

# 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，且伴随经济重启后续大概率回升。鉴于此，我们认为当前市场对美国二季度GDP的预期是大致合理的。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历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 熊园

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年美国经济展望：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

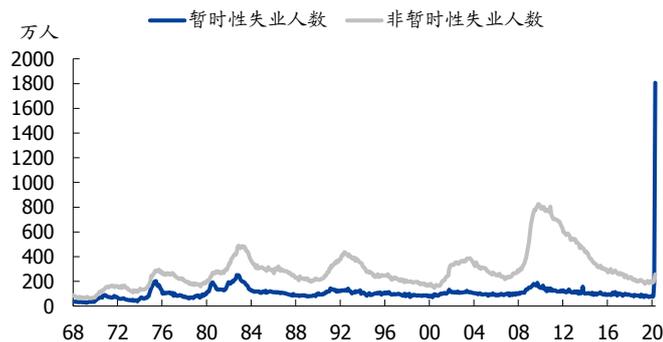
## 一、复工后美国经济能否全面复苏？

### 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：

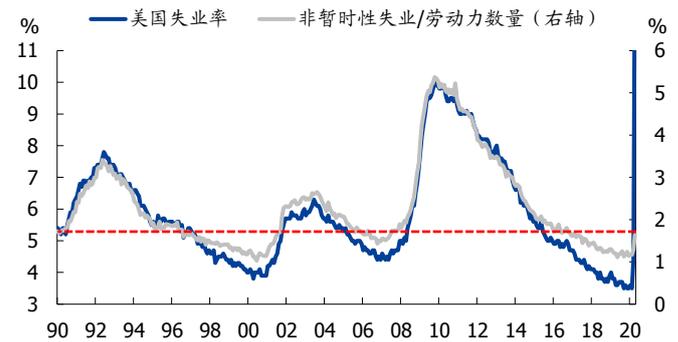
- ▶ **就业数据：**美国4月失业人数达2307.8万人，但其中有1806.3万人属于“暂时性失业”，意味着当经济活动恢复后，这一部分人群将被公司召回。历史上看，暂时性失业人数在总失业中的占比平均为13.5%，而4月达到78.3%。根据粗略估算，若暂时性失业者能顺利被召回，美国失业率将降至5%左右，这意味着剔除疫情影响，当前美国劳动力市场尚未出现内生性的大幅恶化。
- ▶ **企业债违约情况：**过去两个月美国企业债违约规模有所增加，但仍远低于2008年金融危机时期，这反映了疫情冲击下企业债务压力有所加大，但得益于巨额的财政和货币宽松，企业债务危机的爆发得到有效抑制。

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



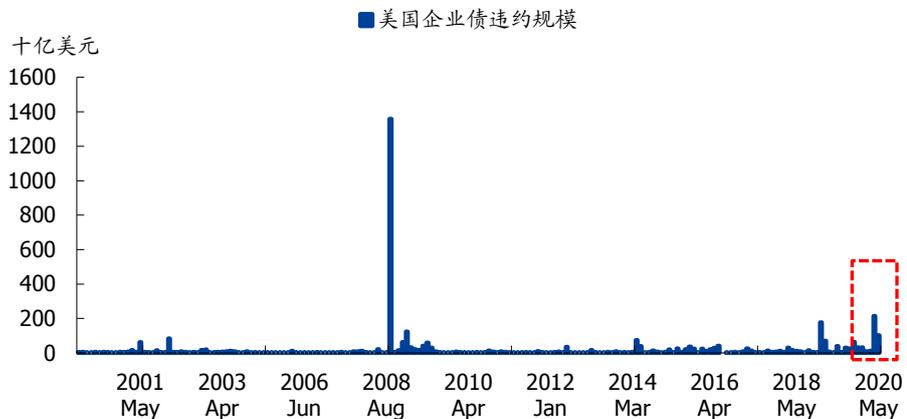
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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



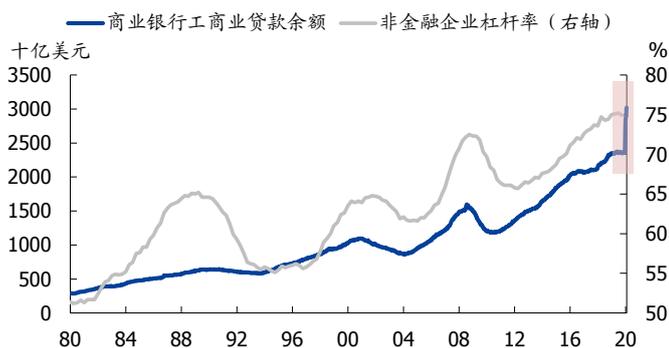
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

## 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。

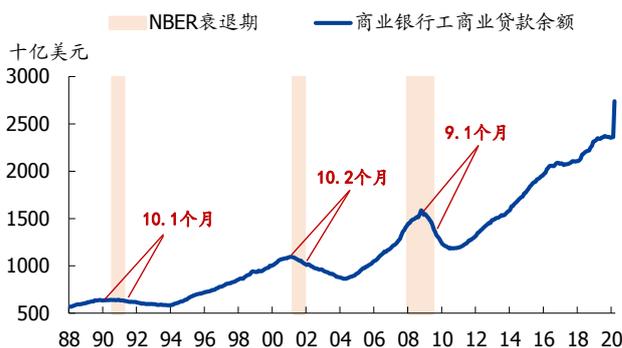
过去三轮美国经济衰退都是由债务危机导致，相应地经济复苏需要债务先行出清。根据我们统计，2008、2001、1990年三轮危机中，从工商业贷款余额峰值到经济衰退结束，间隔时间分别为9.1个月、10.2个月、10.1个月，规律表现较为稳定，这意味着需要经历10个月左右的去杠杆过程之后，经济才能迎来全面复苏。

图表 4: 近期美国商业银行工商业贷款大增



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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

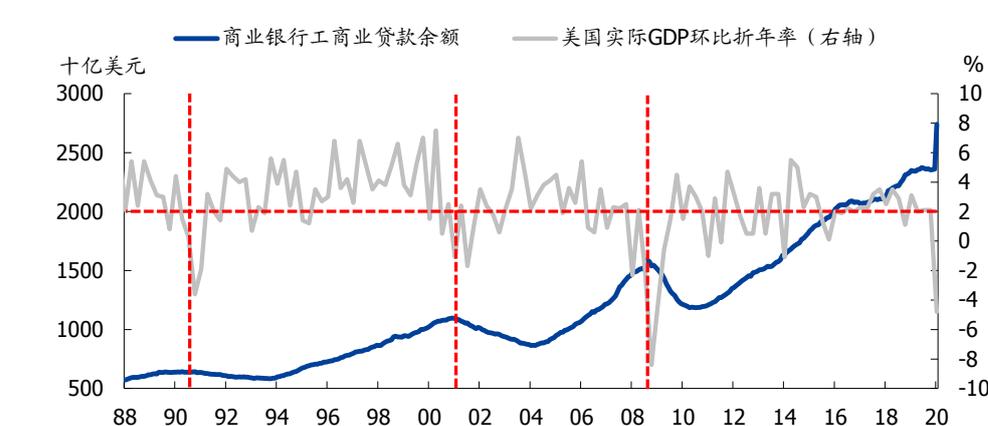


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 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。

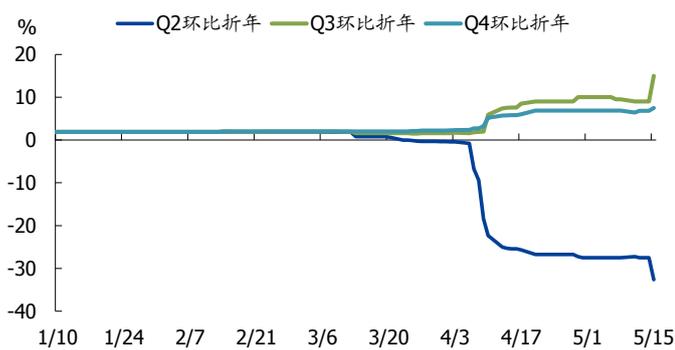
从预期调整过程来看,市场在3月初开始下调美国年内GDP增速预期,在4月初进行了大幅下调。4月中旬至5月14日,市场对二季度美国GDP增速的预期趋于稳定,但5月15日由-7.0%大幅下调至-9.5%;与此同时,市场对2020年GDP增速的预期始终在不断下调。

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	/

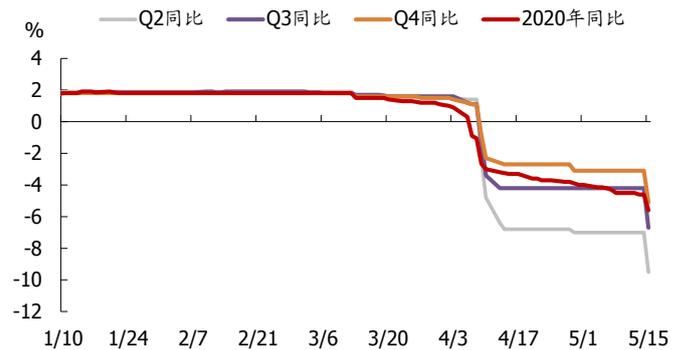
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

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



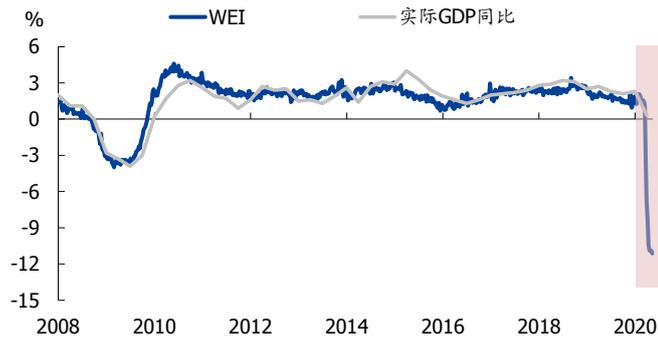
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

### 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。

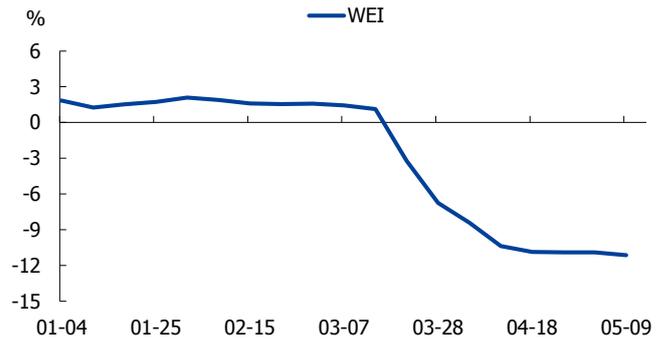
综上分析,我们认为当前市场对二季度美国经济恶化程度已有充分预期,但由于企业债务风险尚未充分显现,同时历史经验显示去杠杆完成前经济难以实现全面复苏,我们认为市场对三季度及以后的美国经济反弹预期过于乐观。

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

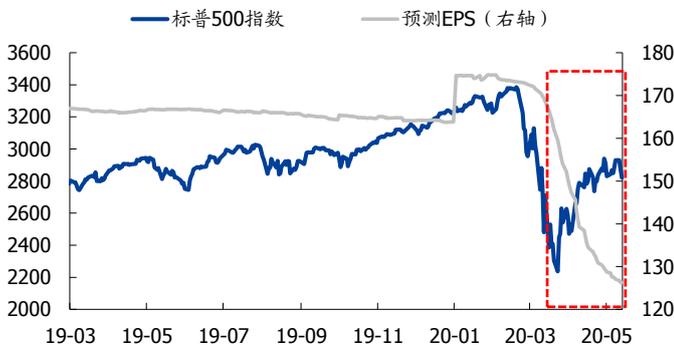
### 三、大幅反弹之后美股将何去何从?

#### 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

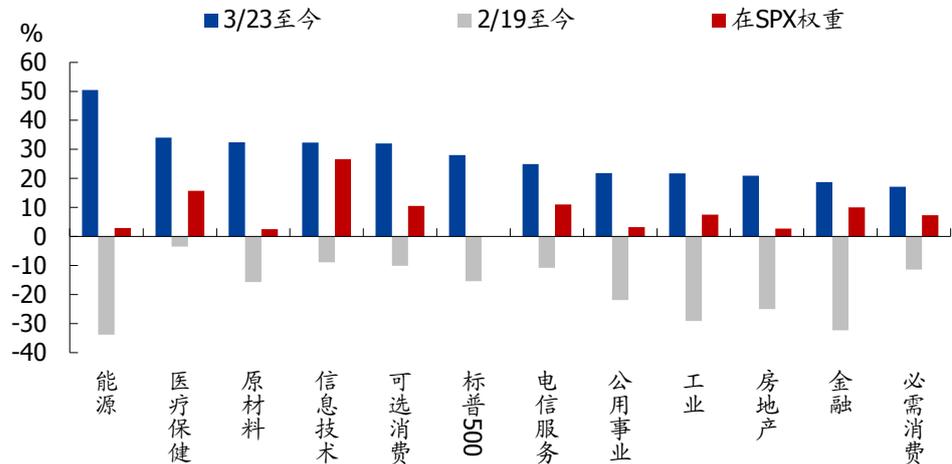
图表 13: 本轮美股反弹伴随着流动性的显著改善



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最大，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

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\\_5119](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5119)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn