

资产轮动，谁将乘风破浪？

摘要

- **美股短期配置价值降低。**2022年初至今，美股大致呈波动下降趋势，在通胀攀升企业成本压力增大、供应链中断及加息等负面影响下，美股承压形势明显。美股公司一季报披露的积极业绩抵消不了诸多不确定性因素，股价平均呈下跌趋势。从业绩发布后的股价反映看，在业绩显示获得正收益的公司在公布业绩的后两天股价平均下跌了0.5%。见微知著得从2022年一季度美股公司的业绩发布会来看，公司担心四大宏观问题：其一，对于经济增速放缓及后续经济增长压力加大的担心；其二，不断上升的成本给企业利润增长产生压力；其三，逆全球化趋势使得公司更将注意力放在其国内市场；其四，供应链风险持续对公司运营带来阻碍。通过梳理美股在衰退时期的表现，短期美股或仍呈现下降趋势，中期情况或有所改善。
- **中长期美债配置价值升高。**受通胀攀升和美联储加息双重影响，不同期限的美债收益率攀升，但5月加息后不同期限美债的表现不同，且国债与信用债之间的表现也有差距，中长期收益率整体下降，一定程度上受到美国中期经济增长放缓预期的影响。从美债收益率近期变化可看出，市场开始交易美国经济放缓预期。美国2022年下半年经济放缓的预期较足，6、7月加息维持50个基点的预期较充足，短期收益率仍有较大的上升空间，长期收益率上升幅度或较小。预计2022年下半年，相较短期美债，中长期美债的配置价值较高。且近期整体资金流出长期TIPS，未来此趋势或在短期持续。受地缘政治冲突、企业成本压力较大、美联储加息因素等影响，美国公司债信用利差正扩大，尤其是评级较低的债券，评级较高的债券配置价值相对更高，MBS中期或有所改善。
- **海外变化对于国内影响几何。**美国宏观经济及资本市场主要资产类别的变化也将对我国产生联动影响，重点关注宏观因素上供应链恢复情况、美国的关税政策、美联储货币政策等将对国内经济和资产表现的影响。首先，全球供应链紧张短期或仍将持续，四季度可能有所好转，但完全恢复需要更长时间，对于国内来说喜忧参半。一方面俄乌冲突对我国部分产品出口形成一定支撑，但原材料价格上涨也影响到国内的部分产业；另一方面，需要注意国内疫情政策对于供应链产生的压力；且后疫情时期，多国制定针对产业链和供应链的政策。其次，美国可能取消全部/部分关税，对我国出口有一定拉动效果，但幅度或有限。第三，美国货币政策变化及美债收益率上涨对我国国债影响或有限，短期仍对人民币汇率有影响。第四，商品价格短期仍在高位，中期或有所回落。
- **资产轮动的齿轮转动。**2022年下半年美国的情况大概率是通胀下行，经济增速放缓，若经济实现软着陆，美股或迎来反弹，但目前公司担心的供应链问题、逆全球化问题下半年明显缓解的几率较小，经济仍有衰退风险，若美国进入衰退周期，债券的配置价值逐渐上升。综合看美股短期仍有压力，中期有改善可能；美国长期国债的配置价值升高，公司债中投资及债券或评级较高的债券更有吸引力。下半年中国有望逐渐进入复苏周期，股市配置价值将有所回升。
- **风险提示：**地缘政治冲突加剧、美国经济下行超预期、海外收紧加快等。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 国内政策红利加速释放，海外地缘局势加剧动荡 (2022-05-20)
2. 把握“稳”的内涵和后续发力——4月经济数据点评 (2022-05-16)
3. 等待“黎明”的前一秒——4月社融数据点评 (2022-05-13)
4. 政策加力“松绑”持续，美国通胀回落不及预期 (2022-05-13)
5. 二师兄醒了，超预期上行能否持续？——4月通胀数据点评 (2022-05-10)
6. 疫情之下，如何展望财政加力？ (2022-05-10)
7. 多重压力下的外贸，意料之中与预期之外——4月贸易数据点评 (2022-05-10)
8. 放长视角，细说人民币汇率趋势 (2022-05-06)
9. 假期房地产数据仍弱，期待未来政策提振 (2022-05-06)
10. “宁静”的假期，全球紧缩继续蔓延 (2022-05-05)

