

海外市场跟踪（第01期）

美股相对于美债的高性价比是如何造就的？

■ 核心摘要

1、主题评论：美股相对于美债的高性价比是如何造就的？我们用席勒周期调整市盈率（CAPE）以及超额CAPE收益率（ECY）指标观察美股长期回报能力、以及美国股债相对性价比。我们发现，近十年来美股长期回报能力显著高于历史平均水平，1900年以来CAPE平均值为17.1，而2010年以后该值达25.9。2020年以来股债相对性价比显著提升，2017年以来ECY平均值为3.0%，而2020年以来该值达4.2%。

近十年美股的长期回报能力提升主要源于：全球低利率、低增长和低通胀下，美股成为追逐收益（Search for Yield）的投资者为数不多的选择之一。所以，近十年来美国长债收益率与ECY呈现明显负相关性。低利率环境孕育了美股的长牛，而美股的稳定表现反向吸引有股票配置需求的全球投资者在美股市场进行中长期投资，形成良性循环。**2020年美股比美债性价比更高主要源于：**一方面，2020年疫情后美联储3月大放水帮助美股迅速修复，ECY从2月的3.5%跃升至3月的4.9%，CAPE之后也快速上扬，9月已恢复至疫情前水平且继续走高。另一方面，疫情后富人增加股票配置助推美股，2020年第三季度美国居民股票和共同基金持有量破30万亿美元，其中财富前10%的富人贡献了近90%。

未来美股回报与相对性价比还能保持强势吗？美股表现短期或惯性向好，原因是，新年的“蓝色浪潮”（拜登掌控国会参众两院）与疫苗推广使市场短期risk on，且拜登上台后有望财政加码继而强化美股复苏交易。之后高回报难以持续，政策逐步退出，以及增税、强监管等政策出台，科技股承压将对美股整体表现及CAPE形成一定下行压力。但美股性价比优于美债或具有长期性，在股债比较中，美股高性价比主要在于股票市场的丰厚收益，而非债券利率的过度低迷。近十年来美股高回报的逻辑将长期存在，疫情后加深的贫富分化在短期也很难改善，即使未来美债收益率水平有所恢复（考虑到如果疫苗接种顺利，美联储政策逐步退出、美债利率进一步上行可能于2021年下半年开始），ECY仍可能保持高位。

2、本周海外重点追踪：中美关系与美股风波、“蓝色浪潮”与“红色动乱”、新冠疫情蔓延与疫苗推广的赛跑。1）本周美国对中国通信公司和APP的行政令或是特朗普离任前“最后的疯狂”，鉴于部分政策的落实将由拜登政府接手，未来这些举措的“不可逆性”仍有待观察，而美股市场中概股指数本周收盘创下新高。2）1月6日“蓝色浪潮”与“红色动乱”同时发生，“确定”与“混乱”交织中，资本市场整体表现强劲。值得注意的是，11月大选结束以来，“新旧总统”喜爱度齐走高，是当下美国党派乃至社会分裂的真实写照。3）本周全球新冠疫情因冷冬和病毒变异仍在加速蔓延，全球确诊破9000万，而新冠疫苗正在全球超40个国家加速推广，已接种超2400万剂。

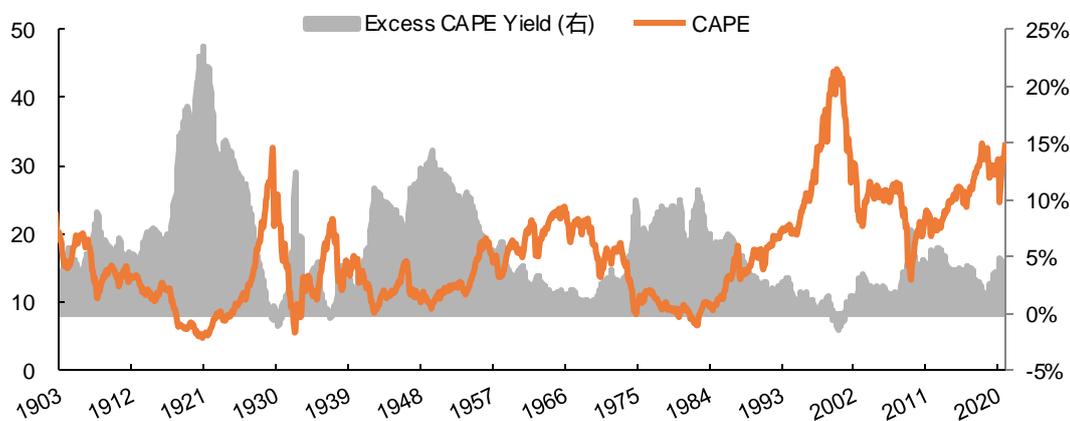
3、本周全球资本市场表现：全球股市——2021年喜迎开门红，本周全球股市齐涨，A股表现（创业板指涨6.2%、沪深300涨5.5%）整体好于美股（纳指涨2.4%、道指涨1.6%）。美国非农数据不及预期是关键线索之一。**美债市场——**10年美债收益率破1.13%，2年以上美债收益率上行，收益率曲线趋陡。**商品市场——**原油价格在库存大减、减产协议等助推下大涨，白银、黄金作为避险资产走弱。**汇率市场——**美元指数1月8日重回90点。拜登政府上台后，短期由于更大规模的刺激政策落地，或将加强美元弱势表现；中期，美国疫后经济复苏的前景整体向好，实现群体免疫后，有望在库存周期、地产周期之上，再叠加基建方案落地，届时美国经济可能重回“一枝独秀”表现，使美元后续阶段性反弹的可能性值得期待。

风险提示：病毒变异与扩散速度超预期，疫苗效用与推广不及预期，美国政治与社会动荡加剧。

一、主题评论：美股相对于美债的高性价比是如何造就的？

近十年来美股长期回报能力显著高于历史平均水平，2020年以来股债相对性价比显著提升（图表1）。诺奖得主罗伯特·席勒（Robert Shiller）提出的周期调整市盈率（CAPE），是经过10年通胀调整的美股（S&P 500）市盈率指标，对未来10年的股票回报有较好地贴合性，因此CAPE能够较好地反映美股的长期回报率。1900年以来CAPE的平均值为17.1，2010年以后CAPE平均值为25.9，增长了53.5%；2017年以后为30.1，2020年12月该值已高达33.4，约为历史平均水平的两倍。同时，席勒提出了超额CAPE收益率（Excess CAPE Yield, ECY）指标，ECY通过将CAPE转换为收益率（ $1/CAPE$ ），再从中减去10年期国库券的利率，旨在对比股票与债券的相对长期收益率。与CAPE的走势不同，1900年以来ECY的平均值为5.4%，2010年以来ECY平均值为3.7%，下降原因主要是大萧条、互联网危机、次贷危机等几次历史教训后美股泡沫化程度降低。2017年以来ECY平均值为3.0%，而2020年以来该值达4.2%，美国股债相对性价比在疫情后发生了显著提升。

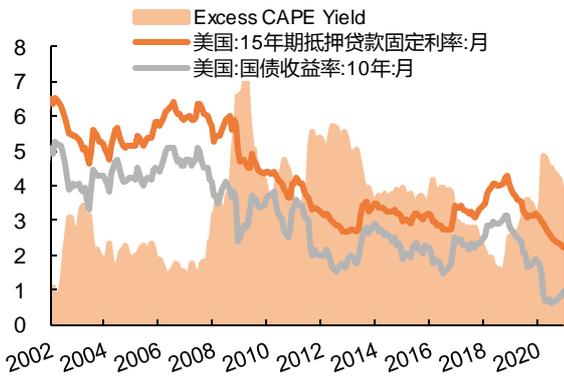
图表1 近十年CAPE处于历史高位，2020年超额CAPE收益率走高



资料来源: Robert Shiller, 平安证券研究所

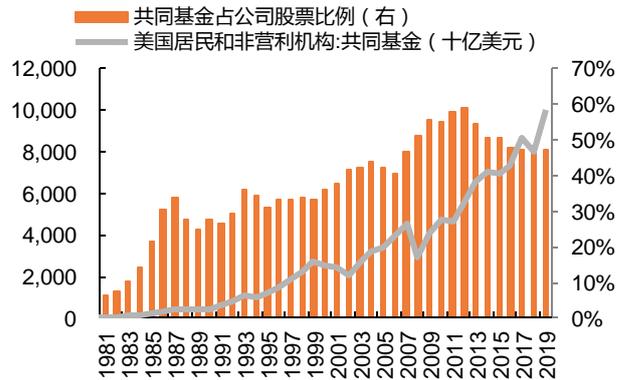
近十年来，低利率是美股高回报的底色，美股的长牛表现与侧重中长期投资的风格形成了良性互动。2008年次贷危机后，全球进入低利率、低增长和低通胀时代，市场上有吸引力的投资项目不多，而低利率环境下融资成本较低，美股自然成为追逐收益（Search for Yield）的投资者为数不多的选择之一。同时，低利率将提高未来股息在利率折扣后的现价，继而提升股票投资的吸引力。反观债券市场，在低通胀预期下投资收益更显黯淡。因此，近十年来长期债券收益率与超额CAPE收益率（ECY）呈明显负相关性（图表2），低利率环境孕育了美股的长牛，而美股的稳定表现反向吸引有股票配置需求的全球投资者在美股市场进行中长期投资，形成良性循环，为美股长期高回报制造了一定惯性。此外，次贷危机一定程度上改变了美股投资风格，2009年之后美国居民与非营利机构投资者的共同基金配置比例上升至高位（图表3），美股的投机成分更少、价值投资更多，在同质化交易中维持了较高的长期收益。

图表2 近十年融资成本、国债收益与 ECY 负相关



资料来源: Robert Shiller, 平安证券研究所

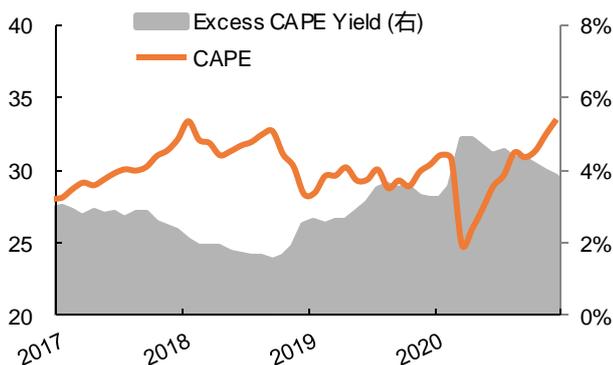
图表3 近十年居民购买共同基金比例企稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

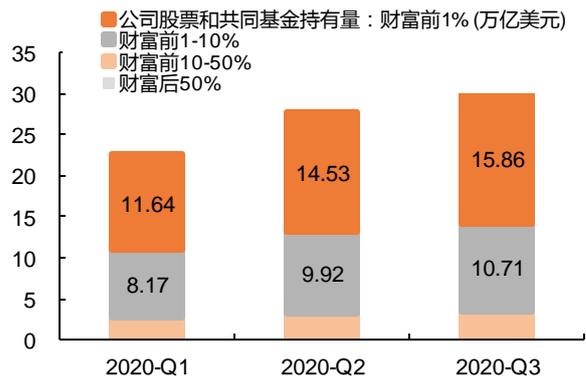
2020 年疫情后的政策刺激造就了美股的高性价比。2017-2018 年美股的高收益来源于特朗普的减税政策，2019 年以后则得益于美联储停止加息、停止缩表、有机扩表。一方面，疫情后美联储大放水帮助美股投资收益迅速修复。2020 年新冠疫情后，美股剧烈震荡、四次熔断下，急于救市的美联储在 3 月推出“零利率+无限量 QE”组合，流动性危机快速解除。与此同时，ECY 从 2 月的 3.5% 跃升至 3 月的 4.9%。之后，美股受货币刺激而迅速恢复，CAPE 快速上扬，2020 年 9 月已恢复至疫情前水平且继续走高，12 月创下近 20 年以来的新高。美联储刺激下，ECY 虽然在 3 月之后就缓慢回落，但仍保持在 3.8-4.8% 的高水平（图表 4）。另一方面，疫情后富人增加股票配置也助推美股。疫情后大规模货币与财政刺激使居民收入大幅提升，而原本拥有资产的富人“钱生钱”的能力以及抗风险能力均更强，又吸引富人将更多的闲置资金投入股市。在富人不断增持股票下（图表 5），2020 年第三季度美国居民股票和共同基金持有量突破 30 万亿美元创下历史新高，其中财富前 10% 的富人贡献近 90%。

图表4 2020 年 3 月政策刺激 ECY 跃升



资料来源: Robert Shiller, 平安证券研究所

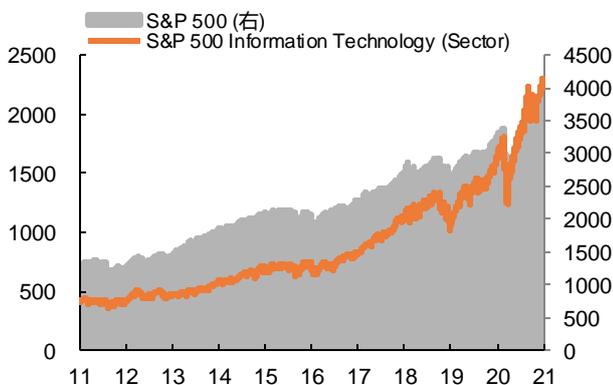
图表5 2020 年富人逐季加码美股



资料来源: FED, 平安证券研究所

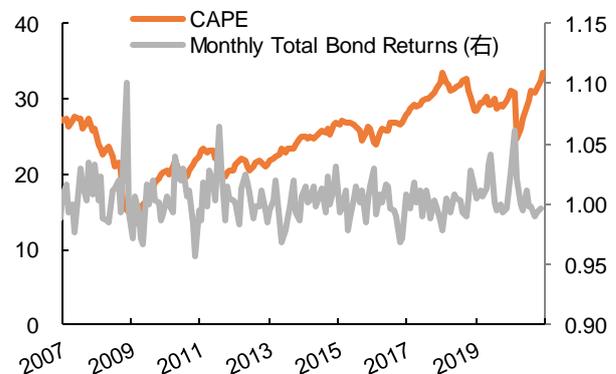
未来美股回报与相对性价比还能保持强势吗？美股表现短期或继续向好，中期高回报预计不可持续，不过仍长期优于美债。**第一**，2021年开年，“蓝色浪潮”（拜登掌控国会参众两院）与疫苗推广携手拉低不确定性，市场短期 risk on；拜登上台后，严格防疫与大规模财政计划有望切实助力美国经济修复，有望强化美股复苏交易。**第二**，注意到2020年科技股表现亮眼并对美股整体收益形成支撑（图表6）。所以后续随着抗疫刺激政策逐步退出，以及拜登政府增税、强监管等政策出台，均对科技股造成掣肘，继而对美股整体表现及CAPE形成一定下行压力。美联储2020年9月推出平均通胀目标制，对通胀表达了更高层次的容忍，通胀预期已出现明显抬升，这也对10年美债收益率构成上行支撑，使得股债相对性价比进一步受挫。**第三**，然而，在股债比较中，美股高性价比主要在于股票市场的丰厚收益，而非债券利率的过度低迷（席勒数据显示债券收益波动与ECY并没有明显负相关性，图表7）。而且，近十年来美股高回报的逻辑（低利率、机构化）将长期存在，疫情后加深的贫富分化在短期也很难改善。所以综合上述因素判断，未来即使美债利率水平有所恢复（考虑到如果疫苗接种顺利，美联储政策逐步退出、美债利率进一步上行可能于2021年下半年开始），就性价比而言，美股性价比优于美债或具有长期性。

图表6 2020年科技股表现亮眼



资料来源: S&P, 平安证券研究所

图表7 股票长期回报与债券收益较为独立



资料来源: Robert Shiller, 平安证券研究所

二、重点追踪

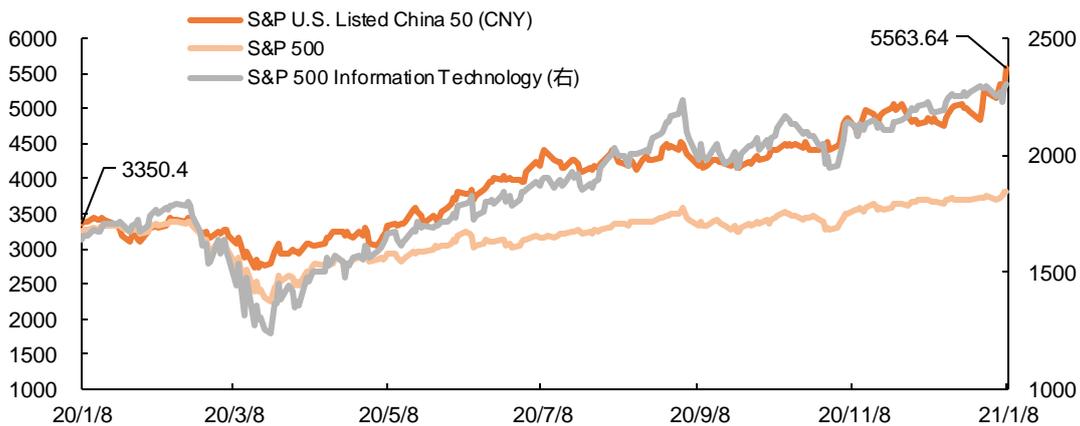
1. 中美关系与美股风波

本周美国对中国通信公司和 APP 的行政令或是特朗普离任前“最后的疯狂”，鉴于部分政策的落实将由拜登政府接手，未来这些举措的“不可逆性”仍有待观察，而美股市场中概股指数本周收盘创下新高。

12月31日纽约证券交易所（NYSE）宣布，将对中国移动、中国电信和中国联通（香港）这三家中国公司启动退市程序，此举遵照了特朗普政府关于禁止美国人投资美国国防部界定的“中国军方企业”的行政令。1月4日纽交所宣布，撤回关于三大通信运营商摘牌计划。1月6日纽交所二度改口，宣布将遵循美国财政部“新的指引”，继续执行三家公司的退市程序，这三支证券将于美东时间1月11日下午4点暂停交易。1月7日美国场外交易市场（OTCMarkets）宣布停止中国铁建、中芯国际等9只证券的报价和交易，从1月11日起再禁止另外3家中国企业的证券交易。此外，富时罗素和明晟等主要指数编制公司也先后表示将把中国企业从其相关的指数中剔除。从标普中国50指数看，1月6日中概股受明显扰动，但后来快速补涨，1月8日创下历史新高（图表8）。

1月2日中国外交部长王毅表示，中美关系已经来到新的十字路口，也有机会打开“新的希望之窗”，建议美国政府通过对话化解矛盾分歧。这也是市场对未来拜登上台以后中美关系的期待。

图表8 1月8日中概股表现亮眼，近一年中概股表现平稳向好



资料来源: S&P, 平安证券研究所

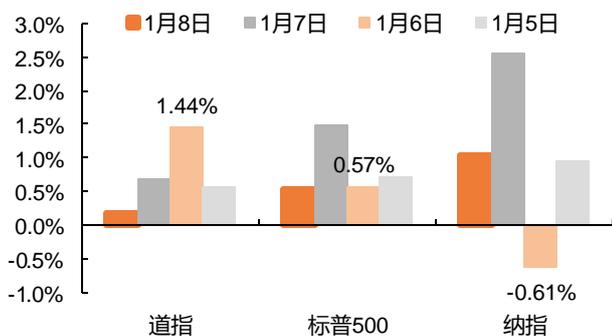
2. “蓝色浪潮”与“红色动乱”

1月6日“蓝色浪潮”与“红色动乱”同时发生，在“确定”与“混乱”交织中，资本市场整体表现强劲。特朗普“最后的疯狂”或令民主党新政府更抱团，但美国党派与社会分裂问题值得持续关注。

美东时间1月6日美国参议院选举落幕，民主党实际掌控参议院。至此，拜登所在的民主党同时掌控参众两院，喜迎“蓝色浪潮”。掌控国会将使拜登提名的内阁人选和部分立法议程更加顺利，也意味着大规模财政计划更有望出台。此前美国众议院已通过将纾困法案的“全民派钱”金额增至由600美元增至2,000美元的决定，其大概率也将在民主党掌控的参议院通过，意味着纾困法案规模或由9,000亿增至1.24万亿美元。本周资本市场加码财政刺激的预期，“再通胀”题材交易活跃。其中，美股科技企业仅在1月6日受到“蓝色”扰动，但risk on情绪助力美股在本周持续走高(图表9)。

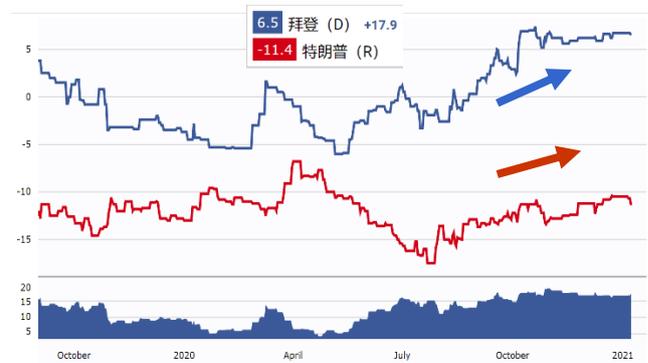
另一方面，1月6日在国会将进行对拜登胜选结果的认证程序之际，华盛顿发生“红色动乱”，美国右翼选民在总统特朗普号召下举行“拯救美国”示威集会，美国警方6日表示国会暴力事件已造成4人死亡。1月8日美国社交媒体推特公司宣布永久停用特朗普的帐号，因其存在“继续煽动暴力”的风险；当日Facebook公司也宣布将无限期禁止特朗普的账号发布消息，至少在拜登就职之前不会解封。1月9日BBC报道，民主党众议员计划于周一(1月11日)提出总统弹劾草案，指控特朗普“煽动造反”，届时特朗普将成为美国史上第一名任内面临两次弹劾的总统。值得注意的是，11月大选结束以来，特朗普锲而不舍地对结果提出质疑并制造动乱，但其喜爱度(Favorability Ratings)不降反升，“新旧总统”喜爱度齐走高，是当下美国党派乃至社会分裂的真实写照(图表10)。

图表9 本周美股受“蓝色”扰动但整体表现强劲



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 大选以来特朗普和拜登“喜爱度”均走高



资料来源: RCP(截至2021年1月8日), 平安证券研究所

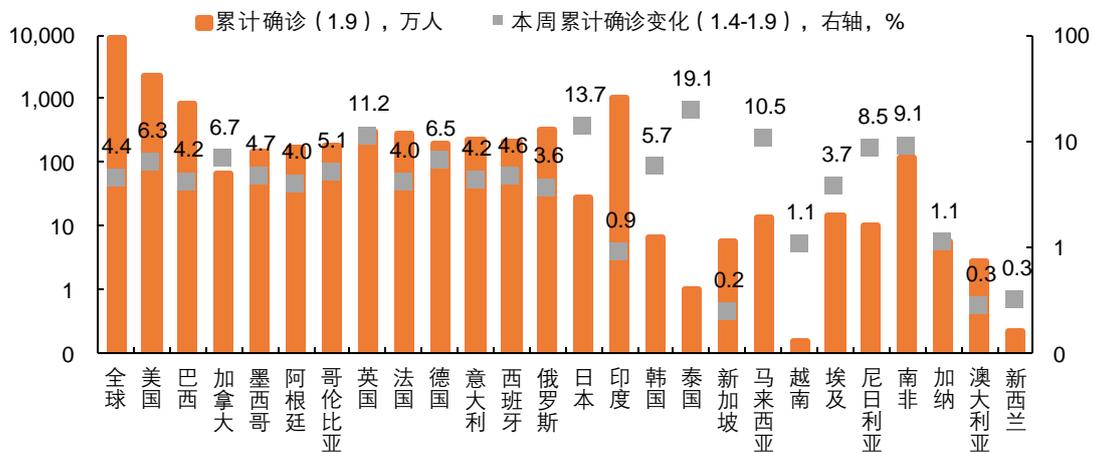
3. 全球疫情与疫苗推广跟踪

2021 年疫情与疫苗的“赛跑”是全球经济跟踪的关键线索。本周，全球新冠疫情因冷冬和病毒变异仍在加速蔓延，而新冠疫苗正在全球超 40 个国家加速推广。

疫情方面，截至 1 月 9 日全球累计确诊病例突破 9000 万，其中泰国(本周增长 19.1%)、日本(13.7%)、英国(11.2%)、马来西亚(10.5%)和南非(9.1%)等国疫情传播速度最快。1 月 7 日世界卫生组织(WHO)通报称，全球已有 41 个国家和地区出现了在英国发现的变异新冠病毒，7 个国家和地区出现了在南非发现的变异病毒。1 月 4 日 BBC 报道，南非医学专家表示，现有的辉瑞和牛津等疫苗可能对南非变异病毒无效，英国等多国医学专家也表达了同样的担忧。

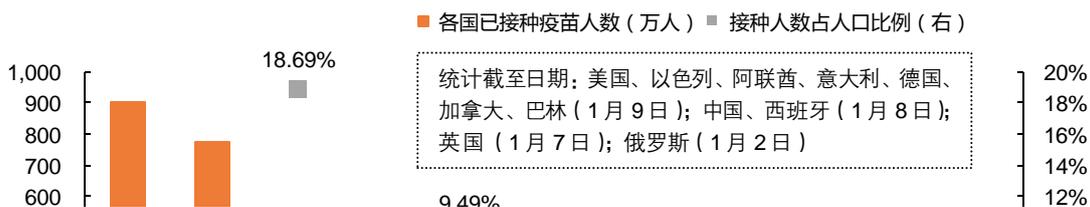
疫苗方面，2021 年“人类历史上最大规模的疫苗接种运动”拉开序幕。据 Bloomberg 统计，截至 1 月 9 日，已经有 41 个国家接种了超过 2400 万剂疫苗，其中中国(已接种 900 万剂)和美国(773 万剂)在数量上领先，而以色列(接种比例 18.69%)、阿联酋(9.49%)和巴林(5.67%)在比例上领先。

图表 11 各国疫情蔓延情况一览



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 12 各国疫苗接种进度一览 (截至 1 月 9 日)



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_331



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn