

分母的逻辑

投资要点:

近期市场热议的话题之一是降息。国内层面，12月21日起，商业银行开启年内第三次存款利率下调，缓解银行净息差压力的同时，也为2024年降息打开空间。而当前实际利率偏高，经济复苏同样有赖利率的进一步下调。海外方面，12月美联储议息会议正式讨论降息，美联储官方指引到2024年底降息75BP，市场更是走在前面，已经计入全年降息150BP预期。

从DDM公式看，影响股价的因素主要包括企业盈利（分子的逻辑）和贴现因子（分母的逻辑）。理论上，利率下行从分母端带动无风险利率下降，通过估值提升拉动股市。但从历史经验看，分母逻辑奏效需要特定的条件。国内利率下行阶段，A股多数时候体现为下跌。美股表现出类似特征，美联储历次降息周期开启前后，美股总体跑输美债。究其原因，中美分母端无风险利率下行的时候，通常对应经济下行压力加大、企业盈利承压，分子端同样向下，大幅对冲分母端的逻辑。

当经济处于盈利周期底部，市场对分子端较为钝化，分母的逻辑更容易兑现。当盈利增速接近探底时，市场通常对盈利端更为钝化，利率下行引发的分母行情更易出现。从A股的历史经验看，利率对估值和大盘的拉动通常在盈利增速接近探底时较为突出，2008-2009、2014-2015、2019Q1、2020年较为典型。

当前位置已处于盈利底部，海内外流动性宽松演绎下，分母的逻辑有望再度上演，A股2024年春季躁动值得期待。如果从2021年3月算起，全A（非金融）盈利增速已调整接近一年半，盈利处于绝对底部，三季度已经略有反弹。11月工业企业盈利明显改善，而根据我们此前的测算，2024年全A（非金融）盈利增速后续有望逐季回升，到年底接近7%。而后续在海内外宽松预期的共振下，分母行情再度上演的概率不低，当前位置可以更乐观。

风险提示：一是历史经验不代表未来；二是经济复苏低于预期；三是海外市场大幅波动。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号：S0210523060003
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号：S0210523060002
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号：S0210523060006
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《美联储首次降息前后资产价格表现》—2023.12.25
- 2、《存款利率下调，来年降息可期——一周综评与展望》—2023.12.24
- 3、《盈利回升，顺风而行——2024年宏观经济展望》—2023.12.13

正文目录

1 存款利率下调，降息空间打开.....	3
2 利率下行拔估值？杀盈利风险同样存在.....	3
3 盈利增速探底时，更容易出现分母行情.....	6
4 分母行情+盈利底部，对后市可以更乐观.....	7
5 风险提示.....	8

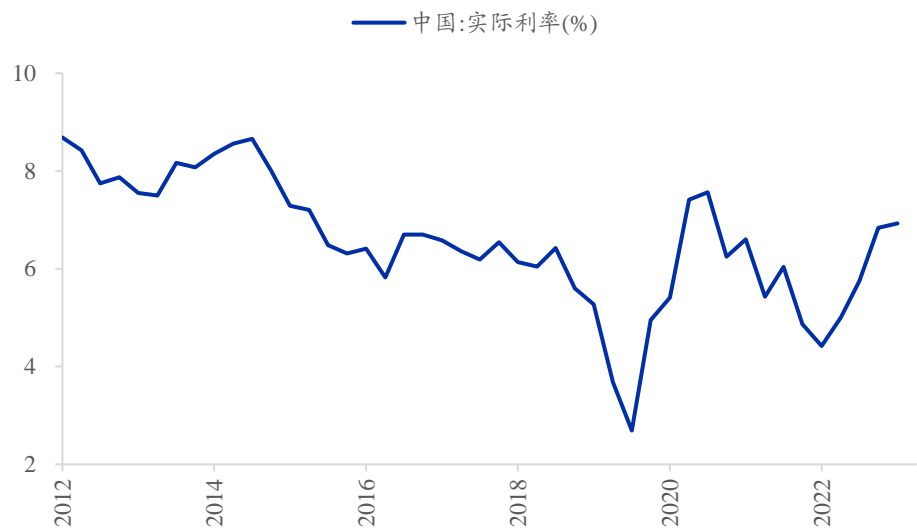
图表目录

图表 1：截至 2023Q3，实际利率整体处于高位.....	3
图表 2：3 个月 SHIBOR 与万得全 A.....	4
图表 3：利率大幅下行阶段，通常对应 A 股净利润增速下滑.....	5
图表 4：美联储首次降息前后的新增非农变化.....	5
图表 5：美联储首次降息前后的制造业 PMI 变化.....	5
图表 6：首次降息前后的大类资产表现.....	6
图表 7：首次降息前后的美股走势.....	6
图表 8：盈利增速接近探底时，利率下行对估值提升的拉动更显著.....	7
图表 9：2024 年 A 股盈利增速有望触底反弹.....	8

1 存款利率下调，降息空间打开

12 月底年内第三次存款利率下调启动，为后续降息打开空间。12 月 21 日起，工、农、中、建、交等五大国有商业银行相继发布公告，下调存款挂牌利率，系年内第三次下调。在 2023Q3 商业银行净息差已经降至 1.7% 的历史极低水平的背景下，存款利率下调有助于降低银行负债端成本、缓解净息差压力。同时，负债端成本的进一步压降，也为资产端成本下行打开空间，2024 年降息或在路上。尤其是在当前实际利率仍然偏高、经济复苏基础尚不牢固的背景下，利率下行有其应有之义。

图表 1：截至 2023Q3，实际利率整体处于高位



来源：Wind、华福证券研究所；实际利率计算参照易纲（2023）的方法，通过（金融机构人民币贷款加权平均利率×75%+民间借贷利率×25%）减 CPI 计算得到

2 利率下行拔估值？杀盈利风险同样存在

理论而言，利率下行，从分母端有助于股价提升。根据 DDM 变型公式，股价的分子端为企业盈利（EPS），分母端为无风险利率（ r_f ）+ 风险溢价（ $r_{premium}$ ）- 增长预期（ $growth$ ）。利率下行，意味着无风险利率下降，相应地股价自然应该提升。也即利率下行阶段，通常对应股市估值扩张。

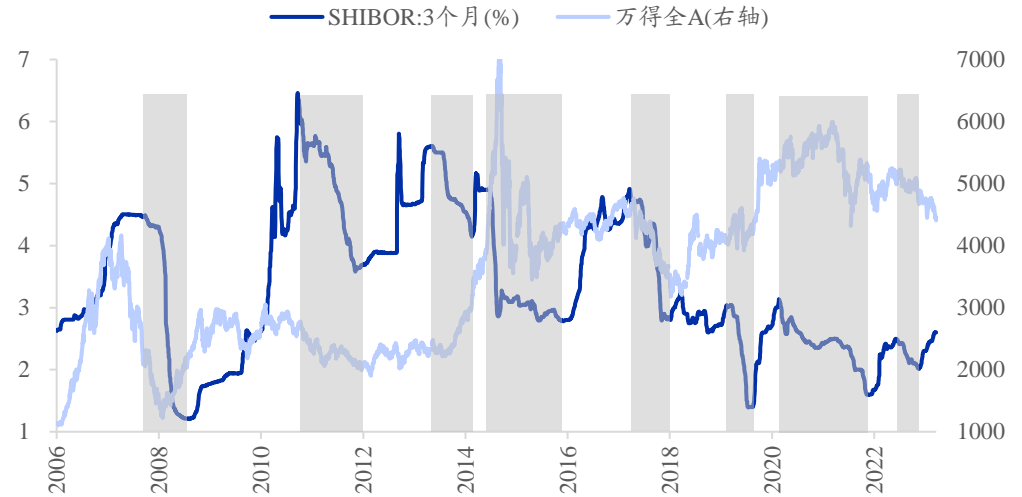
$$P = \frac{EPS}{r_f + r_{premium} - growth}$$

↑
↓

但从历史经验，国内利率下行阶段，并不意味着股市上涨，很多时候甚至是下跌。采用 3 个月 SHIBOR 利率作为衡量国内流动性的代理指标，2006 年以来其大幅下行阶段主要有 2008Q3-2009H1，2011Q3-2012Q3、2014、2015Q2-2016Q3、2018Q1-Q3、

2020H1、2021Q1-2022Q3 和 2023Q2-Q3。其中，A 股在 2008Q3-2009H1、2011Q3-2012Q3、2015Q2-2016Q3、2018Q1-Q3、2021Q1-2022Q3、2023Q2-Q3 均录得下跌。可见降息以及引发的利率下行，并不能必然得出股市上涨的结论。

图表 2：3 个月 SHIBOR 与万得全 A

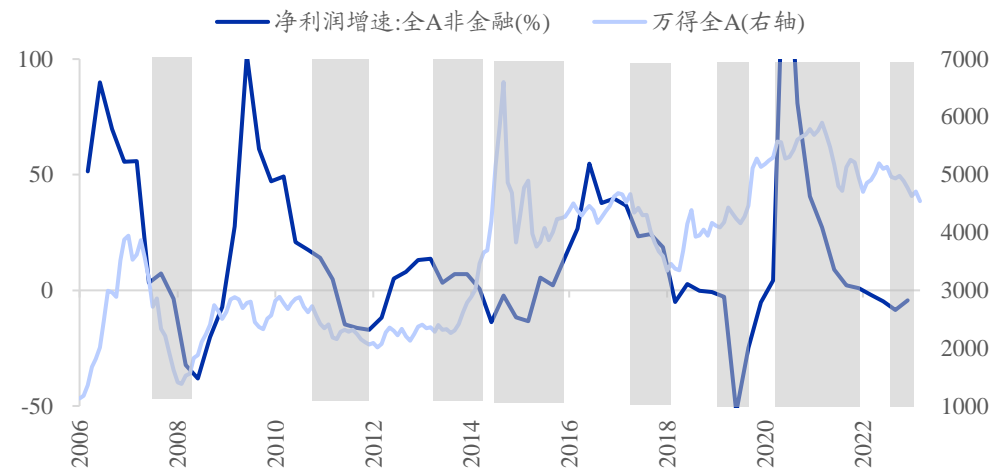


来源：Wind、华福证券研究所；阴影为利率大幅下行阶段

究其原因，利率下行引发股市上涨的前提条件是增长预期和盈利端相对稳定。但实践中利率下行通常对应经济下行压力加大，企业盈利承压，大幅对冲无风险利率下降的影响：（1）盈利增速下滑甚至负增长，对应分子端 EPS 下调，对股价产生负向作用；（2）盈利增速下滑，同样影响分母端增长预期（growth），其下调对股价产生负向作用；（3）经济下行周期，风险偏好通常转弱，对应分母端风险溢价（ $r_{premium}$ ）提升，对股价产生负向作用。而上述提到的 8 轮利率下行周期中，2008Q3-2009H1，2011Q3-2012Q3、2014、2018Q1-Q3、2020H1、2021Q1-2022Q3 等 6 轮均经历了明显的上市公司净利润增速下滑过程，大盘指数在净利润持续探底阶段总体承压。

$$P = \frac{EPS \downarrow}{r_f \downarrow + r_{premium} \uparrow - growth \downarrow}$$

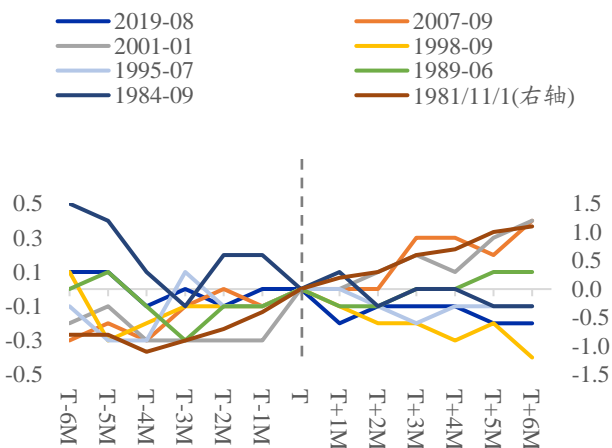
图表 3：利率大幅下行阶段，通常对应 A 股净利润增速下滑



来源：Wind、华福证券研究所；阴影为利率大幅下行阶段

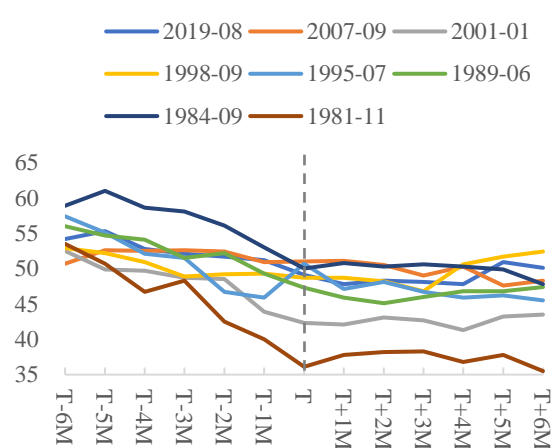
美股同样表现出类似特征。美联储历次降息周期开启，通常伴随着经济下行加大，美股总体跑输美债。对 1981 年以来的 8 轮降息周期进行复盘，可以发现，美国经济已处于持续下行中，非农就业、PMI 降幅明显，其中 1981 年、2001 年、2007 年三次在降息后很快进入衰退阶段。对应到资产上，美股整体仍然能取得正收益，但与美国政府债相比，首次降息前 6 个月涨幅（美股 5.1%、美债 19.2%）、后 6 个月涨幅（美股 4.3%、美债 7.6%）均明显跑输。1981、2001 和 2007 三次经济衰退中，降息开启后美股跌幅反而扩大。究其原因，降息一般对应经济下行周期，美股企业盈利端承压，较大程度对冲无风险利率下行影响。

图表 4：美联储首次降息前后的新增非农变化



来源：Wind、华福证券研究所

图表 5：美联储首次降息前后的制造业 PMI 变化



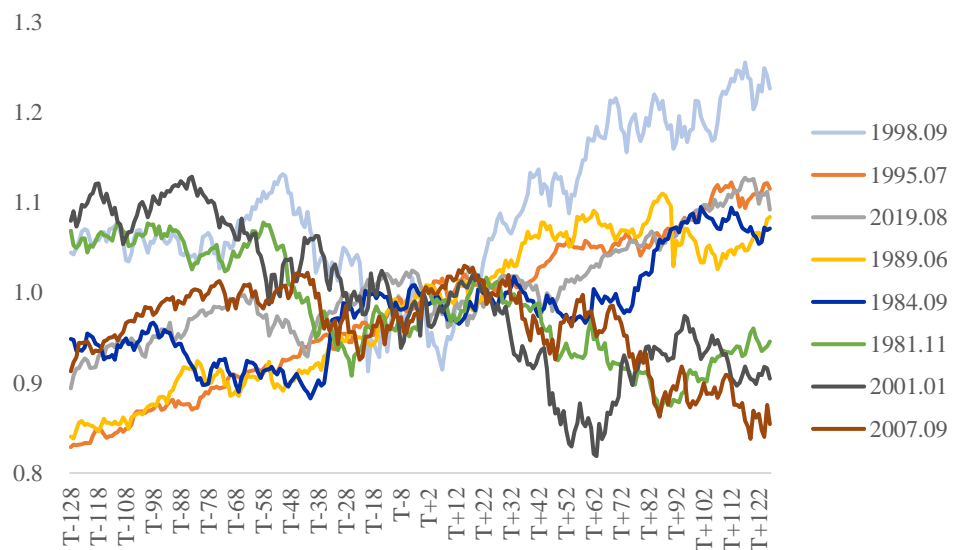
来源：Wind、华福证券研究所

图表 6：首次降息前后的大类资产表现

	T-6M	T-3M	T-1M	T+1M	T+3M	T+6M
美股	5.1%	1.2%	2.9%	0.5%	0.9%	4.3%
欧股	-0.1%	-3.0%	-0.3%	2.6%	4.5%	5.5%
日股	-7.6%	-5.8%	1.8%	1.4%	5.6%	9.2%
新兴市场	0.2%	0.4%	2.7%	2.8%	1.2%	4.3%
美国政府债	19.2%	17.7%	6.6%	3.3%	3.5%	7.6%
美国公司债	6.9%	4.5%	2.3%	2.9%	3.5%	6.1%
REITs	2.0%	0.6%	4.2%	1.8%	0.9%	2.6%
现金	2.0%	0.6%	0.5%	0.4%	0.6%	2.1%
大宗商品	0.9%	1.0%	0.7%	0.7%	-0.8%	3.1%
黄金	-2.8%	2.4%	2.1%	0.9%	2.2%	3.2%
油	2.7%	1.9%	-0.4%	1.5%	3.5%	6.0%
铜	-5.5%	-6.7%	-1.3%	-1.0%	-2.9%	-4.6%

来源：GFD、FRED、华福证券研究所；现金为 3 个月美国国库券收益率；由于数据限制，新兴市场统计 1989 年以来的 6 轮降息均值

图表 7：首次降息前后的美股走势



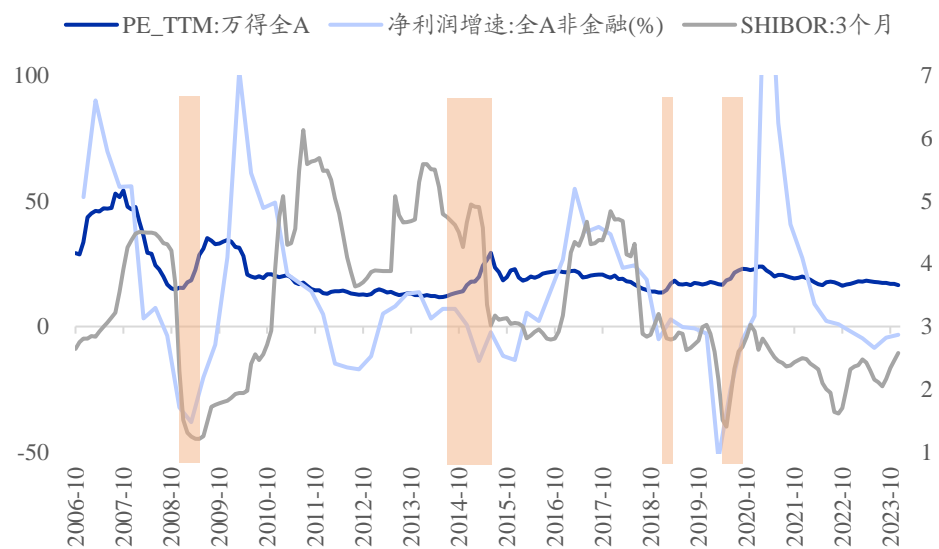
来源：GFD、华福证券研究所；以降息日的美股收盘价为单位 1，前后标准化处理

3 盈利增速探底时，更容易出现分母行情

当盈利增速接近探底时，市场通常对盈利端更为钝化，利率下行引发的分母行情更易出现。从 A 股的历史经验看，利率对估值和大盘的拉动通常在盈利增速接近探底时较为突出，2008-2009、2014-2015、2019Q1、2020 年较为明显。其中 2008-2009、2020 较为类似，经济在外生冲击（金融危机、疫情）影响下大幅下行，股市同样先经

历杀业绩过程，但随后随着逆周期政策发力，经济走出 V 型反转，在盈利增速探底前估值已经开始回升。2014-2015 年的“水牛”行情，其背景是盈利增速已经调整较长时间。PPI 同比从 2011 年高点回落，到 2014 年调整将近 3 年，万得全 A（非金融）净利润增速从 2010 年高位回落近 4 年，“杀盈利”已经较为充分。2014 年 4 月央行定向降准开启货币政策的宽松周期后，股市进入分母行情，利率下行推动 A 股估值大幅提升。2019Q1 的春季躁动，其背景之一是 A 股盈利增速从 2017 年初见顶，持续下行至 2018 年底，调整将近 2 年。2019 年在偏宽流动性环境+稳增长政策带动下，A 股估值得到明显提振。

图表 8：盈利增速接近探底时，利率下行对估值提升的拉动更显著

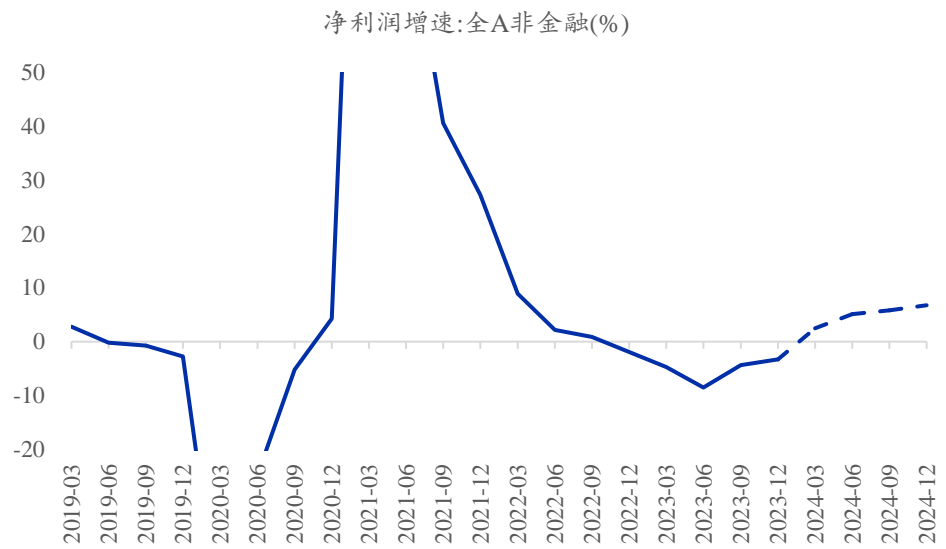


来源：GFD、华福证券研究所；以降息日的美股收盘价为单位 1，前后标准化处理

4 分母行情+盈利底部，对后市可以更乐观

当前位置已处于盈利底部，可期的利率下行带来的分母行情以及 2024 年盈利回升均有望对 A 股带来提振，当前位置可以更乐观。2021.03-2023.06，全 A（非金融）盈利增速处于持续下探过程，2023Q3 略有反弹，调整接近一年半，盈利已处于绝对底部，市场已经逐步钝化。而后续若再度降息，分母行情再度上演的概率不低。对于盈利端而言，根据我们此前的测算，2024 年全 A（非金融）净利润累计增速有望逐季回升至年底的 7%附近，盈利的改善同样值得期待。

图表 9：2024 年 A 股盈利增速有望触底反弹



来源：Wind、华福证券研究所

5 风险提示

一是历史经验不代表未来；二是经济复苏低于预期；三是海外市场大幅波动。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn