2021 年 4 月 1 日（星期四）

策略报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

拜登正式宣布“美国就业计划”

- **拜登宣布2.3万亿美元的基建投资方案**
- **拜登同时提出上调企业所得税以覆盖投资支出成本**
- **该计划将提升长期经济前景，但加税短期内可能对美股造成负面影响**

新看点：美国东部时间3月31日，拜登总统在匹兹堡的演讲中公布了期待已久的基础设施支出计划蓝图，这是他在去年总统竞选期间特别关注的议题。该计划将在8年时间内耗资约2.3万亿美元，并在15年内通过将企业税率从21%提高到28%以及提高企业海外利润的税收来支付。税收改革将彻底改革或取代前总统特朗普四年前设立的国际税收结构的大部分内容。

投资的主要组成部分包括6,210亿美元用于对美国交通基础设施进行现代化改造（其中1,740亿美元用于电动车相关设施，4,470亿美元用于传统运输）、4,000亿美元用于帮助照顾长者和残疾人、3,000亿美元用于振兴制造业、2,130亿美元用于改造和建设保障性住房、1,800亿美元用于促进关键技术和研发、1,110亿美元以确保干净安全的饮用水、1,000亿美元用于重振美国的电力基础设施、1,000亿美元用于扩大宽带接入，以及其他投资。

美国制造公司税收计划（The Made in America Tax Plan）旨在促进美国就业和投资，防止利润转移至避税天堂，将企业税率从21%提高到28%，使其介于35%的旧税率和2017年共和党设定的税率之间。该计划将美国公司海外利润的最低税率从10.5%提高到21%，并将该税率适用于在各个国家赚取的利润，而非让企业合并其全球范围内的收入。此外，将对企业用于向投资者呈报利润（即账面利润）的收入征收15%的最低税。

我们的观点：从中长期来看，基础设施投资将提高经济生产率；提升竞争力；带来直接需求和创造额外的就业机会。然而我们预计，上调企业税和国债收益率不断上升短期内将是股市的负面催化剂。税率上调可能会增加劳动力成本，降低企业利润率，最终影响企业的现金流和估值。目前，标普500指数估值为22.7倍的前瞻市盈率（过去3年中值水平：17.3倍）。指数目前处于历史高位，自2020年3月疫情初期的谷底以来反弹了72%，自2021年以来反弹了6%。

我们预计材料、工业、清洁能源/环境保护和消费行业将直接受益于美国就业计划。周期行业的整体估值不算高。5G相关价值链将受益于宽带基础设施的投资以及对半导体和制造业研发的重视。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121
jessieguo@cmschina.com.hk

张轩扬, PhD

+852 3189 6751
harringtonzhang@cmschina.com.hk

钱鹭, CFA

+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

相关报告

1. 招证国际策略周报(2021/03/29) - 拜登将宣布Build Back Better计划 (2021/03/29)
2. 美联储进一步传递鸽派信号安抚市场 (2021/03/18)
3. 美国2月零售录得环比回落 (2021/03/17)
4. 2021年两会：经济有序恢复；政策回归正轨不急转弯 (2021/03/06)
5. 美国1月零售录得强劲反弹 (2021/02/18)
6. 能源价格推高美国12月消费者价格通胀 (2021/01/14)
7. 民主党拿下美国国会控制权 (2021/01/07)
8. 12月ISM PMI：制造业活动加速扩张 (2021/01/06)
9. 新一轮财政纾困措施将支持美国经济复苏 (2020/12/22)
10. 美国房地产市场依旧动力充足 (2020/12/18)

图表 1：美国就业计划

		十亿美元
1	**建造世界级交通基础设施：修缮高速公路，重建桥梁，以及升级港口、机场和转乘系统**	
	重建我们破碎的交通基础设施	**621**
	• 桥梁，高速通路，道路以及城市主要道路的现代化	115
	• 为所有使用者改善道路安全	20
	• 现有的公共转乘设施现代化以及帮助相关方扩大系统以满足使用者需求	85
	• 投资可靠的客运和货运铁路服务	80
	• 为电动车行业创造优良就业机会	174
	• 改善机场设施	25
	• 改善内陆水路，沿海港口，内陆入境点，以及客船	17
	• 一项旨在以重新连接居民社区的新投资计划，因为历史上长期缺乏投资	20
	• 专项基金以支持会让地区和国家经济实质受益的项目	25
	使我们的基础设施在面对极端天气和与气候相关的灾难事件时更具韧性	**50**
2	**重建清洁饮用水基础设施，一套全新的电网，以及全美民众均可享用的高速宽带网络**	
	改善水利设施和更换铅制水管以保障干净，安全的饮用水	**111**
	高速宽带网络投资，使美国的数字化基础设施重获新生	**100**
	创造可靠的电力系统并且实现 100%无碳化发电系统，以提升美国的电力基础设施	**100**
3	**建造，保存和翻新超过 200 万套房屋和商业建筑；对美国的学校，社区学院和儿童保育设施进行现代化改造；并升级退伍军人医院和联邦政府大楼**	
	建造，维护和翻新超过 200 万套房屋和商业建筑，以应对可负担房屋危机	**213**
	• 提供税收抵免来建造或修复 500,000 套房屋	20
	• 改善公共住房系统的基础设施	40
	• 成立清洁能源和可持续发展加速器	27
	对美国的学校和早期学习设施进行现代化改造。	**137**
	• 升级并新建公立学校	100
	• 投资公立大学的基础设施	12
	• 升级幼儿设施并增加托儿照顾服务	25
	升级退役军人事务（VA）医院和联邦大楼	**28**
	• 升级退役军人事务（VA）医院	18
	• 升级联邦大楼	10
4	**通过创造就业机会并为基本的家庭护理人员提高工资和福利来巩固我们的护理经济基础设施**	**400**
5	**投资研发（R&D），振兴制造业和小企业，并培训美国人从事未来的工作**	
	投资研发以及未来科技	**180**
	• 投资国家科学基金会(NSF)	50
	• 升级全国实验室的研究基础设施	40
	• 投资为将美国打造成气候科学，创新和研发领导者所需的全套解决方案	35
	• 传统黑人大学（HBCU）和其他为少数族裔服务的机构（MSI）的研发投资	10
	• 建立多达 200 个卓越中心，充当研究孵化器，以提供研究生奖学金	15
	重塑和振兴美国制造商和小型企业	**300**
	• 在商务部设立一个新的办公室，以监控国内的工业生产能力并为支持关键产品生产的投资提供资金	50
	• 半导体制造与研究	50
	• 重大的新投资，以保护美国人免于未来的大流行疾病	30
	• 联邦采购清洁能源制造	46
	• 投资于区域创新中心和社区复兴基金	20
	• 投资美国国内制造业	52
	• 对使小企业获得信贷，风险资本和研发资金的计划进行投资	31
	投资劳动力发展	**100**
	• 投资新的流离失所工人计划和基于行业的培训	40
	• 为服务欠缺的社区中面临最大挑战的工人提供资金	12
	• 美国劳动力发展基础设施和工人保护	48
6	**创建高质量的工作岗位，以支付安全和健康的工作场所中普通的工资水平，同时确保工人有自由和公正的选择来组织，参加工会并与雇主进行集体谈判**	
	总计	**2,340**

