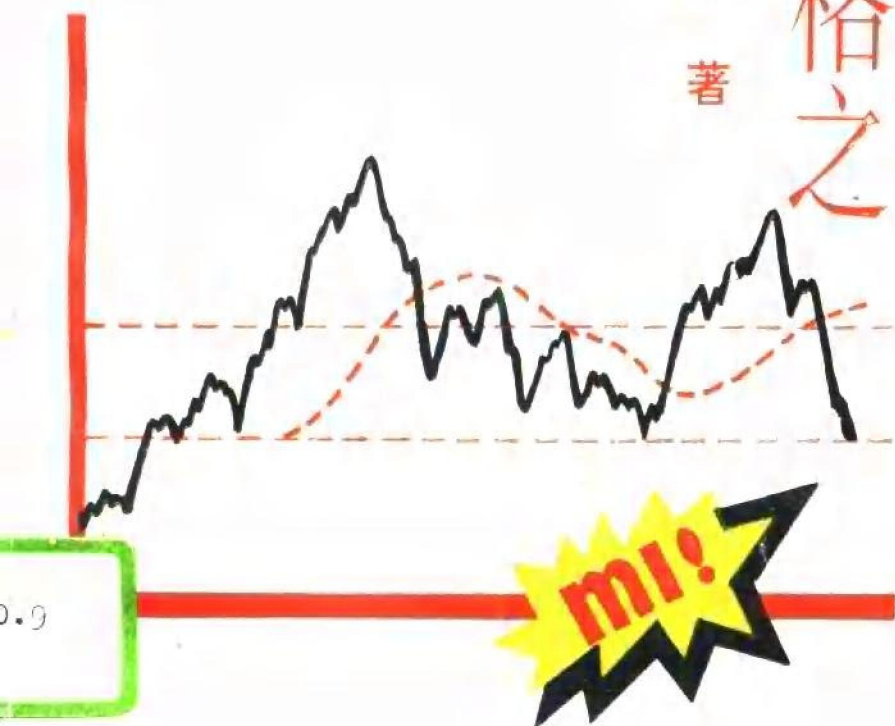


股票价格之 谜

刘慧勇 著

中国金融出版社



股票价格之谜

刘慧勇 著

中国金融出版社

(京)新登字 142 号

责任编辑：李柏梅

股票价格之谜

刘慧勇 著

*

中国金融出版社出版发行

新华书店经销

航空工业出版社印刷厂印刷

*

787 毫米×1092 毫米 1/32 6.5 印张 141 千字

1994 年 3 月 第一版 1994 年 3 月 第一次印刷

印数：1—5000

ISBN 7-5049-1260-3/F·853 定价 5.80 元

序 言

股票最迷人处，在其价格。本书与读者一起探讨股价之谜。

为使读者感兴趣，尽管本书实质内容为股价问题专门论著，但在章节标题和表述方法上却力求通俗活泼，相信您会喜欢。

为便于读者从股价理论角度理解本书，特将书中新见解摘记如下：

一、股票价格具有双重价值基础

本书认为股票的价值辩证统一地体现在净值与真值两个方面，每股净值和每股真值是每股价值互相联系、密不可分的两种表现形式。

每股净值是股份公司投入运营的每股净资产数量，它是按现有资产数额计量的每股价值；而每股真值是处于运营状态中每股净值将会获得收益的现值和，它是按未来产出收入额计量的每股价值。这两种价值的计量依据不同，但都是客观存在的，它们都成为影响与决定股票价格的价值基础。

在大多数情况下，每股净值构成每股市价的下限，每股真值形成每股市价的上限，股票价格在此上下限之内波动，突破这个界限属于特殊情况。

每股净值又称每股股东权益，在公司资产负债表上有帐可查。每股真值的计算公式如下：

$$V = \sum_{t=0}^{M-1} \frac{C_t}{(1+i)^t}$$

它受每股在未来年份的盈利额 C_t ($t=1, 2, 3\cdots$) 和预期盈利年限 M 影响极大, 同时还受贴现率 i 影响。

每股真值与净值之间具有紧密的数量联系, 能够清楚表现这种数量联系的参数是“真净值比例系数”, 它的核算关系为:

$$\text{真净值比例系数} = \frac{\text{每股真值}}{\text{每股净值}}$$

此比例系数由股份公司普通股净值年平均收益率 g 、贴现率 i 和预期盈利年限 m 等 3 个因素决定。在 § 3.5 中提出它们之间的数量关系式为:

$$k = g \frac{(1+g)^m - (1+i)^m}{(g-i)(1+i)^{m-1}}$$

如果以 $h = (g-i) / (1+i)$ 代入, 上式又可简划为:

$$k = g \frac{(1+h)^m - 1}{h}$$

式中 h 的经济意义是以贴现率作为标准参考系数的股份公司普通股净值的折现后超常收益率。上述关系式表明一家股份公司的净值年平均收益率愈高, 则其股票的真净值比例系数愈大; 反之亦然。

