

秉燭觀險：低波幅增長和高估值資產

年近歲末，我們需要對當下全球和中國經濟形勢以及資本市場態勢做個基本的判斷。梳理一下關於全球增速、經濟波動和資產估值等重要指標所處的位置，在此基礎上為未來找出方向。

關於增長：溫和而同步的復蘇

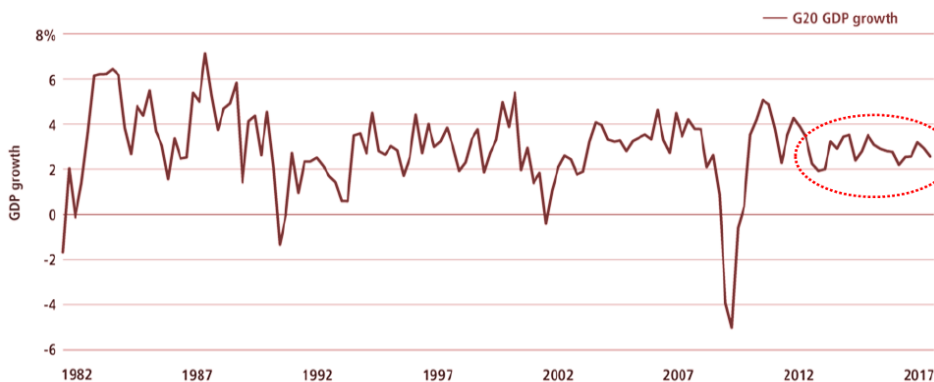
首先，讓我們分析一下全球經濟處於一個怎樣的時代。我們都知道，“次貸”危機之後全球經濟進入漫長而痛苦的調整時期，先是衰退，而後是疲軟的復蘇。從危機爆發到現在已經十年了，最困難時候是2009年，當年全球排名前45位的主要經濟體，其中大約35個處於經濟收縮的狀態。經過長時間的調整，到了2017年這45個國家或地區的經濟或處於穩定增長或處於加速增長狀態。中國經濟增長從去年6.7%的位置回升至今年的6.8%，增速下滑的勢頭得到遏制；美國的經濟增長從去年的1.5%上升到今年第三季度的3%，全年增長可能超過2.2%；歐元區的經濟復蘇勢頭明顯，前幾年備受主權債務危機困擾的西班牙、意大利均實現超出預期的增長，歐元區今年可能實現2%以上的增長；日本經濟復蘇勢頭穩健，連續多個季度錄得正增長，安倍可能成為戰後最長任期首相。在這種背景下，IMF今年已經連續三次上調對世界經濟的預測，全球各大經濟體處於同步增長的態勢。這是當前全球經濟大勢的一大特徵。

第二，我們來看看中國經濟的表現。在外圍需求同步復蘇的背景下，刺激中國的出口從去年的負增長恢復到今年實現8%左右的正增長（按美元計），這無疑是拉動中國經濟增長的一個重要外部因素。同時，中國經濟的內在因素也在改善，強而有力的行政手段推動供給側“去產能”取得成效，周期行業的集中度和產能利用率上升，盈利和資本回報水平明顯改善；實體部門結束長達54個月的通縮，工業企業資產負債率下降，償債能力提升。“十九大”描繪的美好願景鼓舞人心，不斷刺激市場情緒，各大機構紛紛上調明年的經濟展望，預計中國經濟可望保持穩定增長。

關於波幅：增速的波幅可能是歷史上最低的時期之一

仔細觀察，我們會發現一個有趣的現象，就是無論從全球的角度還是中國的情況來看，經濟增長速度的波動似乎被某種神秘的力量控制住了。過去五年，G20國家的總體增長水平被框定在3%上下的一個狹小區間，這是有記錄以來最低的波幅水平；而中國的情況就更加明顯，2013年以來經濟增速自8%以下形成一條幾乎沒有波幅的非常平滑的“微笑曲線”，更為史上僅見之奇觀。全球經濟低波幅與中國經濟的平滑換擋是相互關聯的，畢竟中國貢獻全球增長的三分之一。

圖1：全球經濟增長波幅處於歷史低位



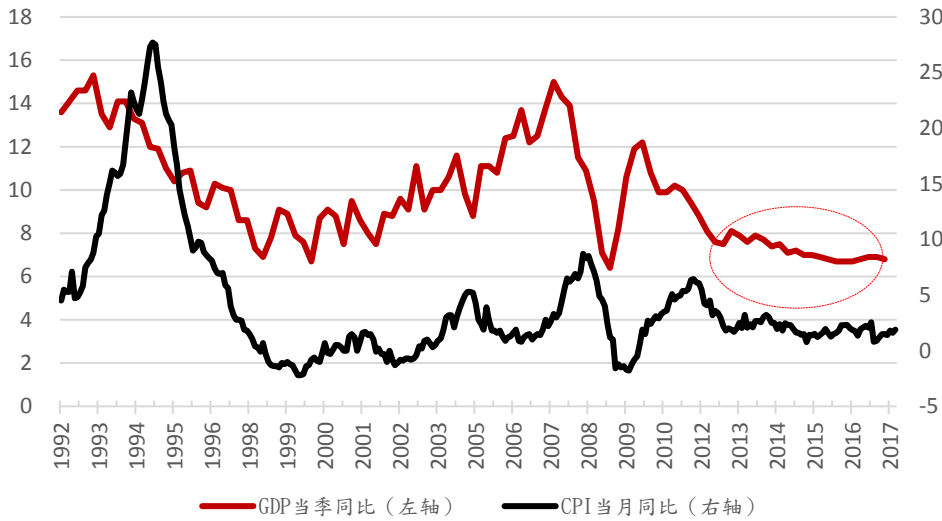
資料來源：PIMCO, IMF, 招銀國際研究

丁安華，首席經濟學家

電話：(86) 755 8319 5106

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

圖 2：中國經濟增速出現一條平滑的“微笑曲線”



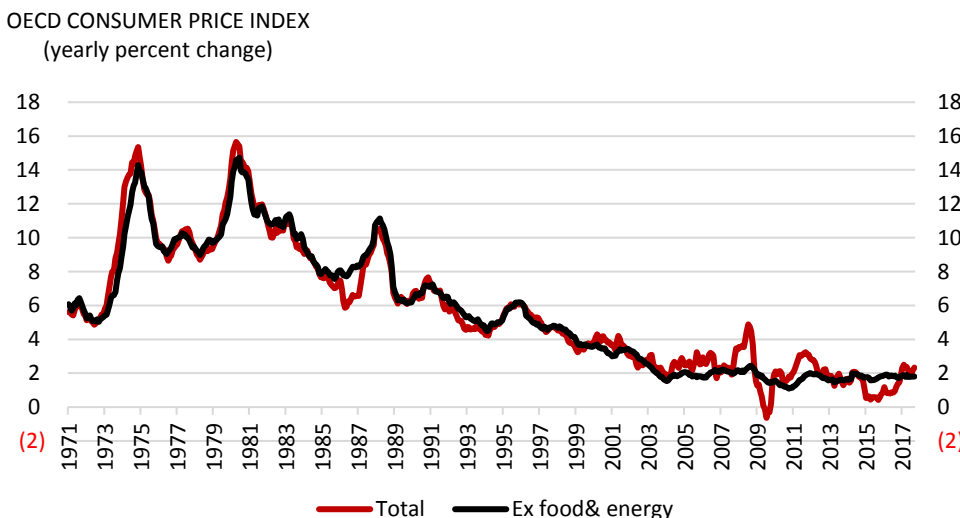
資料來源：Wind 資訊，招銀國際研究

簡單而言，全球經濟的同步增長從正面說是溫和的，從負面說却是乏力的。更重要的是，目前的增長速度上也上不去，下也下不來，處於一種低波幅的“平衡”狀態。這種情況是怎樣形成的？它會持續下去嗎？什麼力量會打破這種同步、乏力而低波幅的增長格局？這是我們需要回答的問題。

關於通脹：為何還如此之低呢？

從更大範圍和更長時間的視角觀察，我們可能進入了一個長期的低通脹時期。從全球看，上一次與嚴重通脹作鬥爭的是保羅·沃爾克（Paul Volcker）時期，他在上世紀八十年代出任美聯儲主席時採取嚴厲的加息手段對付通貨膨脹。自此之後，發達國家包括美國的消費品物價指數（CPI）就進入了一個長期的下行通道。

圖 3：OECD 消費價格指數處於長期下行軌道



資料來源：OECD, 招銀國際研究

金融危機之後，全球各大央行均採取了進取的、非傳統的量化寬鬆政策工具，其目的就是希望壓低長期利率、刺激資本投資，拉動經濟增長。從貨幣主義的框架看，量化寬鬆政策的一個預期結果是通脹水平上升。然而，事與願違。經濟的確實現了增長，就業到達自然充分水平，而工資上漲乏力、通脹遲遲起不來。對於這種現象經濟學家和貨幣政策制定者深感困惑，各大央行為了實現 2%的通脹

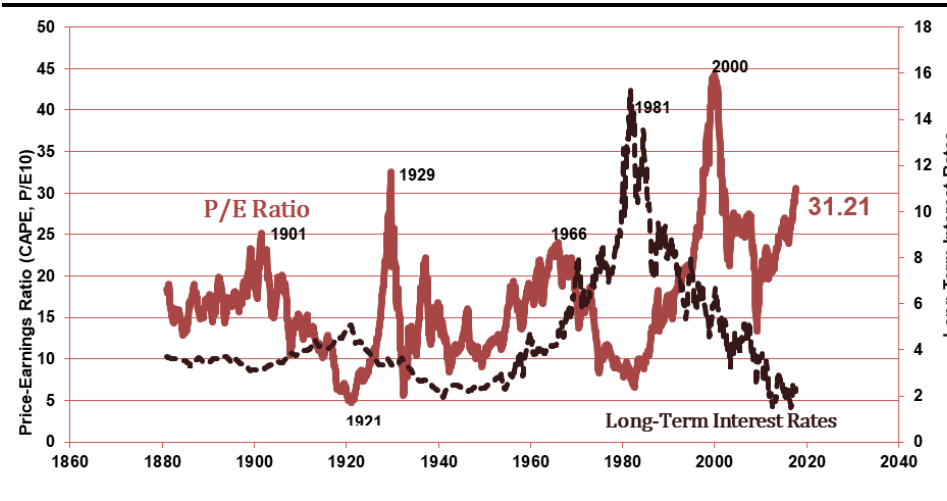
目標可以說是殫精竭慮，費盡思量。如此低的通脹水平導致貨幣政策的“鷹派”與“鴿派”理念分歧加大，政策的不確定性成為當前資本市場的心頭之患。

可以觀察到近年來的一個有趣的現象，無論是學術模型還是市場預期，常常與實際通脹數據之間出現系統性的偏差。密西根大學消費者預期指數模型 2008 年以來的通脹預測效果就很差，長期高估通脹走勢。對華爾街的投行分析師和基金經理的通脹預測調查也是如此，實際通脹長期低于市場預期。如何解釋通脹水平在量化寬鬆政策背景下長期處於低位，成為一個難題。

關於資產價格：從歷史的角度看處於高估值水平

全球各大央行采取的激進的量化寬鬆政策，並沒有帶來消費價格通脹，但是以股票為代表的資產價格却開始變得很貴。以美國標普 S&P500 的估值來看，從羅伯特·希勒 (Robert Shiller) 所提供的經周期調整的市盈率 (CAPE Ratio) 曲線觀察，目前的 P/E 水平已超過 31 倍，高于歷史均值 (17 倍) 一個標準差以上，這說明資本市場的權益資產是昂貴的。今年以來，全球主要股市指數均實現上漲，恒生指數上漲 28%，標普 500 上漲 15%，德國 DAX 指數上漲超過 13%，日經指數上漲 11%；上證指數和英國富時 100 指數上漲幅度也超過 9%。其它主要資產價格 (房地產和大宗商品) 大都錄得不錯的漲幅，例如銅鋁鋅鉛價格上漲幅度都在 20% 以上，銅價上漲 27%。

圖 4：標普 500 指數經周期調整的市盈率 (CAPE Ratio)



資料來源：Robert Shiller, 標普, 招銀國際研究

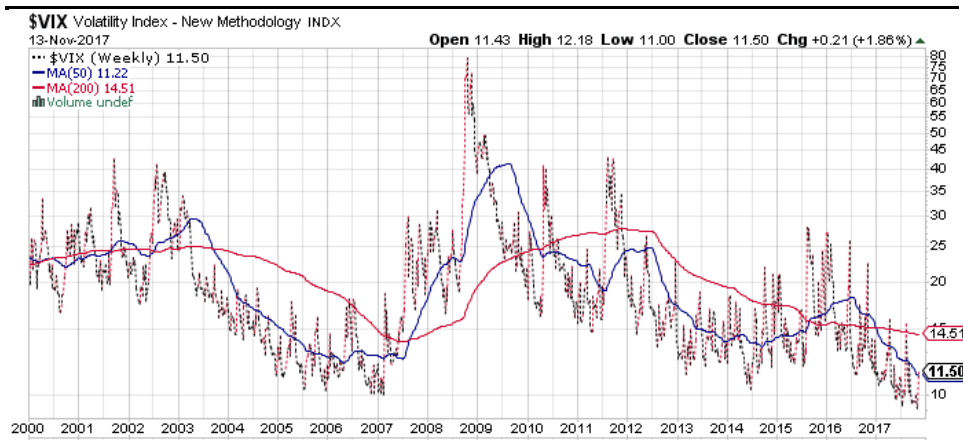
儘管全球股市暢旺，股票估值也不便宜，投資者的風險意識却嚴重不足。11 月份美國股市的隱含波動率 VIX 曾經低于 10，上一次處在如此之低的位置正是 2007 年金融風暴之前。VIX 指數的啓示在于通過期權對沖來觀察投資者的風險意識，當 VIX 上行就意味著投資者對股市前景感到憂慮而在期權市場進行對沖，反映他們存在某種焦慮或風險意識。當 VIX 下跌時就意味著市場對於風險逐漸失去警覺，投資者不再焦慮。歷史告訴我們，VIX 在 10 附近說明風險可能被錯誤低估。

資產價格上漲而消費價格不漲，這種現象應該帶給我們更多的思考。盯住消費價格通脹的貨幣政策目標，面臨嚴重的挑戰。

風險來源于何處？黑天鵝與灰犀牛

然而，這種低波幅增長和高估值資產并存的狀況可能不會持續太久，全球資本市場目前處于一種典型的“弱勢平衡”，需要小心應付。一方面，長期的低波幅和高估值會逐漸消磨投資者的風險意識，容易使人們失去警覺。另一方面，任何出人意料的變化都可能導致弱勢平衡的打破和資產價格的重估，甚至出現市場踩踏現象。古人雲：“安者非一日而安也，危者非一日而危也，皆以積漸然，不可不察也。”(《漢書·賈誼傳》)

圖 5：美國股市的隱含波動率（VIX）處於極低位置



資料來源：StockCharts, 招銀國際研究

什麼事件可能會成為打破這種弱勢平衡？誰是黑天鵝？誰是灰犀牛？短期看，通常年底會出現“粉飾櫥窗”和“鎖定盈利”兩個相反方向的操作，後者可能是今年的主流，畢竟 2017 年有個好收成。可以預見年底市場波動會加劇。展望明年，就目前的觀察，風險因素可能來自幾個方向。一是全球地緣政治風險，總體而言是朝著緊張的方向發展，衝突爆發時點難以預料，具有黑天鵝特性，在此不表。二是貨幣政策不確定性的風險，在退出量化寬鬆、縮表和加息的過程中，全球各大央行的如何加強溝通協調引導市場預期實在“費煞思量”，特別是在經濟溫和增長與通脹略低於央行合意水平的尷尬區域。貨幣政策的演變具有不確定性，鷹派過于激進可能損害充分就業，鴿派裹足不前可能會導致通脹重臨。三是選民逐漸對傳統政治人物失去信心，西方另類政治領袖崛起，可能對全球化進程造成衝擊。四是特朗普的稅改成敗可能影響全球資金流動。總之，任何超預期變化都可能產生“蝴蝶效應”，導致資產價格重估。

從過去十年的實踐來看，極端寬鬆的貨幣政策應對金融危機尚算合格，但在促進經濟增長和實現充分就業方面成效不彰。一個可以預見的變化是，全球範圍出現擯棄自由市場教條的傾向，“東風”壓倒“西風”，政府開始伸出“有形之手”，經濟政策轉向供給側（減稅）和財政工具（基礎設施投資），貨幣政策在回歸正常化的過程中，讓出主角的位置。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

| | |
|-----|--------------------------------|
| 買入 | : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15% |
| 持有 | : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出 | : 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10% |
| 未評級 | : 招銀國際并未給予投資評級 |

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。