

EPS 衰退时的美股表现

证券研究报告

2019 年 04 月 19 日

本轮美股 EPS 衰退会有多严重

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 联系人
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

从历史角度看, 美股 EPS 同比增速为负的时间段, 美股表现大都不佳。美股 EPS 衰退的程度 (时长和回撤幅度) 取决于美国经济后周期背景下 PPI 是否快速上行, 通过成本和财务费用恶化利润表; 而 PPI 拐点与产量拐点的先后关系可以揭示当前 PPI 上行是否是企业利润恶化的主要因素。

本轮 EPS 的衰退会好于互联网泡沫和金融危机, 但比 14-15 年和 98 年更为严重。我们预计 EPS 下行还将持续 4-5 个季度, EPS 同比增速单季最低-10%~-20%, 美股最大回撤 15%~30%。

风险提示: 海外经济超预期回升; 贸易战给美国带来超预期利好

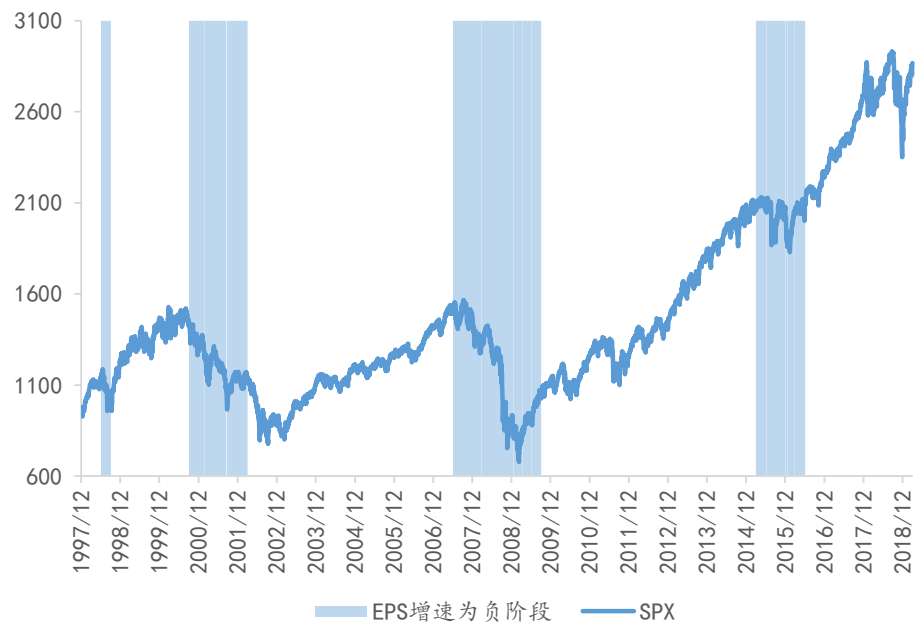


4月中旬起，美股持续一个月的一季度业绩期即将开启。根据 Factset 汇总的一致预期，一季度标普 500 指数 EPS 同比增速可能会掉入负区间（-3.9%），为 2016 年中上一轮全球同步复苏以来首度出现负增长。回顾美股历史上业绩负增长的宏观背景和股市表现，我们认为本轮美股业绩衰退会弱于互联网泡沫（00-02）和金融危机（07-09），但比上轮周期（15-16）更为严重，因此提示美股风险。

一、历史上美股 EPS 衰退期的宏观背景与美股表现

从历史角度看，美股 EPS 同比增速为负的时间段，美股表现大都不佳。

图 1：美股 EPS 同比增速为负阶段，美股表现大都不佳



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

1.1. 1998Q3：EPS 下降 5.7%，SP500 下跌 11.5%，最大回撤 19.3%

1996 年初，美国经济开始强劲复苏，美元走强对新兴市场形成了一定压力。1997 年开始，**亚洲金融危机爆发**，大宗商品价格（CRB）在 1997 年初开始同比负增长，美国工业品价格指数（PPI）亦同步见顶回落。但商业周期见顶滞后，工业产值同比增速在 98 年初才见顶，此时成本（PPI）已大幅下降，对企业利润率下滑形成缓冲，因此 EPS 增速在 98 年 Q3 才软着陆（-5.67%），当季标普 500 下跌 11.5%，期间最大回撤 19.34%。

1.2. 2000Q4-2002Q1：EPS 最多单季下降 26%，SP500 下跌 17.9%，最大回撤 32.8%

对亚洲金融危机外部冲击的担忧和美国经济的下行促使美联储从 1998 年夏天开始连续降息至 1999 年中。美国在 98 年底止住下滑，跟随海外经济反弹。1999 年，美国经济出现过热迹象，互联网热潮推动投资增长，GDP 强劲，失业率降至 4%，PPI 从 98 年底的 -3.3%回升至 2001 年初最高的 9.1%。1999 年-2000 年，美联储 6 次加息至 6.50%。2000 年，美国企业利润在一季度开始迅速下滑，设备投资随之回落；企业规模扩张的放缓，以及美联储货币政策的收紧，显著打压美股估值。盈利和估值的双重承压，最终导致美股在 2000 年见顶回落、互联网泡沫破灭。EPS 自 2000 年 4 季度开启连续 6 个季度的负增长，期间美股下跌 17.9%，最大回撤 32.76%。

1.3. 2007Q3-2009Q3：EPS 最多单季下降 33%，SP500 下跌 36.1%，最大回撤 56.78%

2001 年-2003 年，美联储持续降息，居民受低利率环境的“鼓励”开始大举买房，逐步形成“房价涨—举债买房—房价涨”的加杠杆路径。新兴市场特别是中国的高速发展推动了

21 世纪初的商品大牛市。受输入性通胀影响，美联储在 2004 年 6 月至 2006 年 6 月连续 17 次加息至 5.25%，房价从 2006 年 7 月开始止涨转跌，美国居民和金融机构财务状况恶化。尽管美国经济基本面自 05 年开始回落，海外经济的强劲、商品的供给短缺推升美国 PPI 同比从 06 年底的-2.4%上升至 08 年中的 17.4%，企业利润在利润率、产量的恶化下大幅回落。随着房价迅速下跌，银行选择提高贷款利率和减少贷款数量，致使金融市场流动性不足，信贷收缩逐渐演变成金融危机。美股 EPS 增速自 07 年 Q3 连续下滑 2 年，期间标普 500 指数下跌 36.1%，最大回撤 56.78%。

1.4. 2015Q2-2016Q2：EPS 最多单季下降 6.6%，SP500 微涨 1.92%，最大回撤 14.16%

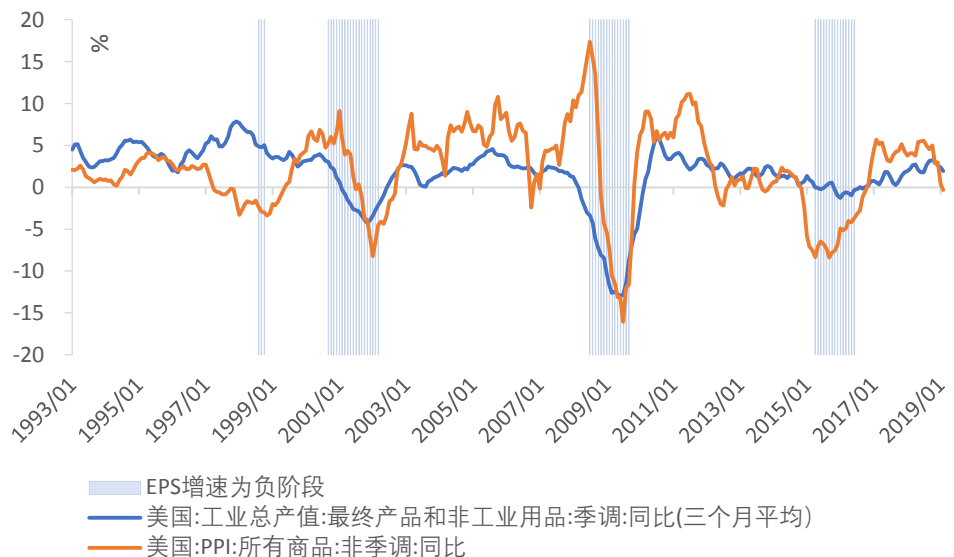
2014 年伊始，美联储退出 QE 和重启加息的预期增强，过剩资金开始从产能过剩的新兴市场撤出，大宗商品价格开始暴跌，且页岩油技术革命使原油价格几近腰斩，美国 PPI 自 2014 年年中开始迅速回落。

与 1998 年类似，美国商业周期见顶滞后于 PPI，PMI、工业产值、产能利用率等数据在 2014 年四季度见顶。PPI 并不是导致利润率下降的主要因素，**相反 PPI 的快速、大幅度下行（成本端）支撑了企业利润率在 15Q2 前维持在较高的位置上**。2015 年中开始，大宗商品价格和 PPI 筑底，美股利润率开始下滑，叠加周期性的产量收缩，美股 EPS 自 15 年 Q2 开始连续 4 个季度的衰退，衰退比较温和（最低-6.6%），期间标普 500 指数上涨 1.92%，最大回撤 14.16%。

1.5 四次美股 EPS 发生衰退时的规律

（1）四次 EPS 衰退期间，量和价的表现截然不同。工业产出（量）均早于 EPS 衰退时点下滑，标志着经济周期和企业需求端的下行早于企业盈利的下行。而 PPI（价）的表现则有所不同：1998 年与 2015 年的 EPS 衰退期开始之前 PPI 已转负；而 2000 年和 2007 年的 EPS 衰退期开始之后 PPI 尚未见顶。

图 2：4 次 EPS 衰退时工业产出均下滑，但 PPI 同比表现不同

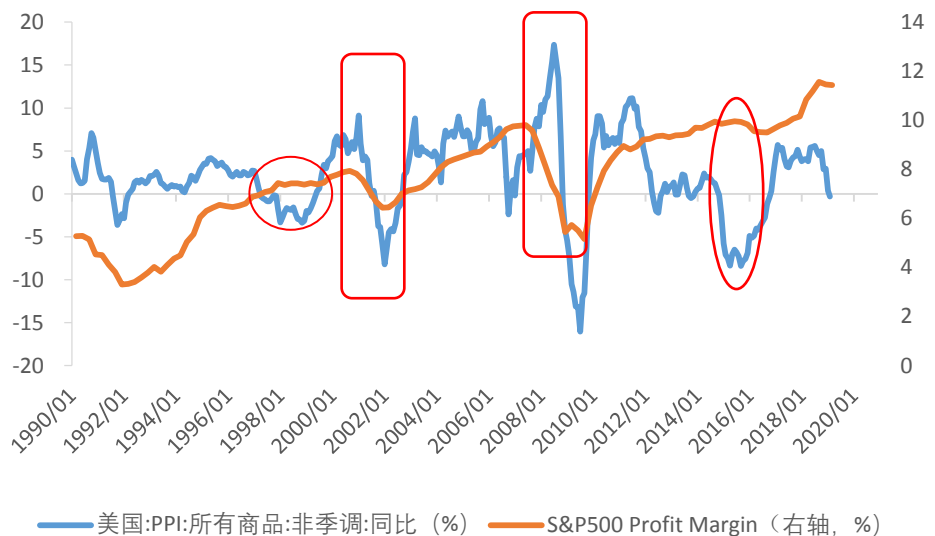


资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

（2）PPI 上行期的 EPS 衰退往往更深。周期下行的背景下，企业对消费者的议价能力下降，如果 PPI 输入性上升，高昂的成本难以转嫁到消费者部门，企业往往需要降价牺牲利润率换取销量。因此，2000 年与 2007 年由于 PPI 高企，美国企业利润率大幅下滑，美股 EPS 的衰退也更为显著，而 1998 年与 2015 年因为 PPI 下降，利润率几乎保持不变，EPS 衰退

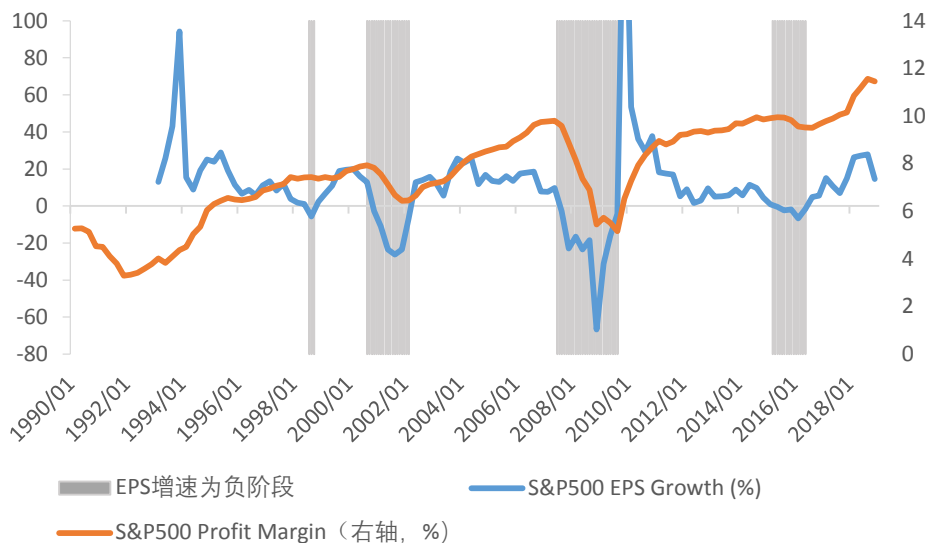
也比较温和。

图 3：在经济周期末尾，PPI 上行过快过高会降低企业利润率



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

图 4：1998 年与 2015 年美国商业周期向下，但利润率几乎不变，EPS 衰退也比较缓和



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

（3）过去四次美股 EPS 衰退期的第一个季度，美股表现为下跌或微涨，基本没有投资价值。除了 2015 年之外的三次 EPS 衰退期，美股表现最差的季度发生在 EPS 跌幅最深的当季。

表 1：EPS 衰退时标普 500 指数表现

EPS 增速为负的阶段	98Q3	00Q4-02Q1	07Q3-09Q3	15Q2-16Q2
SPX 区间涨跌幅	-11.45%	-17.88%	-36.1%	1.92%
SPX 区间最大回撤	-19.34%	-32.76%	-56.78%	-14.16%
	-11.45%	-8.07%	0.48%	0.17%
	(-5.67%)	(-2.71%)	(-2.87%)	(-0.50%)
SPX 季度涨跌幅				
（EPS 季度增速）		-9.58%	-5.09%	-7.58%
		(-11.08%)	(-22.90%)	(-2.32%)
		6.86%	-8.60%	6.24%

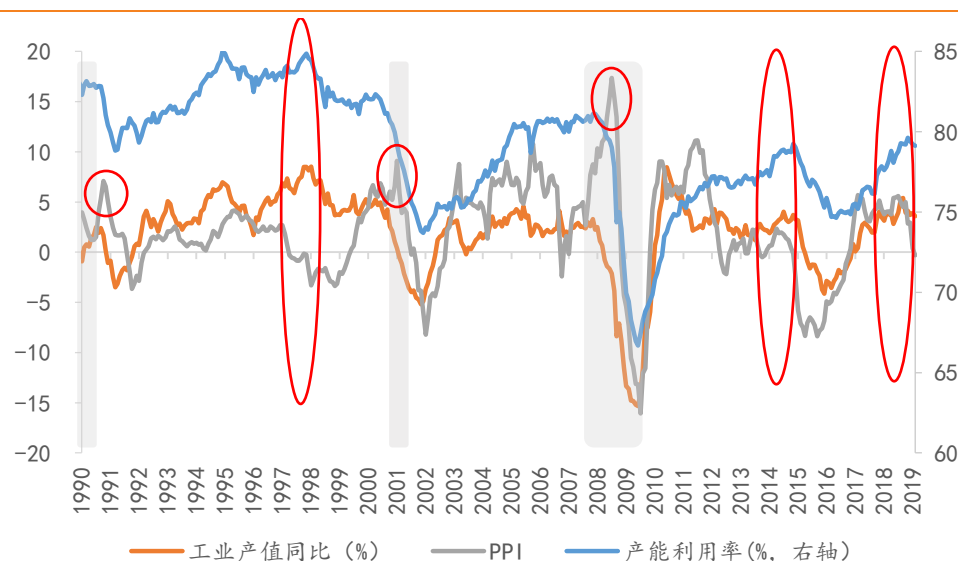
(-23.50%)	(-16.55%)	(-1.84%)
-15.83%	-6.58%	2.34%
(-26.21%)	(-23.49%)	(-6.62%)
10.55%	-9.23%	1.26%
(-23.48%)	(-18.51%)	(-1.67%)
-0.63%	-22.20%	
(-6.64%)	(-66.77%)	
	-14.37%	
	(-31.28%)	
	13.35%	
	(-16.04%)	
	14.49%	
	(-4.25%)	

资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

二、本轮美股 EPS 的衰退会有多严重？

可以看到，美股 EPS 衰退的程度（时长和回撤幅度）取决于美国经济后周期背景下 PPI 是否快速上行，通过成本和财务费用恶化利润表；而 PPI 拐点与产量拐点的先后关系可以揭示当前 PPI 上行是否是企业利润恶化的主要因素。

图 5：剧烈的 EPS 衰退 PPI 高点晚于产量拐点，温和的 EPS 衰退则反之



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

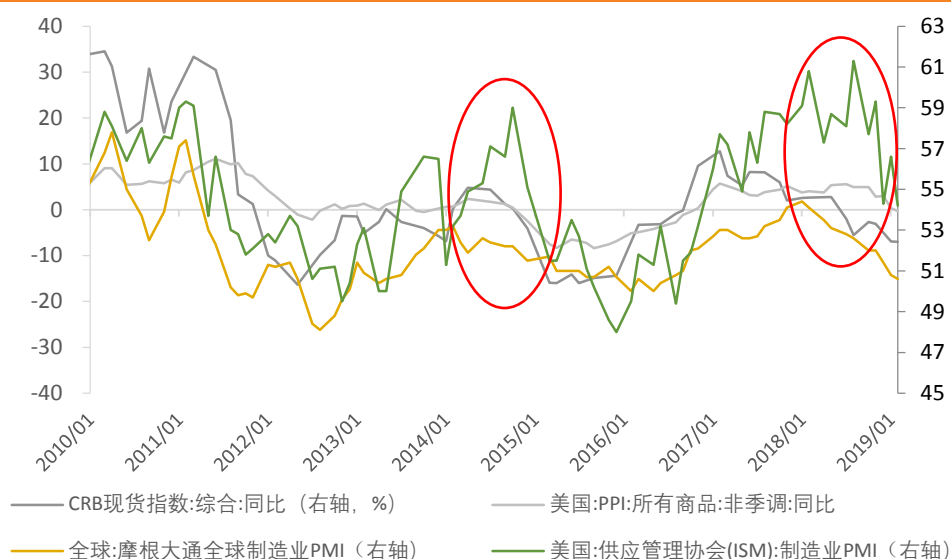
注：阴影部分为 NBER 定义的美国经济衰退期

1998 年与 2014-15 年类似，美国经济周期与海外经济周期发生错位的背景下 PPI 主要因为海外因素提前回落，美国的 PMI、工业产值和产能利用率（量）刻画商业周期拐点则滞后。PPI 并不是导致利润率下降的主要因素，相反 PPI 的快速、大幅度下行（成本端）支撑了企业利润率在一个较高的位置上，与需求下行导致销售价格下滑形成了对冲，因此与互联网泡沫和次贷危机期间利润率大幅下滑相反，98 年和 14-15 年美股的利润率基本保持不变，EPS 同比增速最低为 -5.8% 和 -6.6%（vs 互联网泡沫 -26% 和次贷危机 -33%）。

本轮经济周期与 2014-15 年有一定相似之处——美国经济顶点约落后全球经济 2~3 个季度，CRB 同比在 17 年即见顶，但原油价格同比因为供给因素在 3 季度才触顶，综合来看

美国 PPI 在三季度见顶。我们在《几个维度看年初以来的美国经济》判断美国经济周期拐点已现，美国工业产值和产能利用率均在去年 Q4 出现拐点。

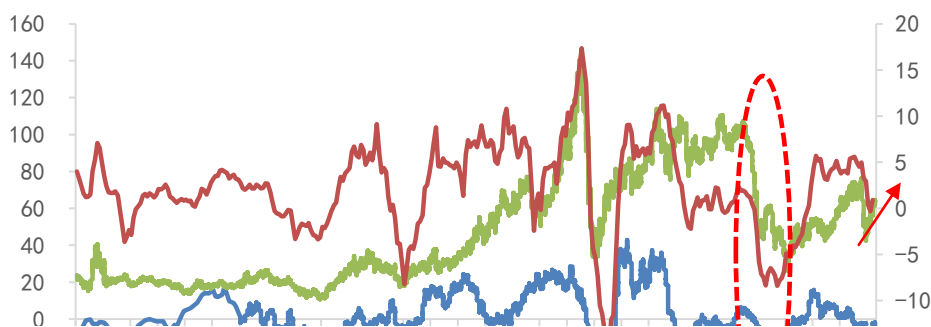
图 6：2014 年、2018 年美国经济与世界经济错位



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

不同的是，上一轮周期（2014-2015）去库后，新兴市场的产能扩张不足（中国供给侧改革），叠加铜产量收缩、淡水河谷溃坝和原油 OPEC+ 削减产量，导致本轮全球大宗商品价格以及 PPI 具有较强韧性。由于去年下半年基数较低，若海外大宗价格维持目前水平或走高，美国 PPI 将在下半年企稳回升；而产成品价格则受美国需求影响，滞后美国制造业 PMI 约一年左右，从 PMI 走势看产成品同比将在未来半年下滑。收入端与成本端的走势背离届时将进一步降低企业利润率。

图 7：海外大宗价格走势主导美国 PPI:所有工业品同比走势



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13031

