现阶段的美国经济复苏进展

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

——————他山之石·海外精译第 243 期

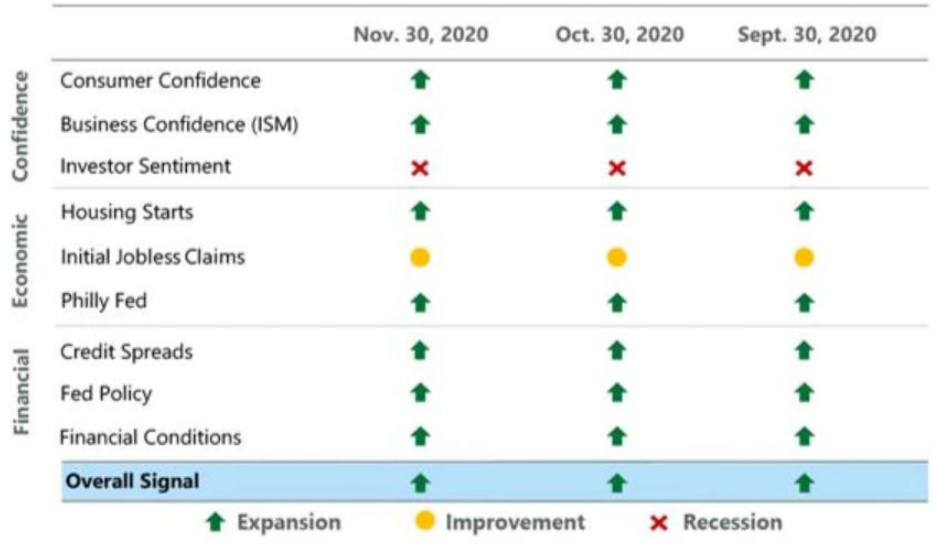
❖ **背景：新冠疫苗开始投入市场，美国总统交接进程开始进行。**

随着新冠疫苗的问世以及美国总统大选的落地，美国经济开始进入新一复苏阶段。为了解国外机构对现阶段的美国经济复苏进展的看法，我们编译整理了 ClearBridge 的 Jeff Schulze 和 Josh Jamner（发表于 2020 年 12 月 1 日）和 Schroders 的研究团队（发表于 2020 年 12 月 2 日）的观点，供市场参考和交流。

❖ **今年第四季度美国经济复苏趋势**

ClearBridge 的 Jeff Schulze 和 Josh Jamner 表示随着当前市场两大不确定性因素（美国总统大选和 COVID-19 疫苗的研发）取得了进展，股票市场在 11 月（过去 75 年来单月上涨幅度第 10 名）中上涨了 10.8%，VIX 指数（衡量预期波动性的指标）从 38.0 降至 20.5。Schroders 的研究团队指出在 11 月，美国股市大幅上涨的原因是疫苗领域的几项突破引发了投资者的乐观情绪，即经济即将恢复正常。ClearBridge 的 Jeff Schulze 和 Josh Jamner 认为当前经济复苏最重要的一项指标是房地产市场的强势。11 月房屋开工量同比增长 14%，较 4 月的低点增长了 64%，并且在 ClearBridge 复苏仪表板上仍然是绿色信号。全国房屋建筑商协会（NAHB）最新的房屋市场指数（HMI）也存在进一步的上涨空间，该指数旨在领先六个月的房屋开工率，并在 11 月创下历史新高。在这种背景下，ClearBridge 复苏仪表盘继续显示出经济扩张态势。

图 1： ClearBridge 复苏仪表板



资料来源： ClearBridge，川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2020/12/12

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100520060001
wangyitang@cczq.com

联系人

张君伟
证书编号：S0380419090013
zhangjunwei@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 当前美股估值情况

当前股票目前的交易价格为未来 12 个月预期盈利的 21.8 倍，远高于历史平均水平的 16.1 倍。这在一定程度上是令人担忧，但也有几个原因可以解释为什么估值可能比通常认为的更有支撑。

ClearBridge 的 Jeff Schulze 和 Josh Jamner 表示当前指数中的周期性板块所占比例往往波动较大，且交易估值较低，处于近 100 年来的最低水平。相比之下，表现出较高成长性、较强稳定性和较强防御性特征的波动性较小的行业，在该基准中的占比为历史最高。在低经济增长和低利率环境下，鉴于其他选择的匮乏，这些特征受到投资者的追捧。相对于历史，低市盈率公司的权重较小，高市盈率公司的权重较大，因此如今与平均基准估值的比较可能不再那么重要。

图 2： 指数构成支持更高的市盈率

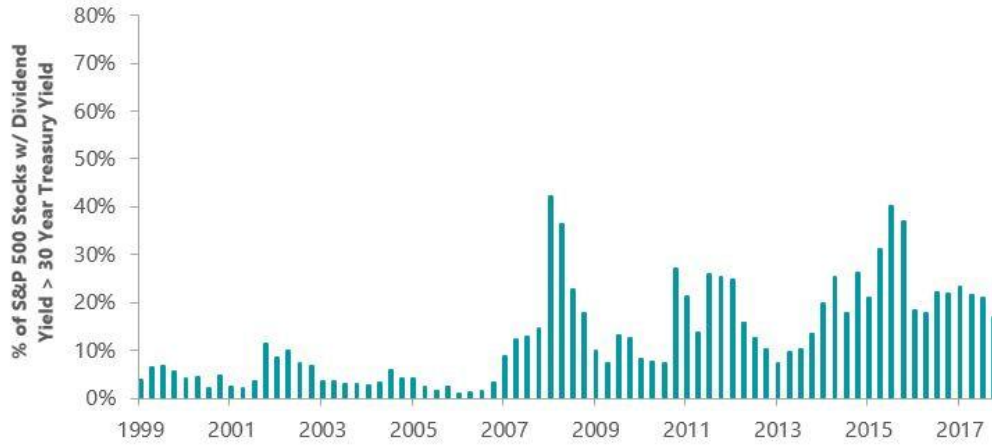


资料来源： ClearBridge，川财证券研究所

ClearBridge 的 Jeff Schulze 和 Josh Jamner 指出在更广泛的投资环境下对股票的估值也有着一定影响。当前利率处于历史低位，10 年期美国国债收益率仅为 0.84%。这具有重要的影响，因为它可以使一些投资者退出债券市场并进入股票市场，尤其是在标准普尔 500 指数提供的股息收益率为 1.7%（与公司债券基准相当）的情况下。实际上，标普 500 指数中超过一半的股票提供的股息收益率高于 30 年期美国国债。随着越来越多的投资者进入股票市场寻求收益，这就会产生推高股票估值的效果，价格上涨但基本收益没有变化。低利率也会在理论层面影响股票估值，低利率相当于较低的门槛率。从资本分配的角度来看，公司经理应该能够投资于更多有利可图的计划，从而提高公司股权价值。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

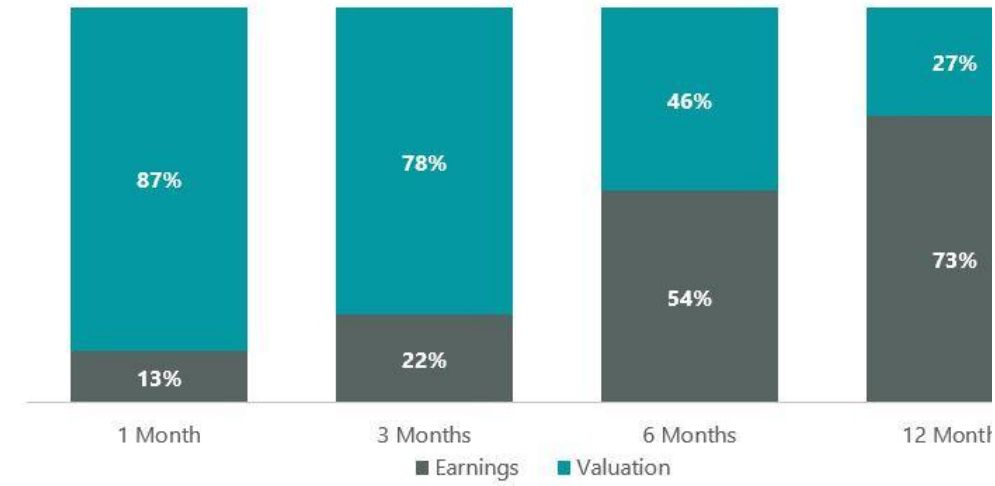
图 3： 派息股票的吸引力



资料来源：ClearBridge，川财证券研究所

ClearBridge 的 Jeff Schulze 和 Josh Jamner 还认为股票估值的最后一个考虑因素是股票市场的典型行为。股票投资者有三个潜在的回报来源：股息、收益增长（或亏损）和估值倍数的变化。股息往往比盈利或市盈率更稳定，并且在 COVID-19 危机前期进行了多次多次高调减持和停牌后，股价已经趋于稳定。由于股价对新信息的反应速度往往快于盈利预期的修正速度，因此短期回报往往更受倍数的影响，而长期回报往往更受盈利的影响。实际上，超过 85%的一个月回报率可以归因于估值变化，而这一数字在一年的时间内下降到将近 25%。

图 4： 盈利与估值是股票价格的驱动力



资料来源：ClearBridge，川财证券研究所

❖ 2021 年资本市场存在的机会

Schroders 的研究团队表示 2021 年大宗商品方面存在一定的机会。今年标普 GSCI 指数实现了正回报，部分得益于美元走软。11 月以来能源板块表现最佳，布伦特原油强势上涨，因对疫苗的乐观情绪提振了经济活动和能源需求持续复

苏的希望。受铅、铜和铝强劲回报的推动，工业金属也实现了两位数的涨幅，因此在 2021 年大概率维持低利率的背景下，大宗商品板块有望继续上涨。

风险提示

美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自了 ClearBridge 的 Jeff Schulze 和 Josh Jamner 和 Schroders 的研究团队发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399