

宏观点评 20210405

谁更贵？全球股市，债市，还是房地产？

2021年04月05日

观点

- 疫情后全球空前的政策刺激既助长了资产的普涨，也引发了市场对于资产泡沫的担忧。尤其是今年以来全球债市出现抛售潮，不仅此前由央行放水催生的债市泡沫正在被挤出，而且债券利率的上行也对股市和房地产的高企的估值构成风险。从当前来看，全球债市、股市、房地产究竟有多贵？我们不妨来一比高下。
- 从最新的数据来看（图 1），当前全球股市和债市的市值分别为 109 万亿美元和 123 万亿美元，两者虽然均为历史新高，但与 2020 年底全球房地产 269 万亿美元的市值相比则相形见绌。而相对于 2010 年年底的市值，十年间全球股市和债市增长了 150% 和 110%，全球房地产则增长了 77%。
- 这是什么概念呢？2020 年底全球 GDP 规模约为 84 万亿美元，因此当前全球股市、债市的市值相当于全球 GDP 的 1.3 倍和 1.5 倍，全球房地产市值则为全球 GDP 的 3.2 倍（图 2）！而在十年前的 2010 年底，全球股市、债市、房地产市值分别为全球 GDP 的 0.8 倍、0.7 倍、2.3 倍。
- 由此可见，相对于全球经济基本面，十年间上述三类资产在规模上均明显膨胀，然而，其各自的昂贵程度不尽相同。
- 对全球债市而言，实际长期利率和负利率债券规模是两个重要的参考指标。如图 3-图 4 所示，当前主要发达国家长期国债的负实际利率仍处于历史低点，且全球负利率债券规模依然处于历史高位。鉴于全球经济正走出疫情、通胀压力也逐渐显现，我们预计发达国家长债的实际利率将摆脱历史低位，负利率债券的发行也将显著减少。这就表明当前全球债券的估值在总体上仍然过高。
- 与全球债市相比，全球股市的估值并不算昂贵。我们不妨以全球股市中估值偏高的美股为例，如图 5 所示，当前标普 500 指数动态市盈率暗含的盈利收益率为 4.4%，远高于 1.7% 附近的 10 年期美债利率。这与 21 世纪初美股互联网泡沫崩盘时的情形完全不同，当时标普 500 指数的盈利收益率显著低于 10 年期美债利率。因此，在 10 年期美债利率回升至标普 500 指数的盈利收益率之前，美股相对美债仍具有吸引力。
- 全球房地产虽然市值最大，但仍有升值空间。我们在此前的分析已经表明，虽然近年来全球房价屡创新高，但全球和美国的房价-收入比尚未回到上一轮房地产繁荣时期的高点，全球和美国的房价-房租比也存在进一步的上涨空间（图 6-图 7）。根据 TBRC 的最新预测，2021 年全球房地产的市值有望增长 3.2%，达到 277 万亿美元。主要国家房价的持续上涨也终将带动房租的回升，从而加大 CPI 通胀压力。
- 基于上述分析不难得出如下结论：
 - 一是全球债市与股市和房地产相比更显得偏贵。尤其是随着全球走出疫情，发达国家长债的实际利率有望向疫情前的水平收敛。
 - 二是短期内债券利率的回升并不对全球股市的上涨构成威胁。这是因为主要国家股市的盈利收益率仍然显著高于长债利率。
 - 三是与债券和股市相比，全球房地产的财富效应最为显著。这意味着房地产的调整对经济的影响比股市和债市更为显著。因此，一旦房地产市场因债券利率上行而下跌，以美联储为代表的主要央行不会袖手旁观，这也意味着未来长端债券利率的上行空间有限。
- **风险提示：**病毒变异导致疫苗失效；财政刺激下全球通胀显著回升

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

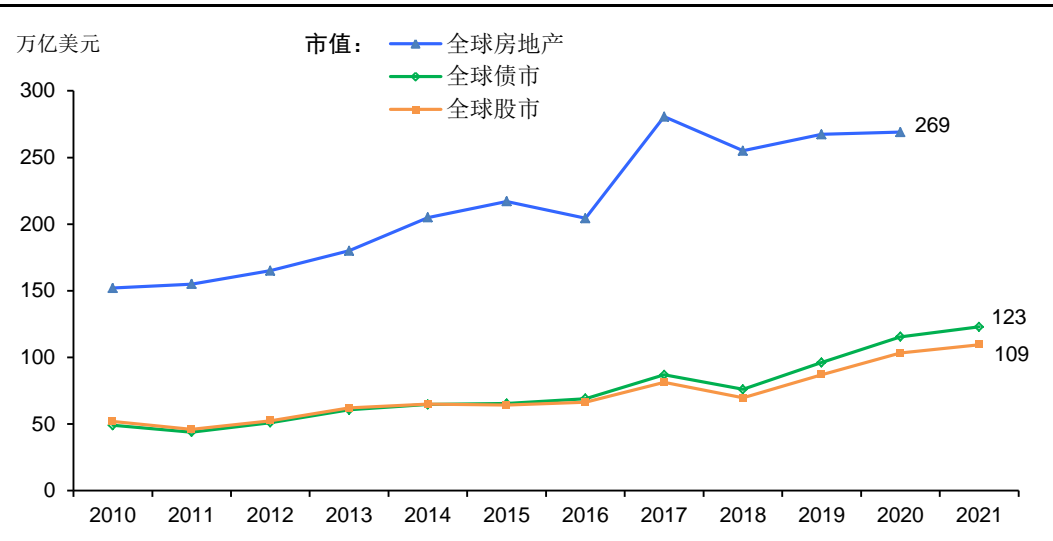
研究助理 赵艺原

zhaoyy@dzwzq.com.cn

相关研究

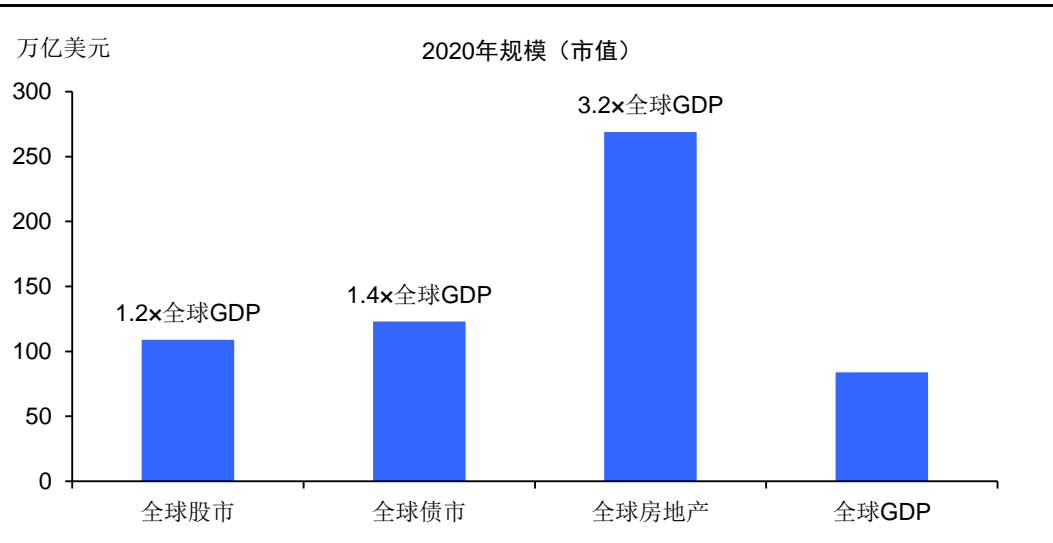
- 1、《宏观点评 20210331：3 月 PMI 点评：经济反弹强于季节性》2021-03-31
- 2、《宏观点评 20210331：揭开拜登基建投资计划的真相》2021-03-31
- 3、《宏观点评 20210331：人民币贬值，流动性会受波及吗？》2021-03-31
- 4、《宏观点评 20210327：拜登基建投资的新动向：《无尽前沿法案》》2021-03-27
- 5、《宏观点评 20210326：谁将阻挡美债收益率上涨的步伐？》2021-03-27

图 1: 当前全球股市和债市的市值相当, 但远不及全球房地产的市值



备注: 2021 年以前均为年末数据, 2021 年数据截止日为 4 月 5 日
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

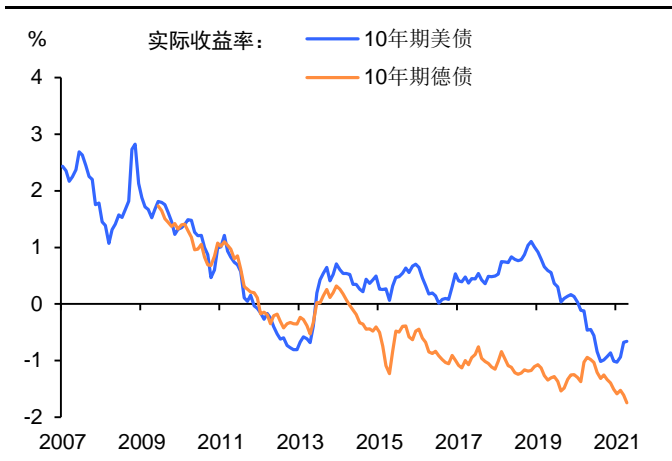
图 2: 全球股市、债市、房地产的市值分别相当于全球 GDP 的 1.2 倍、1.4 倍、3.2 倍



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3: 发达国家长债的实际利率为负且为历史低点

图 4: 全球负利率债券规模依然处于历史高位

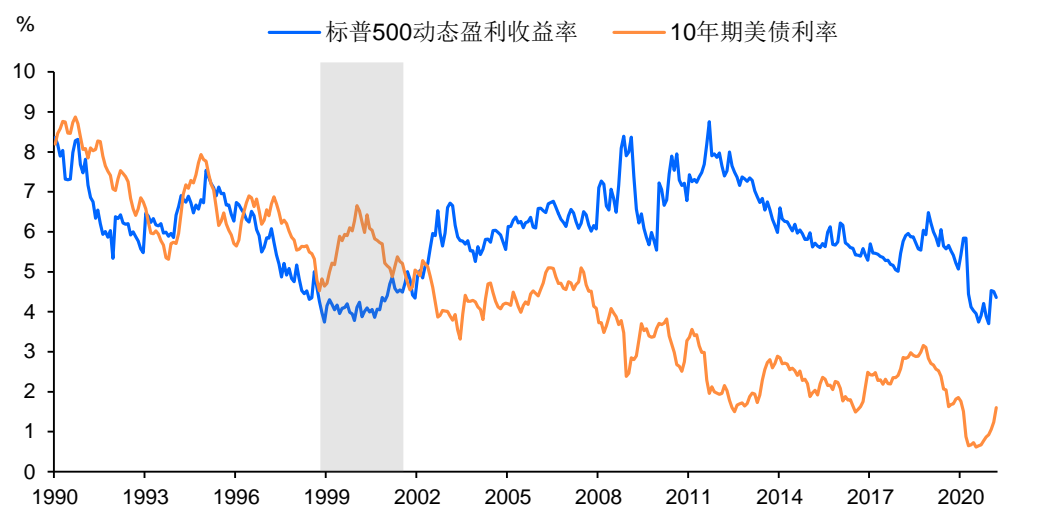


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所



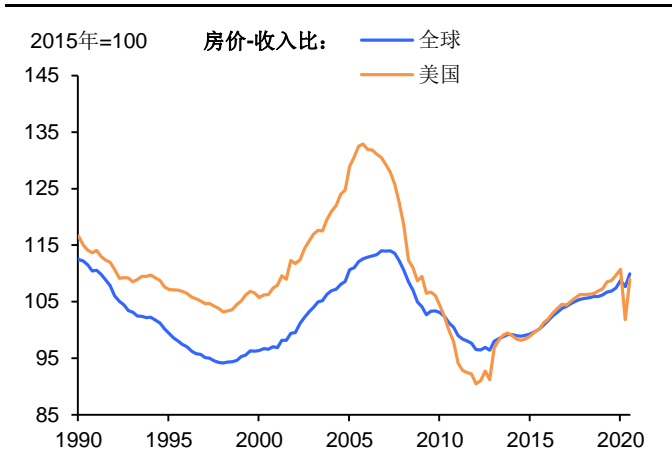
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 5: 尽管估值偏高，但当前美股的盈利收益率仍显著高于 10 年期美债利率



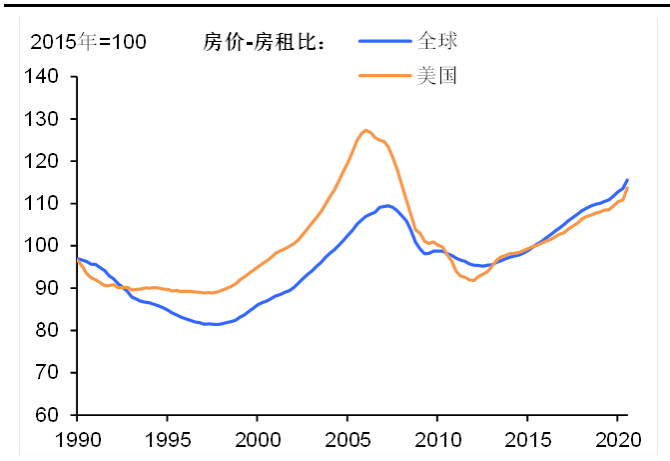
备注：阴影部分为美国互联网泡沫时期
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 6: 全球和美国的房价-收入比并未回升至前高



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 7: 全球和美国的房价-房租比仍有回升空间



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>