

# 疫情以来的美股走势和风格轮动

分析师

分析师：王一棠

邮箱：wangyt3@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521080003

## 投资要点：

**一、大规模的货币政策和财政刺激支撑 2020 年 3 月底以来的美股反弹。**自新冠疫情爆发以来，美股市场在经历 2020 年 2-3 月的短时大幅下跌后，2020 年 3 月底至今美股大致走出一轮明显的反弹行情（除 2020 年 9 月-10 月的回调和高波动期以外）。促使美股在一年半左右时间经历短时大幅反弹的主要因素是美联储较大幅度的货币流动性释放以及美国政府出台的大规模财政刺激。

**二、在 2020 年 3 月底至今的美股反弹中，基本出现了三轮行业风格的轮动。**2020 年 3 月底至 2020 年 8 月，这一时期非必需消费行业 and 信息技术行业反弹幅度最大。期间信息技术行业的上涨主要是受益于疫情导致的居家远程办公的刺激，以及科技企业相对其他大多数行业受疫情冲击较小。而非必需消费行业的上涨主要是由于 2020 年 4 月中旬之后，市场对于美国多地表示要开始逐步循序渐进地分批重启经济的乐观预期。2020 年 9 月-2021 年 5 月，这一时期美股呈现出价值板块和周期板块的表现大幅好于成长板块和防御板块的形势。期间美股金融板块上涨明显的时间主要是从 2020 年 11 月开始，由于疫苗研发不断取得突破，且美国经济复苏进程在不断推进，市场预期美国当地银行的预期贷款损失和收益率将出现改善；另外，2020 年 12 月美联储公布的美国银行业在 2020 年第二轮压力测试中表现良好，利于美国银行业重启股票回购。期间美股中能源和材料的上涨主要受益于货币宽松以及经济复苏、通胀和需求上升等因素推动的商品价格的上涨。2021 年 6 月-2021 年 8 月，美股涨幅最大的板块为信息技术和医疗行业，主要是由于美国新冠疫情病例出现变种和激增。

**三、美股大盘在未来一个阶段或迎来涨幅阶段性放缓的时期。**若美联储考虑实施缩减购债的态度进一步加强，或一定程度上影响美股持续较快上涨的动能。从美股涨幅来看，美股在新一轮经济周期的初期阶段就在较短的时间内完成了较大幅度的上涨。从估值来看，美股大盘估值现阶段并没有非常明显的优势。

**四、美股多数行业或迎来涨幅阶段性放缓的时期。**从美股不同行业的估值来看，美股大部分行业仍处于近五年估值的偏高位置。另外，从 2020 年 2-3 月下跌之后至今标普 500 不同行业涨幅和上一轮牛市涨幅的比重来看，美股较多行业在去年 3 月下跌之后至今累计的涨幅已超过上一轮长达十年以上牛市涨幅的 20%。从现阶段的估值和涨幅来看，美股多数行业在未来一个阶段或迎来涨幅阶段性放缓的时期。此外，值得注意的是，由于近期美联储多次提出关于缩减购债的讨论，以标普 500 材料行业等为代表的美国周期股上涨动能或将会一定程度上受到影响。

**风险提示：**1) 美联储货币政策超预期；2) 经济增长不及预期；3) 全球地缘政治风险的加剧；4) 海外疫情控制不及预期；5) 全球黑天鹅事件。

## 正文目录

1. 2020年3月底以后的美股反弹以及经历的三次行业轮动 .....	3
1.1. 货币政策和财政刺激支撑2020年3月底以来的美股反弹 .....	3
1.2. 2020年3月底至今美股行业风格经历的三次轮动 .....	5
2. 影响未来一个阶段美股大盘和行业走势的重要因素 .....	8
2.1. 货币政策转向预期等因素或使美股大盘阶段性涨幅放缓 .....	8
2.2. 美股多数行业或迎来涨幅阶段性放缓的时期 .....	9
3. 风险提示 .....	11

## 图表目录

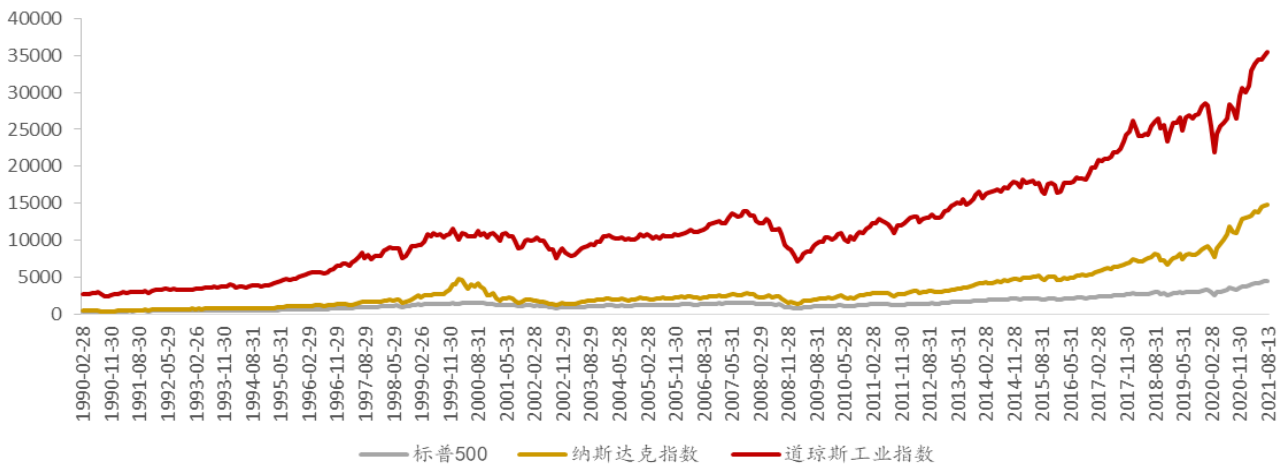
图1 美股三大指数走势 .....	3
图2 2020年3月-2020年8月标普500各行业涨跌幅（统计时间为2020年3月23日至2020年8月31日） .....	6
图3 2020年9月-2021年5月标普500各行业涨跌幅（%）（统计时间为2020年9月1日至2021年5月31日） ..	7
图4 美国GDP环比增速（%） .....	7
图5 CRB商品指数走势 .....	7
图6 2021年6月-2021年8月标普500各行业涨跌幅（%）（统计时间为2021年6月1日至2021年8月16日） ..	8
图7 十年期美债收益率（%） .....	8
图8 美国新增感染新冠疫情人数 .....	8
图9 美股三大指数PE .....	9
图10 标普500不同行业的PE .....	10
图11 2020年3月至今标普500不同行业涨幅和2009年3月至2020年2月这轮牛市涨幅的比重 .....	10
表1 新冠疫情以来美联储出台的主要货币政策 .....	3
表2 新冠疫情以来美国出台的主要财政政策 .....	5

## 1. 2020 年 3 月底以后的美股反弹以及经历的三次行业轮动

### 1.1. 货币政策和财政刺激支撑 2020 年 3 月底以来的美股反弹

自新冠疫情爆发以来，美股市场在经历 2020 年 2-3 月的短时大幅下跌后，自 2020 年 3 月底至今美股大致走出一轮明显的反弹行情（除 2020 年 9 月-10 月的回调和高波动期以外）。促使美股在一年半左右时间经历大幅反弹的主要因素是美联储较大幅度的货币流动性释放以及美国政府多次出台的大规模财政刺激。

图 1 美股三大指数走势



资料来源：Wind，华西证券研究所

面对去年 2-3 月疫情激化导致的下跌行情，美联储迅速释放了规模空前的货币流动性，推出的“零利率+无限制 QE”的政策组合大幅提振美股市场走势。仅 2020 年 3 月，美联储就降息了两次，将美国利率降至了历史新低水平。自 2020 年 3 月开始，美联储开始推出一系列大规模资产购买计划。自 2020 年 6 月起，美联储维持每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 的购买。在超过一年半时间里，美联储所不断释放的货币流动性给美股市场带来了较大的反弹支撑。

表 1 新冠疫情以来美联储出台的主要货币政策

时间	美联储货币政策
2020 年 3 月 3 日	美联储提前 2 周召开会议，美联储宣布降息 50 个基点，将基准利率下调至 1.00%-1.25%。将超额准备金率（IOER）下调 50 个基点至 1.1%。
2020 年 3 月 15 日	美联储宣布将基准利率下调至 0%-0.25%，并且将推出 7000 亿美元大规模的量化宽松计划，并在未来几个月至少增加 5000 亿美元回购和 2000 亿美元的抵押支持债券持仓。
2020 年 3 月 17 日	美联储宣布恢复商业票据融资机制，为 2008 年金融危机以来美联储第一次动用该项工具。美联储可以绕过银行直接向美国企业放贷。
2020 年 3 月 19 日	美联储宣布推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF），以加强货币市场的流动性。

2020年3月20日	美联储宣布将分别向澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、新加坡和瑞典央行投放600亿美元流动性，向挪威、新西兰和丹麦央行分别投放300亿美元流动性；这些美元的流动性的投放至少将会持续六个月的时间。
2020年3月23日	美联储宣布本周将资产购买计划拓展为每天1250亿美元，分别为750亿美元国债和500亿美元MBS。
2020年3月31日	美联储宣布建立针对外国和国际货币当局的临时回购协议工具（FIMA 回购工具），以帮助金融市场的平稳运转。
2020年4月9日	美联储宣布推出2.3万亿美元信贷计划以此来提振美国经济，用于援助中小企业和地方政府对疫情造成的冲击。
2020年6月8日	美联储宣布扩大“主街贷款计划”，加强对中小型企业的支持。
2020年6月10日	根据美联储联邦公开市场委员会（FOMC）周三的货币政策决议，美联储将实施每月800亿美元国债和400亿美元MBS的购买。
2020年6月16日	美联储宣布将通过二级市场企业信贷工具（SMCCF）购买公司债，进一步支持市场流动性。
2020年6月29日	美联储宣布正式启动5000亿美元的贷款计划，帮助大型企业发行新债。
2020年8月27日	为了支持劳动力市场和经济在新冠疫情后复苏，美联储采取“平均通胀目标制”，允许通胀率适度高于2%。
2021年5月20日	美联储公布了2021年4月议息会议纪要显示，美国通胀上行引发缩减购债的讨论。
2021年6月16日	美联储将美国的超额准备金利率（IOER）从0.1%调整至0.15%；将隔夜逆回购利率由0%调整至0.05%。另外，美联储最新公布的点阵图显示美联储将在2023年底前加息两次。
2021年7月28日	维持联邦基金目标利率在0-0.25%不变。资产购买方面，美联储维持800亿国债和400亿MBS的购买。美联储宣布新增两项隔夜回购工具，常备回购便利（SRF）和外国央行回购便利（FIMA Repo），以应对美联储货币政策转向时，可能出现的在岸与离岸美元市场融资紧张的局面。美联储表示就缩减QE已经进行了广泛讨论；美联储表示目前不会考虑加息。

资料来源：美联储，Wind，华西证券研究所

另一方面，一系列大规模财政政策的出台为美股市场提供了较好的支撑。特朗普签署的2.2万亿美元《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》、2.3万亿美元的《新冠肺炎疫情救助法案》以及拜登签署的1.9万亿美元规模的《美国救援计划》直接提振了美股市场。此外，拜登执政之后，拜登政府提出的《美国就业计划》以及《美国家庭计划》等较大幅度地提振了美股的市场信心和预期。

表 2 新冠疫情以来美国出台的主要财政政策

时间	美国财政政策
2020 年 3 月 6 日	美国总统特朗普签署了 83 亿美元的《冠状病毒准备和响应补充拨款法》，用于疫苗研发和帮助州和地方政府应对疫情。
2020 年 3 月 18 日	美国总统特朗普签署了总额为 1040 亿美元的《家庭优先冠状病毒应对法》，用于援助新冠疫情给个人带来的经济损失。
2020 年 3 月 27 日	美国总统特朗普签署了《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》，总额达到 2.2 万亿美元。
2020 年 4 月 23 日	美国总统特朗普签署了总额为 4840 亿美元的《薪资保护计划和医疗保健增强法》。
2020 年 12 月 27 日	美国总统特朗普签署了 2.3 万亿美元的《新冠肺炎疫情救助法案》，其中包括 9000 亿美元的第二轮经济纾困计划和 1.4 万亿美元的政府支出预算案。
2021 年 3 月 11 日	美国总统拜登签署了 1.9 万亿美元规模的《美国救援计划》，该计划内容包括将每周失业救济金增加 300 美元，扩大失业救济的对应范围，并且将时间期限延长至今年 9 月 6 日；为州以及地方政府提供约 3500 亿美元的资金支持；提供约 1700 亿美元帮助学校重新开放等。
2021 年 4 月 28 日	美国总统拜登公布了针对儿童、学生和家庭等方面的 1.8 万亿美元的《美国家庭计划》。将有约 1.5 万亿将通过提高额外税收而抵免，另有 3030 亿美元由国家财政收入抵消。
2021 年 3 月 31 日	美国总统拜登公布了 2.3 万亿美元的《美国就业计划》。该项计划主要包括了大约 1.36 万亿美元的基建项目、5800 亿美元的制造业支持以及 4000 亿美元的护理服务。
2021 年 8 月 10 日	美国参议院通过了 1 万亿美元的基建法案，这将是美国几十年来公共工程支出的最大增幅，该基建计划包含了在 5 年内新增约 5500 亿美元投资。此外，美国参议院宣布了一份 3.5 万亿美元的财政预算议案，该议案基本为此前提出的 2.3 万亿美元的美国就业计划以及 1.8 万亿美元的美国家庭计划的主要内容（扣除 5500 亿美元基建部分）。

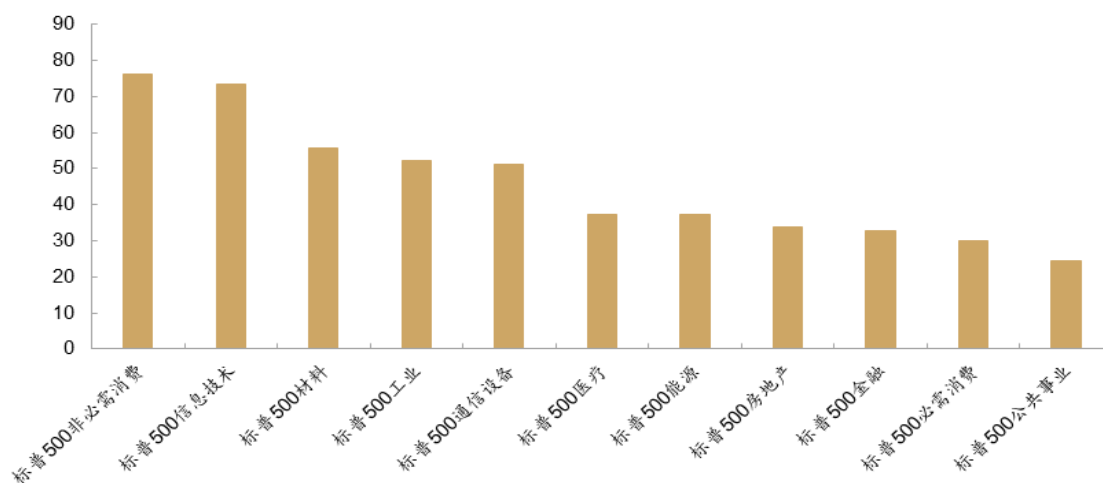
资料来源：White House, Wind, 华西证券研究所

## 1.2. 2020 年 3 月底至今美股行业风格经历的三次轮动

在 2020 年 3 月底至今的美股反弹中，基本出现了三轮风格轮动。在 2020 年 3 月底至 2020 年 8 月，这一时期非必需消费行业 and 信息技术行业反弹幅度最大。标普 500 非必需消费、标普 500 信息技术、标普 500 材料、标普 500 通信设备、标普 500 工业、标普 500 医疗、标普 500 金融、标普 500 必需消费、标普 500 能源、标普 500 房地产、标普 500 公共事业分别上涨 76.27%、73.55%、55.69%、52.1%、51.15%、37.45%、37.42%、33.71%、32.91%、30.07% 和 24.48%。其中，标普 500 非必需消费和标普 500 信息技术的反弹幅度均超过 70%。期间信息技术行业的上涨主要是受益于疫情导致的居家远程办公的刺激，以及科技企业相对其他大多数行业受疫情冲击较小。而非必需消费行业的上涨主要是由于 2020

年 4 月中旬之后，市场对于美国多地表示要开始逐步循序渐进地分批重启经济的乐观预期。

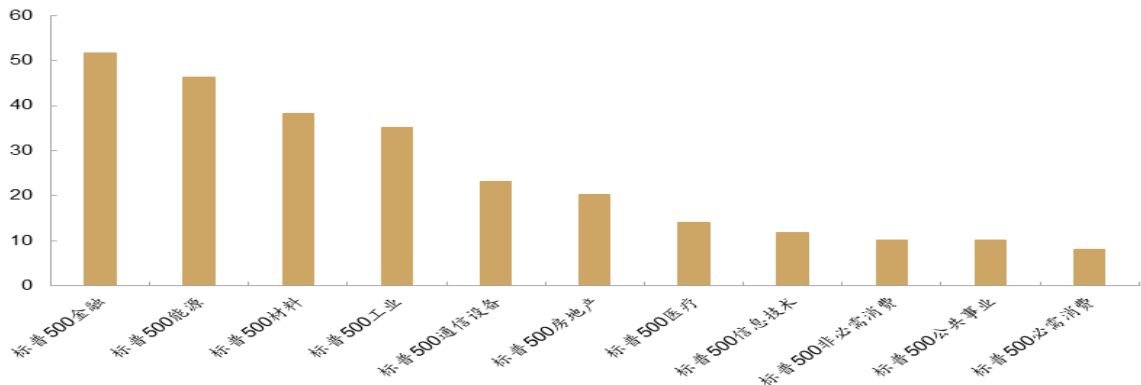
图 2 2020 年 3 月-2020 年 8 月标普 500 各行业涨跌幅（统计时间为 2020 年 3 月 23 日至 2020 年 8 月 31 日）



资料来源：Wind，华西证券研究所

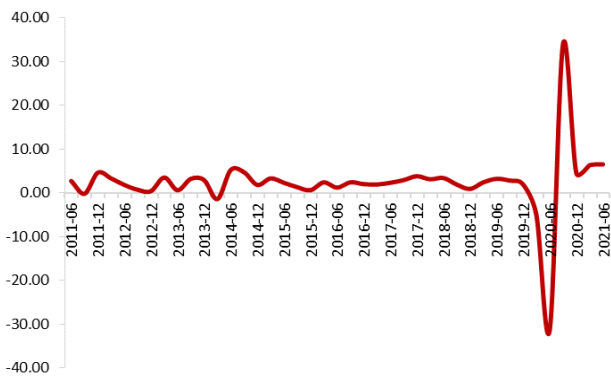
2020 年 9 月-2021 年 5 月，这一时期美股呈现出价值板块和周期板块的表现大幅好于成长板块和防御板块的形势。标普 500 金融、标普 500 能源、标普 500 材料、标普 500 工业、标普 500 通信设备、标普 500 房地产、标普 500 医疗、标普 500 信息技术、标普 500 非必需消费、标普 500 公共事业和标普 500 必需消费分别上涨 51.64%、46.27%、38.32%、35.08%、23.12%、20.22%、14.09%、11.73%、10.06%、10.06%和 8.03%。其中，以标普 500 金融为代表的价值板块，和以标普 500 能源、标普 500 材料为代表的周期板块涨幅最大。期间美股金融板块上涨较为明显的时间主要是从 2020 年 11 月开始，上涨的利好因素主要是由于疫苗研发不断取得突破，且美国经济复苏进程在不断推进，市场预期美国当地银行的预期贷款损失和收益率将出现改善；另外，2020 年 12 月美联储公布的美国银行业在 2020 年第二轮压力测试中表现良好，利于美国银行业重启股票回购。期间美股中能源和材料行业的上涨主要受益于货币宽松以及经济复苏、通胀和需求上升等因素推动的能源、金属、化工等商品价格的上涨。

图3 2020年9月-2021年5月标普500各行业涨跌幅(%) (统计时间为2020年9月1日至2021年5月31日)



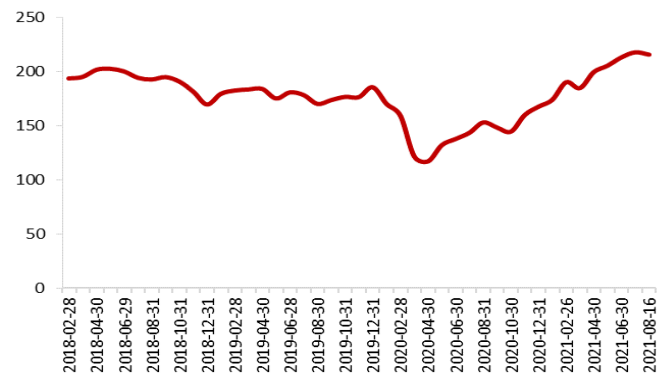
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 美国GDP环比增速(%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

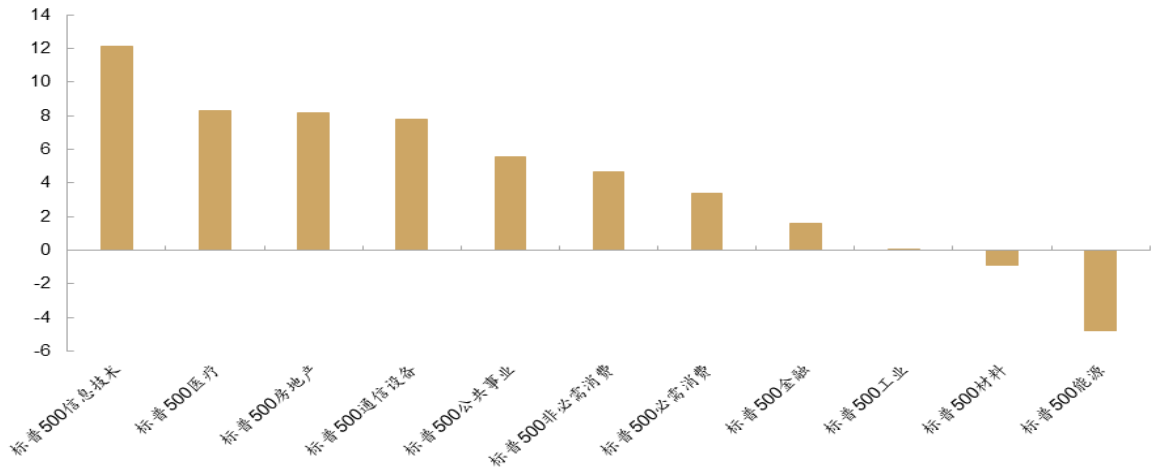
图5 CRB商品指数走势



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2021年6月至8月中旬, 美股涨幅最大的板块为信息技术行业和医疗行业。期间标普500信息技术和标普500医疗分别上涨12.59%和9.55%。这一阶段信息技术和医疗行业的上涨主要是由于美国疫情受新一轮变种病毒的影响, 美国新冠疫情病例再次出现激增。疫苗研发和接种的持续推进较大程度上提振了美国抗疫概念板块的上涨, 因此这一时期以抗疫板块为代表的美国医疗股出现了明显上涨。另外, 疫情激增的环境下, 科技企业相对受影响较小, 资金在这段时间流入信息技术板块的意愿进一步上升; 今年5月底以后, 美债收益率的下滑也一定程度减少科技股所受到的压力。

图6 2021年6月-2021年8月标普500各行业涨跌幅(%) (统计时间为2021年6月1日至2021年8月16日)



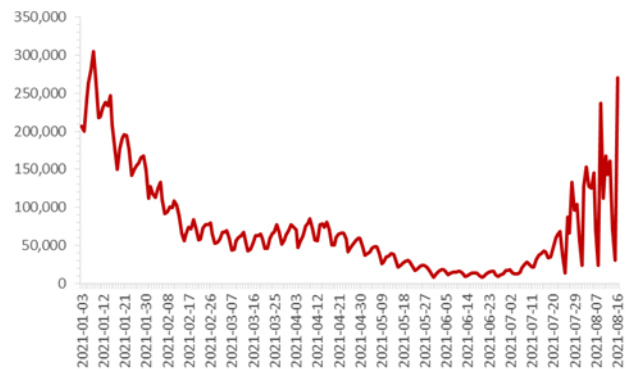
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图7 十年期美债收益率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图8 美国新增感染新冠疫情人数



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 2. 影响未来一个阶段美股大盘和行业走势的重要因素

### 2.1. 货币政策转向预期等因素或使美股大盘阶段性涨幅放缓

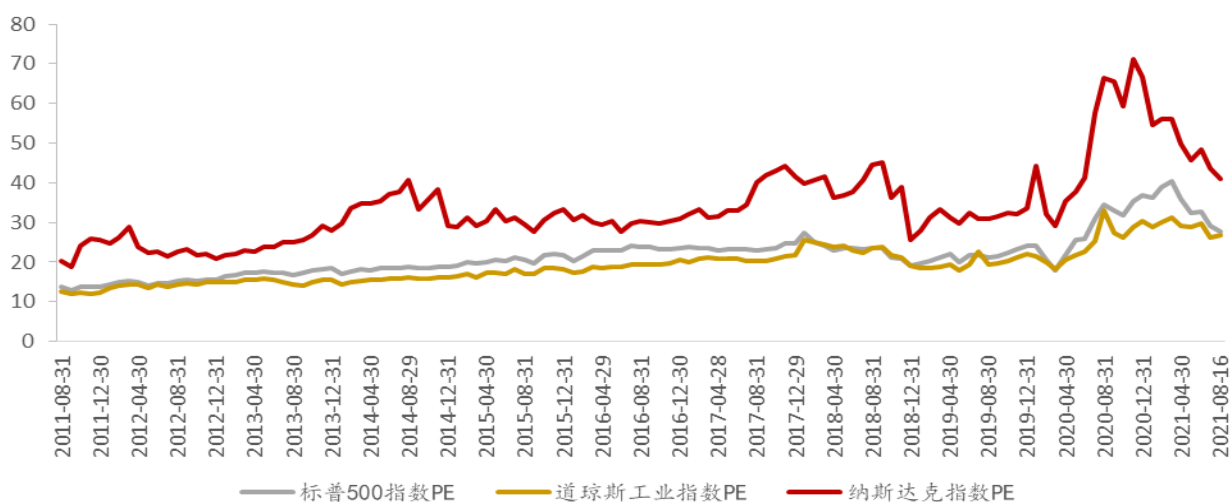
货币政策、财政刺激计划以及疫情发展仍然是影响未来一个阶段美股走势的关键因素。从货币政策来看,虽然现阶段美国经济恢复进程以及疫情变种和反弹情况使得美联储短期内无法达到实施加息的条件,但是其他一部分货币政策逐步趋于边际收紧的可能性仍然存在。美联储自今年二季度就已经开始提出关于削减购债的构想,且今年7月以来美联储多位发言人多次提及有关削减购债的讨论。若疫情达到高峰后出现缓解,美联储逐步开始减少购债的可能性或将会进一步上升。若美联储开始实施货币政策边际紧缩的态度进一步加



强，或一定程度上影响美股持续较快上涨的动能。从财政政策来看，大规模的财政刺激是否会在美国政府后续的讨论中被一定程度上削减也是影响美股是否能维持较快上涨态势的其他因素。

从美股涨幅来看，美股在新一轮经济周期的初期阶段就在较短的时间内完成了较大幅度的上涨。标普 500 指数从 2020 年 3 月 23 日最低的 2191.86 点上涨至 2021 年 8 月 16 日的 4479.71 点，在大约一年半左右的较短时间里上涨了 104.38%。对比之前一轮牛市而言，标普 500 指数从 2009 年 3 月 6 日的最低 666.79 点开始上涨，上涨至 2021 年 2 月 19 日的最高 3393.52 点，上涨了 408.93%。美股在这次新一轮上涨周期中用一年半左右的时间就已经完成了上一轮长达 11 年以上牛市总体涨幅的四分之一，并且为二战以来最快的牛市反弹。对比次贷危机之后的美股第一阶段的反弹，标普 500 指数从 2009 年 3 月 6 日的最低 666.79 点开始上涨，到 2011 年 5 月 2 日，标普 500 指数最高上涨至 1370.58 点，在大约两年的时间标普 500 指数上涨 105.55%；由于短时涨幅过大，而后又受欧债危机影响，之后出现了回调，到 2011 年 10 月 4 日，最低跌至 1074.77 点，跌幅达到 21.58%。而在 2010 年 11 月至 2011 年 6 月，美联储开启了第二轮 QE，仍未能阻止美股的回调。从估值来看，截至 2021 年 8 月 16 日，标普 500 指数、道琼斯工业指数和纳斯达克指数的 PE 分别为 27.65、26.78 和 41.12，分别占近十年历史分位点的 89.17%、81.67% 和 91.67%，美股大盘估值现阶段并没有太大优势。从目前美股的涨幅、估值以及美联储的货币政策的趋势等因素来看，不排除美股在未来一个阶段或迎来涨幅阶段性放缓的时期。

图 9 美股三大指数 PE



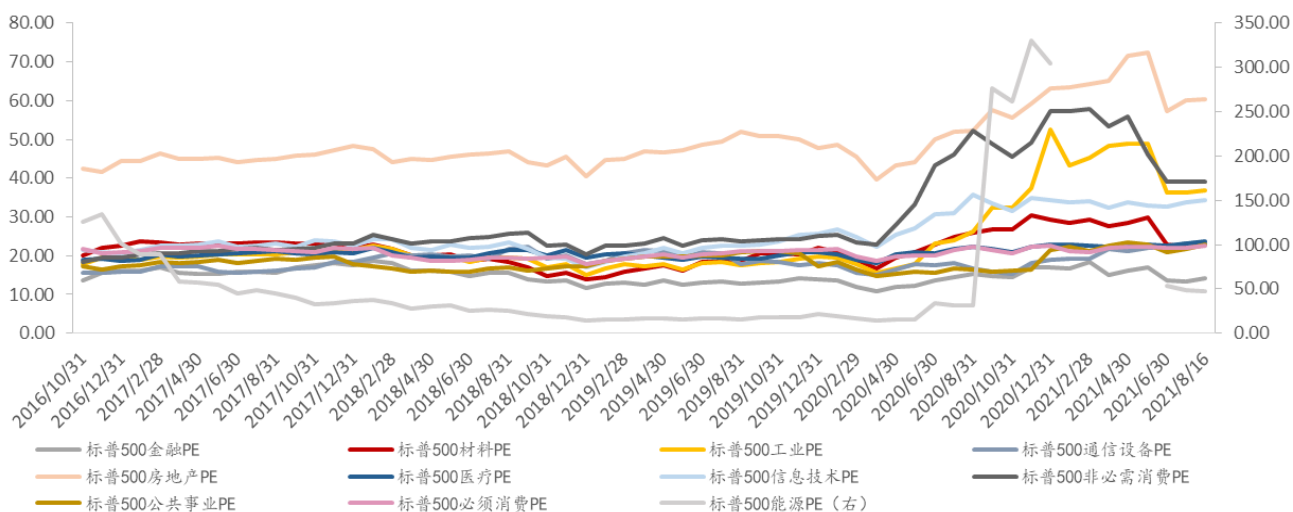
资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2.2. 美股多数行业或迎来涨幅阶段性放缓的时期

从美股不同行业的估值来看，美股大部分行业仍处于近五年估值的偏高位置。截至 2021 年 8 月 16 日，标普 500 金融、标普 500 能源、标普 500 材料、标普 500 工业、标普 500 通信设备、标普 500 房地产、标普 500 医疗、标普 500 信息技术、标普 500 非必需消费、标普 500 公共事业、标普 500 必须消费的 PE 分别为 14.21、47.98、22.94、36.94、

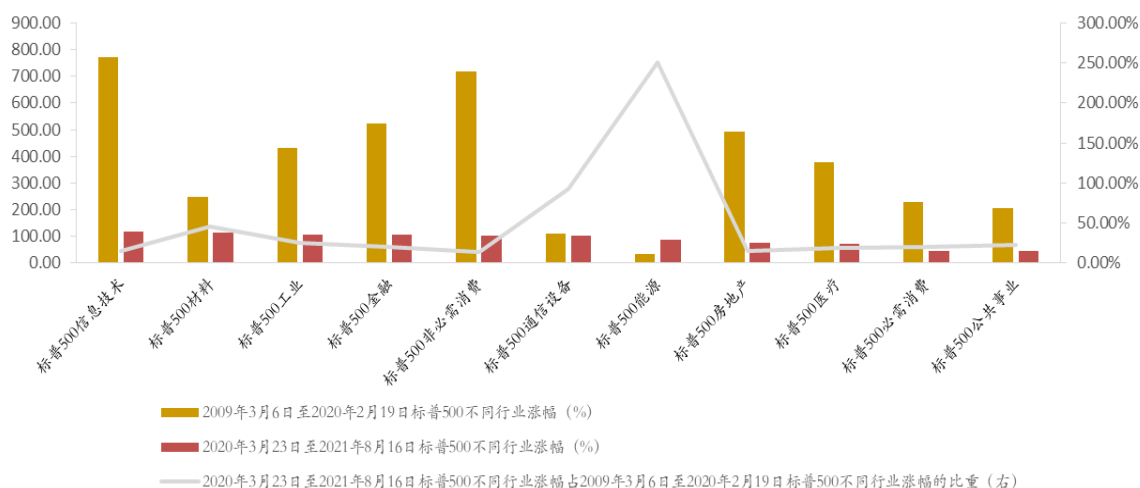
23.41、60.35、23.66、34.27、39.19、22.79 和 22.5。虽然美股大多数行业的 PE 比去年经济衰退时期有明显下降，因为美国多数企业利润较去年有明显提升，但由于去年 3 月底以来美股大多数行业涨幅过大，现阶段美股大多数行业仍然没有非常明显的估值优势。另外，从 2020 年 2-3 月下跌之后至今标普 500 不同行业涨幅和上一轮牛市涨幅的比重来看，美股较多行业去年 3 月下跌之后至今累计的涨幅已超过上一轮牛市的 20%。从现阶段的估值和涨幅来看，美股多数行业在未来一个阶段或迎来涨幅阶段性放缓的时期。此外，值得注意的是，由于近期美联储多次提出关于缩减的讨论，以标普 500 材料行业等为代表的美国周期股上涨动能或将会一定程度上受到影响。

图 10 标普 500 不同行业的 PE



资料来源：Bloomberg，华西证券

图 11 2020 年 3 月至今标普 500 不同行业涨幅和 2009 年 3 月至 2020 年 2 月这轮牛市涨幅的比重



资料来源：Wind，华西证券

### 3. 风险提示

1) 美联储货币政策超预期；2) 经济增长不及预期；3) 全球地缘政治风险的加剧；4) 海外疫情控制不及预期；5) 全球黑天鹅事件。

### 分析师简介

王一棠：海外策略研究高级分析师，伦敦大学学院（UCL）硕士，曾任川财证券研究所海外高级分析师以及海外团队负责人，2021年8月加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。