

第二篇 基本分析篇

第 4 章 证券投资的宏观经济分析

第一节 宏观经济分析概述

(一) 判断宏观经济形势的基本变量

1.判断经济增长与经济周期的主要指标：

(1) 国内生产总值与经济增长率；

- 国内生产总值是指一个国家(或地区)所有常住单位在一定时期内生产活动的最终成果。

$$GDP=C+I+G+(X-M)$$

式中，C为消费；I为投资；G为政府支出；X为出口；M为进口；X-M为净出口。

- 与国内生产总值相类似的一个概念是国民生产总值(GNP)，以“国民原则”为核算标准，包含本国居民在国外取得的收入，但不包含外国居民在本国取得的收入。
- 国内生产总值的增长速度一般用来衡量经济增长率，它是反映一定时期经济发展水平变化程度的动态指标，也是反映一个国家经济是否具有活力的基本指标。

(2) 失业率

- 失业率是指劳动力人口中失业人数所占的百分比。劳动力人口是指年龄在16岁以上且具有劳动能力的人的全体。
- 目前，我国统计部门公布的失业率为城镇登记失业率，即城镇登记失业人数占城镇从业人数与城镇登记失业人数之和的百分比。

(3) 通货膨胀

- 通货膨胀是指一般物价水平持续、普遍、明显的上涨。
- 对通货膨胀的衡量可以通过对一般物价水平上涨幅度的衡量来进行。
指标:零售物价指数、批发物价指数、国民生产总值物价平减指数。
- 通货膨胀对经济的影响:通过收入和财产的再分配以及通过改变产品产量与类型影响经济。
- 对于通货膨胀的形成原因，需求拉动的通货膨胀、成本推动的通货膨胀、结构性通货膨胀。

专栏4—1 PMI指数及其应用

PMI (purchasing managers index) 的全称为采购经理人指数，以50为经济的荣枯分水线。当PMI大于50时，说明经济在发展；当PMI小于50时，说明经济在衰退。

PMI是五项指标的一个综合性加权指数，即新订单指标、生产指标、供应商交货指标、库存指标以及就业指标，每项指标均反映了商业活动的现实情况，综合指数则反映制造业或服务行业的整体增长或衰退。

2.判断金融市场形势的主要指标：

（1）货币供应量；

- 货币供应量是单位和居民个人在银行的各项存款及手持现金之和，其变化反映着中央银行货币政策的变化，对企业生产经营、金融市场尤其是证券市场的运行和居民个人的投资行为有着重大的影响。
- 根据我国实际情况，中国人民银行将我国货币供应量指标分为以下四个层次：
 - 1) M0，流通中的现金。
 - 2) M1，M0+企业活期存款+机关、团体、部队存款+农村存款+个人持有的信用卡类存款。
 - 3) M2，M1+城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款+外币存款+信托类存款。
 - 4) M3，M2+金融债券+商业票据+大额可转让存单等。

(2) 利率

- 利率又称利息率，表示一定时期内利息量与本金的比率，通常用百分比表示，按年计算则称为年利率
- 其计算公式是：

$$\text{利率} = \frac{\text{利息量}}{\text{本金}}$$

- 利率直接反映信用关系中债务人使用资金的代价，也是债权人出让资金使用权的报酬。

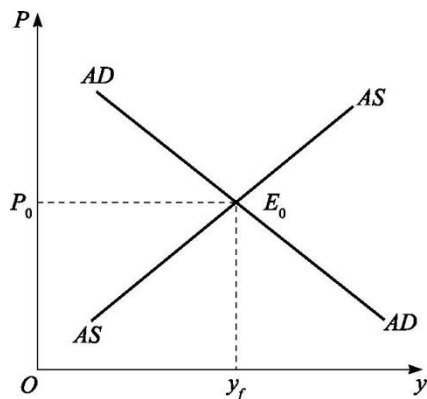
(3) 汇率

- 汇率是外汇市场上一国货币与外国货币相互交换的比率。它是由一国货币所代表的实际社会购买力平价和自由市场对外汇的供求关系决定的。
- 汇率变动是国际市场商品和货币供求关系的综合反映。一国的汇率会因该国的国际收支状况、通货膨胀率、利率、经济增长率等的变化而波动；同样，汇率波动又会影响一国的进出口额和资本流动，并会影响一国的经济发展

(二) 分析宏观经济形势的基本方法：AD-AS分析

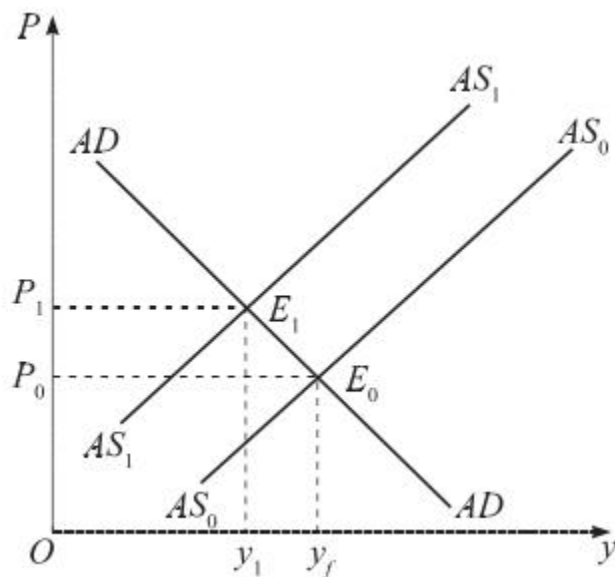
1. 宏观经济运行的短期目标

- 短期中，宏观经济试图达到的目标是充分就业和物价稳定，即不存在非自愿失业；同时，物价水平既不上升，也不下降。
- 总需求曲线向右下方倾斜是因为较低的物价水平增加了实际货币供应余额，降低了利率，刺激了投资支出，从而增加了均衡收入。



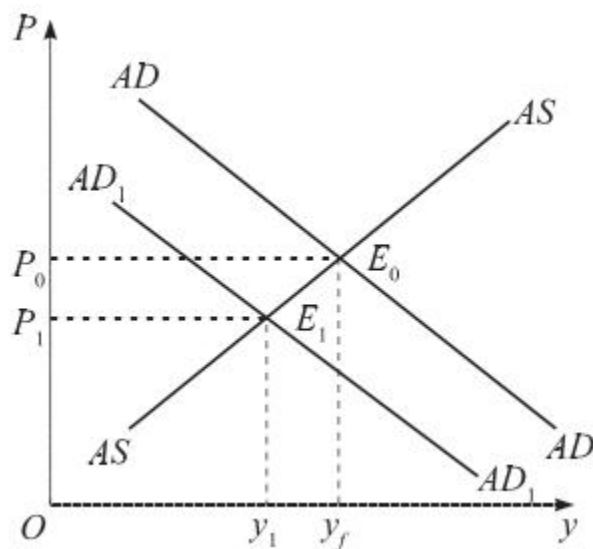
当总需求曲线与总供给曲线相交于 E_0 点时，总产量 y 处于充分就业的水平 y_f ，价格为 P_0 ，而此时的 P 既不会上升，也不会下降。这个点表示的是宏观经济的短期目标，即充分就业和价格稳定。

2.总供给曲线移动的后果



曲线 AS 将由曲线 AS_0 向左移动到曲线 AS_1 ，使曲线 AD 和曲线 AS_1 相交于 E_1 点，那么 E_1 点可以表示滞胀的状态，其产量和价格水平分别为 y_1 和 P_1 ，即表示失业与通货膨胀并存。

3.总需求曲线移动的后果



如果由于投资减少，曲线 AD 向左移动到曲线 AD_1 ，使曲线 AD_1 和曲线 AS 相交于 E_1 点，那么 E_1 点可以表示经济社会处于萧条的状态，其产量和价格水平依次为 y_1 和 P_1 ，两者皆低于充分就业的数值。

专栏4—2 金砖四国：宏观经济预测及其证券投资含义

- 金砖四国的快速经济增长将需要更多的资金投入和更多样化的投资渠道，同时在金砖四国投资的资金也将获得更高的投资收益率。未来各大型基金的投资组合中对于金砖四国的投资比率将上升。
- 随着经济的快速增长，金砖四国的国内市场和需求结构也将出现变化，这将对很多产品的需求及定价产生重要影响。因此，生产这些产品的公司股票价值也将出现重要变化。
- 对于当前发达国家中的某些大型公司来说，能否积极参与新兴市场，尤其是金砖四国这样的高速增长经济体，是影响甚至决定这些大型公司未来投资价值的重要因素。

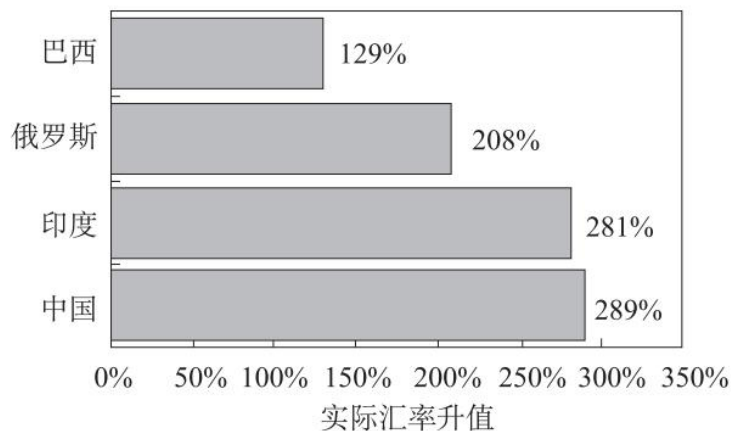


图 4-4 金砖四国的汇率变动预测（到 2050 年）

第二节 宏观经济运行对证券市场的影响

（一）证券市场价格的主要影响因素

基本因素： 宏观因素；产业和行业因素（中观）；公司因素（微观）

市场因素：被称为技术因素。

(1) 宏观因素：

经济因素（经济运行和经济政策）

政治因素；法律因素；军事因素；

文化、自然因素

(2) 中观因素：

产业发展前景；区域经济发展状况

(3) 微观因素：公司因素

1.宏观因素

宏观因素包括对证券市场价格可能产生影响的社会、政治、经济、文化等方面。

- (1) **宏观经济因素**，即宏观经济环境状况及其变动对证券市场价格的影响，包括宏观经济运行的周期性波动等规律性因素和政府实施的经济政策等政策性因素。
- (2) **政治因素**，即影响证券市场价格变动的政治事件。一国的政局是否稳定对证券市场有着直接的影响。一般来说，政局稳定则证券市场稳定运行；反之，政局不稳则常常引起证券市场价格下跌。除此之外，国家首脑的更换、罢工、主要产油国的动乱等也对证券市场有重大影响。
- (3) **法律因素**，即一国的法律特别是证券市场的法律规范状况。一般来说，法律不健全的证券市场更具投机性，震荡剧烈、涨跌无序、人为操纵成分大、不正当交易较多；反之，法律法规体系比较完善、制度和监管机制比较健全的证券市场，证券从业人员营私舞弊的机会较少，证券价格受人为操纵的情况也较少，因而表现得相对稳定和正常。

- **(4) 军事因素**，主要是指军事冲突。军事冲突是一国国内或国与国之间、国际利益集团与国际利益集团之间的矛盾发展到无法采取政治手段来解决的最终结果。军事冲突会使证券市场的正常交易遭到破坏，因而必然导致相关证券市场的剧烈动荡。
- **(5) 文化、自然因素**，就文化因素而言，一个国家的文化传统往往在很大程度上决定着人们的储蓄和投资心理，从而影响证券市场资金流入流出的格局，进而影响证券市场价格；证券投资者的文化素质状况则从投资决策的角度影响着证券市场。在自然方面，如果发生自然灾害，生产经营就会受到影响。

2. 产业和区域因素

- 产业和区域因素主要是指产业发展前景和区域经济发展状况对证券市场价格的影响。它是介于宏观和微观之间的一种中观影响因素，因而它对证券市场价格的影响主要是结构性的。
- 在产业方面，每个产业都会经历一个由成长到衰退的发展过程，这个过程称为产业的生命周期。处于不同发展阶段的产业在经营状况及发展前景方面有较大差异，这必然会反映在证券价格上。
- 在区域方面，由于区域经济发展状况、区域对外交通与信息沟通的便利程度、区域内的投资活跃程度等的不同，分属于各区域的证券价格自然也会存在差异，即便是相同产业的证券也是如此。经济发展较快、交通便利、信息化程度高的地区，投资活跃，证券投资有较好的预期；相反，经济发展迟缓、交通不便、信息闭塞的地区，其证券价格总体上呈下降趋势。

3.公司因素

公司因素是指上市公司的运营对证券价格的影响。上市公司是发行证券募集资金的运用者，也是投资收益的实现者，因而其经营状况的好坏对证券价格的影响极大。而其经营管理水平、科技开发能力、产业内的竞争实力与竞争地位、财务状况等无不关系着其运营状况，这些因素均从各个不同的方面影响着证券市场价格。

（二）宏观经济变动是影响证券市场价格变动的基础因素

- 宏观经济因素对证券市场的影响不仅是基础性的，而且是全局性的。同样，作为经济因素，产业或区域因素一般只会影响某个板块（即某个产业或区域）的证券价格，公司因素一般只会影响本公司上市证券的价格，它们一般不会对整个证券市场构成影响。而宏观经济因素几乎对每只上市证券均构成影响，因而必然影响证券市场全局的走向。
- 宏观经济因素的重要性还在于它的影响是长期的。由于宏观经济因素对证券市场的影响是根本性的，因而它的影响也就必然是长期的。无论是政治因素、军事因素，还是市场因素，都不具有长期影响力。政治、军事事件作为一个事件，本身就不具备持续性，因而也不可能对证券市场产生持续的影响。
- 综上所述，宏观经济因素对证券市场价格的影响是基础性的，也是全局性的和长期性的。只有充分把握了宏观经济形势，投资者才能有效把握证券市场中的投资机会。

专栏4—3 宏观经济与资产价格是收敛还是背离

- 金融的结构性因素是导致两者“剪刀差”态势出现的根本原因。
- 不同层面的原因导致了资本市场资产价格变动与实体经济成长之间呈现“剪刀差”态势，相对于实体经济成长而言，资产价格的变动趋势呈现某种不受其约束的“发散”状态。不过，这种“发散”状态可能是阶段性的、周期性的。

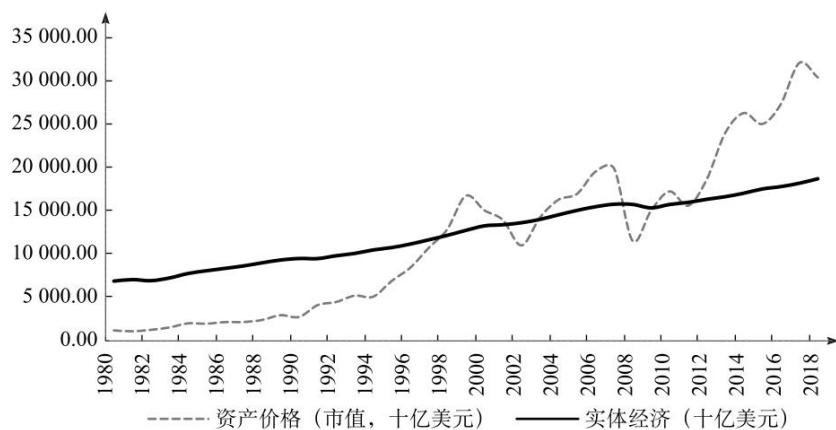


图 4-5 美国实体经济与资产价格的动态比较：“剪刀差”态势的形成

资料来源：Wind。

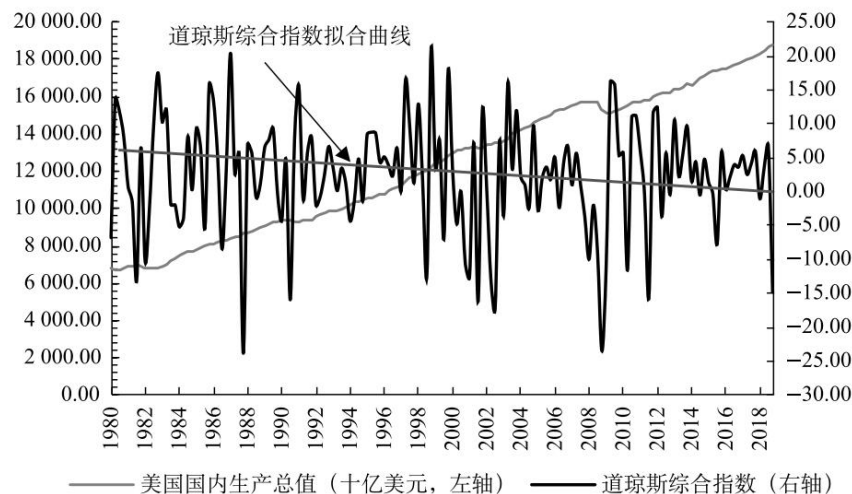


图 4-6 道琼斯综合指数与美国国内生产总值的关系图

资料来源：Wind。

（三）经济周期波动对证券市场的影响

宏观经济运行对证券市场的影响主要通过宏观经济的周期性波动进行。

1.经济运行周期性的含义

这种周期性变化表现在许多宏观经济统计数据的周期性波动上。宏观经济周期一般经历四个阶段，即萧条、复苏、繁荣、衰退。

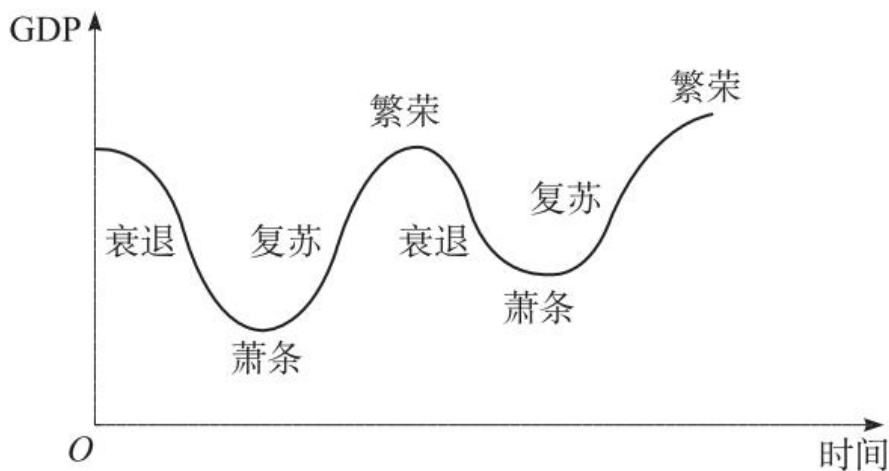


图 4-7 经济周期的四个阶段

2.如何判断经济周期的阶段

(1) 经济指标分析：

● 先行指标

这些指标的高峰和低谷顺次出现在经济周期的高峰和低谷之前，因此对将来的经济状况有预示作用。这些指标有货币供应量、股价指数、房屋建造许可证的批准数量、机器设备的订单数量等。

● 同步指标

这些指标的高峰和低谷出现的时间与经济周期相同。也就是说，这些指标反映的是宏观经济正在发生的情况，并不预示将来的变动。这类指标有实际GNP、失业率等。

● 滞后指标

这类指标的高峰和低谷比宏观经济滞后，一般滞后半年。这类指标有银行短期商业贷款利率、工商业未偿还贷款、生产成本、物价指数等。

(2) 计量经济模型：

● 经济变量

反映经济变动情况的量，模型中的经济变量有内生变量和外生变量两种。

● 内生变量

由模型本身加以说明的变量，是模型中的因变量；外生变量是不能由模型本身加以说明的变量，是模型中的自变量；参数是模型中的常数和系数，它反映的是自变量和因变量之间相对稳定的比例关系。随机误差是指那些难以预知的、随机产生的差错，以及在统计、资料整理和综合过程中所出现的差错。

(3) 概率预测：

概率预测是用概率论的方法对宏观经济活动进行的预测。由于宏观经济运行的复杂性，宏观经济变量的变化并不一定像计量经济模型所描述的那样稳定，而是常常在一定的区间内按某种概率发生。因此，总结宏观经济运行的过去和现状，揭示其规律性，从而在一定的置信水平下预测未来宏观经济变量的水平，就成为了一种行之有效的方法。

（四）宏观经济循环周期与证券市场波动

证券价格的变动大体上与经济周期相一致。一般的规律是，经济繁荣，证券价格上涨；经济衰退，证券价格下跌。

- 在萧条阶段，经济下滑至低谷，百业不振，公司经营情况不佳，证券价格低位徘徊。
- 当经济走出萧条、步入复苏阶段时，公司的经营状况开始好转，业绩上升，债信提高。
- 在繁荣阶段，公司的经营业绩也在不断提升，并通过增资扩大生产规模、占有市场，证券市场价格大幅上扬。此时，一些有识之士在充分分析宏观经济形势的基础上认为经济高速增长的繁荣阶段即将过去，经济将不会再创高潮，因而悄悄地卖出所持的证券。证券价格仍在不断上扬，但多空双方的力量在逐渐发生变化，因此价格的上扬已成强弩之末。
- 在衰退阶段，更多的投资者基于对衰退来临的共同认识加入到抛出证券的行列，从而使整个证券市场完成中长期筑顶，形成向下的趋势。

第三节 宏观经济政策与证券市场

当代市场经济国家政府对经济的干预主要是通过货币政策和财政政策来实现的。根据宏观经济运行情况的不同，政府可采取不同性质的政策手段，促进经济增长，保持物价稳定，实现充分就业。

（一）货币政策的调整会直接、迅速地影响证券市场

1. 货币政策工具：

- 存款准备金率；贴现率；公开市场业务

2. 货币政策效应

- 降低存款准备金率、再贴现率；央行买进债券等宽松货币政策，理论上将使得证券价格上涨。紧缩性政策效果相反。

专栏4—4 我国历次利率调整及存款准备金率调整对股市的影响

从我国历次利率调整对股市的影响来看，利率的高低与股指的运行方向并非呈现出绝对的反向运动，特别是后来被证实为价格泡沫形成和破灭的时期，当价格呈现出单边上行或下行的趋势时，利率调整对股票价格指数的反向影响被价格的非理性上涨或下跌所掩盖。

（二）财政政策的调整对证券市场具有持久的但较为缓慢的影响

（1）财政政策主要工具：

政府购买；转移支付；调整税率

（2）政策效应

扩张性政策：社会总需求增加 公司业绩提升 居民收入增加 证券价格上涨

紧缩性政策相反。

（3）政策传导机制

实行扩张性财政政策，可增加财政支出、减少财政收入，可增加总需求，使公司业绩上升、经营风险下降，使居民收入增加，从而使证券市场价格上涨；反之，实行紧缩性财政政策，可减少财政支出、增加财政收入，可减少社会总需求，使过热的经济受到抑制，从而使得公司业绩下滑、居民收入减少。这样，证券市场价格就会下跌。

专栏4—5 历次印花税调整后股指的走势

从历史上看，每次调整股票交易印花税都对股市产生较大影响。调整股票交易印花税均针对股市过热或过冷，尽管不一定在当天产生效果，但从一个阶段来看，最终都达到抑制或催热股市的效果。

(三) 汇率政策的调整从结构上影响证券市场价格

- 汇率上升，本币贬值，出口型企业证券价格上涨，进口型企业证券价格下跌；汇率下跌情形相反。
- 汇率下跌，本币升值，导致资本流入本国，国内证券需求增加，价格上涨；反之，相反。

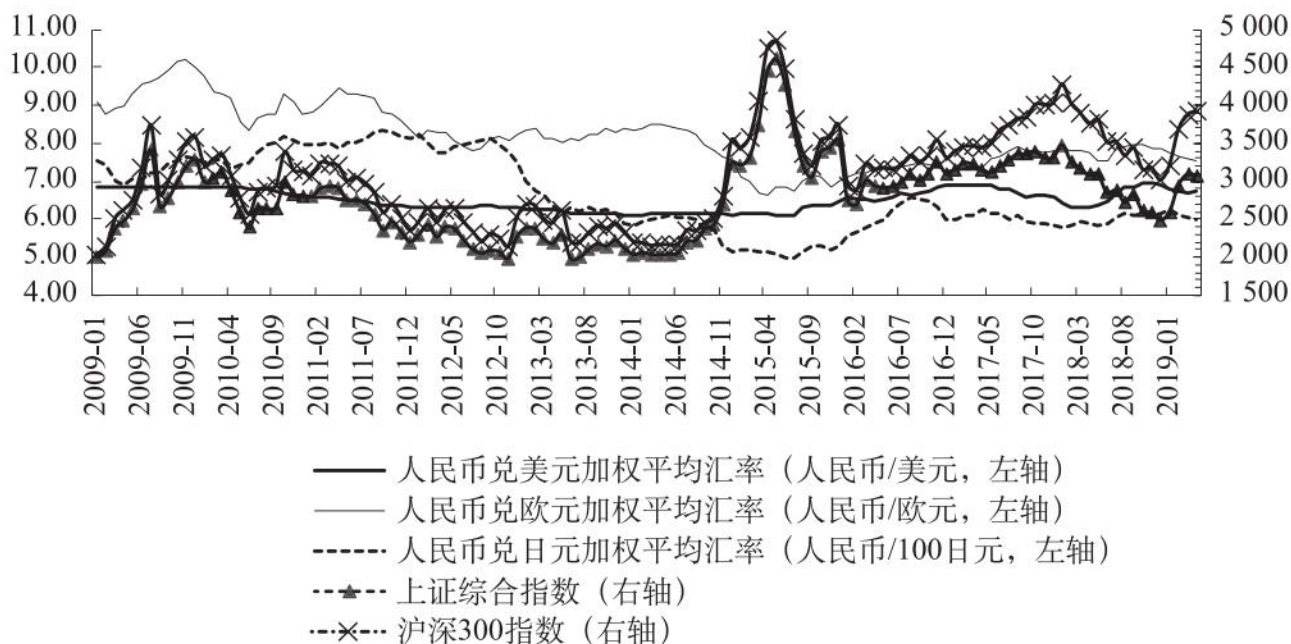


图 4-8 人民币兑世界主要货币的汇率及股价指数走势图

第四节 经济周期、经济政策对大类资产及证券市场的综合影响

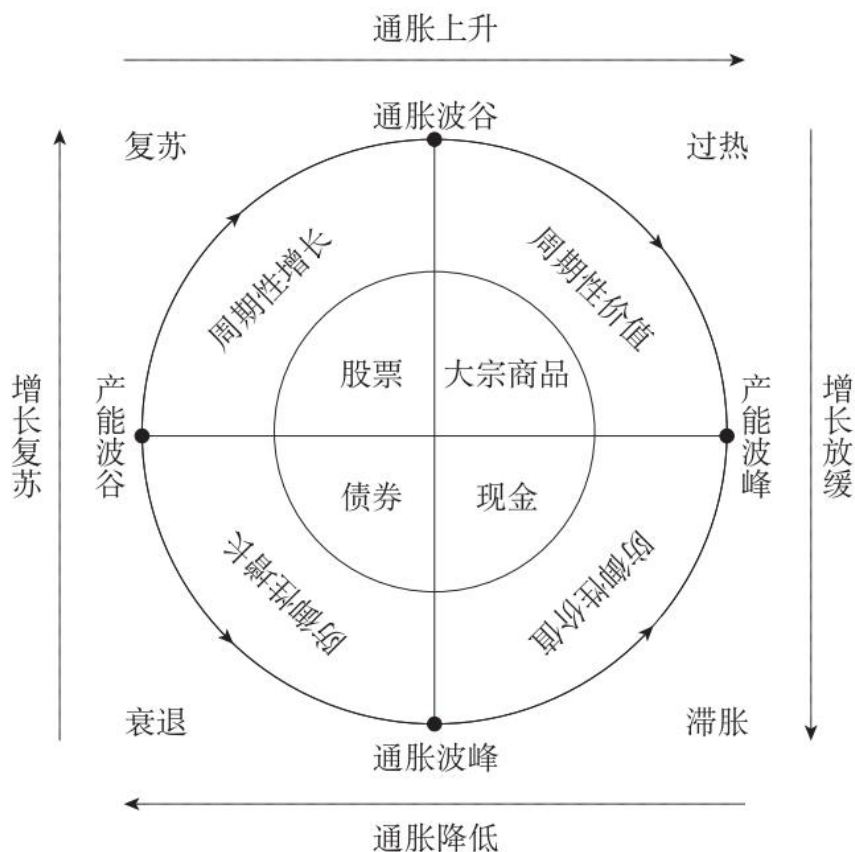


图 4-9 美林投资时钟

在美林投资时钟中，横坐标为通胀水平，纵坐标为经济增长水平。根据通货膨胀水平的不同，可以将经济状况划分为高通胀和低通胀两种状态；同样，根据经济增长水平的不同，可以将经济增长分为高增长和低增长。如此对应，就可以将整个经济状态大致划分为以下4个：低增长低通胀，即衰退期；高增长低通胀，即复苏期；高增长高通胀，即过热期；低增长高通胀，即滞胀期。

需要注意的问题

第一，经济周期的演进并非每次都按照美林投资时钟中的顺时针方向进行，在某些特定的历史阶段，经济周期可能出现跳跃或者反复。

第二，在经济周期的不同阶段，财政政策和货币政策的作用效果可能存在差异。

第三，黄金有一定的商品属性，但其定价较为复杂，与其他大宗商品有所不同。