中航证券研究所
所长：董忠云（S0640515120001）
分析师：成果，CFA（S0640520070001）
电话：010-59219561
邮箱：chengg@avicsec.com

美债利率上升对美股冲击或超 2013 年 但全面看空美股为时尚早

策略深度报告　　2021 年 03 月 01 日

摘要

- 近期通胀预期升温下，美债利率快速上升导致美股调整。美股多空分歧加大。
- 我们认为目前美股有以下风险点：

（1）重要的交易指标显示美股风险积累已达极值或正在接近极值：巴菲特指标，即美国股市市值与 GDP 比率已创历史新高；散户交易量和程序化高频交易量占全部交易量的比例创近十年新高；杠杆交易指标显示美股出现过热迹象；美国股债相关系数向风险临界值方向靠近。

（2）疫情得到控制后超宽松的财政货币政策退出（Taper Tantrum）。疫苗的推出迅速降低了新冠病毒在美传播的 R 值。随着疫情转好、经济改善，市场担忧宽松的货币财政政策是否会退出。

（3）估值指标显示美股目前已相当昂贵。

（4）巨量债务。

（5）大型科技公司估值极端化。

- 在上述风险背景下，利率上升对美股的冲击或超过 2013 年，但全面看空美股为时尚早。

（1）2013 年的“Taper Tantrum”对美股市场的影响有限。

（2）美国可能会选择低利率，高增长和温和通胀来摆脱债务，使得债务占 GDP 的比例随着时间的推移而缩小。而这种低利率，温和通胀的环境恰恰为股票市场的繁荣奠定了基础。

（3）更加数字化、更少实体的全球化支持科技股估值保持在高位。

（4）经济前景、企业利润（EPS）和持续的财政货币政策对美股形成支撑。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

目录

一、2020 年美股经历了最快的下跌和最短的熊市 5
二、当下美股的风险点 6
风险 1：重要的交易指标显示美股风险积累已达极值或正在接近极值 6
风险 2：疫情得到控制后超宽松的财政货币政策退出（Taper Tantrum） 10
风险 3：Shiller P/E 显示美股目前已相对昂贵 14
风险 4：巨量的债务是否引发新一轮金融危机 15
风险 5：大型科技公司的创新高是否是另一个互联网泡沫的开始 17
三. 利率上升对美股的冲击或超过 2013 年，但全面看空美股为时尚早 19
3.1 “Taper Tantrum”（2013）对美股市场的影响有限 19
3.2 美国整体债务水平仍可控 21
3.3 科技股泡沫破裂的可能性低 24
3.4 经济前景、企业利润和财政货币政策对美股形成支撑 27
3.4.1 经济前景：全球复苏确定性大 27
3.4.2 公司盈利：EPS 上升强劲 28
3.4.3 货币财政政策：支持泡沫和高杠杆的“宽松形势”大概率继续存在 30

图表目录

图 1：历史上的危机 vs 新冠病毒危机：市场下跌和恢复的时间（月）..... 5
图 2：各国应对危机的经济刺激规模占 GDP 比值（%）..... 6
图 3：美国股市市值与 GDP 比率已升至历史高位，但随经济强劲复苏，比率或将下降..... 7
图 4：美股参与者交易量占比..... 8
图 5：美股 ETF 散户资金流入开始侧重于散户（百万美元）..... 8
图 6：融资余额显示美股交易已过热，接近历史高点..... 9
图 7：美国股债相关系数仍旧为正..... 10
图 8：美国感染率正随着疫苗的大范围接种而下降..... 11
图 9：新冠疫情各项指标显示美国疫情正在加速改善..... 11
图 10：各国每日新冠病毒疫苗接种剂量..... 11
图 11：美国餐厅就餐人数同比（7 天移动平均）..... 12
图 12：美国初请失业金人数..... 12
图 13：美国 10 年国债收益率..... 13
图 14：新兴国家货币大幅贬值（新兴市场货币对美元汇率，2012=100）..... 13
图 15：疫情期间，美联储资产负债表和美联储国债持有量随国债发行量大幅攀升..... 14
图 16：经周期调整的 S&P500 市盈率..... 15
图 17：1990-2021 全球债务与 GDP 之比(%)..... 16
图 18：美国非金融企业负债占 GDP 比例飙升..... 17
图 19：FAAMG 推动 2020 年标普上涨..... 18
图 20：纳斯达克和标普 500 比率不断扩大..... 18
图 21：2013 年美国资本市场主要指标走势..... 20
图 22：美国通胀水平..... 21
图 23：美国就业情况..... 21
图 24：美国国债的持有者结构（2019 年）..... 22
图 25：外国持有的美国国债（%）..... 22
图 26：中国，日本持有美国国债（十亿美元）..... 22
图 27：美国实际利率（10 年期政府债券实际收益率，1914-1990）..... 23
图 28：美国债务占 GDP 水平（1914-1990）..... 24
图 29：美国互联网普及率(每 100 人中的互联网用户)..... 24
图 30：发达经济体制造业岗位下降（制造业就业占总就业的百分比）..... 25
图 31：美国按主要部门划分的就业占比（2019 年）..... 25
图 32：2000 年危机时的利率和股票..... 26
图 33：2021 年发达国家国债收益率进入负值..... 26
图 34：标普 500 科技板块市盈率..... 26
图 35：IMF 对 2021 年全球经济增长预测..... 27
图 36：世界银行对 2021 年全球经济增长预测..... 27
图 37：FactSet 2021 年各行业利润增长预测..... 28
图 38：FactSet 2021 年各行业收入增长预测..... 28
图 39：埃德·亚德尼标普 500 指数减税后的收益预测..... 29
图 40：中性假设下，标普 500 指数 Shiller PE 将随企业盈利修复而下降..... 29

表 1：历史上的危机 vs 冠中病毒危机：时间和股市的下跌 5
表 2：美股大多数指标正位于历史指标的上端 14
表 3：2020 年 Q3 全球主要经济体经济强劲反弹 27
表 4：拜登 2 万亿美元基建计划投资范围和主要内容 30

一、2020 年美股经历了最快的下跌和最短的熊市

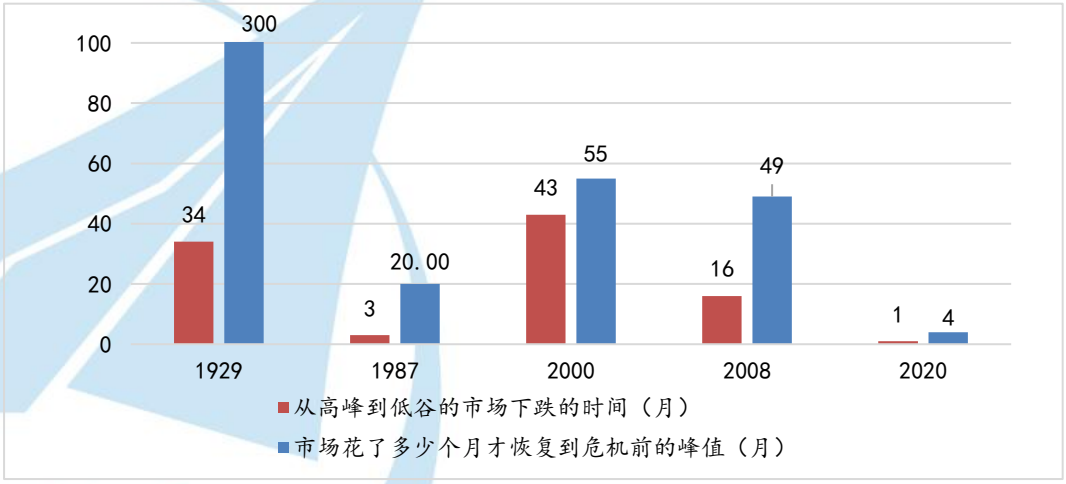
在新冠疫情和超宽松的货币政策影响下，2020 年美国股市经历了有史以来最快的下跌和最短的熊市。

表 1：历史上的危机 vs 冠中病毒危机：时间和股市的下跌

危机名称	危机前的峰值	股票触底	从高峰到低谷的市场下跌
大萧条	1929 年 8 月	1932 年 6 月	-88.70%
黑色星期一	1987 年 8 月	1987 年 11 月	-31.10%
2000 年互联网泡沫	1999 年 12 月	2002 年 9 月	-34.00%
2008 年金融危机	2007 年 10 月	2009 年 2 月	-49.30%
新冠病毒全球流行	2020 年 2 月	2020 年 3 月	-52.30%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

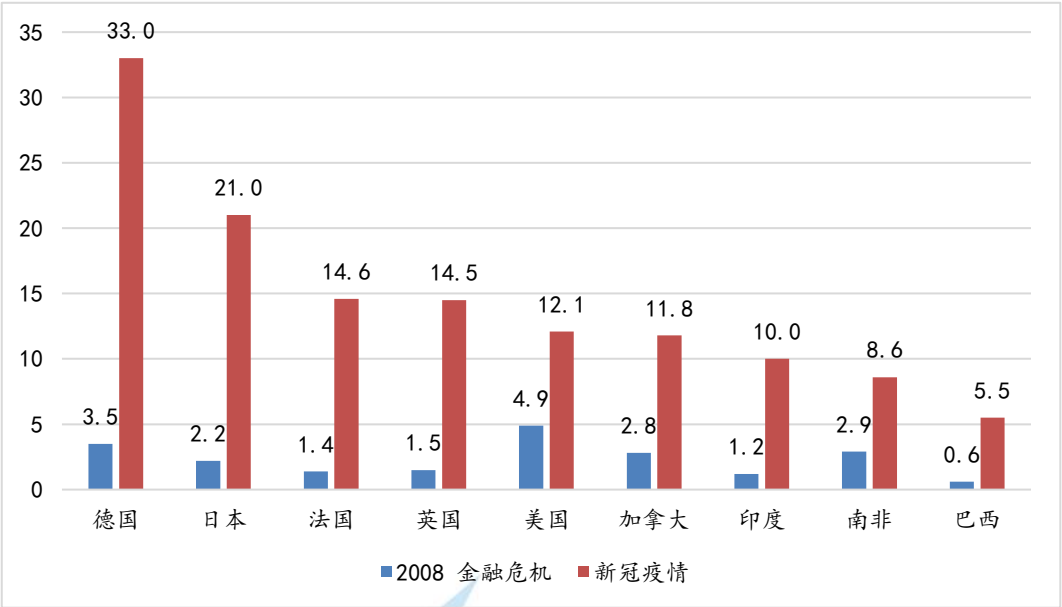
图 1：历史上的危机 vs 新冠病毒危机：市场下跌和恢复的时间（月）



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

2020 年美股市场的快速反弹离不开美联储采取的迅速而广泛的行动。除了在 3 月中旬将关键利率降至接近零的水平外，美联储还推出了“一系列计划”来稳定市场。这其中包括：恢复了金融危机时代的资产购买计划，承诺“无限量”购买国债、政府担保的抵押贷款支持证券和商业抵押贷款支持证券并恢复了商业票据融资工具(CPFF)以消除部分企业无法通过对到期商业票据债务进行展期来偿还投资者的风险。得益于美联储的超常规货币政策，尽管经济前景面临的风险持续上升，但股市快速反弹。美联储拿出的数万亿美元的刺激在给美国留下巨额债务负担的同时，也提振了美国的股票市场。

图 2：各国应对危机的经济刺激规模占 GDP 比值（%）



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

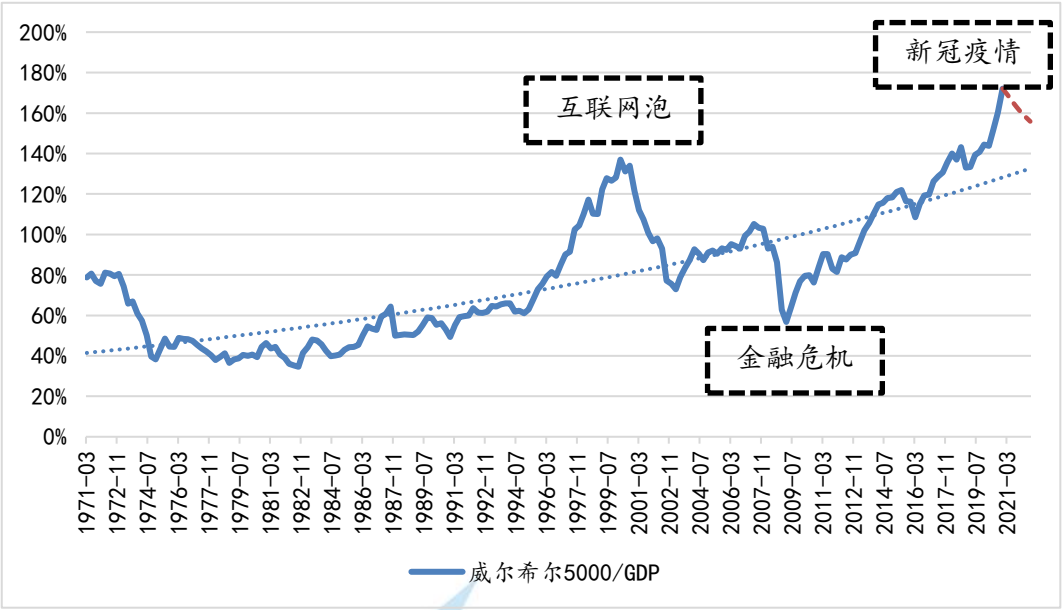
随着疫苗的大规模普及，非常规政策的退出，2021 年美国的股票市场将重回基本面逻辑。

二、当下美股的风险点

风险 1：重要的交易指标显示美股风险积累已达极值或正在接近极值

（1）巴菲特指标，即美国股市市值与 GDP 比率已创历史新高。我们采用威尔希尔 5000 指数近似作为美国市场所有股票市值的表征，并与季度折年数 GDP 相比来判断目前美股市场是否高估及高估程度。从绝对值来看，“巴菲特指标”已创历史新高。截至 2020 年第四季度，该指标高达 172.1%。纵向比较，2020 年四季度指标数据与长期趋势线的偏离程度已接近互联网泡沫时期水平。绝对值和纵向比较同时说明了美股目前已高估，存在较大的泡沫化风险。但 2021 年，美国经济复苏预期较为强劲，巴菲特指标可能会通过分母端的上升实现向趋势线的回归。

图 3：美国股市市值与 GDP 比率已升至历史高位，但随经济强劲复苏，比率或将下降

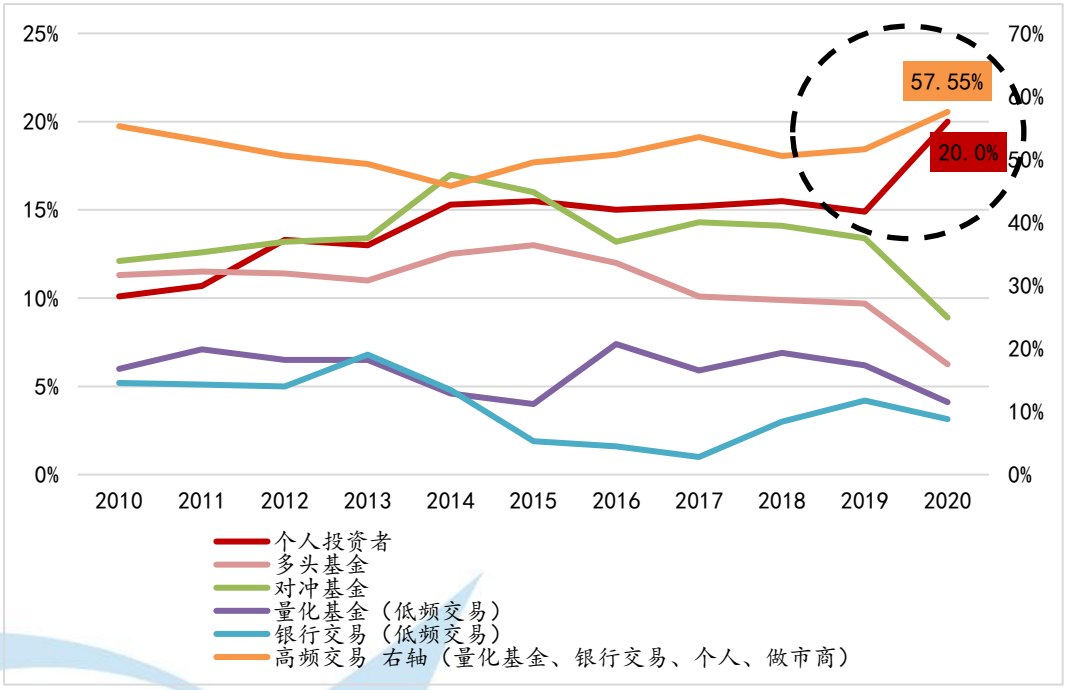


数据来源：Wind，中航证券研究所整理

（2）散户交易量和程序化高频交易量占全部交易量的比例创近十年新高。从交易量结构角度分析，散户交易和高频交易比例的快速提升预示着美股风险的加大，回调风险高。散户交易层面，美股散户投资者交易量占全部交易量的比例在 2020 年迅速走高，从前值 14.9%升高至 20%，远超对冲基金 11 个百分点。另一方面，美股 ETF 的持有者结构显示散户资金流入规模自 2015 年开始超过机构方的资金流入，ETF 交易量越来越向散户集中。散户交易的快速提升往往预示着股市的过热与泡沫。

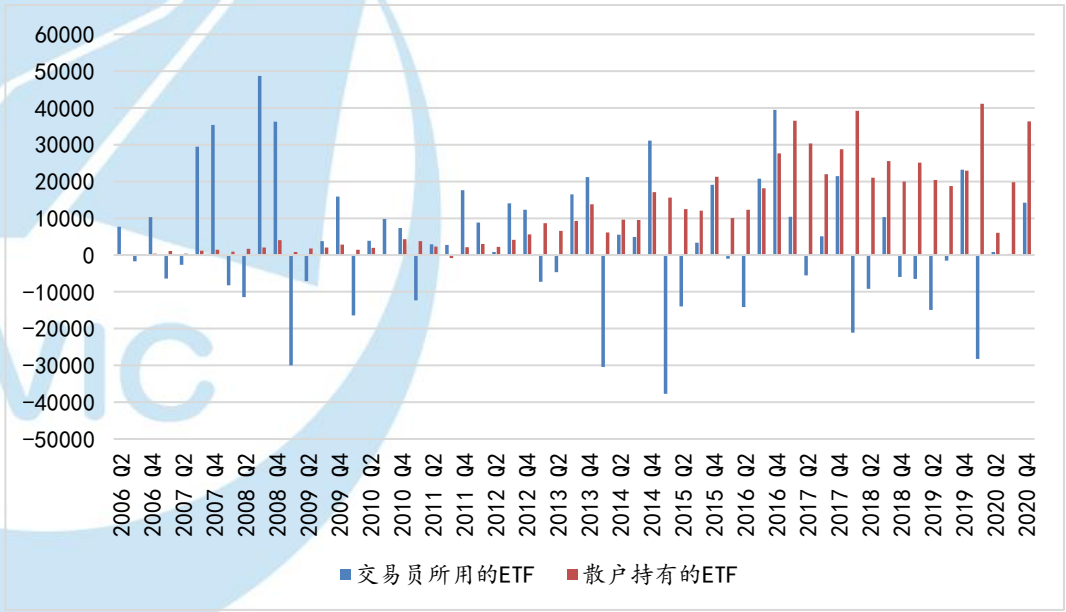
同时，我们发现美股参与者中程序化高频交易方（量化基金、银行交易、个人和做市商交易量加总占比）执行的交易量也在 2020 年快速提升，目前程序化高频交易量占全部交易量的比例已达到 57.55%。高频交易中往往偏重于短线操作，在市场面临回撤的时候可能会造成踩踏式抛售，加剧回撤的风险和幅度。

图 4：美股参与者交易量占比



数据来源：Bloomberg，中航证券研究所整理

图 5：美股 ETF 散户资金流入开始侧重于散户（百万美元）

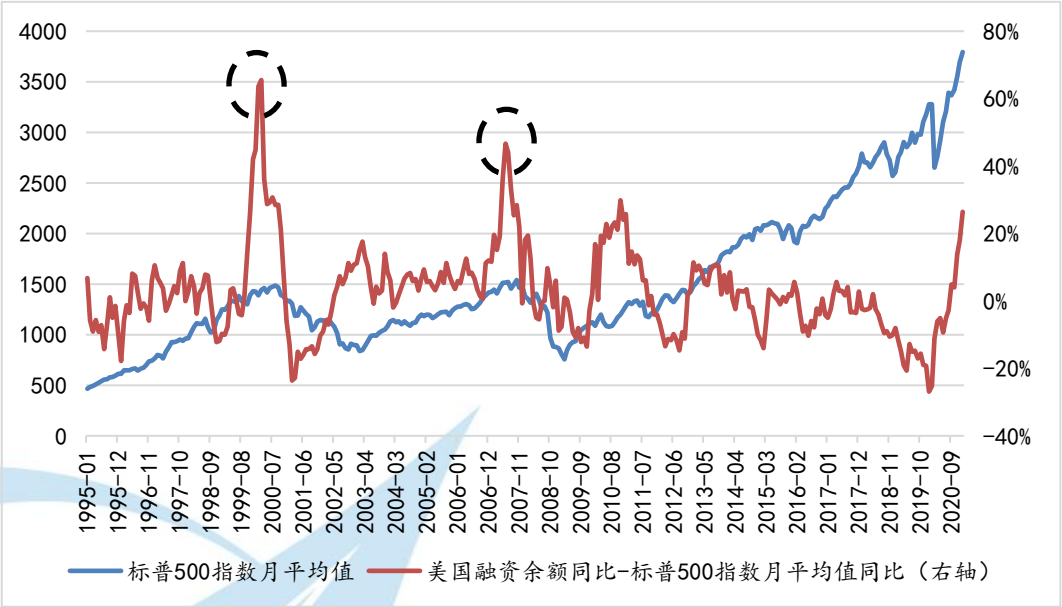


数据来源：Bloomberg，中航证券研究所整理

（3）杠杆交易指标显示美股出现过热迹象。我们利用融资余额同比减去标普 500 指数同比来剔除美股市值的趋势性因素，以观察融资交易的相对水平。结果显示，美股融资交易指标从 2020 年 2 月份便开

始快速攀升，交易热度不断升高。在互联网泡沫和金融危机前，我们所计算的融资交易指标也呈现了快速上涨的趋势，均超过了 40%并到达阶段性高位。截至 2021 年 1 月份，融资交易指标再一次到达阶段性高位，具有向 2000 年和 2007 年水平接近的趋势。

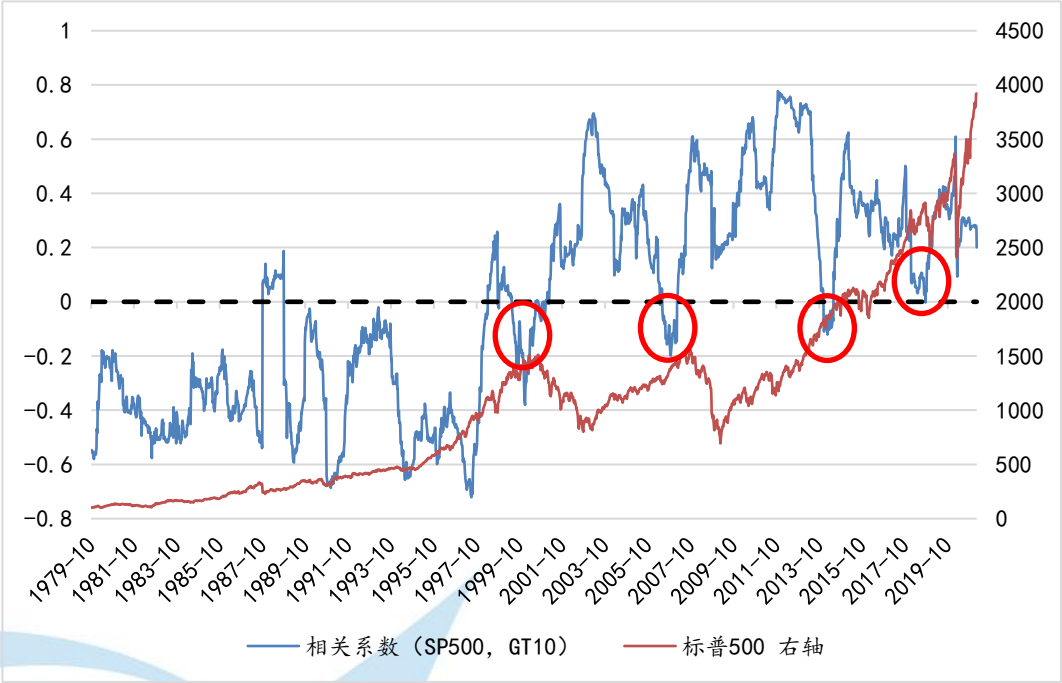
图 6：融资余额显示美股交易已过热，接近历史高点



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

（4）美国股债相关系数向风险临界值方向靠近。目前为止，在美国经济改善的情况下，十年期美债收益率正逐步走高。我们观测量了从 1979 年至今的美股和美债走势，历史数据显示出了美国不同时期下债券和股票价格的两种关系。20 世纪 60 年代至 1999 年间，强劲的经济形势下债券利率走高的同时股票价格仍然上涨，这种情况下的美债和股票价格呈负相关关系。而 1999 年之后，这种关系发生了改变，美国标普 500 指数与十年国债之间的相关系数呈现出了一个明显信号，当相关系数由正转负，（如 1999 年至 2000 年，2006 年至 2007 年，2013 年至 2014 年）都伴随标普 500 指数的调整。目前来看，标普 500 指数与十年期国债的相关系数为 0.19，虽然距离临界值仍有距离，但近期有加速下降的趋势。

图 7：美国股债相关系数仍旧为正



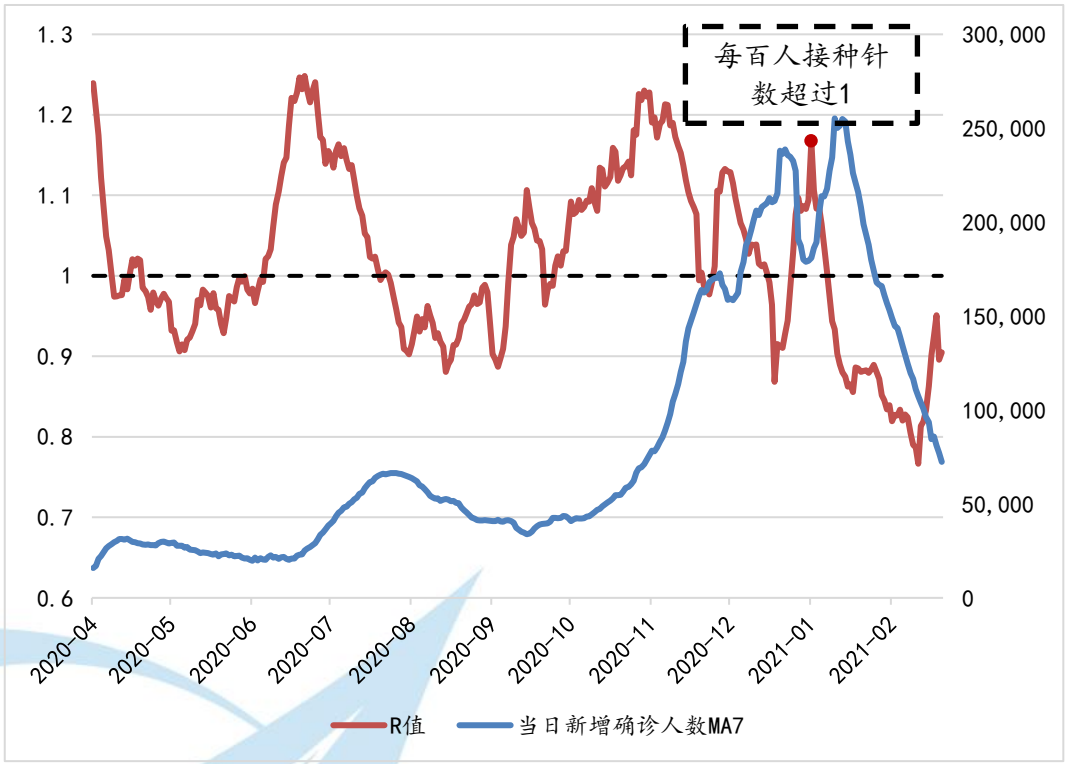
资料来源：Bloomberg，中航证券研究所

风险 2：疫情得到控制后超宽松的财政货币政策退出（Taper Tantrum）

经济恢复正常化的速度取决于人们是否能够重新恢复正常的经济活动。换句话说，美国经济的全面复苏将依赖于疫苗的接种进度。经合组织在其 2020 年 12 月份的《经济展望》中指出，那些拥有有效的检测，跟踪和隔离系统并且能够快速部署疫苗接种的国家将在 2021 年迎来更为强劲的经济复苏。

拜登上任后实施的一系列控制新冠肺炎疫情的行政命令使美国疫情形势开始加速改善。在其上任的前两天，拜登就签署了包括要求公共交通工具佩戴口罩，要求美国公司生产 N95 口罩、拭子和其他设备并指示各机构使用战时权力等 10 项行政命令。随着拜登政府加快疫苗接种的步伐，美国各地新冠疫情死亡人数开始下降。根据哈佛大学对美国新冠病毒传播速度的最新测算，美国新冠病毒感染的有效再生数，即由一个原发性感染病例产生的继发感染病例的平均数量，正在下降。与此同时，美国新冠疫情的跟踪数据显示，截止到 2 月 4 日，美国每日新增病例自 1 月 11 日的最新高峰已经下降了 45%。后期，随着疫苗的大规模分发，美国经济有望得到迅速的反弹。

图 8：美国感染率正随着疫苗的大范围接种而下降



数据来源：哈佛大学，Wind，Bloomberg，中航证券研究所整理

图 9：新冠疫情各项指标显示美国疫情正在加速改善

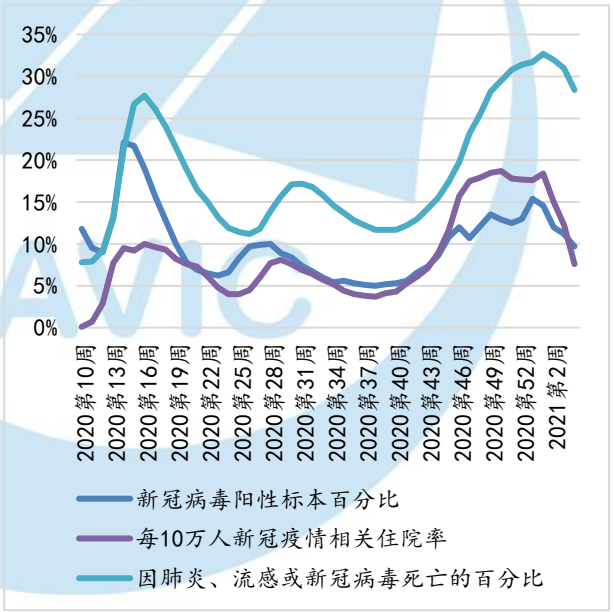
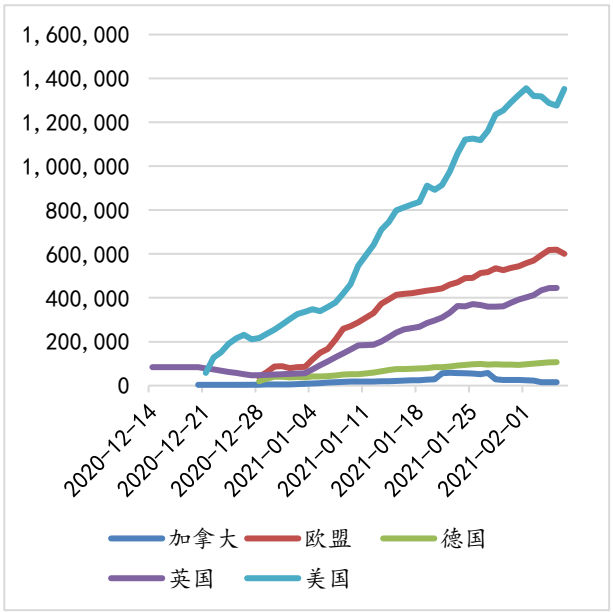


图 10：各国每日新冠病毒疫苗接种剂量



数据来源：Our World in Data，CDC，中航证券研究所整理

当经济随着疫苗的加速接种而逐渐改善时，量化宽松将逐渐放缓。近期，尽管许多经济指标仍低于新冠疫情前的水平，但一些高频数据显示美国的经济开始出现改善。1 月中旬以来，随着各州继续放松对商业活动的限制，出行和餐厅预订开始回升。截至 2 月 20 日，美国当周初请失业金人数整体呈现下降趋势。

图 11：美国餐厅就餐人数同比（7 天移动平均）

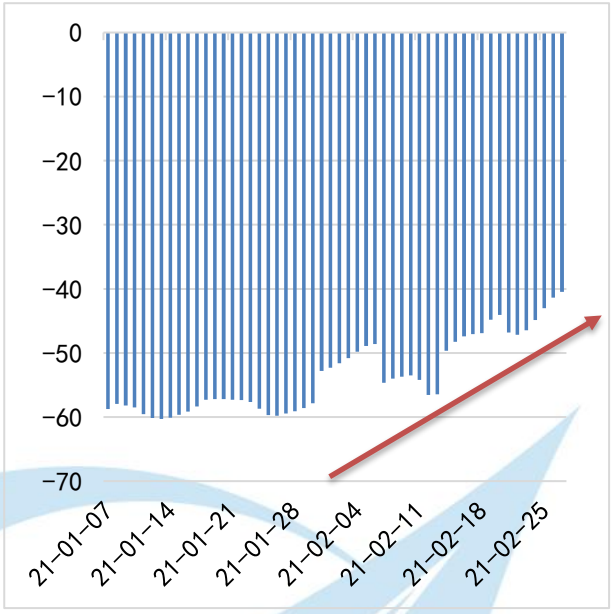
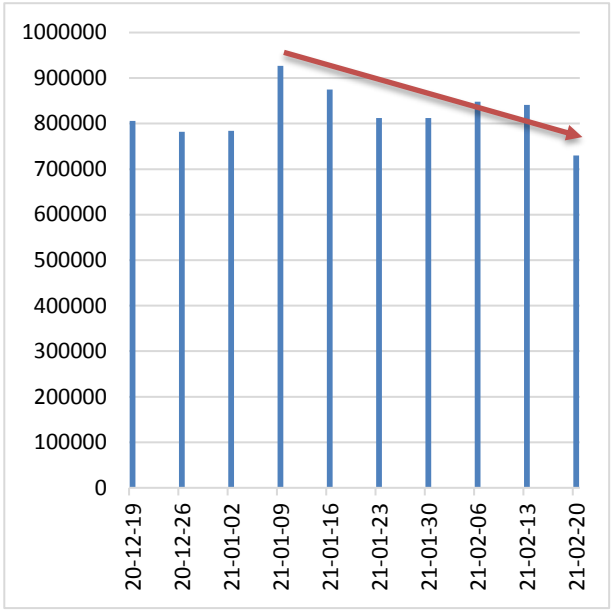


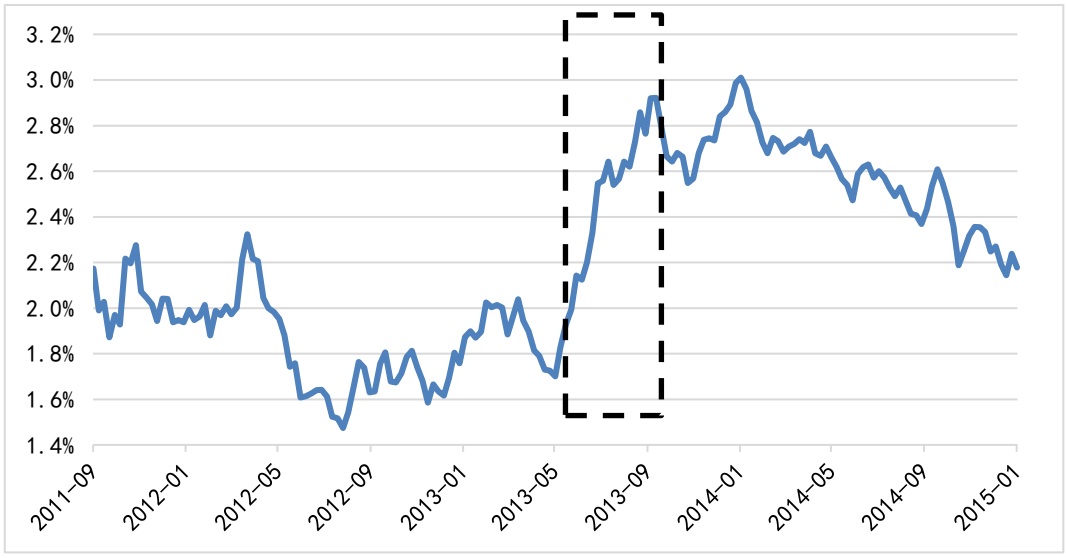
图 12：美国初请失业金人数



数据来源：Opentable.com，Wind，中航证券研究所整理

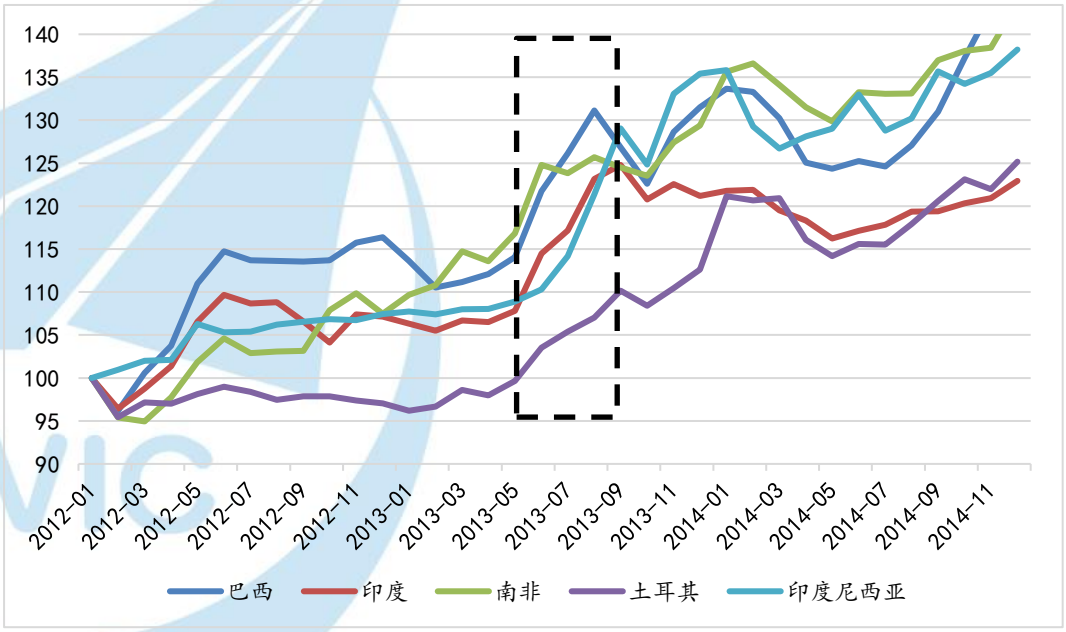
随着经济的改善，一些投资者开始担心，2013 年曾发生过的轰动全球的“缩减恐慌”（Taper Tantrum）会再次出现。2013 年 5 月 1 日，当金融危机在美国量化宽松的政策下逐渐平息后，伯南克宣布，美联储将开始“缩减”其正在进行的债券和抵押贷款支持证券(MBS)规模。这一声明发出后，投资者的反应异常强烈。美国国债被抛售，美元价值飙升，股票市场开始下跌。不但如此，新兴市场，尤其是巴西、印度、印尼、土耳其和南非这五个国家受到了严重打击。资本流入的突然停止和逆转导致了其货币的大幅贬值。这一情况迫使各国央行提高利率，在外国资本外流和本国需求下降的共同作用下，经济遭受重创。

