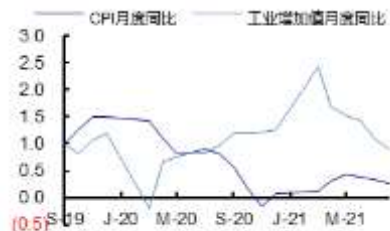


CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	8.90
社零总额当月同比	2.50
出口当月同比	25.60
M2	8.20

相关研究报告：

《国信证券-宏观专题：破六合、观四象：探寻至简配置奥义》——2021-07-26
 《国信证券-宏观固收专题-以人为鉴，两代债王如何博弈四十年货币政策》——2021-08-12

证券分析师：王开

电话：021-60933132
 E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：
 S0980521030001

证券分析师：董德志

电话：021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：
 S0980513100001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

宏观专题

 从股债性价比到 α 、 β 和 γ

● 传统的股债性价比（ERP）指标在实际应用中时常束手束脚

传统衡量股市相对于债券市场风险溢价的指标 ERP 是基于股息率、市盈率与债券收益率计算的。无论从静态看股债性价比所处历史中的位置，还是从动态看其方向变化，这类指标在以月度为窗口的市场跟踪中都难以施展开拳脚，2018 年以来更是沦为鸡肋指标。在如今股、债估值都不算便宜的时候，纠结股债性价比的信号类似火中取栗；在股债跷跷板特征最显著的阶段，股债性价比就更加索然无味。

● 按照 PIMCO 的划分方法，我们将风险溢价区分为三部分

股票风险溢价 α 、债券风险溢价 β 和同等风险溢价 γ ，分别代表投资股、债所承担风险的额外回报诉求，以及资本投入对产出的重要程度（ γ 为逆向指标）。股票市场偏好更低的三类风险溢价，即风险资产的高超额预期回报（看股作债下的低收益率时期）、较低的无风险利率，和更低的劳动力与技术贡献。当三类指标位于历史高点或者同时经受增长的“三花聚顶”时刻，股市往往面临调整风险。

● 不同的宏观因素对三类风险溢价的影响方向、程度各有不同。

我们衡量了物价、融资、增长、税收、就业和杠杆共六个宏观因素对三类风险溢价的影响。股市风险溢价 α 面临重要影响的因素有实体杠杆率（-）、物价（+）、就业（+），对债券风险溢价 β 有带动的因素有税收（-）、物价（-）、增长（-）社会融资（-）、就业（-），对平等风险溢价 γ 有扰动的包括实体杠杆率（+）和社会融资（-），重要性依次减弱。

● 三个风险溢价可以解开尘封的股债性价比与行情的背离往事

传统指标不好解释的 2011 年 9 月~2014 年 6 月时期，股债性价比与股票行情脱钩。期间 α 多次跌破两年移动均线且缺口逐渐拉大， β 始终在均线以下， γ 后期虽跌穿均线但偏离幅度较小。在此阶段传统股债性价比指标 ERP 在“杠杆增速走强+通胀增长双弱”组合下对股票市场做出占优策略的提示，但类衰退的收缩环境下，基本面并不支持股票市场坚挺走强。从三个风险溢价来看：对 α 而言，这阶段的高杠杆和类衰退都是抑制剂；对 γ 而言，2012~2013 年社融同比的走高是平等风险溢价走低的催化剂。

内容目录

1.传统股债性价比指标的弊端.....	4
2.溯源风险溢价的三因子.....	6
3.三类风险溢价与宏观环境的交相辉映.....	8
4.解开尘封往事：传统指标无法解释的特定背景.....	11
国信证券投资评级.....	1
分析师承诺.....	1
风险提示.....	1
证券投资咨询业务的说明.....	1

