

通货膨胀对股票价值的影响

一、通胀与公司价值的理论分析

传统价值评估模型并不考虑通胀因素，这是因为所有经典估值模型是以“通胀中性”（inflation-neutral）为假设前提。但是，事实上通货膨胀对证券市场投资具有重要的影响，通胀已经成为证券分析和投资决策的极其重要的变量，关于通货膨胀趋势因素分析已经成为证券市场趋势判断的重要组成部分。在本教材中关于通胀问题有三方面：一是宏观因素分析（具体见第五章）；二是通胀对股票价值的影响；三是通胀对投资策略和资产配置的影响（具体见第十和十一章）。本章重点从权益证券价值的角度解析通胀。

通货膨胀对权益证券价值评估的影响机制，主要有两种研究视角：第一种是从贴现率 r （或加权资本成本 WACC）出发，重点从内在估值角度考察通胀对估值贴现率对公司价值的影响；第二种是剖析通货膨胀对公司盈余产生影响。首先从第一种角度即贴现率的角度看，估值过程所使用的贴现率和利率的整体变化，对股票市场估值产生很大的影响，诸如通胀预期导致利率水平的下降，或者经济发展导致资产风险溢价下降等这些导致贴现率的因素，在 20 世纪 90 年代美国股票市场都显著提高了股票的估值。克林顿时期股市繁荣，表面上是股市上升幅度超过了公司收入增长率，其背后的原因是：利率大幅下降和由此导致的公司加权平均资本成本的降低，而较低的公司加权平均资本成本可以大幅增加股票价值。

从通货膨胀对股票价值评估的第二种影响渠道看，主要通胀对公司盈余的产生影响，进而造成股票价值的波动冲击。长期以来，传统的观点认为股票是通胀的一种对冲，但事实并非如此，股票市场的核心问题是资本回报率是否伴随通胀率上升。¹在低通胀的经济环境中，长期和短期实际利率都非常稳定，资本回报率也相对稳定，股票市场环境良好。然而，通胀率走高，原材料商品价格快速上升、资本成本及利率走高，股票市场的投资风险迅速上升，这显然是对股市的负面冲击。观测 1950-1970 年美国公司 20 年的利润率，发现这种资本利润率随着经济水平的总体变化而波动，但他并随着物价水平（PPI 或 CPI）而呈现明确性趋势，而在某种程度上是较高的固定资产折旧率推动公司的资本收益率维持在一个较高的水平。但从经济周期的规律看，企业好的年景与通货膨胀往往同时伴生，而坏的年景往往与通货紧缩如影随形。因此，人们通常认为，“适度的通货膨胀”对企业的利润是有益的，1950-1970 年的美国公司盈利数据就证明了这一点。²高盛（Goldman Sachs）对 1975 年之后的美国 8 次通胀周期进行分析，发现在“原材料”工业品出厂价格指数上涨时期，企业的经营利润率下降、市盈率估值收缩且股权回报率较低；而通胀加速时期的利润率、估值及回报率在“原材料”工业品出厂价格指数上涨的时期，能源股和材料股的回报率较高，其表现一贯好于大市。此外，科技股和日常消费品股的表现也普遍好于大市；而金融股的表现较差。可选消费品和电信企业所面临的利润率压力可能是最大的，而材料和科技企业的利润率受“原材料”工业品出厂价格指数上涨的影响可能较小。³

为说明通货膨胀和公司盈余的长期趋势，在此引入 S&P500 指数（Bloomberg 代码为 SPX）每股盈余与原材料价格指数（CRB）的相关趋势图（见图 1）。⁴从图 1 看，S&P500 指数成分股在 1981-2011 年 30 年间的盈余数据显示，上市公司盈余和原材料价格 CRB 之间存在相对一致性的波动趋势，但并非简单的“领先一滞后”关系，这是因为两者背后的牵引力量都是经济增长率。强势的经济成长虽然促使了每股盈余的上升，但是也带动了原材料价格及利率

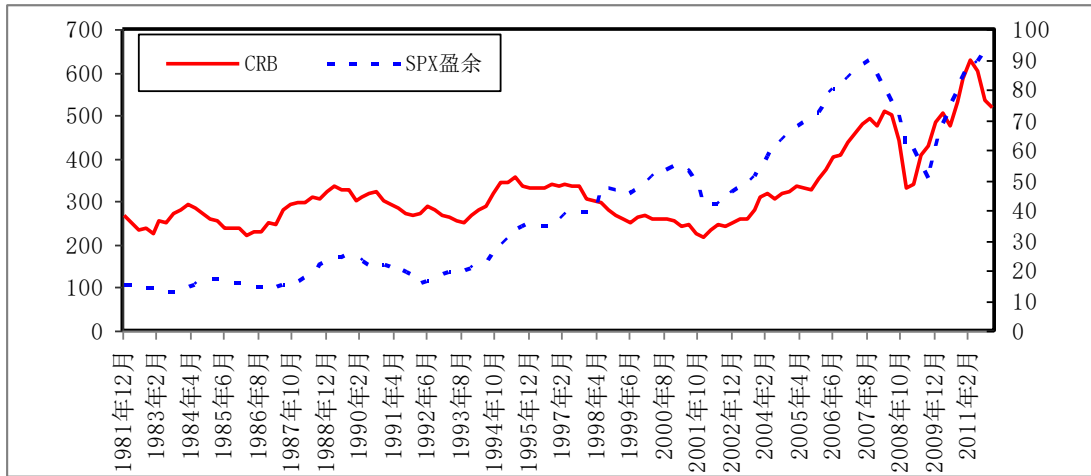
¹ 参见 Warren E. Buffett, “How Inflation Swindles the Equity Investor”, *Fortune*, May 1977.

² 参见格类厄姆 (B. Graham) 在《聪明的投资者》中的第 2 章《投资者与通货膨胀》，对通胀水平与公司利润关系之间的剖析。

³ 具体参见高盛（Goldman Sachs）研究报告：《通胀对利润率、估值及回报率的负面影响》，2008年6月。

⁴ SPX 盈余指数 (TRAIL EPS) 指的是上市公司盈利指数，该指数每支股票最近 12 个月的稀释 ESP (Diluted EPS) 与该股在股票指数中权重 Weight 相乘。

的上涨，因而创造了对股市不利的经济环境。然而，从长期而言，每股盈余增长率与名义GDP及股价成长率存在密切关联，这就是金融市场上存在的“通胀幻觉”效应。



数据来源：Bloomberg.

图 1：上市公司盈余和原材料价格关系：以标普（SPX）成分股为例

二、股票市场的“通胀幻觉”效应

关于通胀预期和资产回报问题的研究，最早可追溯到 20 世纪 30 年代凯恩斯(J.Keynes)对战争期间英国的通胀和货币幻觉(Money Illusion)问题进行关注，至于通胀预期对资产价格影响，后来学者则应用投资者的通胀幻觉 (Inflation Illusion) 进行解释 (Modigliani and Cohn,1979)。通胀幻觉理论认为，在一个经历了长期低通胀的经济环境下，投资者通常习惯按历史通货膨胀情况对资产的名义收益率和真实收益率做出调整，对未预期的通货膨胀上升也仍按习惯进行适应性调整。这样资产名义收益率的上升，投资者会认为是真实收益的增加，于是就会对资产价格做出调整，即提高资产的价格。但名义收益率的上升很快会被通货膨胀的增加所抵消，资产价格又会回落。通胀幻觉机制解释了 20 世纪 70 年代通货膨胀时期的美国股票市场波动率之谜，并对继之而来的美国股市大繁荣提供了有力依据。

但是从长期来看，股价和通货膨胀间则不存在正相关关系（这隐含着投资权益类资产并非“对冲”通胀风险的有效工具）。可见，在通货膨胀的经济环境中，按历史通货膨胀率对资产名义收益率和真实收益率进行调整，并不会提高资产的真实收益水平，因而通货膨胀也就不能提高股票真实价格水平；相反，投资者只有采用名义收益率提高作为真实折现利率进行股票价值估计。由此可以看出，在通胀幻觉作用机制下，投资者通胀会产生如下错误估计，即按照名义贴现率对公司未来现金流进行贴现，而不是实际贴现率，从而导致通胀幻觉对资产价格波动的异常冲击。

基于预期通胀前提，我们曾对中国证券市场是否存在“通胀幻觉”效应进行检验，结果表明“通胀幻觉”效应同样存在中国股票市场，通胀预期对投资者情绪和主观风险溢价产生影响。无风险利率、通胀率变化都通过投资者情绪的指标对股市中的红利收益率的判断产生作用，从而导致了股市波动；通胀率变化对证券收益的冲击效果并对资产价格在短期内存在较强的正向冲击性，从而引致市场投机泡沫形成；同时，在通胀幻觉作用下，股票市场收益率在短期内对分红收益率有着显著的负向冲击，股票价值并不是按照红利现金流贴现，市场投机性较强，投资者更倾向追逐资本利得而获取投资收益。