



宏观专题分析报告

宏观经济学深度报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

全球 TACO 牛市，泡沫有多大？

近期全球市场风险偏好显著改善，不少发达市场与新兴市场股市指数创下新高，A股、港股也进入牛市氛围。这背后，“TACO 交易（指市场预期特朗普政府最终会在贸易争端中让步）”带来的政策风险转利好固然是直接催化剂，但更深层的根源在于美元流动性的持续宽松。这种宽松通过多个维度体现：其一，美元指数年内大幅下跌 10%，显著提振非美股市。其二，美债实际利率从高位回落，缓解了全球资产的估值压力。其三，全球央行货币供应增速加快，年内降息次数远超加息，尤其是非美央行的宽松提供了额外流动性。其四，离岸美元融资成本显著下降，如欧元、英镑、日元交叉货币基差处于高位，显示离岸美元充裕。美元宽松环境直接推动了外资流入非美市场，A股、港股以及亚洲其他市场均观察到外资净流入迹象。

在流动性驱动下，全球多国股市创历史新高，泡沫担忧浮现。以本轮牛市核心美股为例，其估值泡沫可从几个角度审视：首先，科技巨头资本开支激增，2021-2024 年均增速 18%，其未来有效性存疑，若重蹈互联网泡沫覆辙将冲击估值。其次，美股市场呈现“杠铃”结构，科技巨头与小市值/高 beta 股齐涨，显示投机性增强，可能加剧脆弱性。宏观层面上，“巴菲特指标”（美股总市值/GDP）触及历史新高 2.1，处于长期均值上方约 2.9 倍标准差的水平，即使考虑海外收入因素也值得警惕。此外，美股市值增速远超公共债务和 M2 增速，表明市场赋予了显著高于经济基本面的估值溢价，尤其是具有垄断地位的科技巨头。

横向比较全球主要市场，主要市场的脆弱点各不相同。估值方面，美股、印股、越股、德股绝对水平高；美股、台股、法股处于近十年高位。风险溢价方面，印股、美股、越股偏低，其中美股的分位数也处于十年谷底。巴菲特指标全球性高企，7 个主要市场平均水平 1.2，处于近 15 年 89%分位），美股、台股最高，越股、日股次之，A股、欧股、韩股较低。股价与盈利匹配度则显示，美股、日股、欧股相对合理，A股、德股、英股存在显著“非基本面溢价”。

综上，全球风险偏好回升及股市上涨的核心在于美元流动性宽松。当前各主要市场“巴菲特指标”普遍高企，发达市场风险溢价多处于低谷。估值横向看，美股、台股等溢价显著；纵向看股价与盈利增速差，A股、台股的非基本面支撑成分较高。未来风险在于，若联储政策或跨境资本流动变化造成美元流动性逆转，或 AI 资本开支被阶段性证伪导致科技股回调，亦或是特朗普政策变化导致 TACO 交易预期反转，高“非基本面溢价”的市场可能更敏感。

风险提示

市场公开资金面数据存在一定滞后性，全球 AI 商业化再加速，特朗普政策不确定性加大。



内容目录

一、关注全球风偏改善的根源——美元流动性.....	3
二、以美股为例，如何丈量股市的泡沫？.....	7
三、全球 TACO 牛市，哪家泡沫大？.....	10
风险提示.....	14

图表目录

图表 1：美元与非美股市负相关性较强，与美股相关性阶段性为正.....	3
图表 2：10 年期美债实际利率（TIPS）与美股、非美股市负相关性均较强.....	4
图表 3：全球 M2 增速是美股与非美共同的关键变量.....	4
图表 4：宽松的离岸美元流动性延续，支撑美股、非美股市反弹.....	5
图表 5：A 股外资持股市值变化（单位：亿元）.....	6
图表 6：港交所口径下港股“国际中介”持股占比变化（单位：%）.....	6
图表 7：流入全球股票市场的外国投资组合投资净流量（仅显示 7 月更新数据的地区）.....	7
图表 8：全球股市今年迄今、二季度以来涨跌幅排序（数据截至 2025/7/25）.....	7
图表 9：美股科技板块成分公司当年资本支出总规模（亿美元）与年增长率（%）.....	8
图表 10：美股科技板块资本支出总规模占科技板块总市值、美股总市值的比例（%）.....	8
图表 11：“对等关税”担忧缓解后，美股小市值股票拥挤度、高 beta 股票动量指数一度走高.....	9
图表 12：美股的“巴菲特指标”当前处于历史均值上方 2.9 倍标准差水平.....	9
图表 13：美股总市值同比分别与美国公共部门债务同比、美国 M2 同比的增速差（%）.....	10
图表 14：MSCI 各股指近十年 TTM 市盈率最高值、最低值、当前值.....	11
图表 15：MSCI 各国/地区股市指数当前 ERP 水平、所处十年分位数（BP、%）.....	11
图表 16：全球主要权益市场的“巴菲特指标”：总市值/GDP.....	12
图表 17：美国、中国、中国台湾、日本、韩国、越南、欧元区：“巴菲特指标”算术平均值.....	12
图表 18：MSCI 各国/地区指数同比回报率与 EPS 同比的增速差（%）.....	13



对等关税后全球市场风险偏好回升的程度令人惊叹。每一次 TACO 交易（Trump always chickens out 的缩写）之后，是资金更加笃定地下注。发达市场中的美股、欧股、日股，新兴市场中的韩股、台股、越股均创下新高，A 股、港股也在新热点和新叙事的引领下进入牛市氛围，股债跷跷板效应强化。

除了“政策风险变利好”的 TACO 交易外，全球风险偏好改善的根源在何处？如何丈量市场的泡沫？我们尝试从赔率的视角观察这些问题。

一、关注全球风偏改善的根源——美元流动性

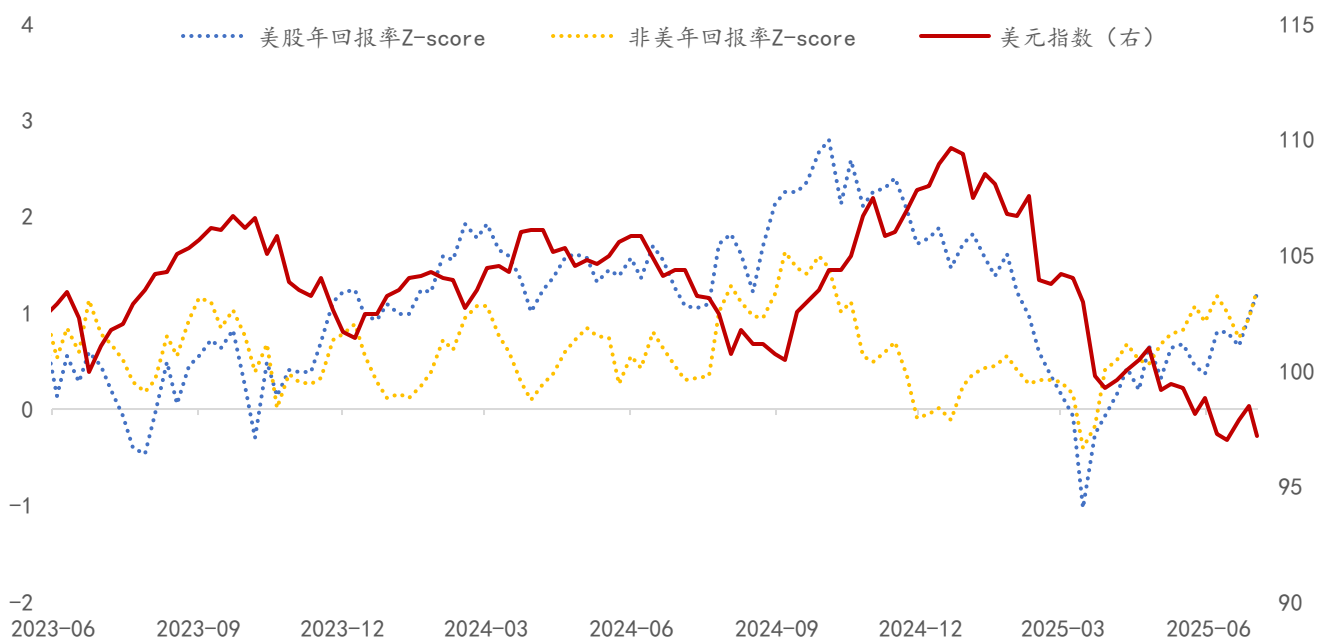
本轮全球股市上涨的一个根源来自于美国。政策端的体现是特朗普对外频频 TACO，赋予了资金进一步押注的信心；资产价格端的体现则是美元流动性愈发宽松，对全球市场产生外溢效应。美元流动性覆盖多市场、多资产，与美联储货币政策节奏、跨境资本流动等因素均有密切联系。我们观察到美元流动性在以下五个维度发生变化：

第一，美元指数大幅下行。

美元指数是美元流动性最直观的体现，美元上行可能由于联储边际紧缩倾向造成的美国-非美利差扩大，也可能是海外美元稀缺或美元资产吸引力更高的结果。美元与非美股市明显负相关，美元与美股自 2023 年后一度从负相关转成正相关。

过去一个季度，美元指数下跌 2.4%，今年以来下跌 10%，较好地解释了非美股市集体转暖的资金面。截至 7 月 25 日，美元指数分别处于近一年、三年、五年、十年的 0.9%、0.6%、32.1%、45.5%分位数。

图表1：美元与非美股市负相关性较强，与美股相关性阶段性为正



来源：Bloomberg，国金证券研究所

注：美股选取“MSCI 美国指数（彭博代码：MXUS）”，非美股市选取“MSCI 非美指数（彭博代码：MXWOU）”，下同。

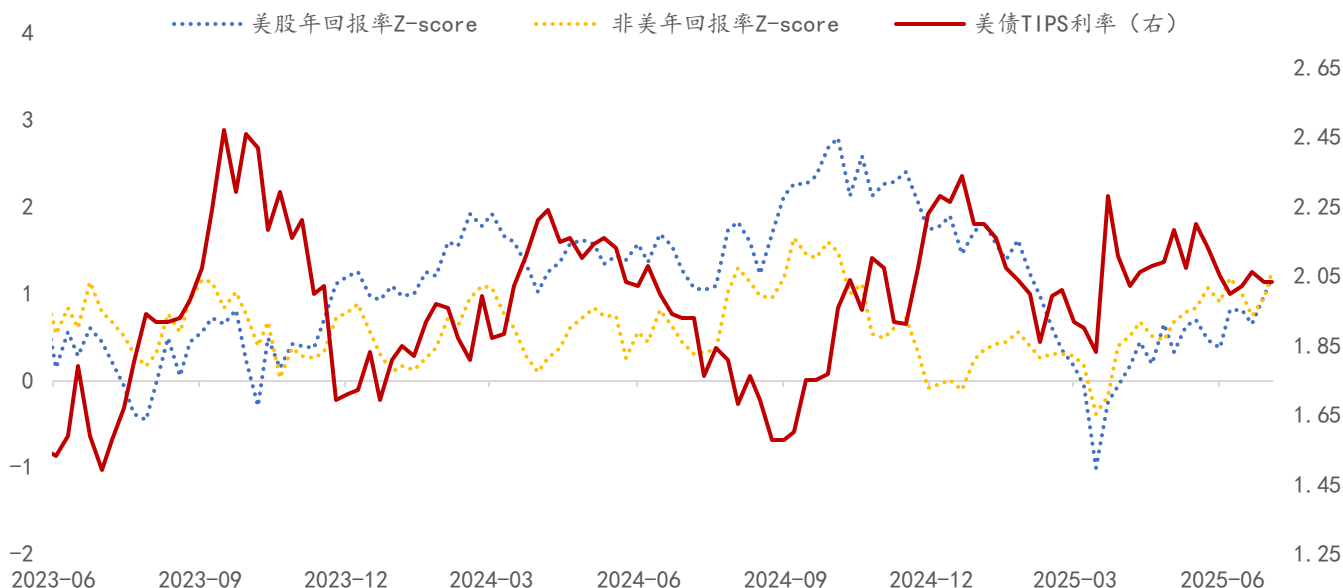
第二，美债实际利率从 4、5 月高位下行。

剔除通胀后的实际利率，是美元流动性的另一个体现，其对美股、非美股市均有影响。对美股，实际利率是资本要求回报率的标尺，影响未来现金流价值，决定美股的相对吸引力；对非美，美国-非美利差加大可能造成新兴市场外资撤离压力、推升美元债务成本、加剧货币贬值风险；美国实际利率也可能传染至发达国家债券市场，并对股市形成紧缩效应。

截至 7 月 25 日，10Y 美债实际利率距离对等关税后的高点（4 月 11 日）已下行逾 20bps，较年初下行 30bps，一定程度为风险情绪释放奠定基础。但从历史分位来看，实际利率仍偏高（处于近一年、三年、五年、十年的 38.4%、61.2%、76.7%、88.4%分位数）。



图表2：10年期美债实际利率（TIPS）与美股、非美股市负相关性均较强



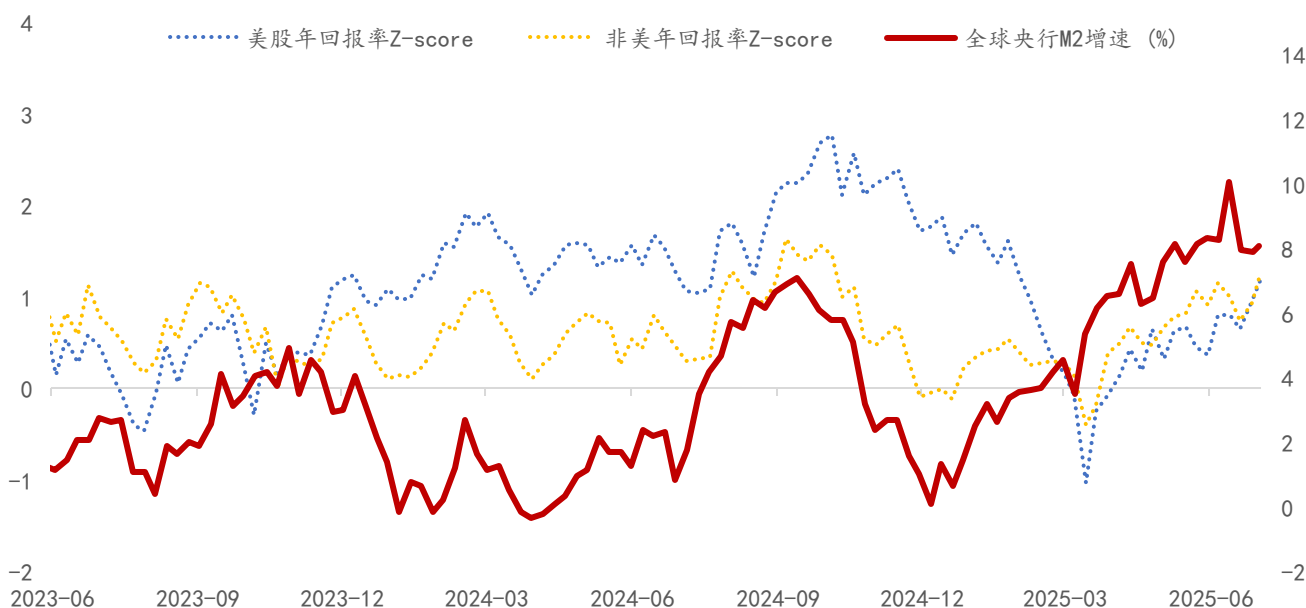
来源：Bloomberg，国金证券研究所

第三，全球央行货币供给边际提速。

美元虽是世界货币，且大部分央行货币供给周期长期跟随美联储，但中短期仍然存在节奏差异。以Bgeometrics统计的全球央行M2数据为例，美元M2仅占比约20%，非美央行整体也拥有一定的流动性话语权。今年以来即便美联储“按兵不动”，欧央行、英国央行、瑞士央行等多家全球主要央行已先行降息。今年全球央行累计加息次数为19次、累计降息次数则达到76次¹，为非美市场带来了流动性利好。

