

历史的“映射”系列之二

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

联系人：李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

美股调整，A股能否“独善其身”？

经验显示：美国经济步入衰退初期，美股易因“杀盈利”而调整；美股调整阶段，国内市场容易跟随。本轮中，A股能否摆脱美股下跌的影响，走出“独立行情”？本文分析，仅供参考。

一问：美国衰退初期的历史规律？美股均有调整，A股、港股易跟随

美国经济延续下行态势，或已进入“衰退”区间；历史规律显示，美股衰退初期的下跌从未“缺席”，“杀盈利”阶段“虽迟但到”。截至2022年底，NBER观测的6个指标中，批发与零售、工业生产、个人收入均已见顶回落，从历史经验来看，美国经济或已进入“衰退”的区间。回溯过去10轮周期，衰退期间、美股多因“杀盈利”而出现回调，“杀盈利”通常在衰退起点前后2个月内开始，持续约2个季度，期间标普500相对衰退起点回调约20%。

美国衰退经出口链条对国内的基本面冲击、美股下跌对中国市场的情绪冲击、以及资金面扰动等，是美股下跌向国内市场传导的主要路径。历史回溯来看，美股衰退期的调整中，港股均有“跟随”；2000年以来美股大幅下跌过程中，A股也多有调整。这主要通过三方面路径实现：1）美国经济衰退期，中国对美出口大幅下滑，多对基本面形成拖累；2）美股市场的涨跌对A股、港股有情绪冲击；3）A股外资占比不断提升，外资流向或受美股涨跌扰动。

二问：A股“逆势上涨”期的历史共性？基本面分化、估值低位、资金面平稳

2000年以来，美股跌超10%的区间，A股曾有4次“风景独好”；而港股均受波及。2000年以来，标普500有18段跌超10%的区间，其中4段区间内A股“逆势上涨”，分别发生在2001年1月30日-4月2日、2003年1月10日-3月10日、2009年1月2日-3月6日、2022年4月29日-6月30日；港股则无一“幸免”。近三轮美股“杀盈利”阶段，2001年、2009年的两次，A股均免于下跌。

基本面分化、估值低位、与资金面平稳，是4次A股“逆势而上”的共性特征。从基本面来看，4次美股大跌而A股“逆势上行”，均发生在中美经济周期阶段性分化的窗口。从情绪面来看，A股以市盈率衡量的绝对估值、或以股债性价比衡量的相对估值较低时，受美股调整的冲击较弱。从资金面来看，历史上，北上资金阶段性大幅净流出主要易受中美“脱钩”担忧、人民币贬值预期、中美相对估值等因素影响，美股大跌对外资流向的影响、持续性不强。

三问：未来市场的演绎？美股或再度回调、A股有望逆“势”而上

年初以来的美股反弹，持续性存疑；经济步入衰退的过程中，本轮美股的回调风险不容忽视。1月以来，经济“软着陆”预期与货币金融环境边际转松共同作用下，美股表现较为强劲。向后展望，美股盈利端、估值端或均有一定压制：

1）标普500指数EPS几未回调，“杀盈利”压力即将显现。2）10Y-2Y美债期限利差已近历史极值位置，利差倒挂加深的空间受限；阶段性10Y美债利率处于相对高位的时间或超预期。

经济周期“东升西降”或支撑A股走出“独立行情”；本轮中港股更易“受伤”，但考虑到紧缩周期已接近尾声，港股所受的冲击或相对有限。中美经济周期的再度分化、市盈率相对低位对情绪冲击的缓和、经济向好与汇率企稳对外资的吸引，或支撑A股摆脱美股下跌的影响。相较A股，本轮中港股更易“受伤”，但考虑到当下市场环境的三方面变化，港股调整或相对有限：1）港股企业盈利的修复；2）港股相对较低的市盈率；3）美国紧缩周期的尾声。

风险提示

美联储货币政策收紧超预期、海外经济衰退超预期、国内经济复苏不及预期

内容目录

一问：美国衰退初期的历史规律？美股均有调整，A股、港股易跟跌	4
二问：A股“逆势上涨”期的历史共性？基本面分化、估值低位、资金面平稳	6
三问：未来市场的演绎？美股或再度回调、A股有望逆“势”而上	10
风险提示	15

图表目录

图表 1： 历轮衰退中，标普 500 指数的走势	4
图表 2： 历轮衰退中，美股最低点均出现在衰退开始后	4
图表 3： 历轮衰退中，美股均有“杀盈利”阶段	4
图表 4： “杀盈利”通常在衰退起点前后 2 个月内开始	4
图表 5： 历轮美国经济衰退中，港股市场难逃一跌	5
图表 6： 多数美国经济衰退期，港股跌幅相较美股更深	5
图表 7： 历史上，美股大幅调整阶段，A股多数也会跟跌	5
图表 8： 2000 年以来标普 500 大跌期间，A股多数下跌	5
图表 9： 美国经济的下滑对国内出口有明显拖累	6
图表 10： 历史回溯来看，中美经济周期同步性较高	6
图表 11： 2013 年以来，A股外资占比逐步提升	6
图表 12： 港股市场的投资者中外资占比过半	6
图表 13： 2000 年以来，有过 4 次美股大跌而 A股上涨	7
图表 14： 00 年以来所有美股跌超 10% 区间，港股均调整	7
图表 15： 2001 年初、2003 年初中美经济基本面分化	7
图表 16： 2009 年初中国经济率先复苏	7
图表 17： 2022 年 5 月，市场预期中国经济即将筑底	8
图表 18： 2022 年 5 月，新冠冲击阶段性缓和	8
图表 19： 美股大跌期间，A股估值越高，冲击越明显	8
图表 20： 4 次“逆势上行”中，A股估值越低涨幅越大	8
图表 21： A股股债性价比越高，受美股冲击越弱	9
图表 22： 3 次 A股“逆势上行”均处股债性价比的高位	9
图表 23： 美股大跌对北上资金流向影响不大	9
图表 24： 美股大跌期间，仅 2020 年 Q1 外资大幅流出	9
图表 25： 2022 年 5 月，人民币汇率企稳，外资重归流入	10
图表 26： A股相对估值较高时，易出现北上资金外流	10

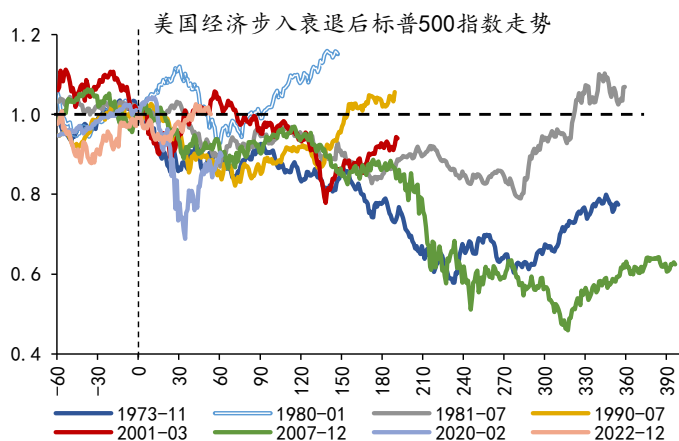
图表 27: 1 月以来, 美国股市明显反弹.....	10
图表 28: 联邦利率期货市场已经在定价 Q4 的降息.....	10
图表 29: 国债市场已在计入降息预期.....	11
图表 30: 市场对低预期数据不悲观、高预期数据更乐观.....	11
图表 31: “杀盈利”通常在衰退起点前后 2 个月内开始.....	11
图表 32: 1980 年、2001 年美股衰退初期反弹持续性不强.....	11
图表 33: 美联储加息终点利率与 10Y 国债利率分歧较大.....	12
图表 34: 当下 10Y-2Y 美债期限利差已近历史低位.....	12
图表 35: 当下, 中美经济基本面分化.....	12
图表 36: 上证指数估值较低、股债性价比较高.....	12
图表 37: 中国市场兼具高增长、低估值优势.....	13
图表 38: 经济“东升西落”下, 人民币升值预期走强.....	13
图表 39: 当下, 恒生指数估值相对合理.....	13
图表 40: 美债收益率同样也是港股的无风险利率.....	13

经验显示：美国经济步入衰退初期，美股易因“杀盈利”而调整；美股调整阶段，国内市场容易跟跌。本轮中，A股能否摆脱美股下跌的影响，走出“独立行情”？本文分析，可供参考。

一问：美国衰退初期的历史规律？美股均有调整，A股、港股易跟跌

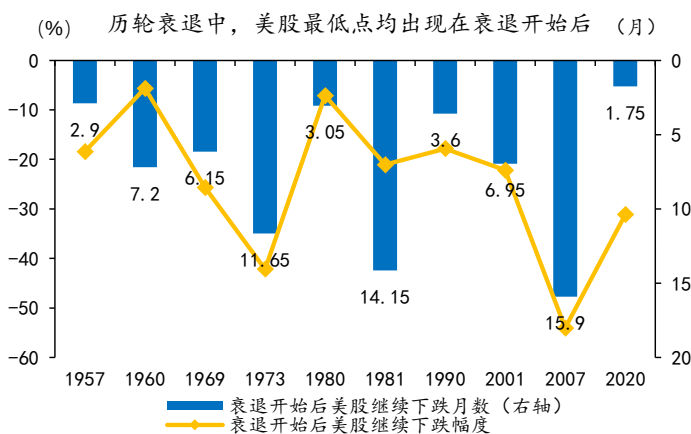
美国经济基本面延续下行态势，或已进入“衰退”区间；历史规律显示，美股衰退期的下跌从未“缺席”，“杀盈利”阶段多在衰退初期开启。截至2022年底，NBER观测的6个指标中，批发与零售、工业生产、个人收入均已见顶回落，美国经济或已迈入“衰退”的区间。回溯过去10轮衰退，有两方面共性特征：1) 美股最低点均出现在衰退开始后；多数经济衰退期中，标普500相对衰退起点调整约1-2个季度，幅度约20%。2) 历轮衰退中美股均出现了EPS的回调，回调幅度通常在10%-20%间；“杀盈利”阶段，美股多数下跌。“杀盈利”通常在衰退起点前后2个月内开始，持续期约2个季度。

图表1：历轮衰退中，标普500指数的走势



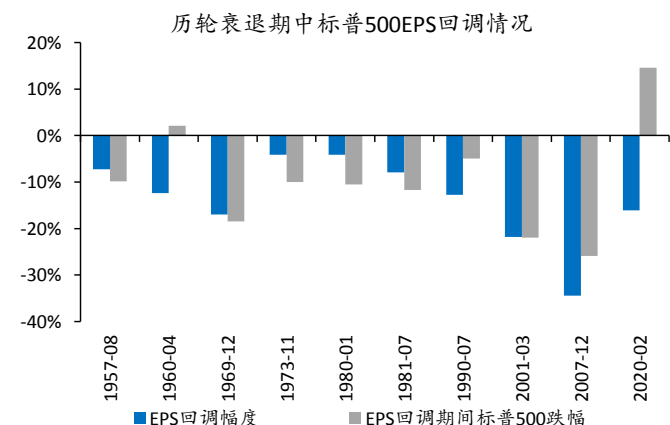
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表2：历轮衰退中，美股最低点均出现在衰退开始后



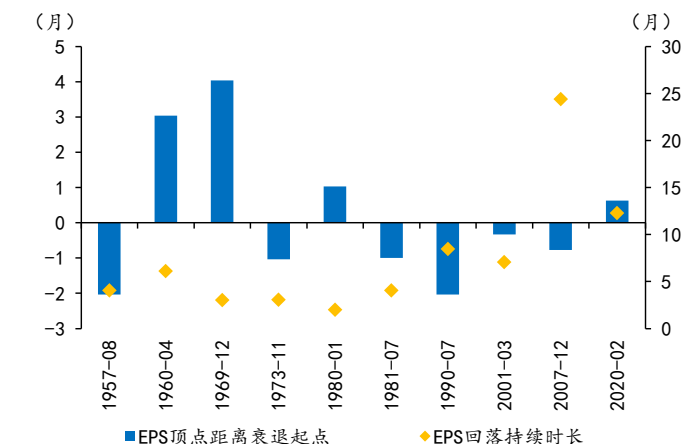
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：历轮衰退中，美股均有“杀盈利”阶段



来源：Bloomberg，国金证券研究所

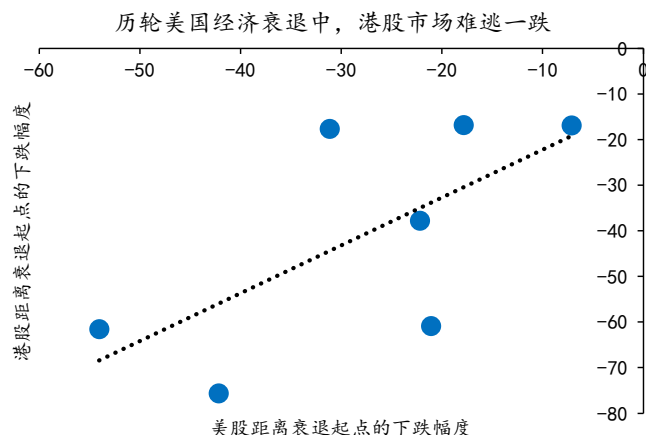
图表4：“杀盈利”通常在衰退起点前后2个月内开始



来源：Bloomberg，国金证券研究所

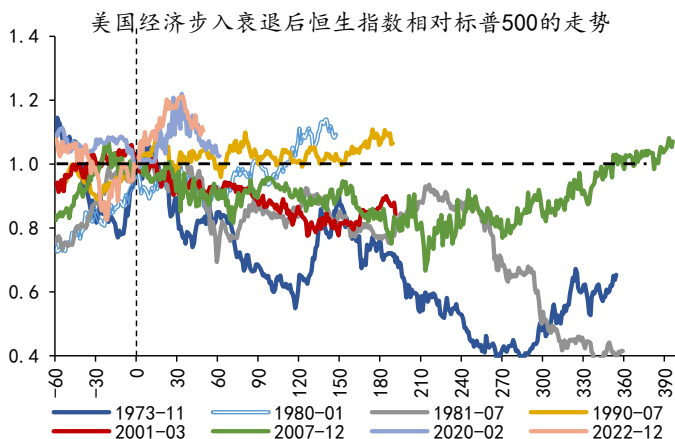
历史回溯来看，美股衰退期的调整中，港股均有“跟跌”；2000年以来美股大幅下跌过程中，A股也多有调整。1) 1970年以来，美国共历经了7轮经济衰退。美国经济衰退初期，港股市场“悉数下跌”。除1990年的“第三次石油危机”、2020年的“新冠疫情冲击”外，多数美国经济衰退期，港股回撤幅度较美股更深；2) 2000年以来，美股共有18段连续下跌超过10%的区间，其中A股市场多面临回调，仅4次“逆势上行”。

图表5：历轮美国经济衰退中，港股市场难逃一跌



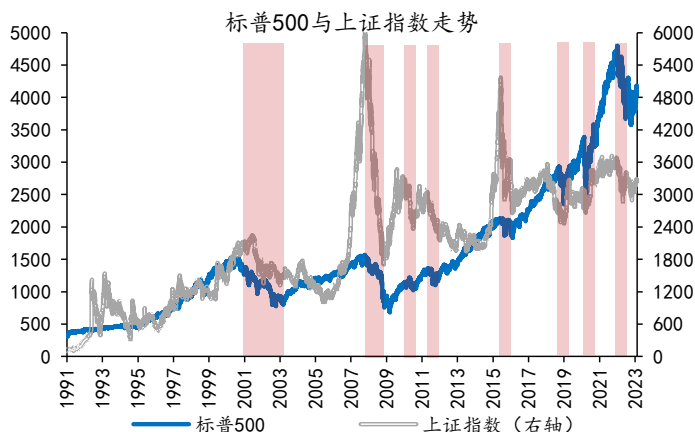
来源：Wind，国金证券研究所

图表6：多数美国经济衰退期，港股跌幅相较美股更深



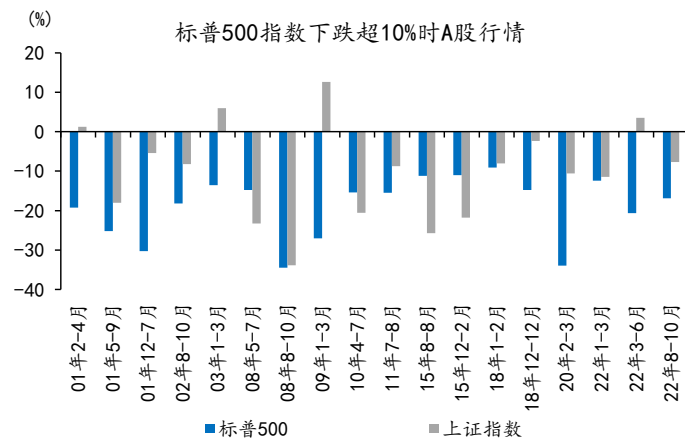
来源：Wind，国金证券研究所

图表7：历史上，美股大幅调整阶段，A股多数也会跟跌



来源：Wind，国金证券研究所

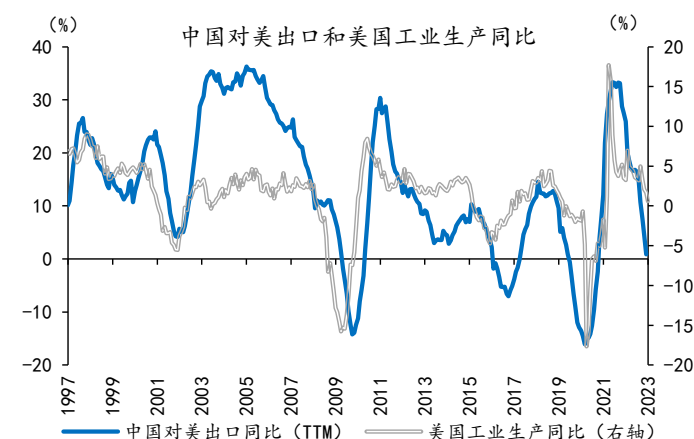
图表8：2000年以来标普500大跌期间，A股多数下跌



来源：Wind，国金证券研究所

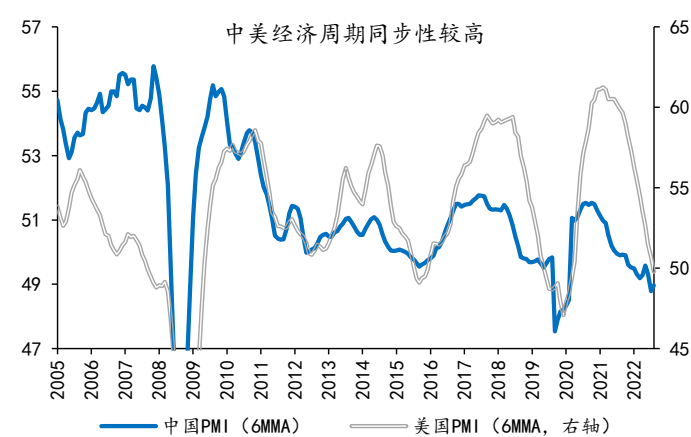
美国经济衰退对国内经出口链条的基本面冲击、美股下跌对中国市场的情绪冲击以及资金面的扰动等，是美股下跌向国内市场传导的主要路径。1) 2001年中国“入世”以来，两国经济之间的互补性使得中美经济周期同步性不断加强；美国经济衰退期，中国对美出口大幅下滑，多对基本面形成拖累；2) 美股市场的涨跌对A股、港股有情绪冲击。标普500单日跌超2%、3%、4%时，A股次日分别有66%、67%、73%的概率下跌，港股次日跟跌概率则分别为76%、74%、80%；3) 外资流向或受美股涨跌扰动，截至2022年底，外资占比为4.39%，交易量占比约10%；而港股市场的外资占比更是超过5成。

图表9：美国经济的下滑对国内出口有明显拖累



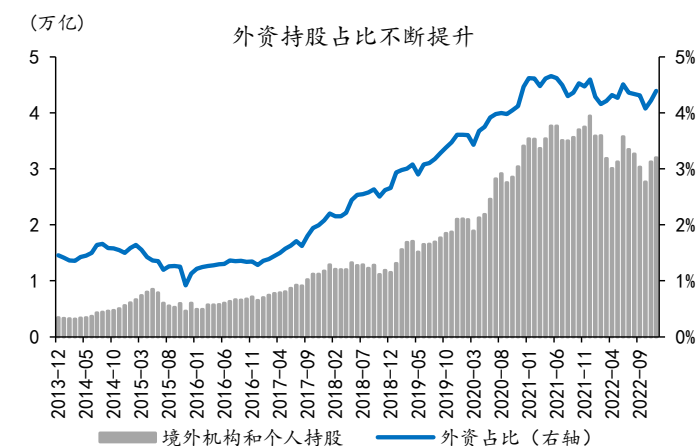
来源：Wind，国金证券研究所

图表10：历史回溯来看，中美经济周期同步性较高



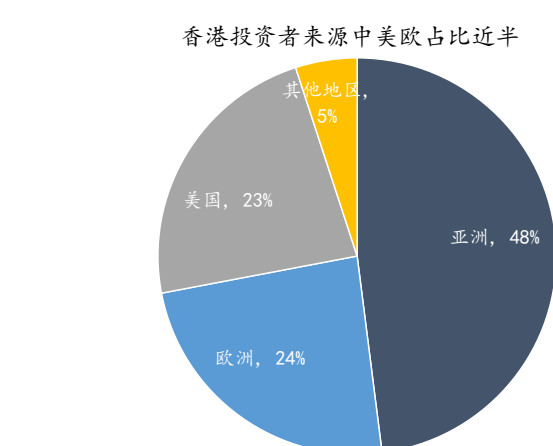
来源：Wind，国金证券研究所

图表11：2013年以来，A股外资占比逐步提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：港股市场的投资者中外资占比过半

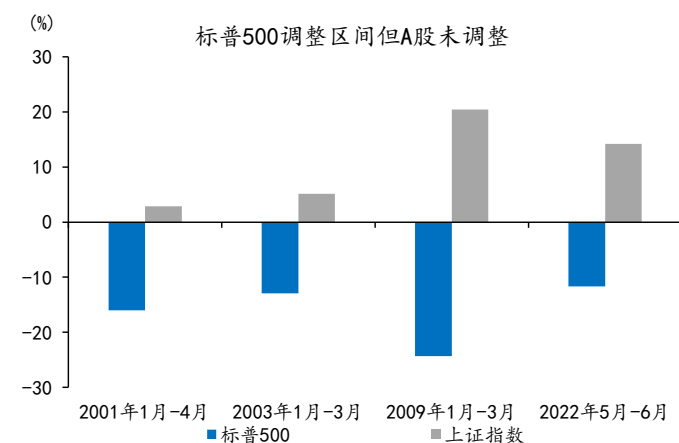


来源：Wind，国金证券研究所

二问：A股“逆势上涨”期的历史共性？基本面分化、估值低位、资金面平稳

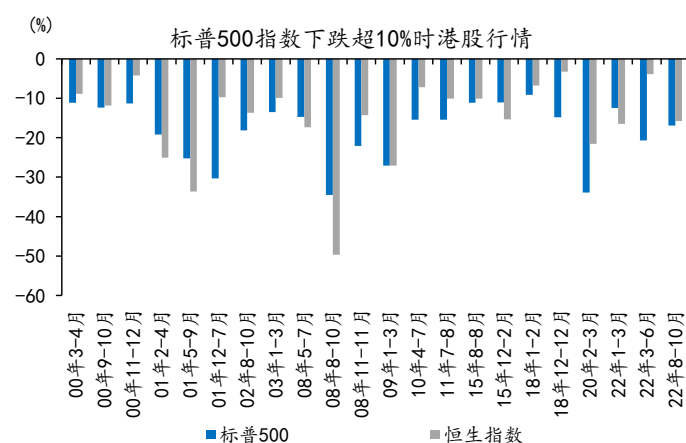
2000年以来，美股跌超10%的区间，A股曾有4次“风景独好”；而港股均受波及。2000年以来，标普500有18段跌超10%的区间。其中2001年1月30日-4月2日、2003年1月10日-3月10日、2009年1月2日-3月6日、2022年4月29日-6月30日，标普500分别下跌16%、13%、24%、12%，而上证指数则分别上涨3%、5%、20%、14%；其中2001年、2009年的两次A股“逆势上涨”均发生在美股“杀盈利”阶段，仅新冠疫情冲击下美股快速“杀盈利”阶段A股未能“逃逸”。相较而言，港股更易受美股下跌波及，恒指波幅指数与VIX指数高度相关；美股跌超10%的历史区间，港股无一“幸免”。

图表13: 2000 年以来, 有过 4 次美股大跌而 A 股上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

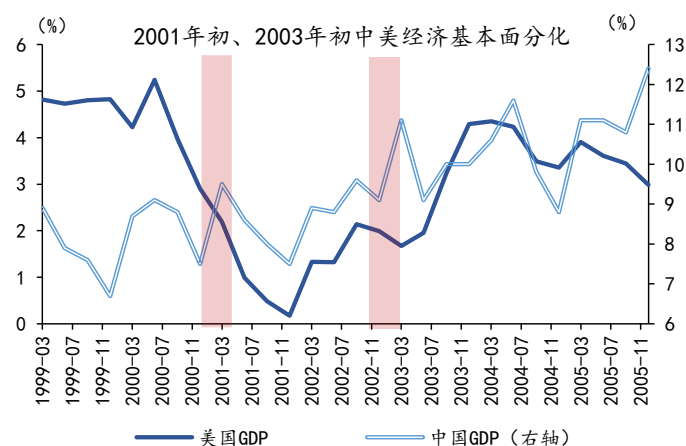
图表14: 00 年以来所有美股跌超 10% 区间, 港股均调整



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

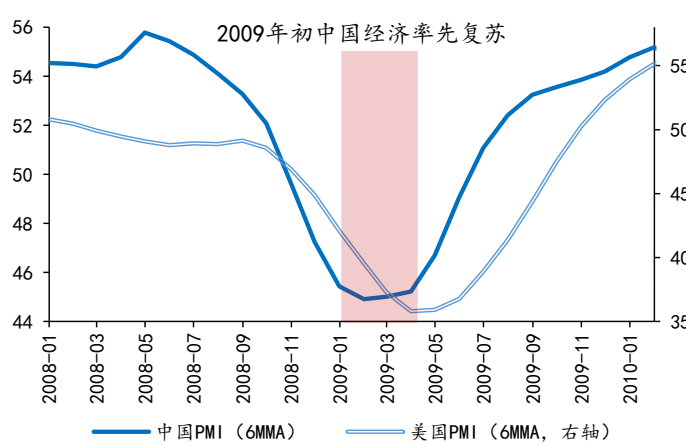
从基本面来看, 4 次美股大跌而 A 股“逆势上行”, 无一例外均发生在中美经济阶段性分化的窗口。1) 2001 年初, 美国经济延续下行, 企业盈利的担忧快速升温; 但全球经济衰退对我国经济冲击相对滞后, 一季度中国经济仍十分强劲, 增速高达 9.5%; 2) 2003 年初, 美国经济阶段性下行; 而国内经济在上半年加速上行, Q1 增速高达 11.1%; 3) 2009 年初, 在“四万亿”计划的刺激下, 国内经济率先企底复苏, 而海外仍在探底阶段, 美股盈利大幅调整; 4) 2022 年 5 月, 在“429”政治局会议夯实“政策底”、国内疫情好转后, 市场对于国内基本面修复的预期逐步升温(这一预期最终落空); 而美国经济仍处于下行阶段。

图表15: 2001 年初、2003 年初中美经济基本面分化



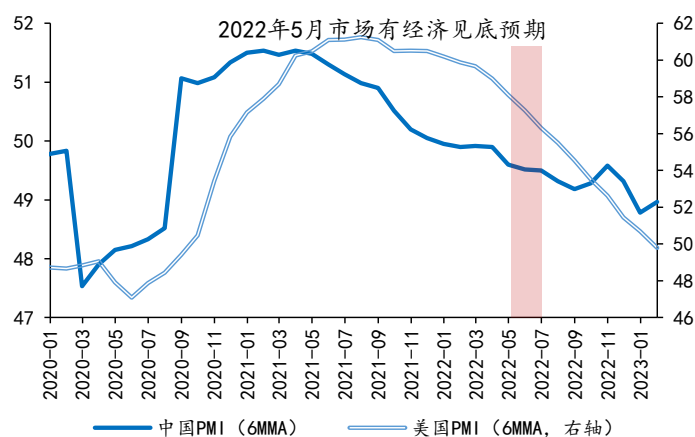
来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 2009 年初中国经济率先复苏



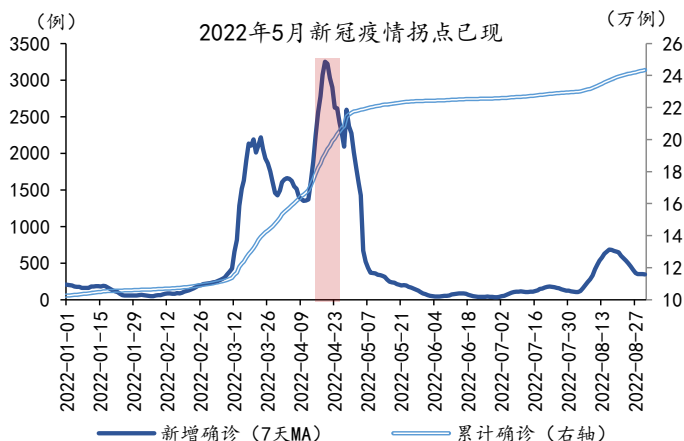
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 2022年5月, 市场预期中国经济即将筑底



来源: Wind, 国金证券研究所

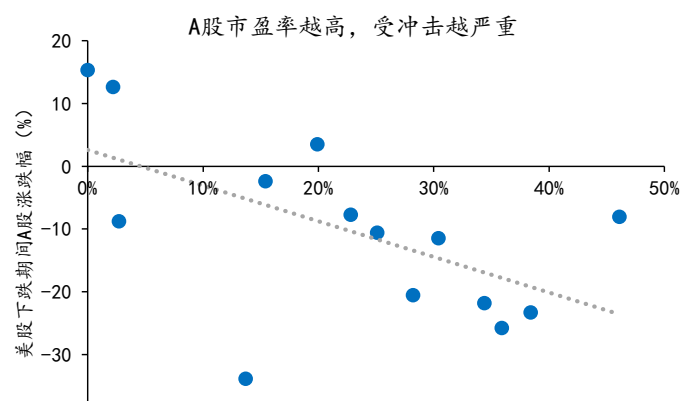
图表18: 2022年5月, 新冠冲击阶段性缓和



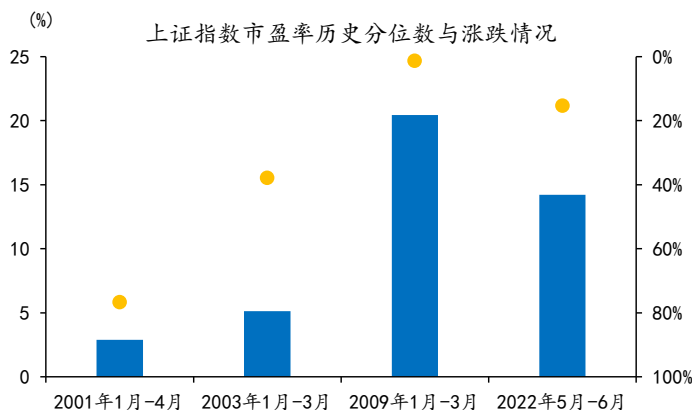
来源: Wind, 国金证券研究所

从情绪面来看, A股相对估值与绝对估值较低时, 受美股调整的冲击越弱。1) 从绝对估值来看, 过去 22 轮美股跌超 10% 的区间, 上证综合指数的市盈率历史分位数越高, 区间内相对美股的调整幅度越深; 4 次 A 股“逆势上行”的行情中, 2009 年 1 月、2022 年 5 月 A 股市盈率历史分位数低于 30%, A 股均大幅上行、未受美股拖累。2) 从相对估值来看, A 股股债性价比越高, 受美股的冲击也越弱。2002 年中国国债收益率有数据以来, 3 次 A 股相对美股的“逆势上行”, 均处于股债性价比的高位。

图表19: 美股大跌期间, A股估值越高, 冲击越明显



图表20: 4 次“逆势上行”中, A股估值越低涨幅越大



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_52779

