

## 秉烛观险：低波幅增长和高估值资产

年近岁末，我们需要对当下全球和中国经济形势以及资本市场态势做个基本的判断。梳理一下关于全球增速、经济波动和资产估值等重要指标所处的位置，在此基础上为未来找出方向。

### 关于增长：温和而同步的复苏

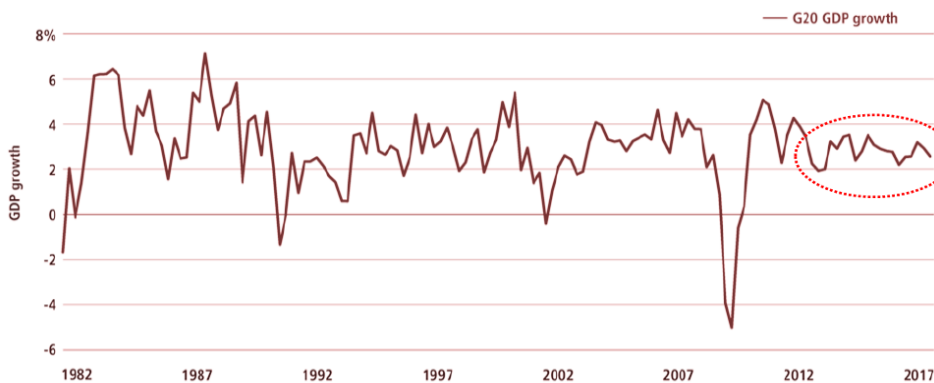
首先，让我们分析一下全球经济处于一个怎样的时代。我们都知道，“次贷”危机之后全球经济进入漫长而痛苦的调整时期，先是衰退，而后是疲软的复苏。从危机爆发到现在已经十年了，最困难时候是2009年，当年全球排名前45位的主要经济体，其中大约35个处于经济收缩的状态。经过长时间的调整，到了2017年这45个国家或地区的经济或处于稳定增长或处于加速增长状态。中国经济增长从去年6.7%的位置回升至今年的6.8%，增速下滑的势头得到遏制；美国的经济增长从去年的1.5%上升到今年第三季度的3%，全年增长可能超过2.2%；欧元区的经济复苏势头明显，前几年备受主权债务危机困扰的西班牙、意大利均实现超出预期的增长，欧元区今年可能实现2%以上的增长；日本经济复苏势头稳健，连续多个季度录得正增长，安倍可能成为战后最长任期首相。在这种背景下，IMF今年已经连续三次上调对世界经济的预测，全球各大经济体处于同步增长的态势。这是当前全球经济大势的一大特征。

第二，我们来看看中国经济的表现。在外国需求同步复苏的背景下，刺激中国的出口从去年的负增长恢复到今年实现8%左右的正增长（按美元计），这无疑是在拉动中国经济增长的一个重要外部因素。同时，中国经济的内在因素也在改善，强而有力的行政手段推动供给侧“去产能”取得成效，周期行业的集中度和产能利用率上升，盈利和资本回报水平明显改善；实体部门结束长达54个月的通缩，工业企业资产负债率下降，偿债能力提升。“十九大”描绘的美好愿景鼓舞人心，不断刺激市场情绪，各大机构纷纷上调明年的经济展望，预计中国经济可望保持稳定增长。

### 关于波幅：增速的波幅可能是历史上最低的时期之一

仔细观察，我们会发现一个有趣的现象，就是无论从全球的角度还是中国的情况来看，经济增长速度的波动似乎被某种神秘的力量控制住了。过去五年，G20国家的总体增长水平被框定在3%上下一个狭小区间，这是有记录以来最低的波幅水平；而中国的情况就更加明显，2013年以来经济增速自8%以下形成一条几乎没有波幅的非常平滑的“微笑曲线”，更为史上仅见之奇观。全球经济低波幅与中国经济的平滑换挡是相互关联的，毕竟中国贡献全球增长的三分之一。

图1：全球经济增长波幅处于历史低位



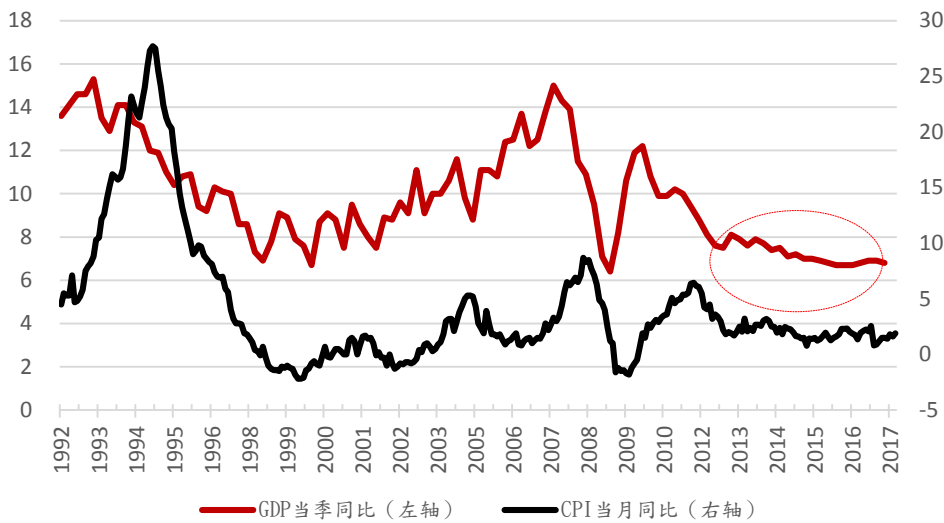
资料来源：PIMCO, IMF, 招银国际研究

丁安华，首席经济学家

电话：(86) 755 8319 5106

邮件：[dinganhua@cmbi.com.hk](mailto:dinganhua@cmbi.com.hk)

图2：中国经济增速出现一条平滑的“微笑曲线”



资料来源：Wind 资讯，招银国际研究

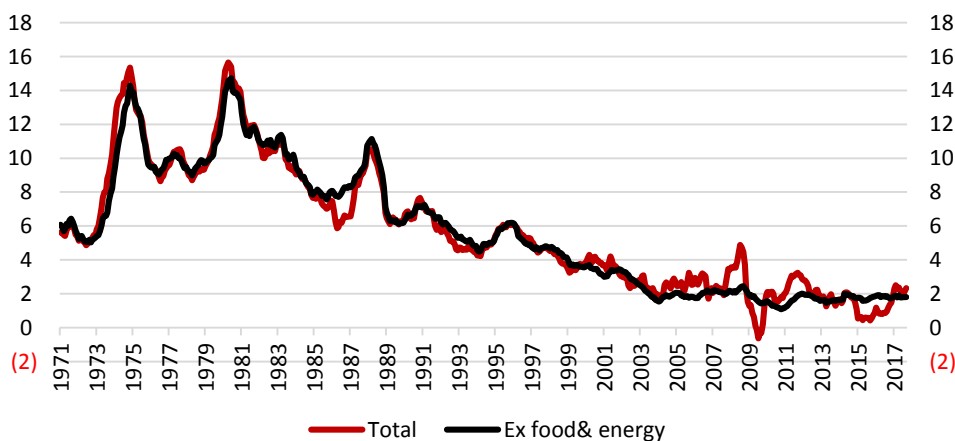
简单而言，全球经济的同步增长从正面说是温和的，从负面说却是乏力的。更重要的是，目前的增长速度上也上不去，下也下不来，处于一种低波幅的“平衡”状态。这种情况是怎样形成的？它会持续下去吗？什么力量会打破这种同步、乏力而低波幅的增长格局？这是我们需要回答的问题。

### 关于通胀：为何还如此之低呢？

从更大范围和更长时间的视角观察，我们可能进入了一个长期的低通胀时期。从全球看，上一次与严重通胀作斗争的是保罗·沃尔克（Paul Volcker）时期，他在上世纪八十年代出任美联储主席时采取严厉的加息手段对付通货膨胀。自此之后，发达国家包括美国的消费品物价指数（CPI）就进入了一个长期的下行通道。

图3：OECD 消费价格指数处于长期下行轨道

OECD CONSUMER PRICE INDEX  
(yearly percent change)



资料来源：OECD, 招银国际研究

金融危机之后，全球各大央行均采取了进取的、非传统的量化宽松政策工具，其目的就是希望压低长期利率、刺激资本投资，拉动经济增长。从货币主义的框架看，量化宽松政策的一个预期结果是通胀水平上升。然而，事与愿违。经济的确实现了增长，就业到达自然充分水平，而工资上涨乏力、通胀迟迟起不来。对

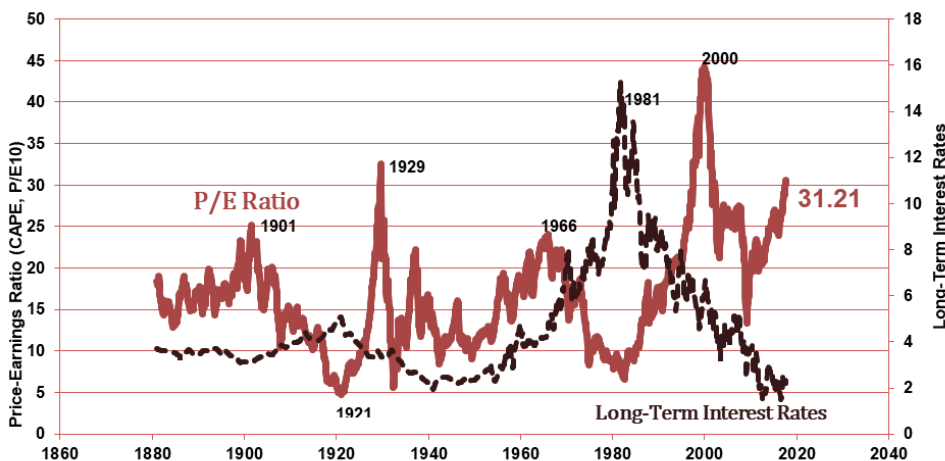
于这种现象经济学家和货币政策制定者深感困惑，各大央行为了实现 2% 的通胀目标可以说是殚精竭虑，费尽思量。如此低的通胀水平导致货币政策的“鹰派”与“鸽派”理念分歧加大，政策的不确定性成为当前资本市场的心头之患。

可以观察到近年来的一个有趣的现象，无论是学术模型还是市场预期，常常与实际通胀数据之间出现系统性的偏差。密西根大学消费者预期指数模型 2008 年以来的通胀预测效果就很差，长期高估通胀走势。对华尔街的投行分析师和基金经理的通胀预测调查也是如此，实际通胀长期低于市场预期。如何解释通胀水平在量化宽松政策背景下长期处于低位，成为一个难题。

### 关于资产价格：从历史的角度看处于高估值水平

全球各大央行采取的激进的量化宽松政策，并没有带来消费价格通胀，但是以股票为代表的资产价格却开始变得很贵。以美国标普 S&P500 的估值来看，从罗伯特·希勒 (Robert Shiller) 所提供的经周期调整的市盈率 (CAPE Ratio) 曲线观察，目前的 P/E 水平已超过 31 倍，高于历史均值 (17 倍) 一个标准差以上，这说明资本市场的权益资产是昂贵的。今年以来，全球主要股市指数均实现上涨，恒生指数上涨 28%，标普 500 上涨 15%，德国 DAX 指数上涨超过 13%，日经指数上涨 11%；上证指数和英国富时 100 指数上涨幅度也超过 9%。其它主要资产价格 (房地产和大宗商品) 大都录得不错的涨幅，例如铜铝锌铅价格上涨幅度都在 20% 以上，铜价上涨 27%。

图 4：标普 500 指数经周期调整的市盈率 (CAPE Ratio)



