

# 美国市场走势的分析

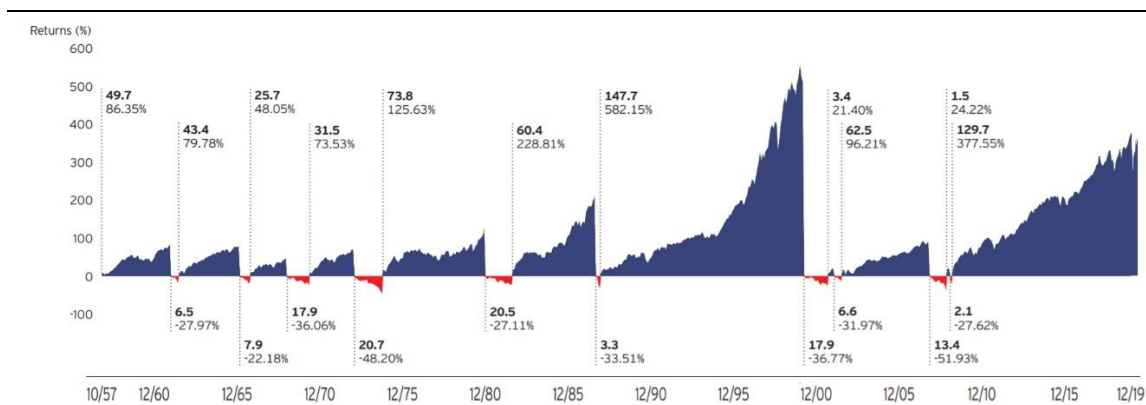
## 导言:

2020年上半年,美国证券市场先抑后扬。三月,受疫情恐慌影响,股市经历短暂深度下跌。之后在货币和财政政策支持下,市场又快速反弹。截止7月30日,标普500已收复前高,较年初点位上涨0.5%;纳斯达克则上涨18%,大量科技企业股价创下历史新高。即便如此,在十年期美国债收益率降至0.6%的大背景下,股票市场看上去仍具吸引力。当前,美国股市的整体估值出现明显跃升,企业盈利则预计深度下滑,股票市场表现和企业基本面已大幅背离。本文将从美国市场当前所处位置出发,从基本面和资金面角度分别论述2009年来美国这一轮长牛的推动因素,并进行历史比较。再综合美国经济、政治,和政策等多方影响,分析美国市场的下一步走势。

## 一、美国市场当前所处的位置

从市场周期看,本轮牛市总涨幅尚未达到1987-2000年的历史高点,但已远超美股牛熊切换的平均水平。从2009年3月起涨至今,美股已经走出11年长牛。其间标普涨幅3.8倍,纳指涨幅7.2倍。作为比较,美股自标普500指数1957年有记录以来,共经历十轮牛熊。其中,牛市平均历时4.8年,涨幅1.6倍;熊市平均历时1年,跌幅33%(表1)。战后最大一轮牛市发生在1987-2000年间,历时12年,其间标普500涨幅5.8倍,纳斯达克涨幅16倍。相较之下,2009启动的本轮牛市总涨幅和历时尚未突破87-00的历史制高点,但已远超美股牛熊切换的平均水平。

表1: 1957年来,美国历轮牛熊市涨跌幅情况及持续时间



资料来源: Invesco 对历轮牛熊统计; 鉴于纳斯达克指数1972年方才创立, 此处选取标普500指数反映历史牛熊市

从市场估值看,美股市盈率现已伴随市场反弹大幅跃升,较历史水平整体高估。其中,标普500目前市盈率29倍,估值水平已超过2008年金融海啸前、接近2000年科网泡沫破裂前水平;纳斯达克目前市盈率51倍,估值水平亦接近2008年金融海啸前水平。而伴随美国企业全年盈利预期的大幅恶化,若保持7月现股价,美股年末市盈率还将进一步被动走高。

表 2：标普 500 历史市盈率 (PE-TTM)



资料来源：公开数据

表 3：纳斯达克历史市盈率 (PE-TTM)



资料来源：公开数据，注：纳斯达克科网泡沫阶段无市盈率数据

进一步用证券化率衡量，美股整体估值已达到 2000 和 2008 年泡沫破裂前的水平。巴菲特认为，证券化率是衡量股市估值水平的最佳单一指标。股票市场总市值占 GDP 的 70-80%为合理水平，低于 60%应大举买入，100%以上为高估，120%以上则值得警惕。美国历轮牛熊转折时的证券化率见下表。1987-2002 年的周期中，证券化率从低点不断提升，直至达到 153%后泡沫破裂。此后在 2008 年次贷危机发生前，证券化率再次接近 150%，随后次贷泡沫破裂。2019 年底，美国市场证券化率第三次达到 150%以上，再创历史新高。2020 年后，美股证券化率伴随市场反弹已再次突破新高。假设保持 7 月现股价，伴随美国 GDP 疫情下全年预期倒退 8%，年末证券化率将高达 167%，超过 2008 年和 2000 年泡沫破裂前的水平（表 4），反映美股当前的整体估值水平即使不在头部，也在头部区域。

表 4：1974 年来，美国历轮牛熊市中两大股指的涨跌幅及市场证券化率对比

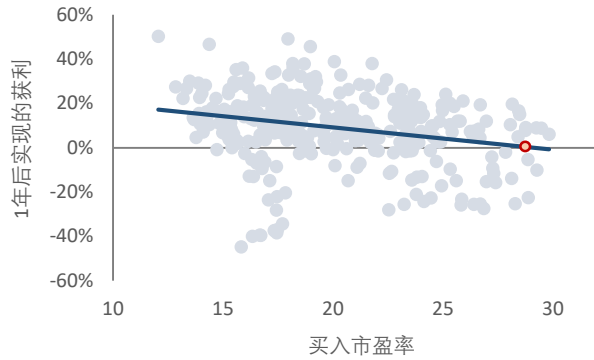
	时间	标普 500 涨跌幅	纳斯达克涨跌幅	证券化率
牛市	1974-1980	1.3	2.8	48%
熊市	1980-1982	-27%	-23%	44%
牛熊总计	1974-1982	0.6	1.9	-
牛市	1982-1987	2.3	1.8	55%
熊市	1987-1987	-34%	-36%	52%
牛熊总计	1987-2002	1.2	0.8	-
牛市	1987-2000	5.8	15.9	153%
熊市	2000-2002	-49%	-78%	101%
牛熊总计	1987-2002	2.5	2.8	-
牛市	2002-2007	1.0	1.5	142%
熊市	2000-2002	-57%	-55%	79%
牛熊总计	1987-2002	-13%	14%	-
四轮牛市平均		2.2	3.6	2019: 155% 2020E (GDP 下降) : 167%
四轮熊市平均		-43%	-53%	
四轮牛熊总计平均		82%	119%	

资料来源：World Bank, IMF, World Economic Outlook Update, June 2020

从未来收益率看，未来 1 到 5 年，美股历史回归预期年化收益率接近于零。标普 500 市盈率和未来收益率呈显著负相关，高估值从历史回归的角度、尤其拉长到 5 年来看，会

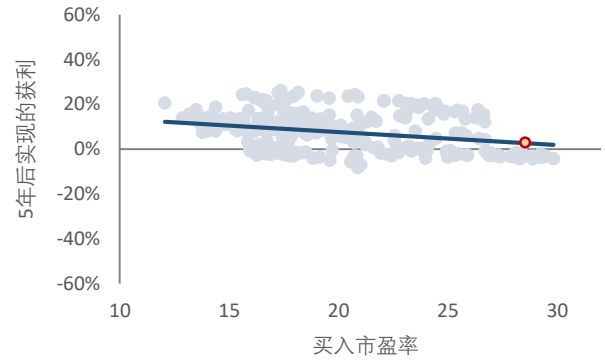
透支未来的上涨空间。标普 500 目前 29 倍的市盈率对应未来的 1-5 年，美股用历史回报看的预期年化收益率接近于零。

**表 5：标普 500 市盈率和未来 1 年实现的指数年化历史获利**



资料来源：1995 年至今公开数据；蓝色线为根据历史情况，在特定 PE 倍数下买入指数，一年后所获年化回报率的期望值

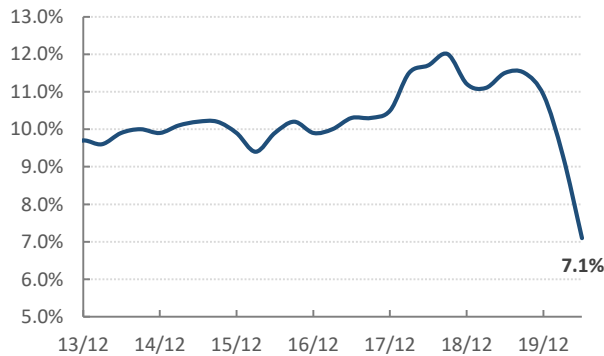
**表 6：标普 500 市盈率和未来 5 年实现的指数年化历史获利**



资料来源：1995 年至今公开数据；蓝色线为根据历史情况，在特定 PE 倍数下买入指数，五年后所获年化回报率的期望值

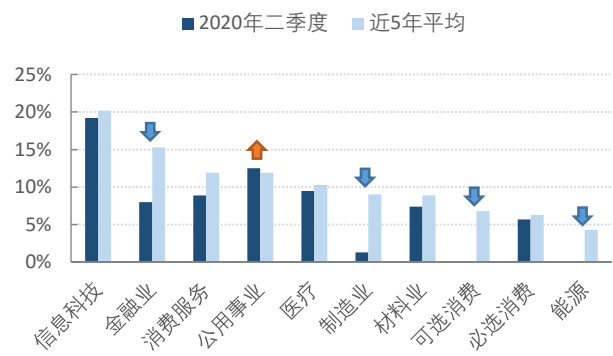
而从企业盈利看，美股盈利下跌已是定局。FactSet 一致预期美股全年营收倒退 3.7%，盈利倒退 21.1%。又以金融业、制造业、可选消费及能源行业受疫情冲击最重。其中，金融业正为潜在坏账做出堪比 2008 年的创记录拨备，二季度净利润率较五年均值下降 7.3%；制造业受隔离和停工影响，二季度净利润率较五年均值下降 7.7%；最为被动的则是受供给和需求双重掣肘的可选消费和能源行业，二季度期间全面亏损，无净利润率可言。相比之下，信息科技、医疗和必选消费品行业受疫情影响较小，净利润率仍接近五年均值。

**表 7：标普 500 单季整体净利润率情况**



资料来源：FactSet，2013 年以来公开数据

**表 8：标普 500 各行业二季度净利润率与五年历史均值对比**



资料来源：FactSet，可选消费和能源二季度全面亏损，无净利润率

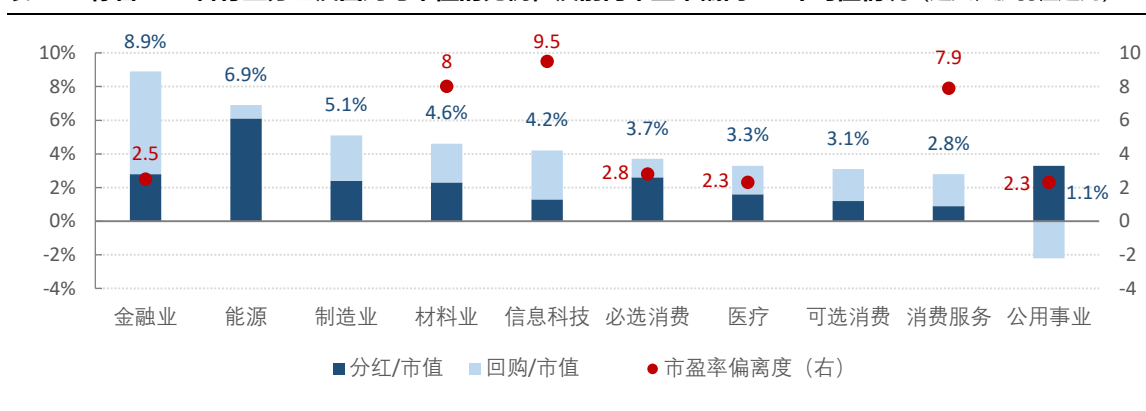
最后，从企业股东回报看，在持续低息环境下，美国企业近年日益依赖股票回购和分红支撑股价。在 2010 年代头五年，美国头部上市公司分红、回购合并占到净利润的 78%；后五年，这一比例上升到 99%。相当于现在每赚一元，就要向股东分派一元，发条松到了极限。一旦企业面临现金流冲击，无法支撑原定的分红、回购，就会反映真实盈利能力和估值风险（大比例的分红回购会向上扭曲 ROE 和 EPS，压制账面估值）。当前，标普 500 已有约 13% 的上市公司提出削减年内分红或回购。这一比例在疫情背景下整体不算特别高，但具体到行业层面却旱涝不同。具体来看，目前美股前向市盈率和过往 10 年均值偏离度最大的依次是制造业、科技业、材料业和可选消费行业（估值偏高）；净利润率受疫情冲

击最大的依次是能源、消费、制造业和金融业（现金流拮据）；分红、回购占利润比例最高的依次是医疗、消费和制造业，占市值比例最高的依次是金融、能源和制造业（削减分红回购对企业基本面影响大）。以上三个方面结合起来，制造业和线下可选消费行业在摆脱疫情对企业盈利的不利影响前，股价相对而言最为脆弱。相比之下，科技业、必选消费及生物医药等行业股票虽然估值也已经偏高，不过企业盈利受影响较小，股价相对安全。

**表 9：美国各行业头部上市公司分红及回购占利润情况**（越大，脆弱性越高）

	(回购+分红)/利润	
	2010-14	2014-19
美国下述头部公司整体	78%	99%
美国五大市值股	51%	85%
美国十大科技股	72%	94%
美国二十大消费股	92%	110%
美国十大医疗股	95%	121%
美国十大金融股	45%	80%

**表 10：标普 500 各行业分红及回购与市值的比例，及前向市盈率偏离 10 年均值情况**（越大，脆弱性越高）



资料来源：公开市场数据

注：公用事业“回购/市值”为负是因为回购少于增发；能源和可选消费行业全面亏损，因而暂无市盈率数据

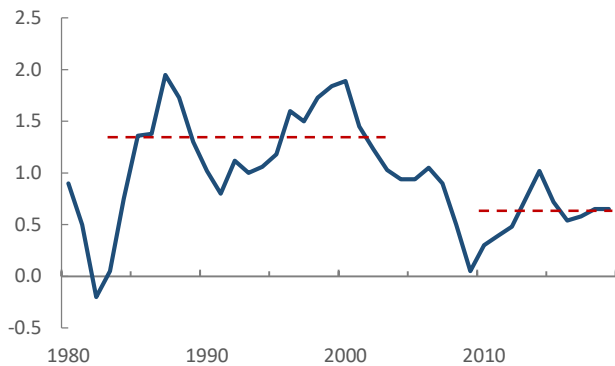
## 二、美国本轮牛市的推动因素及历史比较

下面从基本面和资金面分别论述美国 2009 年以来这一轮牛市的推动因素，并进行历史比较。

第一，从经济基本面看，美国历史上的大牛市都离不开经济增长的底座，本次也不例外。2008 年次贷危机以后，美国经济经历短暂衰退，随后快速反弹，2010 年已经提升到 2.6%，此后总体维持在 2-3%，延续了 2008 年危机前的水平。本轮长周期美国经济增长主要得益于以下两方面力量的推动：一是能源革命。2008 年来，页岩革命的成功使美国的油气供应量井喷，国际油价大约下跌了 2/3，高油价时代自此不返。能源革命本身带动了大量围绕上下游的投资，同时低油价也带动了生产成本的降低，这是美国经济增长的动力之一；二是移动互联网浪潮。2009 年以来，智能手机普及和移动通信技术成熟，让全球网络接入门槛大为降低。互联网开始具备由同质化分发向用户主动获取信息方向快速迁移的条件。自此大量高度个人化的 C 端应用蓬勃而出，重构了传统互联网所能承载的流量天花板。这是美国经济增长的动力之二。

