

宏观研究

股市走向研判：宏观驱动因素及其边际变化

——改革升级版系列之四

宏观专题报告

2019 年 04 月 24 日

报告摘要：

截至 4 月 23 日，2019 年万得全 A、上证综指、深证成指分别上涨了 34.95%、28.26% 和 39.85%。然而，在 4 月 19 日政治局会议后，4 月 22 日至 23 日，万得全 A、上证综指、深证成指分别下跌了 2.64%、2.21% 和 2.82%。那么，市场变化的驱动因素是什么？未来又将如何演变？

● 2019 年以来股市的发展历程与驱动因素

A 股自本年初以来涨幅较大，但 1 月份涨幅相对较小，2 月份快速上涨，3 月至 4 月中旬，维持高人气格局。

A 股具备长期配置价值是本轮牛市启动的重要基础。2018 年底，万得全 A 的市盈率仅为 13.14，处于历史较低水平。

流动性宽松正是股市上涨的重要推动力量之一。流动性供应提升，实体经济流动性需求下降，使得富余流动性进入资本市场，助推 A 股上涨。

投资者信心是股市上涨必不可少的要件。对比分析投资者信心指数的分项指标，我们发现 2 月上涨更多是由政策主导，缺乏基本面支撑；3 月基本面对股市的积极影响明显提升。

● 宏观驱动因素的边际变化

一季度，中国经济暂稳，但内生动能不足。净出口对经济增长的拉动大幅提升，地产、基建拉动固定资产投资回升，社融引领经济企稳。但内需对经济增长的拉动明显下降，且制造业、民间投资、高技术产业和战略性新兴产业工业增加值累计同比增速回落。猪周期重启，对通胀形成一定压力。随着政策重心转向供给侧改革，货币政策边际上暂时不会更加宽松。投资者信心指数短期内或小幅回落。

● 市场展望

股市将由分母驱动转为分子驱动，预计短期内股市进入窄幅震荡，更多属结构性投资机会；后续有调整风险。看好农业、消费、去产能、科技创新、区域一体化等板块。

下一波上行行情需待经济内生动能真正企稳，改革升级版加快推进。未来随着中国成功转型消费拉动和创新驱动型经济，大消费和创新类股权有望获得较好回报。

● 风险提示：

中美经贸谈判不及预期，政策推进不及预期，改革落地攻坚遭遇阻碍，通货膨胀超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

1、从总理讲的三种关系看政府工作报告的三重信号——改革升级版系列之一 20190306

2、从供给侧改革升级版看中国未来——改革升级版系列之二 20190315

3、从供给侧改革升级版看牛市前景——改革升级版系列之三 20190415

目录

一、宏观因子与大类资产配置	3
(一) 宏观因子与股票估值	3
1、股利贴现模型	3
2、市盈率法	4
(二) 宏观因子与大类资产配置	4
1、资产组合选择理论	4
2、Black-Litterman 模型	4
3、美林投资时钟模型	5
二、本轮牛市的发展历程与驱动因素	6
(一) 本轮牛市的发展历程	6
(二) 本轮牛市的驱动因素	7
1、中国经济增速将长期保持相对高位	7
2、流动性宽松	8
3、投资者信心恢复	9
4、减税降费提升 A 股的投资价值	10
三、宏观驱动因素的边际变化	11
(一) 经济暂稳，但内生动能不足	11
1、净出口、地产、基建投资增速回升	11
2、社融引领经济企稳	12
3、内生动能不足	12
(二) 猪周期对通胀形成一定压力	13
(三) 流动性暂时不会更加宽松	14
(四) 投资者信心短期内或小幅回落	14
(五) 改革开放有望加速推进	15
四、市场展望	15
插图目录	16

截至4月23日,2019年万得全A、上证综指、深证成指分别上涨了34.95%、28.26%和39.85%。按照技术性牛市的判断标准,股票价格从最低点向上涨了20%,即意味着技术性牛市的开启。然而,在4月19日政治局会议后,4月22日至23日,万得全A、上证综指、深证成指分别下跌了2.64%、2.21%和2.82%。那么,市场变化的驱动因素是什么?未来又将如何演变?我们将从估值方法与大类资产配置的角度出发,对此进行探索。

我们认为,低估值、流动性宽松、投资者信心、减税降费是本轮牛市的主要驱动因素,其中尤其以投资者信心最为重要。对比分析投资者信心指数的分项指标,我们发现2月上涨更多是由政策主导,缺乏基本面支撑;3月基本面对股市的积极影响明显提升。

