

证券研究报告 / 宏观专题

## 宏观风险预期的改善

### 报告摘要：

短期来看，政策到底扭转了哪项指标？未来牛市要进一步延续，需要进一步关注哪些方面？为了回答这些问题，我们需要先搞清楚政策出台之前，为何出现了估值持续承压。

政策出台前除了估值承压之外，还有什么现象呢？估值越低的行业表现越稳健。

市场有一种较为主流的解释，即资产荒导致了高分红的行情，而高分红恰好普遍低估值，但我们认为这种解释存在瑕疵。其一是时点问题，我国利率下行也并非这两年才开始，为何高分红近两年才备受关注。其二是推演问题，如果上述解释是正确的，那么总量政策似乎是无法快速扭转资产荒的局面，那么为何政策会产生如此大的效果。

我们认为第二种解释能够更好匹配当前现状，即 2024 年市场对宏观风险的预期出现一定程度的走弱，在这种背景下，投资者拥抱高安全、低风险行业，而利率是宏观风险最低的标的。换句话说其实是在拥抱低风险，只是恰好低风险行业普遍高分红。而近期政策出台快速缓解了宏观风险预期的走弱，因此短时间就产生了极强的效果。

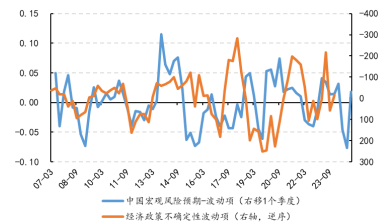
为了对上述解释进行验证，我们分两步进行：

第一步，将各行业按股息率分组，构造低分红组/高分红组指数，发现两点结论。其一是该指数与利率的关系长期并不一致，以往利率下行利好低股息（其实是高成长），只有近几年利率下行才利好高股息。其二是该指数与表征宏观风险的经济政策不确定指数相关性更好。这已经表明后一种解释更加合理。但缺陷在于经济政策不确定性指数更新过于滞后。

第二步，我们借鉴文献中的计算方法，计算了中国宏观风险预期，有以下两点结论。其一，我们测算的中国宏观风险预期与低股息/高股息指数在较长时间范围内来看具有较强相关性，支持我们上述分析。其二，宏观风险预期大致领先名义增长 3 个季度，此前宏观风险预期的走弱很大程度上反应了对 2025 年 Q1 经济增长明显放缓的担忧。而近期宏观风险预期的大幅好转，也是得益于一揽子政策的托底，这就进一步带来了权益市场估值的快速修复。展望后续，未来基本面实际走势是否能够吻合预期，就需要对后续政策落地情况和政策效果的进一步评估。

风险提示：美联储加息、政策力度不及预期

### 相关数据



### 相关报告

《【东北宏观】失业率继续回落》

--20241007

《【东北宏观】逆周期政策更加给力》

--20240927

《【东北宏观】金融支持经济高质量发展发布会解读》

--20240925

《【东北宏观】鸽派降息，鹰派发言》

--20240920

《【东北宏观】出口维持高增，趋势尚未改变》

--20240920

## 目 录

|    |                 |    |
|----|-----------------|----|
| 1. | 资产荒还是风险变动 ..... | 3  |
| 2. | 宏观风险与经济周期 ..... | 11 |
| 3. | 我国的宏观风险预期 ..... | 20 |

## 图表目录

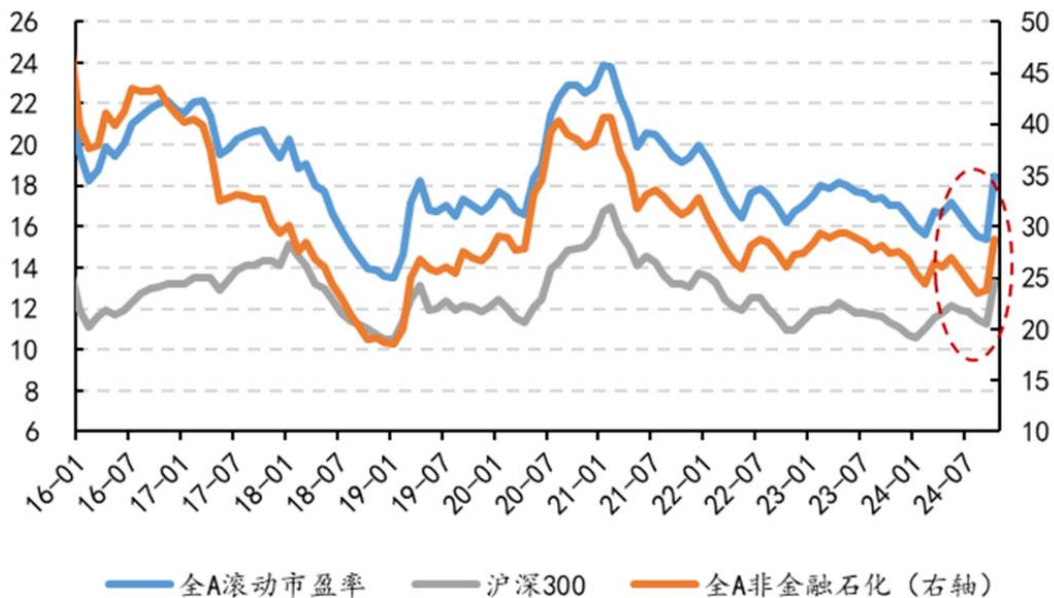
|       |                                                                                                                    |    |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1:  | 2024 年以来, 各项估值指标整体先下后上 .....                                                                                       | 3  |
| 图 2:  | 此前估值承压过程中, 股票内部出现了估值越低、涨得越多的现象 (PE) .....                                                                          | 4  |
| 图 3:  | 此前估值承压过程中, 股票内部出现了估值越低、涨得越多的现象 (PB) .....                                                                          | 4  |
| 图 4:  | 解释 1: 资产荒导致利率快速下行, 高分红行业受到追捧。确实股息率越高的行业涨幅越大.....                                                                   | 5  |
| 图 5:  | 解释 2: 宏观风险预期走弱, 低波动行业受到追捧。确实波动率率越小的行业涨幅越大.....                                                                     | 6  |
| 图 6:  | 当然, 股价低波动的行业, 股息率通常较高, 但并非是严格一一对应 .....                                                                            | 7  |
| 图 7:  | 到底是资产荒占主导因素? 还是风险变动占主导因素? 这两种源头对于未来走势影响的区别很大....                                                                   | 8  |
| 图 8:  | 如果是资产荒导致利率下行占主导, 那么按照主要经济体发展经验来说, 未来利率还会持续下行。但是高股息超额收益与利率的相关性, 其实主要是 2022 年以来, 尤其 2024 年.....                      | 9  |
| 图 9:  | 如果是资产荒导致利率下行占主导, 那么按照主要经济体发展经验来说, 未来利率还会持续下行。但是高股息超额收益与利率的相关性, 其实主要是 2022 年以来, 尤其 2024 年.....                      | 9  |
| 图 10: | 相反, 当我们用表征风险预期的指标时, 风险预期越弱、高股息组相对跑赢, 两者相关性比利率更好 (但不确定指数更新非常慢) .....                                                | 10 |
| 图 11: | 如何能够描述和跟踪宏观风险, 或者宏观风险预期? .....                                                                                     | 12 |
| 图 12: | 利用美股的数据, 可以还原文献中测算结果, 并且更新至最新, 美国宏观风险预期仍然较高.....                                                                   | 12 |
| 图 13: | 为什么不直接用 ERP? 从最简化的永续增长模型来看, 并且假设盈利全部分红, $ERP = E/P - r = (R - g) - r = (R - r) - g$ , 所以 ERP 逐渐变大有 g 逐渐变小的因素 ..... | 13 |
| 图 14: | 宏观风险预期与宏观风险负相关, 即该指标越小, 风险预期越大 (与经济政策不确定性) .....                                                                   | 14 |
| 图 15: | 宏观风险预期与经济周期密切相关 (与 PMI) .....                                                                                      | 14 |
| 图 16: | 宏观风险预期与经济周期密切相关 (与失业率) .....                                                                                       | 15 |
| 图 17: | 宏观风险预期与宏观风险负相关 (与银行放松信贷标准) .....                                                                                   | 15 |
| 图 18: | 宏观风险预期与经济周期密切相关 (与实际利率) .....                                                                                      | 16 |
| 图 19: | 宏观风险偏好与政治周期: 民主党总统执政期间, 所有股票年化回报 10.7%, 共和党总统执政期间, 平均回报为-0.2%, 两者之间差距 11% (1927 年-2015 年) .....                    | 18 |
| 图 20: | 宏观风险偏好与政治周期: 民主党总统执政期间, 经济增长平均为 4.9%, 共和党总统执政期间, 经济增长仅为 1.7%, 两者之间差距超过 3% (1930 年-2015 年) .....                    | 18 |
| 图 21: | 经济走弱 (风险增加), 选民希望得到保障, 进而民主党当选, 高税收、高支出模式经济恢复, 股票超额收益 于相对较高的风险溢价 .....                                             | 19 |
| 图 22: | 经济走弱 (风险增加), 选民希望得到保障, 进而民主党当选, 高税收、高支出模式经济恢复, 股票超额收益 于相对较高的风险溢价 .....                                             | 19 |
| 图 23: | 中国宏观风险预期: 趋势项有所走弱, 波动项近期先下后上 .....                                                                                 | 20 |
| 图 24: | 这样测算可靠吗? 与美国数据表现一致, 经济政策不确定性越大, 该数值越小.....                                                                         | 21 |
| 图 25: | 这样测算可靠吗? 中美宏观风险预期在 2018 年之前波动基本一致, 但是 2018 年之后走势分化明显 .....                                                         | 22 |
| 图 26: | 这样测算可靠吗? 中美宏观风险预期差值, 与中美经济周期 (PMI) 差值, 走势始终一致.....                                                                 | 22 |
| 图 27: | 宏观风险预期与高股息相对跑赢较为一致, 也就是说, 本轮权益市场表现的主要驱动力更多是宏观风险预期的变动 .....                                                         | 23 |
| 图 28: | 目前实际利率与风险预期走势仍然存在分化 .....                                                                                          | 24 |
| 图 29: | 波动项而言: 宏观风险预期对经济周期有一定领先性 .....                                                                                     | 25 |
| 图 30: | 波动项而言: 主要在于波动项与主要金融数据基本同步 .....                                                                                    | 26 |
| 图 31: | 趋势项而言: 拐点位于 2021 年 Q2-Q3, 与本轮地产大幅调整起点较为一致.....                                                                     | 27 |

## 1. 资产荒还是风险变动

本轮政策红利发出前后，资本市场出现巨大变化。2024 年资本市场先经历了持续的估值承压，直到十一假期前夕的政策大礼包陆续发出，又经历了估值的迅速修复。那么从短期来看，政策到底扭转了哪项指标？未来牛市要进一步延续，需要进一步关注哪些方面？为了回答这些问题，我们需要先搞清楚政策出台之前，为何出现了估值持续承压。

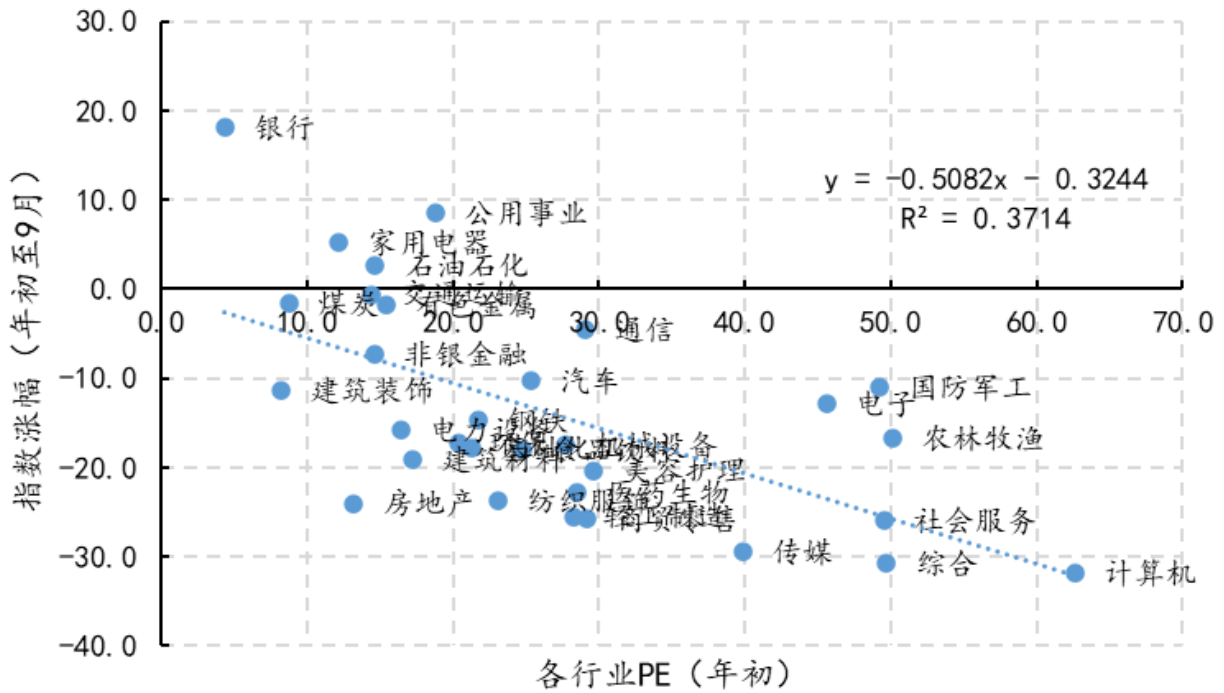
政策出台前除了估值承压之外，还有什么现象呢？估值越低的行业表现越稳健。2024 年截至 9 月初，如果考察各个行业指数涨幅与各行业估值的关系的话就会发现，年初估值越低的行业，政策出台之前的表现就越稳健。换句话说市场在此前估值承压的过程中在积极拥抱低估值行业。

图 1：2024 年以来，各项估值指标整体先下后上



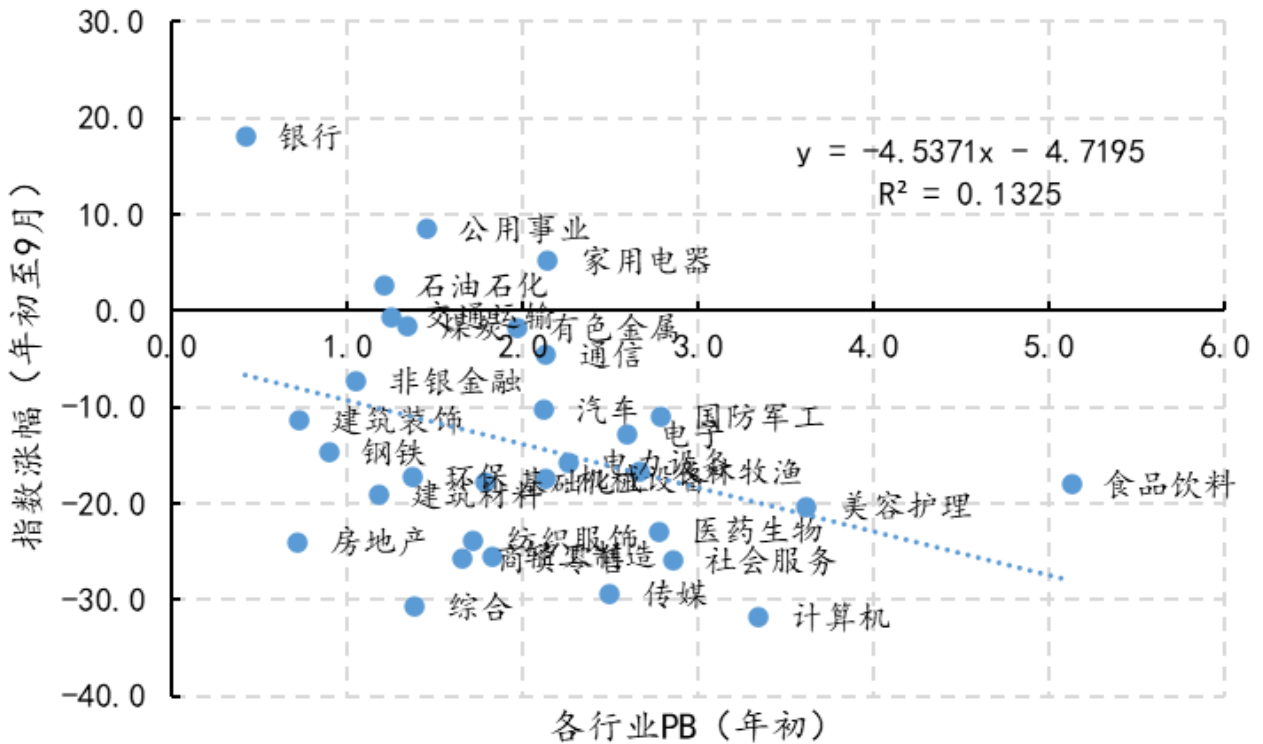
数据：Wind, 东北证券

图 2：此前估值承压过程中，股票内部出现了估值越低、涨得越多的现象（PE）



数据：Wind, 东北证券

图 3：此前估值承压过程中，股票内部出现了估值越低、涨得越多的现象（PB）

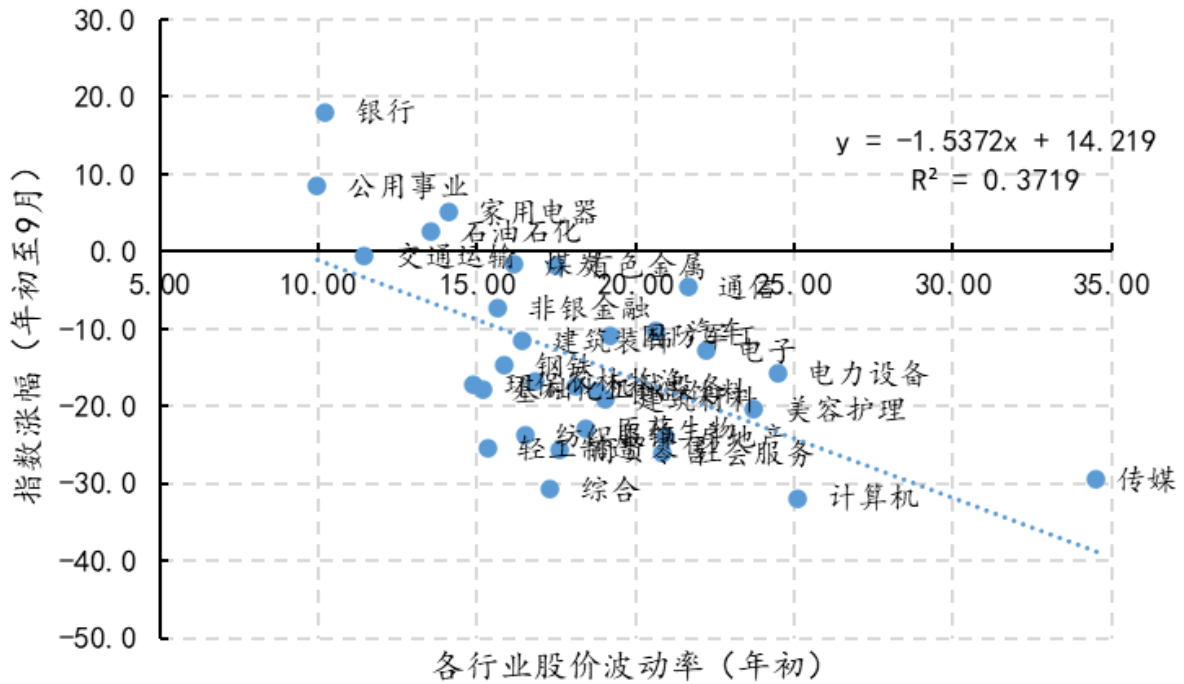


数据：Wind, 东北证券



我们认为还有第二种解释，即市场对宏观风险的预期出现一定程度的走弱，在这种背景下，投资者拥抱高安全、低风险行业，而利率是宏观风险最低的标的，换句话说其实是在拥抱低风险，只是恰好低风险行业普遍高分红。这一解释的优势也在于两个层面，其一是时点问题，为何这两年高分红会格外受关注呢？因为对于宏观风险的预期是这两年出现了一定程度的走弱。其二是推演问题，如果是宏观风险预期走弱导致了利率下行以及高分红的相对受益，那么随着总量政策的出台，进而带动宏观风险预期的缓解，这种局面会有很大的改善。从数据上看我们也能得到初步的支持，即各行业波动率越低的行业，9月之前表现也是越稳健的。

图 5：解释 2：宏观风险预期走弱，低波动行业受到追捧。确实波动率越小的行业涨幅越大

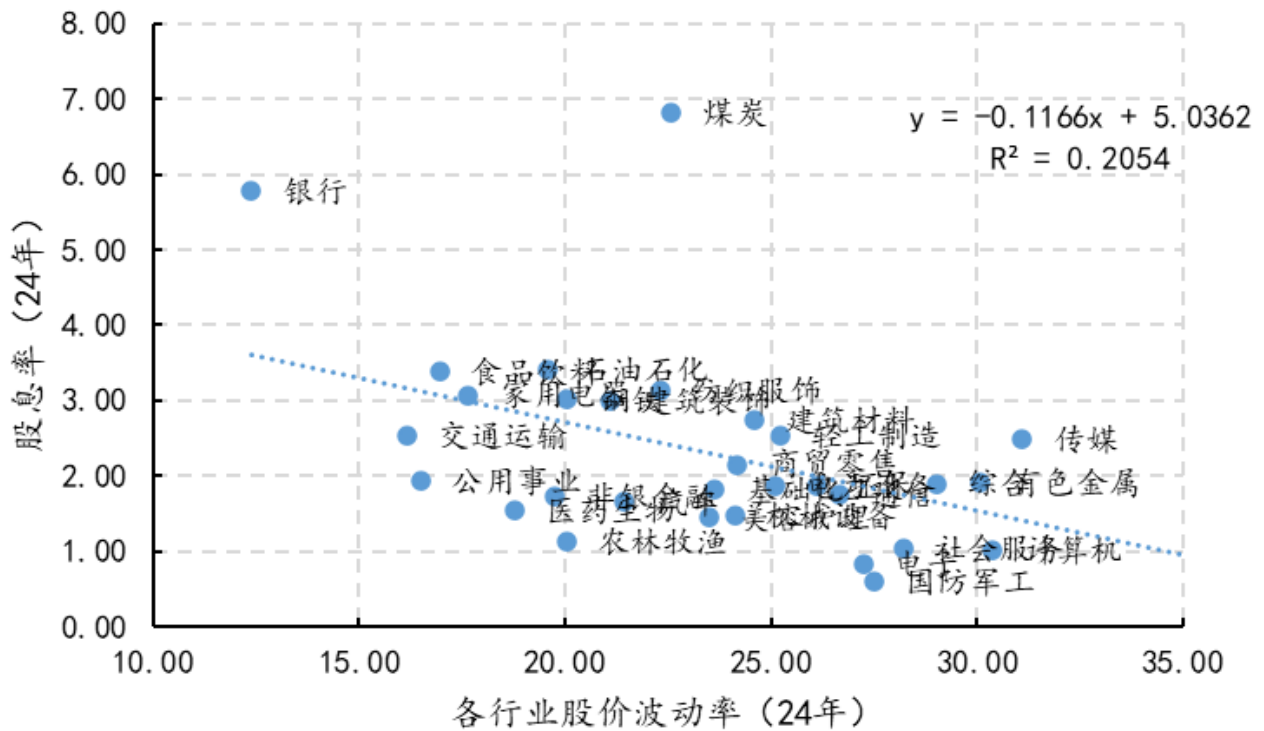


数据 : Wind, 东北证券

那么如何进一步验证上述两种解释呢？首先我们来看资产荒这一解释。我们需要先进行一些分组处理，我们按照股息率情况对行业分组，构造了高股息组指数和低股息组指数，并把低股息组/高股息组指数与利率走势进行比较。如果资产荒这一解释是正确的，那么低股息/高股息指数，应当在较长时间内与利率保持相关性，这才符合利率下行、投资者拥抱高分红的说法。但是我们很显然可以看到，利率下行带来高分红组的超额收益仅仅是近两年的情况，再往前甚至会出现利率下行带来低分红组超额收益。那么我们回忆回忆过往的行情表现就很容易理解这种状况，以往利率下行我们未必想的是高分红，常常想的是高成长，而高成长通常是低股息的，我们把利率下行和高分红放在一块考虑也就是近两年的事。

然后我们再来看宏观风险预期变化这一解释，解释力会比资产荒要好得多，但缺陷在于缺乏及时跟踪的指标。我们先用经济政策不确定性指数来代表宏观风险预期，这一指数由学者基于媒体报道的词汇进行编制，简单讲就是正面词汇越多，经济政策不确定性指数越改善，负面词汇越多，经济政策不确定性指数越走弱。我们会发现，在较长时间维度上来看，经济政策不确定性指数与低股息组/高股息组指数的相关性要明显好于利率。这初步表明，宏观风险预期的变动是2024年行情走势的更重要的因素。然而，经济政策不确定性指数的问题在于更新频率太慢，往往滞后半年甚至更多，为此，我们有必要构建一个能够更及时反应宏观风险预期的指标。

图 6：当然，股价低波动的行业，股息率通常较高，但并非是严格一一对应



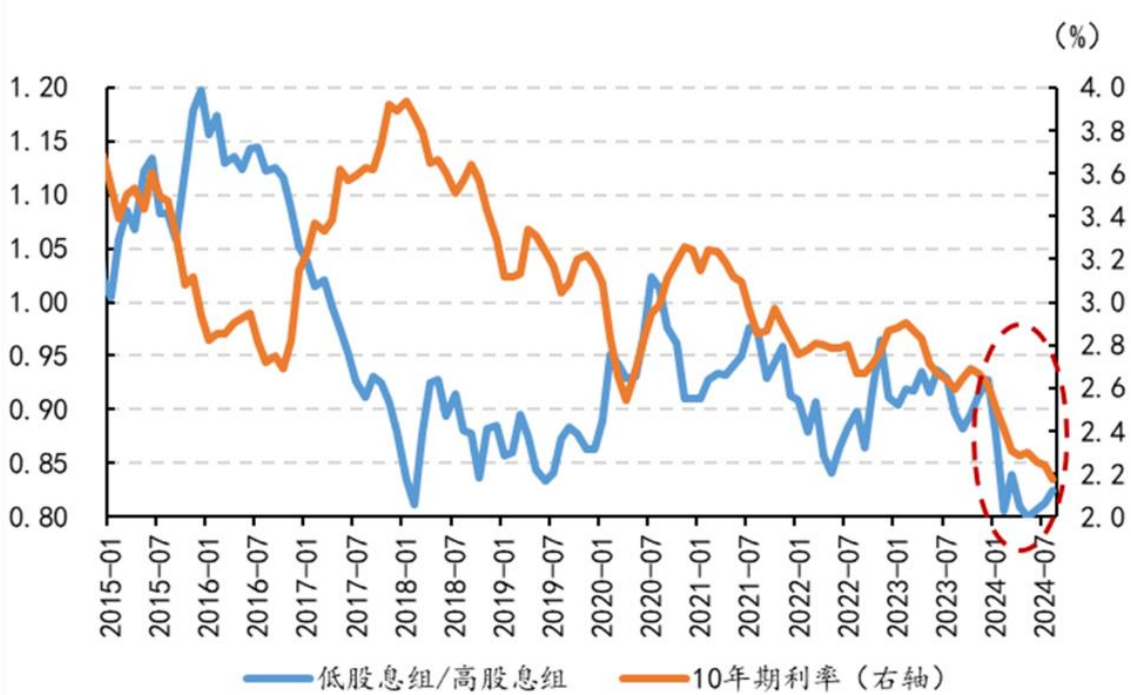
数据：Wind，东北证券

图 7：到底是资产荒占主导因素？还是风险变动占主导因素？这两种源头对于未来走势影响的区别很大

|     |      | 股息率  | 波动率  | PE   | PB  |
|-----|------|------|------|------|-----|
| 高股息 | 煤炭   | 6.8  | 22.6 | 12.5 | 1.5 |
|     | 银行   | 5.8  | 12.4 | 5.2  | 0.5 |
|     | 石油石化 | 3.4  | 19.6 | 15.2 | 1.3 |
|     | 食品饮料 | 3.4  | 17.0 | 20.8 | 4.2 |
|     | 纺织服饰 | 3.1  | 22.3 | 17.9 | 1.5 |
|     | 家用电器 | 3.1  | 17.7 | 13.6 | 2.4 |
|     | 钢铁   | 3.0  | 20.1 | 18.3 | 0.8 |
|     | 建筑装饰 | 3.0  | 21.1 | 8.2  | 0.7 |
|     | 建筑材料 | 2.7  | 24.6 | 17.5 | 1.1 |
|     | 交通运输 | 2.5  | 16.2 | 15.4 | 1.3 |
| 中股息 | 轻工制造 | 2.5  | 25.2 | 20.7 | 1.5 |
|     | 传媒   | 2.5  | 31.1 | 27.4 | 1.9 |
|     | 商贸零售 | 2.2  | 24.2 | 23.7 | 1.3 |
|     | 公用事业 | 1.9  | 16.5 | 18.0 | 1.6 |
|     | 有色金属 | 1.9  | 30.1 | 21.5 | 2.1 |
|     | 综合   | 1.9  | 29.0 | 49.1 | 1.0 |
|     | 环保   | 1.9  | 26.1 | 19.7 | 1.3 |
|     | 电力设备 | 1.9  | 25.1 | 23.7 | 2.1 |
|     | 房地产  | 1.9  | 35.1 | 17.5 | 0.6 |
|     | 基础化工 | 1.8  | 23.6 | 22.1 | 1.7 |
| 低股息 | 通信   | 1.7  | 26.7 | 29.6 | 2.2 |
|     | 非银金融 | 1.7  | 19.8 | 15.8 | 1.0 |
|     | 汽车   | 1.7  | 21.4 | 22.7 | 2.0 |
|     | 医药生物 | 1.5  | 18.8 | 29.7 | 2.4 |
|     | 机械设备 | 1.5  | 24.1 | 27.5 | 2.0 |
|     | 美容护理 | 1.4  | 23.5 | 32.4 | 3.1 |
|     | 农林牧渔 | 1.1  | 20.0 | 44.2 | 2.5 |
|     | 社会服务 | 1.0  | 28.2 | 23.9 | 2.4 |
|     | 计算机  | 1.0  | 30.4 | 50.8 | 2.7 |
| 电子  | 0.8  | 27.2 | 51.4 | 2.7  |     |
|     | 0.6  | 27.5 | 52.0 | 2.6  |     |

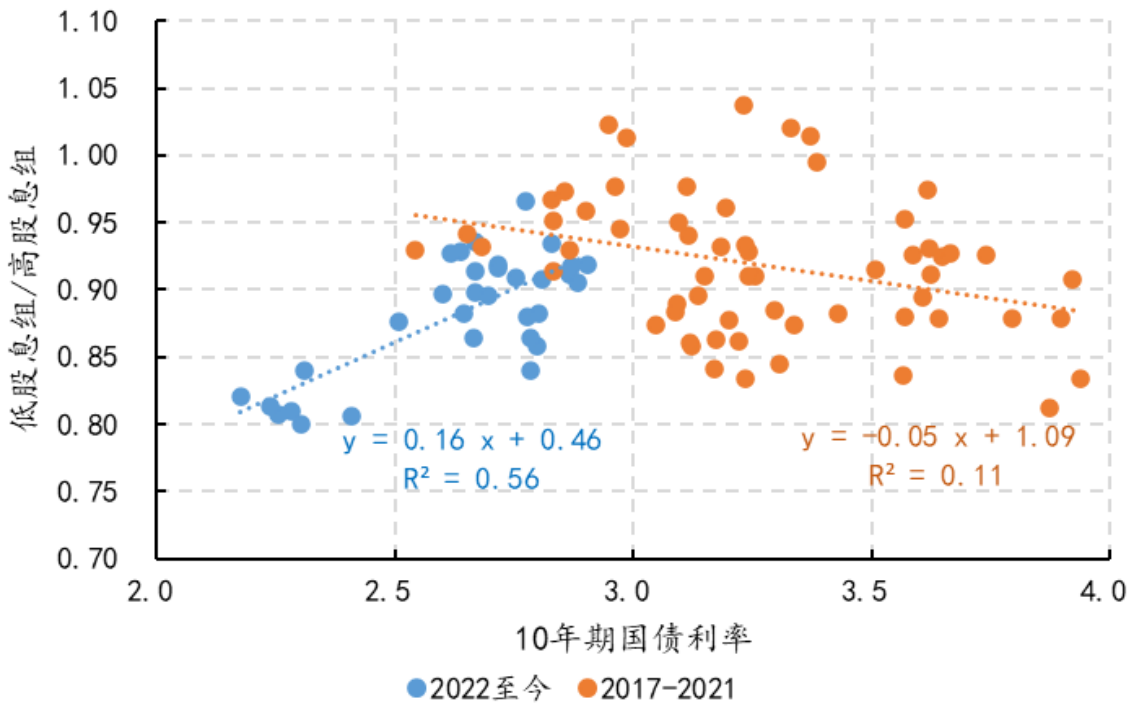
数据：Wind，东北证券

图 8：如果是资产荒导致利率下行占主导，那么按照主要经济体发展经验来说，未来利率还会持续下行。但是高股息超额收益与利率的相关性，其实主要是 2022 年以来，尤其 2024 年



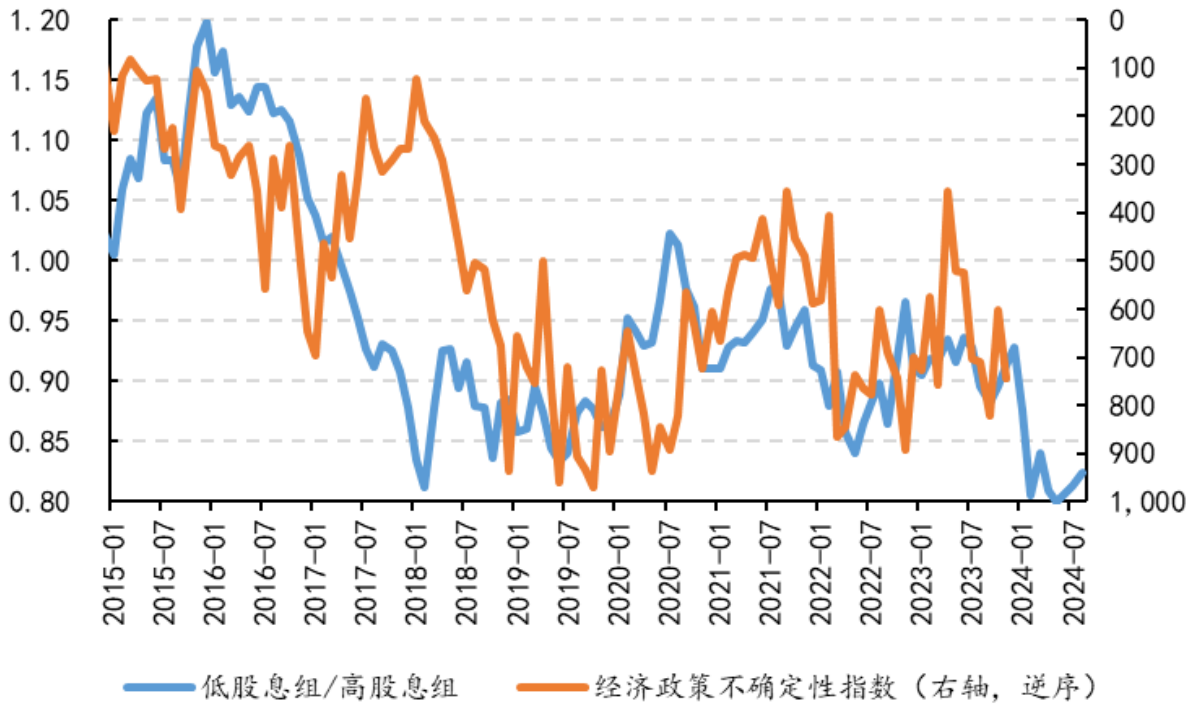
数据：Wind，东北证券

图 9：如果是资产荒导致利率下行占主导，那么按照主要经济体发展经验来说，未来利率还会持续下行。但是高股息超额收益与利率的相关性，其实主要是 2022 年以来，尤其 2024 年



数据：Wind，东北证券

图 10: 相反, 当我们用表征风险预期的指标时, 风险预期越弱、高股息组相对跑赢, 两者相关性比利率更好 (但不确定指数更新非常慢)



数据 : Wind, 东北证券

## 2. 宏观风险与经济周期

那么如何定量刻画宏观风险预期的变动呢？其实海外文献提供了非常丰富的研究参考，我们选择了其中一种较为便于应用到中国的方法（Pflueger et al., 2018），这种方法的测算思路如下：宏观风险预期增加，在资本市场上的表现就是，承担一单位波动所需要支付的溢价在提升。那么如何测算每单位波动所支付的溢价呢？作者将美国股票按照波动率定期分组，低波组账面市值比的倒数减去高波组账面市值比的倒数。简单讲就是两组股票主要差异在波动率方面，那么这两组股票在资本市场上的表现差异就是对于波动所支付的溢价。我们用上述方法测算了美国的宏观风险预期，计算结果与文献提供的数据基本一致（数值上和时间跨度上的差异主要由于数据库对美国 覆盖不完整造成）。

对于这一测算结果我们有以下两点说明：

其一，初步观察数据本身会发现，每当美国经济处于危机状态时，该指标通常都会显著下降。该指标向下表示宏观风险预期转弱，而该指标最弱的几个时间点，恰好对应了 2020 年、2007-2008 年、2001 年等几次美国经济危机状态，这一点非常符合指标想要表达的意思， 的时候，宏观风险预期一定是最差的。

其二，我们测算的这一指标本质上是风险溢价，也可视为股票市场赔率的代表，那为何不直接用更常用的 ERP 呢？因为 ERP 对于风险溢价的衡量是不纯净的。我们来看美国标普 500 的 ERP ( $1/PE-r$ )，我们会发现标普 500 的 ERP 在较长时间范围内处在持续上行的状态，那我们总不能说美国风险溢价存在趋势吧？那其原因何在呢？我们以股票价格永续增长模型入手就非常理解。简化假设盈利全部用于分红，那么股票价格等于每股分红除以资本成本减去永续增长率（即  $P=E/(R-g)$ ），那么 ERP 就等于  $(R-g)-r$ ，可变形为  $(R-r)-g$ ，即风险溢价-永续增长率。那么我们就知道，ERP 的趋势上行， 于永续增长  $g$  的趋势放缓。因此，ERP 在衡量风险溢价时，仅在超短期分析有用，因为超短期分析可以假定  $g$  不变，但是如果在超短期内  $g$  也发生了快速变动，那么 ERP 衡量风险溢价的有效性也会大打折扣。简单讲 ERP 并非单纯的风险溢价。

图 11: 如何能够描述和跟踪宏观风险, 或者宏观风险预期?

• **Campbell and Cochrane (1999, JPE):**

习惯养成模型 (Habit formation model), 效用中加入习惯变量 (过去的消费水平), 习惯越大, 对当期消费品所得到的效用水平越小, 用于解释股票溢价之谜。

风险厌恶为  $\gamma/S_t$ , 其中  $S_t = (C_t^a - X_t)/C_t^a$ ,  $\gamma$  为效用函数中系数

• **Miranda-Agrippino and Rey (2018, RES)**

利用动态因子模型 (Dynamic Factor Model) 计算出权益市场的全球因子 (Global factor), 全球因子无法用全球风险 (Global volatility) 所解释的部分, 作为风险厌恶

