

## 宏观点评 20220619

# 美股定价衰退，还能跌多少？

2022年06月19日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

■ 本周标普 500 指数正式跌入近 140 年以来的第 20 次熊市，从历史上看，美股（在本文中美股和标普 500 同义）走熊和美国经济衰退往往“如影随形”。但目前看来，美股对于衰退的定价并不明显，下跌主要反映的是利率上涨带来的杀估值，企业盈利依旧表现稳健，市场对于后续美国经济衰退仍抱有疑虑。我们认为，美国经济将在未来 1 年内陷入衰退，考虑到美国私人部门较之前更加稳健的资产负债表，这很可能是一场小型温和衰退（持续时间在 10 个月之内），据此我们预计本轮美股的低点在 3100 至 3200 左右，仍有约 10% 的调整空间。

■ 以史为鉴，美股走熊是经济衰退的重要“温度计”。二战结束以来，除了 1961 年、1966 年、1987 年的三轮美股熊市外，其余的熊市均伴随着美国经济衰退的出现。如表 1 所示，美股进入熊市通常可以作为衰退的前兆，而熊市的结束又提前于经济复苏；美股的见顶往往提前于经济衰退的开始，平均而言，在衰退到来前 6 个月见顶，并且在衰退结束前见底反弹。因此美国咨商会（Conference Board）在编制美国经济领先指标时，将标普 500 指数作为主要的输入变量之一。

■ 通胀过高是本轮美国经济衰退的“导火索”，失业率则给了美联储“加一把火”的底气。一方面，全球能源紧张问题因俄乌危机而更加严峻，显著加剧了通胀压力，美国 CPI 同比增速已连续 13 个月超过 5% 水平。这既加大了美联储紧缩的压力，也开始反噬美国居民端的需求：从近期美国经济活动来看，虽然个人消费支出依然强劲，但价格因素是主要支撑因素，同时剔除转移收入后的实际个人收入同比已在 2021 年 4 月见顶后逐步回落，现已低于 2019 年平均水平（图 1）。另一方面，美国劳动力市场从 2021 年 11 月以来日渐紧张，持续低于 4.5% 的自然失业率水平，且已连续 6 个月维持在小于等于 4% 水平，这是美联储从 3 月加息 25bp 到 6 月加息 75bp 的重要底气。

■ 以史为鉴，通胀>5%+失业率<4%=未来一年内出现衰退。1950 年至 2019 年间，美国共经历了 10 次经济衰退。在 280 个季度中，NBER 将 243 个季度识别为经济扩张，其中有 44 个季度在接下来的一年内出现了衰退。若不考虑通胀和失业率因素，未来一年中出现衰退的无条件概率为 18%；而在通胀率超过 5% 且失业率不超过 4% 的情况下，未来一年中出现衰退的条件概率则为 100%（图 2）。从目前的通胀与就业数据情况来看，美国经济在未来 1 年内出现衰退的可能性较高。考虑到当前美国私人部门，尤其是家庭部门资产负债较此前几轮危机有明显的改善，我们倾向于认为本轮衰退会较为温和。

■ 温和衰退下美股的平均跌幅为 26.5%。1948 年以来，美国经济衰退期持续时间小于 10 个月的情况共发生了四次（剔除新冠疫情爆发导致的衰退），对应的四轮美股下跌中，标普 500 指数从顶部到底部的平均跌幅为 26.5%，分解来看，估值回调往往为主要原因，盈利收缩在后期发挥着重要作用（图 3）。我们选取了其中的三段进行复盘（1980 年衰退美股未跌入熊市）：

**1957 年 7 月至 1957 年 10 月：**相对于经济衰退，美股下跌提前了 1 个月，本轮下跌持续了 3 个月，跌幅 20.7%。主要原因为通胀超调下美联储政策紧缩，美股估值回调 16.7%，后续美联储开始降息后股市反弹。

**1990 年 7 月至 1990 年 10 月：**美股下跌和经济衰退同步，美股下跌持续了 3 个月，跌幅 19.9%，估值回调 15.7%。经济基本面恶化为主要原因，8 月海湾战争爆发下油价飙升，通胀和失业率攀升，后续在海湾危机缓解、美联储降息刺激下，制造业 PMI 回升，通胀回落，美股反弹。

**2000 年 3 月至 2002 年 10 月：**美股下跌提前于经济衰退 12 个月，本轮熊市历时 31 个月，跌幅 48.6%，估值回调 43.8%，并且美股的反弹滞后于经济的复苏。美联储加息叠加业绩恶化、监管趋严，互联网泡沫破裂，美股进入长熊，后续在经济触底回升、产业政策回暖、美联储降息救市

### 相关研究

《美联储 6 月会议：加息直至衰退？》

2022-06-15

《被低估的 5 月经济回升：U 还是 V？》

2022-06-15

《常态化核酸对二季度 GDP 增速的拉动有多大？》

2022-06-12

等因素的共同作用下，美股才得以反弹。

■ 截至 6 月 17 日，标普自 2022 年 1 月高点已经跌落超 23%，**如果参考 26.5% 平均跌幅，标普本轮的低点约在 3525**，但是从 PE 和 EPS 的角度，综合经济周期、政策周期和情绪影响的特点，本轮标普的低点可能在 3100 左右（表 2）：

- 从估值角度，由于美联储不一般的鹰派，本轮标普的估值下跌程度已经超过以往温和衰退的情形。美股估值和美债收益率密切相关，考虑到美债短期内仍有较大冲高的可能（3.8% 至 4%），PE（截至 6 月 17 日为 18.3）仍会下跌，但空间有限，**接下来驱动标普调整的动力将主要来自于盈利。**
- 从 EPS 角度，当前市场对于企业盈利明显是偏乐观。我们考虑温和衰退的情形——EPS 自标普指数高点下跌 3% 至 4%，如果估值保持在当前水平，则标普的阶段性低点约在 3400 左右，如果估值进一步下跌至 16 倍，则标普的低点约在 3000 左右。
- **不过 EPS 和 PE 的低点往往不会同时出现（一般 PE 更早见底），我们认为 3100 至 3200 之间可能是更加合理的底部位置，对应的自高点的跌幅为 33% 至 35%。**

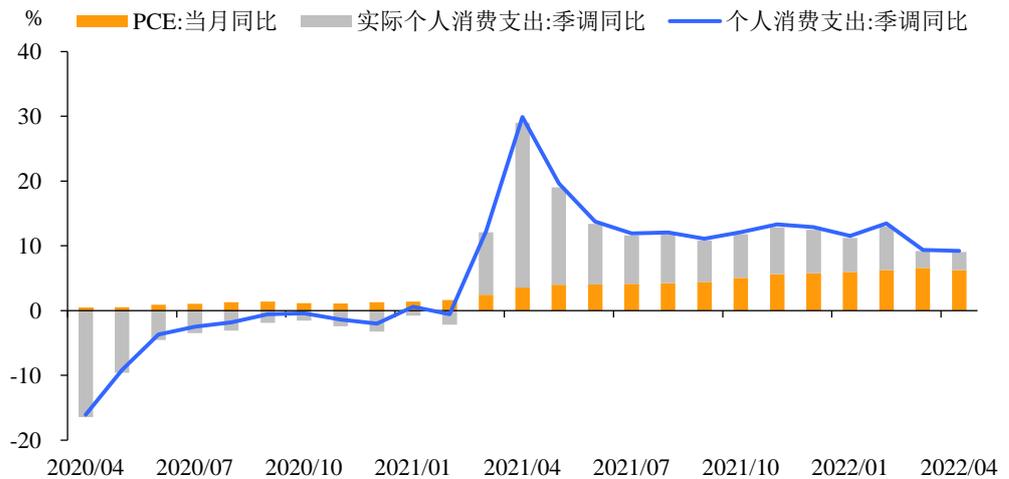
■ **风险提示：**新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

表1: 历史上的美国经济衰退通常伴随着美股的调整或熊市

(1) 衰退开始	(2) 美股见顶	(1) - (2)	(3) 衰退结束	(4) 美股见底	(3) - (4)	美股下跌	衰退持续时间(月)	美股见顶到见底的时间(月)
1948年11月	1948年6月	5个月	1949年10月	1949年6月	4个月	-20.60%	11.1	12.2
1953年7月	1953年1月	6个月	1954年5月	1953年9月	8个月	-14.80%	10.1	8.1
1957年8月	1957年7月	1个月	1958年4月	1957年10月	6个月	-20.66%	8.1	3.3
1960年4月	1959年8月	8个月	1961年2月	1960年9月	4个月	-13.60%	10.2	13.2
1969年12月	1968年11月	13个月	1970年11月	1970年5月	6个月	-36.10%	11.2	18.2
1973年11月	1973年1月	10个月	1975年3月	1974年10月	5个月	-48.20%	16.2	21.3
1980年1月	1980年2月	-1个月	1980年6月	1980年3月	3个月	-16.68%	5.1	1.4
1981年7月	1980年11月	8个月	1982年11月	1982年8月	3个月	-27.10%	16.3	21.3
1990年7月	1990年7月	0个月	1991年3月	1990年10月	5个月	-19.92%	8.1	2.9
2001年3月	2000年3月	12个月	2001年11月	2002年10月	-11个月	-48.59%	8.2	30.9
2007年12月	2007年10月	2个月	2009年6月	2009年3月	3个月	-56.80%	18.3	17.2
2020年2月	2020年2月	0个月	2020年4月	2020年3月	1个月	-33.92%	2.0	1.1

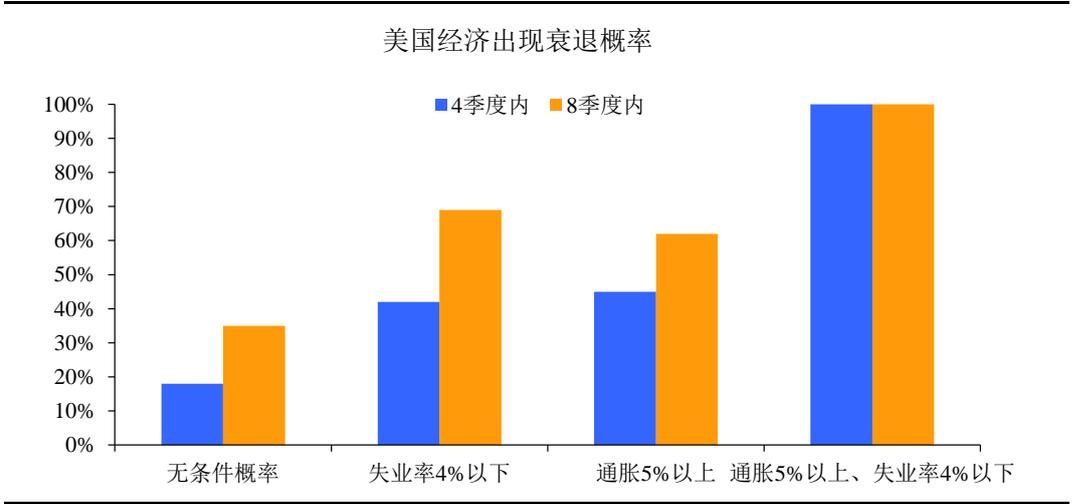
数据来源: Bloomberg, NBER, 东吴证券研究所

图1: 价格因素是近期美国个人消费支出强劲的主因



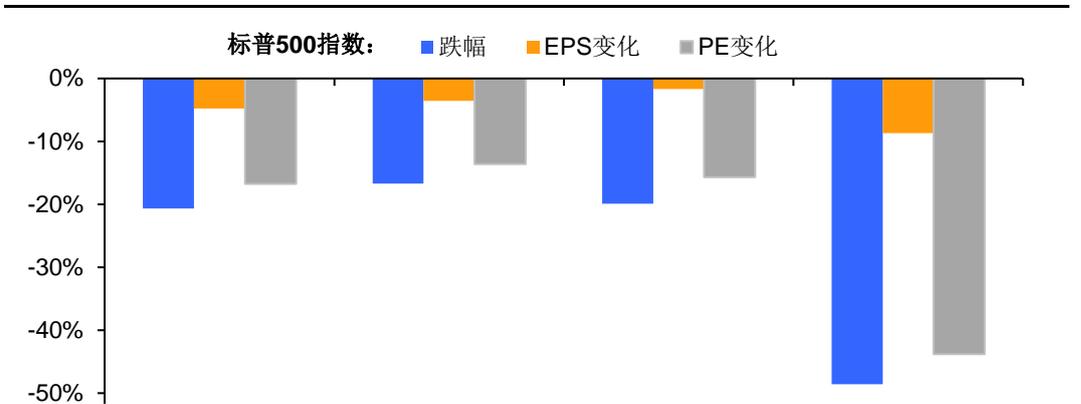
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 美国在未来 1-2 年内出现衰退的可能性较高



数据来源: NBER, Alex Domash1 and Lawrence H. Summers, 东吴证券研究所

图3: 美国经济衰退对应的美股下跌中, 主要影响因素为估值回调



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\\_43103](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43103)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn