



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2024 年第 57 期总第 1187 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2024 年 8 月 2 日 星期五

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	1
优化强化宏观政策，加大宏观调控力度	1
上半年规上互联网企业业务收入同比增 5.6%.....	1
努力在构建全国统一大市场上取得新进展	1
日本央行罕见动作，“加息+缩表”齐发	2
美联储维持利率不变 暗示或于今年 9 月降息	2
货币市场	2
近万亿逆回购本周到期，跨月资金面涨跌不一	2
政策信号明确，下半年进一步降准降息可期	3
监管动态	3
私募净值批量下架，中小机构急寻营销新渠道	3
金融监管总局：坚决落实强监管严监管要求	3
金融行业	4
金融与科创联动发展，助力国际金融中心能级提升	4
紧随银行脚步，多家券商宣告降息	4
热门企业	4
新东方：进入复苏轨道，但还未跑赢成本	4
海通证券：副总姜诚君辞任，保荐项目涉研发造假	4
地方创新	5
广州：拟立法支持自动驾驶出租车和公交车	5
广州：购买新房可申请提取住房公积金支付首付款	5
深度分析	5
美国总统换届对美股结构有何影响？	5

宏观经济

优化强化宏观政策，加大宏观调控力度

7月31日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，学习贯彻习近平总书记关于当前经济形势和做好下半年经济工作的重要讲话精神。会议强调，要把思想和认识统一到党中央关于经济形势的科学判断上来，坚定信心、奋发进取，把各项工作做实、做深、做到位，增强经济持续回升向好态势，切实保障和改善民生，坚定不移完成全年经济社会发展目标任务。要优化强化宏观政策，加大宏观调控力度，既要根据已出台政策的施行情况狠抓落实、加快进度，也要研究推出一批操作性强、效果好、让群众和企业可感可及的增量政策举措。

上半年规上互联网企业业务收入同比增 5.6%

7月31日，工信部发布 2024 年上半年互联网和相关服务业运行情况，上半年，互联网业务收入保持平稳增长，利润总额实现正增长，研发经费稳步提升。总体来看，互联网业务收入保持平稳增长。上半年，我国规模以上互联网和相关服务企业(以下简称互联网企业)完成互联网业务收入 8676 亿元，同比增长 5.6%，增速较 1-5 月份提高 0.6 个百分点。我国规模以上互联网企业营业成本同比下降 0.2%。实现利润总额 743.7 亿元，同比增长 1.9%，增幅较 1—5 月份提高 14.7 个百分点。研发经费稳步提升。上半年，我国规模以上互联网企业共投入研发经费 459.8 亿元，同比增长 1.2%，增速较 1—5 月份提高 0.4 个百分点。

放开放宽除个别超大城市外的落户限制

7月31日，国务院发布关于印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》(下称《行动计划》)的通知。其中提出，放开放宽除个别超大城市外的落户限制，推行以经常居住地登记户口制度。《行动计划》要求，经过 5 年的努力，农业转移人口落户城市渠道进一步畅通，常住地提供基本公共服务制度进一步健全，协调推进潜力地区新型工业化城镇化明显加快，培育形成一批辐射带动力强的现代化都市圈，城市安全韧性短板得到有效补齐，常住人口城镇化率提升至接近 70%，更好支撑经济社会高质量发展。

努力在构建全国统一大市场上取得新进展

7月30日，商务部举办学习贯彻党的二十届三中全会精神宣讲报告会，中央宣讲团成员，商务部党组书记、部长王文涛作宣讲报告。会议指出，要主动对标对表、对号入座，立足商务工作“三个重要”定位，把《决定》中关于商务领域改革的战略举措转化为任务清单、工作清单，努力在构建全国统一大市场上取得新进展，在完善高水平对外开放体制机制上实现新突破，在积极参与全球经济治理体系改革上展现新作为，

在更好统筹发展和安全上作出新贡献。

韩国半年欠薪数额首超万亿韩元

8月1日，韩国雇佣劳动部公布的数据显示，韩国国内企业今年上半年(1至6月)欠薪数额达1.0436万亿韩元(约合人民币55亿元)，同比增加26.8%；被欠薪人员15.0503万人，同比增加14.1%。报道显示，上半年欠薪数额的78.9%(8238亿韩元)已经结清。去年全年企业欠薪数额高达1.7846万亿韩元，刷新最高纪录，但今年仅前六个月就超过1万亿韩元，增势不同寻常。以半年为准，这是韩国欠薪额首次超过1万亿韩元。报道提到，在此情况下，韩国政府在加强监管和处罚的同时，还将推进劳动法修改，强化对欠薪单位的惩处力度。

日本央行罕见动作，“加息+缩表”齐发

当地时间7月31日，日本央行举行货币政策会议，决定将当前0%至0.1%的政策利率调整至0.25%。此次加息为今年3月日本央行解除负利率政策以来的首次加息。3月19日，日本央行决定结束负利率政策，将政策利率从-0.1%提高到0%至0.1%范围内，是日本央行自2007年2月以来，时隔17年首次加息。此外，日本央行还决定在今后的1至2年内，减少日本国债购买规模，对此全体政策委员均表示赞成。日本央行将从8月开始缩减规模，目前其国债持有余额接近600万亿日元，预测称，缩减购买规模之后，到2026年3月，其持有余额将减少7%~8%。日本央行此次加息主要有两个层面的考虑，“一是日本核心CPI低于市场预期，日本经济数据出现了难得的窗口；二是日本央行基于汇率的考虑，当前欧洲央行和美联储的货币政策走向已经非常明确，加息有助于日元维持稳定”。

美联储维持利率不变 暗示或于今年9月降息

7月31日，美国联邦储备委员会结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变。美联储同时表示，如果抗击通货膨胀继续取得想要的进展，美联储可能会在今年9月会议上宣布降息。由于通胀下降速度不如预期，美联储自去年7月底以来一直将利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间，这是23年来最高水平。美联储主席鲍威尔在会后举行的新闻发布会上被问及9月降息是否是合理预期时表示，尚未做出任何决定，根据联邦公开市场委员会的整体看法，美国经济正逐渐接近降息的适当时机。

货币市场

近万亿逆回购本周到期，跨月资金面涨跌不一

7月31日，人民银行发布公告称，以固定利率、数量招标方式开展了2516.7亿元逆回购操作，操作利率为1.7%。因31日有661亿元7天期逆回购到期，当日实现净

投放1855.7亿元。7月29日、30日，央行以固定利率、数量招标方式分别开展了3015.7亿元、2162.7亿元逆回购操作。此外，央行公开市场本周共有9847.5亿元逆回购到期。其中，8月1日和2日还有2351亿元和3580.5亿元逆回购到期，均为7天期。正值跨月，资金面涨跌不一。31日当天，上海银行间同业拆放利率(Shibor)隔夜上行14.30个基点报1.7820%，7天Shibor下行4.2个基点报1.7720%。隔夜资金上涨，主要是月末临近，金融机构对短期资金需求上升，加上部分机构短期资金拆出方面保持谨慎，导致短期资金价格上升。整体上反应都是短期因素干扰。从短期资金利率表现看，资金价格波动幅度不大，市场运行整体平稳。

政策信号明确，下半年进一步降准降息可期

7月30日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，宏观政策要持续用力、更加给力。要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措。这释放出了清晰明确的稳增长政策加码信号。具体到货币政策来看，依旧延续“稳健”的主基调。此次会议提出，“要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

监管动态

私募净值批量下架，中小机构急寻营销新渠道

8月1日起，《私募证券投资基金运作指引》将正式施行。为了加强私募证券投资基金（以下简称私募证券基金）自律管理，规范私募证券基金业务，保护投资者合法权益，促进私募基金行业健康发展，维护证券期货市场秩序，中国证券投资基金业协会在中国证券监督管理委员会（简称证监会）指导下起草了该《运作指引》，并于4月30日正式发布。根据规定，从8月1日起，券商或互联网代销平台，只能在具有委托销售关系的前提下，才能展示私募产品业绩。新规之下，部分三方平台紧急批量下架私募产品，导致大批私募净值一夜“消失”。对于有稳定资金来源和客户渠道的私募机构，新规影响并不大；但对一些中小私募，新规可能会增加运营成本，甚至可能使部分机构“逐渐被市场淘汰”。

金融监管总局：坚决落实强监管严监管要求

7月29日，金融监管总局召开学习贯彻党的二十届三中全会精神暨2024年年中工作会议，传达贯彻党的二十届三中全会精神，总结上半年工作，研究部署下半年重点任务。会议要求，要按照党中央部署的重点改革任务，突出问题导向，围绕发展所需，细化总局改革方案，明确各项改革举措的时间表、路线图、优先序和责任人。系统各单位要切实增强责任感和使命感，建立健全链条完整、环环相扣的改革推进机制，以钉钉子精神抓好各项改革任务的落实。要充分尊重基层和群众首创精神，鼓励各单位探索创新可复制的经验做法，及时在全系统总结推广。要强化重大改革落实情况督

查督办和跟踪问效，以实绩实效和人民群众满意度检验改革成果。

金融行业

金融与科创联动发展，助力国际金融中心能级提升

7 月 31 日，上海市银行同业公会举办“上海银行业助力推进国际金融中心建设”新闻通气会，多家银行业金融机构的主要负责人畅谈了助力国际金融中心建设的成效举措。上海银行行长施红敏在会上表示，目前该行科技型企业贷款余额超 1500 亿元，近 3 年平均复合增长率 37%。针对初创企业，推出了专利许可收益权质押融资产品，将企业无形资产转为有形支持；针对成长企业，推出了投贷联动、员工持股融资计划等，打通企业股债联动、公私联动服务。

紧随银行脚步，多家券商宣告降息

近日，包括粤开证券、东吴证券、兴业证券等在内的多家券商公告称，将从 2024 年 8 月 1 日起，将客户保证金账户人民币活期年利率调整为 0.15%。此举源于银行利率调整，7 月 25 日起银行活期存款利率下调 5bp 至 0.15%。

券商降息对个人投资者影响不大，但对券商自身有一定影响。部分券商客户保证金规模庞大，有的高达数百亿元，降息有利于保障券商的保证金利差收入。例如，某中型券商 2023 年年报显示，在该公司财富信用业务中，客户保证金利差等收入为 2.83 亿元，占营业总收入的比重达 4.45%。

热门企业

新东方：进入复苏轨道，但还未跑赢成本

7 月 31 日，新东方发布 2024 财年四季度财报：净营收增长超三成，净利润却同比下滑。或因业绩表现未达市场预期，新东方美股盘前一度跌超 7%。实际上，从 2024 财年整体业绩表现来看，新东方全年营收超 40 亿美元，已回到了业务复苏轨道。在这一过程中，新东方开办学习中心的步伐也在加快。对此，业内人士分析表示，对线下学习中心的投入及财年后的股权激励，或是新东方“增收不增利”的主要原因。从长远来看，新东方的业务和股价仍然值得展望。尽管新东方的资本投入尚未在当前见效，但新东方已是教育行业复苏最快的上市公司之一。截至 2024 年 5 月 31 日，新东方旗下学校及学习中心的总数为 1025 间，与截至上一财年末的 748 间相比，增加 277 间。

海通证券：副总姜诚君辞任，保荐项目涉研发造假

近日，上交所下发最新一期发行上市审核动态（2024 年第 4 期）（以下简称“审核动态”）。值得关注的是，其中通报了一家在科创属性评价指标上存在“研发造假”嫌疑的拟科创板 IPO 企业典型案例。时代财经将上述被通报的案例与今年 5 月上交所

下发的罚单比对，该案例发行人应为大连科利德半导体材料股份有限公司（以下简称“科利德”），保荐机构为海通证券，会计师事务所为容诚会计师事务所，律所是北京德恒律师事务所。此外，7月31日，海通证券公告称，董事会收到姜诚君的辞职报告，其因个人原因申请辞去公司副总经理职务，辞职后，其将不再担任公司任何职务，该辞职报告自送达公司董事会之日起生效。

地方创新

广州：拟立法支持自动驾驶出租车和公交车

8月1日，广州市人大官网发布了《广州市智能网联汽车创新发展条例（草案修改稿·征求意见稿）》，该《征求意见稿》旨在支持智能网联汽车在高速公路、机场、港口、车站等重要交通枢纽以及城市公交、出租车等出行服务场景的创新应用。智能网联汽车被定义为具备复杂环境感知、智能决策、协同控制等功能的汽车，涵盖有条件自动驾驶、高度自动驾驶和完全自动驾驶三种类型。广州市新型城市基础设施建设试点工作联席会议办公室发布的《2024广州智慧城市基础设施与智能网联汽车协同发展白皮书》显示，截至2024年6月，广州已开放827条测试道路，双向里程3327.87公里，累计测试里程位居全国前列。

广州：购买新房可申请提取住房公积金支付首付款

8月1日，广州住房公积金管理中心官微发布消息显示，针对在本市行政区域内购买新建商品住房的购房人及其配偶，完成商品房买卖合同网签后，可按合同约定申请将住房公积金账户余额划转至购买房屋所属项目的商品房预售资金监管账户，用于支付购房首付款。对于购买同一套住房，购房人及其配偶各可提取一次购房首付款。此外，购房人及其配偶提取总金额合计不超过商品房买卖合同约定的首付款金额，且不超过本人住房公积金账户余额。

深度分析

美国总统换届对美股结构有何影响？

王涵（兴业证券股份有限公司首席经济学家、
经济与金融研究院联席院长、兴证智库执行主任）
来源：首席经济学家论坛

美国大选是2024年的焦点事件。事实上，回顾冷战之后历任总统期间的美股表现，不难发现总统的政策倾向往往对于美股的结构变化有重要影响。至少有几次较为明显的变迁。

首先，冷战结束后大国对抗下降以及克林顿期间为平衡财政减少军费开支使得90年代军工股相对跑输，而00年代之后由于反恐诉求的上升，军工股再次开始跑赢。

其次，始于70年代的金融自由化在80年代末期开始逐步加速，直至克林顿执政期间明确允许混业经营，小布什期间也维持了宽松的金融监管环境，推动金融股自90年代直至次贷危机之前均有持续的超额收益。然而次贷危机爆发以及奥巴马金融监管的“大转弯”使得金融股不再具备趋势性的超额收益。

再次，冷战之后美股科技股经历两轮趋势上涨。一是克林顿时期，冷战后军用技术的民用化，推动家用电脑及互联网技术的普及。二是从奥巴马第二任任期开始至今，伴随互联网从电脑端向手机端的演变，直至近两年的人工智能突破。而这一产业趋势在特朗普、拜登时期得以加强，与两者持续推行“小院高墙”打击竞争对手以及后者强化产业政策不无关系。

最后，全球能源价格以及美国能源股受地缘政治，进而美国总统的外交政策影响明显。奥巴马第二任期时美欧关系急剧恶化，2014年乌克兰危机是重要拐点，美国发动一系列对俄经济制裁，奉行“弱俄”政策，油价骤然下跌，能源股也明显跑输。而自拜登时期开始，地缘政治矛盾激化表现为武装冲突，能源股再度出现超额收益。

