

策略研究

以史为鉴：2010年以来美股历史回顾

——海外策略双周报（2022年第8期）

要点

2010-2014年：欧债危机扰动，流动性宽松推动美股上行

宏观和货币政策：2010-2014年欧债危机的扰动使得美国经济及企业盈利在后危机时代前期表现较为疲软，后期逐步恢复。由于经济基本面恢复缓慢，美联储再次启动多轮QE，成为提振美股的主要力量。

美股走势：2010年金融监管和量化宽松同时启动，欧债危机发酵下，美股走势震荡。2011年中开始，欧债危机持续蔓延。2012年美联储启动QE3和QE4，量化宽松的预期以及政策的实际落地贯穿全年，美股上行。2013年-2014年美股持续上涨，流动性充裕和强劲的经济基本面对美股再创新高。

2015-2019年：流动性退潮，经济基本面支撑美股

宏观和货币政策：2015-2019年经济增长是支撑美股的关键。2015-2017年流动性逐步退潮，美联储持续加息，不过美股在经济基本面支撑下维持上行。2018年-2019年美联储货币政策对美股估值影响较大。美联储在加息过程中缩表，美股估值受到较为明显的冲击。在缩表停止后，美股估值有所恢复。

美股走势：2015年美联储政策不明朗，基本面数据好坏掺杂，美股持续震荡。经济基本面的利好抵消流动性收紧的压力，美股2016年震荡上升。2017年全球经济复苏下美国经济基本面表现强劲，减税预期贯穿全年，美股持续上行。2018年美联储缩表叠加中美贸易摩擦，美股全年收跌。2019年美联储重回鸽派，推动美股复苏。

2020-2022年：新冠疫情下的美股

宏观和货币政策：美国经济增速在2020年新冠疫情之后稳步修复，但当前修复速度放缓。2020年3月到2021年年底，美联储货币政策持续宽松。2022年开始美联储加速转鹰。

美股走势：新冠疫情引发美股2020年3月出现四次熔断，此后货币及财政政策稳定市场情绪推动美股在2020年3月至2021年12月期间持续上涨。2022年流动性收紧与经济景气度下滑的双重压力拖累美股持续回调。

美股后市展望及市场观点

美股调整或将持续。从历史来看，美股由跌转涨需要流动性或经济至少一方的改善：或是美联储释放流动性，推动资产价格回暖；或是美国经济转好，数据提振市场对盈利基本面的预期。但从当前来看，美股复苏的条件尚不具备。当前背景下，美股依然脆弱。**短期来看美股企稳的转机在于美联储态度的转变。**

若美股仅因为自身经济数据不及预期而回调，其对A股和港股带来的负面影响有限。从历史上来看，如果单纯是由经济基本面数据疲软引起美股回调的话，A股和港股受到的影响相对较小。因此后续如果美联储态度转向，海外流动性改善，即使美股因美国自身经济疲弱而继续波动，其对A股及港股的影响也有望减弱。

港股市场企稳回升的关键在于中国经济景气度的回升。若上海疫情得到有效控制后相关限制措施逐步放开，同时其他各大城市的疫情不出现大幅扩散，那么接下来国内经济景气度将有所修复，有助于提振市场对企业盈利的信心。

风险提示：1、美国对中国企业的制裁加剧；2、经济超预期下行；3、海外市场波动加剧。

作者

分析师：张宇生

(执业证书编号：S0930521030001)

021-52523806

zhangys@ebsecn.com

分析师：巩健

(执业证书编号：S0930521040002)

021-52523858

gongj@ebsecn.com

联系人：刘芳

021-52523677

liuf@ebsecn.com

目 录

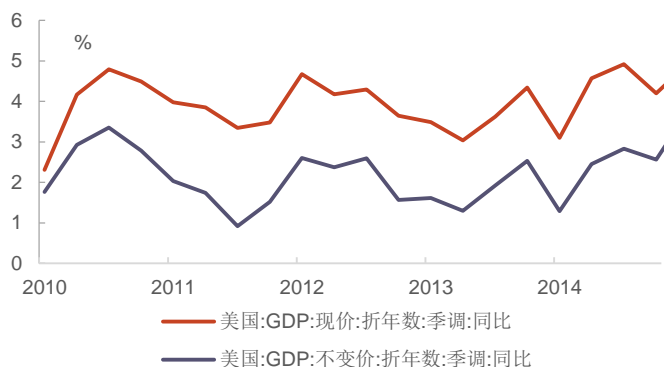
1、 2010 年以来美股历史回顾.....	3
1.1、 2010-2014 年：欧债危机扰动，流动性宽松推动美股上行	3
1.2、 2015-2019 年：流动性退潮，经济基本面支撑美股	6
1.3、 2020-2022 年：新冠危机下的美股	10
1.4、 美股展望及市场观点	13
2、 市场表现与核心数据	16
2.1、 市场表现回顾	16
2.2、 资金与流动性概览	18
2.3、 板块盈利与估值.....	19
3、 未来一周须知.....	21
4、 风险提示	21

1、2010 年以来美股历史回顾

1.1、2010-2014 年：欧债危机扰动，流动性宽松推动美股上行

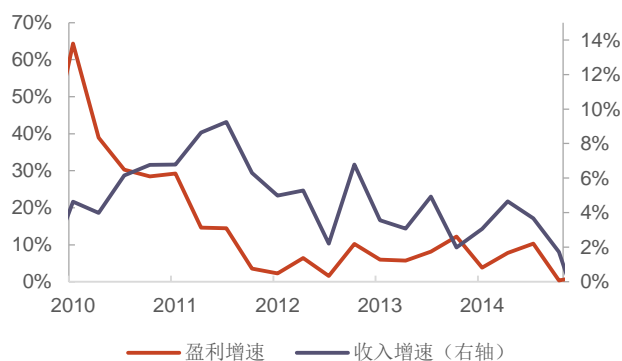
2010-2014 年欧债危机的扰动使得美国经济及企业盈利在后危机时代前期表现较为疲软，后期逐步恢复。从宏观角度来看，可以发现 2010 年到 2014 年之间美国 GDP 增速在 3% 左右波动。微观层面上来看，标普 500 盈利增速在 2010 年到 2012 年之间持续回落，2012 年之后维持稳定，这也解释了美股在 2010-2012 年这段时间走势相对震荡，而在 2013-2014 年表现相对较佳。

图 1：美国 GDP 增速在 2010-2014 年之间持续波动



资料来源：Wind

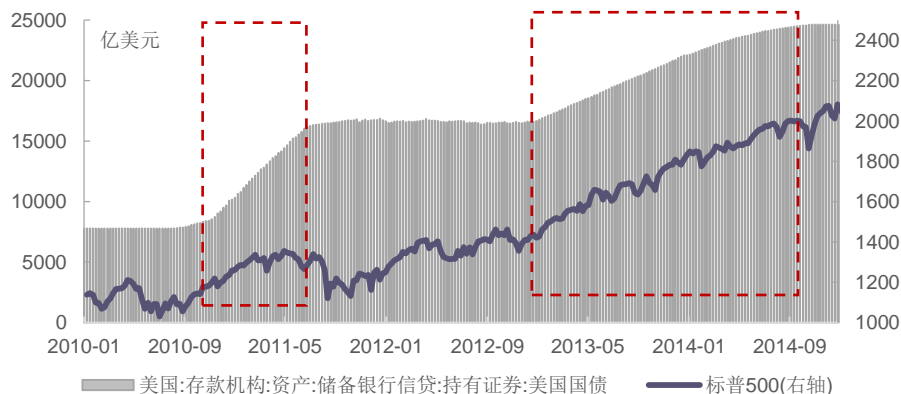
图 2：标普 500 每股营收及每股 EPS 季度增速



资料来源：Bloomberg

由于经济基本面恢复缓慢，美联储再次启动多轮 QE，成为提振美股的主要力量。为了应对 08 年债务危机，欧美政府大幅提升财政赤字，导致了后危机时代的欧债危机以及美国自身债务危机。为了稳定经济，2010 年 11 月，美联储启动 QE2，2012 年 9 月和 12 月，美联储又接连启动 QE3 和 QE4，三轮 QE 稳定了市场情绪及流动性。从历史上来看，在美联储资产负债表扩张阶段，美股基本均维持上行。

图 3：标普 500 在美联储扩表阶段上行



资料来源：Wind，红色框线代表美联储扩表且美股上行的时间段

2010 年金融监管和量化宽松同时启动，欧债危机发酵下，美股走势震荡。2010 年 4 月开始美股出现长达四个多月的下跌和磨底过程。此次回调多重因素交叠：宏观层面，全球经济复苏放缓，同时 QE1 结束；微观层面，包括美国企业

