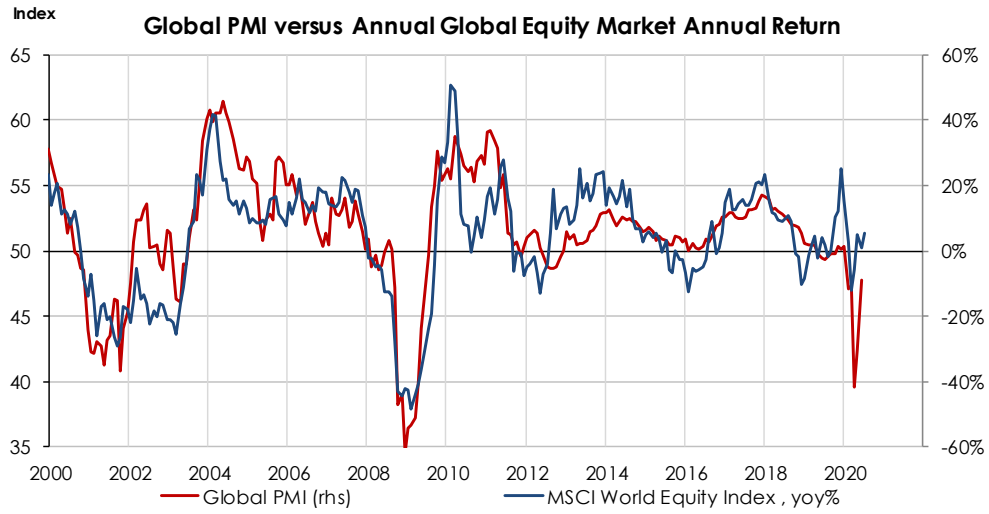
每周市场图表

我们预计恒生指数在未来十年的表现将优于标普 500 指数（年收益率约高出标普 500 指数 6.5%）。

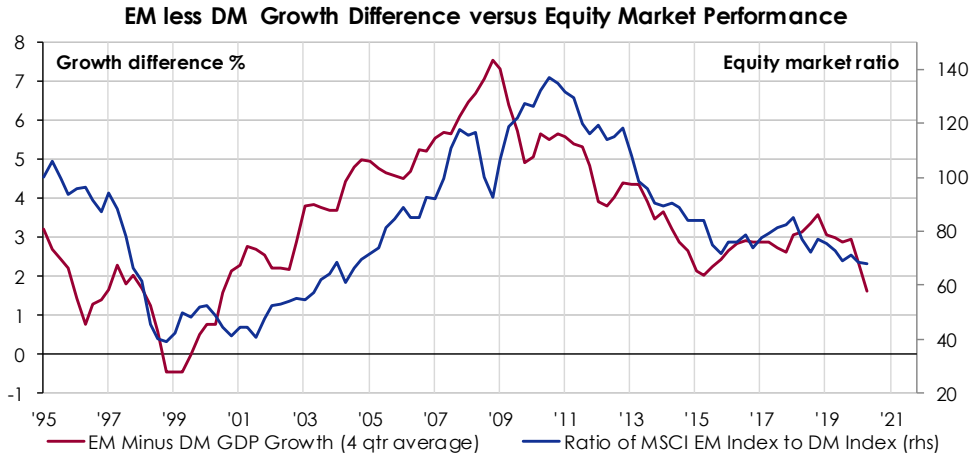
经济增长是股市回报的主要驱动力



来源：彭博，建银国际证券

- 由于新兴经济体的增长速度快于发达经济体，因此可以推定，从长远来看，新兴市场股票的表现将优于发达市场股票。
- 然而，股市的相对表现并不是那么简单。其他因素比经济增长差异更重要。
- 这些其他因素解释了新兴市场股市自 2007 年以来表现不佳的原因。

相对经济增长的趋势推动了相对股票市场的回报



来源：彭博，建银国际证券

Mark Jolley
(852) 3911 8255
jolleymark@ccbintl.com

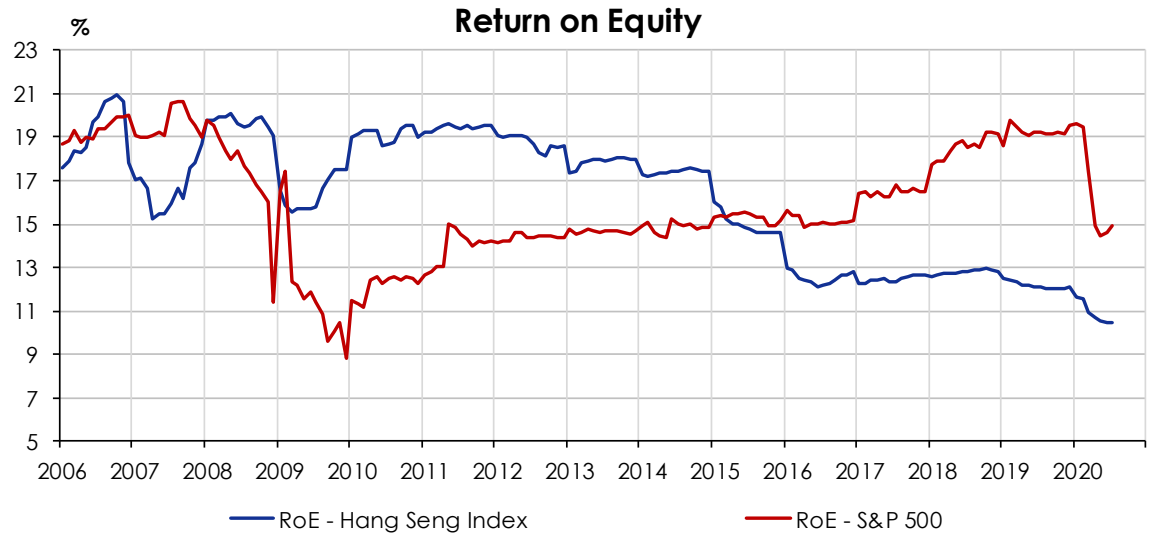
姚笛柳
(852) 3911 8269
yaodiliu@ccbintl.com

- 通过经营杠杆现象，经济增长的变化影响股票市场的净资产收益率（RoE）。由于净资产收益率（RoE）推动市场估值，这真正解释了经济增长变化是真正推动市场表现的原因。

- 同样类似的，两个市场经济增长差异的变化将决定两个市场的相对表现

- 自 2008 年以来，新兴市场增速放缓幅度超过了发达市场，导致新兴市场相对于发达市场的净资产收益率(RoE)下降。这解释了新兴市场在这段时间内表现不佳的原因

标普 500 指数和恒生指数的净资产收益率(RoE)走势相反

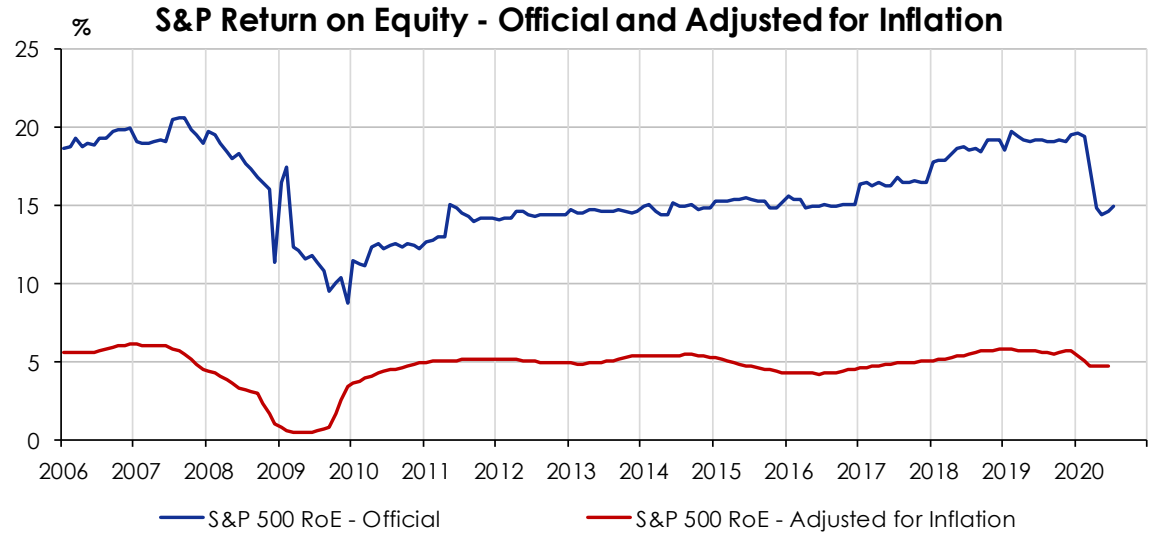


来源：彭博，建银国际证券

- 自 2010 年以来相反的净资产收益率（RoE）趋势是恒生指数相对于标普 500 指数长期表现不佳的根本原因

- 任何对相对指数回报的预测都将需要对两个市场的相对净资产收益率（RoE）走势进行预测。这项任务并不像看起来那么繁重，因为从长期来看，净资产收益率（RoE）通常会恢复到其长期均值。
- 这一趋势意味着，初始估值主导着股市指数的长期回报。如果一个市场相对于其长期盈利能力来说是便宜的，那么回报就会高。如果相对昂贵，那么回报将会低。同样的原理也适用于预测*相对市场*回报，只是我们必须检查两个市场的估值。

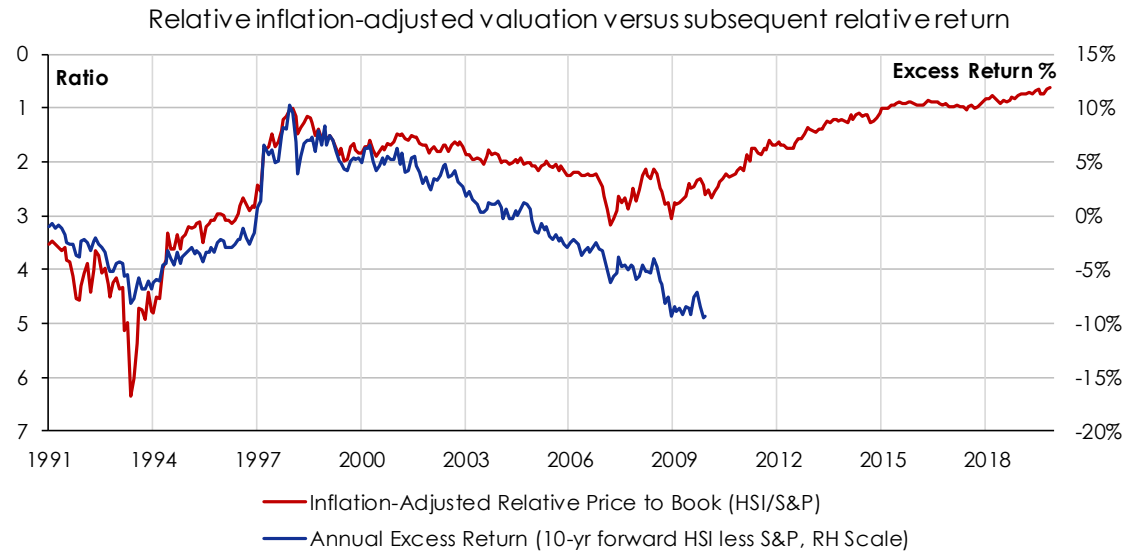
指数的标准净资产收益率（ RoE） 的衡量是不准确的



来源: 彭博,建银国际证券

- 不同国家通胀的差异，公布的不同市场的净资产收益率(RoE)指标不具有可比性。
- 例如，标普 500 指数公布的净资产收益率(RoE)自 1900 年以来平均约为 15%，这个数字在数学上没有意义，因为该指数在此期间的总实际回报率还不到这个数字的一半。
- 指数的官方净资产收益率（RoE）不能作为一个衡量标准，因为通货膨胀低估了指数账面价值，因此夸大了净资产收益率(RoE)。经通胀调整后，标普 500 指数自 2010 年以来的历史净资产收益率(RoE)平均约为 5%。恒生指数的平均 RoE 约为 4.3%。

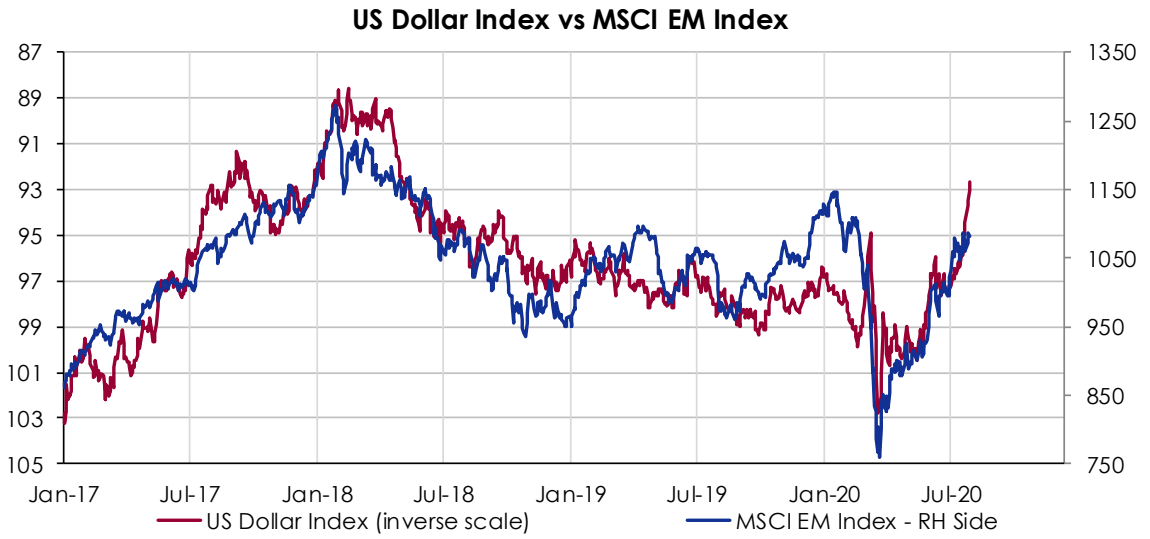
恒指与标普指数的相对估值 vs 恒指未来十年相对标普指数的超额回报



来源：彭博，建银国际证券

- 上图显示恒指和标普 500 指数相对市净率 以及未来十年恒指对标普 500 指数的年均超额回报。
- 已根据美国和香港的不同通货膨胀率对此图表中的相对市净率进行了调整
- 虽然相对估值抓住了两个市场相对表现的转折点，但它在预测 2000 年后的实际回报差异方面做得很差。这是因为除了相对估值外，其他因素也会影响相对业绩。

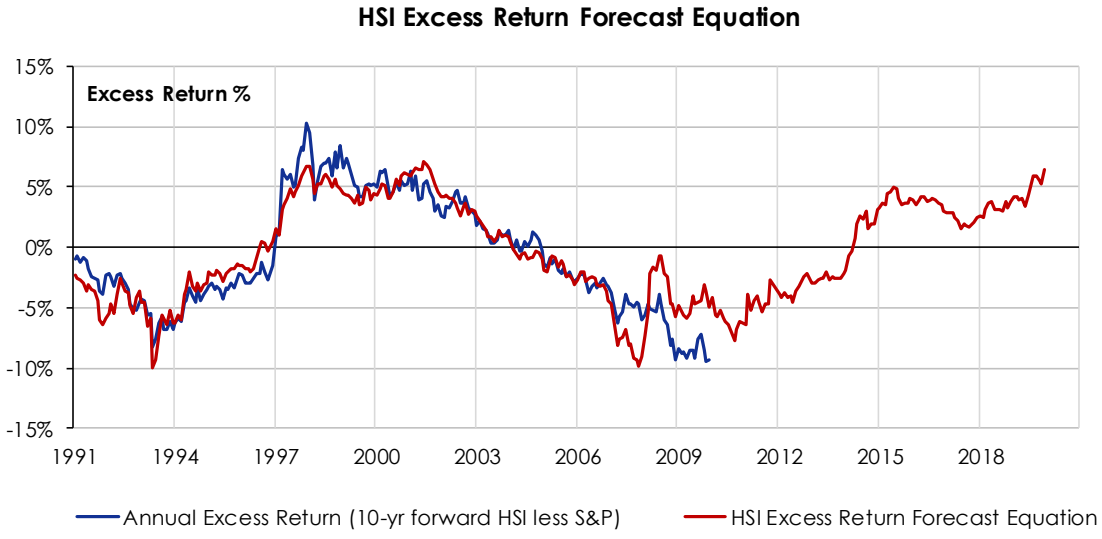
恒指的超额回报预期必须考虑美元



来源：彭博, 建银国际证券

- 美元在推动新兴市场回报方面发挥着关键作用
- 在考虑较长期的指数相对回报时，必须考虑美元指数水平大宗商品价格
- 如果恒指将表现长期优于标普指数，那么从长远来看，实际美元汇率和大宗商品价格将意味着回归均值。

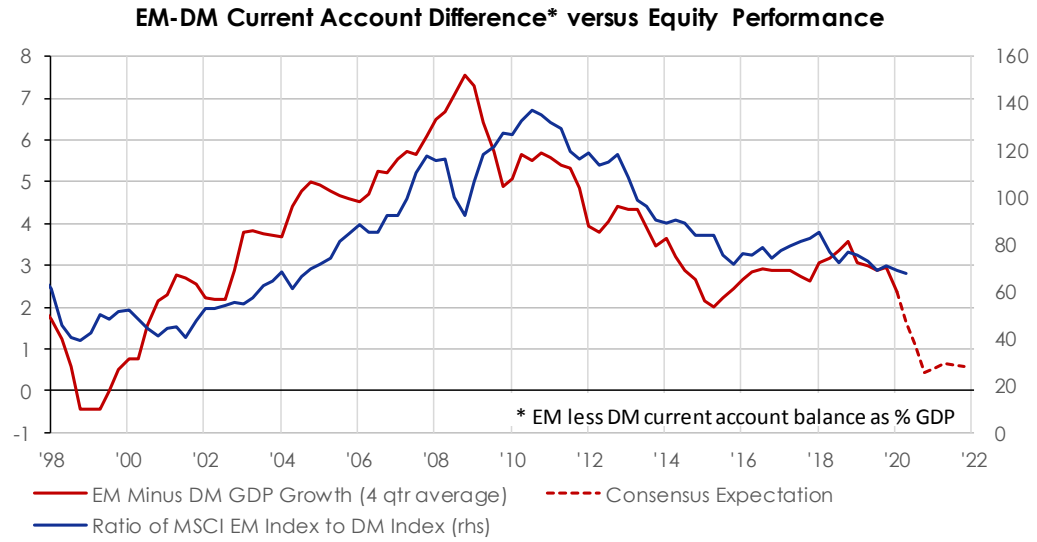
我们预计恒指在未来十年的表现将比标普指数高出年收益 6.5%



来源：彭博，建银国际证券

- 上图显示恒生指数相对标普 500 指数未来十年超额回报的预测模型。如上所述，该模型假设实际有效美元汇率的均值回归，并结合大宗商品价格水平。
- 模型的 R2 为 0.85，在统计方面表现良好，尽管绝对误差在走势转折点附近往往较大。
- 该模型显示：恒生指数在未来十年的表现将比标普 500 指数高出约 6.5%的年收益。
- 我们的模型对摩根士丹利资本国际新兴市场(MSCI EM)的表现预测也是超额回报。然而，由于可提供的历史数据年限要短得多，而且很难在不同的新兴市场国家范围内进行准确的通胀调整，这个模型在统计上并不那么有力

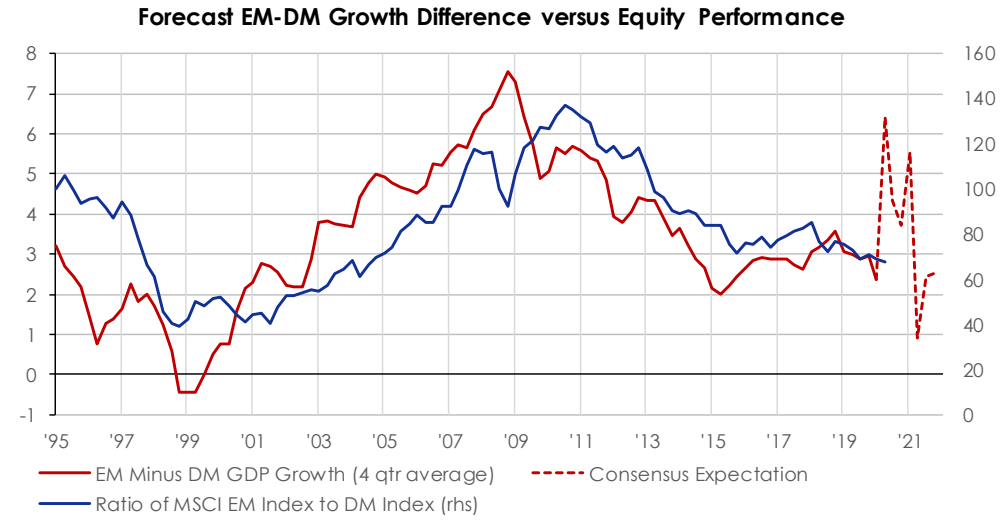
预期超额为 6.5%的年收益率的风险



来源：彭博，建银国际证券

- 我们认为恒生指数和新兴市场未来的主要风险是全球贸易环境已经改变。
- 贸易保护主义正在显现，预计未来几年新兴市场的经常项目顺差将相对发达市场缩减的更多。
- 艰难的贸易环境可能会阻止预测模型假设的实际美元有效汇率正常化，这将导致较低的超额回报。

由于财政宽松，发达市场的增长可能会出现出人意料地上行



来源：彭博，建银国际证券

- 尽管预计 2021 年新兴市场 GDP 增长与发达市场 GDP 增长相比将大幅增强，但发达国家在未来几年可能会在大规模债务货币化的支持下推行扩张性财政政策。

- 如果新兴市场经济体奉行扩张性较缓慢的经济/财政政策，这可能意味着盈利能力的均值回归将比预测模型假设的更慢。

- 那么，这将再次导致恒生指数和新兴市场指数的超额回报低于预期。

This email is confidential and may be protected by legal privilege. If you are not the intended recipient, you should not copy or use it or disclose its contents. We should appreciate notification of incorrect transmission by reply email. The original transmission (including any attachments) should be deleted and any hard copy should be returned to us.

The contents of this email are true and correct only to the best of our belief and information. We do not guarantee the accuracy and truthfulness of the contents herein. You should not rely on the contents herein unless you are expressly asked by us to do so. We are therefore not responsible for any loss/claim or liability arising from or in connection with the contents herein.

CCB INTERNATIONAL SECURITIES LIMITED
12/F, CCB TOWER, 3 CONNAUGHT ROAD, CENTRAL, HONG KONG
TEL: (852) 3911 8000 / FAX: (852) 2537 0097

Not interested? Email us at research@ccbintl.com to un-subscribe.