近期特朗普枪击事件使其当选概率上升。如果特朗普再度当选，可能至少有三个层面的变化值得关注，美股结构或再度面临变化。一是特朗普对于科技巨头的态度。与上一任期“twitter治国”不同的是，“国会山事件”之后特朗普与科技巨头的关系明显恶化。而随着技术进步，防止一家科技企业过度掌握数据以危害国家安全或大国博弈的重要性及紧迫性也在上升。二是拜登时期美国外交左支右绌，而共和党对于加强美国军工实力的诉求强烈。三是美国对于全球地缘形势的掌控力似乎有所弱化，除美国外的其他经济体对于地缘形势的态度或对能源价格的影响有所加大。

正文

美国大选是2024年市场关注的焦点之一。一方面，选举过程中的各类不确定性，比如近期特朗普遭枪击以及拜登宣布退选等事件，都可能会对金融市场产生短期冲击。另一方面，下一任总统竞选承诺和执政纲领，将会对经济、贸易、监管等诸多领域产生深远影响，从而对市场走势造成持续性的改变。在本文中，笔者将回顾冷战结束后五位总统的政策取向，并结合当时经济情况来观察美股的结构性变化，为投资者提供一个参考的视角。

图表1：冷战后历任总统任期内部分美股行业的相对表现



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

从美股分行业超额收益的角度来看，冷战结束后的五位总统执政期间具有明显的特征。1) 两次技术革命推升的科技股大涨，第一次是克林顿时期，伴随家用电脑和互联网的普及，一系列创新公司出现，改变生活和生产方式。第二次是从奥巴马第二任任期开始至今，伴随互联网从电脑端向手机端的演变，以及围绕手机互联网的产业升级和商业模式变化，一直到最近两年的人工智能突破。2) 小布什时期，对外战争和金

融自由化带来的金融地产相关行业和军工股的上涨。3) 2008年金融危机之后，严监管下金融股表现持续低迷，以及低利率环境下催升对军工红利股的偏好。4) 特朗普时期贸易战继续护航科技，“弱俄”政策延续拖累能源。5) 拜登时期，科技向巨头集中，地缘冲突使能源、军工受益。

图表 2: 冷战后历任总统任期内美股分行业表现

历任总统任期内美股分行业表现								
	克林顿时期	剔除IT泡沫破裂期	布什时期	剔除次贷泡沫破裂	奥巴马时期	特朗普时期	剔除疫情期	拜登时期
开始时间	1993/1	1993/1	2001/1	2001/1	2009/1	2017/1	2017/1	2021/1
结束时间	2001/1	2000/2	2009/1	2007/10	2017/1	2021/1	2019/12	2024/6
标普 500 指数	211%	211%	-40%	13%	176%	63%	42%	47%
通讯	124%	188%	-55%	-21%	72%	28%	7%	42%
可选消费	164%	153%	-44%	8%	346%	94%	46%	14%
必需消费	129%	78%	2%	32%	137%	22%	20%	24%
能源	153%	112%	60%	151%	43%	-45%	-15%	135%
金融	286%	171%	-69%	14%	212%	24%	32%	42%
医疗保健	334%	231%	-25%	3%	167%	65%	46%	27%
工业	210%	160%	-36%	31%	201%	31%	26%	44%
: 国防	224%	127%	9%	87%	222%	19%	57%	54%
科技	653%	1033%	-60%	-21%	275%	169%	91%	91%
材料	46%	45%	0%	112%	156%	36%	18%	25%
地产					201%	21%	26%	5%
公共事业	69%	28%	-25%	11%	70%	26%	31%	10%

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

1. 克林顿时期: 经济繁荣, 但埋下了危机的种子

克林顿时期美国经济繁荣, 支撑了美国股市明显上涨。克林顿总统时期(1993年1月20日-2001年1月20日), 美国股市整体上明显上涨, 标普 500 上涨 211%, 纳斯达克上涨 298%, 背后重要的原因在于美国经济增长强劲。

首先, 苏联解体带来了“和平红利”。苏联解体以及冷战结束, 美国成为全球唯一的超级大国, 美国的实力在克林顿总统阶段进入巅峰。其次, 全球经济贸易一体化进一步深化, 世界贸易组织(WTO)在1995年成立, 取代了关税及贸易总协定(GATT); 北美自由贸易协定(NAFTA)在1994年生效。再次, 美国经济强劲增长。这一阶段美国经济平均增速高于全球, 1993-2000年美国GDP增速平均3.9%, 而全球是3.3%; 同时, 美国GDP占全球比例明显上升, 从1992年的25.6%上升至2000年的30.3%。该阶段是美国经济的繁荣时期, 表现为高增长、低通胀、低赤字、低失业率。偏强的经济基本面以及美国在全球的霸主地位, 给股市带来更多的支撑和信心。尽管美股在1997年亚洲金融危机以及1998年俄罗斯债务危机时期遭遇调整, 但整体上并未改变持续上涨的趋势。

图表 3: 克林顿政府推出国家住房所有权战略, 致力于提高住房拥有率



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

克林顿在竞选期间，提出的经济方面竞选纲领，包括平衡财政预算、降低通货膨胀、降低失业率、推行自由贸易政策等，在执政期间也努力实现了竞选时承诺。具体到股市的不同行业的走势，部分是由于当时经济社会的发展，也有部分是受到克林顿政府政策的影响。从标普 500 的主要行业来看，科技、医疗保健、金融板块均有明显的超额收益。

政策推动 IT 行业发展，叠加冷战结束后军用技术的民用化，IT 行业进入爆发式增长期，科技行业获得超额收益。IT 行业超额收益 441%（相对标普 500），剔除泡沫破灭期（到 2000 年 2 月）超额收益 821%。当时 IT 技术本身进入爆发阶段，同时政府出台了一系列发展 IT 的政策，比如 1993 年“国家信息基础设施”计划、1996 年“下一代互联网”计划、1996 年电信法等，极大推动了 IT 行业的发展以及市场对 IT 的信心。但市场的过度乐观也催生了 IT 泡沫，2000 年开始 IT 泡沫破灭。

与科技行业类似，技术突破也推动医疗保健行业跑赢美股大盘。医疗保健行业超额收益 123%，剔除泡沫破灭期超额收益 19%。基因技术突破等因素给生物科技带来了发展机遇，但也遭遇了生物科技泡沫。

金融管制放开，混业经营模式逐步成熟，金融行业获得超额收益。金融行业超额收益 75%，但剔除泡沫破灭期跑输大盘 41%。一方面是金融管制的放开，克林顿在 1999 年签署“金融服务现代化法案”，废除 1932 年的“格拉斯-斯蒂格尔法案”，混业经营再次蓬勃发展。另一方面是克林顿政府致力于提高住房拥有率，1995 年推出了“国家住房所有权战略”（National Homeownership Strategy），购房政策放松，住房拥有率由 1992 年的 64.1% 升至 2000 年的 67.4%，在金融管制放松下资产证券化也有所加速。

冷战结束使得地缘政治风险下降，能源行业跑输大盘，但反过来倒逼了军工行业通过内部结构调整获得超额收益。能源行业跑输大盘，主要由于油价持续处于低位。海湾战争后，石油生产恢复稳定，同时 OPEC 内部也不团结。而军工行业超额收益 13%，剔除泡沫破灭期跑输大盘 84%。克林顿第一任期内削减国防开支，1992 财年国防开支 2983 亿美元，1996 财年降至 2657 亿美元，这属于冷战结束后的调整，但导致军工企业经营困难，大量军工企业通过裁员、并购等方式应对，比如洛克西德与马丁·玛丽埃塔合并、波音兼并麦道。第二任期后期，由于科索沃战争等因素，国防开支增加，2000 财年国防开支 2944 亿美元，军工股也获得了一些涨幅。

2. 小布什时期：军费扩张和金融自由化催化相应行业出现超额收益

小布什时期政策与经济特征明显，美股分行业走势基本反映了当时现状。小布什于 2001 年 1 月正式就任美国总统，并于 2005 年成功连任。在第一任任职期间（2001.1-2005.1），适逢 2000 年 IT 泡沫破裂后经济处于下行周期，且美国本土遭遇恐怖袭击，内忧外患下，一方面大规模降低个人所得税缓解经济冲击，另一方面大幅度增加军费支出打击恐怖主义，财政政策明显扩张。在第二任任职期间（2005.1-2009.1），在不断放松的金融监管、相对宽松的资金环境和经济整体脱实向虚背景下，美国金融地产经历一轮泡沫化和泡沫破裂的周期。

金融地产与军工股均出现相对标普 500 指数的超额收益，且与地产相关的子行业，比如建筑工程和金属矿物材料等也出现较为明显的超额收益；同时，能源股受益于全球化带来的新兴市场需求爆发，而跟随油价出现大幅上涨。相对而言，IT 泡沫之后估值需要调整，且经济整体脱实向虚，整体来看，科技股相对疲弱。

对外战争推升国防开支，叠加大规模减税，财政再度转为赤字并扩大。2001 年发生 9.11 恐怖袭击后，本拉登被锁定为第一嫌疑人，10 月美国总统小布什宣布对阿富汗进行军事打击。2003 年，美国以“伊拉克拥有大规模杀伤性武器”为由发起伊拉克战争。两场战争大幅提升了美国国防支出。在克林顿执政时期，美国每年的国防支出规模平均约为 2770 亿美元。而小布什上台之后，国防支出开始上升，2001-2008 年均值约为

4623 亿美元，且占 GDP 的比重从 2000 财年的 2.9% 上升至 2008 财年的 4.2%。在增加财政支出的同时，小布什在 2001 年和 2003 年两次推出大规模减税政策，使得联邦财政在维持了四年盈余之后，自 2002 财年起转为赤字并快速上升，2003、2004 年联邦赤字率均达 3% 以上，联邦政务债务也从 2001 年的 54.8% 升至 2008 年的 67.5%。

图表 4：小布什对外两次战争推升美国国防开支



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

金融自由化推升金融、地产泡沫，经济脱实向虚。美国从上世纪 70 年代起开启了金融自由化的进程，并自上世纪 80 年代起逐步放松了对银行业的监管。在 1929 年大萧条后，美国曾出台了《格拉斯-斯蒂格尔法案》，不允许商业银行和投资银行混业。然而，在 1999 年克林顿总统执政期间，通过颁布《金融服务现代化法案》而部分更改了《格拉斯-斯蒂格尔法案》的内容，允许银行、证券和保险等金融机构混业经营，形成金融集团。这为之后结构化衍生品在跨机构之间的快速发展提供了便利。同时，由于 IT 泡沫、911 冲击以及安然事件等，小布什第一任期内，美国政策利率——联邦基金目标利率一度降至 1% 的低位，并维持一年之久。金融监管放松、宽松流动性叠加小布什税改对资本利得税的削减等多因素，共同推升居民和金融机构的风险偏好。居民杠杆率（债务占比 GDP）快速上升，从 2000 年 4 季度的 70.8% 升至 2007 年 4 季度的 98.7%。基于房地产的衍生品也快速发展，为之后的金融危机埋下隐患。

金融地产快速发展的同时，美国制造业却不断外流。制造业增加值占比 GDP 在 2000-2009 年期间降幅达 3.4 个百分点，为上世纪 50 年以来降幅最大的 10 年。同时，非农就业中的制造业就业人数出现大规模的下降，2001-2008 年间，制造业就业人数下降约 433 万人，而 1993 至 2001 年间则为增加约 41 万人。

全球化进程加速，新兴市场需求释放推升大宗商品价格上涨。小布什在任期间，整体执行自由贸易政策，中国于 2001 年底加入 WTO。全球化进程不断推进，全球出口总额在 2003-2008 年间均维持两位数增长。全球化带来新兴市场经济的腾飞，带动全球经济扩张，也从需求侧推升了大宗商品价格的上涨。从 NYMEX 轻质原油期货的年均价格来看，2008 年为 99.75 美元/桶，较 2000 的 30.26 美元/桶上涨了约 230%。

3. 奥巴马时期：科技创新、追逐红利带动相应行业实现超额收益

奥巴马时期，美国经济从次贷危机中逐步修复，金融、医疗、科技等领域改革持续推进。奥巴马作为美国第 56-57 届总统，任期涵盖 2009 年 1 月 20 日至 2017 年 1 月 20 日。执政初期，美国经济仍处次贷危机阴霾，奥巴马政府出台大规模经济刺激方案和金融救援方案，在美联储多轮量化宽松等政策加持下，美国经济从金融危机中逐步修复。同时，奥巴马政府也在加强金融监管、推进医保改革、促进科技创新等领域出台系列举措，助力相应领域的改革推进。

该阶段，美股整体维持“慢牛”，科技、军工录得超额收益。在奥巴马执政时期，美股先于 2009-2010 年从金融危机中修复，在 2011 年明显回调后进入“慢牛”通道。分

板块看，观察 S&P500 行业指数，在整个奥巴马执政时期，科技、军工板块股指分别上涨 275%、222%，录得了不同程度的超额收益。同时，金融、医疗保健、能源板块涨幅分别为 212%、167%、43%。

图表 6: 奥巴马科学技术创新 (STI) 政策 100 例

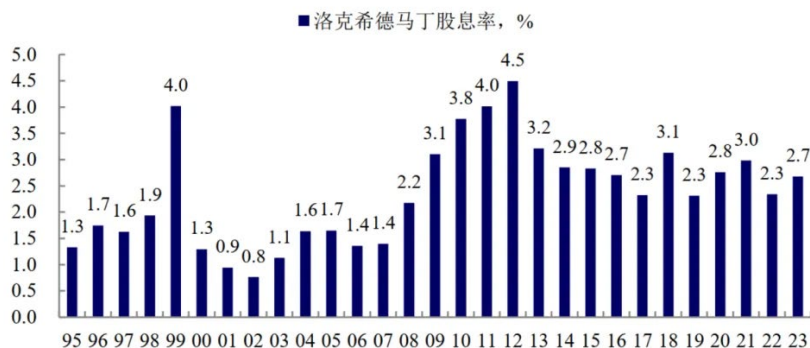
具体领域	案例数
扩大政府层面的科技创新能力和影响力	6
资助和激励研发	4
推动全国创新	5
加强 STEM 教育和劳动力培训	10
利用科学、技术和创新实现教育目标	4
培育未来的产业和就业	7
支持全美创业	6
推动医疗保健和生物经济创新	11
应对气候变化，发展清洁能源，保障环境质量	19
释放信息、通信和计算技术的国家潜力	11
重振美国太空计划	4
参与国际事务并确保国家安全	13

数据来源：美国白宫，兴业证券经济与金融研究院整理

技术创新叠加政策加持，科技行业迅猛发展并在资本市场表现优异。2008 年次贷危机后，宽松的流动性环境为企业融资和 PEVC 发展提供了条件，创新经济表现好于传统经济。在互联网领域，随着 iPhone 推出以及 4G 网络的建设，互联网开始从 PC 端转向移动端，带来了新的商业模式和盈利增长点。与此同时，奥巴马政府大力推出助力科技行业发展的举措，包括奥巴马科学技术创新 (STI) 政策 100 例，也包括对 VR 的推行、对自动驾驶的推行以及对于美国通讯业务基础设施整改的“两推一改”等。这类举措进一步助力了相应产业的快速发展和盈利提升。在该背景下，科技板块开始领涨美股，2012 年 Facebook 上市后，以美国四大科技公司“FANG”¹为代表的科技和互联网企业表现优异。

低利率环境下，红利策略助推军工板块上涨。尽管在奥巴马执政时期，“重返亚太战略”以及从中东撤军等系列外交政策交织，美国国防支出在 GDP 中的占比较上届政府有所回落，但美股军工板块仍然录得了较好的超额收益。其背后对应的可能是金融危机后，在长期低利率环境下，军工股的高股息吸引力进一步上升。以军工巨头洛克希德马丁为例，2009 年-2016 年间，其股息率在 2.7%~4.5% 之间波动，而同期联邦基金利率基本维持在零附近，直至 2015 年底首次加息。

图表 5: 金融危机后的低利率环境下，洛克希德马丁公司仍保持高股息率



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

1 “FANG”是美国四大科技公司，包括脸书 (Facebook)、亚马逊 (Amazon)、奈飞 (Netflix)、谷歌 (Google) 的英文首字母缩写。

4. 特朗普时期：贸易战继续护航科技，“弱俄”政策延续拖累能源

特朗普时期美股延续上涨趋势，从结构表现来看，特朗普时期更像是奥巴马时期的“加强版”。科技行业与能源行业的分化相较奥巴马时期更为明显。而这背后与经济及产业大趋势有关，也与特朗普的政策密切相关。

特朗普继承的美国及全球经济背景是一个资本过剩的大环境。如前所述，从大周期来看，自金融危机之后，美国就面临着经济驱动力缺失的问题。而金融危机之后宽松的流动性环境，为企业低息债务融资以及 PE/VC 等发展创造了良好的环境。因而，自金融危机之后美国经济结构就出现异化，即创新好于传统经济，虚拟经济或金融好于实体经济。这是特朗普上台时面临的大背景，也是促成其上台的主要因素之一²。

特朗普上台后，其政策主张有几条线索。

一是推动企业减税。在其签署仪式上，特朗普称，这是一份有利于中产阶级以及创造就业的法案。事后来看特朗普减税对其任期内推动美国制造业回流、就业增长的作用很小。但减税使得企业更加受益，从行业来看，科技企业及医药企业受益更为明显³，也为企业融资、PE/VC 等助推创新领域营造了一个良好的环境。

二是单方面挑起对华贸易战。其所谓的“初衷”是解决美国贸易逆差的问题，但实际上在其任职期间美国贸易逆差不降反升。而考虑美国本土的制造成本、人力成本，实际上其试图将低端制造搬回美国是不现实的，最终这部分受益的是墨西哥等其他新兴市场。而美国企业真正参与全球竞争的是高端产业，美方通过极限施压、挑起贸易战的方式，打击其他竞争对手，使得美国科技巨头受益。

上述两个线索助推科技股成为特朗普执政期间的最大赢家。从标普 500 的一级行业来看，如果剔除疫情这一特殊时期，跑赢标普的只有 3 个行业，科技、医疗保健、可选消费，分别跑赢标普 500 指数 49 个百分点、4 个百分点、4 个百分点，前两者均属于上述科技、创新领域，而后者也是因为其中包含亚马逊。如果考虑年化收益率，科技股在特朗普任期跑赢指数的斜率甚至大于奥巴马时期，这可能与特朗普为科技巨头营造了一个更有利的外部竞争环境有关。

三是特朗普“美国优先”的外交政策。对美国外交政策最为敏感的是全球能源价格以及能源股，其受地缘政治，尤其是美俄之间的冲突影响明显。而美俄冲突在表现形式上一般体现为两种类型，一是双方在中东等敏感地区激烈对抗，甚至是代理人战争，最典型的如冷战期间的中东战争以及拜登时期的俄乌冲突；二是“弱俄”政策，体现为打压油价，减少俄罗斯收入来源。当前者占据主导时，对油产生推升作用，后者占据主导则反之。冷战结束之后，美俄关系自克林顿时期已开始出现恶化的苗头，但小布什和奥巴马第一任期时期的反恐问题以及金融危机问题，使得美俄关系的恶化有所放缓。而奥巴马第二任期时美欧关系急剧恶化，2014 年乌克兰危机是重要拐点。自 2014 年开始，美国发动一系列对俄经济制裁，奉行“弱俄”政策，油价骤然下跌。

特朗普上台之后，在外交领域一定程度上是奥巴马第二任期的延续及加强，奉行的是“美国优先”，频繁“退群”。在地缘政治方面，特朗普执政期间主要集中在经济领域，而非武装冲突。尽管特朗普本人对于普京表示欣赏，但美国国内反俄情绪高涨。因而特朗普上任之后美俄关系基本延续了乌克兰危机以来持续恶化的态势，而在对全球能源价格影响较大的中东地区，特朗普延续奥巴马时期的局部收缩政策。上述外交政策叠加其“逆全球化”政策使得全球能源价格在特朗普执政期间持续回落，进而美国能源股在这一期间明显跑输。

2 参见 2016 年 5 月 26 日的报告《特朗普、联储与负利率——资本过剩的年代系列报告之二》

3 Institute on Taxation and Economic Policy, Corporate Taxes Before and After the Trump Tax Law, 2024.5

5. 拜登时期：科技向巨头集中，地缘冲突使能源、军工受益

拜登一上台所亟需解决的问题是疫情，供需错配使得能源等与实体经济相关性更强的资产“卷土重来”。尽管拜登上台时疫情带来的冲击已过一年，但疫情所导致的全球经济的供需失衡问题依然存在，发达经济体普遍面临供给不足，全球大宗商品价格上涨。在此背景下，美国经济自次贷危机以来“脱实向虚”不得不中断。能源等与实体经济（尤其是供给不足）相关性更强的资产在拜登上台前（2020年后期）就开始走强，这一趋势在拜登上台初期延续。

拜登上台后，进一步强化“大国竞争”的外交政策，也激化了地缘政治矛盾，能源、军工出现明显的超额收益。拜登依然延续了特朗普回归“大国竞争”的模式，但相较于特朗普，作为建制派的代表，拜登显然更倾向于团结盟友来进行对抗。然而，彼时美欧之间的共识越来越脆弱，马克龙一度指出“北约已经脑死亡”，因而拜登亟需外部因素来统一共识。拜登上台后，对俄立场强硬，在俄乌局势高度紧张之时增加对乌克兰的外交和安全支持。2022年2月俄乌冲突爆发。2022年9月底，“北溪”管道发生爆炸。2022年欧元区从美国进口跃升54%，欧洲对美国的经济（尤其是能源）依赖明显加强。与此同时，全球武装冲突的增加使得美国武器出口激增，2019至2023年，美国的全球武器出口份额从上一个5年的34%增加到42%，美国军工产业生产指数创历史新高。在上述因素的推动下，美国能源股、军工股在拜登任期内均出现明显的超额收益。

拜登强化产业政策，集中资源支持美国科技、新能源。在重塑美国的制造业方面，拜登相较特朗普明显更进一步。首先，拜登延续了特朗普期间的关税政策，联合国际盟友，试图更加系统化地推进发达经济体“小院高墙”的政策。所以，从政策角度，拜登继续营造了一个打压外部竞争对手、有利于美国企业的环境。当然，与特朗普时期一样，考虑到美国的生产成本，对于美国本土企业而言，更加受益的主要集中在美国仍有竞争力的高端产业。其次，相较于特朗普，拜登在“国家资本主义”层面更加明确（参见拜登的《国家安全战略报告》）。拜登通过《通胀削减法案》、《芯片与科学法案》等强化政府力量对于美国科技、新能源产业的支持。

产业政策的引导下，一方面，拜登任期内新能源相关股票有明显的超额收益，如第一太阳能。另一方面，科技股继续面临一个有利的内、外部环境。尽管拜登上任的初期曾对于科技巨头的垄断以及所产生的数据安全问题有所担忧，试图推动监管加强⁴，但最终并没有完全改变监管格局。而随着2023年AI这一创新赛道逐渐清晰，且创新成本不断上升的背景下，科技呈现明显的龙头集中度上升的格局。

6. 美国大选临近，美股结构或再度面临变化

前文通过回顾冷战之后历任总统的政策倾向，可见其对于美股结构变化的影响深远。而近期特朗普枪击事件，民主党换人等可能意味着共和党当选的概率上升。如果特朗普再度当选，可能至少有三个层面的变化值得关注。

一是特朗普对于科技巨头的态度。与上一轮任期所谓“twitter治国”不同的是，“国会山事件”之后特朗普与科技巨头的关系明显恶化，而随着技术进步，防止一家企业过度掌握数据以危害国家安全或大国博弈的重要性及紧迫性也在上升。

二是拜登时期美国外交左支右绌，而共和党对于加强美国军工实力的诉求强烈。从共和党党纲来看，多次提及提升美国军工实力。尤其是在其重要的外交理念“通过力量回归和平”中，“振兴美国国防工业基地”，“确保美国的军队是世界上最现代化、最具杀伤力和最强大的力量”，“优先发展国防关键产业”等被多次提及。

三是美国对于全球地缘形势的掌控力似乎有所弱化。如前所述，全球能源价格以及美国能源股受全球地缘政治形势影响较大。然而近年一系列事件指向美国对于地缘

4 参见2021年7月12日的报告《美国反垄断的“名”与“实”——大国数据博弈系列（二）》

政治的掌控力似乎有所弱化，除美国外的其他经济体对于地缘形势的态度或对能源价格的影响加大。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。