

宏观专题

后疫情时代，怎么看美国经济和美股？

自 3 月 23 日以来，美国疫情持续爆发，经济和就业大幅恶化，但美股却持续上涨 28%；5 月以来，美国各州陆续重启经济，市场对美国经济反弹有较高期待。后疫情时代，美国经济能否持续复苏？美股是否已进入新一轮牛市？本篇报告中，我们通过对历史经验的回溯，尝试给出问题的答案。

1、复工后美国经济能否全面复苏？

- **当前美国经济主要反映疫情冲击，而非内生规律：**美国历次经济衰退均是由企业或居民部门债务危机所致，当前美国经济大幅恶化主要受疫情影响，而非债务周期的内生性规律，具体表现为：1) 4 月失业人口中暂时性失业占比达 78.3%，远高于历史均值 13.5%，若暂时性失业被顺利召回，美国失业率将降至 5%左右；2) 过去两个月美国企业债违约规模有所增加，但仍远低于 08 年金融危机时期，反映出巨额的财政和货币宽松抑制了债务危机的爆发。
- **疫情消退后，企业债务将成为美国经济新的风险点：**过去三轮美国经济危机中，从企业债务开始去化到经济衰退结束，间隔时间为 10 个月左右。受美国财政和货币宽松刺激，美国企业债务自 3 月中旬以来大幅上升。即使美国企业在三季度开始去杠杆，根据历史经验，经济可能要等到 2021 年中期才能迎来全面复苏。由于企业债务去化往往是通过债务违约来完成，去杠杆的过程将会对经济造成新一轮冲击。

2、市场对美国衰退预期是否充分？

- **当前市场对美国经济的预期状况：**截至 5 月 15 日，彭博调查中位数显示，当前市场预期二季度美国 GDP 同比增速为 -9.5%，环比折年率为 -32.6%，三季度开始经济将迎来持续反弹，2020Q3 一直到 2021Q3 的 GDP 环比折年率都将保持 3.6%以上。
- **高频指标表现与市场预期的对比：**截至 5 月 9 日，美国周度经济指数 (WEI) 录得 -11.1%，4 月以来均值为 -10.4%。该指标自 4 月中旬以来基本走平，且伴随经济重启后大概率回升。鉴于此，我们认为当前市场对美国二季度 GDP 的预期是合理合理的。但由于企业债务风险尚未充分显现，同时历史经验显示去杠杆完成前经济难以实现全面复苏，我们认为市场对三季度及以后的美国经济反弹预期过于乐观。

3、大幅反弹之后美股将何去何从？

- **本轮美股大幅反弹的驱动力分析：**3 月 23 日以来，美股持续上涨的同时，市场对标普 500 指数 EPS 预期持续下调，而美元 Libor-美债利差和企业债信用利差大幅回落，这表明本轮美股反弹并非由于基本面预期好转，而是财政和货币大幅宽松带来的流动性改善。此外，标普 500 指数中科技股和医疗股权重较大，由于受疫情冲击较小，科技股和医疗股大幅上涨，对标普 500 指数涨幅的贡献率达到一半。
- **当前美股表现并不符合牛市开端的特征：**历史上每一轮美股牛市开启时，估值水平往往已经回落至低位，且牛市的开端均伴随着金融板块持续跑赢非金融板块。当前标普 500 指数动态 PE 已达历史第二高位，标普非金融指数动态 PE 已创历史新高，与此同时标普金融指数持续跑输非金融指数，这些均不符合牛市开端的特征。
- **历史上美股调整会持续到经济复苏前 4-6 个月：**1960 年至今，除 2001 年外，每轮美股的底部均领先美国经济复苏 4-6 个月，而 2001 年由于估值过高，美股直到经济复苏 10 个月后才完全触底。根据前面的分析，当前美国尚未开始去杠杆进程，而从开始去杠杆到经济复苏通常需要经过 10 个月左右，因此美国经济在 2021 年之前难以实现全面复苏，这意味着美股新一轮牛市仍言之尚早。由于当前美股估值已经严重偏高，后续调整压力依然较大，且调整可能持续较长时间。

风险提示：美国疫情超预期缓和；美国政策力度超预期。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《美国 4 月非农就业数据五问五答》2020-5-9
- 2、《美国经济将迎来“至暗时刻”——兼评美国 Q1 GDP 与 4 月 FOMC 会议》2020-4-30
- 3、《警惕低油价引发美国企业债违约潮》2020-3-14
- 4、《美联储紧急降息的背后：美国疫情究竟多严重？》2020-3-4
- 5、《2020 年美国展望：日薄西山》2019-12-21



内容目录

一、复工后美国经济能否全面复苏？	3
1. 当前美国经济主要反映疫情冲击，而非内生规律	3
2. 疫情消退后，企业债务将成为新的风险点	4
二、市场对美国衰退预期是否充分？	5
1. 当前市场对美国经济的预期状况	5
2. 高频指标表现与市场预期的对比	5
三、大幅反弹之后美股将何去何从？	6
1. 本轮美股大幅反弹的驱动力分析	6
2. 当前美股表现并不符合牛市开端的特征	7
3. 历史上美股调整会持续到经济复苏前 4-6 个月	8
风险提示	9

图表目录

图表 1: 当前美国暂时性失业占总失业人数比重远超历史均值	3
图表 2: 暂时性失业恢复正常后美国失业率将降至 5% 左右	3
图表 3: 当前美国企业债尚未爆发大规模违约	3
图表 4: 近期美国商业银行工商业贷款大增	4
图表 5: 经济复苏前要经历 10 个月左右的企业债务去化过程	4
图表 6: 企业债务去化会对经济造成显著负面冲击	4
图表 7: 当前市场对美国 GDP 增速的一致预期（截至 5 月 15 日）	5
图表 8: 市场对 2020 年美国 GDP 环比折年率预期调整过程	5
图表 9: 市场对 2020 年美国 GDP 同比增速预期调整过程	5
图表 10: WEI 与美国实际 GDP 同比有较好的拟合度	6
图表 11: 4 月中旬以来 WEI 基本走平	6
图表 12: 近期美股反弹的同时 EPS 预期持续下调	6
图表 13: 本轮美股反弹伴随着流动性的显著改善	6
图表 14: 近期标普 500 指数反弹主要受医疗保健和信息技术板块拉动	7
图表 15: 3 月 23 日至今 FAAMG 合计拉动标普 500 指数上涨 6.9%	7
图表 16: 美股牛市开启往往伴随金融板块跑赢非金融板块	8
图表 17: 近期美股反弹的同时金融板块持续跑输非金融板块	8
图表 18: 美股每一轮牛市开启前都经历了估值的大幅回调	8
图表 19: 当前美股动态 PE 已经严重偏高	8
图表 20: 美股通常在经济衰退快要结束前见底（1959-1989）	8
图表 21: 美股通常在经济衰退快要结束前见底（1990-2020）	8
图表 22: 美股见底通常领先衰退结束 4-6 个月	9

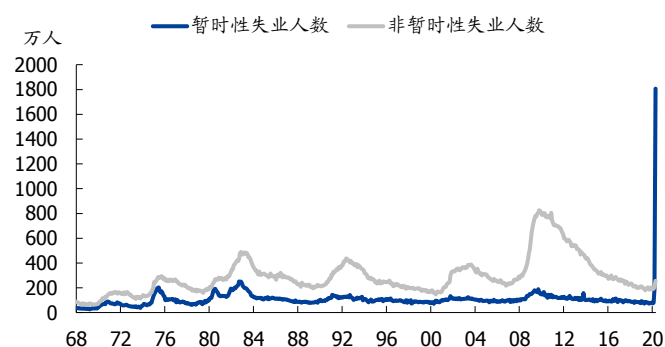
一、复工后美国经济能否全面复苏？

1. 当前美国经济主要反映疫情冲击，而非内生规律

在前期报告《2020 年美国经济展望：日薄西山》中，我们指出美国历次经济危机的本质都是债务危机，经济衰退的传导大致按照“企业/居民加杠杆-债务压力加剧-债务违约爆发-金融体系崩溃-大量企业破产倒闭-生产与就业急剧恶化-经济衰退”的链条进行，其中企业端债务风险往往是主导因素，而当前美国非金融企业的债务收入比已达历史高位。目前美国失业率已创历史新高，二季度 GDP 增速大概率创历史新低，但这种恶化很大程度上源于疫情导致的经济停摆，而非债务周期的内生性规律。这一点从就业数据和企业债务违约情况上可以得到体现：

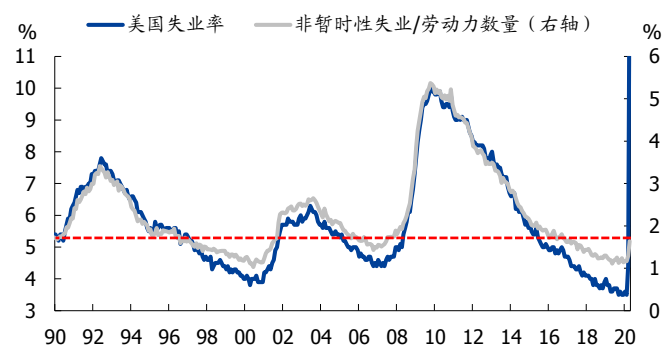
- **就业数据：**美国 4 月失业人数达 2307.8 万人，但其中有 1806.3 万人属于“暂时性失业”，意味着当经济活动恢复后，这一部分人群将被公司召回。历史上看，暂时性失业人数在总失业中的占比平均为 13.5%，而 4 月达到 78.3%。根据粗略估算，若暂时性失业者能顺利被召回，美国失业率将降至 5% 左右，这意味着剔除疫情影响，当前美国劳动力市场尚未出现内生性的大幅恶化。
- **企业债务违约情况：**过去两个月美国企业债违约规模有所增加，但仍远低于 2008 年金融危机时期，这反映了疫情冲击下企业债务压力有所加大，但得益于巨额的财政和货币宽松，企业债务危机的爆发得到有效抑制。

图表 1：当前美国暂时性失业占总失业人数比重远超历史均值



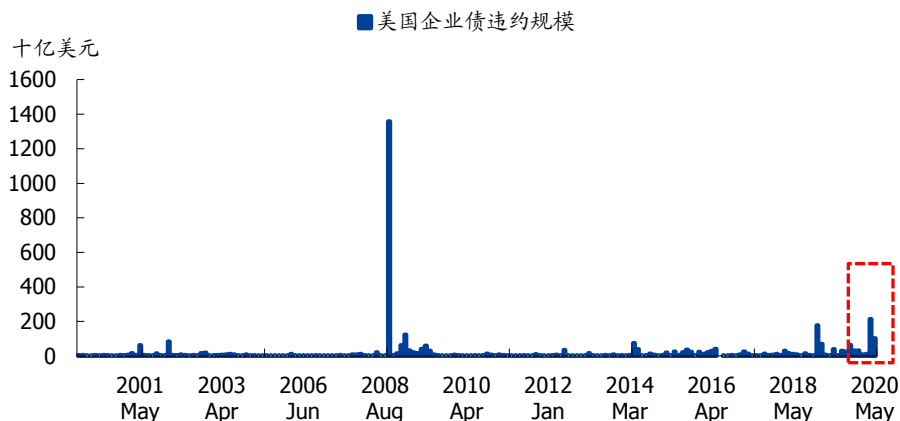
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：暂时性失业恢复正常后美国失业率将降至 5% 左右



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 3：当前美国企业债尚未爆发大规模违约



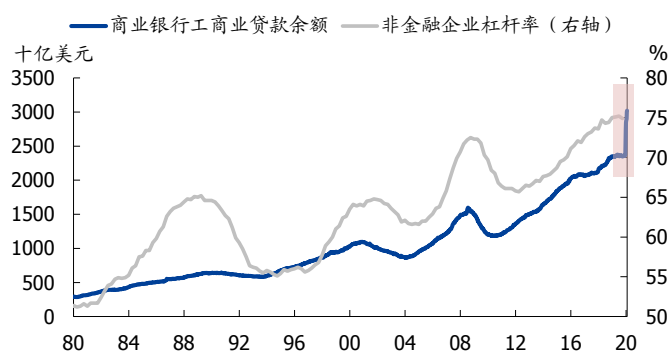
资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

2. 疫情消退后，企业债务将成为新的风险点

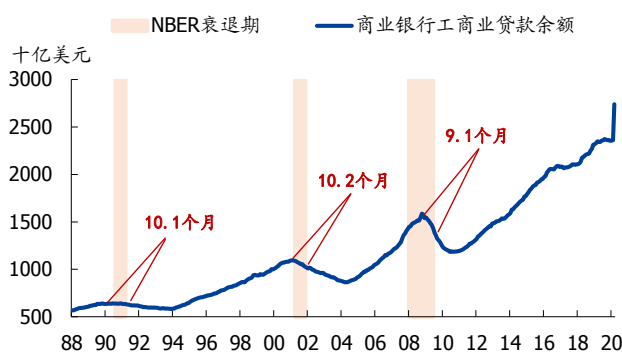
分析企业债务水平通常用非金融企业部门杠杆率指标，但这一指标为季度数据，且公布时间严重滞后，可以采用商业银行工商业贷款余额（季度）进行高频跟踪，历史上二者走势高度正相关。3月中旬以来，受财政和货币刺激计划拉动，美国商业银行工商业贷款余额大幅增长6600亿美元，同时由于二季度GDP将出现大幅萎缩，美国非金融企业部门杠杆率将在二季度有大幅提升。

过去三轮美国经济衰退都是由债务危机导致，相应地经济复苏需要债务先行出清。根据我们统计，2008、2001、1990年三轮危机中，从工商业贷款余额峰值到经济衰退结束，间隔时间分别为9.1个月、10.2个月、10.1个月，规律表现较为稳定，这意味着需要经历10个月左右的去杠杆过程之后，经济才能迎来全面复苏。

图表4：近期美国商业银行工商业贷款大增



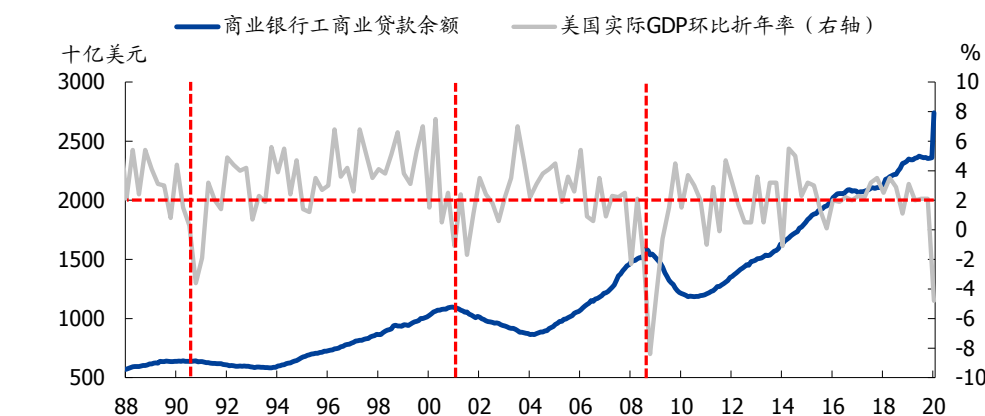
图表5：经济复苏前要经历10个月左右的企业债务去化过程



根据历史经验，企业债务的去化往往是通过债务违约来完成，这意味着去杠杆的过程会对经济造成显著的负面冲击。美国过去三轮危机中，GDP增速触底都发生在去杠杆之后，并且随后几个季度GDP环比折年率无法连续保持2%以上的增速。

当前美国财政和货币宽松仍将持续，且国会已在酝酿新一轮最高2万亿美元的财政刺激计划，因此短期内企业债务规模仍将继续增长。需注意的是，美国的财政刺激计划和美联储企业信贷工具大部分是援助贷款的形式，需要企业进行偿还，这也为后续去杠杆增加了难度。即使美国在三季度开始去杠杆，根据历史经验，经济可能要等到2021年中期才能迎来复苏，期间大规模的债务违约将会对经济新成新一轮冲击。

图表6：企业债务去化会对经济造成显著负面冲击



二、市场对美国衰退预期是否充分？

1. 当前市场对美国经济的预期状况

截至5月15日，彭博调查中位数显示，当前市场预期二季度美国GDP同比增速为-7.0%，环比折年率为-27.5%，三季度开始经济将迎来持续反弹，2020Q3一直到2021Q3的GDP环比折年率都将保持3.6%以上。

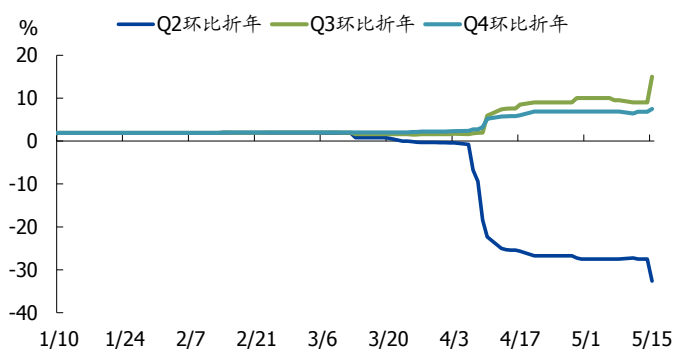
从预期调整过程来看，市场在3月初开始下调美国年内GDP增速预期，在4月初进行了大幅下调。4月中旬至5月14日，市场对二季度美国GDP增速的预期趋于稳定，但5月15日由-7.0%大幅下调至-9.5%；与此同时，市场对2020年GDP增速的预期始终在不断下调。

图表7：当前市场对美国GDP增速的一致预期（截至5月15日）

单位:%	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	2020
GDP 同比	-9.5	-6.7	-5.1	-1.9	8.2	5.0	-5.6
GDP 环比折年	-32.6	15.0	7.5	5.0	4.2	3.6	/

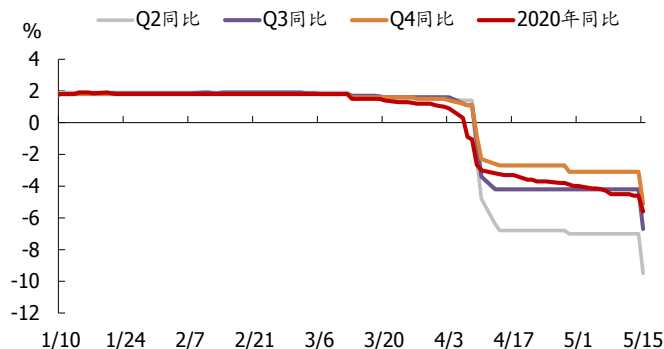
资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表8：市场对2020年美国GDP环比折年率预期调整过程



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表9：市场对2020年美国GDP同比增速预期调整过程



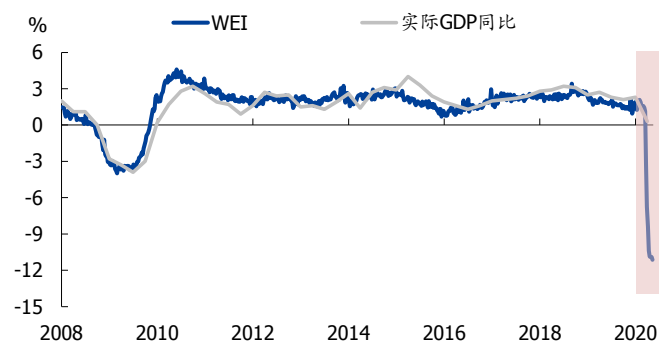
资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

2. 高频指标表现与市场预期的对比

纽约联储编制的美国周度经济指数（Weekly Economic Index, WEI）是美国GDP同比的高频拟合指标，历史上看该指标与美国实际GDP同比走势高度一致。截至5月9日，该指标录得-11.1%，创历史新低，但自4月中旬以来，该指标基本走平，从4月初至今的均值为-10.4%。考虑到5月中旬开始美国大部分州将重启经济，后续该指标大概率出现回升。据此判断，当前市场预期二季度美国GDP同比为-9.5%、环比折年率为-32.6%是大致合理的。

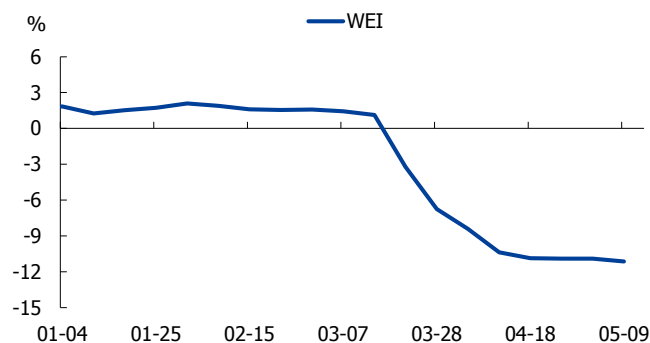
综上分析，我们认为当前市场对二季度美国经济恶化程度已有充分预期，但由于企业债务风险尚未充分显现，同时历史经验显示去杠杆完成前经济难以实现全面复苏，我们认为市场对三季度及以后的美国经济反弹预期过于乐观。

图表 10: WEI 与美国实际 GDP 同比有较好的拟合度



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 11: 4月中旬以来 WEI 基本走平



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

三、大幅反弹之后美股将何去何从？

1. 本轮美股大幅反弹的驱动力分析

3 月份以来，伴随市场对美国经济预期的大幅下调，市场对标普 500 指数 EPS 的预期也发生了大幅下调。截至 5 月 15 日，标普 500 指数预测 EPS 为 125.9，较 2 月 19 日美股高点时相比已下调 27.3%。EPS 预期持续下调的同时，美股自 3 月 23 日触底以来累计反弹 28%，这表明本轮美股反弹并非来自基本面预期的修复，而是受财政和货币宽松带来的流动性改善驱动。

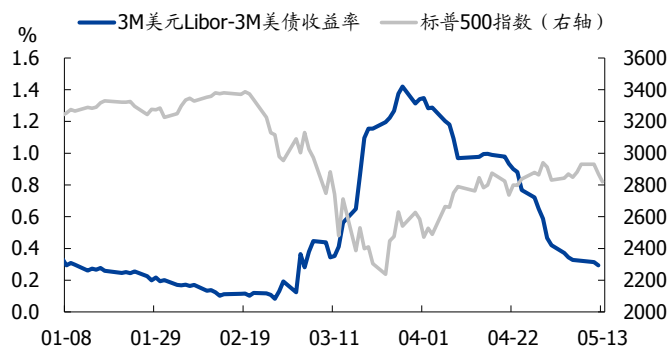
自 3 月底以来，美国政府先后出台了 2.3 万亿和 4800 亿美元的财政刺激法案，同时美联储累计扩表规模达 2.56 万亿美元。在前期报告《美国经济将迎来“至暗时刻”——兼评美国 Q1 GDP 与 4 月 FOMC 会议》中，我们指出本轮美联储扩表速度和规模远超历史上的 3 轮 QE。在财政和货币大幅宽松的刺激下，美国金融市场流动性出现明显改善，Libor-美债利差大幅回落至接近危机前的水平，信用利差也大幅回落，这构成了美股反弹的主要外部利好因素。

图表 12: 近期美股反弹的同时 EPS 预期持续下调



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

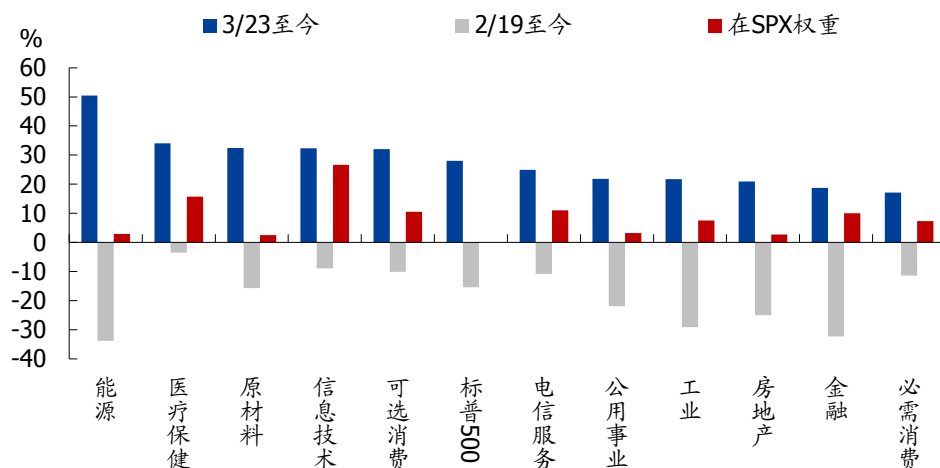
图表 13: 本轮美股反弹伴随着流动性的显著改善



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

从标普 500 指数的行业构成来看，信息技术和医疗保健指数权重最大，分别为 26.6%、15.7%，而这两个板块受疫情冲击也最小。3 月 23 日美股触底至今，标普 500 指数累计上涨 28%，信息技术和医疗保健指数分别累计上涨 32.4%、34.1%，按权重计算，二者合计拉动标普 500 指数 13.9% 的涨幅，贡献率达到一半。此外，标普 500 成分股中，市值前五大个股为科技巨头“FAAMG”，3 月 23 日至今除亚马逊外均跑赢大盘，5 大公司合计拉动标普 500 指数上涨 6.9%。因此，科技股和医疗股在指数中的权重大，也是本轮美股指数大幅反弹的重要原因。

图表 14: 近期标普 500 指数反弹主要受医疗保健和信息技术板块拉动



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 15: 3 月 23 日至今 FAAMG 合计拉动标普 500 指数上涨 6.9%

成分股	累计涨幅	市值占比	拉动指数
苹果	37.5%	5.0%	1.9%
微软	34.7%	5.2%	1.8%
亚马逊	26.6%	4.4%	1.2%
Google	30.1%	3.5%	1.1%
Facebook	42.4%	2.3%	1.0%
合计			6.9%

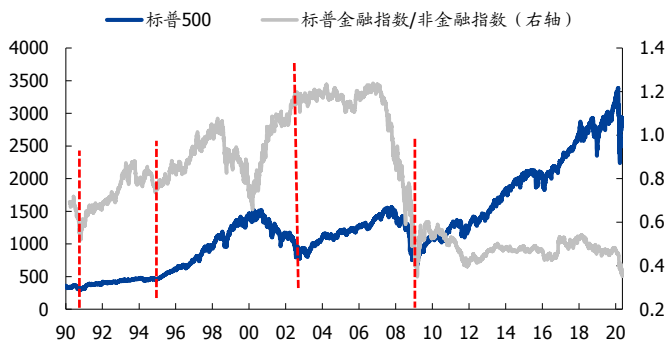
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

2. 当前美股表现并不符合牛市开端的特征

美股牛市的开启往往是由基本面预期改善决定的，而金融行业作为典型的顺周期性行业，股价与经济基本面高度正相关，因此，每一轮美股牛市开启时，往往都伴随着金融板块大幅跑赢非金融板块。3 月 23 日至今，标普 500 指数持续上涨的同时，标普金融指数持续跑输非金融指数，反映出市场对基本面的预期依然偏悲观，从而牛市尚未确立。

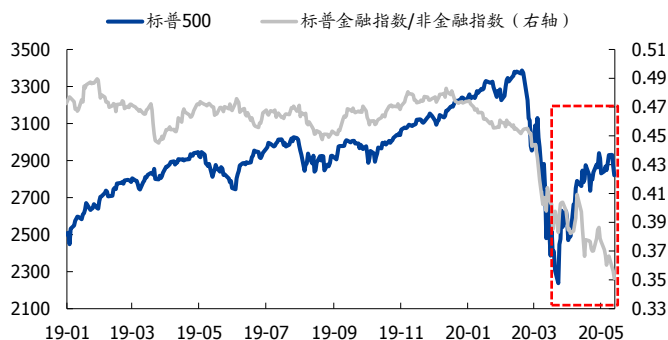
此外，历史上每一轮美股牛市开启前，都经历了估值的持续大幅回调。需注意的是，由于二季度开始市场对美股盈利的预期发生大幅下调，PE(TTM)已无法反映股市估值水平，更应关注的是动态 PE（股价/预测 EPS）。截至 5 月 15 日，标普 500 指数动态 PE 达 22.8 倍，为仅次于 2001 年的历史第二高位，标普非金融指数的动态 PE 更是创下历史新高，意味着美股仍有较大的回调压力。

图表 16: 美股牛市开启往往伴随金融板块跑赢非金融板块



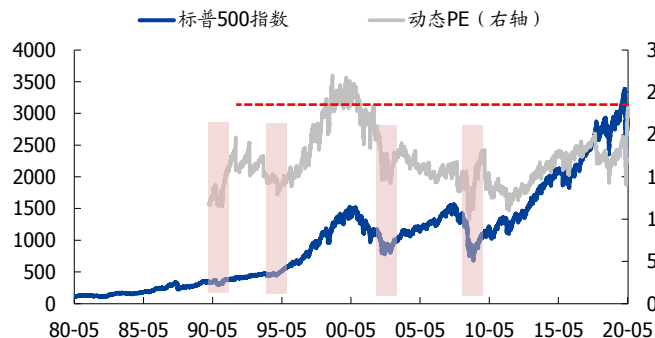
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 17: 近期美股反弹的同时金融板块持续跑输非金融板块



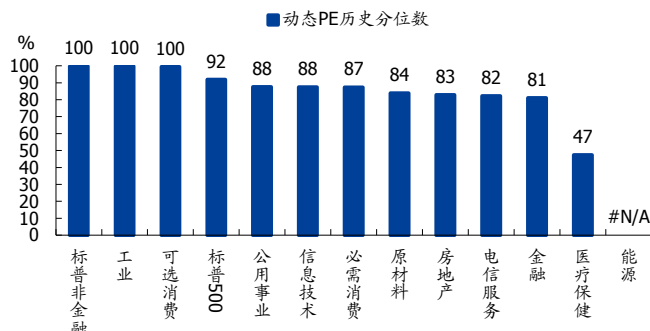
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 18: 美股每一轮牛市开启前都经历了估值的大幅回调



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 19: 当前美股动态 PE 已经严重偏高



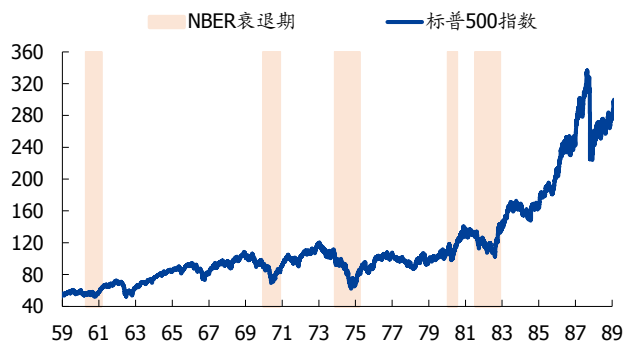
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所 注: 能源 EPS 为负因此无数据

3.历史上美股调整会持续到经济复苏前 4-6 个月

从历史上看, 美股往往在经济衰退之前就已经开始下跌, 而美股触底反弹通常也会领先美国经济复苏。根据我们统计, 历史上这一领先幅度通常在 4-6 个月, 唯一的例外是 2001 年互联网泡沫时期, 美国经济在 2001 年 12 月已经结束衰退开始复苏, 但由于股市估值严重偏高, 美股直到 2002 年 10 月才见底。

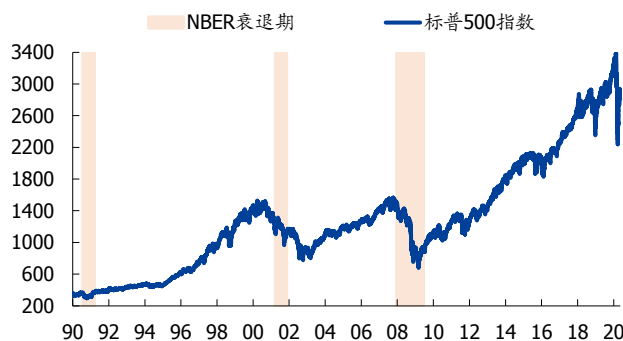
根据前面的分析, 当前美国尚未开始去杠杆进程, 而从开始去杠杆到经济复苏通常需要经历 10 个月左右, 因此美国在 2021 年之前难以实现全面复苏, 这意味着美股新一轮牛市仍言之尚早。此外, 当前美股估值已与 2001 年接近, 而当时的美股见底时间滞后于经济复苏。综合来看, 美股后续调整压力依然较大, 且调整可能持续较长时间。

图表 20: 美股通常在经济衰退快要结束前见底 (1959-1989)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 21: 美股通常在经济衰退快要结束前见底 (1990-2020)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 22: 美股见底通常领先衰退结束 4-6 个月

美股底部	衰退结束	领先月数
1960-10	1961-03	4
1970-05	1970-12	6
1974-10	1975-04	6
1980-03	1980-08	4
1982-08	1982-12	4
1990-10	1991-04	6
2002-10	2001-12	-10
2009-03	2009-07	4

资料来源: NBER, 国盛证券研究所

风险提示

1. 美国疫情超预期缓和。若美国疫情得到有效控制，或针对新冠病毒的治疗手段取得突破，则美国经济表现可能超预期，美股也将得到提振。
2. 美国政策力度超预期。若后续美国财政和货币政策力度进一步大幅加码，则企业债务风险可能被进一步抑制，美股短期回调风险将有所下降。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com