二、股票价值增殖遵循一条定律

随着股份公司生产经营的向前发展, 原先每股股票的净值和真值都在逐渐增加, 透过众多作用方向不一的影响因素, 可以归纳出一定的规律性: 股票价值以其净值的年平均收益

率为年增殖率按幂指数规律随着时间延长而增殖。

在 § 3.8 中, 这条定律用公式形式表述为:

$$V = A \frac{(1+h)^m - 1}{h}$$

在 h 和 m 既定的条件下, 每股真值 V 总是随着每股年盈利 A 同比例增长, 和每股盈利 A 具有相等的年平均增殖率。在其背后, 每股净值也是按同一递增率增殖。

需要注意, 这条定律舍去了所有非基本因素, 只考虑由净值年盈利率高低决定的每股股东权益的增长速度。

三、最重要的指标是净值年盈利率

决定一种股票质量好坏、价值高低的最重要的因素是某股份公司普通股净值的年平均盈利率水平。净值年平均盈利率愈高, 从而折现后的超常盈利率 h 愈高, 则该种股票的每股真净值比例系数 k 就愈大。每股真值为净值的倍数愈多, 也就是真值愈大。

观察净值年盈利率只看一两年不行, 需要有较长远的眼光, 必须看股票的发行公司能够在多长的时间内保持较高的净值年平均盈利率。越是能够在很多年限内保持较高的净值年平均盈利率, 其股票的每股真值相对于年盈利额的倍数就愈高。

四、衡量市盈率高低的真盈率

本书 § 4.6 中指出, 真净值比例系数中和真值增殖公式中的倍数: $r = (1+h)^m - 1/h$ 实质上就是“真盈率”, 即每股真值与每股年盈利额的比例。

提出真盈率的概念, 使它与市盈率相对照, 就为评判市盈率是否偏高提供了度量标准。由表 3—1 和表 4—2 看, 因

贴现后的净值年盈利率高低不同及预期盈利年限长短有别，一种股票的真盈率可以从10以下直到数百上千。这说明通常受人重视的市盈率实际上有很大的弹性，可以接受的值域很宽。问题的关键就在股票发行公司的普通股净值年盈利率高低和能够维持此盈利率水平的年限长短。

五、股价易变的主客观原因

股票价格无时无刻不在变化，而且常常在很短时间内发生急剧升降，大幅度地涨跌。产生这种现象的客观原因是股票价格的双重价值基础之间往往存在很大的数量差距，其具体表现是每股真净值比例系数一般都很大，平均说来在数倍以上。这就使可以接受的最高股价和最低股价之间形成多达数倍的巨大差距，从而为股价在短时间内发生剧烈变动提供了可能性。

从主观方面看，从事股票交易的股民在每一时点上对股票价格的变动方向都有不同的预测和追求，而且随着个人手中股票的增减而不断发生反转。这种主观原因使股价易变的客观可能性变成现实性。

六、托底股价与限高股价都按指数律趋升

在§4.3和§4.5中分别提出托底股价和限高股价的函数形式为：

$$L=L_0(1+g-a)^t$$

$$H=H_0(1+g-a)^t$$

它们的共同含义是托底股价与限高股价都是随着时间推移而按指数律趋于上升的，二者的年递增率都是 $g-a$ ，即普通股净值年平均盈利率扣掉按净值计算的平均支付的股息率。

作为一种趋势描述，它适用于全部上市股票或其中的各类抽样样本，因而可以适用于分析股价指数的变化趋势。这种概括的直接依据是§3.8所述的股票价值增值定律。其中所差的 $-a$ ，即这里要扣除每年支付的平均股息率（按净值计算的），是由于股票价值应当包括未来支付的现金股息的价值，而股票价格不能再包括已经支付过了的股息。

七、股价指数反映老股净值的增长趋势

由于不断地有股票拆细、无偿赠股和优惠配售新股等非市场影响每股名义价格的情况发生，平均股价并不能够真实反映股票价格的变动。股价指数与股价平均数等股价指标则能够剔除上述不可比因素的影响，真实反映股票价格的变化动态。

但需注意，股价指数与物价指数尽管同属价格指数，却有很大不同。物价指数反映的是同一物品的价格变动幅度，股价指数反映的则是价值有所增殖的老股的价格变动幅度。譬如投资1000元购入1匹母马，9年后繁殖为8匹母马，每匹市价1500元，作为物价指数为150元，而股价指数则为1200点了。

所以，股价指数反映的不单纯是价格变动，其中更主要的是老股的净值变动，即老股所代表的资本价值量的变动。特别是从较长时期看，可以说股价指数实质上是股票的净值指数，或者说是股票的价值指数。

八、市净率从长期看并无上升趋势

在§5.5中提出的市净率定义及其与市盈率、净值盈利率的关系如下：

$$\text{市净率} = \frac{\text{每股市值}}{\text{每股净值}}$$

$$\text{市净率} = \text{市盈率} \times \text{净值盈利率}$$

由于从长期看市盈率和净值盈利率都没有上升趋势，因此作为二者乘积的市净率也就不会有长期上升趋势。对于我国目前刚刚兴起、供不应求、平均市盈率较高的股市来说，由于过高的平均市盈率终将下降，市净率还会表现出下降趋势。又由于：

$$\text{股价指数} = \text{旧股净值指数} \times \frac{\text{本期市净率}}{\text{基期市净率}}$$

因而在市净率并无上升趋势的时期里，股价指数的上升主要靠净值指数推动，实质上是老股每股股东权益增殖程度的度量指标。如此理解股价指数的实质，对于把握股价指数的变动规律是非常重要的。

九、股票溢价具有虚实二重性

股票市价高于股票净值的部分属于股票溢价。此种股票溢价可以从两个角度说具有虚实二重性。

首先，从数量角度看，当股票市价尚未超过其真值的时候，这部分溢价可以说是“实”的，有真值作为价值基础。而当股票市价超过其真值时，高于真值的那一部分溢价则是“虚”的，没有任何价值基础，全凭人气支撑，纯属泡沫。这是第一种意义上的虚实二重性。

其次，从时空角度看，对于此时此地而言，整个溢价都是虚拟的，是超过现有累积价值的虚增部分。但对于可以预期的未来而言，处于真值范围内的那部分溢价确是未来收益的现值化，是实实在在的“期货”，像基于未来收益的土地价格一样是“实”的。

由于股票真值平均数倍于净值，因而从未来收益现值化角度看，其实的溢价往往数额可观，通常也达到净值的若干倍。这种溢价，极大地增强了股票买卖的吸引力，成为股民尽力争夺的对象。正是由于客观上存在着这种“卵粮寅售”的实在溢价，才使人们切实体验到“赚多赔少”。

十、理论溢价净值比是实溢净率的上限

由于以真值为基础的实在溢价的上限是每股真值与净值的差额，而溢净率和理论溢价净比的定义分别为：

$$\text{溢净率} = \frac{\text{每股溢价}}{\text{每股净值}}$$

$$\text{理论溢价净值比} = \frac{\text{每股真净值差额}}{\text{每股净值}}$$

所以，实的溢净率就以理论溢价比为上限。超过此界限的溢净率则反映股票溢价中包含了纯虚的泡沫。

在 § 6.5 中提出的理论溢价净值比计算公式为：

$$e = g \frac{(1+h)^n - 1}{h} - 1$$

实际上就是 $e = k - 1$ ，即真净值比例系数减 1。表 6—1 显示，按此公式计算，在净值年平均盈利率达到 20% 的情况下，如果将贴现率定为 10%，预期年限为 15 年，理论上的溢价净值比就可以达到 5 倍，预期年限为 20 年，则高达 9 倍。由此可见，对于经济效益高的股份公司来说，其股票的溢价幅度很宽。但 1993 年上半年我国上海股市中不少公司的净值年盈利率远远达不到 20%，而其溢净率却超过 10 倍，甚至达到二三十倍，则显然偏高了，标示其中已含有虚的成份。

十一、市盈率和净值倍数是选择投资价位的重要指标

在 § 7.3 和 § 7.4 中提出购买股票的投资价位可以按照

下面的公式来选择：

投资价位 = 每股净值 × 投资价位净值倍数

或者：

投资价位 = 每股盈利 × 投资价位市盈率

而投资价位的市盈率应按下式核算：

$$\frac{\text{投资价位}}{\text{市盈率}} \leq \frac{\text{净值年平均}}{\text{盈利率倒数}} \times \left(\frac{1 + \text{净值年平均盈利率}}{1 + \text{贴现率}} \right)^T$$

与此相应的投资价位净值倍数显然为：

$$\frac{\text{投资价位}}{\text{净值倍数}} \leq \left(\frac{1 + \text{净值年平均盈利率}}{1 + \text{贴现率}} \right)^T$$

式中的 T 为预期投资年限。当选择 15 年作为预期投资期限时，如果取贴现率为 10%，对于净值年平均盈利率可以保持 21% 的公司股票来说，可以接受的投资价位净值倍数上限为 4.18，投资价位市盈率为 19.89。

据此选择的投资价位低于真值，因而投资后按真值计算还可以适当获利，而不像按真值购入那样空担风险，贴现后无利可图。

投资价位是长线投资者买卖双方都可以接受的价位。市价低于投资价位上限较多，适于买入，接近投资价位上限适于卖出，超过了则应当卖出。这是就长期投资而言的。如果在投机性很强的股市上做短线，那么，只要股价不超过真值，在适当的时机也还是考虑买。

十二、投资股票应当获得高于社会平均资金利润率的收益率

在 § 8.3 中，根据英美等外国的长期统计数据论证了上市股份公司的普通股净值年平均盈利率应当高于全社会的资

金平均利润率。结合 § 3.8 中概括的股票价值增殖定律,这意味着股票价值平均说来应当以高于社会平均资金利润率的年递增率增殖;而介于股票净值与真值之间的股票价格也就应当随之以高于社会平均资金利润率的年率,按指数律趋于上升。对于股票价格年递升率来说,需要扣减每年现金分红的净值股息率。但论投资收益率,由于包括现金分红收入在内,就股份投资总体而言,它是应当等于普通股净值年平均盈利率的。

这就是说,进行股票投资应当能够获得高于社会平均利润率的投资收益率。而要实现这一点,不仅要买价适当,而且要卖得适时。从我国股市的现时情况看,工薪阶层投资股票最好从一级发行市场认购原始股入手,这样容易保持主动。

以上十二个要点中有十点是在第三至第六章中提出或论述的,这 4 章构成本书的主体。其中 § 3 隐秘的价值和 § 4 易变的价格两章,分别从价值与价格的主要决定因素及相互联系的角度,阐述了股票价格的变动规律和特点,是关于股价的基本理论,此理论以双重价值基础说作为主线。根据此理论,§ 5 鲜明的指标和 § 6 致富的溢价两章分别揭示了股价指数的内含与股票溢价的实质。

第七和第八两章讨论上述基本理论在股票投资中的运用,其重点是长期投资价位的捕捉和股票投资收益率水平问题。§ 8.6 日重开收一节中所介绍的分时指数图解读方法,对于做短线的股民也有参考意义。

最前面的第一、第二两章属于引言和概说,是进股价正题之前的泛论。其中 § 2 未艾的事物一章,为了解股票发展简史及其在我国的发展前景,提供了总的轮廓和基本线索。

了解本书上述三大部分的相互关系与各自的基本内容，有助于透过目录上各章节标题的不规范用语，看清楚贯穿其间的内在逻辑。

本书中的很多观点纯属个人见解，不少名词概念是新提出来的，不恰当之处，恳请读者不吝赐教。此书稿是在 1993 年 2 月至 7 月中共中央党校进修部学习期间完成的。在此谨向与我朝夕相处，共同研讨，关心和支持本书写作的中央党校第 20 期进修班乙班同学和周鹤昕组织员致谢。

作 者

1993 年 7 月 16 日
于中央党校 9 号楼

目 录

序 言

§ 1	迷人的股票	(1)
§ 1.1	亿元村	(1)
§ 1.2	百日富	(2)
§ 1.3	一夜翻番	(4)
§ 1.4	十秒有变	(5)
§ 1.5	徐岙乡	(6)
§ 1.6	杨百万	(8)
§ 1.7	精未及痴	(9)
§ 1.8	算不胜数	(11)
§ 2	未艾的事物	(13)
§ 2.1	远顾三百载	(13)
§ 2.2	近看五十年	(19)
§ 2.3	确为资本种	(25)
§ 2.4	实有社会根	(25)
§ 2.5	红白两色花	(27)
§ 2.6	共结大同果	(29)
§ 2.7	神州方吐丝	(30)
§ 2.8	繁茂无穷期	(39)
§ 3	隐秘的价值	(41)
§ 3.1	面值不真	(41)

§ 3.2	真值不露.....	(43)
§ 3.3	净值有帐.....	(48)
§ 3.4	残值少见.....	(50)
§ 3.5	双层基础.....	(51)
§ 3.6	多维空间.....	(54)
§ 3.7	八面埋伏.....	(58)
§ 3.8	一条定律.....	(61)
§ 4	易变的价格.....	(64)
§ 4.1	始自发行.....	(64)
§ 4.2	变生交易.....	(66)
§ 4.3	依托实绩.....	(67)
§ 4.4	涨跌人气.....	(71)
§ 4.5	情系真值.....	(73)
§ 4.6	意绕盈率.....	(76)
§ 4.7	月分熊牛.....	(82)
§ 4.8	日有潮汐.....	(86)
§ 5	鲜明的指标.....	(90)
§ 5.1	初为平均价.....	(90)
§ 5.2	又补修除法.....	(92)
§ 5.3	后人定基期.....	(96)
§ 5.4	渐趋指数化	(100)
§ 5.5	内含旧净值	(106)
§ 5.6	外露新动向	(110)
§ 5.7	股市风向标	(112)
§ 5.8	经济晴雨表	(114)
§ 6	致富的溢价	(116)

§ 6.1	乍显真值	(116)
§ 6.2	顿生溢价	(118)
§ 6.3	赚多赔少	(119)
§ 6.4	卯粮寅售	(120)
§ 6.5	真净差额	(121)
§ 6.6	富自认购	(124)
§ 6.7	莫畏虚拟	(127)
§ 6.8	慎调结构	(128)
§ 7	买价的捕捉	(130)
§ 7.1	长短有别	(130)
§ 7.2	炒投掺合	(131)
§ 7.3	投资选价	(132)
§ 7.4	逐股剖析	(134)
§ 7.5	炒作技术	(140)
§ 7.6	逢低巧取	(145)
§ 7.7	高位妙夺	(146)
§ 7.8	需占先机	(147)
§ 8	卖价的抉择	(149)
§ 8.1	卖依买意	(149)
§ 8.2	长短有序	(150)
§ 8.3	超真回收	(152)
§ 8.4	临峰三抛	(159)
§ 8.5	周察首尾	(161)
§ 8.6	日重开收	(165)
§ 8.7	股海沉浮	(177)
§ 8.8	心作舟楫	(179)

§ 1 迷人的股票

§ 1.1 亿元村

股票价格上升，使整个村庄户户富甲天下，虽然在资本主义发达国家中未见先例，但在社会主义的中国，却顺乎情理地出现了。

《中国青年报》1993年2月9日在“经济蓝讯”第5期上转述香港的报道说，东距深圳市区百里之遥的深圳龙岗区大鹏镇大坑村，现有村民100余人，他们原住大亚湾海边，打渔种田，人均月收入30元左右。1983年国家兴建大亚湾核电站，大坑村人举村迁往王母墟，住进国家在那里给他们建成的一群2层楼房，形成大坑新村。

除了建楼，国家还给了大坑村人几百万元移民安置费和土地补偿费，其中一部分已用于迁移，剩余的钱原准备各户均分。当时的宝安县政府说要“养鸡生蛋”，不让他们分，大坑村人心中尽管不乐意，但还是服从了。1984年宝安投资公司成立，先投入80万元，1985年又投入50万元。

1991年，宝安投资公司改组为宝安实业股份有限公司，大坑村人投入的130万元经过几年的分红派息再投资，已经变成1700万股宝安股票。宝安股票获准在深圳证券交易所挂牌交易，上市后宝安股票价格一路上扬，由3元涨为5元、10元、20元，目前在每股30元上下波动。在每股10元左右时，