

干货篇！基金经理5000字剖析基本面与历次牛市之间的关系

量化与对冲 今天

神奇的股票日内T+0高频交易课程
(第三期)
上海 2019年7月13日-14日 (周末两天)



报名咨询电话/微信
18516600808



谭华清 博士

现任嘉实财富高级宏观与配置研究员
嘉实基金博士后科研工作站博士后，在《经济学（季刊）》《统计研究》《金融学（季刊）》《财经研究》《China Sociological Review》《Journal of Epidemiol Community Health》等核心期刊发表多篇论文。

龙星小助手

2019年一季度，春季行情走势强劲。在当时环境中，企业盈利仍处于下行周期，而股市却迎来了久违的上涨。经济基本面和股市走势的不一致引发激烈争论。

有投资者认为，当前经济金融数据并不令人信服，经济企稳还要很长时间，在没有经济企稳的支撑，股票市场的上涨顶多算一次春季躁动。而也有投资者认为，此次行情有可能是牛市的起点。因为这一轮行情具备了多个牛市启动的条件，包括监管放松，流动性宽松以及估值底部，经济是否企稳可能并不重要。

鉴往知今，通过对历史上历次牛市启动前的环境的比较研究，有助于我们理解此轮行情。

一、经济周期与股票市场走势

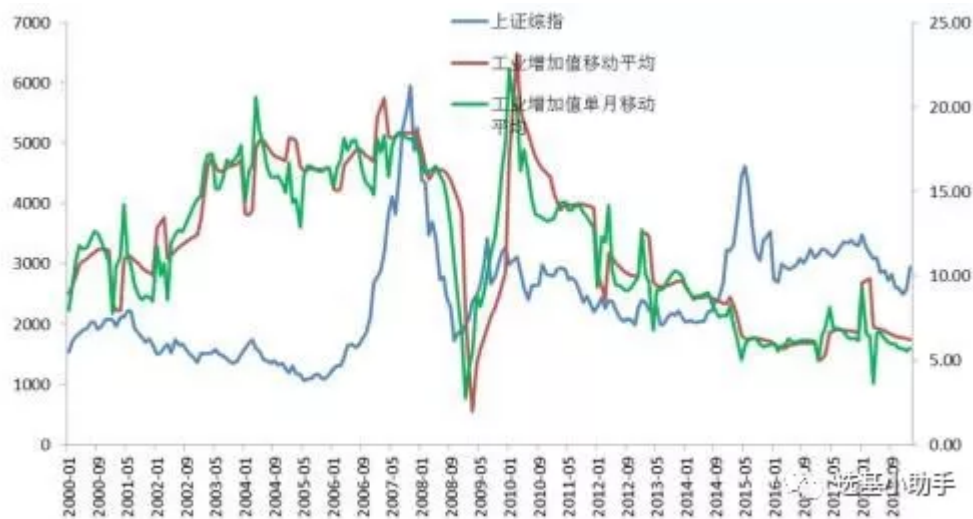


图1 经济周期与上证综指

我们首先看，经济基本面和股市牛熊周期的关系。我们用工业增加值、PMI（减50）、PPI和CPI来衡量经济基本面的状况。这些指标主要衡量经济增长和通胀水平两个维度。

上图反映了2000年以来，这些经济指标和上证综合指数的走势。从整个时间区间来看，经济基本面和股市还是有很强的关系。

比如2005-2007年的牛市中，工业增加值同比增速维持阶段高位，而且通胀水平缓慢抬升，PMI大部分时候维持在扩张区间。2010-2013年是大熊市，这一阶段经济也在不断下行。在2017年蓝筹股的牛市年，同时也是工业增加值企稳回升的一年。也存在明显背离的区间，例如2001-2005年，2014-2015年。主要原因还是股票市场的估值太高或者是太低打破了股票市场和经济基本面的正向联动关系。2001-2005年的背离主因在于2001年是前一个牛市的高点，估值提升幅度较大，脱离了基本面，市场本身积累了回撤风险。

而2014-2015年这一波牛市出现的背景是A股估值处于历史底部位置，即使经济下行但没有失速，投资者普遍预期中国经济下行是增速换挡，与美国、德国、日本、韩国等发达经济体走过的历程一样，到了某一个阶段经济增速自然而然会降下来。这是世界经济发展历史进程一再证明了的经济规律。

也就是说，投资者把中国长期经济增长的潜力和彼时经济增速下行区分开来。彼时还有流动性宽松和进一步深化改革的预期。

二、利率周期与股票市场走势

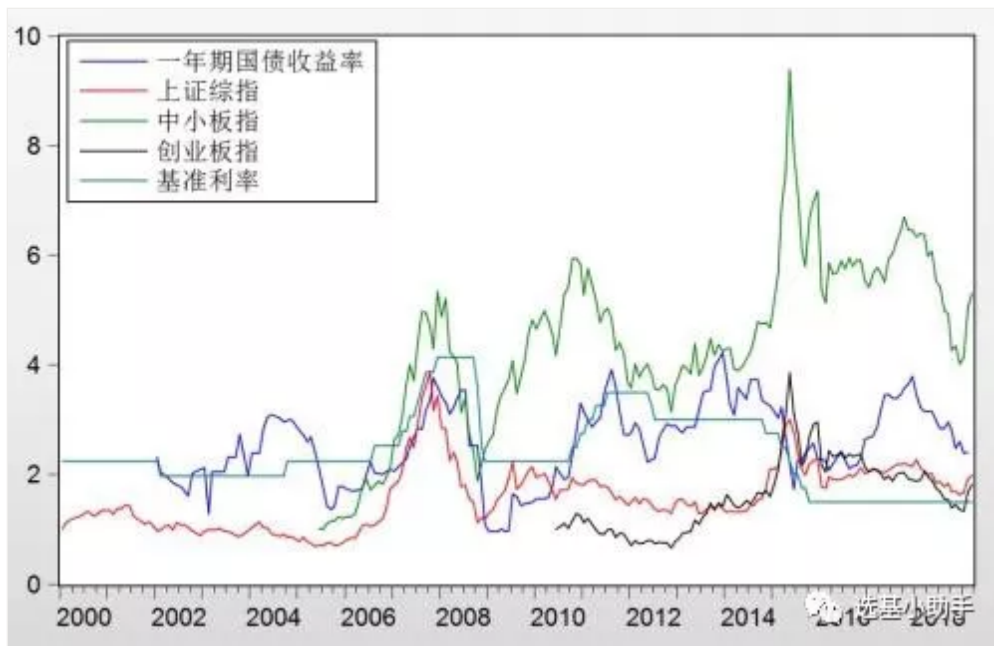


图2 利率周期与股票市场走势

观察利率环境我们使用了三个指标：一个是基准利率的变化，一个是1年期国债收益率的变化，一个是AA级公司债和AAA级公司债的信用利差。

这三个指标各有不同：基准利率的变化反映的是政策周期，但缺点是调整次数较少，波动幅度小，尤其是2015年以后，随着央行越来越重视市场利率，基准利率几乎没有调整。因此，为了更好的反映市场利率的变化，我们加入1年期国债收益率这一指标作为辅助。另外，国债收益率反映的是货币市场，对信用市场的反映不够灵敏。因此我们利用信用利差来观察信用市场的流动性环境。

从上图可以看到，就基准利率变化而言，加息周期和降息周期都不一定促成股票牛市或者熊市。以2005年6月开启那一波牛市和2015年6月开启的熊市为例。2005年6月开启的牛市持续到了2007年10月。在这两年多的时间里，央行在牛市的后半期进行了加息。

第一次加息发生在2006年8月。当时面临的经济环境是经济过热，经济增速创新高，通胀超过了3%并继续攀升。但是央行的加息并没有使股市降温，牛市行情得以延续了一年左右。同样，2015年6月开启的熊市则证明，在熊市途中的降息也很难终结熊市。

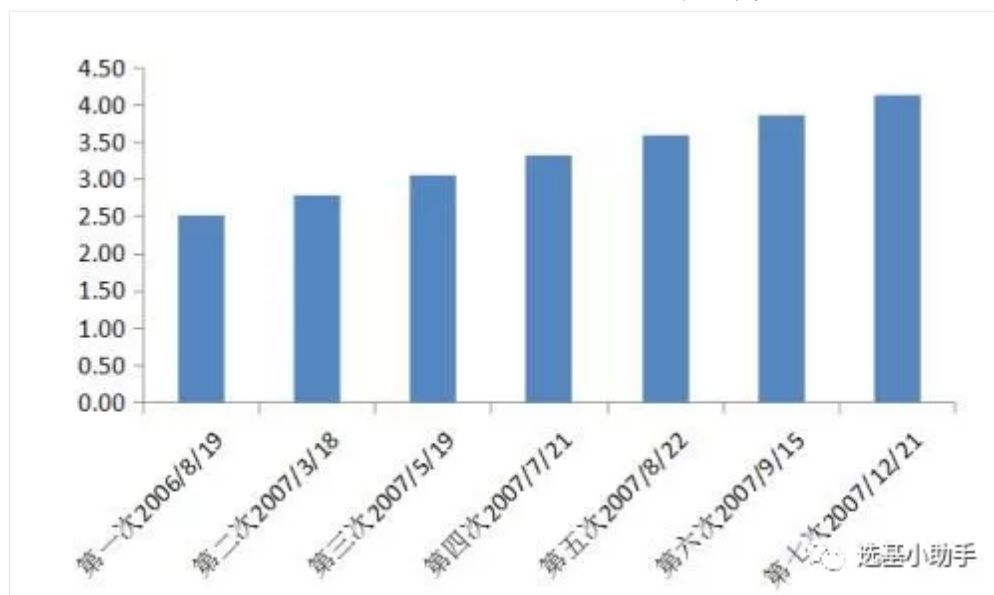


图3 2005-2007年大牛市中的历次加息

就国债收益率而言，我们选择一年期国债收益率而没有选择十年期国债收益率，这是因为十年期国债收益率和经济基本面的关系更强，而一年期国债收益率和货币环境关系更强。在基准利率变化不敏感的区间中，一年期国债收益率很好的扮演了替代角色。第一次出现在2012年7月降息之后直到2014年11月，基准利率都没有变化。

而这一期间银行同业业务持续扩张带动了社融规模的快速放量，M2增速持续高于国家调控目标，为了给盲目扩张的影子银行降温，央行短暂的采取了收紧流动性的措施。基准利率并没有反映这一现象，但一年期国债收益率则反映的非常明显。但这一收紧并没有得到经济基本面的配合。在经济下行和货币环境收紧的双重压力下，资本市场出现了股债双熊的局面。

第二次出现基准利率和一年期国债收益率背离是在2015年8月降息之后。这一阶段基准利率没有任何波动，而一年期国债收益率出现了一次明显的上行和下降周期。这一阶段一年期国债收益率和基准利率的背离原因和上一次并不相同。除了有决策层主动的去杠杆行为同时还有经济的上行。因此对股市的影响是复杂的。经济上行带动企业盈利上行利好股市，同时融资环境偏紧则不利于股市。最终表现到股市上是，大盘和中小盘走出了一定的行情而创业板则持续下跌。

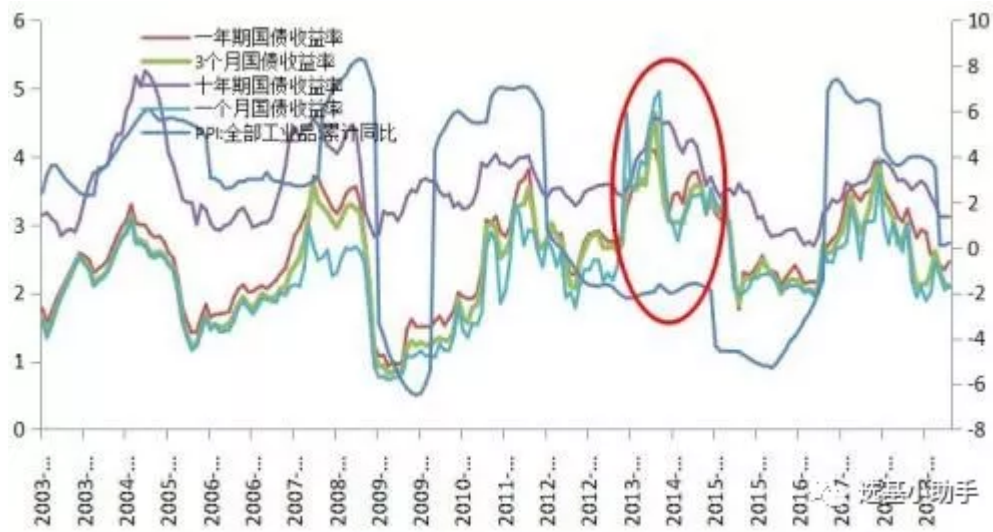


图4 国债收益率和PPI

另外信用利差的下行往往会中小盘走势向好的时候。第一次比较明显的下降始于2014年2月终于2015年8月，而这一阶段刚好是A股各大指数普涨的牛市区间。

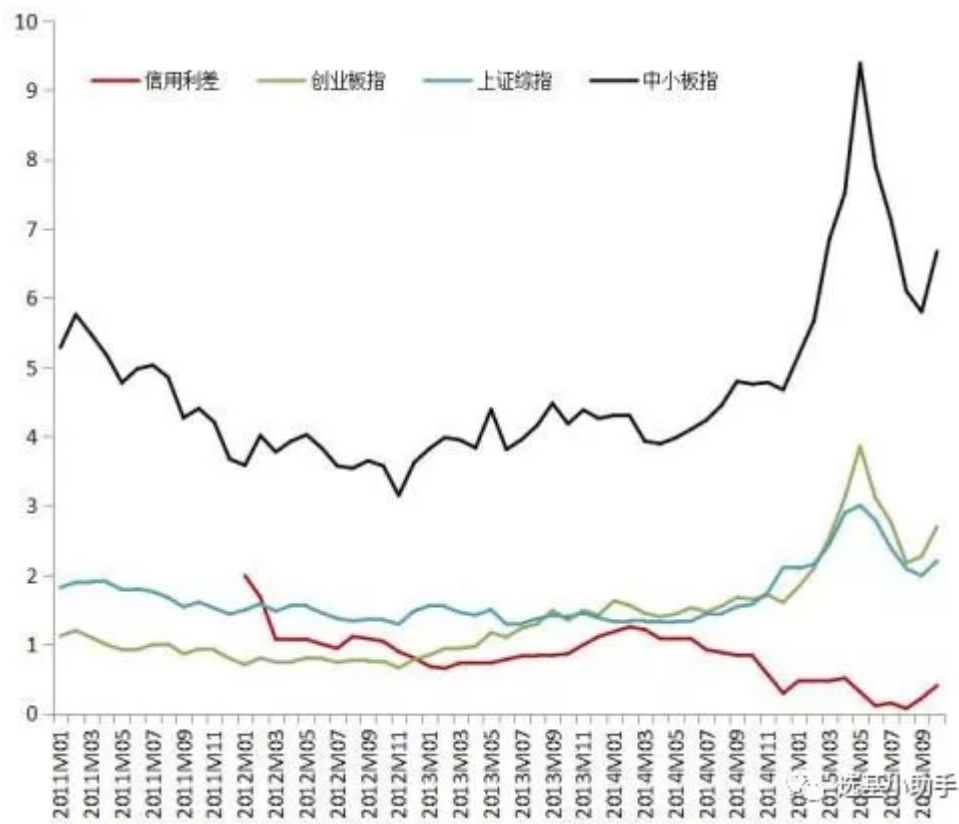


图5 信用利差下降支撑中小盘走势

第二次比较明显的下行始于2016年1月，直到2017年10月见底。这一区间中小板和上证综指都有明显的上涨行情。信用利差见底之后，中小板接着在2017年11月14日见顶。

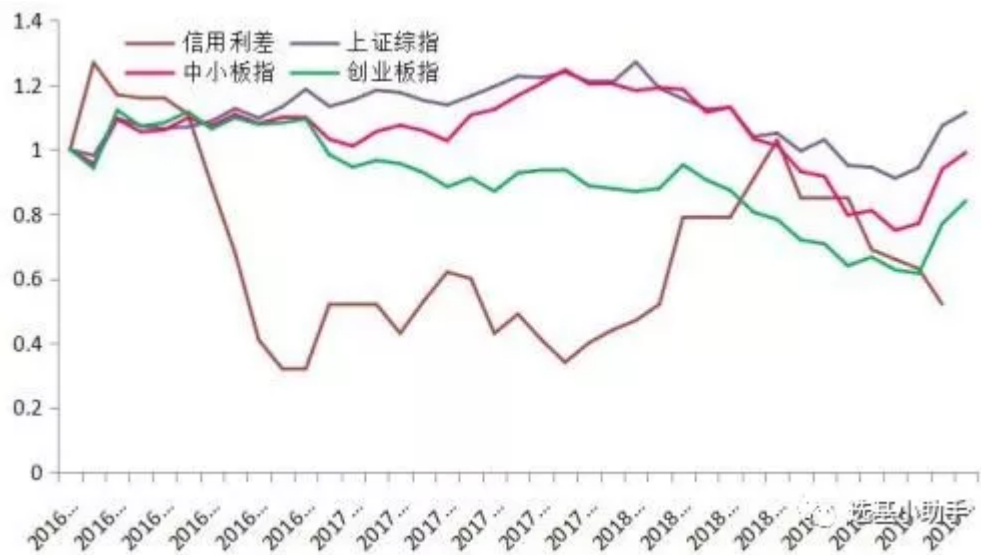


图6 信用利差见底预示中小盘见顶

综合来看，信用利差的走势对中小板走势或具有一定的领先作用。

“卖的精” 期权高级研修班
做稳操胜券的高收益期权卖方

上海 6月22日-23日 深圳 6月29日-30日



报名咨询电话/微信
18516600808

三、金融周期与股票市场走势

我们用M2、M1的同比增速以及二者增速之差作为衡量金融周期的一个维度。

下图可以看到，在2014年7月以前，M1同比增速的波动和上证综合指数的周期波动很一致。这一相关性被2014年7月启动的牛市打破。如果我们把房价，房地产销售面积和M1以及股价走势放在一张图上，这其中的原因可能略知一二。

可以看到，在2012年1月以前，股价和房价基本处于同涨同跌的周期中。在2012年1月以后，房价和股价呈现出一定的负相关性。

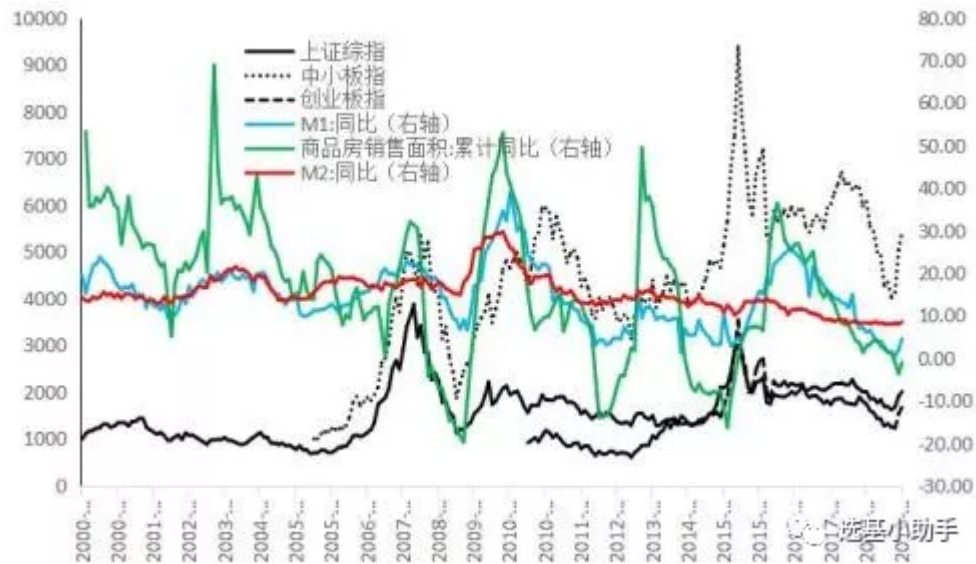


图7 股市、楼市和M1

也就是说，2012年之前看到的股市和M1的正向关系背后可能是M1和房地产销售的正向关系。2012年1月以后，随着房地产市场和股市的正相关性被打破，M1和股市的正相关性也被随之打破。

这背后的原因可能和房地产在中国经济中扮演的角色发生了变化有关。在2012年以前，房地产是顺周期的行业。2012年以后，房地产逆周期性逐渐增强。在经济衰退后期，房地产的监管政策往往会迎来一定的放松，从而刺激经济修复。

四、监管周期与股票市场走势

接下来，我们考察监管周期与股市周期的关系。

在中国，包括上市公司IPO的审核节奏在内的监管政策周期调整是股市牛熊的重要影响因素。监管周期主要涉及的是对金融创新，金融机构的相关业务的限制与放松。由于各类金融创新会产生协同效应并对资产价格的定价产生重要影响。

比如融资融券业务的放开会增加股市的波动，股权质押在熊市时期会加大股市的下行压力。与此同时，定增的放开，IPO的重启和收紧对股票市场的供应产生影响。

表1梳理了2003年以来，A股监管周期的变化及其内容。

表1 2003年以来A股监管周期的梳理

| 监管周期 A: 2003-2007 | | |
|-------------------|---|----------------|
| 监管态度 | 监管收紧 | 监管放松 |
| 时间 | 2003-2004 | 2005-2007 |
| 背景 | 市场连年下行，券商违规经营导致风险暴露 | |
| 主要成果 | 1. 严查券商违规经营，先后撤销、关停和托管 14 家券商；2. 建立证券公司内部控制法律规范 | |
| | 1. 成功实施股权分置改革；2. 资产证券化、融资融券、公司债、股指期货等大量金融创新 | |
| 监管周期 B: 2008-2014 | | |
| 监管态度 | 监管收紧 | 监管放松 |
| 时间 | 2008-2011 | 2012-2014 |
| 背景 | 2007 年大牛市后期疯狂催生大量违规行为；国际金融危机 | |
| 主要成果 | 1. 严查内幕交易、老鼠仓、抢帽子等违法证券活动；2. 建立内幕消息知情人登记管理制度 | |
| | 第一阶段：11 年底郭树清上任；第二阶段：2014 年 5 月新国九条出台 1. 发展券商和基金子公司资管业务；2. 削减 IPO/再融资/并购重组审核内容；3. 新三板、沪港通、股指期货等一系列金融创新 | |
| 监管周期 C: 2015-至今 | | |
| | 监管收紧 | 监管放松 |
| 时间 | 2015-2018 年 10 月 | 2018 年 10 月-至今 |
| 背景 | 2015 年股价异常波动，场外配资野蛮生长；防范金融风险的地位提升 | |
| 主要成果 | 1. 严查全市场信托；2. 规范两融业务；3. 清查配资；4. 限制股指期货和程序化交易；5. 金融反腐；6. 延迟注册制改革，战略新兴板等重大改革；7. 加码基金子公司监管；8. 限制跨界定增；9. 打击壳资源；10. IPO 审核条件趋严 | |
| | 1. 重新确立对资本市场的呵护 2. 简化对市场交易行为的监管；3. 对回购制度放松；4. 放松定增；5. 放松影子银行监管 | |

资料来源：平安证券研究所

涉及到金融创新业务的放开和收紧等政策周期更多的是定性的分析。

为了能够定量刻画监管周期，我们将IPO的暂停与重启作为监管周期的放松与收紧的代理变量。可以看到，IPO公司的数量变化和A股走势具有明显的正相关性。

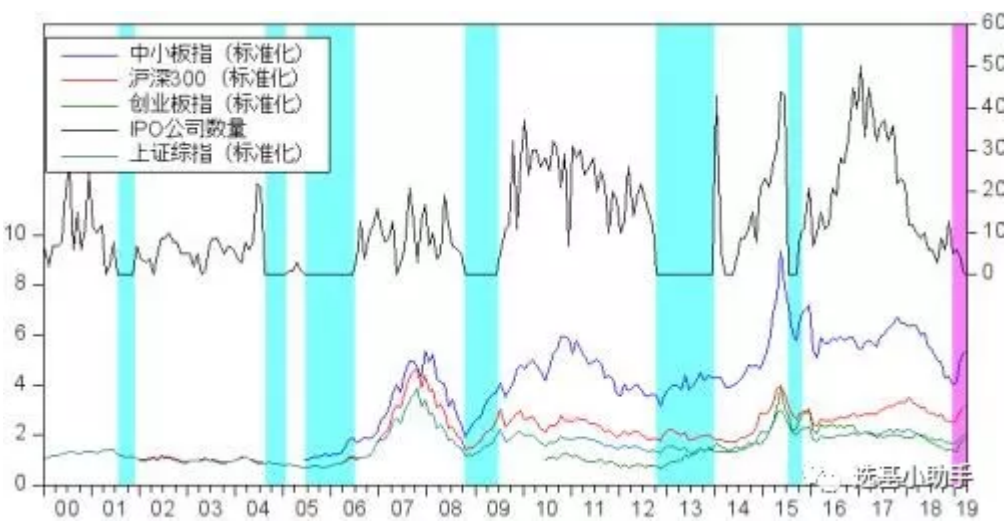


图8 A股主要指数走势和IPO公司数量

表2 股权分置改革以来A股IPO发行和牛熊市的经验统计

| 次序 | 暂停 IPO 时间区间 | 空窗期 | 离大底还差时间 |
|----|------------------------|-------|---------|
| 2 | 2005 年 5 月-2006 年 5 月 | 1 年 | 2 周 |
| 3 | 2008 年 9 月-2009 年 7 月 | 8 个月 | 1 个月 |
| 4 | 2012 年 10 月-2014 年 1 月 | 15 个月 | 半年 |
| 5 | 2015 年 7 月-2015 年 11 月 | 4 个月 | 2 个月 |



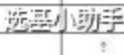
如果只考虑监管周期的松紧，往往在股票市场大幅下跌的熊市中后期，监管层开始放松监管，暂停IPO呵护股市。表2表明，股权分置改革以来，每一次监管周期放松之后，股市最晚半年就要见底。这说明，IPO的暂停往往意味着底部即将到来。虽然靠监管放松也不是熊转牛的决定性因素，但是一个重要的参考因素。

五、多重周期叠加看股票市场牛市

我们已经将经济周期，利率周期，金融周期和监管周期等基本面因素放在股市的牛熊周期中比较分析。我们发现任何单一因素都不是熊转牛的决定性因素。为此，我们把多重周期叠加并结合股市的估值环境来分析A股的牛熊转换。

表3 2000年以来的牛市启动及其相伴的经济金融条件

| | 牛市状态 | | | 满足估值底部 没有牛市 | | 当前 |
|--------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|----------------|
| 牛市状态 | 牛【一】 | 牛【二】 | 牛【三】 | 区间【一】 | 区间【二】 | |
| 区间 | 2005 年 6 月-2007 年 10 月 | 2008 年 11 月-2009 年 8 月 | 2013 年 6 月-2015 年 6 月 | 2004 年 5 月-2005 年 6 月 | 2012 年 11 月-2013 年 6 月 | 2015 年 10 月-至今 |
| 估值位置 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 10.60% |
| 底部 3 月移动平均工业增加值-平均值 | 1.02 | -4.04 | -0.33 | 1.47 | 0.03 | -0.33 |
| 区间工业增加值变化 | 1.63 | 0.47 | -2.87 | -2.2 | -4.7 | ? |
| 底部 12 月移动平均利润-平均值 | -0.87 | 1.21 | -0.54 | 3.05 | -1.7 | -0.33 |
| 区间企业盈利变化 | 上行周期 | 上行周期 | 大盘下行，小盘上行 | 下行周期 | 上行周期 | ? |
| 区间利润变化 | 4.77 | -7.6 | -2.75 | -1.4 | -1.77 | ? |
| 底部金融条件 M2 | 0.01 | -1.47 | 0.89 | -1.26 | -2.23 | -0.2 |
| 区间金融条件变化 M2 | 3.55 | 12.03 | -4.4 | -3.75 | -2.23 | ? |
| 底部金融条件 M2 相对于名义 GDP 增速 | 1.05 | 1.70 | 0.45 | -3.37 | -2.07 | 0.99 |
| 区间金融条件 M2 相对于名义 GDP 增速变化 | -3.89 | 23.3 | +0.87 | -4.87 | 5.39 | ? |
| 底部监管环境 IPO 数量 | -0.92 | -5.07 | -4.17 | 0.75 | | |
| 底部监管环境变化 IPO 数量 | 11 | 1.67 | 39 | -6 | -24 | ? |



注：作者根据WIND数据整理得到。变化用末期数值减去首期数值。

从上表可以看到，历次牛市都处于估值底部。在底部区域经济基本面情况略有差异。我们用3个月移动平均作为底部短期经济状态，用12个月移动平均作为经济中期趋势。用3个月移动平均值减去12个月移动平均值作为短周期的景气状况，如果该差值为正则认为，短周期下，该经济变量处于趋势上方。我们看到，工业增加值在历次牛市底部有正有负，同样作为经济状态的表征的社会消费品零售总额数据也是有正有负。

具体来说，2000年以来三次牛市中，2005年6月启动的牛市启动时，经济处于上升区间，而2008年10月，2013年6月启动的牛市启动时，经济处于下行区间。往往市场底领先经济底，那么在牛市整个过程中，是否出现经济向好的变化呢？

在三次牛市中，前两次牛市过程中都出现了经济向好的变化，包括工业增加值和盈利都处于上行周期，而第三次牛市也就是2013年6月启动的那次牛市，整个过程中经济出现了分化，上证综指的盈利处于下行周期，而中小创的盈利处于上行周期。从经济基本面来看，这一次牛市是和经济基本面最弱的一次，但也有部分板块的基本面的配合。

看金融条件，我们用M2同比增速与名义GDP增速之差作为衡量金融条件的变量。如果这个差值为正则说明，货币供应量超过了经济增速所需要的合理增速。三次牛市启动的底部区域无一例外处于货币供应量M2同比增速超过了名义GDP增速。而满足估值底部的两次都处于货币供应量M2同比增速低于名义GDP增速的区间，也就是说，金融条件偏紧的环境。而当前环境则是偏松的金融环境。

监管周期的内涵十分丰富，我们以IPO数量作为监管周期变化的量化指标。可以看到，在历次牛市底部，3个月移动平均的IPO数量都低于12个月移动平均值，说明这些区域，监管周期都是放松的。当前环境同样如此。而过去两次历史大底却没有成为牛市的区间中，监管周期也是偏松的。而在整个区间，三轮牛市后期都出现了监管收紧的现象。

以上研究结果，可以用下表来概括。

表4 2000年以来的牛市启动及其相伴的经济金融条件

| 市场状态 | 区间 | 估值 | 经济 | 利率 | 监管监管 |
|-------------|----------------------------|----|----|--|------|
| | | 底部 | 上行 | 放松 | 放松 |
| 牛【一】 | 2005 年 6 月 -2007 年 10 月 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| 牛【二】 | 2008 年 11 月 -2009 年 8 月 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| 牛【三】 | 2014 年 3 月 -2015 年 6 月 | ✓ | | ✓ | ✓ |
| 满足估值底部但没有牛市 | | | | | |
| 区间【一】 | 2004 年 5 月 -2005 年 6 月 | ✓ | ✓ | | ✓ |
| 区间【二】 | 2012 年 11 月 -2013 年 6 月 | ✓ | | | ✓ |
| 当前 | 2018 年 10 月 - 至今 | ✓ | ? |  选股小助手 | |

综合来看，我们可以得到以下结论：

1、影响牛市的四大条件：估值底，流动性底，监管底，经济底。其中经济底的重要性比较弱。估值底、监管底和流动性底是牛市的必要条件。宏观经济扩张不是牛市的必要条件。但从2001年以来的三轮大牛市来看，或多或少有盈利的配合。尤其是在经济转型

时期的当下，大盘和中小创的盈利周期出现了错位。看宏观经济可能还不能判断各大板块的盈利周期。

2、估值底部只是牛市的必要条件，不是充分条件。估值历史大底之后可能还有历史大底。比如2012年上证综指创下了历史大底，但是大盘调整的脚步并没有停下，直到2013年6月再创新低，并在底部震荡了9个月之后，直到2014年3月才稳步向上，开启新一轮牛市。在估值风险不高的环境中，出现股票市场持续下探往往是利率环境紧缩导致的。这种情况可参考2012-2014年，2016-2018年。

3、从风险的角度来看，估值风险是最大的风险。即使监管周期，利率周期都配合，估值位置较高买入会有较大的回撤。而相反，如果估值位置较低虽不直接创造牛市，但是在历史大底部面前，总体回撤可控。我们统计了2000年以来，五次大底部买入持有一年后的回报。这五次底部的最大回撤是4.2%。

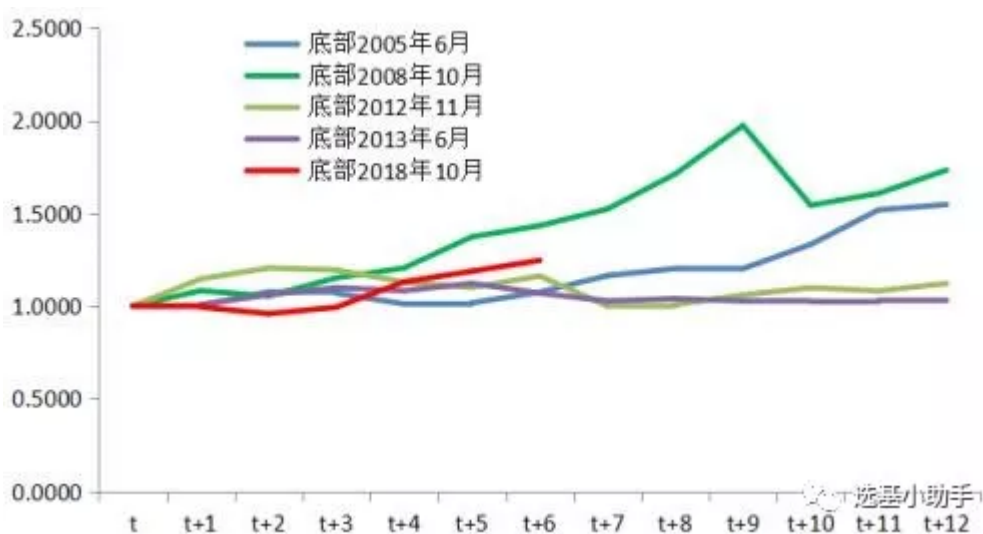


图9 历次底部买入持有12个月的走势

六、当前A股还有多少空间？

我们已经知道牛市至少需要具备三大条件：估值底，流动性底和监管底。

当前环境下，这三个要素基本满足。估值处于相对低位（截至2019年4月末），上证综指的估值处于2001年以来10%左右的分位数水平，创业板是0%的历史大底。同时流动性底也在逐步确认，2018年10月19日，尤其是2018年11月1日民营企业座谈会之后，民企受困的担忧也逐渐缓解。监管底也日益清晰，游资炒作也有合理引导而不是一刀切，对并购、回购和增发的限制也有所放松。

表5 当前与历次底部环境对比

| | 2018 年 12 月 | 2016 年 1 月 | 2013 年 6 月 | 2008 年 10 月 | 2005 年 6 月 |
|---------|-------------|------------|------------|-------------|------------|
| 累积涨幅 | 31.5% | 32.3% | 164.9% | 103.4% | 495.5% |
| 居民杠杆率 | 53.2 | 40.43 | 32.6 | 18.37 | 17.81 |
| 企业部门杠杆率 | 153.55 | 157.26 | 133.64 | 96.28 | 103.41 |
| 估值位置 | 10.60% | 22.2% | 0% | 0% | 0% |
| 美股位置 | 84% | 45.8% | 42.5% | 0% | 48% |
| 外资流入潜力 | 1.1 万亿 | 7000 亿 | 4000 亿 | 500 亿 | 400 亿 |
| 投资者心理预期 | 国际环境百年未有之变局 | 熔断、股灾 | 经济新常态、房价下行 | 股灾、国际金融危机 | 股灾、国际金融危机 |

注1：数据来自WIND。外资流入潜在规模：QFII额度+陆港通北上资金+MSCI扩权20%。

注2：估值位置的计算是基于2001年以来的数据。

然而从估值，监管，流动性以及经济基本面，还有美股位置等多个维度来看，本轮行情和历史上的大牛市相比都稍逊风骚。

估值位置来看，上证综指并没有到历史最低，从监管来看，结构性去杠杆仍是大势所趋，流动性也要求松紧适度，经济基本面而言，下行压力仍在。与此同时，美股的估值位置仍然处于高位，已构成了本轮行情的一个风险因素。

外资流入潜在规模可算作本轮行情的一个优势。然而外资更多奉行价值投资，一旦A股出现高估，他们有可能就驻足观望。而且一旦美股波动加大，外资可能会降低股权的风险敞口而同样减少A股的配置。

综合来看，2019年来这些因素或许决定了本轮A股行情不太可能是快涨快跌的快牛。市场经历了一段时间的估值修复之后，后续的驱动更有可能来自经济基本面的持续稳健和对中国经济长期增长信心的修复，如果有牛市那也将是慢牛。

来源：嘉实基金



零基础学Python量化, 实现割韭菜策略程序化!

深圳

①期: 2019.07.13-07.18 (6天)
②期: 2019.07.27-08.01 (6天)

报名咨询电话/微信
18516600808

