

分析师： 燕翔
登记编号： S1220521120004

分析师： 许茹纯
登记编号： S1220522010006

分析师： 朱成成
登记编号： S1220522010005

分析师： 金晗
登记编号： S1220522090002

联系人： 沈重衡

2022 年底，美国通胀数据自触及逾 40 年高位以来开始出现连续回落，美联储加息步伐在 12 月呈现出边际放缓迹象。虽然议息会议后的鹰派发言仍导致海外股市走弱，但市场预计美联储明年下半年将完成加息周期，货币政策明显转向，全球资本市场有望逐步走出底部。目前 A 股市场在全球股市中估值处于较低水平，特别是金融、电信服务、能源等关系国计民生的重点行业估值明显偏低。明年国内经济面临低基数效应，随着政策密集出台助力经济发展，国内经济将逐步回归潜在增速水平，企业盈利有望持续改善。近期建议关注大盘价值的修复行情和受益于扩大内需战略的相关板块。

A 股市场估值观察：近一个月 A 股市场多数指数下跌，仅有沪深 300、上证 50 等大盘价值型指数上涨。前 100 名基金重仓股市盈率中位数除以全部 A 股市盈率中位数的比值为 1.10 倍，与前期基本持平。从整体市场来看，万得全 A 指数股权风险溢价 ERP 为 3.13%。位于 2002 年以来的 80%分位数水平（ERP 越高代表股市相较债券市场的投资性价比更高），国内股市相较债市具有较好的估值性价比。

港股市场估值观察：2022 年 11 月以来港股市场大幅反弹，在全球市场中处于领涨地位，但港股主要指数估值仍然处于历史中枢水平之下。目前恒生指数的市盈率为 9.4 倍，香港 10 年政府债收益率为 3.34%，股权风险溢价 ERP 为 7.36%，处于 2002 年以来的 57%分位数水平。AH 股溢价目前仍在高位，港股除可选消费、医疗保健以外的行业估值全面落后于 A 股和美股。

海外股市估值观察：近一个月发达市场表现落后于新兴市场。当前标普 500 指数股权风险溢价（ERP）为 1.3%，位于 1954 年以来的 56%分位数水平。日经 225 指数 ERP 为 5.03%，位于 2009 年以来的 67%分位数水平，较前期持平。英国富时 100 指数 ERP 为 3.64%，位于 2009 年以来的 63%分位数水平。德国 DAX 指数 ERP 为 5.75%，位于 2009 年以来的 84%分位数水平。

风险提示：宏观经济不及预期、地缘政治冲突风险、海外市场大幅波动、历史经验不代表未来等。

目录

1	全球股市估值概览.....	4
1.1	全球主要股市表现回顾.....	4
1.2	全球主要股市市盈率.....	4
1.3	全球主要股市市净率.....	5
1.4	全球主要股市估值分位数.....	6
2	A股市场估值观察.....	8
2.1	A股主要指数表现回顾.....	8
2.2	A股整体估值水平.....	8
2.3	主要板块估值水平.....	10
2.4	重要指数估值水平.....	12
2.5	基金重仓股估值水平.....	15
3	港股市场估值观察.....	17
3.1	恒生指数股权风险溢价.....	17
3.2	恒生指数估值水平.....	17
3.3	AH股溢价处于高位.....	18
4	海外股市估值观察.....	19
4.1	美国：标普 500 指数.....	19
4.2	日本：日经 225 指数.....	19
4.3	英国：富时 100 指数.....	20
4.4	德国：德国 DAX 指数.....	20

图表目录

图表 1: 全球主要股市的阶段涨跌幅 (%)	4
图表 2: 2019 年以来全球主要指数市盈率对比(TTM).....	5
图表 3: 2019 年以来全球主要指数市净率对比 (LF)	5
图表 4: 全球主要指数估值及过去 10 年所处分位数	6
图表 5: A 股主要指数的阶段涨跌幅 (%)	8
图表 6: A 股主要指数市盈率及历史分位数	8
图表 7: A 股主要指数市净率及历史分位数	9
图表 8: A 股主要指数估值分化程度及历史分位数	9
图表 9: 2002 年至今万得全 A 指数 ERP 走势	10
图表 10: 2000 年至今全部 A 股市盈率中位数	10
图表 11: 2000 年至今全部 A 股内部估值分化趋势	11
图表 12: 2010 年至今创业板市盈率中位数	11
图表 13: 2010 年至今创业板相对市盈率中位数	11
图表 14: 2010 年至今创业板内部估值分化趋势	12
图表 15: 2005 年至今沪深 300 指数市盈率中位数	12
图表 16: 2005 年至今沪深 300 内部估值分化趋势	13
图表 17: 2007 年至今中证 500 指数市盈率中位数	13
图表 18: 2007 年至今中证 500 内部估值分化趋势	13
图表 19: 2015 年至今中证 1000 指数市盈率中位数	14
图表 20: 2015 年至今中证 1000 内部估值分化趋势	14
图表 21: 2014 年至今国证 2000 指数市盈率中位数	15
图表 22: 2014 年至今国证 2000 内部估值分化趋势	15
图表 23: 前 100 名基金重仓股市盈率中位数	15
图表 24: 前 100 名基金重仓股内部估值分化趋势	16
图表 25: 前 100 名基金重仓股的相对市盈率中位数	16
图表 26: 2002 年至今恒生指数 ERP 走势	17
图表 27: 恒生指数市盈率快速反弹	17
图表 28: 恒生 AH 股溢价指数历史走势	18
图表 29: 港股与 A 股、美股分行业市盈率对比	18
图表 30: 1954 年至今标普 500 指数 ERP 走势	19
图表 31: 2009 年今日经 225 指数 ERP 走势	19
图表 32: 2009 年至今富时 100 指数 ERP 走势	20
图表 33: 2009 年至今德国 DAX 指数 ERP 走势	20

1 全球股市估值概览

1.1 全球主要股市表现回顾

2022 年底,美国通胀数据自触及逾 40 年高位以来开始出现连续回落,美联储加息步伐在 12 月呈现出边际放缓迹象。12 月 15 日,美国联邦公开市场委员会(FOMC)将联邦基金目标利率加息 50BP 至 4.25%-4.5%。虽然议息会议后的鹰派发言仍导致海外股市走弱,但市场预计美联储明年下半年将完成加息周期,货币政策明显转向,全球资本市场有望逐步走出底部。

从全球权益市场来看,近一个月全球主要股市多数下跌,新兴市场股市表现略强于发达市场股市。具体来看,美股标普 500 指数、道琼斯工业指数和纳斯达克指数近一个月跌幅分别为 3.6%、2.7%和 5.4%。欧洲市场中德国 DAX、法国 CAC40、富时 100 指数跌幅分别为 3.8%、2.9%、0.2%。澳洲标普 200 指数下跌 1.8%, 日经 225 指数下跌 4.8%, 韩国综合指数下跌 4.5%, 俄罗斯 RTS 指数下跌 15.7%。沪深 300 指数近一个月上涨 0.7%, 在全球主要股市中表现靠前。恒生指数近一个月大幅上涨 6.1%, 领涨全球主要股市。

图表 1: 全球主要股市的阶段涨跌幅(%)

指数名称	近 1 月 涨跌幅	近 3 月 涨跌幅	近 6 月 涨跌幅	近 1 年 涨跌幅
沪深 300	0.7	-2.5	-11.1	-22.7
圣保罗 IBOVESPA	-1.8	-4.4	7.1	-0.3
孟买 30	0.1	4.4	20.2	8.3
俄罗斯 RTS	-15.7	-24.0	-26.5	-38.9
恒生指数	6.1	2.8	-9.4	-17.7
泰国综指	-1.0	-1.8	2.7	-2.4
澳洲标普 200	-1.8	4.5	8.5	-3.8
富时 100	-0.2	1.9	5.1	1.4
日经 225	-4.8	-3.6	2.3	-6.9
纳斯达克	-5.4	-8.6	-2.3	-30.5
道琼斯工业	-2.7	5.9	9.9	-7.1
标普 500	-3.6	-2.0	4.0	-17.3
韩国综合	-4.5	-0.9	-4.4	-22.7
德国 DAX	-3.8	8.4	5.8	-10.6
法国 CAC40	-2.9	6.4	9.7	-6.9
台湾加权	-2.3	-1.8	-9.4	-20.4
MSCI 新兴市场	0.9	1.3	-5.3	-21.8
MSCI 全球	-2.1	0.6	3.2	-17.9
MSCI 发达市场	-2.5	0.5	4.3	-17.4

资料来源: wind, 方正证券研究所

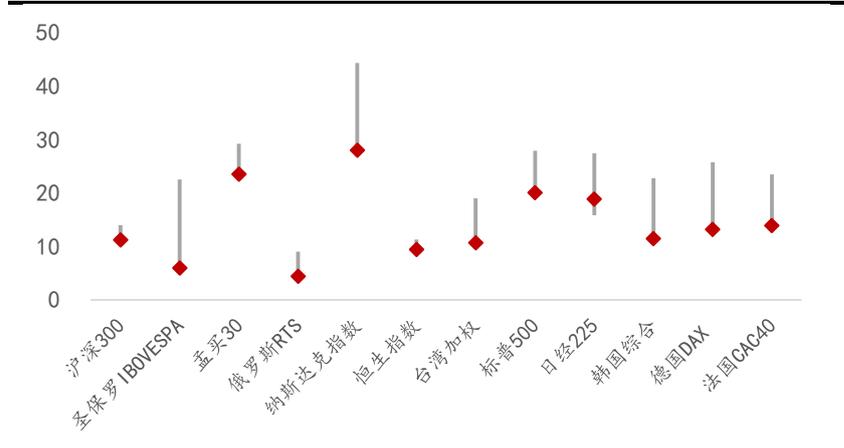
注: 数据截至 2022/12/20

1.2 全球主要股市市盈率

从全球主要指数市盈率(TTM, 即总市值除以最近 12 个月归母净利润)来看, 全球主要指数估值全部处在 2019 年以来的较低位置。从数值上来看, 全部市场位于 2019 年以来的市盈率 25 分位数附近或 25 分位数以下。

具体来看，截至 2022 年 12 月 20 日（部分指数估值更新不及时，以最近一次数据为参考），沪深 300 指数市盈率（TTM，下同）为 11.2 倍，恒生指数为 9.4 倍。新兴市场中，巴西 IBOVESPA 指数市盈率低至 5.9 倍，印度孟买 30 指数为 23.5 倍。发达经济体中，美国标普 500 指数市盈率为 20.0 倍，纳斯达克指数市盈率为 27.9 倍，德国 DAX 与法国 CAC40 指数市盈率分别为 13.2 倍和 13.9 倍，日经 225 指数市盈率 18.8 倍，韩国综合指数为 11.4 倍。

图表 2：2019 年以来全球主要指数市盈率对比(TTM)



资料来源：wind，方正证券研究所

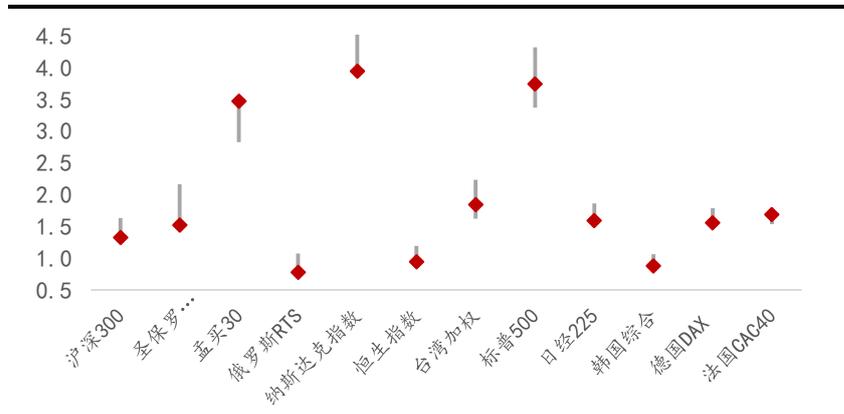
注：灰线两端代表 2019 年以来估值的 75 与 25 分位数，红点代表当前估值 (2022/12/20)

1.3 全球主要股市市净率

从全球主要指数市净率(LF，即总市值除以最近报告期净资产)来看，除了孟买 30 指数的市净率处在 2019 年以来的高位，标普 500 指数处在 2019 年以来的中等水平，其他主要指数处在 2019 年以来的较低水平。市净率下行主要受到海外加息周期启动以来，全球股市大幅下挫的影响。

具体来看，截至 2022 年 12 月 20 日，沪深 300 指数市净率 (LF，下同) 为 1.32 倍，恒生指数为 0.94 倍。新兴市场中，巴西 IBOVESPA 指数市净率为 1.52 倍，韩国综合指数市净率较低为 0.88 倍，印度孟买 30 指数市净率为 3.47 倍。发达经济体中，美国标普 500 指数市净率为 3.74 倍，纳斯达克指数市净率为 3.94 倍，日经 225 指数市净率为 1.59 倍，德国 DAX 与法国 CAC40 指数市净率分别为 1.55 倍和 1.69 倍。

图表 3：2019 年以来全球主要指数市净率对比 (LF)



资料来源：wind，方正证券研究所

注：灰线两端代表 2019 年以来估值的 75 与 25 分位数，红点代表当前估值(2022/12/20)

1.4 全球主要股市估值分位数

从全球主要指数估值对比来看，美国道琼斯工业指数的估值相对较高，市盈率位于过去 10 年所处分位数的 57%，标普 500 及纳斯达克指数经本月下跌后，估值分位数有一定回落。印度作为新兴市场代表之一，当前市盈率仍然处于高位。英国、德国、法国的代表性宽基指数市盈率均处于 13-14 倍，位于过去 10 年的极低水平。横向比较来看，代表 A 股的沪深 300 指数市盈率和市净率在全球主要经济体中都处于较低水平。

在同一个国家或地区，不同交易所代表性指数的市盈率有所差别，例如美国的纳斯达克指数和道琼斯工业指数，以及中国的上证综指和深证成指。这说明横向比较来看，股市整体估值并不仅仅与经济发展水平相关，而可能更取决于板块服务对象、公司行业分布、盈利周期波动和市场情绪变化等复杂因素。因此通过纵向比较来分析指数估值在历史中所处的位置，更有助于判断不同市场的投资性价比。

从指数市盈率在过去 10 年所处分位数来看，目前全球主要指数中，市盈率处在历史极低水平（10%分位数以下）的较多，包括圣保罗 IBOVESPA 指数、俄罗斯 RTS 指数、台湾加权指数、富时 100 指数、德国 DAX 指数、法国 CAC40 指数、澳洲标普 200 指数。近一个月美股三大指数中，道琼斯工业指数市盈率大幅下降，过去 10 年所处分位数由 68%下降至 57%，标普 500 指数、纳斯达克指数市盈率过去十年所处分位数分别为 31%、14%，较前月所处分位数有明显下降。沪深 300 指数市盈率基本持平，处于 25%的历史分位数水平。

从指数市净率在过去 10 年所处分位数来看，目前指数市净率处在历史中枢水平(50%分位数)以下的有沪深 300 指数、圣保罗 IBOVESPA 指数、俄罗斯 RTS 指数、恒生指数、日经 225 指数、纳斯达克、韩国综合指数、富时 100 指数、德国 DAX 指数。目前市净率处在历史高位（80%分位数以上）的仅有孟买 30 指数。

图表 4：全球主要指数估值及过去 10 年所处分位数

指数名称	当前市盈率 (TTM)	过去 10 年所处分位数	当前市净率 (LF)	过去 10 年所处分位数
沪深 300	11.2	25%	1.32	12%
圣保罗 IBOVESPA	5.9	2%	1.52	18%
孟买 30	23.5	48%	3.47	87%
俄罗斯 RTS	4.4	6%	0.78	31%
恒生指数	9.4	27%	0.94	10%
台湾加权	10.7	3%	1.84	79%
日经 225	18.8	37%	1.59	27%
标普 500	20.0	31%	3.74	79%
纳斯达克	27.9	14%	3.94	48%
道琼斯工业	20.7	57%	5.75	79%
韩国综合	11.4	16%	0.88	16%
富时 100	13.8	6%	1.53	7%
德国 DAX	13.2	9%	1.55	25%

法国 CAC40	13.9	4%	1.69	80%
澳洲标普 200	14.6	3%	2.13	68%

资料来源：wind，方正证券研究所

注：数据截至 2022/12/20

2 A股市场估值观察

2.1 A股主要指数表现回顾

从A股主要宽基指数表现来看,近一个月A股市场多数指数下跌,仅有沪深300、上证50等指数上涨。具体来看,科创50指数近一个月跌幅为7.7%,代表中小盘股的中证500、中证1000、国证2000指数近一个月跌幅分别为5.1%、4.8%、4.7%,表现不及以大盘蓝筹股为代表的上证50指数。从近一年的涨跌幅来看,A股主要指数近一年表现均呈现下跌。

图表 5: A股主要指数的阶段涨跌幅 (%)

指数名称	近1月	近3月	近6月	近1年
国证2000	-4.7	1.0	-2.6	-14.7
中证1000	-4.8	-0.9	-6.4	-19.7
科创50	-7.7	-2.3	-12.8	-31.9
中证500	-5.1	-0.6	-6.9	-19.6
万得全A	-2.0	-1.0	-6.8	-18.6
上证综指	-0.8	-1.3	-7.3	-15.4
创业板指	-3.3	-1.7	-13.0	-32.7
沪深300	0.7	-2.5	-11.1	-22.7
上证50	2.1	-3.0	-11.5	-20.7
MSCI中国A50	1.7	-2.3	-11.9	-22.0

资料来源: wind, 方正证券研究所

注: 数据截至 2022/12/20

2.2 A股整体估值水平

相较于全球市场而言,A股市场易于获得更丰富的估值数据。考虑到在今年的经济环境中,行情风格变化多样,除了总体指标,市场同时也关注结构性指标。在接下来的A股市场估值讨论中,我们引入指数内部所有成分股的估值的中位数(剔除负值)作为前面章节所使用的整体法计算得到的市盈率(TTM)和市净率(LF)的补充。

需要说明的是,估值中位数可以使板块估值不易被少数权重股影响,而能够更加灵敏地反映出包含小盘股在内的板块整体的估值变化。与此同时,还可以利用指数内部所有成分股中的估值75分位数与25分位的比值来衡量指数的估值分化程度,这一指标从历史上来看,能够较好反映出市场历次极端分化行情时的典型特征。

图表 6: A股主要指数市盈率及历史分位数

指数名称	市盈率 PE (中位数)	历史分位数	市盈率 PE (TTM)	历史分位数
全部 A 股	31.91	16%	16.66	32%
创业板综	39.06	21%	49.52	15%
沪深 300	19.76	19%	11.19	25%
中证 500	24.00	17%	22.68	21%
中证 1000	30.24	17%	28.21	10%
国证 2000	33.33	19%	41.43	44%

资料来源: wind, 方正证券研究所

注: 统计时间起始于指数发布日且不早于 2000 年,截至 2022/12/20。全部 A 股的市盈率 PE (TTM) 采用万得全 A 指数计算,创业板的市盈率 PE (TTM) 采用创业板综指数计算

从近期行情来看,尽管A股主要宽基指数涨跌幅幅度不大,但是市盈率中位数有不同程度的下降。沪深300指数、中证1000指数和国证

2000 指数市盈率中位数下跌明显,分别由上个月的 32%、27%、34%、13%跌至 19%、17%、19%。下表的市净率中位数中,中证 1000 指数和国证 2000 指数历史分位数较上月分别下降约 7 个和 5 个百分点,中证 500 的历史分位数小幅提高约 3 个百分点。

图表 7: A 股主要指数市净率及历史分位数

指数名称	市净率 PB (中位数)	历史分位数	市净率 PB (LF)	历史分位数
全部 A 股	2.43	23%	1.58	11%
创业板综	2.81	14%	3.63	17%
沪深 300	2.57	56%	1.32	12%
中证 500	1.96	16%	1.69	7%
中证 1000	2.56	31%	2.23	16%
国证 2000	2.47	29%	2.15	22%

资料来源: wind, 方正证券研究所

注: 统计时间起始于指数发布日且不早于 2000 年, 截至 2022/12/20。全部 A 股的市净率 PB (LF) 采用万得全 A 指数计算, 创业板的市净率 PB (LF) 采用创业板综指数计算

从估值分化情况来看, A 股目前的估值分化程度在历史上处于较高水平。近一个月国证 2000 指数和创业板综指数市盈率分化程度明显提升, 其余主要指数的市盈率分化程度都有一定的下降, 全部 A 股和中证 1000 指数市盈率分化程度小幅下降, 下降幅度约为 2 个百分点, 沪深 300 指数、中证 500 指数市盈率分化程度下降幅度约为 7 个百分点。市净率分化程度与市盈率趋势有一定不同, 全部 A 股, 创业板综指数和国证 2000 指数市净率的分化程度历史分位数降至 74%, 49% 和 64%。

图表 8: A 股主要指数估值分化程度及历史分位数

	市盈率分化程度	历史分位数	市净率分化程度	历史分位数
全部 A 股	3.08	75%	2.38	74%
创业板综	2.42	71%	2.00	49%
沪深 300	3.45	79%	4.07	86%
中证 500	2.98	66%	3.22	95%
中证 1000	3.17	71%	2.56	74%
国证 2000	3.18	69%	2.28	64%

资料来源: wind, 方正证券研究所

注: 估值分化程度用 75 分位数除以 25 分位数的比值来衡量。统计时间起始于指数发布日且不早于 2000 年, 截至 2022/12/20

2.3 主要板块估值水平

全部 A 股

截至 2022 年 12 月 20 日，万得全 A 指数的市盈率为 16.7 倍，中债 10 年国债到期收益率为 2.87%，股权风险溢价 ERP（市盈率倒数减去无风险利率）为 3.13%。目前万得全 A 指数 ERP 位于 2002 年以来的 80%分位数水平（ERP 越高代表股市相较债券市场的投资性价比更高），ERP 相较上月有所上升，国内股市相较债市具有较好的估值性价比。

图表 9：2002 年至今万得全 A 指数 ERP 走势

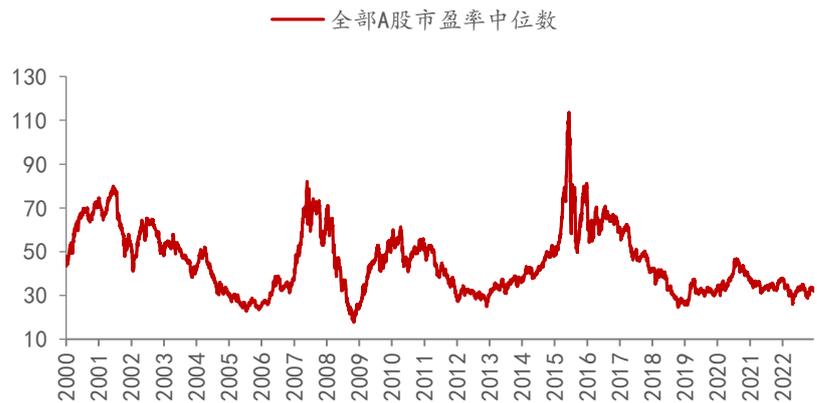


资料来源：wind，方正证券研究所

注：股权风险溢价 ERP 计算公式为市盈率倒数减去无风险利率（十年国债收益率）

截至 2022 年 12 月 20 日，全部 A 股市盈率中位数为 31.9 倍，位于 2000 年至今 18%的历史分位数水平，当前 A 股整体估值中位数处于较低水平。

图表 10：2000 年至今全部 A 股市盈率中位数



资料来源：wind，方正证券研究所

截至 2022 年 12 月 20 日，全部 A 股市盈率 75 分位数除以 25 分位数的比值为 3.08 倍，内部估值分化程度位于 2000 年至今 74%的历史分位数水平。

图表 11：2000 年至今全部 A 股内部估值分化趋势



资料来源：wind，方正证券研究所

创业板

截至 2022 年 12 月 20 日，创业板市盈率中位数为 39.1 倍，位于 2010 年至今 16% 的历史分位数水平。创业板市盈率中位数除以全部 A 股市盈率中位数的比值为 1.22，处于 2010 年至今 24% 的历史分位数水平。目前创业板相对大盘的估值溢价处于中等偏低水平。

图表 12：2010 年至今创业板市盈率中位数



资料来源：wind，方正证券研究所

图表 13：2010 年至今创业板相对市盈率中位数



资料来源：wind，方正证券研究所

截至 2022 年 12 月 20 日，创业板市盈率 75 分位数除以 25 分位数的比值为 2.42 倍，内部估值分化程度位于 2010 年至今 71% 的历史分位数水平。自 2022 年初开始，创业板的估值分化水平出现呈上升趋势。

图表 14：2010 年至今创业板内部估值分化趋势



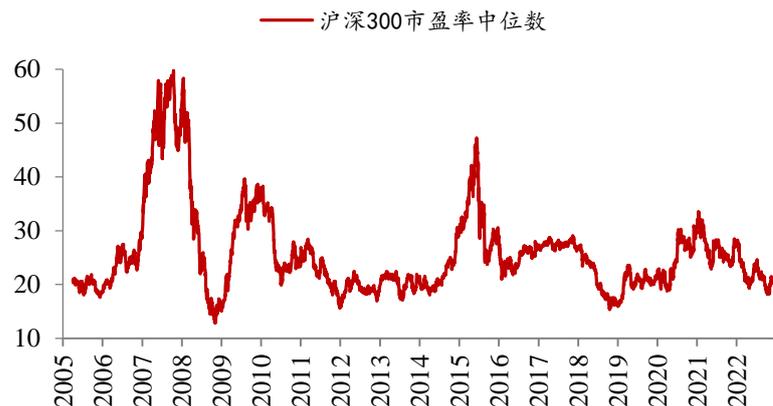
资料来源：wind，方正证券研究所

2.4 重要指数估值水平

沪深 300

截至 2022 年 12 月 20 日，沪深 300 成分股市盈率中位数为 19.8 倍，位于 2005 年至今 19% 的历史分位数水平；沪深 300 成分股市盈率 75 分位数除以 25 分位数的比值为 3.45 倍，内部估值分化程度位于 2005 年至今 79% 的历史分位数水平。近期沪深 300 指数市盈率中位数和估值分化水平均有一定程度的下降。

图表 15：2005 年至今沪深 300 指数市盈率中位数



资料来源：wind，方正证券研究所

图表 16: 2005 年至今沪深 300 内部估值分化趋势

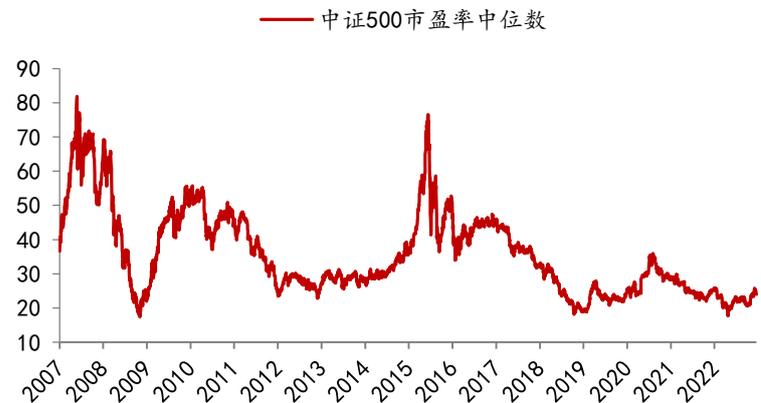


资料来源: wind, 方正证券研究所

中证 500

截至 2022 年 12 月 20 日, 中证 500 成分股市盈率中位数为 24 倍, 位于 2007 年至今 17% 的历史分位数水平, 市盈率较上月持平; 中证 500 成分股市盈率 75 分位数除以 25 分位数的比值为 2.98 倍, 内部估值分化程度位于 2007 年至今 66% 的历史分位数水平, 分化程度显著下降。

图表 17: 2007 年至今中证 500 指数市盈率中位数



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表 18: 2007 年至今中证 500 内部估值分化趋势



资料来源: wind, 方正证券研究所

中证 1000

截至 2022 年 12 月 20 日, 中证 1000 成分股市盈率中位数为 30.2 倍, 位于 2015 年至今 17% 的历史分位数水平; 中证 1000 成分股市盈率 75 分位数除以 25 分位数的比值为 3.17 倍, 内部估值分化程度位于 2015 年至今 71% 的历史分位数水平。

图表 19: 2015 年至今中证 1000 指数市盈率中位数



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表 20: 2015 年至今中证 1000 内部估值分化趋势



资料来源: wind, 方正证券研究所

国证 2000

截至 2022 年 12 月 20 日, 国证 2000 成分股市盈率中位数为 33.3 倍, 位于 2014 年至今 19% 的历史分位数水平, 市盈率有所下降; 国证 2000 成分股市盈率 75 分位数除以 25 分位数的比值为 3.18 倍, 内部估值分化程度位于 2014 年至今 69% 的历史分位数水平, 成分股估值分化程度有一定上升。

图表 21: 2014 年至今国证 2000 指数市盈率中位数



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表 22: 2014 年至今国证 2000 内部估值分化趋势

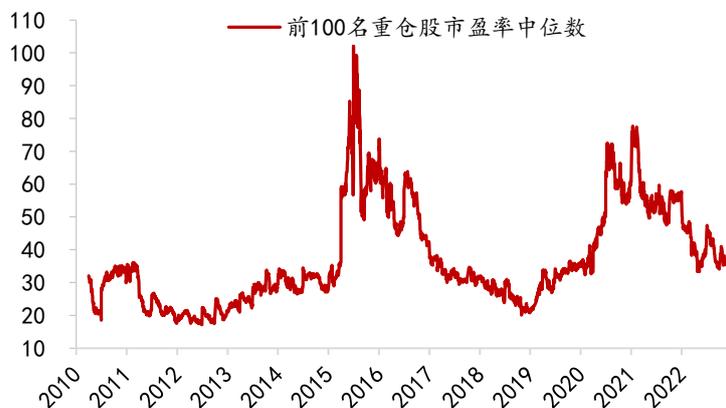


资料来源: wind, 方正证券研究所

2.5 基金重仓股估值水平

从主动权益型基金的重仓股估值情况来看,截至 2022 年 12 月 20 日,前 100 名重仓股市盈率中位数为 35.2 倍,位于 2010 年至今 61% 的历史分位数水平。

图表 23: 前 100 名基金重仓股市盈率中位数



资料来源: wind, 方正证券研究所

截至 2022 年 12 月 20 日，前 100 名重仓股市盈率 75 分位数除以 25 分位数的比值为 2.8 倍，内部估值分化程度位于 2010 年至今 49% 的历史分位数水平，分化程度较前期显著扩大。

图表 24：前 100 名基金重仓股内部估值分化趋势



资料来源：wind，方正证券研究所

截至 2022 年 12 月 20 日，前 100 名重仓股市盈率中位数除以全部 A 股市盈率中位数的当前比值为 1.10，位于 2010 年至今 77% 的历史分位数水平，这一比值与上月基本持平。

图表 25：前 100 名基金重仓股的相对市盈率中位数



资料来源：wind，方正证券研究所

3 港股市场估值观察

2022年11月以来港股市场大幅反弹，恒生指数自11月初以来涨幅超过30%，恒生科技指数区间涨幅一度突破50%。在过去两个月时间里，港股市场在全球市场中处于领涨地位，不过目前港股主要指数估值仍普遍处于历史中枢水平之下。

3.1 恒生指数股权风险溢价

香港股市方面，截至2022年12月20日，恒生指数的市盈率为9.4倍，香港10年期政府债收益率为3.34%，股权风险溢价ERP（市盈率倒数减去无风险利率）为7.36%，ERP越高代表股市相较债券市场的投资性价比更高，当前恒生指数ERP位于2002年以来的57%分位数水平，股市相较债市的估值性价比在历史上处于偏高水平。

图表 26：2002 年至今恒生指数 ERP 走势



资料来源：wind, 方正证券研究所

注：股权风险溢价 ERP 计算公式为市盈率倒数减去无风险利率（十年政府债收益率）

3.2 恒生指数估值水平

以恒生指数市盈率为例，观察目前港股的估值水平。截至2022年12月20日，恒生指数市盈率为9.4倍，相较于上月，恒生指数市盈率快速反弹。恒生指数估值与自身过去十年的历史数据对比，目前的估值略高于平均值减一倍标准差（8.7倍）。

图表 27：恒生指数市盈率快速反弹



资料来源：wind, 方正证券研究所

3.3 AH 股溢价处于高位

在发达经济体的资本市场，同一公司在海外市场的交易价格通常高于在本地市场的股价，即海外股溢价现象。而在我国股票市场，同一公司无论是 H 股还是 B 股，其股价大都低于 A 股本地市场的价格，即存在本地股溢价现象，引起 AH 股溢价波动的原因，存在信息不对称、流动性差异、需求弹性差异、风险偏好、分红制度差异等多种解释。

恒生沪深港通 AH 股溢价指数系统反映了在内地和香港两地同时上市的股票的价格差异。指数走高，代表 A 股相对 H 股越贵。基于一些因素，A 股相对于 H 股长期存在溢价现象（指数大于 100）。截至 2022 年 12 月 20 日，恒生 AH 股溢价指数达 140.51，相较于上月有所下降，目前的 AH 股溢价处于相对高位。

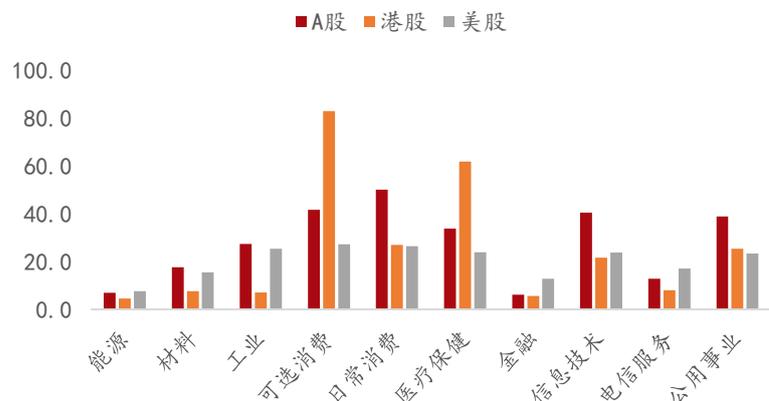
图表 28：恒生 AH 股溢价指数历史走势



资料来源：wind，方正证券研究所

分行业看，在与 A 股和美股的估值对比中，港股市场可选消费、医疗保健行业市盈率显著高于 A 股估值，电信服务、材料、工业、能源、信息技术等行业的估值整体大幅落后于 A 股和美股市场。港股多数行业估值在全球处于较低水平。

图表 29：港股与 A 股、美股分行业市盈率对比



资料来源：wind，方正证券研究所

注：截至 2022/12/20，美股选取标普 500 一级行业，A 股房地产行业盈利异常波动未列入比较

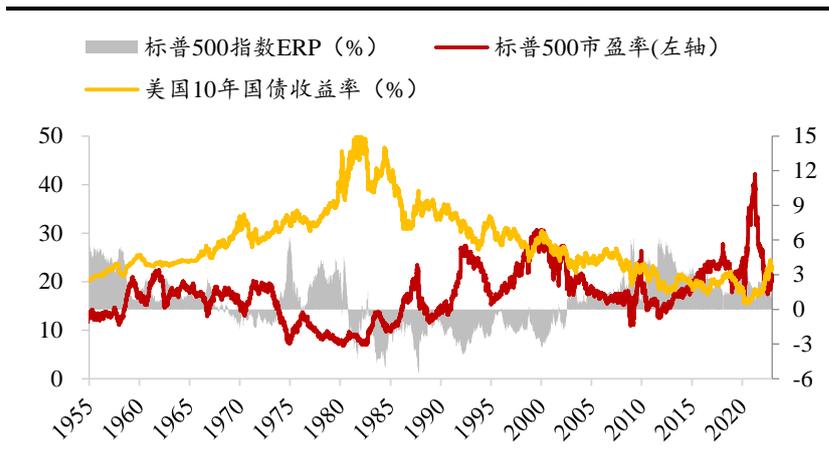
从 AH 股溢价率与市值的关系来看，当前仍然是大市值企业 A 股溢价率较低，而小市值企业的 A 股溢价率较高。当前来看，小市值企业存在信息不对称以及市场投资者结构等因素影响仍较显著，使得 A 股与港股市场对大市值企业的估值更为接近。

4 海外股市估值观察

4.1 美国：标普 500 指数

海外股市方面，截至 2022 年 12 月 20 日，标普 500 指数的市盈率为 20.0 倍，美国 10 年国债收益率为 3.69%，股权风险溢价 ERP（市盈率倒数减去无风险利率）为 1.3%，ERP 越高代表股市相较债券市场的投资性价比更高，当前美国标普 500 指数 ERP 位于 1954 年以来的 56%分位数水平，相较上月投资性价比有所提高。

图表 30：1954 年至今标普 500 指数 ERP 走势



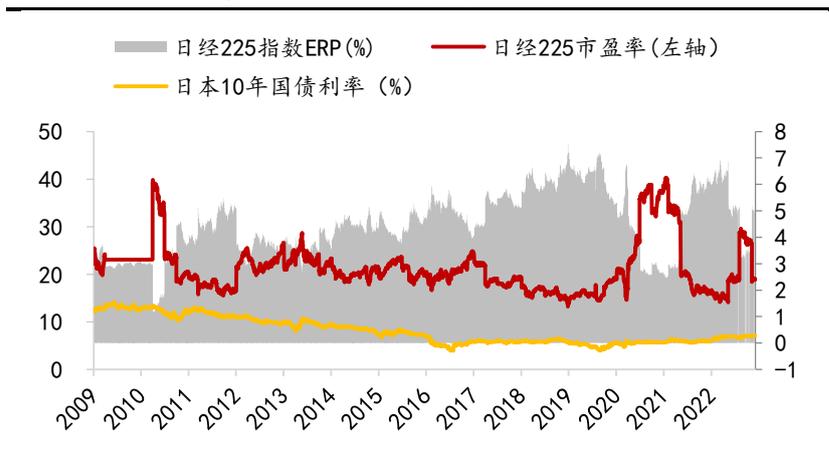
资料来源：wind，方正证券研究所

注：股权风险溢价 ERP 计算公式为市盈率倒数减去无风险利率（十年国债收益率）

4.2 日本：日经 225 指数

截至 2022 年 12 月 5 日，日经 225 指数的市盈率为 18.8 倍，日本 10 年国债利率为 0.28%，股权风险溢价 ERP（市盈率倒数减去无风险利率）为 5.03%，当前日经 225 指数 ERP 位于 2009 年以来的 67%分位数水平，具有较高的投资性价比。

图表 31：2009 年今日经 225 指数 ERP 走势



资料来源：wind，方正证券研究所

注：股权风险溢价 ERP 计算公式为市盈率倒数减去无风险利率（十年国债收益率）

4.3 英国：富时 100 指数

截至 2022 年 12 月 16 日，富时 100 指数的市盈率为 14.1 倍，英国 10 年国债收益率为 3.45%，股权风险溢价 ERP（市盈率倒数减去无风险利率）为 3.64%，当前富时 100 指数 ERP 位于 2009 年以来的 63%分位数水平，英国股市相较债市估值性价比较高。

图表 32：2009 年至今富时 100 指数 ERP 走势



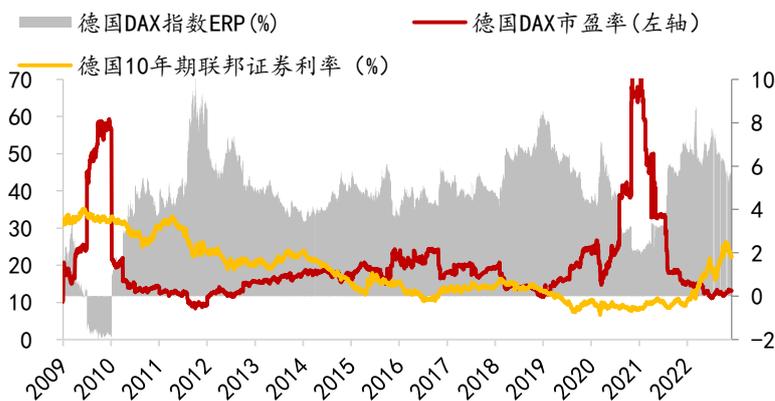
资料来源：wind，方正证券研究所

注：股权风险溢价 ERP 计算公式为市盈率倒数减去无风险利率（十年国债收益率）

4.4 德国：德国 DAX 指数

截至 2022 年 12 月 5 日，德国 DAX 指数的市盈率为 13.2 倍，德国 10 年期联邦债券收益率为 1.84%，股权风险溢价 ERP（市盈率倒数减去无风险利率）为 5.75%，当前德国 DAX 指数 ERP 位于 2009 年以来的 84%分位数水平，股市相较债市估值性价比较高。

图表 33：2009 年至今德国 DAX 指数 ERP 走势



资料来源：wind，方正证券研究所

注：股权风险溢价 ERP 计算公式为市盈率倒数减去无风险利率（十年国债收益率）

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址： https://www.foundersc.com	E-mail： yjzx@foundersc.com
北京	西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	静安区延平路71号延平大厦2楼	
上海	浦东新区世纪大道1168号东方金融广场A栋1001室	
深圳	福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31层	
广州	天河区兴盛路12号楼 隽峰苑2期3层方正证券	
长沙	天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	