



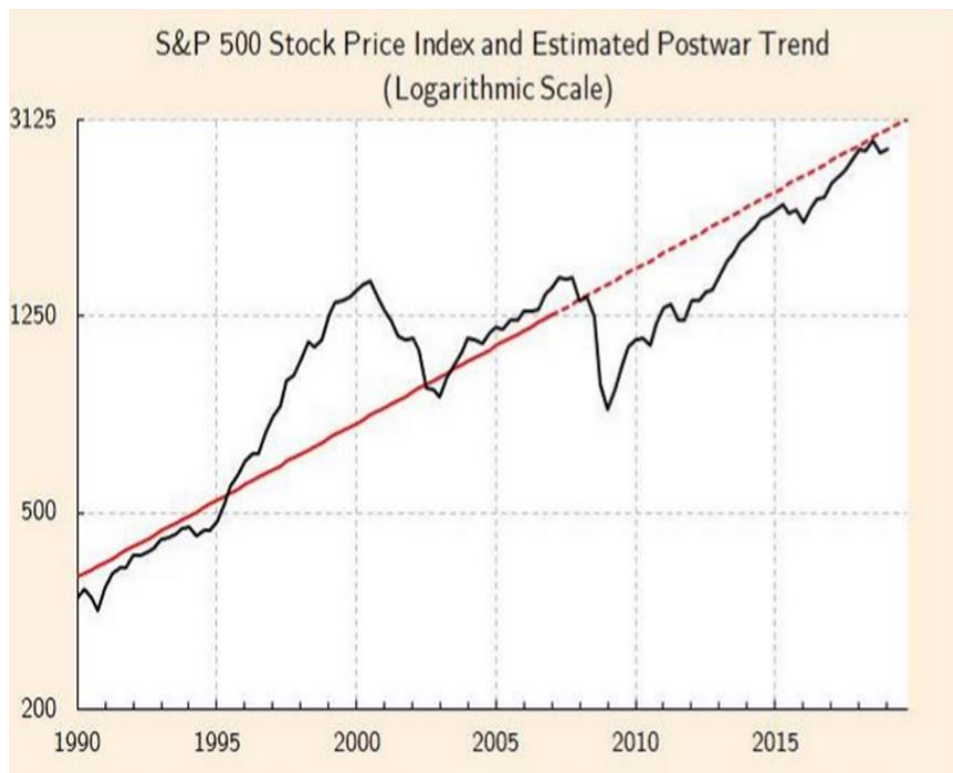
❖ 背景：2018 年以来，美股波动率的升高引发了市场的关注。

2009 年至今美股已上涨了十年，但是从 2018 年开始美股波动率呈现出明显的上升趋势。为了解海外机构对现阶段美股波动率升高的看法，我们编译整理了 Fulcrum 的 Gavyn Davies、Blackrock 的 Russ Koesterich 以及 Alliance Bernstein 的 Kent Hargis、Sammy Suzuki 和 Chris Marx 的最新观点，供市场参考和交流。

❖ 近十年美股上涨的支撑因素

许多人对支撑美股十年牛市的基础提出了一些怀疑，他们认为美股的上涨是美联储“人为”的货币刺激所导致的，特别是量化宽松政策所推动的。Fulcrum 的 Gavyn Davies 认为事实并不能完全证明这种对牛市的看法。即使在最近的情况下，股票价格也没有超过模拟的长期上升的趋势线。2009 年 3 月初，美国股票价格比模拟的长期趋势线点位低 60%。在美股大幅上涨的十年后，仍低于趋势线 9%。在这种模式中，没有表面的理由认为股市处于美联储推动的“泡沫”状态。

图 1： 2009 年第一季度以来标普 500 走势低于长期趋势线



资料来源：Fulcrum，川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2019/5/17

分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001

8610-66495901

chenli@cczq.com

联系人

王一棠

证书编号：S1100118050005

8610-66495953

wangyitang@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

Gavyn Davies 认为可以从戈登股利增长模型来分析美股的上涨。根据该模型，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

股票价格的变化都可以归因于以下几个方面的变化：公司股息；预期的未来股息增长；政府债券的无风险利率以及股票风险溢价。如果是美联储的货币政策自 2019 年以来人为地抬高了资产价格，那么它应该通过这些变量中的一个或多个来加以实现。

图 2： 近十年来美股上涨的贡献因素

Contributions to Change in the S&P-500 Index, 2009-2019				
	Q1 2009	Q1 2019	Annual Change	Contribution (pp)
S&P 500 Price Index	809	2722	12.5%	<u>12.5</u>
Dividends per Share (USD)	6.1	14.2	8.3%	8.3
Equity Risk Premium (%)	8%	3.5%	-	3.1
Expected Real Rates (%)	-0.4%	0.3%	-	-0.5
Expected Dividend Growth	5.2%	5.4%	-	1.5

资料来源：Fulcrum，川财证券研究所

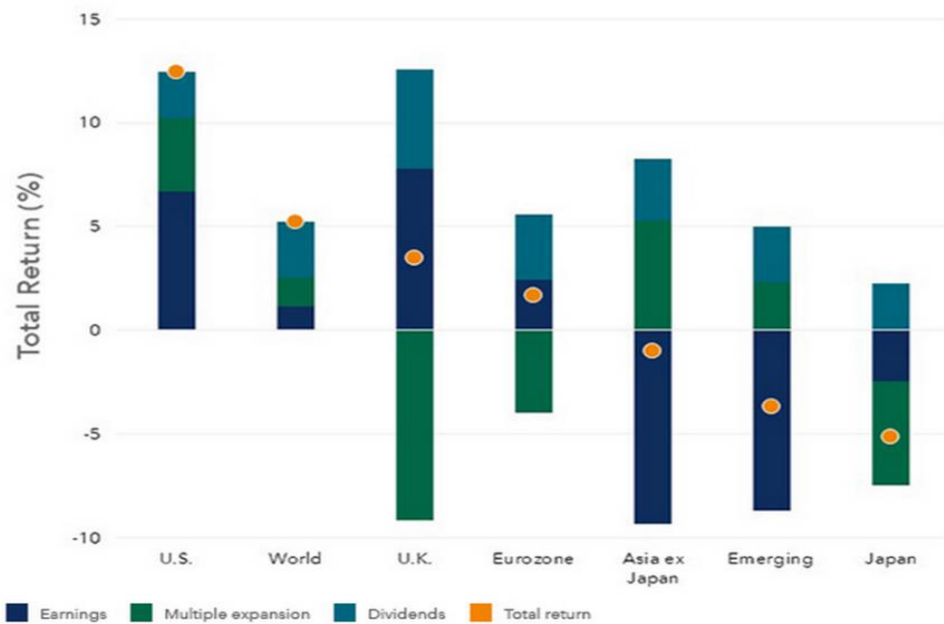
2009 年第一季度以来，美股上涨的主要贡献因素是股息支付的增加。自走出熊市低谷以来，美股价格按年化 12.5% 的速度增长，其中 8.3 个百分点的增长是较高的股息所贡献的。另一个较大的贡献因素是下降的股票风险溢价（ERP），它对牛市贡献了 3.1 个百分点。其他变量对牛市的贡献并不太大。政府债券的无风险利率和预期的股息增长都与 10 年前观察到的水平相似，因此它们看上去并没有成为导致股市上涨的主要因素。

❖ 2019 年初以来美股和全球市场表现的对比

Blackrock 的 Russ Koesterich 指出从大多数指标来看，今年对投资者来说都是特别的一年。2019 年年初以来，全球股票市场较大幅度地出现了回暖，而且目前美股的反弹优于全球市场的平均水平。正如前几年的情况一样，美国股市相对于其他大多数市场表现得更好，这正是由盈利增长和经济扩张所共同推动的。自 2010 年以来，标普 500 指数每月超过 MSCI ACWI ex-U.S. 指数平均 70 个基点，这两个指数之间的平均 ROE 差距已扩大至 3.7%。自本世纪初以来，美国企业盈利水平还没有一个月低于世界的平均水平。换言之，美国公司不仅更具盈利能力，而且在 2008 年金融危机后，美国公司的超额盈利能力似乎更加可靠。

图 3： 近十二月以来全球主要股票市场的收益

Equity sources of total return - last 12 months



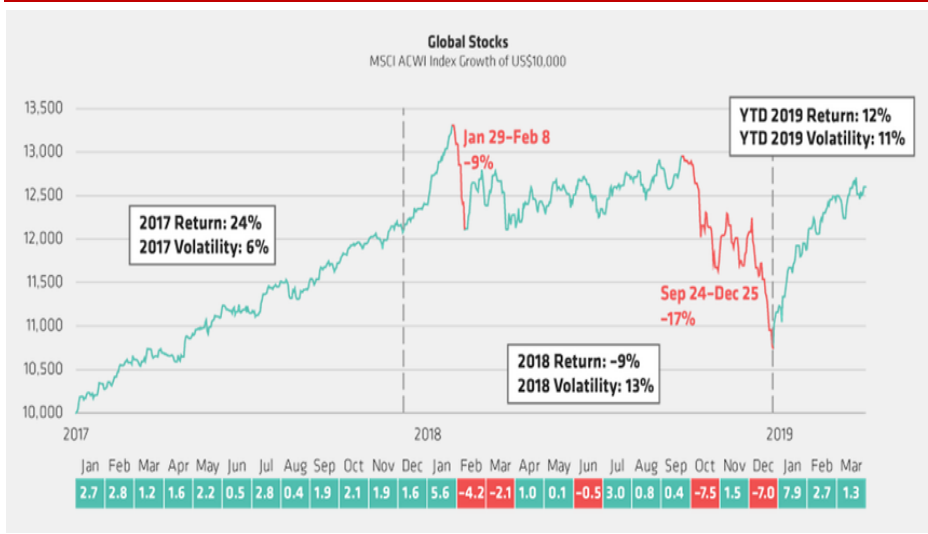
资料来源：Blackrock，川财证券研究所

注：统计时间截止至 2019 年 5 月 6 日。

❖ 美股波动率呈现上升趋势

Alliance Bernstein 的 Kent Hargis、Sammy Suzuki 和 Chris Marx 认为虽然全球股市在 2019 年第一季度出现了反弹，但情况并不是那么乐观。即使在一个不断上升的股票市场中，波动性也是一个明显存在的风险。迄今为止，2019 年 MSCI ACWI 指数的日波动率为 11%，略低于去年市场低迷时期的 13%。该指数在 2019 年第一季度的八天内至少上涨或下跌了 1%。按照这个频率，可以预计到年底还会有 24 天出现大幅上涨或下跌。很明显，现在所处的环境比 2017 年更为动荡，2017 年只有三天的损益超过了 1%。

图 4： 2018 年以来股市波动性开始升高



资料来源：Alliance Bernstein，川财证券研究所

Blackrock 的 Russ Koesterich 指出对于美股的波动性而言，衡量标普 500 指数隐含波动性的 VIX 指数在 2019 年的新年前不久曾达到 36 点的峰值，在 2019 年 1 月 2 日又达到 27 点。从那时起，标普 500 波动率指数 (VIX) 开始下降，但是最近一段时间这个指数又开始反弹。Blackrock 的 Russ Koesterich 认为美股波动率的影响因素是金融状况和前瞻性的经济预期。金融状况最被美债利差这个指标所捕获，而前瞻性的经济预期可以通过芝加哥联储全国活动指数 (CFNAI) 所体现。自 1990 年以来，芝加哥联储全国活动指数 (CFNAI) 作为一个较好的领先指标，大约已经解释了波动率变化的 25%。而在经济增长稳定的情况下，领先指标的作用会减弱，就像过去十年大部分时间内的情况一样。而在经济增长更加多样化的时期里，金融状况通常也显示出和波动率之间更强的关系。自 1990 年以来，债券利差解释了波动率变化的 60% 左右。而经济增长的预期水平似乎会加深金融状况和波动率之间的相关性。为了量化这种影响，有必要考察债券利差的月度变化与波动率之间的历史关系。自 1990 年以来，当美债利差上升时，标普 500 波动率指数 (VIX) 平均上升 8.58%。然而，在 CFNAI 低于 0 的那几个月里，标普 500 波动率指数 (VIX) 会更加急剧地上升。这表明在经济增长缓慢的环境下，债券利差继续回升，波动率可能会越来越高，并且会回升得越来越快。

图 5： 1999 年至今的美债利差与股票波动性的关系

Monthly change in spread	Avg. change in VIX change	Avg. change in VIX CFNAI < 0
Spreads Wider	8.58%	11.99%
Spreads Tighter	-3.95%	-6.07%

资料来源: Blackrock, 川财证券研究所

风险提示

本报告由川财证券研究所撰写，不构成投资建议，投资者据此操作，风险自担。

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_12392

