

2019年03月03日

证券研究报告·宏观报告

宏观与大类资产配置系列评论



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

A股走势反映了怎样的宏观预期？

——兼论A股未来走势

摘要

A股在经历了去年深度下挫和今年年初以来快速上涨之后，未来走势能否持续上涨成为市场关注焦点。我们从宏观角度，以朴素的方法构建宏观指标和A股走势的对应关系，进而判断未来A股走势。我们将A股走势划分为每股收益EPS和市盈率PE两个决定因素，其中反映基本面的EPS对应于当期名义GDP或当期工业企业利润，而反映市场预期的PE虽然由长期盈利增速和贴现率决定，但由于认知限制，事实上人们普遍以未来半年盈利走势预测长期盈利增速，进而形成未来半年EPS与当期PE的高度对应关系，也就形成了对名义GDP或企业盈利预期与当期PE的对应关系。也就是说，当期市场估值水平反映着对未来半年经济走势的预期。

此前股市深度调整时期，市场对经济预期过于悲观，市场隐含名义GDP与工业企业利润增速最低达到3.5%和-24.4%。即使近期市场上涨之后有所恢复，但依然较为悲观，截止3月1日，市场估值隐含名义GDP与工业企业利润增速依然仅有6.0%和-7.5%。假定未来名义GDP预期回升至7.5%-8.5%，工业企业盈利增速回升至0%-10%，这将推升股市上涨10%-25%。因而随着市场悲观预期持续消解，A股依然具有上涨空间。如果经济出现超预期表现，A股上涨空间会更大。

风险提示：1、经济超预期下行，或导致对未来企业盈利增速预期恶化，市场估值或再度调整。2、资金或再度在金融市场淤积，推动股估值超基本面回升。3、逻辑框架相对简化，对实际中关键市场影响变量可能存在遗漏。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟

执业证号：S1250517050001

电话：010-57631229

邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

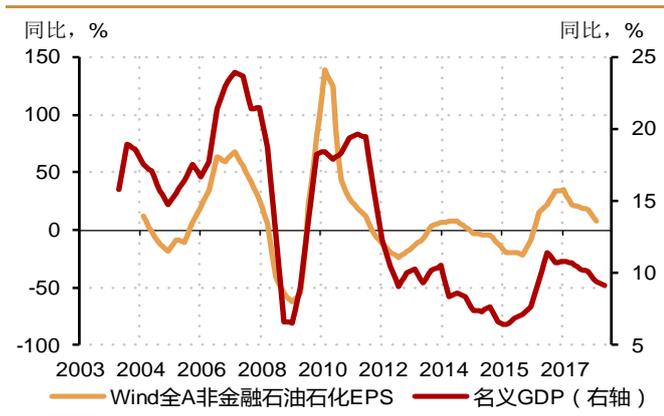
1. 基本面存在企稳迹象，后续需要继续观察 (2019-03-03)
2. 内需驱动需求改善，未来无需过度悲观 (2019-02-28)
3. 静待资金进入实体经济——月度经济预测 (2019-02-26)
4. 中美贸易谈判顺利推进，市场风险偏好逐步提升 (2019-02-24)
5. 货币政策逆周期调节，实体经济供给继续改善——2018年4季度《货币政策执行报告》解读 (2019-02-22)
6. 穿过春节影响的迷雾看经济数据——数据挖掘系列（一） (2019-02-18)
7. 实体融资回升，修正对经济悲观预期 (2019-02-17)
8. 社融回升的持续性以及对经济的托底效应 (2019-02-17)
9. 通胀中枢下移，这意味着什么？ (2019-02-15)
10. 春节因素扰动下外贸形势假改善 (2019-02-14)

我们在本文中首先搭建由宏观到股市走势的朴素分析框架。然后在此基础上，通过市场指标与宏观变量之间的关系反推当前市场体现的宏观预期。最后，基于对宏观经济判断，来预判未来市场走势。

朴素的想法是股价等于每股收益（EPS）和市盈率（PE）的乘积，而这两者均可以找到从宏观面到市场面的对应。将股价划分为 EPS 和 PE 的乘积是最简单，也是最有效的股价分析预测方法。股价实质上是对持有权益资产在未来可能产生现金流的贴现值。其中持有每股资产对应当期收益就是 EPS，作为整个市场来说，盈利水平基本由当前的经济基本面决定。而市盈率 PE 则较为复杂，当前单位收益对应资产在未来可能产生现金流的贴现值，这里主要是两个因素，一个是盈利未来的增长率，另一个是贴现率。由于这两个变量都是预期值，因而在实际过程中会受到市场情绪、资金面等多方面影响，使得预判市盈率非常困难。

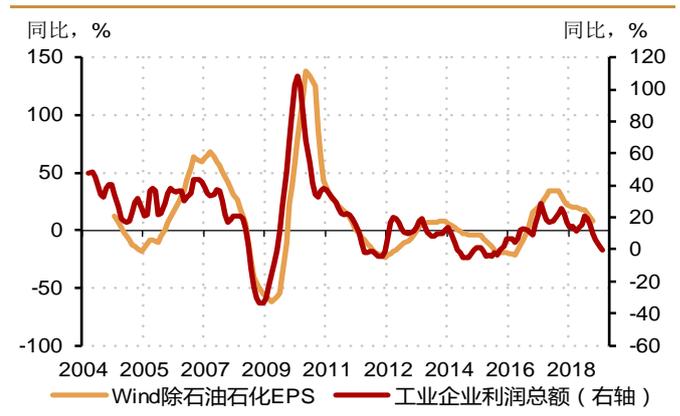
从宏观层面，基本上可以由对名义 GDP 和工业企业利润增速判断来预测 EPS 变化。EPS 由基本面决定，A 股上市公司盈利水平高度受宏观经济影响。如果剔除与宏观经济变化一致性相对较弱的金融和石油石化板块，可以看到非金融石油石化企业 EPS 增速与名义 GDP 存在一致性（图 1），而更为直接的，与工业企业利润总额同比增速高度一致（图 2）。这意味着只要通过合理预测，准确预判名义 GDP 和工业企业利润总额增速，就可以准确预测上市企业 EPS 的增速。

图 1：上市企业盈利增速与名义 GDP 增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：上市企业盈利增速与企业利润总额同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

我们的认知局限决定我们往往根据对未来半年左右的经济预测来决定市场估值。对 EPS 的预测相对较为容易，但困难的是预测 PE。虽然 PE 是对未来长期盈利水平的贴现，理论上由长期经济增速决定，而不应受短期周期性经济波动过多影响。但事实上，由于我们的认知限制，我们更多的会根据短期经济表现来预判长期经济增长水平，形成短期市场情绪等主导市场走势的情况。经验数据上我们可以明显的看到，市场 PE 水平领先于 EPS 半年。这个相关关系除了在 2015-2016 年资金推动的牛市和之后调节阶段有背离之外，在其它时期基本上都成立（图 3）。这也就是说，市场根据对未来半年的经济增长预测来决定估值水平。当经济向上时，市场情绪乐观，往往愿意给予股票较高估值；而当经济向下时，市场情绪悲观，往往给予股票较低估值。

图 3：市场往往根据未来半年的企业盈利增速来决定市场估值水平

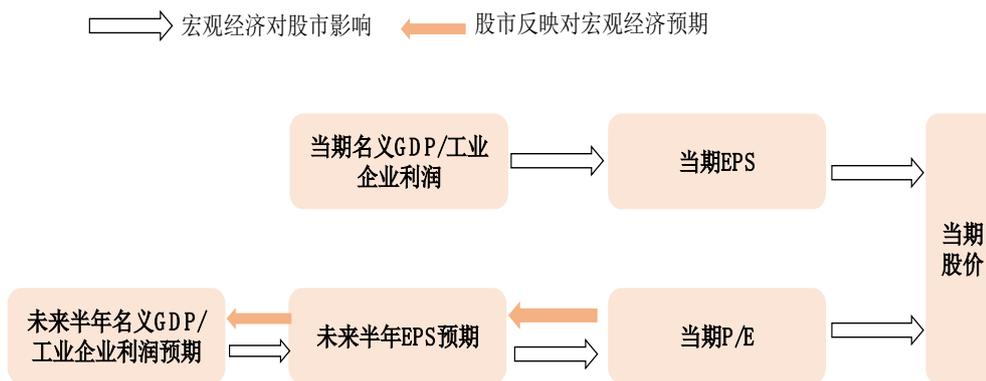


数据来源：Wind, 西南证券整理

这样我们就可以建立一个简单的 A 股市场与宏观经济变量之间的对应关系。当期的经济增速或工业企业利润总额增速决定着当期的每股盈利 EPS。当然未来半年名义 GDP 或工业企业利润增速也决定着未来半年的 EPS，因此，未来半年 EPS 预期也由对 GDP 和工业企业盈利预期产生，这将进而决定对当期市盈率 P/E。而 P/E 和 EPS 将共同决定当期股价。这是经济基本面向市场的传导过程。

同样，我们也可以建立简单的市场表现对蕴含经济预期的对应模型。同样，我们可以据此建立当前市场表现所蕴含的市场预期。当前市盈率蕴含着对未来半年上市企业 EPS 的预期，即蕴含着对未来半年名义 GDP 增速或工业企业盈利增速的预期。因而，我们可以根据当前市盈率水平，来判断市场所蕴含对未来经济走势的预判。进而根据实际情况，可以判断市场是过度乐观或过度悲观。

图 4：宏观经济指标与市场指标之间对应关系

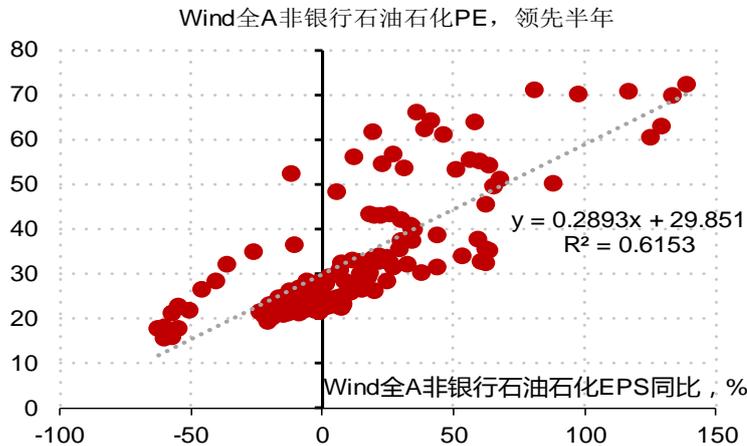


数据来源：西南证券整理

利用经验数据，我们构建宏观经济变量与市场指标之间的数量对应关系。经验数据显示，未来半年 EPS 同比增速与当前市场市盈率水平有高度正相关性。考虑到 2015 和 2016 年资金面推动的牛市行情以及之后调整的例外性，我们使用 2005M1-2014M2 以及 2017M1-2019M2 样本构建未来半年 EPS 与当前市盈率的相关关系，其中 EPS 使用非金融石油石化企业平均 EPS，而市盈率使用对应的 TTM 市盈率。结果显示，两者具有很高的相

关性，EPS 对 PE 的单变量回归 R^2 高达 0.62。这意味着对未来半年企业盈利增速提升 1 个百分点，当前市场市盈率水平将提高 0.29 个单位。反过来，如果当前市盈率提升 1 个单位，则意味着对未来半年 EPS 增速预期提升 3.5 个百分点。

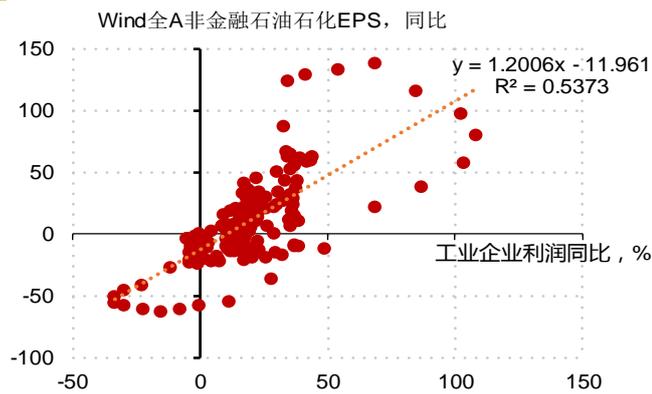
图 5：当前 A 股平均市盈率与未来 6 个月 EPS 增速之间数量关系



数据来源：Wind，西南证券整理

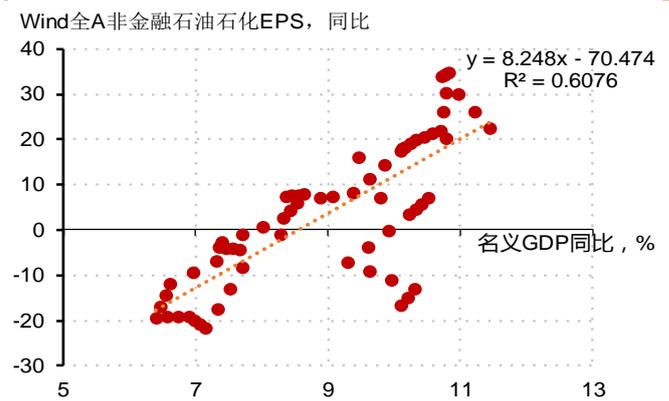
而 EPS 增速则与工业企业利润总额和名义 GDP 同比增速具有较高对应关系。我们利用 2005M1-2018M9 数据为样本，可以从经验数据中得到，工业企业利润同比增速提升 1 个百分点，对应的非银行石油石化上市企业 EPS 同比增速将提升 1.2 个百分点，从工业企业利润对上市公司 EPS 的单变量回归结果来看，解释度高达 53.7%。而由于名义 GDP 增速在 2012 年之后出现明显下降，与上市企业 EPS 之间关系在前后不具有可比性，因而我们使用 2012M1-2018M9 数据为样本进行分析，结果显示名义 GDP 增速提升 1 个百分点，对应上市企业 EPS 增速将提升 8.2 个百分点，名义 GDP 对 EPS 的解释度高达 60.1%。

图 6：工业企业盈利与上市公司 EPS 同比增速香菇干关系



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：名义 GDP 与上市公司 EPS 同比增速相关关系



数据来源：Wind，西南证券整理

此前股市反映着过度悲观的宏观预期，即使目前有所修复，对经济的悲观预期并未完全消解。此前股市对经济前景过度悲观。从非金融石油石化滚动市盈率看，2019 年 1 月 3 日最低时达到 17.9，根据我们之前估算数量关系，这意味着预期未来 6 个月后对应 EPS 同比跌幅将达到 41.3%，而相应的工业企业盈利同比跌幅高达 24.4%，预期名义 GDP 同比增速可能回落到 3.54。这无疑是过度悲观的。而虽然年初以来 A 股走出持续上涨行情，春节后加

速上涨，但到目前为止悲观预期并未完全消解。3月1日非金融石油石化滚动市盈率上升至23.81，对应的对未来6个月EPS增速预期为20.9%，对应工业企业盈利和名义GDP预期分别为-7.5%和6.0%。虽然悲观预期有所改善，但依然偏弱，悲观预期并未完全消解。

稳增长政策推动经济悲观预期消解，将对A股产生持续推动力。此前市场表现包含对A股过度悲观的预期，而随着稳增长政策持续发力，实体经济资金面将持续改善，推动经济悲观预期逐步消解。宽松货币政策下低利率将推升短端融资，而表外融资监管柔性化将降低表外融资降幅，社融将延续持续回升态势。从社融与名义GDP先后关系来看，社会增速改善将推动名义GDP增速企稳甚至小幅回升。当前A股市场隐含的名义GDP同比增速预期为6.0%，如果名义GDP预期同比增速回升至7.5%-8.5%水平（对应实际GDP同比增速6.0%-6.5%，平减指数1.0%-2.5%，这个区间基本包含了市场对经济增速的绝大部分预测），则对应A股市盈率还可以提升15%-25%，即A股还具有15%-25%的上涨空间。同样，经济悲观预期消解意味着工业品价格深度下跌和盈利大幅下滑可能性下降，近期工业品价格有所回升，意味着企业盈利增速下行幅度或放缓。目前A股市场隐含的工业企业盈利同比增速为-7.5%，如果工业企业盈利增速回升至0%-10%水平，对应的A股市盈率还可以提升10.9%-25.2%，即A股还可以上涨10%-25%左右。总体来说，经济企稳所带来的悲观预期的修复还将支撑A股上涨约10%-25%。

图8：社融增速持续改善意味着名义GDP增速不会跌落



数据来源：Wind, 西南证券整理

图9：近期工业品价格有所回升，企业盈利或难大幅跌落



数据来源：Wind, 西南证券整理

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_13951

