

关注海外资产价格群体性高估特征

投资要点:

➤ 核心观点

按照传统经典指标计算,当前包括美债(期限利差倒挂)、美股(估值在历史90%分位数以上)、黄金(与实际利率持续背离)等在内的多种海外资产价格,普遍出现了高估特征。

我们认为,前述资产价格背后的运行逻辑,很大程度在于对美联储降息预期的提前抢跑交易。过往大量历史研究表明,美联储开始降息后股票债券黄金价格都会上涨,在学习效应作用下,投资者在不断提前反应。

而从目前相关基本面数据看,海外经济二次通胀可能性是存在的,因此不排除美联储推迟降息时间甚至2024年年内不降息,在相关资产价格已经普遍透支降息预期的情况下,这是需要特别值得特别关注的。

➤ 风险提示

宏观变化超预期、海外通胀超预期、海外市场大幅波动等

团队成员

分析师: 燕翔(S0210523050003)
yx30128@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、通胀数据点评:核心CPI温和上行,PPI环比降幅收窄——2024.04.11
- 2、宏观点评:美国去通胀之路仍旧坎坷——美国3月通胀数据点评——2024.04.11
- 3、二季度经济与市场展望:分母的逻辑——2024.04.07



正文目录

1 美债美股黄金普遍出现高估特征	3
2 资产价格背后反映降息预期抢跑	5
3 警惕海外二次通胀降息低于预期	7
4 风险提示	9

图表目录

图表 1: 美国债券长短期利率期限利差倒挂明显	3
图表 2: 美股市盈率市净率估值指标回到历史高位	4
图表 3: 黄金价格与实际利率走势近期显著背离	5
图表 4: 标普 500 指数与美国政策利率变化 (1957-1958)	5
图表 5: 标普 500 指数与美国政策利率变化 (1973-1975)	6
图表 6: 标普 500 指数与美国政策利率变化 (2018-2019)	6
图表 7: 标普 500 指数与美国政策利率变化 (2021-2024)	7
图表 8: 美联储官员经济预测中位数	8
图表 9: FOMC 会议点阵图 (2024 年 3 月)	8
图表 10: 欧美制造业 PMI 指数有望见底回升	9
图表 11: 当前美国 CPI 同比走势与 70 年代对比	9



1 美债美股黄金普遍出现高估特征

按照传统经典指标计算，当前包括美债、美股、黄金等在内的多种海外资产价格，普遍出现了高估特征。

一是美国债券长短期利率期限利差倒挂明显（参见图表1）。当前美联储政策利率联邦基金利率目标区间维持在 5.25%至 5.5%之间，而截至 2024 年 4 月 11 日，3 个月、2 年期、10 年期美国国债到期收益率分别为 5.45%、4.93%、4.56%，长端利率显著低于短端利率。

由于长端利率蕴含了未来经济更多不确定性，需要有更多的风险溢价回报，正常情况下长端利率都是要高于短端利率的，期限利差为正。历史经验中，期限利差倒挂往往预示着可能出现经济衰退（长端利率提前反映经济下行，短端利率受制于政策利率变化缓慢），如 1989 年、2000 年、2007 年等都是典型案例。

而当前情况则不同，现阶段市场主流观点很少有认为美国经济短期内会出现经济衰退，期限利差倒挂的主要原因在于市场在提前交易美联储后续降息。长端利率显著低于短端利率，反映长端债券资产价格目前处在高估状态，如果后续政策利率降息不及预期，长端债券资产价格存在调整的风险（即利率上行）。

图表 1：美国债券长短期利率期限利差倒挂明显



来源：Wind，华福证券研究所

二是美股市盈率市净率估值指标回到历史高位（参见图表2）。截止 2024 年 4 月 11 日，当前美股标普 500 指数的市盈率和市净率分别在 25.8 倍和 4.7 倍，分别处在历史分位数的 93.3%（1954 年至今）和 95.1%（1990 年至今）。从估值指标看，当前美股处在明显的高估状态。

市盈率指标等于市值除以上市公司盈利，有时候会受分母盈利的异常波动影响较大，典型情况就是在经济衰退期，企业盈利很差，此时即使股价不高也会出现市盈率指标很高，典型情况如 1991 年、2009 年等，都是出现在经济衰退过程中。



市净率则受影响较小，因此如果市盈率和市净率同时很高，则更能说明股票资产价格处在高估位置，历史上最典型的高估状态是在 2000 年和 2021 年。当前标普 500 指数市净率已经与 2000 年和 2021 年时高点接近，市盈率低于 2021 年时（主要因为 2021 年疫情后分母盈利较低），但也与 2000 年时水平相去不远。

图表 2：美股市盈率市净率估值指标回到历史高位



来源：Wind，华福证券研究所

三是黄金价格与实际利率走势近期显著背离（参见图表 3）。2024 年以来黄金价格持续上行，到 4 月份国际金价已经突破每盎司 2300 美元。

黄金是一类较为特殊的资产，一方面，相比于股票和债券，黄金没有未来现金流产生，另一方面，与工业金属和能源等相比，黄金的供需平衡表对金价影响也不突出。因此理论上黄金并没有特别强的定价锚，传统的黄金定价机制主要由美债实际利率和避险情绪共同决定，其中前者体现为持有黄金的机会成本，后者体现为黄金的避险属性。

从过往历史经验看，黄金价格与实际利率走势多数情况下，是高度负相关的，反映出实际利率越低、持有黄金机会成本越低、利好金价上涨。而 2023 年以来在实际利率上行中，黄金价格不降反升，特别是从 2024 年开始金价出现了加速上涨。这其中固然有叙事层面的地缘政治、去美元化等影响，但金价不断走高并与实际利率持续背离，意味着对降息预期、避险情绪等有一定透支。


图表 3: 黄金价格与实际利率走势近期显著背离


来源: Wind, 华福证券研究所

2 资产价格背后反映降息预期抢跑

我们认为, 前述美债、美股以及黄金等资产价格的表现, 其背后的运行逻辑, 很大程度在于对美联储降息预期的提前抢跑交易。

由于学习效应的存在, 市场投资者会提前反应潜在的变化。这其中非常典型的, 就是美股在加息和降息周期中的表现。从历史经验看, 美国股市历次大跌的低点绝大多数时间都出现在“末次加息之后、首次降息之前”这个时间窗口中, 例如 1957 年 (参见图表 4)、1974 年 (参见图表 5)、2018 年底 (参见图表 6) 等。也有少数时候美股低点是在后续多次降息后才出现的, 但无论如何, 在 2021 年以前, 历史上的美股大跌低点还从来没有在加息周期中出现过。

图表 4: 标普 500 指数与美国政策利率变化 (1957-1958)


来源: Wind, 华福证券研究所


图表 5: 标普 500 指数与美国政策利率变化 (1973-1975)


来源: Wind, 华福证券研究所

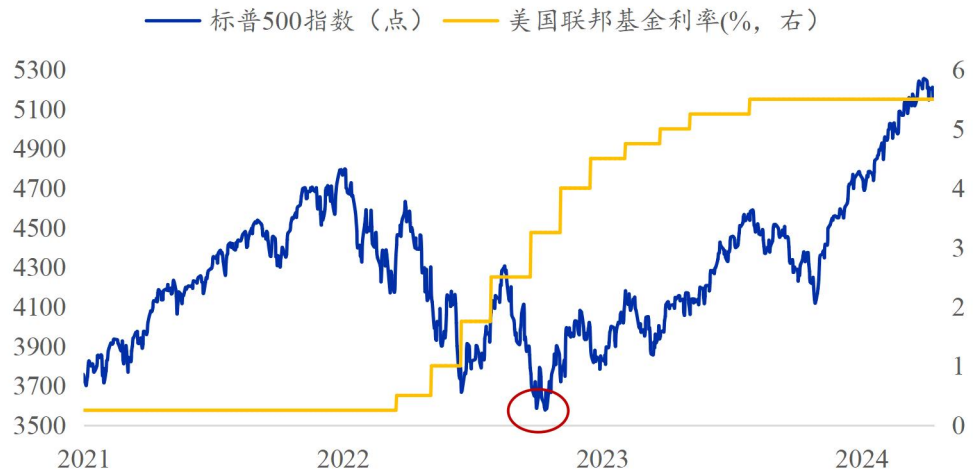
图表 6: 标普 500 指数与美国政策利率变化 (2018-2019)


来源: Wind, 华福证券研究所

前述历史经验在本轮市场行情中被打破。2022 年美联储开始加息，美股指数也在 2022 年出现大幅下跌调整，2022 年标普 500 指数跌幅达 19.4%。但本轮美股大跌的低点在 2022 年 10 月份左右便已出现，而此后一直到 2023 年美联储又继续多次加息，美股大跌的低点出现在了加息周期中（参见图表 7）。



图表 7: 标普 500 指数与美国政策利率变化 (2021-2024)



来源: Wind, 华福证券研究所

资产价格表现的这一特征背后,反映了非常强烈的抢跑预期。既然历史经验显示,美联储加息结束后美股就会见底,投资者在不断学习历史的过程中就会对投资行为产生影响,不断提前交易。实际上,从过去历史中已经能够看到,虽然在2021年之前,历次美股大跌的低点都是出现在末次加息之后,但是在学习效应下,这个低点出现的位置在不断左移(即不断靠近末次加息出现的时间),2018年底这次,股市的低点几乎跟末次加息出现在同一时间。

对于黄金和美债也是同样的道理,大量的研究都已经发现,在美联储开始降息之后,黄金和债券的资产价格历史上往往都会上涨,在学习效应影响下投资者会去抢跑交易。

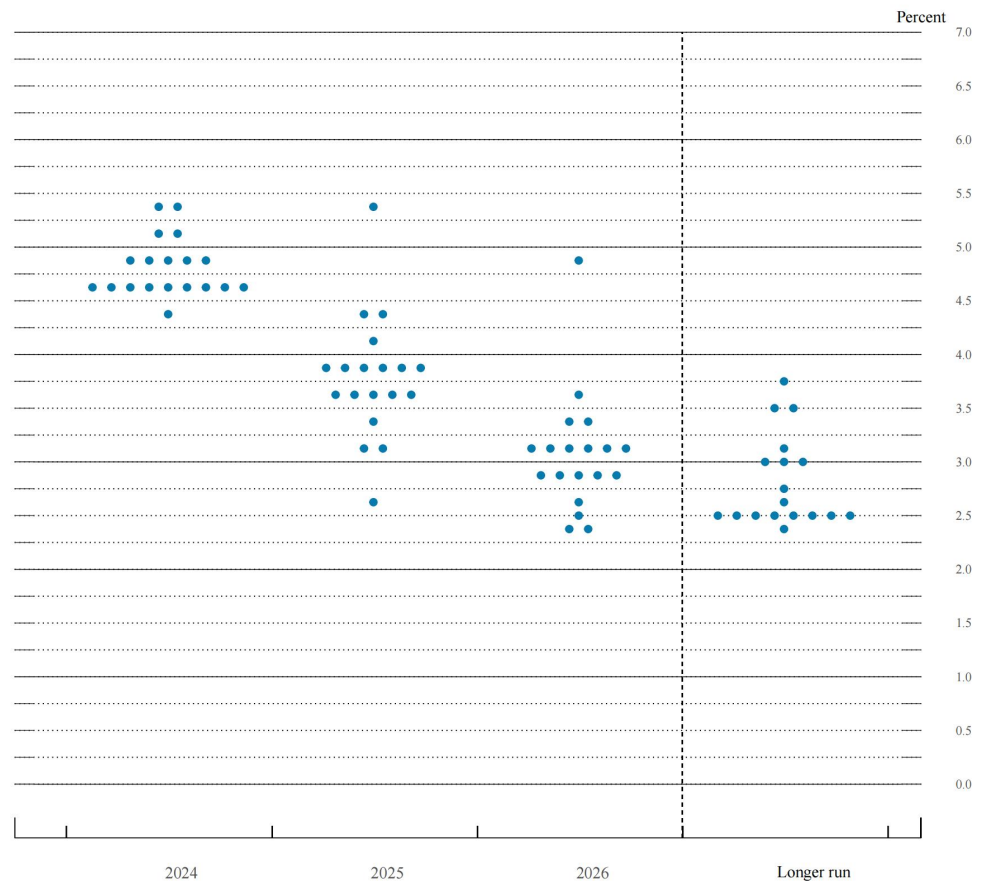
3 警惕海外二次通胀降息低于预期

从美联储3月份议息会议结果来看,与12月相比,3月美联储SEP大幅上调2024年经济增速,通胀预期下滑速度则放慢,但目前维持年内降息75BP指引,参见美联储官员经济预测中位数(图表8)以及2024年3月FOMC会议点阵图(图表9)。


图表 8: 美联储官员经济预测中位数

指标 (%)	预测时点	2024	2025	2026	长期
实际 GDP 增速	2024.03	2.1	2.0	2.0	1.8
	2023.12	1.4	1.8	1.9	1.8
失业率	2024.03	4.0	4.1	4.0	4.1
	2023.12	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE	2024.03	2.4	2.2	2.0	2.0
	2023.12	2.4	2.1	2.0	2.0
核心 PCE	2024.03	2.6	2.2	2.0	-
	2023.12	2.4	2.2	2.0	-
联邦基金利率	2024.03	4.6	3.9	3.1	2.6
	2023.12	4.6	3.6	2.9	2.5

来源: 美联储, 华福证券研究所

图表 9: FOMC 会议点阵图 (2024 年 3 月)


来源: 美联储, 华福证券研究所

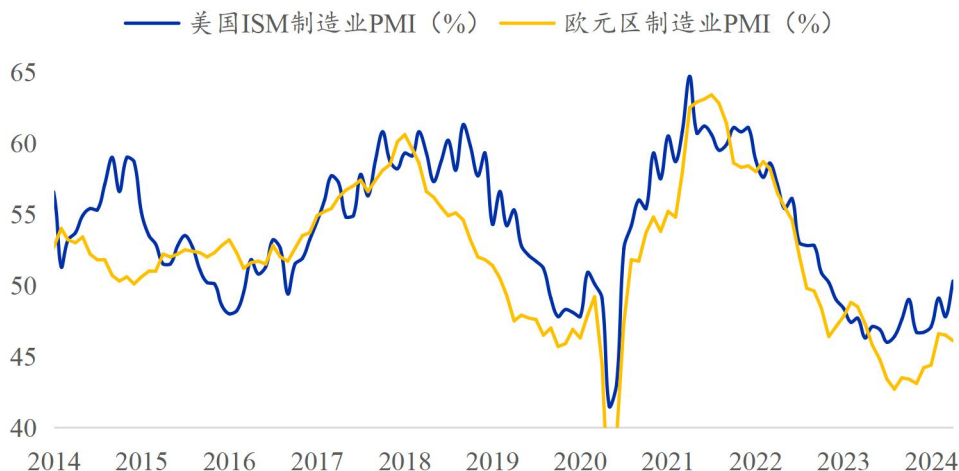
需要注意的是, 目前海外经济二次通胀的可能性是存在的, 因此不排除美联储推后降息时间表甚至 2024 年年内不降息, 尤其是在相关资产价格已经普遍高估甚至透支降息预期的情况下, 这是需要特别值得警惕的风险。

一是近期全球大宗商品价格普遍上行、核心服务价格韧性, 叠加美股和房地产的财富效应, 对美国 CPI 带来支撑, 通胀下行速率放缓甚至不排除上扬可能性。且



从短周期角度看，当前欧美制造业 PMI 指数均处在见底回升态势，二季度后全球制造业周期有望进一步回升（参见图表 10）。

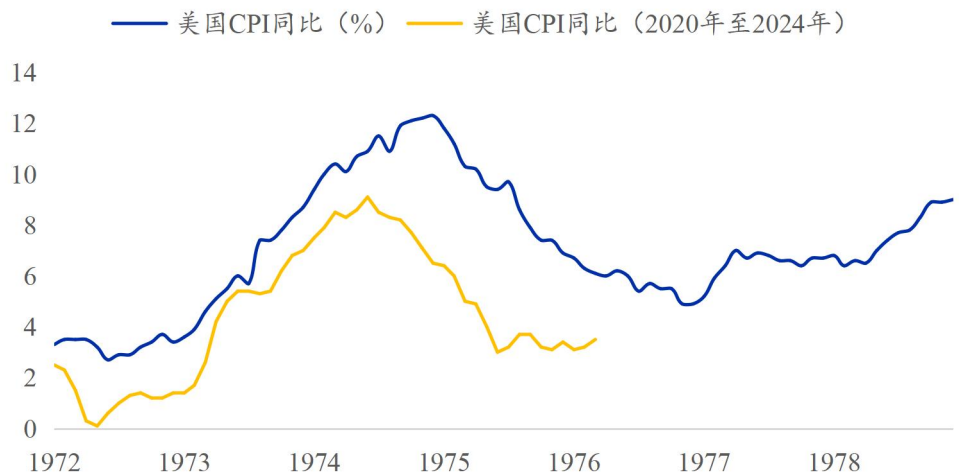
图表 10: 欧美制造业 PMI 指数有望见底回升



来源：Wind，华福证券研究所

二是宏观上看通胀回落后，由于企业和居民都存在名义货币幻觉，会加大投资和消费，容易推动通胀二次回升，对比当前美国 CPI 同比走势与 70 年代第一次石油危机后的走势，相似度是比较高的（参见图表 11）。

图表 11: 当前美国 CPI 同比走势与 70 年代对比



来源：Wind，华福证券研究所

4 风险提示

一是宏观变化超预期，二是海外通胀超预期，三是海外市场大幅波动等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn