

低利率时代,从红利策略到景气投资

报告摘要:

- **从提估值的两种方式说起:** 一种是加速增长或 ROE 上行阶段,一般估值会上升;另一种是利率下行环境中,估值也可能会重塑。但并不是所有的利率下行环境中,估值均会得到重估。
- **利率下行阶段,什么时候能赚估值的钱?**
 - (1) 估值分子端,由 ROE 决定;估值分母端,由利率和风险溢价决定。各国来看,估值与 ROE 有明确的正相关性;但估值与利率的关系不明确,有正相关的(比如日本、新加坡),也有弱相关的(比如英、德),也有负相关的(比如美、法)。
 - (2) 估值与利率的相关性,分阶段: 1980 年代-1990 年代,多数国家估值与利率负相关; 2000 年代多数有正相关性; 2010 年之后,欧洲、日本呈现负相关性; 2020 年至今,英德维持负相关、美日正相关加强。
 - (3) 利率下行阶段的两种抬估值情形: 一种是利率正常化过程,经济平稳增长,估值回升,如 1980 年代;另一种是大放水环境,如 2010 年代的德国、法国等;但若经济持续走弱,则利率下行并不能抬估值,如 1990 年代日本,金融危机之后的英国、韩国、意大利、加拿大等。
 - (4) 利率下行带来估值抬升一般是发生在流动性宽松、经济企稳但未显著复苏的环境。若复苏力度较大,则估值上行,利率也会在通胀预期推动下回升;若经济通缩,则盈利与通胀预期将推动估值继续下移。
- **利率下行到多少,开始抬估值? 哪些在抬估值?**
 - (1) 主要发达国家平均 PB 估值低点为 0.85 倍、对应的平均利率水平为 2.46%; 平均利率低点为 0.20%、对应的 PB 估值为 1.38 倍。
 - (2) 若基本面较好(如美日德法),则估值抬升的是各国比较有优势的产业,集中在可选消费、科技、工业、卫生保健等;若基本面震荡(如意大利),则估值抬升的主要是一些防御品种,如公用事业、金融、必选等;若基本面持续下行(如韩、英、加拿大),则未能抬估值。
 - (3) 利率下行的抬估值阶段,一般来说高股息板块较难有超额收益。一方面基本面预期在变化,另一方面估值的利率敏感性在降低。
- **如何定量刻画利率下行对估值的影响?** (1) 随着利率走低,同样的下行幅度所带来的估值抬升幅度在收窄(估值的利率敏感性降低); (2) ROE 越大,利率下行能够带来的估值抬升幅度越大。
- **10 年期国债利率由 3.2%到 2.2%再到 1.6%, A 股市场怎么交易? 回到 A 股市场,在利率下行的大部分时间里,市场估值倾向于回落,能抬估值的都是稳定类资产;而在利率下行的尾声,市场可能系统性抬估值,方向是抢跑景气类资产,此时稳定类资产反而未能有超额收益。**
- **风险提示:** 地缘冲突加剧,增长不及预期,模型有效性减弱等。

分析师:

刘晨明



SAC 执证号: S0260524020001

SFC CE No. BVH021



010-59136616



liuchenming@gf.com.cn

分析师:

郑恺



SAC 执证号: S0260515090004

SFC CE No. BUU989



021-38003559



zhengkai@gf.com.cn

分析师:

李如娟



SAC 执证号: S0260524030002



020-66336563



lirujuan@gf.com.cn

请注意,李如娟并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- | | |
|---------------------|------------|
| 对 AH 溢价的初步探讨:—— | 2025-03-23 |
| 港股&海外周聚焦(3 月第四期) | |
| 如何看待市场调整? 深海科技 | 2025-03-23 |
| 会是下一个低空经济吗? :—— | |
| 一周末五分钟全知道(3 月第 4 期) | |
| 人工智能产业指数: 一键布 | 2025-03-18 |
| 局 AI 全产业链:——指数研选 | |
| 系列报告 | |

目录索引

一、从提估值的两种方式说起	4
二、利率下行阶段，什么时候能赚估值的钱？	6
（一）估值由 ROE 决定，还是由利率决定？	6
（二）海外经验：利率下行阶段的两种抬估值情形	9
（三）详细复盘：利率下行+估值抬升的全球案例	11
三、利率下行到多少，开始抬估值？哪些在抬估值？	16
四、如何定量刻画利率下行对估值的影响？	19
五、利率由 3.2%到 2.2%再到 1.6%，A 股市场怎么交易？	21
六、风险提示	23

图表索引

图 1: 估值的利率与 ROE 敏感性	5
图 2: 各主要国家市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数 (1980-2024 年)	6
图 3: 各主要国家市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数 (1980 年代-1990 年代)	7
图 4: 各主要国家市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数 (2000 年代) ...	7
图 5: 各主要国家市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数 (2010 年代) ...	8
图 6: 各主要国家市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数 (2020 年代) ...	9
图 7: 美国: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率	11
图 8: 日本: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率	12
图 9: 德国: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率	13
图 10: 法国: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率	13
图 11: 英国: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率	14
图 12: 意大利: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率	15
图 13: 加拿大: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率	15
图 14: 韩国: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率	16
图 15: 美国、日本、意大利【利率下行、估值企稳】阶段各行业的估值水平变化	18
图 16: 美国、日本、意大利【利率下行、估值企稳】阶段各行业的涨跌幅	19
图 17: 针对不同无风险利率: 当无风险利率下降 20% 时, 理论估值的变化幅度	20
图 18: 针对不同 ROE 水平: 当无风险利率下降 20% 时, 理论估值的变化幅度	20
图 19: A 股: PB、ROE 与 10 年期国债收益率	22
图 20: 国债利率从 3.2% 到 2.2% (2021.1-2024.8)、再到 1.6% (2024.9-2025.2), A 股行业的估值与涨跌变化	22
表 1: 加速增长与降速增长时的年度估值变化 (表中数值为各组年度 PB 变化的中位数)	4
表 2: ROE 上行与 ROE 下行时的年度估值变化 (表中数值为各组年度 PB 变化的中位数)	5
表 3: 各国或地区推出零利率、负利率、量化宽松的时间点	9
表 4: 各国分阶段的市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数汇总	10
表 5: 利率对估值影响的几种常见情形	11
表 6: 各国利率下行阶段, 估值企稳的位置及背景环境	17
表 7: 各国【利率下行、估值企稳】阶段各行业的估值水平变化	17
表 8: 各国【利率下行、估值企稳】阶段各行业的涨跌幅	18
表 9: 针对不同 ROE 与利率水平: 当无风险利率下降 20% 时, 理论估值的变化幅度	21

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/928117125124007045>