

经济衰退期间美股市场的反弹

❖ 背景：2020 年一季度以来美国经济受到了明显冲击。

受新冠疫情的影响，美国经济大幅下行，2020 年一季度美股市场遭遇了明显的大幅回撤。2020 年 4 月美股市场又出现了单月反弹，然而 2020 年 5 月美股市场的震荡和波动又明显加大。为了解海外机构关于经济衰退期间美股市场反弹的看法，我们编译整理了 ClearBridge 的 Jeff Schulze 和 Josh Jamner 以及 Alliancebernstein 的 Matthew D. Palazzolo 和 Christopher Brigham 的观点（分别发表于 2020 年 5 月 5 日和 5 月 7 日），供市场参考和交流。

❖ 美国经济事实上已陷于衰退

ClearBridge 的 Jeff Schulze 和 Josh Jamner 认为随着美国经济增速在今年第一季度下滑 4.8%，官方宣布衰退只是时间问题，而不是是否会衰退的问题。美国国家经济研究局（NBER）将衰退定义为“经济活动的显著下降，并持续数月以上，通常体现在实际 GDP、实际收入、就业、工业生产和批发零售中。”这些条件显然已得到满足，尽管 NBER 历来采取更为谨慎的做法，经常在经济触底很长一段时间后才会宣布。在 2008 年全球金融危机中，他们是在危机爆发后的 11 个月才发表声明的。而 ClearBridge 衰退风险仪表盘继续发出经济处于衰退的信号，整体显示为红色预警。今年 4 月有两个指标又出现了下行：随着最新零售额下降了 8.7%，该指标从绿色健康状态变为红色预警；就业市场信心从黄色预警变为红色预警。这些变化表明，在新冠疫情的影响下，企业倒闭导致申请失业救济人数创纪录上升之后，消费状况明显变得萎靡不振。

图 1： ClearBridge 衰退风险仪表盘

	April 30, 2020	March 31, 2020	March 1, 2020
Financial	Yield Curve	×	×
	Credit Spreads	×	×
	Money Supply	↑	↑
Inflation	Wage Growth	×	×
	Commodities	×	↑
Consumer	Housing Permits	↑	↑
	Jobless Claims	×	↑
	Retail Sales	×	↑
	Job Sentiment	×	●
Business Activity	ISM New Orders	×	●
	Profit Margins	×	×
	Truck Shipments	↑	↑
Overall Signal	×	×	●

↑ Expansion ● Caution × Recession

资料来源： ClearBridge, 川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门 | 总量研究部
报告类别 | 他山之石
报告时间 | 2019/05/15

👤 分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

👤 联系人

王一棠
证书编号：S1100118050005
0755-25333092
wangyitang@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

随着美国的几个州开始放松对在家办公的限制，投资者开始关注经济复苏的潜在路径。然而，这些希望可能还为时过早，因为历史表明经济和市场将形成底部的条件尚未出现。ClearBridge 经济复苏仪表盘继续闪烁着红色的衰退信号。然而，今年 4 月有一些指标发生变化，其中投资者情绪由黄转红，而消费者信心由红转绿。

图 2: ClearBridge 经济复苏仪表盘

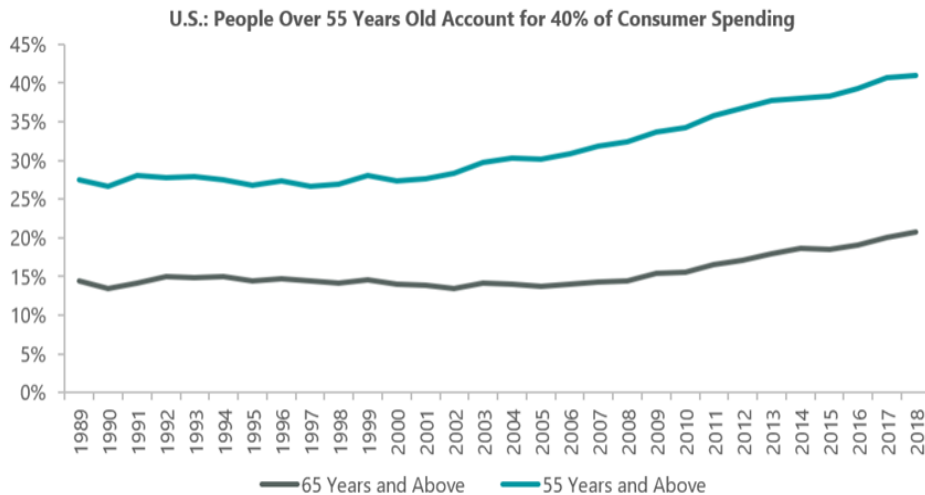
		April 2020	March 2020	
Confidence	Consumer Confidence	↑	×	
	Business Confidence (ISM)	×	×	
	Investor Sentiment	×	●	
Economic	Building Permits	×	×	
	Initial Jobless Claims	×	×	
	Philly Fed	↑	●	
Financial	Credit Spreads	×	×	
	Fed Policy	↑	↑	
	Financial Conditions	×	×	
Overall Signal		×	×	
		↑ Expansion	● Improvement	× Recession

资料来源: ClearBridge, 川财证券研究所

❖ 市场推迟经济快速复苏的预期

ClearBridge 的 Jeff Schulze 和 Josh Jamner 认为美国劳动力市场将持续疲软，经济依然不会太快恢复。就在疫情在美国爆发之前，许多小企业就面临着压力，当时 ClearBridge 的衰退风险仪表盘显示为黄色，企业利润指标为红色。虽然零售、旅游和休闲等领域受疫情影响最大的企业都进行了大规模裁员，但许多受疫情影响较小的企业也减少了员工数量。哈佛大学和芝加哥大学最近发表的一篇论文就证明了这一点。作者调查了 5800 多家小公司，发现公司的员工人数基本都比 1 月下降了 40%。重要的是，即便是还在营业的企业，其全职员工平均也减少了 17.5%。相信当经济重新开放时，其中许多工作岗位将不会恢复，这将导致失业率上升并抑制消费者支出。这很可能会加剧经济行为的改变，直到出现疫苗或经过验证的病毒治疗方法为止。55 岁以上的人口占国内消费的 40%，这一群体更容易感染新冠病毒，更有可能呆在家里。此外，来自中国的初步数据显示，消费者正在远离人群，不愿进行面对面的交易。

图 3： 年长的消费者不太可能出门消费



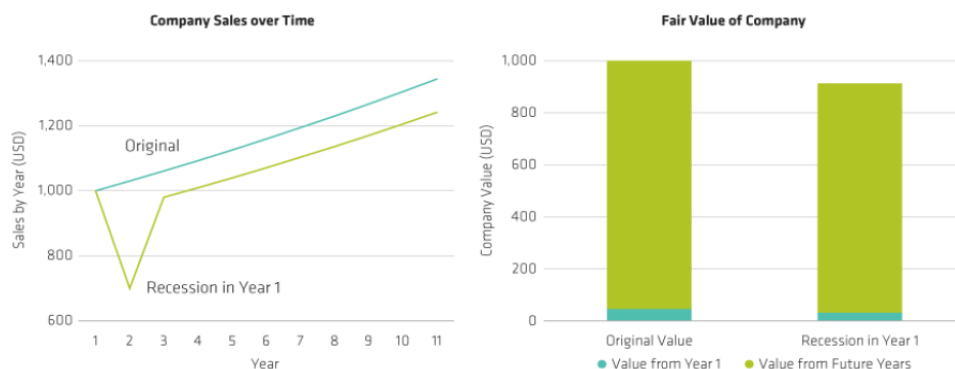
资料来源：ClearBridge, 川财证券研究所

❖ 下跌过程中的暂时性反弹

Alliancebernstein 的 Matthew D. Palazzolo 和 Christopher Brigham 认为就在消化新冠病毒对生活和经济的影响之际，金融市场已开始展望疫情过后的世界。标普 500 指数今年 4 月出现了明显的反弹。这是也许是意料之中的。今天几乎所有股票的价值和自其在 2021 年及以后将产生的现金流联系密切。即便经济衰退导致该公司当前和未来现金流轨迹下滑，这也为任何股票乃至整个市场提供了一个支点。

图 4： 未来现金流为股票价值提供一个支点。

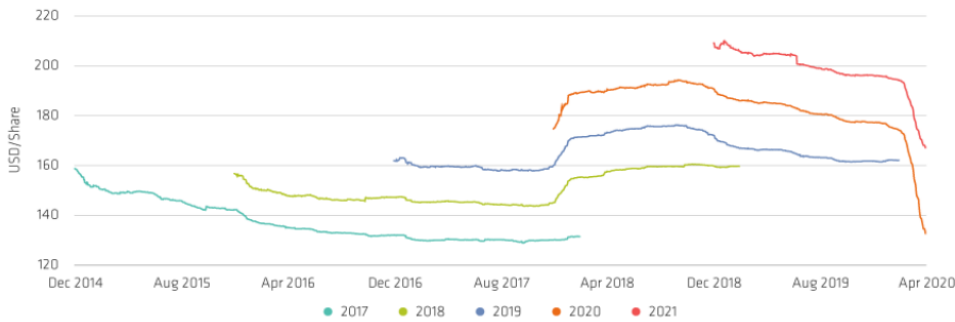
Future Cash Flows Anchor the Value of a Stock Through a Recession



资料来源：Alliancebernstein, 川财证券研究所

今年一季度的抛售是可以理解的。在短短几周内，市场就不得不适应这样一个世界：未来的道路显然比以前更糟糕，潜在的下行风险也比多数人几个月前想象的要糟糕得多。随着市场开始考虑这一点，华尔街对 2020 年和 2021 年的收益预期迅速下调。

图 5： 预计标普 500 的 EPS 会迅速下滑

Wall Street Earnings Estimates Fell Swiftly
SGP 500 EPS Estimates Over Time—Historical and Estimated

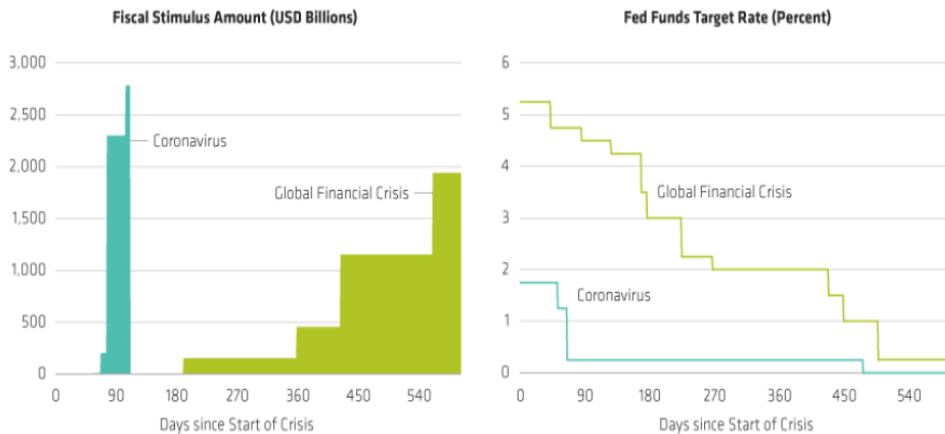
资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

尽管美国经济还没有走出困境，但基本情况似乎开始有所改善。事实可能并非如此，在一个月的时间里，成千上万的人死去，超过 3000 万人突然失业。但是，即使经济会大幅度停摆，官员和政策制定者最终关闭了足够多的经济部门以遏制病毒。这已经开始减缓病毒在世界各地的增长。由于病毒是引起经济下行的重要因素，遏制病毒是迈向进步的关键一步。

在美国大部分地区，政策制定者最终表明他们对遏制疫情的态度是认真的。除了公共卫生政策，美国国会和其他经济体政府采取了迅速和果断的行动，启动了几项重大支出计划，以帮助陷入困境的企业和个人。这是世界上前所未有的对经济冲击的最大、最快的财政回应。尽管不可避免地会对经济造成一些损害，但政府明确表示将介入以提供支持，也许最重要的是在必要时愿意进行进一步干预。美联储和其他经济体的央行也采取了积极行动，以缓解金融紧张，为投资者和企业保持流动性。无论是财政政策还是货币政策，都无法结束这场流行病，也无法让日常生活和经济恢复正常。但市场已经在一定程度上预期会实现正常化。许多希望都取决于改进和扩展的医学测试——不仅要进行测试以查看谁感染了病毒，以便他们能够自我隔离或接受治疗，更重要的是，还要进行抗体测试以查看谁已经感染了病毒并具有免疫力将使他们恢复正常生活。一旦遏制措施奏效，广泛的测试将对美国 and 全球经济的复苏至关重要。最终，当人们有了针对病毒的长效疫苗时，生活将恢复正常。就像人类用来治疗其他疾病的疫苗一样，这将使人类再次无所畏惧地生活。然而，要做到这一点，最早要等到 2021 年，这意味着人类必须在未来一段时间内以某种方式做出妥协。在真正的解决方案到位之前，不可能知道需要多长时间。因此，也无法确定负面经济冲击会持续多久，或者会有多深。预计美国经济将在 2020 年早些时候开始反弹，并在 2021 年恢复到之前的增长速度。

图 6：历史上最大规模的财政刺激和货币刺激

Fastest and Largest Fiscal and Monetary Response in History



资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

ClearBridge 的 Jeff Schulze 和 Josh Jamner 认为现阶段美国经济仍未触底。政策制定者提供了一座重要的流动性桥梁，提振了金融市场，并暂时维持了经济的活力。然而，随着经济的重新开放，许多依赖于人与人之间密切接触的商业模式可能仍然面临挑战。因此，建议投资者仍然保持警惕，特别是历史表明熊市往往会经历三个阶段：1) 迅速下跌，2) 接着进入超卖反弹，3) 然后进入可能令多头和空头都感到沮丧的调整期。预计经济开始真正重启可能标志着最后阶段的开始。其结果是未来几个月可能会动荡不安，这些将会考验投资者的决心。

风险提示

美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自了 ClearBridge 的 Jeff Schulze 和 Josh Jamner 以及

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_5135

