

# 青山遮不住 毕竟东流去<sup>1</sup>

高善文<sup>2</sup>

2020年9月14日

## 内容提要

本文讨论了三个方面的内容。

在长期资本市场部分，我们观察到，2016年至今，以沪深300指数为代表的权益市场开启了一轮持续时间较长、幅度较大的上涨。这轮上涨背后的宏观原因可能在于，尽管过去5年中国经济总体上继续减速，但龙头公司的盈利能力出现显著提升，这一提升过程与供应的出清似乎密切相关。新冠疫情或许在进一步加速供应的出清，从而有助于强化这一趋势。

在人民币汇率部分，我们认为，过去5年人民币汇率所经历的贬值过程应该已经或正在结束，人民币可能将转入持续时间较长的升值进程，这反映了中国出口竞争力的持续提升和美元汇率趋势性贬值的综合影响。

在宏观经济和短期资本市场部分，我们强调，今年权益市场的大幅上涨与流动性的异常宽松联系紧密，当前市场的估值处于偏贵状态。货币政策立场如何调整，流动性局面是否出现转折，将对短期市场运行产生重大影响。

<sup>1</sup> 本文根据作者在2020年9月1日于上海举办的安信证券2020年秋季投资策略会演讲发言整理而成。题目出自南宋词人辛弃疾《菩萨蛮·书江西造口壁》，意指事物发展的趋势浩浩荡荡，任何势力都无法改变。

<sup>2</sup> 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

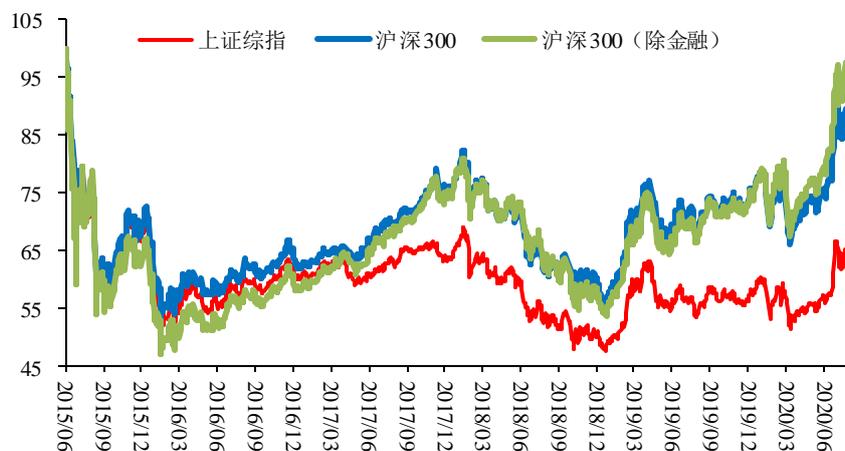
风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

## 一、长视角下的资本市场

将 2015 年 6 月 12 日上证综指、沪深 300 指数和沪深 300（除金融）指数的点位标准化为 100，如图 1 所示，不难发现上证综指和沪深 300 指数表现出巨大的分化。当前上证综指距离上一轮高点仍有 35% 左右的空间，而沪深 300 和剔除金融的沪深 300 指数比上一轮高点仅低约 10% 和 5%。

沪深 300 和上证综指表现的巨大分化或许与指数编制的方式有关，比如前者用流通股本加权，后者用总股本加权；前者是成分指数，后者是综合指数；前者覆盖沪深两个市场，后者仅包括上海市场。由于这些原因，一般认为沪深 300 对市场的代表性更强。

图 1：上证综指、沪深 300 和沪深 300（除金融）指数，点

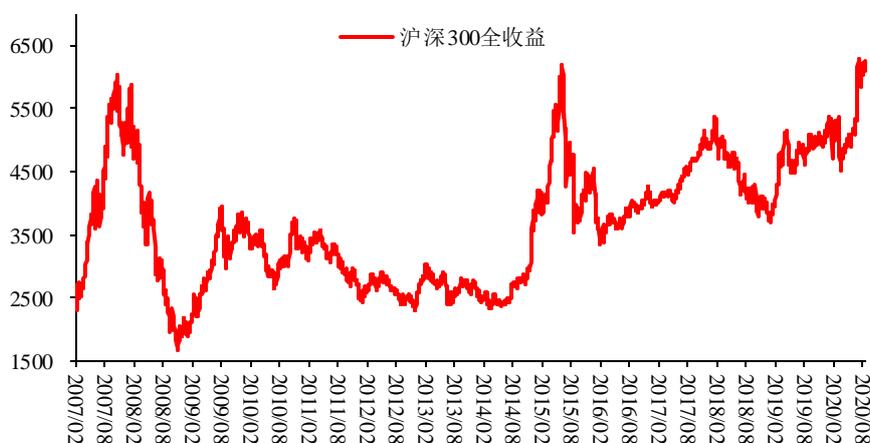


数据来源：Wind，安信证券

注：将 2015 年 6 月 12 日上证综指、沪深 300 指数和沪深 300（除金融）指数的最高点标准化为 100。

进一步观察沪深 300 全收益指数，如图 2 所示，权益市场从 2016 年初以来上涨的趋势得到更大程度的强化。今年 8 月，沪深 300 全收益指数已经超过了 2007 年和 2015 年的峰值，创出历史新高。

图2：沪深 300 全收益指数，点



数据来源：Wind，安信证券

对此我们想从宏观层面提出一些解释。

将沪深 300 指数分解为两个板块：实体经济板块和金融板块。

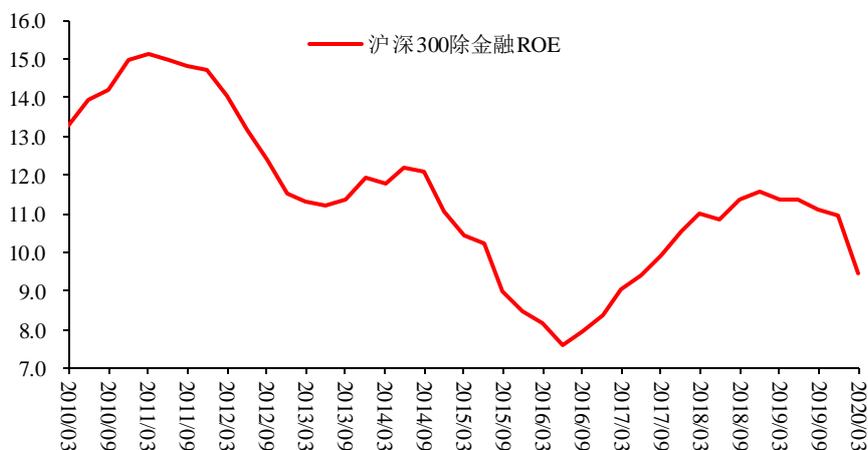
首先观察沪深 300 指数实体经济板块上市公司的 ROE。如图 3 所示，在 2011-2015 年，随着经济增速持续下行，上市公司盈利不断走弱。尽管期间经济增速和企业盈利都经历过一定反弹，但合并来看，上市公司盈利下滑的幅度无疑是巨大的。

从 2016 年开始，尽管经济在继续减速，但上市公司实体经济板块的盈利能力出现异常显著的改善。更确切地说，在过去四五年时间里，在经济增速改善时，上市公司盈利大幅回升；在经济增速降低时，上市公司盈利下滑相对较小，这与 2011-2015 年期间的情况形成鲜明对比。

今年上市公司 ROE 的下降，与新冠疫情造成的重大冲击有关，这一下降应该是临时性的。随着疫情得到控制，预计上市公司的盈利将会出现明显修复。

简而言之，2016 年以来，实体经济端企业盈利能力的持续改善，从盈利和估值两个层面推动了权益市场的回升。

图3: 沪深300(除金融)ROE, %



数据来源: Wind, 安信证券

再来观察金融板块的情况,如图4所示,过去十年,银行板块ROE始终处在持续下降的趋势之中,2019年相比2011年ROE下降幅度达50%。

银行ROE的下降也许有很多原因,从行业层面来讲,利率自由化导致的息差收窄、监管要求推动的银行去杠杆,以及经济减速带来坏账的上升,可能都是导致银行ROE持续下降的重要原因,其中部分结构性原因在长期内也许是不可逆的。银行盈利能力长期下降导致了银行股价的相对低迷。

图4: 银行ROE, %



数据来源: Wind, 安信证券

为什么过去 5 年在经济增速总体下行的背景下，企业的盈利能力出现明显回升？我们认为最重要的原因是在 2015-2016 年期间，实体经济领域走过了一个转折点。

这个转折点的含义是 2016 年以后，在广泛的竞争性领域，产能过剩的问题开始得到彻底的缓解。这一缓解部分与 2016 年的供给侧改革有关系，比如供给侧改革对钢铁、煤炭等少数领域的产能出清影响巨大。但在更广泛的领域，市场力量所推动的优胜劣汰也许发挥了更为根本性的作用。

在 2011-2015 年经济减速过程中，众多的竞争性领域，总体上产能过剩越来越严重。在产能过剩不断恶化的背景下，行业内部企业不断进行优胜劣汰、并购整合。2016 年左右，在众多领域经历并购整合后，行业的竞争格局开始稳定下来，行业中龙头企业的地位变得非常稳固和难以挑战，在边缘上新进入者越来越少。由于行业竞争格局相对稳定和需求增长缓慢，行业内的企业总体上投资意愿也偏低。

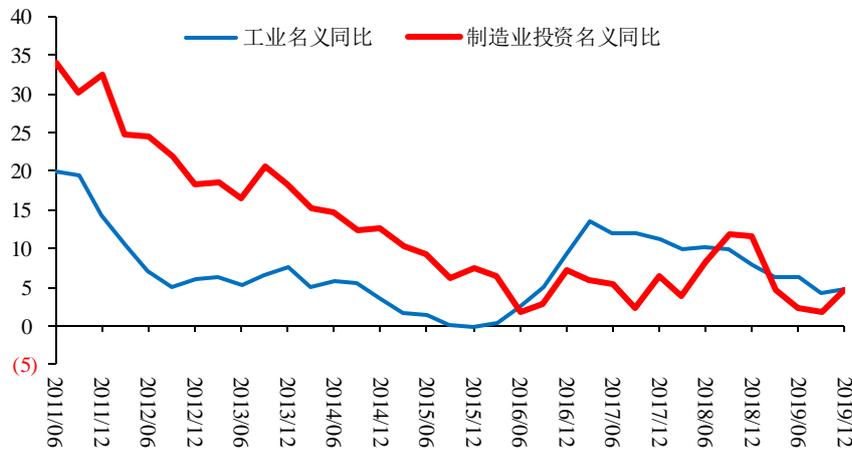
因为这样根本性的转折，从供需角度来看，2016 年以后众多行业供应的增长持续弱于需求。在这样的背景下，尽管整个经济的增速偏低，但企业盈利能力开始出现持续回升。

换句话说，2016 年之前企业盈利能力的改善很大程度上是由需求驱动的。2016 年以后随着众多行业并购整合的结束，竞争格局趋于稳定，企业盈利的改善更多由供应的改善驱动。

一个关联的证据见下图 5。2016 年之前制造业投资名义增速持续高于企业收入的名义增速；2016 年以后整个制造业名义投资增速在 4% 左右，在很低的水平上稳定下来。但与此同时，工业名义增速比这一水平更高，这推动了供求格局的

改善。

图5：制造业投资和工业名义同比，%



数据来源：Wind，安信证券

由于数据获取方面的困难，这里的数据集中在工业部门，但我们相信在实体经济广泛领域，行业内部的整合，新增供应的减少是普遍存在的。

我们认为新冠疫情对经济和企业盈利能力的长期影响，与上文讨论的逻辑存在一定联系。在疫苗大规模制备、经济恢复正常以后，我们可能会发现，相比疫情前，众多领域都存在部分企业由于现金流断裂而退出市场的情况，这会造成有效资本存量的下降。

这相当于一次供给出清，无疑有助于改善幸存企业的盈利能力，从而在客观上进一步加强了2016年来开启的盈利回升的趋势。

## 二、长视角下的人民币汇率

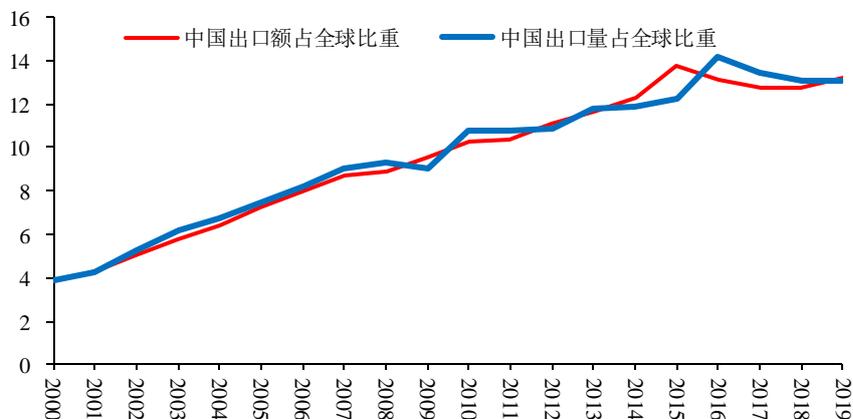
从众多指标来看，2015年“8-11汇改”到现在五年时间里，人民币汇率总体经历了幅度明显的贬值。

我们倾向于认为过去5年人民币汇率所经历的贬值过程已经结束，人民币已

经或者很快将要转入持续时间较长的升值进程。我们讨论几个方面的证据。

首先观察中国出口在全球市场的份额，如图 6 所示，在 2015 年之前长达 15 年甚至更长的时间里，中国在国际市场的出口份额总体上不断扩大，反映出中国国际竞争力的持续提升。但在 2015 年这一比例达到历史最高点后，2016-2018 年中国出口份额不断下滑，中国出口的国际竞争力出现下降。

图 6: 中国出口的国际份额，%



数据来源：WTO，荷兰经济政策研究局，安信证券

注：出口量以 2000 年为基期，根据中国和全球的出口数量指数推算得到。

其原因可能与 2015 年前后人民币汇率的明显高估存在紧密关联。

一个重要的背景是，在 2014-2015 年，由于美国经济的率先复苏和美国货币政策正常化取向，美元汇率在一年时间里经历了大幅升值。由于当时人民币汇

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\\_2555](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2555)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn