

砾中拾金：从宏观基本面寻找 A 股长期投资机会

——基本面看股市系列（二）

摘要

- **A 股虽然总体回报低，但分化很大，砾中拾金，并不缺乏长期投资优质标的。**虽然 A 股长期回报率较低，金融危机以来 5% 左右的年化回报率显著低于主要发达国家股市。但这并不意味着 A 股没有能够产生高收益的板块。过去十年，金融地产和消费板块能够提供相当可观的收益率，银行、食品饮料、家电、餐饮旅游等行业在 2010 年以来年化回报率均在 12% 以上，基本上是 5-6 年收益翻倍的速度，这相对于美股并不差。其中银行不仅收益率高，而且波动率很低，年度最大回撤只有 7.4%。而波动较大的科技股则平均收益处于第二梯队，2010 年以来年化收益在 7% 左右，基本上处于 10 年收益翻一倍的状态。周期行业收益相对较弱，体现为不仅平均收益低而且波动大的特征。
- **资本回报率绝对水平的差异是 A 股中行业长期走势分化的最主要原因。**我们依然沿用之前的分析方法，将股价决定因素分解为 EPS 和 PE，进而拆分为资本回报率、每股净资产和利率。在整个宏观经济资本回报率下降环境下，A 股大多数板块资本回报率都是下降的，这个相互之间差别不大，差别比较大的是每股净资产的增速。而每股净资产增速与资本回报率 ROE 绝对水平正相关，显示盈利水平决定的资产内生增长是股价差异的主要原因。从行业对比看，金融、消费行业具有较高的资本回报率，因而每股净资产处于领先地位。而科技、周期资本回报率水平较低，因而每股净资产增速处于低位。相应的长期收益金融消费表现较好，而科技、周期表现较弱，其中周期不仅收益弱，而且波动大。
- **从宏观角度看，在宏观杠杆率提升过程中金融行业资本回报率将持续保持较高水平。**以银行为代表的金融业利润基本由资产和净息差两者决定。金融行业稳定的竞争格局决定净息差基本稳定。而金融资产则是实体经济负债，在杠杆率上升过程中，金融资产以快于 GDP 的速度上升。因而金融行业利润也能够保持快于 GDP 的增速，相应的金融行业资本回报率也能够保持快于 GDP 的增速，相应的金融行业资本回报率下降的过程中保持相对优势地位。未来如果宏观杠杆率继续提升，金融行业资本回报率将继续保持相对较高水平。
- **宏观经济结构差异决定了消费和周期的资本回报率差异，低投资高产出决定消费资本回报率高，而高投资低产出则决定周期资本回报率低。**2018 年消费行业投资占总投资比例仅为 17.1%，却贡献了 36.8% 的产出。低投资高产出意味着在整体宏观资本产出比上升的环境下，消费行业资本产出比保持稳定，即单位资本回报率能够保持稳定，这也是为何消费行业资本回报率能够保持高水平的的原因。而周期行业投资占总投资比例高达 53.3%，但产出占比仅有 38.8%。相应的，高投资低产出导致周期行业资本回报率中枢水平持续下降，再加上本身波动较大，周期行业长期表现则最弱。
- **宏观角度看科技公司资本回报率并不差，但 A 股科技公司平均资本回报率不高的原因是高盈利的龙头公司大多在海外上市。**科技行业以占总体 4.5% 的投资贡献了总经济 8.1% 的产出，科技公司同样是低投资高产出板块，在宏观上资本回报率并不低，与消费相当。但实际 A 股科技公司平均 ROE 却较消费低出一个档次。这主要是因为高盈利的龙头科技公司多在海外上市，BAT 合计市值相当于 A 股科技公司的 3/4 左右。如果将海外龙头公司与 A 股科技公司按市值加权之后，2018 年总体科技股平均资本回报率在 13.7%，这与同期消费 14.1% 的水平相当，高于金融地产和周期。因而整体科技股资本回报率并不低，只是高资本回报率的龙头科技股大多在海外上市。
- **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. 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）（2019-10-20）
2. 地产销售有韧性，经济保持弱平稳（2019-10-20）
3. 新分歧：经济企稳还是继续放缓（2019-10-18）
4. 负利率时代资产配置选择——欧日经验（2019-10-16）
5. 信贷社融连续超预期后重新审视基建融资状况（2019-10-16）
6. 3% 的通胀与 6% 的 GDP，央行会更关注哪个？（2019-10-15）
7. 全球经济放缓外需走弱，经济平稳更需内需改善（2019-10-14）
8. 如何理解联储再度扩表（2019-10-14）
9. 联储扩表但并非 QE，国内经济短期平稳（2019-10-13）
10. 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）

目 录

1 近年 A 股各行业与板块表现差异	1
2 A 股行业分化产生原因	5
2.1 股市决定因素拆分	5
2.2 股市决定因素在 A 股不同行业之间的差别	6
2.3 小结	10
3 各行业资本回报率走势差异的宏观原因	10
3.1 实体经济宏观杠杆率的提升是金融业盈利保持高位的主要原因	10
3.2 各行业宏观资本产出比变化反应了资本市场不同板块资本回报率差异	11
3.3 龙头科技股大多在海外上市导致 A 股科技股资本回报率偏低	12
4 结论	13
5 附录	15

图 目 录

图 1: 股价决定因素拆分示意图	5
图 2: 主要板块过去 10 年 EPS 走势	6
图 3: 中信一级行业 2010 年以来 EPS 年均同比增速	6
图 4: 主要板块过去 10 年 ROE 走势	7
图 5: 中信一级行业 2010 年以来 ROE 变化	7
图 6: 各行业每股净资产增速与 ROE 绝对水平高度正相关	8
图 7: 中信一级行业 2010 年以来每股净资产变化	8
图 8: 过去几年 A 股各行业盈利增速与估值变化负相关	9
图 9: 主要板块过去 10 年 PE (TTM) 走势	9
图 10: 估值隐含未来盈利增速与近年实际盈利增速	9
图 11: 金融业占 GDP 比例伴随宏观杠杆率上升而提升	11
图 12: 银行净息差基本保持平稳	11
图 13: 各板块投资和产出占总体比例 (2018)	12
图 14: 不同板块资本产出比 (单位资本产出的倒数)	12
图 15: 海外上市龙头科技股体量与国内科技股总体量相当	13
图 16: 国内科技股资本回报率明显低于 BAT	13

表 目 录

表 1: A 股主要指数近年表现	1
表 2: 中信一级行业近年表现	3
表 3: 中信一级行业风险收益状况 (2010 年末至 2019Q3 末)	4
表 4: 国民经济行业对应消费、周期、科技、金融地产分类情况	15

本文我们沿用上一篇基本面看股市的分析框架，来对 A 股行业表现进行分析。首先对 A 股近年行业和板块走势差异进行描述，在此基础上，通过对不同行业和板块资本回报率 ROE、每股净资产以及估值变化分析来对不同行业走势差异进行解释，然后寻求行业资本回报率差异的宏观面原因，并基于此，对未来资本回报率走势判断提供借鉴。此外，我们还会穿插一些 A 股和中概股的比较，通过具有同样宏观背景的企业，在不同市场表现的相同与不同，来分析决定市场变化的原因。

1 近年 A 股各行业与板块表现差异

我们首先对不同行业 and 不同风格股票近年来的表现进行描述性分析。考虑到创业板为 2010 年设立，因而我们以 2010 年末为节点，分别描述 2010 年末至今、2013 年末至今以及 2015 年末至今不同行业和风格股票表现。考虑到中信一级行业分行业 PE、EPS、ROE、每股净资产等指标序列足够长，因而我们选取中信一级行业作为分类标准。

近十年 A 股年化回报率在 5% 左右，其中股息率贡献 1.7% 左右，指数上涨贡献 3% 左右。选取时间段不同，会看到不同的 A 股回报率。2010 年末以来，Wind 全 A 年化回报率为 4.6%，显示近十年以来 A 股回报率在 5% 左右，这与同期 AAA 级企业债收益率接近，回报并不算高。而不同时段表现差异明显，2013 年末到 2019 年 3 季度末，Wind 全 A 年化回报率提升至 9.9%，其中主要是指数上涨贡献，年均涨幅达 8.2%。而 2015 年末以来收益则总体为负，年化收益在 -5.3%，其中指数年均下跌 7% 左右，主要是 2016 年初熔断影响比较大。总体说来，近十年 A 股年化回报在 5% 左右，其中指数上涨贡献六成以上，分红贡献接近四成。

而从市场风格来看，大股票表现持续优于中小股票，这种情况在近年尤其明显。虽然 2010 年以来收益最高的是创业板，年化收益 7.0%，但从 2013 年末以来，创业板表现就开始相对变弱，2015 年末以来甚至在主要指数中表现最差，年化收益 -12.6%。从风险收益权衡的角度来看，创业板的夏普比率并不高。相比之下，沪深 300 则具有稳定的高收益。2010 年末以来，沪深 300 年化收益为 4.8%，其中股息率贡献 2.4 个百分点，甚至高于指数增长。2013 年末以来，随着期间市场走强，沪深 300 获得年化 11.5% 的回报率。2015 年末以来，虽然市场显著调整，但依赖较高的股息率和指数稳健的表现，沪深 300 获得年化 3.0% 的收益率，其中股息率贡献 2.4 个百分点。近几年市场风格显示，与大家普遍感受一致，龙头白马持续稳定的在跑赢整个市场。

表 1：A 股主要指数近年表现

2010年末至2019Q3 (%)				2013年末至2019Q3 (%)				2015年末至2019Q3 (%)			
年均收益	指数增长	股息率贡		年均收益	指数增长	股息率贡		年均收益	指数增长	股息率贡	
贡献	贡献	献		贡献	贡献	献		贡献	贡献	献	
创业板综	7.0	6.4	0.6	沪深300	11.5	9.0	2.3	沪深300	3.0	0.6	2.4
沪深300	4.8	2.3	2.4	万得全A	9.9	9.9	0.0	上证综指	-3.1	-5.1	2.2
万得全A	4.6	4.6	0.0	万得全A(非金				万得全A	-5.3	-5.3	0.0
万得全A(非金				融石油石化)	9.5	9.5	0.0	深证成指	-6.4	-7.5	1.3
融石油石化)	3.5	3.5	0.0	创业板综	8.4	7.9	0.5	万得全A(非金			
上证综指	2.6	0.4	2.2	上证综指	7.8	5.7	2.1	融石油石化)	-7.1	-7.1	0.0
中证500	1.0	0.0	1.0	中证500	5.5	4.5	1.0	中小板指	-7.6	-8.6	1.1
中小板指	-0.5	-1.5	1.0	中小板指	4.3	3.3	0.9	中证500	-9.9	-10.9	1.1
深证成指	-1.9	-3.1	1.3	深证成指	3.9	2.7	1.2	创业板综	-12.6	-13.1	0.5

数据来源：Wind，西南证券整理。需要说明的是，万得全 A 和万得全 A（非金融石油石化）指数是含股息的，因而指数增长即全收益。而上证综指、深证成指、中小板指、创业板指、沪深 300、中证 500 等均不含股息，计算全收益是需要在指数涨幅中加入股息。

分行业来看，A 股中不乏能够持续提供高回报的行业，其中尤以金融和消费板块突出。A 股行业表现分化明显。金融和消费是能够持续提供高收益的板块。其中银行、家电和食品饮料在不同时期都处于收益的前四位。

作为二级市场并不十分关注的银行，却以稳定的收益表现和较低的波动表现体现出高性价比。2010 年末至 2019 Q3，银行股年化回报高达 15.2%，这意味着持有银行股基本上可以实现 4-5 年翻一番的目标，这个收益不可谓不高，即使与美股相比也并不逊色。同时，银行股收益稳定，2013 年末至 2019Q3，银行股年化收益有所提升至 19.5%，而 2015 年末至 2019Q3，即使收益有所下降，年化也有 10.2%。收益稳定背后是银行股的高股息率和股价本身的稳定，2010 年以来，银行股平均股息稳定在 4.0% 左右，对银行股提供了稳定的支撑。非银相对于银行表现略弱，但也有不俗的表现，2010 年末以来年化收益 8.5%，即使市场调整阶段，2015 年末以来年化收益也有 4.6%。银行股不仅平均收益高，而且表现稳定。2010 年末以来，银行股年度最大回撤为 -7.4%，远低于中信一级行业平均的 -31.2%，甚至远低于年度回撤第二小食品饮料行业的 18.6%。高收益、低风险是的银行股在风险收益比方面表现突出，2010 年末至 2019Q3 末银行股年度数据的夏普比例为 0.5，季度数据的夏普比率为 0.32，均位于中信一级行业首位。

近年市场高度关注的消费股收益行业前列，波动仅略大于银行，因而收益风险比也仅略低于银行。家电、食品饮料、餐饮旅游等消费股在近十年持续提供这相当可观的收益。虽然 2010-2013 年消费股表现疲弱，但从 2013 年以来消费股持续提供较高收益。2010 年末至 2019 年末，家电、食品饮料、餐饮旅游年化收益率分别为 15.8%、15.2 和 12.6%，基本上都是 5 年左右翻番的速度。医药也可以提供 7.7% 的年化收益。2013 年末以来，消费股明显爆发，特别在 2015 年末以来，在弱势市场环境下消费股持续的高收益更加突显。2013 年末到 2019Q3，食品饮料、家电、餐饮旅游年化收益高达 25.5%、20.8% 和 19.5%，即使市场弱势的 2015 年末至 2019Q3，食品饮料依然可以提供年化 25.6% 的收益，家电收益有所下降，年化为 11.9%，而餐饮旅游年化收益则降至 -4.6%。消费股收益与银行股相当，但波动略大，所以收益风险比略低于银行。2010 年末以来食品饮料、家电、餐饮旅游等年度和季度最大回撤处于 20%-30% 左右，而夏普比率则仅次于银行股。总体来说，消费股依然是高收益低波动的资产，收益风险比仅略低于银行。

除金融和消费之外，房地产在过去十年时间内收益也表现亮眼，但受政策定位影响，近年收益明显下降。2010 年末以来，房地产年均综合收益率为 8.4%，其中指数年均上涨 6.8%，股息率 1.6%，年均收益在中信一级行业中能够排到第 6。房地产行业波动较低，年度最大回撤 25%，季度最大回撤 30.8%，均低于中信一级行业平均水平，房地产行业夏普比率也处于相对领先地位，仅次于金融与消费。但近年由于房地产行业定位变化，在房住不炒的背景下，房地产管控持续加强，市场对房地产的看法也在持续发生变化。这导致 2015 年末至今房地产年均收益下降至 -7.8%，这低于同期 Wind 全 A 年均收益 -5.3% 的水平，在整个中信一级行业中的排名下降至 13 位。

表 2：中信一级行业近年表现

2010年末至2019Q3 (%)				2013年末至2019Q3 (%)				2015年末至2019Q3 (%)			
行业	年均收益	指数增长贡献	股息率贡献	行业	年均收益	指数增长贡献	股息率贡献	行业	年均收益	指数增长贡献	股息率贡献
家电	15.8	13.6	1.9	食品饮料	25.5	23.5	1.7	食品饮料	25.6	23.5	1.7
银行	15.2	10.6	4.1	家电	20.8	18.3	2.1	家电	11.9	9.6	2.1
食品饮料	14.0	12.1	1.7	餐饮旅游	19.5	18.7	0.6	银行	10.2	6.0	4.0
餐饮旅游	12.6	11.8	0.7	银行	19.5	14.8	4.0	非银行金融	4.6	2.8	1.7
非银行金融	8.5	6.9	1.5	非银行金融	15.1	13.5	1.4	煤炭	2.1	-1.2	3.4
房地产	8.4	6.8	1.6	房地产	13.6	11.6	1.8	石油石化	-1.4	-3.8	2.6
计算机	8.1	7.4	0.6	通信	13.5	13.0	0.4	建材	-1.6	-3.0	1.6
医药	7.7	6.8	0.8	农林牧渔	12.9	11.9	0.9	电子元器件	-2.4	-3.1	0.7
电子元器件	7.3	6.6	0.7	计算机	12.7	12.2	0.4	医药	-3.1	-3.9	0.8
通信	6.8	6.3	0.5	电子元器件	12.3	11.6	0.6	农林牧渔	-3.7	-4.7	1.1
农林牧渔	5.4	4.5	0.8	建材	11.7	10.3	1.3	餐饮旅游	-4.6	-5.3	0.7
轻工制造	4.5	3.5	1.0	医药	10.2	9.4	0.7	钢铁	-5.4	-7.3	2.2
汽车	4.1	2.2	1.9	建筑	9.0	7.5	1.4	房地产	-7.8	-9.8	2.3
电力及公用事业	3.8	1.8	1.9	汽车	8.5	6.3	2.1	汽车	-8.3	-10.3	2.3
综合	3.2	2.5	0.7	交通运输	8.3	6.7	1.5	通信	-9.0	-9.4	0.4
建筑	3.2	1.8	1.4	轻工制造	8.2	7.3	0.9	建筑	-9.3	-10.6	1.5
建材	2.9	1.7	1.2	基础化工	7.9	6.9	0.9	有色金属	-9.3	-9.9	0.6
交通运输	2.4	0.5	1.8	纺织服装	7.4	5.6	1.7	交通运输	-9.5	-10.9	1.6
基础化工	1.9	1.0	0.9	电力设备	6.9	6.1	0.8	电力及公用事业	-10.3	-12.1	2.0
石油石化	1.5	-1.2	2.8	机械	6.6	5.8	0.8	基础化工	-11.4	-12.3	1.1
纺织服装	1.5	-0.2	1.7	煤炭	5.7	2.7	3.0	电力设备	-12.2	-13.0	0.9
传媒	1.5	0.8	0.7	电力及公用事业	5.0	3.1	1.9	轻工制造	-12.6	-13.5	1.1
国防军工	1.0	0.6	0.4	钢铁	4.7	3.1	1.7	机械	-13.2	-13.9	0.8
机械	-0.2	-1.1	0.9	综合	4.6	3.9	0.7	国防军工	-13.4	-13.7	0.3
电力设备	-0.6	-1.5	0.9	国防军工	4.5	4.2	0.3	商贸零售	-13.8	-14.8	1.2
商贸零售	-1.3	-2.4	1.1	石油石化	4.3	1.8	2.5	计算机	-14.5	-14.9	0.5
钢铁	-2.6	-4.1	1.7	商贸零售	3.1	2.1	1.1	纺织服装	-15.6	-17.3	2.1
煤炭	-4.9	-7.6	3.0	有色金属	3.1	2.5	0.6	综合	-17.7	-18.3	0.7
有色金属	-6.3	-7.0	0.7	传媒	-6.1	-6.7	0.7	传媒	-25.2	-25.8	0.8

数据来源：Wind，西南证券整理

在收益风险方面，科技股是仅次于金融消费的第二梯队，体现为高收益和高风险并存。以通信、电子和计算机为代表的科技股近十年以来收益水平仅次于金融消费，处于第二梯队。2010 年末至 2019Q3 末，计算机、电子和通信行业年均收益率分别为 8.1%、7.3%和 6.8%，基本上处于 10 年收益翻倍的水平，收益低于金融消费，但高于其它行业。科技股收益基本上都来自于股价上涨，股息率普遍不超过 1%。综合收益相对处于较高水平的同时，科技股风险也比较大。2010 年末以来，计算机、电子和通信年度最大回撤分别为 36.5%、40.6%和 33.1%，均高于中信一级行业总体平均水平。由于高收益高风险，因而科技股夏普比率并不突出，计算机、电子和通信行业年度数据的夏普比率在 0.07、0.06 和 0.08，在各行业中基本上处于中游位置。

而在经济转型过程中，周期股则成为表现最差的板块，收益低且风险高，虽然在近年供给侧改革驱动下表现有所改善，但依然弱于消费金融板块。在经济转型过程中，周期股收益水平明显跑输大市。2010 年末至 2019 年 Q3 末，钢铁、煤炭和有色技术是综合收益最低的行业，年均收益分别为-2.6%、-4.9%和-6.3%，低于同期 Wind 全 A 平均 4.6%的收益水平。而 2010 年末以来，有色股累计亏损高达 43.5%。在产能过程压力下，工业品价格长期下跌抑制了盈利，对周期股形成盈利和估值双杀。即使煤炭等周期股由年均 3%的股息率，但由于股价跌幅过大，总体收益依然为负。而供给侧改革以来，周期股表现有所改善。2015 年末以来煤炭行业年化综合收益 2.1%、在整体市场弱势环境下表现相对亮眼，而钢铁年化收益为-5.4%，与 Wind 全 A 同期收益相当。此外，建材、石油石化等周期板块在供给侧改革以来也都有不俗的表现，背后是供给侧改革持续推动工业品价格上升，但关键在于这种价格上升能否持续。

表 3：中信一级行业风险收益状况（2010 年末至 2019Q3 末）

	年度平均 收益 (%)	年度最大 跌幅 (%)	年度最大 涨幅 (%)	年度数据 夏普比率	季度最大 跌幅 (%)	季度最大 涨幅 (%)	季度数据 夏普比率
银行	15.19	-7.4	78.8	0.50	-15.3	61.7	0.32
家电	15.77	-30.3	51.8	0.39	-38.9	39.9	0.31
食品饮料	13.97	-18.6	68.6	0.33	-29.0	42.9	0.31
餐饮旅游	12.59	-27.4	123.6	0.21	-23.4	55.5	0.25
房地产	8.38	-25.0	80.1	0.18	-30.8	46.1	0.19
医药	7.66	-29.3	65.6	0.14	-26.9	38.6	0.19
汽车	4.15	-31.5	55.4	0.11	-29.1	36.9	0.14
电力及公用事业	3.76	-26.2	65.9	0.10	-34.0	32.7	0.13
非银行金融	8.47	-29.1	131.2	0.09	-38.2	117.1	0.17
通信	6.83	-33.1	116.1	0.09	-29.4	58.3	0.17
建筑	3.19	-29.1	102.1	0.08	-30.6	67.7	0.12
轻工制造	4.50	-32.3	98.0	0.07	-31.4	48.9	0.14
计算机	8.06	-36.5	126.4	0.07	-36.4	96.1	0.18
电子元器件	7.32	-40.6	81.6	0.06	-32.9	45.4	0.18
综合	3.21	-41.8	75.2	0.05	-39.0	63.0	0.13
石油石化	1.55	-21.5	27.7	0.05	-37.4	24.7	0.09
农林牧渔	5.39	-32.0	83.4	0.03	-31.0	49.1	0.15
交通运输	2.36	-28.5	74.1	0.02	-33.8	39.4	0.11
纺织服装	1.51	-30.4	96.1	0.01	-31.5	48.3	0.10
传媒	1.50	-37.9	103.6	0.01	-34.8	76.3	0.11
基础化工	1.87	-33.7	81.1	0.00	-32.4	46.1	0.10
建材	2.94	-30.9	45.0	0.00	-31.1	37.6	0.12
国防军工	0.99	-34.9	59.2	-0.04	-36.0	41.6	0.10
机械	-0.23	-34.2	66.1	-0.07	-34.6	41.0	0.07
电力设备	-0.60	-42.9	72.2	-0.07	-34.1	48.0	0.07
商贸零售	-1.35	-33.2	49.1	-0.08	-32.0	45.2	0.05
钢铁	-2.59	-26.9	70.3	-0.10	-45.6	33.9	0.04
有色金属	-6.30	-41.2	47.1	-0.26	-40.6	36.8	-0.02
煤炭	-4.88	-37.8	35.2	-0.28	-40.0	28.4	-0.01
最大值	15.77	-42.9	131.2	0.50	-45.6	117.1	0.32
最小值	-6.30	-7.4	27.7	-0.28	-15.3	24.7	-0.02
平均值	4.32	-31.2	76.9	0.06	-33.1	49.9	0.14

数据来源：Wind，西南证券整理。

总体来看，近十年 A 股表现分化明显。从风格上来看，蓝筹白马股呈现出越来越明显的比较优势，收益稳定，风险低，由于性价比高而越来越受到市场青睐。而从行业来看，金融消费处于高收益低风险的第一梯队，特别是银行，收益稳定波动最小，而消费虽然波动略大，但收益同样处于最高水平，房地产此前也属于高收益低风险资产，但近年受政策变化而表现变差。科技股是第二梯队，长期平均收益相对较高，但风险也不低，科技股收益仅次于金融消费，但波动也处于较高水平，这形成的结果是短期科技股可能创造很高的收益，但长期持有性价比相对适中。而周期股则在近十年中表现最差，背后是产能过剩和经济转型背景下周期行业面临盈利和预期双杀，但在供给侧改革之后，周期行业表现改善，但能否持续关键在于供给侧改革是否会持续推高工业品价格。如果不会，那么这种改善就是周期性的而非持续性的。

2 A 股行业分化产生原因

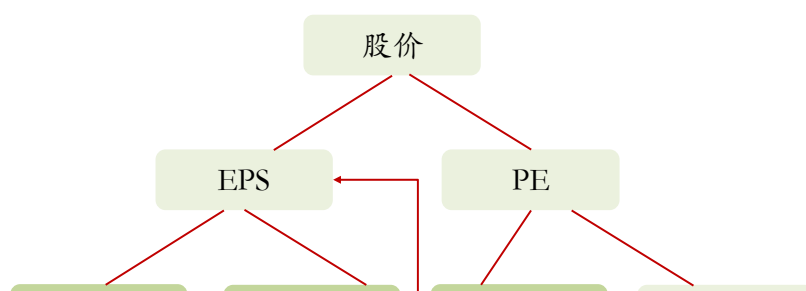
2.1 股市决定因素拆分

我们采用与本系列报告上一篇《金融危机以来国内外股市走势差异的宏观解释》相同的分析框架来拆分股市决定因素，进而对 A 股长期表现的行业分化进行解释。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。在此基础上，我们进一步拆分得到股价的三个基础决定变量资本回报率 ROE、每股净资产以及利率。

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¹。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 1：股价决定因素拆分示意图



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_9482

