

首席分析师： 杨仁文  
执业证书编号： S1220514060006  
E-mail: yangrenwen@foundersc.com

联系人： 党崇钰  
E-mail: dangchongyu@foundersc.com

## 相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

**引言：**美国股指自3月下旬触底反弹后于6月11日首次出现暴跌，广受投资者关注，本文通过基本面分析对美股的未来走势做出判断。

**摘要：**本文认为美国三大股指目前仍然脱离基本面，存在下行风险，原因有五：

第一，美国三大股指经历了强劲反弹后（均超过44%）处于估值高点，美股未来四个季度的盈利能力显著恶化，以标普500为例，6月12日与3月初相比，未来四个季度的EPS、DPS和ROA预测值分别下滑了25.95%、20.01%以及25.82%。

第二，美联储扩表节奏已然放缓，资产负债表规模单周增量从3月18日的5861亿美元下降到6月3日的42亿美元，流动性助涨股市的作用将会减弱；同时美国企业债信用利差边际回升，从6月3日的2.98%升至6月11日的3.50%，更高的信用利差暗示企业风险的升高。

第三，经济重启和多地骚乱令疫情难以控制，部分州（德克萨斯州、佛罗里达州、亚利桑那州、加利福尼亚州等州）或出现新一波疫情，会进一步抑制经济复苏、挫伤投资者情绪。

第四，就业数据失真、FOMC议息会议对经济前景的预期等显示经济恢复缓慢：5月底广义上的失业率（U6）在20%以上，而美联储认为2020年实际GDP增速为-6.5%；目前美国经济虽然边际好转但年中能否触底复苏仍待观察。

第五，6月11日和6月12日的VIX恐慌指数分别为40.79和36.09，远高于过去3年均值17.53。若避险需求上升将利于美元、不利美股。

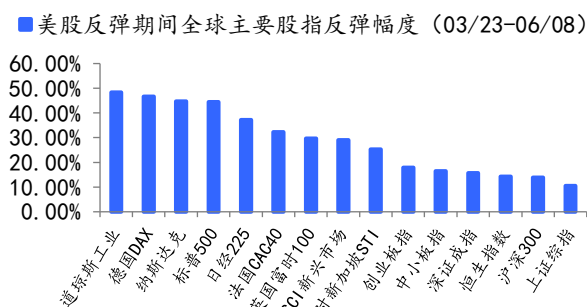
**风险提示：**美国经济恢复超预期、美国政策变化超预期、美国疫情防控超预期。

美国股指自3月下旬触底反弹后于6月11日首次出现暴跌，广受国际投资者关注。本文通过基本面分析对美股的未来走势做出判断。

## 1 美股走势回顾：反弹幅度巨大，行业表现长期分化

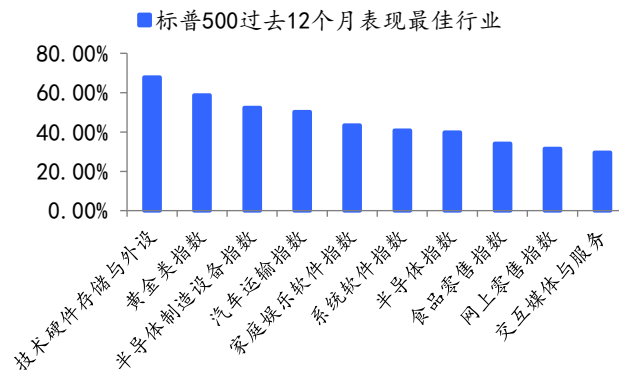
美股自2020年3月23日触底后开始反弹，近期最高点出现在2020年6月8日，期间反弹幅度巨大，道琼斯工业指数反弹48.30%，同期涨幅冠绝全球（图表1）。纳斯达克和标普500分别反弹44.66%和44.47%，亦十分亮眼。美股三大股指的巨大反弹并非适用于所有行业，虽然今年二季度油气相关板块反弹幅度领先，但是如果回溯过去12个月，图表2（数据范围为2019年6月12日至2020年6月12日）显示出标普500表现最好的十大子行业为技术硬件存储与外设、黄金类指数、半导体制造设备指数、汽车运输指数、家庭娱乐软件指数、系统软件指数、半导体指数、食品零售指数、网上零售指数、交互媒体与服务等，大部分集中在TMT领域，可以说过去1年标普500指数的上涨是以TMT为代表的行情。

图表1：美股反弹期间全球主要股指反弹幅度



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表2：标普500过去12个月TMT领涨

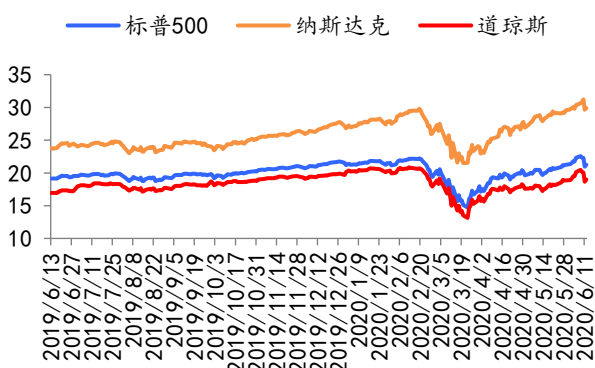


资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

## 2 美股当前基本面：估值高位、未来盈利能力显著恶化

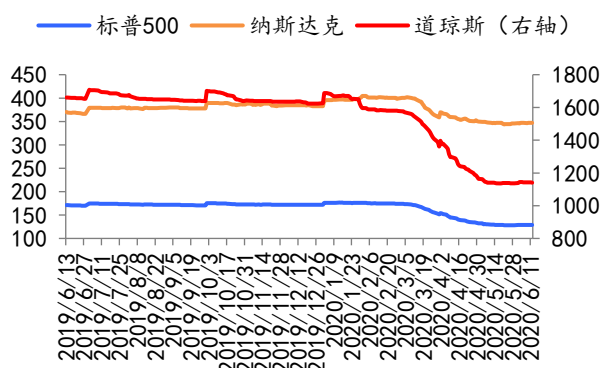
6月上旬美国三大股指市盈率均一度创出大跌以来的新高，标普500、纳斯达克、道琼斯的市盈率最高分别达到22.57、31.23、20.46倍（图表3），不少投资者担心美股估值泡沫化；而根据彭博的数据，美国三大股指未来四个季度的一些盈利指标预测值的确出现了显著恶化。

图表3：美国三大股指市盈率（P/E）



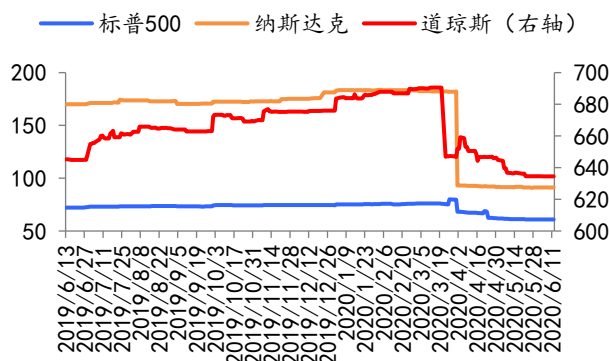
资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表4：美国三大股指未来四个季度EPS预测



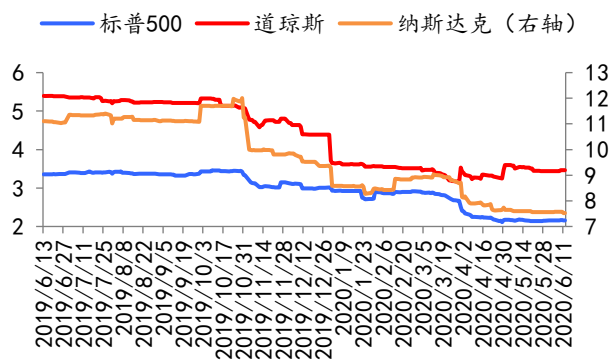
资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表 5：美国三大股指未来四个季度 DPS 预测



