如何看待美股表现和宏观经济的脱节

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

————他山之石·海外精译第 235 期

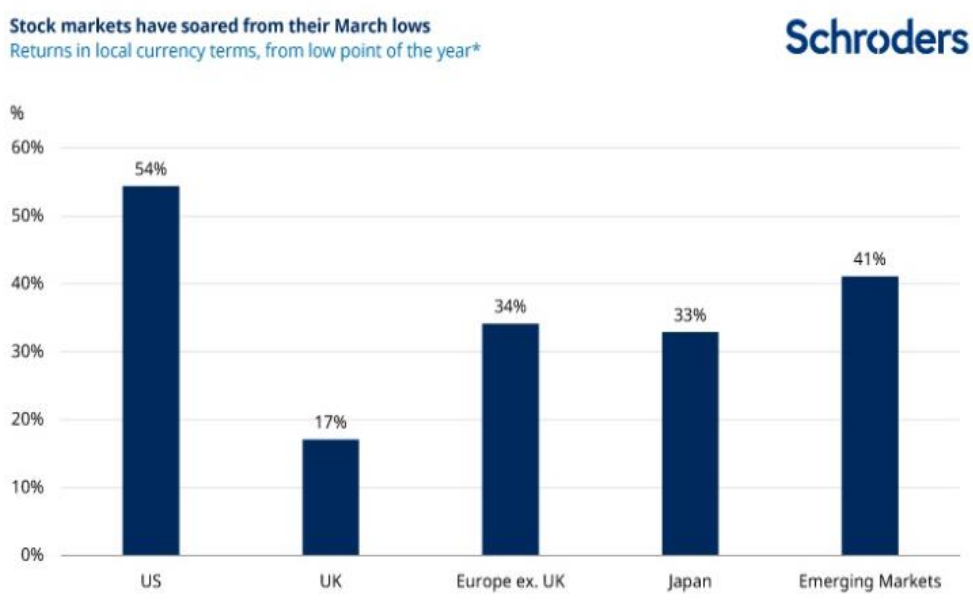
❖ **背景：在今年 2-3 月的美股下跌之后，今年 3-8 月以来美股出现了反弹。**

现阶段美国股市表现和经济数据出现了明显脱节。为了解外资机构对现阶段美国股市和经济数据脱节的看法，我们编译整理了 Schroders 的 Duncan Lamont 和 AllianceBernstein 的 Eric Winograd（分别发表于 2020 年 10 月 7 日和 2020 年 10 月 8 日）的观点，供市场参考和交流。

❖ **美国股市和经济数据的脱节**

Schroders 的 Duncan Lamont 指出今年全球市场经历了 2-3 月下跌后，全球多个股票市场从此一路飙升，而人们的投资决策很难不受当时疫情产生的各种情绪的影响。

图 1： 今年 3 月以后全球多个股票市场的表现



资料来源：Schroders，川财证券研究所

AllianceBernstein 的 Eric Winograd 认为令许多人震惊的是，美国股市复苏是在经济崩溃、多数公司盈利缩水、股东收益大幅削减的情况下发生的。然而，经济数据和股价之间的差异并不像人们想象的那么令人惊讶。股市具有前瞻性，因此股市复苏在一定程度上反映了人们对经济形势将好转的乐观情绪。。AllianceBernstein 的 Eric Winograd 还认为现阶段美国经济处于较为快速但不完全复苏的进程中。但美国经济复苏的进程是充满不确定性的，许多因素都将影响经济复苏的结果。从当下大环境形势来看，以后美国的经济回归正常还有很长的路要走。AllianceBernstein 的预测将 2020 年美国 GDP 增长率下降幅度从 5.4%调整至 3.8%。

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 | 2020/10/16

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

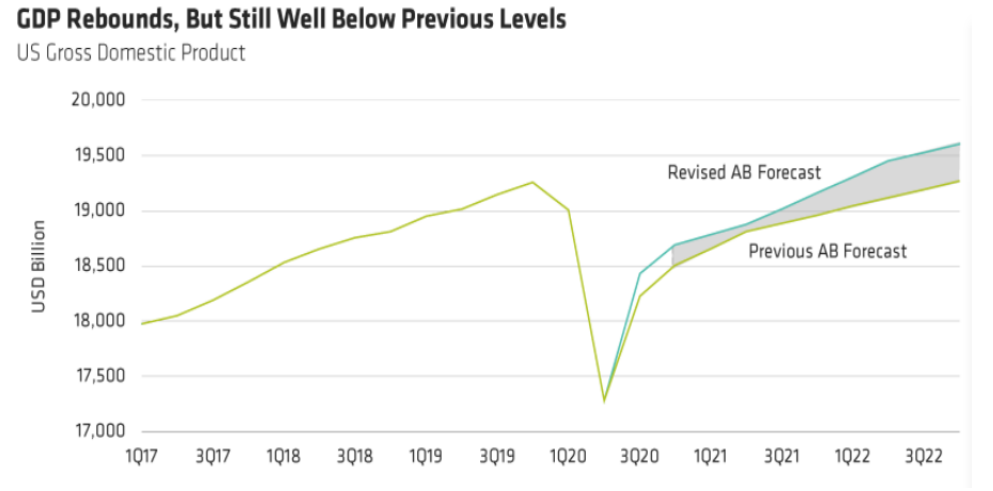
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

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

图 2： AllianceBernstein 对美国 GDP 恢复的预测



资料来源： AllianceBernstein，川财证券研究所

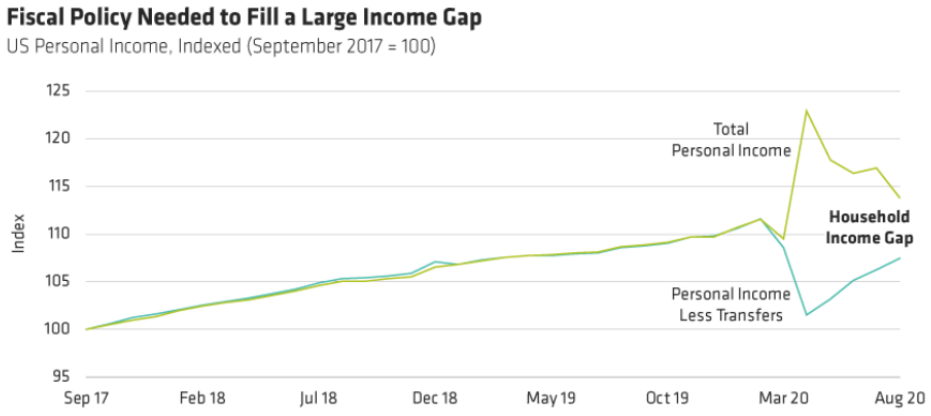
AllianceBernstein 的 Eric Winograd 指出修正后的预测也意味着，2021 年美国经济的增长将趋于平稳，增速也会从 3.8%下降至 3.4%。预计美国经济活动要到 2021 年第四季度或者 2022 年第一季度才能恢复至新冠疫情爆发之前的水平。和以往一样，预测经济需要一些基本的假设，并且在这种情况下，这些假设与经济学几乎没有关系。相反，它们与公共卫生领域的发展、政治政策的结果有着很大的关系。财政政策是经济增长前景的重要推动因素，假设美国国会和行政部门将最终达成协议，制成一项刺激法案以支持 2021 经济的增长；另外还假设，新冠疫情下美国不会有全国范围的封锁；另一方面，假设近期内不会出现出乎意料的医疗创新（这种创新指的是其结果可能改变游戏规则，并且从根本上改变未来几个季度的宏观经济形势），基于对于医疗技术的假设和全国疫情政策防控的判断，预计 2021 年下半年病毒不再是影响经济的主要宏观因素。现阶段的好消息是美国经济在第三季度的反弹比预期更为强劲，这也为上调 2020 年美国 GDP 增长预测提供了依据。其中个人消费是主要推动因素：在财政支持发挥关键作用的情况下，家庭支出表现好于预期。但是消费的恢复却不是统一的，商品消费已全面反弹，但是服务消费仍然深陷困境。此外，美国房地产市场表现十分活跃，但美国的工业生产却有所滞后。

❖ **未来一段时间，更多的财政支持对于美国经济恢复仍然至关重要**

AllianceBernstein 的 Eric Winograd 认为对于 2021 年美国 GDP 预测的下调在很大程度上是因为额外财政支持的不确定性————尽管美国今年第三季度经济表现强劲，但是额外的财政支持仍然是一项至关重要的决定因素。美国 1000 多万人因为新冠疫情的影响而失去了工作，当下经济活动可能已经恢复了大约三分之二，但是劳动力市场只恢复了一半。考虑到失业人数的上升，并且很多失业为永久性失业，这尤其令人十分担忧。到目前为止多亏了财政支持计划，很多美国家庭得以获得支撑。但这些计划基本上目前已经到期了，因此许

多家庭面临着生活质量出现较大倒退的风险。这使得财政刺激将成为未来经济逐步恢复期间家庭收入的重要组成部分。

图 3： 美国财政政策还需要进一步发力以支撑劳动力市场

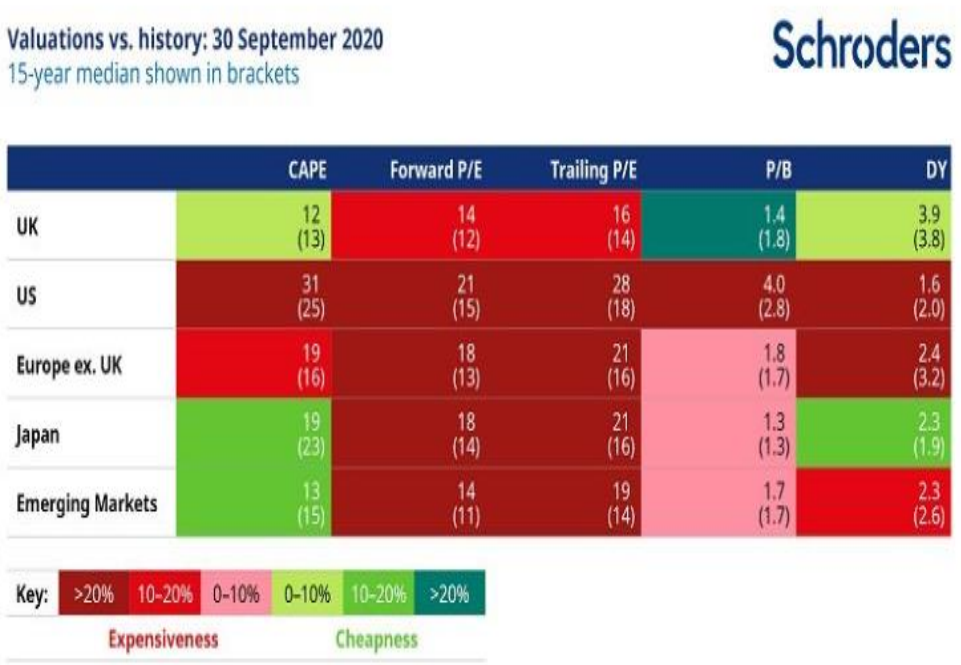


资料来源：AllianceBernstein，川财证券研究所

❖ **美股估值处于高位**

Schroders 的 Duncan Lamont 指出现阶段美国股票估值很高。当人们更新对股市估值的定期分析时，情况并不乐观。然而，早在今年 3 月中旬，全球主要市场的估值图表上是一片绿色，而今天它看起来更像是有人把一杯红色的液体洒满了整个页面。在表中的 25 个股市估值指标（5 个市场，各有 5 个指标）中，有 19 个处于较高的区间。与过去 15 年的中位数相比，有 12 个的价格高出了 20%以上。没有什么市场现阶段看起来特别便宜。投资者必须做好预期收益率普遍走低的心理准备。

图 4： 现阶段全球主要市场的估值



资料来源： Schroders，川财证券研究所

Schroders 的 Duncan Lamont 认为其中美国市场最为突出的问题是，无论怎么看都非常昂贵（股价非常高）。然而，这本身并不新鲜。多年来，它的估值一直很高，但其表现仍优于其他市场。FAMAG（美国五家大型科技企业：脸书、苹果、微软、亚马逊和谷歌）的股票——受益于今年加速发展的许多趋势：高科技的应用、云计算、在家办公、网上购物等等。在经济收缩、下降的世界里，这些公司实现的惊人增长得到了投资者们的高度评价。然而，目前的股价反映了对未来的强劲增长的预测，能否实现这一预期还有待观察。监管机构的目光也越来越多地落在他们身上。风险无处不在，目前美股的估值显然有些昂贵了。Schroders 的 Duncan Lamont 还认为其他市场的估值与美国相比较低，但从历史上看，它们远称不上便宜。值得考虑的是，由于美国股市占全球股市总量的近 60%（占发达市场的 66%），目前许多投资者在不知不觉中对美国市场有大量投资。一个老生常谈的忠告是，在地域上更加多样化的投资组合会比仅仅依托一系列潜在的收益更加有保障。从投资角度看，现金利率和债券收益率都很低；但是为了分散风险，投资者必须把一些钱放在某个地方。

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 Schroders 的 Duncan Lamont 和 AllianceBernstein 的 Eric Winograd 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