

别人家的股市：美股创新高的背后

报告要点：

● 投资者一个固有的印象是：美股永远在创新高，而 A 股却在一个局限的区域内震荡。无论是经济体量、经济增速还是未来预期，都无法解释两国股市表现的巨大差异。

● 决定股价的核心因素是归母净利润的规模和增速。在经济的不同发展阶段，主导因素是不同的：当经济处于较快增长时期时，利润增速对股价高低起决定性作用；当经济进入成熟期时，市场因预期已经足够稳定，利润本身的规模大小对股价高低起决定性作用。

● 美股和 A 股表现的差异正是来源于此：我国经济仍处于较快增长阶段，股市是由经济增速去定价的；而美国早已是非常成熟的经济体，市场更关心的是经济体量。

● 因此，对于股票指数创出新高这一相同的现象，中国和美国是完全不一样的解读：对中国而言，只要是股指上升，一律意味着经济基本面的加速；对于美国而言，只要经济及企业利润不陷入负增长，美股可能会不断地创新高。

● 美股新高可能是伪信号：虽然美国三大股指都在持续创出新高，但是股指增速从今年 4 月份开始持续下降，这其实反映的不是美国经济的繁荣，而却是美国经济的可能性衰退预期。

● 美国股指同比负增长概率不大：从历史数据推测，若标普 500 同比 10% 以内的负增长，则美国名义 GDP 同比增速在 1% 附近；若出现 10% 以上的负增长，则 GDP 大概率同比下滑。根据宏观层面对美国经济增长的预测，我们认为未来美股显著低于 2020 年位置的概率不大。

● 这代表着：美股和美债本身的走势其实是自洽的，唯一不自洽的是：为何在商品价格上升且美国货币政策收紧预期上升的情况之下，美债收益率会趋势下降：

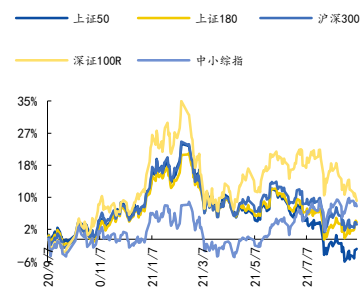
- 1) 这可能与中美共同的资产荒有关；
- 2) 这反而代表了，在海外诸多资产中，美债资产是最脆弱的资产之一。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据：

上证综指：	3581.73
深圳成指：	14179.86
沪深 300：	4843.06
中小盘指：	4919.31
创业板指：	3102.14

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《树不能长在天上：关于股、债、商的罕见共涨》

2021.09.06

《关于美国的 taper：2022 年很可能是 risk-off 之年》2021.08.30

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn
电话
联系人 孟子君
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

投资者一个固有的印象是：美股永远在创新高，而 A 股却在一个局限的区域内震荡。从经济基本面来说，无论是经济体量、经济增速还是未来预期，都无法解释两国股市表现的巨大差异。我们试图从股票定价公式出发，为这一现象寻找一些可能解释。

图 1：中美两国股市长期趋势差异巨大



资料来源：Wind，国元证券研究所

股价是由利润总额和利润增速共同决定的。股价定价公式： $P_0 = D_1 / (r - g)$ ，其中， D_1 为下一期股利，由归母净利润和股利支付率共同决定， r 为资本成本， g 为股利增长率。由于股利支付率预测难度较大，所以决定股价的核心因素是归母净利润的规模和增速。

在国家经济的不同发展阶段，占主导地位的核心因素是不同的：

1) 当国家经济处于较快增长时期时，市场更加关注增长指标，因此利润增速对股价高低起决定性作用；当国家发展进入成熟期，经济平稳增长时，市场更关注经济体量，利润规模对股价高低起决定性作用。

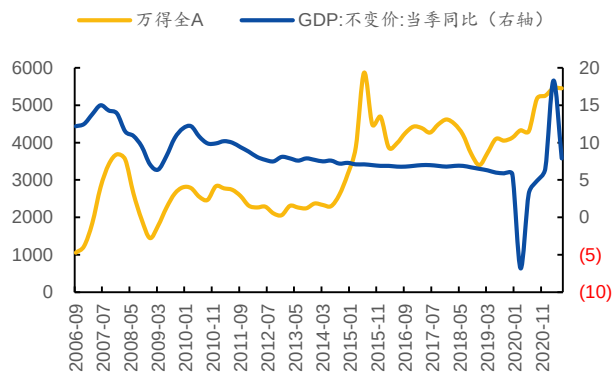
2) 美股和 A 股表现的差异，可能是因为两个市场的价格决定因子不同。相较于成熟的发达国家，我国经济仍处于较快增长阶段，这时候经济增速的高低是更重要的变量，A 股是由经济增速去定价的；而美国早已是非常成熟的经济体，经济增速平稳，此时关注经济增速已经没有必要，市场更关心的是经济体量的大小。

3) 因此，对于股票指数创出新高这一相同的现象，中国和美国是完全不一样的解读。对中国而言，股指新高意味着经济增速的高增长，经济处于繁荣期；对于美国

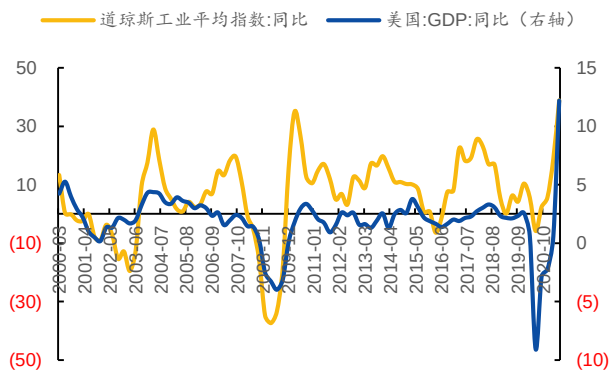
而言，则不一定意味着经济繁荣，需要去看股指增速的表现。

图 2：A 股是经济增速定价的

图 3：美股是经济体量定价的



资料来源：Wind，国元证券研究所

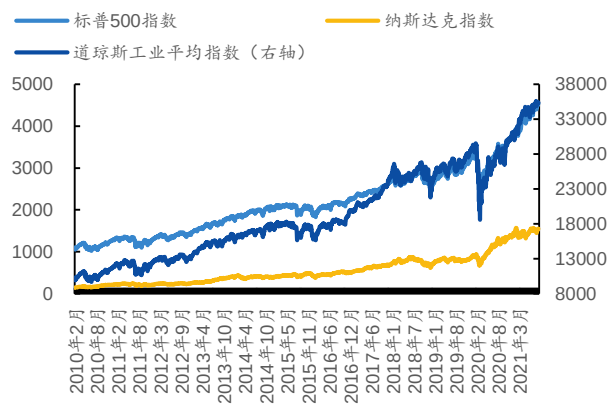


资料来源：Wind，国元证券研究所

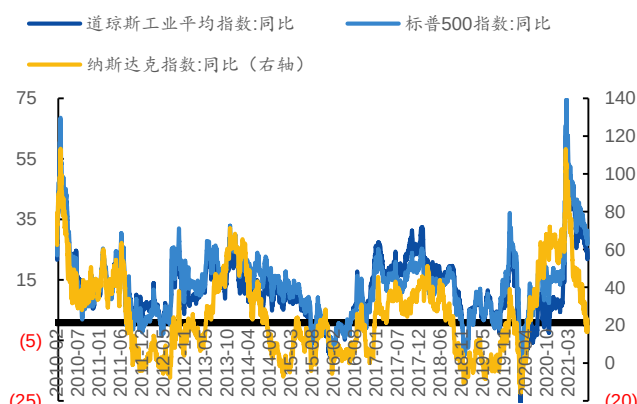
美股创新高可能是伪信号。虽然美国三大股指都在持续创出新高，但是股指增速从今年4月份开始持续下降，根据上文所述，这反映出市场对美国经济出现衰退的悲观预期，股指的新高可能是伪信号。

图 4：美国三大股指持续创新高

图 5：美国主要股指增速从今年4月开始持续下降



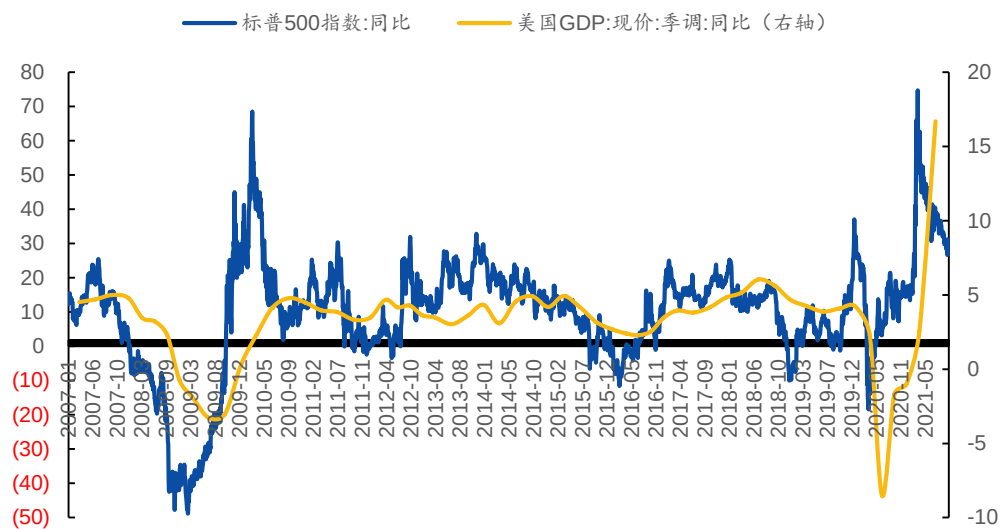
资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

美国股指同比负增长概率不大。从下图可大致看出，若标普 500 同比 10% 以内的负增长，则美国名义 GDP 的季调同比增速在 1% 附近；若标普 500 出现 10% 以上的负增长，则美国名义 GDP 大概率同比下滑。根据宏观层面对美国经济增长的预测，我们认为未来美股显著低于 2020 年位置的的概率不大。

图 6：美国股指同比负增长概率不大



资料来源：Wind，国元证券研究所

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_26189

