中航证券金融研究所
所长：董忠云（S0640515120001）
分析师：成果，CFA（S0640520070001）
电话：010-59562558
邮箱：chengg@avicsec.com

如何预期未来十年的 A 股复合年化收益

策略点评报告　　2020 年 08 月 30 日

摘要

- 站在全球大类资产配置的角度，我们测算未来十年长期被动配置 A 股的预期复合年化收益约为 8.53%。
- 由于估值的波动，股市的经济晴雨表功能在较短的观察区间内不明显。
- 把观察周期拉长，估值波动对权益价格的影响自然下降，盈利成为左右权益投资长期收益的核心因素。而盈利与名义 GDP 直接相关。经济增速高的国家股市收益率更高。在这个层面上，股市确实直接反映了经济的运行情况。
- 我国证券化率偏低，未来随着居民配置权益资产比例以及证券化率的提高，股市作为经济晴雨表的功能可能进一步加强。
- 如果经济晴雨表功能存在，预测未来十年的中国名义 GDP 复合年化增速能够大致推算出未来十年 A 股的复合年化收益率。
- 通过生产函数估算名义 GDP 增速，三个自变量（全要素生产率、劳动力投入和资本投入）当中最核心且趋势无法逆转的是劳动力投入这一因素。
- 中国在跨过劳动年龄人口增速顶峰后劳动年龄人口增速与 GDP 增速同步下滑，显示出较好的拟合性。
- 我们估算 2021-2030 年中国名义 GDP 复合年化增速约为 8.53%。这也是我们所推断的，在被动不择时且充分多元化的情况下投资 A 股的未来十年的复合年化收益率。
- 我们对于中国名义 GDP 的推算与学术上更加复杂的预测方式能够交叉验证。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

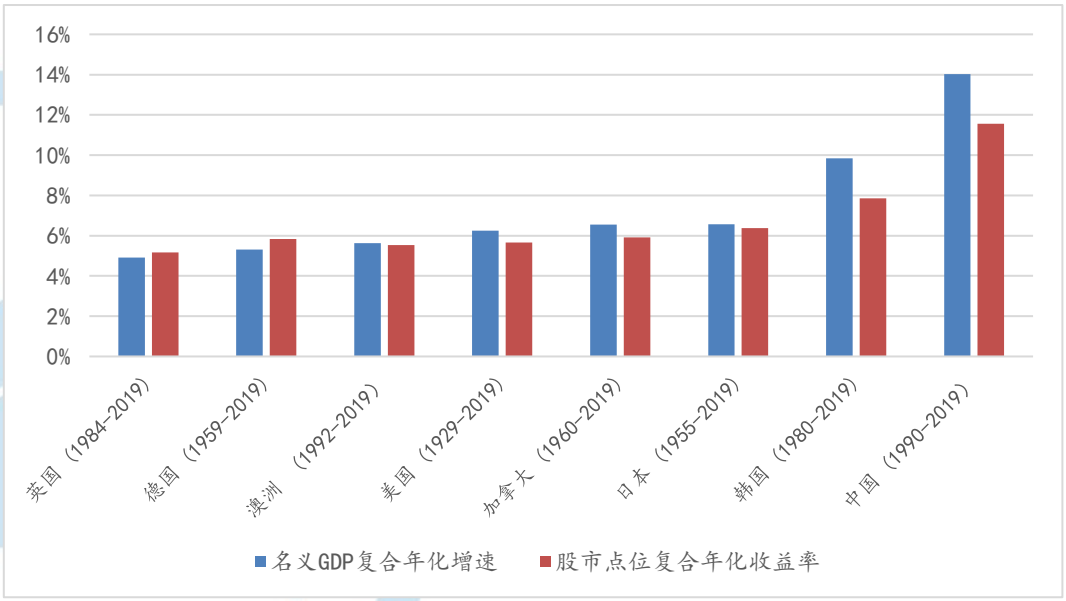
一， 权益资产作为经济晴雨表的功能

华尔街日报的创始人查理斯·H·道提出了传统的股市晴雨表理论，认为股市能够反映经济的运行情况。但许多投资者的体验是股市与经济的对应关系往往不尽如人意。其原因在于：虽然影响权益资产的盈利与经济运行情况息息相关，但影响权益资产价格的估值却常常脱离经济基本面，波动性非常大。无论是作为新兴市场的 A 股，还是发达的欧美权益市场，在几周或者几个月的较短观察区间内很难持续看到权益资产作为经济运行情况的晴雨表功能。

那么，权益资产到底是否具有经济晴雨表的功能？答案是肯定的。

如果我们把观察周期拉长，估值波动对权益价格的影响自然下降，盈利成为左右权益投资长期收益的核心因素。而盈利与名义 GDP 直接相关。经济增速高的国家股市收益率更高。在这个层面上，股市确实直接反映了经济的运行情况。

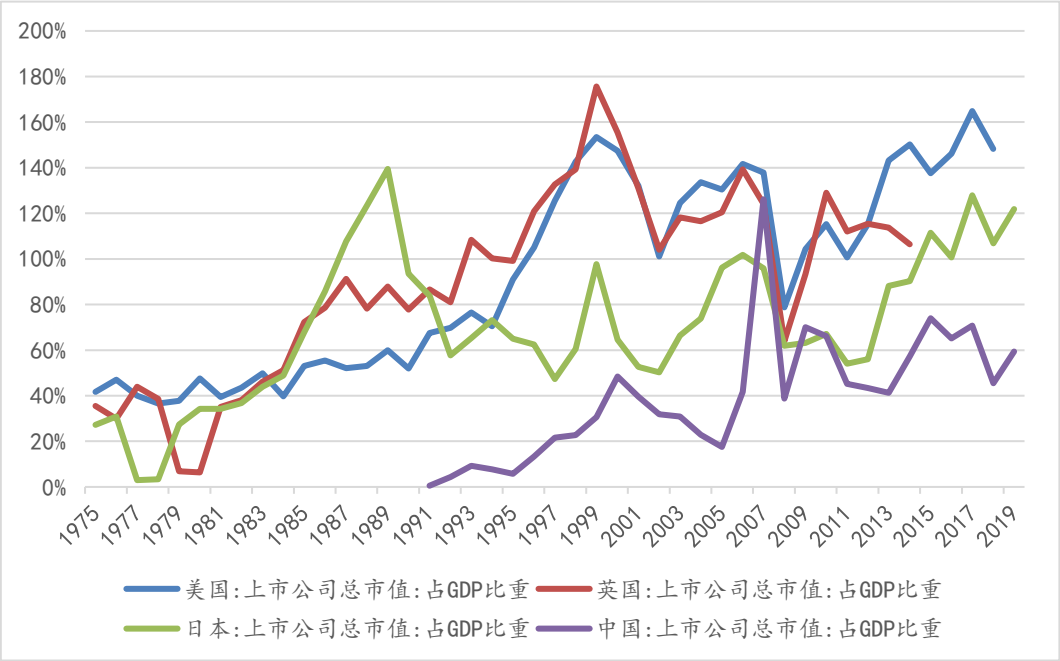
图 1：各国股市复合年化收益率与名义 GDP 复合年化增速对应（Wind 有统计以来）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所

理论上，一国的上市公司集合反映了该国各行业头部企业的盈利情况，证券化水平越高，股票市场的盈利越能够反应实体经济表征的盈利情况。截至 2019 年，我国的证券化率只有 60%（若涵盖中国香港、美国上市的中国公司，中国证券化率约为 72.5%），虽然 A 股过去三十年的复合年化收益率明显高于其它国家，基本了反映了我国经济的发展情况，但与名义 GDP 的复合年化增速相比仍然有约 2.46%的差距，这一差距可能与我国证券化率偏低有关。

图 2：各国资产证券化率

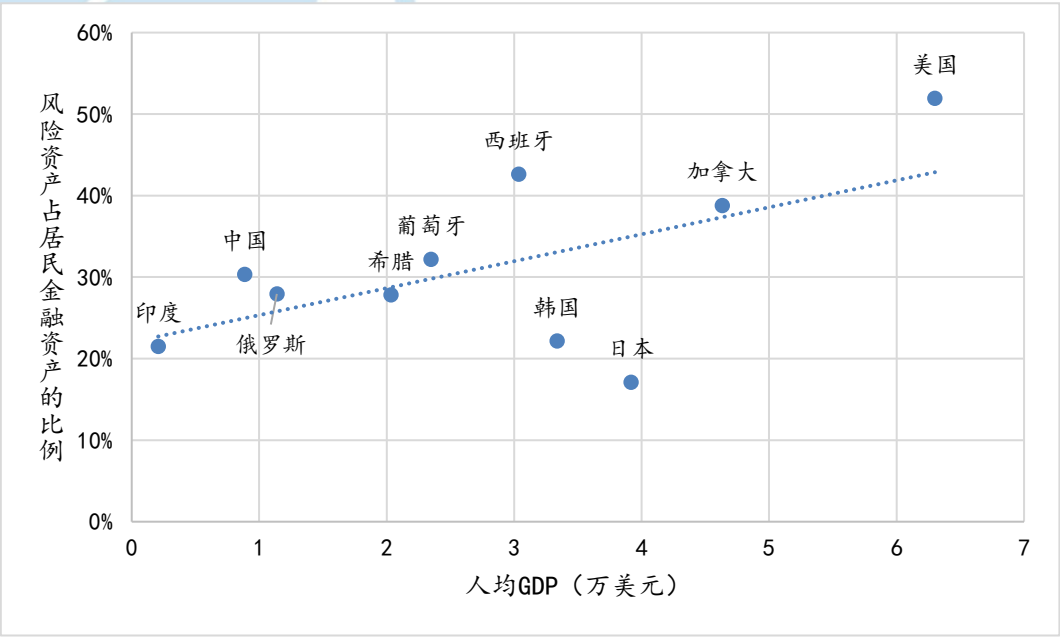


资料来源：世界银行，中航证券金融研究所

注：中国上市公司总市值不涵盖在美国、中国香港上市的中国公司市值。

一国居民资产当中权益资产的比例与经济发展水平正相关。未来随着经济发展，我国居民资产当中权益资产的比例的提升将带动中国证券化率提升，进一步增强 A 股的经济晴雨表功能。

图 3：风险资产与人均 GDP 正相关



资料来源：Wind，中航证券金融研究所

二， 由名义 GDP 推算未来十年 A 股复合年化收益

拉长观察区间，如果股市的经济晴雨表功能确实有效，股市的复合年化收益率与名义 GDP 复合年化增速匹配，那么预测未来十年的中国名义 GDP 复合年化增速就能够大致推算出 A 股的复合年化收益率。

在推算 GDP 增速这个领域应用最广泛的是从供给端着手的柯布·道格拉斯生产函数。我们认为在全要素生产率、劳动力投入和资本投入三个自变量当中最核心且趋势无法逆转的是劳动力投入这一因素。一国一旦跨过刘易斯拐点，人口下降趋势形成，无论资本与生产率如何变动，长期来看经济潜在产出都会下降。C.I.Jones(2015)在《The facts of Economic Growth》当中阐述柯布·道格拉斯函数中起决定性作用的就是劳动力的投入水平。以老龄化较为严重的国家为例，在劳动年龄人口开始下降后，劳动年龄人口增速与名义 GDP 增速高度相关。

我们认为，之所以劳动力投入是生产函数三个自变量当中最重要的一个，是因为劳动力投入本身就能够一定程度上影响另外两个自变量：生产率和资本投入。纵观全球经济，老龄化最严重的国家无一不是最发达的经济体。劳动年龄人口增速最低的国家，经济发展水平最高，生产率最高。这也就意味着这些国家的生产率变动幅度大幅降低。经济发展水平最高的国家，宏观杠杆率也最高。这又制约着这些国家资本投入的大幅增加，使得资本投入的变动大幅降低。因而，劳动力投入即劳动年龄人口增速成为影响产出水平的核心因素。

图 4：日本劳动年龄人口增速与名义 GDP 增速

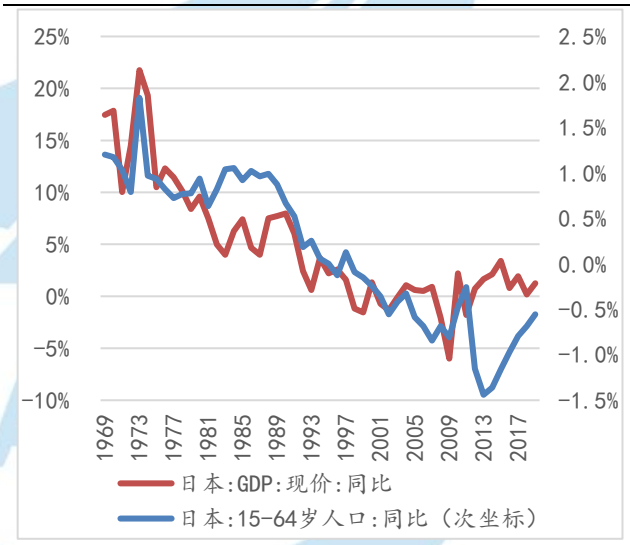
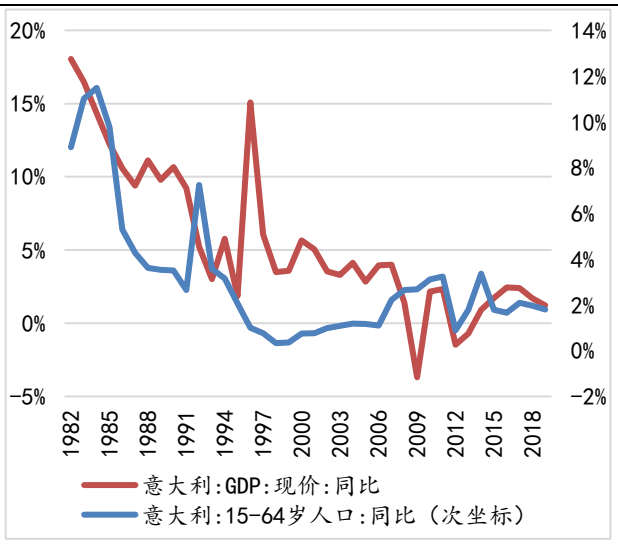


图 5：意大利劳动年龄人口增速与名义 GDP 增速



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图 6 各国宏观杠杆率(2019)

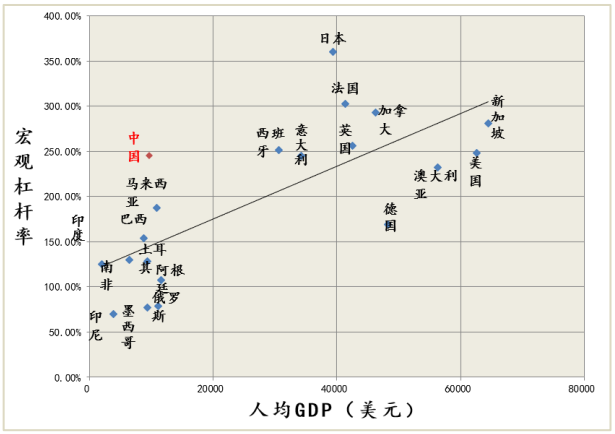
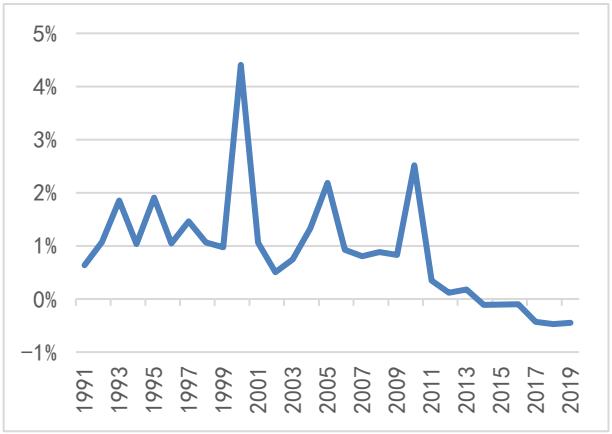


图 7 中国 15-64 岁人口增速

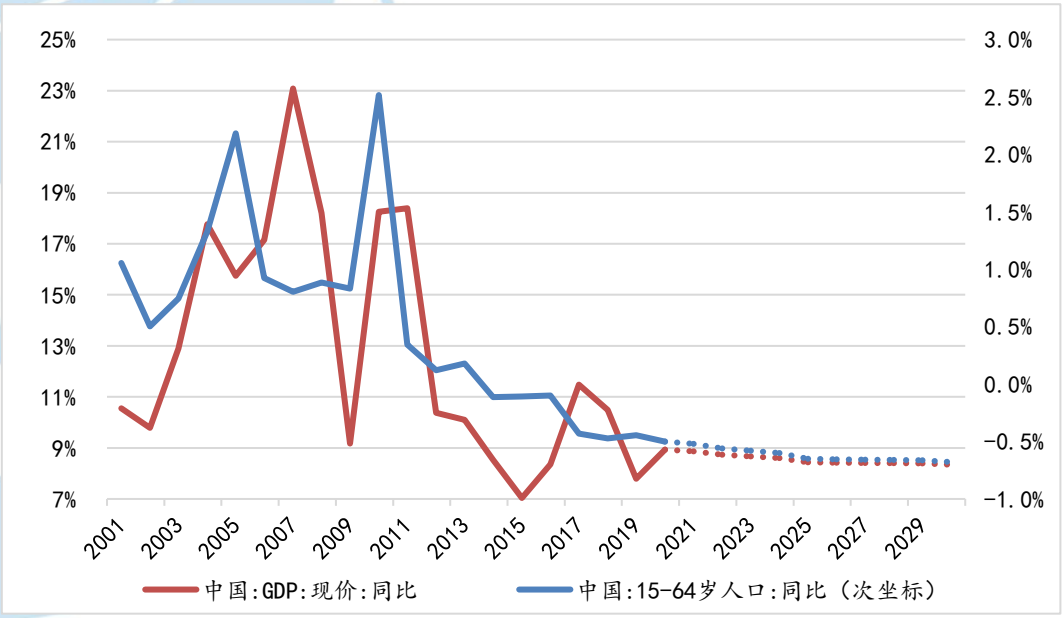


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

中国在跨过劳动年龄人口增速顶峰后劳动年龄人口增速与 GDP 增速同步下滑，显示出较好的拟合性。

根据中国人力资源和社会保障部副部长李忠的预测，到 2030 年中国 16-59 岁人口将下降至 8.3 亿人左右。以此为基础推算，2030 年 15-64 岁人口约为 9.2 亿人。2020 年至 2030 年劳动年龄人口的复合年化增速约为-0.61%。**在这一情景下，使用线性拟合，2021-2030 年中国名义 GDP 复合年化增速约为 8.53%。这也是我们所推断的，在被动不择时且充分多元化的情况下投资 A 股的未来十年的复合年化收益率。**

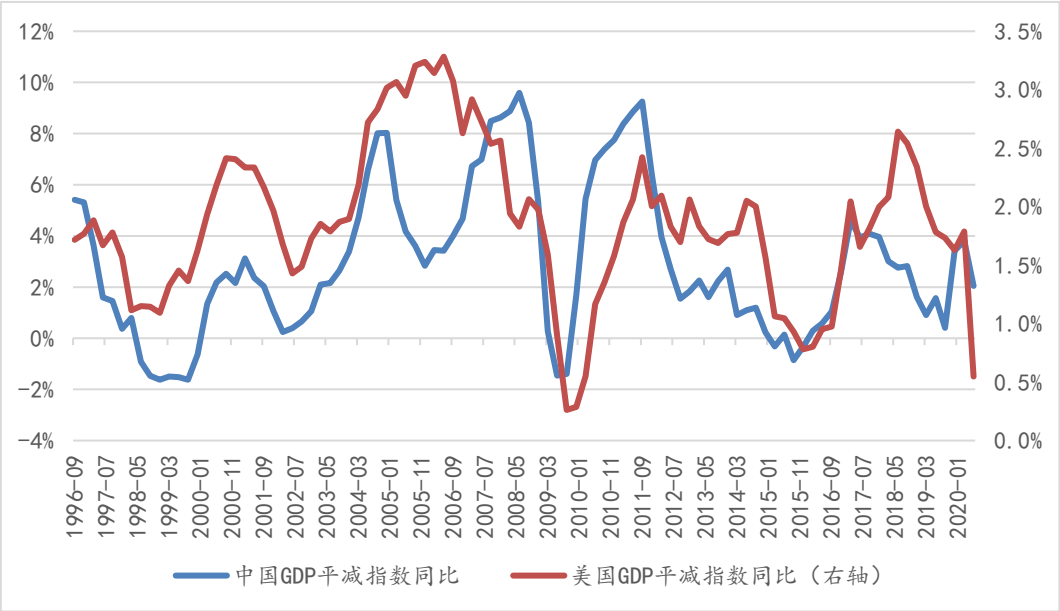
图 8：中国劳动年龄人口推算的中国名义 GDP 增速



资料来源：Wind，中航证券金融研究所

这一推断与学术上更加复杂的预测方式能够交叉验证。白重恩（2015）在传统生产函数的基础上提出经济实际增速等于劳动生产率增长率、人口增长率与就业参与率变化率之和。根据这一函数，预测中国2021-2025 的实际增速中枢为 5.57%，2026-2030 的实际增速中枢为 4.86%。2021-2030 的实际复合年化增速为 5.21%。过去 25 年中国的平减指数与美国的平减指数在各自的一个区间内保持同步波动，中国平减指数增速的均值约为 3%。因此白重恩（2015）所推算的 2021-2030 名义 GDP 复合年化增速约为 8.21%，与我们推算的 8.53%非常接近。

图 9：中国与美国平减指数增速均在一个区间内波动



资料来源：Wind，中航证券金融研究所

风险提示：中美摩擦超预期恶化，疫情超预期长期化。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，金融研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，波士顿大学工商管理硕士，中航证券金融研究所首席策略分析师。

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。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。