

美股的业绩底有多低？

证券研究报告

2022年12月20日

2023年美股业绩展望

我们预测，明年美国企业收入增速将有小幅正增长 2%（与名义 GDP 匹配），企业利润率继续回落至 11.8%（薪资、利率、能源等成本依然较高），企业回购减弱继续拖累，预计 2023 年 EPS 增速或降至-5%。

鉴于明年经济大概率不会深度衰退，业绩有望小幅回落，我们预计美股也没有显著下跌风险，但上行空间由联储降息幅度决定。假设 2023 年联储不降息，美债到明年底在 2.8% 左右（计入 2024 年降息预期），股权风险溢价维持 2.4%，则 SPX 年底点位仍比当前低 3.8% 左右。

风险提示：全球经济深度衰退，美联储货币政策超预期紧缩，通胀超预期

作者

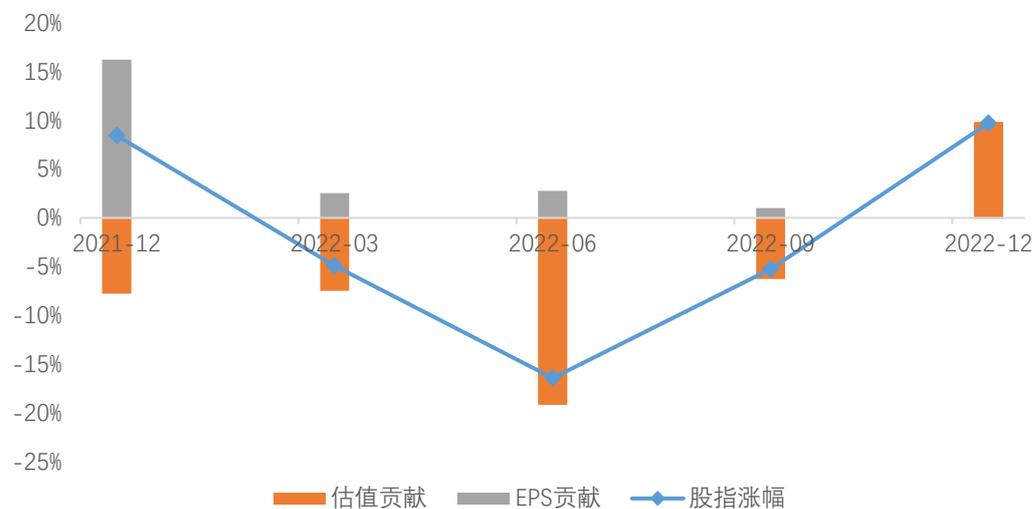
宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

今年以来，美股（标普 500）下跌 17%，其中 23% 的下跌都是由估值收缩贡献的，业绩贡献了 6% 的上涨。后续美股行情的转折，美联储货币政策态度转向（对估值而言）是至关重要的；其次，当前紧缩的货币政策对经济的滞后效应有多少已经反映在美股业绩里？后续美股业绩能下调到多少？

图 1：2021Q4-2022Q4*标普 500 涨幅、估值及 EPS 贡献



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

*2022Q4 截至 2022-12-9

对美股的业绩（EPS）分析，来自于三个方面：销售增速、利润率、回购。

第一是销售增速。

去年下半年以来，全球经济有所下行，受此影响，标普 500 销售增速从 21Q2 的 25% 回落至 22Q3 的 12%。海外营收占标普 500 企业总营收的 44%，因此美股上市公司的销售增速与海外经济表现有直接的正相关性，但与美元指数负相关。

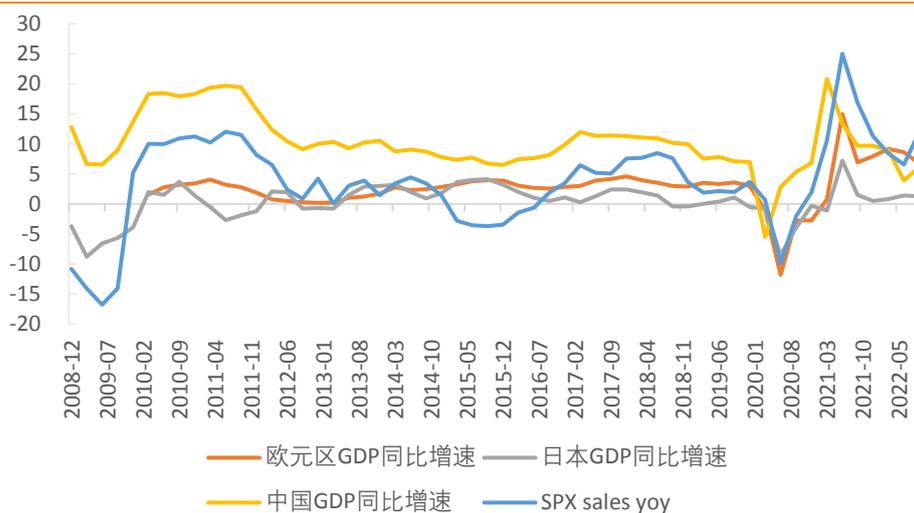
今年 3 季度，以美元计价的美国、中国、欧元区和日本的名义 GDP 增速分别为 9.1%、6.1%、6.7% 和 1.3%。22Q3 标普 500 企业销售增速从 Q2 的 6.6% 反弹到 12%，可能主要来自于中国经济自二季度的低位回暖。

图 2：美国名义 GDP 增速 (%) VS SPX 销售增速 (%)



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

图 3：其他主要国家名义 GDP 增速 (%) vs 标普 500 销售增速 (%)



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

第二是利润率。

经济下滑叠加通胀压力，标普 500 企业的利润率自年初高点 12.5% 下滑至 12.1%，主要受主营业务成本（大宗商品、油价同比上涨）、财务费用（利率抬升）、管理费用（工资增长）上升的影响。

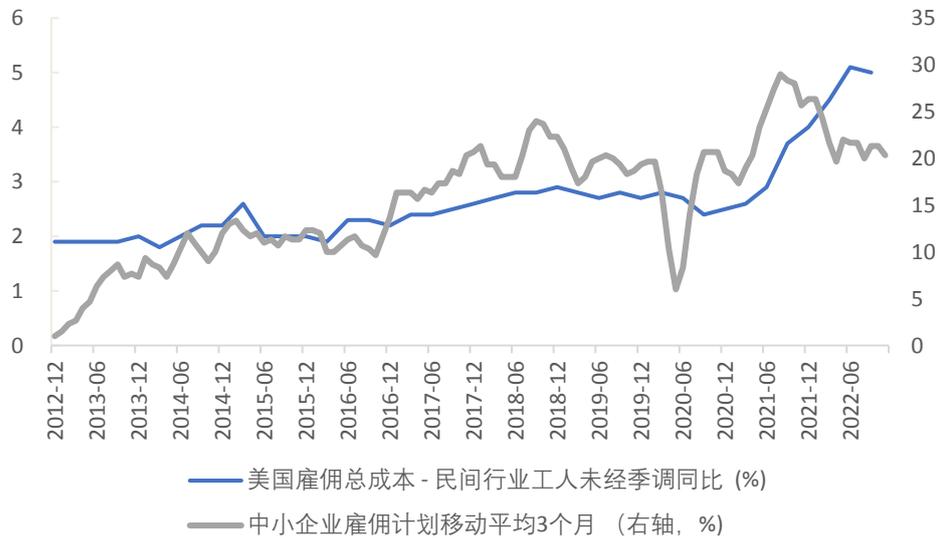
图 4：标普 500 企业的利润率下滑至 12.1%



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

劳动力成本方面，尽管企业招聘计划放缓，但劳动力市场整体仍然较为紧张，劳工雇佣总成本仅从 Q2 的 5.1% 小幅放缓至 5%。我们认为明年经济动能进一步衰减，美国劳动力市场有望降温，预计未来企业管理费用率将下滑至 4% 左右。

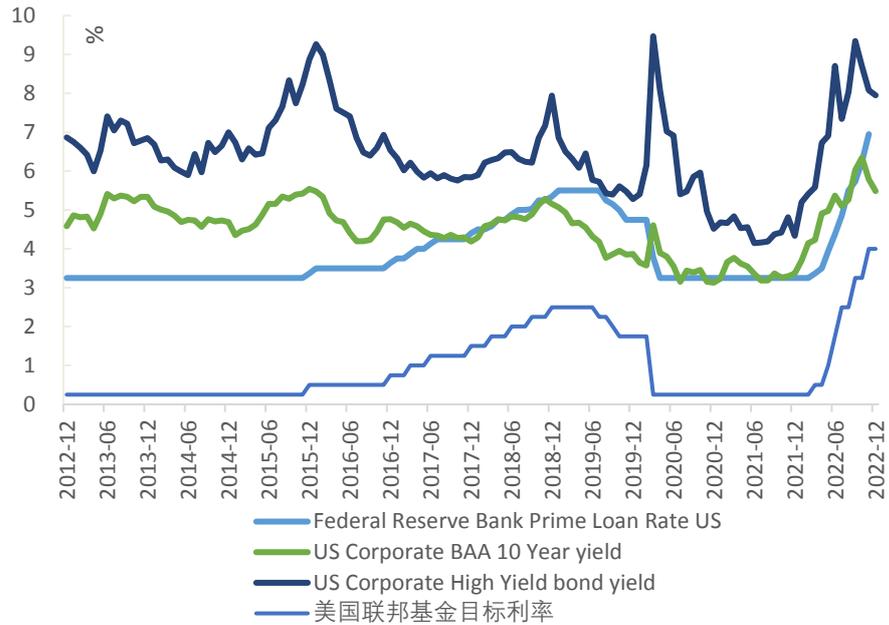
图 5：今年薪资增速大概率继续下降



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

利息成本方面，2022 年美联储连续加息将联邦基金利率目标区间上调至 3.75%—4%，各借贷利率均不同程度的大幅抬升。10 年期美国国债收益率一度升至 4.3% 附近；美国投资级债券收益率曾升至 6.35%，为三年以来最高水平；垃圾债 (junk bond) 收益率则一度触及 9.35%，接近新冠疫情危机期间高点。我们认为明年美联储大概率在年初停止加息，能否在年内降息仍有不确定性，但整体来看企业利息成本或将受益于联储紧缩政策的退潮。

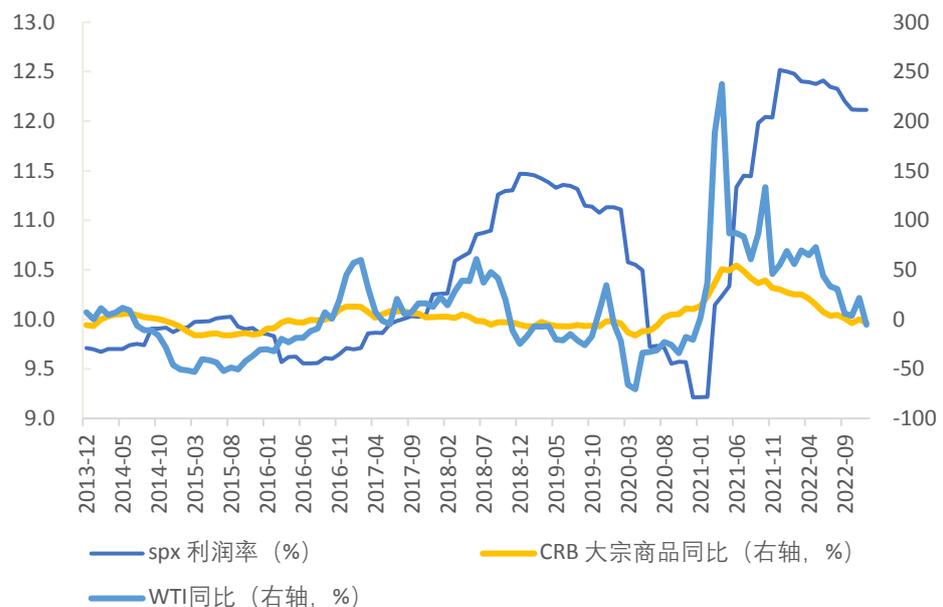
图 6：企业利息成本在下半年走低



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

能源成本方面，大宗商品价格（以 CRB 为例）自二季度高点持续回落，对企业利润率的压力逐步缓解，目前 WTI 和 CRB 大宗商品指数的同比均已转负。我们在《EPS 衰退时的美股表现》中提到：PPI 既会影响美国企业经营性收入，也会影响美国企业经营成本；当美国经济回落时，PPI 高企对企业的盈利是负面影响（PPI 最终需求和 PPI 商品分别对应了企业的收入和成本）。2000 年和 2008 年两次衰退时期，标普 500 企业利润率分别下滑了 1.63% 和 4.64%，这一次美国 PPI 水平高于 2000 年、低于 2008 年，预计标普 500 企业利润率的下滑幅度也介于两者之间。

图 7：大宗商品价格下滑缓解主营业务成本压力

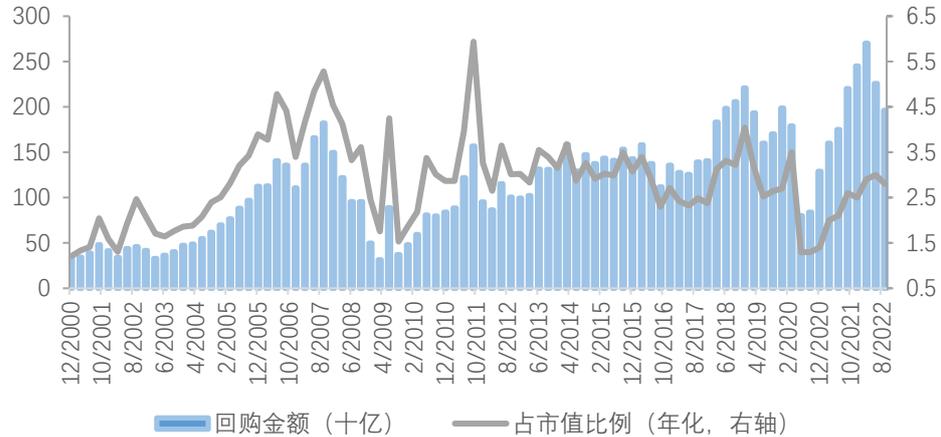


资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

第三是股票回购明显下滑后可能仍将持续低迷。

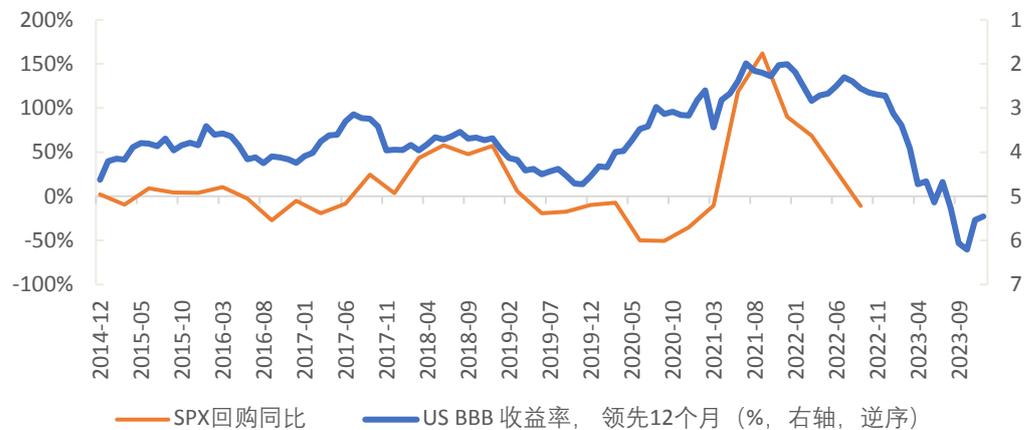
标普 500 回购从今年二季度的 2257 亿美元降至今年第三季度的 1960 亿美元，占市值比例从二季度 3% 降至 2.8%。由于联储大幅加息和经济下行，企业融资难度加大，现金流减少，使得部分企业减少了回购和派息。我们认为，从企业融资利率（BBB 级）来看，高利率带来的融资压力将持续到明年 Q3，未来两个季度企业回购可能维持低迷。

图 8：2022Q3 回购占市值比例回落



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

图 9：企业债回购同比增速可能持续低迷



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

根据 FactSet，目前市场对明年标普 500 的 EPS 增速一致预期为 5.5%。由于预测衰退最准确的指标 10 年期与 3 个月美债已然发生倒挂，明年美国经济大概率出现衰退（但未必是深度衰退）。只要美联储能够在一季度停止加息，避免倒挂进一步加深，较扎实的企业和居民基本面可以避免经济陷入深度衰退。（详见《别恐慌！这次可能只是浅衰退！》）

历史上看，加息周期中美股 EPS 增速顶部到底部平均需要 23.2 个月，本轮美股 EPS 增速顶已经在 22 年 1 月出现，这意味着 EPS 增速底部大约出现在 23 年下半年。历史上看，当美国经济陷入深度衰退时，标普 500 的 EPS 增速平均为 -27%；而当经济只是放缓时，标普 500 的 EPS 增速仍高于 0。这一次我们预计 2023 年美国经济的只是“浅衰退”，介于“深度衰退”和“放缓”这两种场景之间，**预计明年美股 EPS 增速的底部在 -15%~-5% 之间。**

表 1：历史上的 EPS 周期顶底

EPS增速高点	EPS增速底部	顶部到底部持续时间	EPS增速底部
1988.9	1992.1	40	28%
1995.4	1996.11	19	6%
2000.9	2002.1	16	-24%
2006.9	2008.12	27	-33%
2018.9	2019.11	14	2%
2021.12	明年中-明年下半年		
平均		23.2	-15%

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

具体到销售收入、利润率和回购三个方面,我们预测,明年美国企业收入增速将有小幅正增长 2% (与名义 GDP 匹配),企业利润率继续回落至 11.8% (薪资、利率、能源等成本依然较高),企业回购减弱继续拖累,预计 2023 年 EPS 增速或降至-5%,即落在区间上沿。**虽然明年美股业绩不会出现深度衰退,但仍较当前市场预期的 5.5%有较大下行空间。**

历史上看,本次业绩衰退幅度类似于 2016 年。2015 年底,市场普遍担忧美联储即将开启的加息周期,但联储仅在 2016 年 12 月进行了一次 25 个基点的加息,而非 3 次。美股 EPS 增速的底部为-6%,在 2016 年 3 月出现,美股则提前一个月触底,标普 500 全年涨幅达 9.4%,其中估值涨幅 7.5%。

目前美股短期仍不具有配置价值。截至 12 月 9 日,标普 500 TTM PE 为 19 倍,到今年末假设股权风险溢价 (ERP) 升至 9 月末高点 2.3%,10 年美债利率~3.6%,标普 500 的合理估值为~16.9 倍,隐含点位较当前位置低 10.8%。美股拐点仍需等待联储确认加息终点 (终端利率),鉴于明年经济大概率不会深度衰退,业绩有望小幅回落,我们预计美股也没有显著下跌风险,**但上行空间由联储降息幅度决定。**假设 2023 年联储不降息,美债到明年底在 2.8%左右 (计入 2024 年降息预期),股权风险溢价维持 2.4%,则 SPX 年底点位仍比当前低 3.8%左右。

表 2: 2023 年底标普 500 测算

ERP (%)	PE	SPX
2	20.83	4105.48
2.2	20.00	3941.26
2.4	19.23	3789.67

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

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