

资本市场的高波动从何而来

平安证券宏观策略配置团队

魏伟 张亚婕 郝思婧

2020年6月2日

一、宏观环境特征：低利率与高杠杆

- 低利率、低增长、低通胀并存。货币宽松带来市场利率持续走低，但同期总需求下降，经济增速放缓，通胀走低。
- 高杠杆、高资产价格并存。全球杠杆率持续走高，企业杠杆率位于90%以上分位，同期股、债、房等资产价格高企。

二、资本市场影响：高估值带来高波动

- 疫情冲击市场波动加剧。3月欧美股市波动率升至2008年危机时水平，同期美债、黄金、原油等波动率也显著上行。
- 主因一：低利率抬升估值。一方面，资金借贷成本降低，折现率下降抬升企业估值，上市公司通过发债进行股票回购带来EPS泡沫，特定冲击引发资金成本抬升担忧导致估值快速回落。另一方面，传统固收类资产收益率降低，养老金、险资等通过共同基金、ETF等产品增配风险资产，冲击发生时，基金大规模集中赎回易发生踩踏事故。
- 主因二：波动率在资产配置中的影响力增强。一方面，波动率自身成为大类资产配置的重要组成部分，VIX指数衍生品的杠杆配置和交易可能进一步放大波动。另一方面，以风险平价策略为代表的对冲基金交易加剧股市脆弱性，特定冲击下股债波动都在加大引发大规模抛售，从而可能会进一步加剧资产价格波动。

三、资产配置展望：低利率、低增长、低通胀并存的环境大概率长期延续

- 大类资产配置建议：1) 权益资产：高科技>高股息>普通蓝筹；2) 债券：中国较美国更具吸引力；3) 商品：黄金仍将受益于负利率及避险需求，工业品价格受全球需求回落下行；4) 房地产：核心都市圈相对更具配置价值。



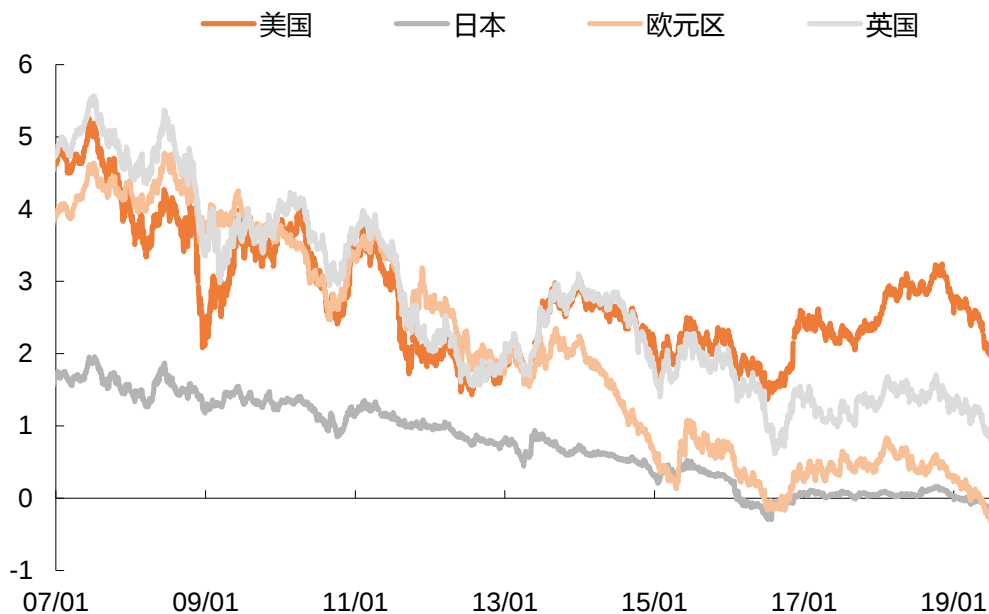
CONTENT 目录

- ◎ 宏观环境特征：低利率与高杠杆
- ◎ 资本市场影响：高估值带来高波动
- ◎ 资产配置展望：低利率下的配置逻辑延续

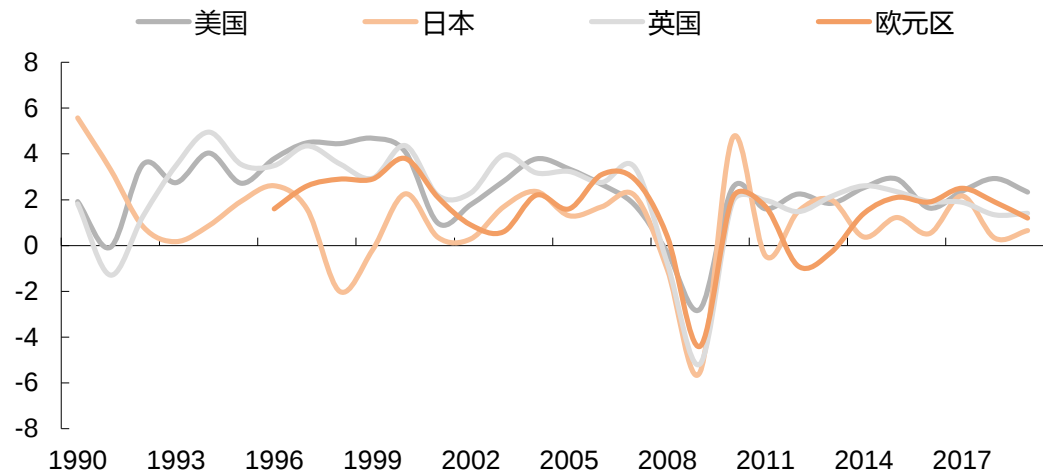
1.1 宏观环境一：低利率、低增长、低通胀并存

- 自2008年金融危机以来，货币宽松带来各经济体利率持续走低，欧元区进入“负利率时代”。
- 与此同时，社会总需求下降，经济增速放缓，通胀水平走低。

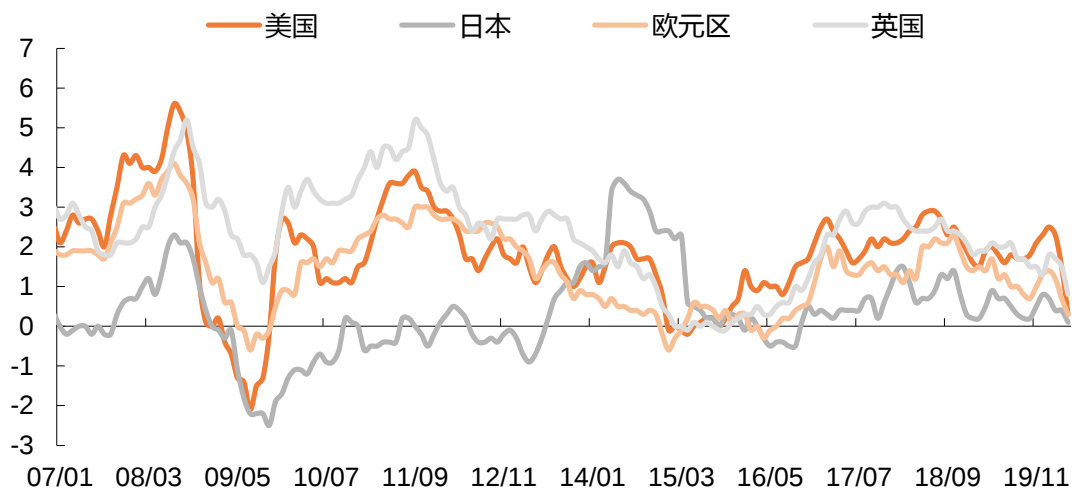
全球主要经济体十年期国债利率持续走低 (%)



全球主要经济体实际GDP增速放缓 (%)



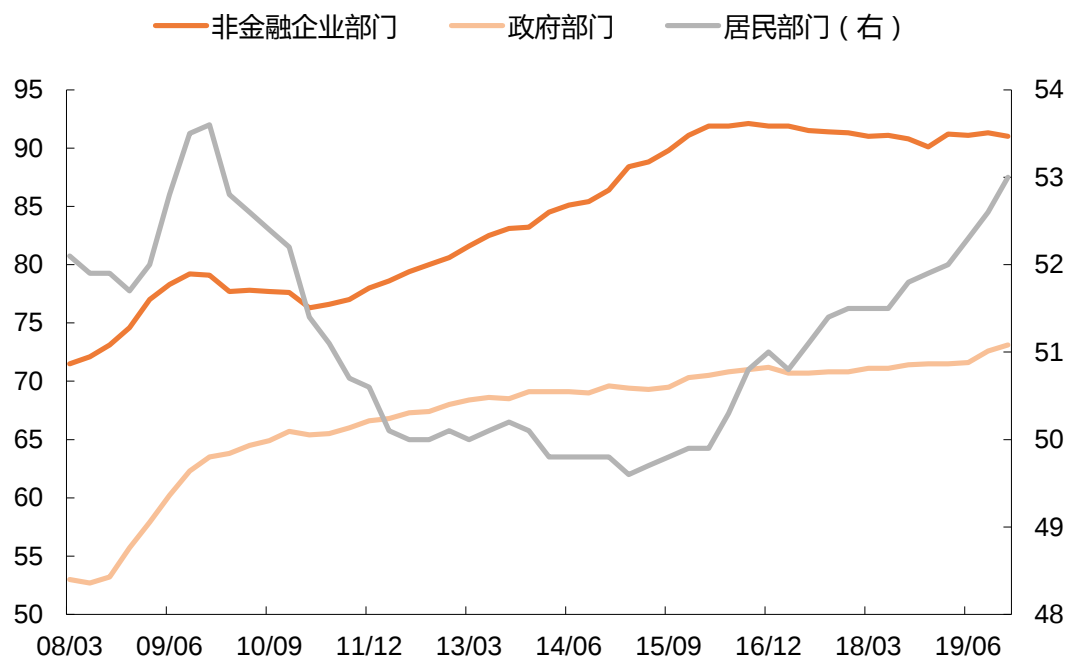
全球主要经济体CPI同比走低 (%)



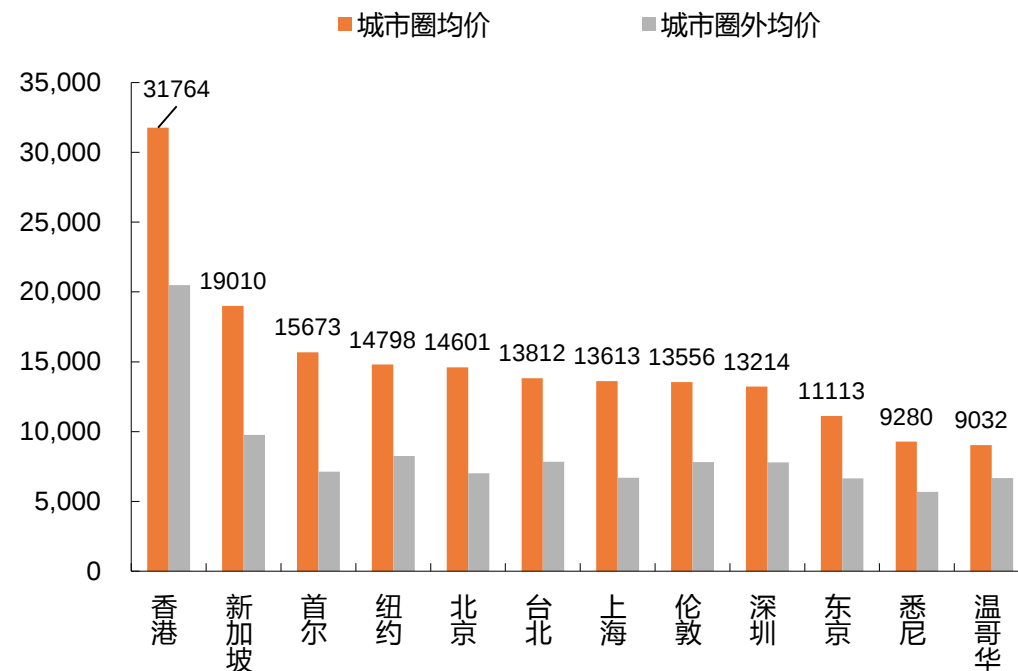
1.1 宏观环境二：高杠杆和高资产价格并存

- 全球杠杆率持续走高，其中，非金融企业部门杠杆率连续4年位于90%以上历史高位。
- 另一方面，全球资产价格高企，从权益市场到债券市场再到房地产市场，以全球核心都市圈房价为例，北京、上海、首尔等地城市中心圈内房屋均价是圈外均价的2倍以上，近年来呈现翻倍式上涨。

所有报告国（使用购买力平价汇率）杠杆率高企（%）



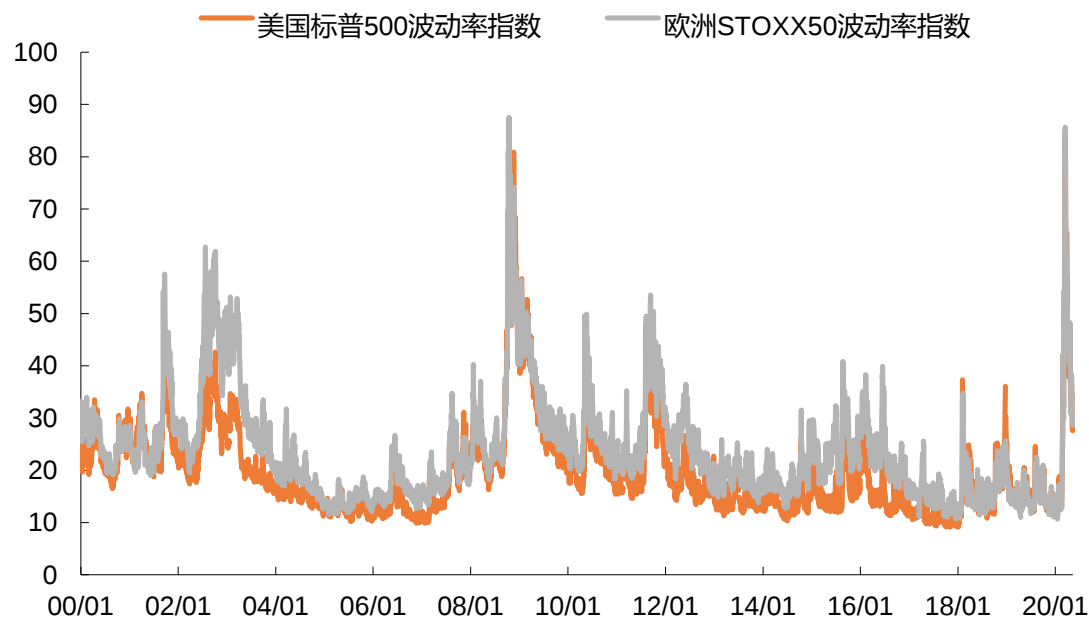
各大型都市圈房屋均价偏高（美元/每平方米）



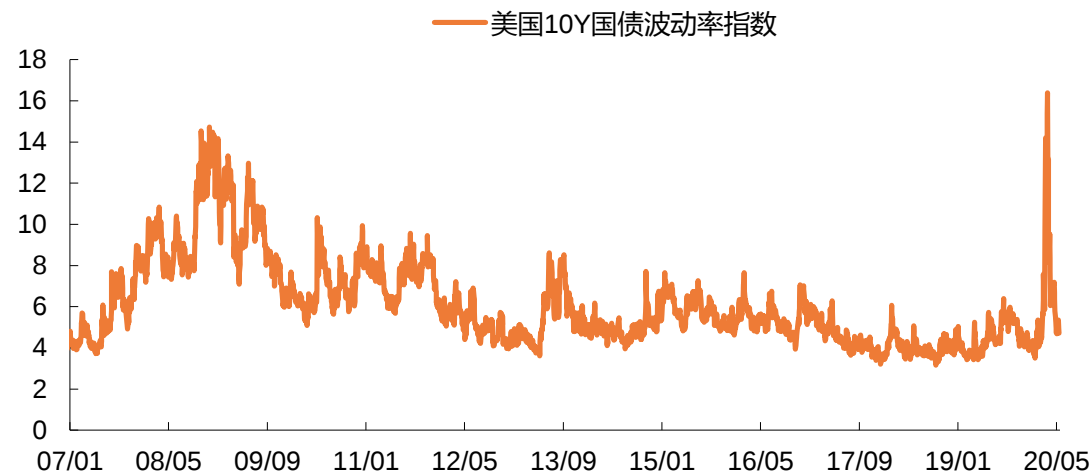
1.2 资本市场：受疫情冲击，金融资产波动率大幅抬升

- 2020年3月，受全球疫情超预期蔓延和油价暴跌的影响，金融市场爆发流动性危机，欧美股市波动率飙升至接近2008年金融危机时水平，同期美债、黄金、原油等商品ETF波动率也显著抬升。

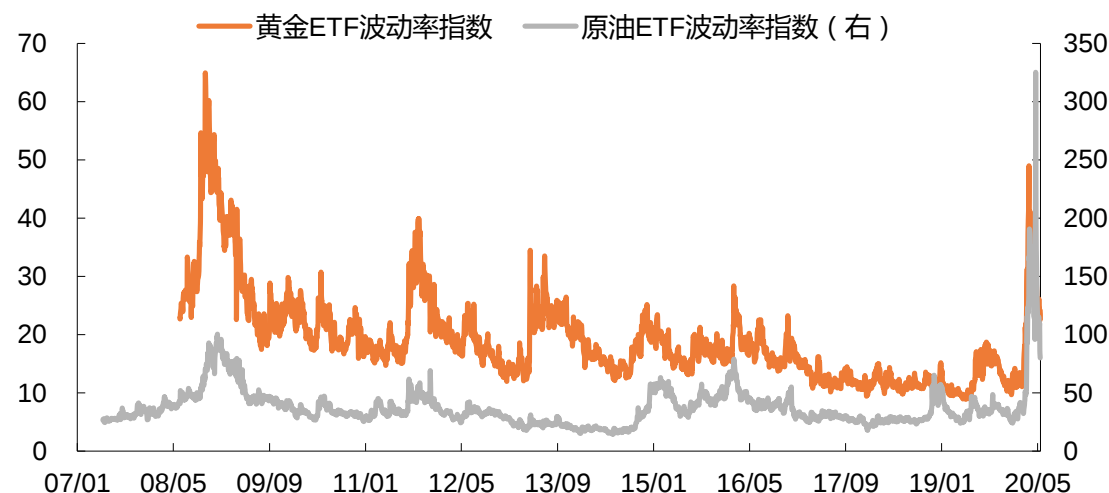
● 股市波动率接近2008年危机时水平



● 美债波动率创金融危机以来新高



● 原油波动率创历史新高



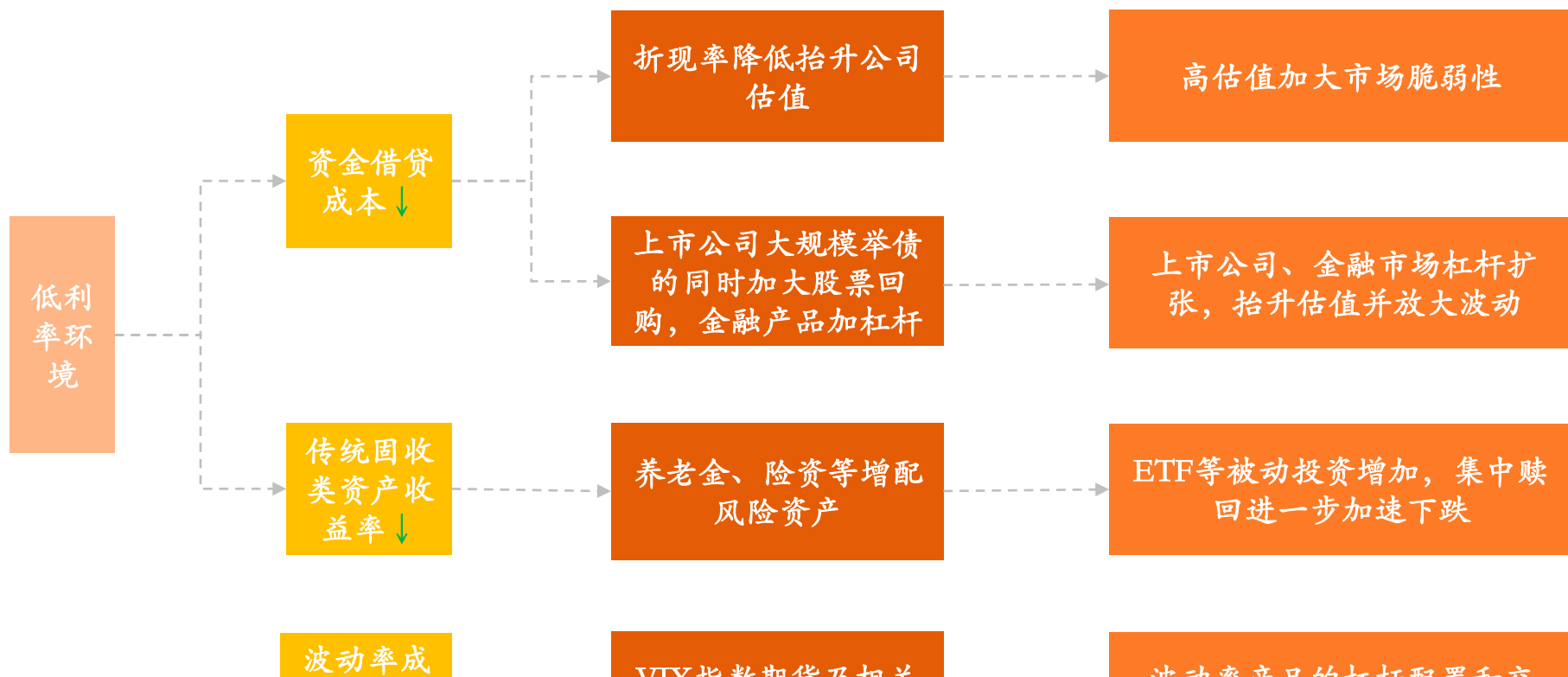


CONTENT 目录

◎ 宏观环境特征：低利率与高杠杆

◎ 资本市场影响：高估值带来高波动

◎ 资产配置展望：低利率下的配置逻辑延续



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_4778

