美股回调后能否延续前期涨势？

2020 年 06 月 14 日

观点

- **华尔街的投资组合经理对于今年的美股投资流行着一句说法：**你不会因为未能预判 Covid-19 的大流行和 3 月的暴跌而被解雇，但如果在余下的时间里错过了 V 型反弹，那在年底前失业的风险将大大增加。由此可见，在美联储放水的盛宴下，“buy now, ask question later”已成为参与此轮美股上涨的基本法则。

- **然而，本周美国三大股指遭遇 3 月底以来最大幅度的调整。**此前纳斯达克指数刚刚创下历史新高，标普 500 指数距离历史高点也仅差 4.5%的涨幅。在此背景下，市场似乎到了 ask questions 的时候，尤其是伴随着第二波疫情在美国有抬头的迹象。如何看待此轮流动性宽松所催生的美股牛市行情？哪些风险因素今后值得密切关注？

- 在我们看来，由于疫情以来的美股走势已脱离了美国经济基本面，判断此轮美股上涨可持续的关键，在于找寻美联储量化宽松与美股上涨之间的对应关系。在此，我们试提供一个简单的流动性分析框架。

- **首先，此轮美股上涨对于美联储量化宽松的弹性几何？**我们不妨基于历史经验来做一次纵向和横向比较：如图 1 所示，2008 年金融危机以来伴随着美联储历次 QE 的推出，美股均迎来上涨，当前也不例外。图 2 的计算则表明，在美联储这一轮的无限量宽松中，1 美元的货币宽松可以带来约 3 美元的美股市值增加，这一弹性虽不及美联储 Q1 时期，但与 QE2 和 QE3 时期相当。可见当前美联储放水对美股的刺激依然是有效的，并未出现日本央行在 QQE 实施期间出现低效情形（当时 1 日元的货币宽松仅使得日本股市市值的增加不足 0.5 日元）。

- **其次，当前美联储资产负债表相对美国股市是否过度膨胀？**如果是过度膨胀，显然未来美联储继续放水的效果要打一个折扣。如图 3 所示，此轮美联储无限量宽松以来，美联储的总资产规模相对美股市值虽然快速上升，但并未突破历次 QE 的高点，这也从一个层面反映出美国股市对于美联储放水的良好弹性。往后来看，一个值得参考的经验是 QE1 时期：在 2008 年 11 月宣布实施后，与今年 3 月类似，美联储在短时期内通过大规模资产购买计划向市场注入了大量流动性，其总资产相对美股市值比例快速攀升，在 2009 年 2 月升至 0.26 的历史高点，但随后持续回落，反映出美股市值的增加在速度上超过了美联储扩表。

- 由此可见，至少从目前来看，美联储此轮放水向股市的传导依然良好。我们预计未来数月内美联储的总资产规模将由当前的 7.2 万亿美元扩充至 9 万亿美元以上，从而继续对美股的涨势形成支撑。

- 今后值得密切关注的风险因素主要有两点：疫情第二波和中美贸易摩擦升级。在我们看来，前者的风险相对可控，后者的影响则难以估量。

- **我们认为疫情第二波对金融市场的影响可以参照瑞典的经验。**如图 4-图 5 所示，瑞典自 5 月底以来的第二波疫情爆发中，国内股市仍然上涨，直到本周才因为美股回调出现下跌。注意到在瑞典这波疫情的爆发过程中，虽然新增确诊病例上升，但新增死亡病例是下降，可见发达国家在应对第一波疫情的过程中已经实现了“拉平曲线”。

- **中美贸易摩擦升级的风险则不容忽视。**此前中美互加关税在美国经济疲软时均引发美股下跌，随着美国大选日的临近，其对于美股的冲击可能比以往更为严重。

- **风险提示：**美国后续财政刺激减弱、国际地缘政治环境恶化

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

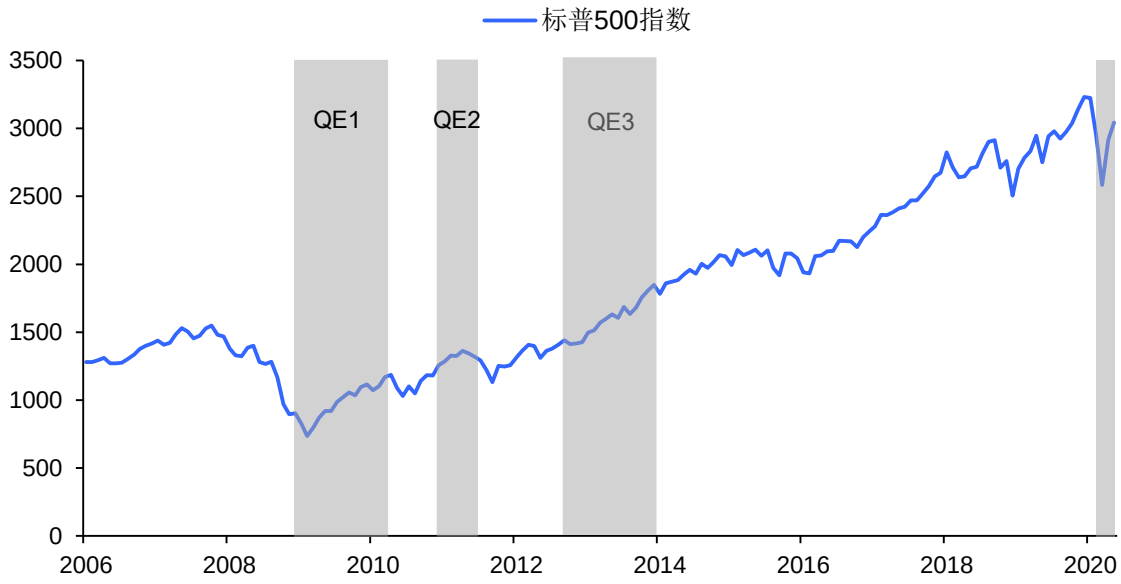
证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20200610：高增之下存隐忧》2020-06-11
2、《宏观点评 20200610：PPI 触底之后怎么看？》2020-06-10
3、《宏观点评 20200607：如何看待当前出口的韧性与前景？》2020-06-07
4、《从就业数据看美国经济反弹的上行风险》2020-06-05
5、《中国出口前景展望：兼论 5 月出口能否延续强劲？》2020-06-04

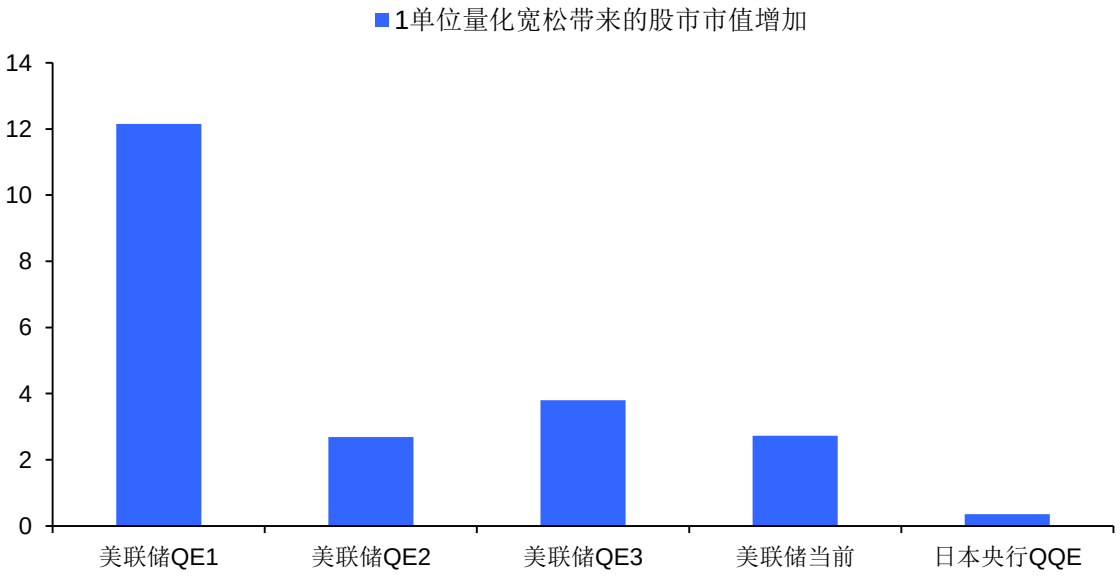
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：美联储历次量化宽松实施期间美股均录得上涨，当前也不例外。



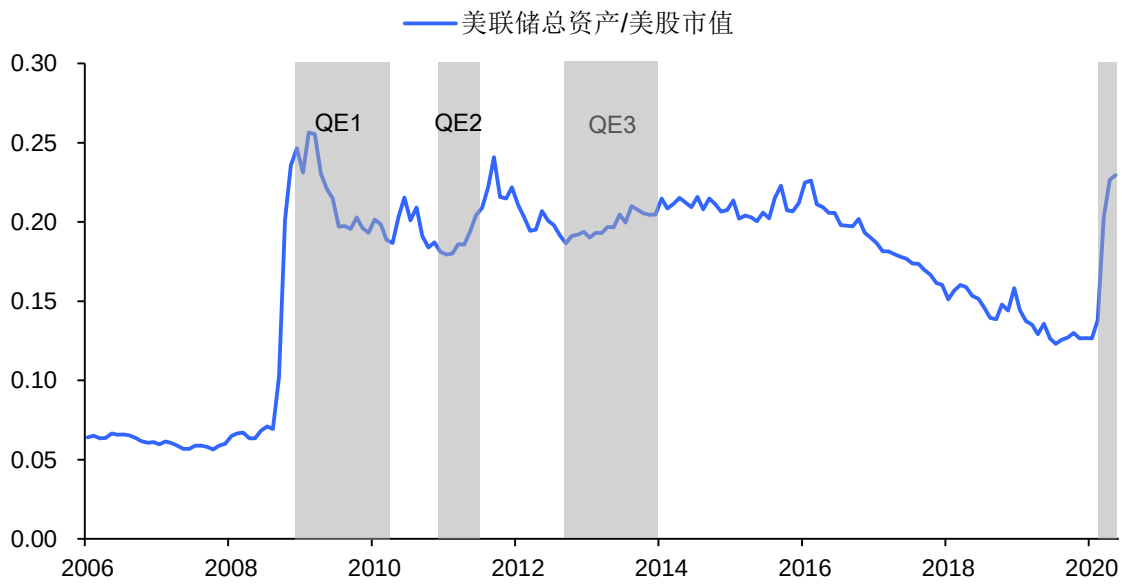
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：美国股市上涨对于美联储量化宽松一直具有较高的弹性，远好于日本的情况。



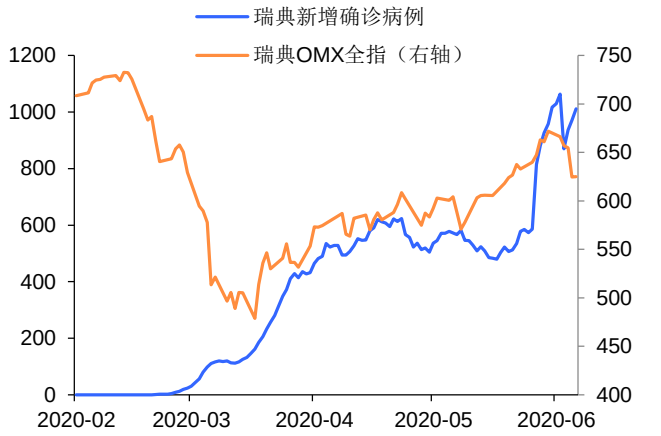
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：当前美联储总资产相对美股市值的比例并未超过历次 QE 的高点



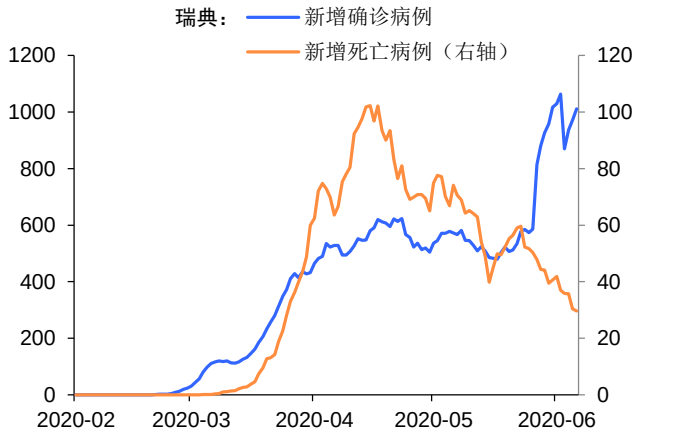
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：瑞典股市并未因第二波疫情而深度回调



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：瑞典第二波疫情中新增死亡病例并未上升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

