

宏观数据研究的重要性在于，它是所有资产定价的基础，无论是股票还是债券，最终都取决于盈利能力、估值、无风险利率。宏观特点是趋势性，波动性较弱。研究宏观数据的意义在于，能够感知当前的经济温度，推断季节变化，知道何时去播种，以及何时收获。所有投资决策的核心，都在确认市场目前处在什么位置。

1.PMI指数

PMI 为采购经理指数，是宏观经济变化的晴雨表，对国家经济活动的监测、预测和预警具有重要作用。PMI 指标体系包括制造业和非制造业领域（服务业PMI），分别反映制造业和非制造业经济总体变化趋势，及企业经营活动多个侧面的运行情况。PMI 具有先行指数的特性，可以方便、及时地显示经济变化的趋势和范围，预测经济拐点。PMI 取值范围在 0 至 100% 之间，50% 为扩张与收缩的临界点；高于 50%，表示经济活动比上月有所扩张；低于50%，表示经济活动比上月有所收缩。PMI 与临界点的距离，表示扩张和收缩的程度。

中国制造业采购经理指数体系共包括11个指数：新订单、生产、就业、供应商配送、存货、新出口订单、采购、产成品库存、购进价格、进口、积压订单。制造业采购经理指数（PMI）是一个综合指数，计算方法全球统一。如制造业PMI指数在50%以上，反映制造业经济总体扩张；低于50%，则通常反映制造业经济总体衰退。

下图是最新的PMI指数：



图表所示数据，“PMI-制造业”指数为当月PMI值，上证指数（SH000001）为当月收盘价格。首先，由于PMI指数结果的滞后性，A股市场参与者当月得到是前一个月的PMI指数值。假设，市场参与者会根据PMI指数的好坏预期来进行调整，那么PMI指数应具有先导性。但从图表数据观察，PMI指数和股市走势呈现了明显相关性，但并没有严格同步，相反上证指数在一定时期的走势相对PMI指数具有比较明显的领先性。有趣的是，股市的领先性在一定程度上印证了“股市是经济发展的晴雨表”这一结论。那么从这点，我们是否可以认为，PMI指数对于A股市场的投资者的指导意义似乎并不明显。而对于国家经济的管理层，是否应该考虑A股市的平稳发展对于经济的重要性的呢？

2.CPI-PPI剪刀差

另一个比较有用的指标CPI-PPI剪刀差。尤其是在投资消费板块时，可以看看CPI和PPI。

CPI，居民消费价格指数，是度量居民生活消费品和服务价格水平随着时间变动的相对数，综合反映居民购买的生活消费品和服务价格水平的变动情况。CPI涵盖全国城乡居民生活消费的食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务等商品与服务价格。

PPI，生产价格指数，指工业企业产品第一次出售时的出厂价格的变化趋势和变动幅度。PPI反映的是企业生产的意愿与能力，PPI上涨越快，表明企业生产的动力越强，供给越多。

CPI和PPI分别从需求端和供给端（生产端）描述了经济运行状况。这种两者间差值处于不断扩大趋势的形态称为CPI-

PPI剪刀差。CPI-PPI的差值反映的是企业盈利增长情况，通过实证研究发现，CPI-PPI对于工业企业利润有较强的领先作用，CPI-PPI指标也与经济整体增长速度呈较强的相关性。理论上，CPI代表下游价格，PPI代表上游价格及上游成本，剪刀差扩大反映出利润空间从上游向下游回吐，上游成本压力减轻，或有利于下游行业利润的显著改善。参看下图：



M1-M2走势与股市成正相关

从M1-M2走势与股市走势图不难看出，若排除2007年以及2015年大牛市的非理性走势，大部分时间M1-M2走势与股市走势都有极为明显的正相关性。

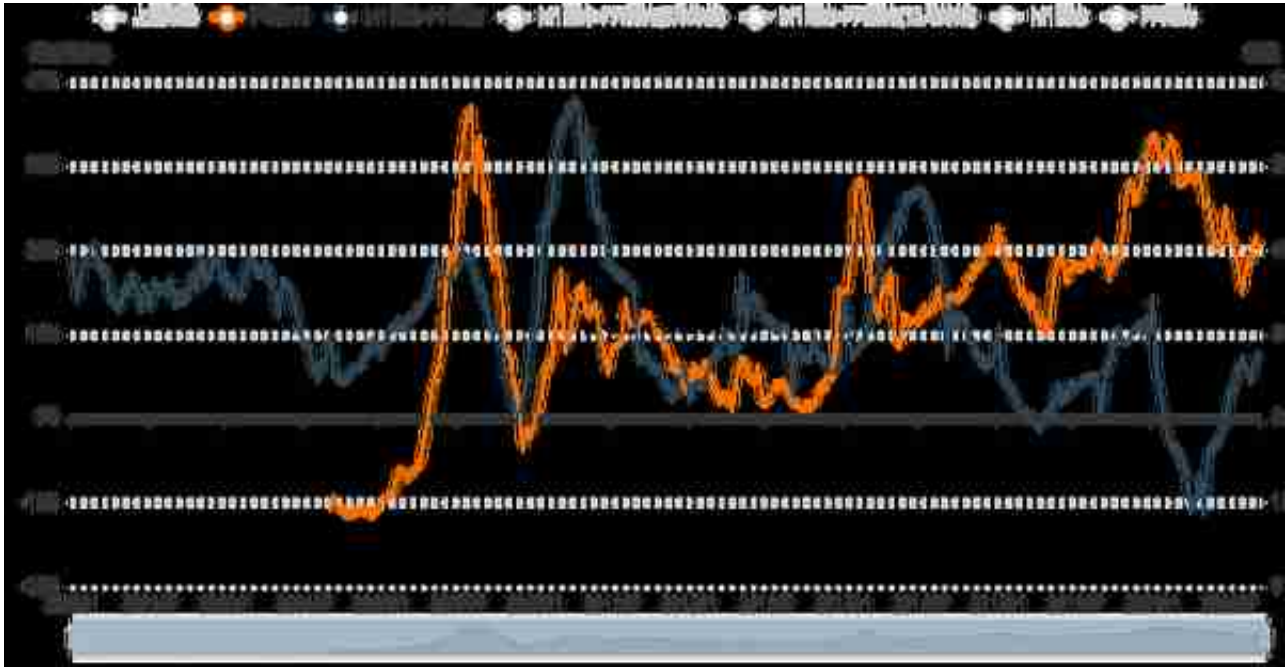
比较M1-M2增速差与上证指数同期走势，M1-M2的同比增速差向上攀升，同期股市也会向上，一旦增速差向下回落，股市同期也将出现调整。

从1999年至今的统计，去掉几个极端情况，M1-M2的剪刀差大致在 -15到+15之间波动。当剪刀差向下波动，达到-8时表明股市离底不远，而当其向上波动，超过+8之后，表明股市离顶不远。

4.金融深化指标 M2/GDP

M2/GDP是常用的衡量金融深化的指标，即广义货币(M2)与国内生产总值(GDP)的比值。比值越大，说明经济货币化的程度越高。

上世纪90年代以来,中国货币供应量的增长远远超过GDP的增长。到2020年年底，中国GDP总额约为1015万亿元，是1990年的54倍，而同期的M2从1990年到2020年年底增加了143倍，超发货币导致货币购买力下降和物价上涨。参看下图：



信用周期可以较大程度形容A股市场的剩余流动性环境。当信用大幅扩张的时候，也是企业部门能够通过各种手段大量拿到便宜资金的时候，于是这一阶段，一般都会发生所谓的“脱实入虚”，即企业部门将拿到的资金投入房地产市场或者金融市场。

作为一个验证，信用周期的指标可以很好的同M1-PPI相互拟合。投资者经常用M1-PPI来形容股票市场的剩余流动性，大体逻辑在于，M1代表市场上的钱，PPI代表进入实体经济的钱，于是两者相减，即代表漏出到金融市场的钱。

最终，信用周期表征的剩余流动性，很大程度决定了A股市场整体估值的水位。

6.贷款市场报价利率 LPR

贷款市场报价利率（Loan Prime Rate, LPR）是由具有代表性的报价行，根据本行对最优质客户的贷款利率，以公开市场操作利率（主要指中期借贷便利利率）加点形成的方式报价，由中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心计算并公布的基础性的贷款参考利率，各金融机构应主要参考LPR进行贷款定价。现行的LPR包括1年期和5年期以上两个品种。LPR市场化程度较高，能够充分反映信贷市场资金供求情况，使用LPR进行贷款定价可以促进形成市场化的贷款利率，提高市场利率向信贷利率的传导效率。

最新报价：中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2023年3月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%。以上LPR

在下一次发布LPR之前有效。如下图。



下图列出了各个时间期限的拆借利率。



从图中可以看到，从2月中旬开始，散装船运有一个缓慢的复苏迹象。

BDI景气影响因素：全球GDP成长率、全球铁矿及煤矿运输需求量、全球谷物运输需求量、全球船吨数供给量、国际船用燃油平均油价、重要战争、大规模自然灾害、大规模社会危机如大罢工、社会动乱等对航运将产生影响。

全球GDP成长率影响全球对铁矿及谷物运输的需求量；自然灾害使物资缺乏，货品运输需求提高，会使散装航运景气走扬。

9.宏观Beta因子

(1) 美元指数

美元指数在美国洲际交易所 (ICE) 交易，由美元对 6 个主要国际货币 (欧元占比 57.6%、日圆 13.6%、英镑 11.9%、加币 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎 3.6%) 的汇率，进行加权几何平均计算而来，反映全球资金流出、入美国 (美元) 的趋势。

美元强弱势在过去相当程度上影响新兴市场股票和债券的表现。核心逻辑是全球金融经济系统是一个整体，当实体经济扩张时，国际市场的资金会考虑全球资金流动性、各国收益率差异、成熟国家和新兴国家的经济发展表现，资金就会更倾向于流向弹性更高的新兴市场，从而导致美元贬值。当美元强势上涨时，表明国际资金可能会回流美国，这会对新兴市场股票和债券的表现不利。反之，当资金充裕时，热钱会涌入海外市场，这有利于新兴市场股票和债券。美元指数走弱的原因有多种，其中可能包括美联储降息预期。此外，其他国家经济体强于美国可能会导致资金从美国流出，从而导致美元走弱。需要注意的是，这些因素可能并不是单独作用的，它们也可能相互作用或受其他因素的影响。

(2) 美元人民币汇率中间价

人民币(CNY)于 1948 年 12 月 1 日开始流通，由中国人民银行发行，根据 SWIFT 报告，人民币为目前全球第五大活跃货币，占全球支付总额约 2~3%。

人民币汇率贬值阶段，如果存在贬值预期，一般会导致资金外流压力，A股市场的北向资金会呈现净流出状态。从人民币贬值利好角度考虑，海外业务占比大的行业将更大程度受益，人民币贬值将从增强产品的国际市场竞争力、提高出口企业的盈利能力和增加外汇资产收益等三方面。具体来说：

1) 出口型公司，订单大部分以美元为结算货币，当人民币贬值时，将美元兑汇成人民币时，由于人民币贬值，相同的订单收益能换取更多的人民币，除正常利润以外，还获得一些汇兑收益，增加营业收入。

2) 依赖外贸经营的企业，通常都会有一定的外汇资产，当人民币贬值时，公司的美元资产将会升值，产生资产的汇兑收益。

3) 出口产品价格会因人民币贬值而降低，相同质量的情况下，价格降低能显著提高产品的竞争力，从而增强产品在国际市场上抢占国际市场份额的能力，中长期利好行业。

人民币贬值利空以人民币计价的资产，人民币贬值会引发本币资产估值下降，地产

和金融等板块会走弱，会对于航空企业，以及部分境外融资负担比较重的房地产企业造成比较大的财务负担，进而影响到相关的股票估值和房地产销售价格。

对于原材料依赖进口的石油、化工行业来说，人民币贬值，美元升值，使得进口商品、服务本币计价变贵，导致进口成本相对更高。除此以外，人民币贬值的预期会造成热钱流出，A股的流动性会趋紧，从而利空进口行业。

(3) 美国10年期国债收益率、10年期国债实际收益率

10年期国债收益率代表着短天期的利率+市场对未来经济与通胀的预期。10年期国债收益率上扬，代表市场对未来景气与通胀持续看好。美国十年期通胀保值债券(TIPS)收益率一般是美国国债的实际收益率指标，其和美国名义利率之差可以看做投资者对年通胀率的预期。

美债利率对A股核心资产定价的影响：

理论上，2017年开始，外资大幅流入A股市场，成为核心资产的边际定价资金，同时也是外资的进入，逐步改变了这些公司的定价逻辑。目前，北上资金占消费前50指数中50个股票的自由流通市值比重平均为15%。

其次，从实

证检验的结果来看，2

017年外资开始大幅流入之后，的确是

美债利率与A股核心资产估值

的反向相关性更加明显。

仅从目前的科技领先性讲，由于美股科技股的仍旧在世界范围内处于技术领先，使得全球的成长股均以美股成长股作为估值的锚定对象。也就是全球的成长股估值向美股的成长股估值看齐。

为何是美债实际利率而非名义利率对A股成长风格起到主导作用？(1) 美国货币政策的变化对全球资本流动有传导影响，但是美国经济基本面和通胀预期的影响不直接，实际利率更直接反应美联储货币政策的变化，而名义利率还包含了对于美国经济基本面和通胀的预；(2) 北向资金对A股成长风格的边际定价权比价值风格更高，国内机构投资者容易抢跑。(3) 深港通开通以来，美债实际利率对于A股市场的影响力度才明显增强，反映北向资金对于A股定价权在提高也是导致美债利率变化影响A股风格的主要原因。

从主要指数与10年期美债实际利率的相关性、北向资金持股占流通市值比例来看，基本为正向相关。

分行业看，北向资金持有比例更高的行业，也大致与10年期美债实际利率的相关性更高，且基本为成长风格。

(4) 中国10年期国债收益率

十年期国债利率在一定程度上可以反映宏观经济发展周期的变化，也可以对未来经济进行预测，然后国家可以根据收益率的曲线情况进行政策调整，帮助经济持续增长。在国内市场中，十年期国债收益率是人民币资产定价的基础。因为，十年期国债的收益率是国家信用担保的长期债券通常就被作为无风险收益率，不仅仅是股票市场，包括期货市场、房地产市场的资产价格也都取决于市场上无风险收益率（十年期国债收益率）。

国债的到期收益率是衡量国债价格的有效指标。收益率曲线的短端主要受资金面的影响，收益率的长端主要受经济基本面的影响。

从长期性的方面来看，国债收益率是螺旋降低的，这是由于社会经济发展到一定水平的情况下，速率便会降下去。

国债到期收益率与经济增速和通货膨胀率关系密切。根据美林投资时钟理论，在经济复苏，通货膨胀率走低的情况下，最优的投资品种为债券。此时债券的到期收益率较低，而价格较高。我们用工业增加值（剔除1、2月份数据）来表示经济增速，CP

I代表

通货膨胀

水平，分析二者与5

年期国债到期收益率的关系。从数据上

看，

国债收益率与通货

膨胀水平相关度更高（相关系数达0.

8以上）。

较高的通货膨胀水平会推动国债到期收益率上行，从投资回报的角度看，国债到期收益率须更高，从而弥补通货膨胀带来的资产贬值损失；从货币政策的预期角度看，通货膨胀率上行过程中，未来货币政策紧缩的概率渐长，会使得国债收益率上行，价格下降。

近期十年期国债利率在3.050%-3.400%这个区间，而息票率为3.25%，到期日为2028年11月22日。

[#4月财经新势力#](#)

[#头条创作挑战赛#](#)

[#大有学问#](#)