



## 美股反弹后路在何方？

- **3月美股史诗级暴跌：**3月份美股创纪录的连续4次熔断，其跌幅之迅猛甚至超过2008年金融危机时期。
- **3月下旬美股见底反弹远非技术性反弹：**3月23日，S&P500跌至2237.4见底后，随后在高波动中开启反弹。从低位反弹至今超过20%。其反弹力度之大同意也令市场意外，仔细梳理不难发现美股反弹并非单纯的技术反弹：疫情改善、美元荒问题的解决、坏消息靴子落地、政策强力应对等因素是支撑美股反弹的重要原因。
- **美股已度过最黑暗的时刻，未来高波动与分化并存，一旦基本面趋稳，美股有超涨风险：**
  - 疫情对于基本面冲击最坏的时刻已过，美股盈利预期仍有下行压力，但预计空间有限，目前来说美股估值相对合理并未有过度高估，盈利下修带来的估值被动抬升影响可控。
  - 但考虑到美股已经强劲反弹超过20%，美股短期在盈利下调以及回购减少的情况下，美股仍然有可能二次探底，但大概率不会破前面的低位。
  - 美股回购大幅减少再加上全球经济环境不确定性仍然较大，预计美股仍将保持高波动态势，之后美股未来的反弹持续性有赖于：疫情持续时间及对盈利的影响程度、疫情是否会导致涟漪效应进而再度冲击资本市场。
  - 考虑到当前的信心低迷、投资者仓位低，场外有大量的资金仍未入场，一旦疫情企稳，回购、货币市场基金如果扎堆入场，可能令美股面临超涨的风险。操作策略上来说一定要坚持自下而上，抓住未来的个股分化行情。

蔡瑞，CFA

策略分析师

carl\_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

林琰

研究部主管

sharon\_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2020年4月22日

# 目录

复盘——惊心动魄的3月 .....	3
反弹来临：远不止是技术反弹 .....	6
疫情改善 .....	6
美元荒问题基本得到了解决 .....	8
坏消息靴子落地，预期已经向下大幅修正 .....	9
超强力政策的快速应对 .....	10
反弹之后？——至暗时刻已过，未来高波动与分化并存，一旦基本面趋稳，美股有超涨风险 .....	11
疫情冲击的最坏时刻已过，盈利预期仍有下修压力，但预计空间有限 .....	11
估值：相对合理，未来即使盈利下调，令估值被动抬升，影响也相对有限 .....	15
涟漪效应：货币、财政宽松双压制，但关键依然取决于疫情持续时间 .....	18
仓位与情绪修复：高波动与超涨风险并存 .....	18
个股大分化 .....	24

# 美股反弹后路在何方？

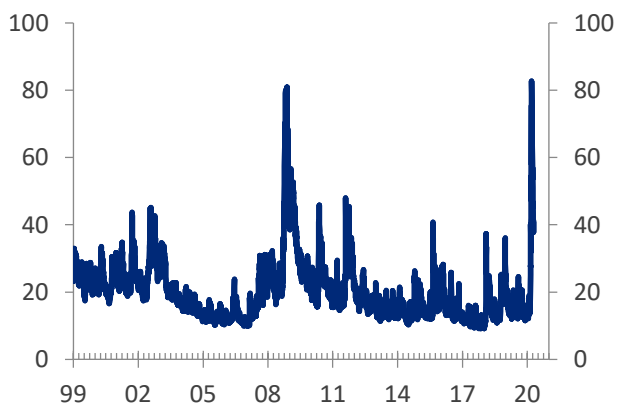
2020年3月，在新冠肺炎疫情冲击欧美的影响下，全球股市大幅走低，美股也迅猛暴跌，3月份更是创纪录的连续4次熔断，其跌幅之大甚至超过2008年金融危机时期。3月下旬，美股见底后逐步反弹，指数已经从低位反弹超过20%，部分个股甚至已经反弹后创下历史新高。

值此之际，不论哪类资产的投资人，都要面对一个问题——反弹后的美股将何去何从？这个问题为何如此重要？因为美股作为全球风险资产的标杆，其走势将直接和间接影响到全球各类资产的走势。

## 复盘——惊心动魄的3月

2月末，美股S&P500指数创下历史新高，随后，受疫情蔓延至欧美的影响，美股开启了前所未有的断崖式下跌，历史上美股总共有5次熔断，而仅仅3月份就创纪录的经历了4次熔断，从高点回撤超过34%，美股波动率VIX指数一度高达82.69，超过金融危机80.86的峰值。

图表 1: 美股波动率 VIX 指数



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 2: S&P500 指数



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

复盘美股的暴跌原因，主要有以下几点：

- **美股在暴跌前的市场情绪过热**

美股在疫情在 3 月之前快速上涨，S&P 指数以及纳斯达克指数连创历史新高，2 月中，S&P 500 指数 21 天 RSI 急速升高至历史 95% 以上的水平，显示市场已经极度过热。

- **美国市场初期大幅低估了疫情的严重程度、以及疫情对于经济的影响**

因中国疫情控制取得进展，海外低估了疫情的传播力，在欧美疫情的暴发初期，也由于认识不足而导致防护不足，造成疫情快速传播。等到市场开始意识到 GDP 可能经历创纪录的双位数下跌，失业率增长可能超过金融危机时，市场又开始过度恐慌，造成碾压式抛售，形成巨大的美股抛压。

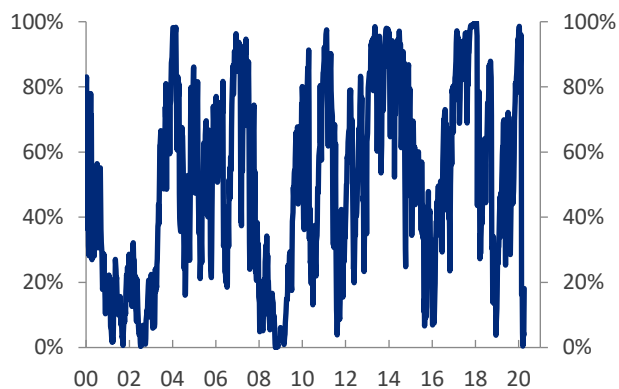
- **美国经济衰退来临**

2019 年，被视为美国经济衰退的领先指标的美国国债收益率曲线出现倒挂，令美国经济衰退的疑云始终萦绕在投资者心头，几乎人人都预感将出现衰退，但无人知晓何时到来，当疫情冲击来临时，投资人不仅需要面对经济衰退，还需要面对疫情冲击带来的这种从未经历过的衰退。

- **美元荒加剧了市场恐慌**

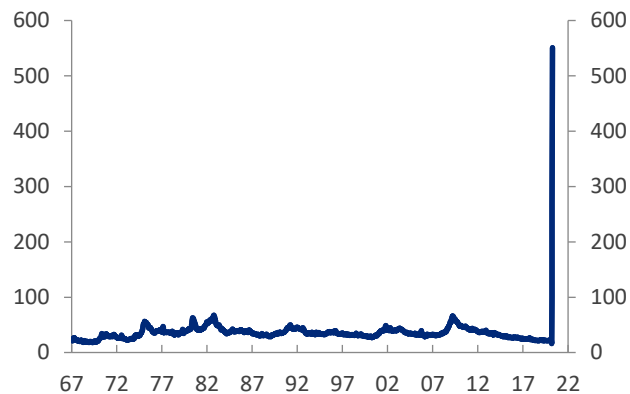
2019 年 9 月，美国银行间的隔夜回购市场就曾爆发过钱荒，美联储通过加大回购力度而暂时解决了这个问题。“钱荒”爆发的诱因，是银行的分红期叠加美债拍卖高峰期，令银行短期融资压力凸显，但究其根本，在于美联储的缩表与加息令银行的超额准备金大幅减少，应对短期资金压力的抗风险能力大幅降低。此次疫情的暴发，令企业和个人出于避险以及经营需要，对资金的需求急速飙升。而在供应端，融资提供方由于低风险偏好，不愿进行资金拆借，令 3 月出现短暂的美元短缺，反应国际市场美元流动性充裕度的泰德利差急速飙升至 2008 年以来的新高。

图表 3: S&P 500 21 天 RSI 历史百分位



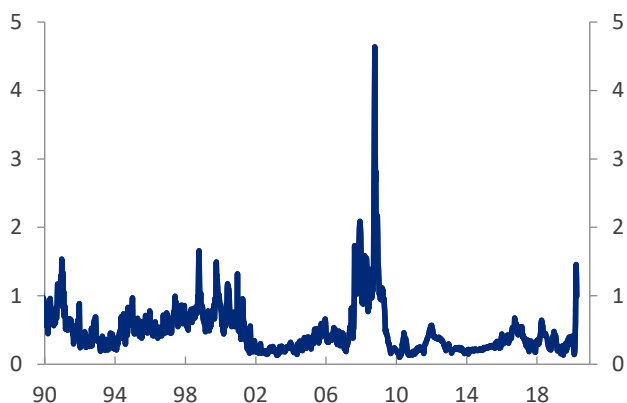
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 4: 1967 年以来美国失业保险首次申请人数 (四周平均, 万人)



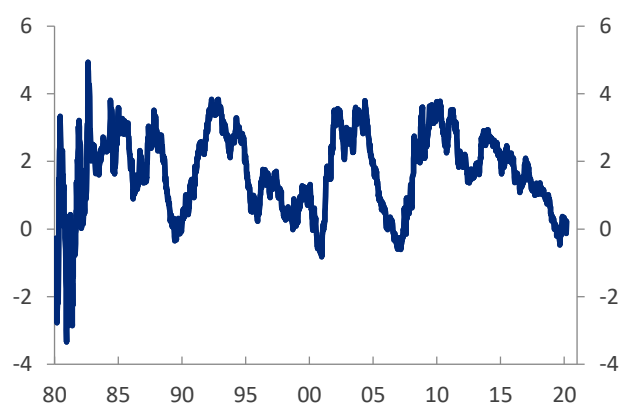
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 5: Ted 泰德利差%



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 6: 美债收益率曲线 (10 年-3 月期)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

综合来看, 3 月的美股暴跌, 主要由疫情令企业盈利以及估值面临双向冲击, 叠加市场此前情绪过热以及美元荒所导致。

## 反弹来临：远不止是技术反弹

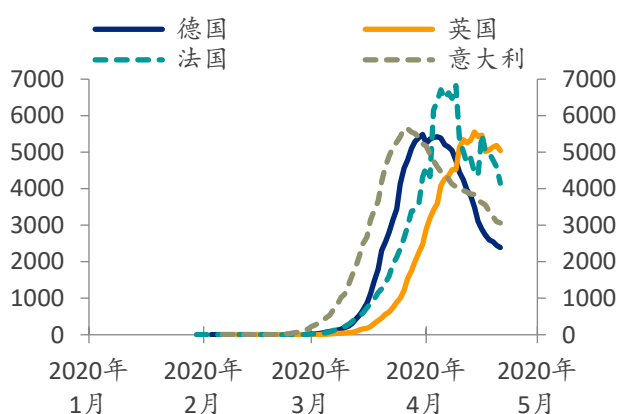
3月23日，美股 S&P500 跌至 2237.4 见底，随后在高波动中开启反弹。从低位反弹至今超过 20%。其反弹力度之大同样也令市场意外。反弹究竟是市场见底逆转还是仅是昙花一现？

对于反弹的可持续性判断必须与暴跌的原因分析相结合，仔细梳理，不难发现，**疫情改善、美元荒问题的解决、坏消息靴子落地、政策强力应对**等因素是支撑美股反弹的重要原因。

### ● 疫情改善

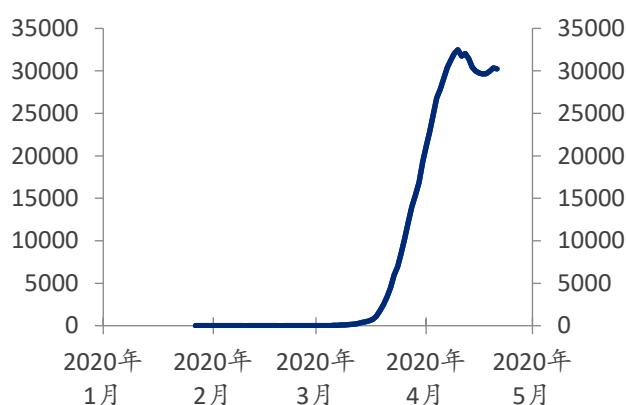
疫情的改善是美股反弹最大的驱动力。美股 3 月 23 日见底，差不多同一时期，3 月下旬 4 月初，欧美的新冠肺炎新增确诊人数也见顶，并在震荡中逐步回落。

图表 7： 欧洲新冠肺炎新增确诊（7 日平均）



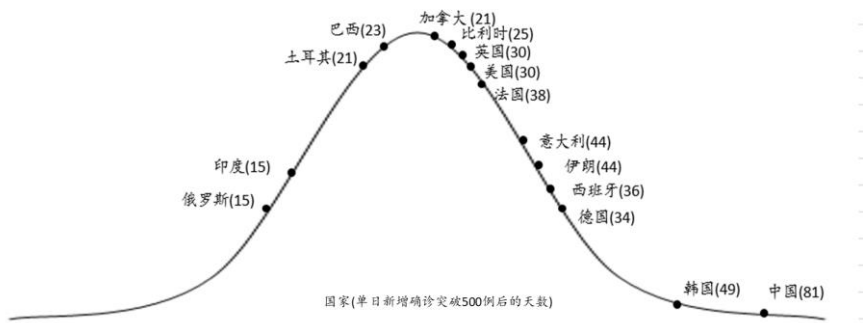
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 8： 美国新冠肺炎新增确诊（7 日平均）



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 9：各国疫情发展走势曲线



资料来源：CEIC、浦银国际

举世瞩目的吉利德公司抗病毒特效药瑞德西韦临床试验初步结果也令人乐观。据 4 月 16 日报道，芝加哥大学医学院招募 125 名新冠肺炎（其中 113 名为重症患者），在接受了每日瑞德西韦注射后，绝大部分患者已经出院，仅有 2 名患者不幸离世。虽然由于：1) 患者样本较少，2) 缺乏安慰剂组别的对照研究，目前难以对该药物的有效性生成医学层面的严谨判断，但其初步结果的积极表现，无意给予全球极大的信心，这也进一步推动了股市反弹。

## ● 美元荒问题基本得到了解决

3月15日美联储降息至0，但市场的流动性短缺问题依然存在，随后3月17至19日，美联储宣布启动多项紧急货币政策工具，包括重启商业票据融资便利（CPFF）、一级交易商信贷便利（PDCF），

3月23日，美联储进一步宣布一系列宽松举措：

### ● 开放式、“无限量”化宽松政策

购买国债以及 MBS 数量没有上限（amounts needed to support economy），此外购买范围还扩展至商业地产支持证券（commercial mortgage-backed securities）。

### ● 购买投资级公司债券

通过 PMCCF 进入一级市场信用债市场、通过 SMCCF 进入二级市场买入投资级公司债，包括债券 ETF，这主要为了应对近期大量资金流出投资级债券，以及市场流动性干涸的问题。

### ● 买入 ABS 支持实体经济

重启 2008 年时期的 ABS 购买工具 TALF，购买学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业贷款相关的 ABS，实现了对于这些领域贷款的间接支持，这使得涉及相关贷款的人可以通过出售债券来筹集资金。

### ● 支持货币基金市场、票据市场

通过扩大 MMLF，加大对于货币基金市场的支持力度，通过扩展 CPFF 以平抑波动的商业票据市场，缓解企业短期融资困境。商业票据的利率也进一步下调至 OIS+110bps，距离 2008 年期间 OIS+100bps 已经十分接近。

在此基础上，美联储基本稳定了美国内部的流动性，随着美联储这一系列组合拳的推出，美股也在3月23日见底，开启了持续反弹。

3月31日，美联储宣布与外国央行和其他国际货币当局设立为期至少6个月的临时回购协议安排（FIMA Repo Facility）。这项安排将允许在纽约联邦储备银行拥有账户的外国央行和其他国际货币当局与美联储达成回购协议，这大幅缓解了全球的美元流动性短缺问题。

（此部分的详尽分析请见我们月度定期报告 [《SPDBI 全球央行观察 4 月刊》](#)）。



## ● 坏消息靴子落地，预期已经向下大幅修正

先前暴跌很大程度上源于市场大幅低估了疫情对于经济的冲击与影响，但目前随着疫情的爆发，市场开始明白其严峻程度，开始重新定价，对于金融市场而言，坏消息“靴子落地”之际，通常对应市场见底反弹。

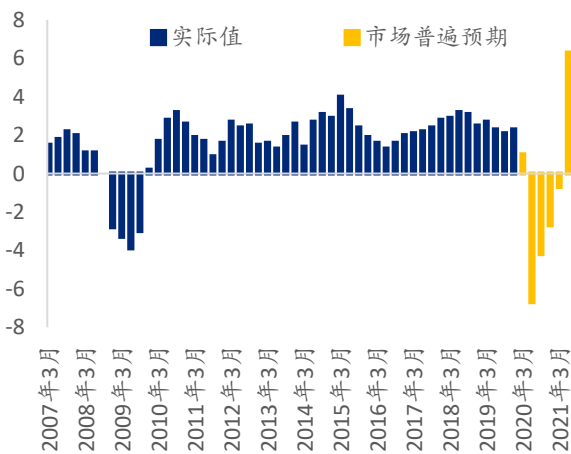
### ● GDP 预期大幅下调

随着疫情在欧美的爆发，各大投行、国际组织开始下调 GDP 预测，而且下调幅度非常巨大，并未显示出估计不足的情况，例如圣路易斯联储主席布拉德就曾在 3 月表示“新冠疫情或致美国二季度 GDP 下降 50%（注：年化季环比），失业率达到 30%。”（注：金融危机时期失业率为 10%）。目前市场预期显示，美国二至四季度 GDP 都将为同比负增长，其中二季度同比下跌 7.3%，考虑到中国一季度 GDP 同比下跌 6.8% 而中国采取了更为严格的封城措施，同比 7.3% 的预测应该是已经重复预估了疫情对于经济的冲击力度。

### ● 美股盈利预期大幅下调

美股的盈利预期也遭遇了史无前例的下调，进我们计算 4 月最新的 S&P 500 成分股的盈利上修动能（即上调盈利的分析师净占比）创下了至少自 2000 年以来的最低值，下调幅度已经超过金融危机期间，这显示，市场已经极大程度下调了盈利预期，很可能已经充足反映了疫情对于股市盈利的冲击。

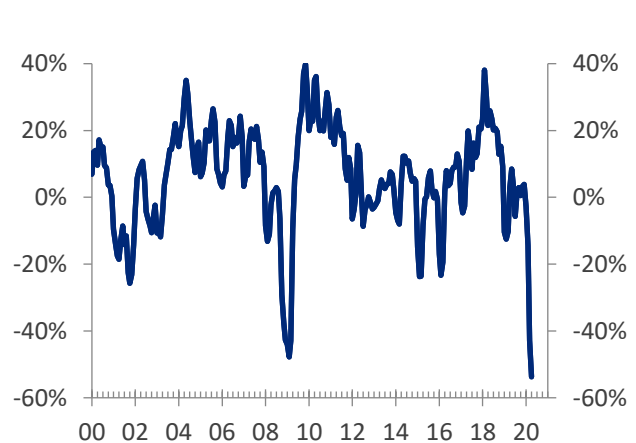
图表 10： 美国 GDP 预期（同比%）



E: 市场普遍预期

资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 11： S&P 500 盈利上修动能



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

## ● 超强力政策的快速应对

但此次与 2008 年金融危机有所不同。金融危机伊始，美国各方关于是否救助、如何救助展开了较长时间的讨论，在整个危机过程中也伴随着陆续有机构陷入困境，市场也在反弹中不断回落，而这次新冠肺炎疫情出现，美国的财政、货币端反应速度都极快，且宽松的规模、力度、广度都极大：

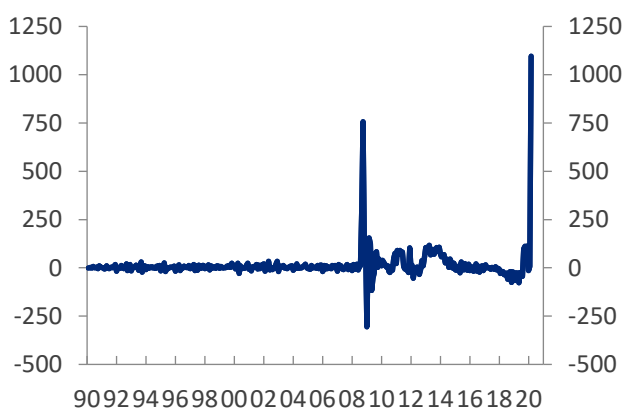
### ● 货币政策

美联储在零利率+无上限 QE 的基础上还提出了一系列举措用以稳定企业短融市场、海外美元市场等，甚至直接开始购买投资级信用债，美联储极速扩表，3 月扩表超过 1 万亿美元，远超金融危机时期。

### ● 财政政策

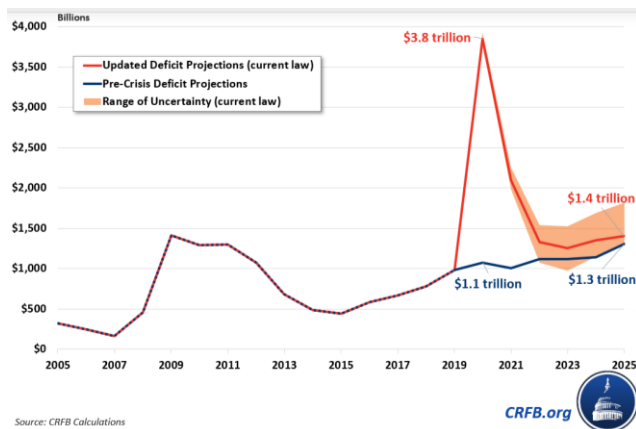
3 月底，美国国会通过了美国史上最大的经济救援计划，金额超过 2.3 万亿美元，其中包括直接向居民发放 1200 亿美元的现金援助，据美国尽责联邦预算委员会（CRFB）估算，2020 年美国财政赤字可能超过 3.8 万亿美元（占 GDP 的 18.7%），2021 年达到 2.1 万亿美元（GDP 的 9.7%）。

图表 12：美联储资产月度增量(十亿美元)



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 13：美国财政赤字或将创下新高



Source: CRFB Calculations

资料来源：CFRB、浦银国际

## 反弹之后？——至暗时刻已过，未来高波动与分化并存，一旦基本面趋稳，美股有超涨风险

美股先前的暴跌是 1) 疫情冲击、2) 美元荒、3) 市场预期不足三者所共同造成的暴跌，而这三点状况都已经得到了大幅缓解。

疫情对于基本面冲击最坏的时刻已过，美股盈利预期仍有下行压力，但预计空间有限。目前来说，美股估值相对合理，并未有过度高估，盈利下修带来的估值被动抬升影响可控，但考虑到美股已经强劲反弹超过 20%，美股短期在盈利下调以及回购减少的情况下，美股仍然有可能二次探底，但大概率不会破前面的低位。回购减少，再加上全球经济环境不确定性仍然较大，预计美股仍将保持高波动态势。

未来，美股反弹的持续性视乎两方面因素：1) 疫情持续时间及对盈利的影响程度；及 2) 疫情是否会导致涟漪效应进而再度冲击资本市场。考虑到当前信心低迷、投资者仓位低，场外有大量的资金仍未入场，一旦疫情企稳，回购、货币市场基金扎堆入场，可能令美股面临超涨的风险。操作策略上来说，一定要坚持自下而上，抓住未来的个股分化行情。

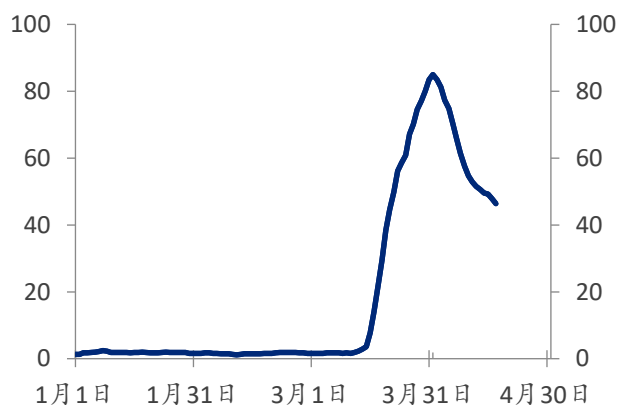
### ● 疫情冲击的最坏时刻已过，盈利预期仍有下修压力，但预计空间有限

由于欧美感染人数较多，实际上，众多人在康复后已经获得了抗体（据报道，麻省医院在疫情严重的地区进行了 200 例的随机抽样，发现 30% 的人已经携带抗体），再加上经历第一波冲击后，人群防护意识已经大幅提升，这有助于之后的疫情防治工作，可以说，**欧美疫情最糟糕的阶段已经过去**。与之相应的，近期的经济已经开始出现改善迹象，包含高频以及低频经济数据的 Aruoba-Diebold-Scotti 美国商业状况指数高频已出现改善。美国居民谷歌搜索“file for unemployment（申领失业救济）”已经在 4 月初逐步下降。

虽然之后疫情仍有反弹的可能，但即使出现第二甚至第三波，其冲击力度应该也会明显弱于第一波。而且由于市场已经经历了疫情冲击，如果出现第二波或第三波，金融市场对于疫情的反应应会较第一次钝化。

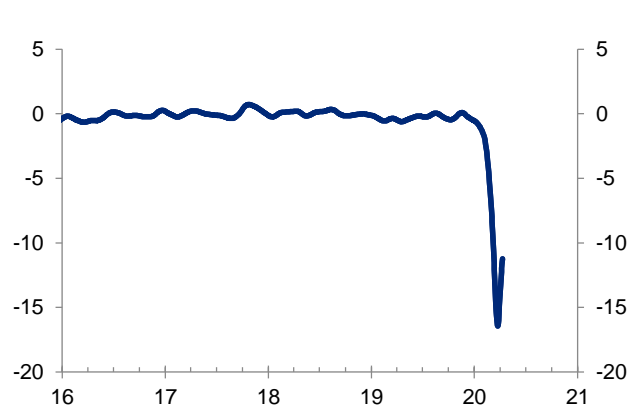
目前最大的不确定性，是疫情对经济冲击的持续时间，根据华尔街日报对于经济学家的调查，目前市场普遍预期经济将在三、四季度出现复苏，超过 90% 的经济学家认为将出现 V 型或者 U 型复苏，仅有不到 5% 较为悲观，认为很可能出现 L 型复苏。如果疫情的持续时间过长，且疫苗进度不顺利，疫情对于经济的冲击持续时间超预期，那么美股很有可能出现二次探底。

**图表 14: Google 搜索 “file for unemployment” (7 日平均)**



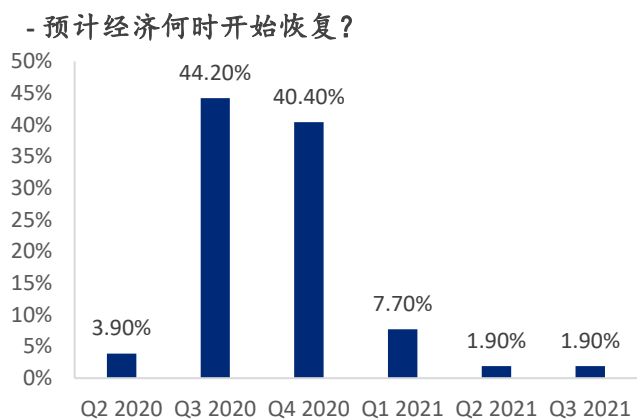
资料来源: Google、浦银国际

**图表 15: Aruoba-Diebold-Scotti 美国商业状况指数**



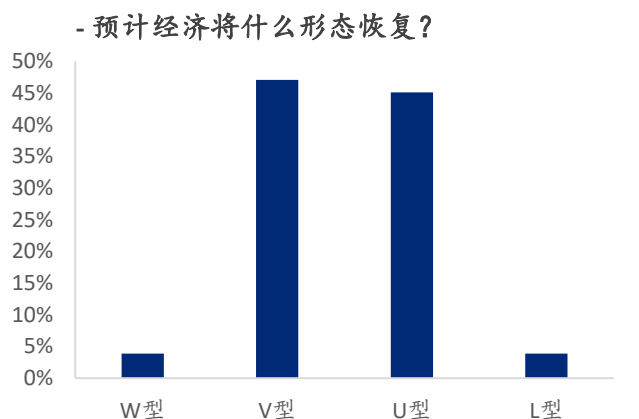
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

**图表 16: 目前市场普遍预期经济将在三、四季度出现复苏**



资料来源: 华尔街日报经济学家调查、浦银国际

**图表 17: 超过 90% 的经济学家认为将出现 V 型或者 U 型复苏**

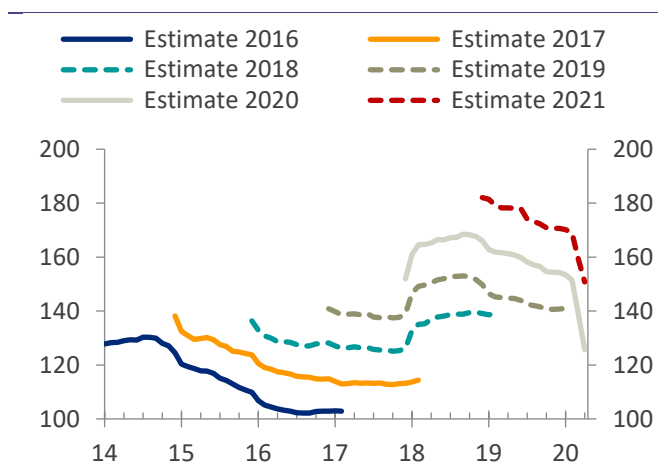


资料来源: 华尔街日报经济学家调查、浦银国际

就美股企业盈利而言，市场对于 2020 年以及 2021 年的盈利已经大幅下调，目前 S&P500 2020 年的盈利预期已经降低至低于 2018 年的水平，2020 年的全年盈利增速由疫情前的 10% 增速断崖式下调至 -10%，接近于 2008-2009 年的盈利增速。我们认为，当前的盈利预期已经较大程度上反映了疫情对于盈利的冲击情况，盈利预期仍有可能继续下调，但预计盈利下调空间相对有限。

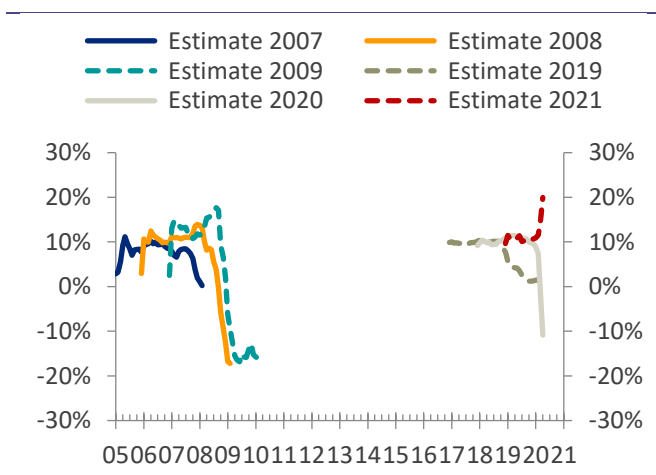
目前 4 月开始的美股一季度盈利季十分关键，一季度的财报数据直接关系到市场对于盈利的预期修正，截至 4 月 17 日，S&P 500 已经有 9% 企业发布一季度财报，虽然样本较小，但其中仍有超过 66% 的企业盈利超预期，虽然超预期的占比已经大幅下降且仍可能继续下降，但我们预计盈利超预期的公司占比潜在的下降空间有限。我们观察历史不难发现，由于美股公司通过“预期管理”降低投资者预期，因此即使是金融危机时期大部分公司仍然盈利超预期。美股企业在与市场沟通的过程中更有动力去低估盈利而非高估盈利，这也是为何我们认为企业盈利预期的下调空间相对有限的另一个佐证。总之投资者有必要密切关注一、二季度的美股财报最新进展。

图表 18: S&P 500 盈利预期 (2013=100)



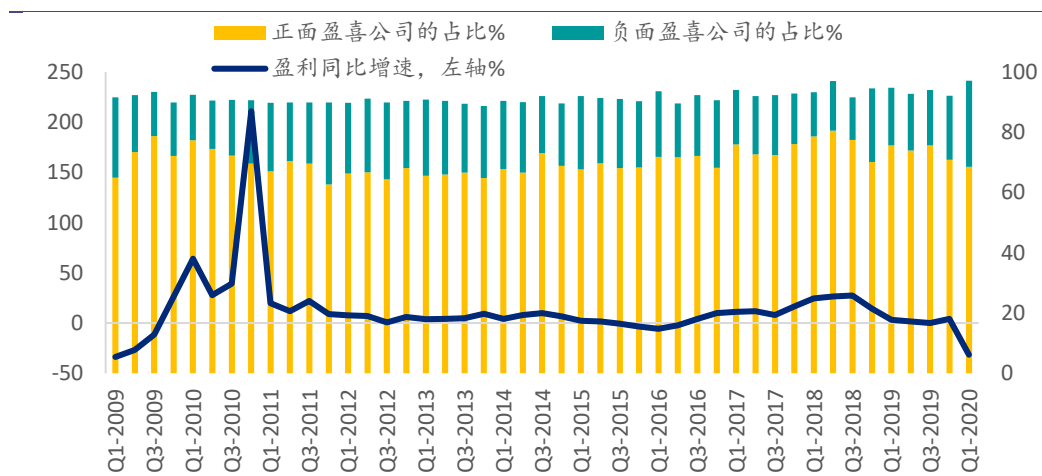
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 19: S&P 500 盈利预期同比增速



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 20: S&P 500 盈喜季度拆解



\* (截至 4 月 17 日, S&P500 中 6% 的公司发布一季度财报)

资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

## ● 估值：相对合理，未来即使盈利下调，令估值被动抬升，影响也相对有限

从几个维度来看美股估值：

### ● 跨资产比较

由于债券收益率大幅走低，美股相比债券的估值已经非常便宜，80%的 S&P 500 企业股息率已经超过了同期的 10 年期美债收益率。

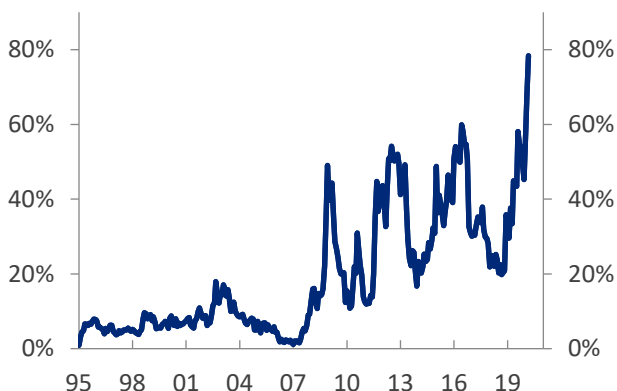
### ● 跨市场比较

虽然经历了暴跌，但全球其他市场同样经历了暴跌，这导致美股相比其他市场的估值排名（全球 43 个市场，估值越贵，排名数字越大）变化不大，美股依然是全球相对估值最贵的市场之一。

### ● 跨历史比较

S&P 500 目前的市净率处于历史 52% 的水平，估值相对合理，但远期市盈率来看现在大约属于历史 80% 的水平，如果考虑到盈利下调，导致估值被动提升。

图表 21： S&P500 成分股股息率超过同期 10 年期美债收益率的占比大于比例



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 22： S&P 500 远期市盈率在全球 43 个市场排名



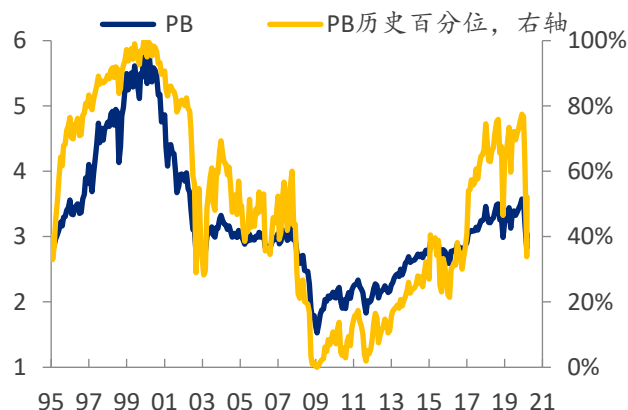
注：排名数字越大，表明相对在全球各市场中越贵  
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 23: S&P 500 市净率在全球 43 个市场排名



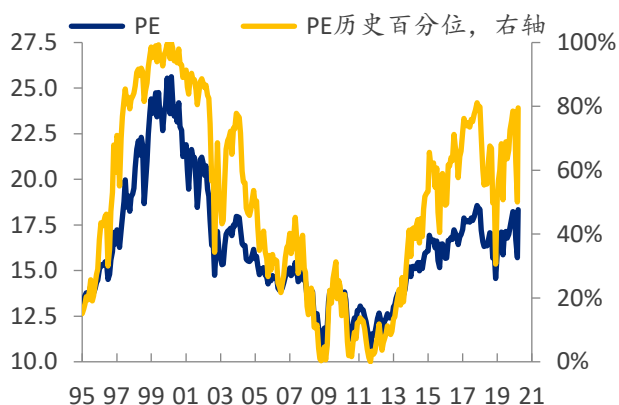
注：排名数字越大，表明相对在全球各市场中越贵  
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 24: S&P 500 市净率 PB



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 25: S&P 500 远期市盈率



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

综合三个维度来看，S&P 500 整体估值合理，并未有明显的低估或者高估。

市盈率相较于市净率显得估值更高，但考虑到在盈利下滑期，盈利波动极大，这可能令市净率更有参考价值，但即使考虑了盈利下调 S&P500 令市盈率被动提升的可能，从 ERP 的角度来看，影响也相对有限。



目前的预期盈利水平下（2020年盈利预期同比增长-10%），ERP依然接近6%，处于历史高位水平（2013年以来的新高）。即使盈利不断下调至同比下滑60%（绝对盈利水平跌至2009年的水平），ERP依然有约1.78%，相当于2007年的水平，并不算非常低。

图表 26： S&P 500 ERP



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 27： 不同条件下的 S&P 500 ERP 估算

2020年盈利增速	盈利率 Earnings yield	10年期国债收益率	ERP
-20%	4.95%	0.7%	4.25%
-30%	4.33%	0.7%	3.63%
-40%	3.71%	0.7%	3.01%
-50%	3.1%	0.7%	2.4%
-60%	2.48%	0.7%	1.78%

资料来源：浦银国际

## ● 涟漪效应：货币、财政宽松双压制，但关键依然取决于疫情持续时间

疫情对经济基本面可能构成直接冲击，进而冲击股市盈利。除此之外，还可能造成涟漪效应，进而冲击股市，令股市再度探底。

财政、货币政策的史诗级宽松，这减缓了疫情对于经济与资本市场的短期冲击，淡化了“涟漪效应”，压制了出现“黑天鹅”的概率。但究其本质，宽松政策只能“治标不治本”，只是为疫情防治赢取时间。

如果美国疫情在二季度得到大幅控制，那么在货币、财政的极度宽松的压制下，“涟漪效应”预计有限，短期内出现黑天鹅的概率也被大幅压低。但如果美国疫情持续时间过长，出现居民、企业、甚至地方政府违约的“涟漪效应”概率将大幅提升，届时很有可能将再度重创美股市场。

## ● 仓位与情绪修复：高波动与超涨风险并存

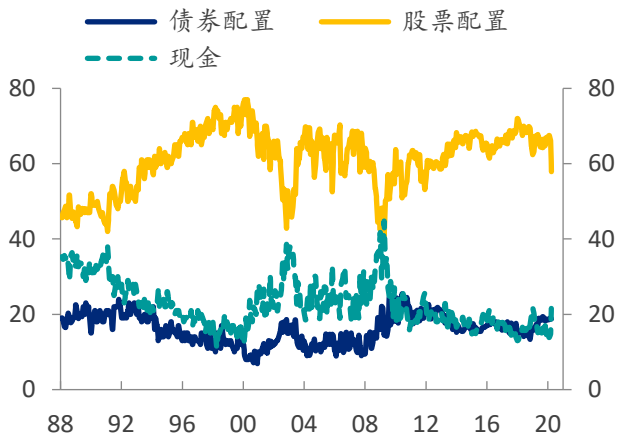
最近的美股市场虽然连续反弹，市场的情绪整体显得并不乐观，并未有随着市场反弹而显示出过度乐观，甚至还显得悲观：

- 美国个人投资者协会调查显示，美股个人投资者的股票配置大幅下降，股票占比创下了约 2012 年以来的新低，而现金配置占比则大幅上升。
- 针对机构投资人为主的 StateStreet 的北美投资者信心指数则创下了 2019 年以来新低（2009 年以来的次低）。
- 针对机构投资人的全美主动投资经理协会显示，基金经理们的美股敞口跌至 2012 年来的新低。

投资人悲观情绪可以给我们带来两个重要信息：

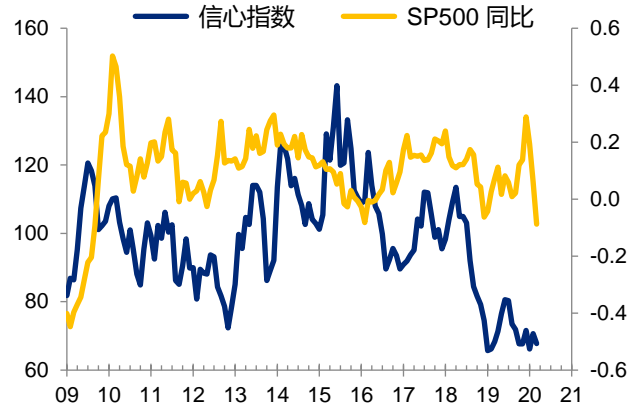
- 在市场普遍不乐观的情绪中，进一步弱于预期的概率将进一步减少，而优于预期的概率在提升。市场极度悲观的情绪通常对应着市场底部。
- 还有大量的增量资金没有入场，一旦投资环境企稳或者回调，相信大概率会见到有机构、个人投资者的增量资金入场。

图表 28: AAI 美股个人投资者配置调查%



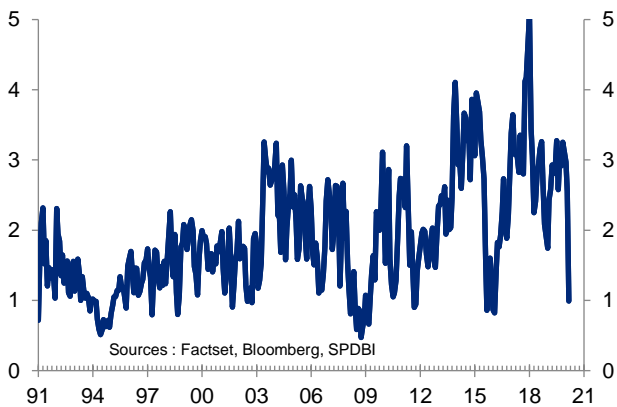
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 29: State Street 北美投资者信心指数



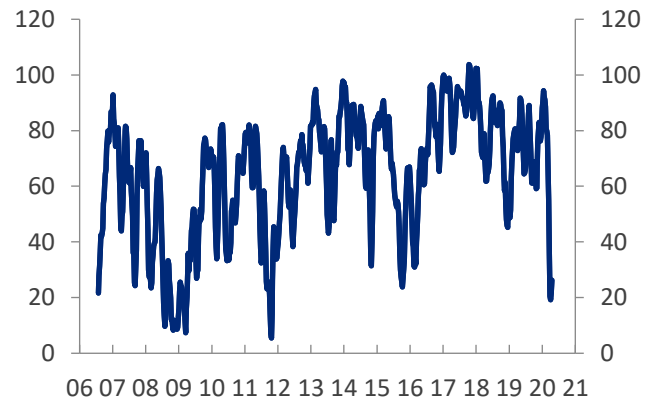
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 30: 美股聪明投资人情绪指数 (多空比值)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

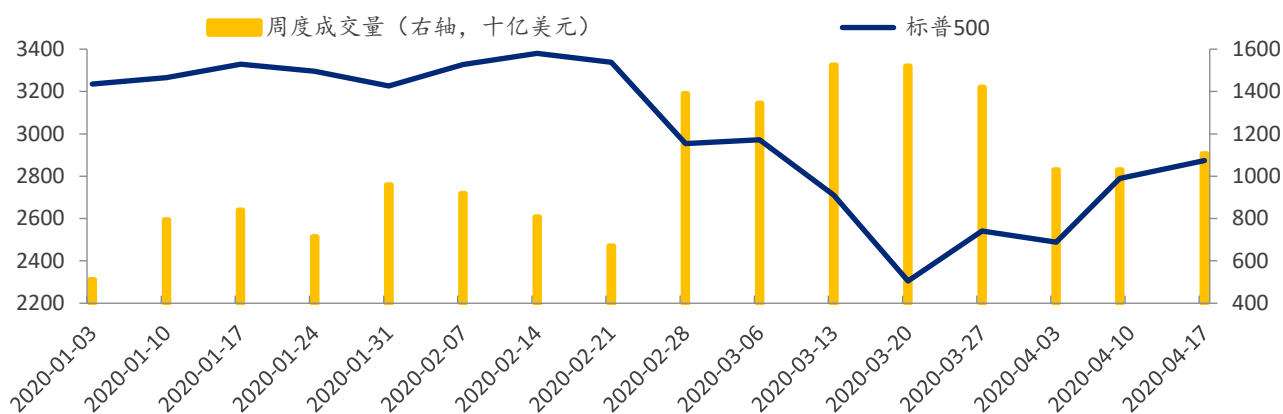
图表 31: NAAIM 美股敞口指数 (3 周平均)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

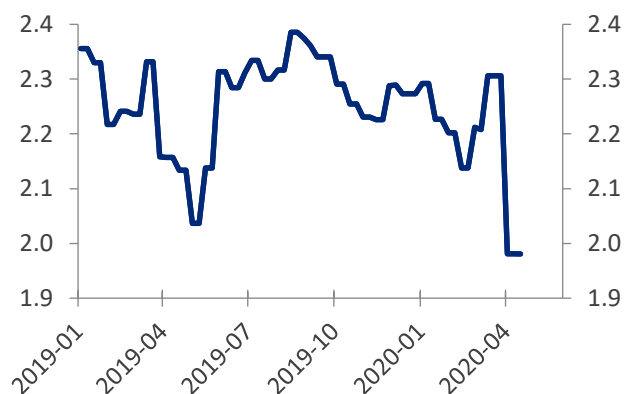
与市场相对低迷的信心相呼应的是，美股股指近期虽然反弹，但成交量却并未增加，反而萎缩。在结合沽空比值下降来看（Short interest），投资人依然非常谨慎（看跌期权与看涨期权 put-to-call 比值有所下行，但依然在高位），近期美股的反弹主要是 Short Covering 为主，市场并未有大量的新增资金入场，美股的反弹潜能远没有被耗尽。

图表 32： S&P 500 的反弹的同时成交量却在随之收缩



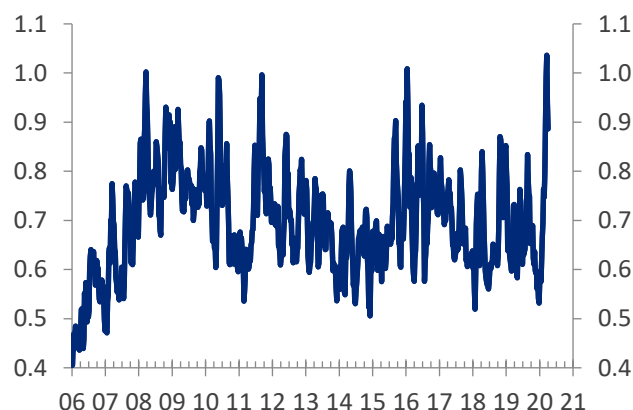
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 33： S&P 500 沽空与流通市值比值中位数%



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 34： S&P 500 看跌期权与看涨期权比值中位数 (4 周平均)



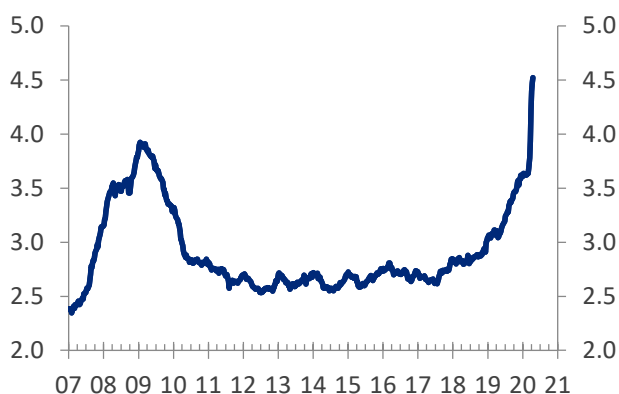
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

另一个关于新增资金并没有大规模入场的佐证就是：美国的货币基金市场的规模处于高位。2020年3月，美国货币基金市场火箭发射一般，获得约9000亿美元的资金迅猛流入，这意味着资金从风险资产中蜂拥而出，然后扎堆进入货币基金市场，但目前却并没有回流至风险资产，这也是这次反弹与先前反弹最大的不同所在。

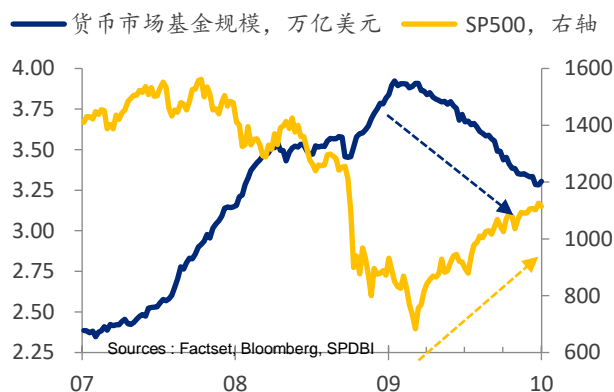
过去历史上几次美股大规模的反弹，无不伴随着资金的持续流入（资金从货币基金中流出进入股市）。而2020年3-4月的这次大反弹却不一样，伴随着美股反弹，巨量的现金依然在场外观望（货币基金规模持续增长），这些资金一旦入场，影响将十分巨大。

图表 35： 美国货币基金市场规模（万亿美元）

图表 36： 美国货币市场基金规模 vs S&P 500（2007-2010年）

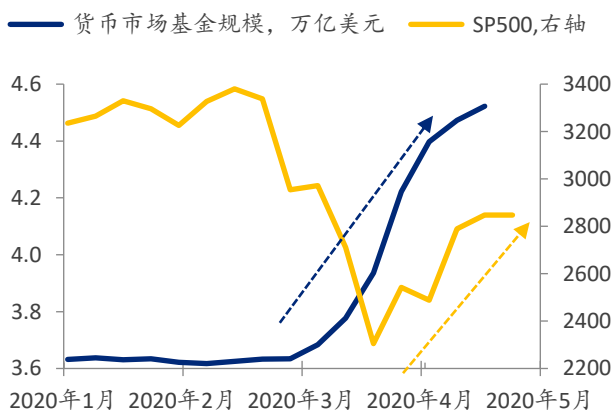


资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 37： 美国货币市场基金规模 vs S&P 500（2020年）



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

疫情前后，货币基金市场总共增长了约 9000 亿美元的规模，这个规模意味着什么？

虽然由于美联储先前加息，令美国货币基金市场的规模已经攀升回 2009 年以来的新高，随着美联储降息至零利率以及开启无限量 QE，货币基金规模理应像 2009 年后一路走低(2009 年货币基金规模最高时高达 3.92 万亿，到 2010 年年末流出 1.1 万亿至 2.82 万亿)，随后直到美联储加息及缩表，货币市场基金规模才逐步走高。我们在此进行保守估算，仅对货币市场基金 3 月新增的 9000 亿美元增量资金进行估算（即假设资金流出后的水平依然高于 3 月初，也就是说哪怕假设这 9000 亿美元 100%全流出后货币市场基金规模依然处于历史高位水平）。

考虑到当前整体的利率中枢极低，货币基金回报也在较低水平，债券的收益率中枢也被央行所压到极低水平，一旦资金从货币基金流出，大部分资金（超过 50%）预计很可能流入相对更有吸引力的股市。我们假设货币市场基金 3 月新增 9000 亿的规模中仅有 60%（保守估计，60%仅比 50%略高），即 5400 亿美元流入美股市场，那么这意味着：

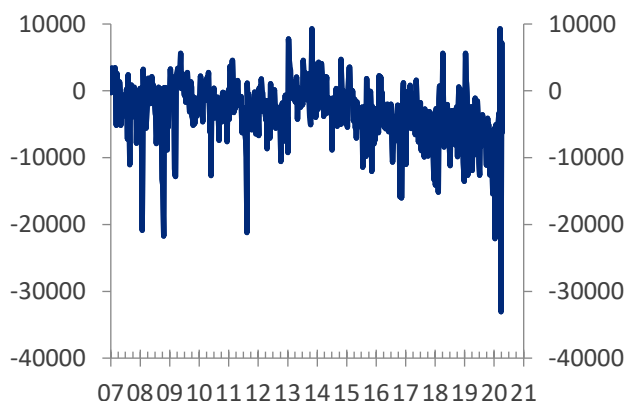
● 以资金流入来看：

2007 年以来，美股共同基金的单周最大流入金额约 100 亿美元，5400 亿美元相当于美股共同基金以史上最大单周流入金额（100 亿美元）可以持续流入 54 周（约 1 年）。

● 以市值规模来看：

S&P 500 总市值约 22 万亿美元，5400 亿美元约占市值 2.5%。

图表 38： 美股共同基金单周资金流入（百万美元）



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 39： S&P 500 总市值（万亿美元）



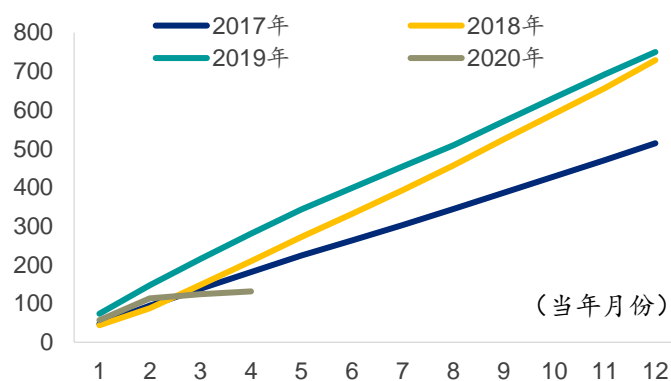
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

由于疫情导致的商业不确定性，美股多数企业都大量囤积现金，大量优质企业也加速发行债券囤积现金，3月美国投资级债券的发行量创造了2,607亿美元的历史新高（整个一季度发行量同比增长47%）。发行债券，一方面是出于疫情相关的支出需求，另一方面，则是因为在高度不确定性的投资环境中，企业倾向于预先囤积现金以应对潜在支出（业务受损可能导致的支出、潜在的并购机会等）。

与之相应，美股企业暂停了现金支出（例如回购、股息），据初步统计，自3月以来，至少已经有51家公司暂停了股票回购计划，美国的财政救助法案中也要求接受救助的企业未来12个月禁止发放股息或者进行回购，直到还清救助款。预计疫情期间，美股企业出于规避不确定性的考虑，将暂停股票回购。一旦经济基本面出现大幅缓和、市场情绪改善，压制的回购金额很可能将在今年三、四季度集中释放。这也将成为美股之后进一步走高极其重要的推力。再叠加天量的场外资金，如果扎堆入场，美股很容易出现超涨。

考虑到一、二季度美股市场上最大的买家——回购活动大幅下降，缺乏了回购活动吸收价格冲击，整体股价将更容易受到利空/利好消息的冲击，价格波动区间将较往常更大，在回购活动恢复正常前，高波动将成为新常态。

图表 40： S&P 500 的累积回购额（十亿美元）



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

## ● 个股大分化

我们在之前的报告（详情请见《[系好安全带：全球衰退下的危机与机遇](#)》）中已经提到，虽然疫情的冲击是跨国、跨行业的全面性冲击，但对各行业以及个股层面影响却存在分化。在 3 月美股遭遇史诗级抛售之际，依然有一些个股异常坚挺，股价在市场暴跌中创下历史新高。

我们观察美股的行业回报相关度，目前已创下 1993 年以来的新高极值水平，当前极高的相关度毫无疑问是不可持续的，未来必然回落，这就意味着美股个股在未来出现分化几乎是必然的，这就要求我们必须要将投资策略下沉，尽可能地自下而上选取投资标的：

### ● 针对 Long only 的投资人：

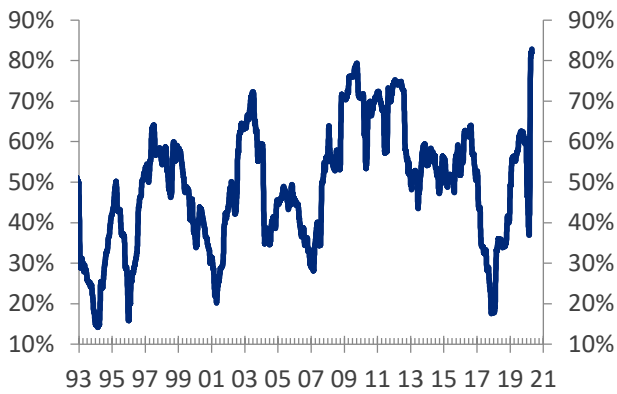
投资策略重点放在个股层面，而非指数层面，精选个股、板块，寻找兼具长期与短期逻辑兼顾，在疫情冲击下具有韧性的投资标的，以微观层面的确定性去对冲宏观层面的不确定性。

### ● 针对可做对冲的投资人：

随着个股分化的加剧，个股层面的 alpha 将扩大，此时更容易通过个股层面的 Long short 将个股 Alpha 转化为绝对收益，此时的市场环境下预计市场中性策略有望表现突出。其实我们可以发现，市场上这一趋势已初现端倪。我们观察到 S&P 500（个股层面）的沽空比例近期明显下降；但与此同时，全球最大的 ETF SPDR S&P 500（指数层面）的沽空比例却随着美股反弹而大幅上升，目前仅这只 ETF 的沽空金额就接近 700 亿美元。



图表 41: 美股月度回报过去 1 年相关度



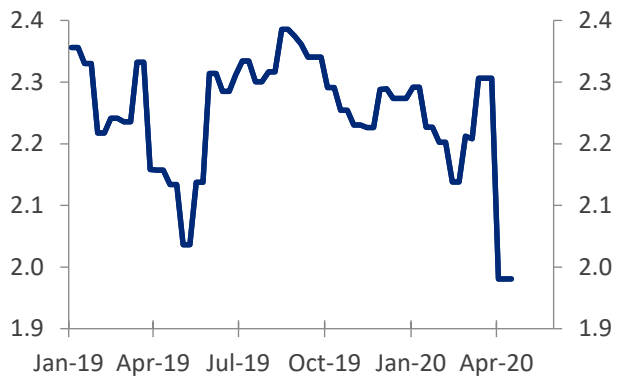
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 42: 美股月度回报过去 18 个月相关性



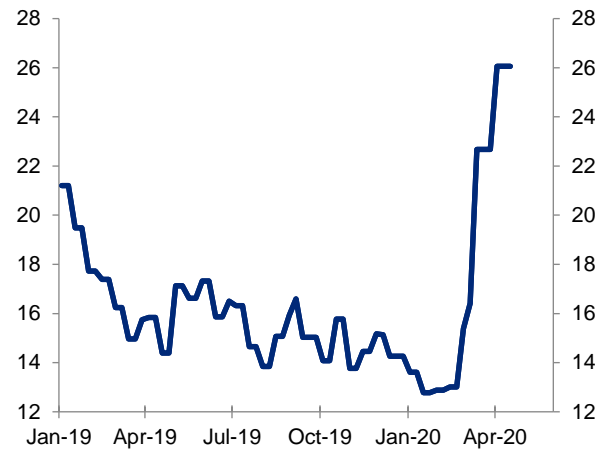
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 43: S&P 500 成分股沽空与流通市值比值中位数%



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 44: SPDR S&P 500 ETF S&P 沽空与流通市值比值%



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

### 分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 权益披露

- 1) 浦银国际的自营交易部及/或其关联公司并没有持有本报告所述公司之股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件), 表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告, 且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际控股有限公司及其子公司(统称“浦银国际”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源, 但并不保证数据之准确性、可信性及完整性, 亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明, 否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据, 所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外, 本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告期内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的, 不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐, 阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出, 日后可作修改而不另通知, 亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息, 阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外, 本报告可能包含前瞻性的陈述, 牵涉多种风险和不确定性, 该等前瞻性陈述可基于一些假设, 受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际的立场。浦银国际及/或其董事及/或雇员, 可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失, 概不承担任何法律责任。

浦银国际建议投资者应独立地评估本报告内的资料, 考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要, 在参与有关报告中所述公司之证券的交易前, 委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言, 分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用, 浦银国际对任何第三方的该等行为保留追述权利, 并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。