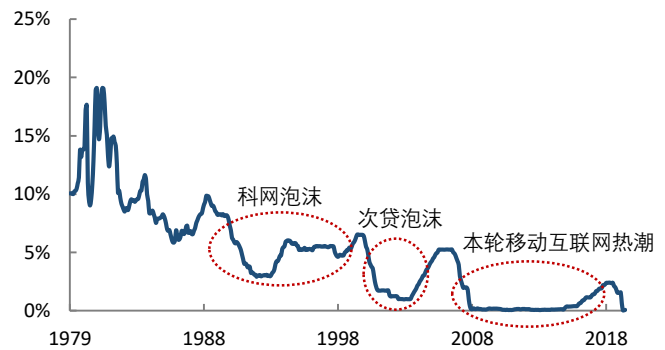
不过总体来说，本轮增长的经济基础仍然不似 1987-2000 年的互联网革命那么明确和强劲。如果说上一轮互联网革命是“从无到有”；那么截至目前，本次移动互联网带动的增长可以说是“从 1 到 N”的增长。在上一轮增长中，以传统互联网技术为代表的新技术革命，推动美国经济破局上行，推动 GDP 平均达到 3-4% 的相对高增长。而在本轮周期中，GDP 增长却胶着于 2-3% 之间相对较低的水平。当然，本次疫情虽然对整体经济影响很大，却反过来进一步推动了线上办公、生物医药等行业的加速发展。上涨行情最终能走多远，目前尚未可知。不过总体来看，本轮牛市总涨幅应该很难超过 87-00 那一轮周期。从现在标普 500 和纳指涨幅分别达到 3.8 倍和 7.2 倍起算，到周期头部，至多还有 40%-100% 的总涨幅。而综合考虑到各种因素，很可能达不到。

表 11: 美国本轮周期的全要素生产率增速远低于科网时期



资料来源：美国国会预算办公室；5 年移动平均数

表 12: 1980 年来，美国利率的低谷与市场泡沫几乎相伴而生



资料来源：美联储

第二，从利率和流动性角度看，持续低息和过度流动性无疑是本次美股价格持续提升的重要推动因素之一。美国历史上的市场泡沫往往都和利率低谷相伴而生。从 80 年代初至今，联邦基金利率总体呈现高位下降的大趋势（表 13）。87-00 年的牛市中，美国实际 GDP 介于 3-4% 之间，联邦基金利率从 8% 的高位下行，并围绕 3-5% 的区间形成谷底，推动市场持续走高。刺穿泡沫的是联储 1999 年加息，利率从接近 5.0% 提升到 6.2%，市场由牛转熊。2009 年来，美联储推出大规模量化宽松后，为了促进经济增长，一直维持在 0-1% 之间偏低的政策利率，直至 2017 年美联储才重新开始启动加息周期。但直至 2020 年前也只提升到 2.1%，总体上仍处于历史低位。而 2020 年，新冠疫情再度打断了原有的退出进程。与加息相反，美联储今年 3 月连续两次降息共 150 个基点至接近零利率，并暗示会维持到 2022 年底。反映到十年期美债收益率上，其在 2018 年末尚为 2.7%，2019 年下降到 1.9%，而今年 3 月以来仅为 0.6%。

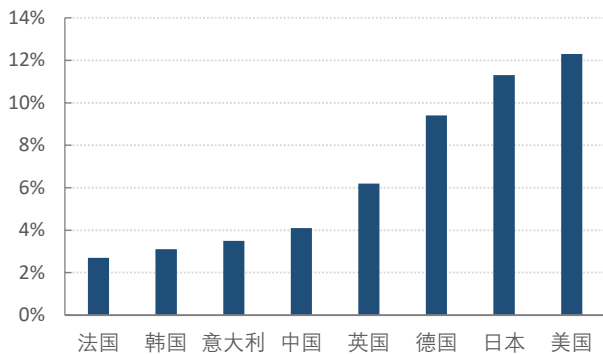
贴现率降低显著改变了市场可承受的估值水平。用现金流折现模型粗略估计，将市场无风险利率下调两个百分点至接近零的水平，将抬升市场可承受的估值水平约 30%。换言之，3 月份以来，美国股市大幅反弹约 30 个百分点，背后反映的正是降息的效果。不过，鉴于到现任美联储主席鲍威尔 5 月已明确表态目前不考虑实施负利率（负利率会损伤美元全球储备货币地位）。这样，尽管美联储对外表态仍有充足的政策工具，但实际上额外的利率调整空间已几乎耗尽。

除了降息，2009 年来的这轮牛市一直有非常规货币政策的支持，M2 推动资产价格持续提升。至 2019 年末，美国房地产价格已接近恢复到次贷危机前的水平；与此同时，股票市值和经济基本面 GDP 总量的差距达到 11 万亿美元的空前高位。2020 年，受疫情的影响，美联储进一步 QE，并承诺将大量购入企业债。美国政府现已出台四轮 3 万亿美元财政



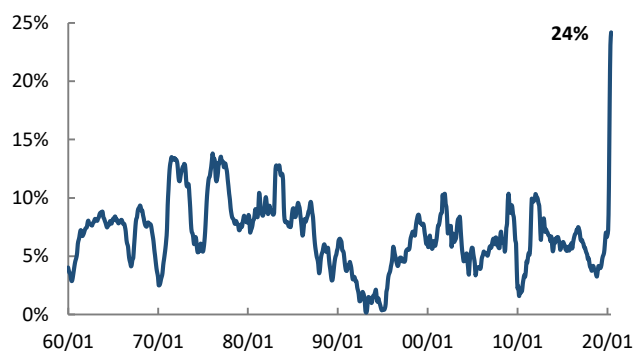
刺激计划，相当于 GDP 的近 15%；未来还可能有第五轮、第六轮直接补助。这些资金最主要的去处不是实体企业，而是股市：同比达到 24% 的 M2 增长导致股票市值飙升，与经济基本面在疫情下的走势大幅脱节。

表 13: 美国应对疫情的直接财政刺激规模/GDP 冠绝全球



资料来源：美联储；截止 2020 年上半年

表 14: 美国二季度 M2 同比达战后未有水平，流动性极大宽裕



资料来源：美联储

总结以上，不可否认，美国本轮长牛有其技术创新的经济基础。但总体来看，经济增长的动力本身远没有达到上一轮技术革命的可比水平。而与此同时，降息和超量流动性对市场的支撑作用远较上一轮更为显著。从 2009 至 2019 年底，联储本已一直维持了较低的利率和宽松的流动性环境，市场估值泡沫本已不断提升；2020 年的疫情更是将以上因素推至极致，利率再度降至接近于零，同时开启天量流动性，高位支持市场。这是战后以来未曾见过的局面。

### 三、美国市场未来走势的初步判断

历史不会简单重复，美国今天所面临的疫情环境并非简单历史可比；股市走势也同时受各种动态因素的影响，并非静态不变的。美股估值偏高并不意味着马上会跌，不过过高估值确实意味着其脆弱性和风险越来越大。关于下一步美股的走势，一个典型特点是，当前面临着各方面的重大不确定性。投资者心理变化将主导股市起落，与基本面发生较大偏离。而从趋势上，下一步走势则将主要视乎以下几个方面因素的发展以及相互作用。

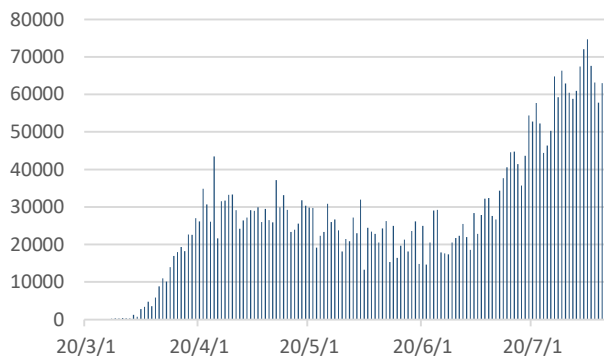
一是经济面短期要看企业经营能否见到好转，而这又在很大程度上取决于疫情能否得到有效控制（包括疫苗投产、疫情消退等）。从现在的情况来看，很难预料在疫苗没有研发投产之前，还会有不会有第三波、第四波疫情。就可得资料来看，美国疫情感染人数自 6 月末以来已呈现第二波高峰，未来进展很难预测。极端情况下，如果社会活动再次关闭，无疑将对经济造成重大损失。那时即便再有政策强刺激，与企业盈利的差距将更大。在这种情况下，不排除市场出现二次震荡的可能，特别是其中的传统周期股。而如果疫苗投产或者得到逐步有效控制，美国企业经营逐步恢复，那么股市将受盈利恢复的支持，进入下一个调整阶段。

二是经济面中长期要看美国经济增长的可持续性。这其中一个重要变量是本次疫情带来经济增长的新动能的发展空间，这是这一轮牛市最终能走多远的量天尺。如前所述，疫情前美国经济增长虽有动能，但相对较弱。借鉴美国上一轮科技革命的经验，要实现科技发展的二次突破（传统互联网算是第一次突破），单靠企业自身投入是不够的，仍需要政府像 80、90 年代那样，通过有力举措释放新一轮科技增长红利，替企业分摊投入成本。

对比来看，美国 80、90 年代先后在卡特政府任内颁布了《史蒂文森—怀特勒创新法》，将联邦部门和国家实验室冷战期间积累的技术成果向产业界推广；里根政府任内颁布了《经济复兴税收法》，给予了企业研发支出有力的税收减免；老布什政府任内颁布了《美国技术政策》，鼓励政府直接参与私营企业科研，分担企业研发成本；克林顿政府任内颁布了“国家信息高速公路”建设计划，由国家代替企业投入，为企业提供低成本的信息通讯基础设施。

相比之下，美国政府在本轮经济增长中鲜有 80、90 年代帮助本国企业科技突围的重大投入举措，联邦政府研发投入占 GDP 的比例在 2010 年后一路下降了近 40%。未来在疫情、及中美科技竞争推动下，政府会否加大科技方面的投入和政策支持，有待新一届政府上台后回答。在最乐观情况下，若能提出突破性的举措，对比上一轮增长标普增长 5.8 倍、纳斯达克接近 16 倍，则美股可能仍有增长空间。尤其是科技和生物医药等板块受疫情影响，目前正迎来新的发展契机。未来在大量资金支持下，若能实现科研突破和技术应用提速，现有估值泡沫有望被填平夯实。相较之下，美国传统经济领域有些行业是结构性萧条（如传统制造业），即使美国政府有意愿加大投入，也非朝夕能改变。随着疫情加速经济结构的调整，美股估值可能进一步分化。

表 15: 美国新冠疫情影响感染人数开始呈现第二高峰



资料来源：美国疾病控制与预防中心（CDC）

表 16: 联邦政府资助的研发投入占 GDP 比重 2010 年后骤降



资料来源：美国国家科学与工程中心（NSF）

三是货币面要关注美联储利率政策的变化。和传统危机不同，过去往往是股市下跌引发金融危机，然后美联储才开始底部救市；而在今年年初的危机中，疫情这一外力因素先造成了经济溃堤的严重担忧、从而引发市场暴跌，美国政府、国会和美联储这次股灾中的行动远比过去更加迅速、坚决，而且力度空前，联储是从市场高点头部救市。有鉴于此，本次要较以往更加关注美联储是否会在适当时点退出宽松。若退出宽松，则市场的高估值风险可能重来。就这点而言，短期内、尤其是特朗普任内，只要美国经济不恢复，货币政策就难以转向、即使其对经济的刺激作用日渐式微。如果这样，则短期看美股这只水牛可能还将持续、但由于政策空间越来越小，美股中长期走势仍难以预料。未来，伴随空前的财政扩张和潜在供给冲击，如果价格呈现上升苗头，只要联储加息响应或逐步退出宽松，都会给市场带来震荡（由于此前联储救市于高位）。事实上，长期货币超发已经给美国经济带来了重要损害，并大大牵制了货币政策的主动性，本次疫情只是进一步将其推向极致。如前所述，自 80 年代以来，美国的货币政策总体持续向下，易下难上，货币超量发行。尤其是自从 2009 年金融危机后以来，持续低息环境不断推升金融资产价格，提升企业负债率和刺激企业举债回购股票。在被裹挟之中，如前所述，联储现在只要退出宽松或者加息，立刻会导致债券市场猛烈下跌；而股市在这一情况下，一是面临折现率高企，二是企

业债务负担加重，三是举债回购难以为继。到那时，美联储如果硬要阻止股市下跌，就只剩直接下场买股票一条路了。

**四是地缘政治方面，要看中美关系的变化和走势。**目前来看，无论党派，美国两党对中国的一致意见已经形成，中美脱钩已成酝酿中的事实，差异只是严重程度和螺旋下滑的速度。预计中美脱钩将首先从科技领域开始，为未来发展带来不确定性。最乐观的情况下，美国政府如果加大对科技发展的支持，则科技可能迎来爆破式的技术突破，从而夯实估值泡沫，重新带动股市增长。否则即使当前对科技股的未来发展的期待可以阶段性支持股价继续走高，但随后泡沫终将刺穿。此外，如果中美冲突升级，则从短期来看，资金避险还将加大股市震荡。

**综合以上四方面的因素，总的来看，接下来美股的走势，我们假设分为以下几种情形：**

**第一种是疫情走势未来一段时间仍然处于不确定和变化中。**此时，货币政策预计将延续当前态势，美股将继续得到流动性的支撑，但是企业经营业绩或者胶着起伏、或将进一步下滑。在这种情况下，受疫情推动，过剩资金将持续涌向科技和生物医药板块，推动价格继续上涨；而传统股票估值进一步分化。但总的来说市场脆弱性高、走势将充满动荡与变数。目前看，这可能是未来一段时间比较现实的一种情形。如果此时中美关系恶化，则将进一步增加市场的波动。

**第二种是假设随后疫情逐渐趋稳，企业经营从衰退中逐步复苏。**此时企业盈利逐步向好，但在经济企稳之前，货币政策预计将延续低息态势。对盈利恢复的预期或能短暂推高以银行、能源、公用事业等传统经济为代表的价值股的超额表现，但复苏之后，股市逐步从心理预期主导向盈利基础主导切换。有些与常识背离的是，如果总体美国经济仍难摆脱低增长的趋势，高估值暴露反而可能拖累股市下行，向价值面回归。此时股市将出现一个回调的过程，尤其是如果联储逐步退出宽松，则将进一步增加市场压力。

**第三种情况是疫情逐渐趋稳，企业经营逐步回复。**此外，大选之后政策明朗，国家政策进一步助力科技和医药板块发展。这是最乐观的一种情形，但看似可能性较小。在此情况下，资金支持将进一步推动科技板块发展，美国股市有望从疫情后延续增长，实现类似1987-2000年的长牛。

但上述情形都是建立在较为静态和简单变量的情形假设下的。考虑到大量的流动性、疫情、美国大选，以及中美关系发展变化的不确定性，现实中的市场可能是远为动荡的。可以确定的是，在不计代价的资金支持下，未来一两年，美国市场未见得不能沿着牛市的轨迹持续往下跑，但整体来看，由于美股现在已在高位运行，即使股指再往上涨，也是在高位基础上的上涨，获利幅度总体相对有限。而从风险上看，美股当前盈利预期和股价走势背离明显，高度依赖于美联储的零利率和增量流动性“打点滴”。因此两相权衡，收益小、风险大，美国市场即使再往上涨，可能也会像近几年的日本股市一样，不那么吸引人。