资料来源：白宫、招商证券（香港）研究部

美国就业计划（The American Jobs Plan）

被冠以“美国就业计划”的拜登基建投资方案，包括六个主要部分，重点聚焦于：1）修缮高速公路，重建桥梁，以及升级港口、机场和转乘系统设施；2）提供清洁饮用水、更新电网和高速宽带；3）建造、维护和翻新 200 多万套住宅和商业建筑，对学校和早期学习设施进行现代化改造，升级退伍军人医院和联邦建筑；4）为家庭护理人员创造就业机会、提高他们的工资和福利；5）加大对制造业和研发的投入；6）改善劳工条件，确保工人加入工会的权力。

根据我们对白宫公布的投资计划书细节进行的计算，该提案将在 8 年内耗资约 2.3 万亿美元，并将在 15 年内主要通过将公司税率从 21%提高到 28%以及提高美国海外公司的海外利润税率来实现。拜登税制改革将彻底修改或取代国会共和党人四年前建立的美国对国际税收结构的大部分内容。

1) 拜登的提议包括用于交通基础设施现代化的 6,210 亿美元资金。其中 1,740 亿美元用于为电动车行业创造优良就业机会，其余投资用于传统交通基建支出：1,150 亿美元用于促进桥梁、高速公路以及城市道路现代化；投资 850 亿美元对现有公交系统进行现代化改造，帮助机构扩大系统以满足乘客需求；投资 800 亿美元优化美国客运和货运铁路服务。

2) 第二部分是重建清洁饮用水基础设施、更新电网和高速宽带网络，总计 3,310 亿美元：投资 1,110 亿美元，通过改善饮用水基础设施和更换铅制水管来确保清洁、安全的饮用水；计划 1,000 亿美元通过投资高速宽带基础设施重新激活美国数字技术设施；另外 1,000 亿美元将通过建立一个更有韧性的电网和实现 100%无碳发电来重振美国的电力基础设施。

3) 投资 3,780 亿美元，分别用于建造、保护和翻新 200 多万所住宅和商业建筑（2,130 亿美元）；对美国公立学校、社区大学、儿童保育设施现代化改造（1,370 亿美元）；升级退伍军人医院和联邦建筑（280 亿美元）。

4) 另外 4,000 亿美元，用于为老年人和残疾人士提供护理服务。

5) 振兴美国制造业和提高研发能力的计划将被分为三个部分，总额为 5,800 亿美元。其中 1,800 亿美元投资于研发和未来技术，3,000 亿美元用于重塑和振兴美国制造商和小型企业，1,000 亿美元投资于劳动力发展，如为失业工人提供职业培训服务。

6) 计划的最后一部分更多地与加强劳动力监管有关。拜登呼吁创造能够提供安全健康工作场所、支付高于普遍水平薪资的高质量工作，同时确保工人可以自由和公平地选择组织、加入工会，并与雇主进行集体谈判。

总体而言，该计划将涵盖对 2 万英里的高速公路、道路和城市主要街道进行现代化改造；在 2030 年前建成拥有 50 万个电动汽车充电站的网络；更换国内现有饮用水系统中的铅管和服务线路；修复老化的学校；扩大老年人和残疾人的家庭护理；并投资数十亿美元于美国国内的半导体制造业。拜登还提议建立一项标准，要求提升美国电力的低碳发电比例，目标是到 2035 年消除电网中的碳排放。在我们看来，所有这些措施若能成功及时且全面地实施，将能够为美国经济全要素生产率的长期增长提供实质性支撑。

拜登的新计划也试图解决就业和交通方面的平衡问题，包括 200 亿美元的新计划用于重新连接因历史投资欠缺导致的社区之间的“失连”，确保新项目能提升就业机会，促进种族平等和环境正义，令民众更能负担得起交通系统。该计划号召设立一个关注气候问题的国家实验室，隶属于传统黑人大学（HBCU）。**白宫还声称，该计划将激励如可回收二氧化碳的先进人行道等的基础研究，以及将持续数十年的“可防止未来被逆转”的投资项目，为后代创建一个安全、公平和可持续的交通系统。**

美国制造公司税收计划（The Made in America Tax Plan）

为抗击新冠肺炎疫情带来的经济衰退所采取的财政纾困方案导致美国债务水平走高。根据美国行政管理和预算办公室（Office of Management and Budget）的数据，2020 财年美国公共赤字占 GDP 的比例目前为 15%。截至 2020 年底，公众持有的联邦债务总额已达 21.65 万亿美元，相当于 2020 财年 GDP 总额的 100.73%。拜登预计《美国就业计划》将在未来 15 年由美国制造公司税收计划带来的额外税收收入完全覆盖。公司税率将从 21%提升到 28%，介于 35%的旧税率和共和党 2017 年设定的税率之间。这将美国的企业税率推回至主要经济体的前列。

值得注意的是，该计划将把美国公司海外利润的最低税率从 10.5%提高到 21%，并将该税率设为适用于每个国家的利润，而不是让公司在全球范围内合并它们的利润。计划还将取消允许美国公司在海外投资时对首 10%回报率无须缴税的规定，是旨在鼓励美国公司本土经营的另一举措。

拜登还表示，他将在几周内公布长期投资计划的第二项计划，称之为《美国家庭计划》。目前还不清楚第二项计划中有多少部分将通过加税来支付，但根据媒体报道，白宫官员正在考虑其他提议。拜登还重申，他不会对家庭收入低于 40 万美元的人加税。

我们认为，拜登为实施这项投资计划可能会采取几种途径。首先，鉴于其有意寻求两党支持，他极有可能试图获取共和党的支持，因此，国会很可能会在未来几周内就可能出现的两党协议展开谈判。媒体报道称，拜登的顾问希望国会能在 5 月底的阵亡将士纪念日前就该法案取得重大进展，并在今年夏天获得通过。**其次**，考虑到拜登已将其长期投资协议分成两部分，在基础设施方面的支出比其他一些举措更有可能赢得共和党人支持。若其不能在就业计划协议的某些部分获得足够的两党支持，那么他可能会把渐进政策中的某些部分转移到第二份计划中，以此在预算调节（Budget Reconciliation）的基础上努力推动并获得法案通过。据报道，拜登对其他方案的构建和资金支持方式持开放态度。**第三**，最后一个途径是直接进入预算调节进程，让所有民主党人直接参与，但此举看似并非那么简单。

加税的潜在影响

拜登 2020 年竞选时的加税提案包括增加高收入个人所得税，以及提高公司所得税。根据一份于 2020 年 11 月发表有关拜登在 2020 年竞选期间提出的税收方案的分析，税收政策中心（Tax Policy Centre）估计，该方案将在未来 10 年增加约 2.1 万亿美元的联邦收入，占同期 GDP 的 0.8%。约一半收入会来自对高收入家庭和高价值遗产征收的更高税项，而大约一半会来自对企业（尤其是公司）征收的更高税项（见图 2）。

2021 年 3 月 31 日公布的《美国制造公司税收计划》方案与拜登竞选时提出的税收计划一致。然而，将会影响高收入个人收入、资本利得、遗产和非公司企业税项的方案并没有包括在这一计划中。我们预期这些会纳入总统的第二部分方案，即《美国家庭计划》中。

根据国会预算办公室的数据，如果不考虑《美国制造公司税收计划》的加税影响，估计公司税将在未来十年占 GDP 的 1.3%。据政府估算，该计划将会增加税收收入的规模约为 GDP 的 0.5%。

图表 2：税收政策中心（Tax Policy Centre）对 2021 - 2030 年拜登竞选期间的税收计划的影响预测

拜登竞选期间的税收计划对税务收入的预测影响（2021-30 年）	十亿美元
税收增长	
对收入高于 400,000 美元的个人加征社会保障工资税	740
将企业所得税税率从 21%提高到 28%	730
提高美国跨国公司海外收入的最低税率	440
对收入超过 100 万美元的纳税人增加资本利得和股息税	370
废除对收入超过 40 万美元的纳税人的税收减免政策	310
对收入在 40 万美元以上的纳税人限制分项扣除的价值	220
提高遗产税	220
税收减少	
暂时扩大并全额退还儿童税收抵免	-240
为国内制造业的新投资提供税收抵免	-230
为首次置业者提供税收抵免	-210
用可退还的税项抵免替换退休缴款的扣减(或收入豁免)	-150
扩大并退还儿童和抚养人税收抵免	-110
总税收影响	**2,090**

资料来源：Tax Policy Centre、招商证券（香港）研究部

图表 3：2020 年联邦个人所得税税率（申报期限：2021 年 5 月 17 日）

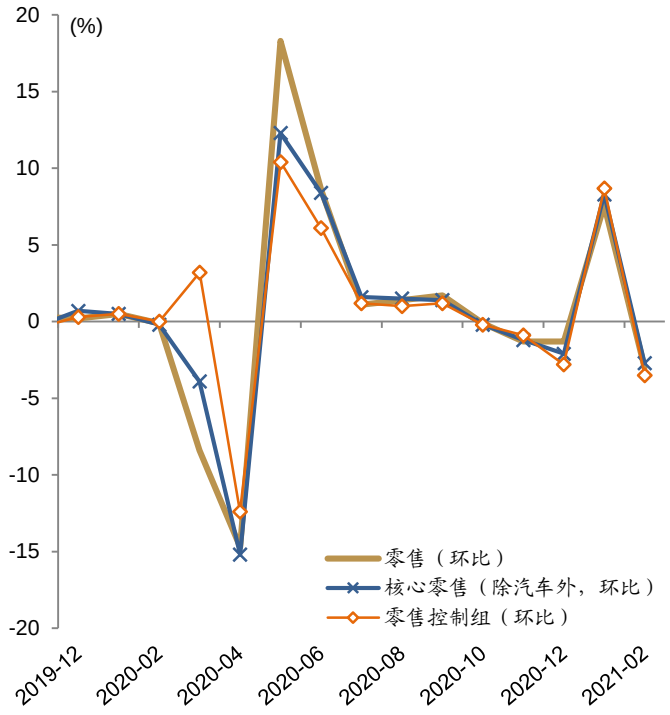
	单身人士	合并报税的已婚人士	各自报税的已婚人士	户主
10%	0 – 9,875	0 – 19,750	0 – 9,875	0 – 14,100
12%	9,876 – 40,125	19,751 – 80,250	9,876 – 40,125	14,101 – 53,700
22%	40,126 – 85,525	80,251 – 171,050	40,126 – 85,525	53,701 – 85,500
24%	85,526 – 163,300	171,051 – 326,600	85,526 – 163,300	85,501 – 163,300
32%	163,301 – 207,350	326,601 – 414,700	163,301 – 207,350	163,301 – 207,350
35%	207,351 – 518,400	414,701 – 622,050	207,351 – 518,400	207,351 – 518,400
37%	518,401+	622,051+	518,401+	518,401+

资料来源：The Tax Foundation、招商证券（香港）研究部；表中金额均为美元

美国经济状况一览

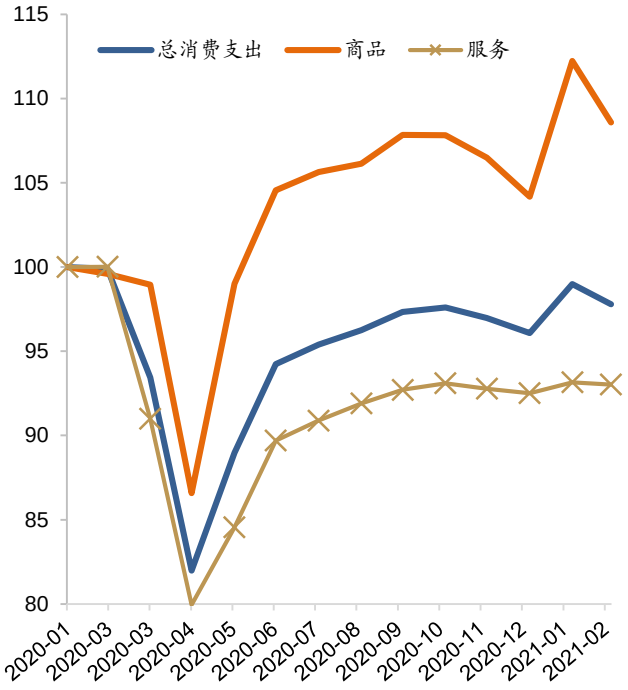
2 月份美国经济暂时受挫，主要是由于中南部地区遭受的极端天气，对一些地区的工业活动、供应链和消费者支出造成了巨大的短期干扰。2 月份零售环比下跌 3.0%（控制组：-3.5%）。随着第四阶段财政救助的初步刺激作用开始边际减弱，个人支出下降并不令人意外（环比：-1.2%），主要是由于商品消费的减少。2 月个人收入环比减少 7.1%，但第五阶段财政救助计划中 1,400 美元的新支票正在派发，这应该会在 3 月和 4 月再次提高个人收入。

图表 4：零售在前期反弹后，在 2 月超预期下跌



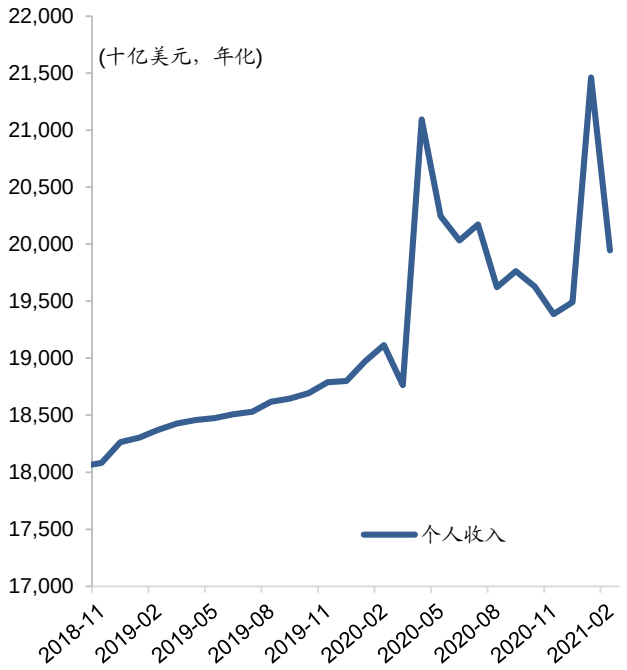
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 5：个人服务支出仍然低于疫情前的水平



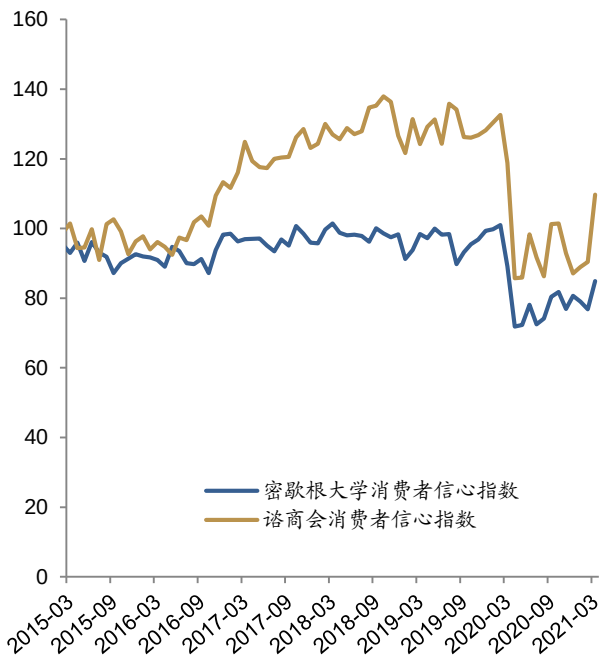
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 6：个人收入在一月受到财政支付转移刺激大增后，在二月再度环比下跌



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 7：消费者信心指数在三月出现攀升



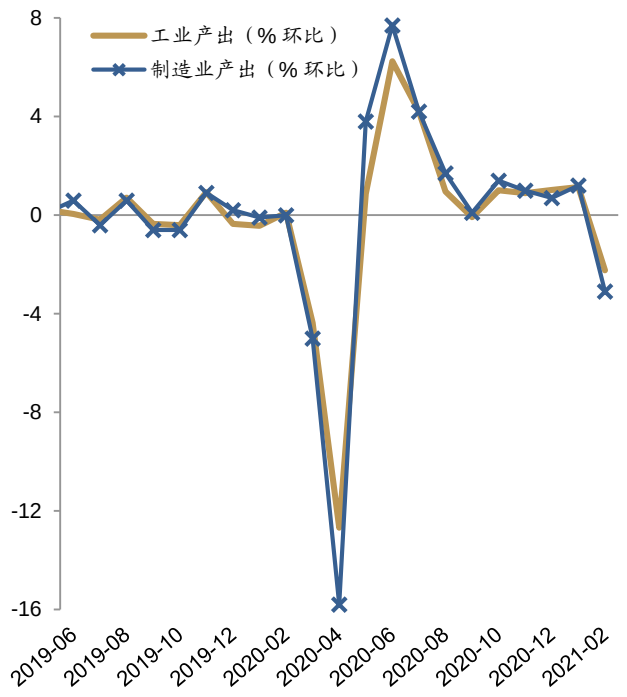
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

生产端也出现了类似的情况，2 月份工业和制造业产出环比分别下降 2.2%和 3.1%。下降的主要原因也是中南部的严寒天气导致一些产业在整个下半月停工。最明显的是，汽车产出环比下降了 8.3%，这同时反映了全球半导体短缺和极端天气的影响。

企业设备投资也遭受了意外极端天气的影响。2 月，耐用品新订单环比下跌 1.1%，与此同时，核心资本品订单环比下跌 0.8%。我们认为，这仅反映了恶劣天气导致的其他经济分部的疲软表现。

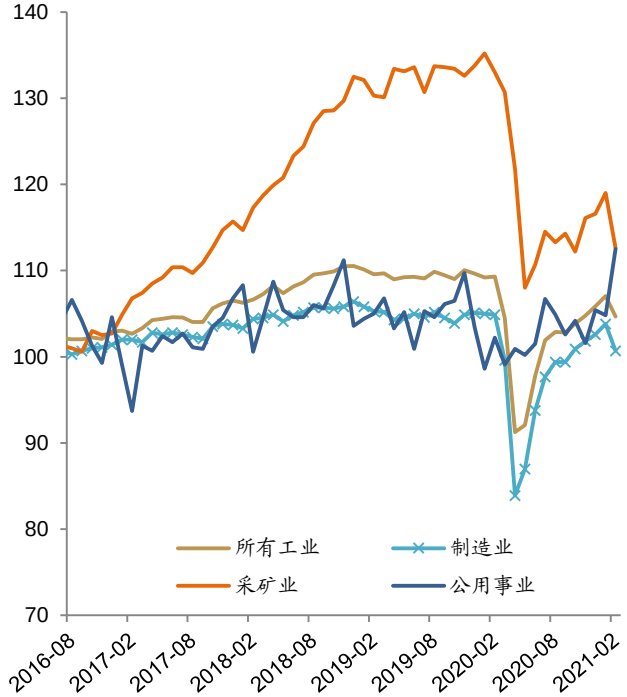
展望未来，近期《美国救助计划》（American Rescue Plan）的通过大大改善了中期前景，我们相信这一月度下跌只是暂时性的调整，而不是实质性的倒退。结合最近新冠疫情趋稳态势以及疫苗接种的进展，我们继续预期今年下半年的经济前景将更为良好。特别是，3 月份消费者和企业信心的高频调查结果已经显示出实质性的回升。

图表 8：工业和制造业产出在二月由于极端天气双双出现下跌



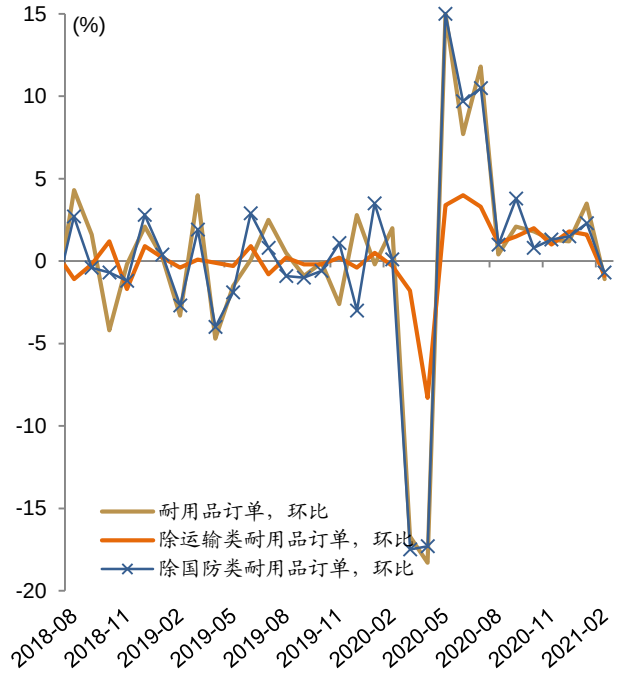
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 9：制造业和采矿业产出仍然低于疫情前的水平



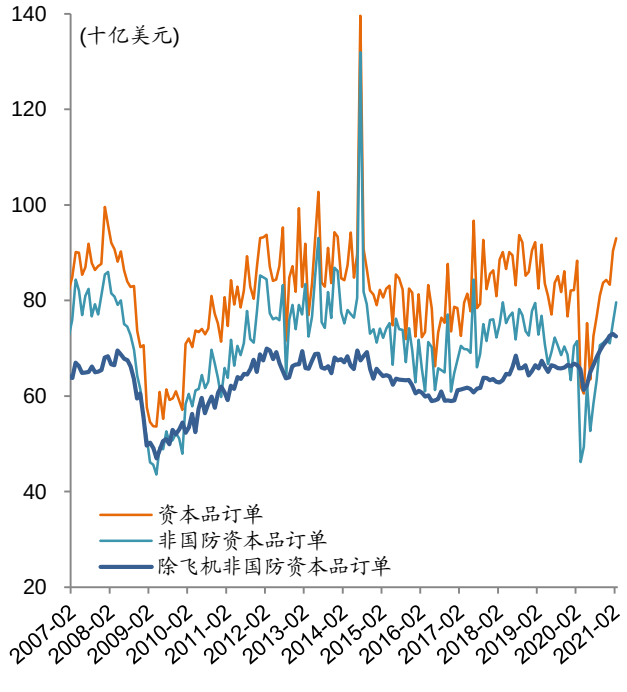
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 10：耐用品订单自去年春季起首次出现下跌



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 11：资本品订单也高于疫情前的水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

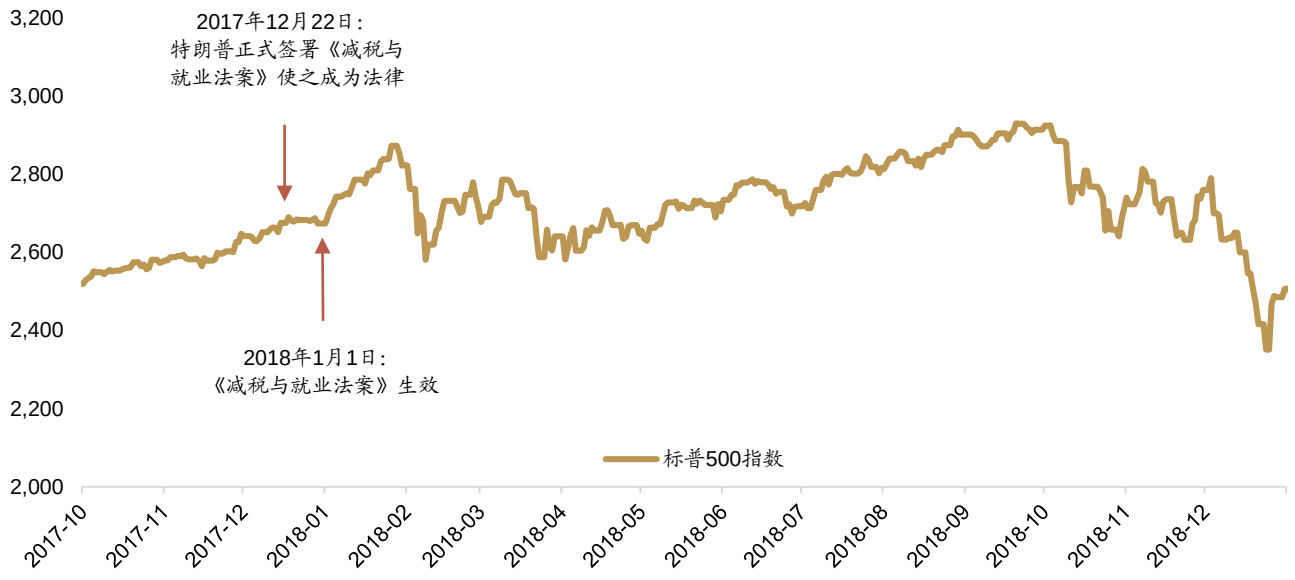
美股市场

2017 年 12 月，特朗普总统签署《减税与就业法案》并使之成为法律。该法案于 2018 年生效，是美国 30 年来对税法进行的最大一次改革。企业税率由 35%降至 21%，减少或取消部分相关业务扣减和抵免税项。法案通过后，股市随之上扬，标普 500 指数在一个月内上涨了 5%。此外，该法案公布后，公司盈利预测大幅上调。标普 500 指数对 18 年度收益增长的一致预测从 2017 年 11 月的同比增长 9.5%上调至 2018 年 2 月的同比增长 16.8%，并在 2018 年余下时间内持续上调。

中长期来看，基础设施投资将提高经济生产率；提升竞争力；带来直接需求和创造额外的就业机会。然而我们预计，上调企业税和国债收益率不断上升短期内将是股市的负面催化剂。税率上调可能会增加劳动力成本，降低企业利润率，最终影响企业的现金流和估值。目前，标普500指数估值为22.7倍的前瞻市盈率（过去3年中值水平：17.3倍）。指数目前处于历史高位，自2020年3月疫情初期的谷底以来反弹了72%，2021年初以来反弹了6%。

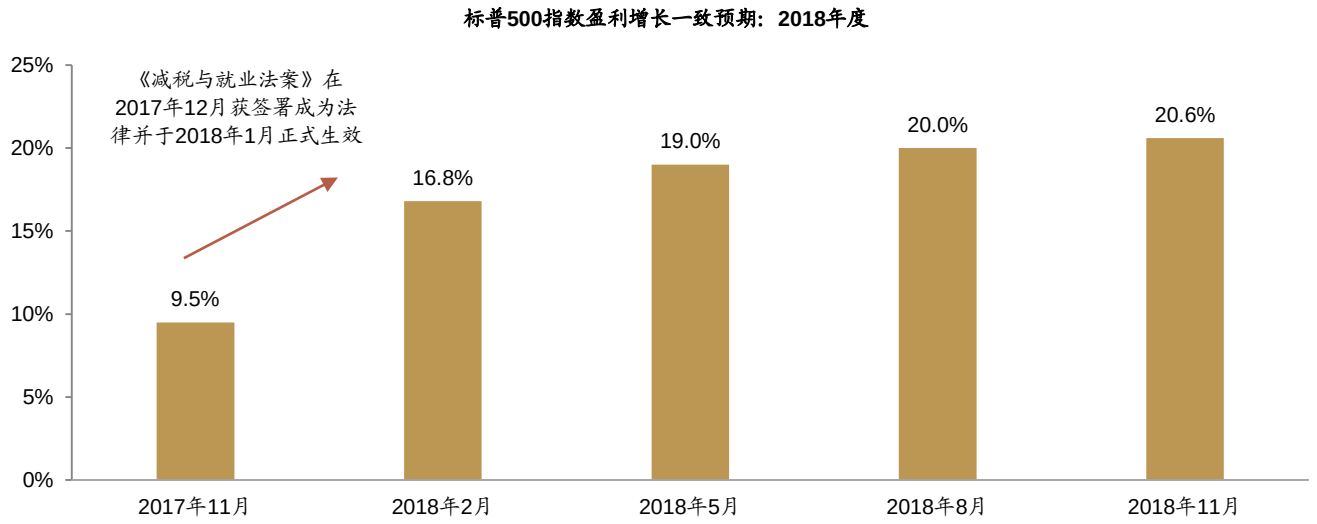
我们预计原材料、工业、清洁能源/环境保护和消费行业将直接受益于美国就业计划。周期行业的整体估值不算高。5G相关价值链将受益于宽带基础设施的投资以及对半导体和制造业研发的重视。

图表 12：美股在特朗普税改之后上涨



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 13：特朗普税改带来美股盈利预测上调



资料来源：Factset、招商证券（香港）研究部

图表 14：主要股指本币计价回报（根据年初至今回报排序）

	股指回报 - 本币计价						
	一周	两周	1 个月	年初至今	3 个月	6 个月	12 个月
台湾 TWSE	2.5%	1.3%	3.0%	11.5%	11.5%	31.3%	69.3%
新加坡海峡时报	1.0%	1.8%	7.3%	11.3%	11.3%	28.3%	27.6%
泰国 SET	1.0%	1.3%	6.0%	9.5%	9.5%	28.3%	41.0%
日本 Topix	1.3%	-1.5%	4.8%	8.3%	8.3%	20.2%	39.3%
俄罗斯 MOEX	1.6%	1.0%	5.8%	7.7%	7.7%	21.9%	41.2%
欧洲 STOXX	1.5%	1.1%	6.1%	7.7%	7.7%	19.0%	34.2%
加拿大 S&P/TSX 综合	0.4%	-1.5%	3.5%	7.3%	7.3%	16.0%	39.8%
韩国 KOSPI	2.2%	0.5%	1.6%	6.5%	6.5%	31.5%	74.5%
美国标普 500	2.2%	0.0%	4.2%	5.8%	5.8%	18.1%	53.7%
香港恒生	1.6%	-2.3%	-2.1%	4.2%	4.2%	21.0%	20.2%
英国富时 100	0.0%	-0.7%	3.6%	3.9%	3.9%	14.4%	18.4%
印度 Sensex	0.7%	-0.6%	0.8%	3.7%	3.7%	30.1%	68.0%
澳大利亚 S&P/ASX 200	0.2%	-0.1%	1.8%	3.1%	3.1%	16.8%	33.8%
MSCI 亚太区除日本外	1.0%	-2.1%	-2.3%	2.3%	2.3%	21.6%	55.3%
MSCI 新兴市场	1.4%	-2.0%	-1.7%	1.9%	1.9%	21.7%	55.1%
印尼 JCI	-2.8%	-4.6%	-4.1%	0.1%	0.1%	22.9%	31.9%
MSCI 中国	1.0%	-4.3%	-6.1%	-0.2%	-0.2%	11.0%	41.6%
巴西 IBOV	4.1%	0.1%	6.0%	-2.0%	-2.0%	23.3%	59.7%
沪深 300	2.4%	-1.0%	-5.4%	-3.1%	-3.1%	10.0%	37.0%
马来西亚 KLCI	-1.8%	-3.2%	-0.3%	-3.3%	-3.3%	4.6%	16.5%
新西兰 S&P/NZX50	1.6%	-0.5%	2.7%	-4.1%	-4.1%	6.9%	28.2%
菲律宾 PSEi	-0.8%	-1.9%	-5.2%	-9.8%	-9.8%	9.9%	21.1%

资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至2021年3月31日

图表 15：主要股指美元计价回报（根据年初至今回报排序）

	股指回报 - 美元计价						
	一周	两周	1 个月	年初至今	3 个月	6 个月	12 个月
台湾 TWSE	2.6%	0.6%	0.7%	9.9%	9.9%	33.7%	79.7%
新加坡海峡时报	1.1%	2.0%	6.4%	9.4%	9.4%	30.3%	35.2%
加拿大 S&P/TSX 综合	0.2%	-2.2%	4.7%	8.9%	8.9%	22.8%	57.7%
俄罗斯 MOEX	2.6%	-1.0%	4.6%	6.2%	6.2%	25.3%	46.0%
美国标普 500	2.2%	0.0%	4.2%	5.8%	5.8%	18.1%	53.7%
英国富时 100	0.6%	-1.1%	2.5%	5.1%	5.1%	22.3%	31.8%
泰国 SET	0.2%	-0.2%	2.6%	5.0%	5.0%	29.7%	47.7%
香港恒生	1.6%	-2.4%	-2.3%	3.9%	3.9%	20.6%	19.9%
印度 Sensex	-0.1%	-1.4%	1.8%	3.5%	3.5%	30.8%	73.1%
欧洲 STOXX	0.8%	-0.2%	3.2%	3.5%	3.5%	19.3%	43.8%
韩国 KOSPI	2.7%	0.9%	1.7%	2.9%	2.9%	36.3%	88.5%
MSCI 亚太区除日本外	1.0%	-2.1%	-2.3%	2.3%	2.3%	21.6%	55.3%
澳大利亚 S&P/ASX 200	0.2%	-1.2%	0.4%	2.1%	2.1%	24.0%	67.0%
MSCI 新兴市场	1.4%	-2.0%	-1.7%	1.9%	1.9%	21.7%	55.1%
日本 Topix	-0.3%	-2.7%	1.0%	1.1%	1.1%	14.7%	35.7%
MSCI 中国	0.9%	-4.4%	-6.3%	-0.4%	-0.4%	10.7%	41.2%
印尼 JCI	-3.5%	-5.2%	-5.4%	-3.5%	-3.5%	25.4%	47.1%
沪深 300	2.0%	-1.8%	-6.6%	-3.5%	-3.5%	14.0%	48.0%
马来西亚 KLCI	-2.1%	-3.7%	-2.6%	-6.2%	-6.2%	4.8%	21.2%
新西兰 S&P/NZX50	1.8%	-2.7%	-0.8%	-6.6%	-6.6%	13.0%	51.2%
菲律宾 PSEi	-0.7%	-1.7%	-4.9%	-10.7%	-10.7%	9.8%	27.0%
巴西 IBOV	2.1%	-0.5%	4.1%	-10.8%	-10.8%	22.2%	46.1%

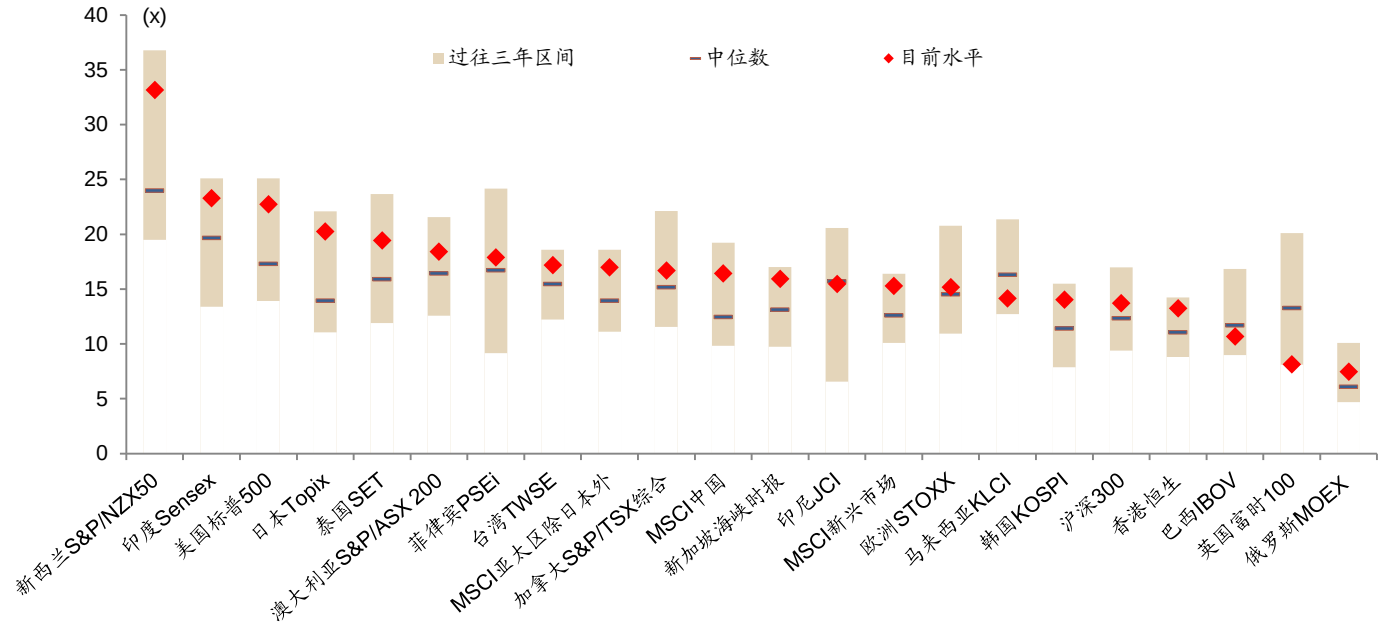
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至2021年3月31日

图表 16：标普 500 分板块表现

	绝对表现							
	一日	一周	两周	1 个月	年初至今	3 个月	6 个月	12 个月
工业	-0.3%	3.4%	1.4%	8.8%	11.0%	11.0%	27.9%	66.7%
原材料	-0.5%	2.7%	0.3%	7.3%	8.6%	8.6%	23.7%	74.7%
可选消费	0.8%	2.6%	-0.9%	3.6%	2.9%	2.9%	11.0%	69.1%
信息技术	1.5%	2.5%	-0.6%	1.6%	1.7%	1.7%	13.5%	64.8%
公用事业	0.6%	2.2%	3.5%	10.1%	1.9%	1.9%	7.8%	15.4%
日常消费	-0.5%	2.2%	3.1%	7.7%	0.5%	0.5%	6.1%	24.8%
金融	-0.9%	2.2%	-0.8%	5.6%	15.4%	15.4%	41.3%	63.5%
房地产	-0.5%	2.1%	1.0%	6.3%	8.4%	8.4%	12.8%	28.2%
医疗保健	0.1%	1.9%	1.9%	3.7%	2.7%	2.7%	10.5%	31.7%
通信服务	0.4%	0.6%	-1.8%	3.1%	7.8%	7.8%	22.4%	59.1%
能源	-0.9%	-0.2%	-4.7%	2.7%	29.3%	29.3%	62.6%	65.6%
标普 500	**0.4%**	**2.2%**	**0.0%**	**4.2%**	**5.8%**	**5.8%**	**18.1%**	**53.7%**

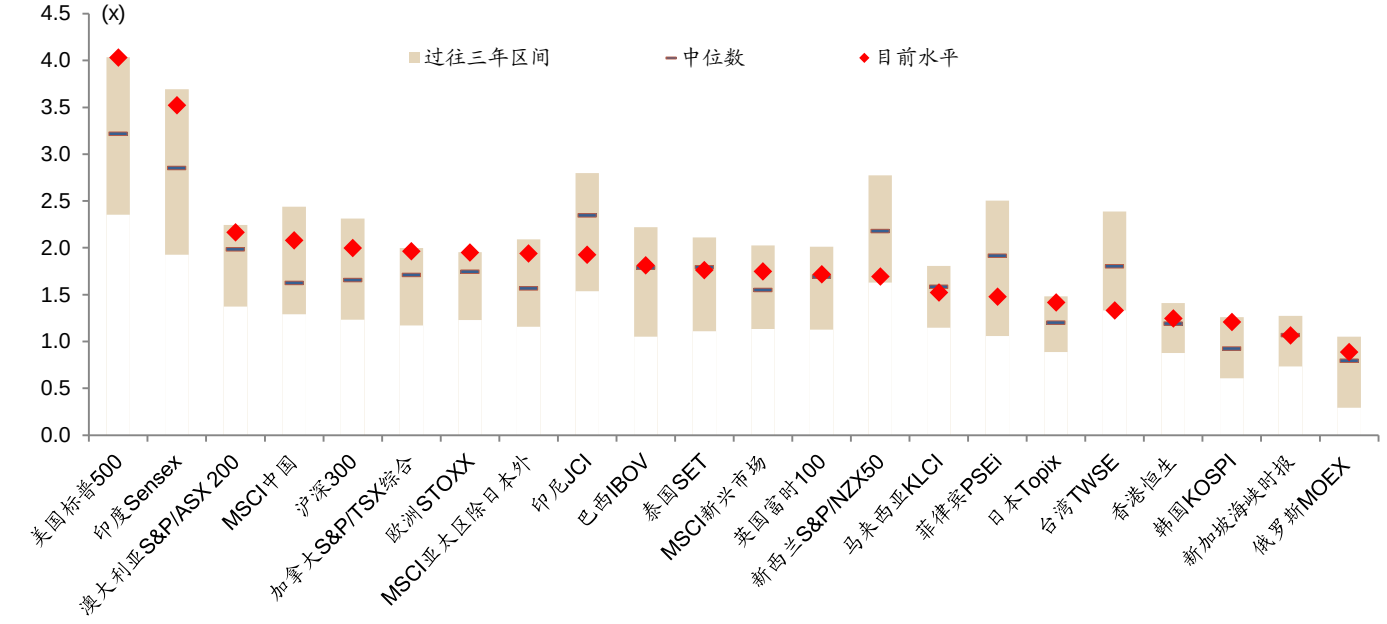
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至2021年3月31日

图表 17：主要股指目前前瞻市盈率及历史水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至2021年3月31日

图表 18：主要股指目前前瞻市净率及历史水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至2021年3月31日

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司　版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828