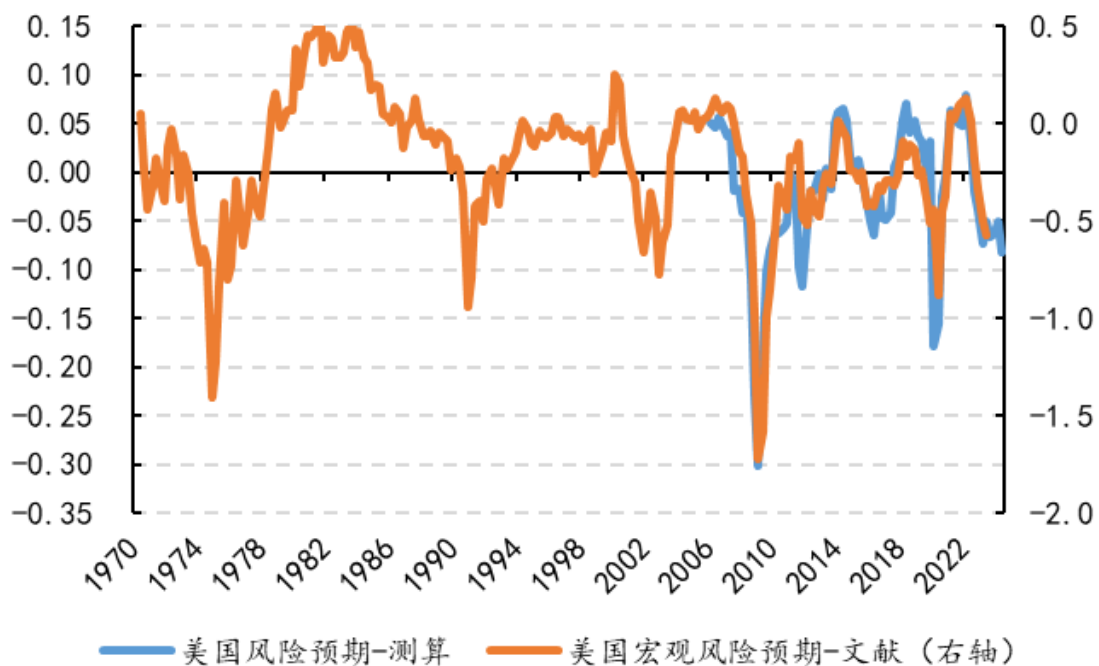
• **Pflueger et al. (2018, QJE):**

如果整体风险厌恶、风险程度比较高, 那么承担波动要求的风险补偿就会较高, 进而表现在资本市场定价中

$$PVS_t = \left(\frac{B}{M}\right)_{low\ vol,t} - \left(\frac{B}{M}\right)_{high\ vol,t}$$

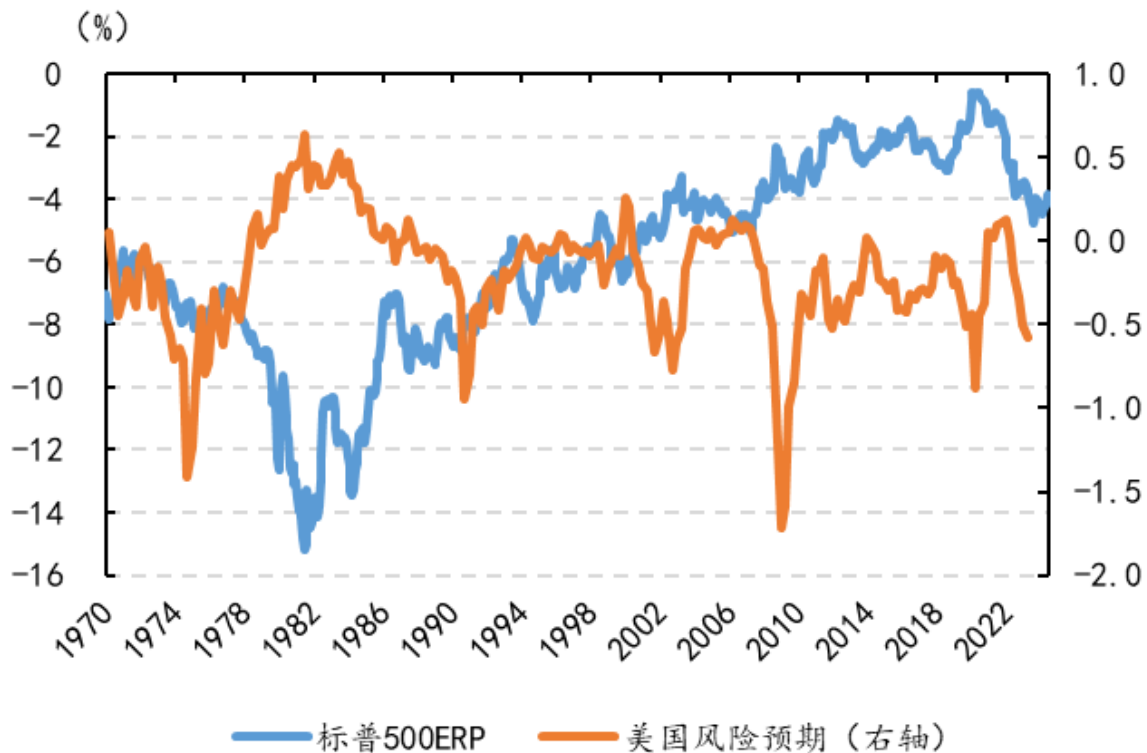
数据 : Wind, 东北证券

图 12: 利用美股的数据, 可以还原文献中测算结果, 并且更新至最新, 美国宏观风险预期仍然较高



数据 : Wind, 东北证券

图 13: 为什么不直接用 ERP? 从最简化的永续增长模型来看, 并且假设盈利全部分红,  $ERP = E/P - r = (R - g) - r = (R - r) - g$ , 所以 ERP 逐渐变大有 g 逐渐变小的因素



数据 : Wind, 东北证券

我们进一步对这一指标的性质做三个方面的分析。

**其一, 该指标不仅仅是资本市场对于宏观风险的预期, 也能够度量更广泛的宏观经济的风险预期。**我们将美国宏观风险预期与美国经济政策不确定性指数进行比较, 会发现两者具有相当强的一致性。即当经济政策不确定性指数走弱时, 宏观风险预期也会相应变差, 反之反是。这一表现背后其实也非常好理解, 当美国股票市场因为宏观风险预期走弱而经历大幅调整时, 媒体报道也不会有太多乐观的情绪。

**其二, 宏观风险预期具有非常强的顺周期性。**我们将美国宏观风险预期与美国主要经济周期指标 (PMI、失业率、银行信贷标准等) 进行比较, 会发现宏观风险预期具有非常强的顺周期性, 即经济越差、宏观风险预期就越差, 经济越好、宏观风险预期就越好。

**其三, 宏观风险预期与政策实际强度高度相关。**进一步将美国宏观风险预期与美国实际利率进行比较, 会发现两者一样高度相关。实际利率在很大程度上表征了政策的实际强度。所谓实际强度, 就是政策和基本面哪个跑得快, 如果政策宽松程度快于经济走弱程度, 就会表现为实际利率走低, 反之实际利率走高。每当宏观风险预期走弱, 尤其是接近危机状态时, 都会带来美国政策不遗余力的救助政策, 表现为实际利率的同步大幅走低。

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/498126054065006134>