图 13：美国 10 年国债收益率



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

图 14：新兴国家货币大幅贬值（新兴市场货币对美元汇率，2012=100）

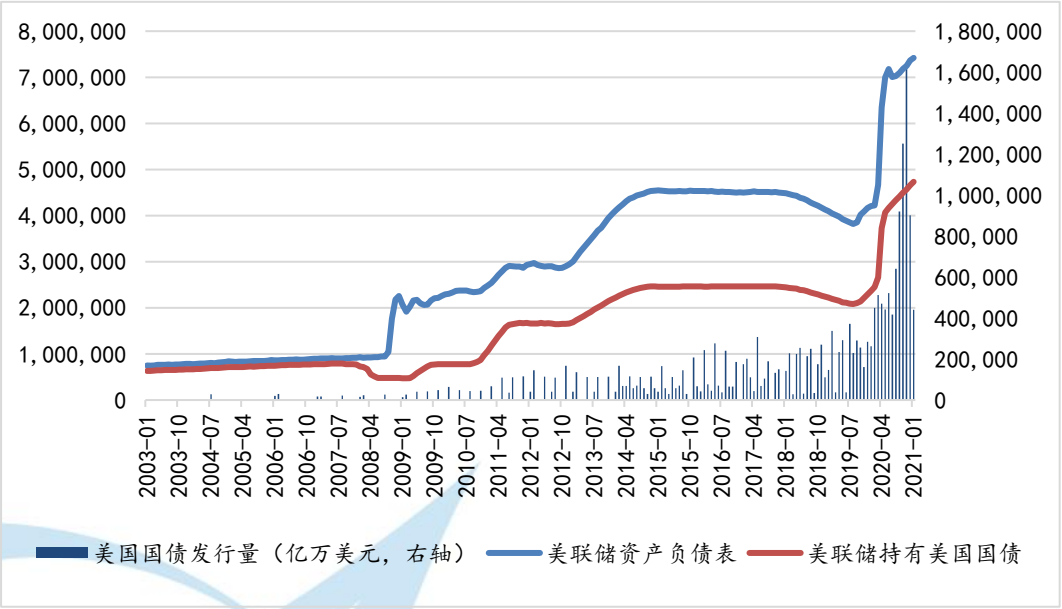


数据来源：Wind，中航证券研究所整理

除了对经济基本面改善而导致美联储货币政策退出的担忧，市场或也在担忧财政刺激政策的连续性，以及配合性货币政策可能出现的缩减。疫情期间，“无限量”QE 下的美联储大量购买美国国债，2020 年 3 月到 2021 年 1 月，美联储资产负债表扩增 59%，而期间国债购买对资产负债表扩张的贡献度高达 75.2%。由于货币对于财政政策的配合，也使美联储成为疫情期间巨量新发国债购买的主力军。目前，拜登 1.9 万

亿美元财政刺激计划的出台已有较强的确定性，**但随着疫情转好、经济改善，市场也开始担忧后续能否有新的大额财政刺激计划和相应的国债发行量来维持货币对财政的配合力度。**

图 15：疫情期间，美联储资产负债表和美联储国债持有量随国债发行量大幅攀升



数据来源：Bloomberg，中航证券研究所整理

风险 3：Shiller P/E 显示美股目前已相对昂贵

由于疫情对利润的影响，目前美国股票市场整体估值较高。罗伯特·席勒(Robert Shiller)的经周期调整的市盈率显示美国股票已经达到近年的历史最高水平。与此同时，标普 500 指数成份股中只有不到三分之一的公司市盈率低于 15 倍(大致的长期平均往绩市盈率)。以多数指标衡量，市场正处于或接近近年来最昂贵的水平。

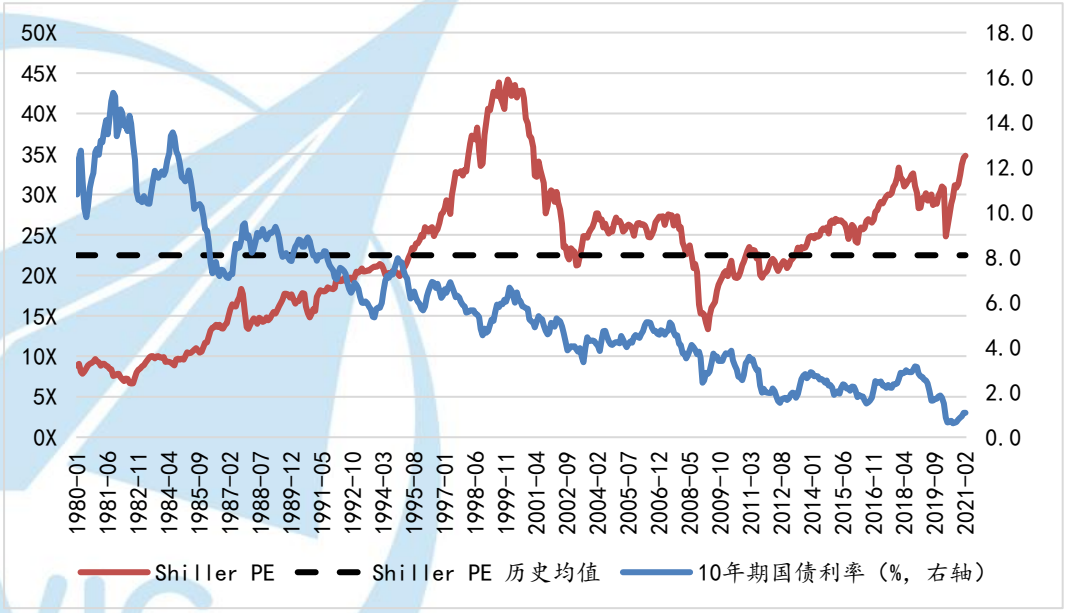
表 2：美股大多数指标正位于历史指标的上端

	综合指数		中位数	
估值指标	目前	当前值处于历史指标的区间	目前	当前值处于历史指标的区间
市值/GDP	265%	100%	NA	NA
EV/Sale	3.2	100%	3.8	100
EV/EBITDA	17	100%	15.5	100

远期市盈率	24	99%	21.2	99
现金流收益率	5.70%	94%	5.8	100
市净率	4.3	94%	3.8	100
周期性调整市盈率	31	93%	NA	NA
自由现金流收益率	3.5	62%	3.7	70

数据来源：Bloomberg，中航证券研究所整理

图 16：经周期调整的 S&P500 市盈率

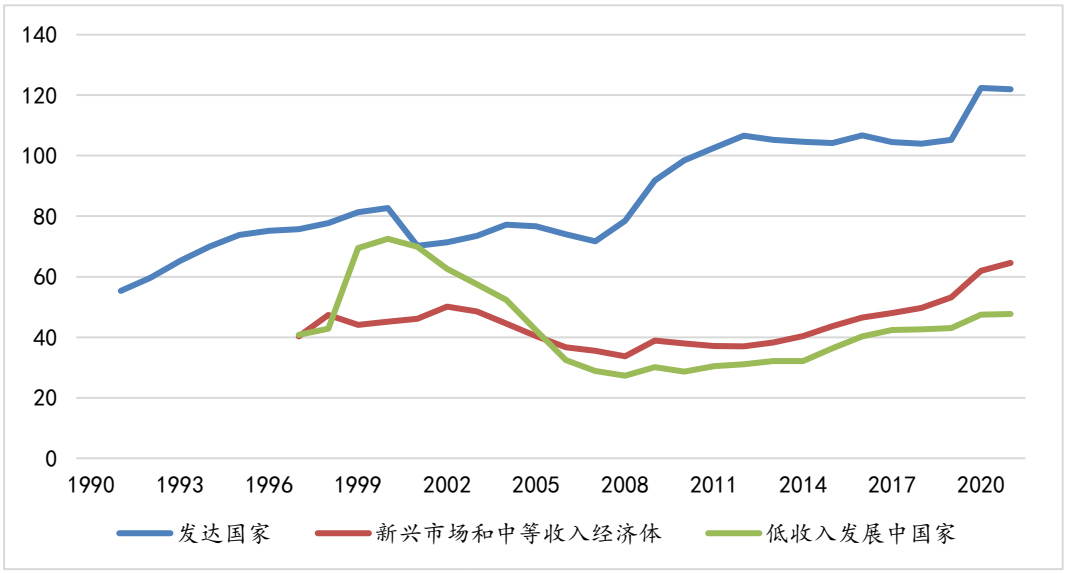


数据来源：Robert J. Shiller，Wind，中航证券研究所整理

风险 4：巨量的债务是否引发新一轮金融危机

另一个可能冲击美股的因素就是疫情已导致全球金融杠杆率攀上史无前例的高峰，各国政府，央行和监管机构所采取的大胆、果断且必要的措施打破了过去的限制，将我们带入了未知的经济和货币领域。尽管全面的影响可能需要数年才能完全发挥出来。但有一个结果已经很明显：各国政府、企业和一些家庭将背上堆积如山的债务。国际货币基金组织警告说国际债务水平或超过第二次世界大战期间的峰值。疫情的爆发已加剧了各国债务累计的速度，使本轮借贷潮成为自上世纪 70 年代以来全球借贷“规模最大、速度最快、范围最广”的一次。

图 17：1990-2021 全球债务与 GDP 之比(%)

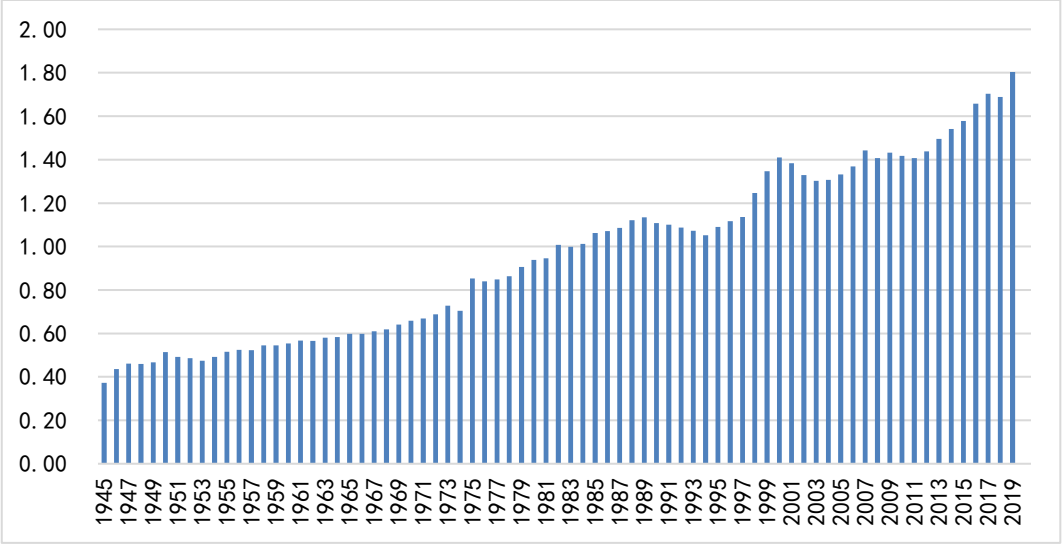


数据来源：IMF，中航证券研究所整理

然而，目前的债务浪潮其实并不陌生。根据 Kose et.al (2020)的研究，过去的 50 年里，全球曾经历过三次债务积累浪潮，分别发生在 1970-89 年、1990-2001 年和 2002-09 年。三次波动显示出了一些显著的相似之处——开始于实际利率较低的时期，并往往受到促成快速借贷的金融市场改革或金融市场变化的推动。然而，债务积累的结果往往并不令人愉快——它们都以大范围的金融危机结束并与全球经济衰退(1982 年、1991 年和 2009 年)相吻合。

对于美国来说，除了股票估值过高以外、还存在着私营部门过度杠杆的趋势。自 08 年以来，企业在借贷成本处于历史低位的情况下大肆举债。企业借贷水平在 2019 年已经达到了 GDP 的 169%。今年，美联储无限的购买力几乎消除了市场的恐慌，令投资者信心大增。即便是被视为风险特别高的企业，也可以毫无问题地大量举债。据 Dealogic 的数据，投资级公司在 2020 年 3、4、5 月份的借款达到了创纪录的水平，发行了逾 2300 亿美元的债券。截止到 2020 年第三季度，美国公司已经发行了超过 1.4 万亿的债券。

图 18：美国非金融企业负债占 GDP 比例飙升



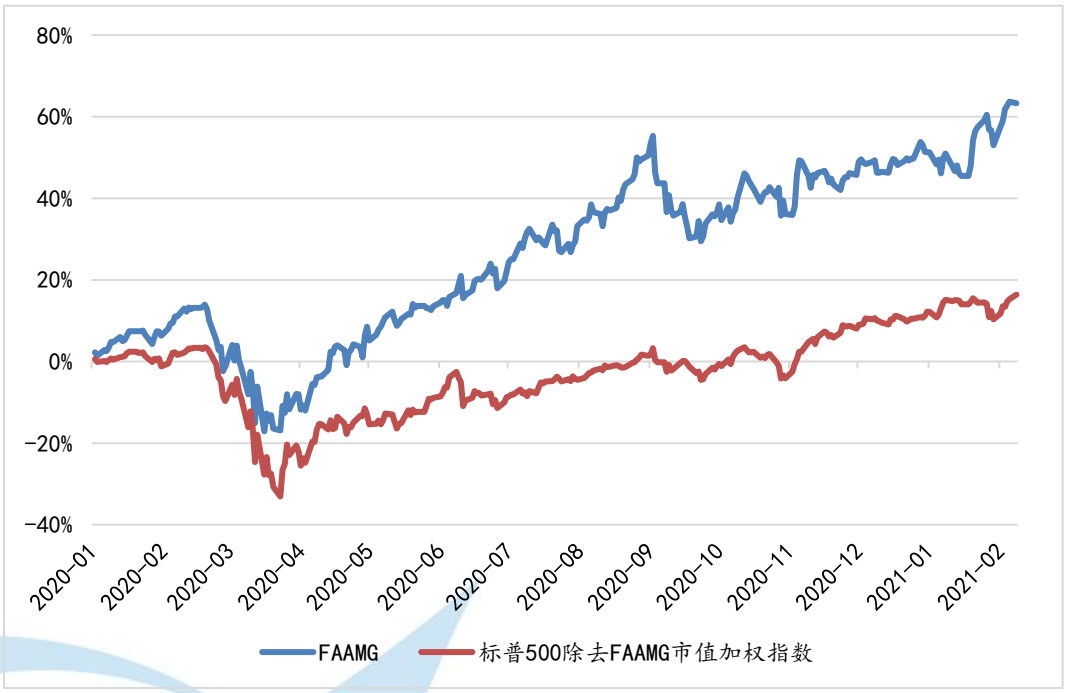
数据来源：Wind，中航证券研究所整理

股票估值过高、私营部门过度杠杆——这是日本金融危机爆发前的状况，也是美国如今的状况。鉴于十年前公共债务的增加曾引发美国次贷危机并导致了欧洲的衰退。疫情后，美国会不会在不久的将来出现另一场金融危机？面对美国的债务问题，投资者是否需要担心“蝴蝶振动翅膀”引发金融市场崩盘？

风险 5：大型科技公司的创新高是否是另一个互联网泡沫的开始

2020 年，股票市场发生了一些重大变化。市场参与者抓住了与疫情新常态有关的投资机会，包括远程办公和在线学习。从这些变化中受益的公司的股票(通常是在技术领域)成为 2020 年市场上的主要赢家。从图表 14 中，我们可以清晰的看到标普 500 指数在 2020 年的强势是由少数重量级科技公司的股票推动的。然而，微软(Microsoft)、字母控股 Alphabet、亚马逊(Amazon)、Facebook 和苹果(Apple)等少数科技公司带领市场快速走出熊市的同时也导致了市场的扭曲：标普 500 指数和纳斯达克指数目前已严重依赖这一小部分公司的表现。成长股整体表现超越价值股的幅度是几十年来最大的。展望未来，投资者面临的最大问题是在美国仍有 73 万人初请失业金（2021 年 2 月 20 日结束当周）且在经济反弹不及预期的背景下，不断上涨的股票市场是否正处于另一个类似互联网泡沫的科技泡沫之中？未来科技股是否能继续维持如此高的估值？

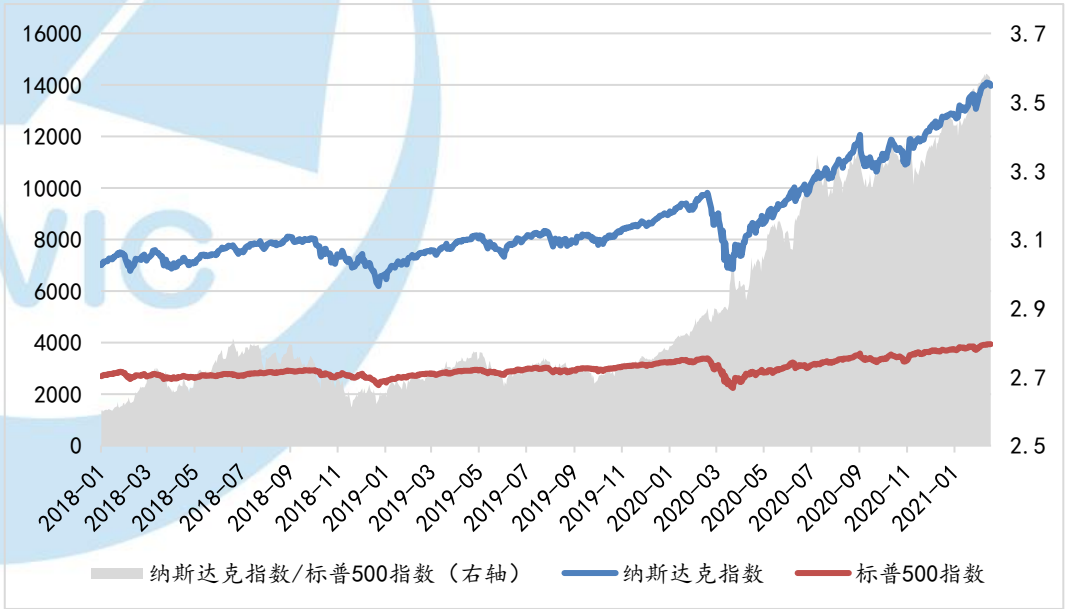
图 19：FAAMG 推动 2020 年标普上涨



数据来源：Bloomberg，中航证券研究所整理

以市盈率衡量，FAAMG 集团 2021 年 1 月的平均市盈率约为 46 倍，而标普 500 指数市盈率为 38 倍。这些指标显示 FAAMG 股票目前的交易价格相对于标普 500 指数存在显著溢价。

图 20：纳斯达克和标普 500 比率不断扩大



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

与此同时，投资者已经注意到这五支股票的估值大幅飙升。随着市值的飙升，越来越多的人担心 FAAMGs 已经变得过于昂贵。德意志银行(Deutsche Bank)在 2021 年 1 月 13 日到 15 日期间对 627 名金融市场专业人士进行的调查反馈中，绝大多数投资者认为科技股处于泡沫阶段。在 1-10 的泡沫等级中，有 83%的受访者给美国科技股打出了 7 以上的分数。尽管技术还在不断创新，但这些公司目前的盈利势头可能无法在 2021 年持续。

此外，政治风向正在转向对他们不利。越来越多的监管审查和反垄断将成为这些公司未来发展的一大阻力。禁止特朗普在推特和脸书上发文、将 Parler 从苹果和谷歌应用商店中移除，几家大型科技公司对特朗普及其支持者的“围剿”提醒了世界各地反垄断监管机构他们的能力——少数几家科技巨头决定什么可以存在于网上。监管机构对其市场主导地位的日益关注以及对其市场主导地位的潜在滥用，将对它们构成越来越大的威胁。这些因素可能给他们收益增长前景带来压力并导致估值下降。

三、利率上升对美股的冲击或超过 2013 年，但全面看空美股为时尚早

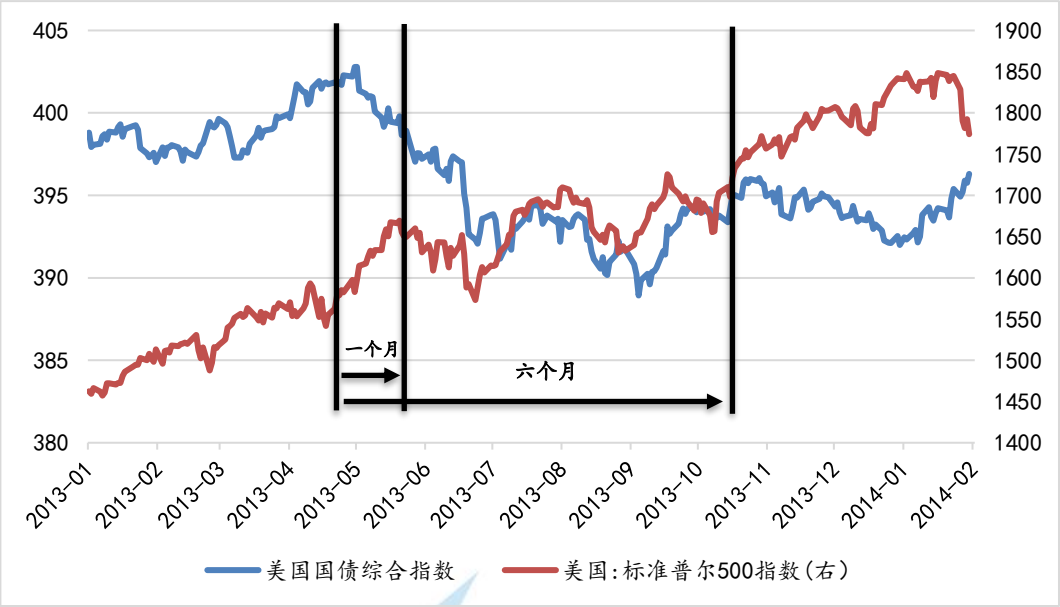
随着疫苗的分发，经济的复苏，新的变化将开始主导美股的走势。股票市场继续增长的驱动力将发生转变——由新冠疫情时期政策的支撑转为经济改善和企业盈利反弹的支撑。如果说新冠疫情定义了 2020 年的股市，那么由疫情所带来的一些长期变化，以及疫苗大规模接种后经济基本面改善的速度和美联储政策的变化将为 2021 年的股市预测提供框架。

3.1 “TaperTantrum”（2013）对美股市场的影响有限

到目前为止，美没联储每个月都在购买至少 1200 亿美元的美国国债和抵押贷款支持证券。虽然美联储做出了“维持宽松的货币环境和不变利率直到经济恢复充分就业”的保证，但迄今为止，美联储对资产购买步伐的决定一直含糊其辞。显然，在美联储提高关键利率之前，这些购买计划将大幅下降。

然而，从证据上看，2013 年美联储减少资产购买计划对美国经济的影响非常有限。2013 年 5 月 1 日，在联邦公开市场委员会(FOMC)会议上，美联储首次发布声明称：“随着劳动力市场或通胀前景的变化，委员会准备降低资产购买的速度。”观察美股市场的走势，我们发现在伯南克讲话后的一个月里，标普 500 指数上升 3.6%，美国国债综合指数下跌 1.3%。如果我们将时间轴扩大到伯南克讲话后的 6 个月，标普 500 指数上升了 11%，美国国债指数下降 1.9%。

图 21：2013 年美国资本市场主要指标走势



数据来源：美联储数据库，中航证券研究所整理

另一方面，美联储缩减购债规模的条件是，美联储在实现充分就业和 2%通胀目标方面必须取得相当大的进展。基于目前美国的经济形势，美联储在 2021 年缩减购债规模的可能性很低。美国最近的经济数据显示美国实体经济通胀水平的回升有限。尽管美国疫苗的发放和接种速度都在持续提升，但目前的公共危机仍在继续对经济活动和就业造成压力。2020 年 1 月 PCE 同比 1.45%，低于疫情前水平以及美联储的通胀目标。美国劳工统计局(Bureau of Labor statistics)公布的最新数据显示，1 月份美国新增就业岗位 49000 个，而经济学家的预测是 10 万个。申请失业救济的人数虽然较疫情最严重时期大幅下降，但仍保持在 73 万人的高位之上。未来一段时间，供给端，受就业形势影响，工业生产的恢复、产能利用率的提升需要一定时间。需求端，失业率的居高不下将缓解工资压力。因此，短期内经济过热的可能性低，价格上涨的紧张局势也不太可能很快到来。

另外，美联储 2020 年 12 月的会议纪要上强调未来关于缩减购债规模的计划将会提前很长时间向市场宣布，以避免美国国债收益率飙升。显然，他们已经从六七年前的教训中吸取了经验。

图 22：美国通胀水平

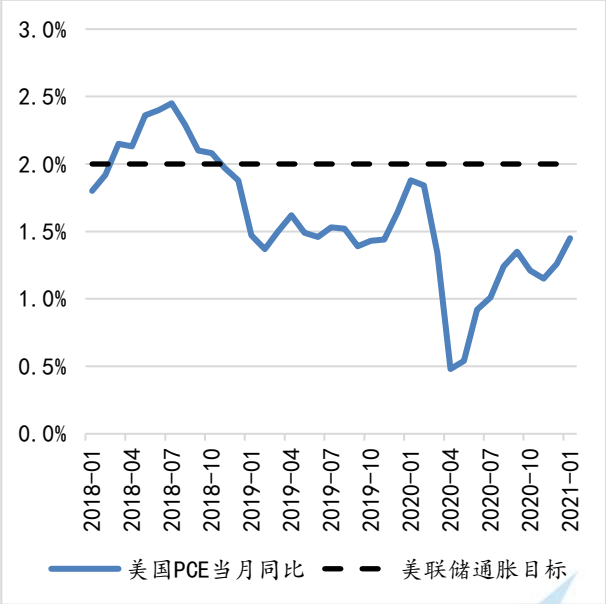
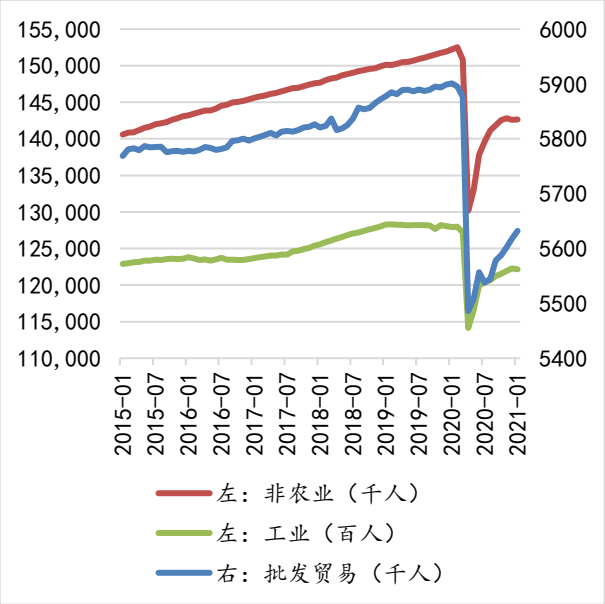


图 23：美国就业情况



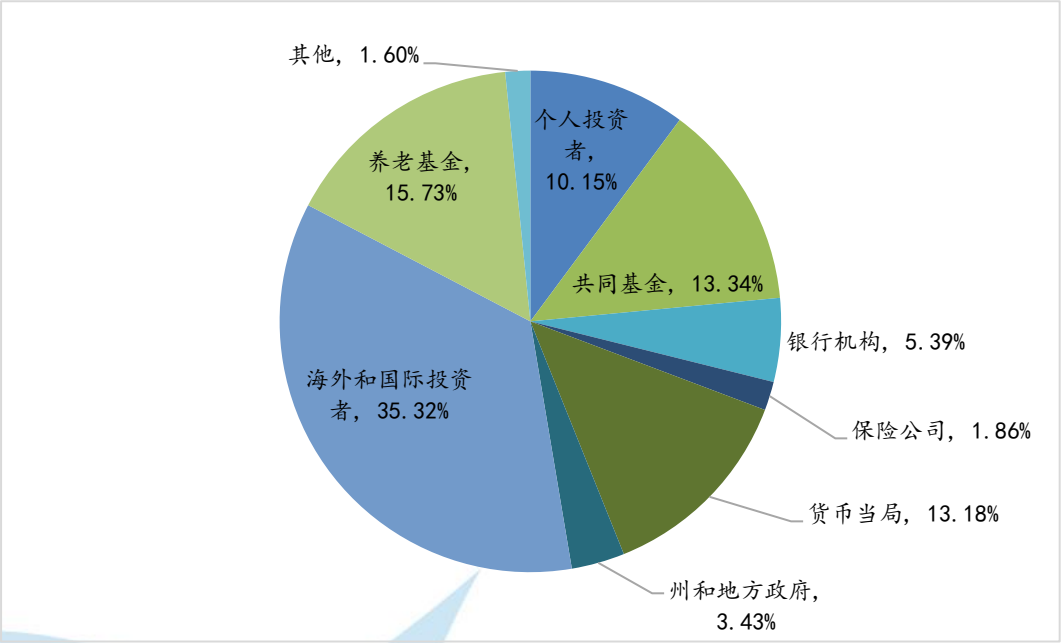
数据来源：美联储数据库，中航证券研究所整理

3.2 美国整体债务水平仍可控

为了避免新冠病毒引发的经济危机，世界各国政府所采取的前所未有的行动导致了政府债务的大幅上升。随着政府支出的增加，美国的公共债务不可避免的急速上升并超过了疫情前的水平。然而，我们有理由相信美国目前的债务水平不太可能会引发债务危机。

首先，从美国的国际地位来说，目前美元的储备货币地位依然是稳固的。回顾我们在 2020 年发布的《美元国际地位难以撼动，但疫情后或迎来弱美元与信用风险》的文章中的一组数字，截止到 2019 年，外国中央银行和货币当局持有的全球外汇储备中，超过 60%仍为美元。约 90%的全球外汇交易涉及美元交易，在美国以外的全球贸易中约 40%以美元计价和结算，将近 60%的美元纸币作为全球性的价值存储和交换媒介在国际上流通。美国对资本市场、债券和支付体系的控制奠定了美元广泛而持久的融资能力。虽然 08 年金融危机后，美债的吸引力相对下降。但迄今为止，美元依然是危机中的安全资产。冠状病毒后美国杠杆率的提升可能会引发市场拒绝购买美国国债，但短期内，美元的国际地位依然稳固。各国对于美债的需求将使美国国债的实际利率水平继续保持在低点。因此，危机的可能性较低。

图 24：美国国债的持有者结构（2019 年）



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

图 25：外国持有的美国国债（%）

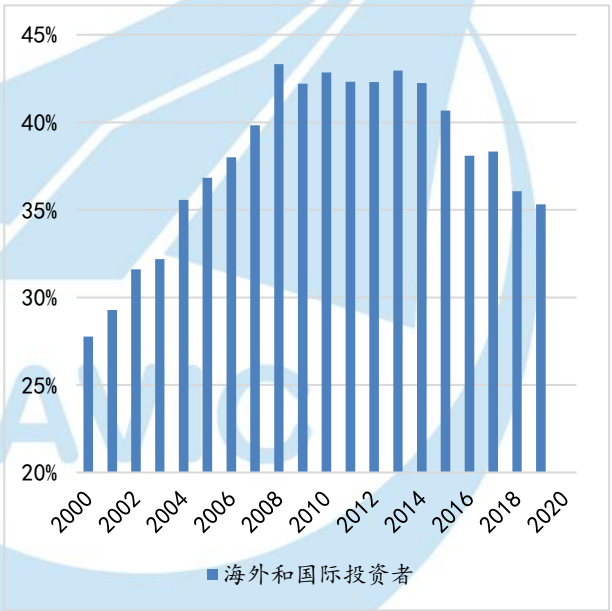
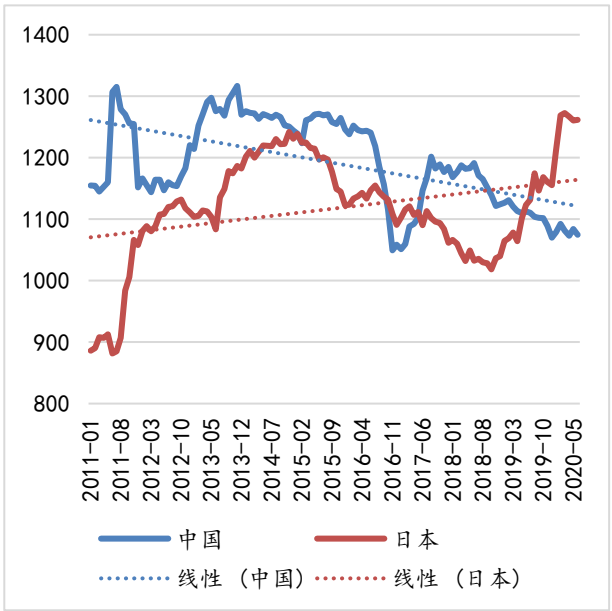


图 26：中国，日本持有美国国债（十亿美元）



数据来源：世界银行，美国财政部，中航证券研究所整理

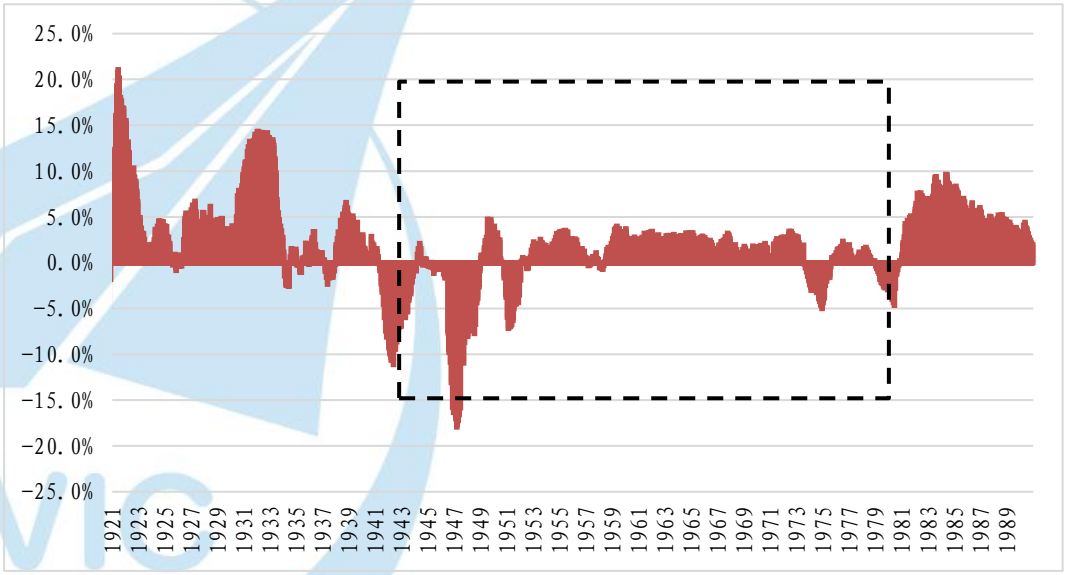
从历史的角度来看，发达国家曾经历过比目前更高水平的债务。二战后，许多富裕国家都经历过一段时间高杠杆时期。但在随后的 30 年里，债务负担逐渐被较高的增长、较低的失业率和温和的通货膨胀所侵蚀。公共干预逐渐转化为有效的经济复苏，并引发高增长率，随着债务/GDP 比率中分母增速快于分子增

速，债务/GDP 比率开始自动下降。根据哈佛大学的卡门·莱因哈特(Carmen Reinhart)和 IMF 的贝伦·斯布兰西亚(Belen Sbrancia)的研究，在 1945 年至 1980 年期间，许多富裕国家的政府利用增长和金融抑制成功的降低了债务水平。通货膨胀和金融抑制使实际利率保持在较低水平，在降低杠杆率的这段时期，发达经济体的实际利率大约有一半时间为负。

以美国为例，当时的美联储通过将名义利率保持在较低的水平有效的降低了债务的偿还利息。政府还限制了银行向借款人或储户收取的利率，并限制银行放贷。严厉的资本管制使储蓄者无法在海外寻求更高的回报，迫使美国国内的机构和家庭以低于市场的利率向政府贷款。随着战时价格管制的放松，通货膨胀上升到相对温和的水平。通货膨胀调整后，政府债务实际利率变负，并且在接下来的几十年里一直如此(图 18)。负的实际利率稀释了债务的实际价值，有效的降低债务和 GDP 的比率。在美国实行金融抑制的这段时间里，美国债务占 GDP 从 1946 年的 118% 稳步下降到 1980 年代早期 32%的低点。

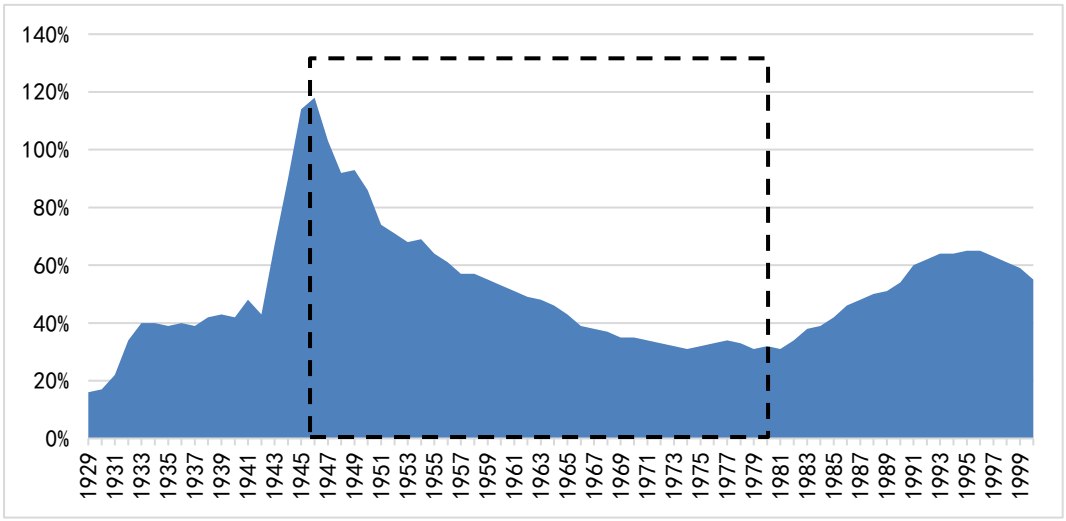
因此，对于债务的处理问题，我们认为美国可能会选择低利率，高增长和温和通胀来摆脱债务，使得债务占 GDP 的比例随着时间的推移而缩小。而这种低利率，温和通胀的环境恰恰为股票市场的繁荣奠定了基础。

图 27：美国实际利率（10 年期政府债券实际收益率，1914-1990）



数据来源：世界银行，美国财政部，中航证券研究所整理

图 28：美国债务占 GDP 水平（1914-1990）

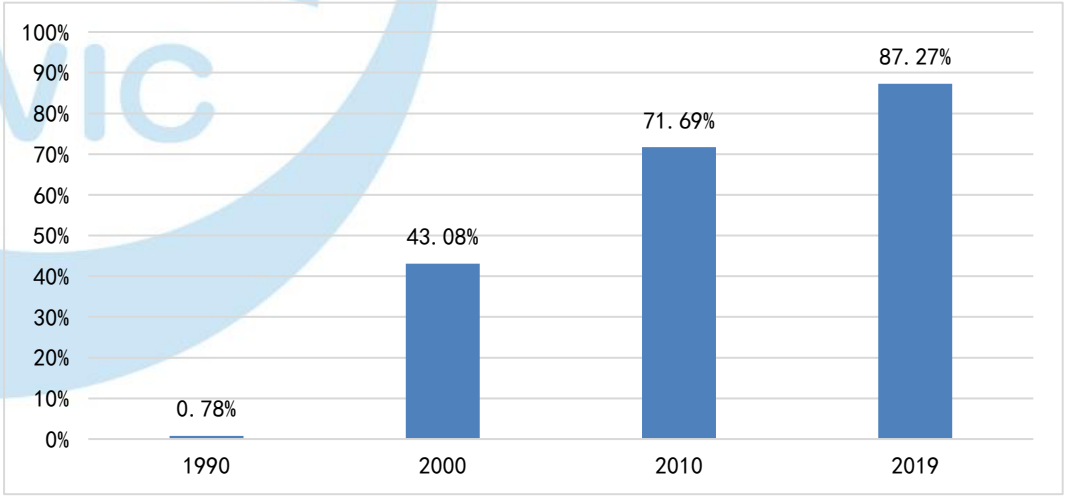


数据来源：世界银行，美国财政部，中航证券研究所整理

3.3 科技股泡沫破裂的可能性低

新冠疫情时期的科技股的上涨与上世纪 90 年代末的科技股泡沫有一些关键的不同。1990-2000 年，互联网的迅速发展推动了科技和电信类股票的迅猛增长。虽然当时的投资者对互联网的商业化寄予厚望。但他们没有看到的是：当时的互联网的普及率依然很低。因此，大多数互联网公司股票的价格远高于他们实际的价值。而 2020 年科技股上涨的背后是更加数字化、更少实体的全球化阶段转移。新冠疫情仅仅是加速了一些先前存在的趋势——即由工业 4.0 引发的新一轮全球化。在疫情之后，技术创新将继续蓬勃发展，人工智能、5G、物联网的发展将重塑现代社会。随着世界开始逐渐网络化，科技将继续蓬勃发展。全球这一趋势意味着科技行业股票在未来将会继续不错的表现。

图 29：美国互联网普及率(每 100 人中的互联网用户)



数据来源：美联储数据库，中航证券研究所整理

图 30：发达经济体制造业岗位下降（制造业就业占总就业的百分比）

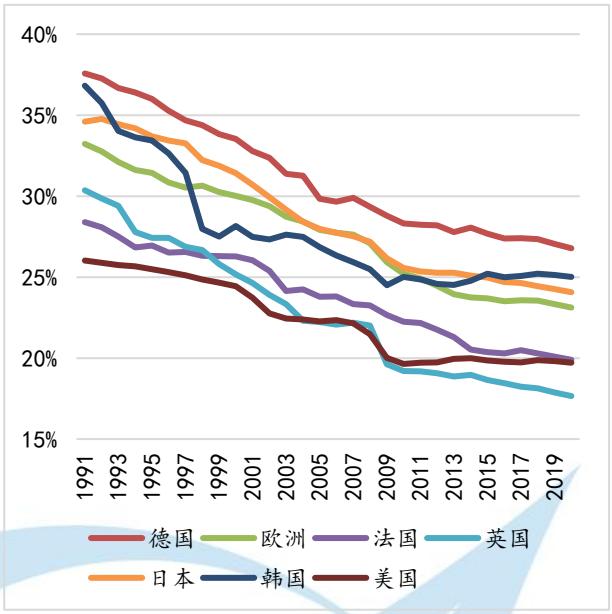
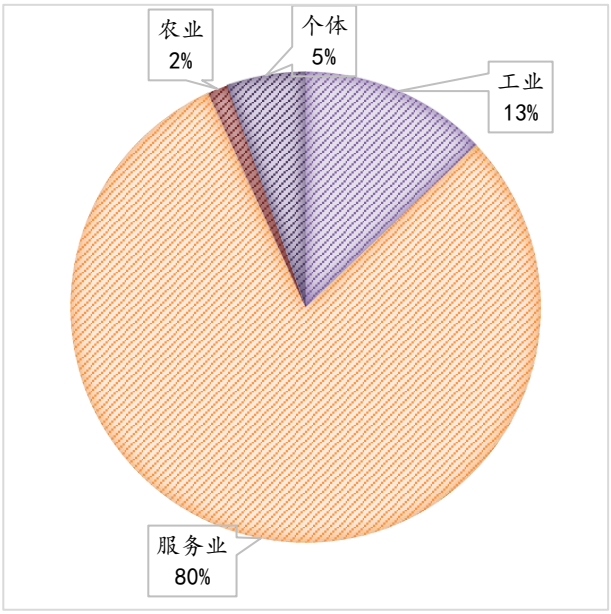


图 31：美国按主要部门划分的就业占比（2019 年）



数据来源：世界银行，美国劳工统计局，中航证券研究所整理

另一方面，如今的科技巨头和它们的互联网前辈们的一大区别在于规模。互联网泡沫的破裂因为科技股达到了它们无法维持的估值。而 2020 年推动标普 500 指数上升的苹果，Alphabet、亚马逊等都是价值过万亿的科技行业龙头。2020 年，苹果的市值已突破 2 万亿美元，超过了由英国最大上市公司组成的富时 100 指数的市值总和。这些公司有能力获得巨额利润来支撑他们的股票价格。以苹果为例，除手机和电子产品的销售外，以苹果应用商店(App Store)、云存储(iCloud storage)、苹果音乐(Apple Music)和 AppleCare 为首的服务领域在 2020 年营收已超过 600 亿美元。并且还在以每年 15%的速度增长。

从历史上看，宽松的货币政策时期和低利率环境有利于市场表现，而戳破泡沫和股市见顶传统上都是过度限制性政策的结果。回顾 2000 年的危机，利率，即美联储的态度发挥了重要的作用。2000 年 3 月，美国的联邦基金利率已升至 5.75%。3 月 21 日，在纳斯达克指数达到当时的最高点时，为了给繁荣的美国经济降温，美联储再次加息 0.25%并将短期利率推至周期新高水平。随后，科技行业开始下跌。而目前的利率为零，美联储的最新预测要求零利率至少维持到 2023 年。在一个实际利率(国债收益率减去通胀率)为负的世界里，股票吸引力将大幅提升。也就是说，如果说目前的科技股处于泡沫区域，那么至少目前还处于“泡沫的山脚”。2023 年以前，支持泡沫的“宽松货币形势”可能会继续存在。因此，未来科技股泡沫破裂的可能性很低。

图 32：2000 年危机时的利率和股票

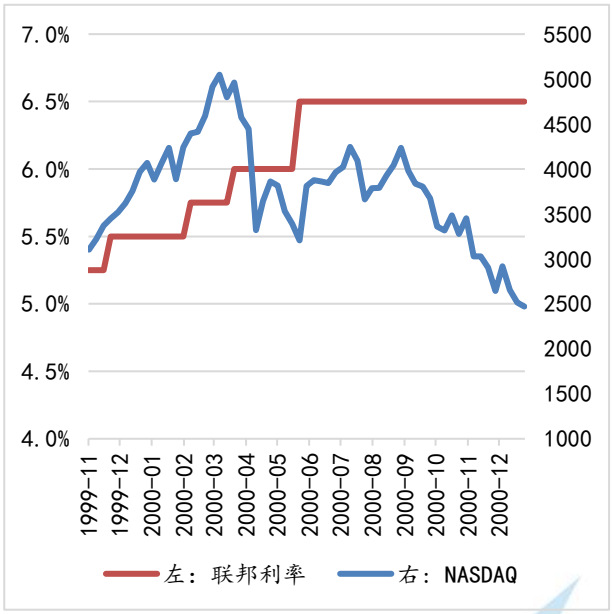
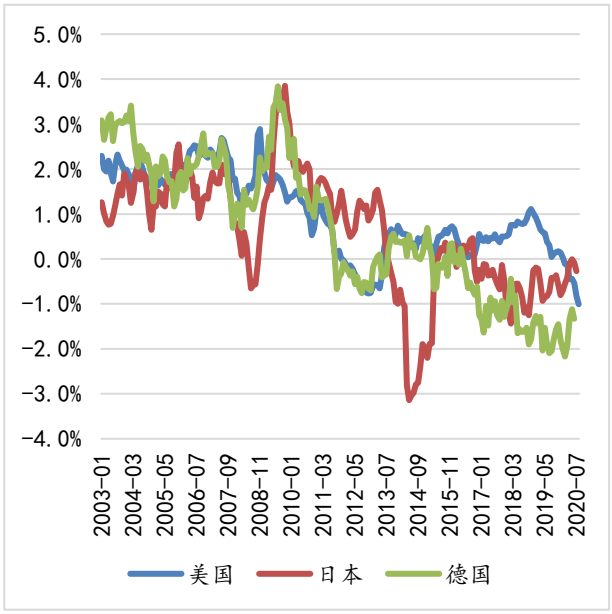


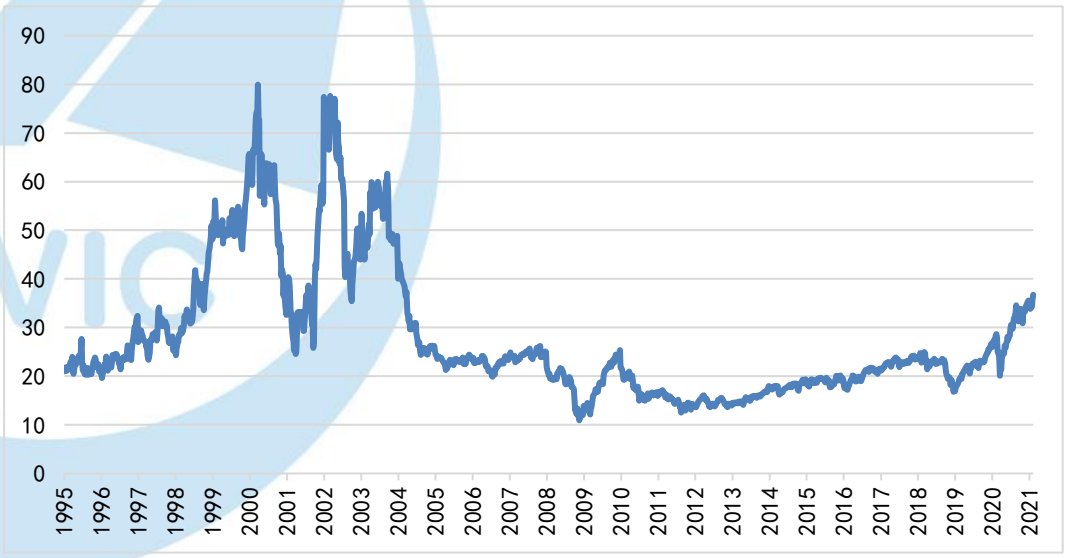
图 33：2021 年发达国家国债收益率进入负值



数据来源：美联储数据库，中航证券研究所整理

从估值的角度，1990-2000 年，在科技股繁荣的巅峰时期，按市盈率（Trailing PE）计算，股价较标普 500 指数有 2.3 倍的溢价。以同样的标准衡量，该板块目前的溢价为 1.3 倍。因此，长期来看，我们认为科技股仍有上升空间。

图 34：标普 500 科技板块市盈率



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

3.4 经济前景、企业利润和财政货币政策对美股形成支撑

此轮利率上升对美股影响可能超过 2013 年，但全面看空美股为时尚早。随着疫苗的大规模普及，财政政策的退出，市场将重新锚定经济前景、企业利润和货币政策，而这三者都仍将对美股形成支撑。

3.4.1 经济前景：全球复苏确定性大

2021 年将是全球经济持续复苏的一年。在全球经济重启的大背景下，金融市场将继续得到提振。预计复苏前期，欧美将出现较长一段的低通胀、低利率的增长时期，而这恰恰有利于股票市场的投资。

图 35：IMF 对 2021 年全球经济增长预测

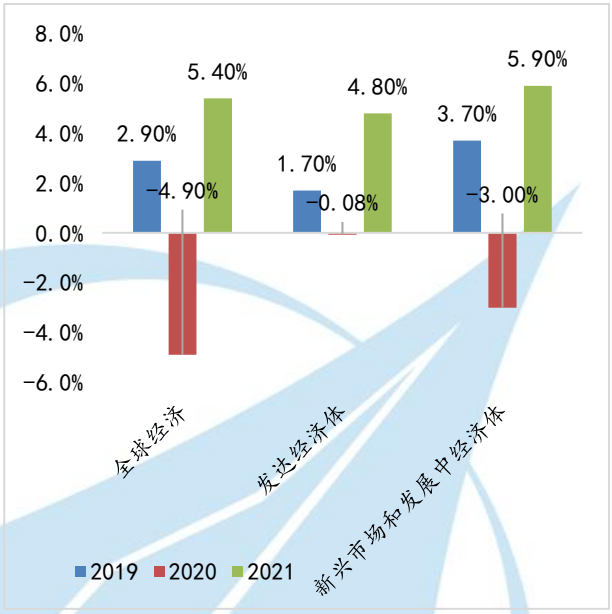
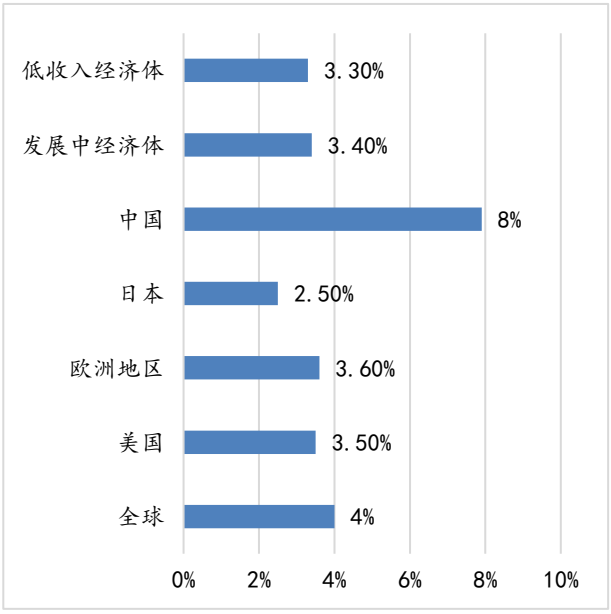


图 36：世界银行对 2021 年全球经济增长预测



数据来源：IMF，世界银行，中航证券研究所整理

对于美国未来的经济复苏，我们持乐观态度。2020 年第三季度美国相较于其他国家所表现出的强劲且快于预期的复苏就是 2021 年重新开放后的经济复苏的缩影。

表 3：2020 年 Q3 全球主要经济体经济强劲反弹

主要经济体 2020 年 GDP 环比增速

	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
欧洲地区	0	-3.7	-11.8	12.7
欧盟	0.1	-3.3	-11.4	12.1
比利时	0.6	-3.4	-11.8	10.7
德国	0	-1.9	-9.8	8.2
西班牙	0.4	-5.2	-17.8	16.7
法国	-0.2	-5.9	-13.7	18.2

意大利	-0.2	-5.5	-13	16.1
葡萄牙	0.7	-4	-13.9	13.2
日本	-1.2	-0.5	-7.9	5.5
美国	3.9	-3.4	-32.8	38.3

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

预计 2021 年，美国的经济复苏将呈现出两个阶段：前期，疫苗还没有大范围接种时，经济活动将有所恢复，但劳动力市场的疲软意味着消费者仍将保持谨慎。后期，在大部分人都接种了疫苗后，我们将看到加速的经济增长。

3.4.2 公司盈利：EPS 上升强劲

盈利方面，额外的财政刺激、宽松的央行政策和疫苗的推出为消费者支出和经济复苏提供了良好的支持。在经济不断增长的背景下，企业利润有望以两位数的健康速度增长。根据 FactSet 的计算，如果将 2020 年的亏损计算在内，2021 年标普 500 指数的收益将增长 21.8%，是 2010 年以来的最大涨幅(2010 年每股收益增长率为 35.73%)。其中，工业类股和非必需消费品类股涨幅居前。

图 37：FactSet 2021 年各行业利润增长预测

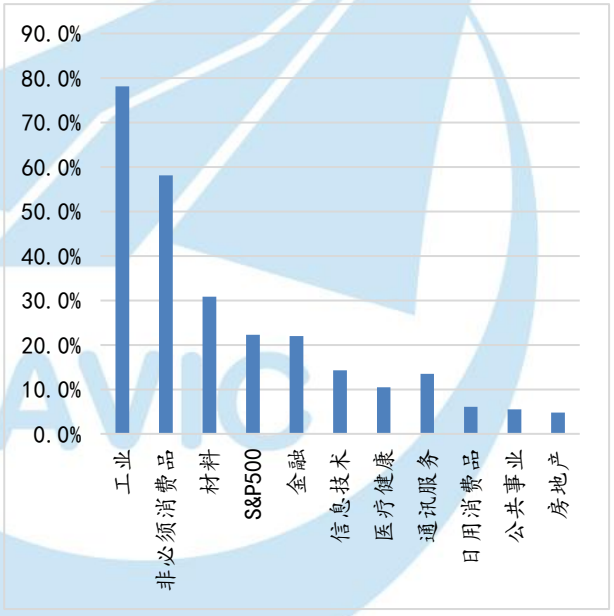
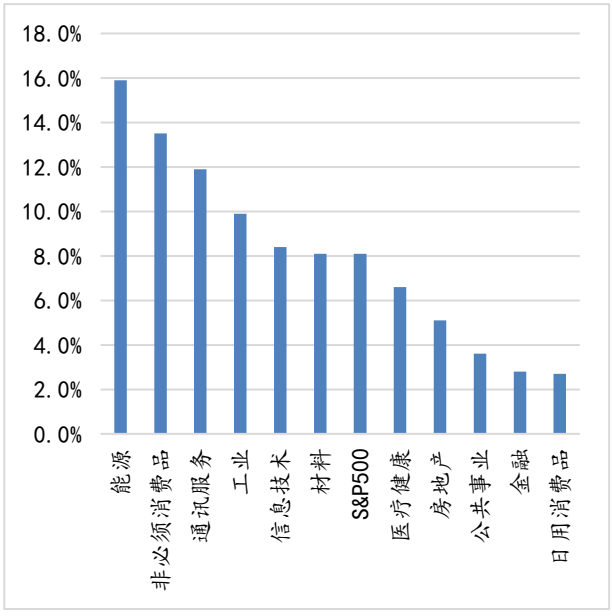


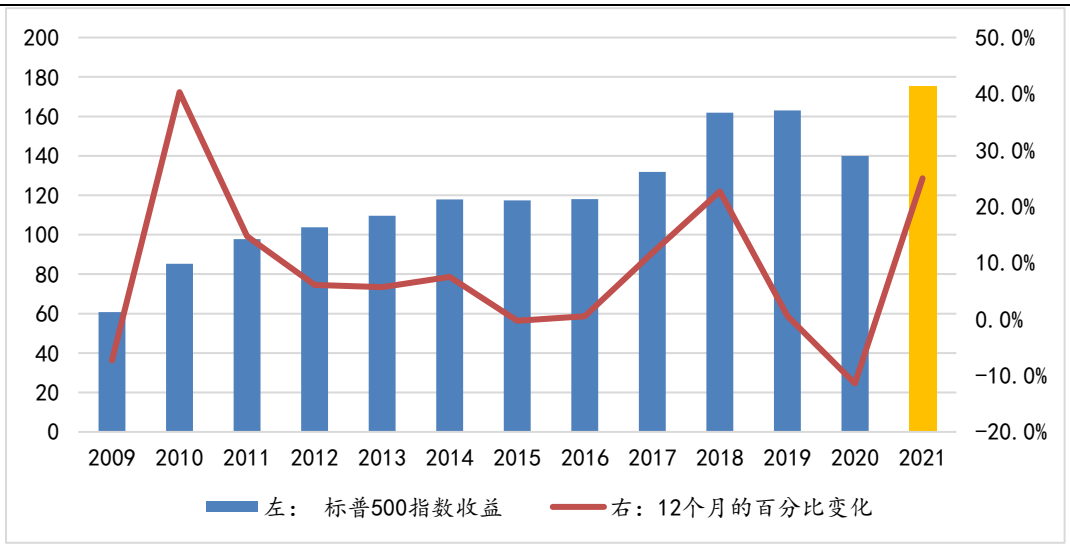
图 38：FactSet 2021 年各行业收入增长预测



数据来源：FactSet，中航证券研究所整理

2021 年 2 月 17 日，纽约联邦储备银行经济学家埃德·亚德尼(Ed Yardeni)发布的 2021 年预测显示 2021 年的收益应该会超过新冠疫情前的结果。根据其研究团队的预测，2021 年标普 500 指数每股收益为 175 美元，高于 2019 年每股 163 美元的水平。

图 39：埃德·亚德尼标普 500 指数减税后的收益预测

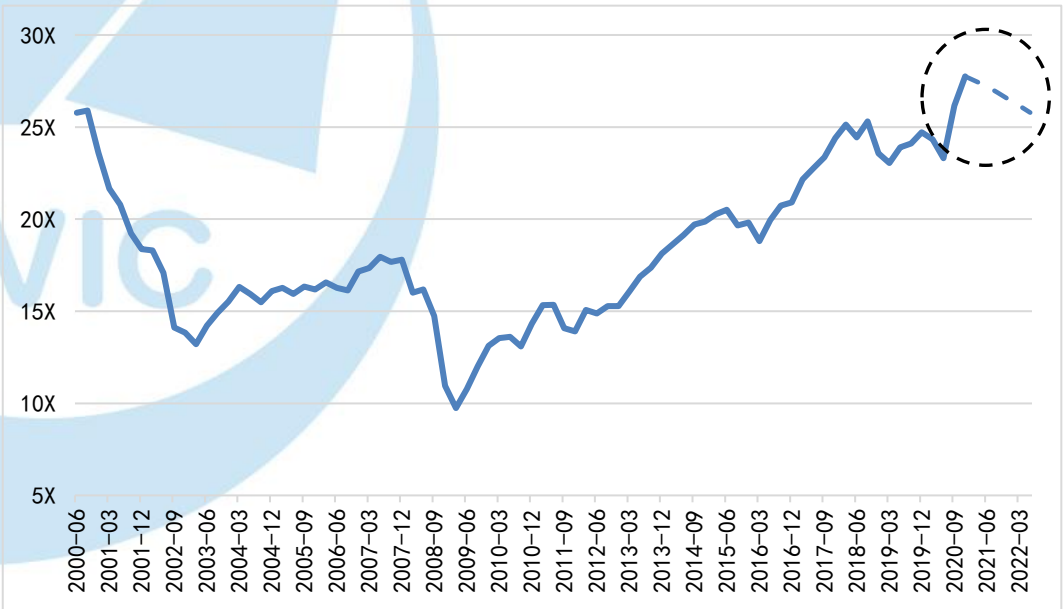


数据来源：YardeniResearch 中航证券研究所整理

因此，如果股市回顾基本面逻辑并追随收益，2021 年对股票投资者来说将是一个好年份。企业利润的上升会在中期内为投资者带来持续的正回报。

企业利润修复也有望缓解美股估值过高的风险。根据市场对于通胀和标普 500 盈利的一致性预期，随着未来美国上市公司盈利的修复和增长，在中性假设下，将会良性驱动 Shiller PE 的持续下降，缓解市场对于美股估值较为昂贵的担忧。

图 40：中性假设下，标普 500 指数 Shiller PE 将随企业盈利修复而下降



数据来源：Bloomberg，Wind，中航证券研究所整理

3.4.3 货币财政政策：支持泡沫和高杠杆的“宽松形势”大概率继续存在

疫情的好转和新的财政支出有望带动需求端的加速复苏。但供给端受就业市场的拖累恢复较慢。一些投资者担心，未来需求大于供给的局面会导致通胀的大幅上行。一旦通胀出现飙升，美联储可能会选择通过加息或缩减资产购买规模来收紧货币政策。然而，鲍威尔在 2021 年 1 月 27 号在宣布美国央行 1 月份的决策时发表的讲话驳回了这一想法。“如果通胀在今年的晚些时候或明年上升，这可能是暂时的”。“我们会保持耐心，不会立即做出反应。”此外，当被问及过度的财政刺激可能产生的通胀影响时，他表示，“目前把焦点放在政策的全面退出上还为时过早，相比存在更高的通货膨胀的可能性，我更担心的是未能实现全面的复苏，以及人们因不能及时恢复工作而失去建立起来的事业和生活。”鲍威尔重申，美联储将允许通胀率在一段时间内高于 2%。从鲍威尔的讲话中，我们不难推断美联储的政策很可能在很长一段时间内保持宽松。

经济的修复需要时间。根据 IMF 的预测，经济将在 2021 年和接下来的几年出现反弹，但要恢复到全速增长并弥补损失的产出还需要一段时间。 在经济状况明显改善，并回归充分就业之前，通货膨胀大幅上升的可能性很低。后期，随着疫苗的推广和经济复苏，美国实体经济通胀存在快速回升的可能性。但鉴于通胀在中短期内将是一个非常小的问题，2021 年支持泡沫和高杠杆的“宽松货币形势”大概率将会继续存在。

此外，未来更多的财政支出也需要宽松的货币政策做配合。除了目前出台确定性较强的 1.9 万亿美元规模的大额财政刺激计划，拜登政府未来或将继续推出 2 万亿美元基建计划，且据《华盛顿邮报》报道，一些民主党议员已将讨论金额提高至 3 万亿美元。新的财政扩张政策或将伴随着大量国债的发行，在美国 MMT 导向下，美联储未来或继续维持购买国债的步伐，延缓货币政策收紧的拐点。

表 4：拜登 2 万亿美元基建计划投资范围和主要内容

	投资内容
公共交通	拜登计划对交通基础设施的各个方面进行投资，包括：
	维修高速公路、桥梁和道路，其中包括建设安装有传感器和控制设备的智能道路；
	增加对陆军工程兵部队的拨款；
	改善铁路系统，减少污染和通勤时间，促进对都市圈外社区的投资；
	改善市内交通，其中包括建设轻轨网络、改善现有公交路线以及为行人、自行车和其他微型移动设备（如电动代步滑板车）建设相应的基础设施。
美国制造	政府将采购美国工人生产的一系列产品，从清洁能源汽车到钢铁，再到关键的医疗产品；

	向 5G、人工智能、生物技术和清洁能源等领域提供研发资金。
清洁能源	拜登主要计划将通勤火车、学校大巴、公共汽车、轮渡和乘用车所需能源转变为电力或清洁能源，以减少空气污染。其他能源方面的目标还包括：
	新建 50 万个电动汽车充电站；
	建设新型电池储存系统和电力传输基础设施；
	建设下一代电网传输和分配系统；
	增加碳捕获、永久封存和利用方面的技术研究资金；
	确保绿氢成本在 10 年内能与常规氢相当，并为此领域研发提供资金；
	投资修理供水管和下水道系统；
	更换铅质供水管道。
其他	将为所有美国人提供可靠且负担得起的高速互联网；
	在未来 4 年时间里升级 400 万栋建筑，并为 200 万户住宅提高御寒性能；
	对住宅、办公室、仓库和公共建筑进行能源升级；
	通过提供现金返利和低成本融资促进家用电器的升级和电气化，安装高效节能窗；
	升级学校和早教中心设施；
	建设 150 万套住宅和公共住房，以解决经济适用房危机。

数据来源：拜登竞选网站，中航证券研究所整理

风险提示：新冠病毒变异，疫苗效果不及预期，经济复苏受挫，货币政策提前收紧。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中国人民大学管理学学士，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。