

第6章 证券投资与宏观经济分析

6.1 宏观经济分析概述

6.2 宏观经济运行与证券市场

6.3 宏观经济政策与证券市场

6.1 宏观经济分析概述

6.1.1 基本分析的内涵

基本面分析（Fundamental Analysis）是一种证券或股票估价的常用方法，利用财务分析和经济分析来评估企业价值或预测证券（如股票或债券等）价值的走势。

1. 基本分析的主要目标：

- 预测经济走势，因为整体经济环境能够影响企业的收益和利润、以及投资者的信心和预期，并最终对证券价格产生影响；
- 识别整体经济环境中对行业及企业产生重大影响的因素，并根据这些因素预测证券价格的未来走势；
- 在合适的时机选择有收益前景的证券进行投资。

基本面分析分别从**公司、行业、整体宏观经济**三个层面研究证券价格的影响因素。

- **在公司层面**，主要通过分析公司的财务数据判断其运行状况、管理水平等。
- **在行业层面**，主要分析单个公司所处的竞争环境、产品的供求状况，以及整体行业的未来发展形势。
- **在宏观经济层面**，主要利用经济统计数据来评估未来经济的发展状况，预测财政和货币政策的实施、以及国内外经济环境的变化对证券价值的影响等。

基本面分析的基本框架为“**经济-行业-公司**”，其分析方法被称为“**由上而下（top-down）**”分析法。

○ 2. 基本分析的主要步骤：

- (1) 宏观经济分析；
- (2) 行业分析；
- (3) 公司分析。

○ 3. 基本分析的主要作用：

- (1) 帮助投资者选择正确的行业或公司进行长期投资；
- (2) 揭示公司的真实价值；
- (3) 加深投资者对于投资环境和商业运行的认识；
- (4) 使投资者认识各个行业的属性。

理性看待基本面分析结果：

- 基本面分析不可能考虑所有与企业、行业、整体经济相关的信息；
- 即使是已有的信息，也可能存在不真实的内容；
- 无论是基本面分析者还是解读者，都存在着个人偏见；
- 分析可能存在一定的偏差，甚或不准确。

6.1.2 宏观经济分析及其意义

基本内涵:

- 宏观经济分析是基本面的重要组成部分，对于**基本面分析的成败**具有决定意义。
- 宏观经济分析关注的是**经济整体环境的变化**，主要包括国际宏观经济分析和国内宏观经济分析。
- 证券的价值不但由公司的当期运行状况所决定，更是受**公司未来的运行状况和整体经济环境**影响。

宏观经济分析的作用：

- 宏观经济分析能够把握**市场的总体变动趋势**，对于国家调整宏观经济政策、企业调整运营策略、以及投资者何时入市具有重要参考意义；
- 判断**整体证券市场的投资价值**，对于投资者选择国际市场具有重要参考意义；
- 识别**宏观经济政策对证券市场的影响力度与方向**，使投资者能够及时地调整投资策略以提高收益和避免损失；
- 了解中国证券市场的特性，发掘**股市表现和宏观经济的离合互动关系**；
- 宏观经济分析能够**检验各种资产定价理论**，促进形成新的学说与理论发展。

- **当整体经济形势向上时**，就业充分、企业利润增加、国民收入提高，普通民众对未来充满信心，投资热情高涨，证券市场蓬勃发展；
- **当整体经济形势向下时**，失业率增加、企业利润降低、国民收入下降，民众投资热情降低，证券市场也随之萎缩。
- **宏观经济四大目标：**
 - 经济增长；
 - 稳定物价；
 - 充分就业；
 - 国际收支平衡。

6.1.3 宏观经济分析的基本方法

1. 经济指标对比法

- **宏观经济分析**可以通过一系列**经济指标的计算、分析和对比**来进行，经济指标对于分析经济的运行状况以及预测未来经济的走向起着至关重要的作用。
- 经济指标是由政府或者相关研究机构发布，显示当前经济增长以及稳定性的一系列统计数字，**最常见的经济指标**有国内生产总值（GDP）、货币供应量、投资、消费、出口、消费者物价指数（CPI）等。
- 经济指标可以用于**判断经济的运行状况是否良好**、经济周期处于哪个阶段、利率是否过高以及就业是否充分等，并根据评估结果采取相应的政策或措施。

根据不同的划分标准，经济指标可分为不同种类。

○ 根据时间跨度的不同划分

- 月度指标
- 季度指标
- 年度指标

○ 根据与经济周期的关系划分

- 先行指标
- 同步指标
- 滞后指标

2. 计量经济模型法

- **计量经济模型法**是以经济理论为基础，采用统计或计量方法对经济现象进行描述和规律总结的一种分析方法。
- **宏观计量经济模型**在宏观总量水平上把握和反映经济运动的动态特征，研究主要宏观经济指标间的相互依存关系，描述国民经济各部门和社会再生产过程各环节之间的联系，并可用于宏观经济结构分析、政策模拟、决策研究以及发展预测等。

计量经济模型的基本形式为经济变量及其主要影响因素之间的函数关系式，许多经济现象之间存在着相关关系，建立计量经济模型并采用统计数据对模型的参数进行估计，就可以**探寻经济变量间的平衡关系**，分析影响平衡关系的各种因素。

计量经济模型主要包括三大要素：

- 经济变量
- 参数
- 随机误差

计量经济分析最主要的目的之一就是估算出参数的数值及其置信区间，由此分析自变量的变动引起因变量的变动大小，估算各种经济政策的实施或经济环境的变化对证券市场产生的影响。

计量经济模型估计方法很多

主要的宏观经济计量模型

- **英国的主要模型**：LBS模型、NIESR模型、HMT模型、MDM模型等
- **美国的主要模型**：WEFA模型、DRI模型、Brookings模型等
- **中国宏观经济分析预测模型**：社科院数量经济和技术经济研究所的模型

案例1：联立方程模型

- 凯恩斯收入决定模型。
- 联立方程模型一般用于描述经济系统中多个变量间的相互依赖、相互影响的关系。

消费函数： $C_t = \beta_0 + \beta_1 Y_t + \varepsilon_t$

收入恒等式： $Y_t = C_t + I_t$

其中， C_t 表示消费支出， Y_t 表示收入， I_t 表示投资支出。

该模型是一个假定在没有对外贸易（即封闭经济条件下）、没有政府支出情况下的简单的收入决定模型。消费函数表明了消费支出 C_t 是由收入 Y_t 决定的；而收入恒等式又表明收入 Y_t 是由消费支出 C_t 和投资支出 I_t 构成的，即消费支出 C_t 也会影响收入 Y_t ，所以 C_t 与 Y_t 之间是双向的影响关系。

案例2：克莱茵模型I

- 美国经济学家、诺奖得主克莱茵教授于1950年建立的描述美国在两次世界大战之间经济运行规律的宏观经济模型。
- 包括**三个行为方程、三个恒等式**。

消费函数： $C_t = \beta_0 + \beta_1 P_t + \beta_2 (W + W')_t + \beta_3 P_{t-1} + \varepsilon_{1t}$

投资函数： $I_t = \beta_4 + \beta_5 P_t + \beta_6 P_{t-1} + \beta_7 K_{t-1} + \varepsilon_{2t}$

劳力需求： $W_t = \beta_8 + \beta_9 (Y + T - W')_t + \beta_{10} (Y + T - W')_{t-1} + \beta_{11} t + \varepsilon_{3t}$

恒等式： $Y_t = C_t + I_t + G_t - T_t$

恒等式： $P_t = Y_t - W'_t - W_t$

恒等式： $K_t = K_{t-1} + I_t$

其中，**C**=消费支出，**I**=投资支出，**G**=政府支出，**P**=利润，**W**=私人企业工资，**W'**=政府部门工资，**K**=资本存量，**T**=税收，**Y**=税后收入，**t**=时间。

该模型用了**6个方程**描述了消费、投资、工资、收入、利润和资本存量等经济变量之间的互相影响、互相依赖的关系。

3. 宏观经济模型法（AD-AS分析法）

通过运用总需求和总供给模型也可以对宏观经济形势进行分析。

- 如图6.1，当总需求曲线与总供给曲线相交于 E_0 点时，总产量 y 处于充分就业水平 y_f ，价格为 P_0 ，而此时 P 既不会上升，也不会下降。
- 这个点是宏观经济的短期目标，即充分就业和价格稳定。

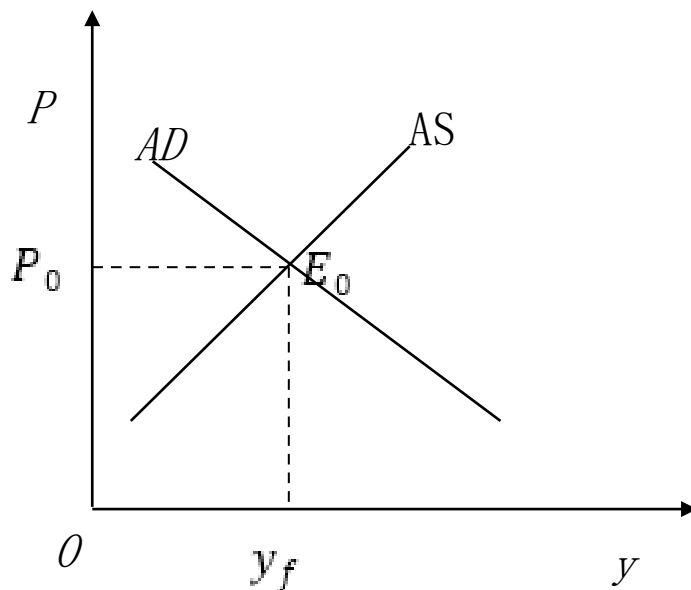


图6.1 宏观经济的短期目标

①总供给曲线移动的后果

当市场中由于某种原因，如大面积的粮食歉收、石油供给的紧缺或原料价格猛涨等，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 点就是“滞涨”状态，表示失业与通过膨胀并存。

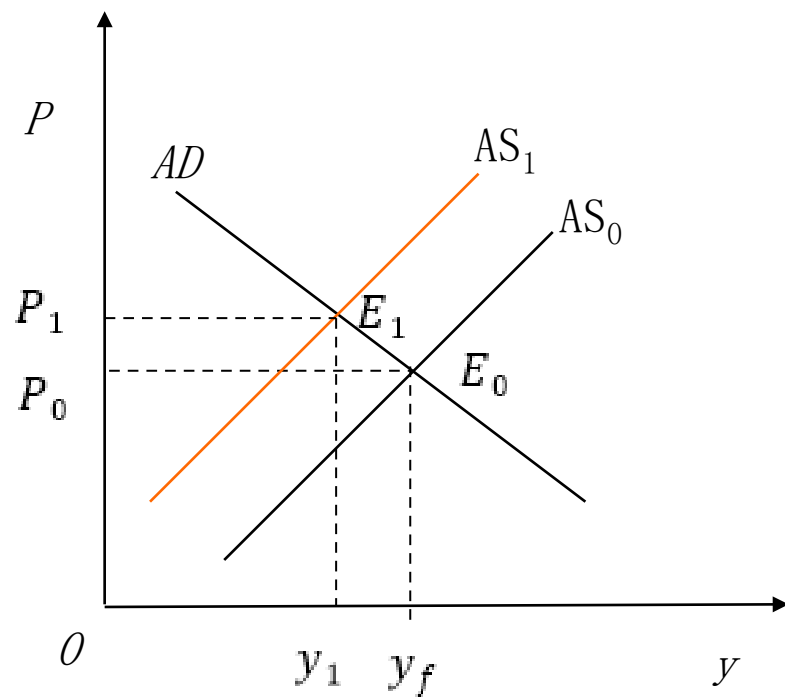


图6.2 总供给曲线移动的后果

②总需求曲线移动的后果

如果市场中投资减少，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 点就可以表示**经济社会处于萧条状态，此时产量和价格水平皆低于充分就业的数值。**

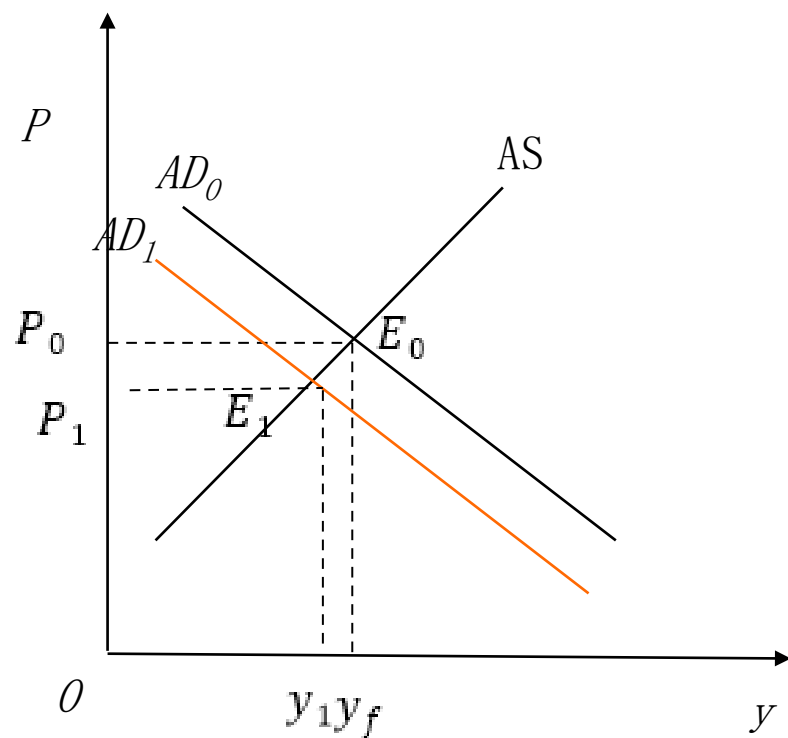


图6.3 总需求曲线移动的后果

6.1.4 主要宏观经济指标

1. 国内生产总值（GDP）

国内生产总值（GDP）是指经济社会（即一个国家或地区）在一定时期内运用生产要素所生产的全部最终产品（产品和服务）的市场价值。

- GDP的快速增长表明经济正在扩张，总体上企业有大量机会，增加投资、销售、收入等。
- 统计国内生产总值，**常用核算方程式**：

$$GDP = C + I + G + (X - M) \quad (6.1)$$

- GDP增长速度一般用来**衡量经济增长率**，是反映一定时期经济发展水平的动态指标。
- 经济增长的**“三驾马车”**：投资、消费、净出口

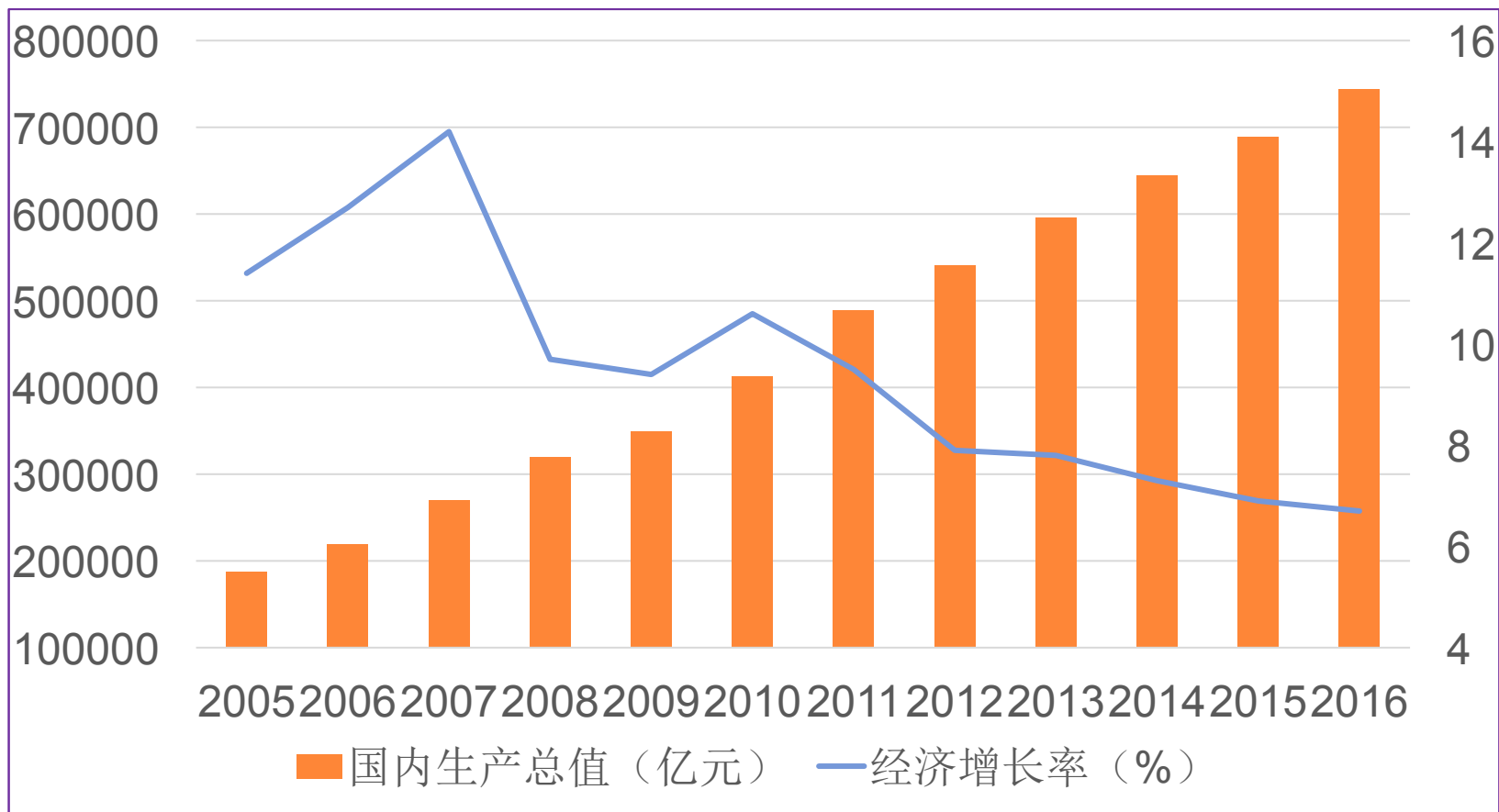


图6.4 我国2005-2016年国内生产总值

2. 通货膨胀

通货膨胀是指在一段时间内，物价水平普遍持续增长，货币购买力持续下降的经济现象。

- 与之相对的是**通货紧缩**。
- **衡量通货膨胀的指标有：**
 - 居民消费价格指数（CPI）
 - 生产者价格指数（PPI）
 - 商品零售价格指数
 - GDP平减指数

通货膨胀对社会经济产生的影响：

- 1) 引起收入和财富的再分配；
- 2) 扭曲商品相对价格；
- 3) 降低资源配置效率；
- 4) 引发泡沫经济；
- 5) 损害一国的经济基础和证券市场基础。

传统理论解释通货膨胀形成的原因有：

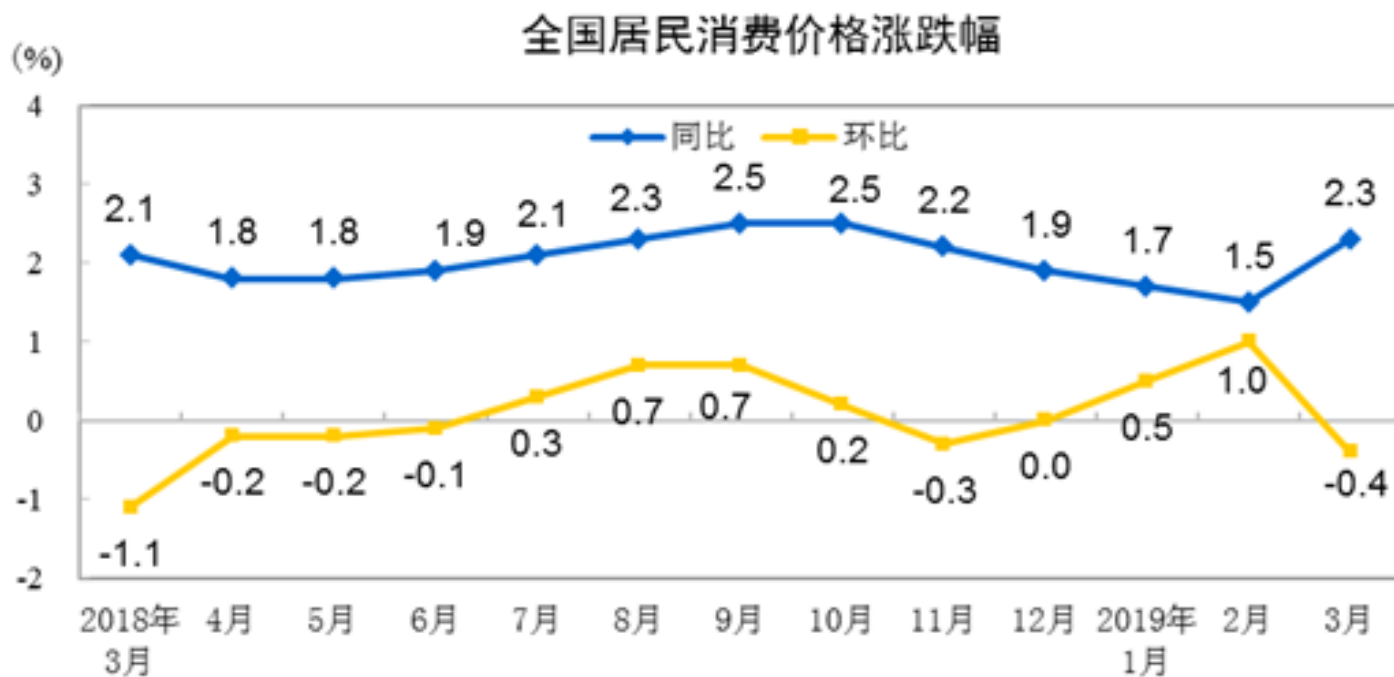
- 1) 需求拉动的通货膨胀；
- 2) 成本推动的通货膨胀；
- 3) 结构性通货膨胀。

从通货膨胀程度上看，一般有：

- 1) 温和的通货膨胀，通胀率低于10%；
- 2) 严重的通货膨胀，通胀率是两位数；
- 3) 恶性通货膨胀，通胀率在三位数以上的通货膨胀。

2019年3月份，全国居民消费价格同比上涨2.3%。其中，城市上涨2.3%，农村上涨2.3%；食品价格上涨4.1%，非食品价格上涨1.8%；消费品价格上涨2.4%，服务价格上涨2.0%。一季度，全国居民消费价格总水平比去年同期上涨1.8%。

3月份，全国居民消费价格环比下降0.4%。其中，城市下降0.4%，农村下降0.3%；食品价格下降0.9%，非食品价格下降0.2%；消费品价格下降0.1%，服务价格下降0.8%。



何谓“翘尾因素”

“翘尾因素”是反映同比价格指数变动所产生的特有现象，指上年价格上涨（下降）对本年同比价格指数的滞后（延伸）影响。

例如，某一商品2016年前6个月价格均为每公斤1元，7月份上涨到2元，然后一直到2017年12月，价格都保持在2元。那么，虽然2017年全年价格保持不变(都是2元)，但计算2017年前6个月与2016年前6个月比的价格指数则为 $2 \div 1 = 200\%$ ，表明价格上涨一倍，这就是2016年7月份价格上涨对下一年前6个月价格指数的滞后影响。

一般来说，由于对比基期的原因，上年价格上涨的时间早，则对下年指数的滞后影响小；而上年价格上涨的时间晚，则对下年指数的滞后影响大。

新涨价因素

与滞后影响相对应的是新涨价影响。在价格指数的变动中，既有滞后影响，也还包括本年度新发生的涨价部分，它是同比价格指数中扣除滞后影响后的剩余部分。

通常情况下，人们用CPI的同比指数反映年度居民消费价格总水平的变动程度，它是“翘尾因素”和“新涨价因素”两个因素共同作用的结果。

3. 失业率

根据国际劳工组织(ILO)的定义，**失业率**是指失业人口占劳动人口（正在工作或正在寻求工作）的比率，其主要目的是衡量闲置中的劳动产能，失业率的高低直接表明经济运行的真实状况。

- **城镇登记失业率**。长期以来我国官方公布的失业率，由国家统计局与人力资源和社会保障部共同收集与发布。这一数据近十年来长期稳定在4.0%-4.3%。
- **城镇调查失业率**。国家统计局与人力资源和社会保障部，在“十二五”期间正式实施调查失业率，2014年才首次公布，根据各大城市城镇调查失业率显示，我国的失业率一直维持在5%左右，总体就业形势还是比较好的。
- 2018年4月开始发布城镇调查失业率月度数据

表6.1 我国城镇登记失业人数和失业率

年份	城镇登记失业人数(万人)	城镇登记失业率(%)	年份	城镇登记失业人数(万人)	城镇登记失业率(%)
1992	363.9	2.3	2005	839	4.2
1993	420.1	2.6	2006	847	4.1
1994	476.4	2.8	2007	830	4
1995	519.6	2.9	2008	886	4.2
1996	552.8	3	2009	921	4.3
1997	576.8	3.1	2010	908	4.1
1998	571	3.1	2011	922	4.1
1999	575	3.1	2012	917	4.1
2000	595	3.1	2013	926	4.1
2001	681	3.6	2014	952	4.1
2002	770	4	2015	966	4.1
2003	800	4.3	2016	982	4
2004	827	4.2			

4. 利率

利率是指一定时期内利息额与借贷资金额即本金的比率。

- 在宏观经济中，利率就是未来现金流的折现率。
- 利率越高，预期现金流的现值越低，投资的收益也就越小。
- **利率计算公式**一般为：

$$\text{利率} = \frac{\text{利息}}{\text{本金}} * 100\% \quad (6.2)$$

- 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。

从宏观经济分析的角度：

- 在**经济持续繁荣**增长时期，资金供不应求，利率上升；
- 在**经济萧条疲软**时，利率会随着资金需求的减少而下降。
- **利率影响**着人们的储蓄、投资和消费行为，利率结构也会影响着居民金融资产的选择，影响着证券的持有结构。

5. 财政赤字

财政赤字即政府财政收入小于支出的经济现象。

○ 导致预算赤字的原因：

- 刺激经济发展而降低税率或增加政府支出 ；
- 为政府管理不当引起大规模逃税或过分浪费行为 。

○ 财政赤字对经济的影响是双向的：

- **短期内**，财政赤字可扩大总需求，带动相关产业的发展，刺激经济回升；
- **长期内**，财政赤字累积过高会造成“挤出”投资现象，影响经济发展。

6. 预期

预期主要是指消费者和生产者对于未来经济的预期。

- **如果消费者对未来的收入水平保持信心**，其消费水平就会上升，企业就会增加产品和库存水平，经济形势向上发展。
- **如果消费者对未来充满悲观情绪**，其消费水平就会下降，企业的生产水平和库存水平也会随之降低，经济形势向下发展。
- **常用的指标**如消费者信心指数、投资者信心指数、银行家信心指数等

7. 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，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。

表6.2 我国货币供应量的层次划分

货币层次	统计内容
M0	流通中的现金
M1	M0、企业存款、机关团体部队存款、农村存款
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、证券公司的客户保证金、非存款类金融机构在存款类金融机构的存款、住房公积金存款

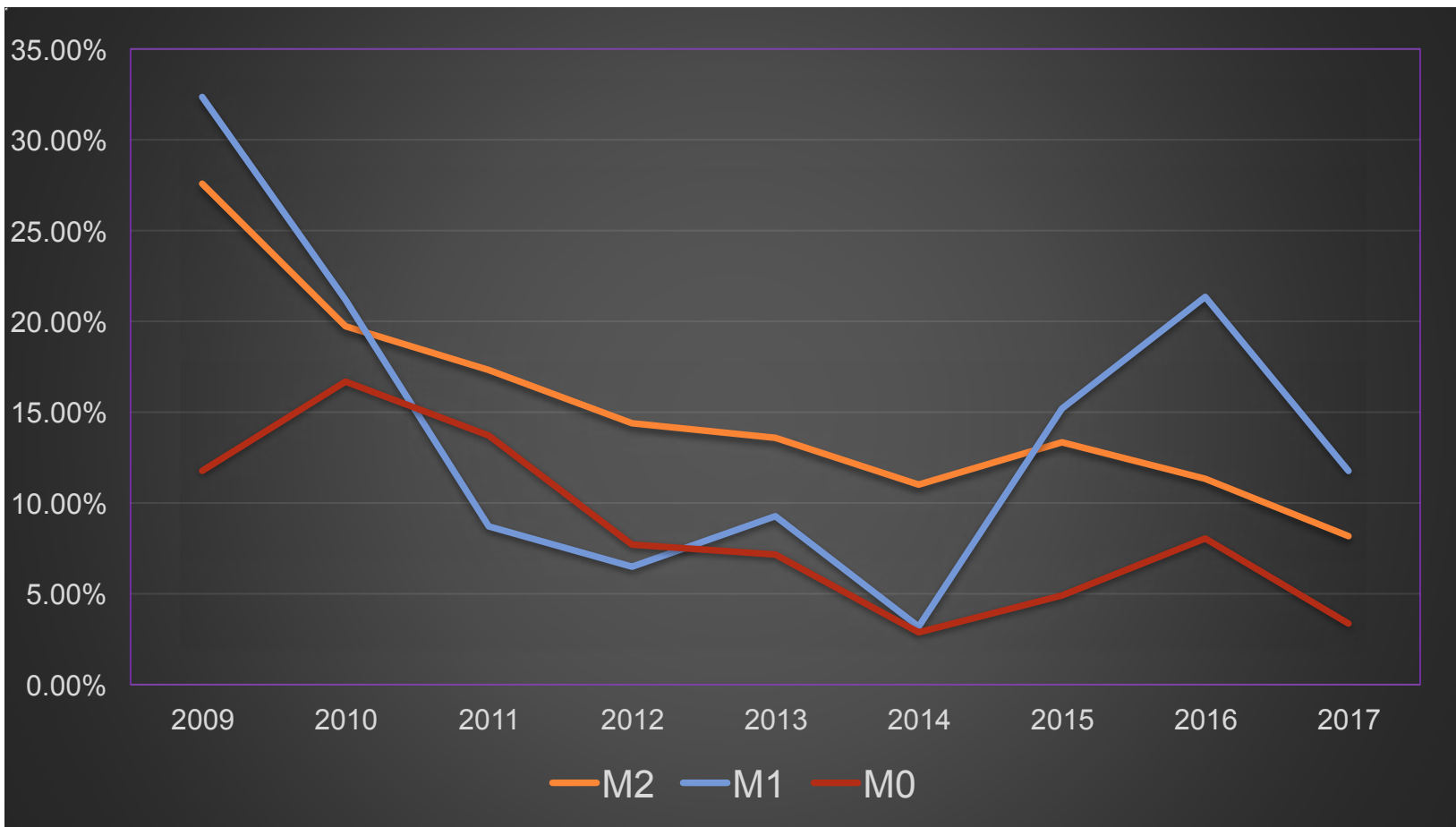


图6.5 我国货币供应量的增速

进一步探讨：货币超发？

- **货币超发**是指货币发行增长速度超过货币需求的增长速度，即货币发行量超过了维持经济正常运行所需要的货币量。
- 2008年国际金融危机以来，中国货币供应较快上涨，**广义货币供应（M2）于2013年初起超百万亿规模**，与国内生产总值（GDP）之比到2016年底达到了209.1%，较2008年大幅上升了60.4个百分点，**这被认为是货币超发，推升了社会财务杠杆，加剧了国内资产泡沫化。**
- 我国已出现明显的货币超发现象，且在当前机制下却是“合理”存在。从方向上为抑制货币超发可能导致的风险，有必要收回货币、有效“去金融业杠杆”，但更重要的是要**去除导致货币超发的各种合理存在的机制，用市场的方式回归合意状态。**

货币供应量

Money Supply

单位：亿元人民币

Unit: 100 Million Yuan

项目 Item	2017.01	2017.02	2017.03	2017.04	2017.05	2017.06	2017.07	2017.08	2017.09	2017.10	2017.11	2017.12
货币和准货币 (M2) Money & Quasi-money	1575945.59	1582913.07	1599609.57	1596331.87	1601360.42	1631282.53	1628996.63	1645156.60	1655662.07	1653434.16	1670013.40	1676768.54
货币 (M1) Money	472526.45	476527.60	488770.09	490180.42	496389.78	510228.17	510484.58	518113.93	517863.04	525977.19	535565.05	543790.15
流通中货币 (M0) Currency in Circulation	86598.61	71727.69	68605.05	68392.60	67333.21	66977.68	67129.04	67550.99	69748.54	68230.69	68623.16	70645.60

注：自2011年10月起，货币供应量已包括住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款。

Since October 2011, M2 has included deposits of Housing Provident Fund Management Center and deposits of non-depository financial institutions in depository financial institutions.

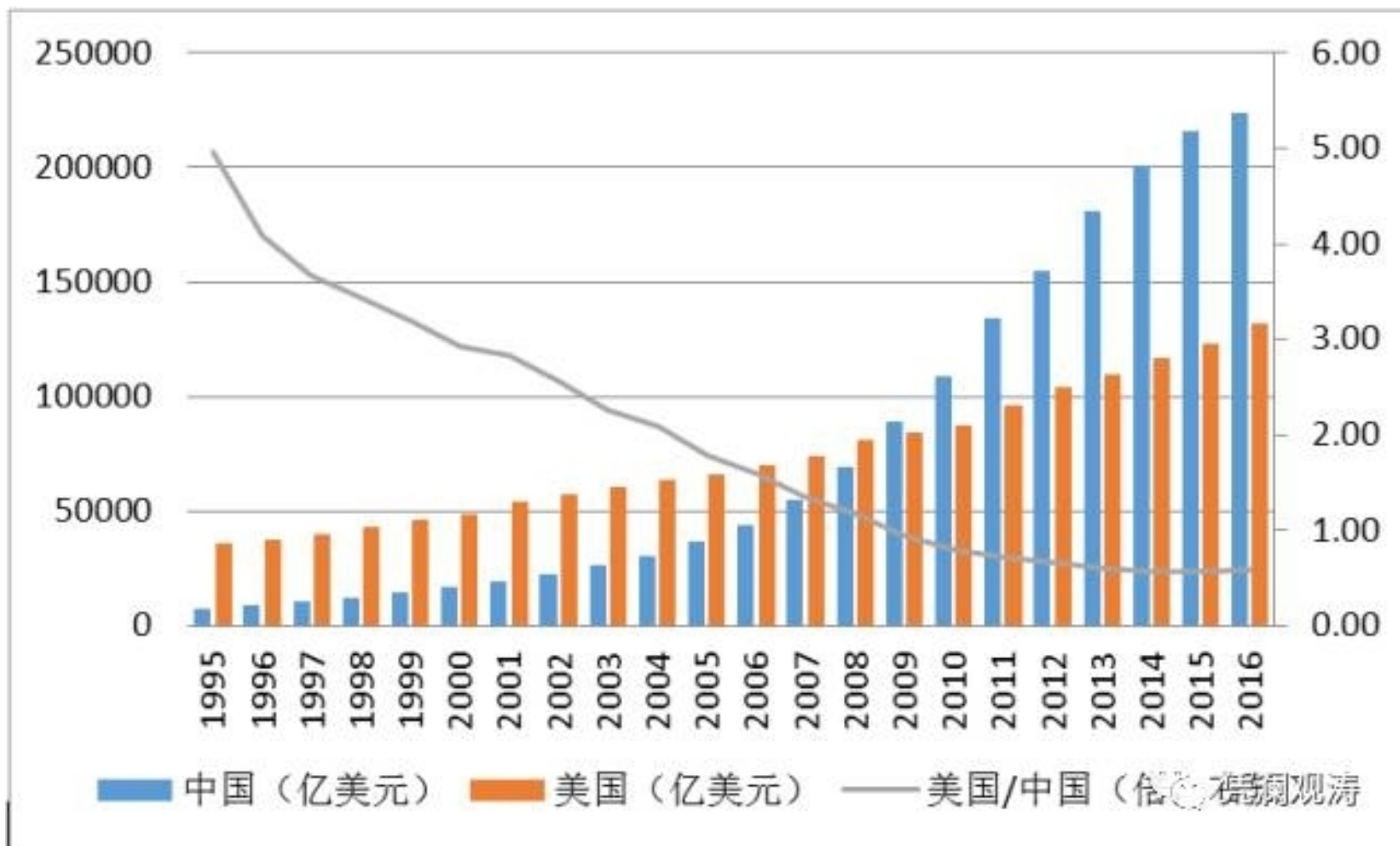


图6.6 1995-2016年中国与美国M2对比
(单位：亿美元；倍)

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/208077133052006117>