

湘财证券研究所

宏观策略部

李莹

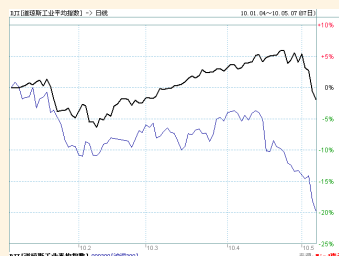
Tel: 021-68634518-8273

E-mail: ly2573@xcsc.com

年内沪深 300 与恒生指数走势

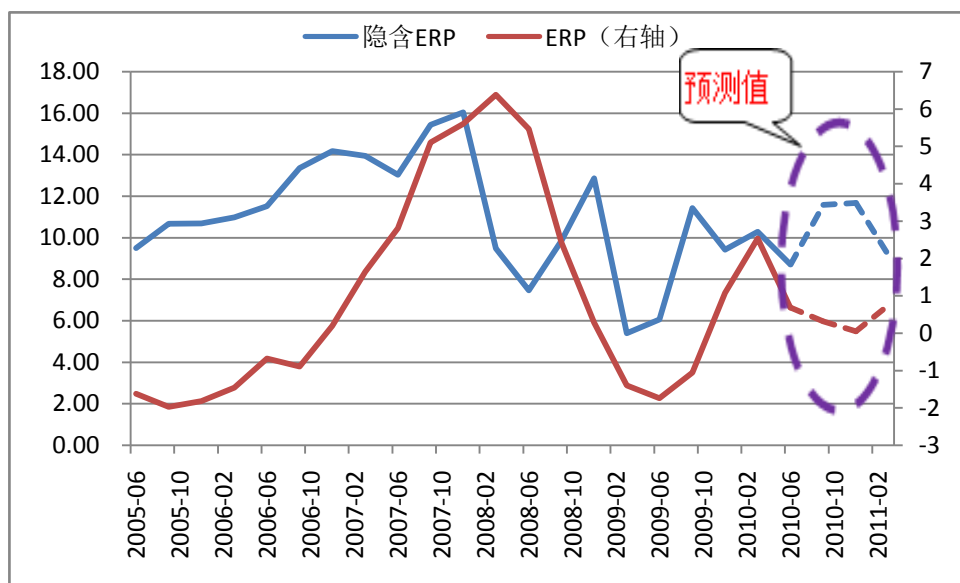


年内沪深 300 与道琼斯指数走势



主要观点

- 股权风险溢价 ERP 展示了投资于股票市场获得的风险报酬，反映了投资者的风险偏好，也有助于投资者把握市场整体的走势。
- 随着经济周期变化，实际 ERP 也同步变动。从历史数据来看，实际 GDP 与实际 ERP 正相关，相关系数约为 0.51。从预测值来看，2010 年年底实际 ERP 将会有个向上的拐点。
- 从我们的预测数据来看，隐含 ERP 将继续与 GDP 负相关，并在年底达到一个相对高点。对应到市场趋势，就是说目前仍未达到真正的底部。
- 实际 ERP 和隐含 ERP 呈现反向变动关系。当投资者预期股票收益率风险较高时，这意味着投资者给予该股票较高的折现率，造成股价下降，实际 ERP 较低。



一、分析股权风险溢价 ERP 的意义

股权风险溢价 ERP 展示了投资于股票市场获得的风险报酬，反映了投资者的风险偏好，也有助于投资者把握市场整体的走势。

1.1、ERP 的定义

股权风险溢价 ERP(equity risk premium)是指市场投资组合或具有市场平均风险的股票收益率与无风险收益率的差额。从这个定义可看出：一是市场平均股票收益率是投资者在市场参与投资活动的预期“门槛”，若当期收益率低于平均收益时，理性投资者会放弃它而选择更高收益的投资；二是市场平均收益率是一种事前的预期收益率，这意味着事前预期与事后值之间可能存在差异。

1.2、ERP 的计算

股权风险溢价的计算从方法上讲，包括两种：一是历史法，二是前瞻法。历史法就是运用历史收益来估计未来收益，运用投资者在一些持有期已经实现的平均收益溢价来计算，也就是实际 ERP。前瞻法是以市场价值为权数，运用股利贴现模型(DDM)对市场上大量单个公司的收益率进行加权平均得到市场的期望收益率，也就是隐含 ERP。

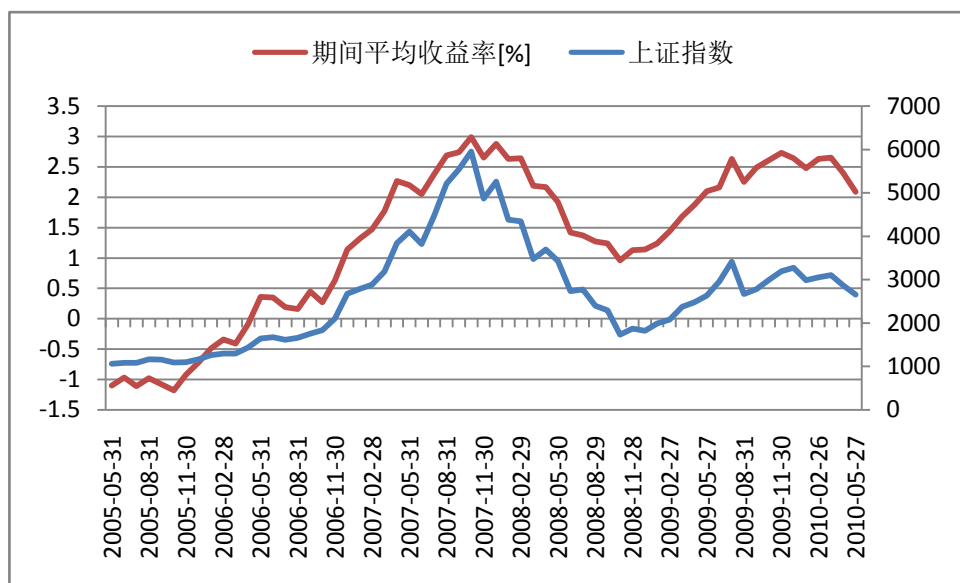
二、A股市场实际 ERP 与隐含 ERP

实际 ERP 反映了历史的投资收益，隐含 ERP 则反映了投资者对未来的预期。我们分别考察了 ERP 与市场 and 实体经济的关系。

2.1、实际 ERP 与上证指数走势

A 股市场实际 ERP 等于实际收益率减去无风险收益率。我们假定在 A 股市场中，无风险收益率 R_f 等于 10 年期国债月收益率，而国债收益率近几年变化不大，实际收益率与无风险收益率趋势相同。

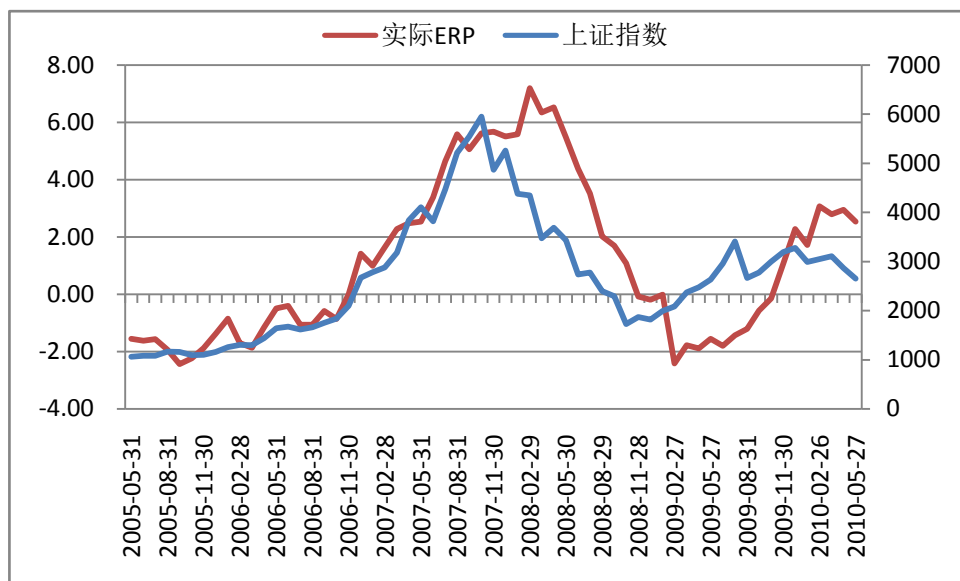
图表 1：上证指数期间收益与收盘点位趋势相同



数据来源：Wind

在实际 ERP 的计算中，我们认为实际一年期存款利率更能代表无风险收益率，所以目前的 ERP 等于本月实际收益率减 1 年期存款利率加本月 CPI。

图表 2：实际 ERP 滞后于上证指数

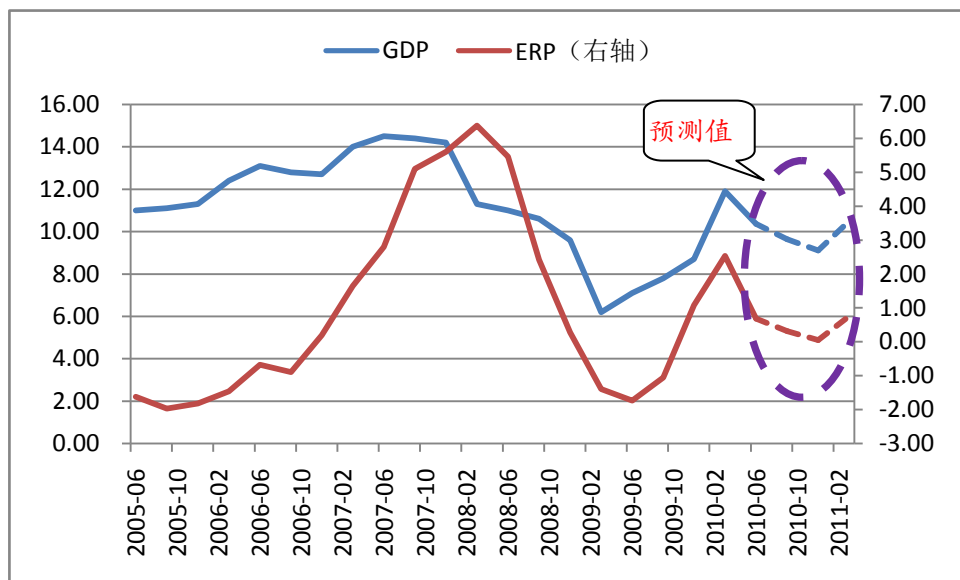


数据来源：Wind

2.2、实际 ERP 与实际 GDP 增速

随着经济周期变化，实际 ERP 也同步变动。从历史数据来看，实际 GDP 与实际 ERP 正相关，相关系数约为 0.51。从预测值来看，2010 年年底 ERP 将会有一个向上的拐点。

图表 3：GDP 与实际 ERP（右轴）正相关



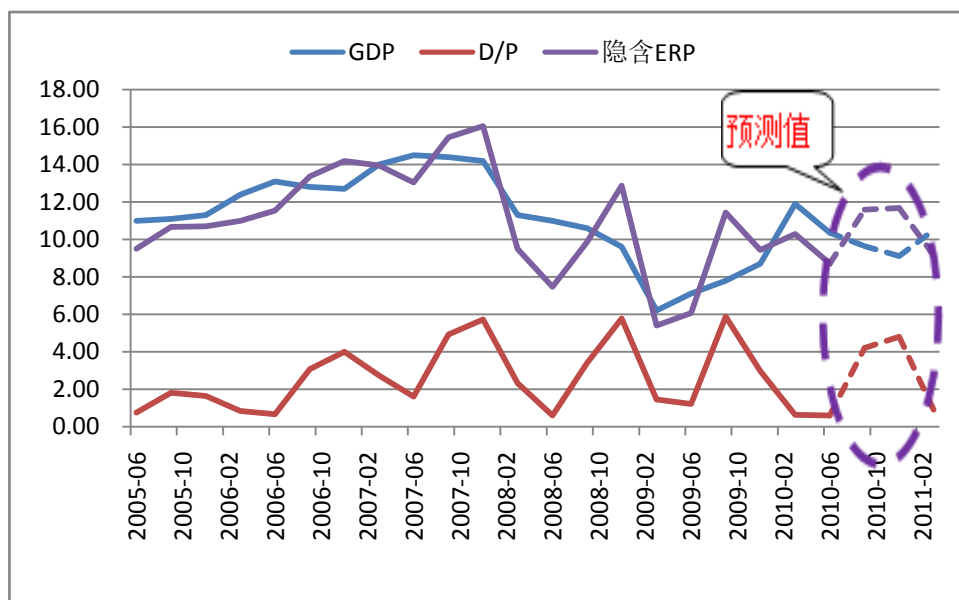
数据来源：Wind，湘财证券研究所

2.3、隐含 ERP 与市场趋势

理论上,在未来增长 $g=0$ 的情况下,由于股票价格 $= \text{EPS} / \text{预期收益率 } K_e$, 则 $P/E = 1/K_e$; 在未来存在增长 g 的情况下, $PE = 1/(K_e - g)$; 通过增加投资实现增长的情况下, $PE = (1 - g/ROE)/(K_e - g)$ 。其中 $K_e = \text{ERP} + R_f$ 。在三阶段 DDM 模型中,假定第一阶段 $g=10\%$, $n=30$; 第二阶段 $g=5\%$, $n=20$; 第三阶段 $g=3\%$, $n=\infty$ 。我们假定在 A 股市场中,无风险收益率 R_f 等于 10 年期国债月收益率。实际计算中我们假定预期增长率等于实际 GDP 增长率,所以预期收益率等于预期增长率加股息收益率,预期收益率与无风险利率相减就是隐含 ERP。

从我们的预测数据来看,隐含 ERP 将继续与 GDP 负相关,并在年底达到一个相对高点。对应到市场趋势,就是说目前仍未达到真正的底部。

图表 4: GDP 与隐含 ERP 负相关

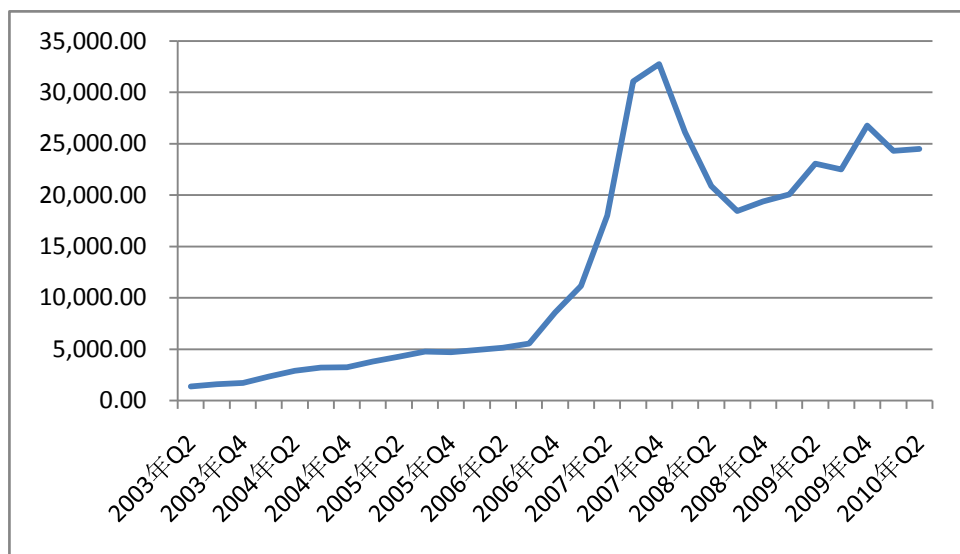


数据来源: Wind, 湘财证券研究所

2.4、隐含 ERP 与投资者风险偏好

专业投资者比重的扩大降低了风险偏好,导致隐含 ERP 下降。这也与我们对隐含 ERP 预测的数据相吻合。

图表 5：基金规模较快增长

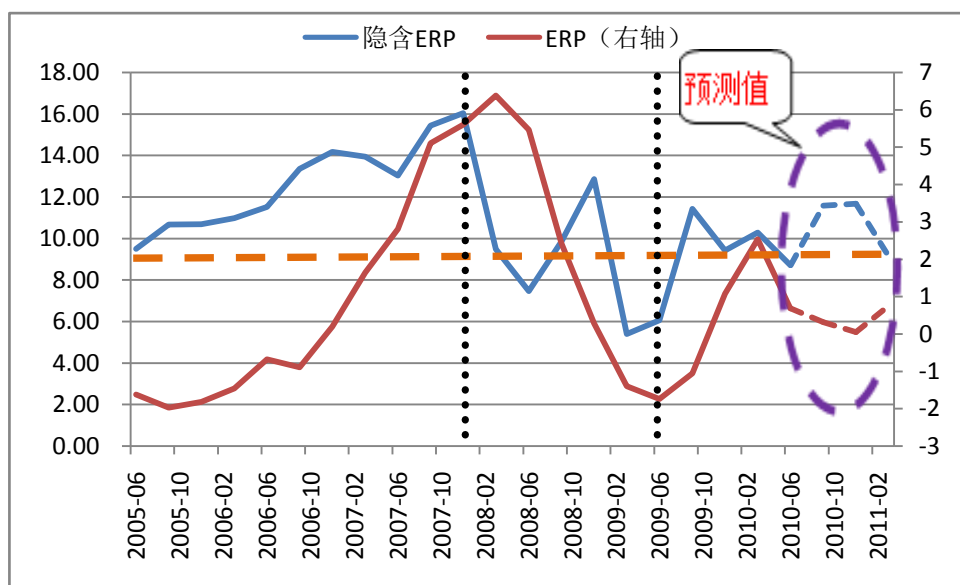


数据来源：Wind

2.5、实际 ERP 与隐含 ERP

实际 ERP 和隐含 ERP 呈现反向变动关系。当投资者预期股票收益率风险较高时，这意味着投资者给予该股票较高的折现率，造成股价下降，实际 ERP 较低。

图表 6：实际 ERP 与隐含 ERP 负相关



数据来源：Wind，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。