

丁安华 首席经济学家
dinganhua@cmschina.com.cn
2009年1月22日

为何好的经济数据对股票市场却是坏的消息？

宏观经济数据评论

主要观点：

- **好的宏观经济数据。**2009年实行的积极财政政策和宽松货币政策，使我国经济在全球率先止跌回升，尤其是下半年GDP回升势头很猛，三季度9.1%，四季度更升至10.7%，全年增长8.7%；价格也逐步回升，12月份CPI上升1.9%，PPI上升1.7%，无论如何这些都是很好的宏观经济指标。
- **坏的股票市场表现。**从去年下半年开始，经济回升的趋势进一步得到确认，但股票市场的表现似乎失去了动力。好的经济数据为什么会对应相反的股市表现呢？
- **股票市场如何对经济数据做出反应。**首先，股票市场不是对数据本身做出反应，而是对市场预期和实际数据的差距做出反应。从有效市场理论的角度看，股票的价格已反映了所有的影响因素，包括对未来经济表现的预期，而一旦实际数据与预期产生偏差，市场将会在短期内对这些超预期的“惊奇”做出反应。其次，连续的“惊奇”通常会引起更加强烈的反应，因为个别月份的数据不足以确立真正的趋势，持续超出预期的数据才表示全新趋势的出现。
- **两个相反的力量在影响股价走势。**股价是未来股息的贴现值，优于预期的经济增长对股价有两个截然相反的影响：一方面，强劲的增长带来企业盈利的改善，从而推动股价上升；另一方面，高于预期的经济增长也会推动市场利率回升，带来加息预期，从而提高折现率，为股价带来向下的压力。利率回升和盈利回升，何者对股价的影响更大？这通常取决于宏观经济所处的周期。研究发现，在经济衰退时期，股价对公司的盈利变化比利率更为敏感，在这个阶段公司的利润回报更重要，而且这个阶段利率也通常处于低位，所以优于预期的经济增长数据会带动股价上升。但在经济扩张时期，特别是扩张速度不断加快的时候，利率变化的影响更大，因为通胀的威胁更为明显。超预期的增长会带来的通胀威胁，将令央行收紧信贷和提高利率，从而对股票市场不利。这就是为什么宏观经济的好消息对股票却是坏消息的原因。
- **一个简化的分析模型。**经济周期变化当中应该存在一个临界点，或者拐点。大抵可以用资产回报率与贷款加权利率的比例来衡量这两股力量的相对强弱。我们的分析说明，市场目前还处在一个公司价值向好的趋势中，但是预期正在悄悄地改变，因为我们可能即将要进入临界区域。
- **总结和讨论。**不禁要反问，难道低于预期的宏观经济增长对股票市场而言会是好消息吗？在目前情况下的答案是肯定的。但是，国外的实证研究也证明，对经济增长的好或坏的消息，市场的反应是不对称的。正如华尔街所流传的那样，股票市场上升是一个“过程”（process），而下跌却是一个“事件”（event）。我们现在要小心的正是这种无法预期的“事件”。

相关报告

- 1、《2009年宏观经济数据评述-以多快的速度走向过热？》
2009/1/21
- 2、《宏观经济专题报告-经济增长和股市走势预测的逻辑》
2009/12/21
- 3、《宏观经济专题报告-反危机经济刺激政策的退出路线图》
2009/12/7
- 4、《宏观经济政策分析专题之二-中国的货币政策走势：能被市场预期吗？》
2009/10/30
- 5、《宏观经济政策分析专题之一-全球货币政策观察：“杰克逊霍尔共识”的命运》
2009/9/16
- 6、《宏观经济简评-从猪肉价格走势看CPI的回升》
2009/7/31
- 7、《2009年上半年宏观数据简评-关注资产价格与CPI距离的拉大》
2009/7/17

一、好的宏观经济数据

经济数据应该是好的。正如马建堂局长所言，2009 年我国实行积极的财政政策和宽松的货币政策，很快地扭转了经济下滑的局面，在全球率先实现了国民经济总体回升向好。这是不容回避的事实，而且也是让人惊喜的事实。从产出指标看，09 年 GDP 上升 8.7%，特别是下半年经济回升的势头很猛，第三季度 GDP 上升 9.1%，第四季度 GDP 上升更是高达 10.7%。从价格指标看，全年仍处于下降的水平，CPI 为负 0.7%，PPI 为负 5.4%。但从下半年看，价格逐步回升，快速走出通缩的阴霾，12 月份 CPI 上升 1.9%，PPI 上升 1.7%。这些无论如何都是很好的宏观经济指标。

二、坏的股票市场表现

但问题是，为什么股票市场的反应却是另一回事呢？为什么好的、超预期的、强劲的宏观经济指标，对股票市场而言却可能是坏的消息呢？为什么高于预期的经济增长，反而会导致市场的下跌？这里牵涉到一个有趣的问题，那就是股票价格究竟是如何对宏观经济数据的发布做出反应的呢？回答这个问题，不但对投资者而言十分重要，因为投资者都希望管理好自己的投资，哪怕是短期的风险与回报也是投资者所关心的。对宏观经济管理部门也十分重要，如果他们真的在意股票市场的价格波动的话。

三、股票市场是如何对经济数据做出反应的？

首先，股票市场不是对数据本身做出反应，消息的好坏本身并不重要。相反，市场会对投资者所预期的，和实际公布的数据的差距做出反应。这是因为，从市场有效的角度看，股票的价格已反映了所有的影响因素，也包括对未来经济表现的预期的因素。因此，要搞清楚市场对特定的经济数据如何反应，先要搞清楚市场对该数据的预期。这些预期通常是由研究机构预测、大众媒体观点所形成的一种为市场所接受的主流看法。那么，一旦出现数据与预期的偏差，就会形成或大或小、或好或坏的“惊奇”，市场将会在短期对这些超预期的“惊奇”做出反应。

其次，如果市场看到的经济数据，连续出现高于预期，那么通常反应将更加强烈。这是因为，单一的、个别月份的数据可能不足以确立真正的趋势，如果还有一些基数、季节等特定的原因的话，那就更值得怀疑。但如果数据的“惊奇”不断被一次又一次的数据所肯定了的，那么市场一定是很强烈的反应；此外，单一数据超出预期，市场时常会调整在趋势的方向上的预期，但如果不断超出已调整的预期，那就说明趋势已经失控，乃至全新的走势出现。

我们现在面临的情况，正是如此。去年下半年以来，各种宏观经济数据不断“超预期”，不断为市场带来“惊喜”。但是，我们还是需要回答为什么宏观经济数据不断改善的同时，反而股票市场的表现会如此不济？

四、是什么力量在影响股价走势呢？

这就需要我们看一看，影响股票价格的宏观经济因素究竟有哪些？我们知道，股票的价格是由公司未来的股息现金流折现所决定的，这就是说优于预期的经济增长对股市的影响主要来自两方面，而这两方面对股价的影响作用完全相反：一方面，强劲的经济增长令公司的盈利或股息增长加快，带动股价上升；另一方面，高于预期的经济增长，将推动长期和短期的利率上升。为什么？原因就在于：第一，高经济增长令消费者对经济形势更有信心，私人贷款需求上升；同时，企业也可能会扩大资本开支，企业的贷款需求也会上升，私人 and 公司贷款需求上升从而使资金成本上升。第二，高于预期的经济增长，

通常可能引发通货膨胀的上升，特别是在经济增长周期进入扩张甚至过热的阶段。这时，利率上升，令公司未来利润或股息的折现率上升，为股价带来向下的压力。这两方面的作用，使得支持股价的现金流折现公式中的分子和分母都在变化。

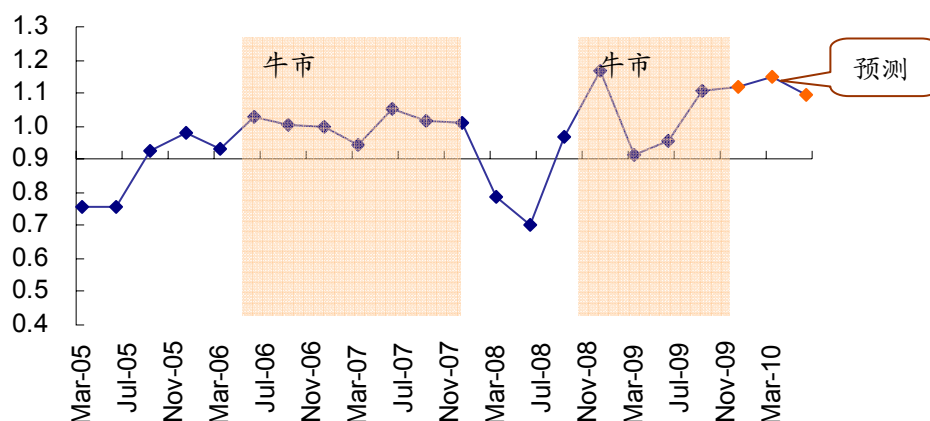
那么，利率变化和公司回报变化，何者对股价的影响更大？国外有不少的研究表明，这通常取决于宏观经济所处的周期。研究发现，在经济衰退时期，股价对公司的盈利变化比利率更为敏感，在这个阶段公司的利润回报更重要，而且这个阶段利率也通常处于低位，所以优于预期的经济增长数据会带动股价上升。但在经济扩张时期，特别是扩张速度不断加快的时候，利率变化的影响更大，因为通胀的威胁更为明显。超预期的增长会带来的通胀威胁，将令央行收紧信贷和提高利率，从而对股票市场不利。这就是为什么宏观经济的好消息对股票却是坏消息的原因。

五、一个简化的分析模型

既然存在这种关系，那么经济周期变化当中应该有一个临界点，或者拐点。当经济周期仍处于从低谷复苏之后的状态时，企业利润增长的速度快于利率上升的速度，股票市场应当反应为正面；当经济周期进入过热的阶段，企业利润增长的速度慢于利率上升的速度，说明实体经济的利润正被上升的资金成本所侵蚀，从而对企业的估值产生负面影响，那么股票市场反应为负面。

我们可以做一个简化的分析：大抵可以用资产回报率（由于 ROIC 的获取有难度，暂用工业企业 ROA 年化来表示）与贷款加权利率的比例来衡量上述两股力量的相对强弱。见下图。根据历史经验，临界点大约是该比例在 0.9-1 之间。09 年底 ROA 已恢复至 6% 的均值水平，保守假设未来两个季度 ROA 恢复至 6.5%（07 年的高点是 7.2%），加权贷款利率提高 54 个基点至 5.86%（08 年高点是 7.39%），那么该比例依然可以维持在 1 以上。应该说市场目前处在一个公司价值向好的趋势中，但是预期正在悄悄地改变，因为我们可能即将要进入临界区域。

图 1：ROA/人民币贷款加权利率



资料来源：wind，招商证券

说明：由于数据的难获取性，利率采用的数据并不连续，2008 年 9 月份之前采用的是人民币 1 年期贷款加权平均利率，之后采用的是人民币贷款加权平均利率。ROA 采用的是工业企业年化数据。数据频率是季度。

六、总结和讨论

引起股价变动的原因多种多样，任何经济数据都会影响股票市场，而且通常是在经济扩

张时期，高增长、低失业的好消息，对股票市场而言可能是坏消息。这是结合了不同经济周期阶段货币政策的反应模式的自然结论。经济增长与通货膨胀的数据影响央行的货币政策，影响市场对利率和流动性变化的预期，从而对股市有重大影响。

那么，你可能会问：低于预期的宏观经济增长，对股票市场而言会是好消息吗？在目前的情况下，答案是肯定的。所以，正如招商局集团董事长秦晓所言，经济增长温和放缓并没有什么可怕。但是，国外的实证研究也证明，对经济增长的好或坏的消息，市场的反应是不对称的。正如华尔街所流传的那样，股票市场上升是一个“过程”（process），而下跌却是一个“事件”（event）。我们现在要小心的正是这种无法预期的“事件”。

分析师简介

丁安华：招商证券首席经济学家，兼任招商证券董事、招商银行董事。曾任招商局集团战略研究部总经理。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。