



# 北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

# 金融前沿对话

2020 年第 25 期 总第 72 期



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院  
院长：海闻  
执行院长：巴曙松  
秘书长：本力  
编辑：唐小丽（执行） 曹明明 方垚豪 朱伟豪

## 北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院 (The HSBC Financial Research Institute at Peking University, 缩写 HFRI) 成立于 2008 年 12 月, 研究院接受汇丰银行慈善基金会资助, 致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动; 立足粤港澳大湾区, 以全球视野, 构建开放的金融专业交流平台, 使金融教学与金融研究相互带动, 通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式, 为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持, 努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授, 执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

## 美国宏观和美股市场分析

### 【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

### 【特邀嘉宾】

陈凯丰（美国汇盛金融公司首席经济学家）

### 一、美国宏观经济走势

目前，美国经济已经正式进入衰退期。美国国民经济研究局（NBER）认为，美国经济从 2020 年 2 月份开始就已进入衰退。对于 2020 年二季度 GDP 增长率的预估，亚特兰大联储认为年化下滑 50%；其他国际投行乐观一点的预测是下跌 30%~50%。美国二季度宏观经济数据将会很差，这是比较明确的。

宏观经济和股市表现之间的关系非常复杂，美股是对未来的定价，而不是对当前信息的定价。目前美股的定价是基于从第三季度开始的对美国强劲复苏的预期，因此，我认为不能因为当下经济数据差，就认为美股大涨不合理。实际上，我们看到，2020 年 5 月的就业数据是增长 250 万人。这是相对可靠的数据，因为美国的体制一定程度上避免了统计局为了政府利益来造假。美国 ADP 公司专门处理私营企业的工资发放，企业可以委托他们来承担人力资源相关服务。周四

的 ADP 数据显示美国私营企业雇佣量已经迅速上升，与劳工统计局公布的数据互相印证。另一方面，加拿大的数据也可以证实美国就业正在复苏。加拿大和美国经济高度依赖、高度相关，加拿大的经济规模类似于美国一个州。2020 年 5 月，加拿大就业增加了 30 万人，而之前的预期是减少 50 万人。这个数据可证实美国和加拿大两大经济体的就业复苏在同步进行。

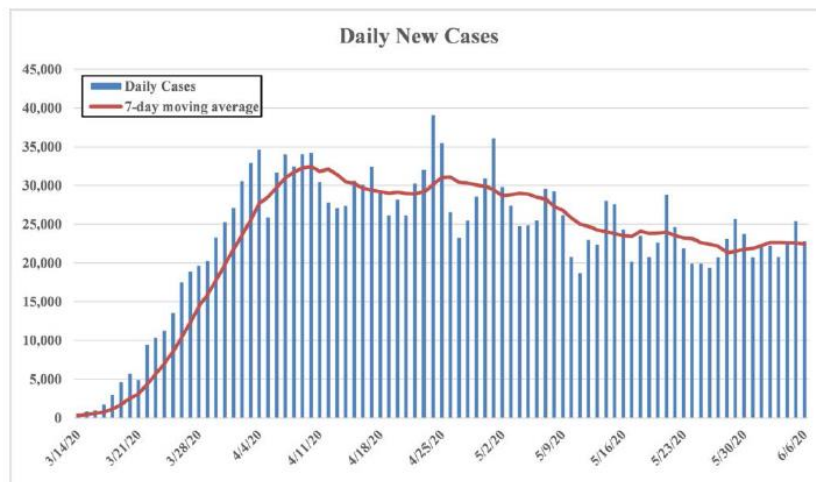


图 1：目前美国的新冠病毒确诊人数在缓慢下降

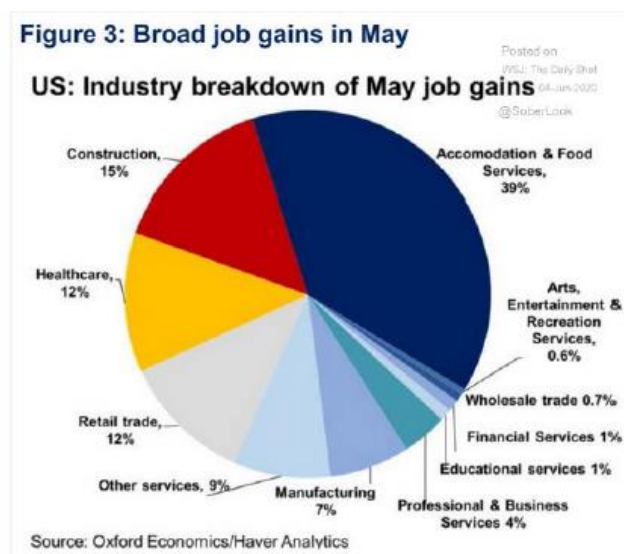


图 2：美国 5 月份新增就业的行业分布

从其他数据也可以看到，从 2020 年 6 月份开始，美国新增就业的人数在飞速上升，成为推动美股不断上涨的核心动力。大家对未来的基本面持续看好，预计到 2020 年年底，美国就业可能会恢复到疫情之前的水平。2020 年 5 月，美国新增就业中服务业占比 39%，建筑行业占 15%，零售业占 12%，制造业占 7%，经济复苏已经反映在就业数据中了。

回到美股的讨论中，美股其实不能完全代表美国经济。美股本质上代表了全球最优秀的企业，标普 500 总回报的一半来自欧洲、日本和新兴市场国家，美国本土盈利只占一半。因此美国经济复苏对大企业的盈利增长的帮助最大，标普 500 指数的涨幅有可能远超美国经济自身的增长情况。

美联储本次流动性释放的规模比较大，但并不代表通胀会上涨。美国的酒店和办公楼价格在暴跌，跌幅约 30%，住宅跌幅约 10%，可见美联储的流动性注入并没有导致美国房地产市场上涨。从广义上看，美国 4 月份的 CPI 是 -0.8%，实际上出现了通货紧缩，这是美联储大规模释放流动性的基础。美元汇率的上涨，以及沙特和俄罗斯的原油价格战，使得全球美元流动性非常紧缺，这也是美国本土没有出现通胀的部分原因。

实际上，美联储目前的流动性释放和它公布的规模还有很大差别。比如商业票据市场，美联储计划注入 1.1 万亿美元，但实际上只花了一小部分，就把这个市场拯救过来了。美联储有几个市场没有去救，

比如新兴市场债券市场、房地产抵押债券市场，可见此次美联储的信用分配功能发挥得很明显。近期，影子货币政策委员会也对美联储提出批评，认为美联储过度参与了市场上的信用决策。

具体再细分看一下宏观数据：此次新冠疫情爆发对美国制造业的影响可控，但是对服务业影响非常大。目前娱乐场所还在缓慢开放，但制造业停了几周就迅速重启了，制造业受到的冲击是低于预期的。此次和贸易相关的行业受影响很大，但是贸易占美国经济的比重在迅速下滑。2007年，贸易占美国经济的比重还在整体上升，高点在30%；但从2008年开始，这一比重逐步下滑，到2020年初下降至25%，最近已降至19%~20%。美国外贸中的很大一部分是能源进口，但美国不再需要进口原油了。美国此次财政政策刺激力度非常大，这也是为什么经济复苏速度这么快的原因。与2008年相比，当年主要是为银行注资，通过银行的信用创造来促进经济复苏；此次是直接支付，直接给老百姓发支票，还包括直接给中小企业发钱，条件是中小企业拿到钱后不能解雇工人。这一系列政策之后，美国居民和企业的现金收入高了很多。美国居民目前储蓄率达到30%，创历史最高，因为消费者有了很多现金，这对于消费后续的带动也会非常大。



图 3：贸易在美国经济中占比跌到 30 年低位

## 二、疫情下的美国股市

美股由牛转熊一般需要两个月时间。2020 年 3 月，道琼斯指数仅花了两周就进入熊市，是有史以来最快的一次。当然这次也是有史以来最快回到牛市的一次，现在已经上涨 45% 左右。隐含波动率 VIX 创了历史新高，在 85% 左右持续了五周，远超过了金融危机的时候。2020 年金融市场出现了很多反常现象，例如期权定价模型没有考虑到的原油负价格，负价格把金融模型和理论假设都颠覆了。

对美股来说，现在还存在很严重的分歧。不少美国老一代投资大师（70-90 岁），包括巴菲特，看空美股，认为还需要 3~4 年美股才能复苏，目前股市过于乐观，属于超前上涨。但是，美国千禧年一代却在大量抄底。一、二季度券商网上新开户数都是数十万人的规模，并且获利很多。这些年轻人的风格与老一代投资大师相反，年轻人喜欢

买有成长空间的科技股，因此估值低的股票表现不佳，这一定程度上反映了代际差异。美国医药行业在 2015 年达到峰值，当年由于美国大选期间两党都要搞医疗改革，导致了医药行业股价暴跌，到目前医药行业股价整体还是非常疲软的。新冠病毒爆发之后，这种趋势开始扭转。大量政府资源投入到疫苗研发，导致医药行业指数的大涨，走出了五年的困境，突破了 2015 年的高点。医疗医药行业大涨，对美股整体业绩有很大的刺激作用。目前仍有大量资源投入医疗行业，医疗行业之后还有很大的机会。

实际上，美国科技大盘股，例如亚马逊、微软、谷歌、苹果和 Facebook 都受益于新冠病毒。过去两个月，微软的业务增长受益于居家办公，两个月时间完成了相当于后续两年的业务规划；亚马逊在过去两个月新雇佣了 17 万员工。其他中等规模的科技公司崭露头角，都和新冠疫情导致的办公模式转变、对云计算的需求量迅速上升有关。由于家中需要新增办公电脑，也对芯片的需求上升也有带动作用。除亚马逊外，其他购物网站业务需求的增长也很快。



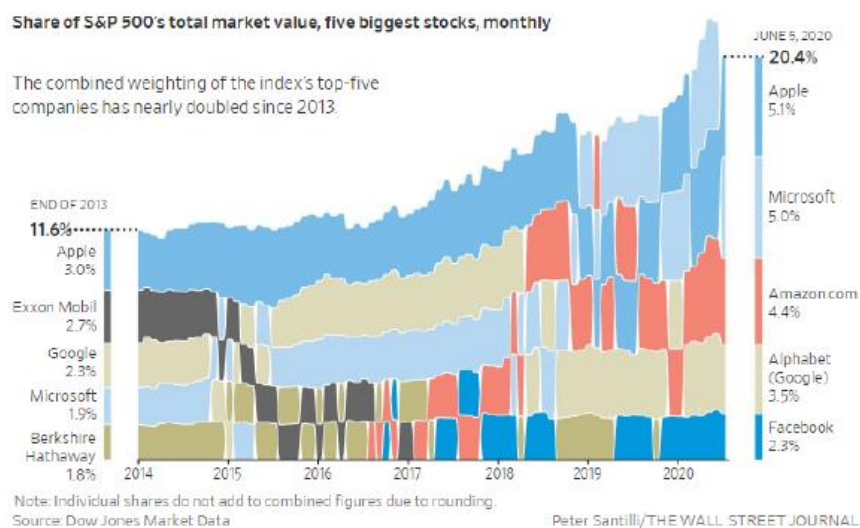


图 4：五大科技股的市值不断上升

### 三、展望

1. 目前相对于美联储的货币供应量，美股估值还是偏低的。从历史来看，每次美联储大规模释放流动性之后，美股都是翻倍上涨的。目前的涨幅大约为 30%~40%，与 2009 年的情况还相差很远。从上市公司的角度看，根据对美国上市公司 CEO 的调研，整体看法都非常乐观。因为很多竞争对手倒闭，只要存活下来，都可以大量增加市场份额。此外公司成本上也会大幅下降，房租成本和财务成本会大量减少，人力成本也会减少。从行业角度来看，大型科技公司和健康医疗相关行业在中长期有很好的投资机会。



图 5：相对于货币供应，美股的估值偏低

2. 美国经济的风险也依旧存在，最大的风险是新冠病毒二次爆发。目前在美国确诊的病例数目逐渐下降，但在印度、南美和非洲确诊病例数量都还在迅速上升，非洲布隆迪总统也因为新冠而死亡。如果新冠继续蔓延，秋冬季节再次爆发的概率也是较高的。第二个潜在的风险是沙特和俄罗斯的原油价格战牵连到其他国家。这些国家可能需要卖出国家储备来获取流动性，这会对全球市场带来很大影响。第三个风险点是美国大选，11 月份大选前会有很多变数，两党政策有很多不一致之处。

#### 四、问答环节

**Q1:** 许多散户不顾公司的破产风险，追逐很有可能倒闭的公司，比如 Hertz, WhitePetroleum, JC Penney。这些股票的暴涨是否是非理性的？

**A1:** 破产重组后重新经营，股价可能出现上涨；但如果进入清算，股价会被清到零。进入重组是股东和债权人共同享有公司所有权，这在过去发生过很多次，是非常合理的。但这样操作也是有风险的，因为在重组过程中，如果各方无法达成一致，债权人要求清算，股价就会被清零。

**Q2:** 最近股市在所谓价值股（包括许多原来跌得最惨的行业如航空、旅游和金融等）和成长股（以科技股为首）之间不断 **rotate**。您觉得在今后 12 个月内哪些领域会带来更高的收益？

**A2:** 美股估值需要看几个方面，光看 **PB** 是不够的。Zoom 的利润率为 60%，有 3 亿多美元的收入。它的护城河是系统和客户群，而不是固定资产，因此光看 **PB** 是不合理的。美联储如维持零利率或低利率政策环境，不建议投资金融保险业，零利率对金融业的打击是毁灭性的。旅游、酒店行业，还是有机会的。价值股中能源股价格偏低，如原油供求有所平衡的话，也会有比较大的上涨机会。

**Q3:** 目前美国各城市黑人争取平等，持续游行示威，是否会影响美国经济复苏呢？

**A3:** 美国游行示威，其实参与者不光是黑人，也有大量白人参与。美国这个国家最早就建立在游行示威的基础。游行示威是美国社会解压的一种机制，由于新冠疫情对大家的压抑太久，游行示威是一种情绪的释放，对经济复苏的影响不是很大。黑人在美国受歧视的问题，如果能有改善，对经济是有好处的。

**Q4:** 您如何看待下半年大宗商品和黄金市场情况？

A4: 个人认为，大宗商品的需求取决于中国，中国是很多大宗商品的主要购买国。黄金最大的买家是印度，印度最近的经济出现很大的问题，购买量不断减少。美元汇率上涨，黄金也面临调整。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百二十九期(2020年6月10日)内容整理而成,特邀嘉宾为美国汇盛金融公司首席经济学家陈凯丰。

陈凯丰(Kevin Chen)先生是美国汇盛金融公司首席经济学家,负责宏观对冲策略的合伙人和首席投资经理,并担任某美国医疗房地产基金的国际业务顾问。陈凯丰先生于1998年在中国国家开发银行国际金融局开始职业生涯;2004年至2008年期间,就职于摩根士丹利对冲基金投资部门,担任资本配置负责人,兼任基金经理。他还曾是Amundi资产管理公司的另类投资部门负责人和高级投资组合经理,在2008年至2011年管理了一个数十亿美元的投资组合,包括对美国国债期货、公司债券、股票期货、大宗商品和房地产投资信托基金等多种工具的投资。

陈凯丰先生在瑞士洛桑大学金融资产管理工程研究中心获得博士学位,持有荷兰蒂尔堡大学经济研究中心财务和金融硕士学位,以及中国人民大学的经济学学士学位。目前他在纽约大学担任兼职教授及教授理事会理事,并在哈佛大学、纽约福坦莫大学、佩斯大学、西班牙IESE商学院纽约中心授课。

陈凯丰先生是创立于1907年的纽约经济俱乐部会员、布雷顿森林体系委员会委员、瑞士沃德科学学会会员、荷兰经济研究中心会员、

美国风险管理协会会员。他多次接受华尔街时报、道琼斯、彭博的采访，并在哈佛大学、哥伦比亚大学、纽约大学、耶鲁大学等学术会议上发表演讲。陈凯丰先生在纽约共同参与创立了纽约金融论坛，并担任副秘书长。每年在巴菲特的伯克希尔哈撒韦公司年会期间，他都在奥马哈主持亚洲投资者晚宴。

陈凯丰先生在国内参与第一财经“机构投资人圆桌论坛”并担任纽约地区召集人，曾接受中央电视台、中国证券报、新华社、财经杂志、21世纪经济报道、腾讯财经、新浪财经等媒体的采访。他在《清华金融评论》、《华尔街见闻》等期刊发表文章，参与中国绝对收益投资协会的创建，并担任理事会副理事长。

### 【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和郑子龙博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