图表目录

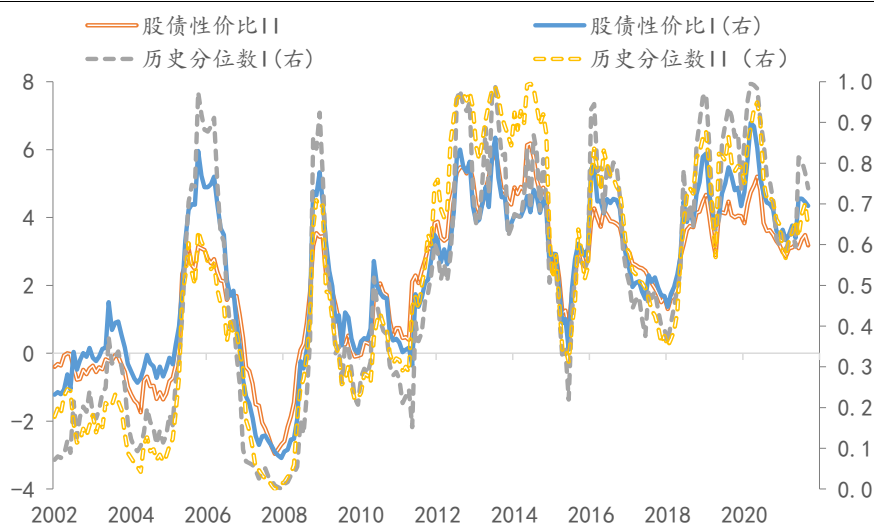
图 1: 传统股债性价比指标和分位数走势.....	4
图 2: 股、债都不便宜的时候, 性价比信号失真.....	5
图 3: 股债同牛/双杀时, 性价比信号失真.....	5
图 4: 股债性价比和上证指数同比出现过一次显著偏离.....	5
图 5: 股债性价比衍生于经济基本面的方向.....	5
图 6: α 、 β 、 γ 三类风险溢价指标与上证指数走势.....	7
图 7: 传统股债性价比“三花聚顶”时刻.....	7
图 8: 三类风险溢价与宏观指标间历史相关性.....	8
图 9: 不同的宏观、货币环境下三类风险溢价的走势.....	9
图 10: 实体杠杆率同比变化率和三因子走势.....	9
图 11: 城镇新增就业人数同比和三个溢价间走势.....	10
图 12: 综合价格同比和三个溢价间走势.....	11
图 13: 税收收入同比变化率和三因子走势.....	11
图 14: α 、 β 、 γ 三类风险溢价指标与上证指数走势 (2011.09~2014.6).....	12
图 15: 传统股债性价比指标失灵时的宏观基本面环境.....	12
图 16: 在增长和通胀双下行周期时, 实体部门逆势加杠杆或解释股债性价比失灵.....	13

囿于可投资产品品种的限制，国内市场做资产配置常见的话题即股、债轮动。随着“固收+”产品快速发展，股、债择时与配比研究的重要性也随之提高。传统衡量股票相对于债券投资溢价的股债性价比指标通常会忽视很多结构问题，我们参考 PIMCO 的研究思路，将风险溢价拆分为 α 、 β 和 γ ，对比不同货币环境、宏观变量影响下的溢价分层中，哪个因素成为股市行情成为主要支撑。

1.传统股债性价比指标的弊端

无论从静态看股债性价比所处历史长河的位置，还是从动态看其方向变化，在以月度为窗口的市场跟踪中都难以施展开拳脚。静态来看股债性价比的估值水平，无论按照股息率/十年期国债到期收益率计算的股债性价比 I，还是按照市盈率倒数-十年期国债收益率计算的股债性价比 II，在 2018 年 6 月至今都处在历史分位数 50% 以上，股市长期回报优于债券市场的信号已经长达 3 年以上，对于月度追踪或者多资产配置而言着实“鸡肋”。如果动态来看股债性价比变动的方向，我们将市盈率倒数不妨想象成股票的到期收益率，则股债性价比 II 走高时，代表股票相对债券价格下跌，也只是股票市场行情的提示器。

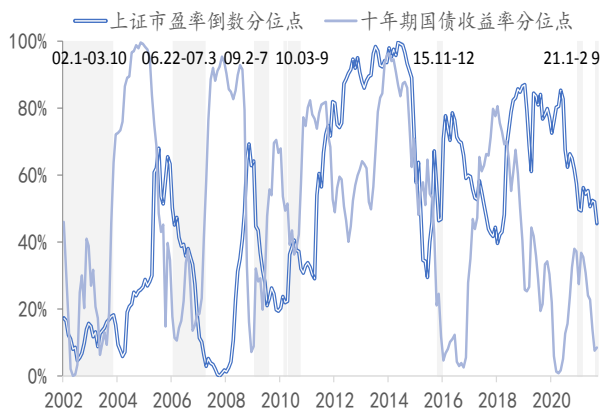
图 1：传统股债性价比指标和分位数走势



数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

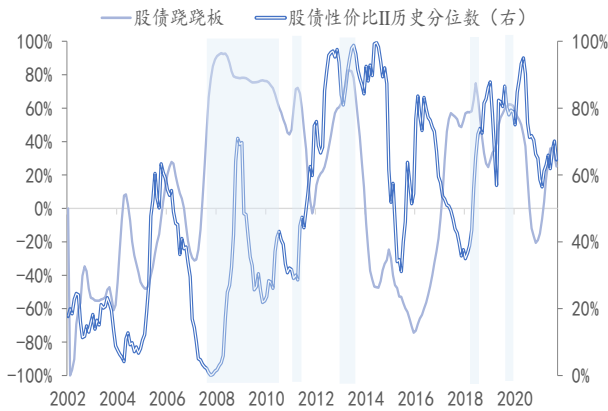
此外，股债性价比在两种特定情形下也面临信号失真。第一种情形是股、债估值都不算便宜的时候，我们以 2002 年以来股票市盈率倒数、债券到期收益率同处在 50 分位点之下时，作为股票和债券都偏贵的参考（图 2 中灰色阴影部分），此时纠结股债性价比的意义并不强，今年 9 月就处在这样的位置上。第二种情形是股债跷跷板特征最显著时。我们以上证指数和十年期国债收益率过去三十个月滚动相关系数，介于(0.6,1.0)区间时作为强跷跷板时刻，此时市场多表现为股强债弱或者股弱债强（图 3 中浅蓝色阴影部分），此时判断股债孰贵孰廉并无意义，只需跟随趋势做左侧就能在股债市场都赚到钱。

图 2：股、债都不便宜的时候，性价比信号失真



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。

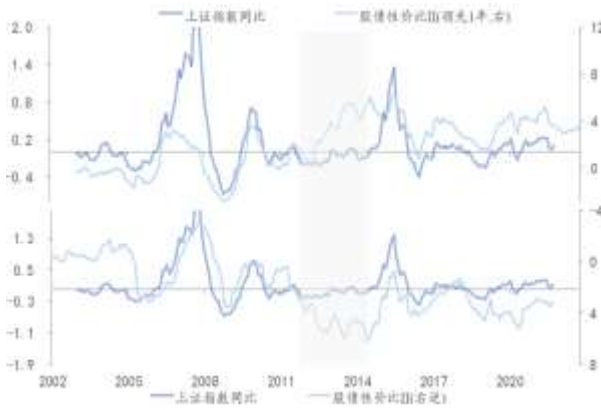
图 3：股债同牛/双杀时，性价比信号失真



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。

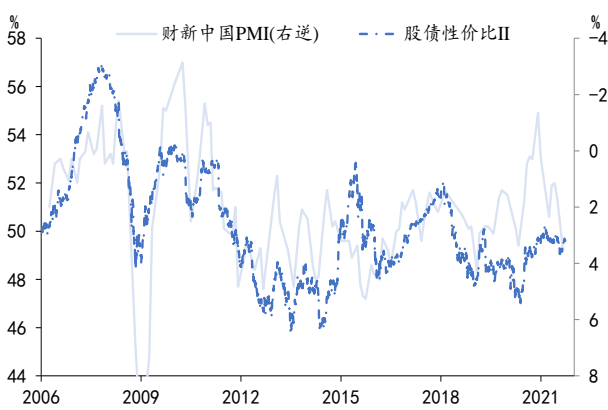
股债行情轮转和经济基本面的走势密切相关。(1) 从应用角度讲，诸多研究认为股债性价比是未来一年上证指数回报率的前瞻要素，指标读数高代表未来一年股市回报率走高；也不乏将其作为股市回报同步指标的锚，认为该指标越低代表股票价格相对债券更贵，性价比的谷底对应股市峰值。这两种解读的差异我们归结为中国股市波动率高、同比刻画的周期频繁所导致的技术问题，但在 2011 年 9 月~2014 年 6 月期间，二者皆对股市的走势产生误读。(2) 从成因来观察，股债性价比与 PMI 间的负相关性在历史上均能得到验证，经济转好时有利于股票，转差时利于债券。这点和我们之前构建的，基于产出缺口单一指标、锚定其变化方向的大类资产配置结论一致。基本面和跨资产比价间的规律不胜枚举，如全球 GDP 增速对全球商品/债券价格六个月的相对回报间就有很好的提示，这只是从基本上给出了一个风险资产与避险资产间估值的模糊辩证，宏观因子具体影响哪些要素，还要从资产价格中剥离、拆细成分。

图 4：股债性价比和上证指数同比出现过一次显著偏离



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。

图 5：股债性价比衍生于经济基本面的方向



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。

2.溯源风险溢价的三因子

按照 PIMCO 的划分方法，风险溢价可以进一步被拆分为更详细的三个方面：

α (股票风险溢价)=实际股息率或 E/P- 债券实际利率；

β (债券风险溢价)=债券实际利率-实际 GDP 增速；

γ (同等风险溢价)=实际 GDP 增速-实际股息率增速；

从原理上讲，股价和三类风险溢价都是负相关，历史显示也大体如此：

$$P = \frac{d}{\alpha + \beta + \gamma}$$

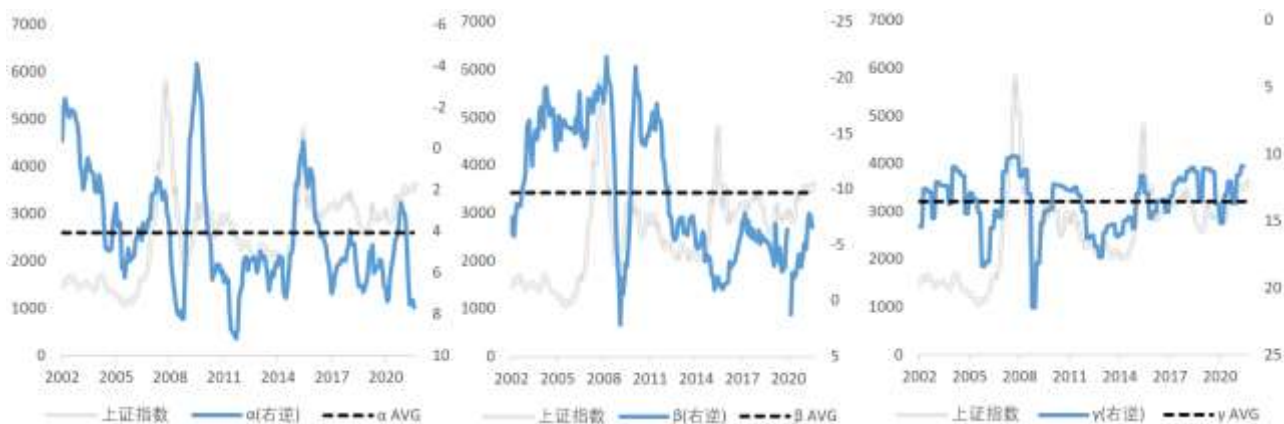
α 和之前的股票风险溢价指标（ERP）原理较接近，代表持有股票相对于债券的超额回报。这里的债券定义为一般意义上的国债，不包含具有违约概率的信用债。这是因为，信用债的信用利差与股票市场波动性本身关联就很强，高收益债股性特征甚至超出债性。因此我们仅选择不会触发违约情景的债券，及相应的无风险利率作为参照标的。和传统 ERP 略有不同的是债券资产选取的是扣减价格因素的真实收益率，此处我们统一用上证 E/P-十年期国债到期收益率-彭博调通胀查值计算。

β 是债券的风险溢价，衡量债券偏离经济基本面的幅度来衡量其受制于资金面、情绪面，超涨或者超跌的幅度。这里一个强假设即除去情绪、时间冲击导致的短期“随机游走”外，收益率最终会向基本面定价“均值回归”的。

γ 是平等风险溢价，衡量经济增长中资本和劳动的贡献配比。 $1/\gamma$ 越高代表一单位经济产出中包含的资本贡献强于劳动和技术等要素。由于实际股息增长率这一数据并不好量化，我们只能选取替代指标，归根结底还是看资本收入比。基于广义样本、月频发布的原则我们先测试了第二产业 GDP 与工业企业利润做比，由于利润发布是按照规模以上，即营收两千万以上的标准来选取的，分母端和全样本还有一定差距，且样本定期更换，与上市公司样本也要一定偏差。因此我们改用季度指标，即非银行、石油、石化行业上市公司的企业营业收入/营业利润作为 γ 值。

根据三类风险溢价的位置或者变化方向可以作为辨别股市走弱的提示信号。目前三个风险溢价里， α 和 β 都高于历史均值， γ 低于历史均值。即股票和债券的风险溢价超出历史平均情形，对美股构成一定的制约；但平等风险溢价不及历史均衡情形，对美股存在一定程度利好，如果按照二比一来确实应该谨慎，但每个风险溢价于不同时点的贡献度，还要具体量化。我们限定一个提示信号的条件，即月均值的 $\Delta\alpha$ 、 $\Delta\beta$ 和 $\Delta\gamma$ 均为正值时，或者在 α 、 β 和 γ 都处在历史高分位值的“三花聚顶”时期，风险溢价走高对股价构成利空信号，发现其一定程度可作为辨别股市走弱的依据，目前还没有出现这类信号。

图6: α 、 β 、 γ 三类风险溢价指标与上证指数走势



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 传统股债性价比“三花聚顶”时刻



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 注: 提示信号为 α 、 β 和 γ 较上个月均有提升的情景。

根据 α 、 β 、 γ 与上证指数的比较, 我们可以发现三者与上证指数的点位基本都是逆向变动的。(1) α 的含义与通用的股债性价比指标类似, 含义不言而喻。(2) 宽松的货币环境是低 β 成立的基础, 流动性的超量投放推动债券收益率在潜在增速所对标的点位之下。(3) 基于企业间平等立场、对资本的排斥是股票的利空因素, 这阻碍了盈利与分红的增长空间。从效果上讲衡量资本再投入对产出影响的 γ , 对股票回报的提示效果最优。 γ 越高代表劳动利、人力资源而非资本, 对单位产出的贡献更大。这类似于我们在德国系列研究中提到的工业企业内源性融资能力, 不依赖于金融机构输血、自身造血能力较强的企业, 在近年来金融去杠杆、实体稳杠杆等多重语境下存活、盈利的能力更强。

3.三类风险溢价与宏观环境的交相辉映

那么，在不同货币环境、通胀状态下 α 、 β 还是 γ 对股市的影响更强？首先我们要了解不同政策和宏观对这三个风险溢价影响的方向、程度都是如何分布的。从理论上讲，收缩的政策，如货币政策由松入严、杠杆去化都会造成三个风险溢价的走高，情绪因素如 risk-off 的兴起会带动 α 走高，就业市场会通过资本投入侧面影响 γ ，税务因素对 α 和 γ 都会产生正向的影响。如图 8 所示，我们测算了物价、融资、增长、税收、就业和杠杆共六个宏观因素，同三个风险溢价间的相关系数。由于相关系数仅粗浅测算了指标间的关系，因此我们还需要具体来区分每一种宏观环境或者政策组合下，三个溢价具体的案例分析。

图 8：三类风险溢价与宏观指标间历史相关性

相关系数	综合价格同比	社融同比	工业增加值同比	税收收入同比	城镇登记失业率同比	实体杠杆率同比
α	0.66	-0.18	-0.12	-0.07	-0.34	-0.48
β	-0.73	-0.45	-0.93	-0.66	0.33	0.35
γ	-0.39	-0.04	-0.09	-0.23	0.30	0.13

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：（1）工业增加值、城镇新增就业 2021 年数据按照两年复合增速口径；（2）综合价格同比为 0.6 倍 CPI 同比和 0.4 倍 PPI 同比相加后结果；（3）计算时间范围为 2005.1~2021.08。

首先，我们先寻找全盘外生冲击下三个溢价的趋同与分割。 α 和股债性价比背离显著的时期，也对应着传统的股债性价比 I、II 历史高波动，对股债性价比走势偏离的时期。回溯 2008 年以来的货币、信用、增长与通胀四类环境，可以发现大多数情形时外生冲击对三类因子的方向是相同的，但 2011~2012 这段时间中三因子出现了方向上的背离，在期间基本面收紧时 β 、 γ 两次冲高合乎原理，但 α 整体回落与理论不符。 α 受到货币宽松的影响要强于其他因子的外生冲击，在 2011 年 9 月~2012 年 9 月这一年间融资收缩、通胀落潮、增长下滑时，由于货币政策迎来了长达 8 个月的逆周期放宽， α 出现回落。

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_27215



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>