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表 6：美国三大股指未来四个季度 ROA 预测



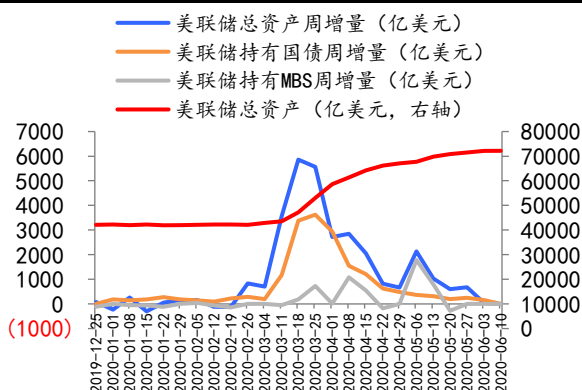
资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表 4-图表 6 分别展示了美国三大股指未来四个季度的每股收益 (EPS)、每股股利 (DPS) 以及资产回报率 (ROA) 的预测变化，整体上呈现中枢下移的趋势；以标普 500 为例，6 月 12 日与 3 月初相比，未来四个季度的 EPS、DPS 和 ROA 预测值分别下滑了 25.95%、20.01% 以及 25.82%。这也佐证了目前美国三大股指与基本面相背离，高估值或将通过股指下跌来消化 (P 的下降)。而另一方面，当经济逐渐恢复、盈利预期逐渐上移 (E 的上升) 之后，背离的情况亦可改善。

### 3 美联储扩表已然放缓、信用利差边际回升暗示企业风险

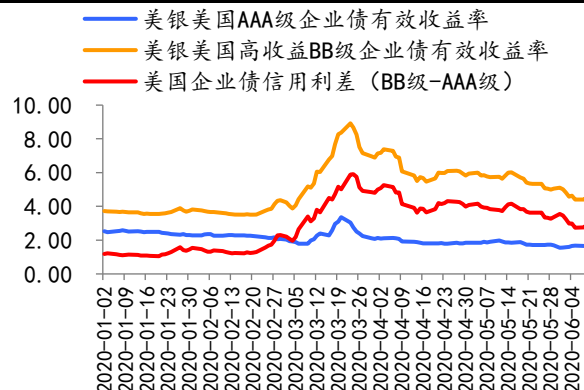
美联储扩表节奏已然放缓，资产负债表规模单周增量从 3 月 18 日的 5861 亿美元下降到 6 月 3 日的 42 亿美元，流动性助涨股市的作用将会减弱；同时美国企业债信用利差边际回升，从 6 月 3 日的 2.98% 升至 6 月 11 日的 3.50%，更高的信用利差暗示企业风险的升高。美联储扩表是本轮美股强势反弹的核心动力，估值和风险偏好抬升以及其他诸多因素都难以绕开美联储释放流动性，否则大量企业破产、经济陷入崩溃则其他因素大概率难以发挥作用。图表 7 显示了美联储总资产的每周变化以及美联储购买国债和 MBS 的每周变化，数据显示 3-5 月份美联储总资产周增量逐月下滑，预示流动性对股市的提振作用将逐渐减弱。而 6 月 10 日美联储 FOMC 议息公告也意味着美联储的货币政策难以持续超预期放松，近日股市调整亦与此有关。而图表 8 显示近日 BB 级企业债收益率以及信用利差 (BB 级-AAA 级) 同时回升，而 AAA 级企业债收益率正因美联储零利率政策而不断下降，说明只有美国的优质公司能够受益于美联储零利率政策，而资质较差的公司则存在一定的信用风险。

图表 7：美联储资产负债表每周增量变化



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 8：美国企业债信用利差回升

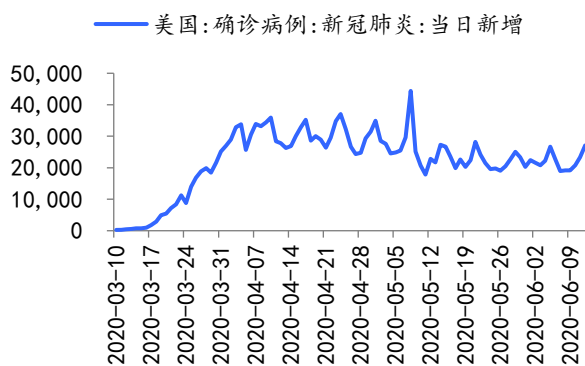


资料来源：Wind，方正证券研究所

#### 4 复工和骚乱令疫情难以控制、部分州或出现新一波疫情

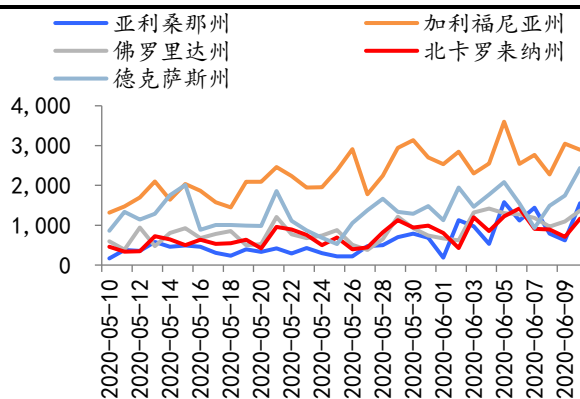
目前美国疫情风险仍未解除，单日新增病例居高不下（图表 9，数据截至 2020 年 6 月 12 日），而美国部分州（如德克萨斯州、佛罗里达州、亚利桑那州、加利福尼亚州、北卡罗莱纳州等）新增确诊上升（图表 10，数据截至 2020 年 6 月 10 日），或出现新一波疫情。6 月 1-12 日美国当日新增确诊病例日均超过 22000 人，且部分州疫情加剧，会给经济复苏增加困难，并对未来的经济政策提出了更高的要求。更加严重的疫情也将挫伤投资者的风险偏好。除了经济重启会导致美国的疫情更加严重，目前反种族歧视抗议正在席卷美国，美国多地爆发骚乱，社会阶层矛盾不断加剧，也不利于疫情控制。美国历史上曾多次爆发类似骚乱，本次骚乱虽然目前不会对股市造成较大的直接影响，但会影响社会秩序从而加大疫情防控的难度、减慢经济恢复的速度，从而间接影响股市，这是疫情背景下本次美国骚乱影响的特殊之处。

图表 9：美国当日新增确诊病例居高不下



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 10：部分州新增确诊上升，或现新一波疫情

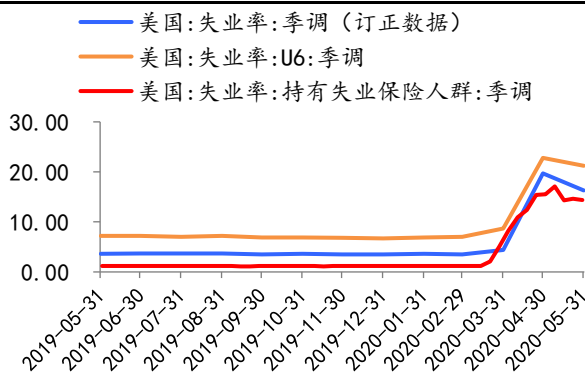


资料来源：Wind，方正证券研究所

#### 5. 就业数据失真、FOMC 议息会议等显示经济恢复缓慢

美国 6 月 5 日公布的 5 月份失业率是 13.30%，但是这个失业率是失真的。因为统计局人员工作失误，将某些“临时失业”（unemployed on temporary layoff）者错误地归入“受雇但缺席工作”（employed not at work）的类别，即错误地将停薪留职归类于员工休假、请病假等情况。经调整，5 月实际失业率约为 16.3%（错误报告值为 13.30%），而 4 月的实际失业率则高达 19.7%（错误报告值为 14.7%）。美国失业率历史数据见图表 11，其中 4-5 月份的数据已经修订。可以看到 5 月份失业率比 4 月份有所下降，但是依然处于较高水平，说明经济恢复较为缓慢，无法排除未来某些临时失业者演变为正式失业者的可能。

图表 11：美国失业率数据（%）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 12：6 月 10 日美联储大幅下调 GDP 增速



资料来源：Wind，方正证券研究所



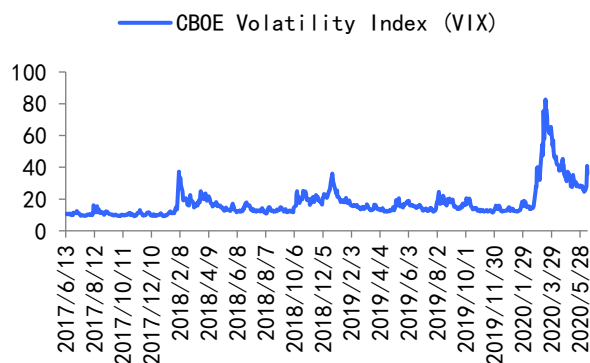
另一方面，官方公布的基准失业率只是 U3 分类，但 U6 范围更广，所以即使修订过的失业率也可能是被低估的。U6 包含 U3 基准失业者加上停止寻找工作者、准待业者、以及希望寻找全职的兼职者，涵盖的范围更广。目前 U6 失业率在 5 月底仍然高达 21.2%（4 月底是 22.8%），与美联储主席鲍威尔 5 月 17 日所说的美国失业率最高可能会攀升至 25% 这一预测较为相符。

6 月 10 的美联储 FOMC 议息会议认为经济在年中触底仍然存在不确定性，并调低 2020 年 GDP 增速预期为 -6.5%，低于市场预期。美联储同时预计 2021 年和 2022 年的 GDP 实际增速预计为 5% 和 3.5%（存在低基数效应）。美联储的表态令市场担忧经济恢复的速度比预期缓慢，-6.5% 的 GDP 实际增速是 1980 年以来的最低值。

## 6. 恐慌指数仍居高位，避险需求将利于美元、不利美股

美股暴跌对应 VIX 重新回弹（图表 13），6 月 11 日和 6 月 12 日的 VIX 恐慌指数分别为 40.79 和 36.09，远高于过去 3 年均值 17.53，这预示标普 500 指数未来仍会有起伏，而标普 500 指数目前在估值高点的位置上，向下波动的概率更大。对于美元而言，随着全球央行季末资金面的美元需求增加，以及市场担忧美国疫情二次爆发产生避险需求，美元产生了短期反弹。美元和美股若考虑经济衰退期的避险需求因素，近期呈现负向波动关系，避险需求和美元指数走强并不有利于美股。另外，货币政策边际收紧引发的市场情绪变化也可能有利美元、不利美股。

图表 13：VIX 恐慌指数仍在长期高位



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表 14：美元若因避险需求走强将不利股指



资料来源：Wind，方正证券研究所

## 7. 结论

本文认为美国三大股指目前仍然脱离基本面，存在下行风险，原因有五：

第一，美国三大股指经历了强劲反弹后（均超过 44%）处于估值高点，美股未来四个季度的盈利能力显著恶化，以标普 500 为例，6 月 12 日与 3 月初相比，未来四个季度的 EPS、DPS 和 ROA 预测值分别下滑了 25.95%、20.01% 以及 25.82%。

第二，美联储扩表节奏已然放缓，资产负债表规模单周增量从 3 月 18 日的 5861 亿美元下降到 6 月 3 日的 42 亿美元，流动性助涨股市的作用将会减弱；同时美国企业债信用利差边际回升，从 6 月 3 日的 2.98% 升至 6 月 11 日的 3.50%，更高的信用利差暗示企业风险的升高。

第三，经济重启和多地骚乱令疫情难以控制，部分州（德克萨斯州、佛罗里达州、亚利桑那州、加利福尼亚州等州）或出现新一波疫情，会进一步抑制经济复苏、挫伤投资者情绪。

第四，就业数据失真、FOMC 议息会议对经济前景的预期等显示经济恢复缓慢：5 月底广义上的失业率（U6）在 20% 以上，而美联储认为 2020 年实际 GDP 增速为 -6.5%；目前美国经济虽然边际好转但年中能否触底复苏仍待观察。

第五，6 月 11 日和 6 月 12 日的 VIX 恐慌指数分别为 40.79 和 36.09，远高于过去 3 年均值 17.53。若避险需求上升将利于美元、不利美股。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com