

2019年1月29日

宜信财富：从风险溢价看 A 股

2018 年全球股市的下跌更多是杀估值现象，A 股的表现尤为明显。我们发现，风险溢价相比市场利率更能反映 A 股的走势，而决定风险溢价的主要因素之一就是富余流动性，可以用 M2 与名义 GDP 增速差代表。该指标的领先性显示，如果中国货币政策进一步宽松，估值的提升将缓解盈利增长下滑的压力，给 A 股带来支撑。

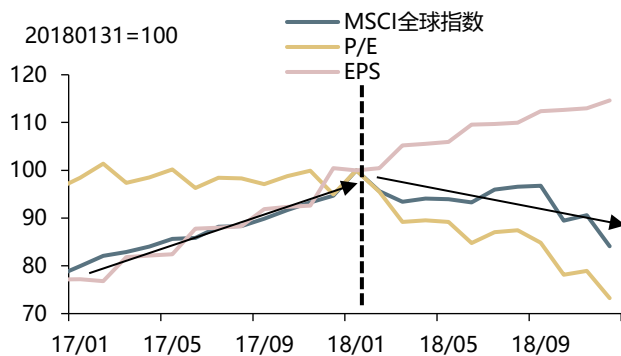
李琳 博士
宜信财富董事总经理
资产配置策略研究负责人

夏天然 博士
投资策略师

2018 年全球股市经历了较大起伏，MSCI 全球股指回到了 2017 年初的水平，尤其是发达国家股市在四季度普遍大跌，抹去了全年涨幅，新兴市场股市则从 2018 年年初就持续下行。值得注意的现象是，这一轮全球股市的杀跌，并非是由于企业盈利的下滑，而是因为估值水平的下降。如果从近两年的股指与盈利走势来看，二者在 2018 年出现了明显的背离：企业盈利水平维持平稳上升，但股指震荡下跌，这个背离在 A 股市场尤为明显（图表 1，图表 2）。

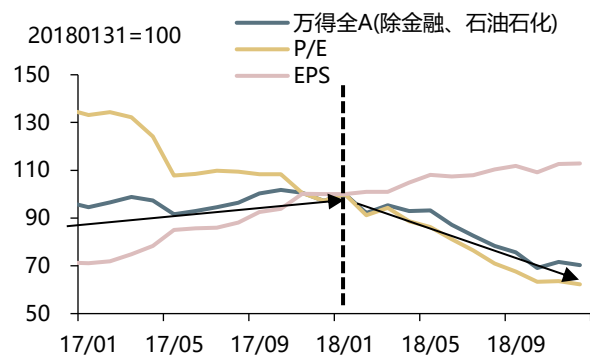
为何全球股市估值都大幅下降？如果说美联储加息提高了市场收益率水平，导致美股估值的下降可以理解，但中国央行在 2018 年的货币政策一直偏向宽松，整体市场利率水平持续下降，为何 A 股估值水平同样大幅下跌？

图表 1：2018 年全球股市的估值震荡下降



数据来源：Bloomberg, 宜信财富

图表 2：2018 年 A 股走势与估值高度同步



数据来源：Wind, 宜信财富

估值的影响因素——风险溢价

按照经典的股利贴现模型 (DDM)， $P = D / (r - g)$ ，货币政策宽松会带动市场利率水平下降，是对股市的明显利好，但历史数据显示，A 股的表现与利率水平的负相关性不明显。事实上，股市的估值包含了很多因素，除了无风险收益率，还有投资者对宏观经济走势的判断、对企业未来盈利预期、对不确定性因素的考虑。这些较难量化的因素可以统一归纳为“风险溢价” (ERP)，即相对于几乎无风险的国债，投资者要求股市能给出的额外回报水平。在上述公式中， r 为股市预期收益率，就是无风险收益率 r_f 和风险溢价 ERP 的和。

当无风险收益率 r_f 下降，但风险溢价 ERP 水平上升，并导致预期收益率 r 整体上涨，股市估值就会下降。这正是 2018 年 A 股的情况：10 年期国债收益率从年初的 4% 左右下降至年底的 3.3%，而风险溢价从 -0.6% 上升至 2.0%，A 股整体预期收益率上涨了 1.9%（图表 3）。事实上，风险溢价更能反映 A 股的走势，二者有明显的负相关关系（图表 4）。

图表 3：2018 年利率水平下降，风险溢价提高



数据来源：Wind, 宜信财富

图表 4：风险溢价与股市的走势相关度更高



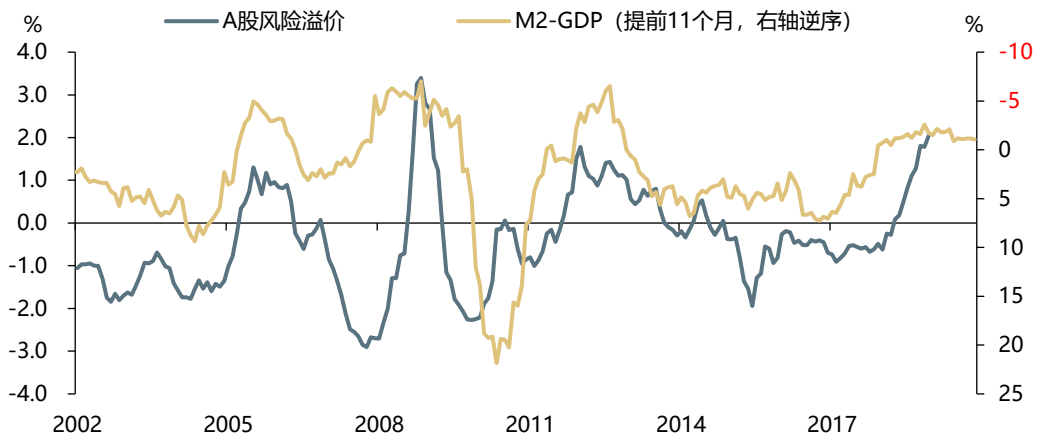
数据来源：Wind, 宜信财富

什么决定风险溢价？

我们计算 A 股的风险溢价时所采用的方法是倒推法，即用已经公布的 A 股市盈率数据的倒数（代表股市预期收益率）和 10 年期国债收益率之差作为 A 股风险溢价水平。当然也可以用 DDM 模型直接计算出预期收益率 r ，再计算风险溢价，但该方法比较适合股息投放较为稳定的市场，对于 A 股来说，倒推法更为准确。

由于风险溢价的重要作用，有必要研究其决定因素。风险溢价中包含了投资者对宏观经济和微观企业的预期，所以经济增长、企业盈利、消费者情绪、市场波动率等因素均会有影响。综合考虑了数据可得性、拟合效果等因素后，我们发现 M2-名义 GDP 增速差与 A 股风险溢价高度负相关，且存在约 11 个月的领先关系。当 M2 显著高于名义 GDP 增速时，A 股风险溢价均明显下行，反之亦反。

图表 5：M2-名义 GDP 增速差与 A 股风险溢价有 11 个月的领先关系



数据来源：Wind, 宜信财富

这种高度相关不难理解，其反映的仍是富余流动性的影响。M2 增速基本代表了货币增长的速度，而名义 GDP 增速是考虑了通胀因素在内的经济增长，当货币增速超过了经济增速，表明实体经济资金需求满足后，市场中还有富余的货币。富余货币越多，投资者风险偏好越高，风险溢价就会越低，反之，富余货币越少，则投资越谨慎，风险溢价越高。

A 股估值有望回升

M2-GDP 增速差指标很直接的跟央行的货币宽松程度以及经济增速有关，由于中国经济目前处于增速下降的趋势，持续宽松的货币政策将拉动该指标上涨。图表 5 显示出，M2-GDP 增速差已经有触底回升之势，基于该指标的历史领先关系，意味着 A 股风险溢价在一季度就会触顶，对应于 A 股见底。

当然，以上的判断均基于一个假设，即估值依然是决定 2019 年 A 股走势的首要因素。一般说来，股市的表现受到盈利增长和估值两个因素的影响。从历史数据来看，全球股市的走势与盈利增速相关度更高，但在中国，估值的影响往往更为明显，尤其是在 2007 年、2015 年等估值大幅飙升的时期。从盈利的角度，在中国内外需双弱的背景下，2019 年企业盈利增速可能继续回落，对 A 股形成压力。**但是，政策对经济的支撑力度提升将带来市场对中国经济担忧的下降和对股市估值的回调。**这种盈利弱、估值高的情形类似于 2014-15 年，至于 A 股是否会再次出现当年的“大水牛”，就取决于货币政策进一步宽松的程度了。