、IT、金融服务业 PE 值较高，韩国制造业、电子及半导体工业、金融服务业 PE 值较高；

(4) 以上述市场的成份股作为样本股研究发现：样本股 PE 算术均值高于加权均值，这说明上述市场普遍存在着大盘股折价现象。

(5) 从 PE 的倒数即年投资总体回报率与无风险利率的偏离值看，在样本期间 (1990~2006 年)，纽约、日本、韩国市场的投资者获得了投资超额回报，台湾市场出现了超额回报率为负即投资总体回报率低于无风险利率的情况。

2. 以美国 NASDAQ、韩国 KOSDAQ、香港创业板、台湾 OTC 市场为代表的海外二板市场市盈率状况的主要特征为：

(1) 从指数样本股加权 PE 值的高低看，NASDAQ、KOSDAQ、香港创业板的 PE 均值分别为 45 倍、30 倍、43 倍，都高于本国 (或地区) 主板市场的 PE 均值；1997~2006 年，台湾 OTC 市场的 PE 均值为 27 倍，略低于同期主板的 PE 均值。

(2) 从 PE 值的波动看, NASDAQ、KOSDAQ、香港创业板和台湾 OTC 市场的 PE 值波动区间分别为 10~60 倍、10~38 倍、22~39 倍和 7~43 倍, 均高于本土主板市场 PE 均值的波动幅度。

(3) 从行业分类看, NASDAQ 的 IT、通讯、生物制药和医疗保健 PE 值较高, KOSDAQ 的 IT 业 PE 值较高, 香港创业板的生物制药、医疗保健和公用事业 PE 值较高, 台湾 OTC 市场电子、半导体和旅游休闲业 PE 值较高。

(4) 以上述市场的成分股作为样本股研究表明: 除 KOSDAQ 外, 其他三个市场样本股 PE 算术均值高于加权均值, 这说明上述其他三个市场普遍存在大盘股折价现象, 其中香港创业板市场最为明显。

(5) 就投资总体回报率与无风险利率的偏离值比较而言, 海外二板样本市场的年投资总体回报率与对应的无风险利率水平之间存在偏离, 其中美国和台湾二板市场的投资超额回报率为正, 而香港和韩国二板市场则相反。在样本期间, 同一地区内二板与主板市场的超额回报率并不一致。其中美国和韩国二板市场的超额回报率低于其对应的主板市场, 而台湾二板市场的超额回报率则高于其主板市场。这表明, 投资于二板市场并不一定就能获得比主板市场更高的收益。

3. 我国深沪市场市盈率状况的主要特征为:

(1) 从 PE 的高低看, 1993~2006 年, 深市按深证成份指数成份股计算的 PE 加权均值为 33.28 倍, 沪市按上证综合指数股计算的 PE 加权均值为 33.46 倍, 均超过前述海外主板样本市场的 PE 加权均值, 其中高于香港主板市场 PE 均值的一倍以上。2007 年 8 月深沪市场 PE 加权均值分别为 58.4 倍和 59.3 倍, 表明其市场整体价值已全面高估。

(2) 从 PE 的波动看, 1993~2006 年, 深沪 PE 值的波动区间分别为 9.8~58.75 倍和 15.7~59.14 倍, 波动系数依次为 4.99 和 2.76, 均远超过前述海外主板样本市场 PE 的波动范围。

(3) 从行业分类看, 以 2007 年 8 月为例, 深沪股市电子、通讯设备、航天、酒店旅游、饮料、铁路物流等行业公司 PE 偏高, PE 值均超过 50 倍; 钢铁、有色金属、电力、能源等行业公司 PE 较低, PE 值不足 30 倍。

(4) 从股本规模看, A 股市场不同股本规模的 PE 存在较大差异, 以大盘蓝筹股为样本的上证 50 和上证 180 指数的 PE 值均低于市场平均水平, 大盘股普遍存在着折价现象; 中小企业板和深沪主板小盘股 PE 值高于市场平均水平, 拥有相对

较高的估值溢价。

(5) 就投资总体回报率与无风险利率的偏离值比较而言, 1993~2006年, 深沪市场投资总体回报率均值分别为3.86%和3.31%, 均低于同期我国一年期存款利率均值4.49%, 表明深沪股市投资者在总体上并没有获得长期超额回报。和海外主板市场比, 无论是海外成熟市场还是新兴市场, 股票投资总体回报率大都高于对应的利率水平, 投资者大都能获得超额回报。而我国深沪股市偏低的投资回报率在一定程度上间接反映了我国股市平均估值水平相对较高。

关键词：中外股市 股票估值 市盈率 比较研究

目 录

一、海外主板市场市盈率状况分析	1
(一) 海外主板样本市场整体市盈率水平分析.....	2
(二) 海外主板样本市场市盈率波动分析.....	3
(三) 海外主板样本市场的行业市盈率水平分析.....	5
(四) 海外主板样本市场不同股本规模板块市盈率水平比较.....	6
(五) 海外主板样本市场不同利率环境下的市盈率水平比较.....	7
二、海外二板市场市盈率状况分析	9
(一) 海外二板样本市场整体市盈率水平分析	10
(二) 海外二板样本市场市盈率波动分析	11
(三) 海外二板样本市场的行业市盈率水平分析	12
(四) 海外二板样本市场不同股本规模板块市盈率水平比较	14
(五) 海外二板样本市场不同利率环境下的市盈率水平比较	16
三、我国深沪市场股票市盈率状况分析	17
(一) 我国深沪市场总体市盈率水平分析	17
(二) 我国深沪市场市盈率波动分析	19
(三) 我国深沪市场行业市盈率水平分析	20
(四) 我国深沪市场不同股本规模板块市盈率水平比较	22
(五) 我国深沪市场不同利率环境下的市盈率水平比较	23
四、股市市盈率中外比较研究	25
(一) 股市总体市盈率水平中外比较分析	25
(二) 股市总体市盈率波动中外比较分析	26
(三) 股市行业市盈率水平中外比较分析	28
(四) 中外股市不同股本规模板块市盈率水平比较	28
(五) 股票 PE 值与股价指数的关系分析	30
(六) 股市 PE 值与利率水平的关系分析	32
五、附件	33
(一) 机构、相关人士和媒体对美国 and 香港市场估值水平的重要评价和争论	33
(二) 机构、相关人士和媒体对国内深沪市场估值水平的重要评价和争论	35
参考文献	38

作为上市公司股价与其每股收益（或盈利）比较的市盈率（PE）指标，其本来含义是表示购买一定公司盈利水平下的一定价格的股票的投资回收年限，用来测量股票的投资收益与风险的高低。在实践中，市盈率定价法演变成了一种股票估值模型，既用来测量或比较不同时期同一市场、同一行业、同一上市公司股票相对估值水平的高低，也用来测量或比较同一时期不同市场、同一市场不同行业、同一行业不同上市公司股票相对估值的差异。世界发展银行等许多国际组织、机构和广大投资者，都使用市盈率指标来分析研究股市或个股的相对估值状况及其相关情况。

从全球的视野分析研究我国深沪市场市盈率总体水平的高低及其变化情况，本文在分析海外主板样本市场、海外二板样本市场、我国深沪市场整体市盈率水平、行业市盈率水平、市盈率波动状况的基础上，将我国深沪市场市盈率状况与上述海外样本市场的市盈率状况进行了比较研究。

需要指出的是，影响市盈率即影响股票估值的因素很多，如公司因素、市场因素、环境因素等，并且这些因素处在不断的变化之中。受这些因素及其变化的共同影响，不同时期的同一市场或同一股票、同一时期的不同市场或不同股票，其市盈率都表现出明显的甚至巨大的差异性。对于这种差异性，人们的看法往往截然不同。有的人将市场或个股的高市盈率看成是其高风险的标志，认为高市盈率表明市场或个股价值高估；有的人将市场或个股的高市盈率看成是其高成长性的标志，表明投资者看重市场或上市公司的未来成长性。股票市场是一个差异性市场，这种截然不同的看法可能都有相应的理由支撑。本文并未介入这种看法的讨论，仅仅是用数据说话，客观、真实地揭示了我国深沪市场市盈率水平高低、波动状况及其与海外样本市场的比较情况，为全面认识我国深沪市场的市盈率或估值状况提供事实依据。¹

一、海外主板市场市盈率状况分析

基于市场规模性、交易活跃性、代表性、可比性和相关数据易得性，本部分

¹ 本课题研究分工情况如下：肖立见：负责课题设计、总纂并撰写引言和内容提要；张晓凌：撰写海外主板市场市盈率状况分析；余坚：撰写我国深沪市场市盈率状况分析并协助总纂；王晓津：撰写海外二板市场市盈率状况分析、股市市盈率状况中外比较研究；蒋学跃、刘钊等撰写：附件（一）、（二）。

选择美国纽约证券交易所、韩国证券交易所、台湾证券交易所和香港联合交易所作为海外主板市盈率比较的样本市场。其中韩国和台湾代表新兴市场，美国和香港代表成熟市场。²

（一）海外主板样本市场整体市盈率水平分析

表 1 显示了 1990~2006 年美国、韩国、台湾、香港主板样本市场的市盈率变化情况。其中：纽约为标普 500 成份股加权市盈率³，香港为恒生指数成份股加权市盈率，韩国为综合指数成份股加权市盈率，台湾为 TAIEX 成份股加权市盈率。

表 1 海外主板样本市场历年市盈率水平（1990~2007 年 3 月）

年份	纽约	韩国	香港	台湾
1990	12.14	14.40	10.76	55.91
1991	15.08	13.30	9.92	31.11
1992	16.06	11.70	13.01	32.05
1993	16.15	11.40	13.15	22.85
1994	14.71	14.10	21.59	39.71
1995	13.89	17.90	11.44	21.31
1996	15.71	10.98	16.69	29.01
1997	18.58	10.12	12.10	27.04
1998	21.88	27.77	10.66	26.14
1999	25.13	34.63	26.73	47.73
2000	22.85	15.34	12.80	14.84
2001	31.06	29.29	12.18	41.57
2002	29.00	15.61	14.89	41.77
2003	27.88	10.06	18.96	24.76
2004	20.44	15.84	18.73	12.58
2005	18.85	10.98	15.57	17.55
2006	18.16	11.40	17.37	18.66
2007 年 3 月	17.66	11.62	15.97	18.71
均值	19.74	15.91	15.14	29.07

资料来源：台湾证券交易所。注释：纽约以 S&P500 市盈率表示。

² 2005 年以来摩根斯坦利公司编制大摩指数（MSCI）时将香港市场由新兴市场划归到成熟市场行列。

³ S&P500 为纽约交易所、纳斯达克、美国证券交易所三个市场的样本股指数，其中纽约交易所股票市值的 80% 被归并在 S&P500 样本股总市值之中，道·琼斯工业指数成份股的 90% 也纳入到了 S&P500 样本股之中。因此，尽管 S&P500 指数不是纽约交易所一个市场的指数，但它却可以反映纽约交易所股票走势的总体状况，甚至比道·琼斯工业指数更具代表性。所以，本文用 S&P500 指数而不是用道·琼斯工业指数来反映纽约交易所的总体估值水平。

海外主板样本市场市盈率状况具有以下特点：

第一，样本市场 PE 的均值存在差异。1990~2006 年的 17 年间，台湾的 PE 均值最高，将近 30 倍；香港的 PE 均值最低，略超过 15 倍；美国和韩国居中，分别为 19.74 倍和 15.91 倍。

第二，新兴市场 PE 均值的差异大于成熟市场。作为成熟市场的美国、香港之间的 PE 值相差较小，而作为新兴市场的台湾、韩国之间的 PE 值差异显著。

第三，成熟市场与新兴市场之间，美国、香港与韩国市场的 PE 值差异较小，与台湾市场差异较大（超过 50% 以上）。

（二）海外主板样本市场市盈率波动分析

海外主板样本市场市盈率波动主要有以下特点：

1. 波动范围。纽约和香港的 PE 波动范围较小，韩国和台湾的 PE 波动范围较大。同时这些市场 PE 值的下限较为接近，都在 10 倍附近；但 PE 值的上限则相差较大，分布在 26~55 倍的区间。从 PE 值时间分布上看，1990~2006 的 17 年间，美国、韩国和台湾有 10 年的时间低于均值，而香港则有 13 年的时间低于均值（见表 2 和图 1）。

表 2 1990 年至 2006 年主板样本市场 PE 描述性统计

指标	纽约	韩国	香港	台湾
均值	19.74	15.91	15.14	29.07
中值	18.37	13.70	14.02	26.59
最大值	31.06 (2001)	34.63 (1999)	26.73 (1999)	55.91 (1990)
最小值	12.14 (1990)	10.06 (2003)	9.92 (1991)	12.58 (2004)
波动系数	1.56	2.44	1.69	3.44

2. 波动系数（PE 最大值与最小值之差与最小值之比）。纽约、香港股市 PE 波动明显小于韩国和台湾。其中，纽约的 PE 波动系数还不及台湾的一半。

3. 波动趋势。海外主板样本市场之间的 PE 走势并不完全一致，但部分市场的 PE 波动在某一时期呈现出较为明显的趋同性。主要表现在：样本市场 PE 的最高值和最低值出现的时间并不一样，纽约股市 PE 的最低值出现在 1990 年，而同年正是台湾股市 PE 的最高值；韩国股市的 PE 在 1999 年达到最高水平，然后在 2003 年出现了最低值。分析还表明，1993~2000 年间香港和台湾股市的 PE 走势

呈现出较强的趋同性，这种趋同性不仅表现在两个市场 PE 的波动方向上，而且还体现在其波动幅度上。此外，2003 年以来，美国和香港股市的 PE 走势趋于一致，市场间 PE 值的差别也在缩小。

