

策略月评 20230717

警惕美股科技泡沫再现

2023年07月17日

事件

- 近期美股的积极走势表明了市场对于经济软着陆的前景开始更为看好。同时，虽然美债长短端利率已深度倒挂，但衰退依然尚未到来。本篇报告中我们探讨目前支撑美股上行的动力和一些正在酝酿的风险。

证券分析师 陈李
 执业证书：S0600518120001
 021-60197988
 yjs_chenl@dwzq.com.cn

观点

- 劳动力严重短缺导致利率上行并未明显影响就业市场。

虽然新增就业数量的下滑往往与经济活动放缓挂钩，但从目前的趋势来看，新增就业的下降更可能是由于劳动力短缺。我们认为，从好的方面来看，就业数据难以降温，失业率处于低位，意味着衰退还没有到来。然而，供不应求的劳动力市场意味着通胀的风险依然严峻，美联储持续加息的动力也在持续。7月加息大概率不是本轮加息周期的终点。

- 制造业活动进一步放缓。

拜登政府对制造业的大力财政支持起到了托底作用，使得近期市场对经济软着陆的信心有所提振。值得关注的是 ISM 制造业 PMI 在 2023 年 6 月出现最近三年以来最严重下滑，连续 10 个月处在 50 荣枯线以下的新订单指数也进一步体现了商品需求的减弱。同时，制造业就业在整体非农就业中增幅较低。尽管目前工商业贷款的增速仍然较好，随着 2 年期利率创下十六年来的新高，借贷成本的上升预计将显著放缓制造业活动。

- 最大的风险是充裕的流动性可能回落。

我们认为使目前的美股市场表现较好的另一个重要因素是充裕的流动性。第一，尽管 QT 正在展开，但美国银行准备金依然保持在 3.2 万亿美元以上，因为 QT 主要消耗了逆回购市场中的资金，从而没有对经济造成显著影响，充足的准备金也促进了银行的放贷行为。第二，大量的居民储蓄转化为了资产，资产价格上涨使得居民购买力不断上升。同时为市场注入流动性的还有美联储设立的银行定期融资计划(BTFP)等工具。RRP 余额下降至 2 万亿美元以下，也意味着流动性注入市场。但我们也需要注意到，QT 步伐正在加快，并且随着债务上限法案的签署，财政部需补充其在美联储的支票账户 TGA，这也将削弱市场的流动性。如果用 $\text{美联储资产} + \text{BTFP 释放资金} - \text{TGA 吸收资金} - \text{RRP 余额}$ 的方式来计算美国市场流动性，就能发现 RRP 和 BTFP 增加的流动性不足以抵消被 TGA 和 QT 吸收的流动性。从这一指标与标普 500 历史走势的关系来看，支撑美股上行的动力预计即将减弱。

2023 年 5 月起美债短端利率开始上行，目前长端利率也开始上行，说明市场认为利率将在长期内保持高位。与此同时，长端实际利率的上行代表了长期通胀预期的下降，这些趋势似乎说明，市场对经济的预期非常乐观，认为未来将是低通胀且不陷入衰退的经济环境。我们认为，目前的市场预期可能过于乐观。如果不考虑科技巨头的权重影响，今年上半年以来标普 500 等权重指数涨幅其实并不明显，从估值的上涨也可以看出，涨幅几乎完全由七只科技巨头贡献，而其他股票估值呈下挫趋势。从历史数据来看，科技巨头和其他股票的估值走势不会长期脱钩。相较于 5 月，全球基金经理对于科技泡沫的担忧开始浮现。

- 风险提示：美联储 7 月后继续加息；美国制造业活动持续放缓，软着陆可能性降低；流动性快速收紧，支撑美股上行的动力减弱；科技股估值泡沫可能破灭。

相关研究

《中报业绩预告透露出哪些信号？》
 2023-07-16
 《港股机会在哪里？》
 2023-07-16

内容目录

1. 劳动力严重短缺导致利率上行并未明显影响就业市场	4
2. 制造业活动进一步放缓	6
3. 最大的风险是充裕的流动性可能回落	7
4. 风险提示	10

图表目录

图 1: 美债长短端利率已深度倒挂.....	4
图 2: 2023 年 6 月新增非农就业数量为 2020 年 12 月以 来最小增幅.....	5
图 3: 2023 年 6 月美国失业率降至 3.6%.....	5
图 4: 劳动年龄人口的劳动参与率处于历史高位.....	5
图 5: 零售销售增长停滞但没有下滑.....	5
图 6: 首次申领救济人数上升后再度下滑.....	5
图 7: 制造业就业增长在整体非农就业中占比低.....	6
图 8: 美国制造业建筑支出大幅上升.....	6
图 9: 美国两党基建法案相关项目.....	6
图 10: ISM 制造业 PMI 在 2023 年 6 月出现最近三年以 来最严重下滑.....	7
图 11: ISM 新订单连续 10 个月处在 50 荣枯线以下.....	7
图 12: 美国居民个人储蓄上升.....	7
图 13: 美国不同财富阶层的资产构成.....	7
图 14: 居民房地产资产净值.....	8
图 15: 美国居民家庭和非盈利机构资产净值 (截至 2023 年一季度).....	8
图 16: 财政部需要补充其在美联储的支票账户 TGA.....	8
图 17: RRP 和 BTFP 增加的流动性不足以抵消被 TGA 和 QT 吸收的流动性.....	8
图 18: 自硅谷银行危机平息后投资者情绪大幅提振.....	9
图 19: 目前长端利率也开始上行, 市场认为利率将 在长期内保持高位.....	9
图 20: 长端实际利率的上行代表了长期通胀预期的下降.....	9
图 21: 2023 年初以来标普 500 等权重指数涨幅远低 于受科技巨头权重影响的标普 500.....	9
图 22: 标普 500 估值涨幅几乎完全由七只科技巨头贡献.....	10
图 23: 苹果市值已超过罗素 2000.....	10
图 24: 标普 500 收入还没有明显下滑.....	10
图 25: 2023 年 6 月全球基金经理对于科技泡沫的担忧开始浮 现.....	10

近期美股的积极走势表明了市场对于经济软着陆的前景开始更为看好，同时美债长短端利率也已深度倒挂，但衰退依然尚未到来。在疫情复苏、财政刺激、银行业危机等多重因素影响之下，本轮经济周期的表现注定将呈现独特而复杂的趋势。本篇报告中我们探讨目前支撑美股上行的动力和一些正在酝酿的风险。

图1: 美债长短端利率已深度倒挂



数据来源: FRED, 东吴证券研究所

1. 劳动力严重短缺导致利率上行并未明显影响就业市场

美国 2023 年 6 月的最新就业数据释放了一些较为复杂的信号，新增非农就业数量 20.9 万人，为 2020 年 12 月以来最小增幅，然而工资却持续上涨，失业率依然处于低位。虽然新增就业数量的下滑往往与经济活动放缓挂钩，但从目前的趋势来看，新增就业的下降更可能是由于劳动力短缺、就业岗位增无可增，因此工资被不断推高，有就业意愿的人群已基本全部投入劳动岗位，使得失业率持续处于低位。由于疫情带来的大波退休潮，劳动力缺口大幅上升至历史最高水平。总体来看，美国 2023 年 6 月的就业增长仍高于疫情前的平均水平。医疗保健、社会工作和建筑行业的招聘尤其强劲，但零售行业的招聘有所下滑。我们认为，从好的方面来看，就业数据难以降温，失业率处于低位，意味着衰退还没有到来。然而，供不应求的劳动力市场意味着通胀的风险依然严峻，美联储持续加息的动力也在持续。7 月加息大概率不是本轮加息周期的终点。

图2: 2023年6月新增非农就业数量为2020年12月以来最小增幅



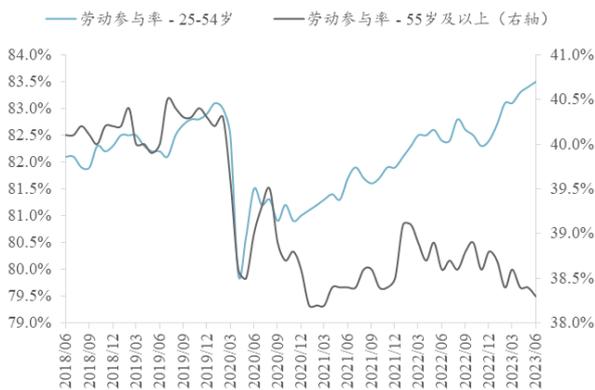
数据来源: FRED, 东吴证券研究所

图3: 2023年6月美国失业率降至3.6%



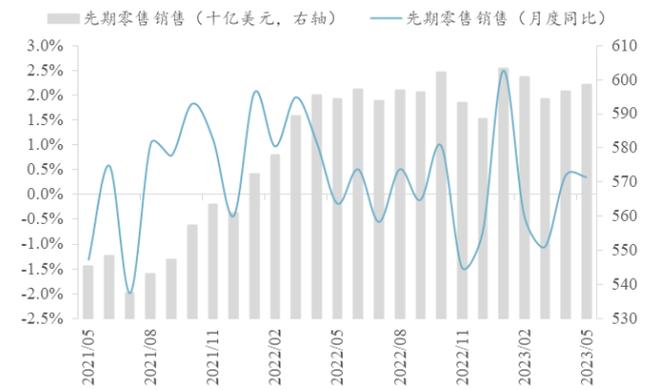
数据来源: FRED, 东吴证券研究所

图4: 劳动年龄人口的劳动参与率处于历史高位



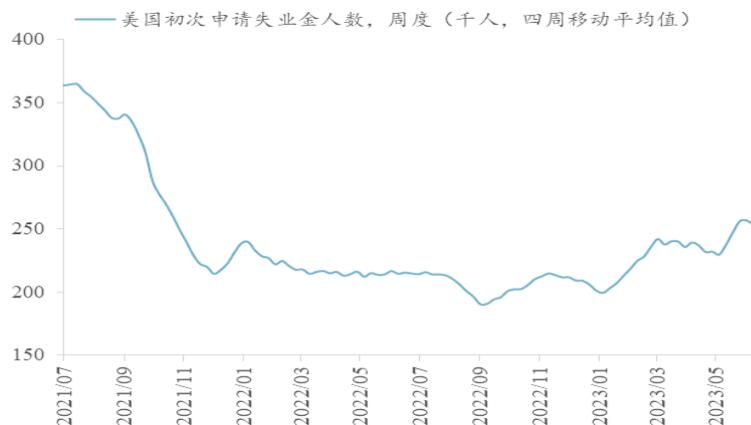
数据来源: FRED, 东吴证券研究所

图5: 零售销售增长停滞但没有下滑



数据来源: FRED, 东吴证券研究所

图6: 首次申领救济人数上升后再度下滑



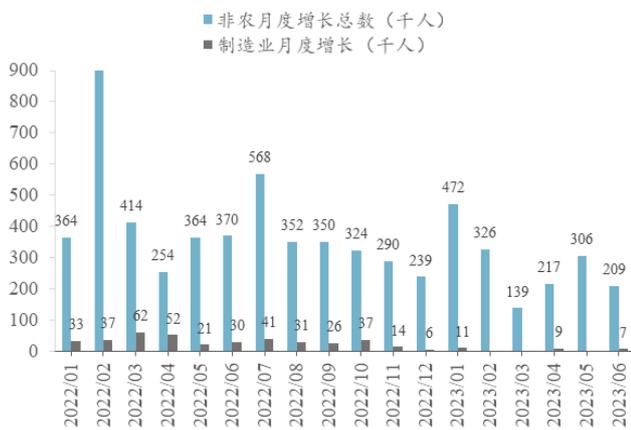
数据来源: FRED, 东吴证券研究所

2. 制造业活动进一步放缓

拜登政府对制造业的大力财政支持起到了托底作用，2023 年以来，制造业建筑支出大幅上升，截至 5 月达到 1943 亿美元，是拜登上台时水平的 2.5 倍，使得近期市场对经济软着陆的信心有所提振。

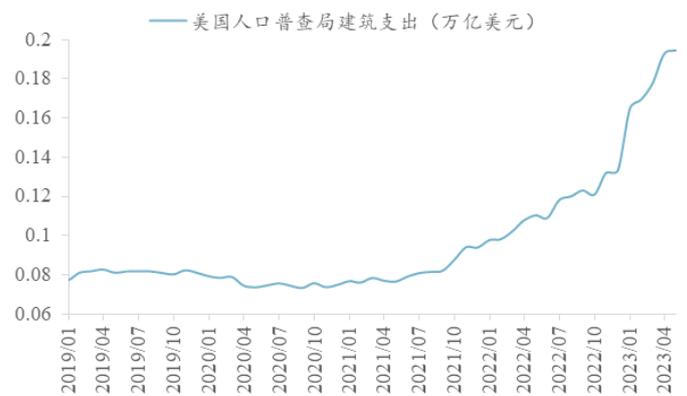
值得关注的是 ISM 制造业 PMI 在 2023 年 6 月出现最近三年以来最严重下滑，连续 10 个月处在 50 荣枯线以下的新订单指数也进一步体现了商品需求的减弱。同时，制造业就业在整体非农就业中增幅较低，年初以来，尽管就业整体大幅增长，但制造业的就业增长几乎较年初没有起色。尽管目前工商业贷款的增速仍然较好，随着 2 年期利率创下十六年来的新高，借贷成本的上升预计将显著放缓制造业活动。

图7：制造业就业增长在整体非农就业中占比低



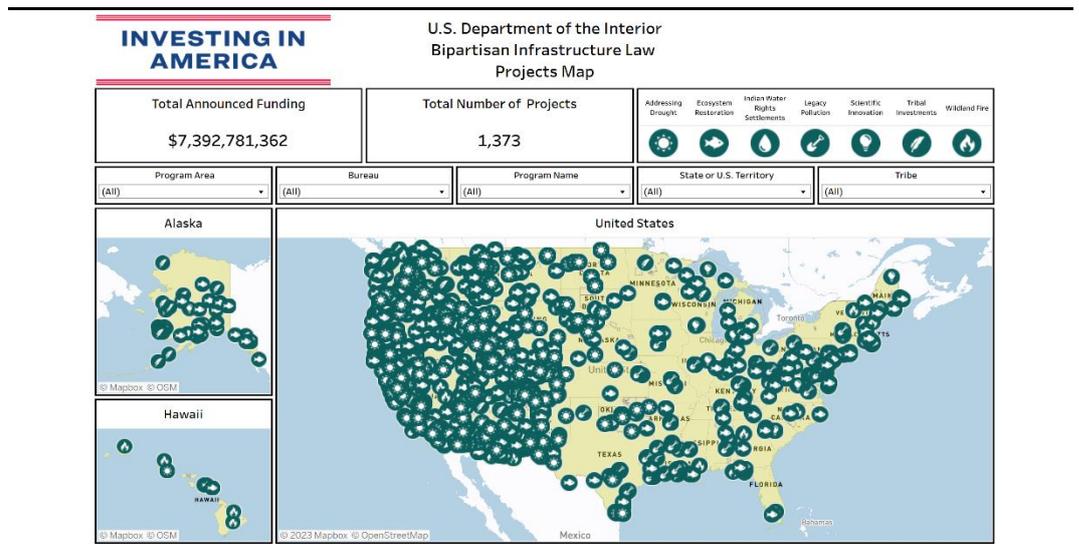
数据来源：BLS，东吴证券研究所

图8：美国制造业建筑支出大幅上升



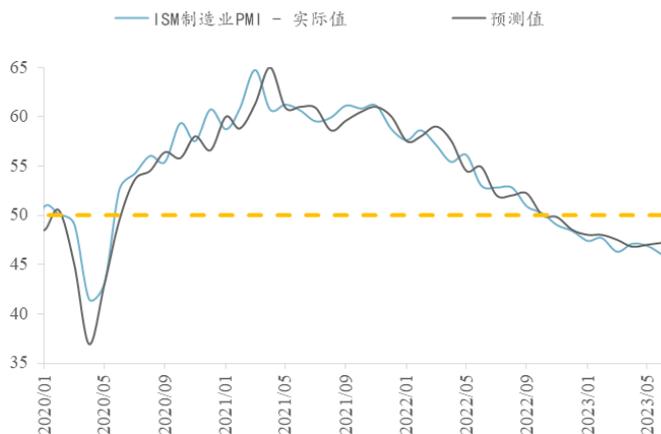
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：美国两党基建设施法案相关项目



数据来源：Tableau Public，东吴证券研究所

图10: ISM 制造业 PMI 在 2023 年 6 月出现最近三年以来最严重下滑



数据来源: Investing.com, 东吴证券研究所

图11: ISM 新订单连续 10 个月处在 50 荣枯线以下

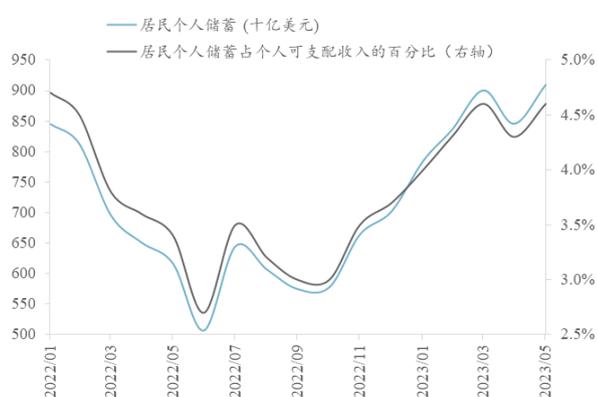


数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

3. 最大的风险是充裕的流动性可能回落

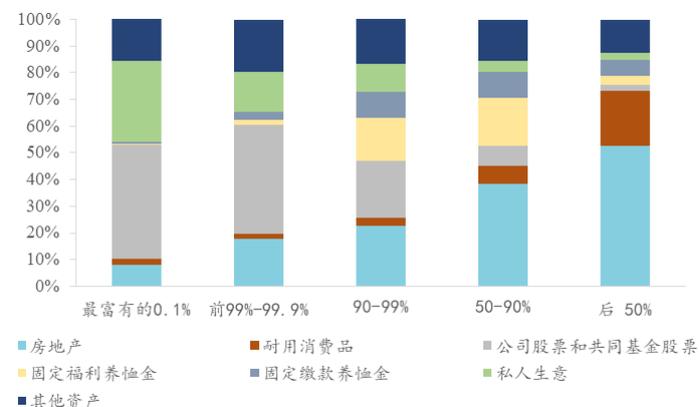
我们认为使目前的美股市场表现较好的另一个重要因素是充裕的流动性。第一, 尽管 QT 正在展开, 但美国银行准备金依然保持在 3.2 万亿美元以上, 因为 QT 主要消耗了逆回购市场中的资金, 从而没有对经济造成显著影响, 充足的准备金也促进了银行的放贷行为。第二, 大量的居民储蓄转化为了资产, 而过去一段时间以来的资产价格上涨使得居民购买力不断上升。尤其是疫情以来美国房价的大幅上涨对财富较低的有房家庭产生了更大程度的利好, 而这类家庭一般有更高的边际消费倾向。财富效应也给居民家庭提供了更高的住房贷款再融资的动力。美联储数据显示, 2023 年一季度, 家庭财富的增长超过了 30 亿美元, 如果考虑到没有被统计的数字货币资产, 那么增长将会更高。有市场观点认为过剩的财富增长可能会继续为经济活动和股票市场提供支撑。同时为市场注入流动性的还有美联储在硅谷银行倒闭后设立的银行定期融资计划(BTFP)等工具。RRP 余额下降至 2 万亿美元以下, 也意味着流动性注入市场。

图12: 美国居民个人储蓄上升



数据来源: FRED, 东吴证券研究所

图13: 美国不同财富阶层的资产构成



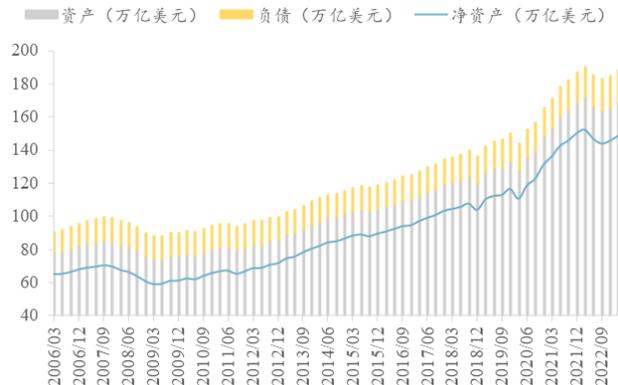
数据来源: federalreserve.gov, 东吴证券研究所

图14: 居民房地产资产净值



数据来源: FRED, 东吴证券研究所

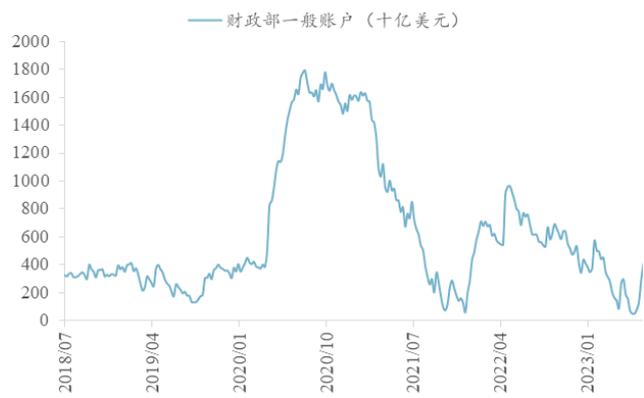
图15: 美国居民家庭和非盈利机构资产净值 (截至 2023 年一季度)



数据来源: federalreserve.gov, 东吴证券研究所

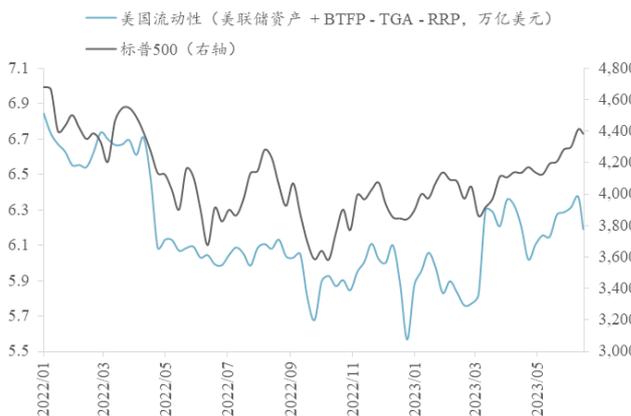
但我们也需要注意到, 每月 950 亿美元的 QT 步伐正在加快, 并且随着债务上限法案的签署, 财政部需要通过发行债券来补充其在美联储的支票账户 TGA, 从而支撑联邦债务偿还, 这也将削弱市场的流动性。BTFP 和 RRP 的总计未偿余额在 2023 年 3 月达到了 1680 亿美元的峰值, 目前也已回落至 1060 亿美元左右。如果我们用美联储资产 + BTFP 释放资金 - TGA 吸收资金 - RRP 余额的方式来计算美国市场流动性, 就能发现 RRP 和 BTFP 增加的流动性完全不足以抵消被 TGA 和 QT 吸收的流动性。从这一指标与标普 500 历史走势的关系来看, 支撑美股上行的动力预计即将减弱。

图16: 财政部需要补充其在美联储的支票账户 TGA



数据来源: FRED, 东吴证券研究所

图17: RRP 和 BTFP 增加的流动性不足以抵消被 TGA 和 QT 吸收的流动性



数据来源: Bloomberg, FT, 东吴证券研究所

从情绪面来看, 自硅谷银行危机平息后, 市场对经济软着陆的乐观预期有所上升。2023 年 5 月起美债短端利率开始上行, 目前长端利率也开始上行, 说明市场认为利率将

在长期内保持高位。与此同时，短期隐含通胀预期有所下降，说明美联储加息成功推动实际利率上升，而长端实际利率的上行代表了长期通胀预期的下降，这些趋势似乎说明，市场对经济的预期非常乐观，认为未来将是低通胀且不陷入衰退的经济环境。我们认为，结合以上讨论的几点变量，目前的市场预期可能过于乐观。从美股表现的分化来看，如果不考虑科技巨头的权重影响，今年上半年以来标普 500 等权重指数涨幅其实并不明显，从估值的上涨也可以看出，涨幅几乎完全由七只科技巨头贡献，而其他股票估值呈下挫趋势。从历史数据来看，科技巨头和其他股票的估值走势不会长期脱钩，美国银行 2023 年 6 月调查显示，相较于 5 月，全球基金经理对于科技泡沫的担忧开始浮现。

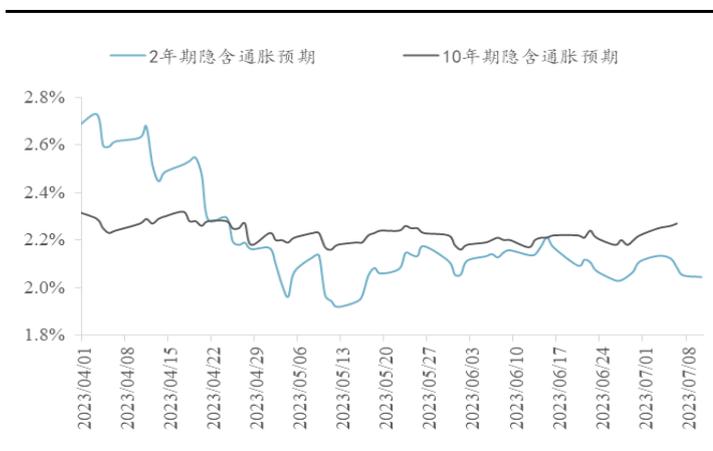
目前来看，在多个风险中，利率的持续上行是较为确定的因素，前期累积的流动性的回落也较为清晰，存在最大不确定性的是我们目前观察到的经济活动的韧性是否能为公司盈利提供动力。我们认为 2023 年下半年，对于美股市场的关注应着重在公司盈利是否能够抵消估值的下跌。

图18: 自硅谷银行危机平息后投资者情绪大幅提振



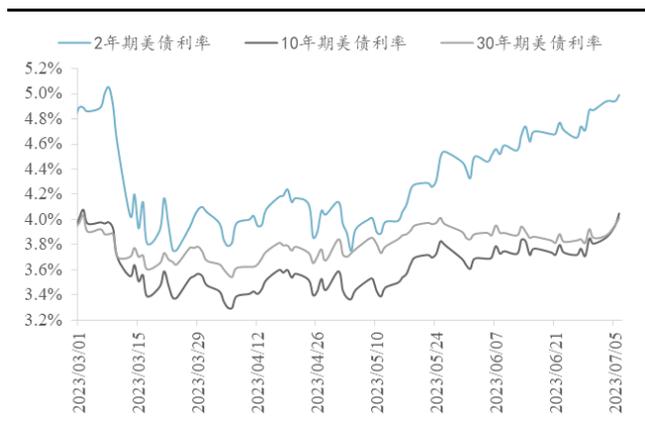
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图20: 长端实际利率的上行代表了长期通胀预期的下降



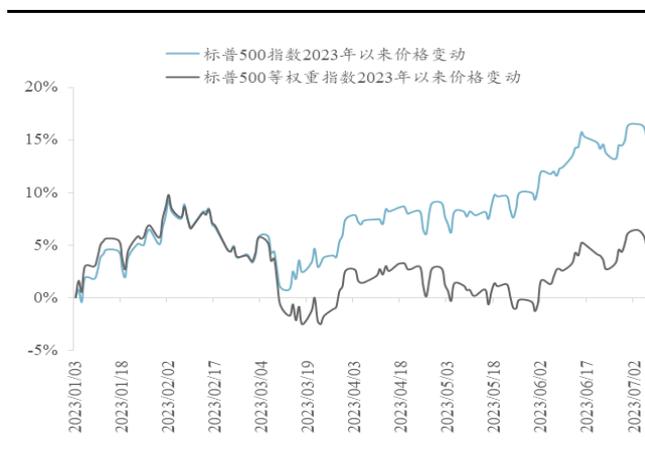
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图19: 目前长端利率也开始上行，市场认为利率将在长期内保持高位



数据来源: FRED, 东吴证券研究所

图21: 2023 年初以来标普 500 等权重指数涨幅远低于受科技巨头权重影响的标普 500



数据来源: S&P, 东吴证券研究所

图22: 标普 500 估值涨幅几乎完全由七只科技巨头贡献



Big 7 = Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta, Tesla and Alphabet

数据来源: Bloomberg, FT 东吴证券研究所

图23: 苹果市值已超过罗素 2000



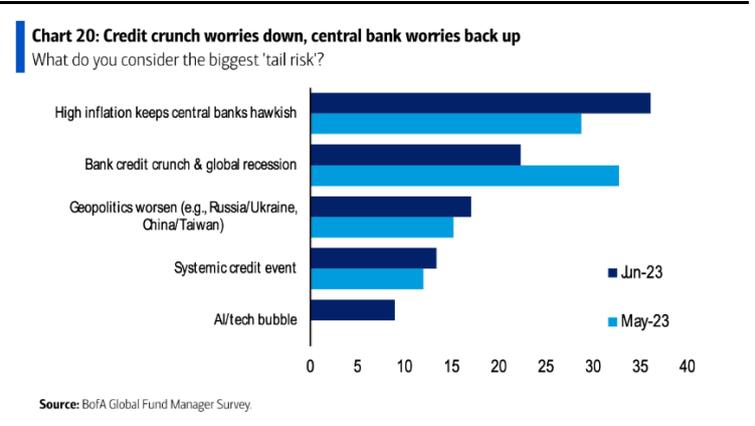
数据来源: 东吴证券研究所

图24: 标普 500 收入还没有明显下滑



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图25: 2023 年 6 月全球基金经理对于科技泡沫的担忧开始浮现



数据来源: BofA Global Fund Manager Survey 东吴证券研究所

4. 风险提示

- 美联储 7 月后继续加息;
- 美国制造业活动持续放缓, 软着陆可能性降低;
- 流动性快速收紧, 支撑美股上行的动力减弱;
- 科技股估值泡沫可能破灭。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>