

“牛市”与宏观基本面

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email: yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519020001

1. 《思想的格局：刘鹤 30 年经济思想脉络梳理与思考》——2018/01/30
2. 《中美贸易战：从宏观到行业的影响分析》——2018/03/27
3. 《本轮欧美经济同步复苏的逻辑：警惕再度出现的分化》——2018/05/28
4. 《3200 条“推特”分析：读懂特朗普的政治手腕》——2018/06/04
5. 《中国财政政策手册：详解中央与地方的收支博弈》——2018/07/05
6. 《房产税究竟合适推出？》——2018/07/27
7. 《特朗普加征 2000 亿产品关税对美国通胀的影响》——2018/08/02
8. 《从省级到市级的地方政府隐性债务测算》——2018/08/29
10. 《2019 年中国减税规模测算与分析》——2018/11/07
11. 《40 年的改革开放，40 年的思潮激扬——效率与公平的再出发》——2018/12/13
12. 《农村“三块地”改革释放的消费潜力》——2019/01/07
13. 《从“黄马甲”运动看法国、意大利的经济困境》——2019/01/31

核心观点：

在每一轮“牛市”之中，宏观似乎最不应该发声。理由其实很直观，中国目前经历的几轮牛市，仅有 2007 年有更多基本面的影子。其余时间宏观只能去事后找补各种原因，或是股市是经济的晴雨表，或是宏观预期向好，或是经济尾部刺激。总而言之，没有合理的提前量和协同匹配。但反观之，没有经济基本面稳定的配合，是不是也可以印证我们只有“疯牛”，没有“长期慢牛”这个现实。“存在即合理”，但“反常也必有妖”。市场上行，一定有其合理的原因，只是我们“身在此山中”，还没有完全理解。而在没有经济基本面及货币宽松等实质性利好的情况下，如此快速的上涨，也必有奇异的因素在左右。等我们完全理解后，可能已是“轻舟已过万重山”。电视剧中的惯常台词是“我猜中了开头，却没有猜到结局”，而我们现在应该做的则是，我没有猜到开头，却期望为市场增添一个理解结尾的逻辑。

目录

一、宏观预期差与金融供给侧改革助推春季躁动.....	3
二、2019 年可能出现的超预期变化.....	5
三、下一阶段宽幅波动将是最佳选择.....	8

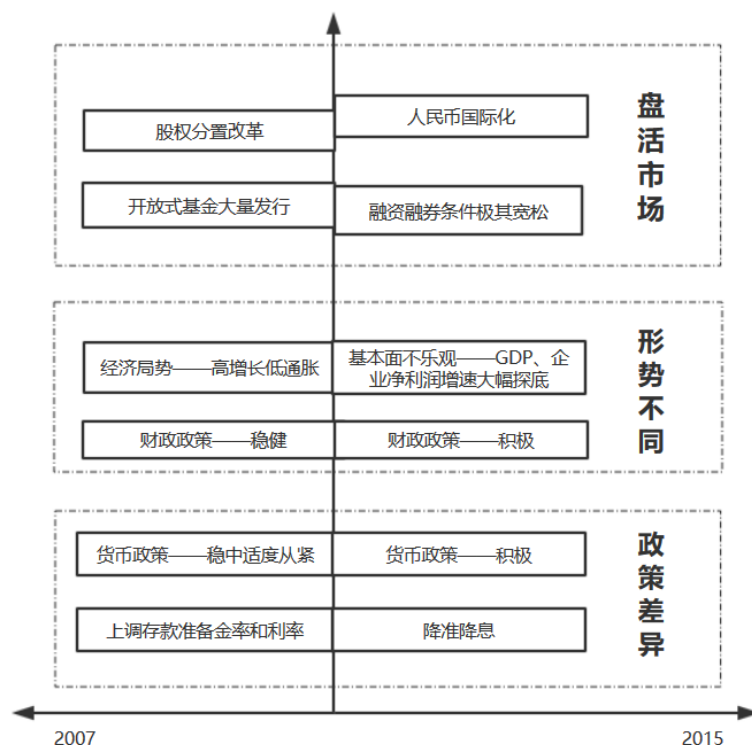
图表目录

图 1: 07 年与 15 年两次牛市宏观背景异同.....	1
表 1: 07 年与 15 年两轮牛市的宏观经济指标对比.....	2
图 2: 经济预期差与历年上证综指表现	4
图 3: 经济预期差与历年一季度上证综指表现.....	4
图 4: 经济预期差与历年二季度上证综指表现.....	4
图 5: 经济预期差与历年三季度上证综指表现.....	4
图 6: 美国企业及消费贷款增速再次转升.....	6
图 7: 欧元区制造业 PMI 短期有反转的可能.....	6
图 8: 土地购置费与国有土地使用权出让收益.....	7
图 9: 待开发土地面积 2018 年罕见增长	7
表 2: 2019 年宏观经济指标年度预期	8

在每一轮“牛市”之中，宏观似乎最不应该发声。理由其实很直观，中国目前经历的几轮牛市，仅有 2007 年有更多基本面的影子。其余时间宏观只能去事后找补各种原因，或是股市是经济的晴雨表，或是宏观预期向好，或是经济尾部刺激。总而言之，没有合理的提前量和协同匹配。但反之，没有经济基本面稳定的配合，是不是也可以印证我们只有“疯牛”，没有“长期慢牛”这个现实。“存在即合理”，但“反常也必有妖”。市场上行，一定有其合理的原因，只是我们“身在此山中”，还没有完全理解。而在没有经济基本面及货币宽松等实质性利好的情况下，如此快速的上涨，也必有奇异的因素在左右。等我们完全理解后，可能已是“轻舟已过万重山”。电视剧中的惯常台词是“我猜中了开头，却没有猜到结局”，而我们现在应该做的则是，我没有猜到开头，却期望为市场增添一个理解结尾的逻辑。

“以史为鉴”，我们先来看看 07 年与 15 年两轮牛市当中，宏观对“牛市”有多少理解。

图 1：07 年与 15 年两次牛市宏观背景异同



2007 年牛市有坚实的宏观基础。2005 年 4 月 29 日，经国务院批准，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，启动了股权分置改革的试点工作。股权分置改革问题起源于 1998 年下半年，背景是亚洲金融危机导致企业大量亏损，经营困难。为了通过国有股变现解决国企改革和发展资金需求，尝试开始触动股权分置问题。

回过头来看股权分置改革，不管对后续经济改革起到了多么大的作用。至少在当时带来的预期应是三分之二的非流通法人股，将导致市场上股票供应剧增。当然还有股权与管理权纠纷以及大股东补偿等问题。然而，种种问题之下，股权分置改革成为了 07 年牛市的起点。

如果说股改是引发 2006 年中国证券市场出现大幅上涨的外在动因的话，由宏观经济持续高速增长带来的上市公司业绩大幅提高，则为新一轮牛市打下了坚实的基础。2006 年，中国宏观经济保持了“高增长，低通胀”的良好运行态势。名义 GDP 由 2005 年的 15.7%上行至 2006 年的 17.2%，2007 年达到 2000 年以后的最高点 23.1%。CPI 则由 2004 年的 3.9%，下行至 2006 年的 1.5%，并在 2007 年迅速上涨至 4.8%。与此同时，2006 年 12 月中美战略经济对话奠定了人民币升值的基调，对照欧美日韩等发达国家，本币升值通常会带来一轮大幅度的资源型牛市开启。

经济基本面由复苏过渡至过热时，货币政策已悄然收紧。M2 增速由 2005 年的 18%，降至 2007 年的 16.7%。而 M1 增速则从 2005 年的 11.8%升至 2007 年的 21%。M2 的下滑反应了货币政策从紧的态度，而 M1 的快速上行则表明企业资金及居民储蓄快速参与市场的热情。

稳健的货币政策内涵开始发生变化。央行开始紧缩银根，多次上调存款准备金率和利率。2007 年 6 月 13 日，国务院召开常务会议，表态货币政策开始“稳中适度从紧”。

2015 年牛市主要由资金推动。2014 年至 2015 年，上证指数从 1849 点涨到 5178 点，涨幅达到 180%。此波“牛市”主要为资金推动。2014 年开始，央行大幅降息，陆续将 1 年期存款利率从 3.5%降至 1.5%，同时连续三次降准，将存款准备金率从 21.5%下调至 18%，释放了大量货币。M2 同比增速由 2014 年的 11%上行至 2015 年的 13.3%，M1 增速则由 2014 年的 3%增长至 2015 年的 15.2%。融资融券条件极其宽松，为市场创造了近 2 万亿的两融余额。金融创新也打通了资金空转创造的渠道。而从基本面来看并不乐观，名义 GDP 从 2014 年的 8.2%下降至 2015 年的 7%，规上企业利润增速由 2014 年的 3%探底至 2015 年的-1.8%。企业杠杆高企，资本市场再次成为股权融资降杠杆的焦点。

表 1：07 年与 15 年两轮牛市的宏观经济指标对比

%	2005-2007	2014-2015
实际GDP	11.4-14.2	7.3-6.9
名义GDP	15.7-23.1	8.2-7
M1	11.8-21	3-15.2
M2	18-16.7	11-13.3
CPI	1.8-4.8	2-1.4
PPI	4.9-3.1	(-1.9)-(-5.2)
净出口	28.4-26	6-(-2.9)
货币政策	紧缩银根	降息、降准

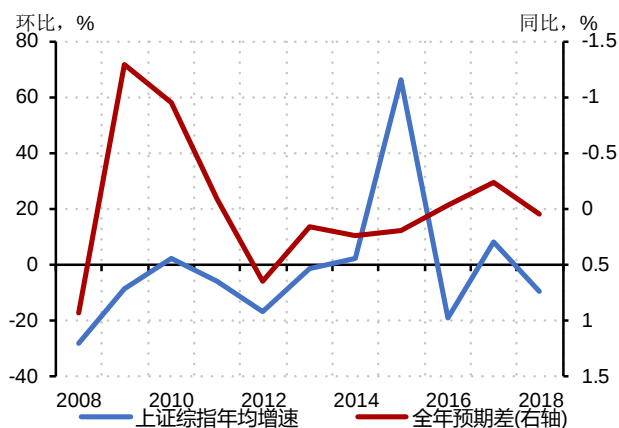
一、宏观预期差与金融供给侧改革助推春季躁动

从宏观的角度观察，推动市场持续上行的动力主要取决于四个方面：经济企稳回升带动企业盈利水平提高，货币政策宽松为市场持续注入流动性、对未来的预期变化以及难以言明的政策引导。但就 2019 年开年这波市场快速反弹来看，经济基本面并没有显露转暖迹象。3 月 5 日，政府工作报告将经济增长目标定在 6%-6.5%，表明经济小幅下滑已是政府与市场的共识。货币政策宽松仍停留在观察阶段。1 月社融数据的超预期增速，增强了市场对货币政策将继续宽松的信心。不过，1 月的数据明显是央行与商业银行阶段性共同努力的结果，不能代表全年的货币政策走向。1 月信贷数据公布后，国常会与央行迅速对信贷数据进行了解读，再次否定货币政策将走向“大水漫灌”的可能。政府工作报告中同样强调 2019 年货币供给增速要与名义 GDP 增速相匹配，可见货币供给增速持平于 2018 年应是政府目前的预期。央行金稳局局长在接受《金融时报》采访时强调，要警惕市场形成流动性幻觉及单边预期。“流动性幻觉”的表述曾在 2015 年被国外投行用于对美联储加息政策的预判中。当时，美联储持续为加息吹风，却迟迟未见行动。因此，市场普遍认为美联储年内启动首次加息的可能性不大，流动性盛宴仍会持续。有鉴于此，“流动性幻觉”一词开始出现在研报中，以警示美联储货币政策收紧的风险。央行金稳局此时提及警惕“流动性幻觉”，似乎也在警示市场的过热行为。另外，3 月 5 日，央行党委书记、银保监会主席郭树清回答提问时特别指出，“结构性去杠杆达到预期目标只是说明达到了当年的目标”。按照常规理解，政府报告中提到“结构性去杠杆达到预期目标”时，通常解读为不会再从紧。但郭树清的表态似乎表明去杠杆仍将继续。综上，我们认为，所谓货币宽松仍会停留在“预期管理”阶段，目前实质性的宽松力度依然不足。

金融供给侧改革凸显直接融资市场地位，为市场注入了一剂强行针。1 月社融激增改变经济预期，为市场信心筑底。由此，我们先讨论经济预期偏差因素，再通过政策预判得出未来市场合意的趋势。没有基本面的支撑，亦没有流动性的持续注入条件。开年以来的反弹可能部分源于预期偏差。每年年底市场在年度报告中都会给出对第二年年度经济增长的判断，这种判断往往体现出一致性。而第二年一季度经济走势通常会出现对此前预期的修正，进而短暂改变市场的预期。这种预期偏差，可能是主导市场变动的主

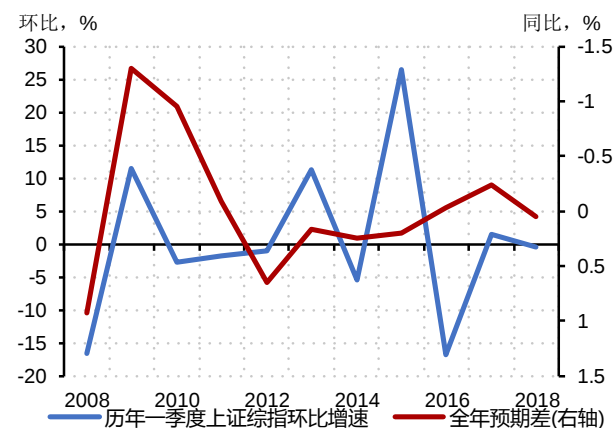
要力量。我们总结了2008年-2018年的所有券商发布的年度报告中对第二年GDP的预期值。以当年所有年度报告的GDP预期平均值为当年经济预期数据，以GDP预期与第二年实际GDP的差值作为预期差值，正值意味着高估，负值则认为是低估。考察其与年度上证综指均值增速的相关性，结果发现，剔除2015年数据后，相关系数为-0.65（不剔除的相关系数为-0.49）。同样的方法，测算预期偏差与各个季度股市环比变动的关系。结果发现，一季度剔除2015年数据后，预期差与四个季度相关系数分别为-0.5、-0.64、-0.74与-0.68（不剔除的相关系数分别为-0.28、-0.37、-0.64与-0.47）（下图中，为便于观察，经济预期差刻度为逆序排列）。

图 2：经济预期差与历年上证综指表现



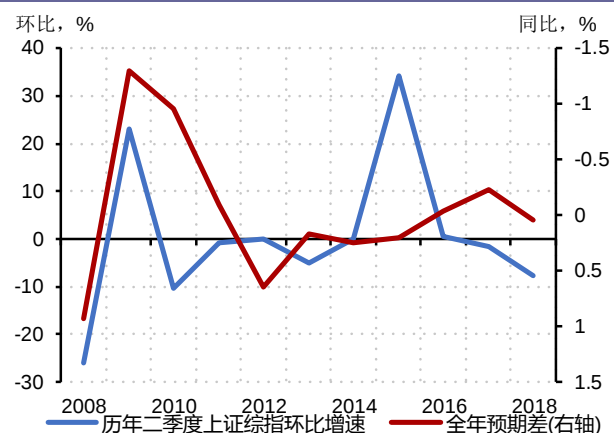
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 3：经济预期差与历年一季度上证综指表现



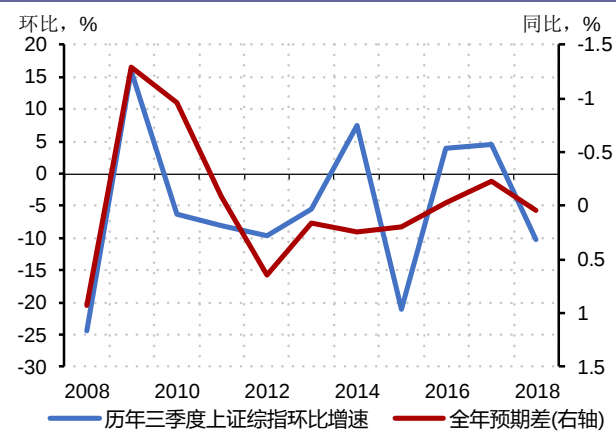
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 4：经济预期差与历年二季度上证综指表现



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 5：经济预期差与历年三季度上证综指表现



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

通过预期差与股市变动的协同性比较分析，基本面的预期偏差确实对市场有反向拉

动作用。但每个季度的效应不同。从数据来看，预期偏差对市场的影响在三季度达到最大。这个结果从逻辑上也比较好理解，一季度受春节效应影响，且大多数经济数据是1、2月份合并发布，干扰了通过一季度数据对全年经济数据的判断。具体到今年一季度，2018年年底，各券商年度报告中给出的经济增长预期相对较低，平均GDP预期增速低于6.3%。且考虑到2018年上半年宏观经济数据基数较高，给出了2019年全年先低后高的走势判断。但2019年开年至今，政策出现了超预期的集中出台，发出了较为明显的托底的信号，市场对上半年经济仍低迷的预期开始发生变化。这种预期的较大反差，就最近的年份看，类似与2017年年初。2016年年底，各家券商在经历了2016年的经济增速高估后，对2017年经济增速的预期均值给出了更为保守的6.5%的估计。而2017年开年在固定资产投资及出口超预期增长的带动下，一季度GDP增速收于6.8%，这种预期偏差也带动上证综指出现了环比5%的反弹。回到2019年，我们对于全年的节奏的判断，目前仍维持一季度托底，二季度回暖，三季度持续，四季度下滑的判断。

二、2019年可能出现的超预期变化

基建增速节奏明显，二、三季度超预期向好可期。囿于基建资金来源中地方隐性债务扩张受限，对于基建全年的增速我们仍持保守估计。但节奏上仍维持基建将集中于前三季度的判断，高峰可能出现在今年二、三季度。判断逻辑在于资金的配置节奏。首先，2018年年底，伴随基建补短板意见稿的出台，中央加大了基建项目的配套资金供给。其次，地方显性债务融资今年也首次突破预算要求，1、2月融资量达到8068.4亿。资金供给的提前释放有助于基建提前回暖。第三，今年专项债要求在9月之前完成发行。目前根据我们的测算，按照今年基建增长5%估计，需要资金18.4万亿左右。在收紧地方隐性

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_13763

