

美股：回光返照后重新选择方向

证券研究报告

2019 年 03 月 12 日

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

美国经济的加速放缓会显著影响企业的盈利，19 年年美股业绩存在负增长的风险，市场预期可能大幅下修。

货币政策宽松基本被定价，事件性的潜在利多预期面临兑现，风险偏好近期可能已无再提升空间，反而有反转可能。

提示美股风险，以当前点位计算，美股到年末大致有-13%~-23%的下跌空间。

风险提示：货币政策不确定性；中美贸易摩擦不确定性



我们在去年报告《**Riskoff：四季度全球大类资产配置**》《**再论美国经济何时见顶——兼论美股美债的分歧**》中指出：**缩表是导致本轮周期美股提前下跌的诱因**，而在今年初美联储对缩表的态度发生了剧烈转向：缩表将在年内结束。去年四季度全球各类资产价格共振下跌带来的估值大坑顺势迎来一波超跌修复的行情。

今年以来，美联储的前瞻性指引具有两面性：一方面强调经济强劲，另一方面对货币态度宽松，这两者本质上相互矛盾但并不同步——数据将差未差时政策已转向呵护，因此股债市场走出了一波双牛。

站在当下时点，我们认为美股的下跌修复接近尾声：诸多货币政策、事件性的潜在利多预期基本被市场定价，当预期兑现后，风险偏好难以继续上行；下一阶段的风险将回到业绩基本面。

图 1：标普 500 周期/防御表现与美债收益率的再次分歧



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

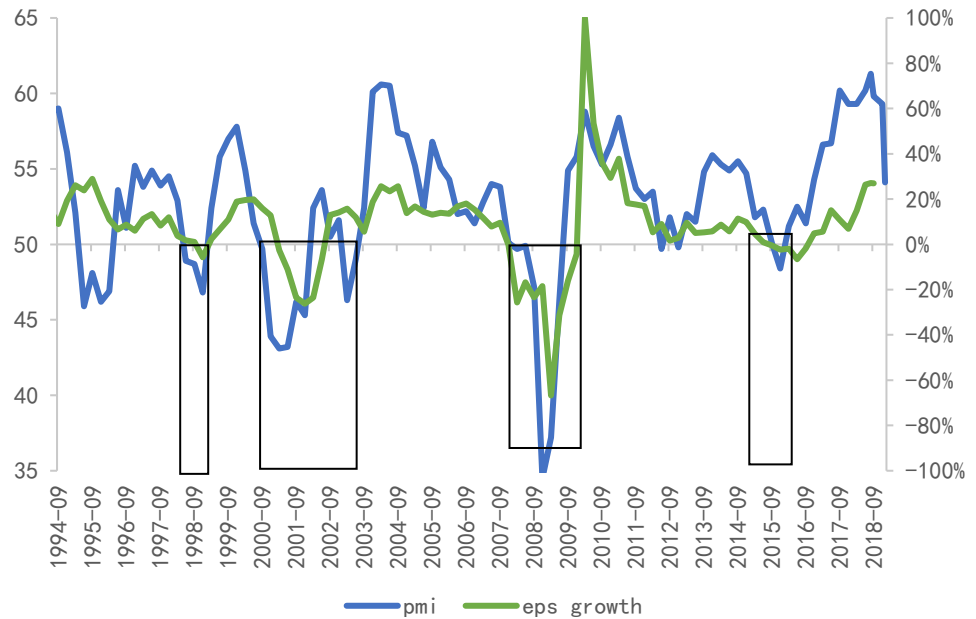
1. EPS 预期过于乐观

1.1. 2019 年美股 EPS 可能是负增长

本轮美国经济商业周期的拐点出现在 2018 年 3-4 季度，库存、产出、投资的拐点已经明确出现，GDP 增速进入回落阶段，消费和就业的拐点可能已经出现，需要数据持续确认。美国经济所处的阶段可能比联储和市场预想的更晚周期，未来 1-2 个季度经济数据可能出现快速下滑。（《几个维度看年初以来的美国经济——美国经济进入加速回落阶段》）。

美国经济的加速放缓会显著影响企业的盈利。美国制造业 PMI 领先美股 EPS 增速 1~2 个季度，且 PMI 低于 50 时，EPS 大概率会负增长。美国 1 月制造业 PMI 指数从 12 月 59.3 大幅下滑到 54.1，根据 FactSet 调查，分析师对今年一季度的业绩增速预期已调至负区间。历史上看，美股业绩单边下行期大概 6-7 个季度，去年 3 季度确认本轮周期 EPS 增速高点，根据推算，EPS 增速的底部大概出现在 2020 年中，因此我们认为 19 年美股业绩很难达到 7.5% 的预期增速，相反，存在负增长的风险。

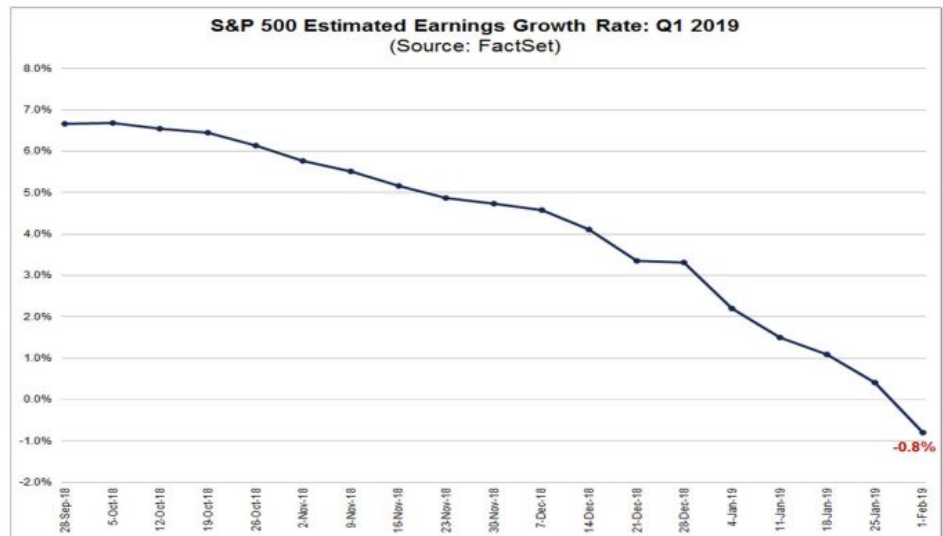
图 2：PMI 是 EPS 增速（右轴）的领先指标，且低于 50 时，EPS 大概率会负增长



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

*2010/3 月 EPS 增速做了 outlier 处理

图 3：对 2019Q1 盈利增速预期已下调至负区间

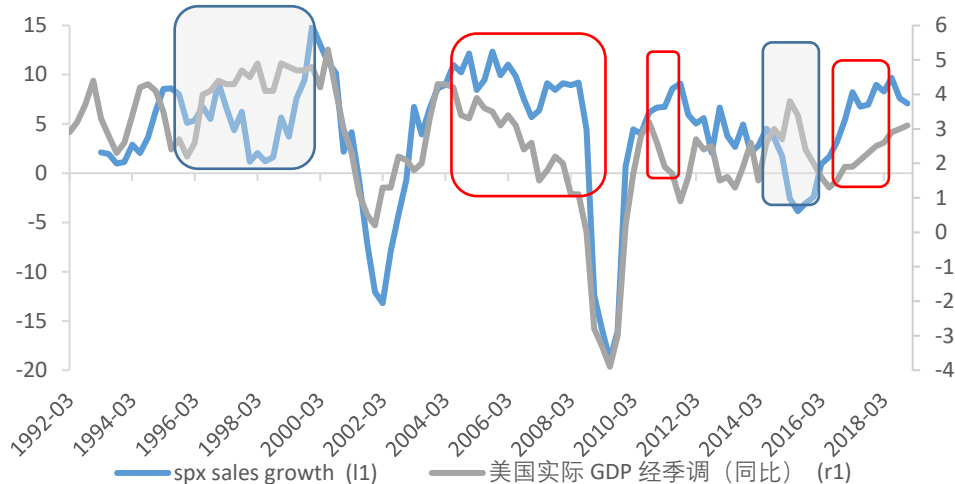


资料来源：FactSet，天风证券研究所

1.2. 海外经济拖累美股业绩

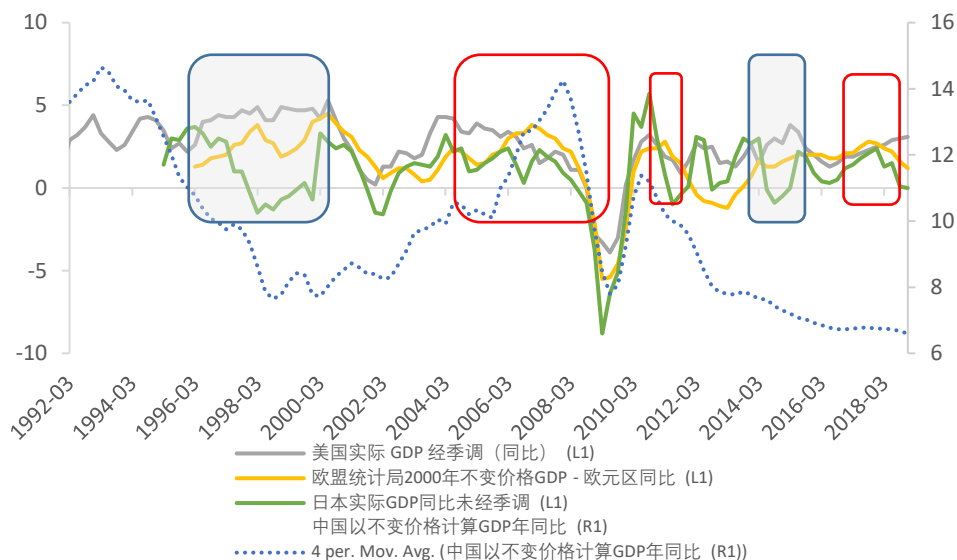
今年的海外经济可能反而会拖累美国企业的业绩（销售收入和利润）。标普 500 中 44% 的收入来自于海外，因此当海外经济表现较好时，美国企业的收入往往相对美国经济有更好表现，例如 05-08 年，10-11 年，以及 17 年-18 年上半年。反之，其他经济体陷入低迷时，则会拖累标普 500 的收入，例如 98-99 年和 14-15 年的中国和日本。今年的海外经济可能反而会拖累美国企业的销售：去年下半年伊始，海外经济开始下滑，美国贸易出口同比增速从年中的 5.7% 下滑到年底的 0%。全球 PMI 的持续下滑指示海外经济将继续拖累美国销售：中国经济预计继续下行在四季度企稳，日本则会受中国需求下滑影响，且在 2014 年后再度调高消费税，预计经济仍难有起色；此外，相比 98-99 和 14-15 相对稳定健康的增长，欧洲经济当前仍处于下行探底期。

图 4：标普 500 收入增速(左轴，%)与美国 GDP 增速(%)的背离和海外经济有关



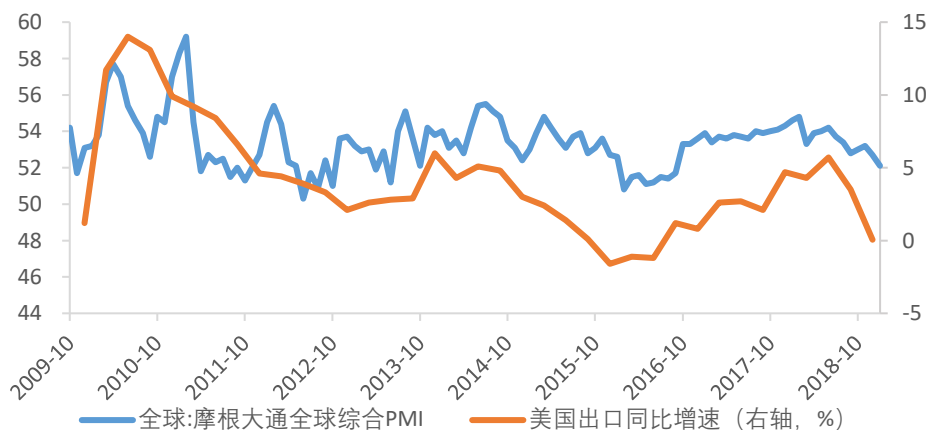
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 5：美国经济增速(%) vs 与其他国家经济增速(中国：右轴，%)



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 6：美国出口会继续沿着周期轨迹下行



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

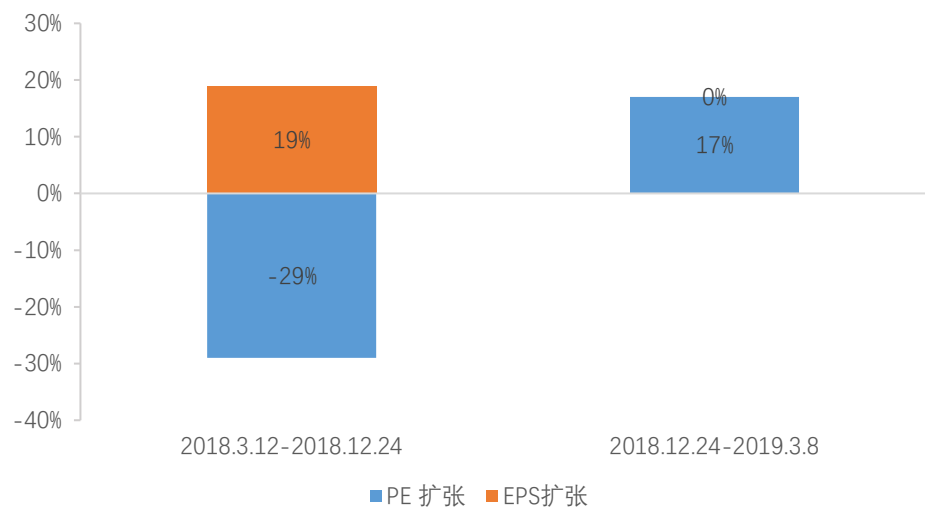
总的来说，按照历史规律，19 年美股的 EPS 增速很可能为负增长，目前的市场预期有大幅向下修正的可能。

2. 估值难以继续扩张

2.1 货币政策转向已被充分计价

今年以来的美股上涨主要源于估值的扩张，去年底以来的指数反弹（+17%）基本由估值扩张贡献（TTM PE +17%），EPS 贡献为 0。估值提升主要因为两方面：一是美联储货币政策态度转鸽推动的流动性预期转向，二是中美贸易谈判乐观的情绪发酵。

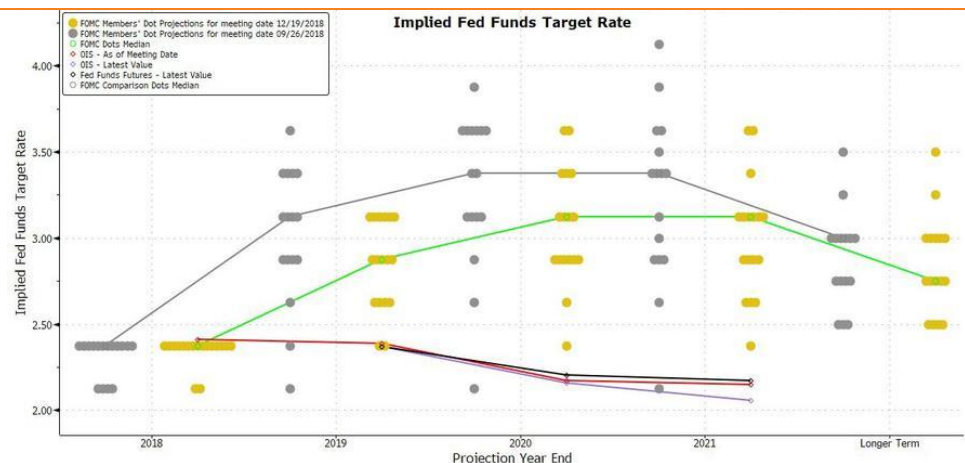
图 7：SPX 涨幅分解：去年底以来的指数反弹（17%）基本由估值扩张贡献（TTM 17%）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

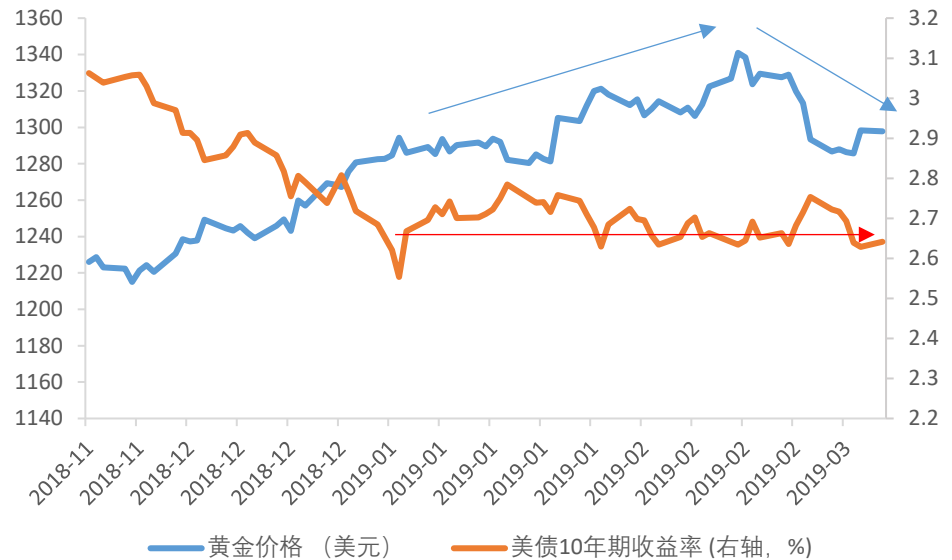
我们在《几个维度看年初以来的美国经济——美国经济进入加速回落阶段》中论证：美联储大概率在今年不加息，但当前市场已经对不加息预期充分计价。联邦利率期货隐含的 2019 年末和 2020 年末的联邦基金利率目标区间分别为 2.25%-2.5%和 2%-2.25%，意即市场预期 2019 年联储既不加息也不降息，2020 年降息一次。近期黄金价格在联储表态没有明显变化的情况下从高位回落亦说明宽松预期已经被充分定价。接下来市场将等待 3 月下旬的 FOMC 会议确认利率政策，交易上可能出现“买预期、卖事实”的行为。

图 8：市场预计 19 年联储不加息，2020 年降息一次



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 9：货币政策预期无法再宽松，近期黄金价格从高位回落



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2.2 薪资增速和不确定性消除可能使联储态度发生摇摆

另一方面，由于市场的预期在今年联储不会加息这一侧，经济数据的风吹草动仍可能让联储的态度有所摇摆，从而对市场形成冲击。例如：薪资增速长期在 3% 以上徘徊可能会引发市场对通胀的担忧，虽然我们在《几个维度看年初以来的美国经济——美国经济进入加速回落阶段》中论证薪资增速对通胀的实际传导可能要到今年 4 季度才会发生，而届时联储受制于经济下行将不予考虑加息；今年以来联储格外重视的金融市场“不确定性”下降后，联储对“保持耐心”的表述也可能发生变化。

2.3 基本面恶化后，货币宽松也会估值收缩

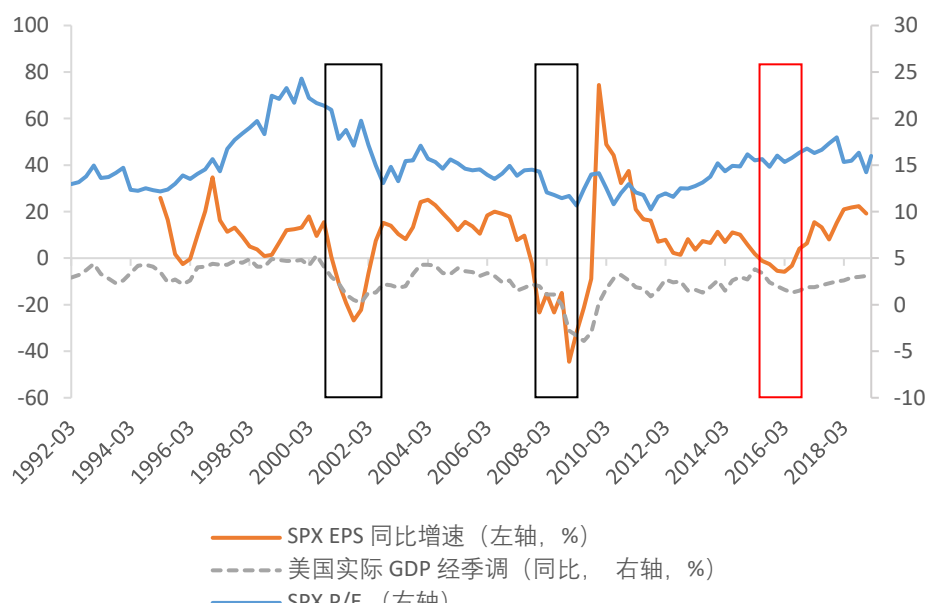
那么货币政策会不会进一步超预期支持估值扩张呢？每一轮周期加息末端，当美联储向市场传递宽松信号后一年内，美股大都表现不错，其本质的原因是：美联储的货币政策具有一定前瞻性，在货币政策转向初期，经济和股票业绩还没有恶化，这时 EPS 和 PE 可以同步扩张。但当经济开始加速下行，业绩增速转负后，市场更关心基本面的恶化，即使货币宽松，PE 估值往往也会收缩。例如之前两个加息周期，在联储停止加息后，分别过了 6 和 14 个月联储开启第一次降息，在此期间，EPS 增速分别从 9.6% 和 20% 下滑到 0.6% 和 -2.4%，Forward PE 估值基本维持不变（~21/~14），标普涨跌幅分别为 -10% 和 19%。当联储开始降息后，标普 500 开启单边下行行情，EPS 增速从 0.6% 和 -2.4% 下滑到最低 -26.7% 和 -44.5%，PE 分别从 21/14.5 倍下滑到最低 13/10.6 倍。

图 10：美联储停止加息后标普 500 两年内走势



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 11：一般而言经济下行期，股票估值也会收缩



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_13732

