

# 研究报告

2018 年第 95 期

2018.11.9

执笔：

宋玮、郭可为

guokewei@icbc.com.cn

## 从 10 月美股大幅震荡看全球资产配置

### 要点

- 10 月以来，美股一改前期持续上行的趋势，出现大幅震荡，原因有四：一是美国国债收益率上升导致市场投资风格转换；二是美股技术性回调的压力不断增大；三是地缘政治风险不断涌现加剧市场恐慌情绪；四是贸易摩擦不断深化加剧市场对美国经济前景看衰心理。
- 综合经济基本面、货币政策面、风险面等维度分析，我们认为美股未来调整的可能性较高。未来我行全球资产配置策略建议主要包括：一是降低美股的配置仓位，并规避科技股重灾区；二是经济周期错配或将加大四季度美欧 GDP 及 CPI 增速差，美元或将继续震荡走高，建议增持美元资产；三是具有避险功能的黄金相对于美股等高风险资产的关注热度迅速升温，配置价值愈发凸显；四是 10 月初以来，受美股暴跌和美国 GDP 数据不及预期等因素影响，原油价格开始回落，未来油价走势不确定性有所加大，建议原油期货谨慎持有。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

在刚刚过去的2018年10月，美股一改前期持续上行的趋势，多次出现暴跌。10月24日，美国三大股指再度集体重挫，纳斯达克指数下跌幅度达4.4%，创2011年8月以来最大单日跌幅；道琼斯工业指数下跌超过600点，跌幅为2.41%；标普500指数下跌3.09%。至此，道琼斯工业指数、标普500指数已双双抹去年内涨幅。随后，美国三大股指再次于10月29日下探，纳斯达克指数、道琼斯工业指数和标普500指数纷纷跌至2018年下半年最低的6922.83点、24122.23点和2603.54点，10月三大股指跌幅分别为9.2%、5.07%和6.94%，高于2月份1.87%、4.28%和3.89%的跌幅。

### 一、四大原因引发美股 10 月大幅震荡

#### （一）美国国债收益率上升导致市场投资风格转换

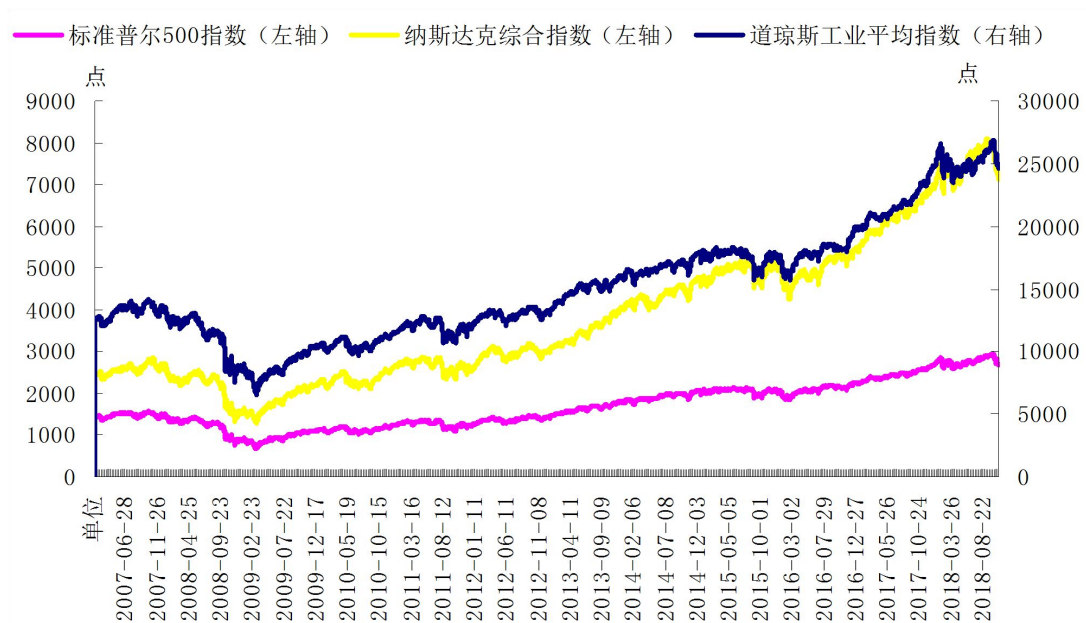
9月27日，美联储联邦公开市场委员会会议决定，联邦基金利率提高25BP至2.00%-2.25%区间。这是美联储2018年的第三次加息，符合广泛预期。美国第二季度GDP创下了4.2%的近四年最快增速，美联储也将本年度经济增速预期上调至3.1%。短期内美国失业率和通胀率有望呈现“一降一升”走势，预计美联储12月还将再加息一次。在此背景下，美债收益率持续走高成为触发美股动荡的导火索。美国10年期国债收益率自9月初的2.86%走高至10月9日的3.256%，创下7年来新高，其后虽有下降，但仍维持在3.1%至3.2%的区间内。随着国债收益率的持续上升，股票的投资价值变得相对较低，股市风险也在攀升，投资者的投资风格更趋保守，购买股票的动力愈加不足，因此资产配置会越来越倾向于增加债券资产并减少股票资产。

#### （二）美股技术性回调的压力不断增大

8月22日，标普500指数收盘迎来有史以来最长牛市——3453天，超过由第一次科技股热潮推动的1990年至2000年的牛市。此轮牛市始于2009年3月9日，其间从未出现过幅度超过20%的下跌——这一下跌幅度通常与熊市联系在一起，九年多来累计涨幅超过320%。当前美股估值已达到历史较高水平：2008至2018

年纳斯达克、标普500、道琼斯工业指数分别上涨224%、213%、214%，当前市盈率分别达47.5、23.4、23.7，达2011年以来高位，股市泡沫风险逐步积聚。因此，美股进行价值重估是迟早必须面对的结果。

图1 美国三大股指走势（2007年至今）



### （三）地缘政治风险不断涌现加剧市场恐慌情绪

2018年以来，全球地缘政治风险整体呈恶化趋势。中东方面，美国退出伊核协议并对伊朗实施严厉制裁，引发美伊关系、伊以关系严重对立。美国还支持以色列迁都耶路撒冷，加剧中东局势恶化。美国、俄罗斯等大国不断介入叙利亚内战，使叙利亚局势不断恶化。美国以释放美国牧师为由对土耳其采取了制裁措施也导致双边关系高度紧张。近期，围绕沙特驻土耳其大使馆谋杀异见记者卡舒吉一事，美国与沙特的关系也急转直下，美俄土欧围绕该事件展开了地缘博弈。美俄关系方面，美国近期宣布将退出《美苏消除两国中程和中短程导弹条约》（简称中导条约），市场普遍担忧此举将极大地破坏国际核裁军进程，引发新一轮的核军备竞赛和新冷战，危害世界各国安全。军事演习方面，10月25日至11月7日北约将在挪威及其周边地区举行冷战结束以来最大规模军事演习“三叉戟接点2018”，美国“杜鲁门”号航母打击群首次驶入挪威海，9月俄罗斯

在地中海东部海域以及西伯利亚和远东地区举行两场大规模军演，对抗势头有所升级。在全球地缘政治风险居高不下的形势下，市场避险情绪上升，放弃安全系数较低的美国股票在所难免。

### （四）贸易摩擦不断深化加剧市场对美国经济前景的看衰心理

今年以来，美国政府持续挥舞贸易保护主义大旗，导致美国与中国、土耳其等经济体的贸易战不断升级。美国政府的贸易保护主义政策对全球增长和繁荣具有破坏性影响。国际货币基金组织（IMF）、世界银行等国际组织纷纷下调了对2019年全球经济以及美国经济增长的预期，IMF发布最新的《世界经济展望》将2019年美国经济增长预期由此前的2.7%下调至2.5%，同时将2018年和2019年全球经济增长预期均由3.9%下调至3.7%。贸易战没有赢家，“杀敌一千，自损八百”。由于进出口企业为了规避加征关税抢出口，短期内中美贸易摩擦反而扩大美国货物贸易逆差，6-8月美国对外贸易逆差持续扩大，同比月度增幅分别达2%、13%、20%。与此同时，福特、通用等美国车企在中国销售一落千丈，开始谋划裁员降薪，特斯拉等企业纷纷选择到海外建厂，贸易战损害了美国相关企业的盈利预期，增加了未来美国经济增长前景的不确定性，投资者用脚投票，美股自然受到冲击。

## 二、未来美股走势展望：只是渐凋零

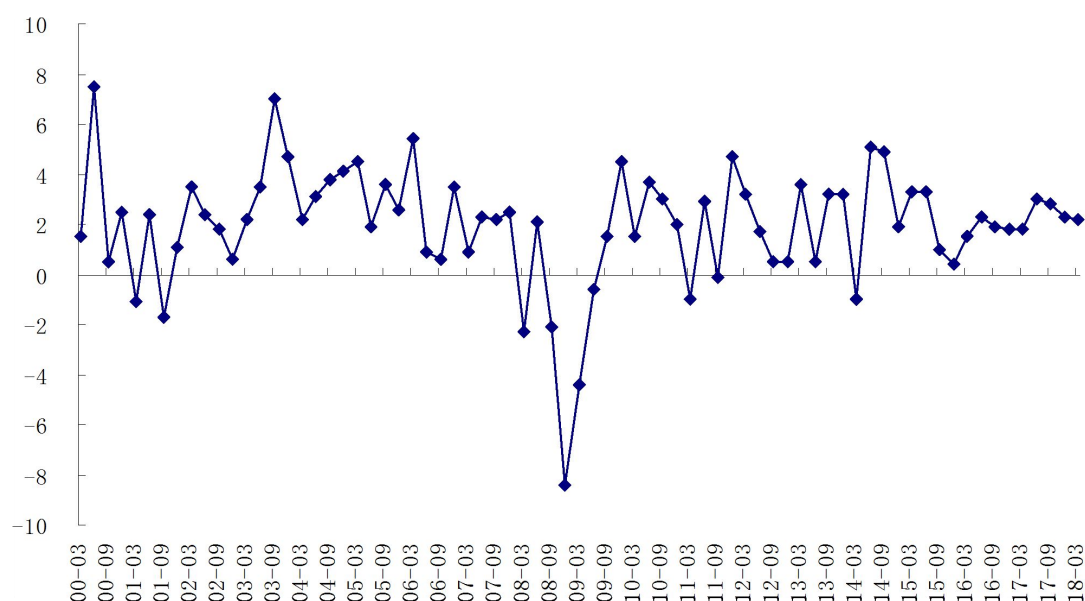
综合考虑经济基本面、货币政策和政治风险等维度，我们认为美股未来持续调整的可能性较高。

### （一）经济前景：未来美国经济放缓将会利空美股

2018年以来，受此前长期宽松货币政策的拉动效果逐渐释放以及去年底特朗普减税政策落地刺激效果影响，美国经济复苏步伐加快，前两个季度的GDP季调环比折年率分别为2.2%和4.2%。虽然三季度美国经济增长有所放缓，GDP季调环比折年率降至3.5%，但仍优于预期和2.5%的美国经济潜在增速，消费、

投资、净出口和政府支出对 GDP 的贡献分别为2.7、2.0、-1.8和0.6个百分点。其中，美国就业形势向好支撑了私人消费的快速增长。美国三季度失业率降至3.7%的50年来最低点，工资和家庭收入水平稳步上升，增强消费者信心，推动三季度美国私人消费支出增速从二季度的3.8%升至4%，创下2014年四季度以来新高，是经济增长的最强劲引擎。

图2 美国 GDP 环比折年率走势（2000 年至今）



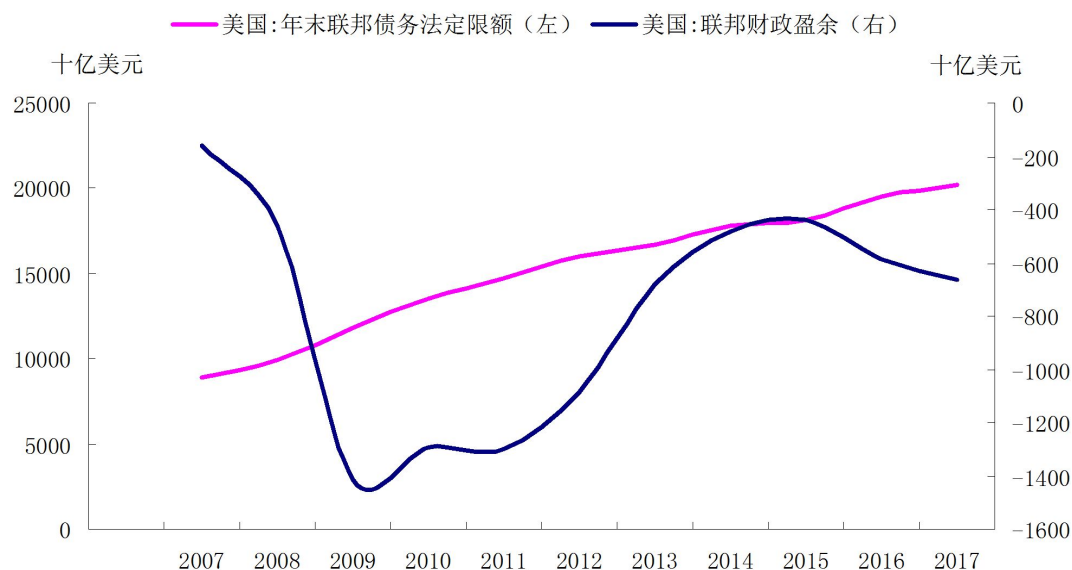
值得警惕的是，未来美国经济可能难以保持可持续增长，或将由目前的强势扩张转化为温和增长，主要原因有五：一是三季度住宅投资增速大幅放缓拖累固定资产投资，或将成为美国经济未来扩张的隐患。前三季度美国建筑业明显趋冷，住宅投资分别同比萎缩3.4%、1.3%和4.0%，非住宅投资同比增速分别为11.5%、8.7%和0.8%，放缓趋势十分明显。鉴于住宅投资是美国经济重要的先行性指标，未来其对经济增长的拖累作用或将加大。二是中美贸易摩擦快速升级及其所引致的全球经济放缓或将增大美国经济下行压力。今年下半年以来，中美贸易摩擦呈快速升级之势，美国于9月17日对从中国进口的2000亿中国商品加税10%，而中国则迅速采取了对从美国进口的600亿美国商品加税5%或10%的反制措施，这也将大概率引发美国从2019年1月1日将10%的关税提升至25%，从而



对全球经济增长的信心和前景造成较大冲击。2018年10月，IMF 将美国经济2019年增速预期由2.7%下调至2.5%。三是减税已经产生积极效应，消费稳定增长，私人投资持续扩张，但未来其对 GDP 的边际拉动效应会逐步缩减。根据去年底我们的测算，本轮减税对美国 GDP 的拉动幅度在2018年、2019年和2020年分别为0.35%、0.25%和0.1%个百分点，效果逐渐下降，而且经济加速增长阶段的政策传导效果会更加集中地在2018年显现。四是中美贸易摩擦升级或将进一步透支美国未来增长动力。一方面，为了躲避未来关税提高的成本上升，美国企业急于快速扩大库存投资，透支未来出口份额。2018年三季度，库存投资已成为固定资产投资增长的主要动力。另一方面，中美贸易摩擦亦将推高美国进口成本和通胀水平，不利于美国企业生产和私人消费增长。五是失业率已处于历史低点，就业改善空间较为有限，家庭收入增长对私人消费的托底作用也在减弱。

值得注意的是，美国经济面临的长期风险进一步凸显：一是特朗普政府的扩张性财政政策推高了美国的债务风险，美国2018财年（2017年10月1日-2018年9月30日）财政赤字或将达到7790亿美元，比上一财年增长17%，创2012年以来美国财政缺口的峰值。此外，截至2018年三季度末，美国中央政府债务占 GDP 的比重超过100%，国债总额达21.6万亿美元，外界对美国财政和公共债务可持续性的担忧不断加大。二是随着美联储多次加息，美国住房抵押贷款利率也呈现出攀升势头，美国30年期房贷利率从2016年底的3.4%上行至2018年三季度末的5%左右，住房贷款余额增速从今年开始放缓，美国新建住房销售套数也开始下滑，从而致使住宅投资出现了大幅萎缩，未来房地产市场可能的低迷将对美国经济产生较大负面影响。由此可见，未来美国经济降温是大概率事件，将会进一步对美股形成利空。

图3 美国联邦财政盈余与债务法定限额走势（2007年至今）



## (二) 货币政策：未来美联储稳步加息或将利空美股

美联储货币政策正常化的稳步推进，推动美元持续走强，并使全球流动性持续收缩，并对全球资产价格产生抑制作用。今年2月27日，新任美联储主席鲍威尔在首次向众议院进行半年度货币政策书面证词时，他就暗示部分资产价格过高，主要是指美股和美国的房地产，随后美股急速下挫。未来美联储继续保持加息节奏的概率仍然很高。美联储在最新议息会议上重新确认了未来进一步加息的预期，对2018年加息4次、2019年加息3次和2020年加息1次的预期保持不变，并上调了今明两年的美国GDP增速预期。美联储会后声明删除了“货币政策立场仍然宽松”的措辞。

根据美联储的职责，近期美股连续暴跌并非其考虑的首要问题。美联储首要考虑的是通胀率和失业率，当然资产价格（股市、债市）也会考虑，但美联储不可能轻易“救市”。根据美股的历史走势，1987年、2000年和2008年三次股灾期间，美联储虽然有救市（降息）的经历，但几乎都是到最后关头才出手。因此，在没有发生系统性风险之前，美联储会继续推动货币政策正常化，因此美股下行时指望美联储做出快速反应并不现实。

## (三) 政治风险：地缘政治及中期选举或将利空美股

展望2018年内及2019年，全球地缘政治风险或将继续保持稳中有升，或将继续对美国股市造成冲击。其一，美国制裁伊朗即将生效，将加剧中东局势恶化。11月5日，美国将恢复制裁伊朗国家石油公司以及其他多家能源企业，禁止其他国家购买伊朗石油、石油制品和石化产品，外国金融机构与伊朗央行交易也将受到制裁。由于中国、欧盟、印度、日本都是伊朗的重要贸易伙伴，美国此举会加剧与这些经济体的矛盾。而俄罗斯与伊朗关系密切，欧盟也计划打造独立的支付体系对抗SWIFT，并得到了德国、法国、英国、中国和俄罗斯的支持。此外，伊朗与沙特、伊朗与以色列的矛盾由来已久，土耳其与沙特的矛盾也根深蒂固，卡舒吉事件所引发的中东局势动荡将继续对美国股市造成负面影响。其二，特朗普于10月20日威胁退出《中导条约》或将引发新一轮大国军备竞赛，加剧世界核武器军控形势的恶化，加大对美股的心理负面冲击。其三，美国和俄罗斯的军事演习频频上演，加剧全球军事紧张局势。10月25日至11月7日，美国“杜鲁门”号航母战斗群进入挪威海，参加北约在冷战以来最大规模的联合军事演习“三叉戟接点2018”；俄罗斯则在9月11日至13日举行了该国史上最大规模的联合军演“东方-2018”，参演兵力高达30万，中国也应邀参加。

美国“中期选举”将在11月6日举行。历史数据显示，在中期选举之前，政治不确定性通常会导致美国股市波动性加剧。衡量标普500指数预期波动性的“恐慌指数”VIX在10月23日升至23以上，与历史均值相比处于高位。根据最新的权威统计数据，民主党很大可能重夺众议院多数派，但参议院仍将由共和党掌控。如果共和党人仍旧占领两院的大多数，那么持续实施税改政策将被放在首位，这对于美国股市偏向利好。如果两院或者众议院由民主党控制，那么特朗普未来的政策执行将面临较大的阻力，两党博弈日趋加剧，且预算问题还可能再次导致美国政府关门，美国股票市场动荡在所难免。

### 三、从美股大幅震荡看我行资产全球配置新思路

总体来看，2018年末至2019年，美国中期选举、德国政坛动荡、英国硬脱



欧等高风险事件此起彼伏，中美贸易战、美伊冲突加剧、新兴市场危机四伏、中东地缘风险居高不下都将推升全球市场避险情绪，伴随着美股回调风险愈发加大，全球大类资产价格走势或将错综复杂。建议我行集团各机构逐渐调整全球资产配置思路，争取实现资产的保值增值。

其一，鉴于美股回调风险较大，建议在美相关机构降低美股的配置仓位，并规避科技股重灾区。一方面，由于科技股占比的差异，建议美股配置优先顺序为，道琼斯工业指数优于标普500指数（科技股占比为20.3%），优于纳斯达克指数（科技股占比为62%）。另一方面，从板块来看，信息科技板块是美股中盈利和收入增长的最大贡献者，是今年美股高风险偏好的重要来源，但市场目前普遍无视科技企业盈利超预期增长，对科技企业的风险颇为敏感，美股热点已经从风险偏好较高的科技股转向防御型的、估值较低、业绩有保障的公共事业板块、消费品板块、能源板块。

其二，美联储继续加息有望推动美元继续高位震荡，导致不同市场的利率差异和汇率波动显著放大，美元兑欧元货币对将成为美股资金的重要转移战场，建议短期内可增持美元资产。经济周期错配或将加大四季度美欧 GDP 及 CPI 增速差，美元或将继续震荡走高，继续看多美元，但随着美国经济增速逐渐放缓，美元可能在2019年一季度开始震荡下行，但随着2019年中叶美国增速急转直下，全球避险情绪或将提升，吸引资金进入美国债市避险，从而推动美元升值，直至美联储加息暂缓，美元或将重返弱势。

其三，随着全球避险情绪的不断提高，具有避险功能的黄金相对于美股等高风险资产的关注热度迅速升温，配置价值愈发凸显。一方面，全球地缘风险呈现抬头趋势，投资者避险情绪开始回归，恐慌指数 VIX 近期呈现不断上升趋势，并已达到20以上。另一方面，全球通胀水平正在不断上升，黄金作为抗通胀的良好工具或将重新获得市场青睐。随着黄金价格从4月持续大跌并于10月企稳回升，且全球最大的黄金 ETF 持仓量出现反弹，未来黄金价格或将稳中有升，建议适当增加黄金资产配置。

其四，虽然国际油价在三季度继续震荡上行，但10月初以来，受美股暴跌

和美国 GDP 数据不及预期等因素影响，原油价格开始回落，未来油价走势不确定性有所加大，建议原油期货谨慎持有。一方面，为了弥补伊朗的原油出口缺口，OPEC 正在加紧增产步伐，同时美国总统特朗普也多次在公开场合表示当前油价过高，不排除美国动用战略原油储备干预市场的可能；另一方面，贸易摩擦的加剧将损伤全球经济增长，降低原油需求预期，进而抑制油价上行空间。此外也不排除卡舒吉事件、叙利亚内战、美伊冲突等事件引发中东地缘政治风险急剧升级，从而推高油价。