目 录

1 美股短期配置价值降低.....	1
1.1 当下美股公司担心的四大问题.....	1
1.2 从历史的角度看美股趋势.....	4
2 中长期美债配置价值升高.....	6
2.1 加息下的美债收益率变化.....	6
2.2 美国公司债，投资级 VS 高收益	7
3 海外变化对于国内影响几何.....	8
4 资产轮动的齿轮转动	11

美联储 3 月加息开启，5 月更是加大加息幅度，全球紧缩浪潮前浪已至，伴随疫后恢复的分化、供应链紧张问题仍存、通胀攀升再加上地缘政治风险冲击，全球资产轮动的齿轮转动。本篇专题从美国主要大类资产出发，探索未来权益与固定收益的配置价值变化，之后再视角回归国内，审视海外不稳定事件对于国内资产的影响及资产轮动的节奏。

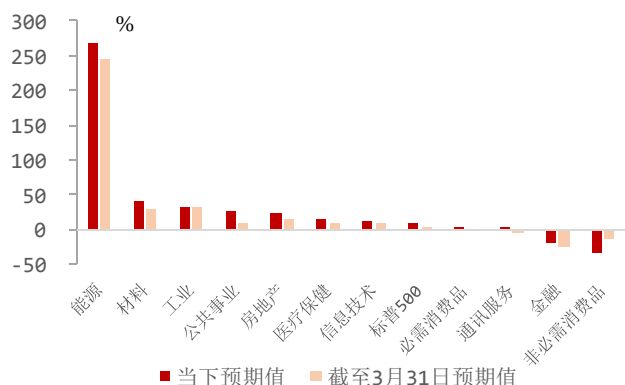
1 美股短期配置价值降低

2022 年初至今，美股大致呈波动下降趋势，标普 500 指数从 1 月 3 日收盘 4795.56 点跌至 5 月 20 日收盘 3901.36 点，期间跌幅达到 18.65%。在通胀攀升企业成本压力增大、供应链中断及加息等负面影响下，美股承压形势明显。

1.1 当下美股公司担心的四大问题

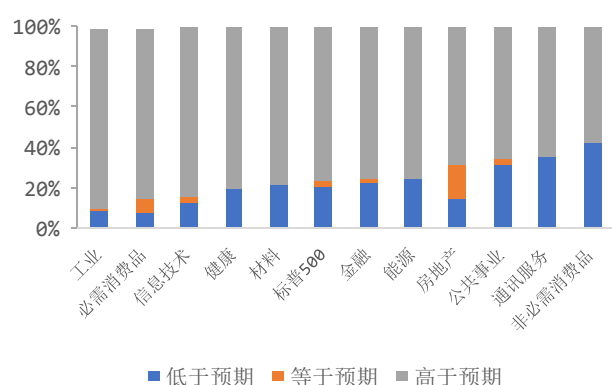
美股公司一季报披露的业绩抵消不了诸多不确定性因素，股价平均呈下跌趋势。截至当地时间 5 月 20 日，95% 的标普 500 指数成分股公司都披露了第一季度收益，其中 77% 的公司报告的实际每股收益高于平均每股收益估计值，从已披露 2022 年一季度业绩的公司看，标普 500 指数成分股每股收益超过预期的公司比例与 5 年平均水平相当，但略低于 5 年平均水平。从盈利情况本身看，已公布业绩的标普 500 成分股公司公布的每股收益增长 4.6%，若再综合考虑未公布业绩公司的预期值，此数值能上升至 9.1%；从盈利超预期程度看，已发布业绩的公司每股收益比预期高 4.7%，但此数值低于 5 年平均（较预期高 8.9%）的水平，也是自 2020 年第四季度以来的首次个位数盈利增长。一方面与高基数效应有关，另一方面也与不利的宏观环境如加息、地缘政治冲突、高通胀等有关；从行业盈利表现看，11 个板块中有 9 个报告每股收益同比增长，以能源、材料和工业板块为首，平均每股收益分别同比增长 268.2%、42.1% 和 33.5%，公用事业、房地产次之，同比增长也都超过 20%，此外医疗保健、信息技术板块盈利增长超过标普 500 整体，但通信服务、金融、非必须消费和日用品的盈利增长都不及标普 500 整体；从行业盈利超预期程度来看，医疗保健、信息技术行业报告的每股收益超预期程度较多，而非必需消费品行业的企业业绩不及预期幅度较大；从业绩发布后的股价反映看，在业绩显示获得正收益的公司在公布业绩的后两天股价平均下跌了 0.5%，而根据往年经验，以往获得正收益的公司在公布业绩后连天股价会平均上涨 0.8%。这是自 2011 年第二季度(-2.1%)以来，标准普尔 500 指数成份股公司季度公布业绩后平均负面股价反应最大的一次。与此同时，业绩披露不及预期的公司在公布 2022 年一季度业绩后两天股价平均下跌了 5.4%，这个降幅也远超历史业绩不理想公司在同一时间段 2.3% 的降幅。另外，营收方面，73% 的标普 500 指数成份股公司公布的实际营收高于预期，高于 69% 的 5 年平均比例。公司公布的营收较预期高出 2.7%。

图 1：2022 年 1 季度标普 500 不同板块 EPS 预期增长情况



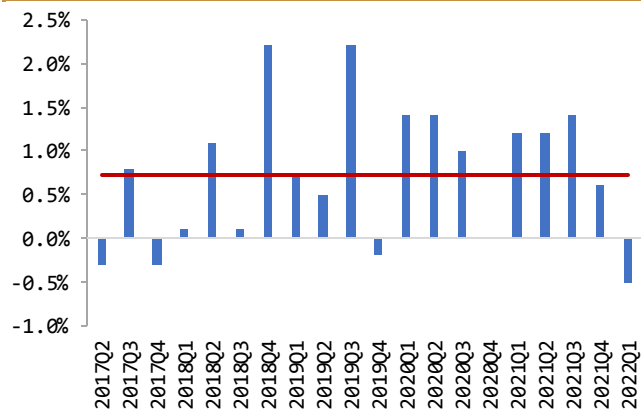
数据来源：Factset、西南证券整理

图 2：2022 年 1 季度标普 500 不同板块 EPS 增速与预期的关系



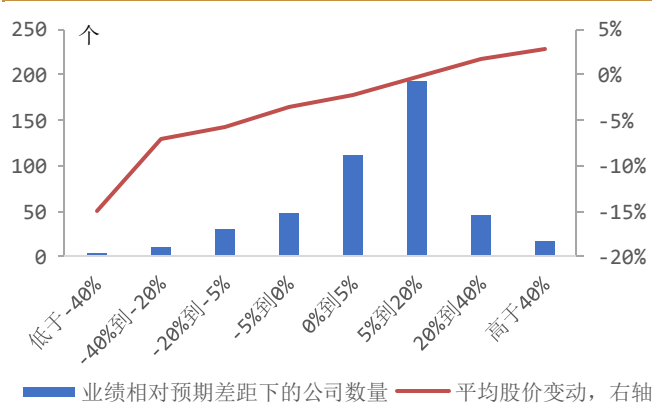
数据来源：Factset、西南证券整理

图 3：标普 500 成分公司公布积极业绩后两天股市涨跌情况



数据来源：红色线为历史均值，Factset、西南证券整理

图 4：2022 年 1 季度不同业绩表现公司对对应股价变动

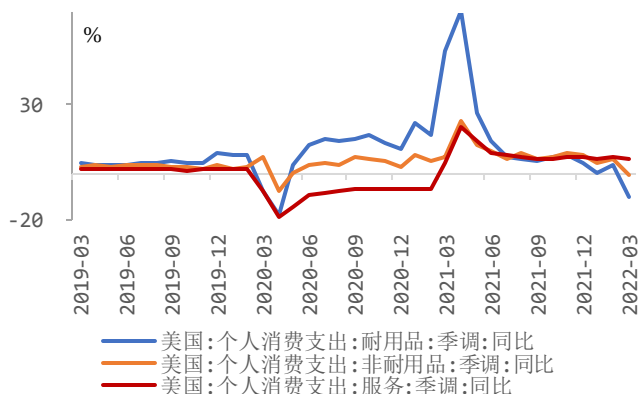


数据来源：股价变动时间为公布业绩后两天，Factset、西南证券整理

见微知著得从 2022 年一季度美股公司的业绩发布会来看，公司担心四大宏观问题：

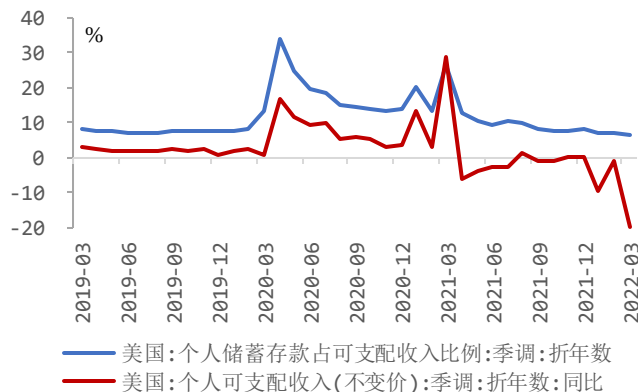
其一，对于经济增速放缓及后续经济增长压力加大的担心。业绩会上，休闲旅游行业的永利度假村（Wynn Resorts）以及酒业公司星座集团（Constellation Brands）都提及对于未来经济放缓的担忧。根据美国商务部经济分析局(BEA)公布的数据，一季度美国 GDP 环比下降 1.4%，低于预期，但从分项上看，消费者支出、商业投资增长较稳定，GDP 下降主要受贸易和库存投资的拖累。3 月，美国名义个人消费支出环比增长 1.1%，去除通胀影响后实际支出环比增长 0.2%。在个人消费支出中，服务消费增长较快，而商品消费有所下滑，3 月美国消费者在耐用品、非耐用及服务上的支出同比分别下降 10.68%、降 0.8%和上升 6.29%，环比分别下降 0.92%、0.27%和上升 0.64%，商品消费都连续两个月环比下降，在一定程度上表明随着消费补贴的撤出，居民在商品上的支出有所节制，服务消费提升则主要受到疫后恢复性修复有关；与此同时，家庭收入增速放缓，3 月美国个人可支配收入实际环比下降 0.38%，储蓄占可支配收入比重由 2021 年 3 月的高点 26.6%降至 2022 年 3 月的 6.2%。展望未来，消费仍将会受到高通胀和利率上升的双重压力。5 月，美国全国广播公司公布的民意调查也显示，75%的受访者对美国前景看法悲观，生活成本和经济问题仍然是美国民众面临的最重要问题；此外，根据 Vistage Worldwide 公司对 600 多家小企业进行的调查，被调查的小企业中有 57%预计美国的经济状况将在明年恶化，高于 4 月份的 42%，与 2020 年 4 月的创纪录水平持平。