资料来源：Robert Shiller, 标普, 招銀国际研究

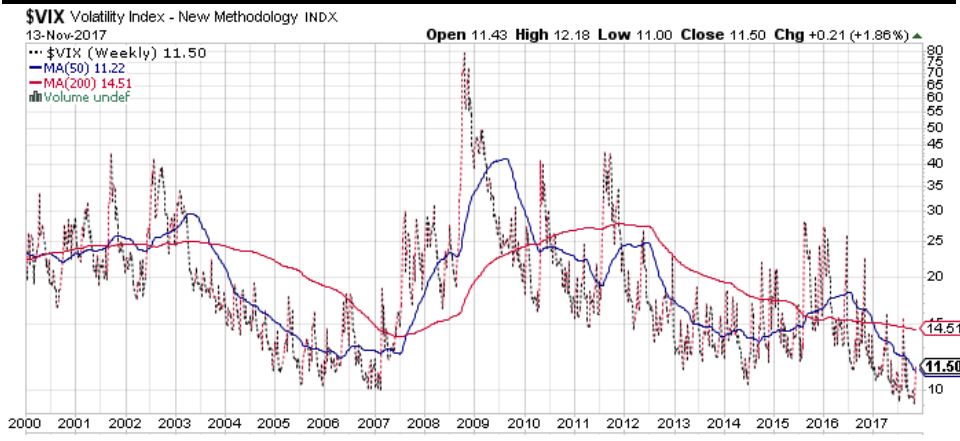
尽管全球股市畅旺，股票估值也不便宜，投资者的风险意识却严重不足。11 月份美国股市的隐含波动率 VIX 曾经低于 10，上一次处在如此之低的位置正是 2007 年金融风暴之前。VIX 指数的启示在于通过期权对冲来观察投资者的风险意识，当 VIX 上行就意味着投资者对股市前景感到忧虑而在期权市场进行对冲，反映他们存在某种焦虑或风险意识。当 VIX 下跌时就意味着市场对于风险逐渐失去警觉，投资者不再焦虑。历史告诉我们，VIX 在 10 附近说明风险可能被错误低估。

资产价格上涨而消费价格不涨，这种现象应该带给我们更多的思考。盯住消费价格通胀的货币政策目标，面临严重的挑战。

### 风险来源于何处？黑天鹅与灰犀牛

然而，这种低波幅增长和高估值资产并存的状态可能不会持续太久，全球资本市场目前处于一种典型的“弱势平衡”，需要小心应付。一方面，长期的低波幅和高估值会逐渐消磨投资者的风险意识，容易使人们失去警觉。另一方面，任何出人意料的变化都可能导致弱势平衡的打破和资产价格的重估，甚至出现市场踩踏现象。古人云：“安者非一日而安也，危者非一日而危也，皆以积渐然，不可不察也。” (《汉书·贾谊传》)

图 5: 美国股市的隐含波动率 (VIX) 处于极低位置



资料来源: StockCharts, 招銀国际研究

什么事件可能会成为打破这种弱势平衡?谁是黑天鹅?谁是灰犀牛?短期看,通常年底会出现“粉饰橱窗”和“锁定盈利”两个相反方向的操作,后者可能是今年的主流,毕竟 2017 年有个好收成。可以预见年底市场波动会加剧。展望明年,就目前的观察,风险因素可能来自几个方向。一是全球地缘政治风险,总体而言是朝着紧张的方向发展,冲突爆发时点难以预料,具有黑天鹅特性,在此不表。二是货币政策不确定性的风险,在退出量化宽松、缩表和加息的过程中,全球各大央行的如何加强沟通协调引导市场预期实在“费煞思量”,特别是在经济温和增长与通胀略低于央行合意水平的尴尬区域。货币政策的演变具有不确定性,鹰派过于激进可能损害充分就业,鸽派裹足不前可能会导致通胀重临。三是选民逐渐对传统政治人物失去信心,西方另类政治领袖崛起,可能对全球化进程造成冲击。四是特朗普的税改成败可能影响全球资金流动。总之,任何超预期变化都可能产生“蝴蝶效应”,导致资产价格重估。

从过去十年的实践来看,极端宽松的货币政策应对金融危机尚算合格,但在促进经济增长和实现充分就业方面成效不彰。一个可以预见的变化是,全球范围出现摒弃自由市场教条的倾向,“东风”压倒“西风”,政府开始伸出“有形之手”,经济政策转向供给侧(减税)和财政工具(基础设施投资),货币政策在回归正常化的过程中,让出主角的位置。



## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。