

2021 年 05 月 25 日

固定收益研究

研究所

证券分析师:
021-68930187
证券分析师:
021-60338175靳毅 S0350517100001
jiny01@ghzq.com.cn
吕剑宇 S0350521040001
lvjy@ghzq.com.cn

美股估值还能涨吗？

——海外宏观周报（20210518-20210524）

相关报告

《利率与流动性周报：流动性整体宽松，债市利率持续下行》——2021-05-23

《ETF 周报（20210517-20210523）：商品板块明显降温，中小盘表现亮眼》——2021-05-23

《转债周报（20210517-20210523）：转债成交有所回落，转股溢价率持续抬升》——2021-05-23

《固定收益信用周报（20210517-20210523）：发行利率多数下行，期限利差有所走扩》——2021-05-23

《公募基金周报（20210517-20210523）：新能源基金表现亮眼，债基发行回暖》——2021-05-23

投资要点：

■ 美股估值还能涨吗？

用股票席勒市盈率的倒数来衡量股票回报率。理论上，10 年期美债利率应为股票回报率的下限。然而实际上，在 1980-2000 年期间，美股回报率曾长时间低于 10 年期美债利率。原因主要有：（1）通胀消退使得利率中枢下移，为估值创造空间；（2）美股盈利情况不断改善，拉动估值向上。

用股票回报率和 10 年期美债利率之差来衡量风险溢价，不难发现，近 10 年来，标普 500 的风险溢价在 0-320BP 之间波动，目前市场风险溢价整体偏低，但估值向上仍有一定空间。

当风险溢价被压缩至接近 0 时，估值的定价受名义利率影响更大，在利率向上的背景下，估值水平有回调压力，从而导致“股债双熊”。

展望下半年，虽然目前风险溢价仍有压缩空间，从而为美股估值上行创造条件，但是考虑到下半年美联储可能提出缩减购债，届时 10 年期美债利率将快速上行，估值水平将承压。

■ 上周新公布重要数据

美国 5 月 15 日当周初次申请失业金人数录得 44.4 万人次，较上周减少 3.4 万人次；4 月新屋开工 14.09 万套，较上月下降 0.05 万套；5 月 14 日 EIA 商业原油库存增加 132 万桶。

欧盟 4 月份欧盟 CPI 同比增加 2.00%，增速较上月增加 0.3 个百分点；5 月欧元区制造业 PMI 录得 62.8，较上月下降 0.1。

日本 一季度 GDP 同比下降 1.9%，较上季度同比增速下降 0.8 个百分点；4 月份 CPI 同比下降 0.4%，增速较上月上升 0.20 个百分点，环比下降 0.3%，

■ 美联储基准利率预期 截至 5 月 21 日，今年下半年联邦基金基准利率期货隐含升息预期有所下降，今年 6 月份、9 月份、11 月份、12 月份加息至 25-50BP 的概率分别为 8.00%、8.00%、8.00%和

7.60%。

- **疫情方面** 印度当日确诊有所降低。疫苗接种方面，以色列和阿联酋接种完成率最高，分别达 58.3%和 55.0%。美国和英国接种完成率紧随其后，分别达 43.5%和 43.8%。
- **风险提示** 经济刺激不及预期、新冠疫情变化。

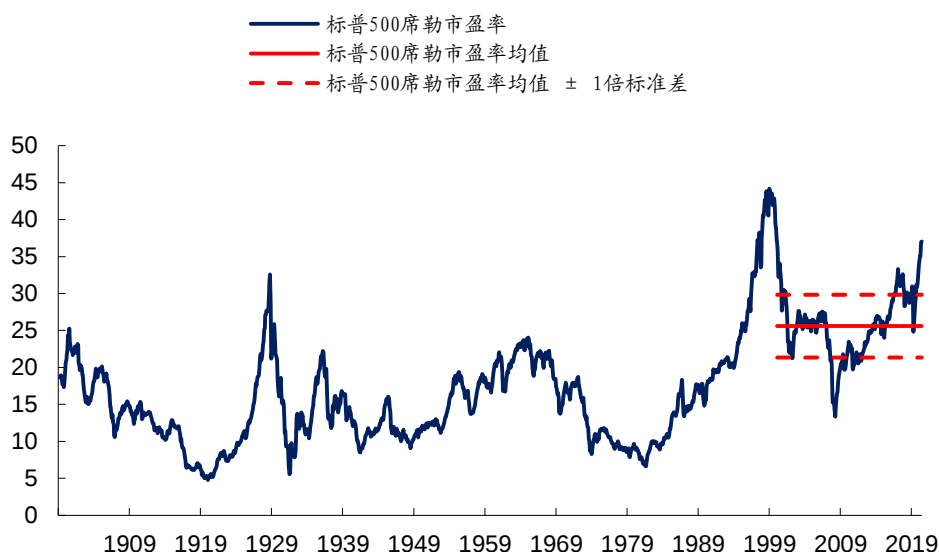
1、 美股估值还能涨吗？

1.1、 当下美股估值如何？

比较长周期下美股估值水平时，我们主要考察席勒市盈率。席勒市盈率相较一般市盈率主要做出两点变化：（1）将历史股价用价格指数折算到当前水平；（2）采用过去 10 年平均每股盈余代替当前每股收益。基于以上两点调整，计算席勒市盈率使得历史估值水平可比，并且剔除了短期盈利波动对整体估值的影响，在比较长周期股市估值水平时更具有参考意义。

席勒市盈率视角下，美股估值处于历史高位。疫情后，在三轮“放水”刺激下，美股不断创出新高。目前，标普 500 席勒市盈率为 37.04 倍，处于 2000 年以来 99.59%分位数，仅次于科网泡沫破裂前的 44 倍左右水平。

图 1：标普 500 历史席勒市盈率情况

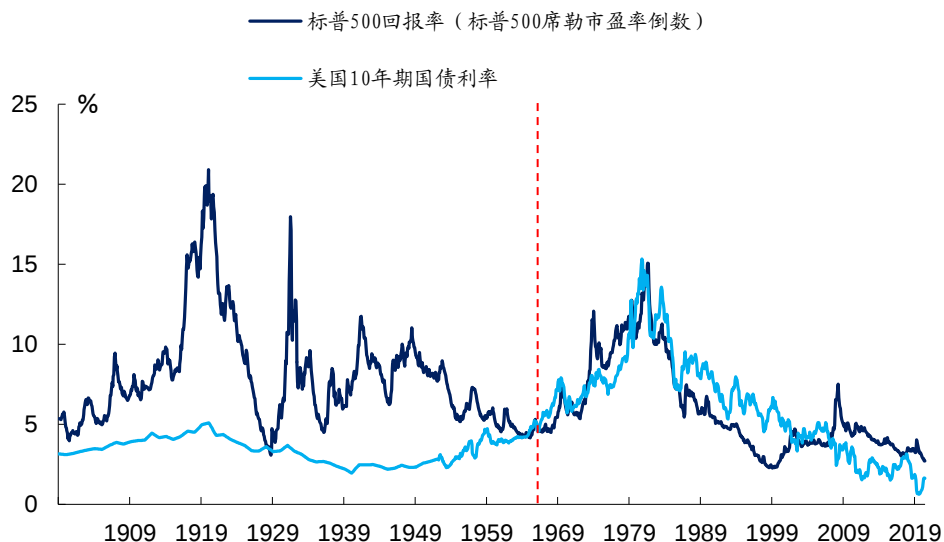


资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2、利率与美股估值有何关系？

席勒市盈率的倒数反映当前估值水平下，对未来股票回报率的预期。长期来看，1960 年前，10 年期美债收益率和股票回报率相关性并不高。然而随着 1950 年代后期，现代资产组合管理“60-40”理论的发展，股债回报率逐渐呈现出正相关走势。

图 2：1960 年以来，10 年期美债收益率和股票回报率走势高度相关



资料来源: Wind、国海证券研究所

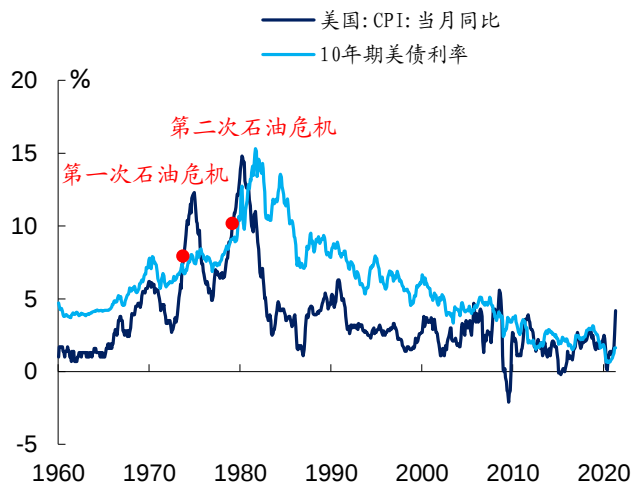
理论上, 10 年期美债利率应为股票回报率的下限。一直以来, 10 年期美债利率被视为无风险利率, 而股票作为风险资产, 其回报率应体现其相对于无风险资产更高的风险补偿。因此, 股票回报率理论上应大于 10 年期美债利率。

然而实际上, 在 1980-2000 年期间, 美股回报率曾长时间低于 10 年期美债利率。造成这种现象的原因主要有两点:

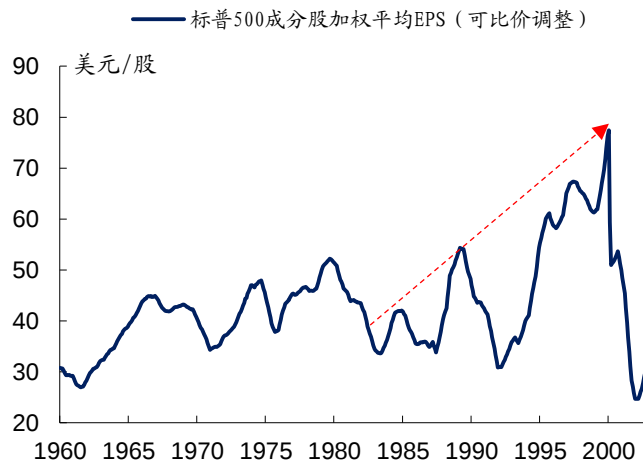
- (1) 通胀消退使得利率中枢下移, 为估值创造空间。1980 年期, 伴随两次石油危机的结束, 美国国内的通胀开始逐渐消退, 前期受通胀影响的 10 年期美债利率开始逐渐下行, 为美股估值提升创造基础。
- (2) 美股盈利情况不断改善, 拉动估值向上。1980 至 2000 年期间, 美国先后经历了“计算机革命”和“互联网革命”, 伴随产业升级和转型, 美股盈利持续改善, 在此格局下, 美股估值有不断向上的动力。

图 3: 两次石油危机后通胀逐渐消退

图 4: 1980 年后美股盈利情况持续改善



资料来源: Wind、国海证券研究所



资料来源: Robert Shiller、国海证券研究所

注: 历史 EPS 经 2021 年 5 月份 CPI 指数调整

当前风险溢价整体偏低,但估值仍有上行空间。一般而言,我们用股票回报率减去美国十年期国债利率来衡量市场给予股票市场的风险溢价。近 10 年来,标普 500 的风险溢价在 0-320BP 之间波动,当前风险溢价为 107BP,处于近 10 年来 20.33%分位数。因此,虽然目前市场风险溢价整体偏低,但估值向上仍有一定空间。

图 5: 近 10 年来标普 500 风险溢价表现



资料来源: Wind、国海证券研究所

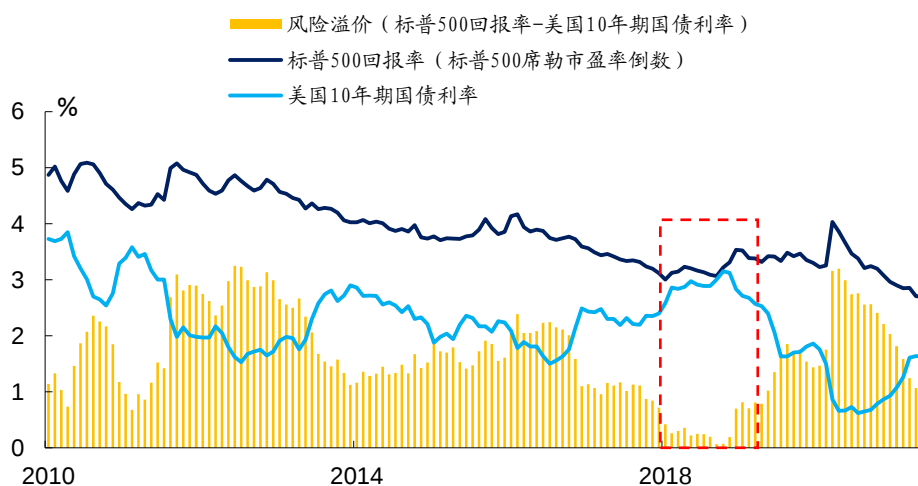
1.3、美股估值将如何演绎？

我们在前期报告《美债利率未来怎么走？》中曾提出，今年下半年将大概率是美联储提出缩减购债的窗口期。一旦美联储开始收紧货币政策，将导致 10 年期美债利率快速上行，未来美股估值将如何演绎？

当下股债两市格局更类似 2018 年。当时，美联储处于加息周期中，伴随美国通胀逐渐回升，股市整体估值相对较高。风险溢价被极限压缩至 7BP 左右，不难发现，当风险溢价被压缩至接近 0 时，估值的定价受名义利率影响更大，在利率向上的背景下，估值水平有回调压力，从而导致“股债双熊”。

展望下半年，虽然目前风险溢价仍有压缩空间，从而为美股估值上行创造条件，但是考虑到下半年美联储可能提出缩减购债，届时 10 年期美债利率将快速上行。因此，我们综合判断当前美国股市估值上行空间不大，一旦美联储提出缩减购债，估值水平将承压。

图 6：风险溢价接近零时，估值水平受利率影响更大



资料来源：Wind、国海证券研究所

2、全球经济指标追踪

2.1、生产情况

4 月美国制造业 PMI 录得 60.70，较上月降低 4.00；4 月欧元区制造业 PMI 录得 62.90，较上月增加 0.40；4 月日本 PMI 录得 53.60，较上月增加 0.90。

4月美国全部工业部门产能利用率同比增加16.56%，较上月增速增加15.40个百分点。4月日本产能利用率同比增加7.26%，较上月增速增加8.24个百分点。

图 7：美、日、欧制造业 PMI



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 8：美、日产能利用率情况



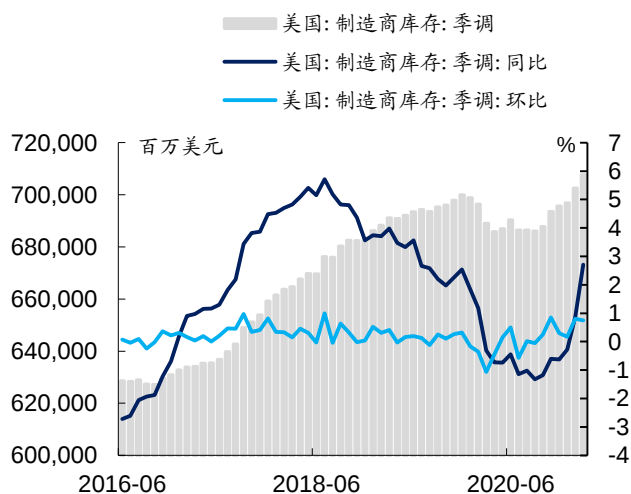
资料来源：Wind、国海证券研究所

2.2、库存情况

3月份，美国制造商库存录得7077.13亿美元，同比增加2.71%，同比增速较上月增加1.84个百分点，环比增速录得0.74%。

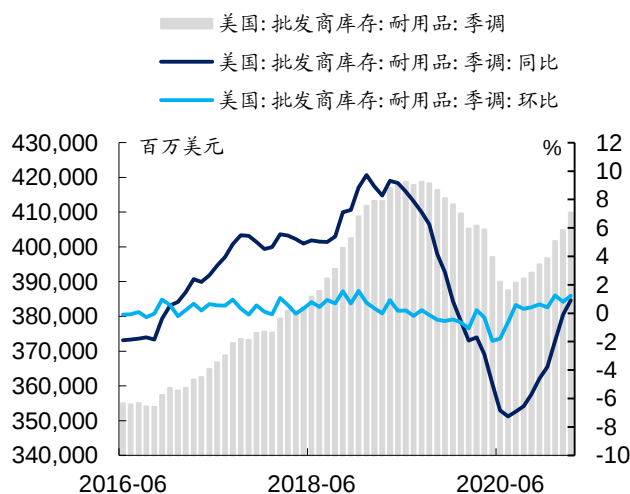
3月份，美国批发商耐用品库存录得4099.03亿美元，同比增加0.92%，同比增速较上月增加1.02个百分点，环比增速录得1.24%。

图 9：美国制造商库存情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 10：美国批发商耐用品库存情况



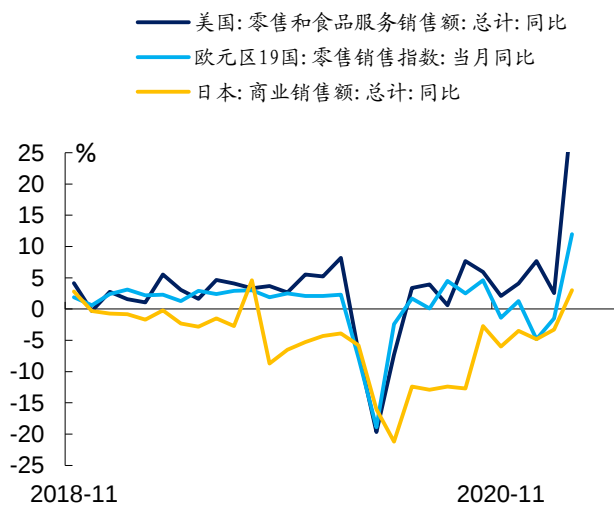
资料来源：Wind、国海证券研究所

2.3、需求与消费情况

4月美国零售和食品服务销售额同比增加 51.44%，同比增速较上月增加 19.73 个百分点；3月欧元区零售销售指数同比增加 12.00%，同比增速较上月增加 13.50 个百分点；3月日本商业销售额同比增加 3.00%，同比增速较上月增加 6.30 个百分点。

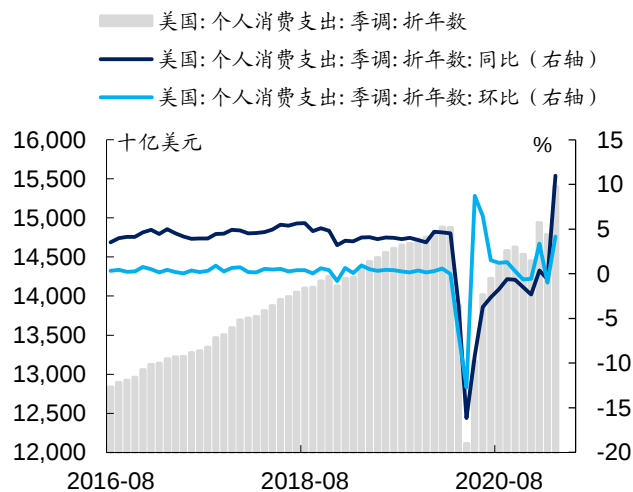
3月美国个人消费支出录得 15.40 万亿美元，同比增速录得 10.97%，较上月上升 11.59 个百分点，环比增加 4.17%。

图 11：美、日、欧零售情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 12：美国个人消费支出



资料来源：Wind、国海证券研究所

2.4、就业情况

5月8日，美国持续领取失业金人数录得 375.1 万人，较上周增加 11.1 万人次。

4月美国 ADP 新增就业人数录得 74.22 万人，较上月增加 17.68 万人；新增非

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19759

