

美股的业绩底有多低？

证券研究报告

2022 年 12 月 20 日

2023 年美股业绩展望

我们预测，明年美国企业收入增速将有小幅正增长 2%（与名义 GDP 匹配），企业利润率继续回落至 11.8%（薪资、利率、能源等成本依然较高），企业回购减弱继续拖累，预计 2023 年 EPS 增速或降至-5%。

鉴于明年经济大概率不会深度衰退，业绩有望小幅回落，我们预计美股也没有显著下跌风险，但上行空间由联储降息幅度决定。假设 2023 年联储不降息，美债到明年底在 2.8% 左右（计入 2024 年降息预期），股权风险溢价维持 2.4%，则 SPX 年底点位仍比当前低 3.8% 左右。

风险提示：全球经济深度衰退，美联储货币政策超预期紧缩，通胀超预期

作者

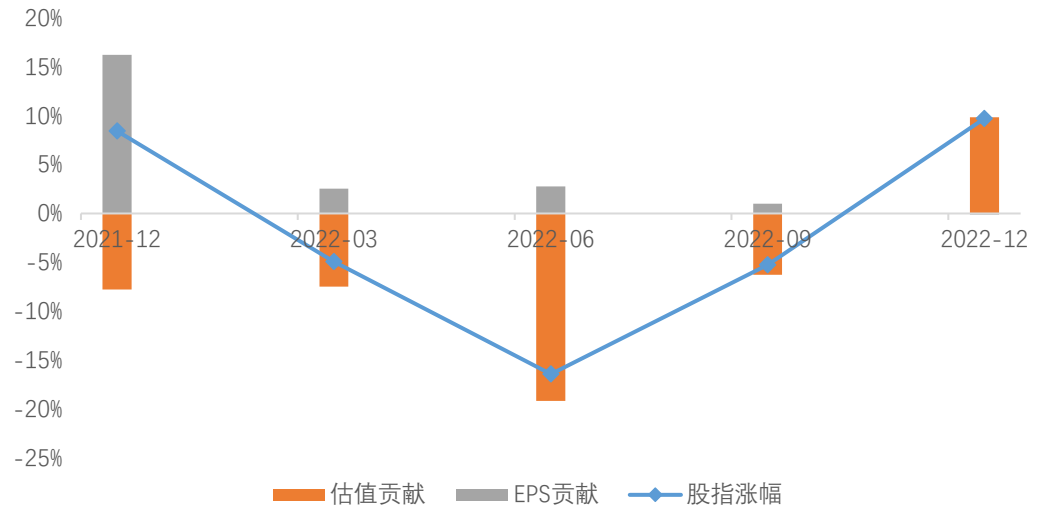
宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

今年以来，美股（标普 500）下跌 17%，其中 23% 的下跌都是由估值收缩贡献的，业绩贡献了 6% 的上涨。后续美股行情的转折，美联储货币政策态度转向（对估值而言）是至关重要的；其次，当前紧缩的货币政策对经济的滞后效应有多少已经反映在美股业绩里？后续美股业绩能下调到多少？

图 1：2021Q4-2022Q4*标普 500 涨幅、估值及 EPS 贡献



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

*2022Q4 截至 2022-12-9

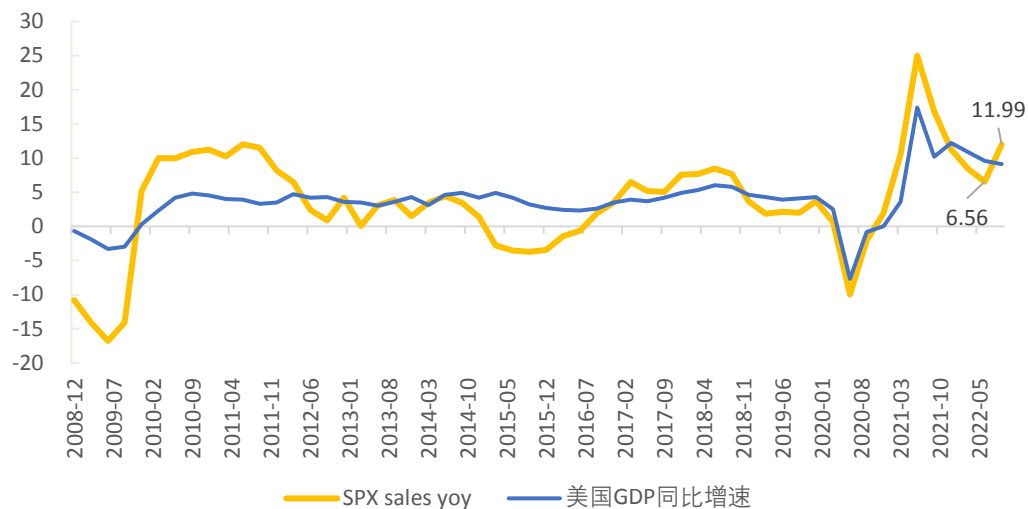
对美股的业绩（EPS）分析，来自于三个方面：销售增速、利润率、回购。

第一是销售增速。

去年下半年以来，全球经济有所下行，受此影响，标普 500 销售增速从 21Q2 的 25% 回落至 22Q3 的 12%。海外营收占标普 500 企业总营收的 44%，因此美股上市公司的销售增速与海外经济表现有直接的正相关性，但与美元指数负相关。

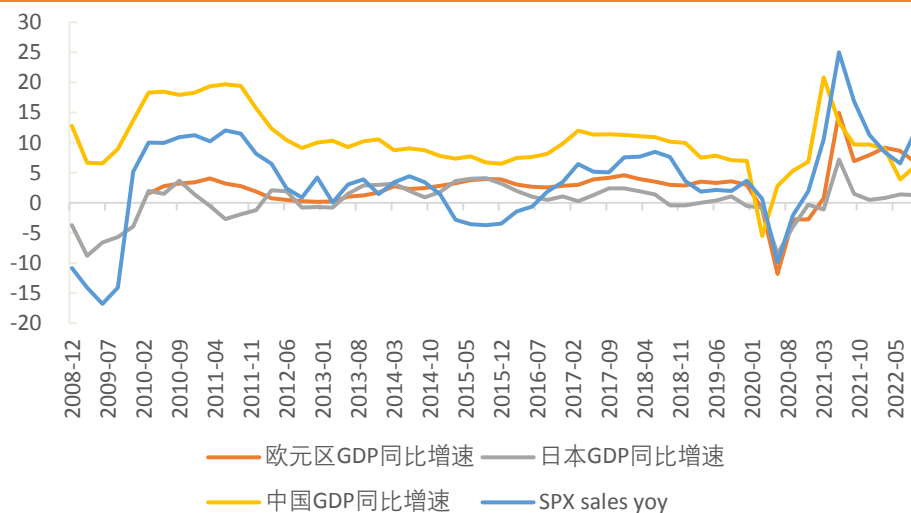
今年 3 季度，以美元计价的美国、中国、欧元区和日本的名义 GDP 增速分别为 9.1%、6.1%、6.7% 和 1.3%。22Q3 标普 500 企业销售增速从 Q2 的 6.6% 反弹到 12%，可能主要来自于中国经济自二季度的低位回暖。

图 2：美国名义 GDP 增速（%）VS SPX 销售增速（%）



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

图 3：其他主要国家名义 GDP 增速（%）vs 标普 500 销售增速（%）

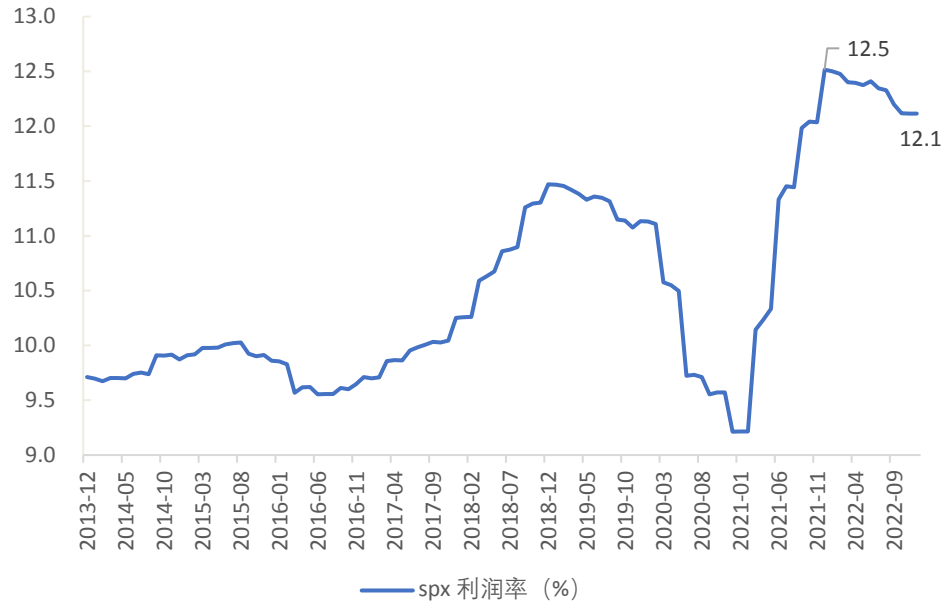


资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

第二是利润率。

经济下滑叠加通胀压力，标普 500 企业的利润率自年初高点 12.5% 下滑至 12.1%，主要受主营业务成本（大宗商品、油价同比上涨）、财务费用（利率抬升）、管理费用（工资增长）上升的影响。

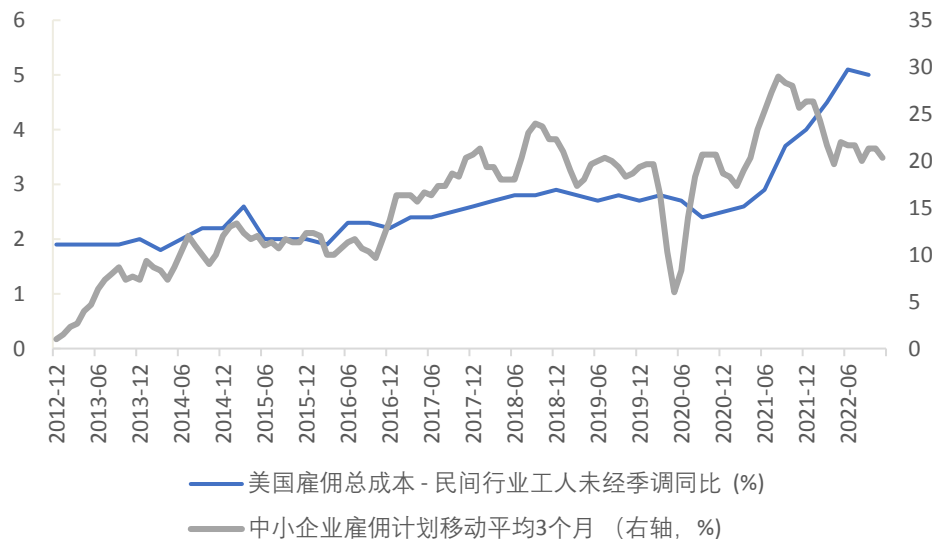
图 4：标普 500 企业的利润率下滑至 12.1%



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

劳动力成本方面，尽管企业招聘计划放缓，但劳动力市场整体仍然较为紧张，劳工雇佣总成本仅从 Q2 的 5.1% 小幅放缓至 5%。我们认为明年经济动能进一步衰减，美国劳动力市场有望降温，预计未来企业管理费用率将下滑至 4% 左右。

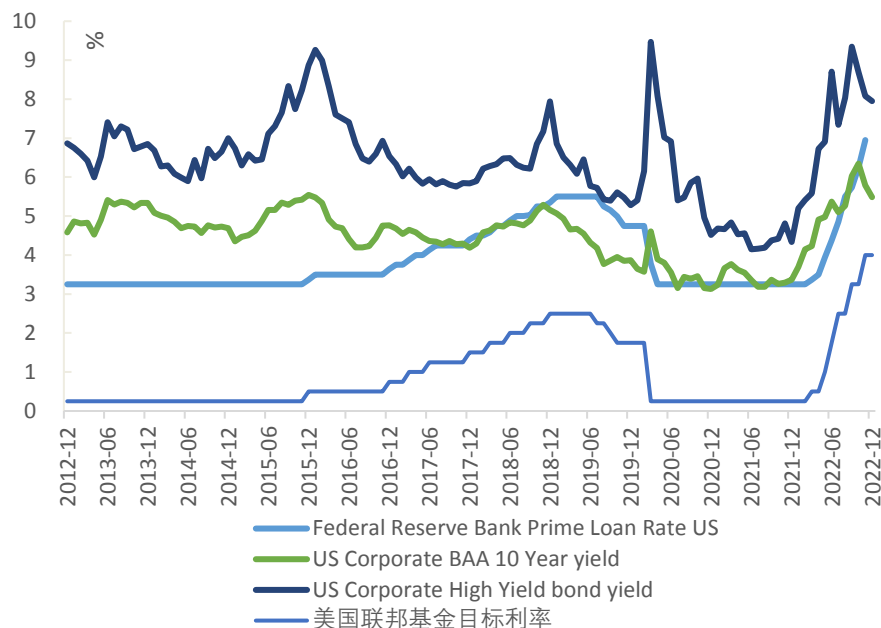
图 5：今年薪资增速大概率继续下降



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

利息成本方面，2022 年美联储连续加息将联邦基金利率目标区间上调至 3.75%–4%，各借贷利率均不同程度的大幅抬升。10 年期美国国债收益率一度升至 4.3% 附近；美国投资级债券收益率曾升至 6.35%，为三年以来最高水平；垃圾债 (junk bond) 收益率则一度触及 9.35%，接近新冠疫情危机期间高点。我们认为明年美联储大概率在年初停止加息，能否在年内降息仍有不确定性，但整体来看企业利息成本或将受益于联储紧缩政策的退潮。

图 6：企业利息成本在下半年走低



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

能源成本方面，大宗商品价格（以 CRB 为例）自二季度高点持续回落，对企业利润率的压力逐步缓解，目前 WTI 和 CRB 大宗商品指数的同比均已转负。我们在《EPS 衰退时的美股表现》中提到：PPI 既会影响美国企业经营性收入，也会影响美国企业经营成本；当美国经济回落时，PPI 高企对企业的盈利是负面影响（PPI 最终需求和 PPI 商品分别对应了企业的收入和成本）。2000 年和 2008 年两次衰退时期，标普 500 企业利润率分别下滑了 1.63% 和 4.64%，这一次美国 PPI 水平高于 2000 年、低于 2008 年，预计标普 500 企业利润率的下滑幅度也介于两者之间。

图 7：大宗商品价格下滑缓解主营业务成本压力



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_50407