盈利在内的各项经济数据大幅下滑。2010年7月21日,《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》正式落地,尽管监管的加强对后金融危机时代的美股无疑是雪上加霜,但美联储持续释放的QE2信号,大大提振了市场情绪。11月2日在中期选举中共和党夺得众议院多数席位,小布什政府的减税政策延续有望,11月3日美联储启动QE2,财政政策和货币政策的双重利好推动了美股自9月初至年底的反弹。

2011年中开始,欧债危机持续蔓延。受益于2010年底启动的QE2,2011年初美股保持上涨势头,但随着欧债危机的蔓延,美债危机也逐渐显现,对美国“财政悬崖”问题的担忧使得7月下旬美股暴跌。8月2日美国总统奥巴马签署提高债务上限议案后,美债危机才告一段落,但从8月上旬开始至年末,因经济增长乏力,发达国家政府难以从金融救助措施中退出且债务水平不断攀升,发达国家的债务问题和发展中国家的信贷收缩等多重因素交叠,经济衰退的悲观预期使美股一直处于底部震荡中。

2012年启动QE3和QE4,量化宽松的预期以及政策的实际落地贯穿全年。美国经济的缓慢复苏下,2012年美股自年初反弹,但4月初至5月初迎来第一轮回调。主要原因是欧洲和中国的经济增速放缓,基本面恶化。7月欧洲央行宣布降息,9月13日美联储启动QE3。从6月初开始,得益于多国宽松货币政策的同时发力,美股重回上行通道,10月中旬至11月中旬,由于疲弱的经济数据,叠加对美国“财政悬崖”问题的担忧,美股开始第二轮回调。随着QE4的启动、民主党和共和党在“财政悬崖”问题上的逐渐和解以及外围基本面的好转,11月中旬后美股开始反弹。

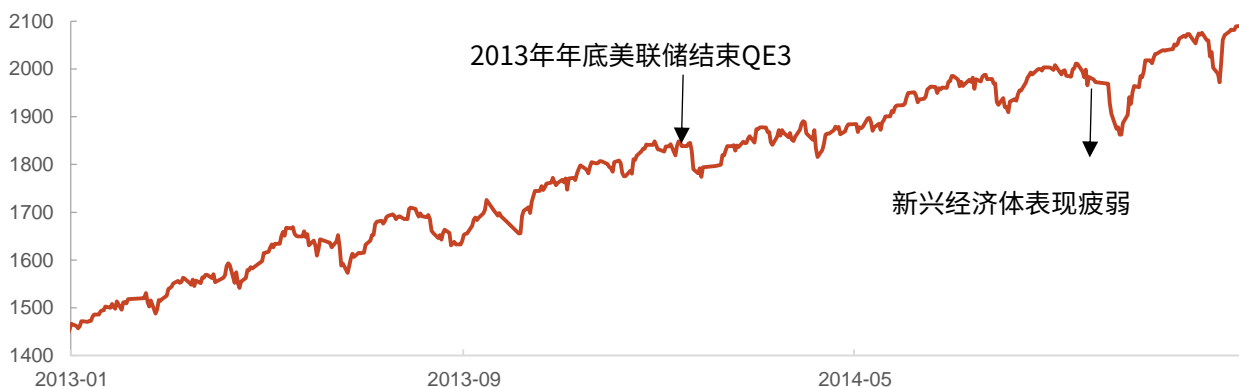
图4: 2010年到2012年标普500走势



资料来源: wind 光大证券研究所

2013年-2014年美股持续上涨,在充裕的流动性和强劲的经济基本面下美股再创新高。由于2013年年底结束QE3,2014年年初美迎来第一轮回调,之后美股持续上涨直至7月中旬。自7月中旬到2014年底,美股共经历三轮回调,均与全球经济增速放缓有关。不过美国自身经济基本面强劲,资本不断流入美国,淡化了量化宽松政策逐步退出的利空效应,美股整体维持上涨,再创新高。

图 5：2013 年到 2014 年标普 500 走势

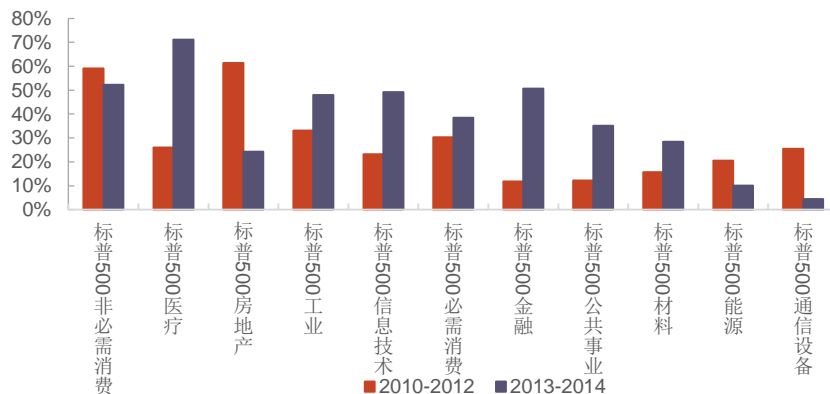


资料来源：wind 光大证券研究所

2010 年-2012 年期间美债收益率持续下行，房地产和可选消费板块领涨。从行业方面来看，在 2010-2012 年涨幅相对较高的是房地产和非必需消费行业，这是因为后危机时代美联储持续扩表，流动性较为宽裕，利率在 2010-2013 年 6 月之间持续下跌，美债收益率的持续回落影响最优惠利率（prime rate），并进一步传导至房贷和车贷利率，进而提振可选品消费、零售和住房投资。

2013 年-2014 年期间流动性维持宽裕，盈利基本面推动信息科技和医疗板块领涨。2013 年开始随着美国经济基本面的好转，美债利率有所回升，不过仍维持在低位。此时盈利基本面成为行业轮动的主导因素。另一方面，受益于较低的利率及相对稳健的基本面，科技股盈利持续上行带动信息科技行业涨幅居前。

图 6：2010-2014 年标普分行业涨跌幅



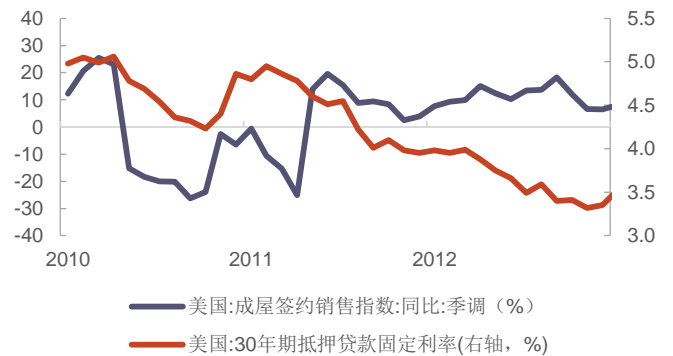
资料来源：Wind 光大证券研究所

图 7：2010-2014 年美债收益率走势



资料来源：Wind

图 8：2010-2012 年房贷利率维持低位，美国地产销售维持高景气

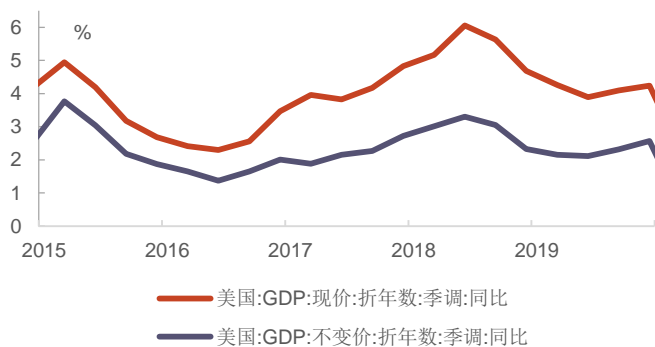


资料来源：Wind

1.2、2015-2019 年:流动性退潮，经济基本面支撑美股

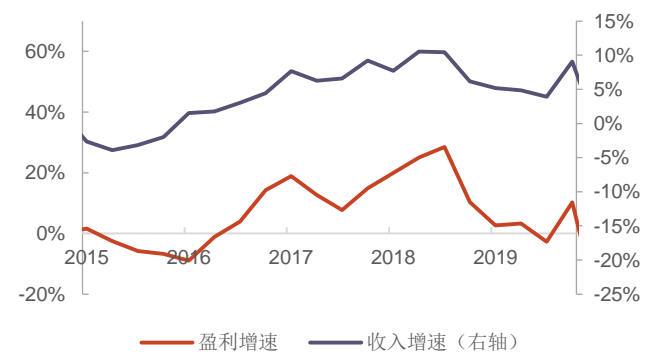
2015-2019 年经济增长是支撑美股的关键。美国在 2015 年期间经济增速整体下行，美股盈利增速同样随之小幅下行，因此美股整体走势较为震荡。而从 2016 年年初开始，除了受到中美贸易摩擦的干扰外，美国经济持续复苏，带动美股盈利增速上行。2016 年 11 月，唐纳德·特朗普当选美国第 45 任总统，其减税和财政刺激政策提振美国经济复苏信心；2017 年 12 月，美国总统特朗普签署并发布《减税和就业法案》，将企业所得税从 35% 下降至 21%，并全面下调个人所得税，此后企业盈利一直保持强劲。

图 9：2015-2019 年美国经济增长持续上涨



资料来源：Wind

图 10：标普 500 每股营收及每股 EPS 季度增速



资料来源：Bloomberg 光大证券研究所

图 11：美国制造业 PMI 2015 年-2019 年的走势

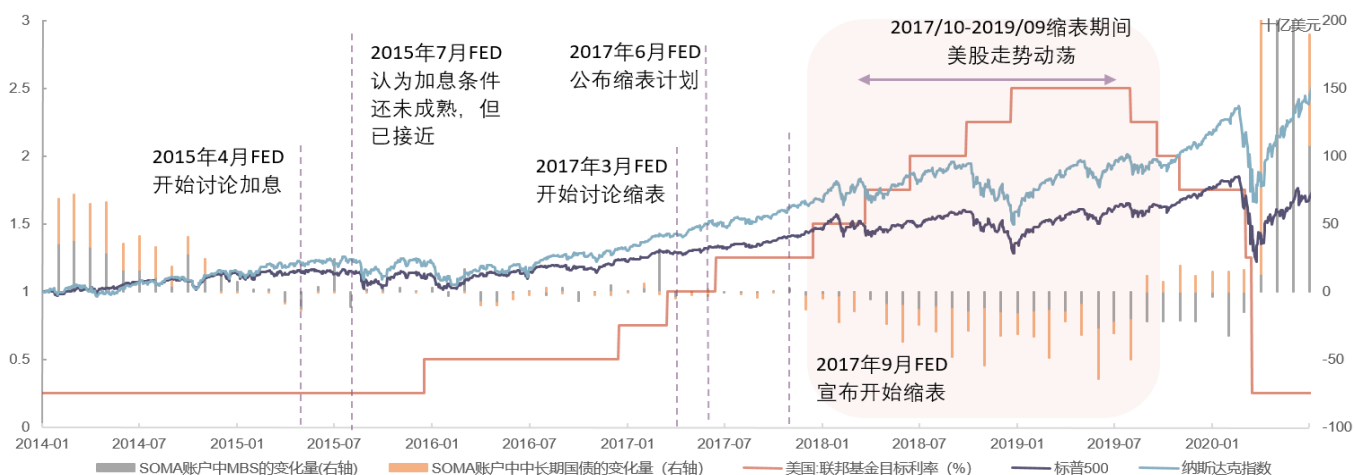


资料来源：Wind

2015-2017 年流动性逐步退潮，但美股持续上行。由于美国 2016 年以来经济增长较为稳定，美联储在 2015-2017 年稳步加息并开始缩表：1) 2015 年 12 月首次加息 25bp，随后在 2016 年、2017 年以及 2018 年分别调升 1 次、3 次和 4 次利率；2) 缩表：2017 年年末美联储减少债券到期的再购买。但得益于强劲的经济基本面，美股并未受到加息的影响。

2018 年-2019 年美联储货币政策对美股影响较大。2017 年年末以来，美联储在加息周期内开始缩表，美股波动加大。同时中美贸易摩擦加剧美股调整，美联储不得不在 2018 年年末停止加息并在 2019 年中期停止缩表。从历史上来看，若美联储在加息过程中缩表，美股受到的冲击较为明显。缩表停止后，美股估值有所恢复。

图 12：美联储缩表期间，美股走势较为动荡



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间区间为 2014/1/1 到 2020/6/30，为了方便显示，将纳斯达克指数及标普 500 指数在 2014 年 1 月 1 日的收盘价标准化为 1

图 13：美联储缩表期间，风险资产估值（PETTM）回落



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间区间为 2015/1/1 到 2020/6/30，为了方便显示，将各指数的 PETTM 估值在 2015 年 1 月 1 日标准化为 1

2015 年美联储政策不明朗，基本面数据好坏掺杂，美股持续震荡。3 月至 8 月，美股维持震荡，经济基本面情况和美联储的政策方向预期主导美股走势。8 月中旬至 9 月底，美股回调主要受到 A 股的影响，中国经济的疲弱引发市场对全球需求的担忧。另外中国启动“8·11”汇改，人民币兑美元中间价短期内大幅贬值，全球资本市场较为动荡。9 月底美股开始反弹后一直震荡至 2015 年末，已被市场预期的美联储加息于 2015 年 12 月 17 日正式落地，美股不跌反涨。

经济基本面的利好抵消流动性收紧的压力，美股 2016 年震荡上行。2016 年 4 月中旬至 5 月中旬，伴随中、美制造业数据回调以及企业盈利下行，美股上涨势头放缓。6 月下旬受英国脱欧事件影响，美股再次回调。但美国经济基本面的总体向好使得 2016 年美股仍整体保持上行趋势，年末特朗普当选为美国第 45 任总统，其释放出减税和财政刺激的政策信号进一步助推美股行情。虽然年末美联储再度加息，不过在向好的经济基本面下未对市场造成不利影响，美股持续上行至 2017 年年底。

2017 年全球经济复苏下美国经济基本面表现强劲，减税预期贯穿全年，美股持续上行。2017 年前三季度美股上市公司的业绩远超预期，美国制造业和零售数据持续向好，税改预期持续发力，国外动荡的政治环境以及 3 月和 6 月美联储的两轮加息都无法阻挡美股强劲的上行趋势。12 月 13 日美联储再次加息，但 12 月 22 日《减税和就业法案》正式发布，宽松财政政策的利好强于紧缩货币政策的利空，美股持续上行直至年底。

图 14：2015 年到 2017 年标普 500 走势



资料来源：wind 光大证券研究所

2018 年美联储缩表叠加中美贸易摩擦，美股全年收跌。在 2017 年 3 月美联储讨论缩表时，市场对年内缩表已有预期，等到 2017 年 6 月美联储公布缩表计划时，市场对年内缩表的预期已经非常充分。因此在缩表讨论过程中，美股平稳上涨。不过等到 2017 年 10 月正式缩表开始后，美股波动率明显加大，走势较为震荡。同时 2018 年受到中美贸易摩擦的影响，美国经济增速触顶下行，也致使美股大幅回调。

2019 年美联储重回鸽派，推动美股复苏。2019 年开始，尽管全球经济增速持续放缓，但在美联储及全球央行鸽派政策的影响下，美股持续修复。同时 2019 年 1 月 16 日中美两国签署第一阶段贸易协议，市场风险偏好有所修复。由于美国经济增速持续疲弱，美联储在年初停止加息并在年中停止缩表。美股估值在 2019 年年中开始有所修复。

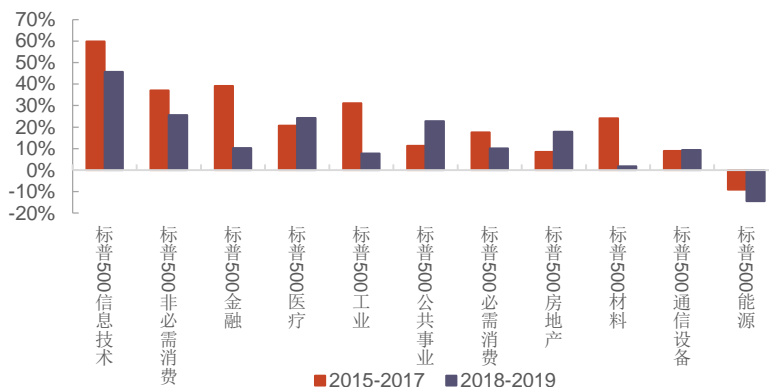
图 15：2018 年到 2019 年标普 500 走势



资料来源：wind

2015-2019 年期间，信息技术及非必需消费行业表现亮眼。2015 年之后，流动性逐步退潮，公司股价的上涨核心驱动力来源于其自身盈利的表现。而信息科技业盈利表现亮眼带动行业涨幅居前。这同样也可以从美国产业结构变化看出：2015-2019 年期间美国信息业及餐饮娱乐行业增加值占 GDP 比重不断上升。房地产、通信设备、公用事业及必选消费这样的价值股相对表现靠后。这是因为在美联储缩表和加息的过程中，美债名义收益率和实际收益率持续上行，不利于股息率较高的价值股表现。

