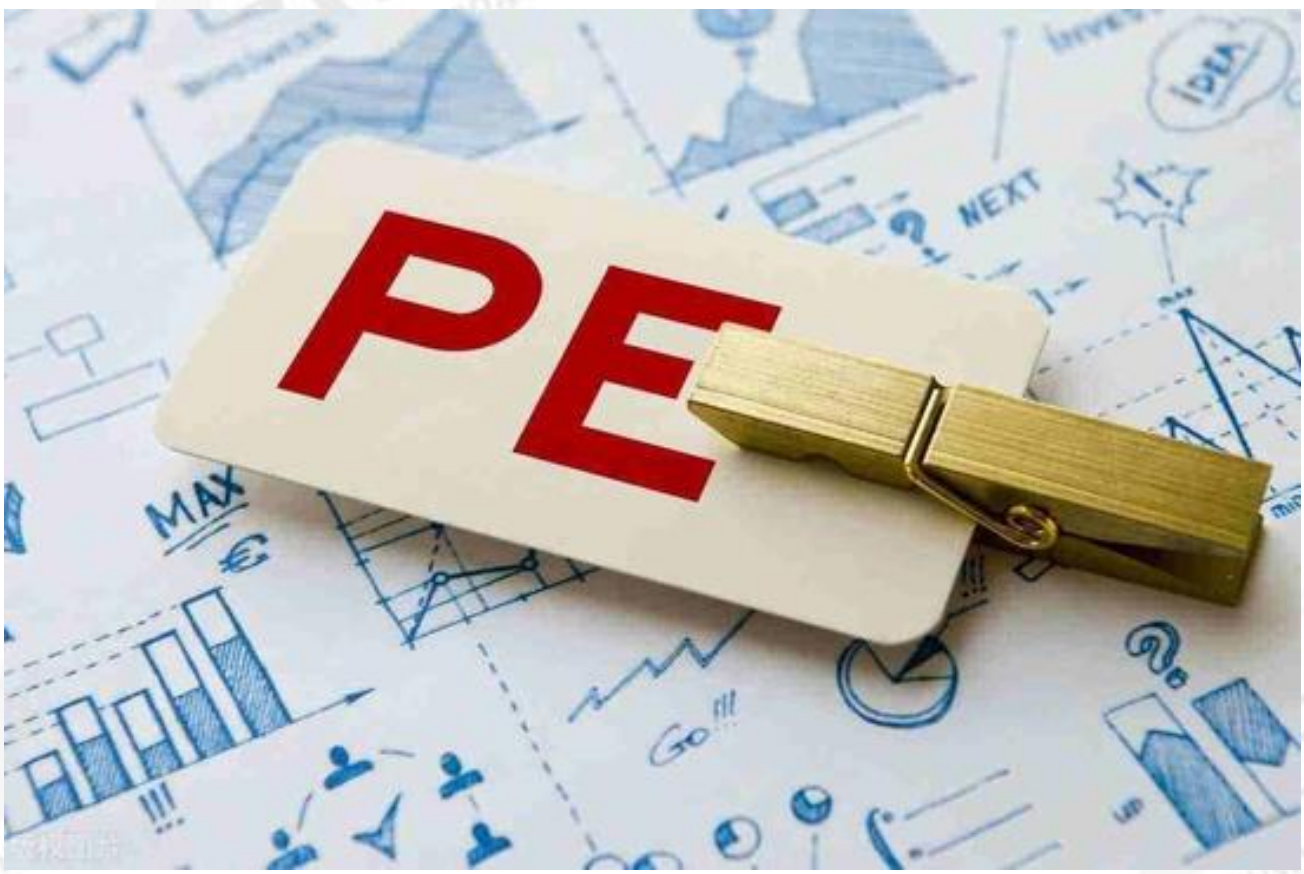
李迅雷：出生率与市盈率

意见领袖 | 李迅雷、唐军（李迅雷为中泰证券股份有限公司首席经济学家、中国首席经济学家论坛副理事长）

记得在 30 年前，我国的人均 GDP 大约只有 400 美元。当时 A 股市场规模很小，总市值占 GDP 的比重不足 10%，但估值水平却是全球主要股市中最高的，换手率也是全球第一，第二是中国台湾。目前我国人均 GDP 已超过 1.2 万美元，但估值水平却不断下移，市盈率已处在全球诸多股市中的较低水平。作为连续多年 GDP 增量贡献全球第一的国家，为何其股市会出现估值水平不断下移的现象呢？本文探讨出生率与估值水平之间逻辑关系。

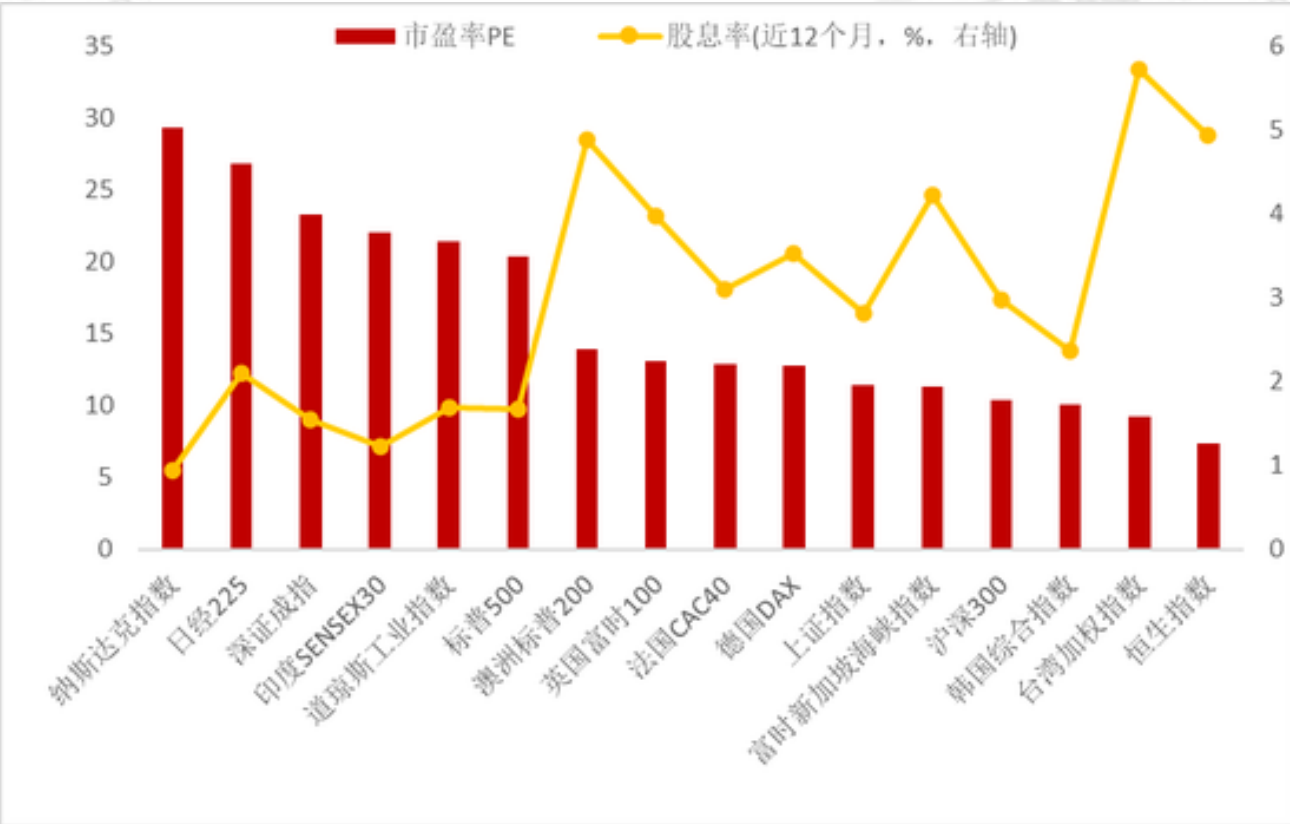


为何东亚股市估值水平普遍下移？

https://www.yunbaogao.cn

我们曾经为了比较全球主要股市的估值水平，在 11 月份做个下面这张图。除了发现 A 股的估值水平已在过去 30 多年里大幅下移外，还发现东亚地区的多数股市估值水平普遍都比较低。

世界主要指数估值与股息率对比



图片数据来源：wind，中泰证券研究所

东亚地区诸多股市的估值水平低，是否意味着其经济增长乏力呢？似乎并没有这方面的充分论据，毕竟与欧盟诸国相比，东亚各大经济体的 GDP 增速并不慢，且经济更具活力。其中作为东亚地区的第二大经济体日本，虽然经济长期徘徊不前，被嘲讽为“失去 30 年”，但如今的日经 225 指数对应的平均市盈率水平超过 26 倍，仅次于纳斯达克指数，说明单纯从经

济增长潜力的角度看，还不能合理解释东亚地区股市的估值水平为何偏低的问题。

就中国经济而言，尽管 GDP 增速相比过去已经显著回落，但比欧美还是要快不少，但 A 股市盈率水平已经明显低于欧美股市。如截至 10 月末，沪深 300 的平均市盈率已经跌至 10 倍，股息率接近 3%，但我国的一年期存款利率只有 1.5%；而美国的标普 500 指数对应的平均市盈率为 20 倍，股息率也只有 1.6%，美联储的基准利率水平是 3%-3.25%；印度 SENSEX30 指数的平均市盈率为 22 倍，股息率只有 1.2%，而印度央行的基准利率高达 5.9%。

那么，是否可以从东亚地区主要股市的市盈率水平的历年变化情况来找到其估值下移的根本原因呢？例如，近十多年来东亚地区普遍存在生育率水平偏低的现象，而三十年前的生育率水平则不低，随着人均 GDP 水平的不断抬升，生育率呈现显著下降趋势。

倒推模拟——

东亚股市的市盈率变化如何?

由于日本、韩国、新加坡和台湾主要股指都没找到市盈率数据，但是有指数涨跌幅数据，我们想办法估算和倒推各大股指的历史市盈率。

由于：市盈率 = 股价/盈利

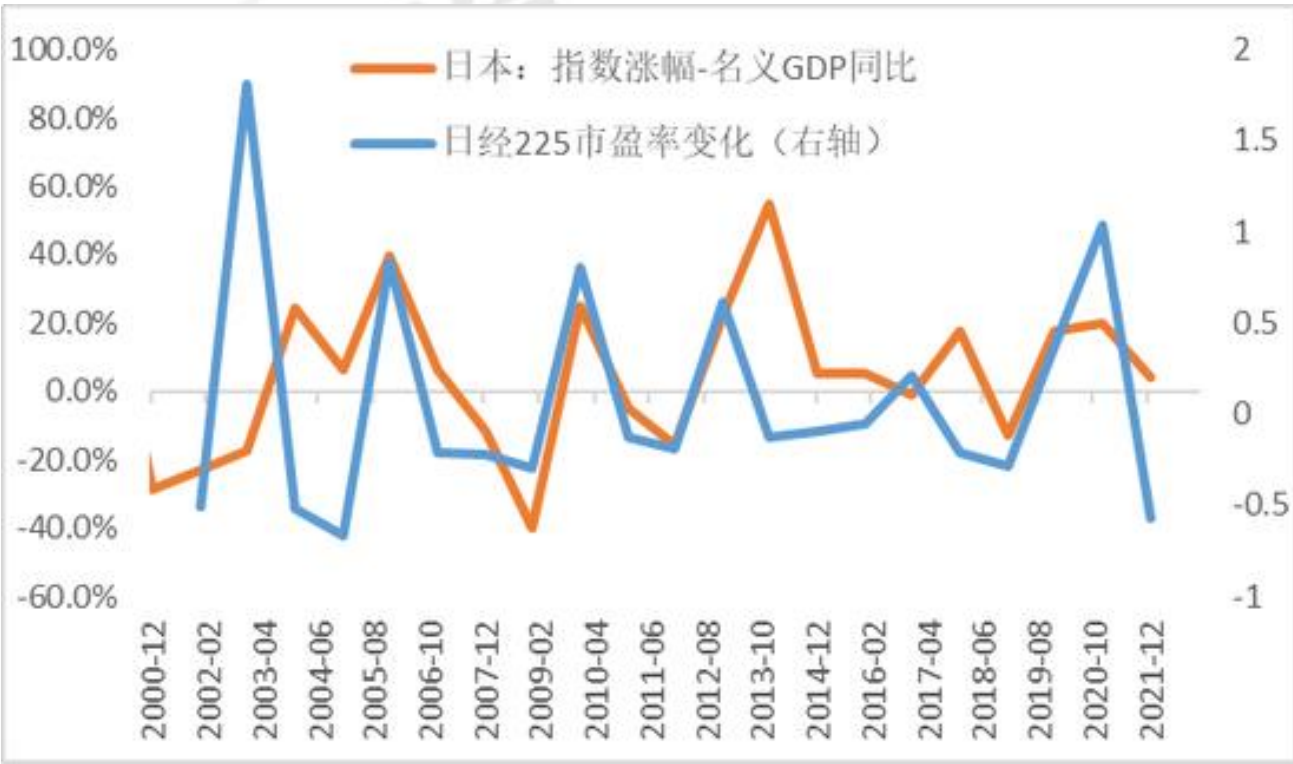
不妨用股指代表总体股票的价格变化，同时用名义 GDP 的增幅代表总

https://www.yunbaogao.cn

体上市公司盈利的变化，则可以通过指数涨跌幅和名义 GDP 增幅数据来估算股指的市盈率变化，从而倒推出历史市盈率。

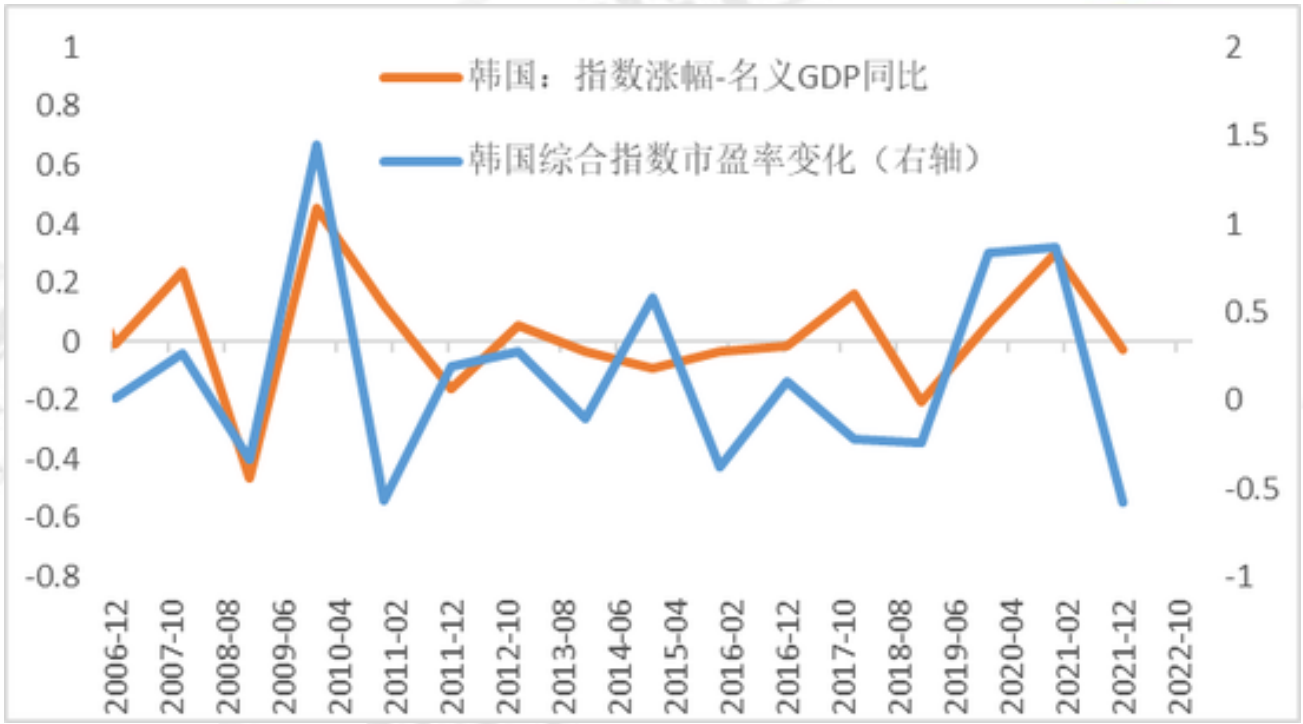
从日本、韩国和 中国主要股指的市盈率变化与“指数涨幅-名义 GDP 增速”的关系来看，两者变化方向高度一致，但波动幅度有些差异。因此，用“指数涨幅-名义 GDP 增速”估算和倒推的历史市盈率在绝对数值上会有偏差，但用于观察历史市盈率的变化方向和趋势是可行的。

“指数涨幅-名义 GDP 增速”与实际市盈率差异（日本）



图片数据来源：Bloomberg，中泰证券研究所

“指数涨幅-名义 GDP 增速”与实际市盈率差异（韩国）



图片 数据来源：Bloomberg，中泰证券研究所

“指数涨幅-名义 GDP 增速”与实际市盈率差异（中国）

图片数据来源：Bloomberg，中泰证券研究所

中、日、韩等经济体的出生率与股市市盈率关系

出生率又称为粗出生率（Crude Birth Rate）。一定时期内（通常指 1 年内）平均每千人中出生人数的比率。它反映一定时期内人口的出生水平。例如，1991 年我国的出生率为 19.68‰，而到了 2021 年出生率已大幅降至 7.52‰，为 1950 年以来最低水平。

生育率与出生率紧密相关，按照世界银行 2021 年（2019 年数据）的报告，生育率最低的 10 个国家和地区（按每名妇女的生育率）中，包含了韩国、新加坡、中国香港和中国澳门。那么，中国和日本又如何呢?

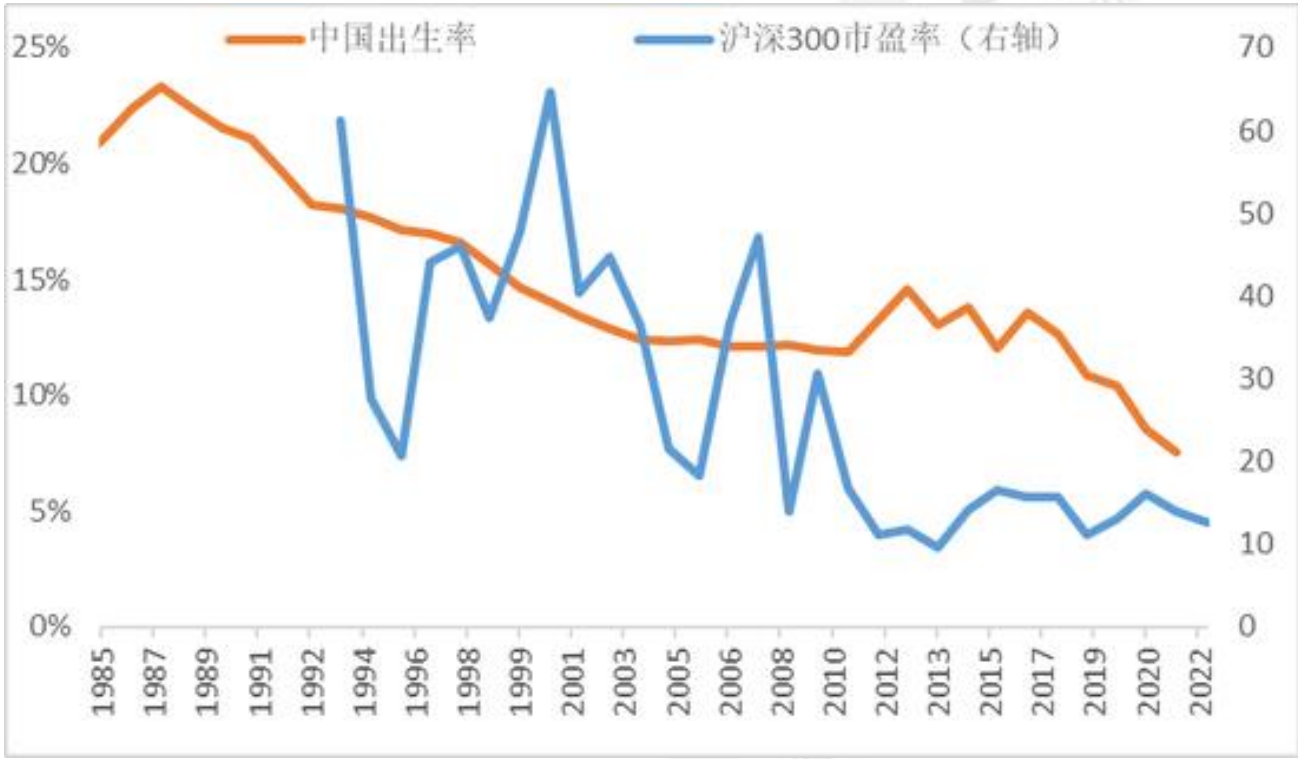
2021 年中国的出生率和生育率双双创下了有记录以来的最低水平；2021 年日本出生人数创下有记录以来最低水平，但生育率并非最低，日本总和生育率是在 2005 年创下 1.26 的最低水平。

在 2006 年以后的十年间，日本生育率缓慢回升，到 2015 年日本生育率回升到 1.45，但随后的 2016 年降到 1.44，2017 年降到 1.43，2018 年降到 1.42，2019 年降到 1.36，2020 年降到 1.34，2021 年降到 1.3。尽管如此，2021 年日本的生育率仍然高于同属东亚的中国和韩国。2021 年韩国生育率只有 0.81，全球垫底。

此外，据台湾当局“发展委员会”的公布数据，中国台湾 2022 年的生育率预计只有 0.89，尽管出生率为 0.98，均为历年来的最低点。

如果把过去 30 年来的出生率走势和股市平均市盈率走势作为对比，基本上都呈现了股市市盈率随着出生率下降而下降的趋势，其中日本和韩国股市都在 1989 年左右经历过一轮大泡沫，市盈率阶段性失真。部分历史市盈率数据是用“指数涨幅-名义 GDP 增速”估算倒推的。

中国出生率与沪深 300 市盈率的走势图



图片数据来源：Bloomberg，中泰证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50634