

预测美股短期回报的可靠指标：情绪动量

摘要

- **零利率下限的货币政策应当迅速、猛烈反应，而不能等待观望。**纽约联储主席、联储二号人物威廉姆斯近期对 ZLB 附近的货币政策发表了他个人的看法。首先，利率在 ZLB 附近意味着央行“弹药”有限，当经济出现不好苗头时应当迅速降息来应对，以起到预防作用。其次，要长时间保持低利率环境，以维持宽松的金融环境。最后，需要给出“通胀超调”的承诺，暂时允许推高通胀至目标之上。威廉姆斯的鸽派讲话，使得市场预期 7 月降息 50bp 的概率提升至 60% 以上。之后纽约联储澄清威廉姆斯的讲话并不是针对短期的利率政策，市场预期 7 月降息两次的概率才大幅回撤至 20% 左右。
- **消费者信心指数同比与标普月回报率环比变动的乘积是预测标普 500 下个月回报的可靠指标。**旧金山联储报告将二者的乘积称为情绪动量指标，在信心指数一直下降且股市回报动量为负的时期，情绪动量指标预测未来一个月的股票回报为负。该时期也是情绪动量指标发挥效用的主要时期。当消费者信心和股价双双下滑时，谷歌关于“股票市场”的搜索量指数就会飙升。说明投资者对股票市场的关注增加，对股市前景不看好。由此产生的悲观情绪促使投资者抛售股票，从而导致下个月的股票回报率低于平均水平。
- **市场对英国政策利率的预期路径已明显下调，但未来英央行的货币政策操作依然取决于脱欧的情况。**英央行行长卡尼表示，全球贸易形式不明朗，使得市场对全球经济前景的担忧加剧，并大幅下调了发达经济体的政策利率预期路径。这使得长期国债利率下行，而利率下行为股市提供支撑。对英国来说，市场对脱欧的预期比英国央行更加悲观，从而导致市场对未来英央行政策利率预期更低。但如果脱欧顺利，则英央行将考虑渐进加息，这时则需要对英镑以及相关资产重新定价。
- **IMF 近期的报告指出，全球经常账户失衡收窄，但存量失衡持续增加，原因是债权国多半出现顺差，而债务国出现逆差。**近期对外失衡格局的风险总体可控，因为经常账户逆差和债务国头寸主要集中于发行储备货币的发达经济体。中期来看，若不实施减少失衡的纠正政策，贸易紧张局势可能变得根深蒂固。所有国家都应避免扭曲贸易的政策，因为它们往往会损害全球贸易、投资和增长。
- **中国人民银行近期公布了《中国区域金融运行报告（2019）》，该报告总结了 2018 年各区域总体经济和金融运行情况。其中有以下几点值得关注：**1) 居民杠杆率水平对消费增长的负面影响值得关注。计量分析结果表明，居民杠杆率每上升 1 个百分点，社会零售品消费总额增速会下降 0.3 个百分点左右。2) 东部地区人口净流入规模较大；中部地区由人口净流出转向人口净流入；西部地区人口净流入相对稳定；东北地区人口持续净流出。3) 银行信贷仍是民营企业融资的主要渠道。民营企业融资余额中有七成来自银行贷款，较上年提升 3 个百分点。
- **风险提示：**全球经济超预期回落。

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

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 经济依然弱平稳，改革开放再加速 (2019-07-21)
2. CPI 猪肉权重真被调低了么？ (2019-07-19)
3. 不应将“老路”与“新路”对立 (2019-07-18)
4. MMT 理论对中国货币政策问题“药不对症” (2019-07-16)
5. 突然的回升难持续，经济放缓压力依然存在 (2019-07-15)
6. 经济延续弱势，信用收缩风险依然需要重视 (2019-07-15)
7. 内外需均走弱，经济或继续放缓 (2019-07-13)
8. 短期社融增速或见顶，信用收缩风险依然需要重视 (2019-07-13)
9. 消费品通胀平稳，工业品进入通缩 (2019-07-10)
10. 长端利率下行为何步履蹒跚，还会继续下行吗？ (2019-07-08)

目 录

1 《“生活”在零利率下限附近》--纽约联储主席威廉姆斯	1
1.1 零利率下行附近的货币政策	1
1.2 ZLB 的“引力”	1
2 《利用情绪和动量来预测股票回报》--旧金山联储	2
2.1 找出相关性和因果关系	2
2.2 情绪和动量理论能被挽救吗？	4
2.3 什么时候情绪和动量才是有用的预测指标？	4
3 《沧海巨变》--英国央行行长卡尼	5
3.1 全球经济前景	5
3.2 全球发展、英国脱欧和英国货币政策	6
3.3 结论	7
4 《全球经济再平衡：已取得一定进展，但未来面临挑战》--IMF	8
4.1 对外失衡的风险	8
4.2 如何应对失衡	10
5 《中国区域金融运行报告（2019）》--中国人民银行	11
5.1 区域经济运行总体情况	11
5.2 民营企业融资情况调查	12
参考文献	14

