

2019年10月20日

证券研究报告·宏观报告

大类资产配置·专题报告



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 金融危机以来 A 股表现弱于海外的宏观解释

## ——基本面看股市系列（一）

### 摘要

- **金融危机以来国内股市表现明显弱于美国等发达国家。**这一方面让 A 股投资者艳羡美股投资者可以获得长达十年的牛市；另一方面，A 股总体弱势也限制了资本市场对实体经济融资的贡献。然而我国经济增速在主要经济体中处于执牛耳者的低位，为何领先的经济增速却伴随着表现偏弱的股市？
- **我们将决定股市的因素进行拆分，进而分析是什么因素导致 A 股表现弱于美国等发达国家股市。**股价由基本面 EPS 和估值 PE 决定，进一步分解，EPS 又可以拆解为资本回报率 ROE 和每股净资产，而估值 PE 根据 DDM 模型又由要求回报率和未来盈利增速决定，考虑到未来盈利增速即未来的 EPS，而要求回报率与利率水平高度一致，因而我们可以认为股价基本上由资本回报率 ROE、每股净资产和利率决定。
- **A 股表现弱于美国等发达国家股市主要是由于资本回报率下降，同时利率水平未能随之下行。**股价趋势性上涨可能来自内涵式增长 ROE，也可能来自外延式增长每股净资产的提升，也可能来自利率的下降。金融危机之后国内股市表现明显弱于国外，主要是由于国内上市公司资本回报率 ROE 在金融危机后明显下降，对 EPS 形成抑制，而利率并未出现明显下行。相对来说，美日等发达国家上市企业资本回报率有所提升，而利率明显下降。因而在 EPS 和 PE 两个层面表现都强于 A 股，形成金融危机后股市表现明显强于 A 股的状况。
- **A 股上市企业资本回报率下降的背景是整体宏观资本回报率的下降，如果高储蓄情况不改变，技术进步与制度改进滞后导致全要素生产率未能有效提升，资本回报率将继续下降。**A 股上市企业资本回报率下降背后是整体经济的资本回报率下降，这主要是由于高储蓄高投资经济结构之下，资本存量快速增加，资本边际产出下降导致资本回报率下降，而技术进步和制度改革并未有效提升全要素生产率，未能推动资本回报率上升。但发达国家投资率有限，资本存量增长有限，因而资本边际产出平稳，资本回报率就能够保持平稳甚至小幅回升。
- **在资本回报率下降的同时，国内利率水平并未随之下行，偏高的利率抑制了股市估值水平的提升。**无论是通过未来盈利水平贴现估算的隐含要求回报率，还是股市市盈率的倒数，都与债券收益率具有高度正相关性，即利率水平影响估值。而我国债券利率中枢水平在过去近 20 年的时间内未发生改变，10 年期国债利率中枢稳定在 3.5% 左右，这与实体经济回报率倒 U 型的走势很不一致。近年由于央行基础货币投放机制改变、货币政策审慎以及金融监管持续强化，利率水平一定程度上处于偏高态势，这在客观上抑制了股市估值水平。
- **加大资本市场融资功能，更好的服务实体经济，需要资本市场稳定向上的态势做支撑。**而这需要改变资本回报率下降态势或者利率偏高的状况。**从根本上来看，需要通过收入分配改革、其它制度改进以及技术进步来降低储蓄率，提升全要素生产率，改变资本回报率下行态势。**也就是说，需要实体经济向资本市场提供好的企业，资本市场与实体经济的支持是双向的。而如果资本回报率下行态势不改变，则需要利率水平下降以适当提升股市估值水平。
- **风险提示：经济下行超预期。**

### 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. 地产销售有韧性，经济保持弱平稳 (2019-10-20)
2. 新分歧：经济会企稳还是继续放缓 (2019-10-18)
3. 负利率时代资产配置选择--欧日经验 (2019-10-16)
4. 信贷社融连续超预期后重新审视基建融资状况 (2019-10-16)
5. 3%的通胀与6%的GDP，央行会更关注哪个？ (2019-10-15)
6. 全球经济放缓外需走弱，经济平稳更需内需改善 (2019-10-14)
7. 如何理解联储再度扩表 (2019-10-14)
8. 联储扩表但并非QE，国内经济短期平稳 (2019-10-13)
9. 中美贸易谈判再吹暖风与非标认定范围扩大的政策预示 (2019-10-13)
10. 我们就业压力到底有多大？——就业市场分析报告（二） (2019-10-11)

## 目 录

<b>1 金融危机以来国外股市一路高歌，而国内股市弱势震荡 .....</b>	<b>1</b>
<b>2 股市走势到底由哪些因素决定 .....</b>	<b>2</b>
2.1 股市决定因素拆分 .....	2
2.2 股市决定因素在 A 股与发达国家股市之间的差别 .....	4
2.3 小结 .....	6
<b>3 宏观角度对资本回报率和利率走势的解释 .....</b>	<b>6</b>
3.1 资本回报率下降的宏观解释 .....	6
3.2 利率中枢调整滞后抑制了股市估值中枢 .....	9
<b>4 结论 .....</b>	<b>12</b>

## 图 目 录

图 1: 金融危机以来 A 股表现在全球属于比较差的 .....	1
图 2: 上证综指 VS 标普 500 指数 .....	1
图 3: 但金融危机以来中国依然是全球经济增长的火车头 .....	2
图 4: 中美经济增速对比 .....	2
图 5: 金融危机以来 A 股盈利增速在全球主要股指中较差 .....	3
图 6: A 股 EPS 在 2010 年以来中枢水平并未变化 .....	3
图 7: 金融危机以来 A 股估值表现在全球主要股指中较差 .....	3
图 8: 金融危机后 A 股股指中枢水平并未提升, 甚至小幅下降 .....	3
图 9: 股价决定因素拆分示意图 .....	4
图 10: 2010-2018 年主要股指 ROE 状况 K 线图 .....	5
图 11: A 股与美股 ROE 走势 .....	5
图 12: 2010-2018 年每股净资产累计涨幅 .....	6
图 13: 金融危机以来国内利率下行幅度较小 .....	6
图 14: 投资率与资本产出比 .....	7
图 15: 随着资本产出比的提升, 资本回报率明显下降 .....	7
图 16: 美国资本产出比与投资占 GDP 比例 .....	8
图 17: 全球主要经济体储蓄率及预测值 .....	8
图 18: A 股与美股股本数变化对比 .....	9
图 19: A 股隐含回报率与 10 年期国债利率 .....	10
图 20: 名义 GDP 与非金融石油石化上市企业 EPS 增速 .....	10
图 21: 标普 500 指数与美国 10 年期国债利率 .....	10
图 22: 股市市盈率倒数 (TTM) 与 10 年期国债利率 .....	10
图 23: 债券收益率水平并未反映实体资本回报率变化 .....	11
图 24: 短端利率中枢水平的稳定抑制了长端利率中枢的下行 .....	11

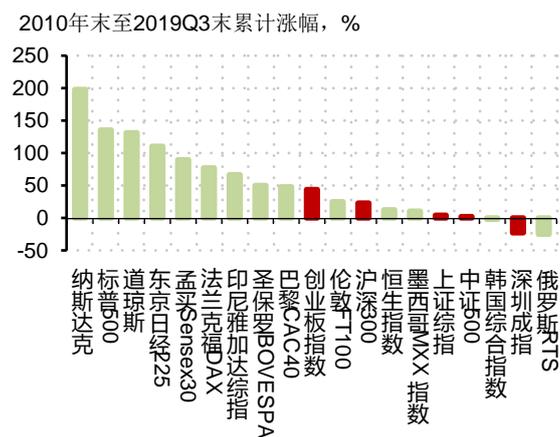
# 1 金融危机以来国外股市一路高歌，而国内股市弱勢震荡

金融危机以来全球股市大多一路高歌，特别是美股，更是创下连续十多年上涨的超级大牛市。截止今年3季度末，美国三大股指道琼斯、标普500和纳斯达克分别较金融危机时的低点累计上涨310%、338%和526%，即使考虑金融危机时期超跌的因素，三大股指较2010年末水平也已经上涨132%、136%和199%。在美股十多年的超级牛市过程中，回调幅度并不大，2009年末以来美国三大股指最大回调幅度分别为18.8%、19.8%和23.6%，这对于长达十年的市场来说，无疑是很小的回调幅度了。过去10年，不断创新高的美股为投资者带来丰厚的收益，即使近期美股进入盘整阶段，也尚未出现明显回调，投资者依然保持可观的收益。

除表现突出的美股之外，其它国家股市大多在金融危机后都有不俗的表现。考虑到金融危机期间有超调的影响，我们相对于2010年末作对比。截止今年9月27日，2010年末以来美国三大股指在全球累计涨幅最高，而日经225指数紧随其后，累计上涨110%，此外，德国、法国、印度、印尼、巴西等国主要股指也均有50%以上的累计涨幅。这些国家股市表现明显优于我国股指，而英国、香港、墨西哥、韩国等经济体主要股指表现与我国相当，主要股指里边只有俄罗斯股市2010年以来表现弱于我国股指。

相对来说，金融危机以来A股表现是比较差的。2010年末以来A股主要股指涨幅均有限，甚至有明显下跌。涨幅最高的创业板指到今年3季度末累计上涨44.8%，而沪深300累计上涨23.2%。上证综指几乎没有上涨，2010年末以来累计仅上涨4.4%，中证500更是仅上涨1.4%。而深证成指甚至下跌23.4%。在此过程中，A股投资者有经历了15年股市“水牛”与之后的股灾，股指最大回撤在50%左右甚至以上，创业板指最大回撤甚至接近70%。中枢水平持续低迷以及大幅度的回撤让A股投资者普遍盈利较为有限，部分损失惨重。这令A股投资者不禁对处在十年大牛市中的美股投资者无限艳羡。

图1：金融危机以来A股表现在全球属于比较差的



数据来源：Wind，西南证券整理

图2：上证综指 VS 标普500指数



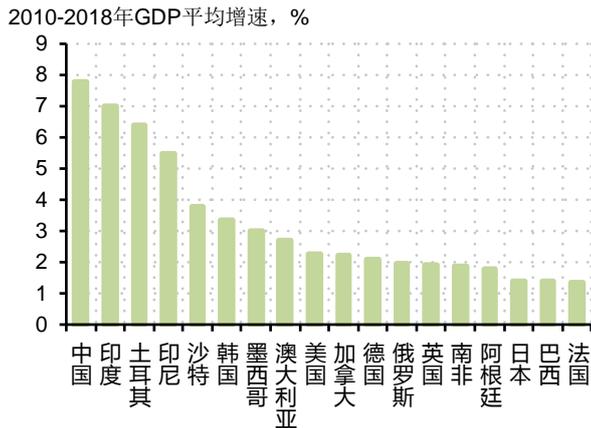
数据来源：Wind，西南证券整理

国内外资本市场走势明显差异与经济增速并不一致，特别是中美之间资本市场迥异的表现与经济状况并不一致。虽然在金融危机时四万亿计划刺激效果渐退后，我国经济进入持续放缓通道，但绝对增速依然保持着较高水平。2010-2018年GDP平均增速依然有7.8%，而2019Q2即使经济增速创危机以来新低，GDP同比也有6.2%的增速。这事实上是G20国家

里最高的，即使印度，2010-2018年GDP平均增速也仅有7.0%。而美国2010-2018年平均增速仅为2.3%，年度最高增速一直未超过3%。

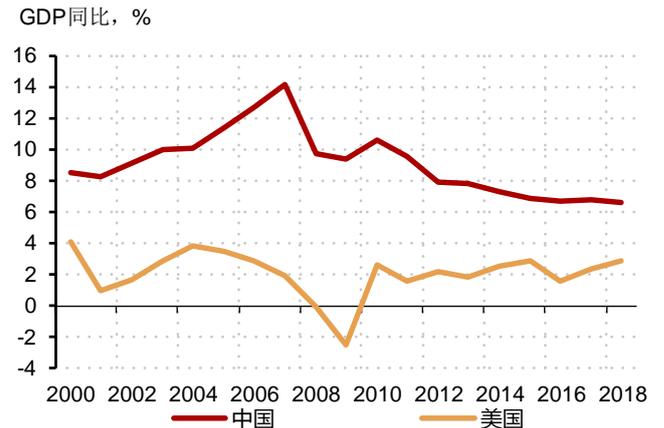
为何我国拥有全球主要经济体内执牛耳者的经济增速，却同时呈现出表现几乎最差的资本市场。解答这个问题，需要详细分析资本市场走势到底有哪些因素决定？是不是经济高速增长必然伴随上涨的资本市场？

图3：但金融危机以来中国依然是全球经济增长的火车头



数据来源：Wind，西南证券整理

图4：中美经济增速对比



数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 股市走势到底由哪些因素决定

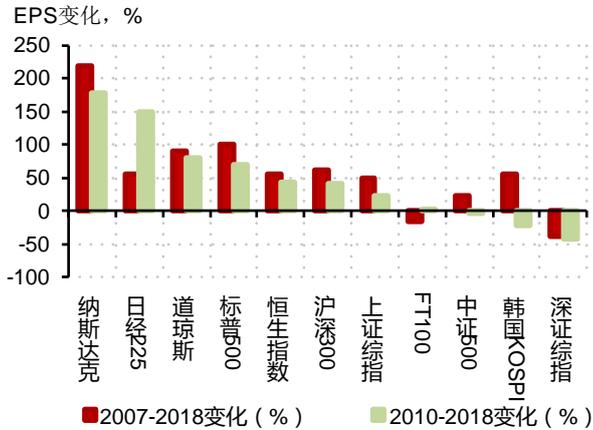
### 2.1 股市决定因素拆分

要分析国内股市在金融危机后表现为何弱于美国等发达国家股市，首先需要分析股价由哪些因素决定。我们采用朴素的想法，将股价拆分成每股盈利EPS和市盈率PE两部分，然后通过对比看看我国股市表现差到底是因为盈利还是因为市盈率。

从盈利层面来看，金融危机后A股每股盈利在全球主要股指中表现是比较差的。2010年至2018年，A股EPS涨幅非常有限，甚至小幅下跌。其中表现最好的沪深300指数对应的EPS在2010年以来累计仅上涨41.9%，而中证500和深圳综指在2010年以来EPS甚至是下跌的，2010年以来累计下跌3.8%和41.9%。相对来说，美股、日经等发达国家股市则出现明显上涨，纳斯达克、道琼斯和标普500等美国三大股指2010年至2018年EPS累计上涨177.4%、80.0%和71.2%，而日经225指数对应EPS在2010年以来同样累计上涨150.8%。表现显著优于A股，盈利持续改善是美国等发达国家股市表现优于A股的重要原因。

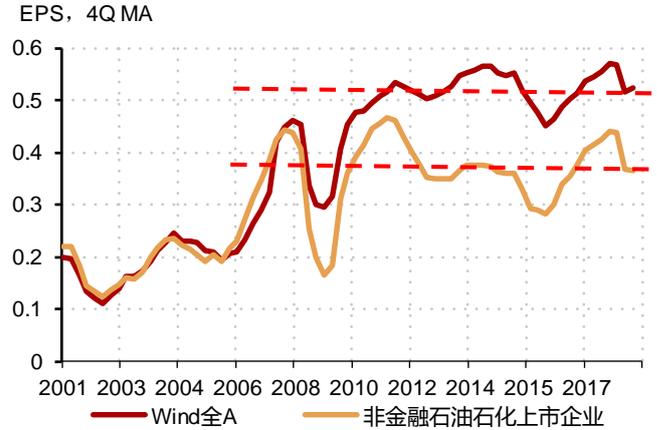
A股盈利增速的持续疲弱与国内经济持续高速增长并不一致。A股每股盈利EPS在2010年以来几乎没有增长，绝对水平保持持平状况，这与我国经济持续增长的状况并不一致。虽然我国经济近年持续下行，但依然保持6%以上的快速增长，因而如果企业盈利在经济中占比没有发生变化，按理来说企业盈利也会保持相当的增速。但实际上上市企业每股盈利增速大幅低于经济增速，而企业盈利占GDP比例并未明显下降。因此，这种经济增速与企业盈利背离背后有更深层的原因，我们会在后文进一步分析。

图 5：金融危机以来 A 股盈利增速在全球主要股指中较差



数据来源：Bloomberg，Wind，西南证券整理

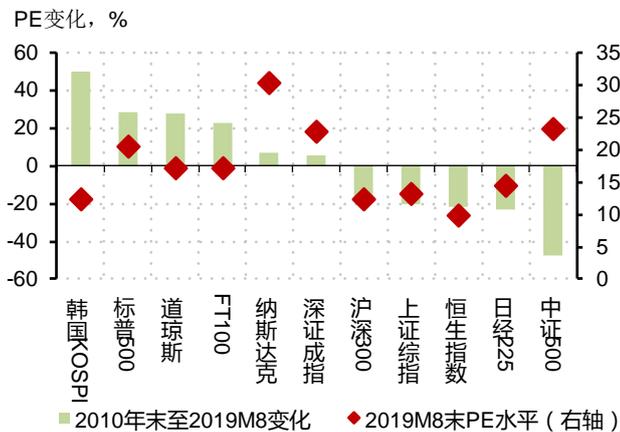
图 6：A 股 EPS 在 2010 年以来中枢水平并未变化



数据来源：Wind，西南证券整理

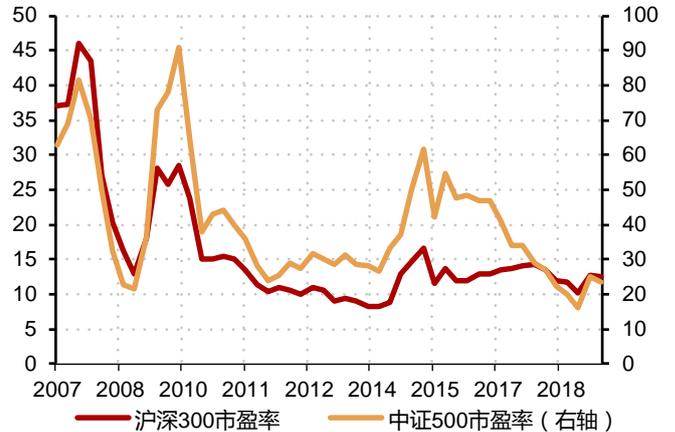
而从估值角度来看，A 股金融危机以来估值表现也是全球主要股指中较差的。金融危机后到现在，A 股主要指数对应估值水平大多是下降的，从 2010 年末至 2019 年 8 月末，除深证成指之外，沪添 300、上证综指、中证 500 估值水平均有不同程度的下降，动态市盈率（TTM）分别从 15.3、16.7 和 44.3 下降至 12.4、13.4 和 23.3，即使深证成指，市盈率也是稳定在 22 倍左右，并未明显上升。而除日经之外的发达国家股市估值却大多有所上升，美股三大股指标普 500、道琼斯、纳斯达克估值分别较 2010 年末上升 28.3%、27.8% 和 6.7%，而英国金融时报 100 指数对应估值同样累计上涨 22.6%，韩国 KOSPI 指数对应估值同期更是上涨 50.1%。显示发达国家估值更大幅度的提升同样是其股市表现优于 A 股的主要原因。

图 7：金融危机以来 A 股估值表现在全球主要股指中较差



数据来源：Bloomberg，Wind，西南证券整理

图 8：金融危机后 A 股股指中枢水平并未提升，甚至小幅下降



数据来源：Wind，西南证券整理

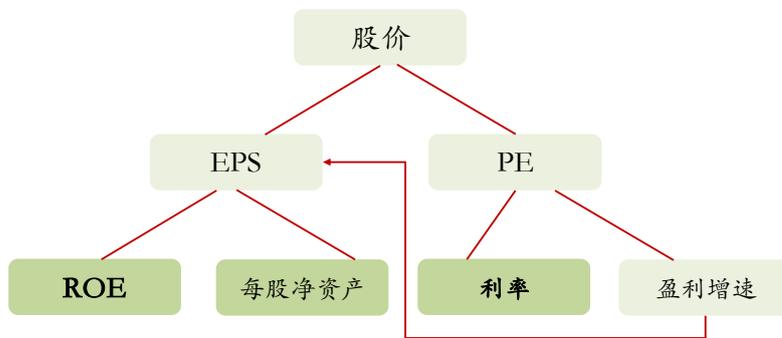
可以看到，发达国家股市表现强于 A 股，驱动力同时来自于基本面 EPS 和估值 PE 两个层面。但为何 A 股在基本面和估值两个层面表现都弱于发达国家，则需要进一步的分析，这需要对决定 EPS 和 PE 的因素进行拆分。

通过进一步的拆分，我们可以得到股价从趋势上看基本上由资本回报率 ROE、每股净资产以及利率三个因素决定。我们可以将 EPS 进一步分解为 ROE 和每股净资产的乘积，这完全是定义式，即 EPS 的增长或者来自于资本回报率 ROE 的提升，或者来自于每股代表资产规模的增加，即每股净资产的提升。同样，我们对 PE 也可以进一步拆分，根据 DDM 模

型，PE 由贴现率和未来盈利的增速决定<sup>1</sup>。贴现率一般与利率一致，这样，利率和未来盈利增速共同决定了估值水平。而未来盈利水平也就是说未来 EPS 增速，其实就是未来 ROE 和未来每股净资产的增速。这样，我们可以进一步将股价决定因素分解，总结为资本回报率 ROE、单位股票代表资产的每股净资产以及利率三个指标。

资本回报率，每股净资产与利率共同决定股价，相应的也有经济逻辑。也就是说，如果股市趋势性上涨，则要么需要资本回报率提升，这往往需要企业盈利能力提升，可以成为内涵式增长；要么需要单位股票对应资本数量扩张，这往往需要企业资本快速积累，即外延式增长，且不能导致单位资本盈利水平下降，否则 ROE 下降会和每股净资产提升互相对冲；最后，也可以通过利率水平的下降，即通过降低要求回报率来提升估值水平，在同等盈利水平下提升股价。

图 9：股价决定因素拆分示意图



数据来源：西南证券整理

## 2.2 股市决定因素在 A 股与发达国家股市之间的差别

我们上文将股价的决定因素拆分为资本回报率、每股净资产以及利率。我们分别比较这三个变量在国内外股市之间的差别，来寻找 A 股走势弱于国外的主要原因。

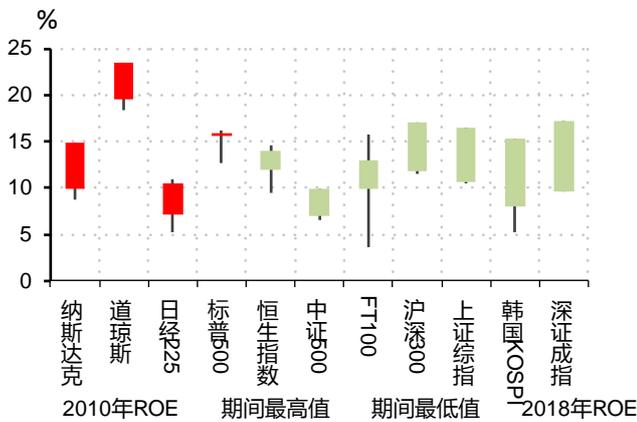
首先，对比国内外股市资本回报率 ROE，可以看到金融危机后 A 股下行幅度是最大的，这是 A 股 EPS 表现差于发达国家的主要原因。如果我们观察 2010 年以来全球主要股指对应 ROE 的变化，可以发现美国和日经 ROE 是上升的，表现最强。而 A 股和韩国股市 ROE 则是大幅下跌的。美股三大股指纳斯达克、道琼斯和标普 500 对应的 ROE 分别从 2010 年的 9.9%、19.6%和 15.6%提升至 14.9%、23.6%和 15.9%。日经指数对应 ROE 也从 2010 年的 7.1%提升至 10.5%。反映美日上市公司金融危机后资本回报率确实在提升，支撑 EPS 以及股价上涨。

而 A 股资本回报率却持续明显下滑。中证 500、沪深 300、上证综指、深证成指对应 ROE 分别从 2010 年的 9.9%、17.1%、16.6%和 17.3%下降至 2018 年的 7.0%、11.8%、10.7%和 9.6%。目前 A 股资本回报率 ROE 水平全面低于美股，只有沪深 300 的 ROE 略高

<sup>1</sup> DDM 股利贴现模型中，如果公司盈利保持增速  $g$  不变， $r$  为贴现率，那么公司价值  $V = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D(1+g)^t}{(1+r)^t}$ ，市盈率  $P/E = V/D = \frac{1}{(r-g)}$ 。

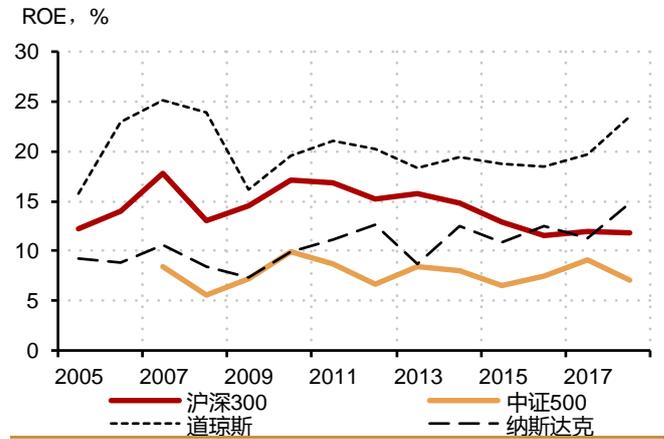
于日经指数，其它指数都低于日经。从趋势上看，A股与美股在资本回报率上呈现出完全相反的走势，这导致A股和美股EPS的差异，进而成为A股和美股走势不同的核心原因之一。

图 10：2010-2018 年主要股指 ROE 状况 K 线图



数据来源：Bloomberg，Wind，西南证券整理

图 11：A 股与美股 ROE 走势



数据来源：Bloomberg，Wind，西南证券整理

而从每股净资产来看，A股表现相对于美股等发达国家股市并不弱，因而并不是A股表现差的原因。观察另一个决定EPS变化的因素，A股每股净资产表现并不差。其中沪深300指数对应每股净资产2010年以来涨幅在主要股指里居首位，到2018年末累计上涨95.8%，上证综指同期累计上涨83.1%。而美国三大股指纳斯达克、道琼斯和标普500在2010年至2018年每股净资产累计涨幅分别为85.2%、49.5%和47.0%，相对较低。但A股内部在每股净资产这个方面分化也比较明显，中证500和深证成指表现较差，2010年至2018年累计增长30.6%和-2.3%。总的来说，每股净资产方面A股相对于美股表现并不差。在EPS层面A股表现较差主要内涵式增长ROE的下降，而外延式增长美股净资产下降。

而国内利率水平在金融危机后下行幅度也最小，因而在全球长期增速同时放缓的环境下，发达国家股市估值表现则强于A股。金融危机之后发达国家普遍采取超常规货币政策，这导致发达国家利率水平较国内出现更大幅度的下行。2010年末，美国、欧元区、英国、韩国等发达国家10年期国债利率普遍在3.5%左右，只有日本较低，在1.1%。而当时我国10年期国债利率在4.0%。到今年9月末，欧元区和日本已经陷入负利率，10年期国债利率累计下行390bps和133bps，而同期美国、英国和韩国10年期国债利率同样累计下行170bps、305bps和208bps至1.7%、0.5%和1.3%。而我国仅仅累计下行79bps至3.18%。下行幅度最小。这在各国长期经济增速普遍下行情况下，客观上对市场估值形成了抑制。

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\\_9519](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9519)

