中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2020 年 8 月 24 日　　2020 年第 34 期（总第 303 期）

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

美股史诗级反弹能否持续？*

2020 年，在新冠肺炎疫情冲击及多重因素作用下，美国股票市场呈现三阶段史诗级震荡。3 月下旬以来，美股反弹速度之快、幅度之大，超过市场预期，再创历史新高，与疫情演进、实体经济表现严重背离。未来一段时期，美股大概率将下跌回调，在忧虑情绪中宽幅震荡。

作　者：赵雪情　中国银行研究院
电　话：010　-　6659 4065

签发人：陈卫东
审稿人：钟　红
联系人：叶银丹
电　话：010　-　6659 6874

*　　对外公开
**　　全辖传阅
***　内参材料

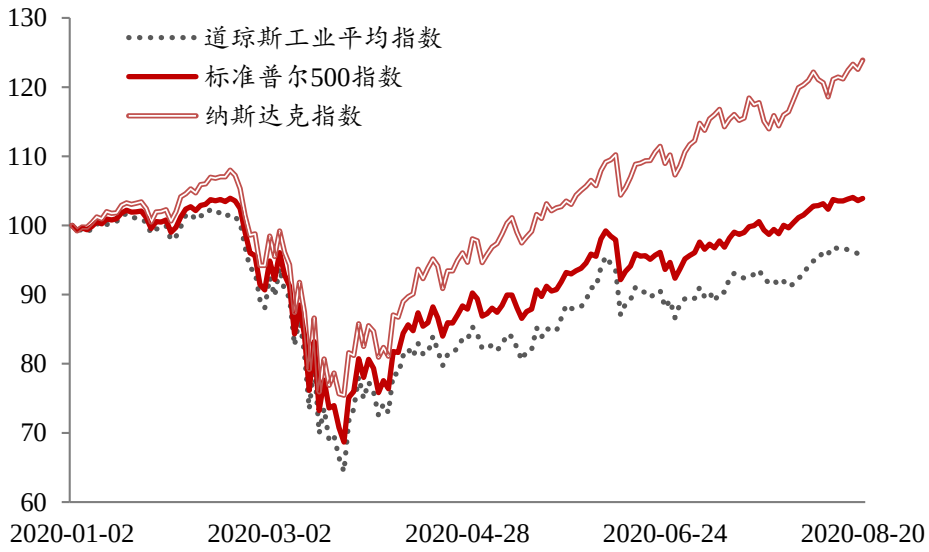
美股史诗级反弹能否持续？

2020 年，在新冠肺炎疫情冲击及多重因素作用下，美国股票市场呈现三阶段史诗级震荡。3 月下旬以来，美股反弹速度之快、幅度之大，超过市场预期，再创历史新高，与疫情演进、实体经济表现严重背离。未来一段时期，美股大概率将下跌回调，在忧虑情绪中宽幅震荡。

一、2020 年以来美股表现跌宕起伏

第一阶段，美股波动上行创历史新高。2020 年 1 月至 2 月 19 日，美国股市尚未真正关注新冠肺炎疫情。武汉封城（1 月 23 日）、世卫组织将新冠肺炎疫情宣布为“国际公共卫生紧急事件”（1 月 30 日）、世卫组织命名新冠肺炎疫情为“COVID-19”（2 月 11 日），均未引发美国公众广泛关注，政府与市场未能对疫情冲击形成准确预判。在此期间，美国股市略有恐慌波动，但不改乐观情绪。截至 2 月 19 日，美国三大股指（道琼斯工业指数、标普 500、纳斯达克指数）分别较年初上涨 2.8%、4.8%和 9.4%，标普 500 指数创下 3393.52 点的历史新高。

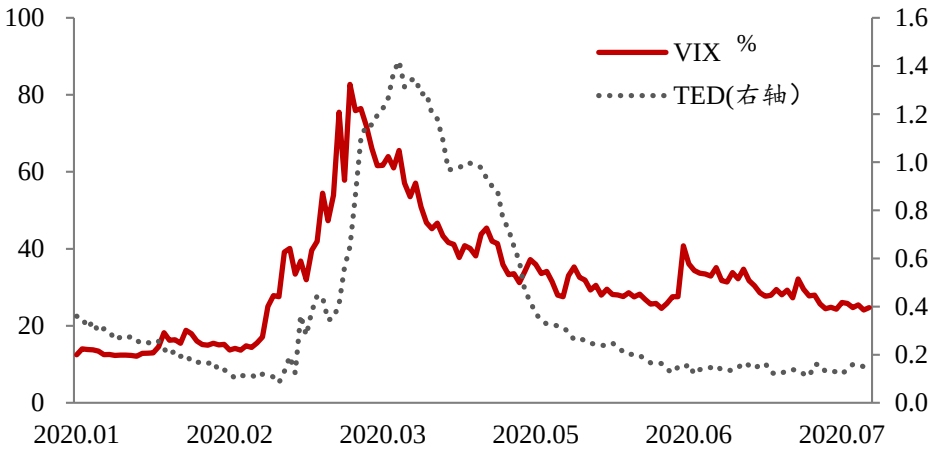
图 1：美国三大股指走势（2020 年 1 月 2 日=100）



资料来源：Wind，中国银行研究院

第二阶段，美股发生历史罕见崩盘。随着疫情持续蔓延，公众与市场对这场全球性灾难形成共识和负面预期，恐慌情绪快速升温，国际金融市场巨幅动荡并陷入流动性危机，美国股市出现断崖式暴跌：标普 500 指数在 6 个交易日内下挫 12%，创上世纪大萧条以来最快跌速；2 月 27 日道琼斯工业指数下跌 1191 点，创历史最大单日跌幅；3 月 9 日至 3 月 18 日美股四次熔断。VIX 指数和 TED 利差飙升至 82 和 1.42%（图 2），逼近危机水平，美元流动性急剧收紧。在此阶段，美国三大股指最深跌幅一度达到 37.1%、33.9%和 30.1%，为 1929 年以来最严重崩盘。

图 2：VIX 指数与 TED 利差变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

第三阶段，美股出现“史诗级”反弹。随着大规模宽松财政货币政策重磅推出，美元流动性困局有所缓解，VIX 指数和 TED 利差显著回落。3 月 23 日以来，美国股市逐渐摆脱上一阶段恐慌情绪，三大主要股指震荡走高，甚至走出牛市行情：3 月 24 日，道琼斯工业指数上涨 11.37%，创 1933 年以来最大单日涨幅；6 月 10 日，纳斯达克指数突破 10000 点，创历史新高；8 月 17 日，标准普尔和纳斯达克指数分别创收盘价新高，美国股市反弹幅度和速度超出市场预期。截至 8 月 19 日，美国三大主要股指分别较上阶段收盘价低位反弹 49.0%、50.8%和 62.5%，收复四次熔断失地，标普 500 指数和纳斯达克指数甚至较年初还上涨了 0.4%和 18.2%。

二、美股本轮史诗级反弹的主要原因

本轮美股快速反弹，速度之快、幅度之大，超出市场预期，与疫情演进、实体经济表现严重背离。总体来看，这主要源于四方面因素。

一是美国乃至全球开启史无前例的货币宽松浪潮。为了应对疫情冲击，美联储实施零利率+无限量宽松，3 月以来紧急降息 150 个基点，陆续启动 PDCF、CPFF 等一系列流动性安排（表 1），不断加码量化宽松操作，在一两个月内推出了 2008 年金融危机中十余个月才完全祭出的政策包。截至 8 月上旬，美联储扩表 2.8 万亿美元，增幅达 67.3%，超过过去四轮（2008 年 11 月至 2015 年 12 月）量化宽松扩张规模。流动性汹涌扩张，美国实际利率趋近于零甚至一度为负，7 月 13 日联邦基金利率期货预期 2021 年 7 月利率约为-0.5 个基点，促使投资者由避险资产转向风险资产，股票市场随之快速反弹。

表 1：疫情以来美国财政货币应对政策

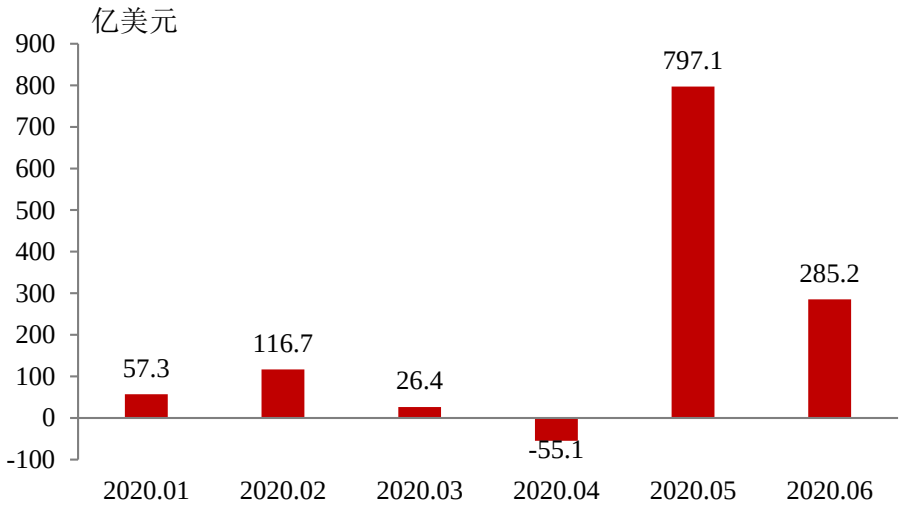
货币政策	3 月 3 日，美联储降息 50 个基点； 3 月 12 日，为短期银行间借款提供 15 亿美元； 3 月 15 日，美联储降息 100 个基点，承诺购买 7000 亿美元国债和房产支持证券，存款准备金降为零； 3 月 15 日，存款准备金率降至 0，重启并扩展美元货币互换； 3 月 17 日，推出一级交易商信贷工具（PDCF）、商业票据融资工具（CPFF）； 3 月 18 日，推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF）； 3 月 23 日，推出定期资产支持证券贷款工具（TALF）、一级市场公司信贷融资工具（PMCCF）、二级市场公司信贷融资工具（SMCCF）； 3 月 31 日，设立外国央行回购工具； 4 月 9 日，推出大众新贷款工具（MSNLF）、大众拓展贷款工具（MSELF）、市政流动性工具（MLF）。
财政政策	3 月 6 日，美国推出第一轮财政刺激计划，涉及金额 83 亿美元； 3 月 18 日，美国推出第二轮财政刺激计划，涉及金额 1040 亿美元； 3 月 27 日，美国推出第三轮财政刺激计划，涉及金额 2.2 万亿美元； 4 月 23 日，美国推出第四轮财政刺激计划，涉及金融 4840 亿美元； 第五轮财政刺激计划尚在谈判之中。

资料来源：IIF，作者整理

同时，在全球范围内疫情大流行与货币大宽松共同作用下，国际资金开始回流美

股。疫情冲击下，约 50 家央行降息或多次降息，负利率范围更广、程度更深，全球流动性泛滥。随着市场情绪平复，各类主体回撤资金、增持美元后仍不得不选择重新配置到美股市场。根据洲际交易所（ICE）数据，全球债券市场中约 86%债券收益率不超过 2%，60%以上债券收益率不足 1%。相较于欧元区、日本等发达经济体，美国利率水平仍处于正常区间；相较于诸多新兴经济体，美国金融市场在应对危机中更加成熟安全。根据美国财政部 8 月国际资本流动报告（TIC），经过 4 月净流出 55 亿美元后，5 月外国投资者净购入美股 797 亿美元，创历史新高，6 月美股继续净购入 285 亿美元。

图 3：外国资金净流入美股情况

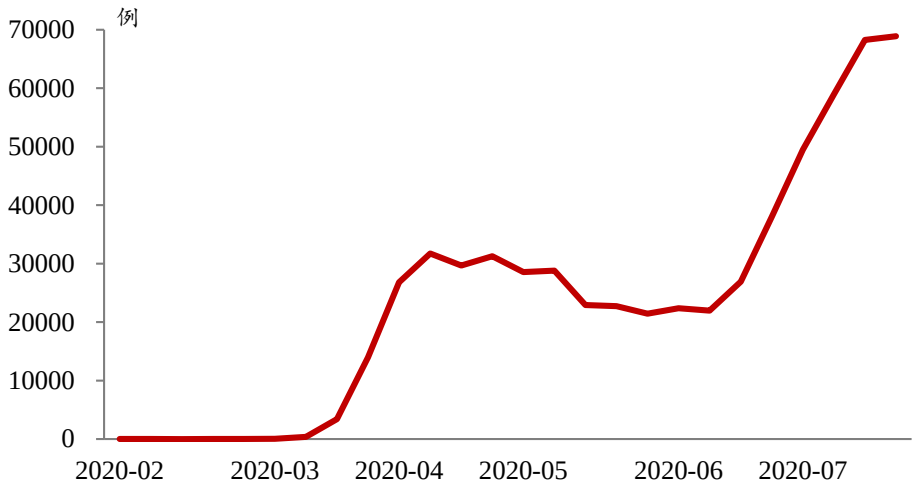


资料来源：美国财政部 TIC 报告（2020-08-17）

二是市场情绪由极度恐慌转向偏乐观。2 至 3 月美股暴跌，市场情绪极度恐慌，各种不确定因素压制风险资产。进入 4 月以来，尽管美国经济陷入深度衰退，但在部分“利好”因素的刺激下，市场情绪在忧虑中偏向乐观甚至出现投机氛围。4 至 5 月，美国新冠疫情进入平台期，新增病例一度呈下降趋势（图 4），很大程度上减轻了市场忧虑；6 月以来，美国新冠疫情新增病例爆发式增长致使股市震荡回落，但疫苗进展消息不断推动市场上涨。6 月 11 日，美国疫苗公司 Moderna 宣布将于 7 月启动疫苗三期临床试验，次日美国三大股指扭转此前下跌态势，单日分别上涨 1.9%、1.3%和

1.0%；7 月 14 日，Moderna 公布其二期临床试验结果，表示疫苗能够有效促进患者产生“强劲”的免疫反应，美国三大股指当日分别上涨 2.1%、1.3%和 0.9%；7 月 27 日，Moderna 正式启动疫苗三期临床试验，Pfizer 和 BioNTech 也宣布开始三期临床试验，美国三大股指当日分别上涨 0.4%、0.7%和 1.7%；8 月 12 日，特朗普总统宣布与 Moderna 达成 1 亿剂疫苗采购协议，三大股指全线飙升，当日分别再度收涨 1.05%、1.40%和 2.13%。尽管美国疫情仍在快速蔓延，但这已经成为已知信息的“过去式”，市场更加关注疫苗进展及其所代表的未来前景。

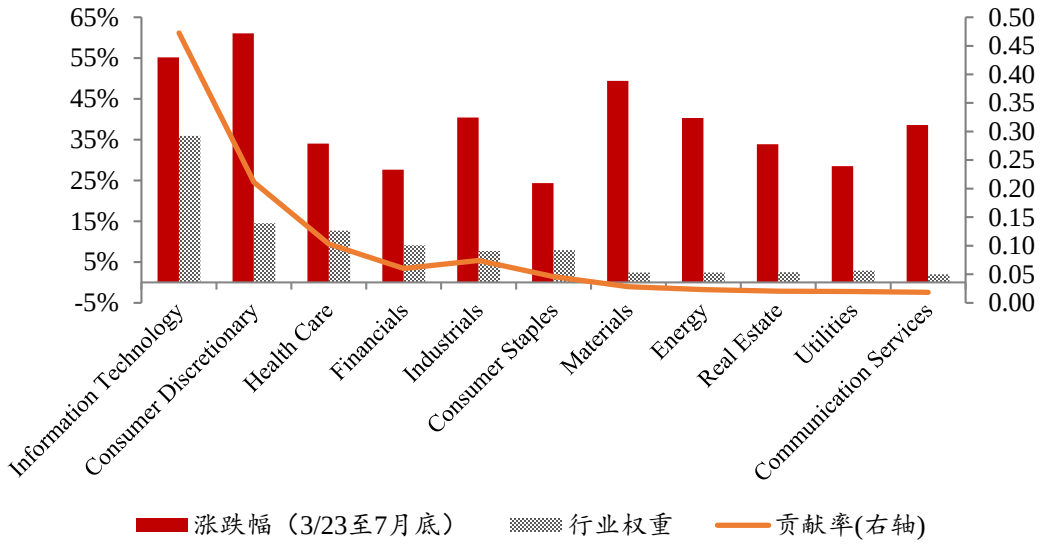
图 4：美国新冠肺炎新增确诊病例（周平均）



资料来源：Wind

三是科技、医疗板块推动美股上行。从行业结构来看，本轮美股反弹主要受信息技术和医疗保健板块拉动。在标普 500 指数中，信息技术和医疗保健板块市值权重较大，分别占比 35.9%和 12.7%，而这两个板块受疫情冲击较小甚至有所提振。自 3 月 23 日美股触底以来，7 月末信息技术和医疗保健指数分别上涨 55.2%和 34.0%。按权重计算，二者合计拉动标普 500 指数上涨 22.58%，贡献率超过一半。

图 5：标普 500 指数各板块权重及涨跌幅



资料来源：Wind

在医疗股中，Moderna、辉瑞制药、强生等公司参与疫苗研制与试验工作，反弹过程中分别上涨了 178.9%、35.1%和 31.2%。在科技股中，科技巨头 FAANG[1]市值约占标普 500 指数约四分之一，反弹表现强劲。尽管 Netflix 二季度财报悲观，但 Facebook 和 Google 母公司 Alphabet 营收与净利润均远超市场预期，Amazon 二季度净利润 52 亿美元，创历史上单季最高纪录；Apple 二季度公司营收达 538.09 亿美元，创历史上最高第三财季营收纪录。3 月 23 日至 7 月末，FAANG 股价分别上涨了 71.3%、89.4%、66.3%、50.8%、35.7%和 41.2%。面对疫情冲击，在极宽松流动性下，资金自然流向受冲击较小的行业板块，科技医疗股被充分乃至过度乐观估值，支撑美股走出反弹行情。

四是市场过度反应后价格调整叠加投资者非理性行为。从历史经验来看，股票市场面对重大冲击存在超调现象。特别是对于新冠肺炎疫情这种超认知、超预期事件，伴随着流动性急剧收紧，股票市场出现踩踏式抛售和超跌情况。随着认知更加明朗化和市场情绪改善，股票市场反向修正回调。从表 2 可以看出，在重大事件冲击下，美股往往在较短时间内发生暴跌，随后大多呈现 V 型或 W 型走势，出现不同程度反弹。

1 Facebook, Apple, Amazon, Micros, Netflix, Google

然而，值得关注的是本轮美股反弹较以往速度更快、幅度更大，其动因还包括投资者在流动性极度宽裕下的非理性行为。在美股暴跌后，部分投资者进入抄底；在美股小幅反弹势头形成后，大量投资者“害怕错过”收益进而涌入美股，投资者非理性行为与美股反弹相互强化，形成本轮美股背离基本面的史诗级反弹走势。

表 2：重大冲击后道琼斯工业指数反弹情况

事件	起始时间	触底时间	下跌幅度	反弹走势	反弹幅度
大萧条	1929.08.29	1929.11.12	46.1%	V 型回升后下跌	33.1%
肯尼迪暴跌	1962.03	1962.06	25.8%	W 型回升	74.0%
第一次石油危机	1973.10	1973.12	18.9%	V 型小幅回升	9.6%
水门事件	1974.08	1974.10	24.5%	W 型回升	50.1%
黑色星期一	1987.10.12	1987.10.19	30.0%	震荡回升	23.4%
第三次石油危机	1990.07.17	1990.10.11	21.2%	W 型回升	21.9%
财务造假丑闻	2002.05.17	2002.07.23	25.1%	V 型回升后下跌	16.3%
次贷危机	2008.05.04	2009.03.09	49.9%	十年慢牛	-

资料来源：作者整理计算

三、未来美股何去何从？

美国前景具有极大不确定性，美股走向与疫情演进、实体经济表现显著背离，反弹势头惊人但却是脆弱的。**可以预见，美股继续反弹上行空间有限，下跌回调是必然结果。**

其一，疫情存在反复风险，经济复苏前景大概率不及预期。美国仍是全球疫情最严重的国家，近期新增病例处于每日 5-7 万例高位，多地单日新增病例增幅刷新纪录，

20 多个州暂停经济重启。尽管相较于二季度，三季度美国经济有所复苏，但强劲程度正在逐月放缓。从就业表现来看，7 月美国新增非农就业 176 万，较 6 月的 480 万大幅回落，失业率处于 10.2%高位，8 月 15 日当周首次申领失业金人数再度增加到 13.5 万人；从消费数据来看，美国零售环比增速由 5 月创纪录的 18.2%降至 6 月的 8.4%，7 月进一步回落至 1.2%；从景气情况来看，7-8 月美国密歇根大学消费者信心指数自 6 月触顶 78.1 后再度回落至 72.5 和 72.8，中小企业乐观指数也由 6 月的 100.6 回落至 7 月的 98.8。考虑到疫情长期化风险以及诸多结构性问题，未来美国经济难以实现广泛、持续地复苏，就业市场与企业、政府资产负债表修复均需较长时间，“V 型”强劲反弹的概率较低。特别值得关注的是，一旦美国经济复苏进程严重不及预期，可能引发股市下跌、收入减少、消费萎缩、经济失速的连锁反应，从而进一步加剧股市下挫回调。

其二，美股估值已处于历史高位，恐高情绪形成天花板。二季度以来，美股市盈率再度攀升，在经济衰退、金融动荡背景下，7 月末标普 500 市盈率达 30.78，估值位居 1995 年以来最高位，道琼斯工业指数市盈率达 25.26，估值位居 1995 年以来前 97%水平，仅次于 2000 年互联网泡沫时期。特别是科技等新兴行业板块已呈现泡沫化，后续利好与上涨空间有限。在过高估值下，市场会形成较大抛压，7 月美股公司高管抛售股票规模接近历史高点，“恐高情绪”将促使美股筑顶回落。

图 6：标普 500、道琼斯工业指数 PE 水平变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

其三，后疫情时代动荡源与风险点增多。疫情蔓延叠加经济衰退，促使保护主义抬头，大国竞争加剧，地缘风险累积，美国引发的贸易摩擦可能增多，对华博弈升级，进一步利空经济前景与美股走向。

综合各项因素及历史经验，当前美股存在超过 10%-15%回调空间。**美股在下跌回调后料将延续宽幅震荡走势。**总体来看，下一阶段美股震荡需要关注四方面因素。**一是货币政策走向。**美股上涨很大程度源于流动性驱动，美国货币政策宽松幅度、空间及时间将成为影响美股走向的重要因素。后疫情时代，美国经济增速将低于潜在趋势水平，甚至不排除二次衰退的可能性，货币政策料将长期维持宽松立场。由此，投资者冒险动机更强，更加偏好风险资产，美股仍是配置的重要选项。然而，如果短期内美国货币政策宽松幅度不及预期，市场将随之震荡下跌。**二是疫情演进。**美国经济前景及市场信心最终均取决于疫情演进。未来一段时期，疫苗研发乃至问世等相关消息将成为影响美股宽幅震荡的核心因素。**三是板块价值重估。**能源、工业、材料等板块受疫情冲击压制，市值排名前 10 的公司估值平均仅为 9 左右水平。随着未来疫情见顶与经济重启，传统的过低估值板块可能重拾上涨动力，而信息科技等新兴行业将面临价值重估。**四是美国大选及中美关系走向。**自 1928 年以来，美国总统大选期间美股市场表现涨跌互现，往往与当时经济形势、施政方针、连任与否等因素有关。本届美国大选叠加疫情冲击具有高度不确定性，关乎美国财政刺激方案、复苏进程以及中美关系走向，将使美股在多重忧虑下加剧波动。