一季度,中国经济暂稳,但内生动能不足。净出口对经济增长的拉动大幅提升,地产、基建拉动固定资产投资回升,社融引领经济企稳,但内需对经济增长的拉动明显下降,且制造业、民间投资、高技术产业和战略性新兴产业工业增加值累计同比增速回落。猪周期重启,对通胀形成一定压力。随着政策重心转向供给侧改革,货币政策边际上暂时不会更加宽松。投资者信心指数短期内或小幅回落。

股市将由分母驱动转为分子驱动,预计短期内股市进入窄幅震荡,更多属结构性投资机会;后续有调整风险。看好农业、消费、去产能、科技创新、区域一体化等板块。下一波上行行情需待经济内生动能真正企稳,改革升级版加快推进。未来随着中国成功转型消费拉动和创新驱动型经济,大消费和创新类股权有望获得较好回报。

一、宏观因子与大类资产配置

(一) 宏观因子与股票估值

公司的估值方法有多种,绝对估值法有股利贴现模型、自由现金流模型等,相对估值法有市盈率法、市净率法、市销率法、PEG估值法等,其中最常用的为股利贴现模型与市盈率法。

1、股利贴现模型

威廉姆斯(Williams)1938年提出了公司(股票)价值评估的股利贴现模型(DDM),为定量分析虚拟资本、资产和公司价值奠定了理论基础。根据股利贴现模型,股票价格等于未来股利贴现值之和。为简化起见,我们一般使用固定增长的股利贴现模型。

$$P_0 = D_0(1+g)/(r-g) = D_0(1+g)/[r_f + \beta(r_M - r_f) - g]$$

其中, D_0 为当期每股股利, r 为投资者要求的风险回报率, g 为预期股利增长率, r_f 为无风险利率, r_M 为市场回报率, β 为风险系数,衡量个股或组合对市场变化的敏感性。

当我们用股利贴现模型分析整个股市时, D_0 就是当期整个股市的每股红利,当上市企业变化不大时,也可以用GDP中企业部门的利润替代。 r 为市场回报率,等于无风险利率与市场风险溢价之和。

根据股利贴现模型,股市变化的宏观驱动因素有预期经济增长率、企业部门利润份额、风险偏好、无风险利率。如果无风险利率或市场风险溢价下降,则股价上涨。 g 为预期股利增长

率，假设分红率不变，可以用 GDP 增长率和企业部门利润份额增长率之积替代。如果 GDP 增长率上升，则预期股利增长率上升，股价上涨；如果国民收入分配发生变化，譬如企业减税，即使 GDP 增长率不变甚至下降，预期股利增长率也可能上升，股价上涨。

2、市盈率法

市盈率法（P/E 估值法）是一种相对估值方法，即用股价与预期每股收益的比作为衡量标准，可比公司的市盈率相当。用市盈率法可以和股利贴现模型联系起来，得到估值的影响因素

$$P_0/E_1 = D_1/[E_1(r_M - g)]$$

其中， P_0/E_1 为动态市盈率。在分红率不变的情况下， D_1/E_1 为常数。因而，市盈率与贴现因子负相关。贴现因子越大，市盈率越低；贴现因子越小，市盈率越高。

但是，未来盈利是未知数，我们使用的一般都是当期盈利。因而，市盈率与贴现因子负相关，与预期每股收益增长率正。即

$$P_0/E_0 = D_0(1 + g)/[E_0(r_M - g)]$$

当前市盈率与历史时期或可比公司相差很大，并不意味着定价就是错误的。高市盈率或许意味着预期每股收益增长率较高；低市盈率或许意味着预期每股收益增长率较低。

当用市盈率来对整个股市进行估值时，则是指在历史上的可比时期或不同国家的股市市盈率相当。因而，股市上涨可以分解为两部分，企业利润增长和市盈率（估值）上涨。

（二）宏观因子与大类资产配置

股利贴现模型和市盈率法是投资者常用的估值方法，但是它们有一个很大的不足，就是属于局部均衡分析方法，无风险利率与风险溢价是外生的，而不是内生决定的。而大类资产配置理论正是使用一般均衡分析方法进行资产配置。

1、资产组合选择理论

托宾的资产组合选择理论将实物资产与金融资产结合起来进行配置。财富包括实物资产（机器、设备、房屋、土地、汽车等）和金融资产（现金、存款、股票、债券等）。不同的资产在流动性、收益性、安全，性等方面是有差异的，托宾认为，人们会根据收益和 risk 的选择来安排其资产组合。货币的流动性最好，且没有通胀的情况下最安全，但没有利息收入，收益性较差。债券、股票的收益率较好，但安全性较差。实物资产可以抗通胀，还可以获得租金收入或使用效益（虚拟租金），同时也可能存在折旧损失。

根据资产组合选择理论，当投资者将更多的财富由实物资产转移至金融资产，或者 M2 增长，或者资产由存款、现金转向股票、债券等资本市场时，股票、债券的价格就会同时上涨，形成股债双牛。1978 年，美国国会通过 401K 法案，允许个人薪酬投资股票免除个人所得税，美国养老金入市也推动美国股市在 1978-1980 年的 10Y-2Y 国债期限利差倒挂期间继续上涨，这也是美国八次期限利差倒挂中唯一一次股市上行。

2、Black-Litterman 模型

Black-Litterman 模型基于马科维茨的资产组合理论，利用概率统计方法，将投资者对大

类资产的观点与市场均衡回报相结合，产生新的预期回报。市场均衡收益是市场中实际形成的收益，通过历史数据的分析可以获得；投资者主观的期望收益对于机构投资者而言，源于从上自下或者自下而上的基础分析，个人投资者可能来源于各种报刊杂志、网络、股评家等等。而且投资者自己的观点有一定的置信水平，若投资者对自己的主观判断信心很大，则主观的期望收益就会被赋予较大的权重，资产的期望收益就会向主观期望收益靠拢；反之，如果投资者对自己的主观判断的信心不足，资产的期望收益就会接近于市场均衡收益。该模型可以在市场基准的基础上，根据投资者的倾向性意见，输出对该大类资产的配置建议。

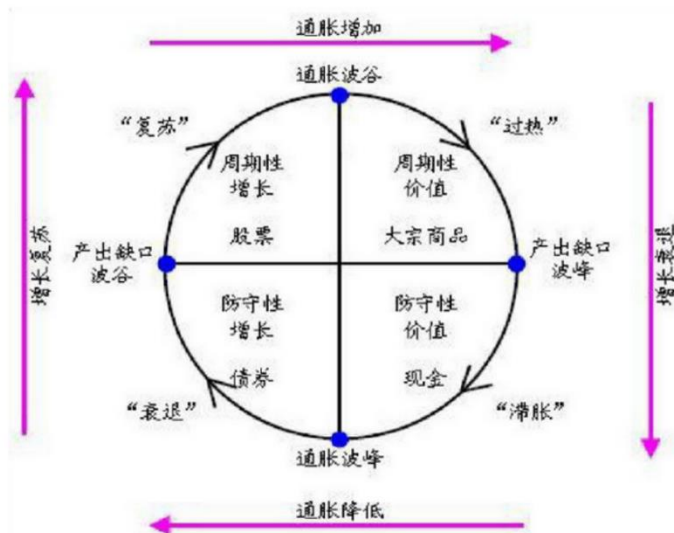
根据 Black-Litterman 模型，投资者观点或投资者信心的变化会影响大类资产配置。这也与预期股利增长率、风险偏好驱动股市变化相契合，只不过在这里影响的不仅仅只有股市，还有房地产、现金、债券等资产。

3、美林投资时钟模型

美林投资时钟模型由 Greetham 与 Hartnett (2004) 提出，该模型基于美国 20 年的经济数据将资产、行业轮动、债券收益率曲线和经济周期的四个阶段联系起来，指导投资者在不同经济周期下进行大类资产配置。

美林投资时钟理论用 GDP 增长率和 CPI 这两个宏观指标的不同组合，将经济周期分成了衰退期（低 GDP 增长率+低 CPI）；复苏期（高 GDP 增长率+低 CPI）；过热期（高 GDP 增长率+高 CPI）；滞胀期（低 GDP 增长率+高 CPI）四个阶段。经济周期从左下方衰退开始，四个阶段顺时针推进，在此过程中债券，股票，商品和现金依次表现优于其他资产。

图 1：美林投资时钟



资料来源：美林证券全球资产配置小组，民生证券研究院

根据美林时钟模型，在衰退期，商品价格因供过于求表现低迷，企业盈利较差，债券收益率受益于低利率，表现最好。当经济由衰退期进入复苏期时，企业盈利改善，通胀较低，低利率结合高增长，股市表现最好，债券次之。当经济进入过热期，供不应求，商品价格上涨，表现最好；高利率结合高增长，股市表现次之。在滞胀期，高利率结合低增长，债券、股票价格下行，商品风险较高，持币为王。

二、本轮牛市的发展历程与驱动因素

（一）本轮牛市的发展历程

2018 年，在资管新规的影响下，流动性收紧，企业债违约、股票质押风险频发降低风险偏好，叠加中美贸易摩擦诱发悲观预期，A 股大幅下跌。

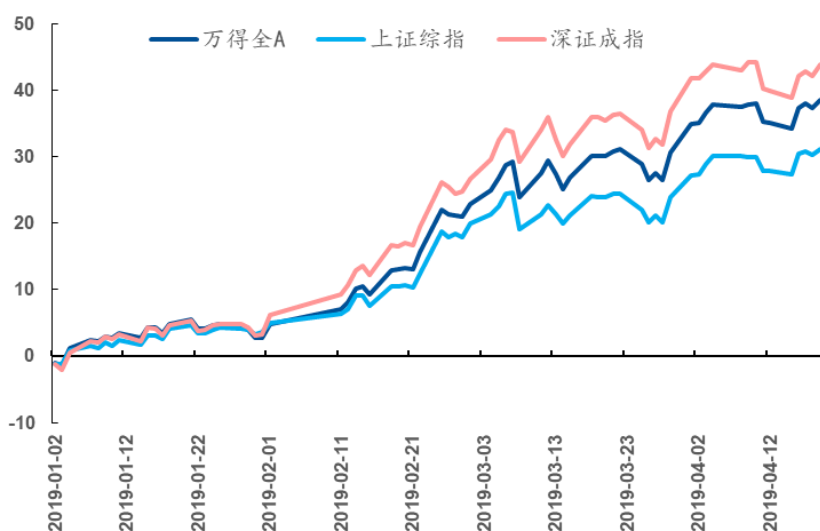
A 股自本年初以来涨幅较大，但 1 月份涨幅相对较小，2 月份快速上涨，3 月至 4 月中旬，维持高人气格局。

2019 年 1 月 4 日，李克强总理表示要加大逆周期调节力度，进一步减税降费；运用好全面降准、定向降准，支持民营企业和小微企业融资。当天，中国人民银行宣布下调金融机构存款准备金率 1 个百分点。当天万得全 A、上证综指、深证成指分别上涨 2.46%、2.05% 和 2.76%。2019 年 1 月 14 日，国家外汇管理局将合格境外机构投资者（QFII）总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿美元。次日万得全 A、上证综指、深证成指分别上涨 1.55%、1.36% 和 1.86%。

1 月份通过沪港通和深港通流向沪深两市的资金净流入分别为 340.21 亿元与 266.67 亿元，合计达到 606.88 亿元。在外资流入和货币政策宽松的刺激下，1 月份，万得全 A、上证综指、深证成指分别累计上涨 2.73%、3.64% 和 3.31%。

1 月 31 日，证监会发布公告，正在研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，拟对风控指标实施逆周期调节，进一步支持证券公司遵循价值投资理念，加大对权益类资产的长期配置力度；沪深交易所正在抓紧修订《融资融券交易实施细则》，拟取消“平仓线”不得低于 130% 的统一限制，交由证券公司与客户自主约定最低维持担保比例；就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则公开征求意见。

图 2：2019 年 A 股走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 月 1 日，万得全 A、上证综指、深证成指分别上涨 2.02%、1.30% 和 2.74%。春节之后，A 股开始加速上涨。2 月 11 日当天万得全 A、上证综指、深证成指分别上涨 2.23%、1.36% 和 3.06%。

2月13日，证监会召开设立科创板并试点注册制相关制度规则征求意见座谈会。2月18日，金融和社融数据公布值大超预期，当天万得全A、上证综指、深证成指分别上涨3.30%、2.68%和3.95%。2月22日，中美贸易谈判取得巨大进展，市场情绪回暖。2月22日及25日两个交易日，万得全A、上证综指、深证成指分别上涨8.02%、7.61%和8.08%。在金融数据超预期和中美贸易谈判进展顺利的同时，海外资金加速流入，且使用杠杆加仓A股；新增开户数增加，融资融券稳定增长，场外配资升温，10倍的高杠杆配资重新“抬头”。2月份，万得全A、上证综指、深证成指分别累计上涨17.84%、13.79%和20.76%。

3月1日，美国正式取消对2000亿美元中国产品加征关税计划，MSCI增加中国A股在MSCI指数中的权重并通过三步把中国A股的纳入因子从5%增至20%。3月3日和3月5日，政协会议和人大会议分别召开。《政府工作报告》提出，要深化增值税改革，将制造业等行业现行16%的税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%，确保主要行业税负明显降低；保持6%一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。

3月1日至3月6日，万得全A、上证综指、深证成指分别累计上涨6.41%、5.48%和7.40%。之后，A股进入震荡调整阶段。3月29日，市场传闻央行将于4月1日降准，当天万得全A、上证综指、深证成指分别上涨3.40%、3.20%和3.77%。受益于减税政策，3月份万得全A、上证综指、深证成指分别累计上涨7.98%、5.09%和9.69%。

4月1日，受降准传闻影响，万得全A、上证综指、深证成指分别上涨3.16%、2.58%和3.64%。4月15日，中国人民银行货币政策委员会2019年第一季度例会内容公布，意味着货币政策边际上暂时不会更加宽松，4月份降准概率下降。4月16日，金融和社融数据公布值再次大超预期，当天万得全A、上证综指、深证成指分别上涨2.38%、2.39%和2.33%。4月17日，国家统计局公布2019年一季度GDP数据以及3月经济数据。其中，一季度实际GDP增速、3月工业增加值当月同比增速、3月社会消费零售当月同比增速均超出预期。逆周期调控政策下，中国经济下行得到一定缓解。但制造业和民间投资回落，房地产开发投资回升表明新旧动能仍处关键接力期。4月初至4月19日，万得全A、上证综指、深证成指分别累计上涨6.04%、5.83%和5.16%。4月19日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作，政策重心由逆周期调节转向供给侧改革。4月22日至23日，万得全A、上证综指、深证成指分别下跌2.64%、2.21%和2.82%。

（二）本轮牛市的驱动因素

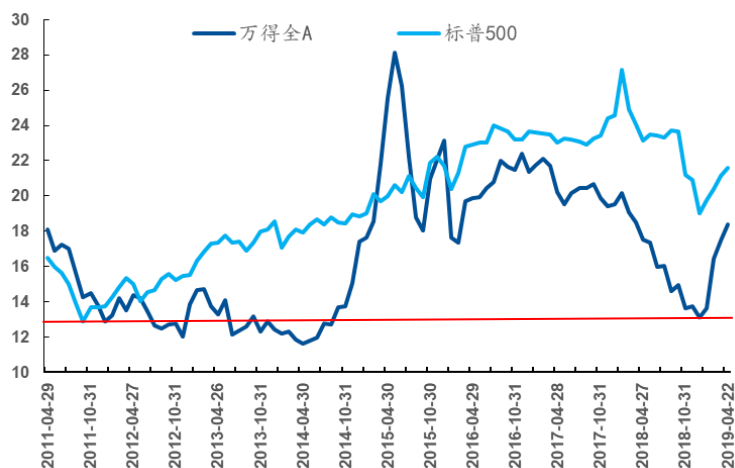
1、中国经济增速将长期保持相对高位

A股具备长期配置价值是本轮牛市启动的重要基础，而中国经济增速将长期保持相对高位是A股具备长期配置价值的重要支撑。股票作为风险资产之一，投资者只有在预期投资回报率较高时才会投资。

2018年底，万得全A的市盈率仅为13.14，处于历史较低水平，较2017年底的19.52下降了30%，较同期标普500指数的市盈率18.99低31%。一方面，市盈率低本身并不代表具有投资价值。正如前面分析的，低市盈率可能是因为低预期增长率。2016年以来，美国实际GDP

同比增速呈上升趋势，中国实际 GDP 同比增速则不断下降。因而，与历史同期比较，万得全 A 市盈率小幅下降是合理的。另一方面，经济增长率的下滑并不必然导致市盈率下降。在经济增速下滑的 2014-2016 年，标普 500 指数的市盈率由 2013 年底的 18.57 上升到了 2015 年底的 21.7。但是，中国经济增速将长期保持相对高位，结合低市盈率，使得 A 股具备长期配置价值。这也是外资不断涌入 A 股的重要原因。

图 3：中美股市 PE-TTM 对比

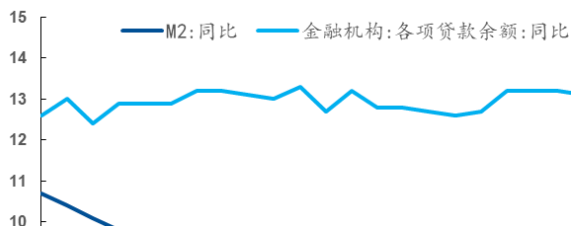


资料来源：Wind，民生证券研究院

2、流动性宽松

低估值使得 A 股具有上涨的潜力。但是，估值是相对的，低估值本身并不能导致 A 股上涨。否则，为什么 A 股在 13.14 的市盈率位置触底反弹，而不是 10 月底的 13.62？流动性宽松正是股市上涨的重要推动力量之一。

图 4：流动性供应提升（%）



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_12939

