

衰退周期与美股回调的历史镜鉴

——海外宏观一周札记 0720

报告发布日期

2022年07月20日

研究结论

- 年初至今，美股在货币政策超预期紧缩的过程当中持续回调：标普 500 指数最大回撤 24.5%，纳指 33.3%，道琼斯工业 19.8%（数据截至 7 月 19 日），在今年技术上进入熊市，终结次贷危机以来的长期上涨趋势。
- 美股的牛熊转换是本轮大类资产轮动版图当中的关键一瞥，在交流当中，我们也发现接下来美股市场运动的方向、目标何在，是下半年市场较为在意的海外变量之一——基于对盈利和估值的拆分，我们发现美股自 2021 年初开始主要承受持续的估值回调压力，这与通胀超预期、美联储货币政策转向、无风险利率上冲直接相关。但同经济增长直接相关的盈利面——标普 500EPS（特别是前瞻性的动态 EPS/Fwd EPS）迄今仍然处在上台阶的过程当中。这与衰退周期当中公司盈利表现的直觉和历史经验不符，也有可能在下半年成为左右美股走势的关键。
- 美股表现跟踪经济周期景气。**我们关注衰退周期当中的美股潜在风险，首要逻辑在于美股市场历来重视经济基本面表现。本轮美股见顶出现在 2022 年 1 月，彼时经济尚未出现大幅降速，从那时开始的美股见顶下行，仍然属于美股对经济周期下行的领先表现。而向后看，经济景气继续向下是大概率事件，这意味着如果美股如以往继续反映经济周期景气，那么在经济景气见底之前，美股应对持续承受经济周期下行的压力。
- 衰退周期中的美股盈利面表现。**在看到方向性的压力之后，更实际的问题是幅度。理论上当经济走弱、陷入衰退，美股将主要承受来自盈利面的下行压力——我们统计自 1990 年至今的历次美股盈利面回撤幅度显著的市场表现周期（Fwd EPS 最大回撤幅度超过 5%），发现：
 - 幅度：历次美股回调周期中，Fwd EPS 最大回撤幅度均值 12.7%，平均回撤周期 8 个月。其中衰退背景下的回撤幅度均值 17%，平均回撤周期时间 10.5 个月；
 - 节奏：美股指数多数情况下在盈利下修前已经开始回调，时间顺序上，多数情况下：估值见顶、股指见顶，领先于盈利见顶。则同理，估值见底、股指见底，通常领先于盈利见底几个月不等；
 - 估值表现：盈利回调周期当中，通常前半段估值、盈利双杀，后半段估值反弹。Fwd PE 平均涨跌幅度 4%，衰退周期当中则为-0.3%；
 - 股指表现：美股在大多数盈利回调周期收跌，盈利回调周期美股平均表现-8.8%，其中衰退背景下-17.1%，与盈利回撤幅度等量齐观。
- 本轮美股回调迄今受估值驱动较大，盈利下调才刚开始。**那么回看这一轮美股回调，虽然美股指数下跌的幅度已经不可谓不深，但在对美股作估值、盈利的二分之一后，我们迄今为止经历的仍然主要是估值下行带动的美股回调，其压力则来自于 2021 年开始的货币政策正常化叙事和美债收益率上行，但是在盈利方面，带有前瞻属性的动态 EPS（包括 2022 年预期 EPS 和未来 12 个月前瞻 EPS（Fwd EPS））尚未明显下修，至多在当下处在趋势见顶阶段。这意味着参照过去美股熊市阶段，特别是经济衰退周期当中的美股熊市经验，我们需要警惕美股盈利未来潜在的回调空间（衰退周期当中平均回调幅度约 17%）。考虑到当前的衰退交易环境，在较为乐观的情况下，美股估值面进一步压制解除，则美股指数进一步回调空间等同或略小于（在估值开始反弹修复后）美股盈利面潜在下修幅度。而如果对通胀风险的担忧持续主导美联储货币政策路径，清晰的加息中止/转降息信号被推迟，我们也需要警惕美股在未来出现一段时间的估值、盈利双杀格局的风险，届时美股回调幅度或高于盈利面波动幅度。

风险提示

- 衰退概率和时点预期不确定性。通胀走势不确定性。货币政策路径不确定性。

证券分析师

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

联系人

陈玮 chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

通胀高光，映衬衰退：——6月美国 CPI 数 2022-07-14
据点评

衰退会否不期而至？——海外宏观一周 2022-07-12
札记 0708

目录

美股表现跟踪经济周期景气	4
衰退周期中的美股盈利面表现	5
本轮美股回调迄今受估值驱动较大，盈利下调才刚开始	5
当周海外宏观要点	6
美国	6
美国 6 月 CPI 同比破 9，超出市场预期	6
6 月美国零售销售超预期，Umich 中长期通胀预期走低	7
美联储官员发言未直接点明 7 月 100bp 加息选项	8
曼钦再度表态不支持拜登的清洁能源财政支出方案	8
欧洲	8
德拉吉辞职被驳回，意大利现任政府得以暂时延续	8
欧洲罢工持续，影响范围继续扩大	8
其他	8
拜登开启中东访问，影响油价走向的关键地缘政治变量将揭晓	8
未来关注	9
风险提示	9

图表目录

图 1：美股股指 vs ISM PMI 同比.....	4
图 2：过往标普 500 指数盈利回调周期的统计（阴影为经济衰退周期当中的美股盈利回调）.....	5
图 3：标普 500 指数及前瞻 EPS、PE.....	6
图 4：标普 500 指数 2022、2023、未来 12 个月预期 EPS（美元）.....	6
图 5：美国 CPI 同比及分项拉动.....	7
图 6：利率期货隐含的美联储加息路径预期.....	7

现在还不是结束。甚至不是结束的开端。但或许是开端的结束。

——温斯顿·丘吉尔

年初至今，美股在货币政策超预期紧缩的过程当中持续回调：标普 500 指数最大回撤 24.5%，纳指 33.3%，道琼斯工业 19.8%（数据截至 7 月 19 日），在今年技术上进入熊市，终结次贷危机以来的长期上涨趋势。

美股的牛熊转换是本轮大类资产轮动版图当中的关键一瞥，在交流当中，我们也发现接下来美股市场运动的方向、目标何在，是下半年市场较为在意的海外变量之一——

从当前宏观基本面来看，衰退风险渐行渐近（《衰退会否不期而至？》），美股市场一直是忠实的基本面交易者，在衰退冲击当中似有一劫。但是参照历史上的美股熊市（其中很多次处在衰退周期）跌幅，当下美股回调幅度已不可谓不深，不少市场参与者据此推断美股回调风险已逐渐出清。

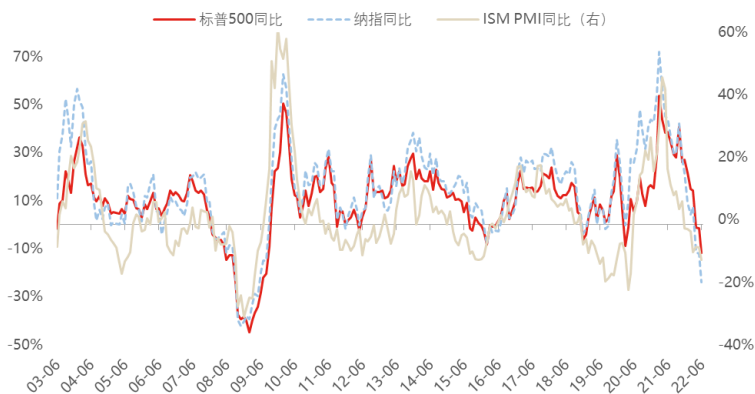
基于对盈利和估值的拆分，我们发现美股自 2021 年初开始主要承受持续的估值回调压力，这与通胀超预期、美联储货币政策转向、无风险利率上冲直接相关。但同经济增长直接相关的盈利面——标普 500EPS（特别是前瞻性的动态 EPS/Fwd EPS）迄今仍然处在上台阶的过程当中。这与衰退周期当中公司盈利表现的直觉和历史经验不符，也有可能在下半年成为左右美股走势的关键。

美股表现跟踪经济周期景气

我们关注衰退周期当中的美股潜在风险，首要逻辑在于美股市场历来重视经济基本面表现。以美股股指（标普 500、纳指）和作为经济景气领先指标的 ISM PMI 同比为例，美股和 PMI 两个序列表现出清晰的相关性。而由于 PMI 本身领先于经济周期，这也再次说明了股市何以成为指示经济周期的领先指标。

本轮美股见顶出现在 2022 年 1 月，彼时经济尚未出现大幅降速，从那时开始的美股见顶下行，仍然属于美股对经济周期下行的领先表现。而向后看，经济景气继续向下是大概率事件，这意味着如果美股如以往继续反映经济周期景气，那么在经济景气见底之前，美股应对持续承受经济周期下行的压力。

图 1：美股股指 vs ISM PMI 同比



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

衰退周期中的美股盈利面表现

在看到方向性的压力之后，更实际的问题是幅度。理论上当经济走弱、陷入衰退，美股将主要承受来自盈利面的下行压力——

我们统计自 1990 年至今的历次美股盈利面回撤幅度显著的市场表现周期（Fwd EPS 最大回撤幅度超过 5%），发现：

- 幅度：**历次美股回调周期当中，Fwd EPS 最大回撤幅度均值 12.7%，平均回撤周期时间 8 个月。其中衰退背景下的回撤幅度均值 17%，平均回撤周期时间 10.5 个月；
- 节奏：**美股指数多数情况下在盈利下修前已经开始回调，时间顺序上，多数情况下：估值见顶、股指见顶，领先于盈利见顶。则同理，估值见底、股指见底，通常领先于盈利见底几个月不等；
- 估值表现：**盈利回调周期当中，通常前半段估值、盈利双杀，后半段估值反弹。Fwd PE 平均涨跌幅度 4%，衰退周期当中则为-0.3%；
- 股指表现：**美股在大多数盈利回调周期当中收跌，盈利回调周期当中的美股平均表现-8.8%，其中衰退背景下-17.1%，与盈利回撤幅度基本上等量齐观。

图 2：过往标普 500 指数盈利回调周期的统计（阴影为经济衰退周期当中的美股盈利回调）

事件	EPS 回调时间（月）	EPS 回调					EPS 回调前		EPS 回调期间：标普 500 表现				EPS 回调期间：PE 表现			
		峰值		谷值		回撤幅度	SP500 是否已开始回调	价格回撤	谷值		最大回撤	区间涨跌	谷值		PE 最大回撤	区间涨跌
		日期	Fwd EPS	日期	Fwd EPS				日期	标普 500			日期	Fwd PE		
1990 年衰退	8.0	1990/8/2	28.4	1991/4/2	26.7	-5.9%	是	-4.7%	1990/10/11	295.5	-15.9%	8.0%	1990/10/11	10.6	-14.7%	14.7%
1998 LTCM 破产	1.3	1998/11/23	53.8	1998/12/31	49.6	-7.8%	否	-	1998/12/14	1141.2	-4.3%	3.5%	1998/12/14	21.4	-4.3%	12.2%
2000 年科技泡沫	15.6	2000/9/13	65.0	2002/1/2	55.8	-14.2%	是	-2.4%	2001/9/21	965.8	-35.0%	-22.2%	2001/9/21	16.4	-28.0%	-9.4%
2002 年科技泡沫	7.3	2002/6/28	60.8	2003/2/7	57.8	-4.8%	是	-15.4%	2002/10/9	776.8	-21.5%	-16.2%	2002/10/9	13.2	-19.2%	-11.9%
2008 年次贷危机	18.0	2007/10/29	102.26	2009/4/30	62.8	-38.6%	是	-1.5%	2009/3/9	676.5	-56.1%	-43.4%	2008/11/20	9.0	-40.3%	-7.7%
2014 年石油暴跌	4.5	2014/9/29	128.52	2015/2/13	121.4	-5.6%	是	-3.9%	2014/10/16	1862.8	-5.8%	6.0%	2014/10/16	14.6	-5.4%	12.3%
2015 年中国熊市	6.2	2015/9/4	125.91	2016/3/11	122.0	-3.1%	是	-0.9%	2016/2/11	1829.1	-13.3%	5.3%	2016/2/11	14.9	-11.5%	8.6%
2020 年新冠爆发	3.4	2020/1/31	178.19	2020/5/14	139.6	-21.6%	是	-3.1%	2020/3/23	2237.4	-33.9%	-11.6%	2020/3/23	13.4	-29.7%	12.9%
均值	8.0					-12.7%		-4.6%			-23.2%	-8.8%			-19.1%	4.0%
衰退期均值	10.5					-17.0%		-5.4%			-32.5%	-17.1%			-26.4%	-0.3%
非衰退期均值	4.0					-5.5%		-2.4%			-9.6%	4.9%			-8.5%	11.0%

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

本轮美股回调迄今受估值驱动较大，盈利下调才刚开始

那么回看这一轮美股回调，虽然美股指数下跌的幅度已经不可谓不深，但我们能够清晰看到，在对美股作估值、盈利的二分之一之后，我们迄今为止经历的仍然主要是估值下行带动的美股回调，其压力则来自于 2021 年开始的货币政策正常化叙事和美债收益率上行，但是在盈利方面，带有前瞻

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

属性的动态 EPS（包括 2022 年预期 EPS 和未来 12 个月前瞻 EPS（Fwd EPS））尚未明显下修，至多在当下处在趋势见顶阶段。这意味着参照过去美股熊市阶段，特别是经济衰退周期当中的美股熊市经验，我们需要警惕美股盈利未来潜在的回调空间（衰退周期当中平均回调幅度约 17%）。考虑到当前的衰退交易环境，在较为乐观的情况下，美股估值面进一步压制解除，则美股指数进一步回调空间等同或略小于（在估值开始反弹修复后）美股盈利面潜在下修幅度。而如果对通胀风险的担忧持续主导美联储货币政策路径，清晰的加息中止/转降息信号被推迟，我们也需要警惕美股在未来出现一段时间的估值、盈利双杀格局的风险，届时美股回调幅度或高于盈利面波动幅度。

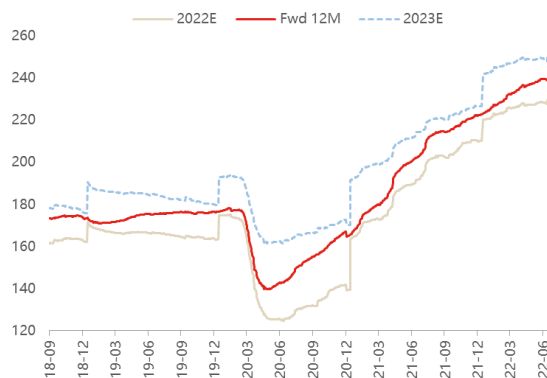
总而言之，盈利面是否调整、调整的方向和幅度，将会是决定后续美股市场方向和目标的关键。而 Q2 财报季的启动，或将成为美股盈利面展望的下一个测试节点。

图 3：标普 500 指数及前瞻 EPS、PE



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 4：标普 500 指数 2022、2023、未来 12 个月预期 EPS（美元）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

当周海外宏观要点

美国

美国 6 月 CPI 同比破 9，超出市场预期

当周最关键经济指标：6 月美国 CPI 同比 9.1%，前值 8.6%；环比 1.3%，前值 1.0%。核心 CPI 同比 5.9%，前值 6.0%；环比 0.7%，前值 0.6%。均超出事前市场预期中枢。

但通胀的高光却并不再成为当下市场聚焦——

一方面是 6 月 CPI 增速上行趋势已在预期之中。而由于 6 月通胀读数占尽汽油价格走高、汽车价格走高、租金价格坚挺等诸多支撑因素，而伴随经济的衰退压力加大，油价在 6 月下旬转下行，通胀破 9 之后，未来再向更高层次进发难度加大，短期内环比增速可能下行；

另一方面，我们看到市场似乎正在穷尽对通胀风险本身的情绪反馈。通胀超预期后，美股波动幅度有限，长端美债利率甚至下跌。衰退交易仍是未来主导市场走势的要素：通胀高企/顽固→紧缩/衰退预期强化的逻辑链条之下，通胀创出令人咋舌的新高，大概率只会进一步强化衰退预期和衰退交易。

破 9 通胀读数落地后，美股开盘一度大跌，而后反弹收复失地，其中纳指完全修复跌幅，道琼斯工业指数、标普 500 小幅下行。

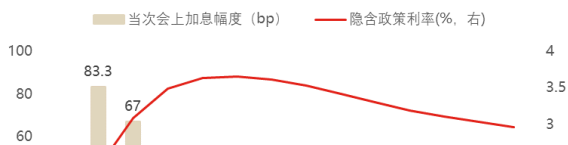
债市方面动向更加值得关注：美债收益率在短促上冲之后转下行，2 年期美债收益率小幅上行，而 10 年期美债收益率转跌。短端收益率上涨主要代表近期加息预期强化，7 月底 100bp 加息的可能性被市场大幅定价。而长端转跌，意味着通胀超预期主要促动近期加息节奏上修，在中期则进一步强化了衰退（货币政策转降息）的预期。破 9 的通胀未能助推长端美债利率上行是一个重要确认信号，意味着我们自 6 月以来提出的长端利率筑顶的判断得到进一步印证。

图 5：美国 CPI 同比及分项拉动

CPI 同比的分项拉动	权重	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21	Jun-21
所有	100.00	9.1%	8.6%	8.3%	8.5%	7.9%	7.5%	7.0%	6.8%	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%	5.4%
食品	13.98	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.3%
家用食品	7.72	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%
谷物和烘焙制品	0.98	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
肉禽鱼蛋	1.83	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
乳制品及相关产品	0.75	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
水果蔬菜	1.31	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
无酒精饮料和饮料原料	0.92	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他家庭食物	1.93	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
非家用食品	6.26	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
能源	7.32	2.8%	2.3%	2.0%	2.1%	1.6%	1.6%	1.7%	1.9%	1.8%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%
能源商品	4.08	2.5%	2.1%	1.8%	2.1%	1.5%	1.4%	1.7%	1.9%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
燃油	0.10	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
汽车燃料	3.91	2.4%	1.9%	1.7%	1.9%	1.4%	1.4%	1.6%	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
汽油（所有类型）	3.83	2.3%	1.8%	1.7%	1.9%	1.4%	1.3%	1.5%	1.7%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
能源服务	3.24	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
电	2.47	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公用事业（管道）燃气服务	0.77	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
核心	78.70	5.0%	5.1%	5.3%	5.5%	5.5%	5.2%	4.6%	4.3%	4.0%	3.5%	3.4%	3.6%	3.5%
核心商品	20.69	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%
服饰	2.73	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
新车	3.83	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
二手车和卡车	3.29	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.8%	0.8%
医疗保健品	1.50	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%
酒精饮料	1.01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
烟草和烟草制品	0.61	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
核心服务	58.02	4.3%	4.1%	2.7%	2.5%	2.2%	2.1%	2.2%	2.4%	2.3%	1.9%	1.3%	1.0%	1.0%
住宅租金	32.58	2.5%	2.5%	2.3%	2.3%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%	1.6%	1.5%	1.3%	1.2%	1.1%
主要居所租金	7.61	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
业主等价租金	23.59	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
核心服务（除住宅）	25.44	1.9%	1.7%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	0.6%	0.5%	0.0%	-0.3%	-0.1%
医疗服务	7.02	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
医生服务	1.79	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
医院服务	2.18	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
运输服务	5.02	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%
机动车保养与维修	1.08	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
机动车辆保险	1.58	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.3%
机票	0.58	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 6：利率期货隐含的美联储加息路径预期



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_44239

