【鑫期汇】股债专题：股债性价比的“便宜”错觉——股权风险溢价（ERP）高位来自债券端，融资端未确认，资金转向类债资产

核心观点

两端同时走向极端。 10 年期国债 1.6345%，处 2005 年以来 0.4% 分位；沪深 300 收 4083.87 点，年内跌 11.79%，10 月 23 日盘中最低 3958.14 点，自 6 月高点回撤 21.77%，已越过 20% 的技术性熊市门槛。

性价比处高位，但未及极端。 ERP 6.58 个百分点，83.0% 分位，z 值 0.88；换四个样本起点，分位落在 77%—86%，结论稳健。

长期的高位来自债券，年内的抬升来自股票。 2020 年以来 ERP 升 1.21 个百分点，债券端 1.36、股票端 −0.14；年初至今债券端仅 0.21、股票端 0.72。归因不同，收敛路径不同。

融资端未确认。 融资余额 2.3753 万亿元，较 6 月峰值回撤 20.85%，10 月单月减 1572 亿元；融资买入额 20 日均值 1292 亿元，为近一年最低。估值说便宜，杠杆说未出清。

结论是“不该低配”，不是“应当超配”。 ERP 高位是约束而非信号：若 10 年期回升 50 个基点，ERP 自动回落约 0.5 个百分点，指数一个点都不用跌。资金转向类债资产，其锚在股息率与国债的比价，不在价格联动。

注　ERP 即股权风险溢价（Equity Risk Premium），定义为盈利收益率减去 10 年期国债收益率；盈利收益率为市盈率倒数，可理解为假设利润全部归属股东时的现金回报率。数值越高，股票相对债券越便宜，越低则越贵。

一、同一时点的两端：债牛延续，股弱加深

截至 10 月 28 日，10 年期国债收益率收于 1.6345%，处 2005 年以来 5,454 个交易日的 0.4% 分位，距 2025 年 2 月 6 日的低点 1.5958% 仅 3.9 个基点。同日沪深 300 收于 4083.87 点，年内跌 11.79%，距 6 月 22 日高点 5059.66 点回撤 19.29%，距 2021 年 2 月高点 5807.72 点回撤 29.68%；10 月 23 日盘中最低 3958.14 点，对应回撤 21.77%，已短暂越过技术性熊市门槛。

债牛需放长看。2020 年末 10 年期为 3.1429%，至今累计下行 151 个基点，但过程并非单边：2025 年上行 17.2 个基点，2026 年重新下行 21.3 个基点，等于收复上年调整后再创新低。**“债券持续大涨”是五年趋势的判断，不是逐季判断。**

曲线形态提供另一层信息。年内下行最快的是 5 年期（−29.0 个基点），30 年期 −21.8、10 年期 −21.3，2 年期仅 −12.7。短端受资金与政策利率约束，下行集中在中长端，定价的是宽松预期而非当下的宽松；10 年减 2 年 40.2 个基点，曲线小幅走阔，绝对水平仍偏平。

股市一侧则是估值与盈利同降：市盈率由 13.34 倍降至 12.17 倍，贡献 −8.77%；每股收益由 347.1 降至 335.6，贡献 −3.31%。两项同向，才有 11.79% 的跌幅。



图 1 沪深 300 指数与 10 年期国债收益率（2019—2026）

数据来源：华鑫期货研究所

二、拆解：一个数字，两种性质

盈利收益率取市盈率倒数，1 / 12.17 ＝ 8.22%；减去 10 年期 1.6345%，ERP 为 6.58 个百分点。**这个数字本身不说明贵贱**——股票端与债券端任一变动都会移动它，有意义的是它的历史位置与构成。

表 1 股债性价比核心指标

指标	最新值	历史位置	口径与说明
10 年期国债收益率	1.6345%	0.4% 分位	5,454 个交易日；最低 1.5958%（2025/2/6）
沪深 300 指数	4083.87	—	距 2026/6 高点 −19.29%；距 2021/2 高点 −29.68%
沪深 300 市盈率（TTM）	12.17 倍	42.5% 分位	整体法滚动；分位基于 259 个月
盈利收益率	8.22%	57.1% 分位	市盈率倒数
股权风险溢价（ERP）	6.58pct	83.0% 分位	＝盈利收益率−10Y 国债；均值 4.55、z＝0.88
沪深 300 股息率	2.83%	—	中证官方，总股本口径；高出国债 1.20pct
A 股融资余额	2.375 万亿元	93.1% 分位	两市合计；分位受市值扩张干扰，见第五节
中美 10 年期利差	−3.42pct	0.3% 分位	美债 10 年期 5.05%

注：分位数为当前值在各自历史样本中的位置；pct 为百分点。 数据来源：华鑫期货研究所

6.58 个百分点在 259 个月样本中处 83.0% 分位，均值 4.55、标准差 2.32，z 值 0.88——**高于均值，未及一个标准差**（1σ 对应 6.87 个百分点）。换起点：2010 年起算 78.2%、2015 年起算 85.9%、2019 年起算 81.9%、2021 年以来 77.1%，结论稳健。

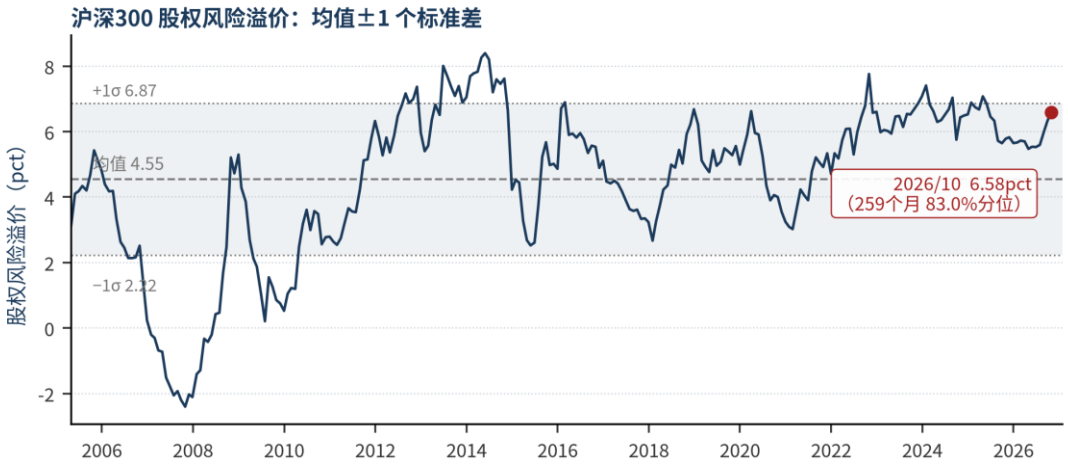


图 2 沪深 300 股权风险溢价（2005—2026，月度）数据来源：华鑫期货研究所

但水平值对口径高度敏感：同一时点、同一指数，四种常用口径给出的 ERP 从 4.87 到 6.58，跨度 1.71 个百分点，差异来自滚动与静态、总股本与计算用股本。表中首列把数据来源与计算方法并列，易生误读——“乐咕乐股”是提供估值序列的第三方数据商，与“滚动 / 静态”“整体法”不在同一层次，后者才是计算规则。由此得到一条方法论：**“是否处于高位”稳健，“高出多少”并不稳健**：只给单一数值而标注不清，读者无从判断比较基准。

表 2 估值口径敏感性：同一时点的四种 ERP

估值口径（数据来源 · 计算方法）	市盈率（倍）	盈利收益率	ERP（pct）
乐咕乐股　滚动　整体法	12.17	8.22%	6.58
乐咕乐股　静态　整体法	13.27	7.54%	5.90
中证指数　静态　总股本	13.91	7.19%	5.55
中证指数　静态　计算用股本	15.37	6.51%	4.87

注：“整体法”指成分股净利润加总后除以总市值，区别于成分股 PE 加权平均；“滚动”用最近四个季度利润，“静态”用最近年报；计算用股本剔除限售及不参与指数计算的股份。统一取 10 年期国债 1.6345%（2026/10/28）。本文以下统一采用整体法滚动口径。数据来源：华鑫期货研究所

三、归因：这一轮抬升究竟是谁给的

ERP 上升可以来自股票下跌（盈利收益率上升），也可以来自债券上涨（收益率下降）。前者是“股票变便宜”，后者是“债券变贵”，配置含义截然不同，故归因比水平值更重要。

2020 年初以来 ERP 由 5.37 升至 6.58，升 1.21 个百分点，其中债券端 1.36、股票端 −0.14——**长期抬升几乎全部来自债券**。近三年方向相反：债券端 1.06、股票端 −1.18，净减 0.12，两股力量相互抵消。但 2026 年内发生了切换：年初至今升 0.93，股票端 0.72、债券端 0.21——**今年的抬升近八成来自股票下跌**。这一区别决定推演落点：抬升来自债券，收敛更可能由债券端完成；来自股票，则要看股票端还要跌多久。

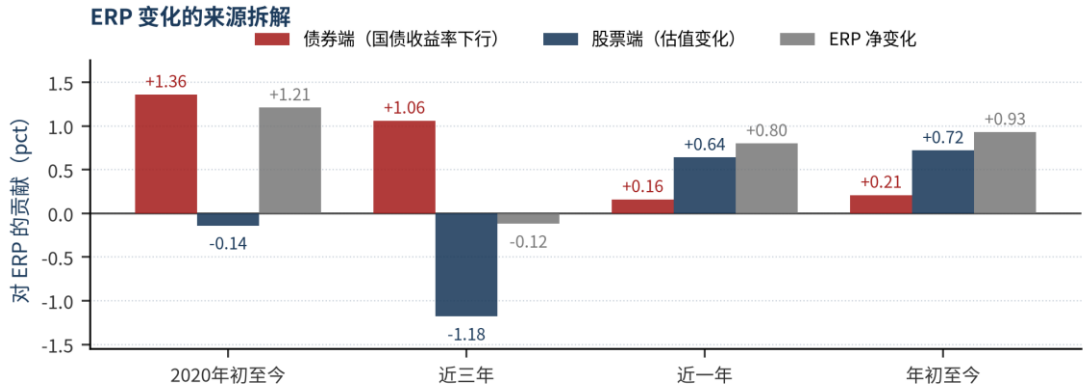


图 3 ERP 变化的来源拆解：债券端与股票端的贡献（pct）

数据来源：乐咕乐股整体法滚动市盈率、中债 10 年期国债收益率；柱体为分项贡献，因四舍五入分项之和与净值略有差异。

这与分位互相印证：市盈率 12.17 倍处 42.5% 分位、盈利收益率 8.22% 处 57.1% 分位，股票的绝对估值只是中性偏低；而 10 年期 1.6345% 处 0.4% 分位。与历史高 ERP 时期比更清楚：2014 年 5 月 ERP 8.40、市盈率 8.02 倍；2022 年 10 月 7.76、9.61 倍；当前市盈率比 2022 年 10 月高 26.6%，比 2014 年 5 月高 51.7%。**本轮的"便宜"不是股票跌出来的。**

还有一层：参照系本身在移动。分段均值显示两个台阶——2005—2010 年 ERP 均值 1.77（市盈率 22.13 倍、国债 3.54%），2011—2015 年升至 5.75（11.01 倍、3.72%），这一步由股票完成；2021 年以来 5.93（12.16 倍、2.38%），市盈率几乎未动，这一步由债券完成。若利率中枢停留在 1.6%—2.0%，ERP 中枢也会相应上移，以全样本均值 4.55 作锚会系统性高估回归空间。

分子端另有一个陷阱：盈利下修会机械抬高盈利收益率。年内每股收益已降 3.31%，使盈利收益率被动上升约 0.3 个百分点。若盈利继续下修，ERP 会显得越来越便宜，而指数仍在下跌——**这种价值陷阱，ERP 自身识别不了。**

四、检验：高 ERP 的指示意义与边界

把 ERP 当择时指标是常见的误用。259 个月样本中，ERP 不低于 6.6 的 44 个月份，其后 12 个月沪深 300 平均涨 27.16%、中位涨 16.79%、胜率 89%；不高于 2.0 的 33 个月份，平均跌 0.85%、胜率 36%。方向是清楚的。

表 3 历史可比时点：ERP 水平与其后 12 个月收益

时点	指数	市盈率（倍）	10 年期国债	ERP（pct）	后 12 个月收益
2014 年 5 月	2156	8.02	4.07%	8.40	+124.5%
2018 年 12 月	3011	10.09	3.23%	6.68	+36.1%
2022 年 10 月	3509	9.61	2.64%	7.76	+1.8%
2024 年 2 月	3516	10.91	2.34%	6.83	+10.6%
2025 年 2 月	3890	11.82	1.72%	6.75	+21.1%
2026 年 10 月	4084	12.17	1.63%	6.58	—

数据来源：乐咕乐股整体法滚动市盈率、中债收益率、沪深 300 月末收盘。后 12 个月收益按月末收盘对齐计算；2026 年 10 月为最新值，尚待观察。

但三点必须同时说明。其一，44 个观测以 12 个月为窗口，彼此高度重叠，有效独立样本不足 5 轮，统计显著性远低于表面数字。其二，ERP 与后 12 个月收益的相关系数仅 0.082，线性解释力接近于零——它划分的是赔率区间，不是时点信号。其三，2022 年 10 月 ERP 高达 7.76、市盈率仅 9.61 倍，其后 12 个月只涨 1.8%，说明**高 ERP 可以维持很久。**

五、融资端：杠杆的滞后确认

估值只说明赔率，不说明资金是否已调头。融资余额记录投资者以信用账户融资买入并持有的存量负债，日度可得，是观察场内杠杆最直接的高频指标。

存量已从峰值回撤两成。 截至 10 月 28 日，两市融资余额 2.3753 万亿元（两融余额 2.4043 万亿元，融券 290 亿元仅占 1.2%），较 2025 年末减少 1409 亿元、降 5.60%，较 6 月 25 日峰值 3.0009 万亿元减少 6256 亿元、回撤 20.85%。节奏并非一次冲击：7 月减 4068 亿元，8 月回补 461 亿元，9 月减 947 亿元，10 月减 1572 亿元——**10 月为 9 月的 1.7 倍，但仅及 7 月的四成**，收缩尚未回到 7 月的强度。

但绝对水平的分位几乎没有信息量。 按 2010 年 3 月以来 3,820 个交易日计，当前处 93.1% 分位，看似杠杆仍高；然而 A 股流通市值十余年大幅扩张，融资余额的趋势性上升很大程度是市场容量的函数。换窗口：近五年 74.5%、近三年 52.3%、2025 年以来 20.6%。四个窗口从“极高”到“偏低”，说明不能跨窗口比较。

表 4 同一余额、四个窗口：融资余额分位的口径依赖

观察窗口	均值（亿元）	中位数（亿元）	当前分位
2010 年 3 月以来	10,255	9,740	93.1%
近五年	18,342	15,416	74.5%
近三年	20,987	22,666	52.3%
2025 年以来	25,062	25,825	20.6%

注：融资余额为沪深两市合计，截至 2026/10/28；窗口越长，市值扩张带来的趋势性上升越明显、分位越偏高，故不宜跨窗口比较。

绕开偏误需用去趋势指标：融资余额偏离 200 日均线 −11.42%，处 2010 年以来 9.4% 分位、近一年 0.4% 分位，为近一年最低偏离度。它剔除长期趋势、只留周期成分，是更干净的节奏指标。



图 4 A 股融资余额（上）与单日融资买入额（下）

数据来源：上交所、深交所融资融券交易数据，沪深两市合计；上图右轴为沪深 300 指数。数据来源：华鑫期货研究所

流量退得更快。 10 月 28 日单日融资买入额 1387 亿元；20 日均值降至 1292 亿元，为近一年最低，仅为 2026 年日均 2360 亿元的 54.8%，较年初的 3169 亿元近乎腰斩。以换手衡量：融资买入额占融资余额比重由 2025 年均值 9.50%、年内 8.71% 降至 5.20%。**存量在退、增量退得更快**，这是去杠杆中段的特征，而非尾声。

与 ERP 的背离恰是解释。 估值指向“不贵”，融资指向“仍在出清”——便宜是估值意义上的，未必是资金意义上的。2025 年提供反面参照：当年融资余额增 57.3%（增加 9165 亿元），沪深 300 仅涨 17.7%，杠杆增速是股

价的 3.2 倍，加杠杆先行，去杠杆同样先行。需注意，融资余额与指数日度变动相关系数仅 0.02、月度 −0.09，均接近零，**不能当作涨跌的领先指标；其价值在趋势**。

六、结构：银行与红利的“类债”重定价

指数内部分化提供了更直接的证据：沪深 300 年内跌 11.79%，银行与红利却逆势上行。这不是普涨中的结构差异，而是定价锚的切换。



图 5 银行、红利与沪深 300 的相对表现，及与国债收益率的镜像关系

数据来源：中证银行（399986）、上证红利（000015）、沪深 300 日行情；10 年期国债收益率（中债）。上图以 2026/1/2 = 100；下图将银行 / 沪深 300 相对强弱与国债收益率同以 2026/1/2 = 100 标定，至 10 月 28 日分别为 118.4 与 88.7。

表 5 类债资产的比价：股息率、估值与相对表现

指标	中证银行	上证红利	沪深 300
市盈率（倍）	7.55	9.64	13.91
股息率	4.00%	3.84%	2.83%
股息率 − 10 年期国债（pct）	2.37	2.21	1.20
股息率 / 国债收益率（倍）	2.45	2.35	1.73
年内涨幅	+2.10%	+7.84%	−11.79%
近一月涨幅	+3.91%	+0.70%	−5.92%
年化波动（近 250 日）	15.03%	16.32%	17.82%
与沪深 300 日收益相关系数	−0.13	0.17	1.00

注：市盈率与股息率取自中证指数官方指标（总股本口径，2026/10/28）；近一月为 9/28—10/28；年化波动按近 250 个交易日日收益计算。

数据来源：华鑫期货研究所

幅度与节奏。 中证银行 10 月 19 日创年内新高 7820.8 点，最新距高点仅 −0.74%；自 6 月 30 日低点 6634.9 点累计涨 17.00%。近一个月银行涨 3.91%、沪深 300 跌 5.92%，超额 9.83 个百分点。但年内银行仅涨 2.10%，弱于上证红利的 7.84%——红利全年更优，近一月才由银行接棒，说明资金并非泛化的“高股息”主题，而是集中于权重最大、波动最低、股息最稳定的一类资产。

比价是基础。 中证银行市盈率 7.55 倍、股息率 4.00%；上证红利 9.64 倍、3.84%；沪深 300 13.91 倍、2.83%。对 10 年期 1.6345%，三者股息率溢价分别为 2.37、2.21、1.20 个百分点，为国债收益率的 2.45、2.35、1.73 倍；银行估值仅为沪深 300 的 54%。

机制在现金流的可替代性。 股息与债息形态相同——定期、可预期、以现金支付，差别在清偿顺序与增长性。无风险利率降至 0.4% 分位时，能提供 4% 左右稳定分红的资产，对负债端成本刚性的长期资金具有直接替代性：2.37 个百分点的利差，比任何盈利增速故事更可操作。同期融资余额回撤、国债创新低，指向同一件事——资金从高波动一端撤向低波动一端。银行低贝塔是硬证据：与沪深 300 日收益相关系数 −0.13、贝塔 −0.11，年化波动 15.03%，低于沪深 300 的 17.82%。

但"类债"必须限定。 若指与债券同涨同跌，数据并不支持：银行日收益与 10 年期收益率变动的相关系数，近 250 日 −0.02、近 500 日 +0.08、近 900 日 +0.06，均接近零。类债在**估值锚**——股息率与无风险利率的比价，不在短期价格联动；混为一谈会得出"债券涨则银行必涨"的错误推论。

三点风险同时存在：其一，上涨的是估值而非盈利，息差约束下盈利并未改善；其二，股息率的分子也会下修，盈利下滑时股息率被动走高，看似便宜实为恶化；其三，拥挤度已上升，银行 / 沪深 300 相对强弱 1.90、处 2023 年以来 89.9% 分位，虽较 2025 年 7 月的 2.12 回落，但仍在高位。**因此这是风险偏好收缩下的防御性重定价，不是风格切换的开始。**

七、推论：两条收敛路径与跟踪框架

ERP 终将回归，路径有两条：股票上涨，或债券收益率上行。市场习惯假设前者，本轮更需评估后者。

敏感性测算（盈利收益率固定 8.22%）：10 年期回升至 1.85%，即收复年内全部下行，ERP 降至 6.37；2.0% 对应 6.22；2.2% 对应 6.02；2.5% 对应 5.72。**回升 50 个基点即可吃掉近一年积累的六成，而指数一个点都不用跌。**反向情形：指数再跌 10%，市盈率降至 10.95 倍，ERP 升至 7.50，相当于 2021 年以来样本的 1.65 个标准差。这是股票端能够提供的空间。

两端空间并不对称：债券已处 0.4% 分位，继续下行以基点计、向上以百个基点计；股票 12.17 倍向下仍有空间，但融资端的收缩说明空间正在被消耗，而非被资金承接。**低利率既是当前 ERP 的核心支撑，也是它最大的脆弱点。**

结论四点。其一，ERP 处 83.0% 分位，未及极端（z 值 0.88），长周期成因在债券、年内成因在股票。其二，股票绝对估值仅中性偏低（42.5% 分位），与 2014 年、2022 年的深度低估不可类比。其三，融资端尚未确认，"便宜"没有转化为资金行为——**ERP 高位是"不该低配"的约束，不是"应当超配"的信号**。其四，银行与红利的逆势上行，是低利率与低风险偏好共同作用的防御性重定价，其锚在股息率与国债的比价，不在盈利增长。

跟踪五项，按周或按月更新。**三项同向时结论可靠，背离时以资金指标优先**——估值给出赔率，资金决定节奏。

表 6 跟踪清单：阈值与含义

跟踪要点	阈值	含义
10 年期国债收益率	有效跌破 1.60%	ERP 可在高位长期停留，均值回归进一步弱化
A 股融资余额	止跌于 2.3 万亿元	跌破则去杠杆进入下半场
融资买入额（20 日均）	回到 2,000 亿元以上	买盘恢复的最低门槛
沪深 300 每股收益同比	由负转正	未转正前，ERP 抬升须打折看待
银行 / 沪深 300 相对强弱	守住 1.85	跌破意味防御性重定价结束

注：阈值为本文据当前数据设定的观察线，非交易指令；每项均按周或按月更新。数据来源：华鑫期货研究所

风险提示：债券收益率超预期反转（本轮最需警惕）、上市公司盈利下修超预期、去杠杆引发流动性负反馈、中美利差走阔对汇率与政策空间形成约束。

免责声明

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“知微见著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293　　交易咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司　地址：上海市徐汇区云锦路277号9F

华鑫期货

华鑫研究（鑫期汇）