

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

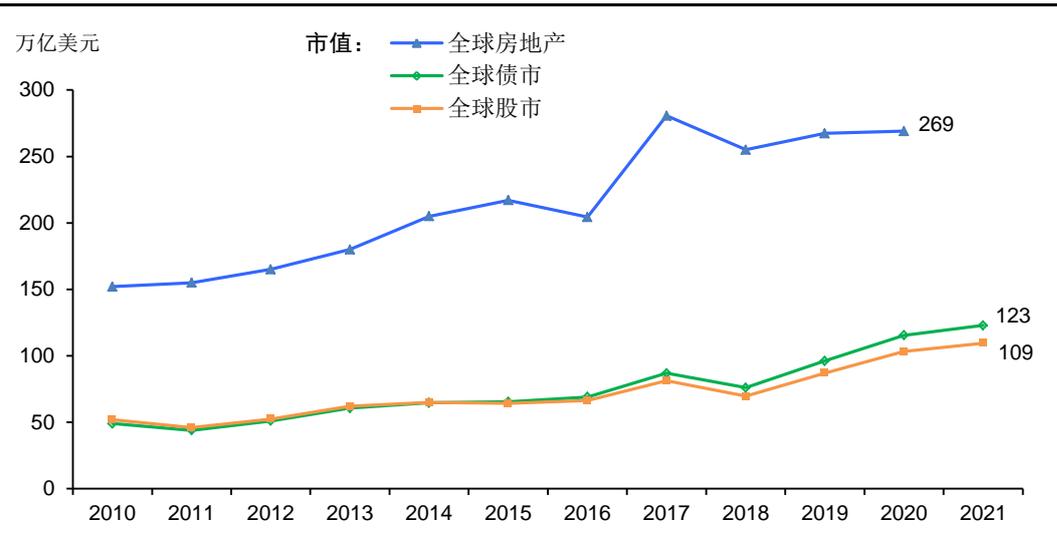
研究助理 赵艺原

zhaoyy@dzwzq.com.cn

相关研究

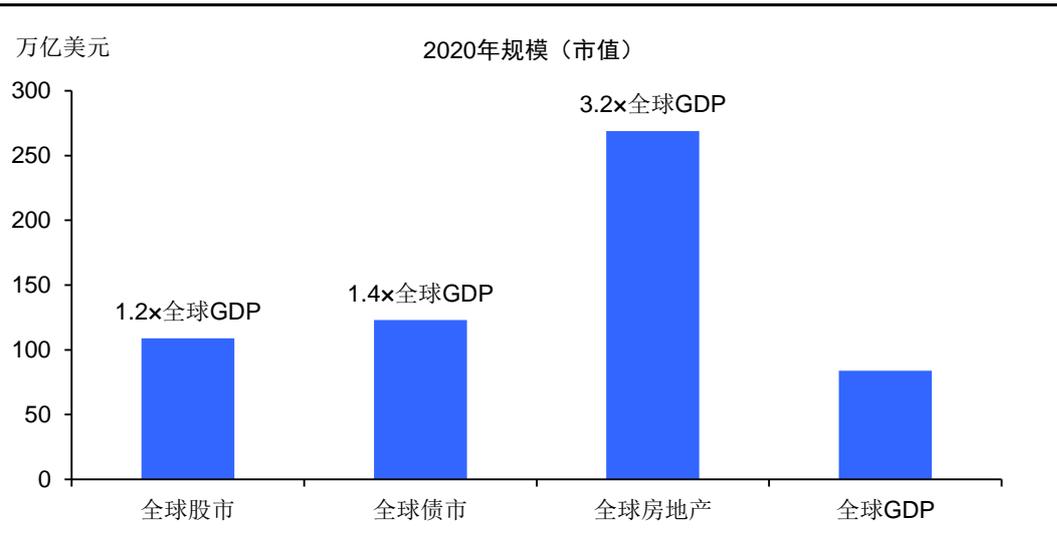
- 1、《宏观点评 20210331：3 月 PMI 点评：经济反弹强于季节性》2021-03-31
- 2、《宏观点评 20210331：揭开拜登基建投资计划的真相》2021-03-31
- 3、《宏观点评 20210331：人民币贬值，流动性会受波及吗？》2021-03-31
- 4、《宏观点评 20210327：拜登基建投资的新动向：《无尽前沿法案》》2021-03-27
- 5、《宏观点评 20210326：谁将阻挡美债收益率上涨的步伐？》2021-03-27

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

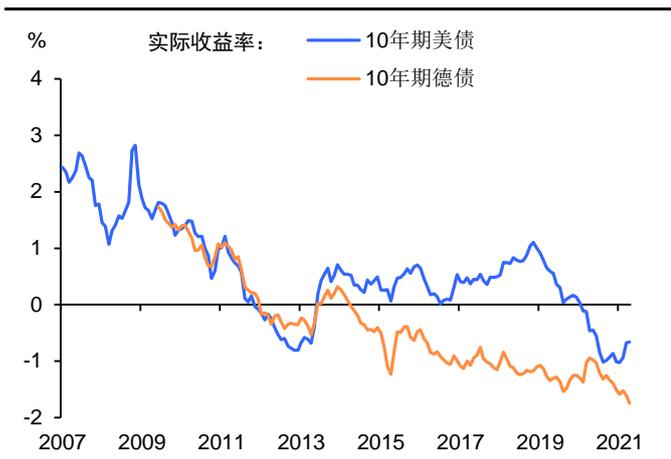
图 2: 全球股市、债市、房地产的市值分别相当于全球 GDP 的 1.2 倍、1.4 倍、3.2 倍



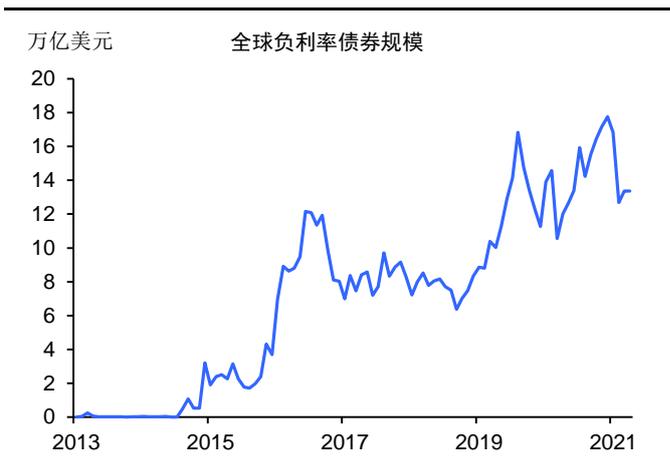
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

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

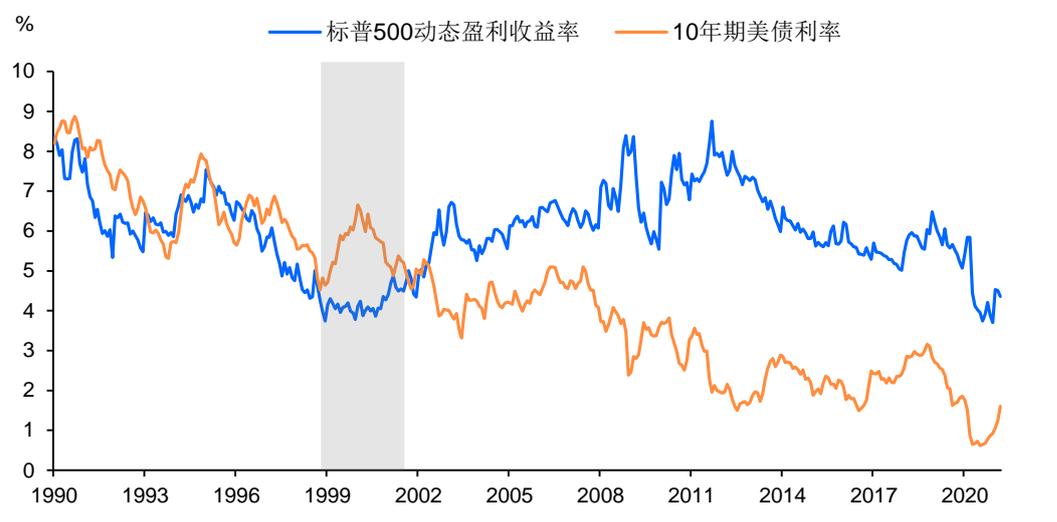


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所



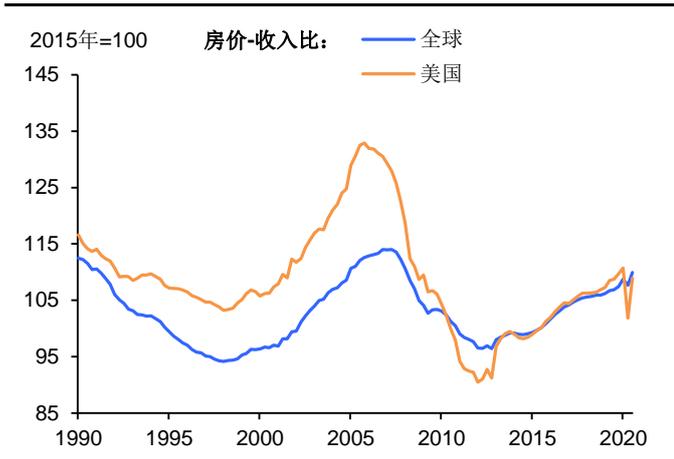
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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



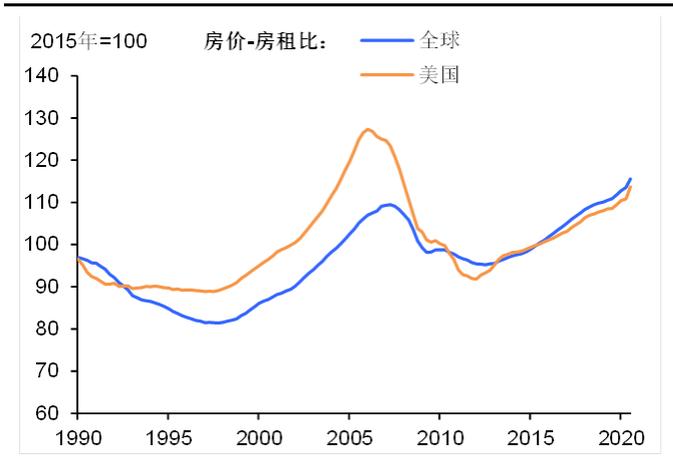
备注：阴影部分为美国互联网泡沫时期
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18578



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>