

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：赵雪情 中国银行研究院
电话：010 - 6659 4065

签发人：陈卫东
审稿人：钟红
联系人：叶银丹
电话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

美股史诗级反弹能否持续？*

2020年，在新冠肺炎疫情冲击及多重因素作用下，美国股票市场呈现三阶段史诗级震荡。3月下旬以来，美股反弹速度之快、幅度之大，超过市场预期，再创历史新高，与疫情演进、实体经济表现严重背离。未来一段时期，美股大概率将下跌回调，在忧虑情绪中宽幅震荡。

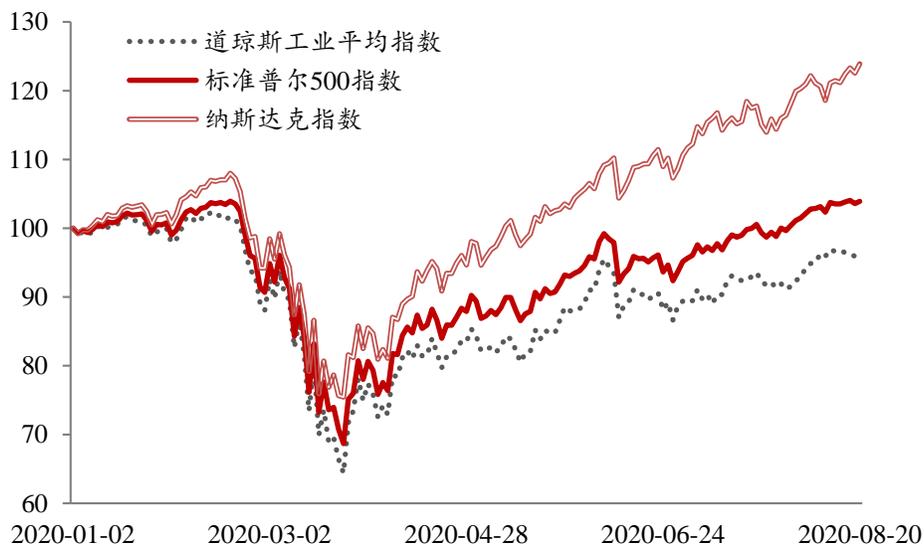
美股史诗级反弹能否持续？

2020年，在新冠肺炎疫情冲击及多重因素作用下，美国股票市场呈现三阶段史诗级震荡。3月下旬以来，美股反弹速度之快、幅度之大，超过市场预期，再创历史新高，与疫情演进、实体经济表现严重背离。未来一段时期，美股大概率将下跌回调，在忧虑情绪中宽幅震荡。

一、2020年以来美股表现跌宕起伏

第一阶段，美股波动上行创历史新高。2020年1月至2月19日，美国股市尚未真正关注新冠肺炎疫情。武汉封城（1月23日）、世卫组织将新冠肺炎疫情宣布为“国际公共卫生紧急事件”（1月30日）、世卫组织命名新冠肺炎疫情为“COVID-19”（2月11日），均未引发美国公众广泛关注，政府与市场未能对疫情冲击形成准确预判。在此期间，美国股市略有恐慌波动，但不改乐观情绪。截至2月19日，美国三大股指（道琼斯工业指数、标普500、纳斯达克指数）分别较年初上涨2.8%、4.8%和9.4%，标普500指数创下3393.52点的历史新高。

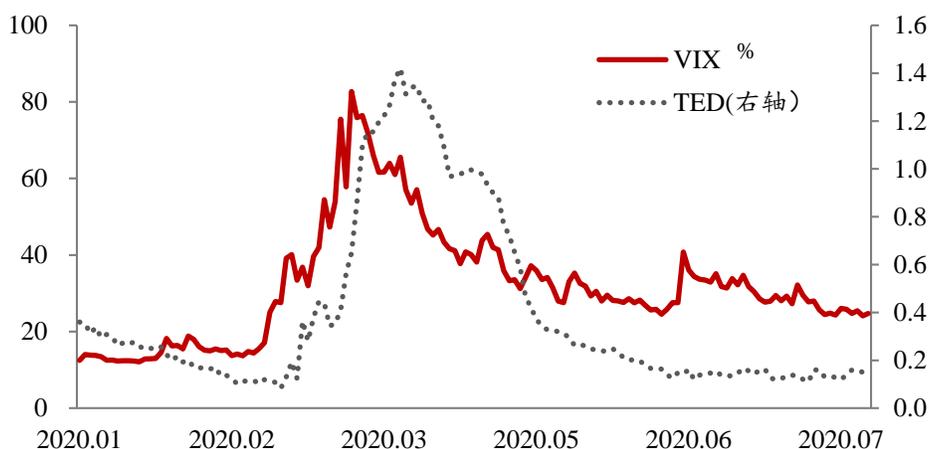
图1：美国三大股指走势（2020年1月2日=100）



资料来源：Wind，中国银行研究院

第二阶段，美股发生历史罕见崩盘。随着疫情持续蔓延，公众与市场在这场全球性灾难形成共识和负面预期，恐慌情绪快速升温，国际金融市场巨幅动荡并陷入流动性危机，美国股市出现断崖式暴跌：标普 500 指数在 6 个交易日内下挫 12%，创上世纪大萧条以来最快跌速；2 月 27 日道琼斯工业指数下跌 1191 点，创历史最大单日跌幅；3 月 9 日至 3 月 18 日美股四次熔断。VIX 指数和 TED 利差飙升至 82 和 1.42%（图 2），逼近危机水平，美元流动性急剧收紧。在此阶段，美国三大股指最深跌幅一度达到 37.1%、33.9%和 30.1%，为 1929 年以来最严重崩盘。

图 2：VIX 指数与 TED 利差变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

第三阶段，美股出现“史诗级”反弹。随着大规模宽松财政货币政策重磅推出，美元流动性困局有所缓解，VIX 指数和 TED 利差显著回落。3 月 23 日以来，美国股市逐渐摆脱上一阶段恐慌情绪，三大主要股指震荡走高，甚至走出牛市行情：3 月 24 日，道琼斯工业指数上涨 11.37%，创 1933 年以来最大单日涨幅；6 月 10 日，纳斯达克指数突破 10000 点，创历史新高；8 月 17 日，标准普尔和纳斯达克指数分别创收盘价新高，美国股市反弹幅度和速度超出市场预期。截至 8 月 19 日，美国三大主要股指分别较上阶段收盘价低位反弹 49.0%、50.8%和 62.5%，收复四次熔断失地，标普 500 指数和纳斯达克指数甚至较年初还上涨了 0.4%和 18.2%。

二、美股本轮史诗级反弹的主要原因

本轮美股快速反弹，速度之快、幅度之大，超出市场预期，与疫情演进、实体经济表现严重背离。总体来看，这主要源于四方面因素。

一是美国乃至全球开启史无前例的货币宽松浪潮。为了应对疫情冲击，美联储实施零利率+无限量宽松，3月以来紧急降息150个基点，陆续启动PDCF、CPFF等一系列流动性安排（表1），不断加码量化宽松操作，在一两个月内推出了2008年金融危机中十余个月才完全祭出的政策包。截至8月上旬，美联储扩表2.8万亿美元，增幅达67.3%，超过过去四轮（2008年11月至2015年12月）量化宽松扩张规模。流动性汹涌扩张，美国实际利率趋近于零甚至一度为负，7月13日联邦基金利率期货预期2021年7月利率约为-0.5个基点，促使投资者由避险资产转向风险资产，股票市场随之快速反弹。

表1：疫情以来美国财政货币应对政策

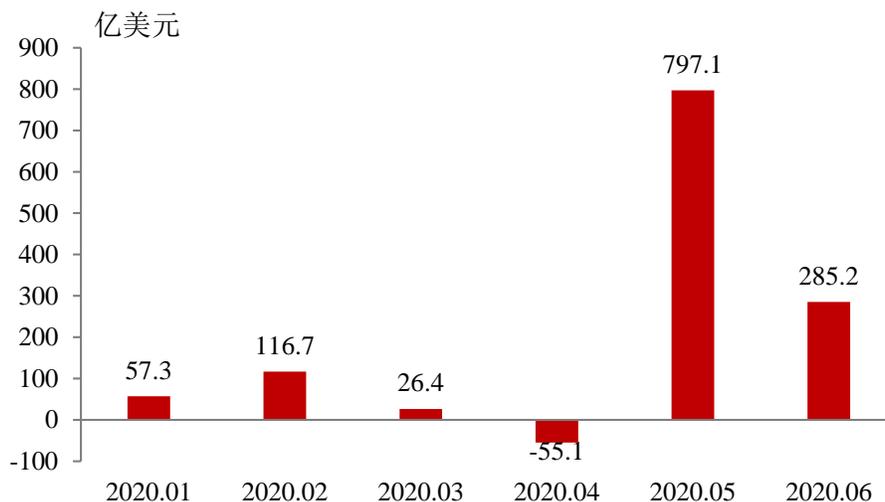
货币政策	3月3日，美联储降息50个基点； 3月12日，为短期银行间借款提供15亿美元； 3月15日，美联储降息100个基点，承诺购买7000亿美元国债和房产支持证券，存款准备金降为零； 3月15日，存款准备金率降至0，重启并扩展美元货币互换； 3月17日，推出一级交易商信贷工具（PDCF）、商业票据融资工具（CPFF）； 3月18日，推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF）； 3月23日，推出定期资产支持证券贷款工具（TALF）、一级市场公司信贷融资工具（PMCCF）、二级市场公司信贷融资工具（SMCCF）； 3月31日，设立外国央行回购工具； 4月9日，推出大众新贷款工具（MSNLF）、大众拓展贷款工具（MSELF）、市政流动性工具（MLF）。
财政政策	3月6日，美国推出第一轮财政刺激计划，涉及金额83亿美元； 3月18日，美国推出第二轮财政刺激计划，涉及金额1040亿美元； 3月27日，美国推出第三轮财政刺激计划，涉及金额2.2万亿美元； 4月23日，美国推出第四轮财政刺激计划，涉及金融4840亿美元； 第五轮财政刺激计划尚在谈判之中。

资料来源：IIF，作者整理

同时，在全球范围内疫情大流行与货币大宽松共同作用下，国际资金开始回流美

股。疫情冲击下，约 50 家央行降息或多次降息，负利率范围更广、程度更深，全球流动性泛滥。随着市场情绪平复，各类主体回撤资金、增持美元后仍不得不选择重新配置到美股市场。根据洲际交易所（ICE）数据，全球债券市场中约 86% 债券收益率不超过 2%，60% 以上债券收益率不足 1%。相较于欧元区、日本等发达经济体，美国利率水平仍处于正常区间；相较于诸多新兴经济体，美国金融市场在应对危机中更加成熟安全。根据美国财政部 8 月国际资本流动报告（TIC），经过 4 月净流出 55 亿美元后，5 月外国投资者净购入美股 797 亿美元，创历史新高，6 月美股继续净购入 285 亿美元。

图 3：外国资金净流入美股情况

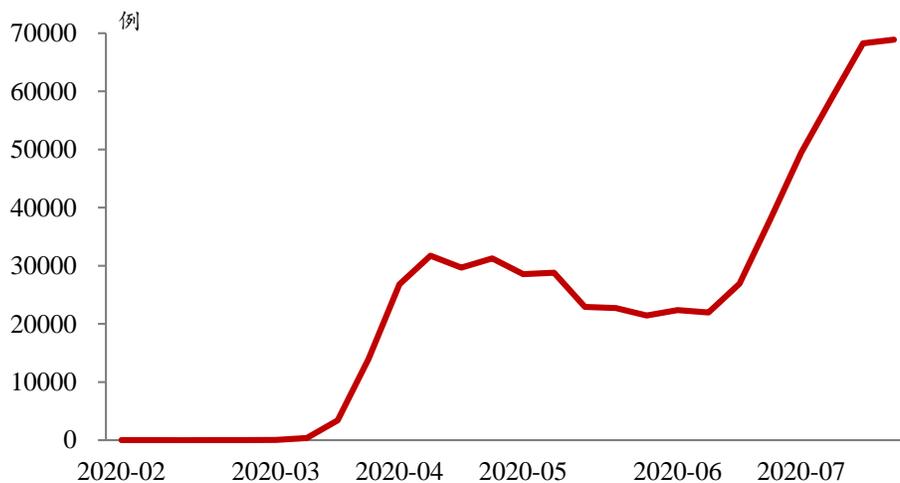


资料来源：美国财政部 TIC 报告（2020-08-17）

二是市场情绪由极度恐慌转向偏乐观。2 至 3 月美股暴跌，市场情绪极度恐慌，各种不确定因素压制风险资产。进入 4 月以来，尽管美国经济陷入深度衰退，但在部分“利好”因素的刺激下，市场情绪在忧虑中偏向乐观甚至出现投机氛围。4 至 5 月，美国新冠疫情进入平台期，新增病例一度呈下降趋势（图 4），很大程度上减轻了市场忧虑；6 月以来，美国新冠疫情新增病例爆发式增长致使股市震荡回落，但疫苗进展消息不断推动市场上涨。6 月 11 日，美国疫苗公司 Moderna 宣布将于 7 月启动疫苗三期临床试验，次日美国三大股指扭转此前下跌态势，单日分别上涨 1.9%、1.3%和

1.0%；7月14日，Moderna 公布其二期临床试验结果，表示疫苗能够有效促进患者产生“强劲”的免疫反应，美国三大股指当日分别上涨2.1%、1.3%和0.9%；7月27日，Moderna 正式启动疫苗三期临床试验，Pfizer 和 BioNTech 也宣布开始三期临床试验，美国三大股指当日分别上涨0.4%、0.7%和1.7%；8月12日，特朗普总统宣布与 Moderna 达成1亿剂疫苗采购协议，三大股指全线飙升，当日分别再度收涨1.05%、1.40%和2.13%。尽管美国疫情仍在快速蔓延，但这已经成为已知信息的“过去式”，市场更加关注疫苗进展及其所代表的未来前景。

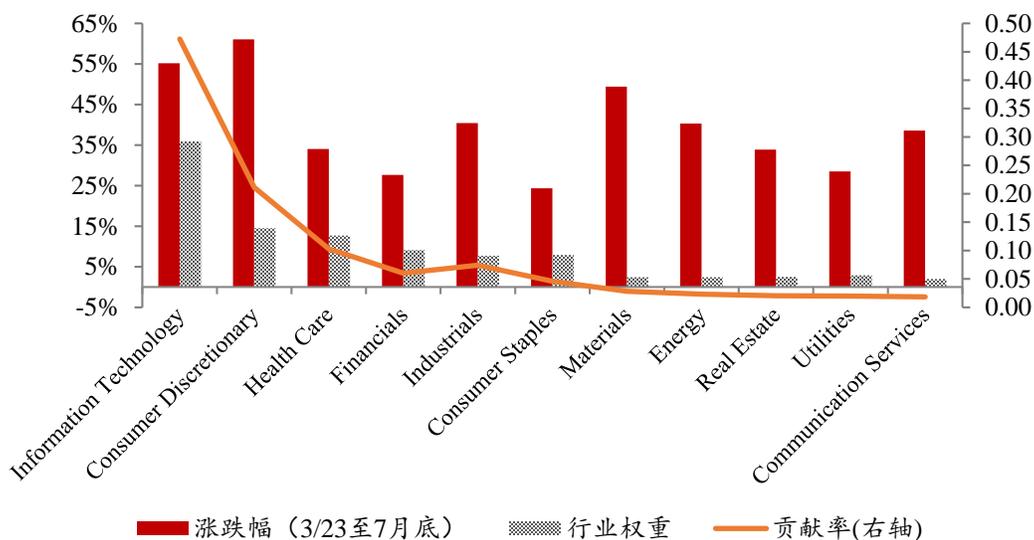
图4：美国新冠肺炎新增确诊病例（周平均）



资料来源：Wind

三是科技、医疗板块推动美股上行。从行业结构来看，本轮美股反弹主要受信息技术和医疗保健板块拉动。在标普500指数中，信息技术和医疗保健板块市值权重较大，分别占比35.9%和12.7%，而这两个板块受疫情冲击较小甚至有所提振。自3月23日美股触底以来，7月末信息技术和医疗保健指数分别上涨55.2%和34.0%。按权重计算，二者合计拉动标普500指数上涨22.58%，贡献率超过一半。

图 5：标普 500 指数各板块权重及涨跌幅



资料来源：Wind

在医疗股中，Moderna、辉瑞制药、强生等公司参与疫苗研制与试验工作，反弹过程中分别上涨了 178.9%、35.1%和 31.2%。在科技股中，科技巨头 FAANG¹市值约占标普 500 指数约四分之一，反弹表现强劲。尽管 Netflix 二季度财报悲观，但 Facebook 和 Google 母公司 Alphabet 营收与净利润均远超市场预期，Amazon 二季度净利润 52 亿美元，创历史上单季最高纪录；Apple 二季度公司营收达 538.09 亿美元，创历史上最高第三财季营收纪录。3 月 23 日至 7 月末，FAANG 股价分别上涨了 71.3%、89.4%、66.3%、50.8%、35.7%和 41.2%。面对疫情冲击，在极宽松流动性下，资金自然流向受冲击较小的行业板块，科技医疗股被充分乃至过度乐观估值，支撑美股走出反弹行情。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/云报告?reportId=1_2994