过去一个季度，全球央行货币供应量增速回升了近7个百分点。历史上看，全球央行货币供应对非美股市影响更大（相关系数=0.53），但海外风险偏好回升也会刺激美股反弹（相关系数=0.43）。

图表3：全球M2增速是美股与非美共同的关键变量



¹<https://www.cbrates.com/decisions.htm>



来源：Bloomberg, Bgeometrics, 国金证券研究所

注：“全球央行 M2 增速”为 Bgeometrics 统计的全球 21 家主要央行的货币供应量 (M2)，包括现金、支票存款、储蓄、市场账户、基金和低于 10 万美元的存款。

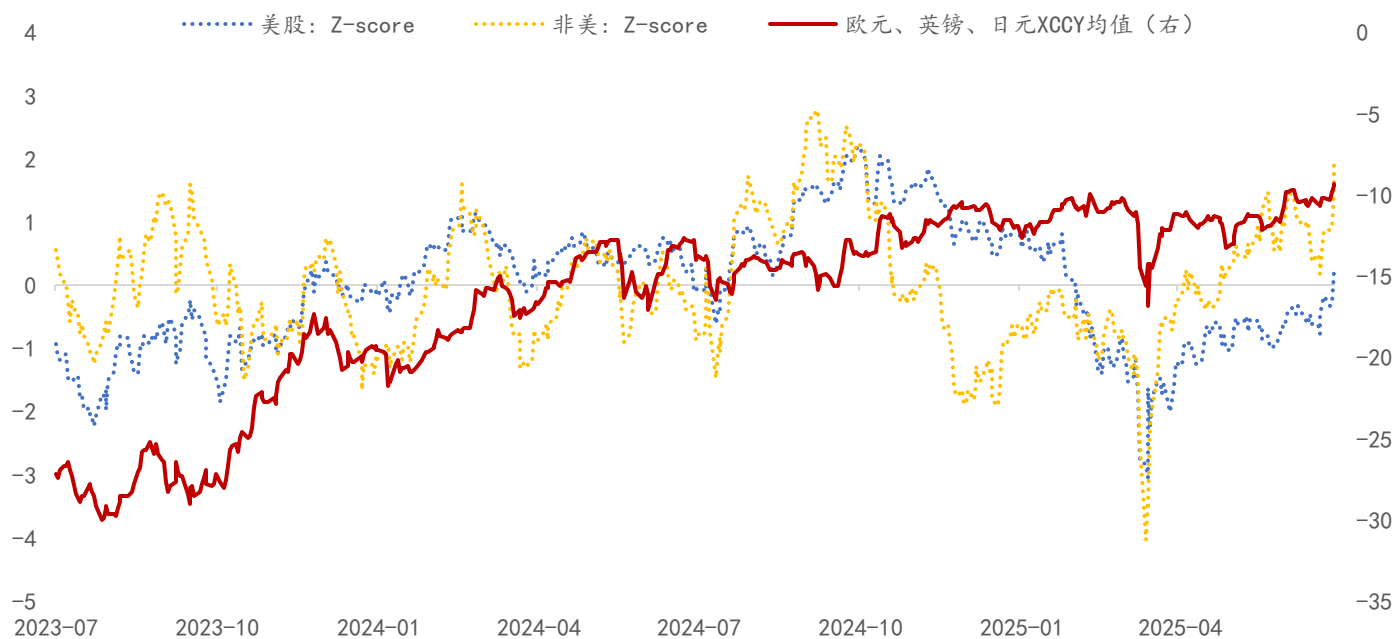
第四，境外美元融资成本下降。

不同市场中的美元流动性指标并不相同。一般而言，美国境内大型金融机构的短期拆借成本是衡量美元融资成本的关键，但此类指标主要影响的是货币市场与固收市场。在权益市场中，离岸市场的美元融资成本更为重要，它既能反映非美权益市场的整体流动性，也能体现非美资金去往美股的融资成本。

通过离岸市场的交叉货币互换基差 (XCCY，即海外投资者以本币或特定的融资货币为抵押借入美元，相较于直接以美元融资所需支付的额外成本) 观察，基差点数负得越多，代表境外美元融资的额外成本越高，离岸美元流动性越紧张，反之离岸美元越宽松。

欧元、英镑与日元是目前全球重要的非美储备和交易货币，它们与美元的交叉货币互换市场是全球最深、流动性最好的市场，价格发现机制最灵敏。截至 7 月 25 日，1 年期 EUR、GBP、JPY 与 USD 的交叉货币基差 (以 OIS-美元 SOFR 衡量) 分别为 -2.0 点、3.6 点、-29.6 点，分别位于近两年的 85.4%、96.5%、99.8% 分位数，即全球主要的美元离岸市场均不缺美元。

图表4：宽松的离岸美元流动性延续，支撑美股、非美股市反弹



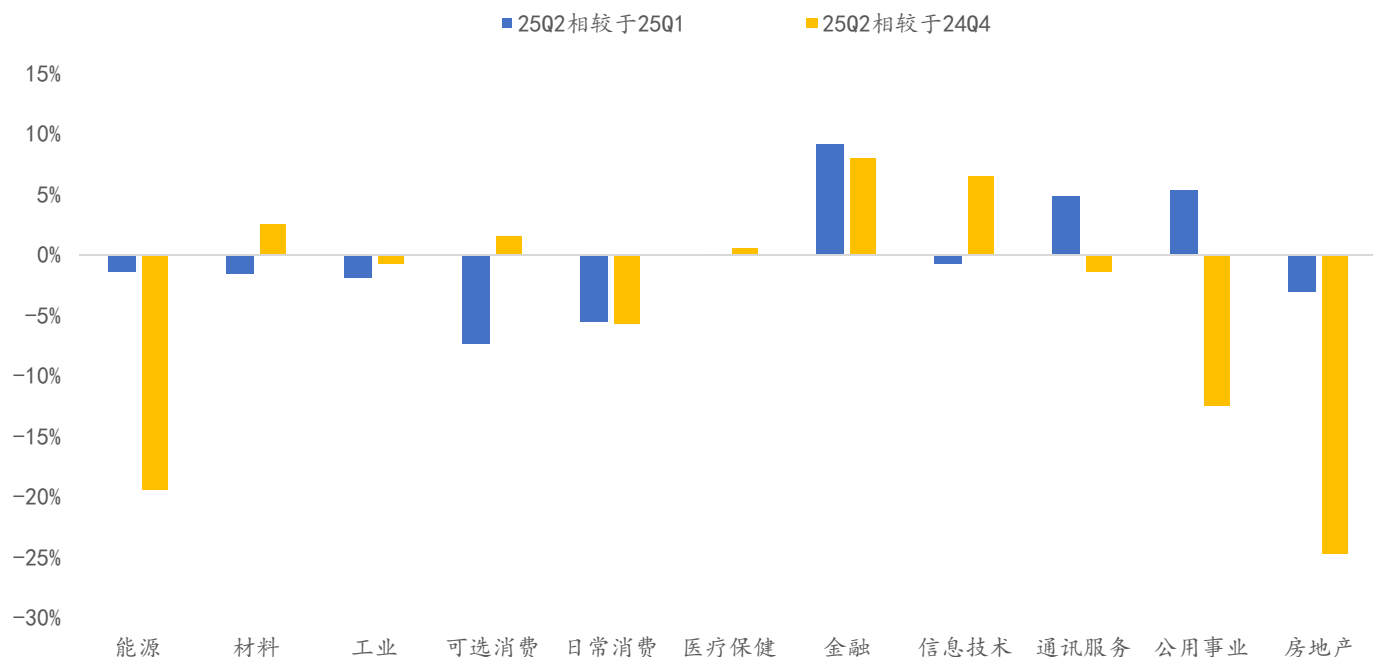
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

在美元流动性宽松的背景下，我们观察到各非美股市正迎来外资流入趋势。以 A 股为例，今年二季度 A 股上市公司外资持股市值达 22.2 万亿元，相较于去年年底上升 0.75%。其中金融、通讯、公用事业板块均迎来明显外资净流入。

再看港股，今年 7 月底港交所“国际中介”口径下的外资持股占比较一季度末水平上升了 0.87%，其中工业、日常消费、医疗保健板块外资净流入靠前，可能与今年港股一级市场复苏有关。

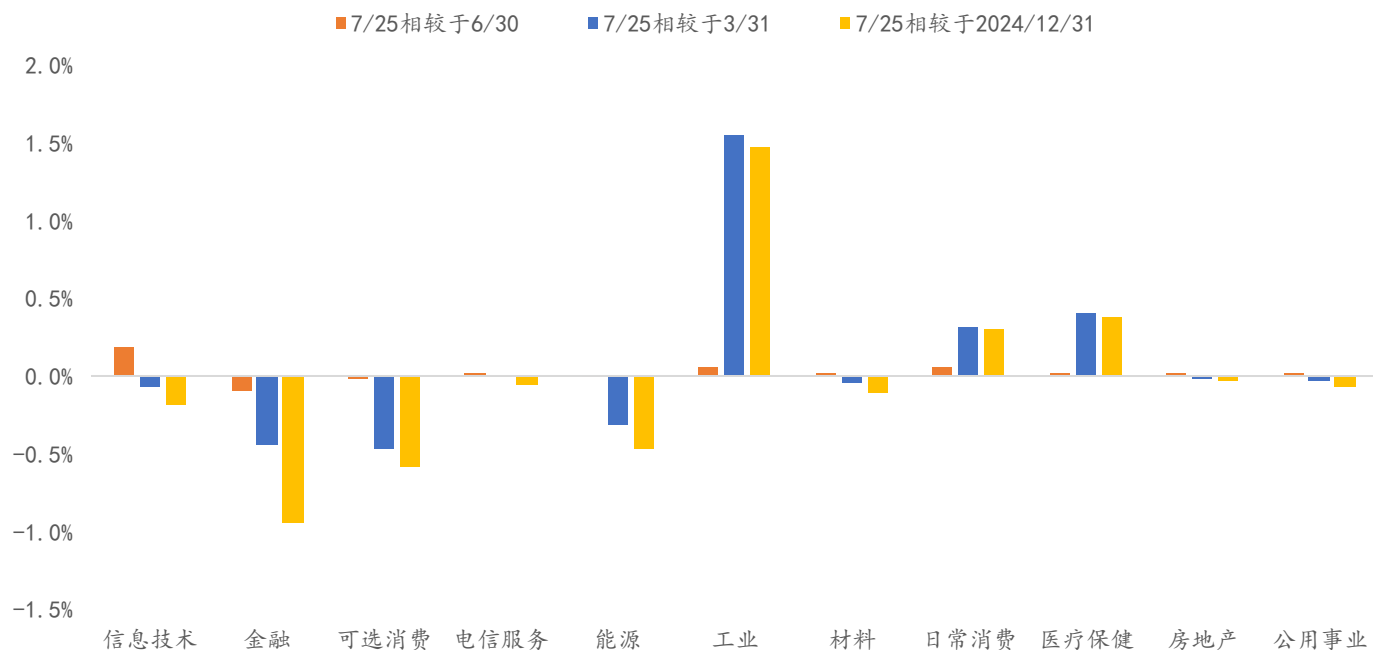


图表5: A股外资持股市值变化(单位:亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 港交所口径下港股“国际中介”持股占比变化(单位:%)



来源: Wind, 国金证券研究所

在更广泛的非美权益市场中, 外资流入的迹象更加明显。根据彭博统计的外国投资组合流量数据, 今年7月以来, 日股、韩股、台股、泰股、越股等亚洲市场均获得外资净流入, 而从过去12个月周期来看, 上述市场均是净流出。



图表7：流入全球股票市场的外国投资组合投资净流量（仅显示7月更新数据的地区）

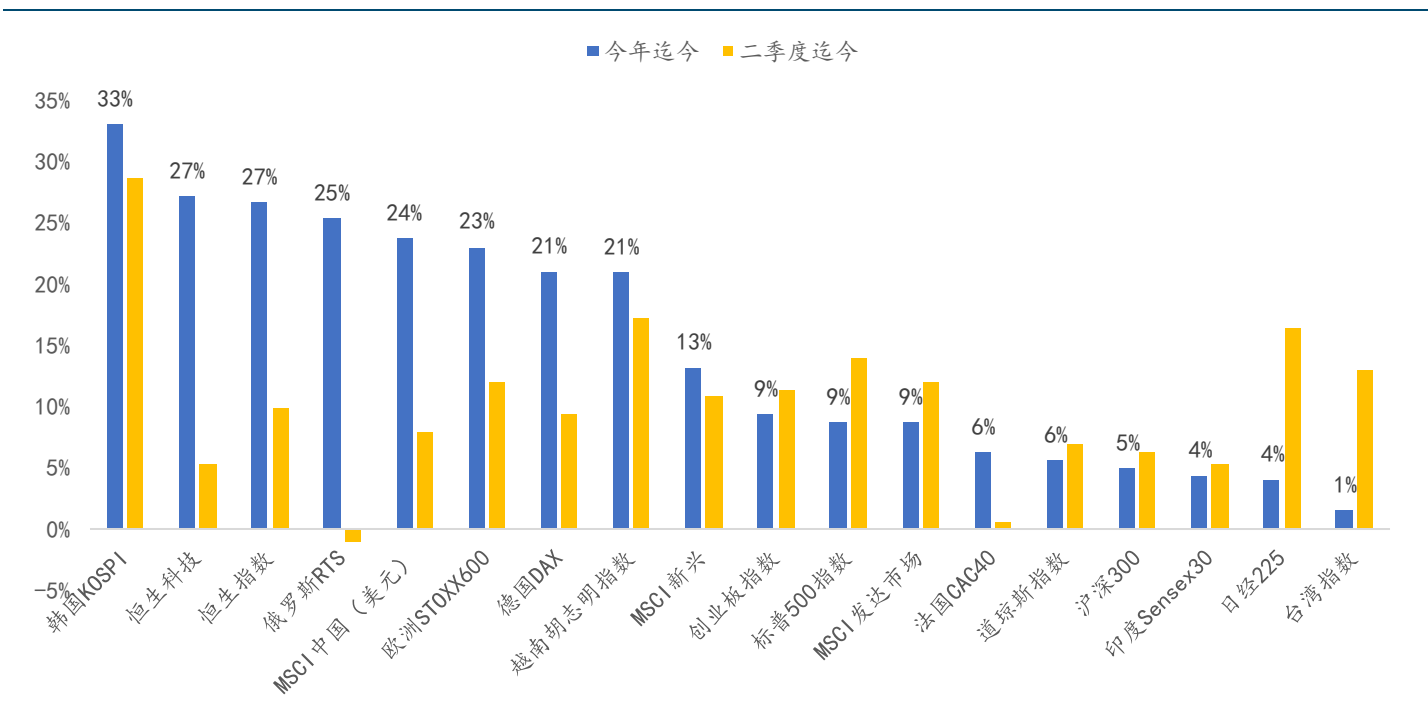
国家/地区	数据截至	最新日期当周	7月迄今	今年迄今	过去12月
印度	24JUL2025	-204	-853	-9008	-13958
印度尼西亚	25JUL2025	-8	-373	-3611	-2354
日本	18JUL2025	3844	11105	18110	-24191
马来西亚	25JUL2025	-21	-135	-2863	-3885
菲律宾	25JUL2025	6	-22	-616	-576
韩国	28JUL2025	-9	3029	-6339	-22543
斯里兰卡	25JUL2025	-1	-19	-58	-74
中国台湾	25JUL2025	1422	7624	1695	-14999
泰国	25JUL2025	273	386	-1951	-2794
越南	25JUL2025	-59	411	-1131	-3238
巴西	23JUL2025	190	-863	3851	4375
迪拜	25JUL2025	67	350	1180	1431
卡塔尔	27JUL2025	7	147	117	-205
南非	24JUL2025	926	502	-6651	-10256
土耳其	18JUL2025	209	623	1508	-181

来源：Bloomberg，国金证券研究所

二、以美股为例，如何丈量股市的泡沫？

在全球风险偏好和流动性的催化下，美股、日股、欧股、越南股市等均已创下历史新高，除了观察估值，还可怎样衡量市场的泡沫化程度？

图表8：全球股市今年迄今、二季度以来涨跌幅排序（数据截至 2025/7/25）

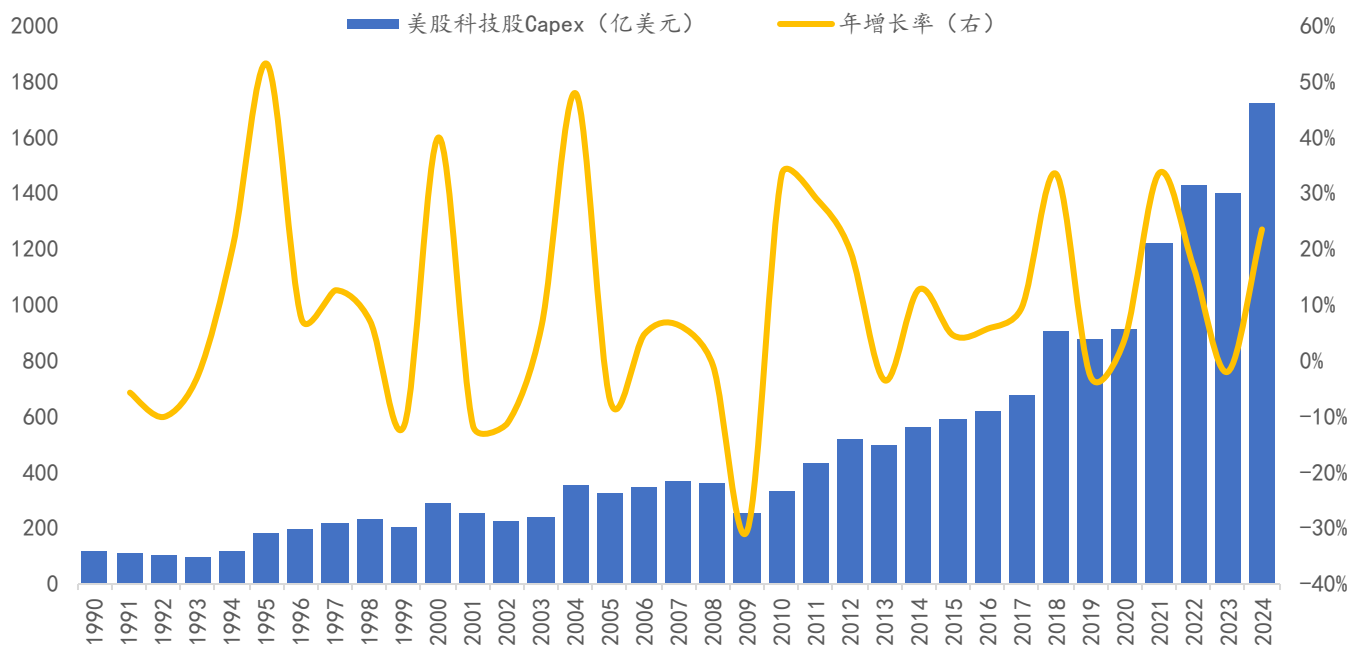


来源：Wind，国金证券研究所



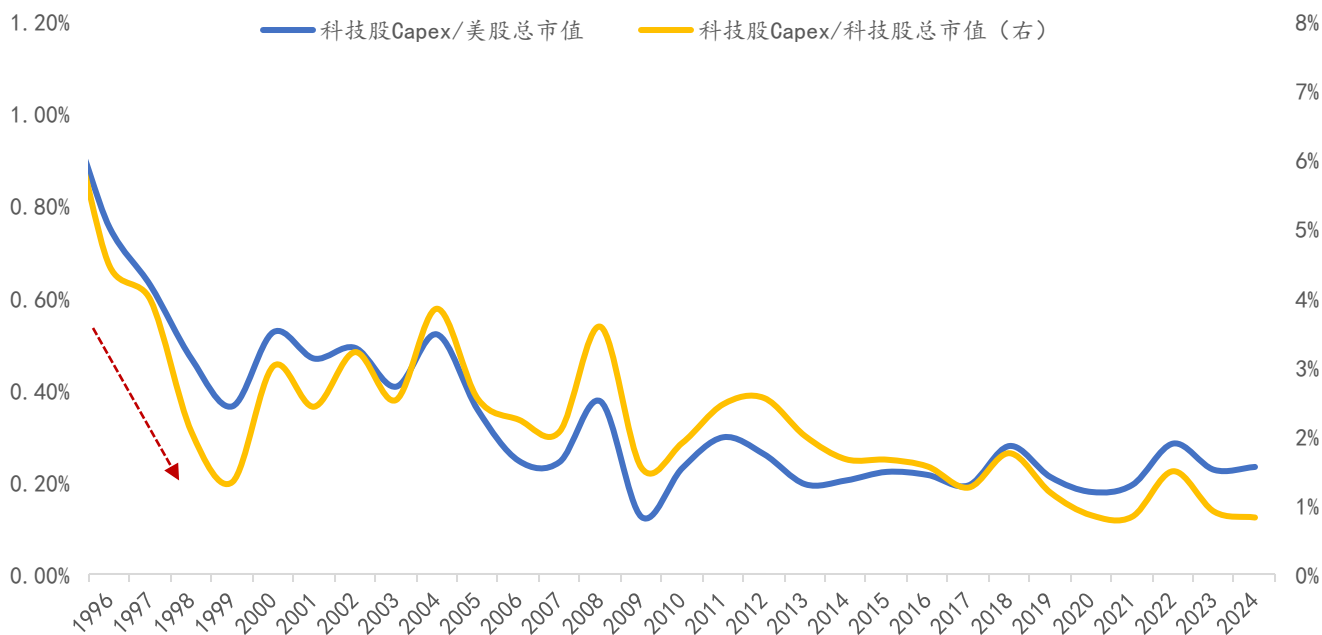
以本轮 AI 浪潮的风暴中心——美股为例，市场对美股最主要的担忧在于当前科技巨头们巨大资本开支的有效性，这对于科技股的估值尤其重要。回顾“互联网革命”时期，科技公司的盲目烧钱后来变成了无效投资，以至于估值大幅调整。当前 AI 热潮下，科技巨头们疯狂扩大资本支出押注未来，2021-2024 年科技股平均资本支出增速达 18%，甚至高于 90 年代的均值 11%。即便市场估值泡沫不及 90 年代后期，每当资本开支的有效性被质疑时，相似的历史都可能会重演。

图表9：美股科技板块成分公司当年资本支出总规模（亿美元）与年增长率（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表10：美股科技板块资本支出总规模占科技板块总市值、美股总市值的比例（%）

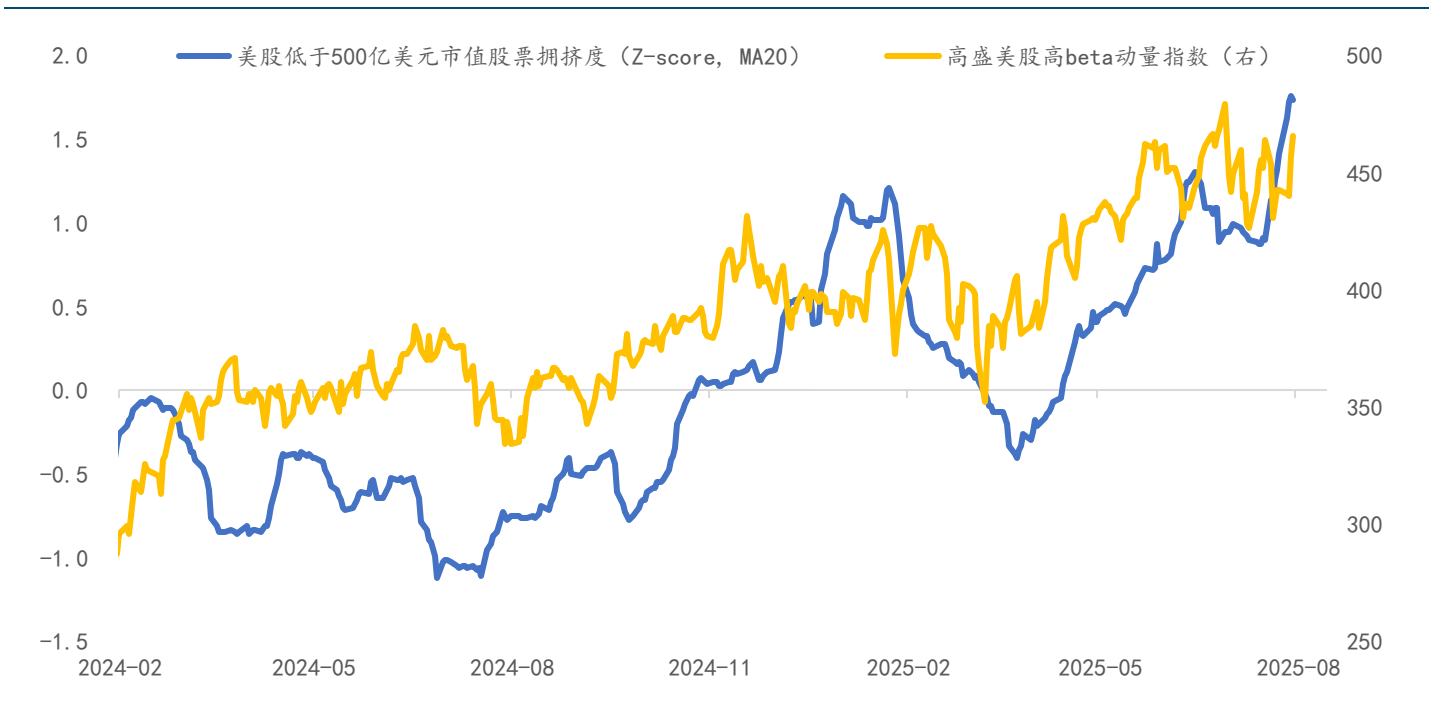


来源：Bloomberg，国金证券研究所



此外，近期美股上涨也呈现杠铃型结构，上涨的一头是以 M7 为代表的科技巨头，另一头则是“小市值股票火热、高 beta 股票强势”。市场同时定价了经济增长韧性、联储降息预期、政策风险褪色（TACO）的三重利好，投资者开始尝试更具杠杆性和投机性的板块，这可能加剧了市场的脆弱性。

图表11：“对等关税”担忧缓解后，美股小市值股票拥挤度、高 beta 股票动量指数一度走高



来源：Bloomberg，国金证券研究所

从更宏观的视角下，一国股市估值不应长期脱离该国经济总量，“巴菲特指标（美股总市值/美国名义 GDP）”即建立在这一点上。截至 7 月 25 日，巴菲特指标触及 2.1 的历史新高。即便标普 500 成分公司有四成的海外收入未计入 GDP 但计入了市值，当前高居均值上方 2.9 倍标准差的“巴菲特指标”仍然值得警惕。

图表12：美股的“巴菲特指标”当前处于历史均值上方 2.9 倍标准差水平

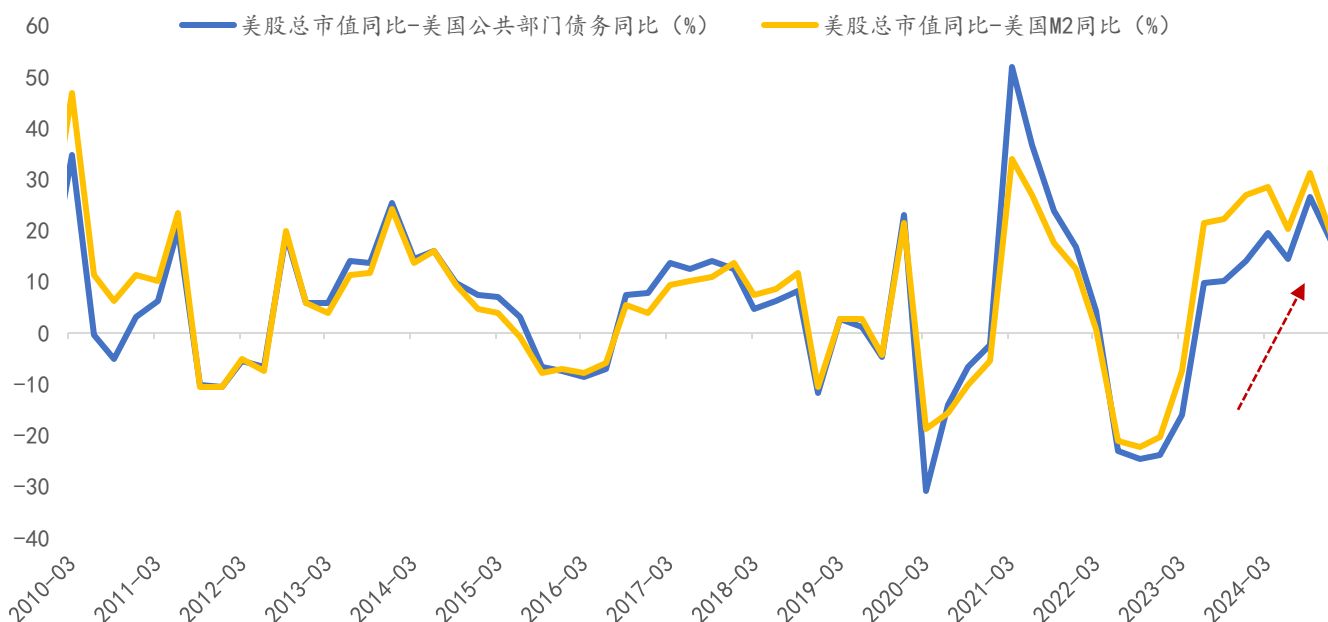


来源：Guru Focus，国金证券研究所



与巴菲特指标类似，股市回报还可与经济的驱动因素（债务与流动性）比较。截至 2024 年底，美股总市值与美国公共部门债务的增速差达到 17.4%，与美国 M2 同比的增速差达到 18.7%，分别位于近十年来的 84.6% 和 76.9% 较高分位数水平。这是因为，在 AI 科技革命叙事和美国例外论的时代主题之下，资金正赋予美股高于经济动能本身的额外估值溢价，而那些具有垄断地位的科技巨头甚至还能得到更多的估值溢价。

图表13：美股总市值同比分别与美国公共部门债务同比、美国 M2 同比的增速差（%）



来源：Bloomberg, Fred, 国金证券研究所

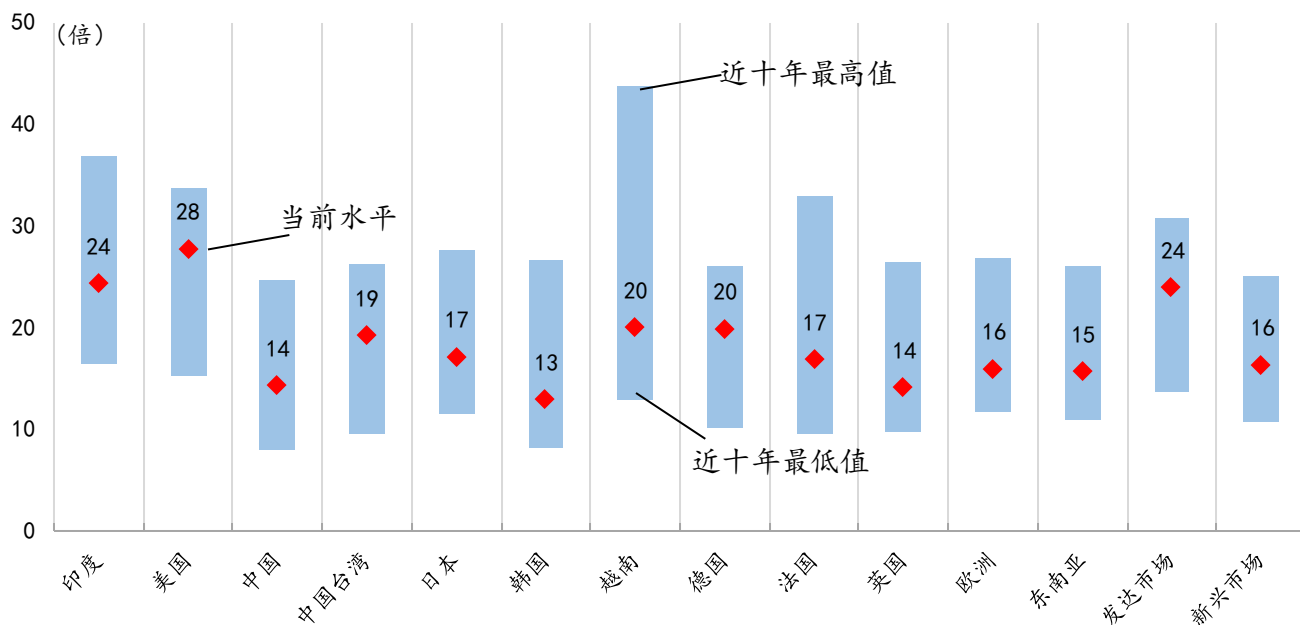
三、全球 TACO 牛市，哪家泡沫大？

在全球风险偏好和流动性的催化下，美股、日股、欧股、越南股市等均已创下历史新高，除了观察估值，还可怎样衡量市场的泡沫化程度？

首先，直观对比全球各股指当前 TTM 市盈率：美股、印股、越股、德股估值较高，韩股、A 股、英股估值较低。对比近十年历史分位数，美股、德股、台股、法股估值最高，越股、英股、韩股、印股估值相对偏低。



图表14: MSCI 各股指近十年 TTM 市盈率最高值、最低值、当前值

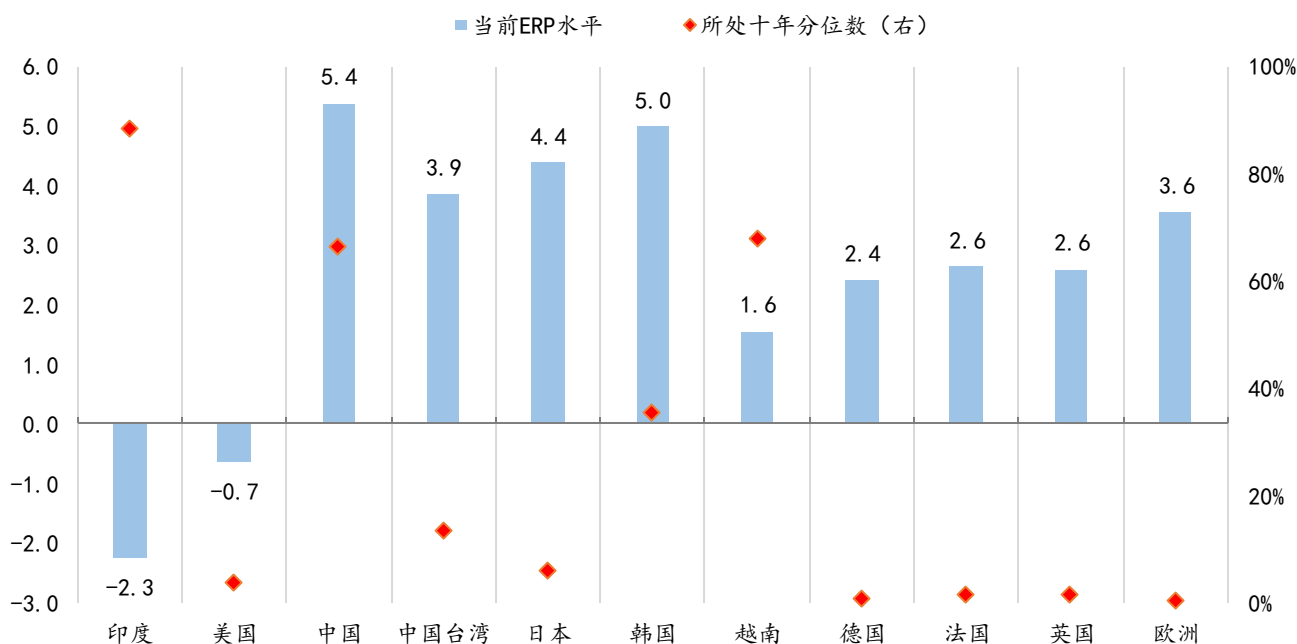


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

进一步比较全球各股指风险溢价: 印股、美股、越股风险溢价偏低, 其中印股与美股风险溢价为负 (即股票回报率低于债券), A 股、韩股、日股风险溢价水平仍较高。

对比各自的近十年历史分位数: 德股、法股、欧股、美股的风险溢价分位数处于近十年谷底; 印股、A 股、越股的风险溢价分位数仍然偏高。

图表15: MSCI 各国/地区股市指数当前 ERP 水平、所处十年分位数 (BP, %)



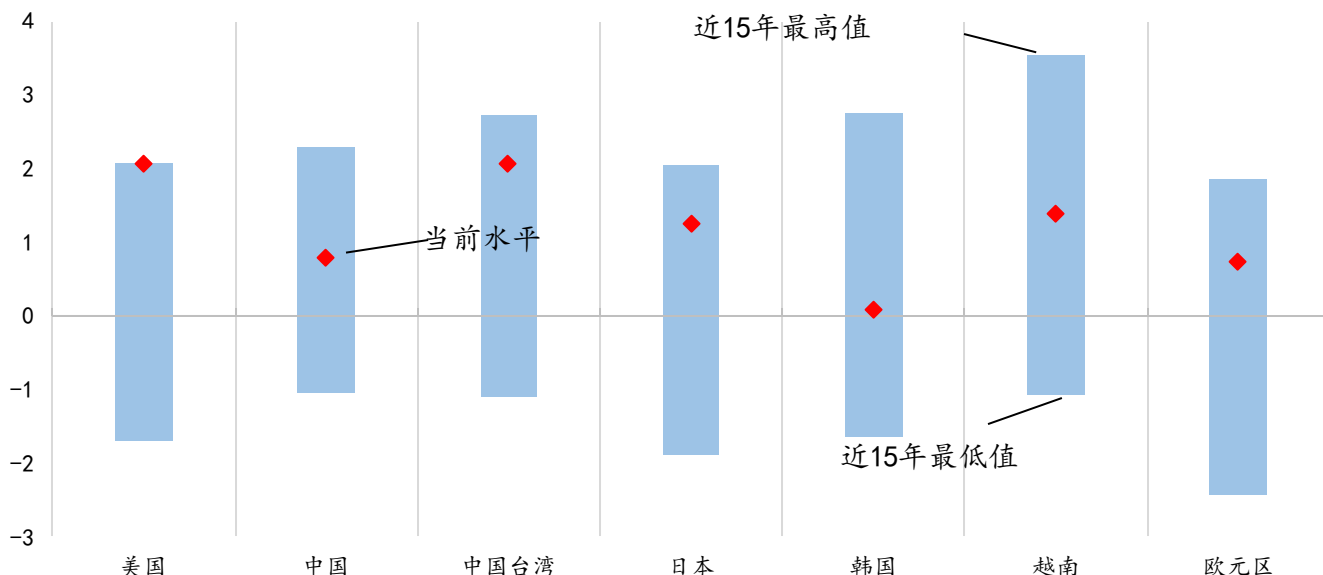
来源: Bloomberg, 国金证券研究所



其次，全球不同市场对经济基本面的定价程度也有所不同。

当前全球主要股市市值与 GDP 的比值（“巴菲特指标”）普遍处于历史高位。截至 6 月末，以 7 个主要市场测算的“巴菲特指标”为 1.2，位于近 15 年来 89%分位。由高到低排序，美股、中国台湾股市、越股、日股、A 股、欧股、韩股依次为 2.1、2.1、1.4、1.2、0.8、0.7、0.1。全球“巴菲特指标”偏高，既是对上市公司全球化业务的反映，也是对全球美元流动性泛滥的映照。

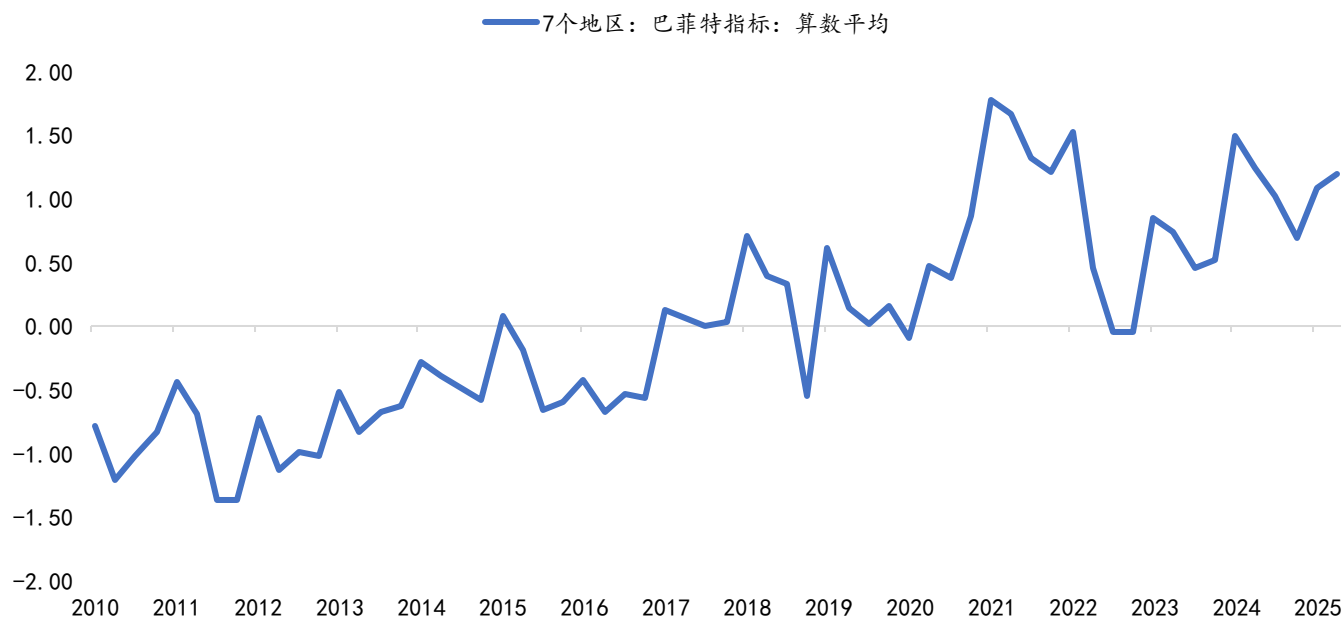
图表16：全球主要权益市场的“巴菲特指标”：总市值/GDP



来源：Bloomberg，国金证券研究所

注：以 MSCI 各国/地区指数总市值（季频、本币计价）与各国的当季本币计价的名义 GDP 产出取比值，并对结果标准化处理

图表17：美国、中国、中国台湾、日本、韩国、越南、欧元区：“巴菲特指标”算术平均值



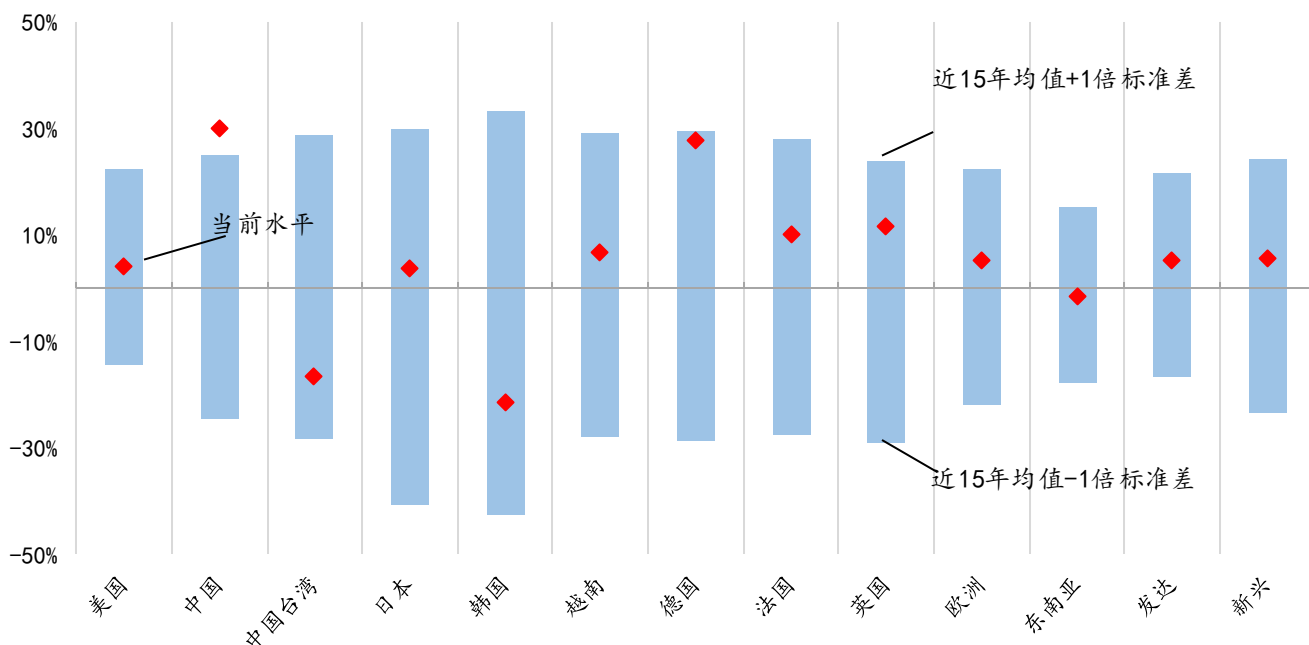
来源：Bloomberg，国金证券研究所



此外，对比各国股价与企业盈利的匹配度。

从“MSCI 指数价格同比-EPS 同比”这一指标看，美股当前仅为 4%（可能与龙头科技股的赚钱效应强有关），日股、欧股与美股接近，在全球股市中均并不算高。相比之下，A 股、德股、英股分别达到 30%、28%、12%，存在较强的“非基本面溢价”；台股、韩股分别为-16%、-21%，显著低于其他股市。

图表18: MSCI 各国/地区指数同比回报率与 EPS 同比的增速差 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

通过比较，我们可以得到如下结论：

第一，在全球美元流动性宽裕的大环境中，各主要股指的市值与经济产出比（即“巴菲特指标”）普遍处于高位，其中发达市场股市的风险溢价水平大多处于近十年的谷底。

第二，横向比较主要股指市盈率，美股、印股、越股、德股绝对水平较高，美股、德股、台股、法股市盈率较高。

第三，纵向比较主要股指的股价涨幅与盈利增速之差，美股当前并未显著脱离美国大企业的基本面，A 股、德股的“非基本面溢价”更高，台股、韩股的“非基本面溢价”最低。

第四，美股的脆弱性，可能来自于经济周期与 AI 叙事的挑战；非美的脆弱性，可能来自于全球美元流动性的退缩；两者共同的脆弱性，可能来自于 TACO 交易的逆转。如果未来资金和情绪推动的风险偏好退潮，全球股市上演“缩圈”戏码，“非基本面溢价”高的市场敏感性可能高于美股。



风险提示

市场公开资金面数据存在一定滞后性。可能对最新市场动态反映不及时，若全球局势与资本市场出现超预期变化，或对敏感类资金流向产生剧烈影响。

全球 AI 商业化再加速。若 AI 技术取得标志性突破、商业化应用快速落地，将推动科技股业绩超预期再上台阶，重塑行业估值逻辑，也为美国例外论充值。

特朗普政策不确定性加大。市场选择性定价美国财政更为明确的减支倾向，美国在对外关税和国际关税层面更加务实激进，新旧联储主席对降息的态度差异引发市场定价混乱，都可能造成“TACO”交易的反噬。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究