

为什么人人都提“估值修复”？

——估值修复对投资收益的贡献简析 20100725

策略研究小组

余晓宜 研究员
电话: 020-87558888-648

eMail: yxy2@gf.com.cn

李太勇 研究员
电话: 020-87558888-689

eMail: lty@gf.com.cn

林海 研究助理
电话: 020-87558888-418

eMail: lh19@gf.com.cn

张海波 研究助理
电话: 020-87558888-337

eMail: zhb@gf.com.cn

林鲁东 研究助理
电话: 020-87558888-696

eMail: lld2@gf.com.cn

胡进 研究助理
电话: 020-87558888-653

eMail: hj13@gf.com.cn

本周观点

本周市场反弹属于投资情绪好转带动的估值修复，我们在中期策略中提及的后续大盘走向决定性因素——政策因素：

- 其中财政政策目前正向积极方向发展，包括新能源产业规划、收入分配改革、西部振兴计划等，均兼顾了短期和长期经济增长；
- 货币政策目前仍处于稳定状态，影响中性；
- 定价模式改革影响短期中性，中期趋弊，长期趋利。

单纯的投资情绪好转带动的估值修复在我们的估值模型中显示，只能带动大盘反弹最高到 2700 点。

投资策略

我们建议谨慎参与短期的传统产业整体估值修复行情，关注资本利用效率提升、产业升级、消费升级相关的投资机会：

- ✓ 新能源领域：太阳能中的成本突破领域、风电中的整机生产领域、核电中的投资周期缩短领域、天然气、水电、智能电网；
- ✓ 消费升级领域：房地产、保险、物流、信息设备和服务、医药；
- ✓ 产业升级领域：传统产业内部的集约化发展及升级、新兴产业。

本周专题：估值修复对投资收益的贡献——美国经验数据分析

借鉴国外同行研究经验，我们将股市的投资收益拆分为基础收益、情绪波动收益，投资者情绪波动表现为估值修复（崩溃）。

$$\text{股市投资收益} = \Delta \text{EPS} + \text{分红} + \Delta \text{PE}$$

美国股市历史数据显示：在一个很长的历史时间段内（如 105 年），投资者情绪波动对美国股市投资回报的影响基本上可以忽略不计。在年均 9.6% 的名义收益率中，基础收益拉动总收益 9.5%，情绪波动拉动 0.1%。

随着时间区间的缩短，我们发现投资者情绪波动对股市投资回报拉动效应越发明显，但呈现出及为不稳定的分布，而基础收益在大部分时间都为正值。

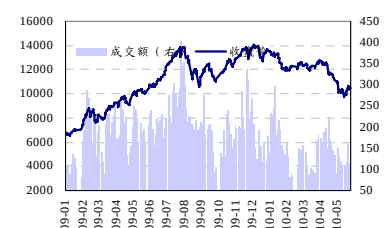
借此，我们也发现市场情绪的变化对 5 月、7 月份的 A 股市场有明显的影 响，从而也进一步支持我们关于“近期市场反弹属于投资情绪好转带动的估值修复”的判断。

上证综合指数走势



周末收盘：2572.03 一周涨跌幅：6.09%

深证成份指数走势



周末收盘：10527.95 一周涨跌幅：7.36%

国际 市场指数	一周	年初 至今
S&P500指数	3.55%	-1.12%
加拿大TSX指数	1.25%	-0.27%
英富时100指数	2.98%	-1.85%
法国CAC40指数	3.05%	-8.37%
德国DAX指数	2.09%	3.51%
日经225指数	-2.63%	-10.58%
韩国综合指数	1.13%	4.47%
台湾加权指数	1.26%	-5.21%
香港恒生指数	2.79%	-4.83%
恒生中国企业	4.34%	-6.87%
沪深300指数	6.77%	-21.88%

相关报告：

谨慎参与短期传统产业整体估值修复行情

本周市场反弹属于投资情绪好转带动的估值修复,我们在中期策略中提及的后续大盘走向决定性因素——政策因素:

- 其中财政政策目前正向积极方向发展,包括新能源产业规划、收入分配改革、西部振兴计划等,均兼顾了短期和长期经济增长;
- 货币政策目前仍处于稳定状态,影响中性;
- 定价模式改革影响短期中性,中期趋弊,长期趋利。

单纯的投资情绪好转带动的估值修复在我们的估值模型中显示,只能带动大盘反弹最高到2700点。

投资策略

我们建议谨慎参与短期的传统产业整体估值修复行情,关注资本利用效率提升、产业升级、消费升级相关的投资机会:

- ✓ 新能源领域:太阳能中的成本突破领域、风电中的整机生产领域、核电中的投资周期缩短领域、天然气、水电、智能电网;
- ✓ 消费升级领域:房地产、保险、物流、信息设备和服务、医药;
- ✓ 产业升级领域:传统产业内部的集约化发展及升级、新兴产业。

本周专题: 估值修复对股市回报的贡献

——基于美国历史数据的经验分析

借鉴国外同行的研究经验,股市的投资回报可拆分为基础收益、情绪波动收益:

基础收益=企业盈利增长+分红。基础收益取决于实际经济基本面变化情况,诸如经济增长、生产效率变化等因素。

情绪波动收益=估值的变化(市盈率的波动变化)。根据索罗斯的反射理论(认识—>决策—>行动—>市场),情绪会导致市场过度繁荣与过度萧条。情绪波动收益取决于投资者市场情绪的变化(从悲观到乐观、从乐观到悲观)。由于市场情绪每天都在变化,因此,在整个股市回报收益中这部分也是最难以预测的,我们一般选用估值(这是情绪变化结果的综合体现)来刻画这个变化。

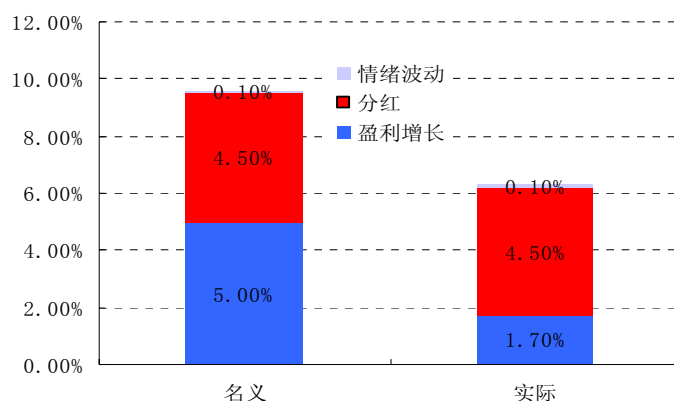
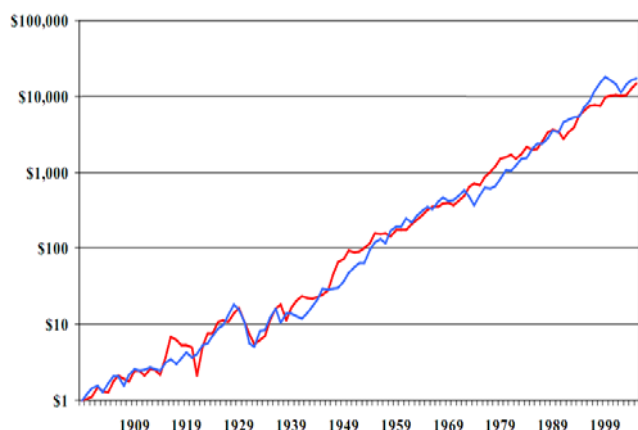
因此:

$$\text{股市投资回报收益} = \Delta \text{EPS} + \text{分红} + \Delta \text{PE}$$

从美国股市过去一百多年的历史数据看, 股市带来的年均名义收益率约为9.6%, 其中, 盈利增长、分红以及情绪波动对整体收益率的拉动分别为5.0%、4.5%、0.1%。扣除通胀因素后, 结果为: 1.7%、4.5%、0.1%。

图 1: 年均9.6%的股市投资回报构成: 基础收益 9.5%+情绪波动收益0.1% (1900-2006)

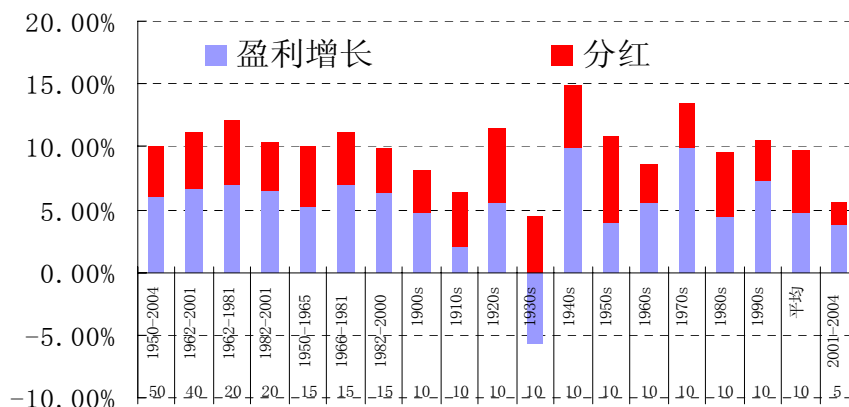
图 2: 名义 (实际) 股市投资回报构成 (1900-2006)



数据来源: 广发证券发展研究中心。注: 红色为基础收益, 蓝色为整体收益

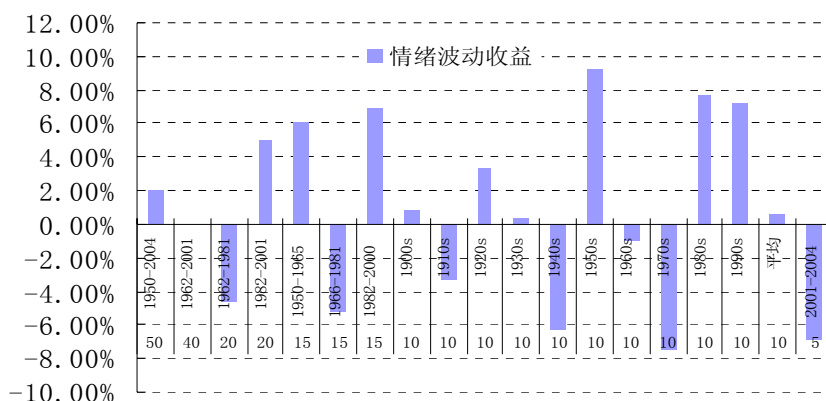
我们不难发现, 在一个很长的历史时间段内, 投资者情绪波动对美国股市投资回报的影响基本上可以忽略不计。受限于人类预期寿命、投资机构业绩考核等现实情况的考虑, 研究较短历史区间的情况可能更具有实际参考意义。因此, 我们分别以 50、40、20、15、10、5 为单位 (年) 进行分析比较, 结果显示, 随着时间区间的缩短, 投资者情绪波动对股市投资回报拉动效应越发明显, 并呈现出及为不稳定的分布, 而基础收益在大部分时间都为正值。

图 3: 盈利增长与分红



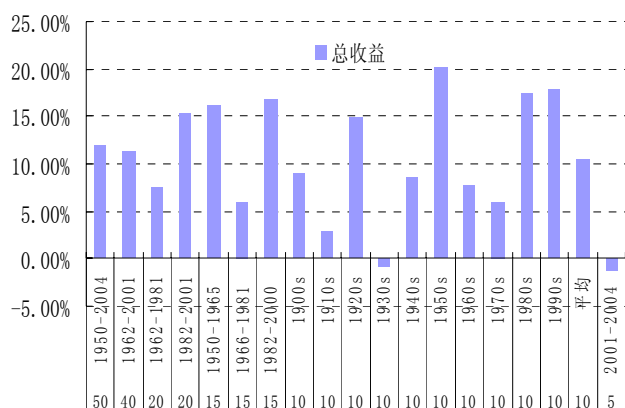
数据来源: 广发证券发展研究中心

图 4：估值修复（崩溃）带来的情绪波动收益率



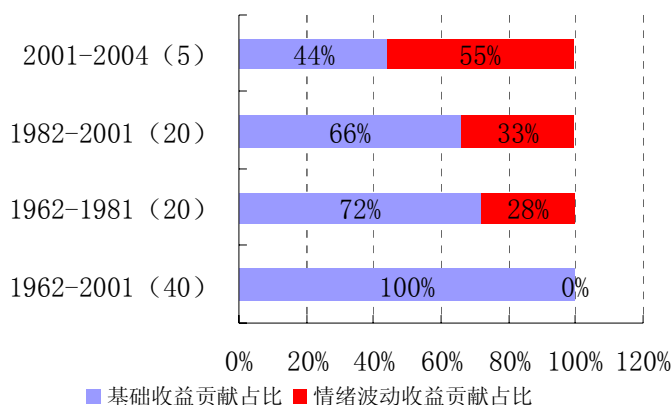
数据来源：广发证券发展研究中心

图 5：股市总体回报率



数据来源：广发证券发展研究中心

图 6：时间区间越短，情绪波动对总收益率贡献越大



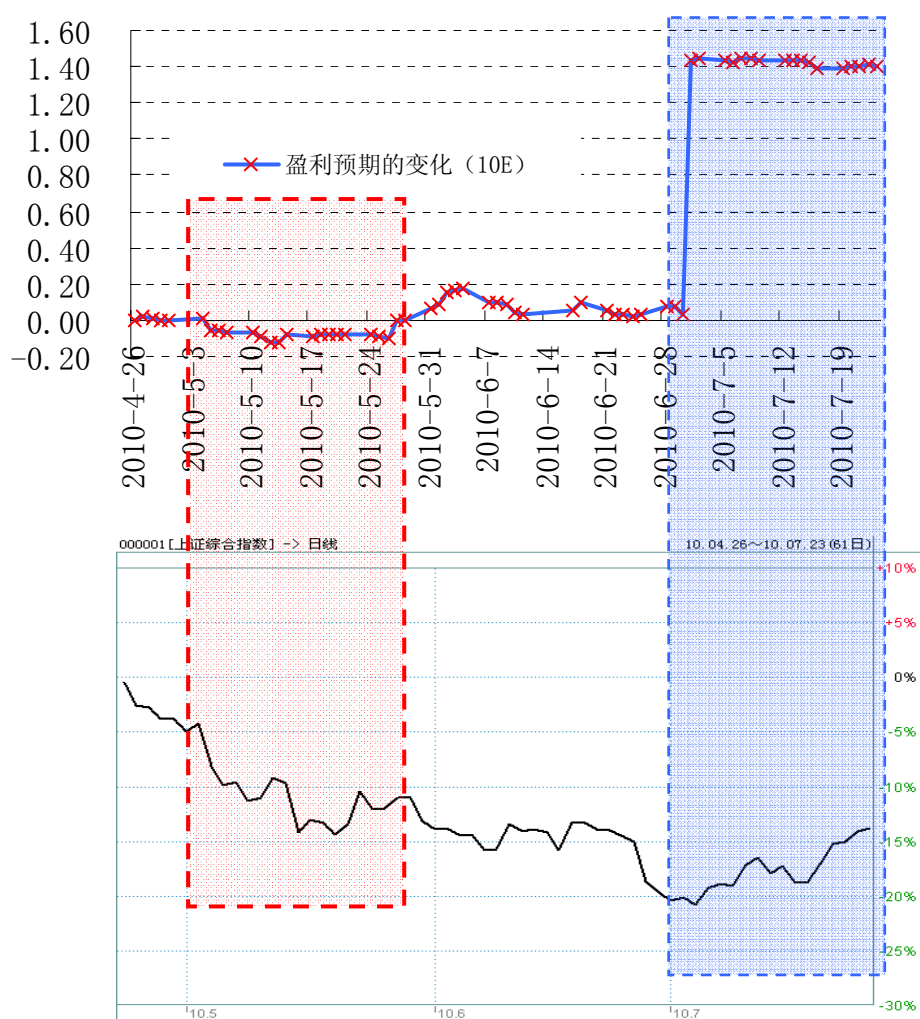
从这些短期数据中，我们看到投资者情绪变化（估值修复或者是崩溃）的杀伤力。在1970s，估值体系崩溃可将稳定的13.4%的收益减少到5.9%；而在1950s、1980s、1990s，投资者情绪高涨带来的估值修复却可在基础收益为10.8%、9.6%、10.6%的基石上，将整体收益分别拉高至20.1%、17.3%、17.8%。

结合上述分析，我们做一个总结：从一个长的历史区间看，股市回报率是那么的稳定有序，宛若从太空俯瞰蔚蓝色的大海，那么的平静、美丽；而当从一个缩短的历史区间看股市回报率构成时，它就显得无序与混乱，充满不确定性，犹如站在海边看到的情形一样：波涛汹涌、惊涛拍岸。

从中国A股市场的情况看，由地产调控政策引发地市场情绪变化导致整个A股市场的估值被轻易地击垮（图 7）。事实上，我们也看到，估值的下降伴随着对未来盈利增长预期的下调。这点在整个5月份特别明显，表现在指数上就是大盘跌去将近10%。

7月初以来的大盘走势反映了市场预期从“严厉从紧政策”向“政策趋稳”的转变，对政策引发大盘进一步调整的担忧被缓解，进而触发了地产、有色、采掘以及黑色金属等周期性行业的估值修复过程（图7），当然，我们也看到这个过程中，分析师对未来盈利预期不断上调。我们认为这种修复过程不必然依赖利好政策的出台，只要后期的系列政策偏中性，就可以使投资者预期保持稳定，大盘的估值修复就可能继续带来交易性机会。

图 7：投资者预期变化与大盘走势的对照关系



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

那么，未来影响市场能否形成持续的稳定预期因素都有哪些？我们将其归结为以下几个方面：

➤ 新兴能源产业规划的具体条款如何？能否拉动大额度投资？

到目前为止，新兴能源产业规划只发布了总投资额度，相关的细节比如各细分产业的实施路径、时间规划、企业参与规则等等均无法得知，因此也无从确认该规划对社会总投资额的拉动程度以及各类企业的受益程度，股票上涨的理性基础仍为形成；

➤ 房地产政策究竟如何收场？房地产政策目前仍处于观察期，保障性住房以什么形式推出、推出规模以及对其他类型住房价格上升的容忍态度，将影响中上游行业的需求状况和盈利状况；

➤ 收入分配改革给企业带来的劳动力成本上升程度如何？对消费刺激程度如何？

➤ 外围经济复苏步伐的稳定程度如何？以及与外汇制度改革相迭加以后对资本流动的影响情况如何？

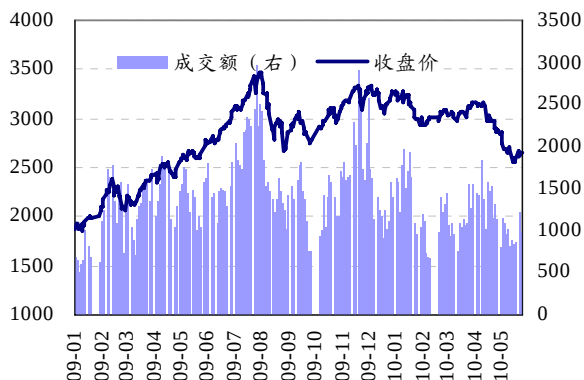
但是无论如何，我们认为：以房地产为支柱产业、以资金和劳动密集型产业为主导产业的发展时代即将走到尽头，取而代之的将是技术进步带动的生产效率和资本利用效率提升、劳动力成本上升带动的产业升级和消费升级。

关注指标

市场表现

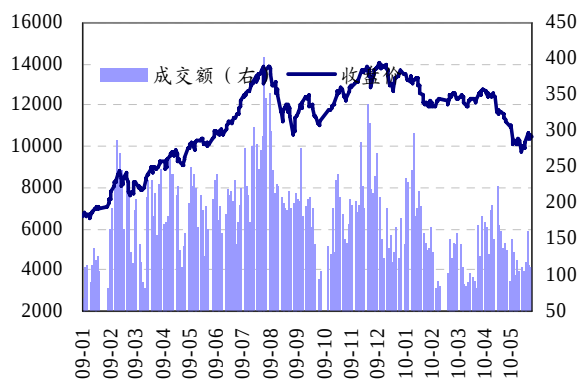
■ A股市场

图8: 上证综指一周上涨6.09%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

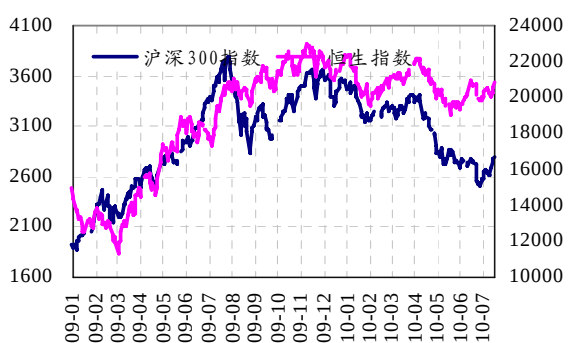
图9: 深证成指一周上涨7.36%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

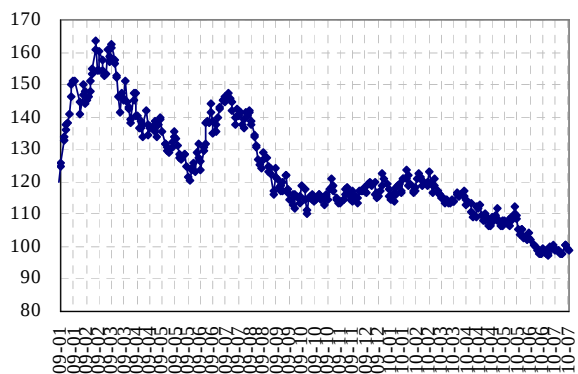
■ A股和港股

图10: 恒生指数一周上涨2.79%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 恒生AH溢价指数收于98.75



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心