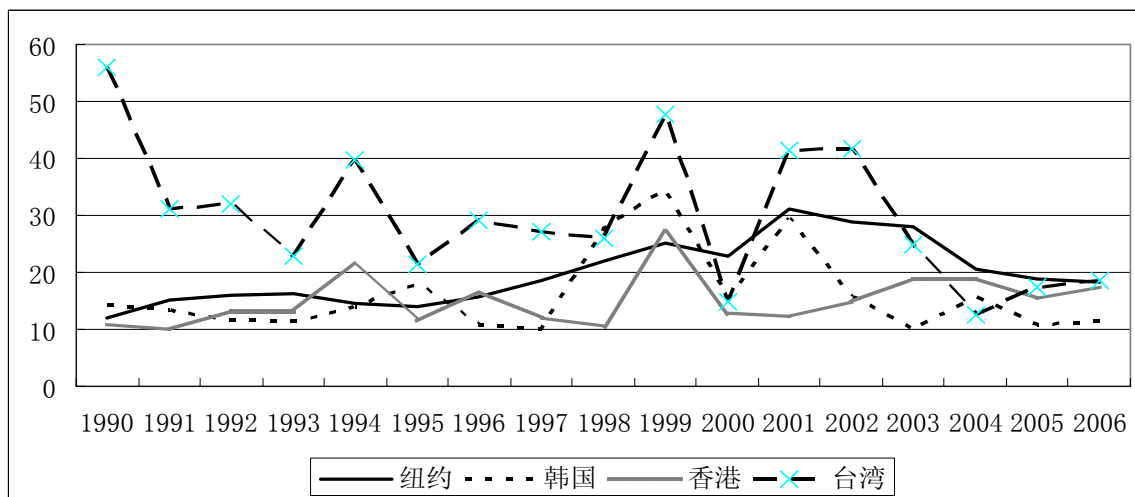


图 1 海外主板样本市场 PE 值波动变化

4. 波动频率。成熟市场之间较为一致，新兴市场之间存在差异。1990~2006 年，美国和香港市场上升和下降的频率较为一致，都是上升的频率超过下降的频率；台湾市场是上升的频率与下降频率相当，韩国市场则是下降频率超过上升频率。

表 3 海外主板样本市场 PE 上升和下降年份统计

市场	上涨的年份数	下降的年份数
纽约	9	7
韩国	7	9
香港	9	7
台湾	8	8

5. 波段长度。成熟市场 PE 的波段长度大于新兴市场，且相对平滑。图 1 显示：美国股市 PE 的波段长度最长，最容易辨认，1990~2000 年（共 11 年）为缓慢上升期，2001~2006 年（共 5 年）为缓慢下降期；香港股市的 PE 波动大致分为三个阶段，即 1990~1994 年（共 5 年）的缓慢上升阶段、1994~1998 年（共 4 年）的下降阶段和 2000~2006 年（共 7 年）的上升阶段；韩国和台湾股市的 PE 波动频繁，难以确定其波段长度，而且其上升和下降阶段呈现出明显的短而陡峭的特征。

（三）海外主板样本市场的行业市盈率水平分析

在此，我们选择了各市场的有关成份股作为样本股进行行业市盈率的分析。选择样本股的标准是：第一，样本股具有较强的代表性；第二，各市场间样本股具有较强的可比性；第三，样本股具有较高的市值覆盖率和较强的流动性，可以较好地代表该市场的整体市盈率水平和投资者的认同程度。基于此，下面分别选择了 NYSE100、台湾 50、KRX100 和香港恒生指数的成份股作为样本股（见表 4、5）。

表 4 样本市场上样本股基本描述

指标	NYSE U.S.100	台湾 50	KRX 100	香港恒生指数
样本股的数量	100	50	100	36
样本股市值比重（%）	48.97	50.56	53.61	27.02

样本市场行业 PE 值的特征如下：

第一，纽约、香港市场的优势产业定价水平较高。研究表明，即使美国和香港市场样本股的 PE 值差异并不显著，但特定行业两个市场的 PE 水平仍存在差异。而这种行业差异与两个地区产业结构的差异有着较为明显的关系。纽约市场的 IT、生物制药和医疗保健、电讯等高科技行业以及化工、半导体等传统优势行业，其 PE 均值超过了其他市场，也超过了美国市场的整体水平。香港的电讯、贸易、金融服务和交通运输行业的 PE 值较高，超过了 20 倍，高于该市场的整体水平，其中贸易和金融行业的 PE 值高于美国。而这两类行业正是香港具有本土技术和规模领先的优势产业。

第二，韩国、台湾主板市场的消费升级类产业和政府重点支持的产业定价水平较高，这可能跟其产业政策的取向和产业结构的变动有关。台湾主板市场的 IT 和金融服务行业的 PE 值不仅高于该市场的整体水平，而且是其他市场同行业 PE 值的 2~3 倍。台湾的制造业估值虽然不及该市场的整体水平，但仍然在国际市场中居于较高水平。韩国主板市场的医疗保健、生物技术、制造业和 IT 类上市公司的市盈率较高，而这些行业有些是韩国政府重点支持行业。

表 5 样本股的行业 PE 值

行业	NYSE		香港		台湾		韩国	
	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
IT 类	19.56	18.1	N/A	N/A	34.58	16.49	12.59	N/A
半导体或电子工业	18.65	18.65	12.28	12.28	12.73	12.99	10.77	N/A
医保和生物制药	26.25	23.05	N/A	N/A	N/A	N/A	21.01	N/A
制造业	17.11	17.20	N/A	N/A	17.38	15.05	12.14	N/A
能源或公用事业	13.64	10.95	13.10	12.28	14.53	14.53	10.97	N/A
电讯	25.22	18.6	20.73	22.82	11.64	11.21	10.02	N/A
贸易	17.85	18.7	30.37	25.74	N/A	N/A	N/A	N/A
传媒	17.5	16.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
旅游休闲	14.6	14.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
金融服务	12.52	12.1	27.11	19.44	36.66	17.58	9.99	N/A
综合	17.16	17.9	20.43	15.14	N/A	N/A	N/A	N/A
交通运输	17.47	17.8	20.18	19.32	N/A	N/A	14.60	N/A
地产	N/A	N/A	12.96	12.74	N/A	N/A	N/A	N/A
样本市场 PE 值 (算术平均)	18.25	16.7	21.08	16.78	24.38	15.1	10.52	N/A

注：由于各样本市场对行业划分略有差异，我们在此进行了必要的合并和调整。将“消费品”、“工业品”和“基础材料”归于“制造业”，“其他类”归于“综合类”。“金融服务”则包括保险、证券和银行。“IT”类则包括电脑硬件、软件、互联网等 IT 细分产业。

第三，不同市场的行业 PE 值波动差异明显。首先，成熟市场占有优势的行业，其 PE 波动范围有差异。例如，IT 和金融行业：美国和香港市场的 PE 波动范围较小，多集中于 10~20 倍的区间，而台湾市场该行业的 PE 波动范围较大，有高于 100 倍的公司；电讯行业：美国和台湾的 PE 多集中于 10~20 倍的区间，而香港的 PE 值则分布于 1~30 倍的区间；综合行业：美国的 PE 值都集中于 10~20 倍的范围，而香港的 PE 值波动区间较大，分布于 1~100 倍的区间。其次，在制造业，包括成熟市场和新兴市场的 PE 波动范围都较为集中。美国和台湾市场的样本股中，将近 80% 的公司 PE 值分布在 10~20 倍的波动区间，而且没有 PE 值高于 50 倍的公司。这表明，投资者对这一领域的上市公司估价较为一致和理性。

（四）海外主板样本市场不同股本规模板块市盈率水平比较

海外主板样本市场不同股本规模板块市盈率水平具有以下特点：

第一，在所有的样本市场，样本股的 PE 算术平均值高于加权平均值。由于加权平均值是用股票的市值作为权重计算的，这一现象说明样本股普遍存在着大盘

股折价现象。同时，台湾市场上样本股 PE 的加权平均值与算术平均值相差很大，这表明台湾样本股的规模效应显著，大盘样本股折价现象更为突出。而作为成熟市场的美国，其大盘样本股折价现象则不明显，这可能与该市场上的机构投资者主导指数投资有关。

表 6 各市场样本股的基本描述

指标	NYSE U.S.100	台湾 50	KRX 100	香港恒生指数
PE (加权平均)	17.97	22.58	10.52	19.71
PE (算术平均)	18.25	24.38	NA	21.08
PE (中值)	16.7	15.1	NA	16.78

注：数据统计区间为 2007 年 2 月 7 日至 13 日；加权平均是以市值为权重。

第二，在所有的样本市场，样本股 PE 的中值都低于其均值。台湾市场上的 PE 中值与均值相差最大，表明其样本股的 PE 分布不均。

第三，样本股 PE 值分布状况的分析表明，美国、香港和台湾样本股的 PE 值多集中于 10~20 倍这一区间。其中：美国、香港市场的 PE 分布更为集中；台湾市场 PE 分布较为分散，市盈率大于 50 的公司数量占比最多。

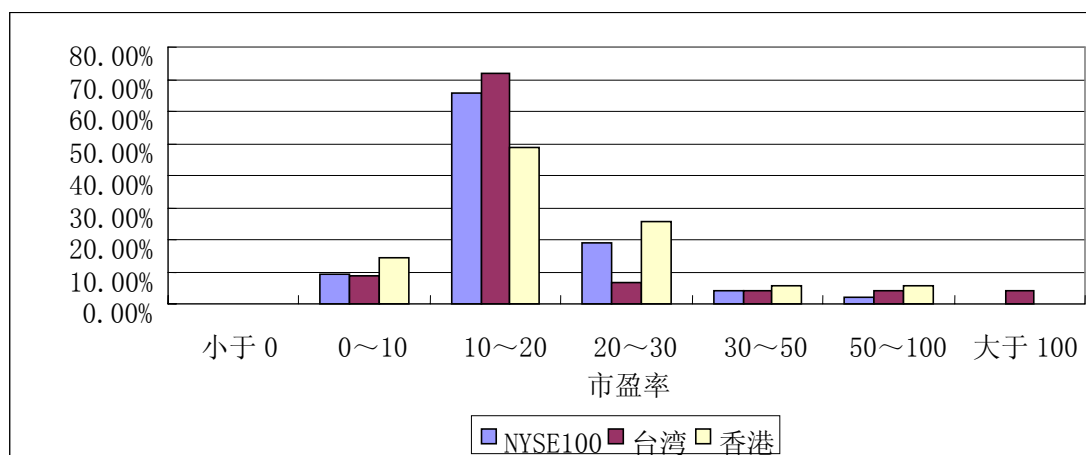


图 2 海外主板样本市场 PE 值分布图

（五）海外主板样本市场不同利率环境下的市盈率水平比较

市场利率代表了某一时点上金融市场的资金无风险回报水平。同一时期各国（或地区）的市场利率水平和走势不一致，将影响到各国（或地区）股市的投资回报水平。由于市盈率表示收回全部投资的年限，因此市盈率倒数（EP）可以代表某市场的年投资总体回报率。一般认为，股市的投资回报来自于两方面：一是

股息收入；二是股价波动带来的股本回报收入，也称资本利得收入。由于股价波动存在着不确定性，因此股本回报收入中包含了投资者要求的风险报酬（Risk Premium）。基于此，投资总体回报率，即 EP，可以分解为两个部分：股息回报率和包含风险溢价的股本回报率。理论上讲，投资总体回报率，应该高于一国（或地区）的无风险利率水平，而高出的这部分则被看作是投资的超额回报率。

表7 海外主板样本市场历年利率水平与 EP 值比较（1990~2006 年）（%）

年份	美国		香港		台湾		韩国	
	利率	EP	利率	EP	利率	EP	利率	EP
1990	7.00	8.24	N/A	-	N/A	N/A	N/A	N/A
1991	4.00	6.63	N/A	-	N/A	N/A	N/A	N/A
1992	3.00	6.23	4.00	7.69	N/A	N/A	N/A	N/A
1993	3.00	6.19	4.00	7.60	5.88	4.38	N/A	N/A
1994	5.50	6.80	5.75	4.63	6.00	2.52	N/A	N/A
1995	5.50	7.20	6.25	8.74	5.88	4.69	N/A	N/A
1996	5.25	6.37	6.00	5.99	5.38	3.45	N/A	N/A
1997	5.50	5.38	7.00	8.26	5.63	3.70	5.25	9.88
1998	4.75	4.57	6.25	9.38	5.13	3.83	3.50	3.60
1999	5.50	3.98	7.00	3.74	4.88	2.10	4.75	2.89
2000	6.24	4.38	8.00	7.81	5.00	6.74	5.25	6.52
2001	1.75	3.22	3.25	8.21	2.50	2.41	4.50	3.41
2002	1.25	3.45	2.75	6.72	2.00	2.39	4.25	6.41
2003	2.25	3.59	2.50	5.27	1.75	4.04	4.00	9.94
2004	1.35	4.89	3.75	5.34	2.13	7.95	3.50	6.31
2005	4.25	5.31	5.75	6.42	2.63	5.70	4.00	9.11
2006	5.25	5.51	6.75	5.76	3.13	5.36	4.75	8.77
均值	4.20	5.07	5.27	6.77	4.14	3.71	4.38	6.68

数据来源：利率水平来自各国或各地区中央银行官方网站，EP 根据前面表格资料计算。表中为一国或地区的基准利率作为无风险利率。

就长期均值而言，所有主板样本市场的年投资总体回报率与对应的无风险利率水平都存在偏离，且多数市场的 EP 高于对应的无风险利率。1990~2006 年间，美国、香港和韩国 EP 值高于本国的无风险利率水平，表明这些市场的投资者获得了高于平均水平的投资回报率；而台湾市场的 EP 值低于本地区无风险利率，表明其投资者获得的回报率偏低。一般而言，投资的超额回报率可以用年投资总体回报率与无风险利率的偏离值来表示。分析表明，1990~2006 年间，美国、香港、台湾、韩国主板市场的超额回报率分别为 0.87%、1.50%、-0.43% 和 2.30%，其中韩国的超额回报率最高，超额回报幅度达到该地区无风险利率的 53%，即 $(6.68-4.38)/4.38$ 。

表 8 海外主板样本市场历年超额回报率（1990~2006 年）（%）

年份	美国	香港	台湾	韩国
1990	1.24	N/A	N/A	N/A
1991	2.63	N/A	N/A	N/A
1992	3.23	3.69	N/A	N/A
1993	3.19	3.6	-1.5	N/A
1994	1.3	-1.12	-3.48	N/A
1995	1.7	2.49	-1.19	N/A
1996	1.12	-0.01	-1.93	N/A
1997	-0.12	1.26	-1.93	4.63
1998	-0.18	3.13	-1.3	0.10
1999	-1.52	-3.26	-2.78	-1.86
2000	-1.86	-0.19	1.74	1.27
2001	1.47	4.96	-0.09	-1.09
2002	2.2	3.97	0.39	2.16
2003	1.34	2.77	2.29	5.94
2004	3.54	1.59	5.82	2.81
2005	1.06	0.67	3.07	5.11
2006	0.26	-0.99	2.23	4.02
均值	0.87	1.50	-0.43	2.30

说明：超额回报率等于 EP 减同期无风险利率。

二、海外二板市场市盈率状况分析

根据统计，目前全球共有 36 家二板市场，这些二板市场的成立时间、市值规模、流动性等均有所区别。在本部分，我们按照以下标准来选择样本市场：第一，有 6 年以上的运作历史；第二，现有上市公司超过或接近 200 家；第三，与我国资本市场具有密切的联系或可比性；第四，数据的可获得性。基于此，我们选择了美国 NASDAQ、香港创业板市场、KOSDAQ 和台湾柜台市场（指台湾柜台买卖中心，不含兴柜市场）等四家二板市场作为重点分析的样本市场（其中纳斯达克为成熟二板市场，其他为新兴二板市场）和相应市场上的指数成份股作为成份股，收集了样本市场的历史市盈率数值，进行比较分析。

（一）海外二板样本市场整体市盈率水平分析

1997~2007 年纳斯达克综合指数成份股加权市盈率、香港标普创业板指数成份股加权市盈率、韩国 KOSDAQ 50 成份股加权市盈率、台湾 OTC 综合指数成份股加权市盈率的数据如表 9 显示。在所取的样本市场中，其整体市盈率状况的特征是：

第一，成熟二板市场的 PE 均值高于新兴二板市场。NASDAQ 的 PE 均值为 28.39 倍，略高于香港创业板，明显高于台湾 OTC 和韩国 KOSDAQ 市场的水平。

第二，新兴二板市场的 PE 均值存在明显差异。台湾 OTC 的 PE 均值为 20.99 倍，低于韩国 KOSDAQ 的 26.93 倍的水平。

表 9 NASDAQ、台湾 OTC 和 KOSDAQ 的 PE 走势（1997~2007 年 3 月）

年份	NASDAQ	台湾 OTC	KOSDAQ	香港创业板
1997	25.3	15.77	—	NA
1998	41.8	27.57	6.9	NA
1999	61.5	27.81	26.6	NA
2000	33.2	9.16	16.6	NA
2001	27.5	16.51	34.1	31.27
2002	22.3	13.10	30.3	22.45
2003	24.2	35.47	19	38.79
2004	10.2	11.79	33.9	28.65
2005	18.3	27.81	17.4	22.94
2006	24.4	22.77	42.6	21.86
2007	23.6	23.16	41.9	26.73
1997~2007 年 PE 均值	28.39	20.99	26.93	27.52
1997~2007 年主板 PE 均值	纽约	台湾	韩国	香港
	23.38	27.26	18.10	16.28

注：表中分别为 NASDAQ 综合指数、台湾 OTC 综合指数、KOSDAQ100 指数和香港创业板标普指数的 PE 值。

第三，同一地区的主板与二板市场的 PE 均值存在明显差异，且新兴市场主板与二板之间的 PE 均值差异更加显著。美国和韩国主板市场的 PE 均值明显低于对应的二板市场，幅度分别为 17.6% 和 32.79%；而台湾主板市场的 PE 均值则明显高于其主板市场的水平，幅度为 29.87%；香港创业板自 1999 年推出以来，尽管交投不够活跃，但其 PE 均值仍为 27.52 倍，大大高于同期香港主板市场 16.28 倍的 PE 均值。

(二) 海外二板样本市场市盈率波动分析

1997~2007 年海外二板样本市场的 PE 波动情况见表 10。由于香港创业板设立时间较短，和其他二板市场可比性较差，在此将其省略。

表 10 1997 年至 2007 年二板样本市场 PE 描述性统计

指标	NASDAQ	台湾 OTC	KOSDAQ
均值	28.39	20.99	26.93
中值	24.4	22.77	28.45
最大值	61.5 (1999 年)	35.47 (2003 年)	42.6 (2006 年)
最小值	10.2 (2004 年)	9.16 (2000 年)	6.9 (1998 年)
波动系数	5.03	2.87	5.17

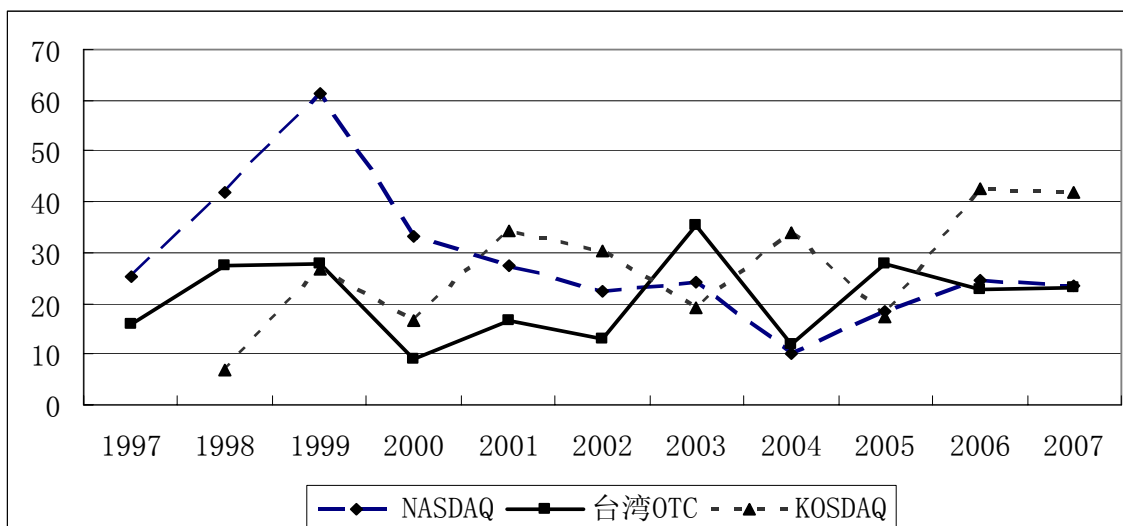


图 3 海外二板样本市场 PE 值波动变化

1. 波动范围。海外二板样本市场的 PE 波动范围较大，且大于主板市场 PE 的波动幅度。NASDAQ 市场的 PE 波动范围在 10~61 倍之间，多数年份在 20 倍以上，同时，11 年间有 9 年的时间低于均值；台湾 OTC 市场 PE 波动范围在 9~35 倍之间，11 年里有 5 年低于均值；KOSDAQ 在 7~43 倍的区间波动，有一半的年份低于均值。此外，如果与相应的主板市场比较，二板样本市场 PE 的波动范围远大于同期主板市场。

2. 波动系数。海外二板样本市场之间存在明显的差异。其中，NASDAQ 和 KOSDAQ 的波动系数较大，超过 5；而台湾 OTC 市场的波动系数仅为 2.87。

3. 波动趋势。海外二板样本市场之间的 PE 波动方向并不完全一致，但同一地区的主板和二板市场表现出一定的趋同性。表 10 显示，三个市场的最高值和最低值出现的时间并不一样，例如，NASDAQ 的 PE 最高值出现在 1999 年网络泡沫最盛的时期；台湾 OTC 市场 PE 的最高值出现在 2003 年；韩国 KOSDAQ 则是在 1998 年亚洲金融危机之后出现了 PE 的最低水平，然后在 2006 年达到了 PE 的最高值。此外，图 3 也显示，11 年来这三个样本市场的 PE 走势并没有呈现出明显的联动性。然而，分析表明，上述二板市场的 PE 都在 1999 年达到了一个相对高点，而在随后的一年里，这些市场的 PE 值都较上年大幅下跌，其中台湾 OTC 市场 PE 值下降幅度超过 60%。这表明，1999~2000 年的网络泡沫在这些市场都有所反映。如果再将海外样本二板市场和对应的主板市场进行比较，可以看出，同一地区主板和二板市场的 PE 走势具有一定的趋同性。例如 1999 以来的大多数年份，台湾主板和二板市场的 PE 值波动方向趋于一致。

4. 波动频率。海外二板样本市场之间的差异较为明显。NASDAQ 市场上涨和下降的频率恰好各为 50%，台湾 OTC 市场上涨的频率略高，KOSDAQ 市场则与台湾相反（见表 11）。

表 11 海外二板样本市场 PE 上升和下降年份统计

指标	上涨的年份数	下降的年份数
NASDAQ	5	5
台湾 OTC	6	4
KOSDAQ	4	5

5. 波段长度。三个市场存在较大差别，NASDAQ 市场的 PE 波段长度较易辨认。图 3 显示，在样本区间，NASDAQ 市场存在三个较为明显的波段，分别是 1997~1999 年（上升）、1999~2004 年（下降）和 2004~2007 年（上升）。进一步分析表明，NASDAQ 的 PE 上升波段短而陡峭，下降波段则较长，呈先陡峭后平滑的态势。而台湾 OTC 市场和韩国 KOSDAQ 市场由于 PE 值波动过于频繁而难以确认其波段的长度和数量，但可以粗略地观察到，这两个市场的 PE 值在上升和下降阶段都较为陡峭，且持续时间较短。

（三）海外二板样本市场的行业市盈率水平分析

尽管各国或地区的二板市场都定位为高成长性和高科技含量的中小企业服务，但

对上市主体的具体定位和选择重点方面并不完全相同，而这种有差异的定位可能会导致这些市场行业分布的差异性和投资者的投资取向，从而影响其行业 PE 水平。与主板的分析相对应，我们按照前述标准选择了 NASDAQ100 指数⁴、台湾 OTC 综合指数、KOSDAQ50 指数和香港创业板标普指数中的成份股作为分析样本（见表 12）。

表 12 样本市场基本情况描述

样本市场	NASDAQ	台湾 OTC	KOSDAQ	香港创业板
成立时间	1971	1994	1996	1999
上市公司数量	3133	531	963	198
样本公司数量	100	394	50	37
样本公司市值比重（%）	56.56	98.11	36.73	67.61

数据来源：各二板市场官方网站。注：上表数据统计区间为 2007 年 2 月 7 日至 12 日。以下同。

表 13 各市场行业 PE 的中值和均值比较（2007 年 2 月）

行业分类	NASDAQ		台湾 OTC		KOSDAQ		香港创业板	
	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
IT 类	50.43	37.05	23.16	17.8	37.67	10.10	24.24	15.59
半导体或电子工业	25.65	24.80	28.42	14.82	8.78	7.40	N/A	N/A
通讯	63.42	53.40	15.39	13.38	10.66	10.66	N/A	N/A
医保和生物制药	74.11	14.25	22.47	16.49	N/A	N/A	121.48	63.64
制造业	19.70	19.60	15.10	11.40	10.45	5.83	16.28	12.37
能源或公用事业	6.40	6.40	N/A	N/A	N/A	N/A	140.08	12.51
交通运输	35.90	35.90	27.23	11.73	38.40	38.40	N/A	N/A
贸易	25.16	24.36	12.98	12.44	N/A	N/A	9.68	8.25
教育传媒	17.00	17.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
旅游休闲	31.10	31.10	38.49	34.37	N/A	N/A	N/A	N/A
金融服务	N/A	N/A	16.59	13.83	3.20	3.20	1.55	1.55
材料类	N/A	N/A	16.47	8.63	N/A	N/A	15.80	15.80
其他	N/A	N/A	59.20	18.34	36.37	36.37	N/A	N/A
样本市场 PE	45.92	29.45	27.50	14.40	30.31	8.52	43.26	12.51

数据来源：Bloomberg。香港的“消费类”归于“贸易”中；台湾的“建材营建”归于“材料类”；PE 均值为算术均值。

⁴NASDAQ 综合指数包括了 NASDAQ 所有行业的所有国内外股票，而 NASDAQ 100 指数则包括了 NASDAQ 最大的 100 家非财务类股票，涵盖了电脑硬件、软件、通讯、生物、批发和零售等行业的主要上市公司。考虑到 NASDAQ 100 成份股的市值在 NASDAQ 市场总市值中的比重长期超过 50%，具有一定的代表性，同时这 100 家上市公司更能反映 NASDAQ 的行业特色和地位，加之数据的可获得性，因此在进行行业市盈率分析时，我们用 NASDAQ 100 来代替 NASDAQ 综合指数。

分析显示海外二板样本市场行业市盈率具有以下特征：

第一，同一样本市场内的行业间 PE 值差别较大。NASDAQ 市场，IT、通讯、医保类样本股的 PE 值明显高于均值，如医保类的 PE 均值为 74.11 倍；制造业、半导体和能源类样本股的 PE 值则显著低于均值，如能源类仅为 6.40 倍。香港创业板市场，能源和医保类样本股 PE 均值最高，都超过了 100 倍；但制造业、贸易和金融服务类样本股的 PE 值却较低，分别只有 16.28 倍、9.68 倍和 1.55 倍。台湾 OTC 和韩国 KOSDAQ 市场也大致如此。

第二，在高科技领域，不同二板市场间的同行业 PE 值差异较大。研究表明，在 IT、通讯、医保和生物等高科技领域，不同二板市场间的 PE 值差别较大。例如，香港创业板市场样本股的 PE 均值还不到 NASDAQ 市场的一半；医保和制药行业香港创业板和台湾 OTC 市场的 PE 值相差近 100 倍。通过对这些市场行业结构的进一步分析发现，每个二板市场的行业分布都或多或少地体现了本地区产业结构的特征，例如 NASDAQ 的 IT 行业、台湾 OTC 市场的电子工业、香港创业板市场的医保与生物制药行业，都是本国或地区具有优势的产业。

第三，不同二板市场之间以及同一地区的主板与二板市场之间的行业 PE 值存在着差异。首先，投资者对各二板市场上的制造业上市公司的认识较为一致，估值不高，PE 超过 50 倍以上的公司数量很少。交通运输业和贸易行业的情况也是基本如此。但是，美国和韩国二板市场上的 IT 行业 PE 均值大大高于其主板市场。而台湾主板市场的 IT 行业 PE 均值则远超过二板市场。其次，各主板与对应的二板市场之间制造业的 PE 值较为接近，除了 NASDAQ 市场略高于 NYSE 外，其余的二板市场都低于对应的主板市场（见表 14）。

表 14 二板市场之间的制造业、IT 行业 PE 比较（2007 年 2 月）

PE 均值	美国		台湾		韩国		香港	
	制造业	IT 业	制造业	IT 业	制造业	IT 业	制造业	IT 业
二板	19.70	50.43	15.10	19.27	10.45	37.67	16.28	24.24
主板	17.11	19.56	17.38	34.58	12.14	12.59	na	Na

（四）海外二板样本市场不同股本规模板块市盈率水平比较

1. 多数二板样本市场均存在大盘股折价现象。除了 KOSDAQ 以外，其余三个样本市场 PE 的算术均值都要高于其加权均值，这表明 NASDAQ、台湾 OTC 和香港

创业板都存在着大盘股折价现象，但程度不同。香港创业板 PE 的算术均值几乎是其加权均值的两倍，其大盘股折价最为明显。而 KOSDAQ 成为例外的原因则是其样本股中有 1 只权重为 23.75% 的股票 PE 值为 649.75 倍（NHN 公司），远超出了正常数值范围。

表 15 各样本市场 PE 值的描述性统计

PE	NASDAQ	台湾 OTC	KOSDAQ	香港创业板
最小值	5.1	5.33	0	-266.2
最大值	303.9	820	649.75	448.43
加权均值	37.68	22.62	168.48	24.97
算术均值	45.92	27.5	30.31	43.26
中值	29.45	14.4	8.52	12.51

2. 不同二板市场之间的样本股 PE 分布状况存在很大差别(见图 4)。NASDAQ 和台湾 OTC 市场公司的市盈率分布相对集中。NASDAQ 多处于 10~50 倍之间，而台湾则处于 0~30 倍的区间；相比之下，香港创业板市场和 KOSDAQ 市场的市盈率分布在小于 0 到大于 100 的各个区间。究其原因，NASDAQ 市场经过多年发展，许多样本公司已经进入成熟发展时期甚至成为同行业的巨头，经营历史和受到股票市场评价的历史长，投资者对其估值较为平稳。香港创业板和 KOSDAQ 都出现于 20 世纪 90 年代中后期，时间较短，且上市标准较低，上市公司发展的不确定性使得投资者对其估值时分歧较大，这就表现为 PE 值相对分散。

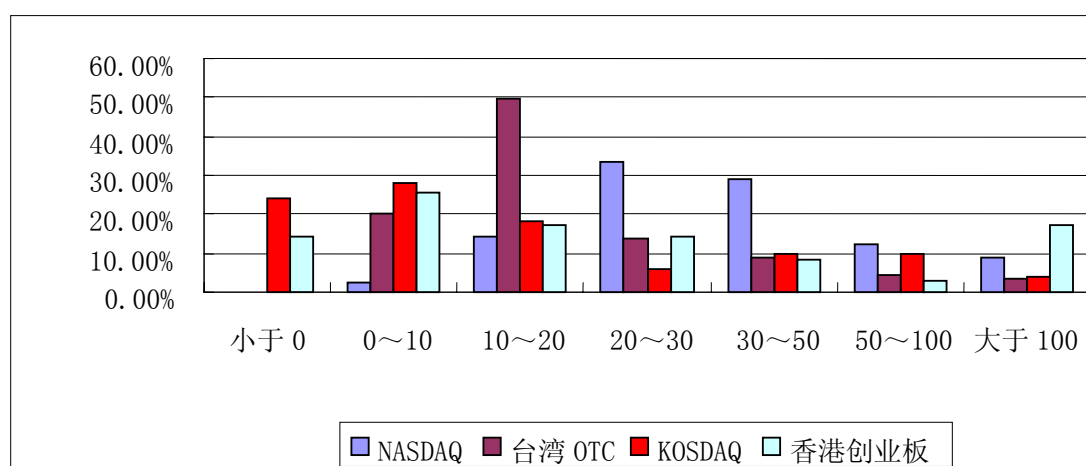


图 4 海外二板市场样本股 PE 分布图

（五）海外二板样本市场不同利率环境下的市盈率水平比较

与海外主板样本市场相似，我们用市盈率倒数来表示各二板样本市场的投资总体回报率。表 16 是海外二板样本市场的市盈率倒数与相应的利率水平比较情况。

表 16 海外二板样本市场历年利率水平与 EP 值比较（1997~2006 年）（%）

年份	美国		台湾		韩国		香港	
	利率水平	EP	利率水平	EP	利率水平	EP	利率水平	EP
1997	5.50	3.95	5.63	6.34	-	N/A	-	N/A
1998	4.75	2.39	5.13	3.63	-	-	-	N/A
1999	5.50	1.63	4.88	3.60	4.75	3.76	-	N/A
2000	6.24	3.01	5.00	10.92	5.25	6.02	-	N/A
2001	1.75	3.64	2.50	6.06	4.50	2.93	3.25	3.20
2002	1.25	4.48	2.00	7.63	4.25	3.30	2.75	4.45
2003	2.25	4.13	1.75	2.82	4.00	5.26	2.50	2.58
2004	1.35	9.80	2.13	8.48	3.50	2.95	3.75	3.49
2005	4.25	5.46	2.63	3.60	4.00	5.75	5.75	4.36
2006	5.25	4.10	3.13	4.39	4.75	2.35	6.75	4.57
均值	3.81	4.26	3.48	5.75	4.38	4.04	4.13	3.78

数据来源：利率水平来自各国或各地区中央银行官方网站，E/P 根据前面表格计算。我们选取的是一国的基准利率作为无风险利率。

就长期均值而言，所有二板样本市场的年投资总体回报率（EP）与对应的无风险利率水平存在偏离，其中美国和台湾二板市场的 EP 高于其利率水平，而韩国和香港二板市场则相反。这种偏离表明，美国和台湾二板市场的投资者获得了高于市场平均水平的投资回报率，而韩国和香港二板市场则相反。以 EP 减去无风险利率作为二板市场的投资超额回报率进行计算，在 1997~2006 年间，美国、台湾、韩国、香港二板市场的超额回报率分别为 0.45%、2.27%、-0.34% 和 -0.35%。这种偏离表明，投资于台湾二板市场的超额回报率最高；而投资于香港二板市场的回报率最低，甚至低于对应市场的资金平均回报水平。表 17 显示，在样本期间，美国有一半的年份（10 年中的 5 年）、台湾有 80% 的年份（10 年中的 8 年）、韩国将近一半的年份（8 年中的 3 年）、香港有 15% 的年份（6 年中的 1 年），其 EP 值，即投资的总体回报率高于无风险利率，这表明美国和台湾二板市场的投资者在多数年份获得了超额回报，而韩国和香港二板市场的投资者在多数年份的回报率尚未达到无风险利率的水平。

值得注意的是，在样本期间，同一地区内二板与主板市场的超额回报率并不一致。例如，美国、韩国和香港二板市场的超额收益率低于其对应的主板市场，而台湾二板市场的超额收益率则高于其主板市场。这在一定程度上表明，投资于二板市场并不一定就能获得比主板市场更高的收益。

表 17 海外二板样本市场历年超额回报率（1997~2006）（%）

年份	美国	台湾	韩国	香港
1997	-1.55	0.71	N/A	N/A
1998	-2.36	-1.5	N/A	N/A
1999	-3.87	-1.28	-0.99	N/A
2000	-3.23	5.92	0.77	N/A
2001	1.89	3.56	-1.57	-0.05
2002	3.23	5.63	-0.95	1.7
2003	1.88	1.07	1.26	0.08
2004	8.45	6.35	-0.55	-0.26
2005	1.21	0.97	1.75	-1.39
2006	-1.15	1.26	-2.4	-2.18
均值	0.45	2.27	-0.34	-0.35
对应主板市场超额回报率均值	0.87	-0.43	2.30	1.50

三、我国深沪市场股票市盈率状况分析

本部分从历年总体水平、波动区间、行业角度以及股本规模角度对深沪市场市盈率状况进行分析。

（一）我国深沪市场总体市盈率水平分析

我国深沪市场的总体市盈率水平呈现以下特点：

第一，市场整体市盈率水平较高。1993~2006年，深市按深证成分指数成份股计算的PE均值为33.28倍，沪市按上证综合指数股计算的PE均值为33.46倍，均超过前面章节中海外样本主板市场的PE均值，其中高于香港主板市场PE均值一倍以上。2003~2006年10月，深沪两市各主要指数的加权平均PE集中在20倍左右，处于全球市场各主要指数的市盈率区间较高水平，但差距不大。但进入

2006年10月之后,随着深沪股价指数的迅速攀升,深沪两市各重要指数加权平均PE均出现快速上扬。至2007年8月31日,上证综合指数、深证成分指数加权平均PE均超过50倍,逼近或超过历史最高水平。但是,同期深沪指数涨幅更大,2007年8月31日和2006年8月31日比较,上证综合指数上涨了214%。

第二,深沪两地市场整体PE水平趋同性较强,但在某些时期也存在着差别。从深沪市场历年的市盈率水平比较来看,两地保持了很高的相关性,差距很小。不过值得关注的是,两地上市公司数量和质量的变化成了影响两地市盈率水平的一个重要因素。如在1994~1995年,深圳上市公司家数明显少于上海家数,两地PE水平出现明显差距;1996~2000年,随着深沪上市公司家数差距迅速缩小,两地的PE水平也出现明显趋同;而2001~2003年,深圳市场暂停新股发行,而上海则发行了中国石化这样的大型蓝筹股,两地市盈率水平差距再次变大(见表18)。

表18 沪深两市历年家数和市盈率数据

	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
沪市A股家数	106	169	184	287	372	425	471	559
深市A股家数	77	118	127	227	348	400	452	501
上证综指	42.48	23.45	15.7	32.65	39.86	34.38	38.13	59.14
深证成份指数	44.21	10.67	9.8	38.88	42.66	32.31	37.56	58.75
	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年8月	历年PE均值
沪市A股家数	636	705	770	827	824	832	842	—
深市A股家数	500	495	493	526	531	566	639	—
上证综指	37.59	34.51	36.64	24.23	16.33	33.3	59.25	33.46
深证成份指数	40.76	38.22	37.43	25.64	16.36	32.72	58.4	33.28

资料来源:1993~2006年数据来自中国证券期货统计年鉴,2007年8月数据采用静态加权平均算法,继将指数成份股2007年8月31日总市值之和除上证指数成份股2006年净利润之和。

第三,2007年上半年,随着市场市盈率高企,其PE结构出现了高PE公司大幅增加、低PE公司大幅减少的变化特征。从深沪市场PE结构变化可以发现,2006年行情中更多的是价值低估股票的重估过程,而进入2007年则是高PE公司大幅增加的过程。以上证综指为例,按照静态PE的计算方法,2005年底10倍以下PE的股票数为40家,市盈率处于10~30倍区间的股票占比为46.5%;2006年底市盈率10倍以下的公司已经减少为10家,而30~50倍PE的股票占比高达为20%;2007年8月31日PE10倍以下的公司已经消失,而50~100倍区间和100倍以上区间PE的股票大幅增加,两者合计占比为82.3%。

第四，至 2007 年 8 月底，尽管深沪市场静态 PE 高达 50 多倍，但受上市公司整体业绩大幅度提升的影响，其动态 PE 仍大幅低于深沪市场 PE 的历史最高水平。上市公司业绩增长使得市场平均动态 PE 处于 40 倍左右的水平。据 2007 年半年报显示，在具有可比数据的 1366 家公司中，上市公司实现净利润 3007.92 亿元，同比增长 70.29%。以 2007 年半年报业绩估算，至 2007 年 8 月底，沪深 300、上证综合指数加权动态 PE 的分别为 36.39 倍和 40.71 倍。

（二）我国深沪市场市盈率波动分析

1. 波动范围。1993~2006 年，深沪市场 PE 值的波动区间分别为 9.8~58.75 倍和 15.7~59.14 倍，波动区间不仅高于一般的成熟市场，而且高于中国台湾、韩国等新兴市场。特别是深沪市场从 2005 年以来的一年半时间里 PE 值从 16 倍上升至 40 多倍，短期内上升迅速，大幅高于全球其他资本市场（见表 19）。

2. 波动系数。深沪两市存在明显差异，这主要是由于深市曾经在 1995 年出现 9.8 的最小值，而其最大值与沪市接近，均出现在 2000 年，因此其 PE 波动系数较高为 4.99，而沪市则为 2.77。

3. 波动趋势。深沪市场之间的 PE 波动趋同性强。图 5 显示两市的 PE 的最高值和最低值出现的时间相同，两市估值水平呈现出明显的联动性。

4. 波动频率。深沪市场没有大的差别。在 1993~2006 年的 14 年中，有 8 年出现 PE 下降的现象，其余 6 年则上升，下降频率为 57%，而上升频率为 43%。两市 PE 上升和下降阶段呈现出明显的短而陡峭的特征，说明沪深市场估值水平波动较为频繁。其中上升的波段长度最多为两年，而下降过程中，深市曾经在 2000~2005 年期间出现了连续 5 年的 PE 水平下降的波动长度。这些均与我国股票市场指数的走势大体一致。

5. 波段幅度。在 1993~2000 年期间，无论是上升还是下降波动区间，深市 PE 的波动幅度均大于沪市，这从一个层面说明深市较沪市波动性更大，交易更为活跃。

表 19 1993 年至 2006 年深沪市场 PE 描述性统计

指标	深市	沪市
均值	33.28	33.46
中值	37.56	34.51
最大值	58.75 (2000 年)	59.14 (2000 年)
最小值	9.8 (1995 年)	15.7 (1995 年)
波动系数	4.99	2.77

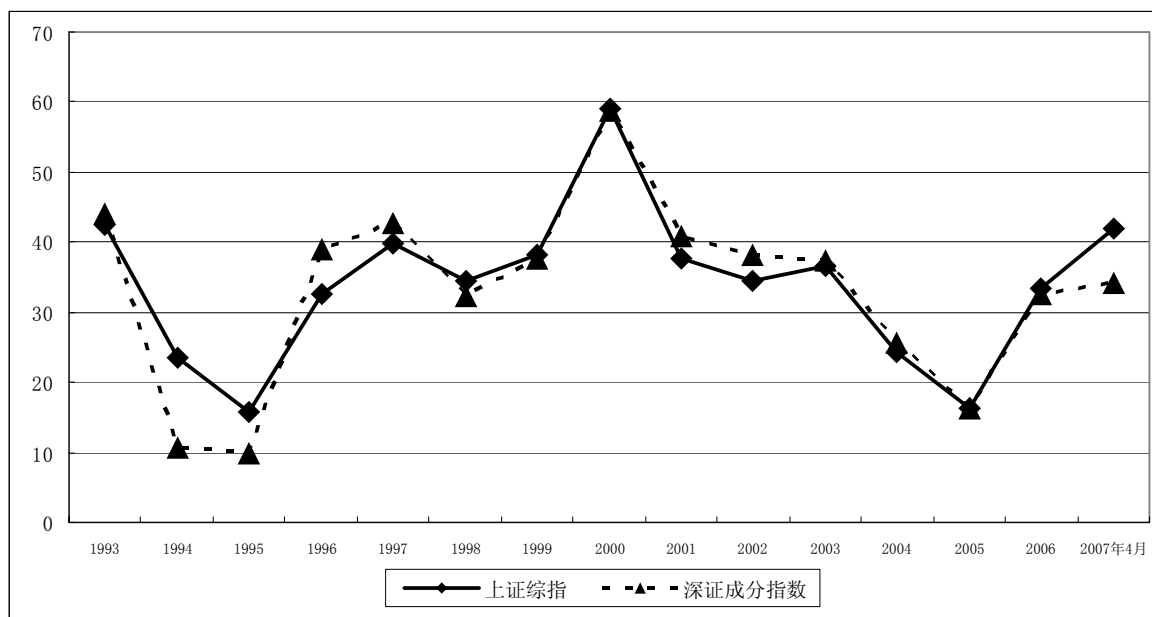


图 5 深沪市场 PE 值波动变化图

(三) 我国深沪市场行业市盈率水平分析

按照 GICS 三级行业分类标准, 2006 年底和 2007 年 4 月 30 日, 深沪市场各行业的市盈率水平迅速攀升。考虑到 2006 年和 2007 年上市公司的盈利预期, 经过动态调整的 PE 水平显示, 股票估值呈现出显著的结构性的差异特征: 部分行业估值虽然处于高位, 但低于历史顶部; 但较多行业的 PE 已经明显偏高 (见表 20)。

表 20 深沪股市各行业市盈率水平

指标	半导体	电力	电脑与外部设备	电气设备	电子设备与仪器	零售业	房地产	服装纺织
2006 年底 PE	46.69	18.84	42.91	26.01	55.75	51.63	40.63	29.60
2007 年 4 月 PE	91.47	39.53	104.61	49.36	117.50	92.80	70.85	74.11
历年平均水平	59.6	27.45	68.63	101.86	448.58	66.67	104.22	129.75
历史最高水平	91.47	39.53	116.48	274.08	608.13	114.78	169.90	285.39
指标	复合型公用事业	高速机场港口	铁路物流	海运	航空	航天	化工	机械
2006 年底 PE	45.87	26.09	51.46	16.18	157.31	54.80	35.02	29.18
2007 年 4 月 PE	128.24	46.15	87.86	28.33	297.08	100.12	76.70	56.18
历年平均水平	69.24	36.49	51.74	33.06	167.35	60.59	63.19	69.86
历史最高水平	128.24	50.25	87.86	59.52	297.08	100.12	111.77	130.99
指标	家庭耐用消费品	建材	建筑产品	建筑与工程	金属非金属	酒店餐馆旅游	贸易公司	媒体
2006 年底 PE	22.83	43.54	36.81	35.34	12.12	55.98	20.23	45.00
2007 年 4 月 PE	50.15	80.83	76.47	76.38	24.43	91.26	47.27	64.14
历年平均水平	41.85	121.84	139.26	128.87	19.92	85.02	58.4	105.43
历史最高水平	96.57	316.25	264.22	389.05	31.65	152.64	91.66	238.62
指标	能源	汽车	汽车零配件	软件	商业银行	生物制药	食品	水务
2006 年底 PE	16.40	35.54	32.47	42.48	36.65	43.39	44.18	25.46
2007 年 4 月 PE	21.70	68.74	63.98	71.04	36.87	81.42	77.11	54.57
历年平均水平	29.16	127.28	72.82	87.26	36.9	60.26	90	39.94
历史最高水平	68.54	433.08	104.48	126.43	57.06	81.42	131.85	59.26
指标	通讯设备	信息技术服务	医疗保健设备	制药	饮料	纸业	资本市场	综合类
2006 年底 PE	56.00	37.55	27.99	41.02	63.53	56.00	40.79	47.26
2007 年 4 月 PE	91.54	69.25	78.90	85.98	85.67	91.54	81.03	101.88
历年平均水平	73.3	183.3	64.03	65.94	106.32	57.11	131.77	127.71
历史最高水平	92.33	474.81	153.61	96.44	287.39	91.54	260.26	255.87

注：在计算各行业历史水平时，采用动态市盈率加权平均计算方式，即将当年年底各行业股票总市值之和除以当年年报各行业股票总利润之和。数据选择为 2000~2006 年的动态加权平均市盈率。为了保持数据的一致性，对因各种原因出现巨亏的股票数据进行调整剔除。另外，行业股票家数偏少的几个行业（如保险、多元电信服务和互联网等）数据不在计算之列。

以 2007 年 4 月 30 日数据为准，在分析的 40 个 GICS 三级行业中，深沪股市电气设备、电子设备与仪器、房地产、服装纺织、海运、机械、建材、建筑产品、建筑与工程、贸易公司、媒体、能源、汽车、汽车零配件、软件、商业银行、食品、信息技术服务、饮料、资本市场和综合类等 21 个行业的 PE 水平低于历年平均水平；半导体、电力、铁路物流、航空、航天、生物制药、纸业等 7 个行业的 PE 已超过历史最高水平；而高速公路、机场、港口等 13 个行业的 PE 处于历年平均水平和历史最高水平之间。从具体数值看，2006 年底，行业加权平均动态 PE

处于 10~20 倍的有电力、海运、金属非金属 3 个行业，处于 20~30 倍的有电气设备、服装纺织、高速公路、机场、港口、机械、家庭耐用消费品、贸易公司、水务等行业。而 2007 年 4 月 30 日，市盈率处于 10~20 倍的行业已经消失，处于 20~30 倍的也仅有海运、金属、非金属和能源行业。从 2006 年底到 2007 年 4 月底的时间段分析，商业银行和能源两个行业的 PE 变化最小，这与 2007 年前 4 个月二级市场的行业热点相吻合。

根据 2007 年半年报数据，2007 年 8 月 31 日深沪股市电子、通讯设备、航天、酒店旅游、饮料、铁路物流等行业公司 PE 偏高，PE 值均超过 50 倍，部分行业超出了历史最高水平；钢铁、有色金属、电力、能源等行业公司 PE 较低，PE 值不足 30 倍。在具有可比数据的 1366 家公司中，PE 低于 20 倍的股票为 30 家，其中有 11 家来自钢铁行业。

（四）我国深沪市场不同股本规模板块市盈率水平比较

数据显示，深沪市场不同股本规模板块的 PE 存在较大差距（见表 21）。2007 年 8 月底，以大盘蓝筹股为成份股的上证 50 和上证 180 指数的 PE 值分别为 52.31 倍和 54.71 倍，均低于市场平均水平。同期中小企业板指数加权平均 PE 为 76.33 倍，高于市场平均水平。如果对巨潮大、中、小盘股指数市盈率水平进行分析，也可以发现小盘股相对于大盘股而言拥有较高的估值溢价。

表 21 不同股本规模板块的估值水平比较

样本指数	2006 年底 PE	2007 年 4 月底 PE	PEG (2007 年)
上证 50	25.26	52.31	1.56
上证 180	24.86	54.71	1.43
中小企业板指数	34.43	76.33	1.4
巨潮大盘股指数	20.27	55.74	1.55
巨潮中盘股指数	35.03	120.87	1.96
巨潮小盘股指数	40.83	140.75	1.78

从不同股本规模板块 PE 分布看，上证 50 样本股票中没有亏损公司，PE 处于 30~50 倍区间的比例最高为 20%，50~100 倍区间的次之为 48%，两者合计比例达到 68%，表明大盘蓝筹股的估值水平比较集中；上证 180 样本股票中则有两家企业亏损，市盈率处于 50~100 倍区间的比例最高为 35%，30~50 倍区间的次之

为 23.3%，100 倍以上的比例也高达 36.1%；中小企业板股票中有一家亏损，PE 处于 50~100 倍区间的比例最高为 50.3%，30~50 倍区间的次之为 22.4%，两者合计比例高达 72.7%，中小企业板的估值水平高度集中。比较显示，不同股本规模板块的 PE 分布差距不大，30~50 倍和 50~100 倍区间占比均为最高（见图 6）。

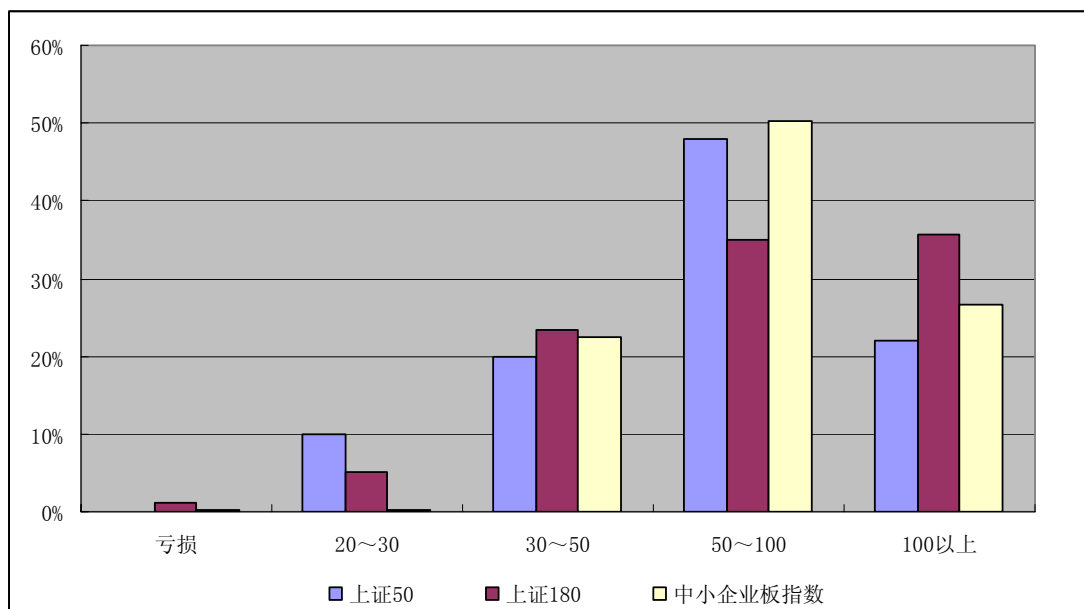


图 6 不同股本规模股票市盈率分布比较

（五）我国深沪市场不同利率环境下的市盈率水平比较

下面我们将对不同利率环境下我国深沪市场市盈率水平进行比较分析，深沪市场 EP 与相应的利率水平比较情况见表 22。

从长期均值来看，1993~2007 年 4 月，深沪市场投资总体回报率（深市 3.86%、沪市 3.31%）低于我国一年期存款利率均值（4.49%），表明我国深沪股市总体估值长期偏高，深沪市场投资者获得的平均投资回报率相对偏低。但分年份来看并非完全如此：1993~2007 年 4 月，深沪市场有 7 年投资总体回报率大于我国同期一年期存款利率，投资者中获得了超额回报；而有 8 年投资总体回报率小于我国一年期存款利率，投资者没有获得超额回报。值得注意的，在 1995 年和 2005 年深沪市场投资总体回报率出现较大值时，由于两次所处的利率背景不同，所表明的含义也相差很大，1995 年无超额回报可言，2005 年超额回报较大。

表 22 深沪市场投资总体回报率与历年利率水平的比较 (1993~2007 年 4 月)

时间	上证综指 PE 值	深圳成指 数 PE 值	沪市投资总 体回报率	深市投资总 体回报率	1 年期存款 利率(%)	超额回报率	
						沪市	深市
1993 年	42.48	44.21	2.35	2.26	8.02	-5.76	-5.67
1994 年	23.45	10.67	4.26	9.37	10.98	-1.61	-6.72
1995 年	15.7	9.8	6.37	10.20	10.98	-0.78	-4.61
1996 年	32.65	38.88	3.06	2.57	7.47	-4.90	-4.41
1997 年	39.86	42.66	2.51	2.34	5.67	-3.33	-3.16
1998 年	34.28	32.31	2.92	3.10	3.78	-0.68	-0.86
1999 年	38.13	37.56	2.62	2.66	2.25	0.41	0.37
2000 年	59.14	58.75	1.69	1.70	2.25	0.55	-0.56
2001 年	37.59	40.76	2.66	2.45	2.25	-0.20	0.41
2002 年	34.51	38.22	2.90	2.62	1.98	0.64	0.92
2003 年	36.64	37.43	2.73	2.67	1.98	0.69	0.75
2004 年	24.23	25.64	4.13	3.90	2.25	1.65	1.88
2005 年	16.33	16.36	6.12	6.11	2.25	3.86	3.87
2006 年	33.3	32.72	3.00	3.06	2.52	0.54	0.48
2007 年 4 月	42.06	34.25	2.38	2.92	2.79	0.13	-0.41
均值	34.02	33.35	3.31	3.86	4.49	-0.63	-1.18

数据来源：利率水平取 1 年期存款利率，投资总体回报率根据前面表格计算。

从具体的年份来看，当深沪市场投资总体回报率与利率水平出现明显偏离时，深沪市场出现估值水平明显改变的机率也显著加大（见图 7）。在 1993~1998 年我国相对高利率时期，深沪市场投资总体回报率低于我国一年期存款利率，1995 年深沪市场超额回报率达到最低值，随着利率水平的下降，深沪市场估值水平明显回升。数据表明此阶段我国深沪股市估值偏高，股票投资回报率相对偏低；在 2001~2005 年我国相对低利率时期，深沪市场投资总体回报率高于我国一年期存款利率，表明我国深沪股市估值偏低，股票投资回报率相对偏高。2007 年，我国再次出现了深沪市场投资总体回报率减少和一年期存款利率提高相背离的现象，我国深沪股市估值高估趋势明显。

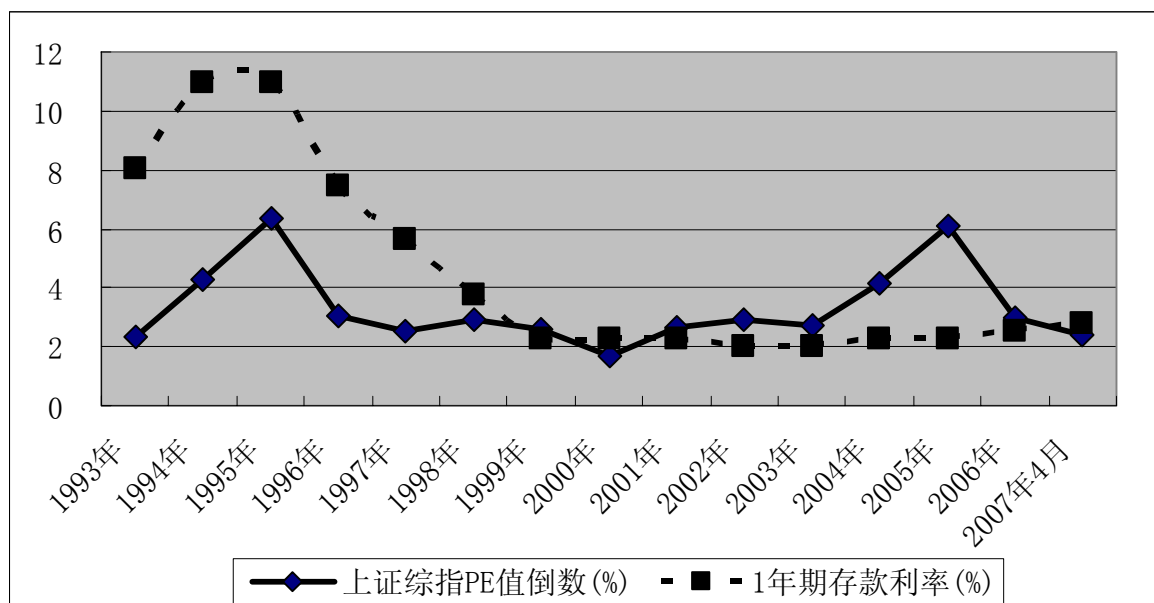


图7 我国1年期存款利率与沪市投资总体回报率走势

四、股市市盈率中外比较研究

为了更好地分析和判断国内市场目前的估值水平，本部分将对中外股市的市盈率状况进行比较研究。

(一) 股市总体市盈率水平中外比较分析

将国内深沪股市与海外股市1997年至2007年3月的整体市盈率水平进行历史比较，从表23可以看出：

第一，沪深股市的PE均值超过了35倍，不仅高于美国、伦敦等成熟市场，也高于韩国、台湾等新兴市场。其中，上海股市的PE均值约为台湾股市的1.36倍、纽约股市的1.58倍、伦敦股市的1.92倍和香港股市的2.21倍。

表 23 各地区股市 PE 值 (1997 年至 2007 年 3 月)

年份	纽约	伦敦	韩国	香港	上海	深圳	台湾
1997 年底	18.58	19.15	10.12	12.10	39.86	38.74	27.04
1998 年底	21.88	23.02	27.77	10.66	34.38	30.59	26.14
1999 年底	25.13	30.45	34.63	26.73	38.13	36.30	47.73
2000 年底	22.85	23.31	15.34	12.80	58.22	56.04	14.84
2001 年底	31.06	20.29	29.29	12.18	37.71	39.79	41.57
2002 年底	29.00	17.73	15.61	14.89	34.43	36.96	41.77
2003 年底	27.88	18.29	10.06	18.96	36.54	36.19	24.76
2004 年底	20.44	14.69	15.84	18.73	24.23	24.63	12.58
2005 年底	18.85	13.97	10.98	15.57	16.33	16.36	17.55
2006 年底	17.46	13.37	11.35	17.37	33.30	32.72	18.98
2007 年 3 月	17.66	12.51	11.62	15.97	44.26	41.53	18.71
均值	22.80	18.80	17.51	16.00	36.13	35.44	26.52

第二, 在 1997 年以来的多数年份, 我国股市的 PE 值高于其他市场, 在 2000 年末和 2007 年 3 月底的 PE 值更是遥遥领先。例如, 在 2000 年末, 沪市的 PE 值为 58.22 倍, 超过了当时香港股市 PE 值的 300%。

(二) 股市总体市盈率波动中外比较分析

1. 波动范围。沪深股市波动范围与韩国和台湾等新兴市场较为接近, 明显大于纽约、伦敦等成熟市场。同时, 沪深股市 PE 波动的上限在所有样本市场中处于最高水平, 而下限则高于除了纽约以外的其他市场。

2. 波动系数。沪深股市的 PE 波动系数均超过 2, 与其他新兴市场较为接近, 远远大于纽约、伦敦和香港等成熟市场。

3. 波动趋势。沪深股市和其他市场并未表现出一致性。例如, 上海股市 PE 值在 2000 年达到 58.22 倍的最大值, 而纽约、韩国和香港股市的 PE 值却处于一个相对低点。当上海股市 PE 值在 2005 年以后急剧上升时, 其他市场的 PE 值却较为平稳甚至有所下降。

表 24 各地区股市 PE 值描述性统计 (1997 年至 2007 年 3 月)

年份	纽约	伦敦	韩国	香港	上海	深圳	台湾
均值	22.80	18.80	17.51	16.00	36.13	35.44	26.52
中值	22.34	18.54	15.48	15.77	36.33	36.25	25.45
最大值	31.06	30.45	34.63	26.73	58.22	56.04	47.73
最小值	17.46	12.51	10.06	10.66	16.33	16.36	12.58
波动系数	0.78	1.43	2.44	1.51	2.57	2.43	2.79

4. 波动频率。上海股市 PE 的波动频率与台湾类似, 上涨与下跌各为 50%; 深圳股市则与纽约类似, 上涨频率小于下跌频率。

5. 波段长度。上海股市 PE 存在三个较为明显的波段: 1998~2000 年、2000~2005 年和 2005 年至今。其中, 上升波段较为陡峭, 而下降波段则呈现陡峭~平稳~再陡峭的态势。值得注意的是, 下降波段与其他新兴市场有类似之处, 即 PE 值往往会在达到高峰后有一个较为剧烈的下跌, 如 1999 年的台湾和韩国。但这种下跌过程持续的时间长短不一, 如台湾和韩国仅持续了 1 年时间, 但深沪股市持续了 5 年时间。

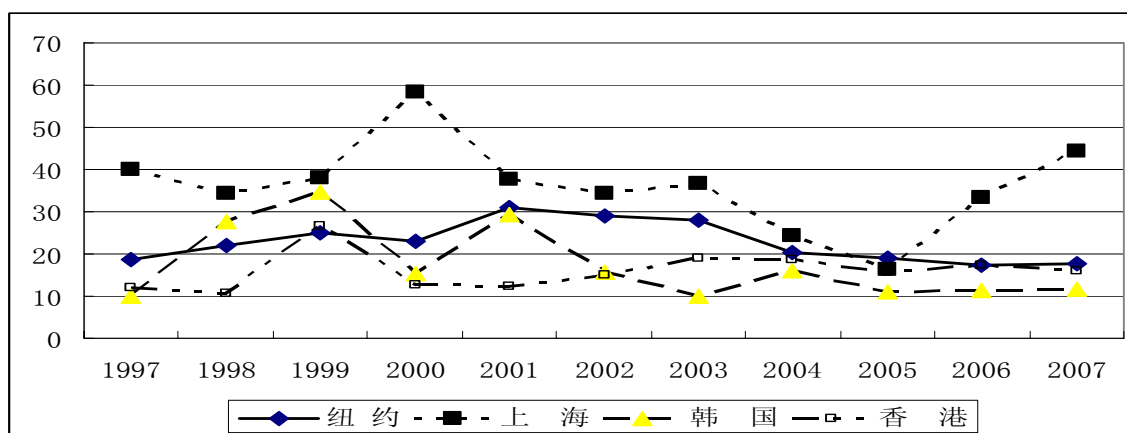


图 8 不同市场市盈率波动区间比较

表 25 海内外不同市场 PE 上升和下降年份统计

市场	上涨的年份数	下降的年份数
纽约	4	6
伦敦	3	7
香港	4	6
韩国	6	4
台湾	5	5
上海	5	5
深圳	4	6

（三）股市行业市盈率水平中外比较分析

将我国深沪股市行业 PE 水平与 S&P500 指数行业 PE 进行比较可以发现，到 2006 年年底，与 S&P500 同行业样本相比，深沪股市行业 PE 普遍偏高。从 PE 结构看，S&P500 指数行业 PE 主要集中在 10~30 倍区间，占整体样本的 83%，而我国深沪市场处于此区间的行业只占整体样本的 26.7%。其中 A 股市场半导体、零售业、运输、汽车和商业银行 PE 已经两倍于 S&P500 指数同行业 PE。下面将通过金融服务、金属与非金属（如冶金类、煤炭类）、高科技（如软件类）的具体分析，来进一步比较深沪市场行业的 PE 水平与海外市场之间的差异。

1. 金融服务类 PE 比较分析。2006 年深沪市场商业银行类股票的 PE 均值为 36.87 倍，而同期台湾 50 成分股中的金融类股票 PE 均值为 36 倍，市场估值水平相当。但同时分析表明，美国 NYSE100 的金融类股票 PE 均值为 12.5 倍，香港为 27 倍，因此，可以认为，深沪市场金融类行业的平均 PE 已经高于国际成熟市场平均水平。

2. 金属与非金属类 PE 比较分析。截至 2007 年 4 月 30 日，深沪市场冶金类股票加权平均静态 PE 为 25.75 倍，远远高于国际市场平均估值 15 倍水平。

3. 软件类 PE 比较分析。国际经验表明，软件类企业以其较高成长性一直具有较高估值。在美国市场，S&P500 软件类股票指数的 PE 在 2003~2004 年间的波动区间为 30~40 倍，2005 年的波动区间为 25~30 倍。自 2004 年以来该项指数的 PE 一直是 S&P500 整体指数的 1.5 倍左右。在 IT 类股票集中的 NASDAQ 市场，其目前的软件类股票 PE 值为 49 倍，高于其市场整体 PE 大约 10% 的水平。目前我国软件类股票加权平均市盈率为 71.04 倍，为上证综指平均 PE 的 1.68 倍，所处市场估值地位高于美国 NASDAQ 市场的水平。而深沪市场软件类股票大多数市值较小，与微软和甲骨文等世界一流软件企业相比差距大，即便与印度软件企业相比差距也不小。

（四）中外股市不同股本规模板块市盈率水平比较

与前面部分相对应，我们选择了沪深 300 成分股的 PE 值与海外市场进行对比（见表 26）。

表 26 沪深 300 成分股与海外市场成分股的 PE 值比较 (2007 年 2 月)

	NYSE U.S.100	香港恒生指数	台湾 50	NASDAQ100	台湾 OTC	沪深 300
样本股的数量	100	36	50	100	394	300
样本股市值比重	48.97	27.02	50.56	56.56	98.11	78.95
PE (加权平均)	17.97	19.71	22.58	37.68	22.62	46.73
PE (算术平均)	18.25	21.08	24.38	45.92	27.5	72.53
PE (中值)	16.7	16.78	15.1	29.45	14.4	33.49

分析表明,当前沪深 300 的 PE 水平(无论加权值、算术平均值还是中值)不仅高于海外主板市场,而且高于海外二板市场。同时,海外市场上按市值加权法计算的 PE 值与算术平均法计算的 PE 值有所差别,但我国深沪股市的这一差别很大,将近 50%,这说明目前在我国深沪股市规模效应显著,大盘股折价现象更为严重。

为了进一步说明中外股市估值水平的差异,我们再对中外股市市盈率结构的分布状况进行比较(见表 27)。

表 27 各主板和二板市场 PE 分布状况比较 (2007 年 2 月)

PER	NYSE100	台湾	香港	NASDAQ	台湾 OTC	KOSDAQ	沪深 300
小于 0	0.00	0.00	0.00	0.00	0	24.00	1.68
0~10	9.09	8.70	14.29	2.22	20.05	28.00	1.01
10~20	65.66	71.74	48.57	14.44	49.75	18.00	20.20
20~30	19.19	6.52	25.71	33.33	13.71	6.00	20.20
30~50	4.04	4.35	5.71	28.89	8.63	10.00	28.62
50~100	2.02	4.35	5.71	12.22	4.57	10.00	18.18
大于 100	0	4.35	0	8.89	3.30	4.00	10.10
均值	18.25	24.38	21.08	45.92	27.5	30.31	72.53
中值	16.70	15.10	16.78	29.45	14.4	8.52	33.49

表 27 显示,在 2007 年 2 月,沪深 300 成份股的 PE 值小于 0 和大于 50 的比例都明显高于其他主板和二板市场(KOSDAQ 市场除外),而且 PE 值高于 100 的比例占了沪深 300 成份股的 10%。这表明,我国指数成份股的 PE 分布较海外市场更为不均。如果再以 2007 年 4 月 30 日的数据来分析,就会发现,S&P500 成份股中,PE 值处于 10~20 倍区间的股票占比为 52%,20~30 倍的股票占比为 31%;而同期沪深 300 成份股中,PE 值处于 10~20 倍的股票占比仅为 3.3%,20~30 倍的股票占比也仅为 16%,而超过 100 倍的已经达到 16%(见图 9)。

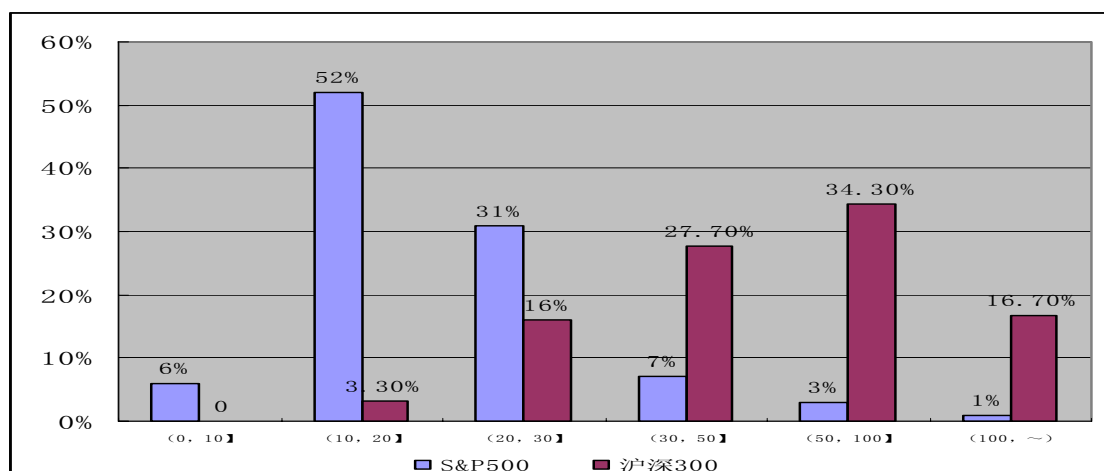


图9 S&P500与沪深300市盈率结构分布比较

（五）股票 PE 值与股价指数的关系分析

从市盈率的计算公式看，在每股收益不变的情况下，股价指数与市盈率呈正相关关系；但在每股收益提高的情况下，股价指数的上涨并不必然反映市盈率的上升。这在一定程度上可以解释 2005 年以来美国、伦敦等市场股价指数与 PE 值并不同步上升的现象。

表 28 各市场股价指数的历史走势（1997~2007 年 3 月）

年份	纽约	伦敦	韩国	香港	上海	深圳	台湾
1997 年底	7,908.25	5,135.50	376.31	10,722.76	1,194.10	381.29	8,187.27
1998 年底	9,181.43	5,882.60	562.46	10,048.58	1,146.70	343.85	6,418.43
1999 年底	11,497.12	6,930.20	1,028.07	16,962.10	1,366.58	402.18	8,448.84
2000 年底	10,786.85	6,222.50	504.62	15,095.53	2,073.48	635.73	4,739.09
2001 年底	10,021.50	5,217.40	693.70	11,397.21	1,645.97	475.94	5,551.24
2002 年底	8,341.63	3,940.40	627.55	9,321.29	1,357.65	388.76	4,452.45
2003 年底	10,453.92	4,476.90	810.71	12,575.94	1,497.04	378.63	5,890.69
2004 年底	10,783.01	4,814.30	895.92	14,230.14	1,266.50	315.81	6,139.69
2005 年底	10,717.50	5,618.80	1,379.37	14,876.43	1,161.06	278.74	6,548.34
2006 年底	12,463.15	6,220.80	1,434.46	19,964.72	2,675.47	550.59	7,823.72
2007 年 03 月	12,354.35	6,308.00	1,452.55	19,800.93	3,183.98	825.79	7,884.41

资料来源：路透社；纽约为道琼斯工业指数，伦敦为金融时报指数，韩国为综合指数，香港为恒生指数，上海为综合指数，深圳为综合指数，台湾为综合指数。

另有研究显示，美国主板市场就是一个典型的盈利推动型股市。以纽约市场为例，有关统计资料显示，在 1926~1996 年的 70 年间，平均 PE 最低的为 1948

年的 6.6 倍，平均 PE 最高的为 1991 年的 25.8 倍。在这 70 年中，股价指数增长了 52 倍，年均增长率为 5.83%，但平均 PE 仅增长 0.9 倍，年均增长率只有 0.93%。由此可见，股价指数上涨的主要原因是公司盈利的不断增长。70 年间平均 PE 在 20 倍以上的仅有 7 年，只占 10%，而平均 PE 在 20 倍以下的时间则多达 63 年，比重高达 90%。但是，与作为主板市场的纽约市场相比，NASDAQ 市场的总体 PE 值并没有随股价的变动而同步变化。尽管 NASDAQ100 股指在 2000 年 3 月见顶后出现高台跳水般的大幅调整，全年跌幅近四成，但 NASDAQ100 股指的整体 PE 并未降低，这意味着 NASDAQ 上市公司盈利能力的下降。

表 29 各市场股指增幅与 PE 值增幅比较（1997~2007 年 3 月）

指标	纽约	伦敦	韩国	香港	上海	深圳	台湾
股指涨幅 (%)	56.22	22.83	286.00	84.66	166.64	116.58	-3.70
PE 值涨幅 (%)	-4.95	-34.67	14.82	31.98	7.32	4.19	-30.81

从表 29 可以看出，道琼斯指数在 1997 年底为 7908 点，到 2007 年 3 月末已达 12354 点，增幅超过 50%，但 PE 值不升反降。而在我国，上证指数从 1997 年底的 1194 点涨至 2007 年 3 月份的 3183 点，增幅超过 150%，但 PE 值仅增长了 7%。表 30 还显示，包括伦敦和香港在内的成熟市场以及台湾和韩国在内的新兴市场，都出现了 PE 增幅小于股价增幅的现象。这表明，在过去的十年里，各地区资本市场的上市公司盈利水平有所提高，因此降低了 PE 的总体增幅。

(六) 股市 PE 值与利率水平的关系分析

表 30 各主板样本市场利率与 EP 的比较 (1993~2006 年) (%)

时间	美国		台湾		韩国		香港		中国上海	
	利率	EP	利率	EP	利率	EP	利率	EP	利率	EP
1993	3.00	6.19	5.88	4.38	N/A	N/A	4.00	7.60	8.02	2.35
1994	5.50	6.80	6.00	2.52	N/A	N/A	5.75	4.63	10.98	4.26
1995	5.50	7.20	5.88	4.69	N/A	N/A	6.25	8.74	10.98	6.37
1996	5.25	6.37	5.38	3.45	N/A	N/A	6.00	5.99	7.47	3.06
1997	5.50	5.38	5.63	3.70	5.25	9.88	7.00	8.26	5.67	2.51
1998	4.75	4.57	5.13	3.83	3.50	3.60	6.25	9.38	3.78	2.91
1999	5.50	3.98	4.88	2.10	4.75	2.89	7.00	3.74	2.25	2.62
2000	6.24	4.38	5.00	6.74	5.25	6.52	8.00	7.81	2.25	1.72
2001	1.75	3.22	2.50	2.41	4.50	3.41	3.25	8.21	2.25	2.65
2002	1.25	3.45	2.00	2.39	4.25	6.41	2.75	6.72	1.98	2.90
2003	2.25	3.59	1.75	4.04	4.00	9.94	2.50	5.27	1.98	2.74
2004	1.35	4.89	2.13	7.95	3.50	6.31	3.75	5.34	2.25	4.13
2005	4.25	5.31	2.63	5.70	4.00	9.11	5.75	6.42	2.25	6.12
2006	5.25	5.51	3.13	5.36	4.75	8.77	6.75	5.76	2.52	3.00
均值	4.10	5.06	4.14	4.23	4.38	6.68	5.36	6.71	4.49	3.31
超额收益率	0.96		0.10		2.30		1.35		-1.18	

数据来源：利率水平来自各国或地区中央银行官方网站，EP 根据前面表格计算及来自于台湾证交所网站。本表选取一国的基准利率作为无风险利率。

第一，长期而言，除我国上海股市外，无论是成熟市场还是新兴市场，股票投资回报率都高于对应的利率水平，投资者都能获得超额回报率。而我国上海股市偏低的投资回报率在一定程度上反映了我国股市估值水平相对较高。

第二，长期而言，投资于不同市场获得的超额收益率有所差别，而且这种差别与市场成熟程度之间的关系并不明显。例如，投资于韩国和香港市场获得的超额收益率较高，而投资于美国、台湾和中国市场获得的超额收益率较低。此外，在中国，由于尚未实现利率市场化，因此其超额收益率与其他市场的可比性相对较差。

第三，在不同的市场间，利率与投资总体回报率的变动趋势并不一致。以美国和中国为例，不论两国利率水平如何变动，深沪股市的投资回报率长期低于美国（2005 年除外）。图 10 显示，1997 年，中美利率水平相近，但时逢牛市的中国股市总体回报率远低于同期的美国；2001~2003 年间，美国利率先降后升，低于

中国同期利率水平，但期间的总体回报率一直高于中国。

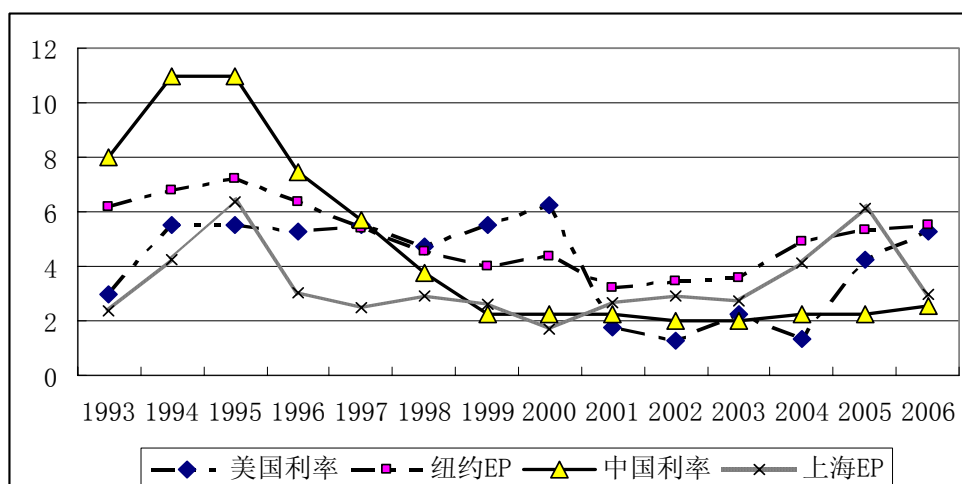


图 10 中美市场 EP 与两国基准利率走势比较

五、附件

(一) 机构、相关人士和媒体对美国和香港市场估值水平的重要评价和争论

时期	言论发表时间	当时市场状况	立场	机构、相关人士和媒体对市场估值的看法	市场后续变化
20 世纪 20 年代 美国	1929 年 1 月	道指 319.68 点，比 1928 年 10 月 1 日上涨 33%。	看多	Craig B Hazelwood 认为股市定价合理，理由：社会稳定；禁酒令的实施令以前被花在酒吧里的金钱现大都被用于不断提高生活水平、投资和储蓄。	道指一直上行，在 1929 年 9 月 3 日达到 381.17 点之后，就开始振荡下行，一直跌至 1932 年 7 月 5 日的 41.22 点，跌幅超过 89%。
	1929 年 8 月上旬	道指 361.49 点，比 1928 年 10 月 1 日上涨 50%。	看多	Charles Amos Dice 认为股市将达到一个新水平。理由：电器时代的开始，大规模生产的出现以及农业的机械化；正在形成一个金融新世界。	
	1929 年 8 月下旬	道指 380.33 点，比 1928 年 10 月 1 日上涨 58%。	看多	Irving Fisher 认为股价估值合理。理由：兼并之风能容纳大规模生产；汽车、农业方面的最新发明以及企业管理方法的改进导致劳动生产率的提高；企业能够更好地规划未来。	
	1929 年 10 月上旬	道指 352.69 点，比 1929 年 9 月 3 日的最高点 381.17 跌 8%。	看多	Charles E. Mitchell (纽约国民城市银行主席) 认为：美国工业信贷情况很好，尽管存在投机，但市场健康。	
	1929 年 3 月 9 日	道指 319.7 点，比 1928 年 10 月 1 日上涨 33%。	看空	Paul M Warburg (国际承兑银行)，认为存在不加限制的投机。	
	1929 年 9 月 4 日	道指 379.61 点，比 1929 年 9 月 3 日的最高点 381.17 低 0.4%。	看空	Roger W. Babson (《时代周刊》和《商业财经杂志》编辑) 认为：存在流动性问题，过高的普通股溢价和超保守政策的实施。	
20 世纪 50 ~ 60 年代	1955 年 5 月 16 日	道指 422.89 点，比 1952 年 5 月 12 日上涨 62.7%。	看多	《美国新闻和世界报道》，理由：信心高涨，和平时代，工作机会充足，报酬高，税收下降。	美国股市一直缓慢上行至 1966 年 2 月的

美国	1955年12月	道指488.4点,比1952年5月12日上涨88%。	看多	《新闻周刊》,认为下次危机早着呢。理由:投资者对强大经济力量的信赖;企业正在将这种繁荣兑现;雇员购股计划的普及。	989点,然后开始振荡下行,跌至1970年5月的662点。
	1965年6月14日	道指879.17点,比一个月前低6.83%,与当年年初基本持平。	看空	William McChesney Martin时任美联储主席,他表示,已经察觉到当时的经济状况与20年代经济危机前夕很相似。其中一个相似的特点就是社会上弥漫着新时代已经开始的坚定信念。	
20世纪90年代美国	1996年12月底	道指6448点,比年初上涨24%,指数市盈率为15.71倍;纳指1291点,比年初上涨22%,指数市盈率为23.8倍。	看多	Michael Mandel认为股市并未疯狂,理由:全球化的发展,高新技术产业的繁荣,低通货膨胀率,利率的降低和企业收益的提高。	道指和纳指持续上行,直至2000年3月。此后,网络科技股泡沫破灭,纳指大幅下挫。2000~2003年间纳指累计跌幅超过一半。2000年纳斯达克共有240只股票因股价4个月内低于1美元而下市。
	1996年12月	同上	看空	Alan Greenspan,担心公司利润跟不上股市上涨的步伐,市场可能会有一个深度调整。但边际收益仍在显著增长,唯一的解释:生产力。	
	1999年8月底	道指10829点,比年初上涨18%,指数市盈率为23.77倍;纳指2739点,比年初上涨24%,指数市盈率为57.5倍。	看多	Peter Lynch,尽管第二次世界大战以来有9次经济萧条时期,但是因为收益增长了54倍,股市仍然上涨了63倍,收益水平推动着市场的发展。	
	1999年12月	道指11497点,比年初上涨25%,指数市盈率为25.13倍;纳指4069点,比年初上涨84%,指数市盈率为67.5倍。	看多	James K. Glassman and Kevin A. Hassett,道指会到36000点。	
	2000年4月底	道指10733点,比年初低5.8%,指数市盈率24.2倍;纳指3860点,比历史高点低30%,指数市盈率55.4倍。	看空	Rober J. Shiller认为股市呈现投机性泡沫:暂时的高价得以维持主要是由于投资者的热情而不是与实际价值相一致的预测。在这种情况下,尽管市场可能维持高位甚至大幅攀升,但在未来十年或二十年里,股市的总体前景将会非常惨淡,甚至十分危险。	
	2000年4月	同上。	态度中立	巴菲特认为,我们没有能力判断出在高科技行业中到底是哪些公司拥有真正长期可持续的竞争优势,股票价格绝对不可能无限期地超出公司本身的价值。牛市能使数学定律黯淡无光,但却不能废除它们。	
20世纪70年代香港	1972年11月~12月	1971年底收市报341.36点,市盈率约为88倍。	态度中立	港督麦理浩公开呼吁投资者不要过分投机,直截了当地指出政府正考虑干预股市,抑制过激的炒卖活动。	恒指在1973年5月9日的低位反弹两周后,此后继续调头回落,进一步下跌至7月11日的494.45点。两周后,再次向下摸底,到1973年底,跌至400.21点,跌幅超过75%。1975年底,恒指报收171.11点,当年仅有三家公司申请上市。
	1973年2月	恒生指数持续上升,2月10日当天涨幅达14%,收1449.91点;2月28日为1615.53点。	中长期看空	《星岛日报》发表评论文章,政府官员及工商界领袖颇为担忧,并多番提出警告,叮嘱投资者要小心股市泡沫。	
	1973年3月上旬	3月2日收1744点,3月19日达到最高峰1774.96点,过去15个月的恒指升幅为5.3倍,每月复合增长达13%。	看空	《星岛日报》连续发表评论文章,认为从事股票的申请(认购)和买卖,其动机多非投资保值,而是投机,以求暴利……对于这种情势,头脑清醒的人,都会感到其间孕育着很大的危险性。	
	1973年3月下旬~5月上旬	3月26日,一天之内由1417.98点下跌至1229.28点,跌幅超过10%;至4月9日,恒指跌幅超过50%,为934点;至5月9日,跌至656点。	中长期看多	施伟贤(时任证监专员)认为,香港经济前景良好,市民不用过虑,股市信心可复;港督麦理浩则在5月18日公开表示香港股市已经回复正常。	

(二) 机构、相关人士和媒体对国内深沪市场估值水平的重要评价和争论

时期	言论发表时间	当时市场状况	立场	机构、相关人士和媒体对市场估值的看法	市场后续变化
1992年	1992年初和5月	到1992年年底，深市上市股票33个，股票成交量为880亿元；沪市上市股票38个，股票成交量为497.14亿元。	看好	1992年年初，邓小平南巡发表关于证券市场要坚决试的重要谈话，消除了股票市场姓“社”姓“资”的疑惑，极大地推动了中国证券市场的发展。1992年5月21日，上海证券交易所股票价格全面放开，股价完全由市场调节。	5月21日上交所股价全面放开，当日上证综合指数为1266点，较前日的617点上涨105%。之后的一周内，股指出现巨幅波动，最高为1429.01点，最低则为823.36点，振幅高达600多点。
1994年	1994年7月30日	受宏观调控等多重因素影响，沪深两市从1993年2月开始经历了近一年半的熊市，其中上证综合指数从1993年2月16日最高的1558.95点跌至7月29日的325.89点。沪深两市上市公司平均市盈率分别为23.45倍和10.37倍。	看好	1994年7月30日，《人民日报》发表证监会与国务院有关部门共商稳定和发展股票市场的措施的文章，推出“发展我国的共同投资基金，培养机构投资者；试办中外合资基金管理公司；允许券商融资，活跃交易”等三大利好救市政策。	受政策利好消息刺激下，沪深两市大幅攀升。在不到两个月的时间内，上海综合指数从最低的325.89点攀升至最高的1052.94，涨幅为223%。
1996年	1996年12月16日	1996年4月以来，中国A股市场逐步回升，10月以后出现暴涨。从4月1日到12月9日，上证综合指数涨幅达120%，深证成份指数涨幅达340%。证券交易所几个月来新增投资者开户数800多万，总数超过2100万。沪市平均市盈率44倍，深市达55倍。	看空	《人民日报》发表题为“正确认识当前股票市场”的社论，对当时的股市进行了分析，文章认为：中国股市当年快速上涨，有其合理的经济根据。但是，最近一个时期的暴涨则是不正常的和非理性的。第一，从市盈率的国际比较看。以12月9日为例，上海市场平均市盈率达44倍，深圳市场达55倍。而国际股市绝大多数都在20倍左右，中国股市明显处于过高状态。第二，从上市公司的经营业绩看。去年上市公司平均每股税后利润0.25元，今年上半年为0.14元，也就是说，目前上市公司的经营业绩不可能长期支持这么高的股价。第三，从违规活动与股价指数及成交额的联系看。今年以来，市场违规活动呈递增趋势，二季度末以后明显增加，与此对照，股指飞速上升，成交额急剧增加，速度之快，异乎寻常。从个股看，股价全面上扬，经常全线“飘红”。10月以后，少数亏损企业的“垃圾股”也被炒到七、八元钱甚至还高，被称为“鸡犬升天”，令人不可思议。从成交额看，沪深两个证券交易所日均成交额，12月5日这一天竟达到350亿元，约相当于香港	在本次社论发表前后一周的十个交易日里，上证指数从1258.69点暴跌至855.85点，下跌幅度为32%。

				股市最高日成交额的三倍，而我国股市可流通股总市值只相当于香港股市的 1/10，这就意味着股票交易过度投机明显。	
2001 年初		2000 年到 2001 年，沪深股市走出一波牛市行情。上证指数 2000 年 7 月第一次跨越 2000 点大关，而伴随股指的上涨，沪深两市在 2000 年平均市盈率也分别达到历史最高的 59.14 倍和 58.75 倍。	看空	2001 年年初，著名经济学家、国务院发展研究中心研究员吴敬琏在接受中央电视台《经济半小时》访问时说，中国股市的股价畸形的高，因此相当一部分股票没有了投资价值。另外从深层次看，股市上盛行的违规、违法活动使投资者得不到回报，股市成了一个投机的天堂。就像外国人说的：中国的股市很像一个赌场，而且很不规范。做庄、炒作、操纵股价可说是登峰造极。即提出轰动一时的“股市赌场论”。	由于沪深大盘随后创出新高，市场人士对吴敬琏的观点多嗤之以鼻，“股市赌场论”也就此销声匿迹。
			看多	在吴敬琏“股市赌场论”评论发表后，遭到了国内一些著名学者和经济学家（如厉以宁、萧灼基等）的一致“炮轰”，这些学者针锋相对地提出了“婴儿论”，即对我国股票市场不能求全责备，要像爱护婴儿一样爱护等等。并由此掀起了一场有关沪深股市究竟像不像赌场的大辩论。	
2001 年	2001 年 9 月	沪深两市延续 2000 年初开始的牛市步伐，并在 2001 年的 6 月 14 日创下阶段性高点 2245.44 点，但随着国有股减持的试点，牛市步伐终止。	看空	2001 年 9 月，时任中国国际金融公司研发部总经理的许小年在一篇题为《终场拉开序幕—调整中的 A 股市场》的研究报告中写道：“我们认为目前的市场调整是不可避免，也是健康的。股价下跌并不是由国有股减持或大盘股上市引起，根本原因在于股价过高缺乏基本面支持，以及市场的不规范操作引发的投资者信心危机。”并指出：“当指数跌到较干净的程度或许是 1000 点，政府再引入做空机制等一系列的重建手段再塑一个健康、完美的市场。”文章同时还指出世界各国各地区的股票估值水平实际上不具备可比性。但是按照国际估值标准来衡量中国股市，那就意味着中国股市的价格起码要跌掉一半（注：当时是在 2100 多点）。	“千点论”在随后几年变成现实。2005 年 6 月 6 日，上证指数跌至 998.23 点，创出自 1998 年后 7 年以来的新低。沪深股市的流通市值在 2001 年 6 月达到了顶峰，为 18866.36 亿元，沪深两市上市公司共计 1137 家。然而，到 2005 年 6 月为止，沪深两市上市公司为 1385 家，但流通市值反而缩水至 9900.92 亿元，破了 1 万亿元。按照当时 7000 万股民总数计算，平均每个账户亏损金额超过 2 万元。
			看多	许小年的“千点论”或“推倒重来论”在当时引起了极大的震动，社会各界人士纷纷对其口诛笔伐。其中首都经贸大学刘纪鹏教授指出“推倒重来”的立论和产生“推倒重来”的结果并不是一回事。“推倒重来”的立论是中国资本市场泡沫过多和上市公司质量低劣，主张通过非市场手段打压股市。例如，2001 年 6 月出台的国家股减持办法，就是通过历史遗留下来的非流通股的可流通，增大股市供应量和市价减持非流通股所造成的投资人对大盘向下的预期，降低股市整体价格；又如 2001 年 7 月，通过行政办法检查银行违规资金入市，而这两剂猛药都是海外成熟股市不可能发生的。这实际是用“休克疗法”挤压股市泡沫的结果。他认为资本市场上上市公司质量问题是海内外股市普遍存在的难题，股市泡沫是虚拟资本经济的必然产物，并不是中国股市独有。特别是在一个发展中的市场，股市出现上市公司造假和一定的泡沫是正常现象。挤压	

				股市泡沫必须遵从资本市场的一般规律，主要靠市场规律的自然调节，辅之以转轨时期的政策引导。	
2005年	2005年6~7月	上证综指在千点附近反复筑底。	看多	业界认为，中国证券业将在股权分置改革完成之后进入全新的发展阶段。	深沪股市走出盘局，小幅上涨。
2006年	2006年12月	上证综指突破了2001年的历史高点。	看多	尚福林主席在北大召开的“2006年中国金融论坛”上，从股改、股市筹资额、券商风险化解、证券业现状、对外开放进展等多方面的成绩，认为股市已经基本走出低迷，肯定了整个证券业扭亏为盈的转折性变化。	上证综指率创历史新高。
2007年	2007年1月	上证综指再次逼近3000点整数大关。	看空	全国人大常委会副委员长成思危在阿联酋首都迪拜参加一个中东问题会议时接受英国《金融时报》记者的采访时说“股市泡沫正在形成，从利润回报率和其他指标看，内地上市公司70%没有达到国际标准。但在牛市中人们投资相对不理性，每个投资者都认为自己能赢，但许多人都是输家”。	2007年1月31日，上证综指暴跌144点，两市一日缩水5600亿。之后上证综指一直震荡下行，2007年2月6日最低探至2541.53点才触底回升。
			看空	被称作“华尔街黄金眼”，与索罗斯、巴菲特齐名的世界级投资者吉姆·罗杰斯在CCTV《经济半小时》访谈中称“中国股市出现危险的迹象，我不会在这样的市场环境下进行投资或是买股票”。	
			看空	前摩根士丹利亚太区首席经济学家谢国忠发表《警惕股市泡沫》一文中指出，“股市可能已经出现了泡沫的苗头”，认为中国股市市盈率应在15倍左右，“如果没有过度流动性的存在，这样的牛市过程是无法持续的”。接着又是曾抛出股市赌场论的著名经济学家吴敬琏认为流动性的泛滥直接导致了股市的疯涨。	
2007年	2007年3月~5月	2007年3月19日上证综指有效突破3000点，至5月29日，最高摸至4335.96点。到2007年4月30日，上证指数加权平均市盈率超过40倍，深证成分指数也逼近40倍水平。	看空	各家QFII对A股估值过高似乎达成了一致的意见：A股涨幅过快，调整的压力越来越大，同时随着A股市场的市盈率不断上升，与香港等市场相比，A股的股票显然有些贵了，作为成熟市场的成熟投资者，QFII将主动减持A股。	“5·30印花税政策”推出后，上证综指在“5·30大跌”中最低探至3404.15点才触底回升。
	2007年6月	上证综指从“5·30”大跌的阴影中走出，最高反弹至4300点一线。	看多	中金公司：此次印花税上调尚属温和调控政策，对交易成本的提高影响甚微，短期心理因素大于实际效应，显示政府并不愿意承担直接干预股市的责任。股市上涨的根源在于中国高增长、低利率的宏观环境，如果通胀预期不大幅上升，央行不持续大幅加息，A股短期震荡难改长期上涨的趋势。 高盛：在目前的估值水平上，A股出现深度回调的机率不大，但如果股市进一步过度上涨，最终的回调可能抑制未来的消费支出。因此，政府有必要采取新的措施紧缩金融环境，以确保在经济强劲增长的支撑下，初露端倪的、积极的财富生成过程到头来不是空欢喜一场。	沪深股市在“5·30印花税政策”影响暴跌后，走出一波W型筑底反转行情。

参 考 文 献

1. 邵宇、秦培景主编：《证券投资分析——来自报表和市场行为的见解》，复旦大学 2006 年版。
2. [美]阿沃斯·达莫达让著：《深入价值评估》，北京大学出版社 2005 年版。
3. [美]阿沃斯·达蒙德里著：《价值评估——证券分析、投资评估与公司理财》，北京大学出版社 2003 年版。
4. [美]阿沃斯·达蒙德里著：《高管商学院——价值评估》，中国劳动社会保障出版社 2004 年版。
5. [美]布瑞德福特·康纳尔著：《公司价值评估——有效评估与决策的工具》，华夏出版社 2002 年版。
6. 郭济敏：《股票市场泡沫研究》，中国金融出版社 2004 年版。
7. 朱武祥：《市盈率：历史演变轨迹与投资意义》，清华大学中国经济研究中心。
8. 陈嵘：《日本股市的市盈率为何高企不下？》，《上市公司》2001 年第 9 期
9. 阙紫康：《利率市场化背景下我国股票市场定价基准的重新构建》，深圳证券交易所综合研究所研究报告（2005）
10. 冯玉明等：《中国 A 股市场估值问题研究》，深圳证券交易所第七届会员单位与基金公司研究成果评选获奖研究报告（2004）。

内部报告 仅供参考
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋

电话：0755-83203511

传真：0755-83203431

邮编：518028