图 目 录

图 1: 通胀预期减弱	2
图 2: 股票回报与情绪以及谷歌搜索指数之间的关系	3
图 3: 市场情绪本身并不能预测股市回报	3
图 4: 动量本身并不能预测股票回报	3
图 5: 情绪 x 动量可以预测股票回报	4
图 6: 现在投资者将贸易战视为最大的尾部风险	6
图 7: 全球经济政策不确定性创历史新高	6
图 8: 企业盈利增长预期大幅下降	6
图 9: 全球经常账户顺差和逆差略有收窄并集中在发达国家	9
图 10: 尽管经常账户失衡收窄存量失衡（对外债权人和债务人头寸净额总和）持续扩大	9
图 11: 近期的贸易行动和紧张局势与全球贸易和工业生产放缓相关	10
图 12: 2018 年各地区地区生产总值比重和增长率	11
图 13: 2018 年各地区基础设施、制造业、房地产开发投资加权平均增长率	11
图 14: 居民杠杆率水平对消费增长的影响	11
图 15: 2018 年各省资金净融入（出）和人口净迁入（出）情况	12
图 16: 2017-2018 年成立不同年限样本民营企业融资结构	13
图 17: 2017-2018 年不同行业样本民营企业融资结构	13

1 《“生活”在零利率下限附近》--纽约联储主席威廉姆斯

1.1 零利率下行附近的货币政策

这正是我们 20 年前研究的问题。在 2002 年 1 月 FOMC 的一篇论文以及随后的简报中，我和同事评估了 ZLB 对宏观经济的影响，并研究了缓解 ZLB 效应的其他货币政策策略。这项工作强调了基于模型模拟的许多结论。特别是，货币政策可以在以下几个方面减轻 ZLB 的影响。

首先不能够保留充足的弹药，要比不采取行动更快地增加货币刺激。当 ZLB 没有出现在视野中时，人们可以采取缓慢的行动，采取观望的态度，对潜在的不利经济发展获得更多的了解。但当利率在 ZLB 附近时就不是这样了。在这种情况下，需要做的恰恰相反，需要接种疫苗预防进一步的疾病。当只有这么多刺激措施时，在经济出现困境的第一个迹象时，迅速采取行动降低利率是值得的。

这就引出了第二个结论，那就是长时间保持低利率。对未来利率下降的预期降低了债券收益率，从而促进了总体上更有利的金融环境。这将使刺激措施加速，在中期支持经济增长，并允许通胀上升。

这些观点被描述为对泰勒货币政策标准规则的修改。对泰勒规则(Taylor rule)的前瞻性调整，说明了在经济低迷之前采取行动、提供及时刺激的想法。这种向后看的调整说明了长期保持低利率的想法。

最后，在面临 ZLB 时承诺暂时推高通胀的政策，可以帮助经济更快复苏，并在较长时期内更好地维持价格稳定。在模型模拟中，这些补充策略几乎可以减轻 ZLB 的所有不利影响。一个特别的好处是，这种策略可以非常有效地将通胀保持在接近平均目标的水平，从而将通胀预期固定在预期水平。

1.2 ZLB 的“引力”

为什么上述这些措施在接近 ZLB 时如此重要呢？长期的答案集中在通胀和通胀预期上。在过去的十年里，将通货膨胀率保持在 2% 的目标被证明是特别具有挑战性的。日本和欧元区在维持通胀目标方面也面临着类似的挑战。

难以将通胀维持在目标水平的一个原因是，由于受到 ZLB 政策约束，通胀率持续低迷，可能会压低通胀预期。如果通货膨胀率过低，低于 2% 的目标，人们可能会开始预期它会保持在这个水平，形成一个负反馈循环，从长远来看会进一步拉低通货膨胀率。

金融危机以来的 10 年证明，低 r-star 改变了经济环境。发达经济体前所未有的货币刺激支持了经济复苏和失业率的大幅下降，目前的失业率接近危机前的水平，甚至在许多情况下远低于危机前的水平。大胆的货币政策行动无疑在避免更大灾难和帮助经济复苏方面发挥了重要作用。

尽管采取了这些行动，并成功地将失业率降至较低水平，但通胀率一直低于央行的目标。大多数发达国家的通胀率一直低于目标，这一事实表明，这种挑战并非由某个国家特有的因

素造成的。相反，有更多系统性因素在起作用，其根本原因是中性利率较低和利率下限的结合。

投资者越来越多地将这些低通胀数据视为一种新常态，而不是一种反常现象。从本世纪头十年中期以来，基于市场的长期通胀预期指标普遍下滑，就可以证明这一点，英国是个例外。长期通胀预期下滑，如果持续下去，意味着未来央行将进一步偏离通胀目标，回旋余地更小，使得低 r 星和 ZLB 问题更加棘手。

图 1：通胀预期减弱

Table 1: Declining inflation expectations

Market-implied Longer-run Inflation Expectations			
	2005-2007	2019*	Difference
US	2.9	2.2	-0.7
Euro Area	2.3	1.4	-0.9
Japan	0.5	0.1	-0.4
UK	3.1	3.6	0.5

*2019 data are available through June 30, 2019.



数据来源：纽约联储，西南证券整理

近 20 年来，ZLB 一直是研究课题。但近期的历史和对更长期未来的展望，使其比以往任何时候都更有意义。低通胀预期、极低 r -star 和较慢的增长都表明，在一个充满挑战的世界里，政策制定者需要充分利用手中的工具，实现强劲经济和价格稳定的目标。这项研究的主要经验教训在今天和将来仍然适用。首先，当面临不利的经济条件时，要迅速采取行动。第二，长期保持低利率。第三，调整货币政策策略，在低 r -star 和 ZLB 的背景下取得成功。这些行动加在一起，应该能给经济打预防针，使其免受通胀过低这一更为潜伏的疾病的影响。

2 《利用情绪和动量来预测股票回报》--旧金山联储

本文总结了兰辛、勒罗伊(2018)最近的研究，研究情绪和股票回报动量指标是否有助于预测未来的股票回报。本文证实了这一发现，虽然情绪和动量单独对预测近期股票回报没有帮助，但两者的乘法组合是对标普下个月回报的一个强有力的预测。有趣的是，情绪动量变量与谷歌搜索股票市场的波动呈正相关，当股票价格和消费者情绪都在下降时，谷歌的搜索量往往会急剧上升。虽然情绪动量变量与谷歌搜索量指数都不能直接衡量投资者的信心，但两者似乎都能有效地反映投资者对股市的前景。

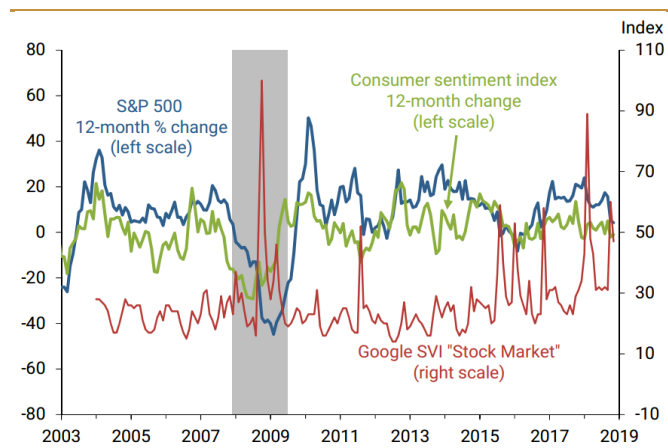
2.1 找出相关性和因果关系

密歇根大学消费者信心指数同比变动与标普 500 的同比变动之间存在强正相关。但由于相关性并不等同于因果关系，因此无法从这一证据得出情绪波动推动了股市回报的结论。反过来说，股市回报推动市场情绪波动也可能是正确的。

为了理清股票回报和市场情绪之间的因果关系，将一个变量当前月份的值与另一个变量下个月的值作图是很有用的。下图显示了给定月份消费者信心指数的同比变化与标普随后一个月的回报。拟合的回归曲线的斜率几乎是平的，表明消费者信心的变化并不有助于预测下个月的股票回报。

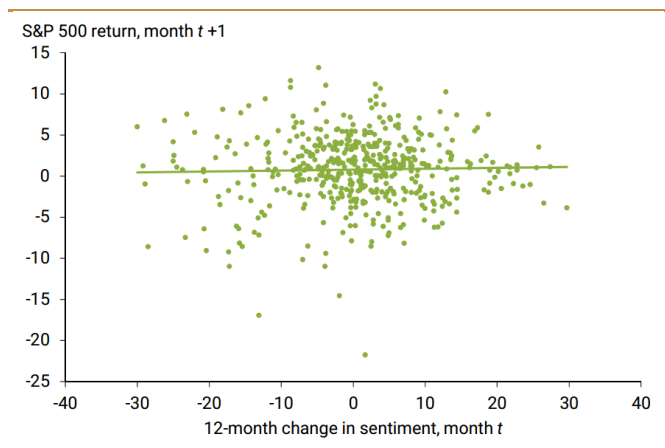
通过绘制标普一个月的回报率与随后一个月消费者信心的变化，来考虑反向因果关系。在这种情况下，拟合关系是正的，在统计上显著，这表明因果关系是从股票回报到消费者信心，而不是相反。

图 2：股票回报与情绪以及谷歌搜索指数之间的关系



数据来源：旧金山联储，西南证券整理

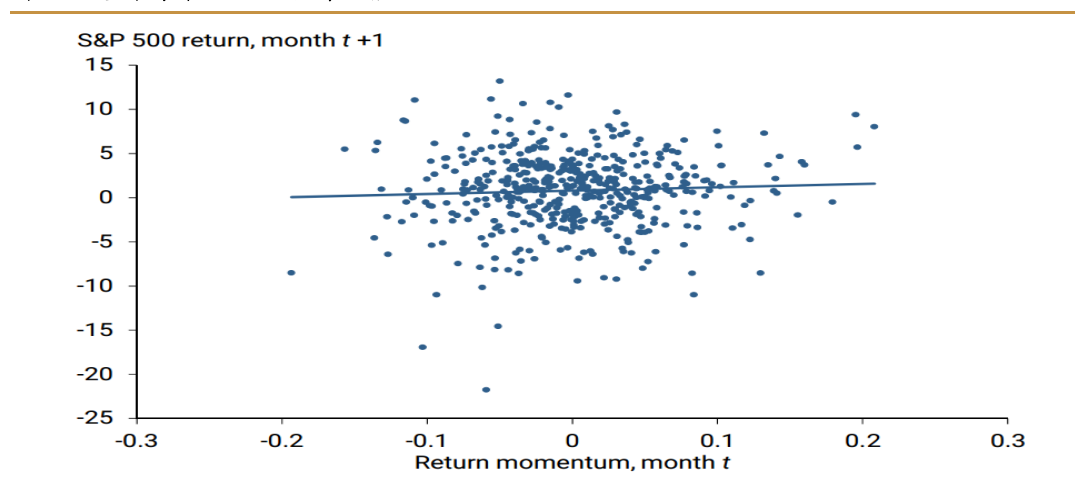
图 3：市场情绪本身并不能预测股市回报



数据来源：旧金山联储，西南证券整理

也可以研究股票回报动量是否有助于预测下个月的股票回报。动量用标普月回报率的环比变化来衡量的。如下图所示，回归曲线几乎是平的，这表明近期的收益势头并不能帮助预测下个月的股票收益。

图 4：动量本身并不能预测股票回报



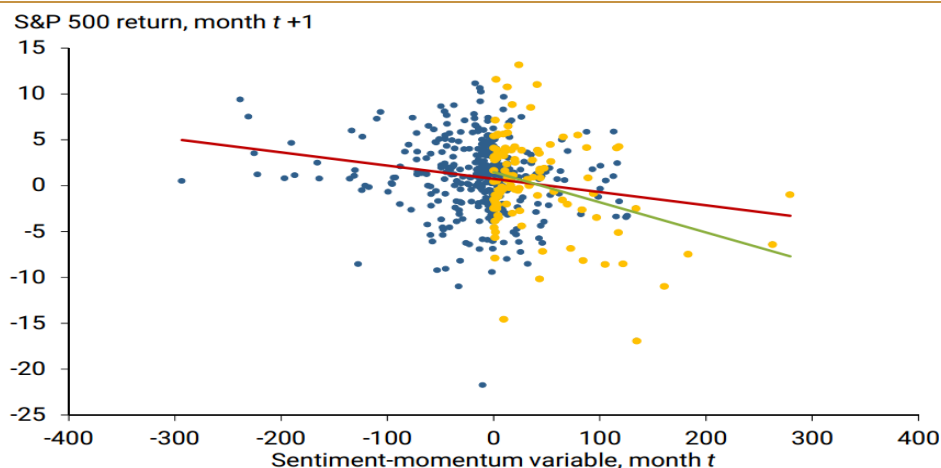
数据来源：旧金山联储，西南证券整理

2.2 情绪和动量理论能被挽救吗？

Gu、Kelly 和 Xiu(2018)在最近的一项关于股票回报可预测性的综合研究中发现，考虑候选预测变量之间可能存在复杂的非线性相互作用，往往可以提高预测性能。受到这一发现的启发，Lansing 等人(2018)构建了一个预测变量，该变量将消费者信心的同比变化乘以近期股票回报动量指标。他们发现，情绪动量变量是预测未来 1 个月股市回报的可靠指标。具体而言，动量变量的估计回归系数在不同的样本周期内保持稳定且具有统计学意义。此外，在样本外预测测试中，包括情绪动量变量始终有助于预测股票回报。

按照 Lansing 等人(2018)的方法，下图绘制了对给定月份的情绪动量变量与随后一个月标普回报之间的关系。使用全样本数据拟合关系(红线)为负，具有统计学意义，表明情绪与动量的乘法组合确实有助于预测下个月的股票收益。

图 5：情绪 x 动量可以预测股票回报



数据来源：旧金山联储，西南证券整理

2.3 什么时候情绪和动量才是有用的预测指标？

为了确定是哪种特定的相互作用驱动了这些发现，图 5 显示了另一种拟合关系(绿色回归线)，该关系只使用了过去 12 个月情绪指数下降且回报动量为负时期的数据(用黄色圆点表示)。与全样本结果相比，替代拟合关系负相关更强，也具有更高的统计学意义。情绪动量指标的预测能力主要来自于情绪一直在下降且回报动量为负的时期，二者加在一起预测未来一个月的股票回报为负。

哪种投资者行为能够解释情绪动量变量在这一特定的数据分类中具有更强的预测能力？Lansing 等人(2018)在探究这个问题时表明，情绪动量变量与谷歌搜索量的月度变化呈正相关。情绪动量变量可能有助于预测股票回报，因为它捕捉到了投资者对近期股价走势的注意力转移。这些变动反过来又可能影响投资者随后的股票买卖决定，从而给股价带来上行或下行压力。

投资者什么时候更关注股市？图 2 还描述了从 2004 年 1 月开始提供的每月“股票市场”谷歌搜索量指数(SVI)。当股价和消费者信心双双下滑时，SVI 指数就会飙升。这种模式在 2008 年 10 月全球金融危机最严重时期尤为明显，当时 SVI 达到了历史最高水平。另一个例

子是 2018 年 10 月，标普 500 下跌约 7%，消费者信心指数同比变化为负，股市谷歌指数升至历史第三高水平。的确，“股票市场”的 SVI 与“股票市场崩盘”的 SVI 之间的相关系数为 0.83。鉴于此，情绪动量变量似乎有助于预测低于平均水平的股票回报率，因为它是一种投资者悲观情绪的指标。

大量的经济学和金融文献探讨了股票价格的变动是否可以用可观察的数据来预测。情绪和股票动量的衡量指标通常被作为可能的预测指标。Lansing(2018)发现，虽然消费者情绪和收益动量单独对预测股票收益没有帮助，但情绪和动量的乘法组合可以帮助预测下个月的标普股票收益。情绪动量变量的预测能力主要来自于过去一年情绪指数一直在下降，而最近的回报动量为负的时期。这段时期投资者对股票市场的关注增加。由此产生的悲观情绪似乎促使许多投资者抛售股票，给股价带来进一步的下行压力，从而导致下个月的股票回报率低于平均水平。

3 《沧海巨变》--英国央行行长卡尼

近期市场对全球经济前景的担忧与日俱增，金融市场正上演着一场沧海巨变。我将先评估一下近来的全球变化，再就这些全球变化对英国经济前景的意义进行讨论。

近几个月来，发达经济体的政策利率预期路径已大幅下调，其中最明显的是美国。美国对未来三年再加息两次的预期，已转变为明年年底前的四次降息。在欧元区，市场已开始对进一步降息和资产购买做出反应。长期国债收益率也随之大幅下跌，较低的贴现率也为股价提供了有力支撑，尽管美国经济前景不尚强劲，不确定性增大，但美国股市仍接近历史高点。

3.1 全球经济前景

这些市场动态反映出人们对贸易紧张局势加剧和政策不确定性影响的担忧，市场正在经历一场巨变。5 月 5 日，货币政策委员会的报告墨迹未干，特朗普便宣布对从中国进口的商品进一步提高关税，而中国对此进行了反制举措。当月晚些时候，美国还威胁要对墨西哥征收新关税，尽管美国最近刚对修订后的《北美自由贸易协定》表示同意。美国还威胁要提高从欧洲进口汽车的关税。这些最新行动表明贸易紧张局势可能比此前预期的更为普遍、持续和具有破坏性。

这一点值得深思，因为惊天巨变的确正在我们身边上演着。当前紧张局势持续的时间越长，保护主义成为常态的风险就越大。关税易升难降，回想半个世纪前，美国由于对欧洲鸡

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_11233

