

美股“杀盈利”，别太期待“不一样”

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

联系人：李欣越
lixinyue@gjzq.com.cn

美股“杀盈利”，别太期待“不一样”

——历史的“映射”系列之一

年初以来，美国经济或已步入“衰退”区间，但美股却表现强劲，似乎与“美股在经济衰退期必有一跌”的历史规律相背离。历史回溯来看，这类反弹的持续性、“杀盈利”阶段美股免于下跌的可能性？本文分析，可供参考。

一问：“强现实”与“弱规律”？年初以来美股强势反弹，与历史规律相背离

年初以来，美国市场风险偏好明显提振，美股表现强劲；美股反弹的同时，美国经济似乎却已迈入“衰退”的区间。1月6日以来，美国三大股指集体反弹，截至2月3日，道指、标普500、纳指分别上涨0.9%、6.2%、13.6%。与此同时，NBER观测的6个指标中已有3个出现了高点，从历史经验来看，2022Q4大概率会被定义为“衰退”。当下，新订单指数等领先指标均指向美国经济或难逃“衰退”；随着货币政策紧缩效应的强化，美国经济下行压力或将显现。历史回溯来看，美股在美国经济衰退期的下跌从未“缺席”；本轮美股的反弹，似与历史规律“杀盈利”背离。1955年以来，美国经济共经历了10轮衰退，有两方面共性特征：1) 历轮中，美股最低点均出现在衰退开始后；多数衰退周期中，标普500相对衰退起点回调约20%，美股最低点一般在步入衰退后1-2个季度时出现。2) 历轮衰退中，美股均经历了EPS的回调，回调幅度通常在10%-20%间；“杀盈利”通常在衰退起点前后2个月内开始，持续约2个季度。

二问：衰退初期反弹的历史案例？典型如1980、2001年，与当下环境大为不同

美股衰退初期的反弹并不多见；与当下类似，1980年初、2001年初美股反弹的动能同样是衰退预期的阶段性降温。1955年以来的10轮衰退中，发生在衰退初期的反弹并不多见。1980年1月，美国经济的昙花一现，工业生产指数一改下行趋势增长1.3%，提振了市场的风险偏好，标普500在30个交易日内反弹12%；2001年4月，美国一季度经济数据、3月PMI的超预期是美股反弹的主要驱动力，标普500在32个交易日内反弹18%。1980年、2001年的反弹均未能延续；当下宏观形势可能更差，正式步入衰退的过程中，本轮美股或难逃一跌。1980年2月15日，美联储加息使反弹戛然而止，随后标普500回撤17%；2001年5月下旬，弱势的美股Q1业绩重新点燃市场悲观情绪，随后标普500大跌25%。当下，美国实际消费需求动能趋弱、“主动去库”更将加速经济下行；而且目前美股估值远高于1980年、通胀形势差于2001年，本轮美股的回调风险仍不容忽视。

三问：衰退阶段市场较早反转的历史案例？宽松转向下1960、2022年，本轮或难再现

“衰退”周期的“杀盈利”阶段，货币政策的大幅宽松，或能使美股免于下跌。近10轮衰退周期中，仅1960年、2020年2次，美股在“杀盈利”阶段不跌反涨。1960年7-12月，标普500指数EPS回调12.39%，但期间美联储大幅降低贴现率1个百分点，同时将股票交易保证比例由90%下调至70%；流动性宽松的驱动下，美股在1960年10月见底回升。2020年疫情期间，标普500指数EPS大幅回落16.08%，但在QE重启刺激下，美股也在2020年3月触底反弹。本轮美股“杀盈利”的压力即将显现；但有别于1960、2020年，当下美联储加息周期仍未结束，宽松周期或难快速开启。截至2月5日，标普500指数EPS未现回调、剔除能源业后也仅回调1.6%。向后看，劳动力供求紧张推升人力成本、前期商品价格高位补库推升生产成本、发行利率飙升推高融资成本，“杀盈利”压力即将显现。然而，Q4前“降息”几无可能，美债期限利差的倒挂空间也将制约10Y美债利率短期的快速走低。本轮“杀盈利”，美股或难逃一跌。

风险提示

美联储货币政策收紧超预期、海外经济衰退超预期

内容目录

一、“强现实”与“弱规律”？年初以来美股强势反弹，与历史规律相背离.....	4
二问：衰退初期反弹的历史案例？典型如 1980、2001 年，与当下大为不同.....	6
三问：衰退阶段市场较早反转的历史案例？宽松转向下的 1960、2022 年，本轮或难再现.....	8
风险提示.....	12

图表目录

图表 1： 1 月以来，美国股市明显反弹.....	4
图表 2： 标普 500 多数行业均现明显反弹.....	4
图表 3： 美债收益率的走势与美股相背离.....	4
图表 4： 市场对低预期数据不悲观、高预期数据更乐观.....	4
图表 5： NBER 周期月频评估中的 6 个指标来看，美国经济已步入衰退.....	5
图表 6： 领先指标来看，美国经济还将继续下滑.....	5
图表 7： 货币政策的紧缩效应尚未充分体现.....	5
图表 8： 历轮衰退中，美股最低点均出现在衰退开始后.....	6
图表 9： 衰退前后美股“杀盈利”持续时长.....	6
图表 10： 历史上，美股步入衰退后的反弹仅出现过两次.....	6
图表 11： 经济衰退初期美股反弹的持续性.....	6
图表 12： 1980 年初美股的反弹发生在加息周期之中.....	7
图表 13： 1980 年初，美国经济昙花一现.....	7
图表 14： 2001 年初，美国降息预期阶段性放缓.....	7
图表 15： 2001 年 4 月，美国经济数据相继超预期.....	7
图表 16： 1980 年、2001 年，美股均为“逃逸”下跌.....	8
图表 17： 1980 年、2001 年短期反弹后，市场补跌.....	8
图表 18： 相较 1980，当下估值更高.....	8
图表 19： 相较 2001，当下通胀更高.....	8
图表 20： 美股下跌通常经历杀估值、杀盈利两阶段.....	9
图表 21： 1960、2020 年，盈利回调阶段、美股并未下跌.....	9
图表 22： 1960 年，美联储多次降息下美债利率大幅回落.....	9
图表 23： 2020 年，美联储重新启动量化宽松.....	9
图表 24： 当下，标普 500 指数 EPS 仍未现明显回调.....	10
图表 25： 近期，对经济敏感的行业反弹更为剧烈.....	10
图表 26： 前期美国企业填补库存的价格普遍较高.....	10

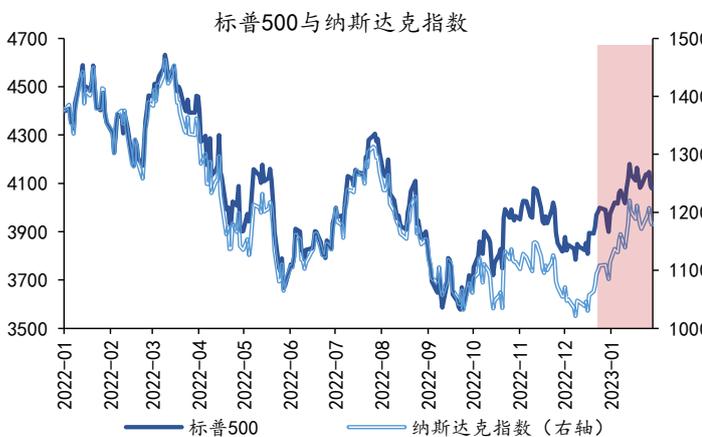
图表 27: 美国企业融资成本显著抬升.....	10
图表 28: 联邦利率期货市场已经在定价 Q4 的降息.....	11
图表 29: 国债市场已在计入降息预期.....	11
图表 30: 美联储加息终点利率与 10Y 国债利率分歧较大.....	11
图表 31: 当下 10Y-2Y 美债期限利差已近历史低位.....	11

年初以来，美国经济或已步入衰退区间，但美股表现强劲，似与“美股经济衰退期必有一跌”的规律背离。历史上类似反弹持续性、杀盈利但免于下跌的可能？本文分析，供参考。

一、“强现实”与“弱规律”？年初以来美股强势反弹，与历史规律相背离

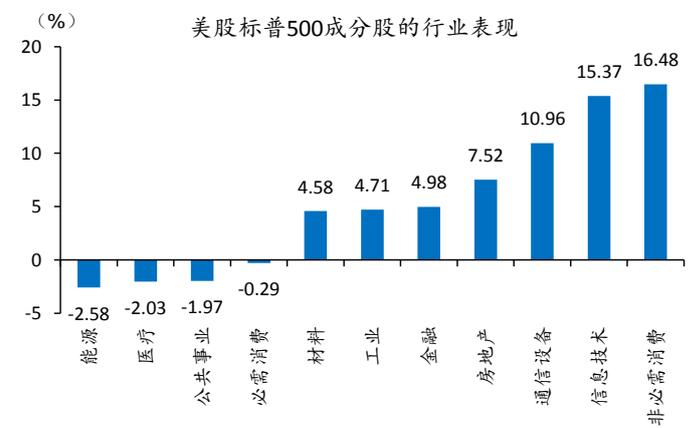
年初以来，美国经济“衰退”担忧缓和，市场风险偏好明显提振，美股表现强劲。1月6日以来，美国三大股指集体反弹；截至2月17日，道指、标普500、纳指分别上涨0.6%、4.7%、11.5%；非必需消费、信息技术、通信设备等行业领涨，分别上涨16.48%、15.37%和10.96%。这一期间，美股紧缩预期再度升温，10Y美债利率由1月5日的3.55%大幅回升27bp至2月17日的3.82%。“衰退”担忧缓和的分子端影响，是本轮美股的主要支撑。10月的美股反弹中，衰退担忧下，超预期的经济数据并未驱动市场的上涨，反而是低预期的数据会激起市场的下跌，本轮美股反弹则恰恰相反。

图表1：1月以来，美国股市明显反弹



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：标普500多数行业均现明显反弹



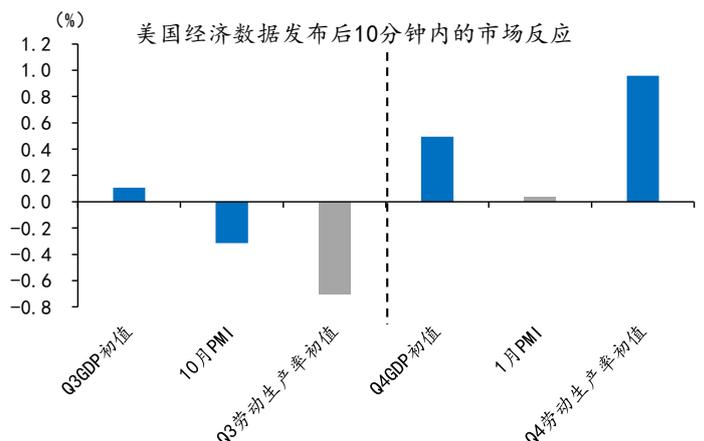
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：美债收益率的走势与美股相背离



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：市场对低预期数据不悲观、高预期数据更乐观



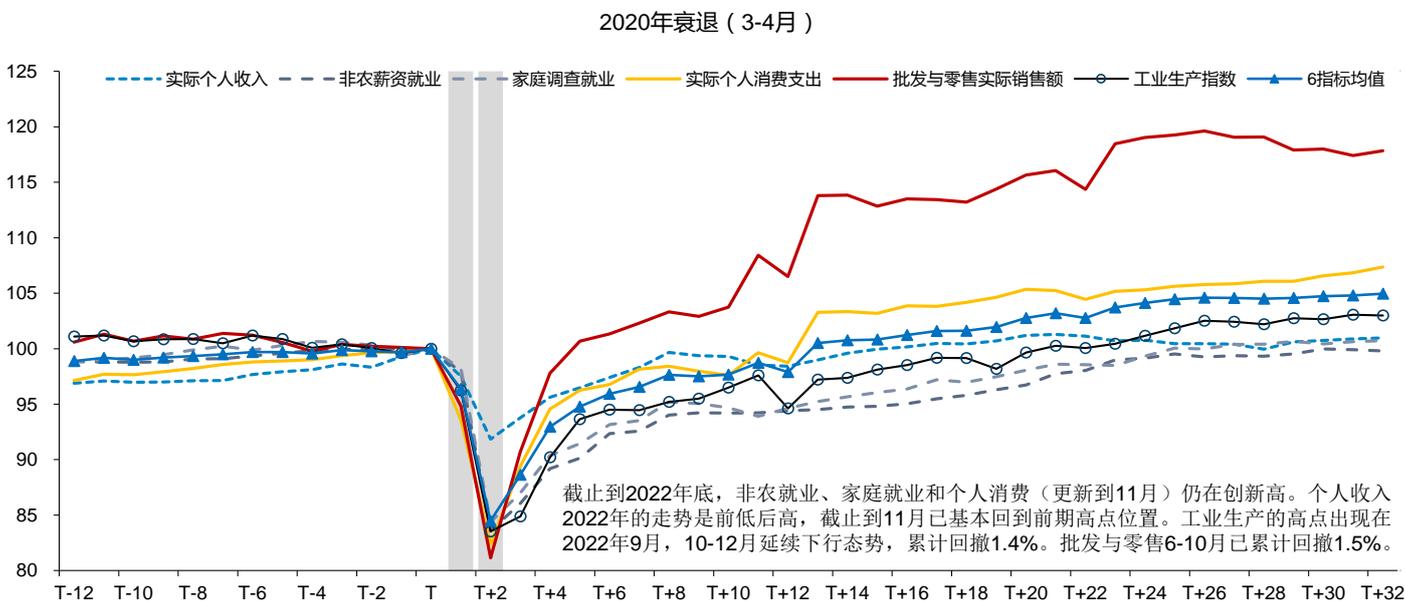
来源：Bloomberg，国金证券研究所

注：蓝色表示经济数据超预期，灰色表示经济数据低预期。

美股反弹的同时，美国经济似乎却已迈入“衰退”的区间；截止到2022年底，NBER观测的6个指标中已经有3个出现了高点，技术上已满足定义为衰退的条件。批发与零售在2022年4月见顶，截至12月已累计回撤2.7%；工业生产于2022年9月见顶，已累计回

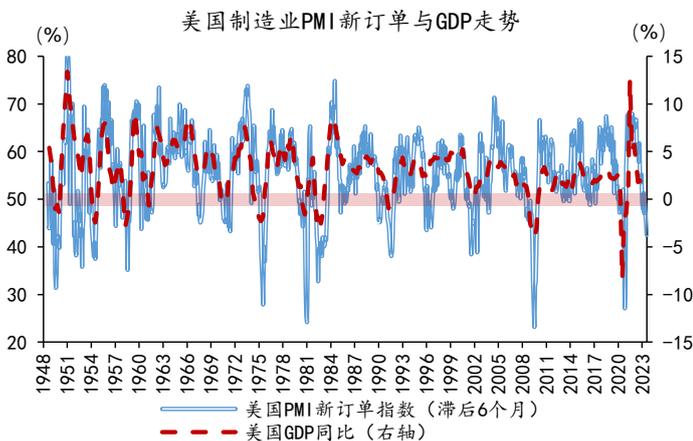
撤 1.4%；个人收入的顶点出现在 10 月份，已连续两个月下降。从历史经验来看，2022 年 4 季度大概率会被定义为 1960 年来“第 10 次衰退”的顶点。当前，新订单指数等领先指标，也指向美国经济难逃衰退；随着货币政策紧缩效应的强化，经济下行压力或将显现。

图表5: NBER 周期月频评估中的 6 个指标来看, 美国经济已步入衰退



来源: NBER, Wind, 国金证券研究所

图表6: 领先指标来看, 美国经济还将继续下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

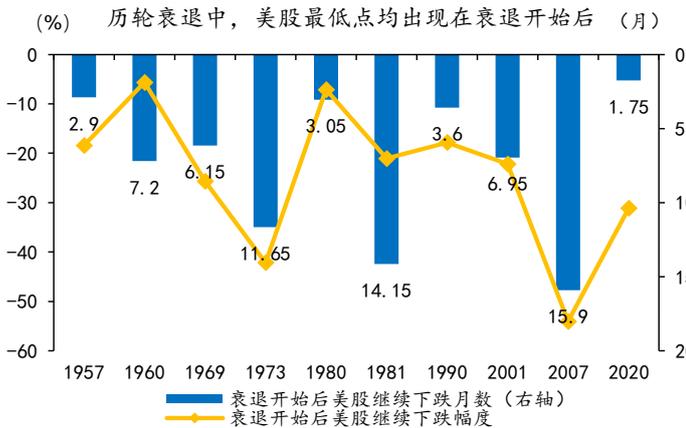
图表7: 货币政策的紧缩效应尚未充分体现



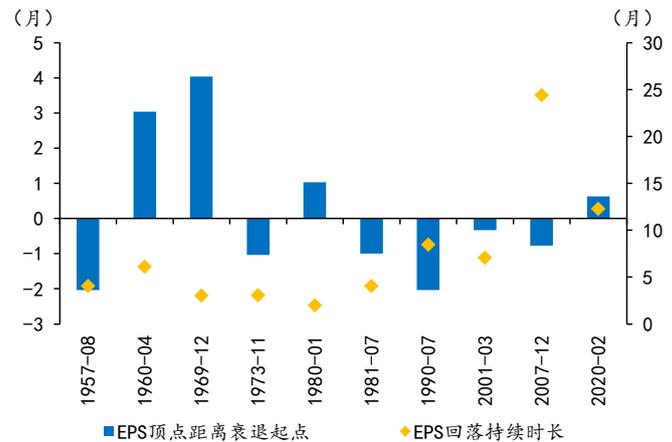
来源: Wind, 国金证券研究所

历史规律显示, 美股在美国经济衰退期的下跌从未“缺席”, “杀盈利”阶段或“虽迟但到”。1955 年以来, 美国经济共经历了 10 轮衰退, 有两方面共性特征: 1) 历轮中, 美股最低点均出现在经济步入衰退开始后; 多数经济衰退期中, 标普 500 相对衰退起点回调约 20%, 美股最低点一般在经济步入衰退后 1-2 个季度时出现。2) 历轮衰退中, 美股均出现了 EPS 的回调, 回调幅度通常在 10%-20%间; 美股“杀盈利”阶段, 美股多数下跌。“杀盈利”通常在衰退起点前后 2 个月内开始, 持续期约 2 个季度。

图表8: 历轮衰退中, 美股最低点均出现在衰退开始后



图表9: 衰退前后美股“杀盈利”持续时长



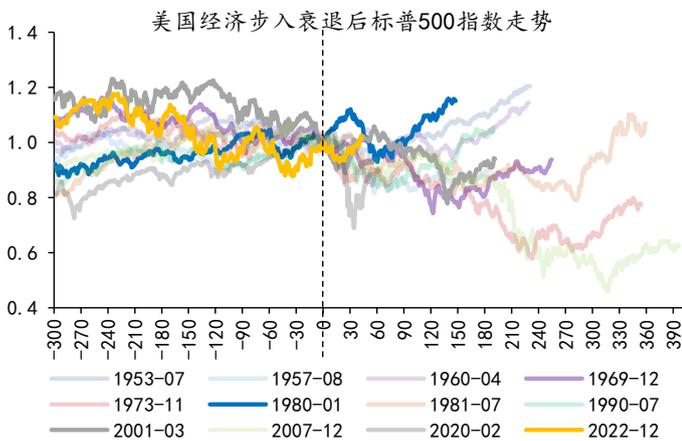
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二问: 衰退初期反弹的历史案例? 典型如 1980、2001 年, 与当下大为不同

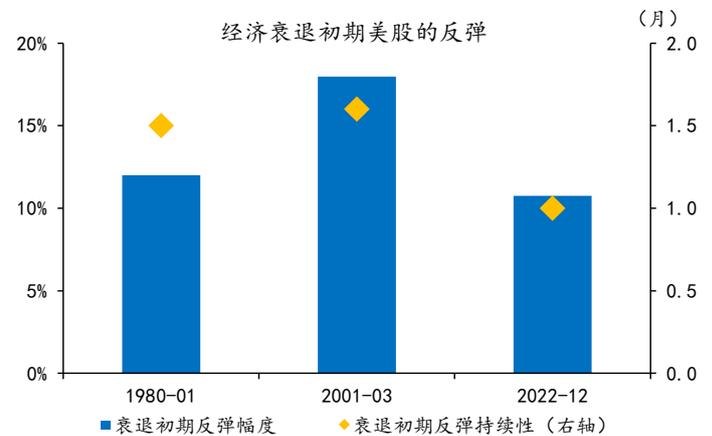
历史回溯来看, 美股衰退初期的反弹并不多见; 近 10 轮衰退中, 仅在 1980 年 1 月、2001 年 4 月, 美股曾出现过短暂反弹。1955 年以来的 10 轮衰退中, 美股均呈现 V 型走势。衰退后期, 在流动性宽松驱动、经济复苏曙光初现下, 美股将趋势性反转; 但发生在衰退初期的反弹并不多见。1980 年 1-2 月, 标普 500 在 30 个交易日内反弹 12%; 2001 年 4-6 月, 标普 500 在 32 个交易日内反弹 18%。而本轮中, 标普 500 也在 21 个交易日内反弹了 11%。

图表10: 历史上, 美股步入衰退后的反弹仅出现过两次



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

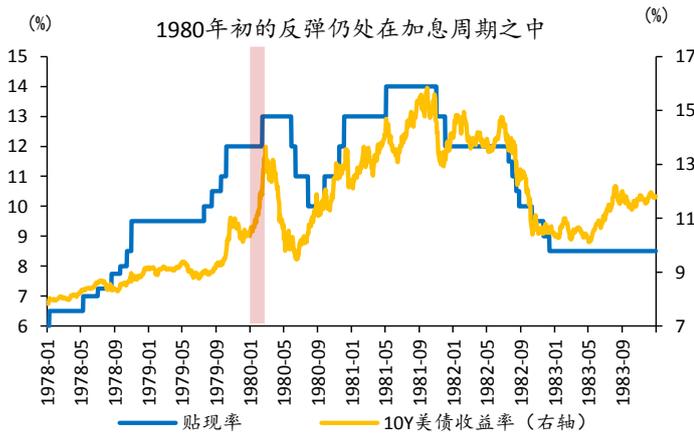
图表11: 经济衰退初期美股反弹的持续性



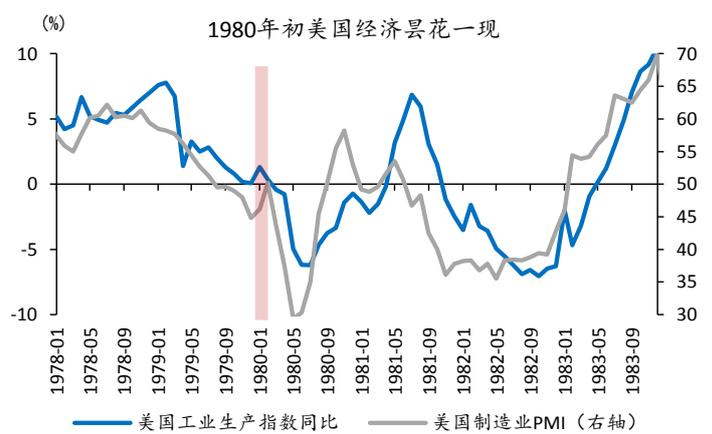
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

与当下类似, 1980 年初、2001 年初美股反弹的动能同样是衰退预期的阶段性降温。1980 年 1 月, 美联储仍处于加息周期之中, 10Y 美债收益率仍在上行; 但经济的昙花一现, 提振了市场的风险偏好, 驱动了美股的短期反弹; 工业生产指数一改下行趋势增长 1.3%, 制造业 PMI 也回升了 1.4 个百分点。2001 年 4 月, 美国通胀阶段性升温使得市场的降息预期阶段性放缓, 美股的反弹同样发生在美债收益率上行环境下; 一季度经济数据、PMI 的超预期是美股反弹的主要驱动力, 向好的经济数据使得市场开始提前定价基本面见底。

图表12: 1980年初美股的反弹发生在加息周期之中



图表13: 1980年初, 美国经济昙花一现



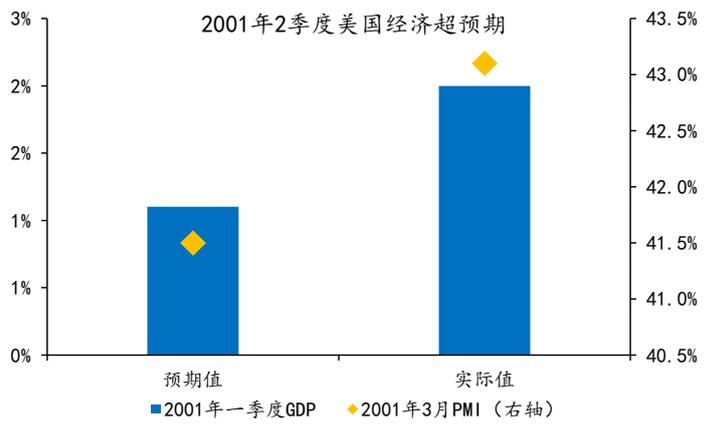
来源: Fed, Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 2001年初, 美国降息预期阶段性放缓



图表15: 2001年4月, 美国经济数据相继超预期



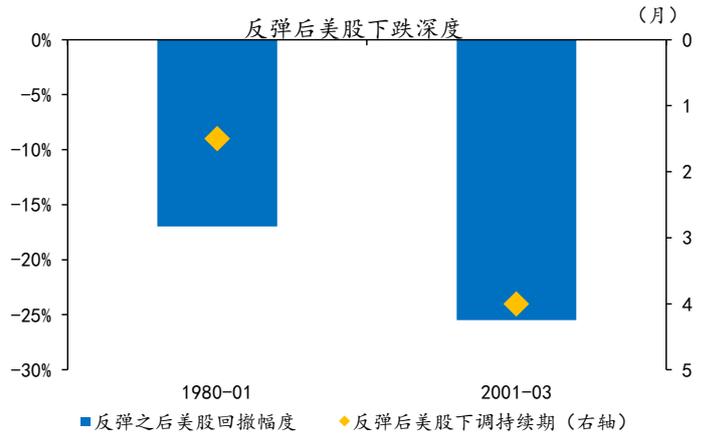
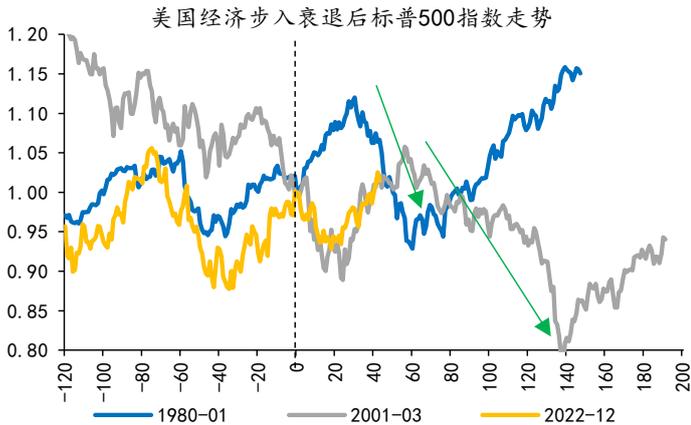
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

短期反弹后, 1980年、2001年美股均重归跌势; 当下美股估值远高于1980年、通胀形势远差于2001年, 正式步入衰退的过程中, 美股或难逃一跌。1980年2月15日, 美联储最后一次加息使得美股反弹戛然而止, 随后标普500回撤17%; 2001年5月下旬, 弱势的美股Q1业绩又重新点燃了市场的悲观情绪, 标普500大跌25%。当下, 美国实际工资负增长、超额储蓄持续下降或导致实际消费需求动能趋弱, “主动去库”或将加速美国经济下行。“衰退”担忧再度升温后, 美股或再度转跌。而相较于1980年, 当下美股估值更高; 相较于2001年, 当下通胀厚尾担忧仍存也将对货币政策构成制约; 本轮下跌不容忽视。

图表16: 1980年、2001年, 美股均为“逃逸”下跌

图表17: 1980年、2001年短期反弹后, 市场补跌

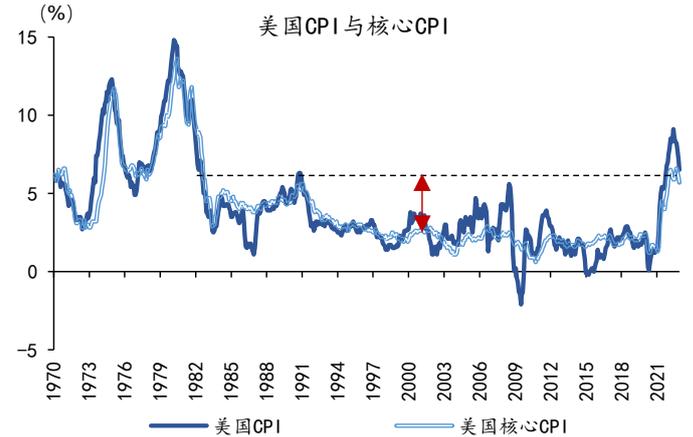
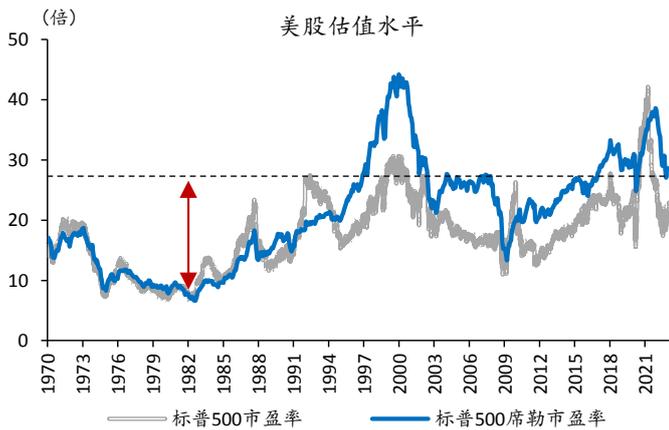


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表18: 相较1980, 当下估值更高

图表19: 相较2001, 当下通胀更高



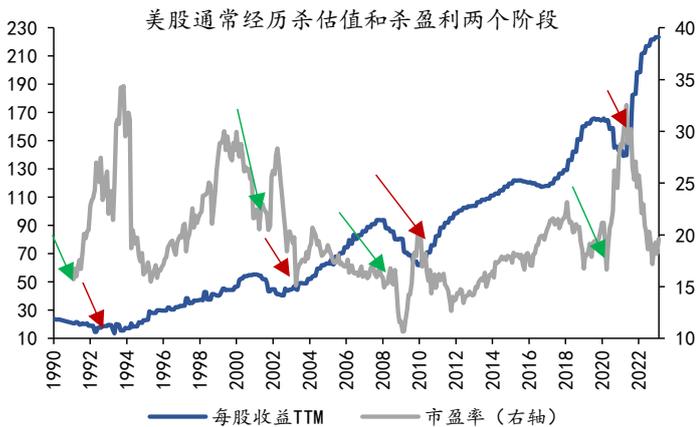
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三问：衰退阶段市场较早反转的历史案例？宽松转向下的 1960、2022 年，本轮或难再现

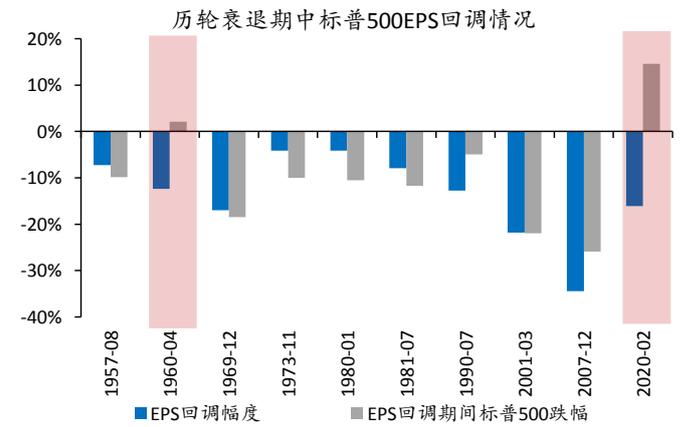
历史经验显示，“衰退”周期的“杀盈利”阶段，货币政策的大幅宽松，或能使美股免于下跌。衰退周期中，美股的下跌通常会经历“杀估值”、“杀盈利”两个阶段。近10轮衰退周期中，仅1960年、2020年这2次，美股在“杀盈利”阶段不跌反涨。1960年7-12月，标普500指数EPS回调12.39%，但期间美联储大幅降低贴现率1个百分点，同时将股票交易保证比例由90%下调至70%，流动性的宽松使得美股免于下跌，并于10月开启新一轮的反弹。2020年疫情期间，标普500指数EPS大幅回落16.1%，但在QE重启刺激下，标普500估值显著抬升、驱动美股在3月23日开启反弹；“杀盈利”阶段，美股上涨14.6%。

图表20: 美股下跌通常经历杀估值、杀盈利两阶段



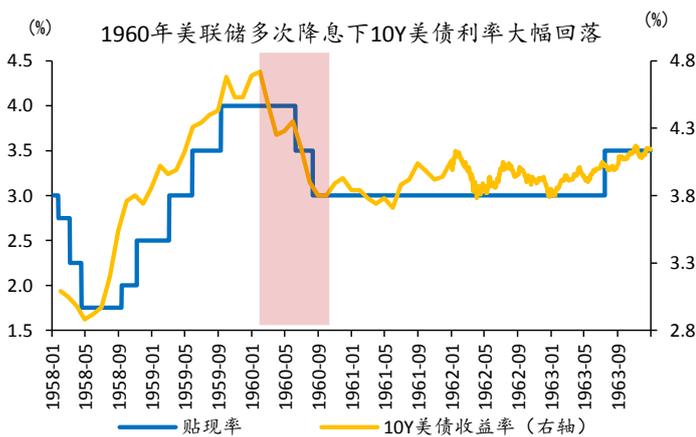
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 1960、2020年, 盈利回调阶段、美股并未下跌



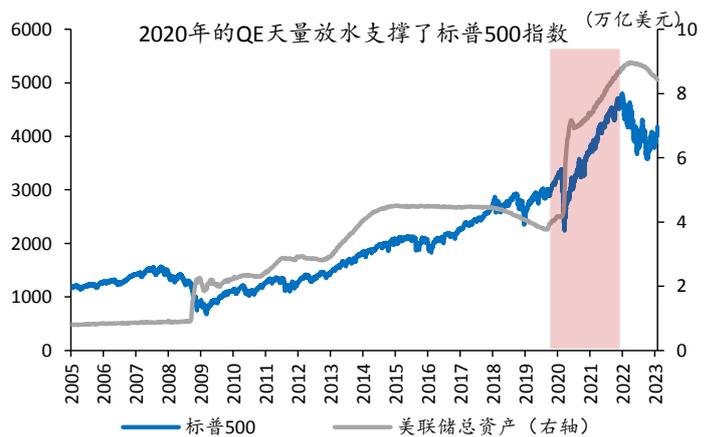
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: 1960年, 美联储多次降息下美债利率大幅回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

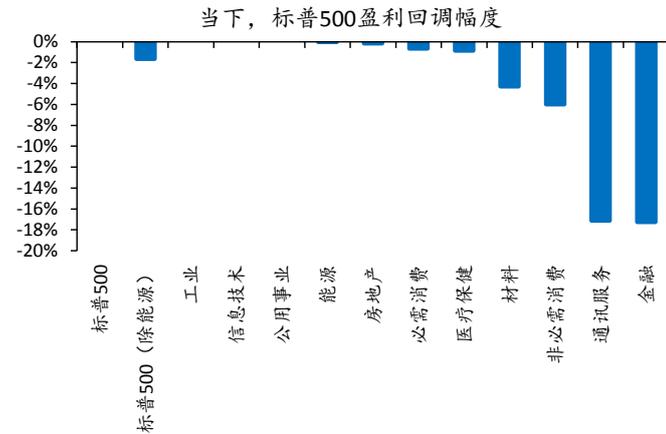
图表23: 2020年, 美联储重新启动量化宽松



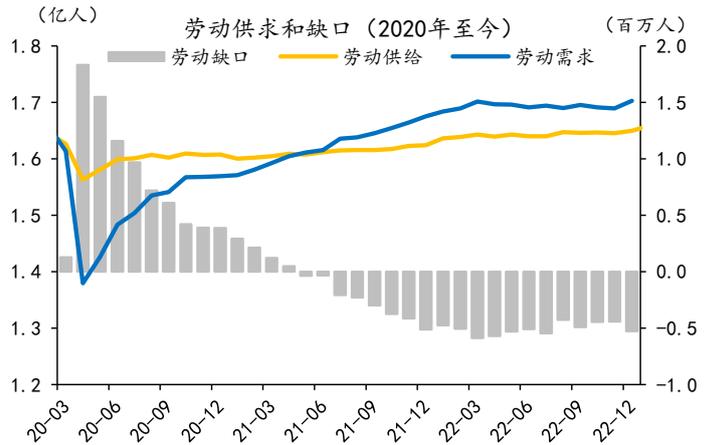
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

当下, 标普 500 指数 EPS 尚未回调; 劳动力供求紧张推升人力成本、前期商品价格高位补库推升生产成本、发行利率飙升推高融资成本, “杀盈利”的压力即将显现。截至 2 月 17 日, 标普 500 指数 EPS 未现回调、剔除能源业后也仅回调 1.6%。向后看, “杀盈利”压力即将显现: 1) 劳动力市场供求缺口依然高企, 或将推动人力成本维持高位; 2) 前期补库阶段, 美国企业填补库存的购入价格普遍较高, “去库”阶段恰逢商品价格的回落, 或将进一步冲击企业盈利; 3) 美债利率上行、信用利差走阔, 企业融资成本也显著抬升。

图表24: 当下, 标普500指数EPS仍未现明显回调



图表25: 近期, 对经济敏感的行业反弹更为剧烈



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

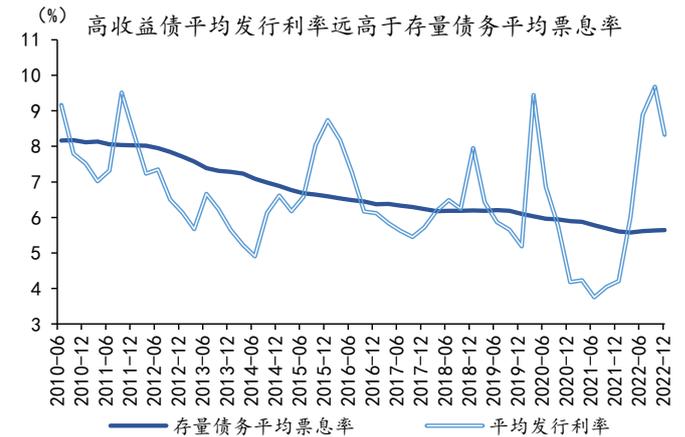
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 前期美国企业填补库存的价格普遍较高



来源: Wind, 国金证券研究所

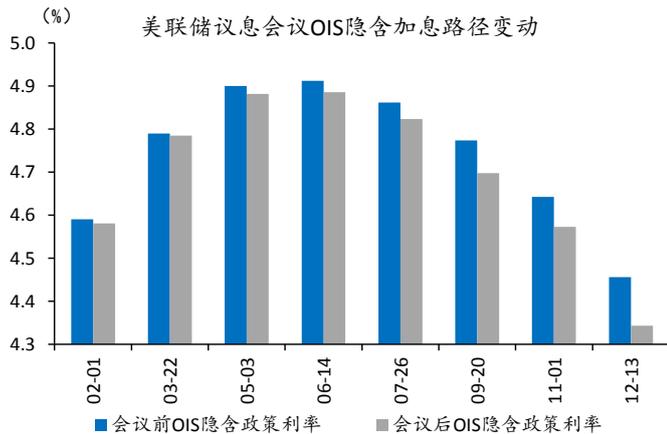
图表27: 美国企业融资成本显著抬升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

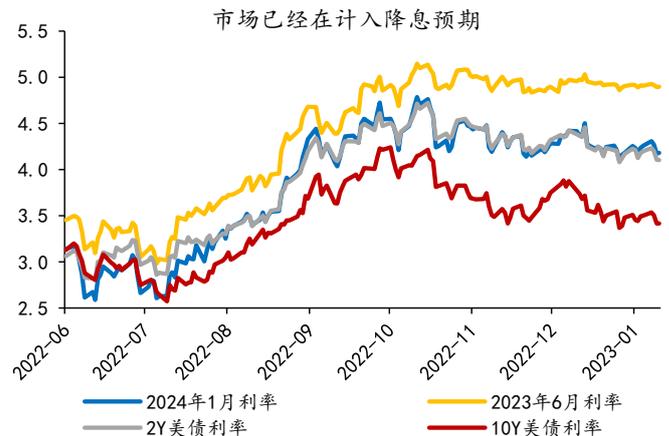
但有别于1960、2020年, 当下美联储加息周期仍未结束、降息周期前三个季度或难开启; 美债10Y-2Y期限利差的历史低位, 10Y美债利率短期或难快速走低。从联邦利率期货市场与美债市场来看, 市场已在定价年内降息; 但从美联储官员言论看, 美国或仍有1-2次加息, 使1960、2020年美股“逃逸”下跌的宽松在Q4前几无可能。截至2月17日, 10Y-2Y美债期限利差已至-0.78%, 接近历史极值位置, 利差继续倒挂的空间受限。另一方面, 当下终点利率与10Y美债利率已现较大缺口, 也不利于短期10Y美债利率的快速走低。货币政策未到转向时刻、10Y美债短期难现大幅回落; 此轮“杀盈利”, 美股或难逃下跌。

图表28: 联邦利率期货市场已经在定价Q4的降息



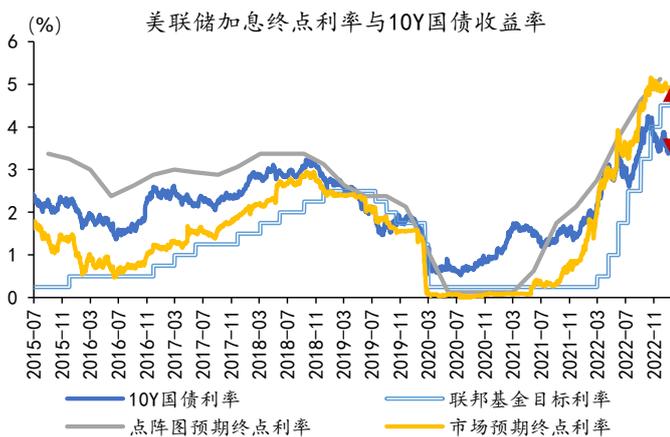
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 国债市场已在计入降息预期



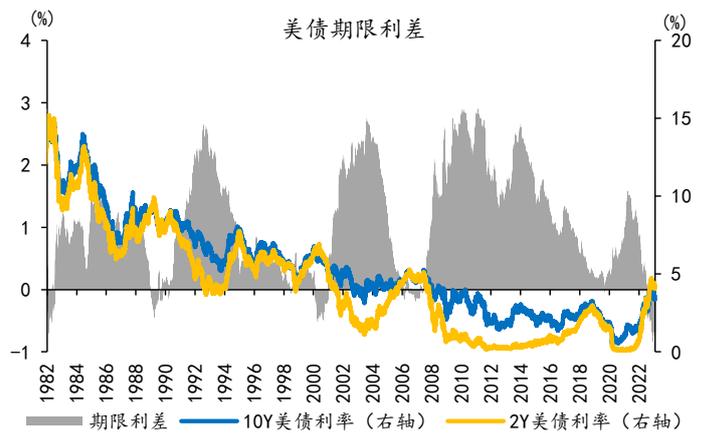
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 美联储加息终点利率与10Y国债利率分歧较大



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 当下10Y-2Y美债期限利差已近历史低位



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

1) 年初以来, 美国经济“衰退”担忧缓和, 市场风险偏好明显提振, 美股表现强劲, 1月6日以来, 美国三大股指集体反弹, 截至2月3日, 道指、标普500、纳指分别上涨0.6%、4.7%、11.5%。美股反弹的同时, 美国经济却已迈入“衰退”的区间, NBER观测的6个指标中已经有3个出现了高点, 从历史经验来看, 2022Q4大概率会被定义为“衰退”。历史回溯来看, 1955年以来, 美国经济共经历了10轮衰退, 美股衰退期的下跌从未“缺席”, 本轮美股的反弹, 似与历史规律“杀盈利”背离。

2) 1955年以来的10轮衰退中, 美股衰退初期的反弹并不多见; 与当下类似, 1980年初、2001年初美股反弹的动能同样是衰退预期的阶段性降温。两轮中, 标普500分别反弹12%、18%, 持续约30个交易日后转跌。当下宏观形势可能更差, 正式步入衰退过程中, 美股或难逃一跌。当下, 美国实际消费需求动能趋弱、“主动去库”更将加速经济下行; 而且目前美股估值远高于1980年、通胀形势差于2001年, 本轮美股的回调风险仍不容忽视。

3) “衰退”周期的“杀盈利”阶段，货币政策的大幅宽松，或能使美股免于下跌。近 10 轮衰退周期中，仅 1960 年、2020 年 2 次，美股在“杀盈利”阶段不跌反涨。本轮美股“杀盈利”的压力即将显现；但有别于 1960、2020 年，当下美联储加息周期仍未结束，宽松周期或难快速开启。截至 2 月 17 日，标普 500 指数 EPS 未现回调、剔除能源业后也仅回调 1.6%。向后看，劳动力供求紧张推升人力成本、前期商品价格高位补库推升生产成本、发行利率飙升推高融资成本，“杀盈利”压力即将显现。然而，前三季度“降息”几无可能。本轮“杀盈利”，美股或难逃一跌。

风险提示

- 1、美联储货币政策收紧超预期：**通胀率高居不下、就业市场韧性仍在，可能会导致美联储货币政策收紧超预期，持续大幅度加息。
- 2、海外经济衰退超预期：**持续大幅加息，可能带来海外经济体需求的快速恶化，叠加能源价格居高不下，经济步入深度衰退。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402