

后周期美股表现三段论

证券研究报告

2022年06月06日

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

当前美股已经经历了美债长端利率上升压缩估值的第一阶段，正处于业绩增速明显回落、业绩主跌的第二阶段。我们判断本次经济出现深度衰退的概率较小，因此业绩深度衰退的可能性较小，预计市场情绪将先于业绩增速见底，类似 1988、1995、2018 年。

到年底，我们的基准假设是美债长端利率回落至 2.5%，ERP 略微回升至 2.3%，对应 20.8X 估值，全年 EPS 增速为 0，我们预测标普 500 年末在 4000 点左右。悲观假设下，全年 EPS 增速-10%，联储可能加大力度宽松，美债回落至 2.1%，ERP 回升至 4%，标普 500 可能跌破 3000。期间，联储货币政策态度未转向宽松前，如果风险溢价上升到 2018 年 12 月位置，美股仍有近 20% 的下跌。

风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国财政刺激超预期

今年以来，标普 500 指数从 4800 点的历史高位滑落，目前在 3900~4200 区间震荡，创 1970 年以来的最差开局。以史为鉴，市场将在何处见底？

图 1：今年以来标普 500 走势



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

总结历史经验，美股的后周期可以分成三个阶段：

第一阶段：货币政策预期收紧→利率抬升→估值下跌，业绩上升→消化估值→美股上涨，即利率向上、PE 跌、EPS 涨。

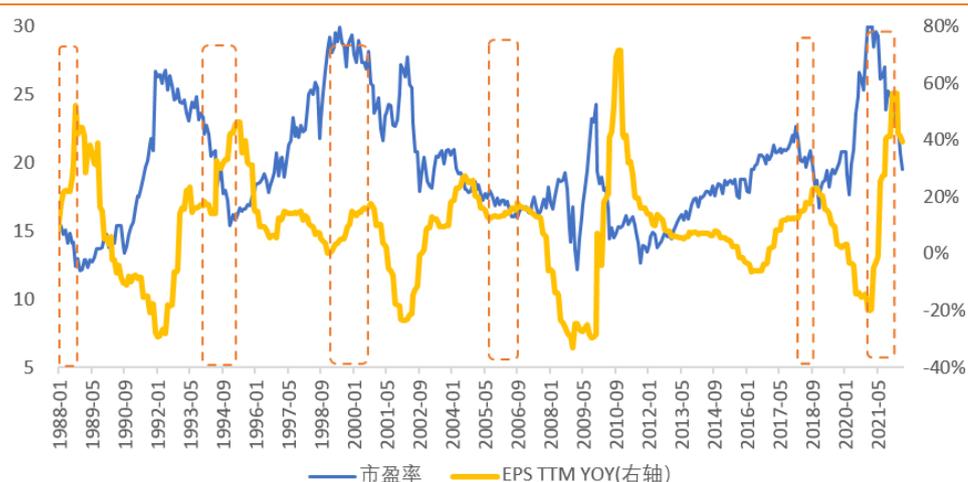
这次美股后周期的第一阶段，从 2020 年 12 月估值见顶开始，到 2021 年 12 月 EPS 增速见顶结束。期间市场预期联储 Taper QE（退出宽松），美债长端利率上行 53bp，美股 EPS 增速加快 76.3%，估值下跌 18.8%，标普 500 指数上涨 26.5%。

表 1：过去 40 年美股后周期第一阶段统计

| 时间阶段 | SPX 涨幅 | PE 估值变化 | EPS 增速变化 | 美债长端变化(bp) | ERP 变化(%) |
|------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|-------------|
| 1988.1-1988.9 | 7.0% | -21.0% | 41.8% | 31.13 | 1.38 |
| 1993.10-1995.3 | 6.3% | -33.2% | 28.4% | 187.08 | 0.23 |
| 1999.1-2000.9 | 17.6% | -11.8% | 17.4% | 107.69 | -0.62 |
| 2005.7-2006.9 | 7.8% | -11.0% | 5.8% | 54.15 | 0.15 |
| 2017.11-2018.9 | 11.9% | -9.9% | 10.4% | 65.09 | -0.15 |
| 2020.12-2021.12 | 26.5% | -18.8% | 76.3% | 53.14 | 0.23 |
| 历史平均 | 12.9% | -17.6% | 30.0% | 83.05 | 0.20 |

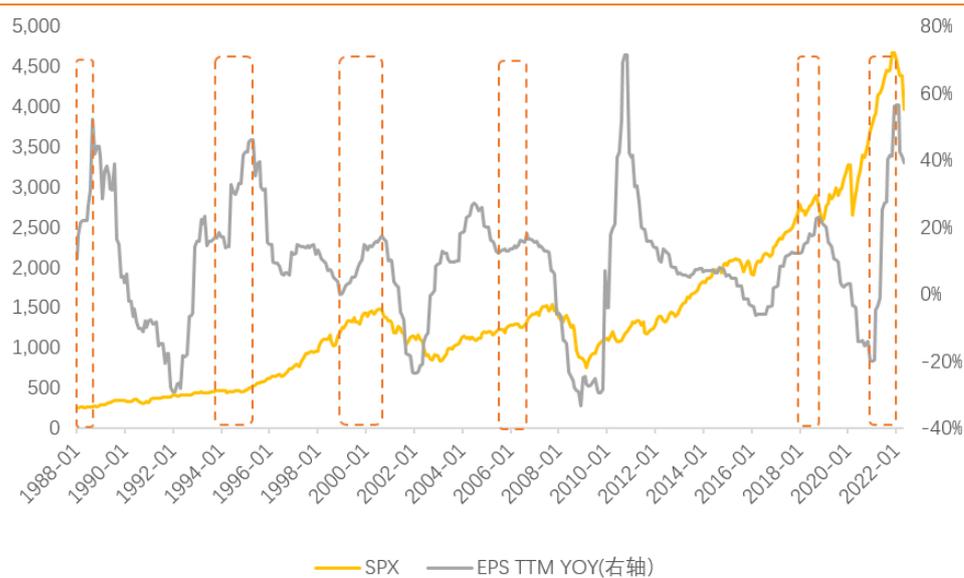
资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 2：美股后周期第一阶段，估值平均下跌 17.6%，EPS 增速平均增长 30%



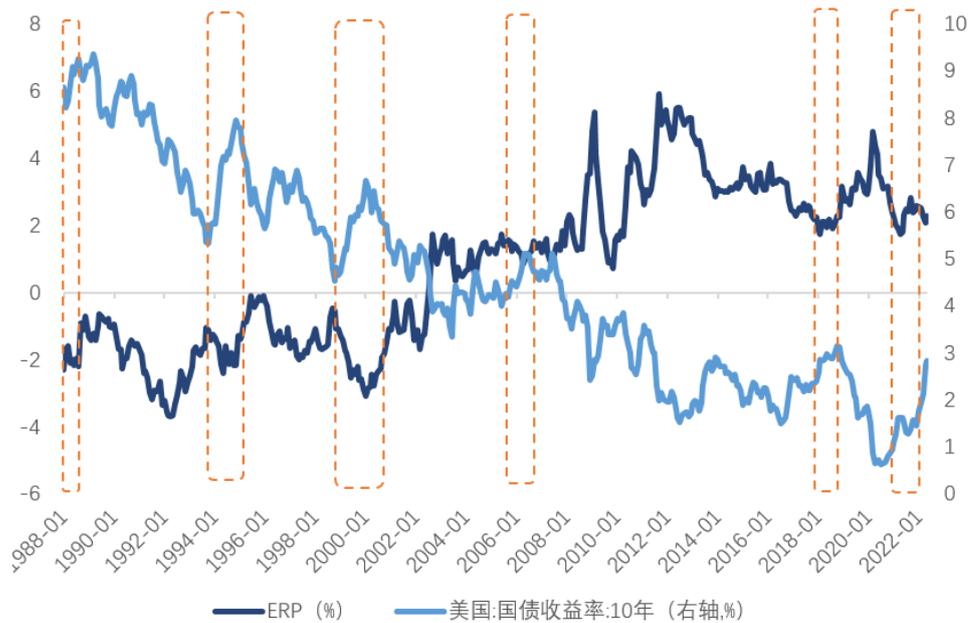
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 3：美股后周期第一阶段，指数平均上涨 12.9%



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 4：后周期第一阶段，利率平均上行 83bp，ERP 平均上行 0.2%



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

第二阶段：业绩增速回落→情绪回落→美股下跌定价衰退预期。

历史上的美股后周期第二阶段，美股业绩增速下降初期，美联储货币政策态度均转为宽松，长端美债利率均有回落，平均回落幅度 135.7bp。这一阶段，经济衰退预期往往导致市场情绪开始转向悲观，风险溢价（ERP）平均上行 126bp。这一阶段的美股估值有涨有跌，平均变化 0.7%，指数的表现取决于业绩增速回落的幅度。

在业绩增速下降幅度不大的情况下（如 1988、1995、2018 年），美股不跌或明显上涨，而且市场情绪一般会先于业绩增速见底。2000 年起初也只是业绩弱衰退的情况，因此市场情绪先于业绩见底，但起始估值较高，因此尽管联储较早转为降息，市场仍然大幅杀估值（-16.2%）。2006-2008 年美股业绩大幅杀跌，尽管美债长端收益率下降了 230bp，但对经济、业绩深度衰退的担忧导致风险溢价（ERP）大幅上行 200bp，最终估值仅扩张了 5.0%。

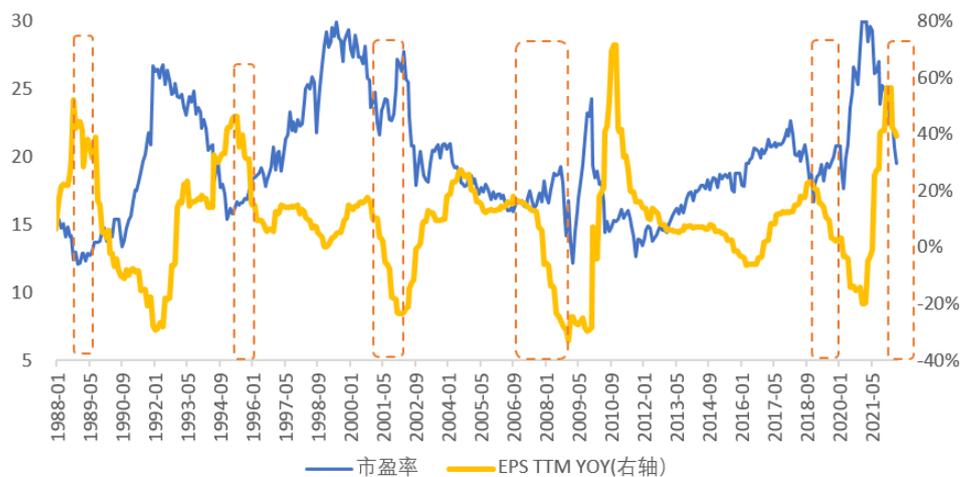
这次美股业绩增速高点出现在 2021 年 12 月，至今 EPS TTM 同比增速回落至 39%，业绩底尚未出现。为了抗击通胀，联储在今年 1-4 月多次上调加息预期，长端利率上升了 138bp，但情绪变化不大，估值回落 20.6%，主导了美股本轮 15% 的下跌。

表 2：美股后周期第二阶段历史统计

| 时间阶段 | 加息结束 | 起始估值 | SPX 涨幅 | 估值变化 | EPS 增速变化 | 美债长端变化(bp) | ERP 变化(%) |
|----------------|---------|------|--------|--------|----------|------------|-----------|
| 1988.9-1989.6 | 1989.5 | 12.4 | 20.8% | 5.2% | -20.7% | -69.98 | 0.30 |
| 1995.3-1995.12 | 1995.2 | 15.8 | 24.6% | 12.8% | -29.9% | -149.33 | 0.77 |
| 2000.9-2001.3 | 2000.5 | 25.8 | -19.2% | -16.2% | -13.7% | -91.35 | 1.66 |
| 2006.9-2008.12 | 2006.6 | 16.0 | -33.4% | 5.0% | -51.3% | -230.26 | 2.00 |
| 2018.9-2019.8 | 2018.12 | 19.8 | -0.1% | -3.3% | -13.2% | -137.78 | 1.55 |
| 2021.12-现在 | ? | 24.6 | -15.0% | -20.6% | -17.2% | 137.90 | -0.32 |
| 除本次外平均 | | | -1.5% | 0.7% | -25.8% | (135.74) | 1.26 |

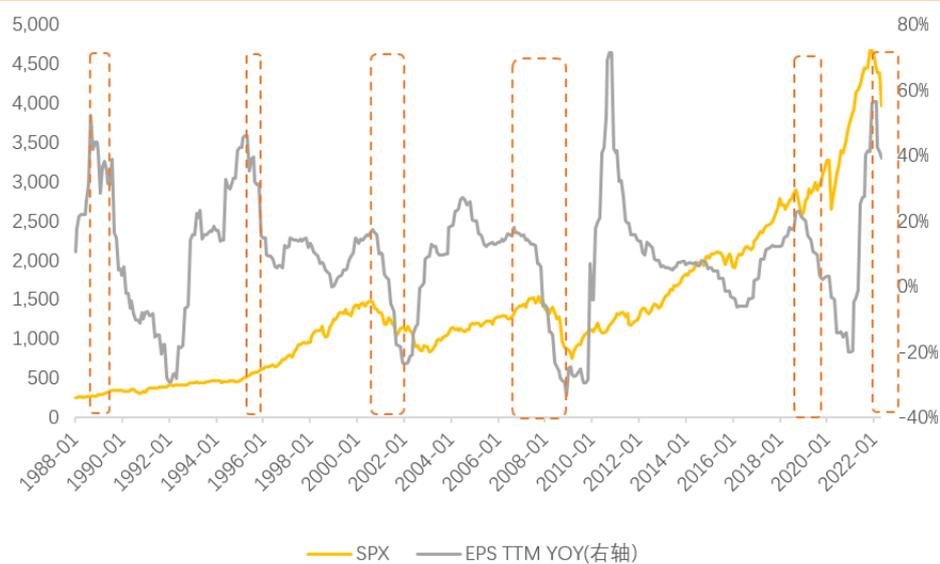
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 5：第二阶段，估值平均变动 0.7%，业绩增速平均回落 25.8%



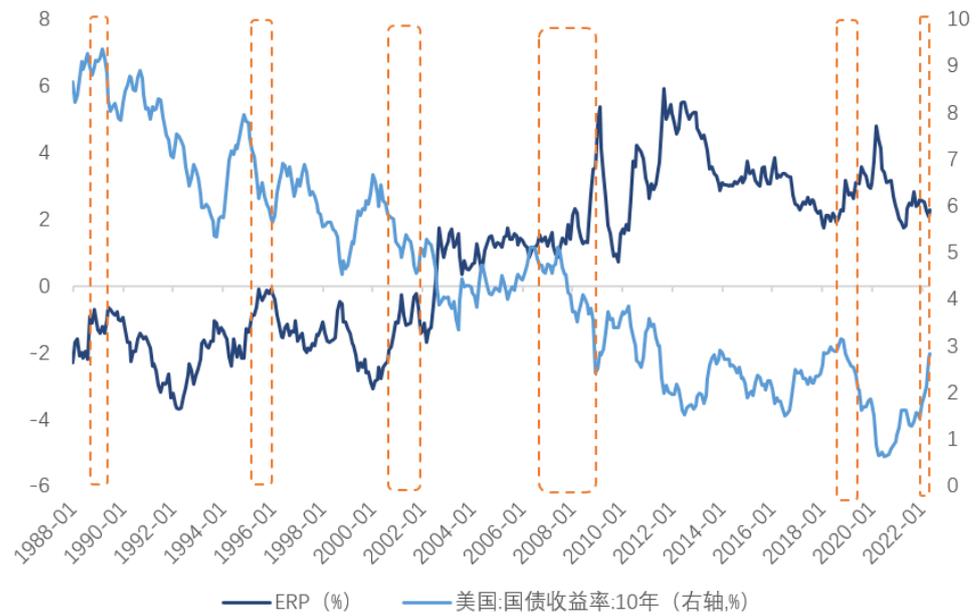
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 6：第二阶段，标普 500 指数平均回落 1.5%



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 7：第二阶段 ERP 平均上行 126bp,美国 10 年期国债收益率下行 135.7bp



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

第三阶段：已经开始降息—>利率回落—>业绩增速下降至见底—>情绪回升—>估值修复。

货币政策转为宽松后期，美债长端利率震荡，尽管业绩仍在触底，美股整体呈现情绪回升（ERP 回落），估值修复的特征。**美股指数表现取决于业绩增速回落与估值扩张的相对幅度。**

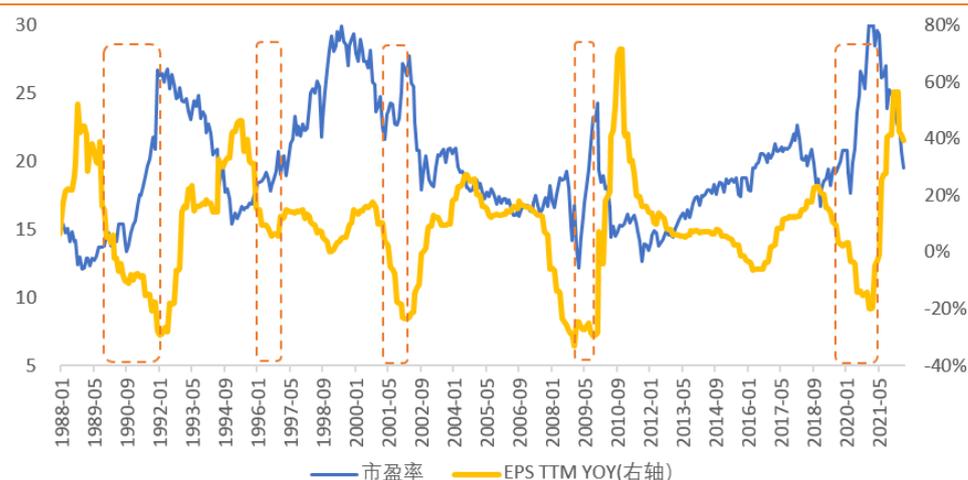
起始估值一定程度决定了后续估值扩张的幅度。1989年6月，美股估值仅13倍，尽管EPS增速在1992年2月又下滑了60.6%，但起始估值较低，市场情绪明显回升，ERP下降了2.93%，估值扩张了102.4%，最终美股上涨27.4%。相反，2001年3月美股估值仍达21.6倍，EPS增速触底过程中下滑27.4%，但估值扩张仅24.2%，美股最后仍下跌了3.8%。

表 3：美股后周期第三阶段历史统计

| 时间阶段 | SPX 涨幅 | PE 估值变化 | EPS 增速变化 | 美债长端利率变化(bp) | ERP 变化(%) |
|-----------------|--------|---------|----------|--------------|-----------|
| 1989.6-1992.2 | 27.4% | 102.4% | -60.6% | -93.94 | -2.93 |
| 1995.12-1996.11 | 19.7% | 16.2% | -9.8% | 49.22 | -1.28 |
| 2001.3-2002.1 | -3.8% | 24.2% | -27.4% | 15.02 | -1.05 |
| 2008.12-2009.9 | 19.0% | 38.3% | 3.6% | 98.55 | -2.64 |
| 2019.8-2021.2 | 34.0% | 59.9% | -29.4% | -36.85 | -1.58 |
| 平均 | 19.3% | 48.2% | -24.7% | 6.40 | -189.7% |

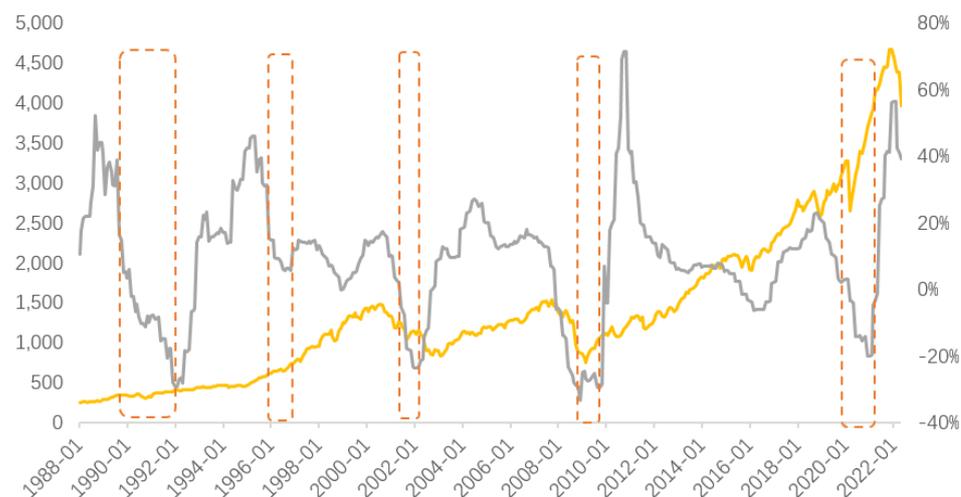
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 8：第三阶段中 TTM 市盈率平均扩张 48.2%， EPS 同比增速回落 24.7%



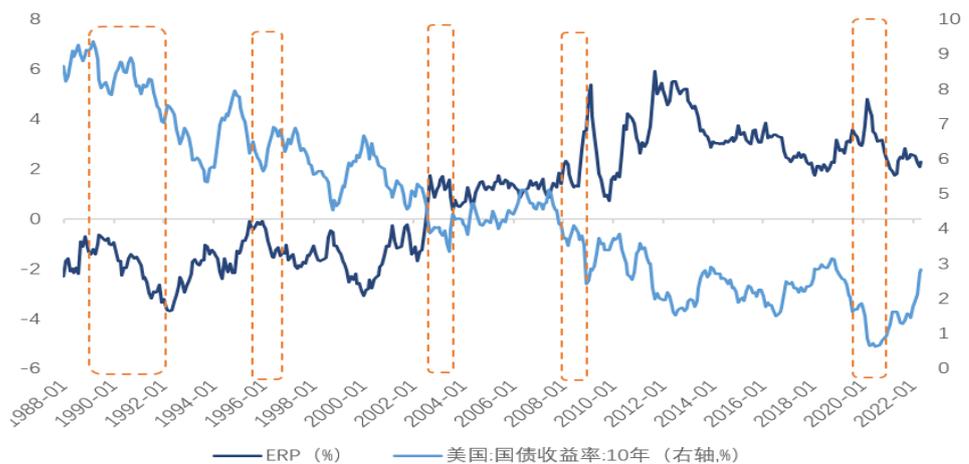
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 9：第三阶段中标普 500 指数平均上行 19.3%



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 10: 第三阶段中 ERP 平均下行 190bp,美国 10 年期国债收益率上行 6.4bp



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

后续美股怎么看

当前美股已经经历了美债长端利率上升压缩估值的第一阶段（类似 2018.9-2018.12），正处于业绩增速明显回落、业绩主跌的第二阶段。对于当前美股所处的后周期第二阶段，我们有几个判断：

第一，和历史上的经济后周期相比，这次美国企业部门现金流相对充裕，居民部门整体杠杆率较低，经济出现深度衰退的概率较小。轻度衰退的经济和创历史新高的企业回购将平滑美股 EPS 增速回落，因此 2022 年标普 500 的 EPS 增速仍有可能为正。

第二，由于这次出现业绩深度衰退或者业绩二次爆雷的可能性较小，因此预计市场情绪将先于业绩增速见底，类似 1988、1995、2018 年。

第三，往常在联储停止加息之后一段时间第二阶段才会结束，即业绩底或情绪底通常滞后于政策底出现，但这一次联储转向宽松的时间靠后，可能与业绩底或情绪底同步，在联储停止加息前后，美股的第三阶段就会开启。我们预计加息可能在今年 Q4 停止。

根据以上判断，到年底，我们的基准假设是美债长端利率回落至 2.5%，ERP 略微回升至 2.3%，对应 20.8X 估值，全年 EPS 增速为 0，我们预测标普 500 年末在 4000 点左右。悲观假设下，全年 EPS 增速 -10%，联储可能加大力度宽松，美债回落至 2.1%，ERP 回升至 4%，标普 500 可能跌破 3000。期间，联储货币政策态度未转向宽松前，如果风险溢价上升到 2018 年 12 月位置，美股仍有近 20% 的下跌。

表 4: 标普 500 测算

| | EPS | 美债 | ERP | PE | SP500 指数 |
|-------|------|------|------|------|----------|
| 悲观假设 | -10% | 2.1% | 4.0% | 16.3 | 2839 |
| 偏悲观假设 | -5% | 2.3% | 3.2% | 18.2 | 3360 |
| 基准假设 | 0% | 2.5% | 2.3% | 20.8 | 4024 |
| 乐观假设 | 5% | 2.7% | 1.5% | 24.1 | 4900 |

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所测算

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |