

宏观点评 20231108

美股还能乐观多久？

2023年11月08日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《10月出口：复苏为啥“掉队”？》

2023-11-07

《三季度贷款投向有何特点？》

2023-11-05

■ **“史上最强”加息周期对美股基本“毫发无伤”？**是的，这便是从去年3月开启本轮加息周期后至今的情况，标普500指数更是在今年年初的3839点快速上涨接近14%（截至11月7日）。甚至在上周（10月27日-11月3日）快速上涨接近6%，创下近一年以来的最大单周涨幅。值得注意的是，这是发生在美债利率飙升的背景下，美国10年期国债收益率自3月以来从3%“一路高歌猛进”至5%。那么在此情形下，该如何理解美股的上涨？**具体来看：**

■ **从估值角度，加息周期往往损害美股估值。**不过当前股票风险溢价处于20世纪70年代以来的最低，今年实际收益率的上升尚未导致通常会出现的市盈率的下降（图1）。在美股估值和美债收益率密切相关的背景下，考虑到四季度净发债较7月预期值下降760亿美元，谨慎的再融资会议缓解了此前市场核心担忧的供给冲击问题，美债短期内再次冲高的可能性较低（图2-3），估值下跌空间有限，接下来驱动标普调整的动力将主要来自于盈利。

■ **从EPS的角度，市场对于企业盈利转为乐观。**美国三季报除了能源外其他盈利均超预期。市场对未来两个季度内的盈利增长预期明显上调，且标普从交易低于50日均线积极地突破了200日均线。因此往后来看，我们认为这背后的主要原因在于油价不会继续上涨、美元开始贬值：

■ **市场对巴以冲突“不买账”，30%的油价涨幅可作为衡量战争是否会扩散的关键门槛。**因为局部冲突通常不会影响其他市场，除非它会影响全球商品供应、或者升级为范围更广的地区或全球冲突（图4）：一个可以直观观察到的便是石油价格在俄乌冲突爆发后上涨30%，而巴以冲突后目前基本保持持平（图5）。基于此，我们认为冲突升级至范围更广的地区战争并非基准情形，油价面临一定的下行风险。

不过由于战争形式多变且难以预测，短期内双方冲突升级的风险点在于：以色列是否会全力打击黎巴嫩真主党以及是否会迫使伊朗及其代理人（尤其是真主党）参与其中。

■ **而如果我们切换到供需的角度来看，需求改善不顺+供给冲击减缓导致油价进一步上涨的空间十分受限，则对于挤压企业的利润“力道”可能没那么足。**中、欧洲经济同时修复的可能性偏低，在经济回归复苏性增长之前，对原油需求的提振都将十分有限。虽然供给方面的因素更加复杂，不过从美国方面产量和库存的回升，以及俄罗斯继续减产也没能推动油价上涨来看，未来油价继续上涨的支撑已经减弱（图6-7）。

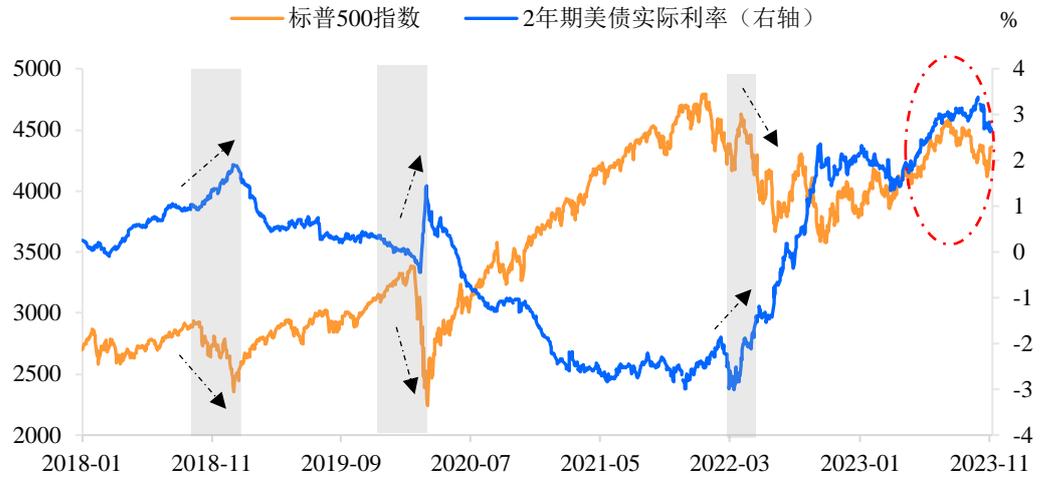
■ **其实不让油价走高是“一致的愿望”，因为高企的油价无论对于沙特还是欧美都是“不可承受之重”：**原油产量的削减导致沙特三季度经济增速接近-4%，而欧美明年又面临大选。除此之外，油价的下降将让全球央行“松口气”，明年可以顺利地打开降息周期。

■ **强美元难以为继，美元贬值给企业收入增长带来额外利好。**首先，美元在四季度往往走弱。其次财政退坡+超储消耗对美国经济支撑效果放缓，美国经济下行仍是基准情形。而美联储基本完成加息周期，市场已提前开始定价明年100bp的降息，美元将整体偏弱。而在基准情形之外，倘若中国明年经济超预期复苏（IMF调升了中国2023年、2024年经济增速至5.4%、4.6%），而美国经济相对逊色，那么美元走强态势将进一步减弱。在海外业务占美股整体盈利比重越来越大之际，美元贬值有利于减少货币折算成本及提振海外需求，推动美股企业利润增长（图8）。

■ **基于此我们认为打击美股的“三记重拳”得到缓解，美股有望进一步上涨。**短期内上述三大因素的好转无论对美股盈利基本面，还是估值的预期均形成利好。不过美债利率进一步的大幅走低还需要就业“大降温”来配合，而这一关键在于失业率能否快速向上突破4%。

■ **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 近年来美国实际政策利率的飙升往往伴随着美股的剧烈回调, 然而本次出现例外



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 加息尾声, 10年期美债再次冲高的可能性低



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 估值继续下跌空间有限



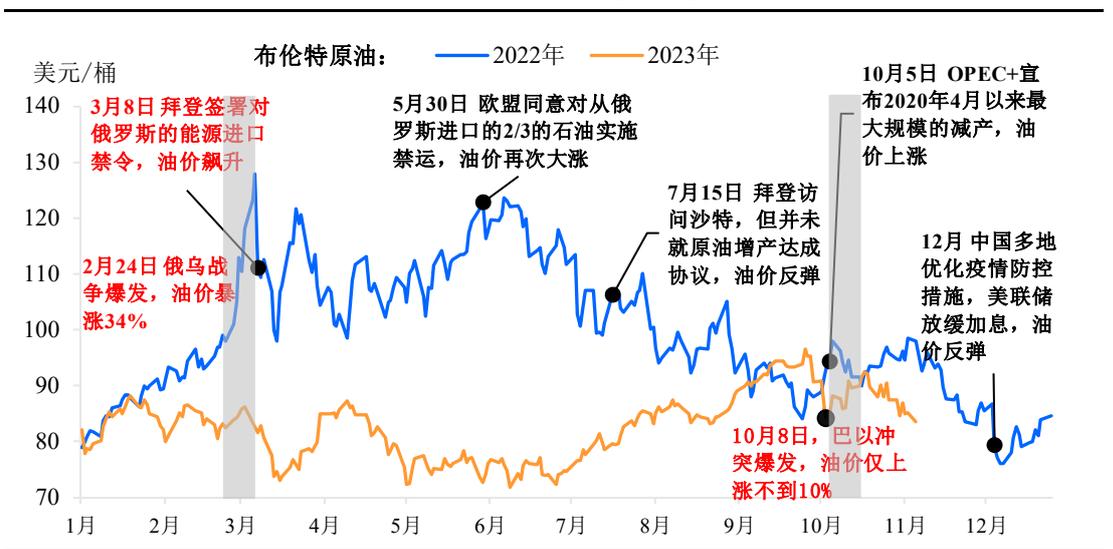
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 历史上升级为全球冲突的石油战争导致油价大幅上涨>30%

事件	时间	油价最大上涨幅度	持续时间(月)	最终解决方式
赎罪日战争与OPEC石油禁令	1973-1974	205%	6	1947年3月石油禁运结束; 70年代中期, 石油价格实际上大致持平并下降。
伊朗革命和伊拉克战争	1978-1988 (大约在1981年中断)	168%	24	1980年经济衰退导致石油需求下降约8%, 尽管供应持续中断, 但是油价在随后几年逐渐下降。
海湾战争	1990-1991	94%	3	其他OPEC成员国增产, 价格急剧下降到战前水平。
伊拉克战争	2003-1011 (大约在2003年中断)	50%	3	这是一场“精心策划的战争”, 价格在上涨过程中反弹。供应减少被其他OPEC成员国增产所抵消, 价格急剧下降至战前水平
利比亚战争	2011	28%	3	供应减少被其他生产国(叙利亚、科威特、美国)增加的产量所抵消; 2011年底的欧债危机也是导致油价迅速跌至内战前水平的原因之一。
俄乌冲突	2022至今 (在2023年停滞)	48%	21	重新规划向其他目的地出口, 例如中国, 土耳其, 印度

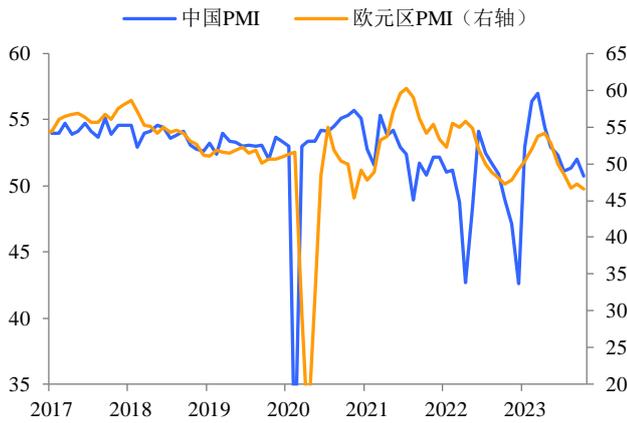
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 巴以冲突后油价涨幅(<10%)不及俄乌冲突(>30%), 且目前基本抹平此前的涨幅



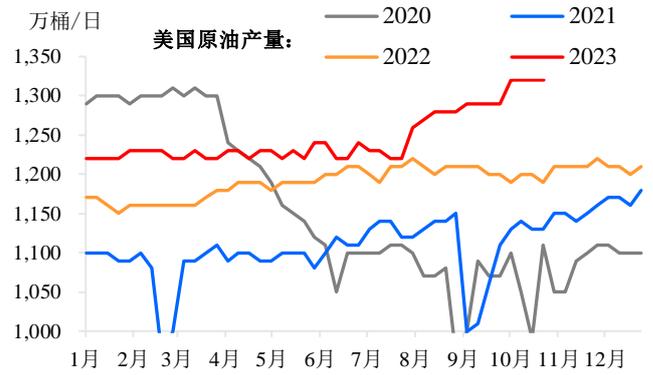
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 中国、欧洲经济同时修复的可能性偏低



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 美国原油增产



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 美元贬值往往利好美股



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

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>