图 5：个人服务消费支出近期增长明显



数据来源：Wind、西南证券整理

图 6：美国个人可支配收入同比回落

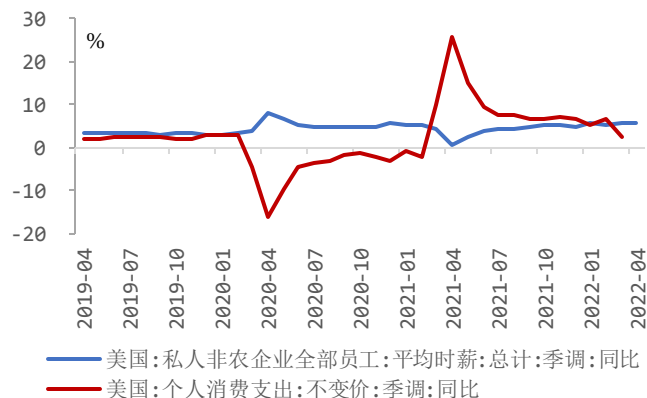


数据来源：Wind、西南证券整理

其二，不断上升的成本给企业利润增长产生压力。企业面临多方面的成本上升，且影响范围跨越多个行业。首先，受俄乌冲突及国内强劲需求带来的原材料成本上升影响，3 月，美国 PCE 同比上涨 6.6%，较前值增速继续上升 0.32 个百分点，为 1982 年以来最大增速；其次，劳动力成本持续上升也给企业带来压力，4 月美国私人非农企业员工平均时薪同比增长 5.46%，环比增长 0.31%，已是自 2020 年 6 月以来连续 22 个月环比正增长。最新美国商业经济学会（NABE）调查显示，75% 的受访者报告材料成本上涨，报告材料成本增加的受访企业净份额升至 1984 年首次提出此项调查问题以来的最高水平；一季度已进行涨薪的美国企业比例达到创纪录的 70%，约 71% 的受访企业预计未来三个月企业人工成本将继续攀升。根据 NABE 的调查，大多数企业已经提价，成功地将更高的人工成本转嫁给消费者，约 45% 的受访企业表示已经把部分上涨的成本转嫁给消费者，15% 表示已经把全部或绝大部分转嫁给消费者。展望未来，大约一半的受访者预计将在未来三个月提价，而剩下的绝大部分受访者预计将维持现在的价格。

其三，逆全球化趋势使得公司更将注意力放在其国内市场。疫情对于供应链带来的压力，以及俄乌冲突带来的地缘政治不确定性，都使得美股公司开始考虑减少对外国供应商的依赖。我们在之前多次提示逆全球化趋势对于经济的负面影响，疫情和俄乌冲突不是逆全球化的起点，而在一定程度上加深了逆全球化趋势，上世纪 90 年代及本世纪初，全球出口占 GDP 的比例显著上升，但 2008 年后，全球商品出口占 GDP 的比重大致呈下降趋势，2018 年中美贸易战也加剧了此趋势。在业绩会上，贝莱德指出 30 年的全球化路径将从根本上改变，虽然跨境货物和人员流动仍将是经济增长的关键，新技术将继续缩小地理距离，但国家和公司正重新评估其相互依存关系。

图 7：美国薪酬增长幅度弱于通胀增速



数据来源：Wind、西南证券整理

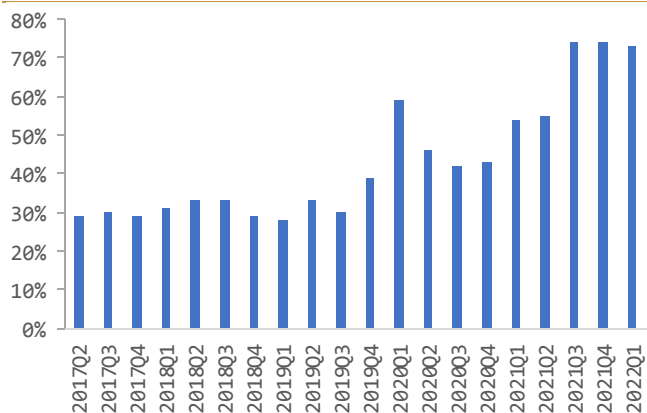
图 8：全球贸易占 GDP 的比重显示逆全球化趋势



数据来源：世界银行、西南证券整理

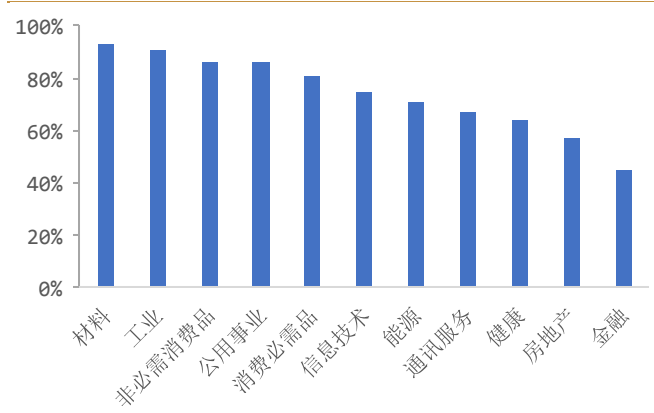
其四，供应链风险持续对公司运营带来阻碍。在已披露业绩的标普 500 成分股公司中，有 338 家在第一季度业绩电话会议中提到了“供应链”一词，远高于 199 家的 5 年平均水平，其中在行业数量层面，工业（62）和信息技术（48）行业在一季度业绩中提到“供应链”的公司数量最多；从占比来看，材料（93%）和工业（91%）部门在第一季度业绩中提到“供应链”的公司比例最高。一方面，俄乌冲突给食品、能源以及芯片供应链造成打击，另一方面，中国近期散点疫情也给相应地区的生产带来压力，尤其是长三角地区。

图 9：标普 500 公司业绩发布会公司提到“供应链”的比例



数据来源：Factset、西南证券整理

图 10：2022 年 1 季度标普 500 公司业绩会提到“供应链”比例



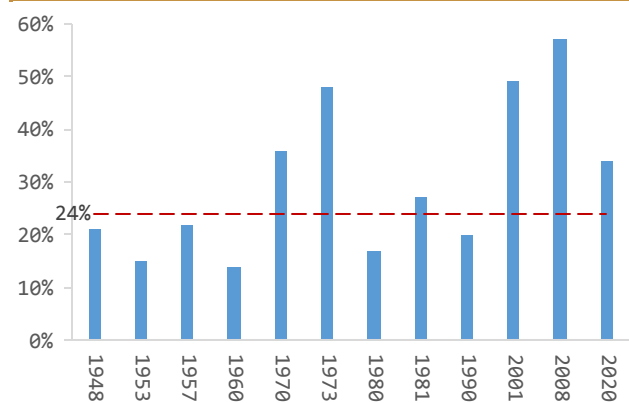
数据来源：Factset、西南证券整理

1.2 从历史的角度看美股趋势

当下，美国通胀处于数十年的高位，且高于名义工资增长速度，若趋势持续，消费者支出受到价格攀升因素而挤压；此外企业也将因为成本上升影响盈利情况而减少投资，这两方面都会对经济产生不利影响。与 1960 和 70 年代不同，当下美联储将注意力主要集中在控制通胀上，且通过通胀预期等来跟踪其变化，根据美联储跟踪的通胀预期指数，美国长期通胀预期未超过 3% 的水平，但目前还工资与通胀螺旋上升的情况尚未见到明显缓解，未来美国经济是否会软着陆还未可知，但在美联储加快收紧的货币政策，全球经济复苏基础尚不稳定的情况下，下半年经济增速放缓的预期较足。

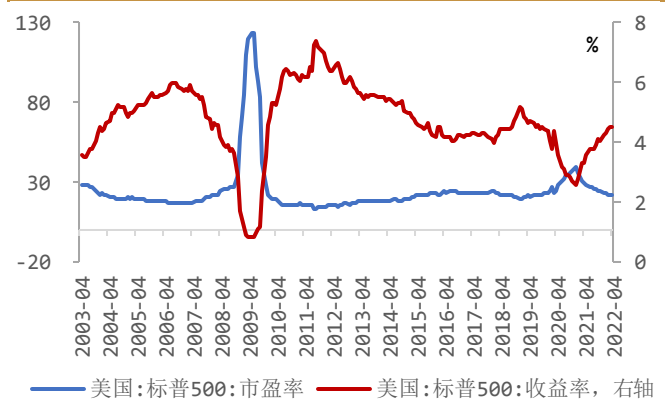
通过梳理美股在衰退时期的表现，短期美股或仍呈现下降趋势，中期情况或有所改善。自 1948 年以来，美国经济 12 次衰退，在此期间，标普 500 指数最大回撤的中位数为 24%，平均数为 30%，参考平均数或中位数，如果美国经济陷入衰退，美股还有下降空间；从收益情况看，在历史上的衰退期间，标普 500 指数的每股收益下降的中位数为 13%，在收益达到低谷之后的四个季度，每股收益的中位数恢复到 17%。从估值水平看，标普 500 指数在衰退前后区间的市盈率最多缩窄的中位数为 21%，1980 年后的衰退期间（分别对应 1981 年、1990 年、2001 年、2008 年和 2020 年），市盈率在衰退前约 8 个月达到高峰，在衰退前的峰值和衰退开始之间下降的中位数为 15%，根据美国经济研究局（NBER）的定义，股市平均在衰退正式开始前 7 个月开始对衰退进行定价。本轮美股市盈率在 2021 年 4 月 13 日达到峰值为 42.17 倍，但 2022 年 5 月 24 日，美股市盈率为 19.38 倍，下降幅度高达 54.04%，远超近 40 年衰退期间“杀估值”的幅度。从行业表现看，历史上美国经济衰退前的 12 月中，具有防御性质的行业相对表现较好，如必需消费品、医疗保健和公用事业、能源等。从股价及美国宏观经济情况、政策变化看，美股短期还有下降的空间，但中期若通胀控制较好，通胀与经济增长的矛盾逐渐缓和，再加上美联储收缩幅度或有放缓，以及供应链问题的缓和，美股或有所改善。

图 11：美国衰退期间标普 500 最大回撤幅度



数据来源：Wind、西南证券整理

图 12：近期美股估值回落



数据来源：Wind、西南证券整理

表 1：中美货币政策与中美国债情况

峰值	低谷	回撤	衰退	来源	3 个月内美联储转向宽松
1956 年 8 月 2 日	1957 年 10 月 22 日	-21.6%	是	货币政策	是
1961 年 12 月 12 日	1962 年 6 月 26 日	-28.0%	否	-	否
1966 年 9 月 2 日	1966 年 10 月 7 日	-22.2%	否	货币政策	是
1968 年 11 月 29 日	1974 年 10 月 3 日	-36.1%	是	货币政策	是
1973 年 1 月 11 日	1978 年 3 月 6 日	-48.2%	是	货币政策/石油	是
1976 年 9 月 21 日	1980 年 3 月 27 日	-19.4%	否	-	否
1980 年 2 月 13 日	1982 年 8 月 12 日	-17.1%	是	货币政策/石油	是
1980 年 11 月 28 日	1982 年 8 月 12 日	-27.1%	是	货币政策	否
1987 年 8 月 25 日	1987 年 12 月 4 日	-33.5%	否	金融冲击	是
1990 年 7 月 16 日	1990 年 10 月 11 日	-19.9%	是	货币政策/石油	是
1998 年 7 月 17 日	1998 年 8 月 31 日	-19.3%	否	金融冲击	是
2000 年 3 月 24 日	2002 年 10 月 9 日	-49.1%	是	去杠杆	否

峰值	低谷	回撤	衰退	来源	3个月内美联储转向宽松
2007年10月9日	2009年3月9日	-56.8%	是	去杠杆	否
2010年4月23日	2010年2月7日	-16.0%	否	经济增长/财政政策	否
2011年4月29日	2011年10月3日	-19.4%	否	财政政策	是
2018年9月20日	2018年12月24日	-19.8%	否	货币政策	是
2020年1月29日	2020年3月23日	-33.6%	是	疫情	是

资料来源：公开资料、Wind、西南证券整理

2 中长期美债配置价值升高

受通胀攀升和美联储加息双重影响，近期不同期限的美债收益率攀升，在美股价格下调同时，美债也经历了一波抛售潮，但5月加息后不同期限美债的表现不同，且国债与信用债之间的表现也有差距。

2.1 加息下的美债收益率变化

从美债收益率近期变化可看出，市场开始交易美国经济放缓预期。3月，美联储加息通道开启，且随着通胀的不断攀升，市场对于美联储加息幅度升高的预期越发加强，再次影响下，不同期限的美债收益率都有所上涨，自3月加息至今，10年美债收益率上涨30%；5月，美联储将联邦基金利率目标上调50个基点至0.75%-1.0%，并宣布将于6月开始被动缩减资产负债表，从5月加息后，3个月美国国债收益率上升幅度最大为25.88%，但中期和长期美债收益率受经济预期放缓影响有所回落，如2年期美债收益率回落2.21%，10年期美债收益率回落6.23%。此外，通胀的持续攀升伴随实际利率在加息之后上升明显，流动性逐渐收紧。5月加息幅度加大，且缩表时间明确，中长期收益率却整体下降，一定程度上受到美国中期经济增长放缓预期的影响，此外也有对于前期市场超跌的修复因素。我们在此前的专题中多次提到，美国2022年下半年经济放缓的预期较足，不仅受尚未解决的高通胀及供应链问题影响，也与其国内紧缩的货币政策有关。但需注意，鲍威尔在5月议息会议后表示6月和7月加息仍将维持50个基点，目前市场对于两次连续加息50个基点的预期较充足，鉴于加息幅度较大，短期收益率仍有较大的上升空间，长期收益率上升幅度或较小。另外，6月开启缩表也会直接影响美债收益率，但由于是停止债券再投资的被动缩表而不是主动卖出债券的主动缩表，影响或较小。从历史经验看，自美联储2017年缩表以来，10年期美债收益率走势与缩表之间没有显示出明显的相关关系。

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_42452

