

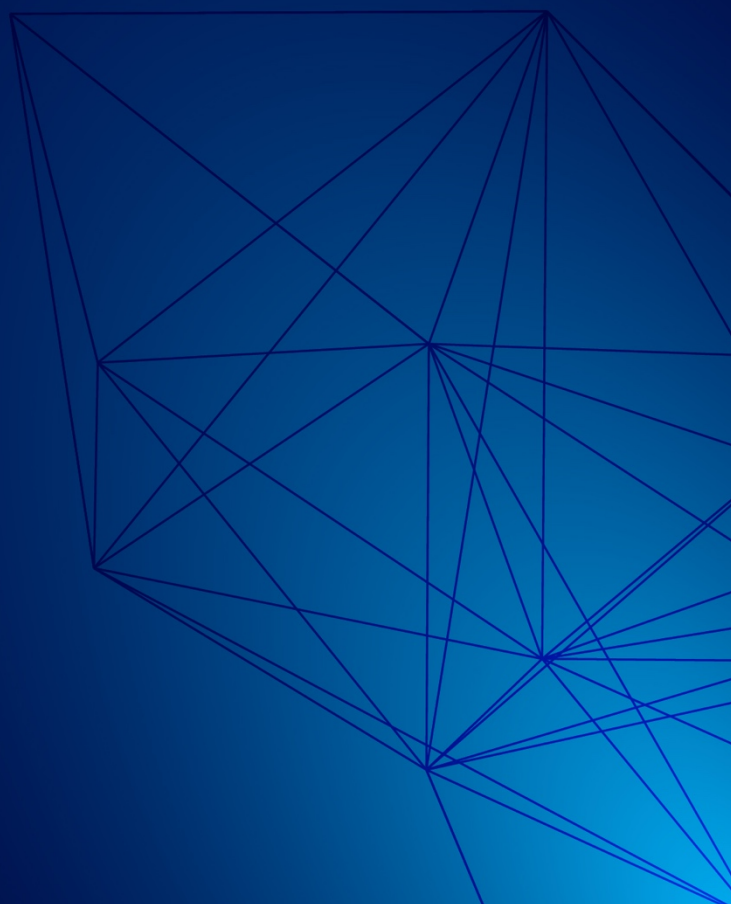


# 北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

## 金融前沿对话

2021 年第 10 期 总第 96 期



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：钟龙军（执行） 曹明明 方垵豪 朱伟豪

## 北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写HFRI）成立于2008年12月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

## 2021 全球资产配置

### 【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

### 【特邀嘉宾】

夏晴曦（美国卫士人寿 Guardian Life 高级董事总经理）

全球资产配置的核心主要包含以下因素：利率和通胀，经济增长趋势以及资产估值，且因素之间相互关联。资产配置框架通常包含：美联储对利率和通胀的影响；经济增长对公司盈利的影响。2020年3月份市场还是有点混乱，但从2020年4季度开始经济已经开始回暖。从这个角度来看，美国股市2020年的走势其实也不能说完全是意外。一些基金没有注意到经济变化的节奏变得这么快，但是从宏观来看仍是比较清楚的。如图1所示，蓝色标点表示经济比较正面，2020年四季度季GDP表现强劲，美联储在2020年一直非常支持市场。2021年最重要的一个驱动因素就是利率和通胀，同时公司盈利、疫苗研发也很关键。

### Asset Allocation

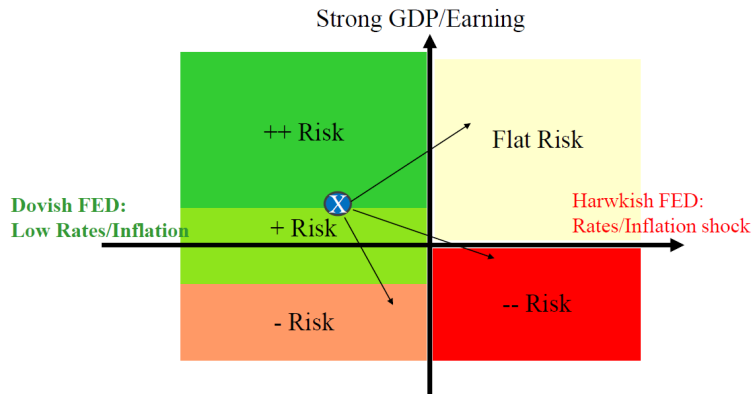


图 1

### Asset Allocation Scenarios

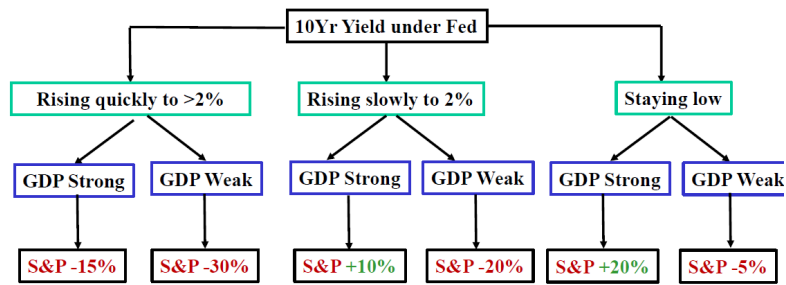


图 2

如图 2 所示，我们根据 10 年期国债利率和美国经济走势，细分了 6 种可能性。第一层分类为：利率快速上涨到 2% 或者以上；利率缓慢上涨接近 2%；利率不会上升太快，约为 1.2%、1.3% 左右。进一步细分的依据是经济增长，因为很多经济学家的预期已经在调整，他们预计美国 2021 年的 GDP 应该会达到 6% 以上，如果达到 6% 是一种情况，不到 6% 是另外一种情况，那么根据 10 年国债利率和经济增长两个指标，我们就可以用简单的股指定量模型估算 2021 年标普的收益。然后，我们可以在这个框架的基础上比较细致地考虑资产配置

决定。

## 一、央行：MMT（现代货币理论）时代

如图 3、图 4 所示，美联储大规模放水，中国央行则相对克制，而且如果以中国央行的资产/GDP 来计算，近年来还呈下降趋势。因此，我们比较看好亚洲一些国家的利率债或者国债。

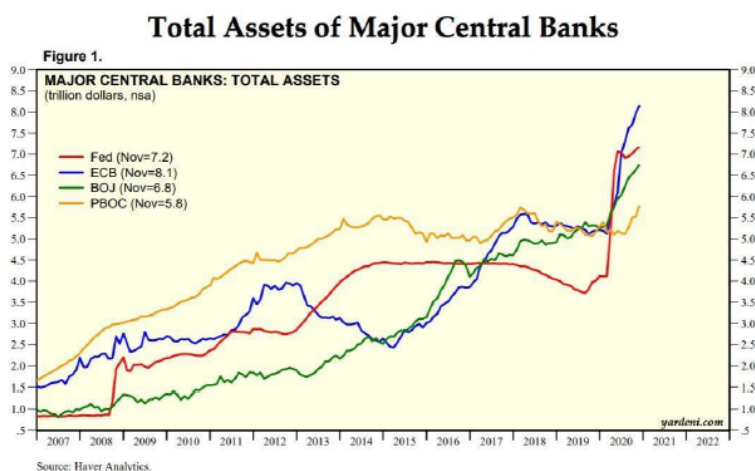


图 3

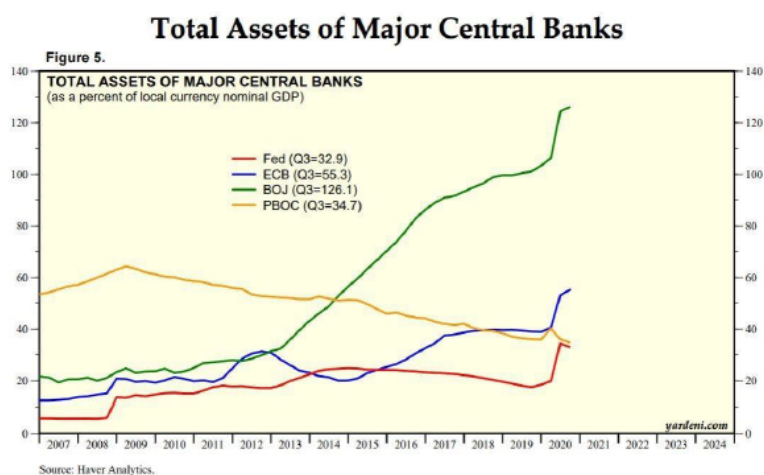


图 4

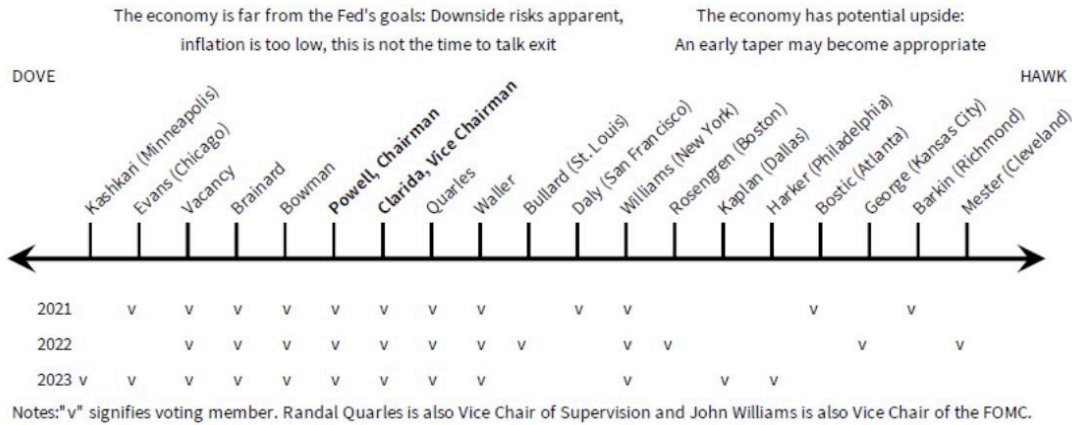


图 5

从美联储 2021 年的预期来看，目前美联储主席鲍威尔实际上已被证明是比较鸽派的，新上任的财政部长耶伦是一个传统的鸽派。图 5（来源：JPMorgan）显示的是 2021 年美联储委员会中有投票权的人员分布情况，左边的人员比较鸽派，右边比较鹰派，显然，鸽派比较占优势。

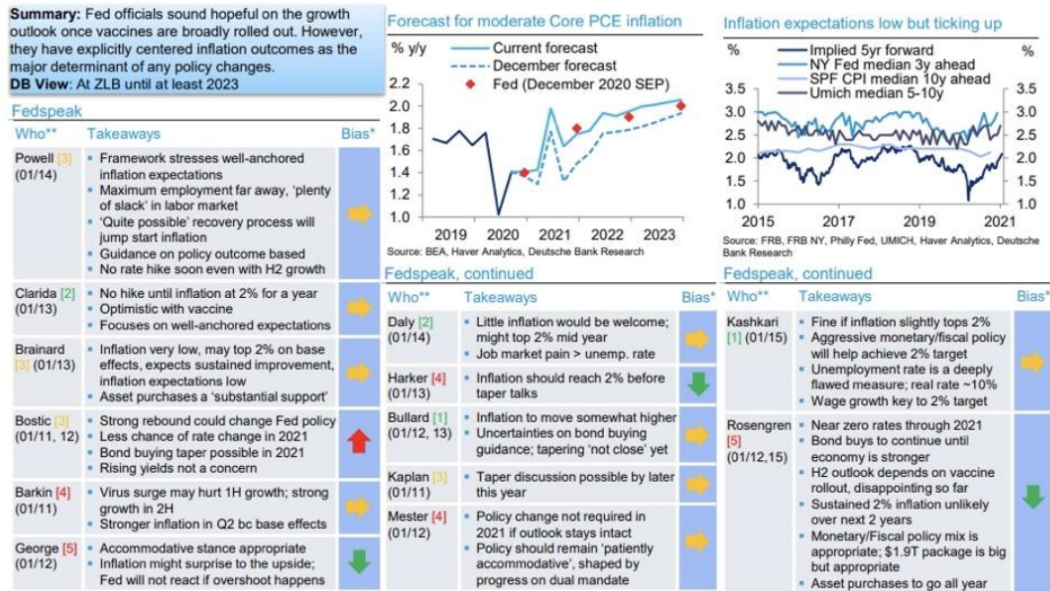
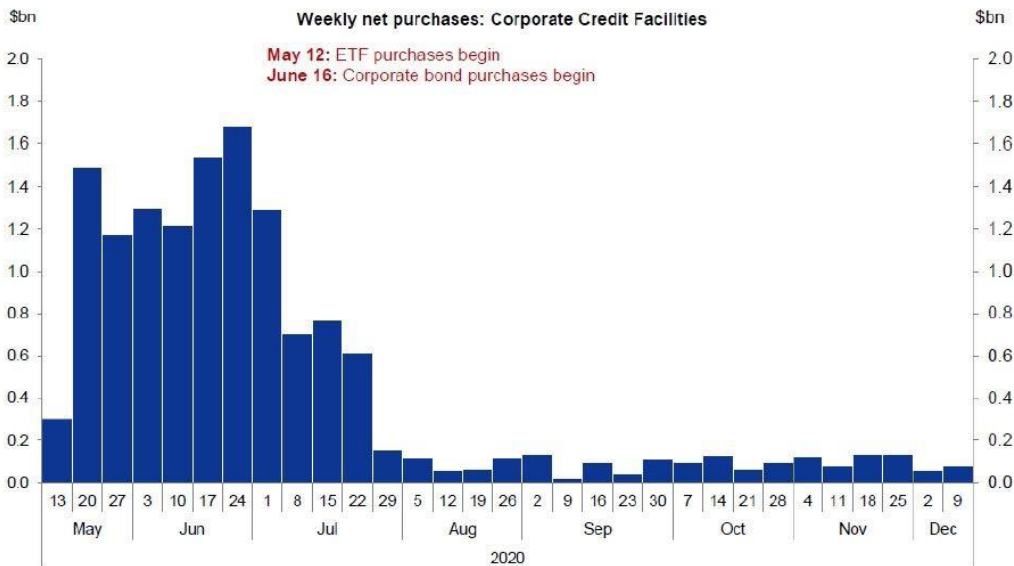


图 6

即便美国 2021 年的 GDP 达到 6%，但累计来看美国经济仍在趋势线之下。所谓 MMT 时代，即大家都同意购入大量的债券。实际上，

央行这些主要决策者看起来已经默认进入一个新的时代，他们会接受通胀率比如到 2.5%。现实中，从 QE（量化宽松）的角度来看，2020 年最大的变化是美联储明确表明会考虑购买包括垃圾债以支持信用市场，这一点起到了很大作用——美联储讲话以后基本上信用债的利差就停止往上涨。图 7 也显示了美联储并没有买太多的信用债。

**Exhibit 5: Even at their peak earlier this summer, the Fed's purchases under the SMCCF have been small in size and largely symbolic**  
Fed weekly net purchases of bonds and ETFs



Source: Haver Analytics, Federal Reserve Bank of New York, Goldman Sachs Global Investment Research

图 7

通胀和利率走势很重要，我们处在一个结构性低通胀的大环境中，短期内通胀可能会上升，利率也可能会上升一些。这主要是两方面的因素影响：一方面是供给过剩，一方面是需求不足。中美两国都存在这个问题。

## 二、结构性通胀：供给过剩和需求不足，大宗商品对通胀影响偏弱，拜登政策支持短期通胀

从供给角度来看，生产能力一般要达到 80%以上才会有通胀。美国的生产能力（图 8）从 2000 年以后，尤其是金融危机以后，从未超过 80%，中国的生产能力（图 9）从 2013 年之后也是 78%左右。所以，中美两国都存在生产产能过剩的问题。

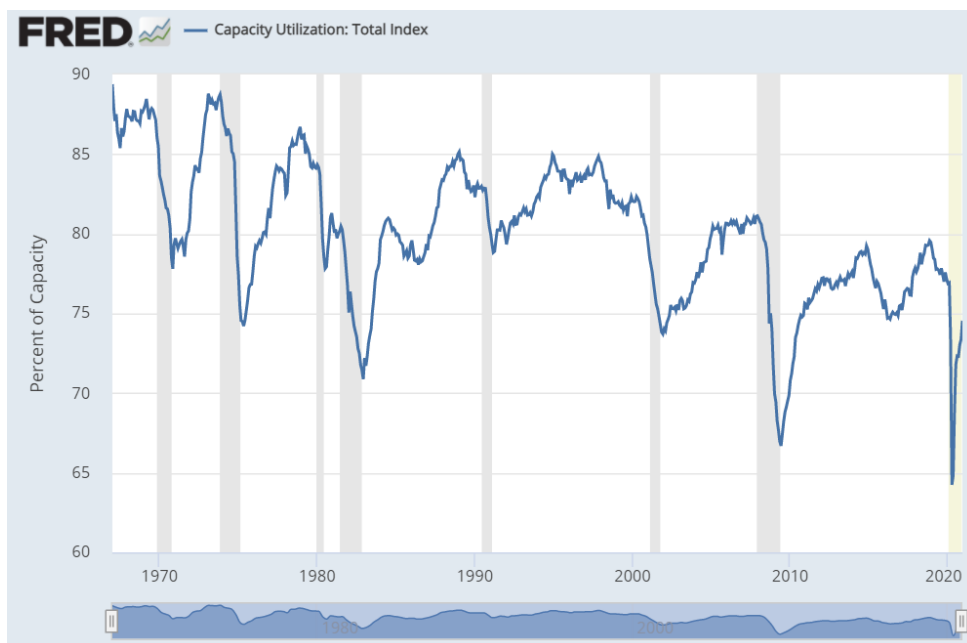


图 8

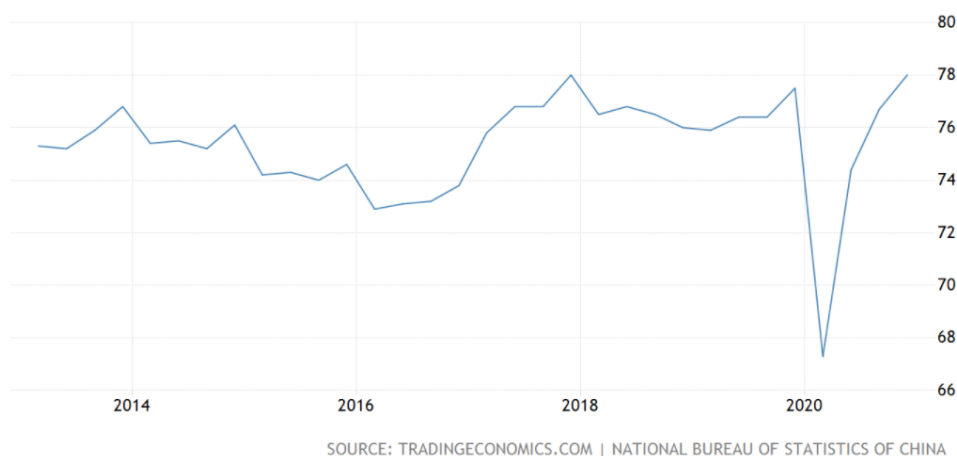


图 9

从需求角度看，如图 10 所示，在过去 30 多年里，美国底部的 40%的家庭基本上是负储蓄。除非直接给钱，否则他们已经没有再额外消费的能力。

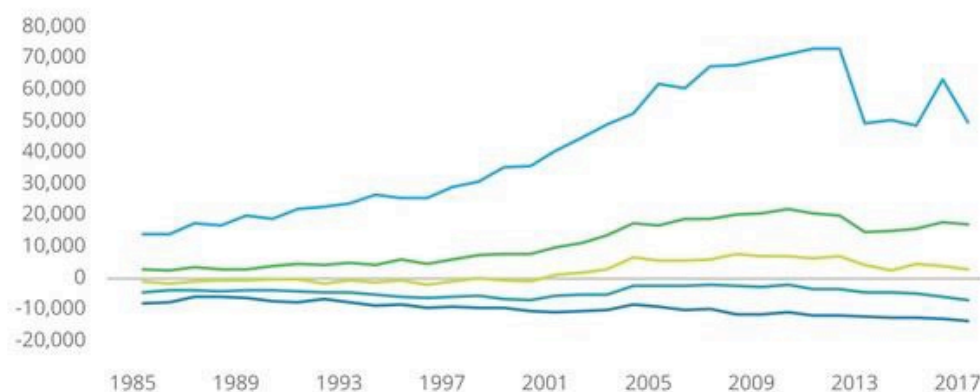
除了供给过剩和需求不足，还有一些其他因素影响结构性低通胀，比如老龄化、科技发展等。

FIGURE 3

**Average savings for consumers in the bottom two income quintiles have remained negative**

Average savings, including spending on pensions and social security (US\$), by quintiles of income

— Top 20 — 60-80 — 40-60 — 20-40 — Below 20



Sources: Bureau of Labor Statistics (Consumer Expenditure Survey), sourced from Haver Analytics; Deloitte Services LP economic analysis.

Deloitte Insights | deloitte.com/insights

图 10

另外有观点认为，大宗商品的价格已经上涨很多，会对通胀有大的影响。如图 11 所示，白线是美国的通胀，黄线是美国的消费趋势（从上世纪 80 年代开始，需求一直往下走），绿线是大宗商品的价格指数。2008 金融危机之前，大宗商品指数快速上扬，但美国通胀其实并没有太大变化。所以，因为供给过剩和需求不足，大宗商品价格对通胀的影响其实已经非常小。

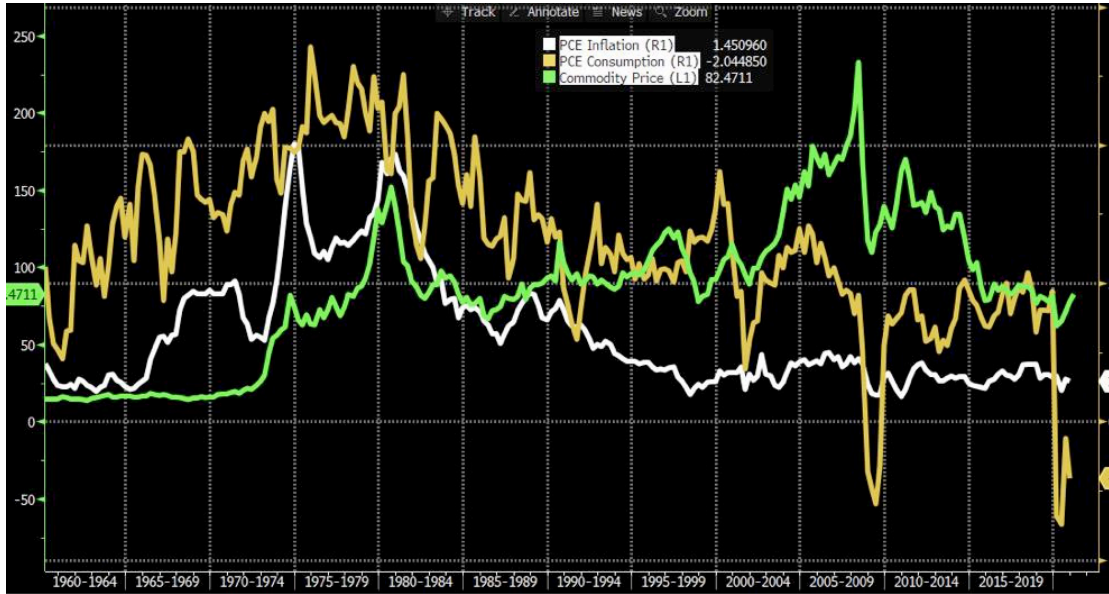


图 11

以上是长期情况，从短期来看，通胀也会上涨。政府直接给底层 40% 家庭现金，这些钱的确会很快转换成消费。同时，如果拜登能够通过其基建计划，短期内对通胀预期也会有一定的影响。图 12 表明 2021 上半年或者可能到三季度 GDP 会往上涨得比较厉害，之后逐渐降低。从利率的角度来看，大环境会很鸽派，但短期通胀可能会上升一点。因此，2021 年 10 年期国债的利率应该会逐渐上行。

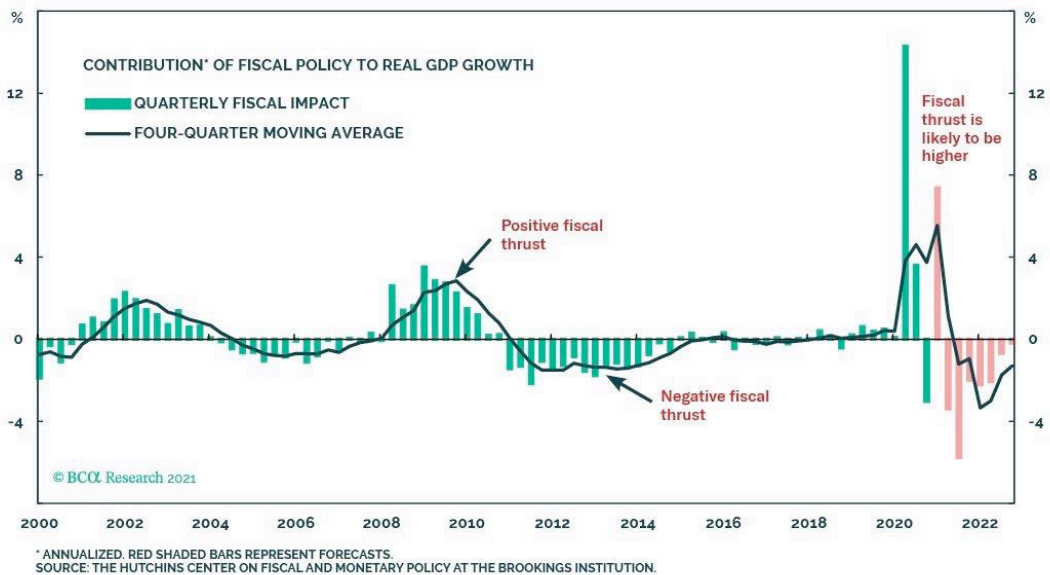


图 12

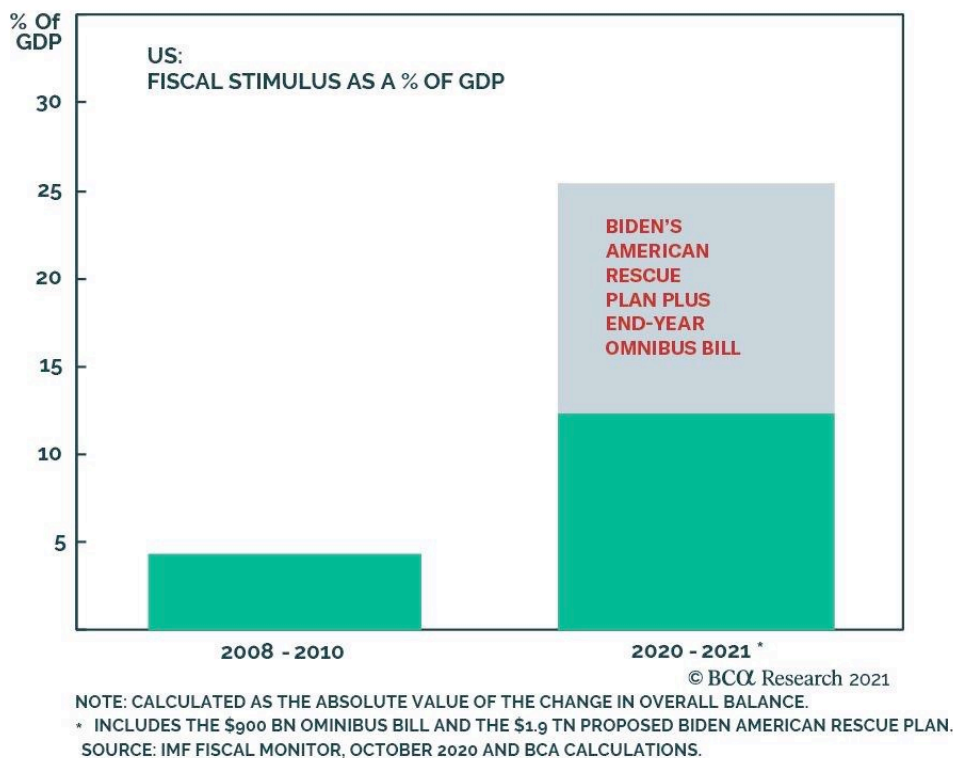


图 13

### 三、估值：高资产价格

就资产配置的方式而言，其中一个考量就是估值。图 14 列出了美国股市各种估值的计算方法，可以看出，传统的股市估值都很高。美国一些投资者对高科技股的需求很高，这是因为美国有很强的周期需求，投资者需要购买周期比较长的资产，而他们认为科技股是长久期的资产。虽然单从股市角度来说股票的估值很高，但是跟债市相对比，股市的估值实际上不是很高。许多业内做资产配置的人都在考虑这个问题，包括保险公司的一些新产品，因为利率这么低，许多产品是赔钱的。因此，如果把这些资产作为久期资产，一旦利率上涨，这些所谓超高久期资产的下跌程度可能会很大。

| Valuation metric               | Aggregate index |                 | Median stock |                 |
|--------------------------------|-----------------|-----------------|--------------|-----------------|
|                                | Current         | Historical %ile | Current      | Historical %ile |
| US market cap / GDP            | 265 %           | 100 %           | NA           | NA              |
| EV / sales                     | 3.2 x           | 100             | 3.8 x        | 100             |
| EV / EBITDA                    | 17.0 x          | 100             | 15.5 x       | 100             |
| Forward P/E                    | 24.0 x          | 99              | 21.2 x       | 99              |
| Cash flow yield (CFO)          | 5.7 %           | 94              | 5.8 %        | 100             |
| Price / book                   | 4.3 x           | 94              | 3.8 x        | 100             |
| Cyclically adjusted P/E (CAPE) | 31.0 x          | 93              | NA           | NA              |
| Free cash flow yield           | 3.5 %           | 62              | 3.7 %        | 70              |
| Yield gap vs. IG               | 249 bp          | 42              | 294 bp       | 30              |
| Yield gap vs. 10-year UST      | 333 bp          | 40              | 378 bp       | 36              |
| <b>Median metric</b>           |                 | <b>94 %</b>     |              | <b>100 %</b>    |

图 14

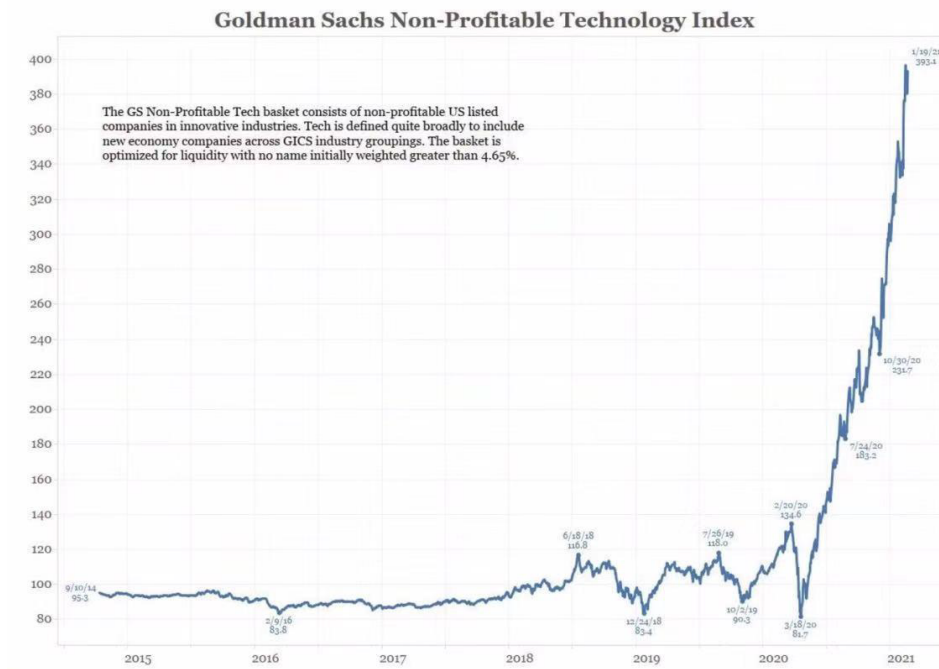


图 15

从市场的角度来看，图 16 可以看出，科技股相对价值股、小盘股，它的估值都是非常高，许多人觉得现在的情形和互联网泡沫之前的情形有些类似。

### Echoes of 2000.....

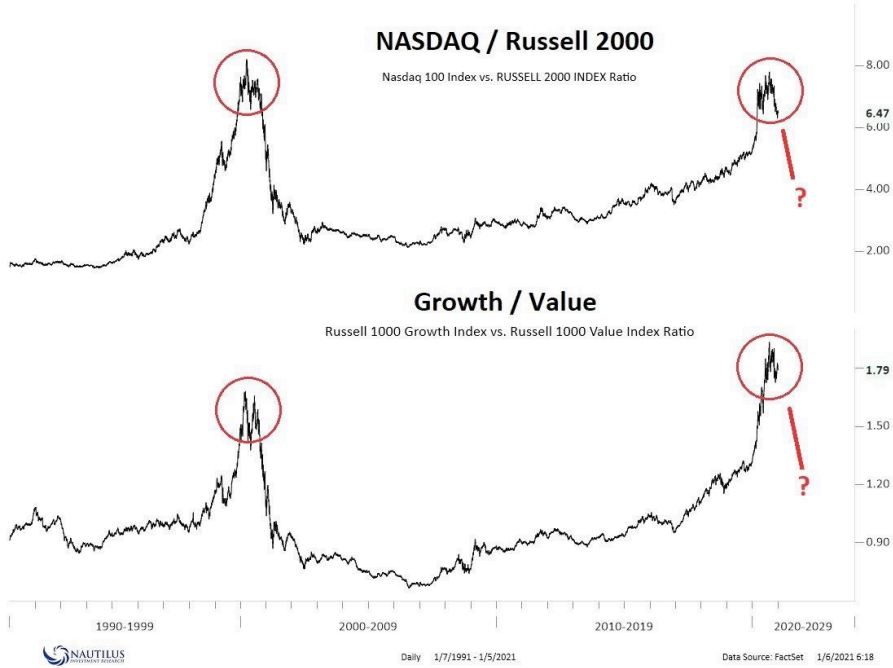


图 16

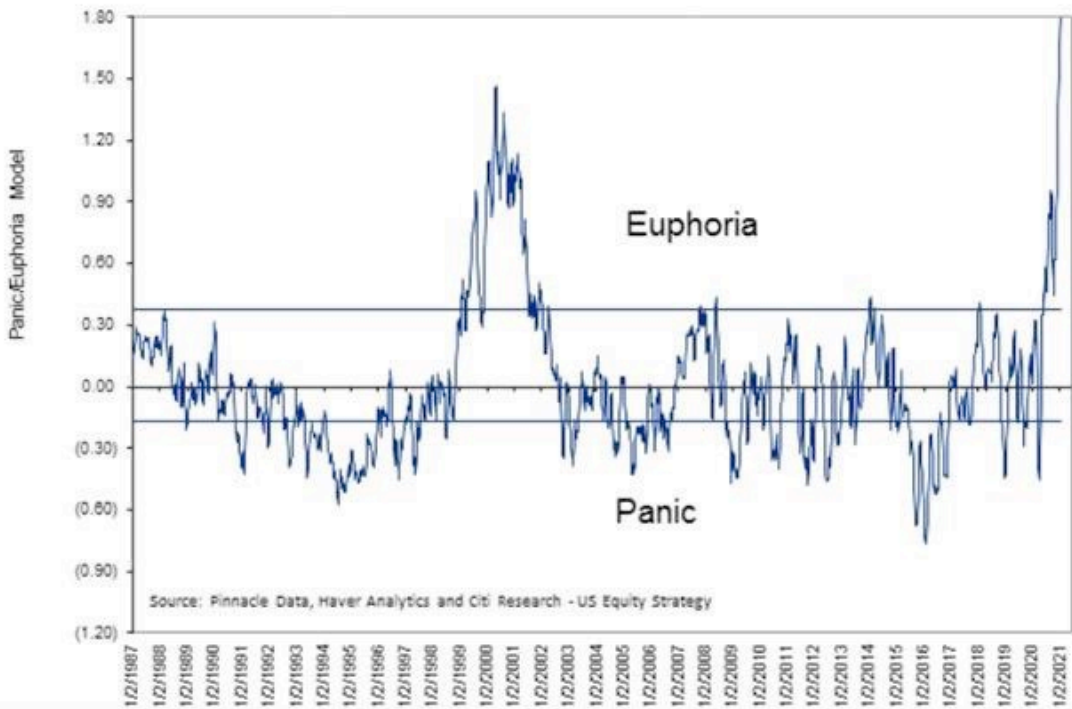


图 17

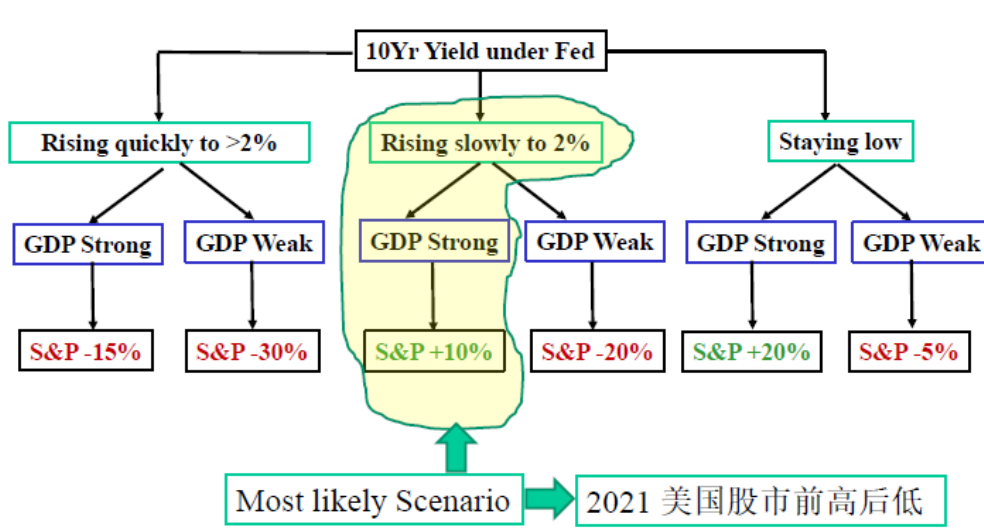


图 18

如图 18 所示，最有可能的情形是，10 年期国债利率缓慢上升、逐渐接近 2%。2021 年的 GDP 预计表现不错，在基本情况下，2021 年标准普尔的收益是 10%。总体来看，2021 年美国股市应该是前高后低，上半年市场相对较好，下半年相对较困难。

#### 四、资产配置考量：+能源、制造、金融行业、EM 主权债/价值

总体而言，经济增长会有较高增长，利率和通胀会有一定的上行趋势，但都会在市场预期之内。在资产配置过程中，可配置一部分高风险的资产，例如能源板块。如图 20 所示，能源资本投入大规模下降已经发生，自 2020 年 11 月起已上涨 40%左右，后续预计仍有一定的上涨空间。图 21 显示了 2021 年 1 月 S&P500 制造/金融行业的预期盈利，金融行业和健康行业的整个经济盈利占比会提高，但科技行业的经济盈利会降低，这反映了股市的周期性比较强，而且与股票的价值估计有一定关系。

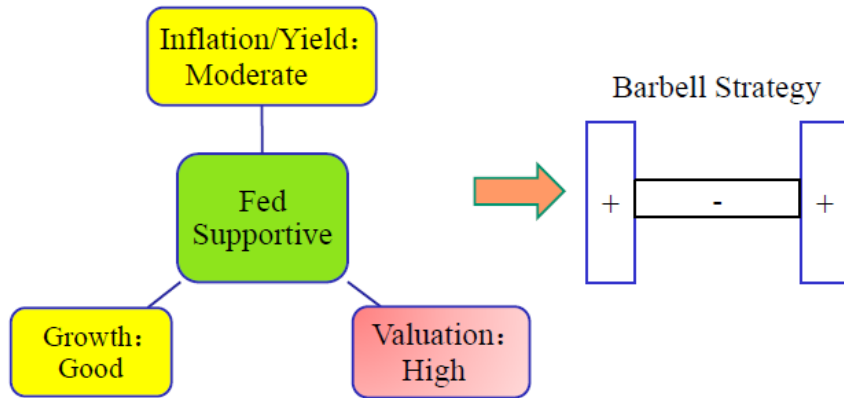


图 19

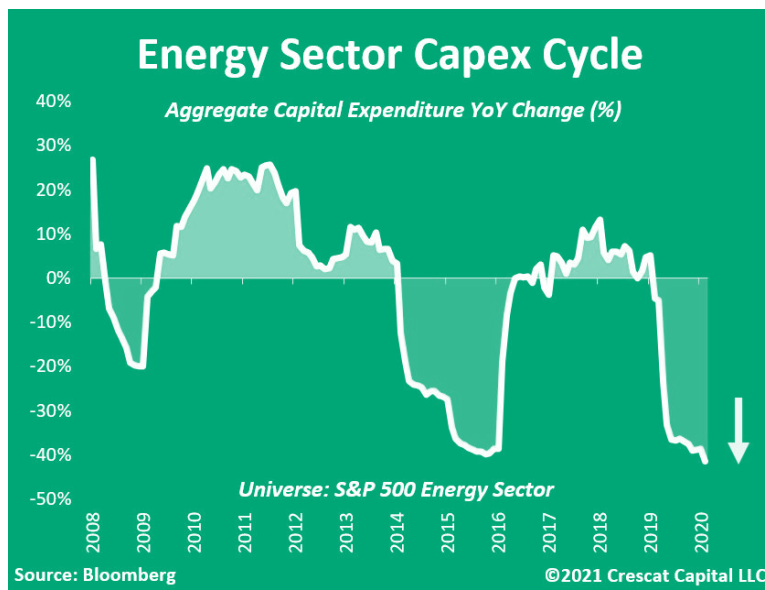


图 20

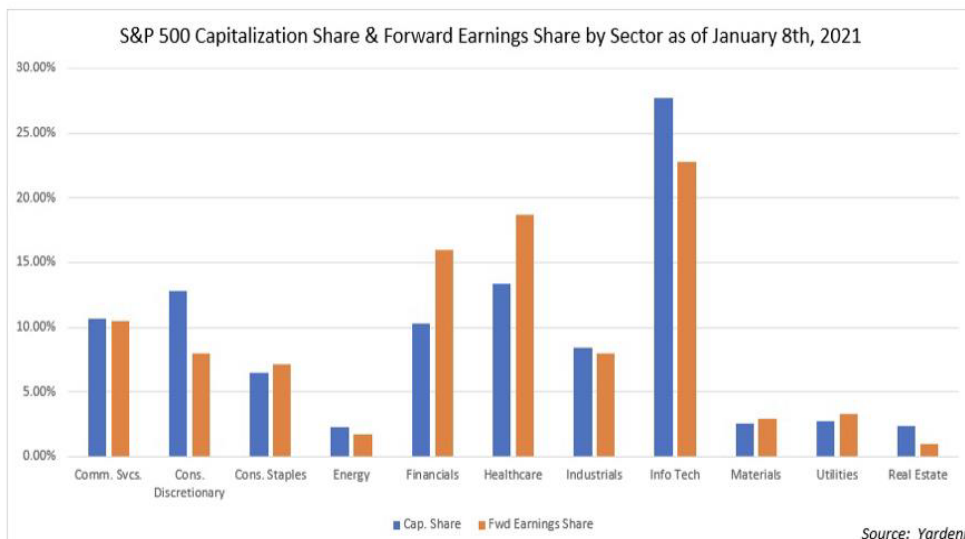


图 21

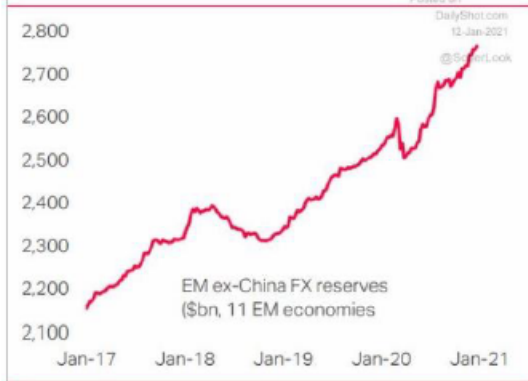
Yields on 10y govt bonds; Asian local currency bonds (equal-weighted avg) and US treasuries



Gavekal Research/Macrobond

图 22

Chart 3: EM central bank FX reserves surge



Source: Bloomberg, TS Lombard.

Chart 4: India, Thailand among reserves leaders



Source: Bloomberg, TS Lombard.

图 23

S&P 500 Index Composition Matters

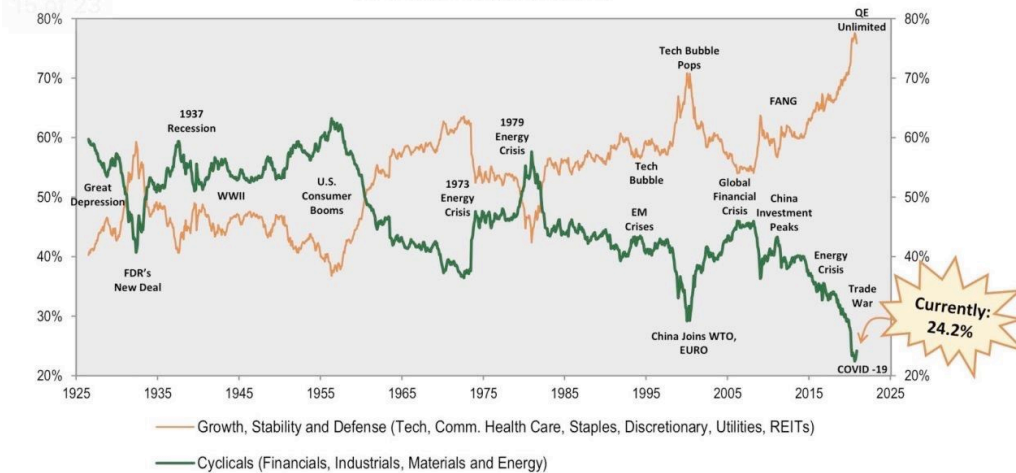


图 24

还可配置一些高质量的新冠价值股，比如迪斯尼。因为受到新冠肺炎疫情的影响，迪斯尼股价下跌厉害，许多人认为迪斯尼不是新科技。迪斯尼应该可以归类于高质量公司，这一类股票有一定的增长空间。固收方面推荐发展中国家的主权债。“杠铃组合”可以考虑黄金、现金，如果 Fix（定盘价）降到一定水平之下，尾部对冲的策略可以考虑。低配高估值科技股，特别是估值是通过讲故事来实现愿景的资产要小心。

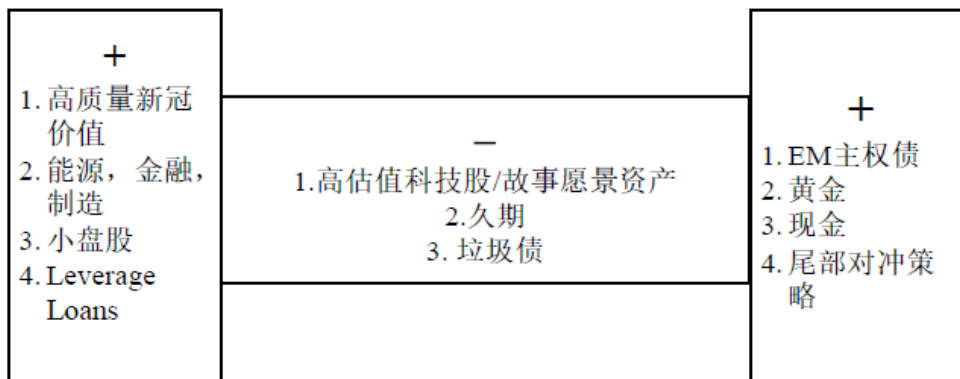


图 25

## 五、问答环节

**Q1:** 随着政府支票和现金的发放，美国的需求是否还是不足？

**A1:** 分短期和长期，短期直接给老百姓发钱，会对需求有一定的影响，但长期来看，美国包括政治上的很多问题都是结构性的，并不是那么容易能够解决。

**Q2:** 美国疫情将如何发展？如何看待中欧关系对未来全球资产配置的影响？

**A2:** 因为新政府上台，美国现在对待疫情的态度还是很严肃的。

数据显示，美国每天的疫苗接种已到 150 万，2021 年夏天之前第一针疫苗应该可以覆盖百分之六七十的人口。所以，从这个角度来看，2021 年美国股市的预期目前是前高后低，后面反弹相对会低一些，目前市场已有所反映。至于欧洲的问题，我个人不太看好欧洲，防疫应对做得不好，政府的应对也不好。

**Q3: 超配能源股是否包括新能源、清洁能源(如光伏、氢能等)?**

**A3:** 新能源实际上得到民主党政府支持，我觉得下一步再投需要深挖。如果能发现什么公司会变成龙头，这样的股票可以考虑，但就整个板块而言，我觉得估值已经很高了。

**Q4: 在资产配置框架分析中，除了风险因子方法，是否有更系统的研究方法?**

**A4:** 从资产配置的框架来说，的确有很多学问在里面。真正科学的话要从宏观出发，并且因子之间要有一个联动。我引用了 Bridge Water 的框架，一方面是增长，一方面是通胀或者利率，这两个宏观因子构成大概的框架，然后再跟下一个层级的因子连结在一起。资产配置框架的确值得探讨，而且资产配置的框架和风险管理的框架实际上要搭在一起。

**Q5: 国内 A 股的价格是否合理，还是基本面没有完全反映增长预期?**

**A5:** 很多海外投资者对中国有很强的偏见。很明显的一个现象就是，中概股比如阿里巴巴相对亚马逊是有比较大的折扣的。为什么会

这样？因为他们觉得中国的企业增长太高，财务报表会有各种各样问题。

**Q6：如何看待 IBM 近十年基本处于下行状态，它还有未来吗？**

**A6：**IBM 和 Intel 这两家公司是比较有意思的。从投资的角度来讲，我觉得一些高质量的公司（比如波音）的问题比 IBM 要小很多，它的垄断地位是非常强的，而且它在军工方面有很强的一块业务。所以，我觉得如果我要去买 IBM 的话，还不如去买波音。

**Q7：各国都在强调“碳中和”，中国也承诺 2030 年达到碳排放峰值，这样看来，能源行业有未来吗？**

**A7：**整个投资环境对这些新科技、新愿景和新挑战都比较支持，估值都很高。但现实是，短期内他们都没法替代传统能源。从清洁能源的角度，如果把所有的煤电都换成天然气，就清洁很多了。但从实际情况来看，很多光能、风能的效率是很低的，当然有一天也许效率会因为规模上去，但这不是未来 10 年就可以达到的。首先要解决吃饭问题，包括美国底部政治问题，如果把能源搞得很贵的话，政府补贴是不是要更多地花到能源上。

**Q8：散户投资者会对将来市场有什么影响？**

**A8：**这次 GameStop 逼空事件对大家是一个提醒，从社会、政治角度上来讲，无论是极左和极右，最后都是因为经济上有问题，才会出这些现象。从经济基础上来讲都是一样的，或者是中间的某个族群，像美国蓝领或者是现在比较偏左的年轻人，他们的利益受到了损害，

次贷危机等对他们的影响是很大的。从这个角度来讲，民粹延展到股市和投资界是迟早的问题。

**Q9:** 结构性低通胀的大环境什么时候能结束？未来，通胀和黄金价格之间是什么样的关系？

**A9:** 我有时候想结构性低通胀什么时候结束的问题，都不是让人感觉很好的因素，比如，战争就可以解决，或者美国政治制度有明显的改变。从 2019 年开始我就比较看好黄金，但主要不是因为通胀的原因，而是因为对弱势美元的看法。黄金一个很大的变数是，美联储货币发行很不负责任，别的国家央行比较负责任一点，会不会有可能开始比较大规模的买黄金，我觉得这个可能性不是很低。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百四十八期（2021年2月9日）内容整理而成，特邀嘉宾为美国卫士人寿 Guardian Life 高级董事总经理夏晴曦。

夏晴曦博士现任美国卫士人寿高级董事总经理，负责领导公司的定量投资、资产负债管理和投资机器学习等团队。夏先生同时兼任 Brandeis 大学金融实践教授。之前夏先生分别在美国 Fidelity Investment（富达投资）任资产配置首席策略师，负责超过三千亿美元的退休资产主动配置推荐，以及在 Vanguard 集团任 Principal，负责债券定量研究团队及管理近十亿美元对冲基金。夏先生拥有麻省理工学院工程博士及金融科技证书。夏先生曾在 Boston College 和中欧国际商学院任客座教授。

### 【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和熊婉芳博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

