

## 宏观点评 20220619

# 美股定价衰退，还能跌多少？

2022年06月19日

■ 本周标普 500 指数正式跌入近 140 年以来的第 20 次熊市，从历史上看，美股（在本文中美股和标普 500 同义）走熊和美国经济衰退往往“如影随形”。但目前看来，美股对于衰退的定价并不明显，下跌主要反映的是利率上涨带来的杀估值，企业盈利依旧表现稳健，市场对于后续美国经济衰退仍抱有疑虑。我们认为，美国经济将在未来 1 年内陷入衰退，考虑到美国私人部门较之前更加稳健的资产负债表，这很可能是一场小型温和衰退（持续时间在 10 个月之内），据此我们预计本轮美股的低点在 3100 至 3200 左右，仍有约 10% 的调整空间。

■ 以史为鉴，美股走熊是经济衰退的重要“温度计”。二战结束以来，除了 1961 年、1966 年、1987 年的三轮美股熊市外，其余的熊市均伴随着美国经济衰退的出现。如表 1 所示，美股进入熊市通常可以作为衰退的前兆，而熊市的结束又提前于经济复苏；美股的见顶往往提前于经济衰退的开始，平均而言，在衰退到来前 6 个月见顶，并且在衰退结束前见底反弹。因此美国咨商会（Conference Board）在编制美国经济领先指标时，将标普 500 指数作为主要的输入变量之一。

■ 通胀过高是本轮美国经济衰退的“导火索”，失业率则给了美联储“加一把火”的底气。一方面，全球能源紧张问题因俄乌危机而更加严峻，显著加剧了通胀压力，美国 CPI 同比增速已连续 13 个月超过 5% 水平。这既加大了美联储紧缩的压力，也开始反噬美国居民端的需求：从近期美国经济活动来看，虽然个人消费支出依然强劲，但价格因素是主要支撑因素，同时剔除转移收入后的实际个人收入同比已在 2021 年 4 月见顶后逐步回落，现已低于 2019 年平均水平（图 1）。另一方面，美国劳动力市场从 2021 年 11 月以来日渐紧张，持续低于 4.5% 的自然失业率水平，且已连续 6 个月维持在小于等于 4% 水平，这是美联储从 3 月加息 25bp 到 6 月加息 75bp 的重要底气。

■ 以史为鉴，通胀>5%+失业率<4%=未来一年内出现衰退。1950 年至 2019 年间，美国共经历了 10 次经济衰退。在 280 个季度中，NBER 将 243 个季度识别为经济扩张，其中有 44 个季度在接下来的一年内出现了衰退。若不考虑通胀和失业率因素，未来一年中出现衰退的无条件概率为 18%；而在通胀率超过 5% 且失业率不超过 4% 的情况下，未来一年中出现衰退的条件概率则为 100%（图 2）。从目前的通胀与就业数据情况来看，美国经济在未来 1 年内出现衰退的可能性较高。考虑到当前美国私人部门，尤其是家庭部门资产负债较此前几轮危机有明显的改善，我们倾向于认为本轮衰退会较为温和。

■ 温和衰退下美股的平均跌幅为 26.5%。1948 年以来，美国经济衰退期持续时间小于 10 个月的情况共发生了四次（剔除新冠疫情爆发导致的衰退），对应的四轮美股下跌中，标普 500 指数从顶部到底部的平均跌幅为 26.5%，分解来看，估值回调往往为主要原因，盈利收缩在后期发挥着重要作用（图 3）。我们选取了其中的三段进行复盘（1980 年衰退美股未跌入熊市）：

**1957 年 7 月至 1957 年 10 月：**相对于经济衰退，美股下跌提前了 1 个月，本轮下跌持续了 3 个月，跌幅 20.7%。主要原因为通胀超调下美联储政策紧缩，美股估值回调 16.7%，后续美联储开始降息后股市反弹。

**1990 年 7 月至 1990 年 10 月：**美股下跌和经济衰退同步，美股下跌持续了 3 个月，跌幅 19.9%，估值回调 15.7%。经济基本面恶化为主要原因，8 月海湾战争爆发下油价飙升，通胀和失业率攀升，后续在海湾危机缓解、美联储降息刺激下，制造业 PMI 回升，通胀回落，美股反弹。

**2000 年 3 月至 2002 年 10 月：**美股下跌提前于经济衰退 12 个月，本轮熊市历时 31 个月，跌幅 48.6%，估值回调 43.8%，并且美股的反弹滞后于经济的复苏。美联储加息叠加业绩恶化、监管趋严，互联网泡沫破裂，美股进入长熊，后续在经济触底回升、产业政策回暖、美联储降息救市

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《美联储 6 月会议：加息直至衰退？》

2022-06-15

《被低估的 5 月经济回升：U 还是 V？》

2022-06-15

《常态化核酸对二季度 GDP 增速的拉动有多大？》

2022-06-12

等因素的共同作用下，美股才得以反弹。

■ 截至 6 月 17 日，标普自 2022 年 1 月高点已经跌落超 23%，**如果参考 26.5% 平均跌幅，标普本轮的低点约在 3525**，但是从 PE 和 EPS 的角度，综合经济周期、政策周期和情绪影响的特点，本轮标普的低点可能在 3100 左右（表 2）：

- 从估值角度，由于美联储不一般的鹰派，本轮标普的估值下跌程度已经超过以往温和衰退的情形。美股估值和美债收益率密切相关，考虑到美债短期内仍有较大冲高的可能（3.8%至 4%），PE（截至 6 月 17 日为 18.3）仍会下跌，但空间有限，**接下来驱动标普调整的动力将主要来自于盈利。**
- 从 EPS 角度，当前市场对于企业盈利明显是偏乐观。我们考虑温和衰退的情形——EPS 自标普指数高点下跌 3%至 4%，如果估值保持在当前水平，则标普的阶段性低点约在 3400 左右，如果估值进一步下跌至 16 倍，则标普的低点约在 3000 左右。
- **不过 EPS 和 PE 的低点往往不会同时出现（一般 PE 更早见底），我们认为 3100 至 3200 之间可能是更加合理的底部位置，对应的自高点的跌幅为 33%至 35%。**

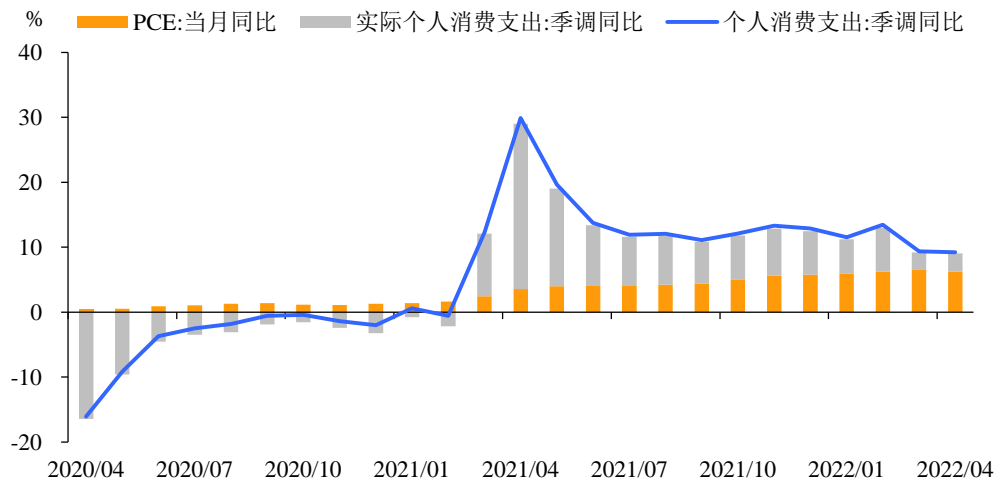
■ **风险提示：**新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

表1: 历史上的美国经济衰退通常伴随着美股的调整或熊市

(1) 衰退开始	(2) 美股见顶	(1) - (2)	(3) 衰退结束	(4) 美股见底	(3) - (4)	美股下跌	衰退持续时间(月)	美股见顶到见底的时间(月)
1948年11月	1948年6月	5个月	1949年10月	1949年6月	4个月	-20.60%	11.1	12.2
1953年7月	1953年1月	6个月	1954年5月	1953年9月	8个月	-14.80%	10.1	8.1
1957年8月	1957年7月	1个月	1958年4月	1957年10月	6个月	-20.66%	8.1	3.3
1960年4月	1959年8月	8个月	1961年2月	1960年9月	4个月	-13.60%	10.2	13.2
1969年12月	1968年11月	13个月	1970年11月	1970年5月	6个月	-36.10%	11.2	18.2
1973年11月	1973年1月	10个月	1975年3月	1974年10月	5个月	-48.20%	16.2	21.3
1980年1月	1980年2月	-1个月	1980年6月	1980年3月	3个月	-16.68%	5.1	1.4
1981年7月	1980年11月	8个月	1982年11月	1982年8月	3个月	-27.10%	16.3	21.3
1990年7月	1990年7月	0个月	1991年3月	1990年10月	5个月	-19.92%	8.1	2.9
2001年3月	2000年3月	12个月	2001年11月	2002年10月	-11个月	-48.59%	8.2	30.9
2007年12月	2007年10月	2个月	2009年6月	2009年3月	3个月	-56.80%	18.3	17.2
2020年2月	2020年2月	0个月	2020年4月	2020年3月	1个月	-33.92%	2.0	1.1

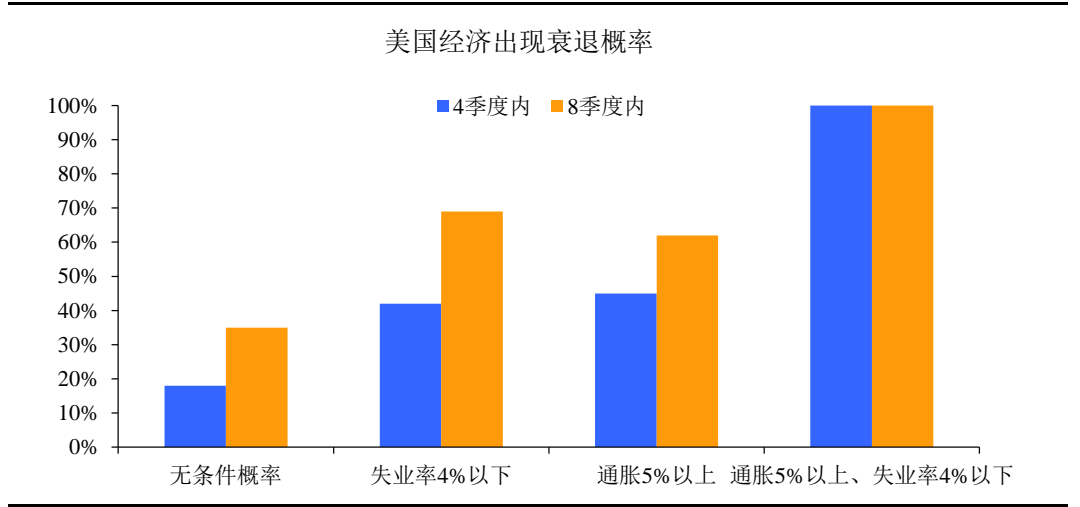
数据来源: Bloomberg, NBER, 东吴证券研究所

图1: 价格因素是近期美国个人消费支出强劲的主因



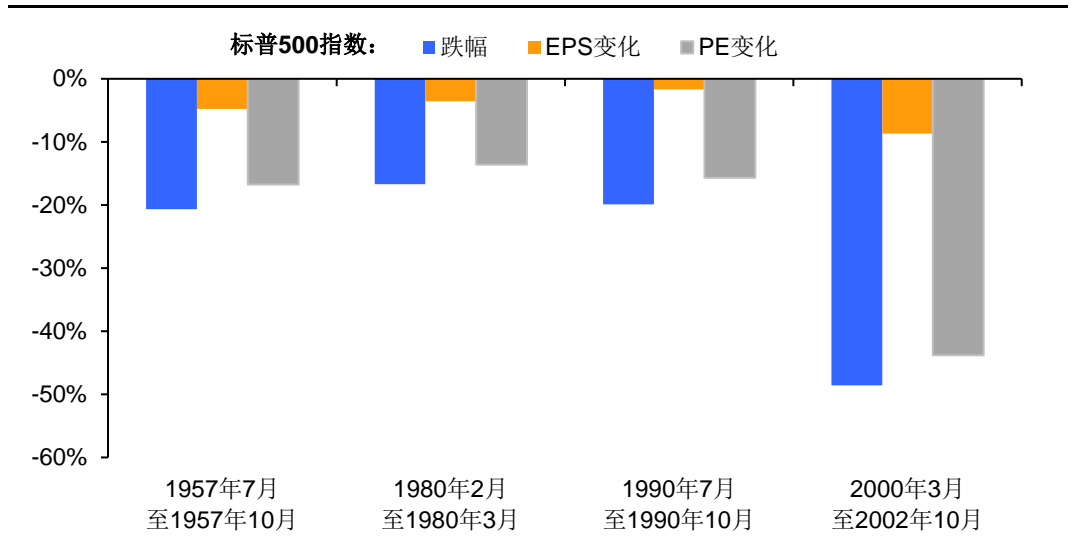
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 美国在未来 1-2 年内出现衰退的可能性较高



数据来源: NBER, Alex Domash1 and Lawrence H. Summers, 东吴证券研究所

图3: 美国经济衰退对应的美股下跌中, 主要影响因素为估值回调



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

表2: 本轮衰退标普 500 低点测算

参考情形		Trailing EPS (美元/股)			
		2022年6月17日	温和衰退	温和衰退 (含科网泡沫)	极端情形 (科网泡沫)
		200	187	185	177
温和衰退	21	4193.4	3925.6	3871.3	3708.6
温和衰退 (含科网泡沫)	19	3840.6	3595.4	3545.7	3396.6
<b>2022年6月17日</b>	18	3674.8	3440.2	3392.6	3250.0
PE	17	3400.2	3183.1	3139.1	3007.1
	16	3200.2	2995.8	2954.4	2830.2
20世纪均值	15	3000.2	2808.6	2769.8	2653.3
极端情形 (科网泡沫)	14	2782.3	2604.7	2568.7	2460.7

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所测算

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

