

衰退预期中海外股市缘何持续上涨

团队成员

投资要点:

➤ 核心观点

开年以来海外股市在经济衰退预期中普遍表现不错，分析理解背后的逻辑，也有助于分析判断未来A股走势。直观解释原因自然是欧美本轮加息周期接近尾声，除此之外，我们认为海外经济周期位置或许更值得关注。由于美国当前失业率低就业指标表现较好，不少观点认为现在海外经济处在高台即将跳水，后面有较大经济衰退风险。

然而欧美PMI、工业生产、M2等指标现已处在很低的位置，从这些增长金融类指标来看，当前海外经济是已经下探而非在高位预备回落，下半年逐步触底回升的可能性大。至于为什么在生产金融指标已经处在低位甚至负增长时，就业指标依然能够维持高位，或许更是一个偏学术的长期结构性问题。如果这一判断成立，那么开年以来海外股市的上涨可以很自然地理解为股市是宏观经济的晴雨表，股票指数的低点领先于经济增长指标低点的出现。

从这一角度出发，我们认为对后续中国市场可以更加积极乐观。一是中国经济内需复苏的方向非常明确。二是欧美国家本轮加息周期目前已经接近尾声。三是欧美经济若处在逐步触底阶段，后续一旦见底回升也将带动外需的提升。由于中国制造业在全球占比很高，中国上市公司盈利走势与工业品价格高度相关，在目前PPI同比负增长之际，A股非金融上市公司盈利会有所承压，这或许是开年以来A股表现相对弱于欧美的重要原因。而后续如果全球经济逐步触底回升，A股上市公司盈利上行弹性也会更大，我们预计A股市场下半年行情会明显好于上半年。

➤ 风险提示:

地缘政治风险超预期、宏观经济不及预期、海外市场大幅波动等。

分析师 燕翔
执业证书编号: S0210523050003
邮箱: yx30128@hfzq.com.cn

相关报告

- 1.《如何理解开年以来A股行情特征》
2023.05.28
- 2.《基金发行冰点与股债性价比高点》
2023.05.31

正文目录

1	开年以来海外股市普遍上涨.....	1
2	本轮加息周期基本告一段落.....	1
3	海外经济或在逐步触底.....	2
4	对中国市场可以更加乐观.....	6
5	风险提示	8

图表目录

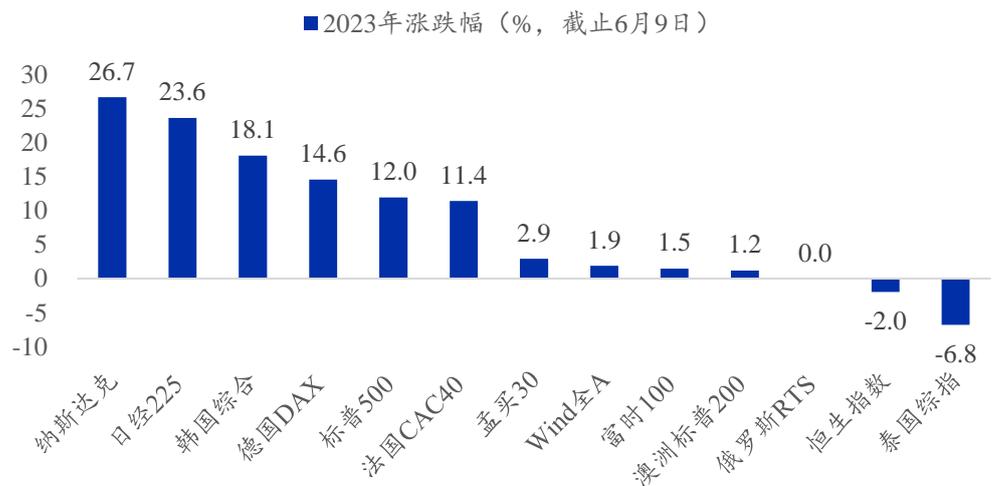
图表 1: 2023 年开年至今全球主要股指涨跌幅 (%)	1
图表 2: 2023 年开年以来美国长短期利率明显倒挂 (%)	2
图表 3: 1973 至 1975 年标普 500 指数估值盈利对比 (标准化点位)	3
图表 4: 欧美制造业 PMI 指数目前已经处于低位 (%)	4
图表 5: 美国 M2 同比负增长处在历史最低水平 (%)	4
图表 6: 美国股市低点领先经济增长指标低点出现 (1965 至 1967 年)	5
图表 7: 美国股市低点领先经济增长指标低点出现 (2018 至 2019 年)	6
图表 8: G7 国家工业生产同比当前处在低位零增长附近 (%)	6
图表 9: 中国制造业全球占比高受全球经济影响大	7
图表 10: A 股非金融上市公司盈利增速与 PPI 同比关联度大 (%)	7

1 开年以来海外股市普遍上涨

今年开年伊始，市场多数观点普遍认为 2023 年全球经济存在衰退的风险，包括世界银行、IMF、金融研究机构等对此均有不少论述。例如，世界银行在 2023 年 1 月发布的《全球经济展望》（Global Economic Prospects）中指出，“2023 年全球经济增速可能快速下滑至 1.7%，比此前的预测要再低 1.3%，是最近三十年里仅次于全球金融危机和新冠疫情时期的第三低增速。而进一步的负面冲击，如通胀上行、政策收紧、地缘局势紧张等，可能会将全球经济推入衰退。”特别是对 2023 年美国经济的衰退的讨论更是不绝于耳。

而股票市场的表现却没有如此悲观，开年以来海外主要股市指数大多是上涨的，截至 2023 年 6 月 9 日，美国、日本、韩国、德国、法国等股市主要指数涨幅都超过 10%，纳斯达克指数涨幅更是高达 26.7%，俨然已经有了牛市的样子。这期间虽然在 3 月份发生了美国硅谷银行倒闭事件，甚至一度引发全球市场对于金融危机的担忧，但这些影响都不是很大。

图表 1：2023 年开年至今全球主要股指涨跌幅（%）



来源：Wind，华福证券研究所

2 本轮加息周期基本告一段落

比较 A 股和美股行情背后的驱动力，会发现在美股市场利率升降的影响要远大于盈利周期，而在 A 股市场盈利周期的影响要远大于利率变化。究其原因，在于两个市场背后的基本情况不同。美国经济的盈利周期非常成熟，整体盈利增速走势如三角函数一般，上上下下具有很强的周期性规律，在学习效应作用下，市场投资者都知道盈利周期有均值回归属性，只要不出现金融危机盈利下行后就会上来。

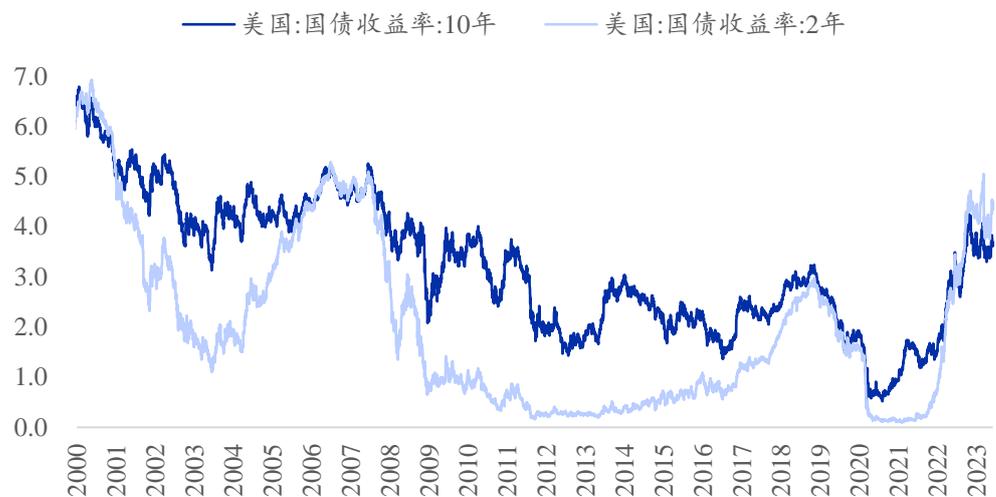
但美国利率变化却不是周期性的，而是长期的趋势性变化。在 2020 年疫情暴发以前，战后美国长期国债利率走势呈现出类似正态分布的“几”字形走势，以 1982

年高点为分界点，之前利率基本是单边上行、之后基本是单边下行。利率的这种非周期性波动特征，预示着每次变动都有更强的长期中枢变化意义，因此对资本市场影响更大¹。

从过去历次美国加息周期中股市表现来看，大多数情况下，美股下跌的低点会出现在末次加息之后到首次降息之前这个时间区间。但同样是学习效应的影响，随着时间的推移，我们可以发现美股低点出现的时间在不断往前，市场在不断地抢跑。此次市场同样出现了明显的抢跑特征，2023年开年至今美股出现了不小的涨幅，如果后续美股没有二次探底跌破去年的低点，那么此次股市的低点就会提前到末次加息之前不少。

进入2023年之后，美国国债收益率曲线出现了明显的倒挂特征，2年期国债利率一直高于10年期国债利率。从过往几次加息周期尾声的历史经验来看（如2000年、2007年、2018年），这种倒挂基本意味着加息周期已经接近尾声。综合开年以来海外股票市场和债券市场的表现来看，我们也判断本轮海外加息周期已经基本告一段落，后续什么时候进入降息周期目前有分歧，但全球流动性由紧向松转变的拐点已经出现。

图表 2：2023 年开年以来美国长短期利率明显倒挂（%）



来源：Wind，华福证券研究所

3 海外经济或在逐步触底

除了加息周期之外，市场此前特别担心经济衰退对全球股票市场的影响。对这个问题，我们觉得有两点值得关注。

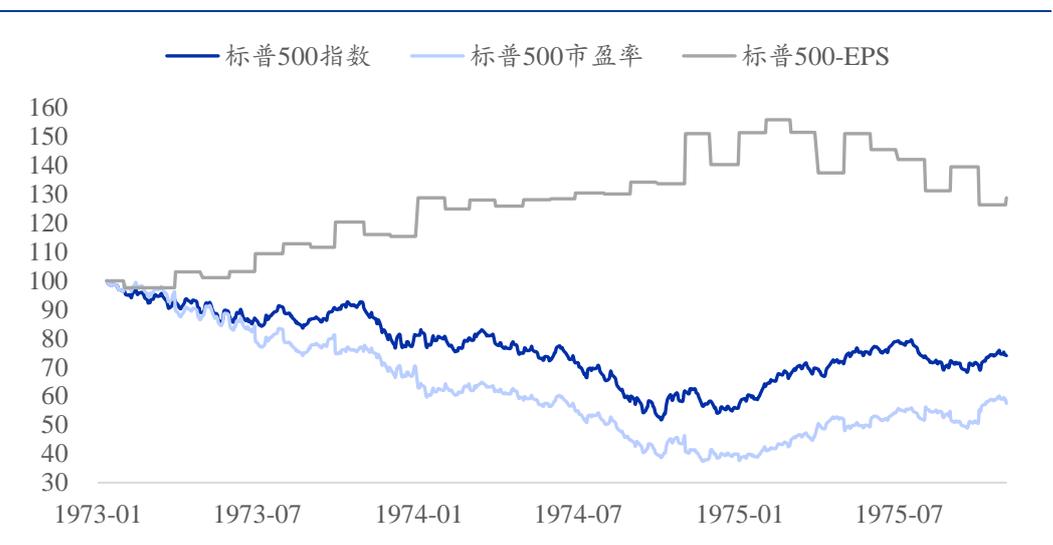
第一点，从历史经验来看，多数情况下股市下跌都发生在经济下行或者衰退的预期时，真的等到 EPS 负增长出现时股市已经触底回升了。典型的情况如下图所示

¹ 与之相比在 A 股市场，自 2002 年有数据以来，国内长端国债利率整体走势一直是区间震荡，上去会下来、下去会上来，有很强的“上有顶、下有底”均值回归特征属性。

1973年至1975年期间美股标普500指数与标普500公司EPS走势对比，在1973年初至1974年上半年指数大幅下跌之际，指数的EPS仍然是在增长的，真的等到从1975年初开始EPS实质性下降时，股市表现早已企稳回升。

这也是很多时候我们说股票市场是宏观经济的晴雨表，股市表现领先基本面的重要特征。全球股市在2022年普遍已经经历了较大幅度下跌，我们认为这已经是对经济下行甚至衰退的提前反应了。例如美国纳斯达克指数2022年大跌33%，对比金融危机那次2008年大跌41%，去年的跌幅不可谓不大。因此，我们认为除非再次发生危机模式，否则正常经济周期中的下行甚至衰退，目前阶段已经不会对股市产生太多的负面冲击了。

图表3：1973至1975年标普500指数估值盈利对比（标准化点位）

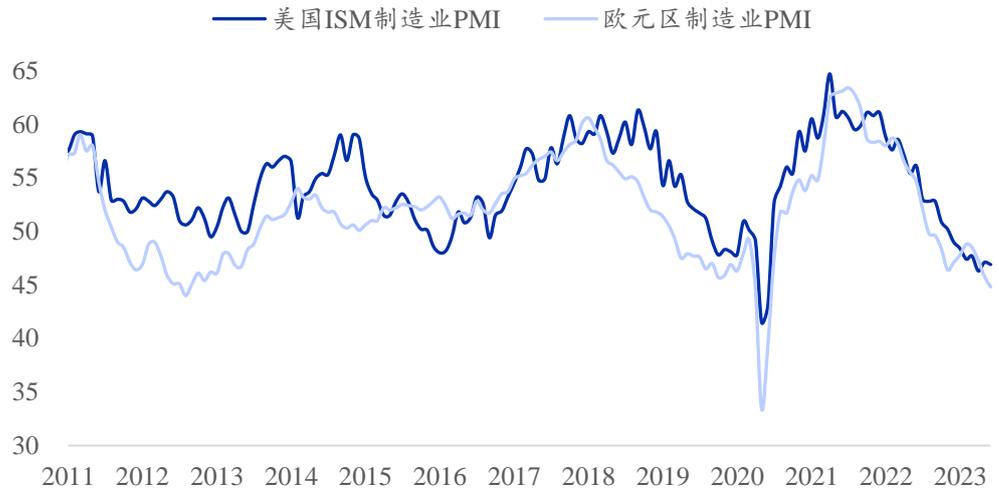


来源：wind，华福证券研究所

第二点，也是更重要的，从全球经济周期本身看，也已经出现不少触底的苗头。当下海外经济情况到底怎么样、处在经济周期的哪个位置，这个问题分歧很大。我们认为，当下欧美经济周期或处在初步触底的阶段，而并非经济处在高位后面准备大幅下滑甚至衰退。

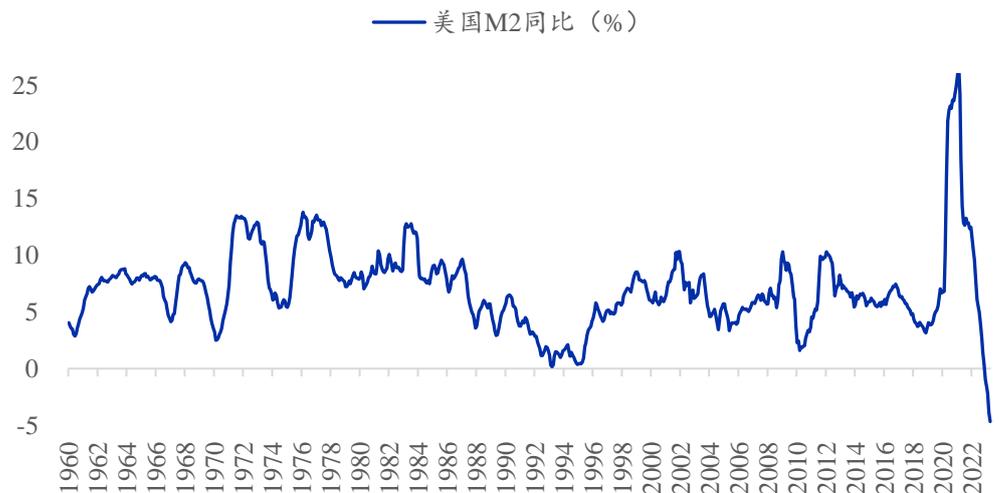
从PMI指数、工业生产同比、M2同比等经济生产和金融指标来看，欧美经济目前都已经大幅回落（而不是将要回落）。最新数据显示，2023年5月美国和欧洲的制造业PMI指数分别为46.9和44.8，均处在历史波动区间的下限附近。而最新月份的美国M2同比增速为-4.7%，是有历史数据以来的最低水平。这些经济增长类指标所反映的共同特点是，海外经济已经明显回落，后面继续高台跳水大幅下行的空间和可能性均已变小。

图表 4：欧美制造业 PMI 指数目前已经处于低位（%）



来源：wind，华福证券研究所

图表 5：美国 M2 同比负增长处在历史最低水平（%）



来源：wind，华福证券研究所

对海外经济已经大幅回落正初步触底的判断，势必会引发对经济衰退问题的讨论。如果前述经济增长类指标都已经进入负增长区间，为什么到现在为止还没有看到说美国经济已经衰退。美国经济是否衰退，一般是由美国国家经济研究局（National Bureau of Economic Research，简称 NBER）来定义的。

NBER 对经济衰退的传统定义是：经济活动显著下降，波及整个经济，且持续时间超过几个月。在这个定义下，NBER 在判断美国经济是否进入衰退时会考虑三个维度：深度、扩散和持续时间，这三者都需要在某种程度上单独得到满足，但是当一维度出现了极端情况，可能会部分抵消另一个维度的较弱迹象。NBER 在确定经济的顶峰或者低谷时间点时会参考一系列反映实体经济总体活动的指标，主要包括 1) 扣除转移支付的实际个人收入，2) 非农就业，3) 实际个人消费支出，4) 经价格变动

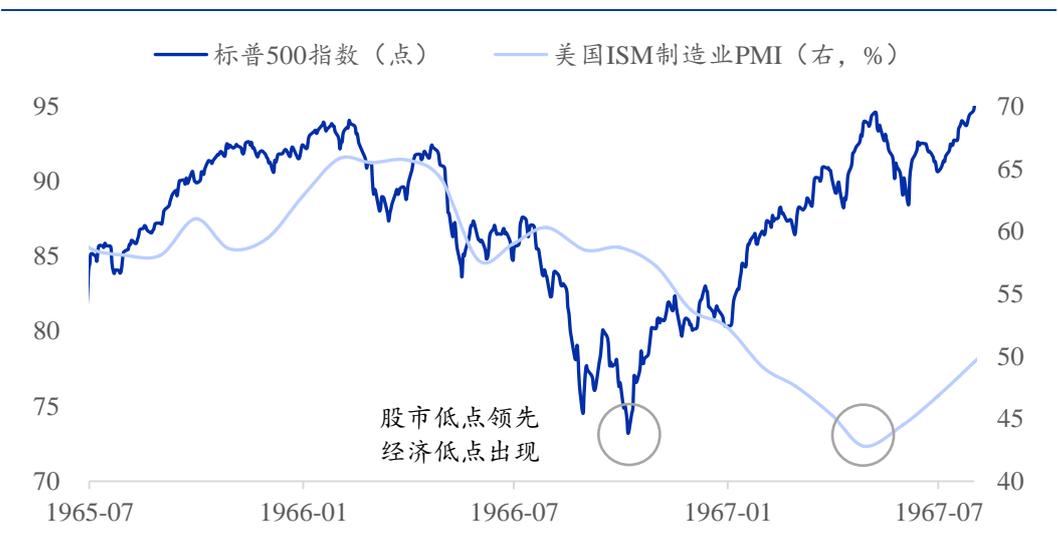
调整的批发零售销售，5)通过住户调查衡量的就业，以及6)工业生产等六个指标。但在 NBER 决策过程中并没有固定的规则、每个指标所占据的权重也并不固定。从目前这些关键指标来看，美国非农就业数据一直较好，并带动实际个人收入恢复，批发零售情况均有一定的韧性，因此 NBER 尚未将当前的美国经济状态定义为衰退。

所以从目前情况来看，美国经济之所以还没有被定义为经济衰退，主要原因在于就业类指标仍然处在高位（失业率很低、非农就业数据较好）。但从另一个角度讲，为什么在 PMI、工业生产同比、M2 同比等生产类指标已经处在低位时，就业数据指标依然能够保持高位，这可能更多的是一个学术问题。

因此，综合目前海外各类经济指标来看，我们可以发现，不少经济增长金融类指标已经明确回落甚至处在历史低位，而与就业相关的部分指标仍然处在高位没有回落。我们判断，这种情况继续往后演绎，其实较难指望海外经济后续继续大幅下行（即指望就业指标明显回落），而更可能的是目前已经处在初步触底的过程中，而事后回头来看，可能本轮经济下行周期最后不会被 NBER 定义为经济衰退。

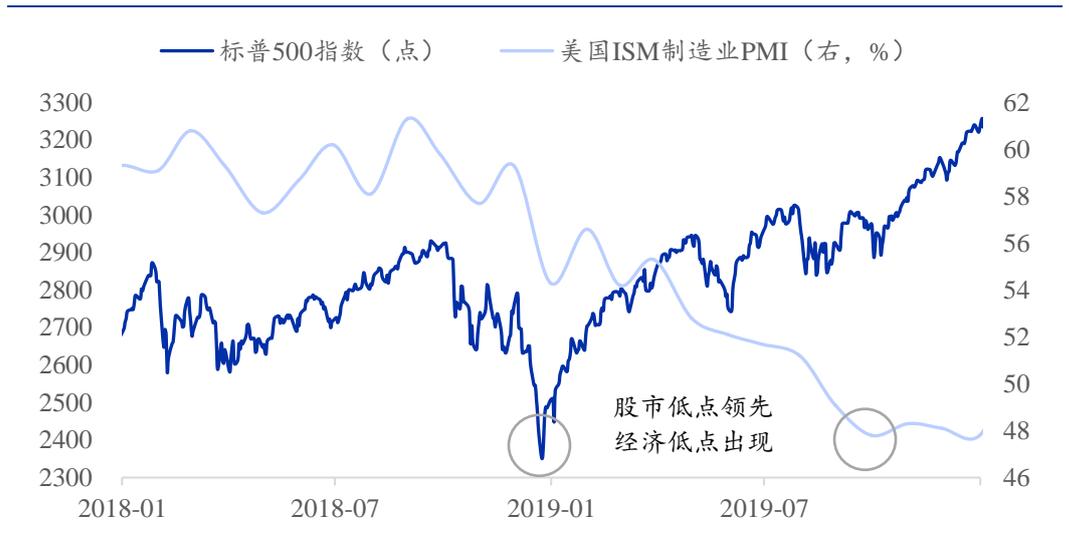
如果前述判断成立，那么就能更好地理解为何开年以来海外股市普遍都在上涨。一般情况下，作为宏观经济的晴雨表，股市表现会领先经济基本面，股票指数低点会早于经济增长指标低点的出现。类似的情况，在过去几轮经济周期中都经常出现。

图表 6：美国股市低点领先经济增长指标低点出现（1965 至 1967 年）



来源：wind，华福证券研究所

图表 7：美国股市低点领先经济增长指标低点出现（2018 至 2019 年）

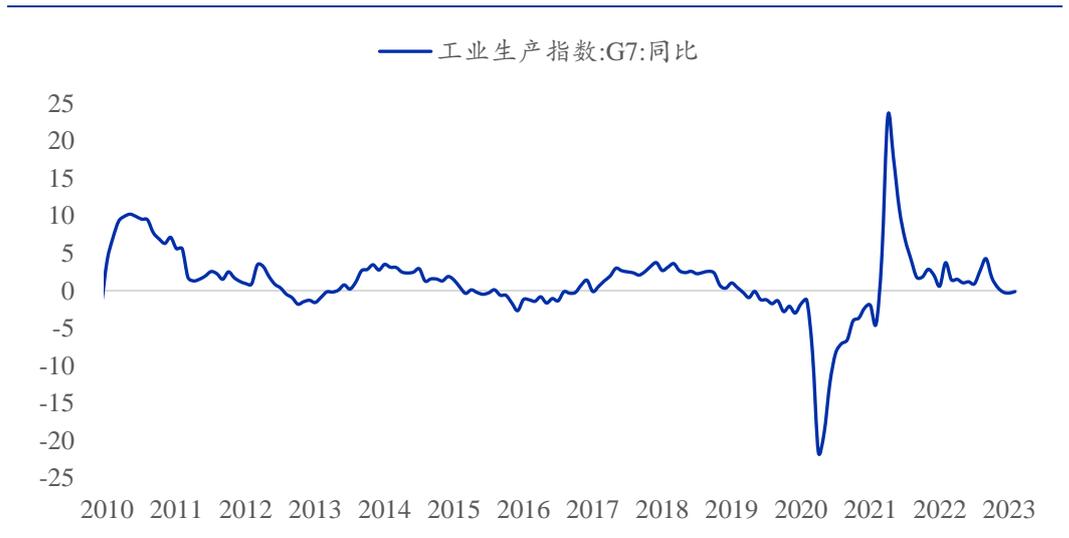


来源：wind，华福证券研究所

4 对中国市场可以更加乐观

在前述分析下，我们认为对于未来中国市场也可以更加有信心更加乐观。一是中国经济内需复苏的方向非常明确。二是欧美国家本轮加息周期目前已经接近尾声，未来全球流动性向宽松转向的边际拐点已经出现。三是从包括 PMI、工业生产、M2 等经济增长类指标看，欧美经济目前处在逐步触底阶段，后续一旦见底回升，也将带动外需的提升。

图表 8：G7 国家工业生产同比当前处在低位零增长附近（%）



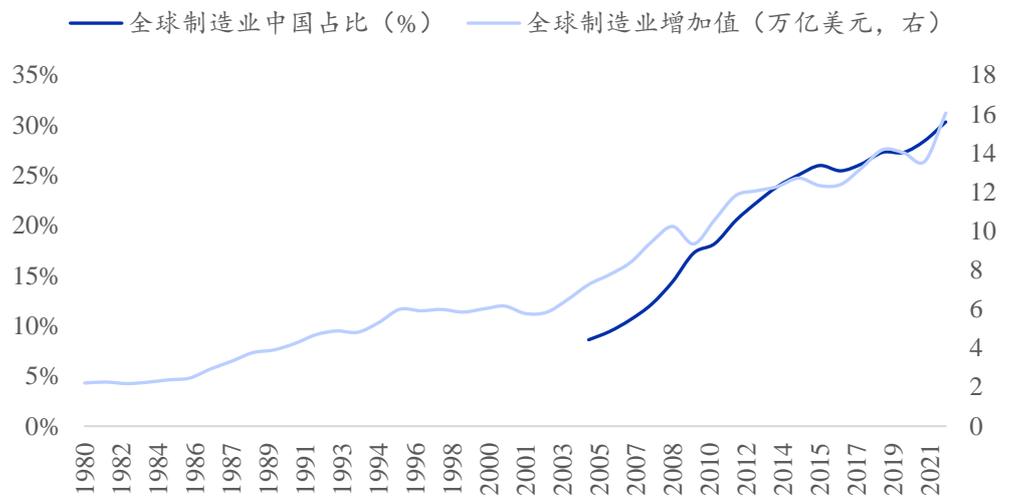
来源：wind，华福证券研究所

有一个问题值得进一步讨论，那就是为什么开年以来欧美股市表现比 A 股更为强劲。我们认为这或许与 A 股上市公司的结构构成有关，当前中国在全球制造业增加值中占比已经将近 30%，无疑是全球最大的工业生产国家，这决定了中国上市公

司盈利与全球工业品价格相关性更高。这个特点在历史数据中可以得到充分体现，全部 A 股非金融上市公司盈利增速与工业品价格指数 PPI 同比增速高度相关。而从当前的情况来看，2023 年 5 月国内 PPI 当月同比已经下滑至-4.6%，前 5 个月累计同比为-2.6%，这对 A 股非金融上市公司盈利造成不小的压制。

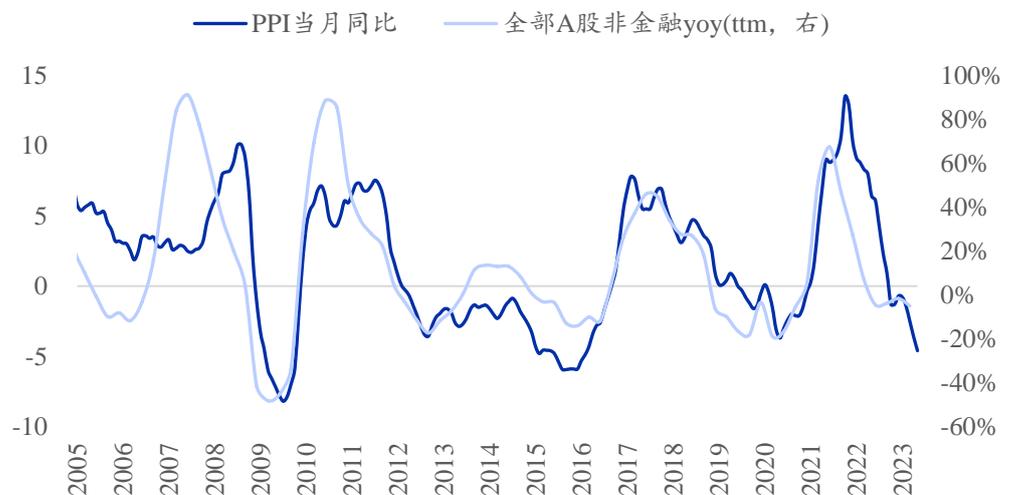
然而展望下半年，一方面由于基数效应的原因，预计 PPI 同比增速会自然有所改善，另一方面如果前述分析逻辑兑现，全球经济开始逐步触底回升，会进一步带动国内上市公司盈利上行弹性。因此综合来看，我们认为 A 股市场下半年表现会明显好于上半年，当下时点可以更加积极乐观。

图表 9：中国制造业全球占比高受全球经济影响大



来源：wind，华福证券研究所

图表 10：A 股非金融上市公司盈利增速与 PPI 同比关联度大 (%)



来源：wind，华福证券研究所

5 风险提示

地缘政治风险超预期、宏观经济不及预期、海外市场大幅波动等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn