



❖ 背景：美国现阶段的经济形势和互联网泡沫时期存在一些相似之处。

目前美国的经济局势和 1998 年时存在某些共同点，这引起了一些经济学家的关注。为了解海外机构对美国互联网泡沫时期以及现阶段经济形势的看法，我们编译整理了 Legg Mason 的 Jeff Schulze、Blackrock 的 Russ Koesterich 和 Scott Thiel 的最新观点，供市场参考和交流。

❖ 目前美国的经济与互联网泡沫时期的对比

Legg Mason 的 Jeff Schulze 指出美国现阶段的经济环境和互联网泡沫时期有一些相似之处，但现阶段并没有出现 1998 年的股市估值过高和周期性过剩的情况。1998 年美股曾经历过 19% 的修正但是很快又出现了反弹。另外，当时美债收益率曲线出现了反转。2000 年开始的美国经济早期衰退的一个主要催化剂是互联网泡沫的破裂。而目前美国缺乏 2001 年的股市高估和周期性过剩，Clearbridge 衰退风险仪表盘的整体信号在 2000 年 5 月变为黄色预警，8 月变为红色预警。但是现阶段 Clearbridge 衰退风险仪表盘的整体信号仍然保持着绿色的健康状态。

美股在 2018 年曾经历了一轮较大幅度的回调，在 2019 年 4 月再次创下历史新高。这种没有伴随经济衰退的股市大幅修正以及之后的市场迅速反弹在许多方面让人想起了 1998 年夏季的美股市场状态。那一年，亚洲金融危机的影响终于传导到了美国，标普 500 指数在 1998 年 7 月 17 日到 8 月 31 日下跌了 19.3%。互联网泡沫带来的市场动荡导致曾经一度保持骄人业绩的美国长期资本管理公司（LTCM）几近破产。伴随着经济和金融市场出现了不稳定的形势，美债收益率曲线在 1998 年 9 月出现了短暂反转。美联储因此改变了以往政策的方向，将利率下调了 50 个基点。最终，美国经济和股市波动性减弱，美股在未来一段时间继续走高。事实上，标普 500 指数在 1998 年 11 月迎来了历史新高，这个时间正是美国长期资本管理公司（LTCM）从破产边缘被拯救的两个月后。而目前的经济环境与 1998 年有某些相似之处，都经历过一轮大幅抛售，美债收益率曲线出现了短暂反转。2019 年初以来美股呈现出了较为强劲的反弹，到 2019 年 4 月创下历史新高。此外，与 1998 年一样，目前美国现在正处于一个漫长的经济周期之中，科技股是市场的领导者。然而，目前和 1998-2002 年有几个关键的区别，即今天没有出现当时的股票市场高估和周期性过剩。ClearBridge 衰退风险仪表盘目前显示出了绿色的健康信号。与上个月发布的数据相比，没有任何指标有明显变化：8 个经济指标是绿色的，3 个是黄色的，1 个是红色的。总体而言，2019 年 3 月的美国经济数据高于预期，GDP 的增长率为 3.2%。Jeff Schulze 认为 ClearBridge 衰退风险仪表盘的健康信号应该有助于缓解投资者对美股近期市场波动的担忧。

📄 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 | 2019/5/31

👤 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
8610-66495901
chenli@cczq.com

👤 联系人

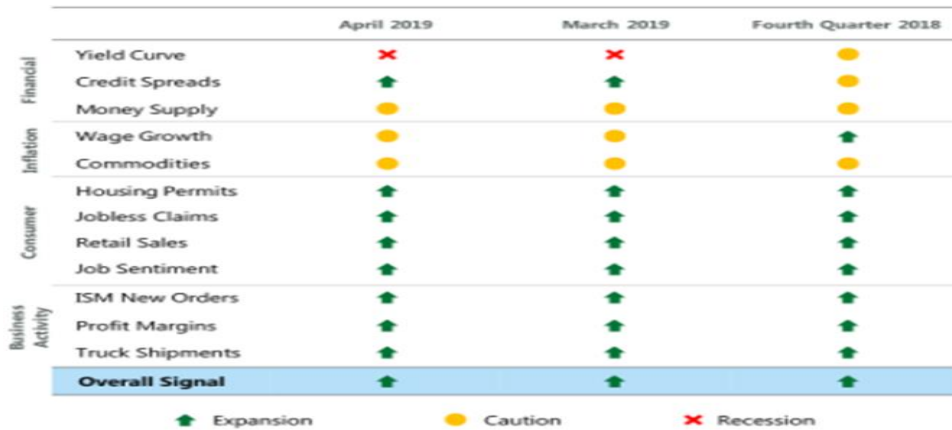
王一棠

证书编号：S1100118050005
86755-25333092
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 30 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

图 1： 近一年 ClearBridge 衰退风险仪表盘的变化



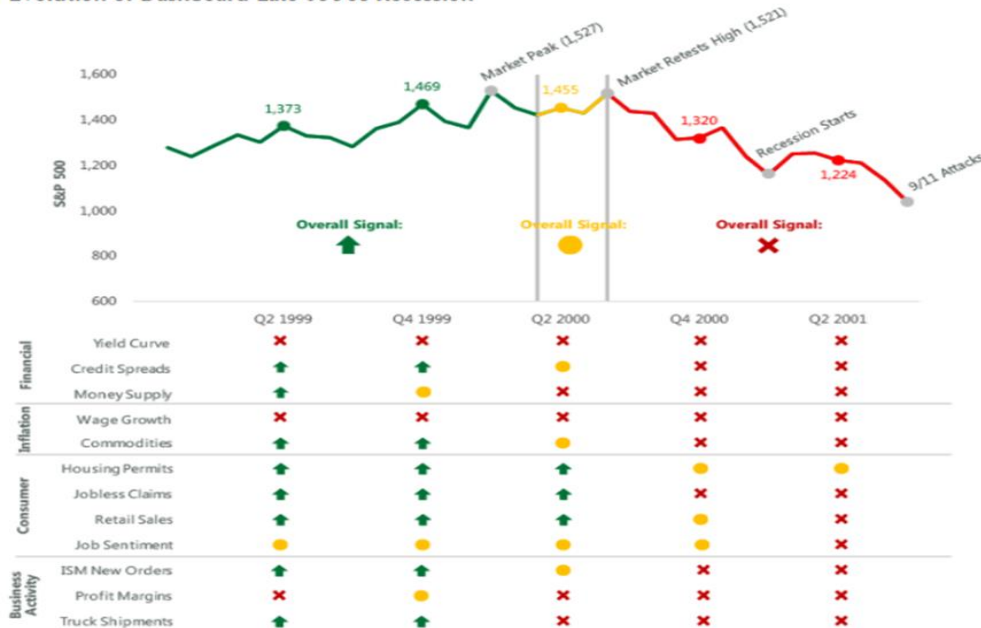
资料来源：Legg Mason，川财证券研究所

❖ 回顾互联网泡沫时期的美国的经济和金融市场

互联网泡沫的破灭导致了 2000 年美国早期的经济衰退。20 世纪 90 年代中后期，互联网迅速发展，并开始更大的程度上实现了商业化。一些新创企业获得了上市，导致许多其他公司试图效仿他们。随着投资者开始追逐早期的成功，大量资本流入互联网企业，但是不少互联网企业并没有太多强劲的经济基本面作为支撑。然而，随着最具投机性的互联网公司的倒闭，这些过于乐观的预期最终又退回到了现实中，经济也开始出现裂痕。1999 年 6 月，工资增长等关键经济指标在 ClearBridge 衰退风险仪表盘上闪现出预警信号。最终，美国经济在 2001 年 3 月正式进入衰退状态。

图 2： 1999 年-2001 年 ClearBridge 衰退风险仪表盘的变化

Evolution of Dashboard Late 1990s Recession



资料来源：Legg Mason，川财证券研究所

追溯 1997-1999 年的情形，那时互联网产业彻底改变了世界。许多早期的电子商务公司在这段时间里获得上市，比如 1997 年 3 月的亚马逊（当时是一家在线书店）和 1998 年 9 月的 eBay。由于投资者对参与这些“新经济”公司感到兴奋，许多公司在上市之后股价出现了大幅上涨。随着时间的推移，投资者开始追逐这些新创互联网企业的投资，并将注意力更多地放在上市方面，而不是公司本身的基本面上。例如，线杂货商 Webvan 于 1999 年 11 月上市，该公司成立仅三年多，尚未实现盈利。为快速扩张，Webvan 募资了近 4 亿美元，在其首次公开募股时，预计在未来一年将亏损 6500 万美元。尽管如此，该公司股价在交易的第一天上涨了 65%，市值达到了 79 亿美元。在科技行业的发展推动下，美国经济增速较为亮眼；1997 年 GDP 增长了 4.4%，1998 年 GDP 增长了 4.5%，1999 年 GDP 增长了 4.8%。为避免经济过热，美联储于 1999 年 6 月将利率提高了 25 个基点。当美联储试图为经济降温时，ClearBridge 衰退风险仪表盘在 1999 年第三季度转为黄色。

2000 年，美联储继续加息，但经济仍旧继续扩张。2000 年第二季度，GDP 增长了 7.5%，这一增长速度创下了近 20 年来的新高。在此背景下，科技泡沫继续膨胀，纳斯达克指数和标普 500 指数在 2000 年 3 月达到衰退前的峰值水平。在对“新经济”公司进行了多年的成功投资后，投资者变得更加缺乏判断力，美股的估值也更加令人紧张。然而，这些互联网企业的业务质量越来越差，潜在的业务模式和基本面更令人怀疑。许多人把 Pets.com（一家宠物用品的在线销售商）作为互联网泡沫时的典型投机例子。Pets.com 没有盈利，也没有太多的发展道路；它为每次的销售提供了免费的运输服务，由于沉重的宠物食品袋导致了高昂的运输成本，这让它陷入亏损。该公司在 IPO 后的上涨幅度有限，在 2000 年 3 月上市当天仅上涨了 27%。Pets.com 成立于上市前的两年，在梅西百货的感恩节游行上有一个彩车，在 2000 年的 Super Bowl 上有一个广告，又在 2000 年 11 月被清算。2000 年 4 月美债收益率曲线陷入了第二次短暂的反转（再次是浅反转）。2000 年 7 月份的反转更深，持续时间也更长。与此同时，油价也大幅上涨，ISM 制造业 PMI 指标陷入了崩溃。ClearBridge 衰退风险仪表盘上的 ISM 新订单、货币供应量在 2000 年 6 月都将下降：ISM 新订单出现黄色预警，货币供应量出现红色预警。尽管美股在 2000 年 3 月达到顶峰，但在接下来的 6 个月左右的时间里，它基本上是横盘交易，在 8 月底几乎创下新高。在这段时间内，ClearBridge 衰退风险仪表盘的整体信号开始发生变化，2000 年 5 月变为黄色，2000 年 8 月变为红色。

自 2000 年下半年美国经济和股市开始降温后，2001 年美国的经济情况进一步陷入衰退。“911 恐怖袭击”迫使美国的金融市场短暂关闭，加剧了经济不景气。道琼斯工业指数在此期间经历了历史上跌幅最大的一天，代表科技股指数的纳斯达克指数也开始崩溃。虽然像 Pets.com 这样基本面最薄弱的科技公司已经停

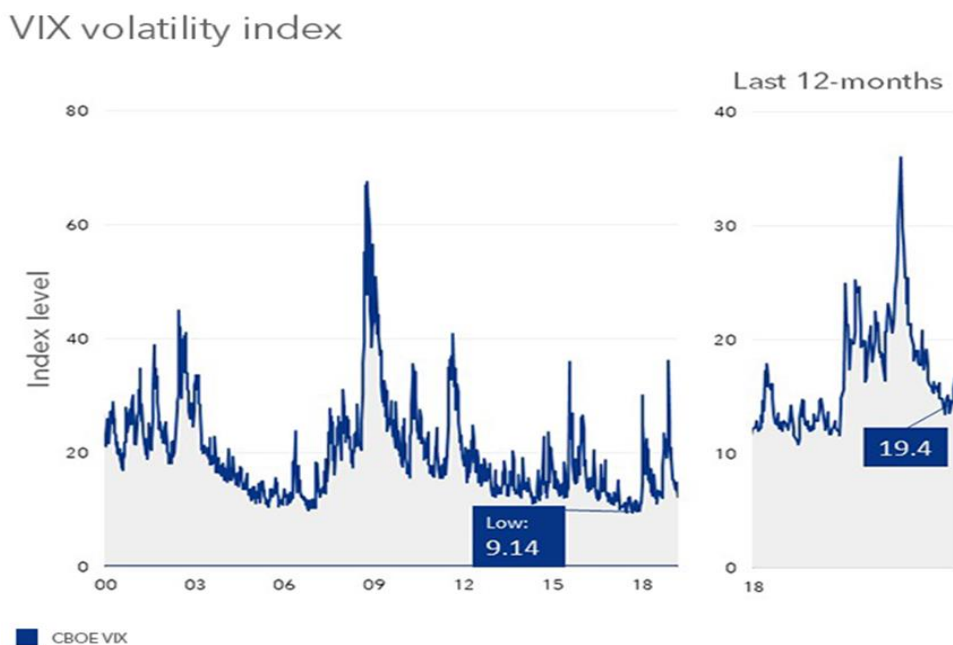
止运营，但更多的公司在 2001 年破产了，比如前面提到的在线杂货商 Webvan。

2002 年，美国经济复苏的萌芽开始出现（经济衰退在 2001 年底结束）。一些发展更具持续性的科技公司，如亚马逊和 eBay，最终会生存下来。Webvan 也在破产后被亚马逊收购。标普 500 指数在 2002 年 10 月触底，比两年半之前的峰值低 49.2%。

❖ 美国金融市场的波动率上升

Blackrock 的 Russ Koesterich 指出截至 2019 年 5 月 9 日，标普 500 恐慌指数 VIX 已达到四个月来的最高点。虽然贸易摩擦确实会使美股下跌，也使市场的波动性大幅上升，但相对宽松的金融环境是使近期回调不会过于严重的原因之一。即使标普 500 恐慌指数 VIX 明显升高，仍远低于 2018 年 12 月的峰值，也低于 2018 年 2 月的一半。

图 3： 标普 500 恐慌指数 VIX



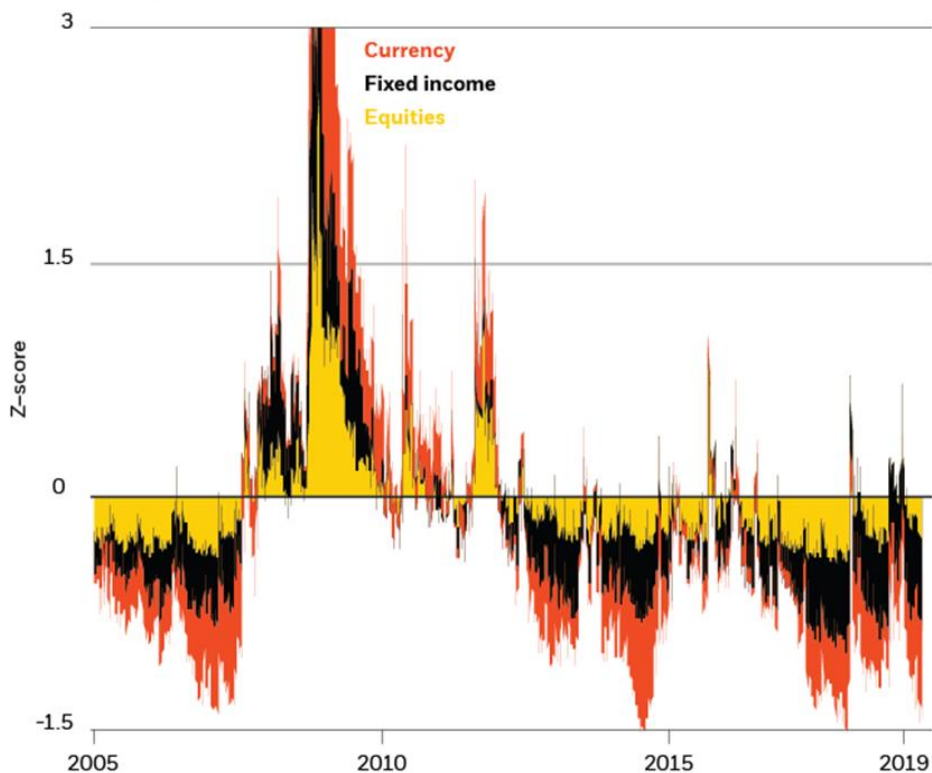
资料来源: Blackrock, 川财证券研究所

注: 统计时间截止至 2019 年 5 月 8 日。

Blackrock 的 Scott Thiel 指出在 2019 年 5 月，由于美中贸易谈判的不确定性有所增加，美股的波动性开始回升，仍然需要警惕风险。继 2018 年最后一季度的抛售之后，2019 年初之后的资产波动性——衡量股票、固定收益和外汇市场波动性的指标——曾经一度跌至接近历史低位。然而，在今年 5 月初，特朗普的贸易保护主义使市场波动加剧。衡量美股波动性的标普 500 恐慌指数 VIX 跃升至 2019 年 1 月底以来的最高水平。如果地缘政治风险像今年 5 月初那样爆发，金融市场波动的可能性将会更大。美国经济增长正面临着放缓的局势，未来几个月的经济数据可能变得更为嘈杂。

图 4： 2005-2019 年美国金融市场波动性变化

Cross-asset implied vol by asset class, 2005-2019



资料来源：Blackrock，川财证券研究所

注：统计时间截止至 2019 年 5 月 8 日。

风险提示

美联储政策超预期，美国贸易保护主义蔓延，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 Legg Mason 的 Jeff Schulze、Blackrock 的 Russ Koesterich 和 Scott Thiel 发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857