图 16: 2015 年-2019 年标普指数分行业涨跌幅



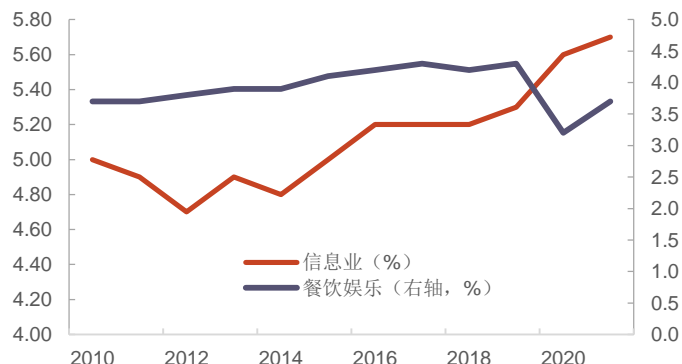
资料来源: Wind 光大证券研究所

图 17: 2015-2017 年美债收益率表现



资料来源: Wind

图 18: 信息及餐饮娱乐业行业增加值在 2015-2019 年期间占 GDP 比重不断抬升

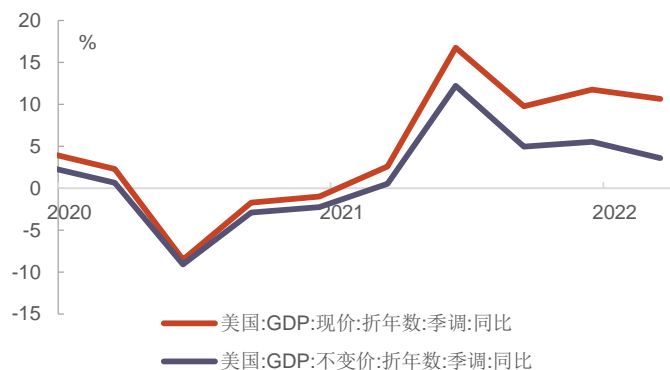


资料来源: Wind

1.3、 2020-2022 年:新冠危机下的美股

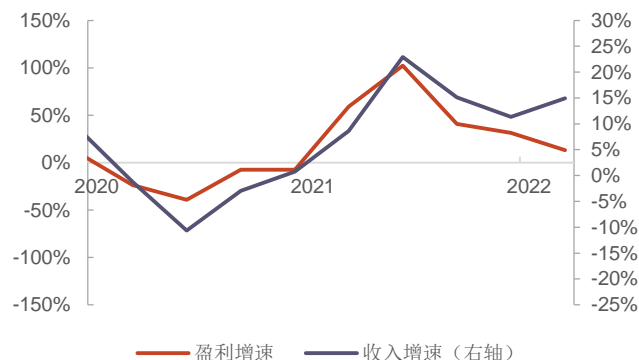
美国经济增速在 2020 年新冠疫情之后稳步修复, 但当前修复速度放缓。2020 年 2 月, 全球新冠疫情爆发。3 月, 为减缓新冠病毒传播, 美国强制关闭非必要业务使经济陷入困境, 并导致创纪录的 2236.2 万人失业。此后在美国大规模财政刺激、美联储超宽松货币政策和新冠疫苗接种普及下, 美国经济活动得以恢复, 巨额财政补贴下居民消费能力提升。但 2021 年年中开始过剩的货币逐渐传导至通胀, 同时俄乌冲突爆发推高油价, 高通胀下美国经济复苏步伐放缓。

图 19: 新冠疫情之后美国经济平稳修复



资料来源: Wind

图 20: 标普 500 每股营收及每股 EPS 季度增速

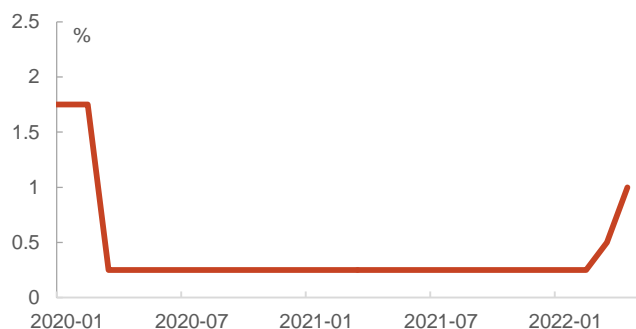


资料来源: Bloomberg

2020年3月到2021年年底,美联储货币政策持续宽松。为防止2020年新冠疫情导致经济衰退,美国重启降息与量化宽松政策,为金融机构注入流动性: 1) 降息: 将联邦基金利率的目标范围降至0-0.25%的历史低位,压低短期利率; 2) 量化宽松(QE): 2020年3月美联储宣布将不限量购买美国国债和MBS,压低长期利率。与上一轮扩表周期相同,在美联储扩表时期,美股维持上行。

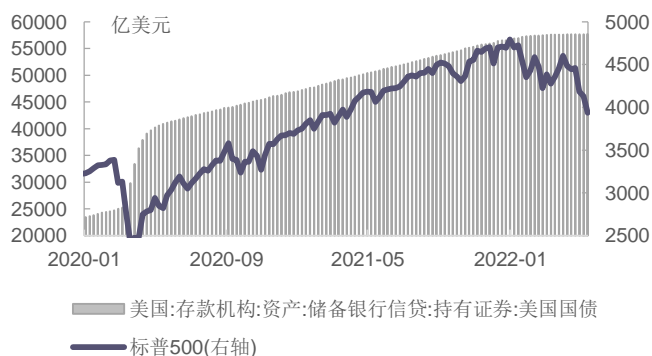
2022年开始美联储加速转鹰。2021年美国通胀压力高企,2022年俄乌冲突爆发,全球农业与能源供给受到影响,进一步加剧了美国通胀压力,美联储加速转鹰: 1) 加速缩减购债(Taper): 2021年12月,美联储宣布决定将Taper的速度提高一倍,即从2022年1月份开始,将减少每月购买200亿美元的美国国债和100亿美元的机构抵押贷款支持证券(MBS); 2) 加息: 美联储于2022年3月17日、5月5日分别宣布加息25bp与50bp; 3) 缩表: 美联储于2022年5月5日同时宣布从6月1日开始以每月475亿美元的步伐缩表,并将在三个月内逐步提高缩表上限至每月950亿美元。其中,美国国债为600亿美元,抵押贷款支持证券(MBS)为350亿美元。

图 21: 2020年-2022年4月联邦基金目标利率



资料来源: Wind

图 22: 美联储资产负债表及标普 500



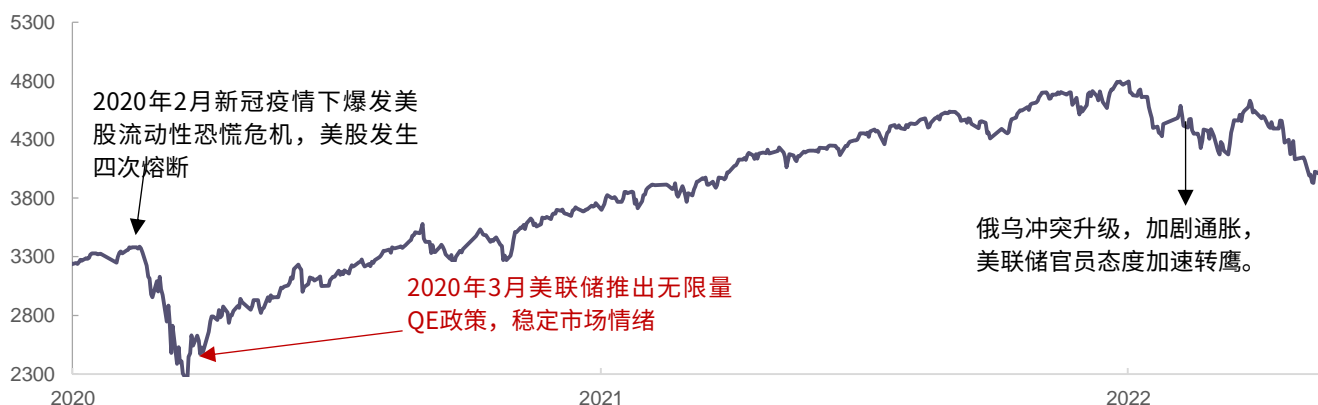
资料来源: Wind

疫情后的经济与货币政策是影响2020-2021年美股波动的主要因素。2020年2月新冠疫情爆发,3月新冠肺炎疫情在欧美迅速传播,叠加沙特发起石油战导致油价暴跌,美元流动性危机引发全球资本市场在3月上旬和中旬大幅下跌。美股市场在3月出现4次下跌熔断。在美联储采取0利率并推出无限QE救市计

划后美股市场情绪得到缓解。在此之后美国政府推出史上最大规模的经济刺激计划，推动美股在 2020 年 3 月到 2021 年 12 月之间持续上涨。

2022 年流动性收紧与经济景气度下滑的双重压力拖累美股持续回调。2021 年 5 月开始，在美国政府多轮财政补贴下，居民收入的快速增长传导到商品及服务价格，美国通胀开始加速攀升。不过美联储 2021 年下半年多次声明将继续维持原有的扩表速度，并不考虑加息。因此随着资产负债表的持续扩张，美股在流动性红利下继续上行。但 2022 年起，随着美国通胀问题愈发严重，美联储官员加速转鹰：美联储于 3 月 17 日、5 月 5 日分别宣布加息 25bp 与 50bp 并宣布于五月开始开启缩表。与此同时高通胀下美国消费受到负面影响，经济景气度下滑。流动性收紧与经济景气度下滑的双重压力拖累美股持续回调。

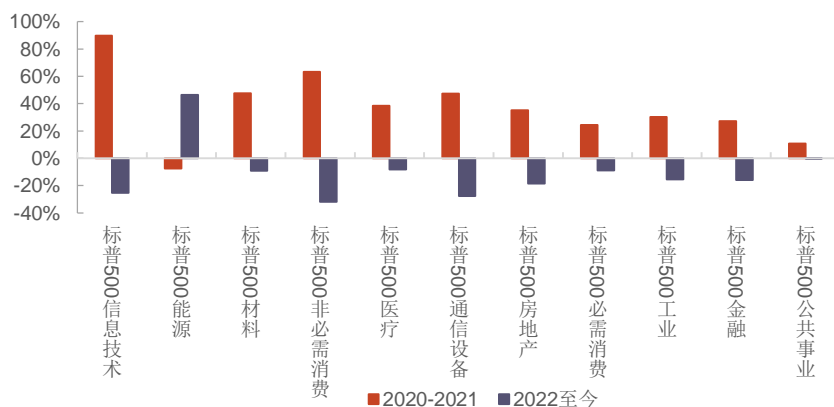
图 23：2020 年到 2022 年标普 500 走势



资料来源：wind，光大证券研究所 数据截至 2022/5/20

2020-2022 年期间，信息技术板块再次领涨，同时高通胀下资源品行业表现不俗。2020 年受益于充裕的流动性以及疫情下无接触经济的蓬勃发展，美国五大巨头“FANNG”（谷歌、苹果、facebook、奈飞、亚马逊）大幅上涨，直接推动美股信息技术板块涨幅拔得头筹。同时疫情反复限制了美国商品供给，但巨额补贴下美国居民消费需求旺盛，美国通胀快速攀升且居高不下。能源材料等行业受益于商品价格上涨，表现同样亮眼。

图 24：2020-2022 年美股行业指数涨跌幅



资料来源：Wind，数据截至 2022/5/20

1.4、 美股展望及市场观点

历史上来看美股企稳需要流动性或经济基本面至少一方的改善。从历史来看，美股由跌转涨主要是基于两种情况：或是美联储释放流动性，推动资产价格回暖；或是美国经济转好，数据提振市场对盈利基本面的预期。

但从当前来看，美股复苏的条件尚不具备。一方面虽然美国通胀已见顶回落，但经济增长前景仍然较为黯淡。虽然二季度在基数效应的影响下，美国通胀率大概率将见顶回落，但仍会维持在高位。高通胀下美国消费受到抑制。另外美债收益率短期仍有支撑，可能将继续拖累消费和投资。因此美国经济增速放缓是大概率事件。在这种背景下，美股依然脆弱。

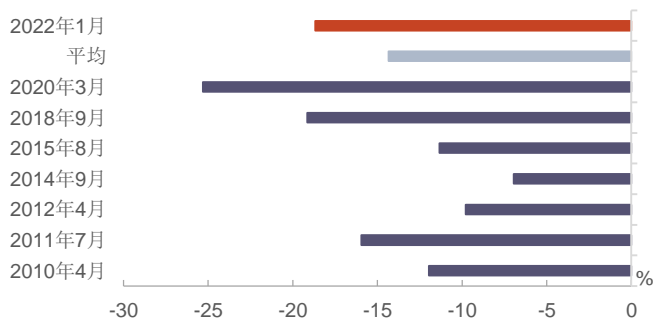
短期来看美股企稳的转机在于美联储态度的转变。一方面通胀仍在高位，美联储将在上半年持续加息。5月17日，美联储主席鲍威尔称“如有需要，将会毫不犹豫将利率提升至广泛理解的中性水平之上”。他表示，如果经济表现一如预期，那么美联储将考虑在6月和7月的两次议息会议上各加息50个基点。同时，美联储从5月开始缩表，这将使得美债实际收益率维持在高位，不利于美股估值修复。

表 1：2010 年以来的美股下跌周期回顾

	开始日期	结束日期	持续天数	区间涨跌幅 (%)			下跌原因	复苏原因	下跌因素	复苏因素
				标普 500	恒生指数	沪深 300				
2010 年 4 月	2010/4/29	2010/8/30	123	-11.96	-1.01	-5.89	QE1 结束，全球经济放缓	释放 QE2 信号	经济+流动性	流动性
2011 年 7 月	2011/7/22	2011/9/22	62	-15.94	-18.53	-12.21	美债危机，美国“财政悬崖”	经济缓慢复苏	市场情绪	经济
2012 年 4 月	2012/3/27	2012/6/1	66	-9.78	-10.21	3.03	经济增速放缓	多国央行宣布降息	经济	流动性
2014 年 9 月	2014/9/18	2014/10/15	27	-6.95	-5.07	2.60	新兴市场经济疲弱	美国经济基本面强劲	经济	经济
2015 年 8 月	2015/8/19	2016/1/20	154	-11.33	-19.55	-17.02	中国启动“8·11”汇改，人民币短期大幅贬值	美国经济复苏	市场情绪	经济
2018 年 9 月	2018/9/20	2018/12/25	96	-19.15	-6.41	-8.91	中美贸易摩擦下美国经济景气度下滑，美联储持续缩表及加息	美联储停止加息，贸易和谈取得成效	经济+流动性	经济+流动性
2020 年 3 月	2020/2/20	2020/3/17	26	-25.31	-15.88	-8.43	新冠危机	美联储无限 QE	经济	流动性
2022 年 1 月	2022/1/4	2022/5/22	138	-18.66	-10.99	-17.46	高通胀、俄乌冲突、美联储持续紧缩		经济+流动性	

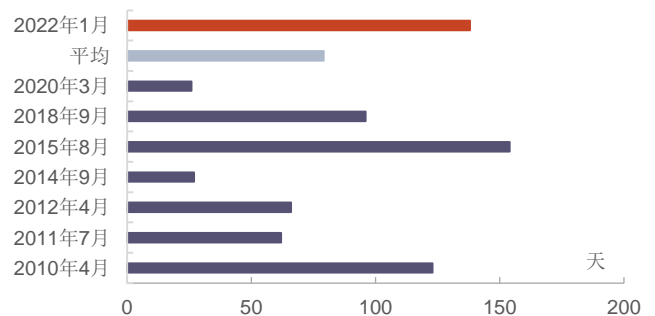
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 25：2010 年以来美股下跌周期跌幅一览



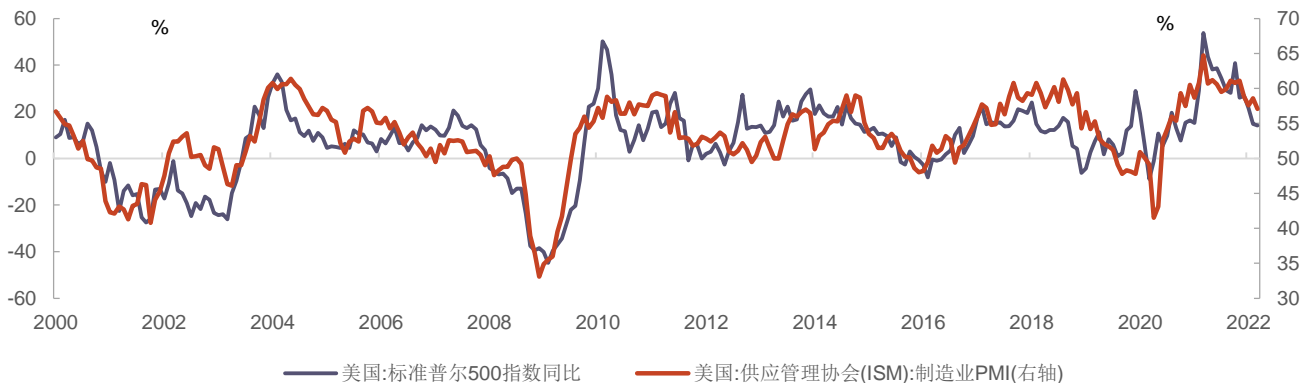
资料来源：Wind，平均为 2010 年以来所有美股下跌周期跌幅的平均值

图 26：2010 年以来美股下跌区间天数一览



资料来源：Wind，平均为 2010 年以来所有美股下跌周期天数的平均值

图 27: 美股与美国经济景气度

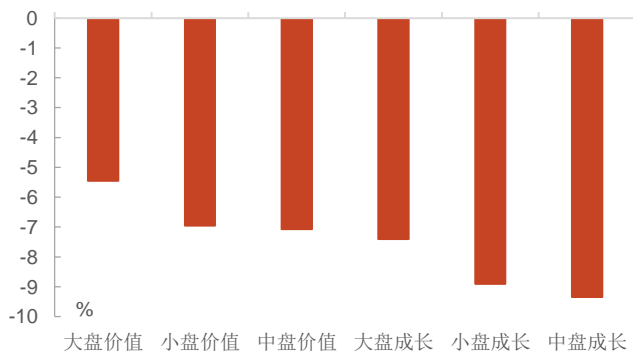


资料来源: Wind, 数据截至 2022 年 4 月

若美股仅因为自身经济基本面数据不佳而回调，其对 A 股和港股带来的负面影响有限。从历史上来看，美股的持续回调都会对港股及 A 股造成一定冲击，尤其是对外资占比较高的港股造成的负面影响更大。从类型上来看，如果单纯是由于美国自身经济引起美股回调的话，A 股和港股受到的影响相对较小。A 股在 2012 年 4 月及 2014 年 9 月的美股回落区间甚至录得上涨，走势较为独立。因此后续如果美联储态度转向，海外流动性改善，即使美股因美国自身经济疲弱而继续波动，其对 A 股及港股的影响也有望减弱。

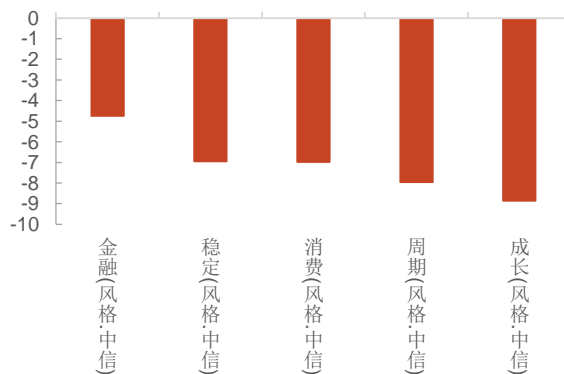
美股回调期间 A 股的成长股、周期股及出口产业链相关的公司受到的冲击较大。美股回调对 A 股的成长股特别是中小市值成长股及周期股冲击较大，大盘价值股具有一定的抗压性。这是因为成长股的估值与美债实际收益率相关度较高，同时外资持股占比较高，比较容易受到海外市场的影响。而周期行业对应的上游资源品价格在全球经济放缓时回落幅度较大，拖累行业下跌。另外当美股因市场对于美国前景的担忧而回落时，海外营收占比较高的出口产业链往往会受到更大的冲击。

图 28: A 股不同市值和风格的指数在 2010 年之后的美股回调期间的平均涨跌幅



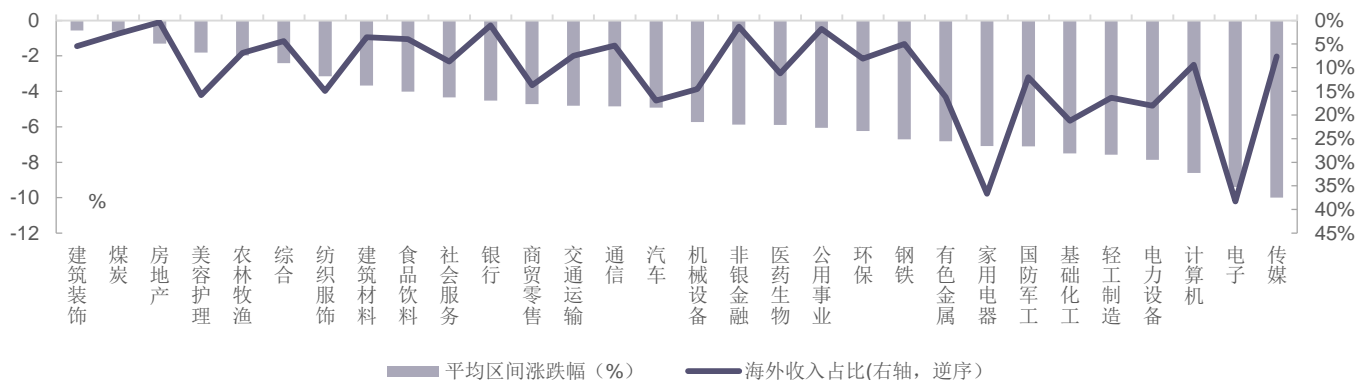
资料来源: Wind

图 29: A 股不同风格指数在 2010 年之后的美股回调期间的平均涨跌幅 (%)



资料来源: Wind

图 30: A 股申万一级子行业在美股回调周期中的平均涨跌幅及 2021 年海外营收占比



资料来源: Wind, 由于 2015 年 8 月的美股回调主要受到人民币汇改的影响, 不能代表欧美经济放缓的压力, 因此在计算平均区间涨跌幅剔除了 2015 年 8 月的区间涨跌幅, 海外营收占比采用 2021 年年报数据

国内政策端持续发力。国内疫情扰动下, 实体经济和城镇就业面临的压力日益突出。在 4 月实体经济数据走弱的情况下, 未来政策端或将更积极地进行逆周期调节。5 月 20 日 5 年期及以上 LPR 下降 15 个基点, 充分体现出当前货币政策有意引导中长期贷款扩张, 后续随着疫情好转, 房地产行业供需恢复可期。同时 2022 年以来平台经济政策措辞有所缓和, 政策风口有望持续转暖。

海外风险因素对于港股的冲击可能也逐步过去。中概股退市风险方面, 从纳斯达克中国科技指数的近期调整来看, 当前股价已基本反映了市场对于被摘牌公司的悲观预期, 未来下探的空间有限。同时, 美联储已经宣布了缩表路线, 未来海外收紧预期可能也将会逐步趋于稳定, 海外风险因素对于港股的冲击也将逐步过去。

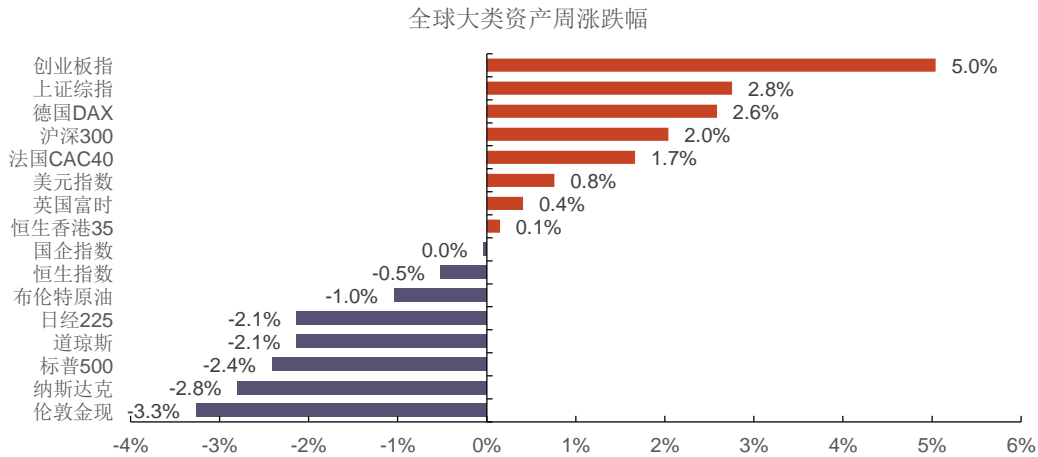
港股市场企稳回升的关键在于中国经济景气度的回升。未来市场企稳的关键因素在于本轮疫情后国内经济的回升。若上海疫情得到有效控制后相关限制措施逐步放开, 同时其他各大城市的疫情不出现大幅扩散, 那么接下来国内经济景气度将有所修复, 有助于提振市场对企业盈利的信心。

配置方向上, 港股建议关注: 1) 反垄断政策密集期已过, 估值较低具有配置性价比优势的互联网科技股。2) 受益于国内基建预期升温, 景气度边际改善的建筑以及资产质地优良的地产公司。

2、市场表现与核心数据

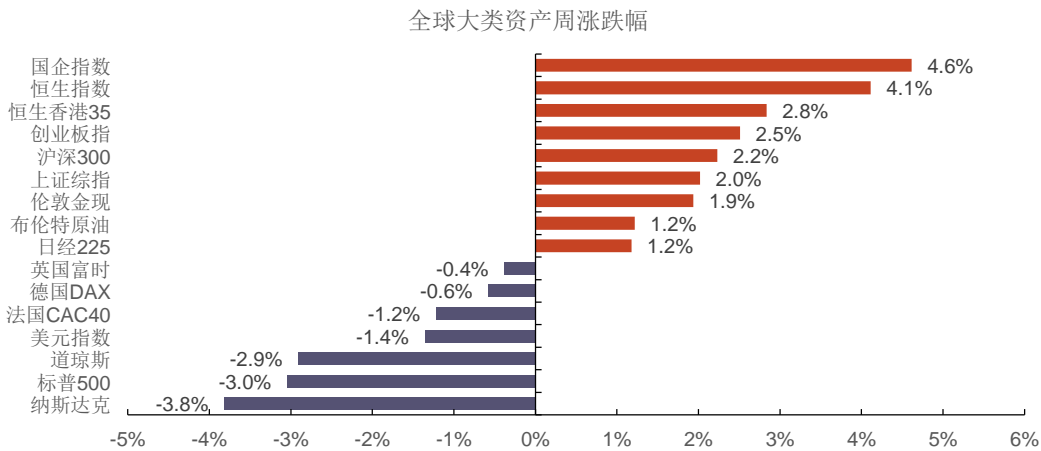
2.1、市场表现回顾

图 31: (5.9-5.13) 本周全球主要权益市场涨跌不一，创业板指领涨



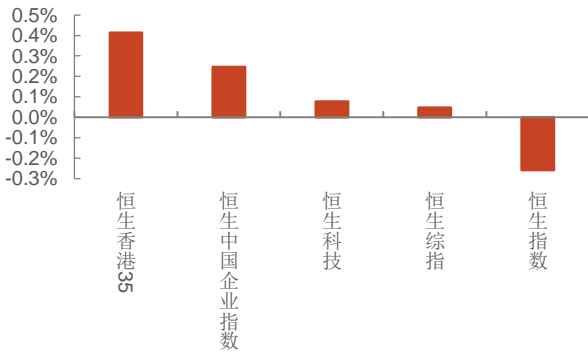
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 32: (5.16-5.20) 本周全球主要权益市场涨跌不一，纳斯达克指数领跌



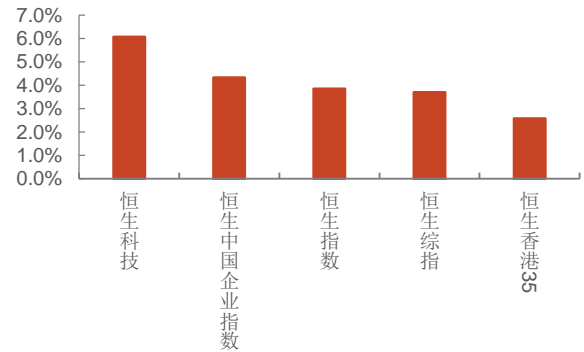
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 33: (5.9-5.13) 恒生指数小幅下跌



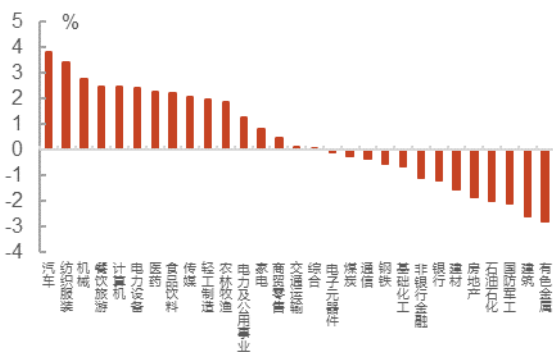
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 34: (5.16-5.20) 港股指数全线上涨



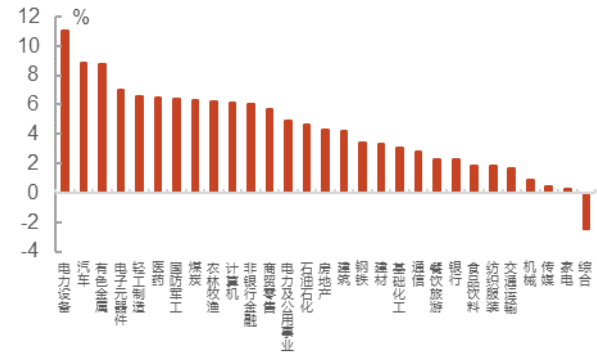
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 35: (5.9-5.13) 港股汽车、纺织服装、机械、餐饮旅游领涨, 有色金属、建筑与国防军工领跌



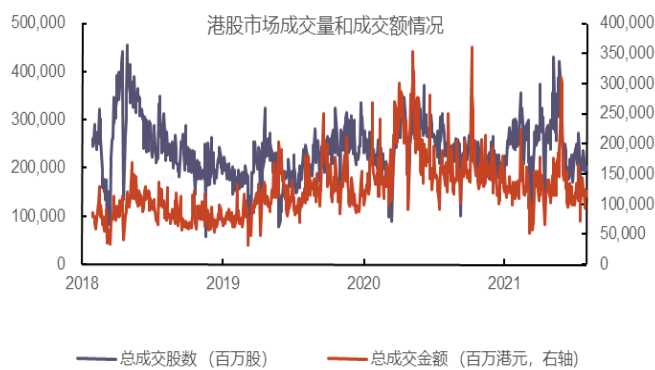
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 36: (5.16-5.20) 港股电力设备、汽车、有色金属、电子元器件、轻工制造领涨



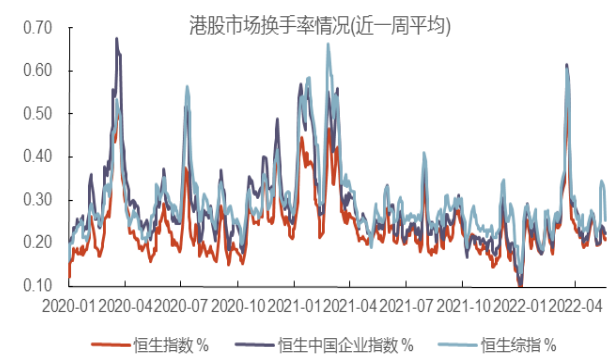
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 37: 近两周港股成交量和成交额震荡



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2022 年 5 月 20 日

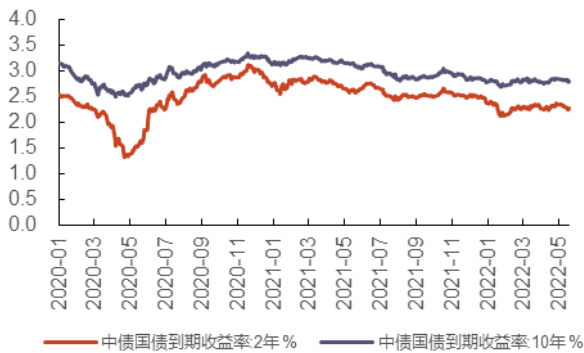
图 38: 近两周港股换手率小幅下降



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2022 年 5 月 20 日

2.2、资金与流动性概览

图 39：国债收益率近期小幅下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 20 日

图 40：近两周港股通资金维持净流入



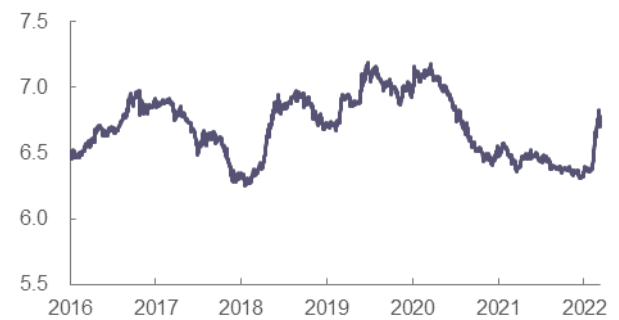
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 20 日

图 41：美元指数维持强势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 20 日

图 42：人民币汇率大幅贬值



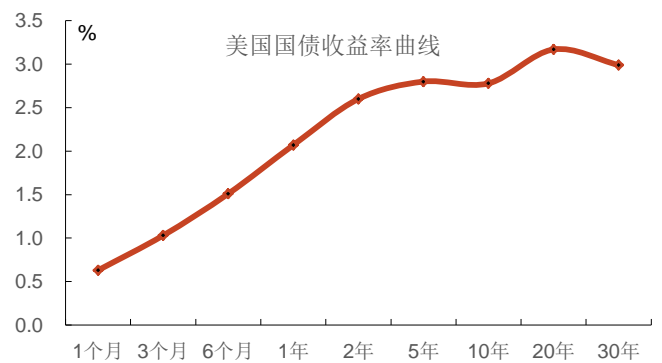
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 20 日

图 43：近两周美元兑港币汇率上行



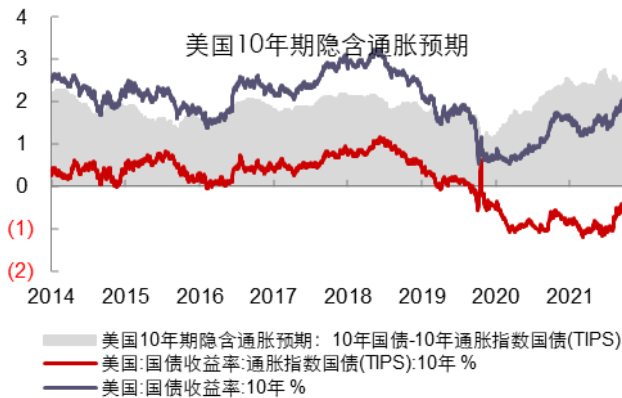
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 20 日

图 44：美国国债收益率曲线长端下行



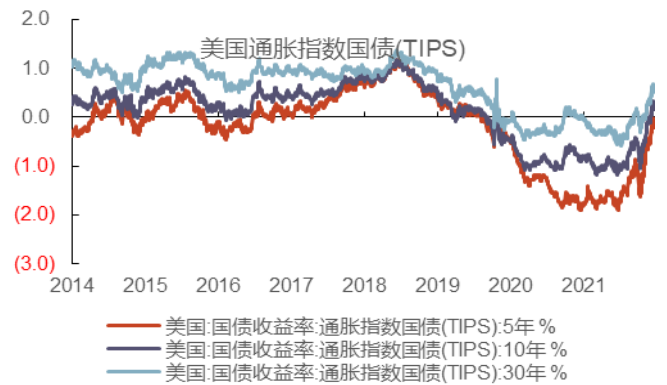
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 20 日

图 45: 近两周美国十年期国债名义收益率近期下行



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2022 年 5 月 20 日

图 46: 近两周美国 TIPS 收益率近期反弹



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2022 年 5 月 20 日

2.3、板块盈利与估值

图 47: 恒生指数最新 PETTM 估值跌破历史均值



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2022 年 5 月 20 日

图 48: 恒生指数远期 PE 估值已跌破均值-一倍标准差



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据区间为 2011/1/1-2022/5/20, 备注: 远期 PE 估值是指当前股价/未来十二个月的每股盈利

图 49: 标普 500 最新 PETTM 估值跌破均值+一倍标准差



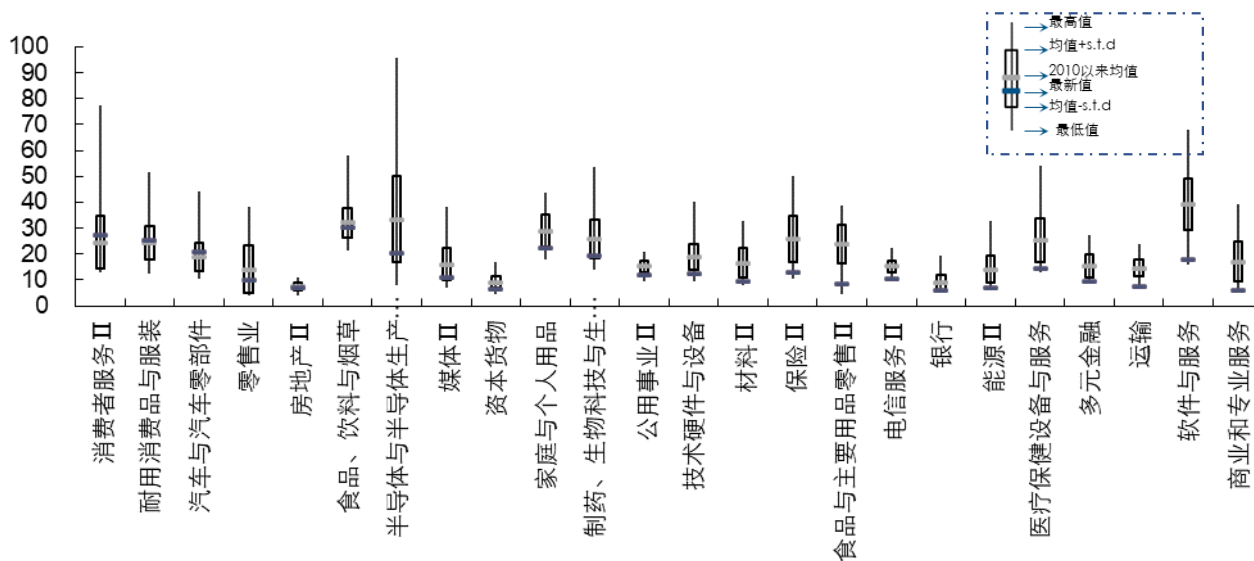
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据区间为 2011/1/1-2022/5/20

图 50: 标普 500 远期 PE 估值跌破均值



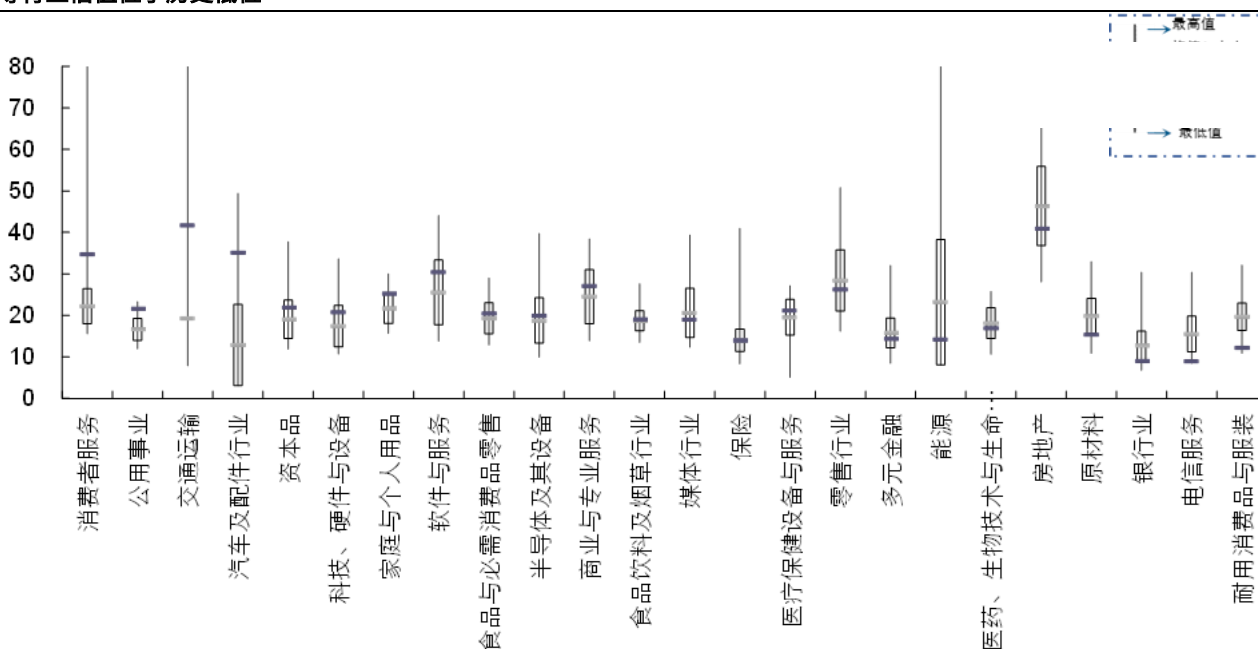
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据区间为 2000/1/1-2022/5/20, 备注: 远期 PE 估值是指当前股价/未来十二个月的每股盈利

图 51：港股的消费者服务、耐用消费品与服装、汽车与汽车零部件等行业 PE 估值高于均值，多元金融、运输、软件与服务以及商业和专业服务估值位于历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2010/1/1-2022/5/20，纵轴为 PE 估值 (x)

图 52：美股的消费者服务、公共事业、交通运输、汽车及配件和家庭与个人用品等行业 PE 估值位于历史高位，电信、耐用品消费、银行等行业估值位于历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2010/1/1-2022/5/20，纵轴为 PE 估值 (x)

3、未来一周须知

表 2：未来一周国内外重要经济数据或事件

	日期	指标	前值	预期
	2022-05-24	4月新房销售(千套)	72	
	2022-05-25	5月20日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	-3394	
	2022-05-26	5月21日当周初次申请失业金人数:季调(人)	218000	
美国	2022-05-26	第一季度GDP(预估):环比折年率(%)	6.9	1.1
	2022-05-27	4月个人消费支出:季调(十亿美元)	16862.7	
	2022-05-27	4月核心PCE物价指数:同比(%)	5.18	
	2022-05-27	4月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	55646	
欧盟	2022-05-24	5月欧元区:制造业PMI(初值)	55.5	

资料来源: Wind, 光大证券研究所

4、风险提示

1、美国对中国企业的制裁加剧；2、经济超预期下行；3、海外市场波动加剧。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE