

No. 2114

研究报告

IMI

国际资本市场形势分析

钱宗鑫



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

<http://www.imi.org.cn/>

國際貨幣網

1937

国际资本市场形势分析

钱宗鑫¹

一、美国宏观经济形势

1. 美国经济复苏超预期

一季度美国实际 GDP 年化涨幅 6.4%，去年四季度 GDP 年化涨幅 4.3%，相对历史都是较高的。原因很简单，受新冠疫情的影响，去年基数已经较低，所以今年涨幅比较高。具体结合去年四季度对今年一季度的预测与展望来理解，在去年四季度美国职业经济学家调查预测 2020 年四季度美国实际 GDP 涨 4.0%，前值（三季度）美国职业经济学家对美国 GDP 实际涨幅预测 5.8%，在四季度由于欧洲二次疫情影响，美国职业经济学家下调了对美国四季度经济表现的预期，但四季度实际 GDP 涨幅 4.3%，实际上经济形势因为二次疫情冲击的恶化程度并没有比预期快，但确实不如三季度二次疫情来之前那么大。在四季度 2021 年实际 GDP 涨幅预期是 3.2%，现在一季度实际数字远超预期。在二次疫情来之前的前值是 5%，实际 GDP 涨幅确实比预期要好。

¹ 钱宗鑫，中国人民大学财政金融学院党委副书记、副教授

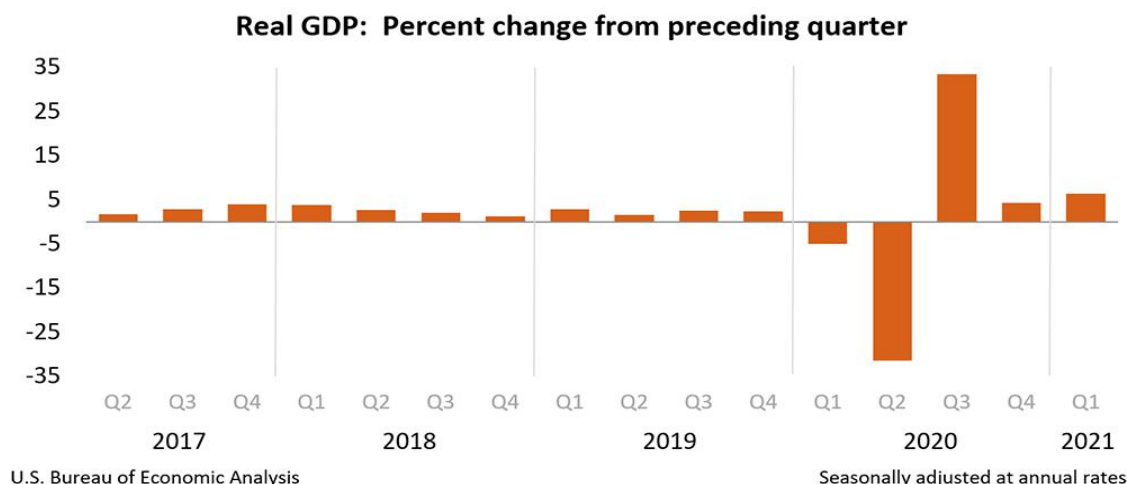


图 1 美国实际 GDP 增速超预期 (资料来源: U.S. Bureau of Economic Analysis)

2. 最新失业率低于预期失业率，经济形势展望改善

接下来看最近美国职业经济学家调查的数字。我们看一个简单的对比，Previous 是前值，上一次调查数据中美国职业经济学家对 2021 年一季度到 2022 年一季度 GDP 实际增速展望；NEW 是最新一期的预测展望，可以看到很明显的在最新的美国职业经济学家调查中，大家对宏观经济的预期明显要比之前更好。同时看失业率有类似的结论，上次调查数据显示预期失业率比最新失业率数字要高，意味着经济形势展望的改善。

	REAL GDP (%)		UNEMPLOYMENT RATE (%)		PAYROLLS (000S/MONTH)	
	PREVIOUS	NEW	PREVIOUS	NEW	PREVIOUS	NEW
<i>Quarterly data:</i>						
2021:Q1	3.2	3.2	6.7	6.3	471.6	143.1
2021:Q2	3.5	5.0	6.5	6.1	423.8	396.1
2021:Q3	3.5	5.3	6.1	5.7	444.5	445.8
2021:Q4	3.3	4.0	5.8	5.4	399.5	565.8
2022:Q1	N.A.	3.7	N.A.	5.1	N.A.	441.4
<i>Annual data (projections are based on annual-average levels):</i>						
2021	4.0	4.5	6.3	5.9	321.6	223.4
2022	3.0	3.7	5.2	4.8	N.A.	329.8
2023	2.1	3.1	4.6	4.2	N.A.	N.A.
2024	N.A.	2.5	N.A.	4.0	N.A.	N.A.

图 2 美国职业经济学家调查失业率数据（资料来源：美国职业经济学家调查）

按年看中长期的预测，从 2021 到 2024 年，最新美国职业经济学家对 GDP 增速的预期是更好的，所以现在美国在一季度美国职业经济学家调查的数字是偏乐观的。职业经济学家调查的这个数字不够及时，在一季度调查后就没有再更新。

费城联储用一个混频数据估量美国经济状况随时的改变，它是按周更新的，最新一次的更新是 2021 年 5 月 7 日（图 3）。经济条件指数 0 代表历史平均数，在新冠疫情冲击下这个数字为负，远低于平均数，在第一波疫情后这个数字开始恢复，但是从三季度开始商业条件指数在恶化。可以看到在最近 2021 年一季度之后，这个数字在改善。图上不同颜色的线展示了不同周更新的指数，不同时间节点上的宏观经济数字反映根据不断更新的宏观信息调整的对美国经济周期的看法。

最新数字 2021 年 5 月 7 日更新，这个数字比 5 月 6 日和 4 月 30 日的数字要差一些，意味着最新的数字出来后对美国经济情况的判断变弱了一些，但是它跟去年四季度相比还是更好的。

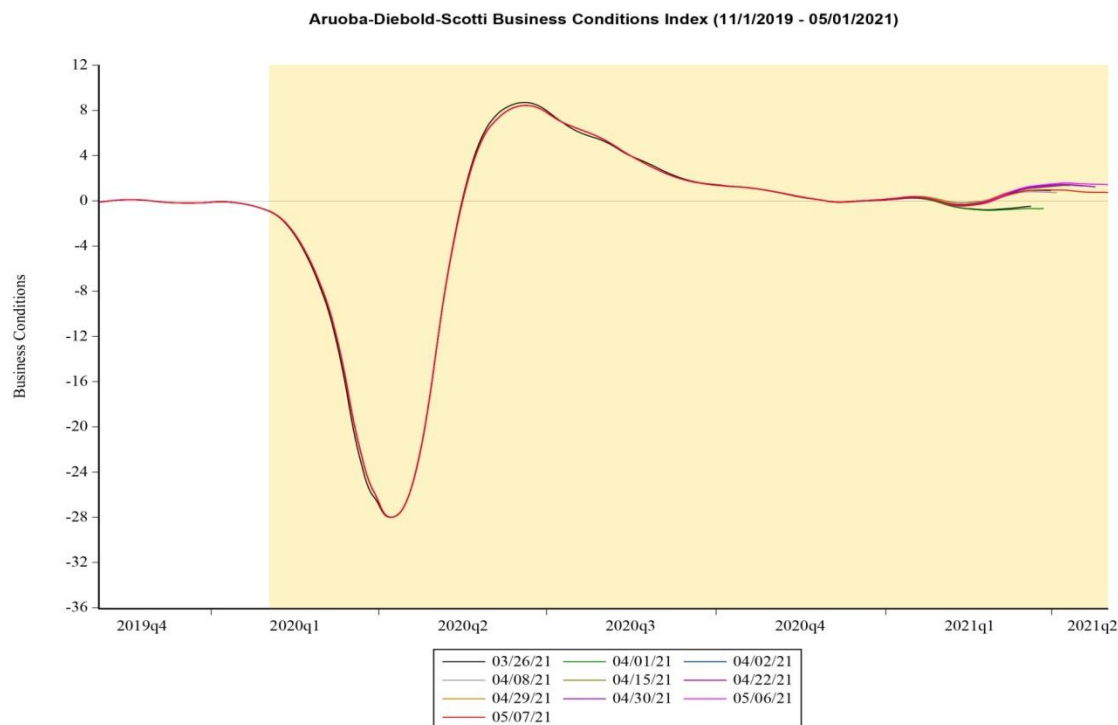


图 3 ADS 商业条件指数情况（数据来源：费城联储）

为了看得更清楚，我们看下图 4。这是单独把刚才提到的 5 月 7 日更新的数字拿出来情况的表现。这里可以看得更清楚一些，这张图总结了从今年 1 月 1 日开始的美国商业条件指数。在今年大部分的时间里，这个指数都在 0 值以上，这个 0 值是历史平均数。所以，美国经济恢复情况还可以，只是可以观察到最近恢复速度有所减缓。以上是关于美国经济增长的预期。

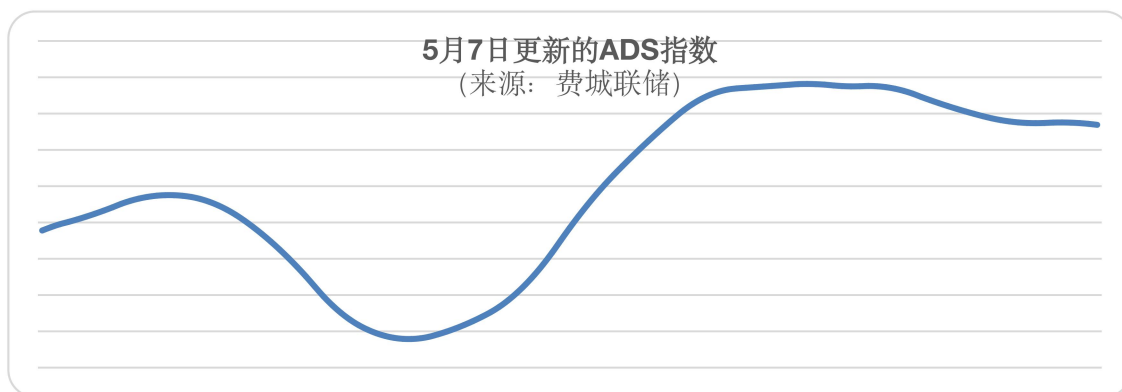


图 4 5 月 7 日更新 ADS 商业条件指数情况 (数据来源: 费城联储)

3. 通胀风险不高，经济复苏动力增强

下面这张图是费城联储所公布的职业经济学家对于未来 3 到 120 个月通货膨胀预期的变化。April 2000 是去年 4 月份职业经济学家的预期，当时通胀预期值非常低。最新两次是 2021 年 3 月和 2021 年 4 月基于调查数据测算出来的未来 3 到 120 个月美国年化预期的 CPI 通胀率。2021 年 4 月份通胀预期相对于去年同月来说大幅度提升。相对于 2021 年 3 月份通胀预期来讲，在最近 12 个月内通胀预期上浮，未来的通胀预期相对下浮。不管怎么说，这个通胀虽然高于美国长期 2% 的目标，是可接受的通胀率，因为基本在 2.3% 以内。这样看站在美联储的立场上通胀风险不高。美联储高层对于经济形势的评判，和刚才我们看到的数字是一致的。

5 月 5 日美联储高管 Bowman 在科罗拉多一次演讲中提到的对美国当前经济形势的看法。总体上，他认为在 2021 年经济增长前景较好，但经济还需要继续从新冠疫情的影响中恢复，还有一定的风险。他关于

经济形势主要看法总结一下：2021 年 GDP 增速会接近甚至超过 6.6%，这是 Bowman 的看法，是非常乐观的估计，但是同时他也提到最大风险仍然来自新冠疫情。

基于对形势这样的判断，Bowman 做了非常重要的一些评论，首先他强调经济复苏还没有完成，近期仍然有新冠疫情的风险，基于这样的原因，Bowman 和其他货币委员会的委员选择了维持高度宽松的货币政策，近期美国的货币政策还是会非常宽松的。他们这样做的理由：就业率目前仍然是严重少于没有新冠疫情可能的情况；另外，他判断通胀风险不高，这和我们之前看美国职业经济学家调查的数字是一致的。最近一期美国职业经济学家调查数字显示美国工资单上的就业人数，现在恢复的情况比不上 GDP 和失业率的数字。所以，最后 Bowman 基于各种各样形势的分析，得出这样一个结论，这也是美国职业经济学家包括他们货币政策当局的一些高管对未来经济形势的判断，总结起来是：通胀风险不高，经济复苏动力增强，但还是会受到新冠疫情不确定性的影响，所以美国的货币政策环境会继续宽松。

二、美国资本市场形势

1. 美国资本市场规模以股票、房地产和国债为主

这是美联储最近一期金融稳定报告中的图。现在美国资本市场上最大的第一名是股票，接下来是住宅，国库券和房地产。美国资本市场上

主要还是股票、房地产和国债。从增速来看，2019 年 4 季度到 2020 年 4 季度期间，市值规模增幅最引人注目的是三个部分，一个是美国股票市场，去年一年它的涨幅市值涨了 22%，国债市值涨了 26%，高息公司债市值涨了 25%，这都是超过或接近 1/4 涨幅的。它到底有多高呢？我们对比 1997-2020 年四季度平均年化增长率就会发现这个涨幅非常高。因为以股票市场为例，1997-2020 年末年均涨幅股票只有 9.2%，国库券只有 8.3%，高息债券公司债涨幅只有 7.1%，所以，去年一年的涨幅远高于历史平均数。同时看房地产的价格，不管是商业房地产还是住宅性房地产的价格增速在去年一年都高达 7% 点多，而历史平均数只有不到 3%，所以去年以房地产市场为例，不管是市值还是规模都出现了高速增长。

Item	Outstanding (billions of dollars)	Growth, 2019:Q4–2020:Q4 (percent)	Average annual growth, 1997–2020:Q4 (percent)
Equities	46,922	22.0	9.2
Residential real estate	41,272	7.4	5.7
Treasury securities	20,946	26.0	8.3
Commercial real estate	20,914	3.9	7.0
Investment-grade corporate bonds	6,551	9.1	8.5
Farmland	2,569	.9	5.3
High-yield and unrated corporate bonds	1,652	25.0	7.1
Leveraged loans*	1,193	0	14.4
Price growth (real)			
Commercial real estate**		7.5	2.8
Residential real estate***		7.7	2.3

图 5 美国资本市场形势：市场规模
(数据来源：Financial Stability Report (May) US Fed Board)

2. 国债收益率不高，流动性正在恢复

从 2020 年后半年开始，十年期国债名义利率在持续上涨，期限溢价持续扩大，因为两年期国债收益率并没有明显的变化。其实用更复杂的模型进行计算，期现溢价也在扩大。即使国债利息在上涨，从历史拉长从 1997 年往后看，目前美国国债利息还处在相对低位，所以，虽然最近半年期现溢价在扩大，但国债收益率还是不高。当然这和很多因素有关，比如刚才我们看到的通胀预期在上涨。



图 6 美国资本市场形势：国债收益率
(资料来源：Financial Stability Report (May) US Fed Board)

国债市场流动性现在也在恢复，在新冠疫情之后，五年期国债，十年期国债，三十年期国债，纵轴是国债市场深度的度量指标，市场深度是买一和卖一价下面的金额来度量的。2020 年由于新冠疫情冲击这三个市场的流动性都受到了负面影响，但从去年下半年开始流动性持续恢复，市场深度虽然五年期和十年期还没有恢复到去年峰值水平，但也已经接

近了。三十年期国债的市场深度的水平已经超过了去年的峰值。所以，美国国债市场流动性在恢复。

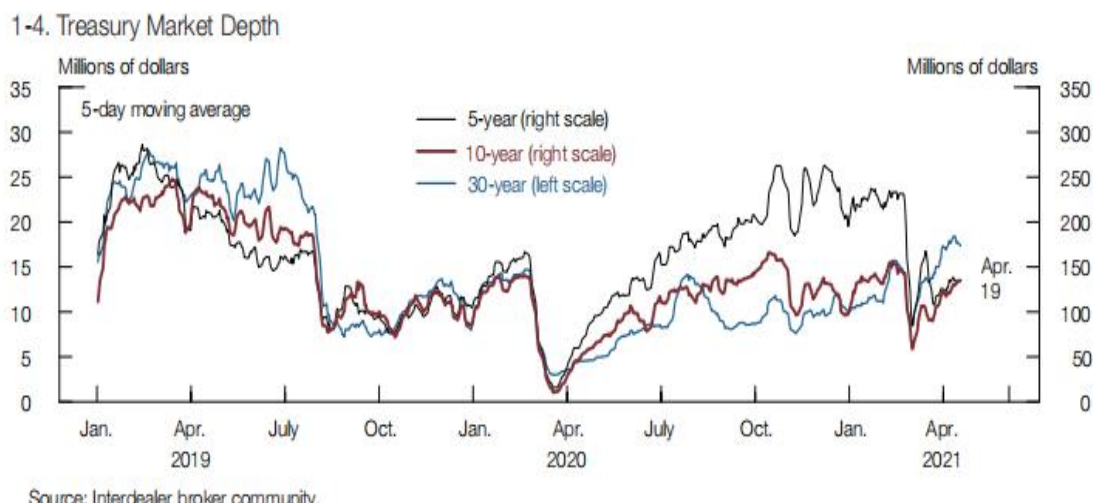


图 7 美国资本市场形势：国债市场流动性
(资料来源: Financial Stability Report (May) US Fed Board)

3. 公司债市场利差缩小，市场风险偏好加强

公司债市场的情况，从图中可以看到 BBB 级公司债和高收益公司债的收益率和同期限的国债收益率差。在去年由于疫情的影响，利差曾经比较高，但是现在利差在缩小，不管是高收益债还是投资型债券的利差都在缩小。从图 8 可以更明确看出公司债市场风险偏好在加强，这张图上看到的是所谓的美国公司债市场超额债券收益率。它是由现在的债券收益率减去市场所认为的债券预期违约率所决定的它应该得到的风险溢价水平差，如果这个水平是一个正数反映出现在现在的风险溢价高于正常的风险补偿，投资者风险偏好弱，大家非常厌恶风险。但现在看到在今年 3 月份为止这个数字是一个负值，意味着公司债市场上大家对

于风险补偿要求低于正常水平，反映出公司债市场的风险偏好现在很强。

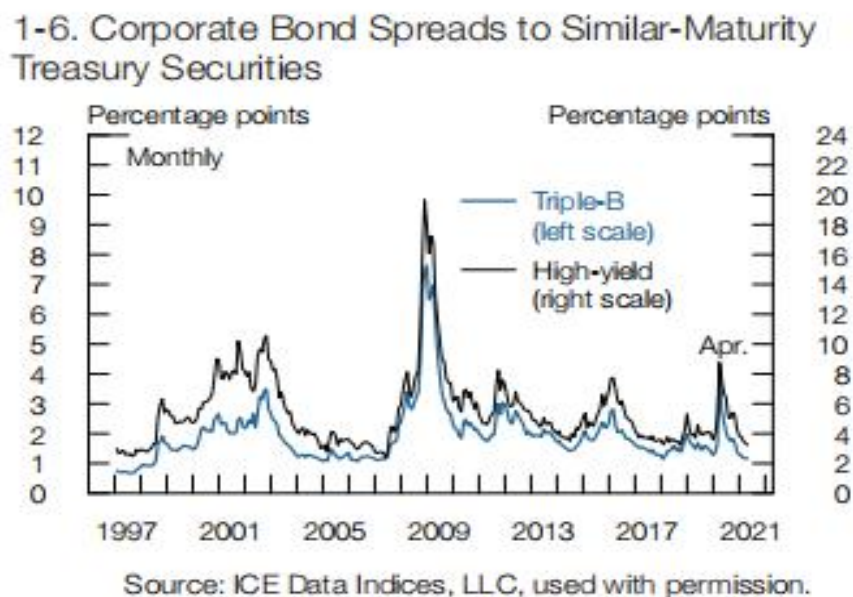


图 8 美国资本市场形势：公司债利差
(资料来源: Financial Stability Report (May) US Fed Board)

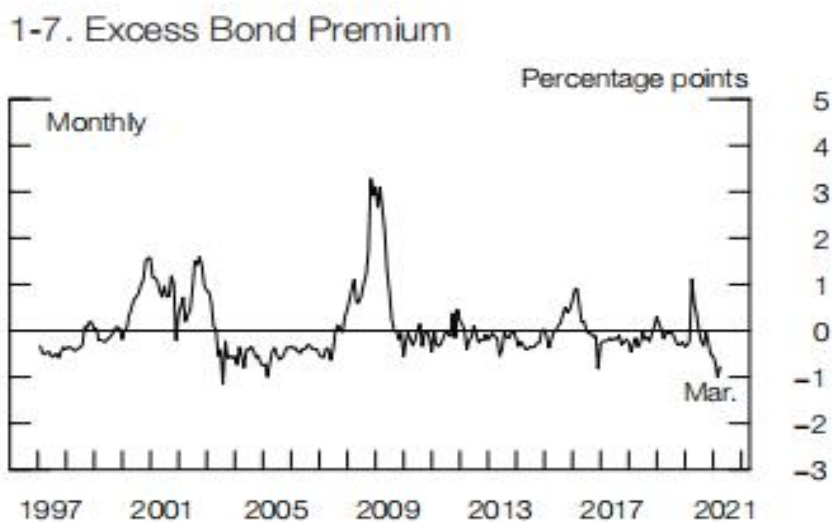


图 9 美国资本市场形势：公司债市场风险偏好
(资料来源: Financial Stability Report (May) US Fed Board)

4. 股票市场估值较高，市场风险偏好接近历史均值

股票市场，从九十年代初到现在为止标普 500 Forward PE 的数字，这个数字收益的部分是用的预测收益，如果不用预测的收益而用现实的收益，美国标普 500 市盈率比这个数字会看上去高很多。但即使这样，我们也看到 2021 年到现在为止的时间，我们会看到标普 500 估值很高，接近于 90 年代之后的最高的水平，现在是第二高的状况，因为最高阶段出现在 90 年代后半期。估值现在是远高于中位数，但这并不意味着美国股市投资者的风险偏好大幅增强了，因为在图 11 上，大家可以看到 Forward PE 倒着算 Forward EP，可以粗略理解成假设收益没有成长情况下的美股内部收益率，这张图展示了美股无增长收益率和十年期国债收益率差，反映出股市投资者所要求的这样一个风险回报，这个数字其实在 2021 年来不到半年的时间中接近历史中位数，这个数并不是很高。如果用基于消费的资本资产定价模型测算美国投资者风险偏好，会发现现在和过去十年并没有显著差异，这是一个很有意思的现象，如果单看估值或者单看过去十年标普 500 的涨幅，会觉得股价的增长速度比十年前高很多，如果把它拉出一张很长的图来看，会发现美股近十年股价涨幅比十年前要陡峭得多，但如果只是看风险偏好，现在美国股市的风险偏好只在一个中位数水平。有各种各样其他类型的替代指标，比如美联储金融稳定报告中也计算了其他的一些指标，发现也是类似的。现在并没有说美国的股民非常冒进。

1-9. Forward Price-to-Earnings Ratio of S&P 500 Firms



图 10 美国资本市场形势：标普 500 估值
(资料来源: Financial Stability Report (May) US Fed Board)

1-10. Spread of Forward Earnings-to-Price Ratio of S&P 500 Firms to Expected 10-Year Real Treasury Yield

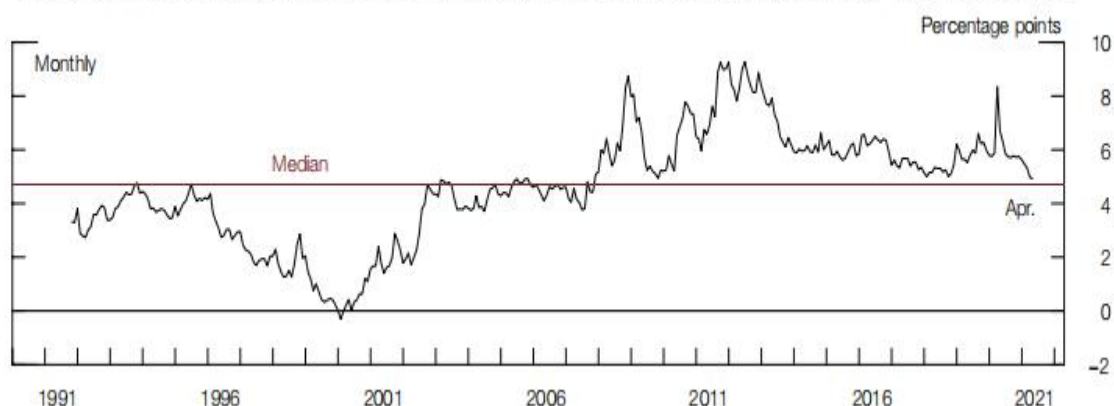


图 11 美国资本市场形势：股市风险偏好
(资料来源: Financial Stability Report (May) US Fed Board)

当然也有一些别的指标展示美国股市风险偏好有增强的现象。这是美股国内 IPO 的柱状图，在 2020 年后半年最后两根柱子和 2021 年一季度，IPO 标准数量是上扬的，在这里借壳上市的比例比较高，美联储把这个理解成一种现在美国股市参与者风险偏好增强的一种信号，就是还是有一定的信号显示它的风险偏好有所增强，但至少从一些常见指标来看，并没有显示证据说美股投资者非常冒进。

Figure B. Annual Domestic IPOs Scaled by the Market Capitalization of the S&P 500

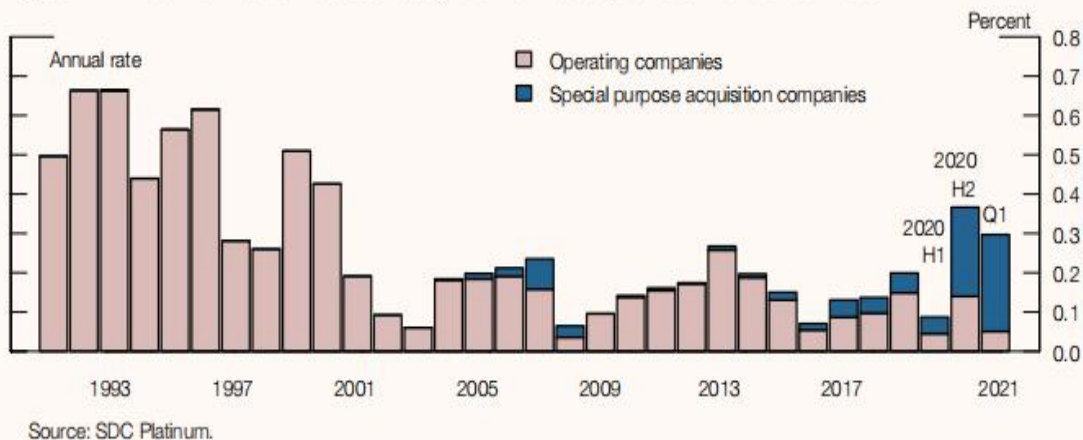


图 12 美国资本市场形势：股市风险偏好
(资料来源: Financial Stability Report (May) US Fed Board)

从银行波动率来看，标普 500 的隐含波动率从去年下半年开始一路下滑，市场的波动率都在下降的，只不过相对于 2018、2017 年并没有更低，但确实是从去年新冠疫情开始还是下降了。

1-11. S&P 500 Return Volatility

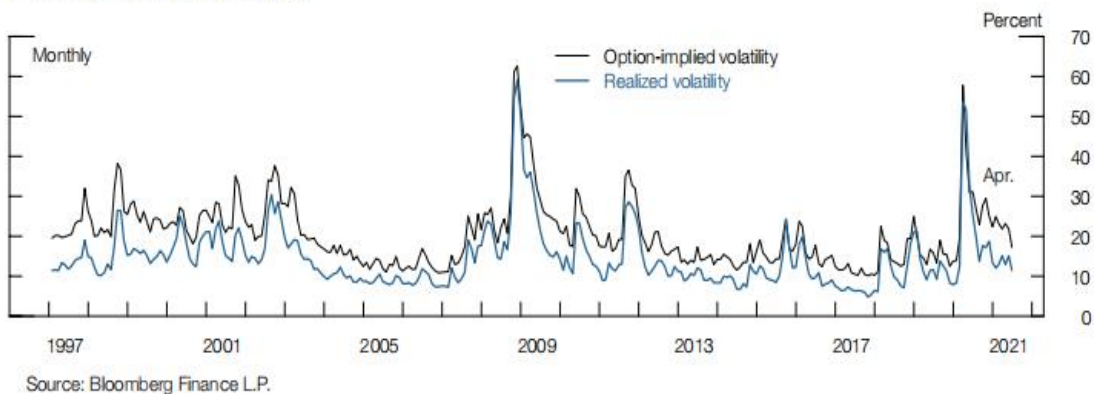


图 13 美国资本市场形势：股市波动率
(资料来源: Financial Stability Report (May) US Fed Board)

5. 房地产市场估值上涨

房地产市场上的资本化率，实际上就是收入除以房价。收入和房价比在 2001 年开始之一路下滑，当然在次贷危机之前又上扬了，但之后它又一路下滑，这反映出房地产市场的估值在提高。这张图可以看出美国耕地价格和租金比，它的售租比也在过去这段时间里一路上涨，这里有两种指数，但不管哪一种指数都不可以看到估值上涨，所以，房地产市场的估值在过去是上涨的。



图 14 美国资本市场形势：房地产估值
(资料来源: Financial Stability Report (May) US Fed Board)

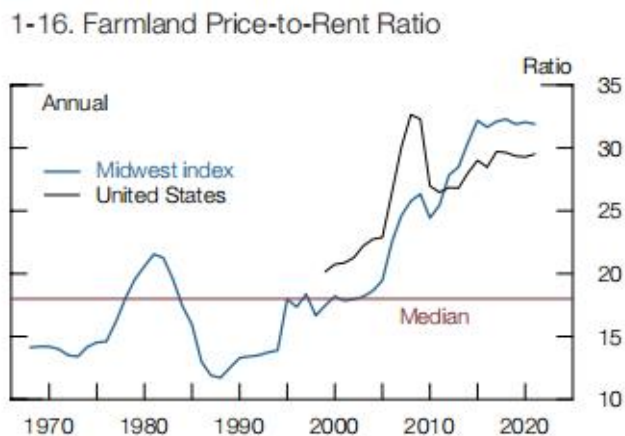


图 15 美国资本市场形势：房地产估值
(资料来源: Financial Stability Report (May) US Fed Board)

图 16 用了各种各样不同的指数。估值范围在 80% 的自行区间内的估值范围。不管是看阴影的面积还是看黑色中位数线，都可以看出在最近这两年期美国住房市场的房地产估值是增强和提高了。

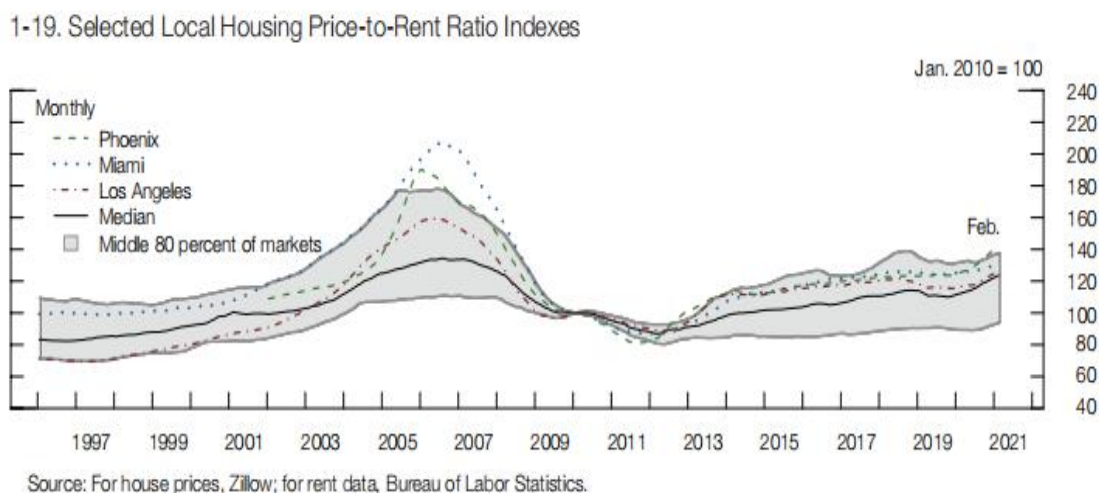


图 16 美国资本市场形势：房地产估值
(资料来源: Financial Stability Report (May) US Fed Board)

在之前看到美国房地产市场价格涨幅在过去一年大幅度上涨,7% 的涨幅,不管是商业类还是居民房地产直接价格都在大幅度上涨,一个直接的后果是房地产估值比较高,这是美联储比较关注估值资产在这方面的原因。

6. 美国非金融企业和家庭债务负担呈现下降趋势

从杠杆率来看。这张图展示了美国非金融企业和家庭部门信贷占 GDP 的比重,反映了这两个部门总体的杠杆率,可以看到是在新冠疫情之后杠杆率都大幅提升,这和去年上半年的时候美国所执行的大规模的刺激计划有关,但是在这之后杠杆率在下降,但是即使下降现在也比疫

情冲击前要高一些，但至少这是一个下降的趋势。

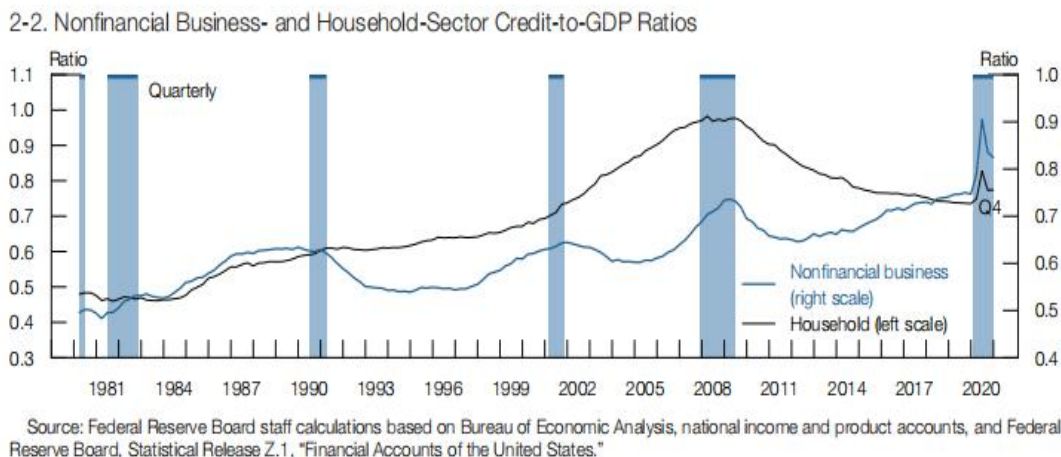


图 17 美国非金融企业和家庭债务负担
(资料来源: Financial Stability Report (May) US Fed Board)

7. 美联储市场调查显示的金融市场主要风险点

比较有意思的一点，大家可以看看美国的金融市场参与者所认为的近期这一年到一年半的时间里，美国金融市场最大的一些风险点。这跟我们之前很多国内专家的看法是比较一致的。比如未来一年到一年半时间中，美国市场最大风险点的得票，第一条还是新冠疫情，疫苗可能产生的变种。第二和第三名就和货币政策有关，担心通胀上扬和货币政策收紧，但实际上前面的数据显示，不管是美联储的表态还是对这个风险的预测，这个风险并不是太高。第四位是中美关系，这也是两边的专家都比较关注的问题。第五个是刚才提到的资产高估值和这种高估值一路上涨后可能受到的修正，和普遍的印象有点区别的是，美股价格一路上涨，估值不断上升，但投资者的风险偏好并没有疯狂起来。

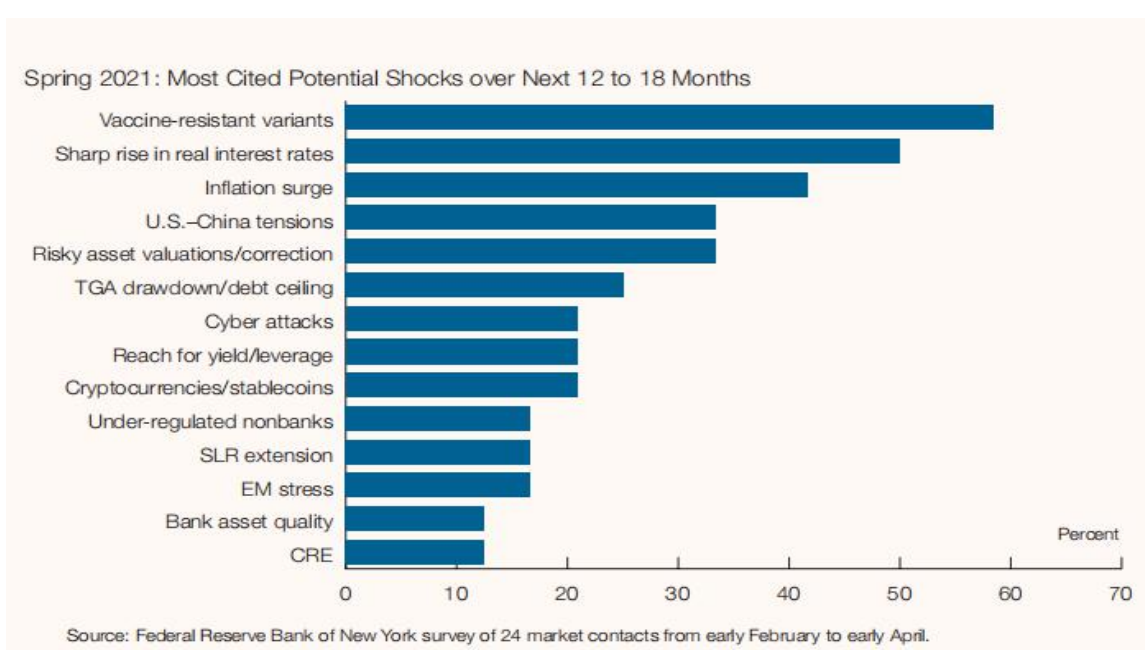


图 18 美联储市场调查显示的金融市场主要风险点（资料来源: Federal Reserve Bank of New York survey of 24 market contacts from early February to early April）

三、欧洲整体经济形势

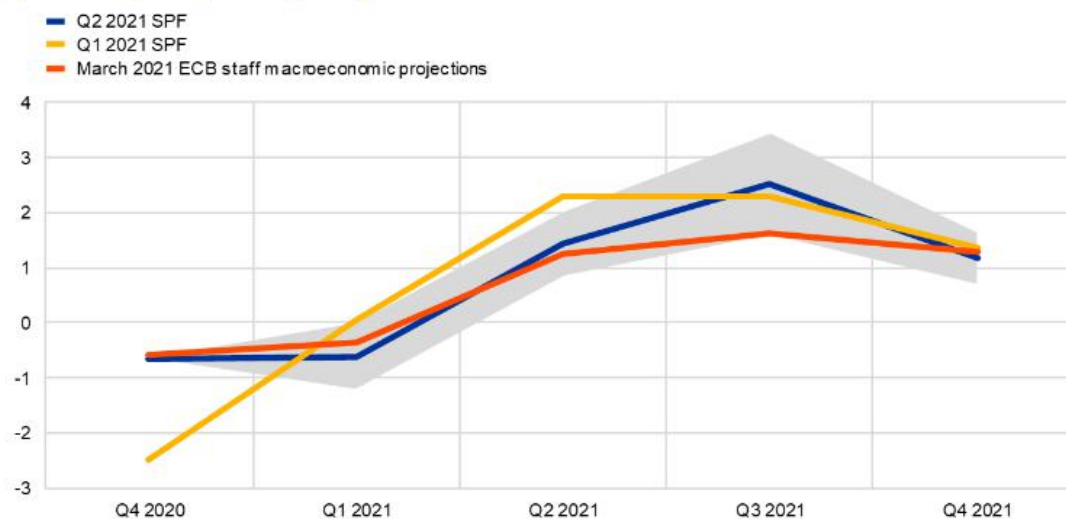
1. 欧洲的经济复苏还在路上，通胀风险不高

接下来我们看看欧洲的情况，这是欧洲央行公布的欧元区整体经济形势。在今年一季度的时候，大家对欧洲在去年四季度情况的判断非常悲观，但事实上今年年初的各种各样的数字对这个判断会变得更加乐观。但不管怎样，我们发现专家们下调了对于今年一季度和二季度的欧元区 GDP 增长的预测，上调了三季度 GDP 增长的预测，意味着欧元区复苏不及预期，抗疫对 GDP 的正向作用就被预期往后延了，所以在三季度会看到最新这一期的职业经济学家调查认为增速会比二季度要高一些，

这个数字也和下面这张表是对应的。

Expected profile of quarter-on-quarter GDP growth

(quarter-on-quarter percentage changes)



Notes: Grey area indicates one standard deviation (of individual expectations) around average SPF expectation.

图 19 欧元区整体经济形势（资料来源：ECB）

下面这张表除了谈到实际 GDP 增长预测之外，还有前面通货膨胀率的预测。因为欧元区常用的物价指数是 HICP，但它和 CPI 概念很接近，可以看到它的第一行是二季度职业经济学家调查 SPF 对于 2021、2022、2023 三年的通胀率预测，明显比一季度通胀率预测要高，至少在 2021 年要高。虽然这个通胀预期大幅度提升了，但是它离欧元区的 2% 的目标还是有一定的距离，所以通胀风险不高。

Results of the SPF in comparison with other expectations and projections

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Survey horizon			
	2021	2022	2023	Longer term ¹⁾
HICP inflation				
Q2 2021 SPF	1.6	1.3	1.5	1.7
Previous SPF (Q1 2021)	0.9	1.3	1.5	1.7
ECB staff macroeconomic projections (March 2021)	1.5	1.2	1.4	-
Consensus Economics (April 2021)	1.6	1.3	1.5	1.7
Euro Zone Barometer (April 2021)	1.5	1.3	1.5	1.7
Memo: HICP inflation excluding energy, food, alcohol and tobacco				
Q2 2021 SPF	1.1	1.1	1.4	1.6
Previous SPF (Q1 2021)	0.8	1.1	1.3	1.5
ECB staff macroeconomic projections (March 2021)	1.0	1.1	1.3	-
Consensus Economics (April 2021)	1.1	1.1	-	-
Real GDP growth				
Q2 2021 SPF	4.2	4.1	1.9	1.4
Previous SPF (Q1 2021)	4.4	3.7	1.9	1.4
ECB staff macroeconomic projections (March 2021)	4.0	4.1	2.1	-
Consensus Economics (April 2021)	4.2	4.3	2.2	1.5
Euro Zone Barometer (April 2021)	4.2	4.2	1.9	1.3

图 20 欧元区整体经济形势（资料来源：ECB）

基于这种情况，欧元区首席经济学家 Phillip Lane 在一次访谈中对欧洲经济形势和金融市场的形势等等表达了他自己的看法。目前欧元区 GDP 水平比 2019 要低 5%，欧洲的经济复苏还在路上。按照 Lane 的预言，要到明年欧洲 GDP 水平才能恢复到 2019 年的水平，欧洲的经济复苏是一个比较长的过程，从就业的角度来讲恢复的过程就更长，现在预计要到 2023 年就业才能完全恢复，而且这需要财政货币政策的继续的支持，而疫情紧急购买计划会继续。所以，可以看到至少根据现在欧洲中央银行高管的发言，在近期欧洲财政货币政策还是会比较宽松的。

同时 Lane 判断利率环境恶化风险很小，政府债务期限很长，主权债务风险也很小。在次贷危机之后欧洲最受关注的是主权债务风险，但 Lane 认为这在现在并不是主要风险。同时大家担心疫情后的宽松的这种

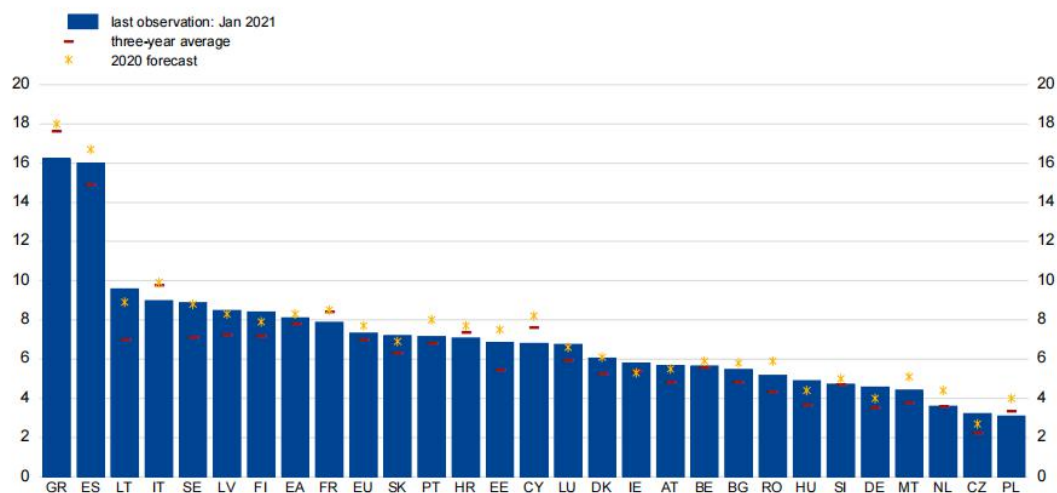
政策导致大量的资金流入金融市场，会不会产生泡沫，Lane 认为泡沫风险不大。

2. 欧元区 and 欧盟内部成员国的宏观经济表现存在较大差异

欧元区不管是通胀还是 GDP 预测的数字，都可以看出它是一个宏观整体的判断。但是欧元区和欧盟内部成员国的宏观经济表现存在着很大的不同。这是欧盟委员所做的预测，最主要的是 2021 年实际数字，以失业率为例，希腊和西班牙失业率高达 16% 左右，但是会看到葡萄牙和捷克的失业率低于 4%，所以联盟内部可能出现不同，最高和最低的国家都属于欧元区的国家，它的宏观经济表现和就业情况有巨大的差异，这对联盟的宏观经济政策提出了巨大的挑战。

2.4 Unemployment rate

(EU; percentage of labour force; seasonally adjusted)



Sources: European Commission and the European Commission Spring 2020 forecast.

图 21 EU 就业形势分布 (资料来源: European Commission and the European Commission Spring 2020 forecast)

可以看出杠杆率在欧洲的国家中也有很大差异，比如前三名卢森堡、塞浦路斯和希腊的杠杆率都超过了 300%，但最后两名杠杆率都低于 100%，所以有着比较大的差异。顺便可以看一下超过半数的国家的宏观杠杆率都超过了 200。就是说现在我们都觉得中国宏观杠杆率高，但放到这样一个国际背景下看，我们并不特别。

2.5 Aggregate debt-to-GDP ratio

a. Level

(EU; percentages; last observation: Q3 2020)

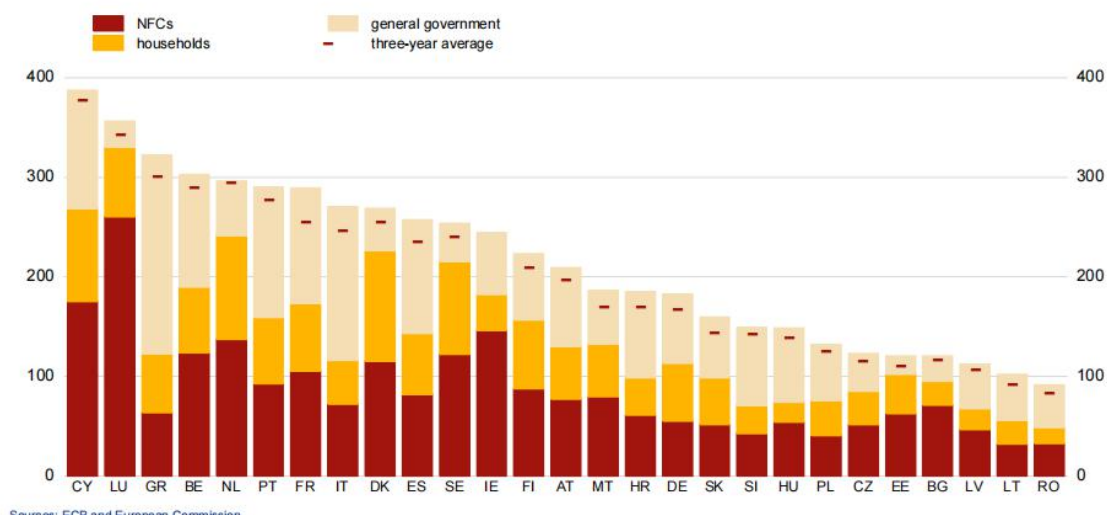


图 22 EU 宏观杠杆率分布 (资料来源: ECB and European Commission)

从政府存量债务占 GDP 的比重，欧元区的收敛标准要求成员国政府占 GDP 的比重要是 60%，会看到很多国家已经超过了这标准，但这很容易理解，这和抗疫密切相关。

2.6 General government debt-to-GDP ratio (EU; percentages)

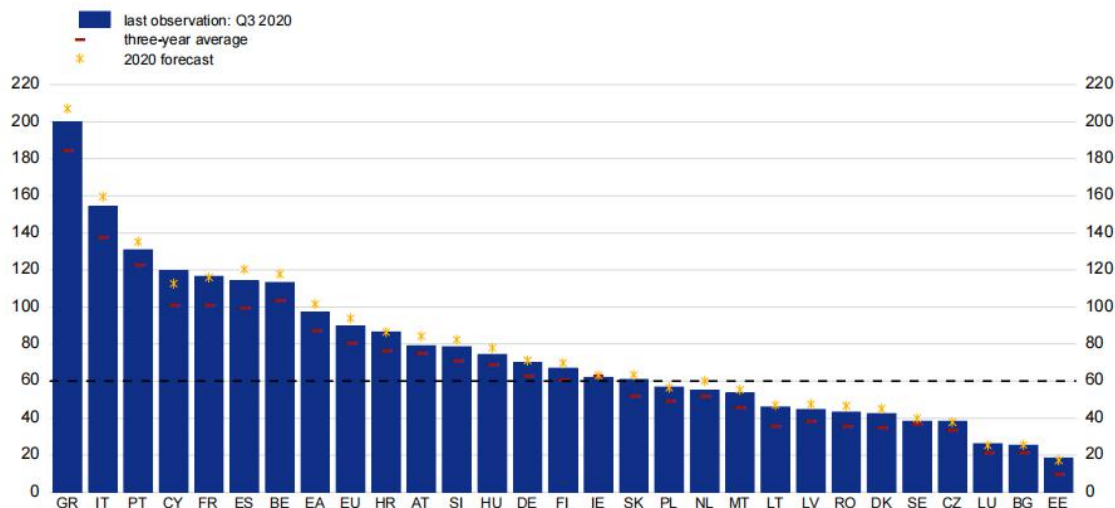
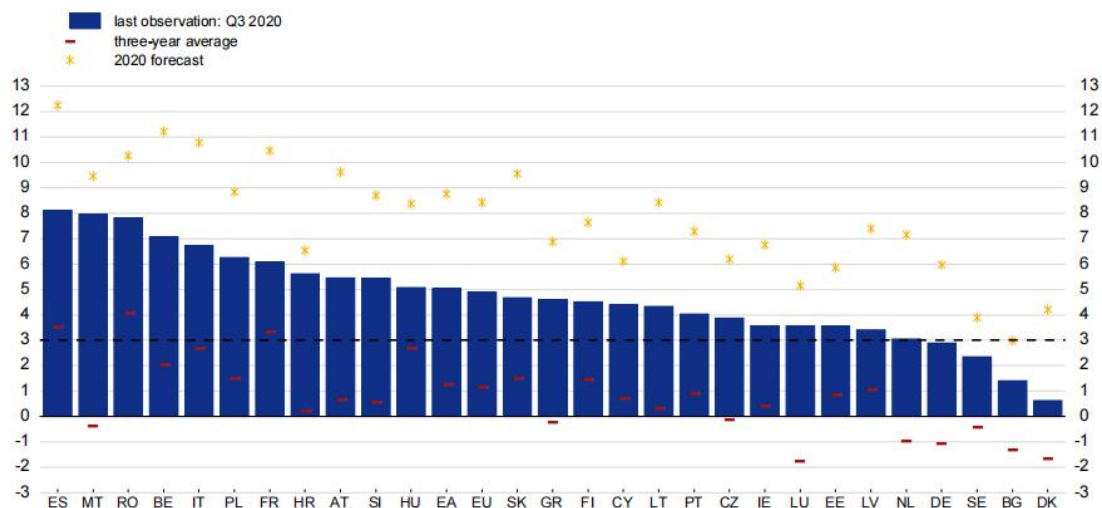


图 23 EU 政府杠杆率分布 (资料来源: European Commission and the European Commission Spring 2020 forecast)

这张图展示了政府的赤字率和 GDP 比重，虚线是欧元区联盟收敛标准中对成员国的要求是占 GDP3%，绝大部分的国家都超过了 3，这是和抗疫相关的刺激计划连在一起。但这一种刺激会不会产生主权风险？Lane 认为因为利息低，借新还旧不难，再加上这些债务的期限很长可能风险不大。

2.7 General government deficit-to-GDP ratio
(EU; four-quarter moving sum; percentages)



Sources: European Commission and the European Commission Autumn 2020 forecast.

图 24 EU 政府赤字率分布 (资料来源: European Commission and the European Commission Spring 2020 forecast)

我们看看市场参与者怎么看待这件事情的。总结欧洲这些国家的主权 CDS 息差的情况，主权 CDS 息差类似于对主权债的保险费，反映了市场参与者对风险的态度和对风险的判断。在过去会看到峰值大概处在 2012 年的时候，那时候欧债危机非常严重，但可以看到从 2017 年以来主权风险的保费在不断的下降，当然在新冠疫情后这个保费又大幅上升了，但是它最近又降了。所以，这实际上是和 Lane 所说的一致，市场参与者判断也是主权风险，并不是欧洲主要的关注点。因为后面这张图右边这一半，把从 2020 年一季度以来的主权 CDS 息差图放大了，可以看到很明显在新冠疫情来了以后（去年一季度）主权 CDS 大幅度上涨，但到今年一季度它会持续下滑下来。所以主权风险并不是欧洲目前的主要关注。

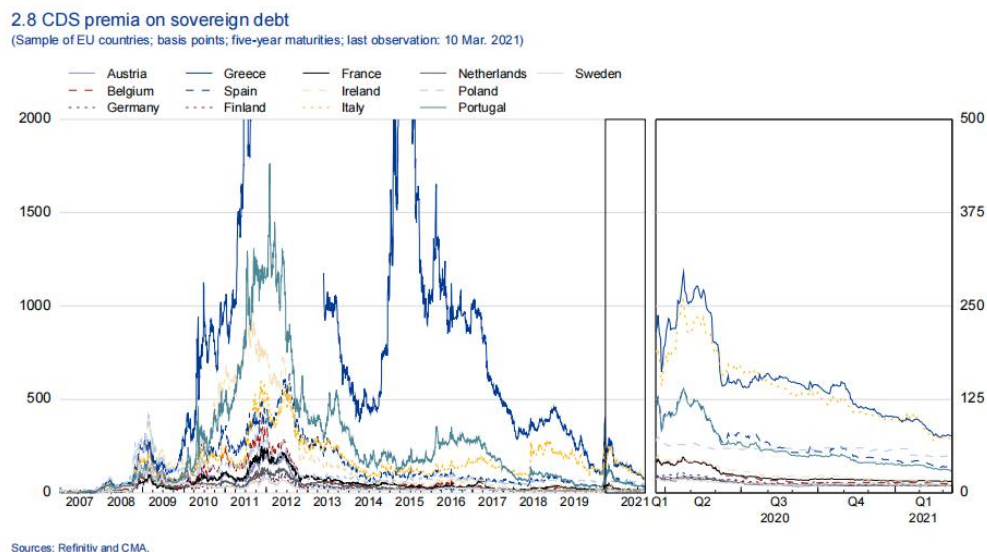


图 25 EU 主权 CDS 息差分布 (资料来源: Refinitiv and CMA)

这张图可以看到公司债息差，这个息差一般在欧洲用德国债券做无风险资产，所以这个息差是用公司债的收益减去德国国债收益率计算得到。2009 年公司债息差非常高，2012 年公司债息差也比较高，在新冠疫情爆发后这个息差大幅度上扬，但也可以看到这个息差从去年一度上扬之后也是一路下滑，所以，公司债部分的信用风险溢价是在下降的。

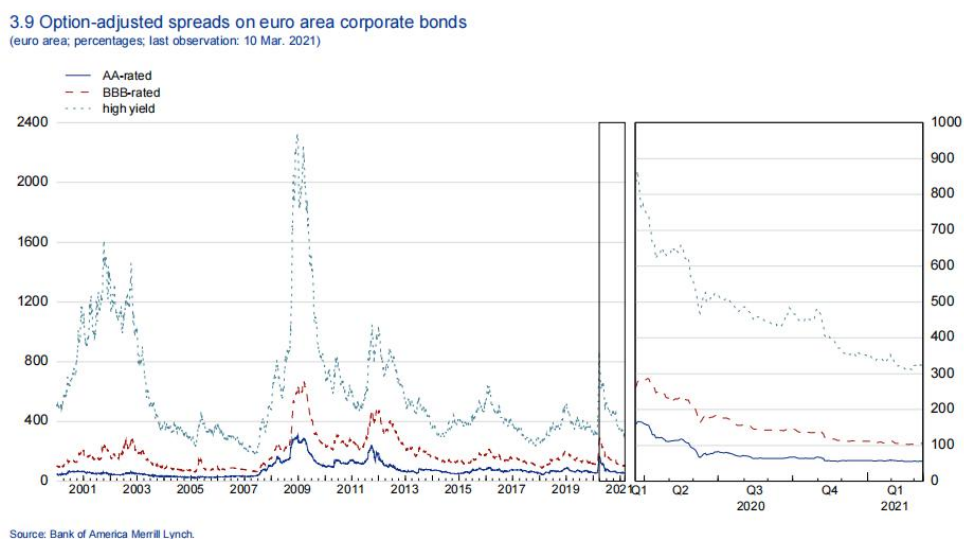


图 26 EMU 公司债对德国国债息差 (资料来源: Bank of America Merrill Lynch)

四、欧洲的资本市场形势

1. 股指大幅上扬，波动在持续下降

从去年下半年到现在为止指数价格大幅上扬。所有的指数包括保险股、银行股和高市值的股票（Euro Stoxx 50）的价格都在上扬。右图把后面的部分放大了，从新冠疫情以来，这部分股指基本都在恢复，只是Euro Stoxx 50、银行股、保险股恢复的速度相对于工业股建材类的速度要慢很多。



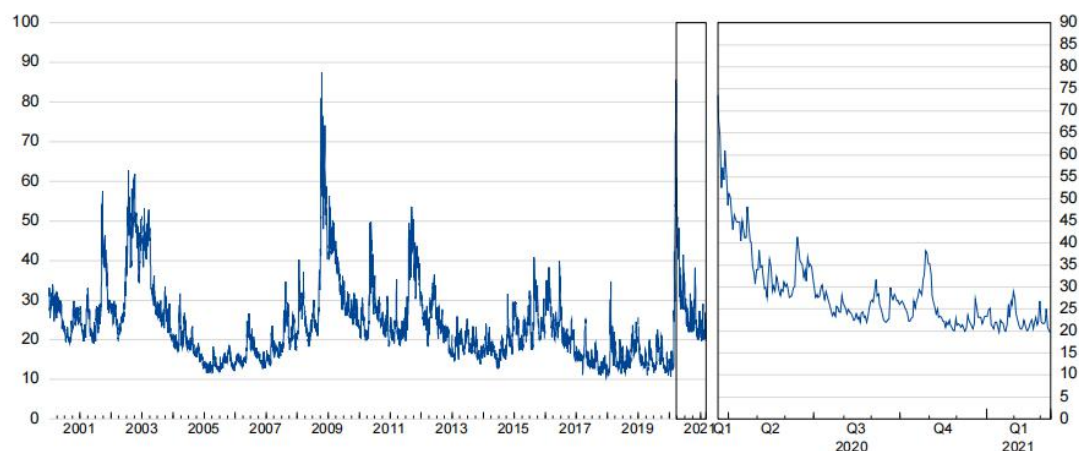
图 27 欧洲主要指数走势

(资料来源: Bloomberg Finance L.P.(Euro Stoxx 50) and Refinitiv(others))

从 Euro Stoxx 50 的隐含波动率可以看出，欧洲股市的波动在持续下滑。当然新冠疫情之后波动率非常高，基本达到了 2008 年次贷危机时的水平，但这个水平在去年一季度持续下滑。相对于 2019 年峰值就是新冠疫情爆发前的水平是处于高位的。

b. Implied volatility

(Euro Stoxx 50 index; last observation: 10 Mar. 2021)



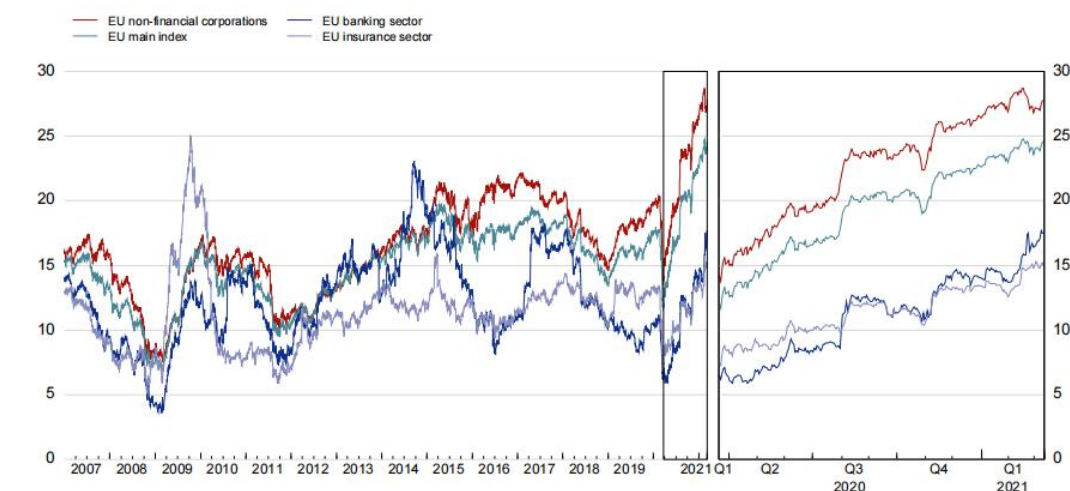
Source: Bloomberg Finance L.P.

图 28 Euro Stoxx 50 隐含波动率 (资料来源: Bloomberg Finance L.P.)

如果这些股票估值只是看 PE，虽然在去年后半年开始这些估值一直在上涨，但这种上涨结合价格因素，PE 上升很大的因素是因为收益在下降，公司盈利在下降，即使不考虑这个因素 30 倍的市盈率也不是那么不合理。所以，欧洲的股市估值的估值风险并没有很明显。

5.2 Price/earnings ratio of equity indices

(EU; last observation: 10 Mar. 2021)



Source: Refinitiv.

图 29 欧洲股票估值 (资料来源: Refinitiv.)

2. 欧洲房地产市场估值普遍偏高

大家对估值的关注更多放在房地产部门。是欧洲系统性风险委员会用四种方法测算的欧洲住房的估值情况。0 代表估值正好合适，没有高估和低估，在 0 之上代表高估，蓝色的框柱是这四种估值方法所计算出来的欧洲住宅的估值取值范围，大部分是在 0 以上的，这意味着在欧洲普遍存在着房地产估值偏高的情况。

3.12 Over/undervaluation of residential property prices
(EU; percentages)

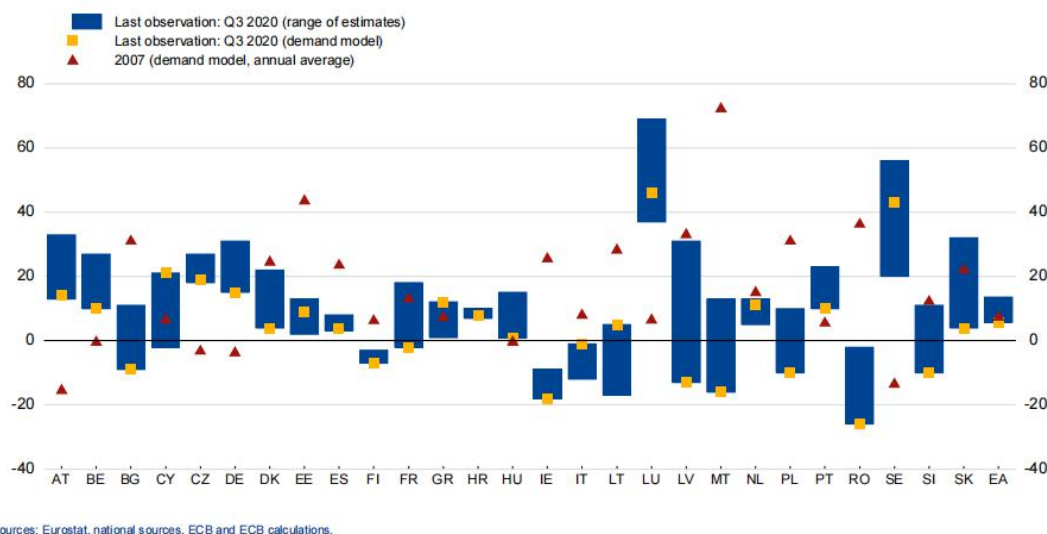


图 30 房地产估值 (资料来源: Eurostat. National sources, ECB and ECB calculations)

总结来看，在欧美股市上涨，大家担心会不会有估值过高的风险，如果只是单从投资者风险偏好来看并没有投资者过度承担风险的明显的证据。但我们之前看到，从 IPO 角度可能看到一些证据，但并不是那么强的信号。从房地产的角度，欧美从房地产的涨幅和各种估值来看也是偏高的。

3. 全球系统性风险在下降，地缘政治风险处于低位

最后看一下各国的大概的情况。这些图是纽约大学金融风险实验室下载的数字。按国别分，股市波动率最高的国家目前是秘鲁，股市波动率比较高的国家和地区的排名，可以看到前面的这些，这里面包括中国香港、希腊和印度。按行业区分，看不同行业的股市波动率，目前卫生保健、能源、科技是前三甲，房地产、日用消费品和公用事业在全球的波动率是最低的。

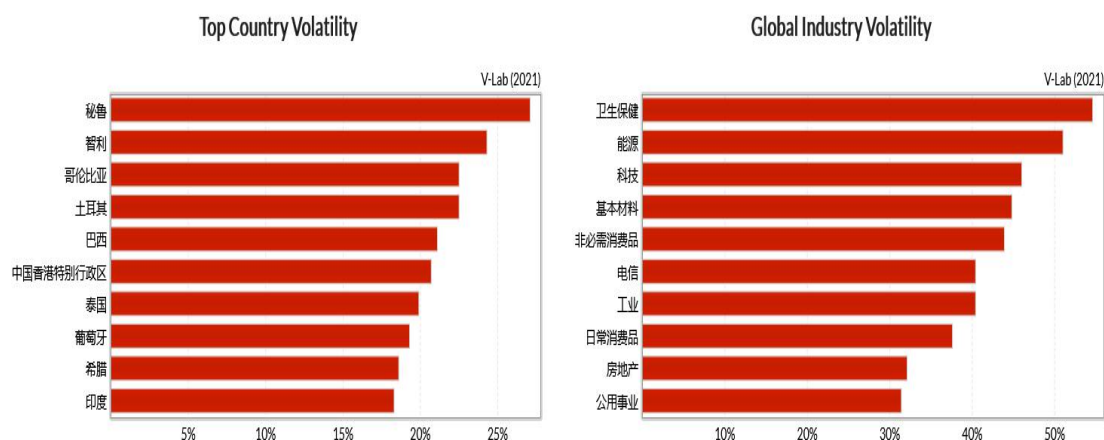


图 31 波动率的国别与行业分布（资料来源：纽约大学金融风险实验室）

纽约大学团队为我们测算的各国系统性风险的情况。全球来看，系统性风险最高的国家是日本。这个数字怎么理解呢？它是计算了金融市场大跌的情况下，也就是金融市场很差的情况下，这些国家主要金融机构面临的资本短缺，把这些相加就得出了这个国家的系统性风险的指标，因为资本短缺政府需要在危机的时候买单，反映了某种社会成本。日本这一数字目前最高，达到 8000 亿美元，第二名是法国、英国、美国，主要的欧美国家现在系统性风险还是排在前面的。

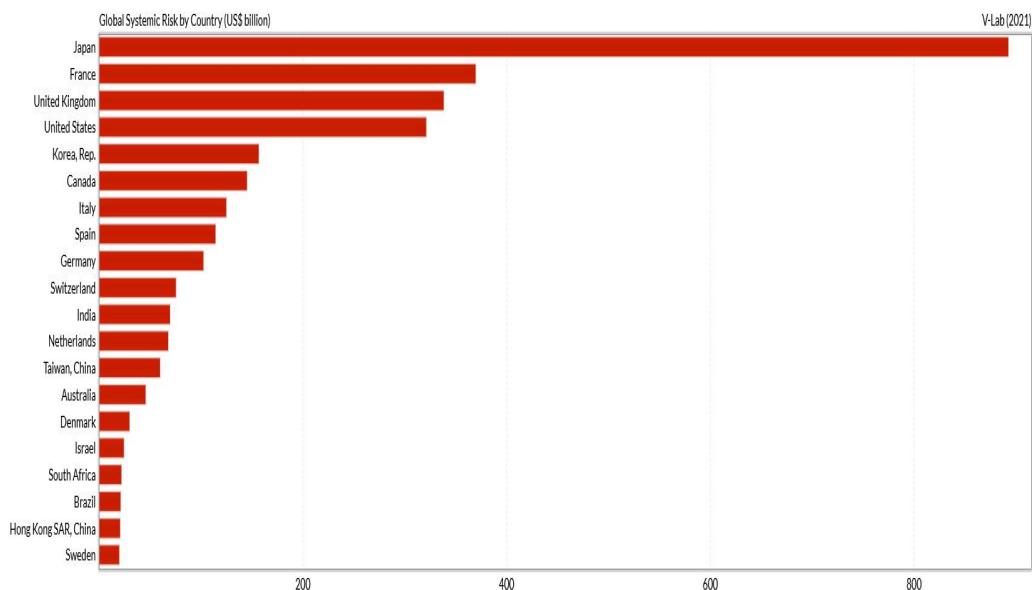


图 31 全球系统性风险排名（资料来源：纽约大学金融风险实验室）

接下来我们看看全球加总系统性风险，随着时间的变化，目前的数值在 3 万亿左右，属于从 2017 年以后的高位，但相对于新冠疫情以后的峰值来讲已经一路下降了。所以，跟我们之前看到的金融稳定形势和宏观经济形势很类似，现在经济形势在恢复，金融形势也在向好，但是还没有完全消除风险。

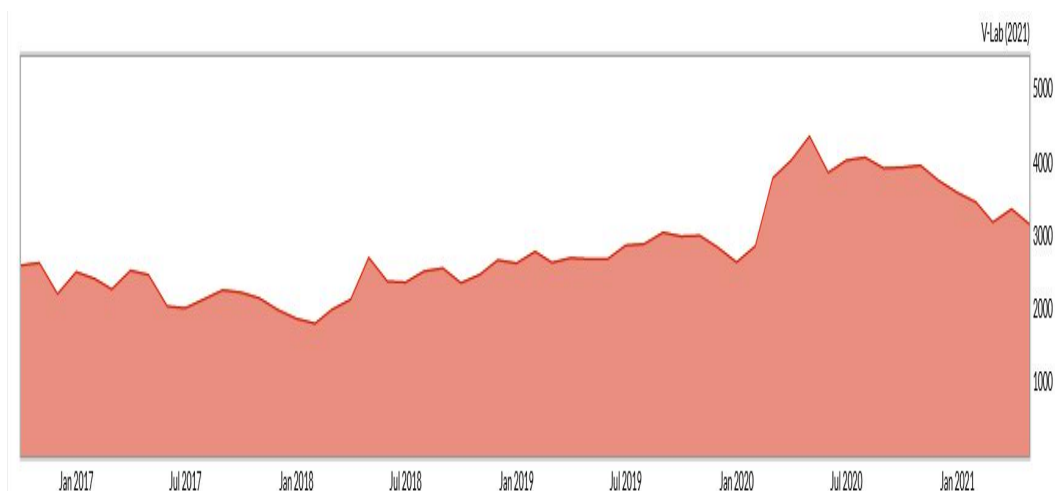


图 32 全球系统性风险时间序列变化（资料来源：纽约大学金融风险实验室）

最后一张图是全球地缘政治风险，用跨国的金融市场数据计算全球地缘政治风险，从 2016 年 7 月开始到现在为止的地缘政治的风险走势，目前地缘政治风险处在低位。反映了在一些重大的全球范围内的地缘政治事件发生后，这些全球资产联动的情况，因为我们知道在金融市场中，“金融传染病”和资产价格的联动是有关系的。从图中可以看到最高峰值在去年三月份，意大利全国戒严之后，再加上俄罗斯和中东石油输出国家在石油价格方面产生了巨大的争议，产生了巨大的全球的地缘政治风险，但是在那之后虽然新冠疫情还没有完全恢复，但地缘政治风险现在已经不是特别高了。

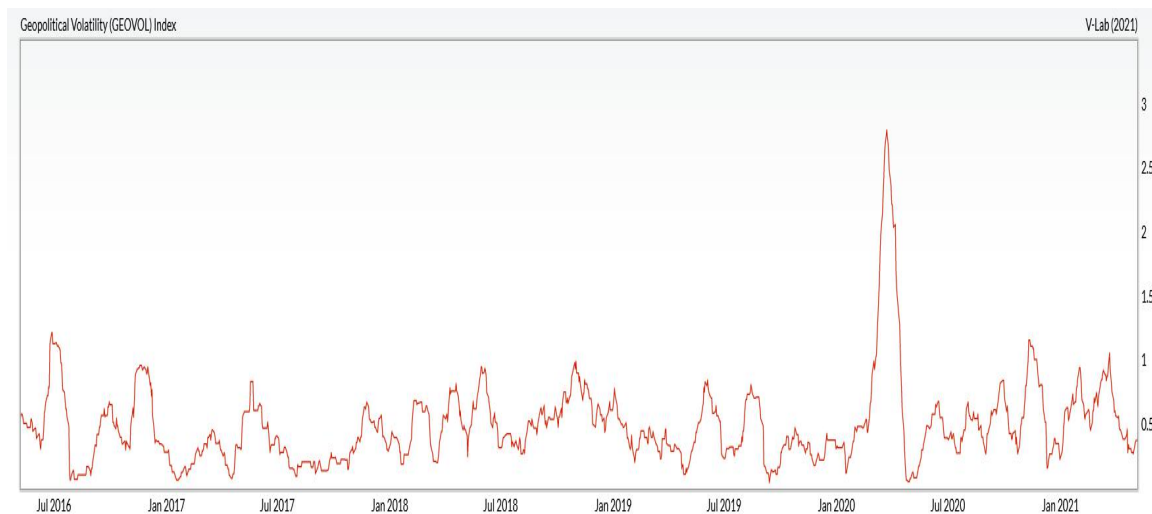


图 32 全球地缘政治风险（资料来源：纽约大学金融风险实验室）

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2113	《人民币国际化报告 2020》系列六：国际中心城市建设与货币国际化	IMI
IMI Report No.2112	《人民币国际化报告 2020》系列五：上海全球金融中心五位一体的协同发展模式	IMI
IMI Report No.2111	IMI 宏观经济月度分析报告（第 48 期）	IMI
IMI Report No.2110	发展绿色金融高效助力“碳中和”	蓝虹
IMI Report No.2109	新格局、新动力：十四五时期中国经济和资本市场解析	钟正生
IMI Report No.2108	《人民币国际化报告 2020》系列四：充分发挥上海对高质量发展和高水平开放的引领作用	IMI
IMI Report No.2107	《人民币国际化报告 2020》系列三：人民币国际化进程稳步向前	IMI
IMI Report No.2106	IMI 宏观经济月度分析报告（第 47 期）	IMI
IMI Report No.2105	后疫情时期中国货币政策挑战	夏乐
IMI Report No.2104	《人民币国际化报告 2020》系列二：国际货币格局变迁中的人民币	IMI
IMI Report No.2103	《人民币国际化报告 2020》系列一：人民币国际化十年 RII 升至 3.03	IMI
IMI Report No.2102	IMI 宏观经济月度分析报告（第 46 期）	IMI
IMI Report No.2101	IMI 宏观经济月度分析报告（第 45 期）	IMI
IMI Report No.2019	IMI 宏观经济月度分析报告（第 44 期）	IMI
IMI Report No.2018	全球供公司所得税税率的新特征及趋势	张文春
IMI Report No.2017	2021 年社融展望：信用收紧之下，社融增速怎么看？	廖志明
IMI Report No.2016	2020 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2015	IMI 宏观经济月度分析报告（第 43 期）	IMI
IMI Report No.2014	2019 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2013	2018 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2012	IMI 宏观经济月度分析报告（第 42 期）	IMI
IMI Report No.2011	IMI 宏观经济月度分析报告（第 41 期）	IMI
IMI Report No.2010	IMI 宏观经济月度分析报告（第 40 期）	IMI
IMI Report No.2009	人民币国际化报告 2020 — 上海如何建设全球金融中心（发布稿）	IMI
IMI Report No.2008	IMI 宏观经济月度分析报告（第 39 期）	IMI
IMI Report No.2007	IMI 宏观经济月度分析报告（第 38 期）	IMI
IMI Report No.2006	IMI 宏观经济月度分析报告（第 37 期）	IMI



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn