

美国经济周期或开启上行

美国经济周期初现触底回升的迹象，但美股计价或已经较为充分，其它风险资产或存在机会。

- **美国经济周期观察：**基于企业盈利的美国经济周期近期已经显现出触底回升的迹象，美国经济周期或已经进入新一轮上行时期。标普 500 指数及其一级细分行业净利润增速整体改善，并且分析师一致预期该趋势有望延续。高频数据显示美国经济韧性仍存，经济周期回升或仍在途中。利率水平的回落并不是经济周期上行的必要条件。强健的居民资产负债表以及生产效率的提高助推本轮美国经济周期上行，但上行周期被打断的风险仍然存在。
- **大类资产判断：**美股对于本轮美国经济周期上行的计价或已经比较充分。中美经济周期有望共振上行并助推铜油、AH 股等风险资产的回暖。
- **风险提示：**美国经济周期走势偏离预期，美国货币和财政政策超预期收紧，金融风险再次爆发，地缘政治以及黑天鹅事件扰动经济周期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：朱启兵

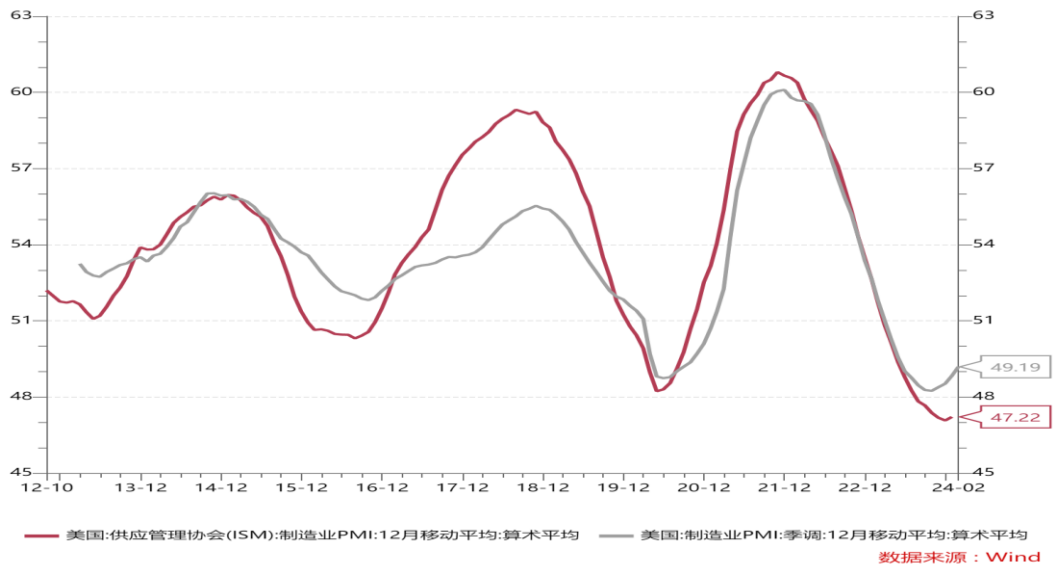
(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

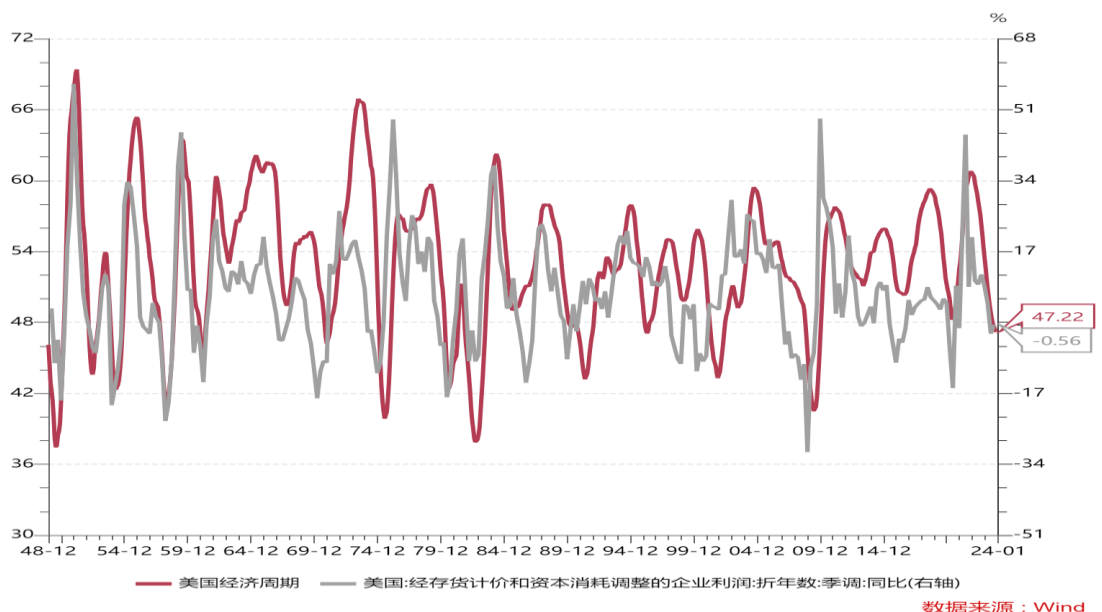
基于企业盈利的美国经济周期近期已经显现出触底回升的迹象，美国经济周期或已经进入新一轮上行时期。在2022年的《大类资产交易深度报告：基于经济周期的大类资产价格趋势研究》以及《大类资产交易深度报告：经济周期的经验观察和初步分析》报告中，我们介绍了对于资产价格预测更有借鉴意义的基于企业盈利的经济周期概念，并在之后持续对这一经济周期进行跟踪和预测。在《2024年宏观经济与大类资产配置展望》报告中，我们提到美国经济周期有望在2024年触底回升，近期的数据则显示美国经济周期显示出了更多的触底回升的迹象。（我们使用的经济周期是基于企业盈利变动，同市场常用的基于经济活动产出的GDP的经济周期有所区别。）我们使用制造业PMI的12个月移动均值来衡量经济体的利润同比变动。截至2024年1月的数据显示，无论是Markit制造业PMI指数，还是ISM制造业PMI指数，其过去12个月移动均值都呈现出了触底回升的迹象（见图表1）。另一方面，美国经济分析局公布的数据显示，“经存货计价和资本消耗调整的企业利润”同比增速由2023年2季度的-2.70%缩窄至3季度的-0.56%（见图表2）。如果美国经济周期上行的趋势在未来数月被进一步确认，那么在不出现黑天鹅事件的前提下，历史规律显示本轮上行周期有望持续至2025年左右。

图表 1. 美国经济周期：基于 Markit 制造业 PMI 指数(灰色线) vs ISM 制造业 PMI 指数(红色线)



资料来源: 万得, 中银证券

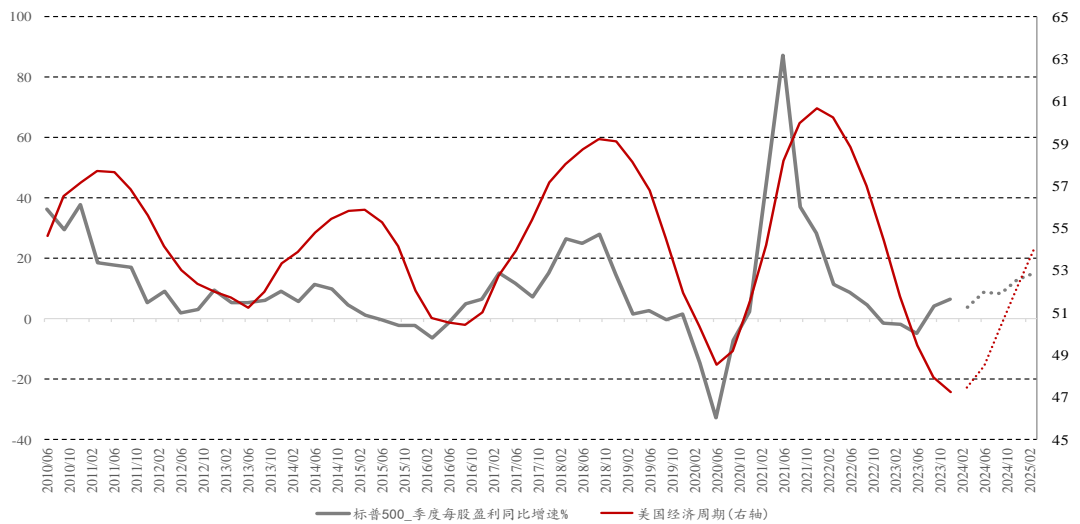
图表 2. 美国经济周期 vs 美国经调整后的企业利润同比变动



资料来源: 万得, 中银证券

标普 500 指数及其一级细分行业净利润增速整体改善,并且分析师一致预期该趋势有望延续。目前,美股正处于披露最新财报数据的过程之中(所涉及的财务信息截止时间为 2023 年 11 月 16 日至 2024 年 2 月 15 日)。彭博的数据显示,标普 500 指数成分股中大部分已经完成财务数据披露(500 家中已经有 450 家披露完毕)。基于此数据构建的标普 500 指数成分股的合计每股净利润(EPS)同比增速由 2023 年 3 季度的 4.07% 进一步上升至 4 季度的 6.48%。彭博统计的分析师一致预期显示,该指标有望在未来一年左右的时间继续上行,并有望于 2025 年 1 季度达到约 15% 的增速,这也同我们对于美国经济周期未来的走势预期是类似的(见图表 3)。从细分行业来看,标普 500 指数的 11 个一级子行业的每股净利润同比增速在 2023 年也都整体显示出有所回暖的态势(见图表 4)。其中,标普 500 指数中权重占比最大的“信息技术”行业(权重为约 30%)每股净利润(EPS)同比增速由 2023 年 3 季度的 13.52% 上升至 4 季度的 22.50%,并且分析师预计 2024 年全年增速有望保持在 15% 左右;权重排名第二的“金融”行业(权重为约 13%)每股净利润(EPS)同比增速则由 2023 年 3 季度的 8.11% 下滑至 4 季度的-4.63%,但分析师预计 2024 年增速有望转正;权重排名第三的“医疗保健”行业(权重为约 13%)每股净利润(EPS)同比增速则由 2023 年 3 季度的-19.06% 回暖至 4 季度的-15.68%,同时分析师预计 2024 年全年增速有望回升至 15% 左右。

图表 3. 美国经济周期 vs 标普 500 指数美股盈利同比增速



资料来源: 彭博, 中银证券 * 虚线为预期值

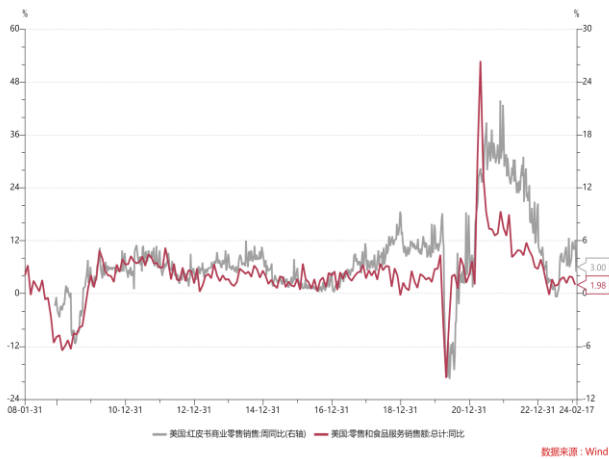
图表 4. 标普 500 指数一级细分行业净利润同比增速变动: 2023 年 1 季度至 2025 年 1 季度



资料来源: 彭博, 中银证券 * 2024 年以及之后的数据为分析师一致预期值

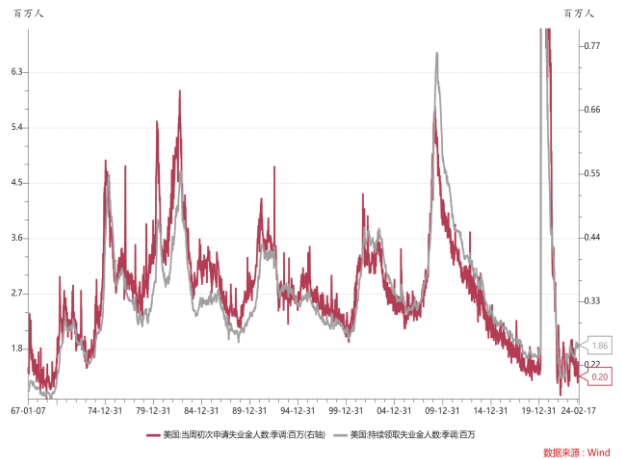
高频数据显示美国经济韧性仍存，经济周期回升或仍在途中。从零售数据来看（见图表 5），尽管 2024 年 1 月美国零售环比增速为-0.8%，低于市场预期，但同比增速仍维持在约 2%。该水平虽然略低于 2011-2019 年的 4.16% 月度平均增速，但仍显著好于 2023 年 4 月-0.28% 的同比增速低点。另一方面，周度的零售数据则显示 2 月的零售同比增速虽有降温，但仍维持在较高水平；从就业数据来看（见图表 6），周频的首次和持续申领失业金人数持续维持在历史较低水平，显示劳动力市场整体依旧强劲；从纽约联储发布的周度经济指数来看（该指数大致领先美国经济周期约 2 个月，见图表 7），该指标近期虽然在持续走高后有所回落，但仍显著高于 2023 年 8 月左右形成的低点，显示美国经济活动并未出现异常陡降。

图表 5. 美国红皮书商业零售周度销售同比 vs 美国零售总额月度同比



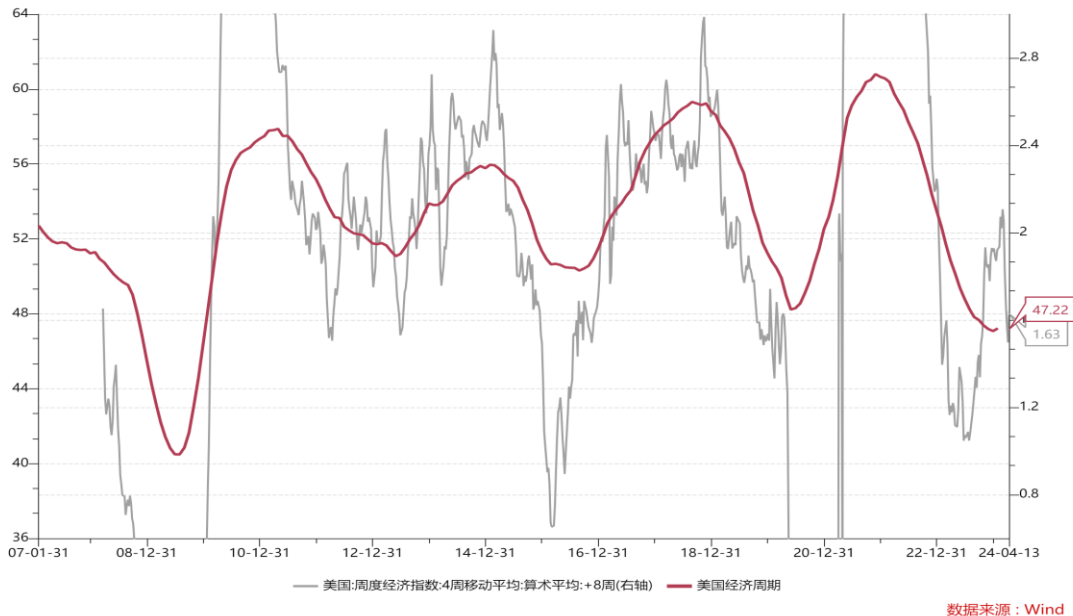
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 美国初次和持续申领失业保险金人数



资料来源：万得，中银证券

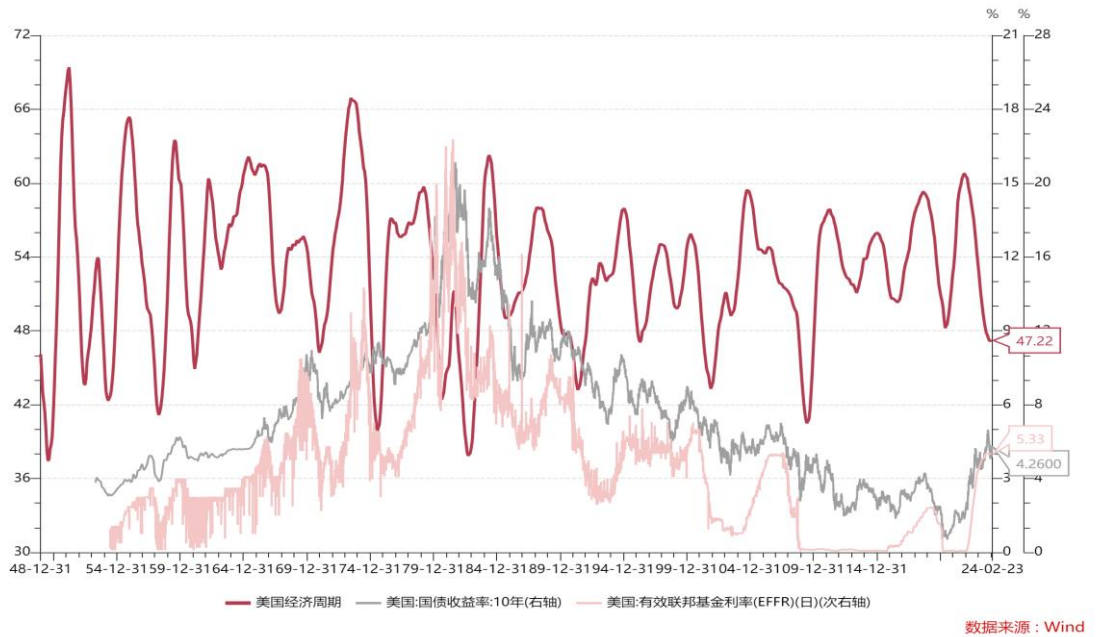
图表 7. 美国经济周期 vs 周度经济活动指数



资料来源：万得，中银证券

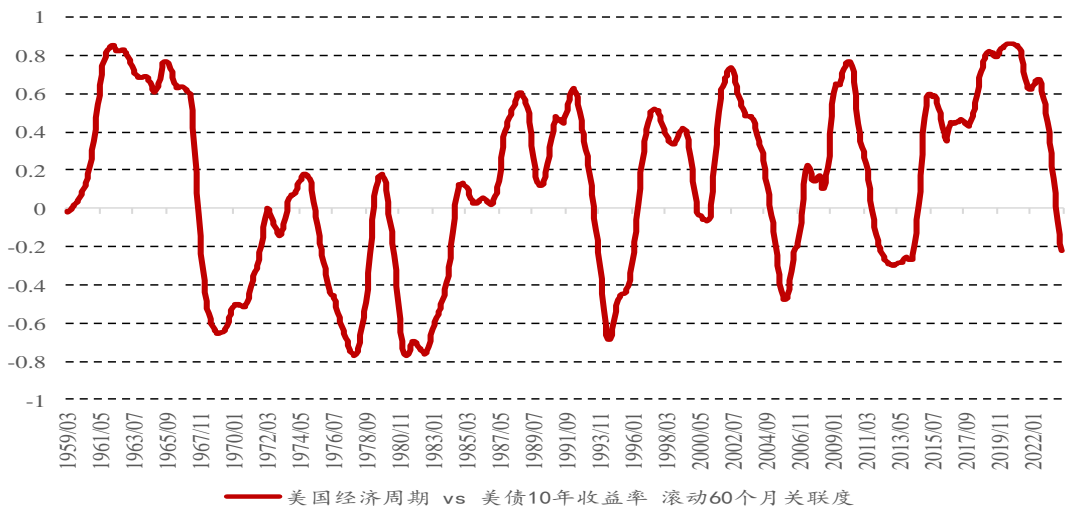
利率水平的回落并不是经济周期上行的必要条件。同前期的历史情况有所区别的是，本轮美国经济周期的回暖伴随着的是美联储政策利率以及中长端国债利率的高企，而不是下降。但是从更长的历史来看，美国经济周期的波动同美国货币政策之间并不总是呈现出“你强我弱”的关系。从二者的趋势变动来看（见图表 8），在二战结束之后至 1980 年代之间，政策利率以及美债中长端收益率的趋势性上行并未导致美国经济周期持续处于下行周期；相反的，1980 年代至 2022 年的政策利率以及美债中长端收益率的趋势性下行也并未导致美国经济周期持续处于上行周期。从二者的变动节奏来看（见图表 9），美国经济周期同美国 10 年期国债收益率的关联度也并不总是显著。从经济逻辑上来看，尽管货币政策当然对经济活动有着非常重要的影响，但是认为经济活动完全由货币政策引导和决定的看法恐怕也有失偏颇。经济周期（企业盈利周期）的变动是众多经济社会因素共同作用的结果，经济周期同这些因素之间的相互关系大概率也不会是一成不变的线性关系。

图表 8. 美国经济周期 vs 美国货币政策以及 10 年期国债利率



资料来源：万得，中银证券

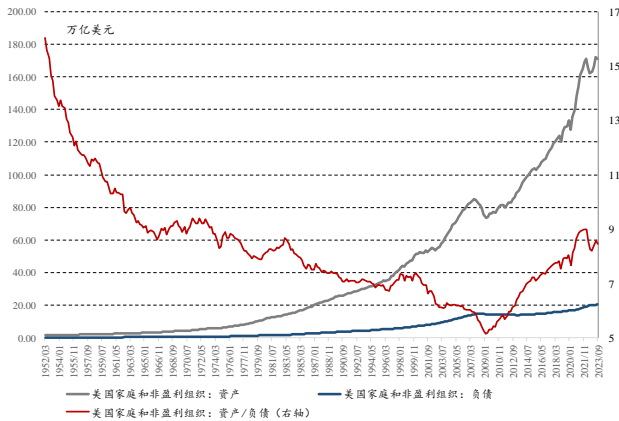
图表 9. 美国经济周期 vs 美债 10 年收益率 滚动 60 个月关联度



资料来源：万得，中银证券

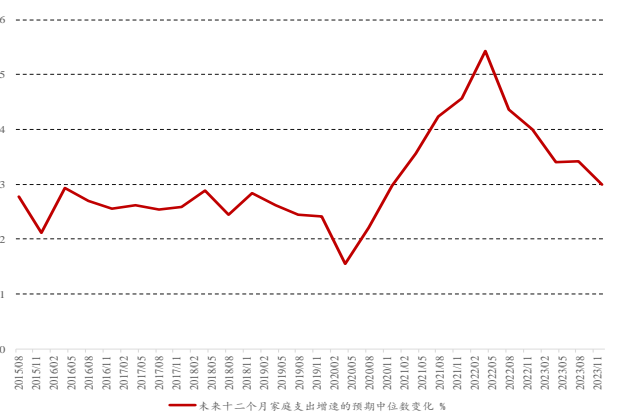
强健的居民资产负债表以及生产效率的提高助推本轮美国经济周期上行，但上行周期被打断的风险仍然存在。作为一个消费驱动的经济体（白宫 2023 年 10 月的报告显示消费支出占美国经济总量的约三分之二），居民户的消费能力和消费意愿对于经济活动以及企业盈利变动至关重要。从居民户的资产负债表来看（见图表 10），疫情后美国居民户的资产增长显著快于负债增长，资产/负债比持续攀升（目前为 8.45 倍），延续了金融危机之后的上升趋势，显示居民户的资产负债表持续改善，消费能力进一步走强。另一方面，纽约联储公布的调查显示（见图表 11），居民户对于未来消费开支增速的预期自 2022 年 4 月触顶后逐渐回落，但 2023 年 12 月 3% 的预期中位数仍持平于疫情前的历史最高水平，显示消费者消费意愿仍然强劲。与此同时，美国劳工部公布的数据显示“部门生产力和成本指数:企业:每小时产量:环比折年率”自 2022 年 1 季度以来持续走高（见图表 12），2023 年 3 季度和 4 季度数据分别为 4.80% 和 3.30%，为 2003 年以来的高位（不考虑金融危机和疫情期间的“异常”数据）。另一方面，彭博数据显示“AI(人工智能)”的新闻热度自 2023 年以来持续攀升（见图表 13），而 ChatGPT 等人工智能的应用也开始提高部分行业工作效率，并为新的科技和社会活动创新提供帮助¹。生产效率的提高或也在一定程度上助推了美国本轮经济周期的上行。不过，美国经济周期本轮的上行也面临不少风险挑战。美联储于 2023 年 10 月发布的“金融稳定报告”指出，市场专业人士认为 2024 年可能影响金融稳定的风险包括：持续的高通胀所可能带来的进一步的紧缩政策、商业/居民地产减值风险、银行挤兑事件再现等金融、信用、财政、地缘政治方面的风险。

图表 10. 美国居民户资产负债表持续改善



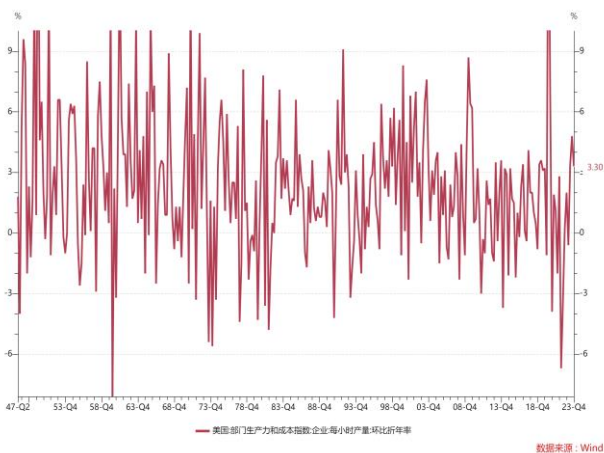
资料来源：美联储，中银证券

图表 11. 美国居民户消费增速预期有所回落，但仍在高位



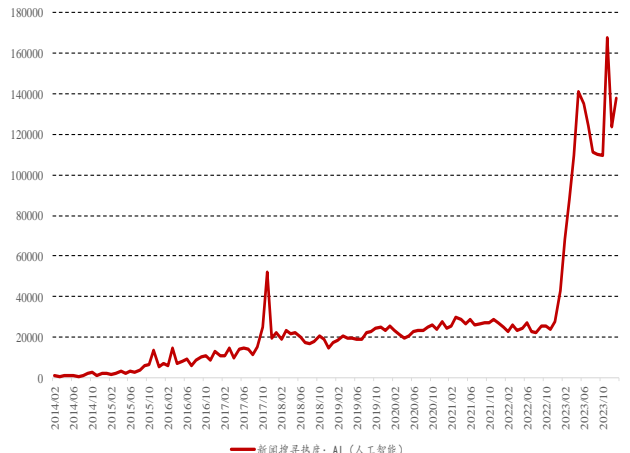
资料来源：纽约联储，中银证券

图表 12. 美国企业每小时产量环比折年率处于 2003 年以来的高位



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 新闻搜寻热度：AI（人工智能）

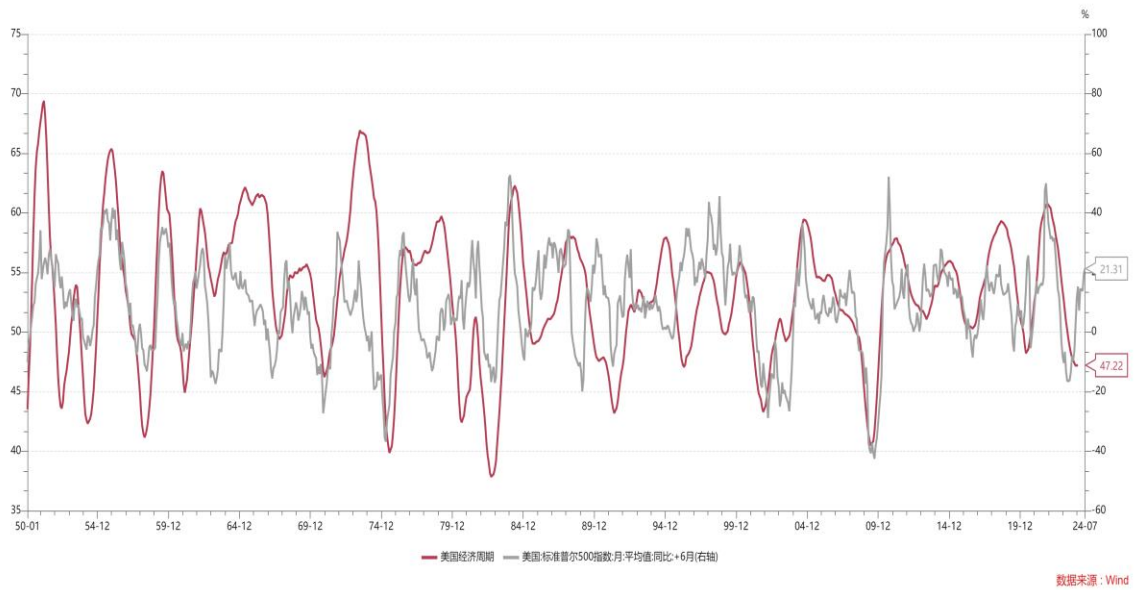


资料来源：彭博，中银证券

¹ 人工智能时代“机器人+”如何影响人们生活？<http://finance.people.com.cn/BIG5/n1/2023/0208/c1004-32620142.html>
 瞭望 | 三问 ChatGPT 如何影响人工智能的未来 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1758340686478421994&wfr=spider&for=pc>

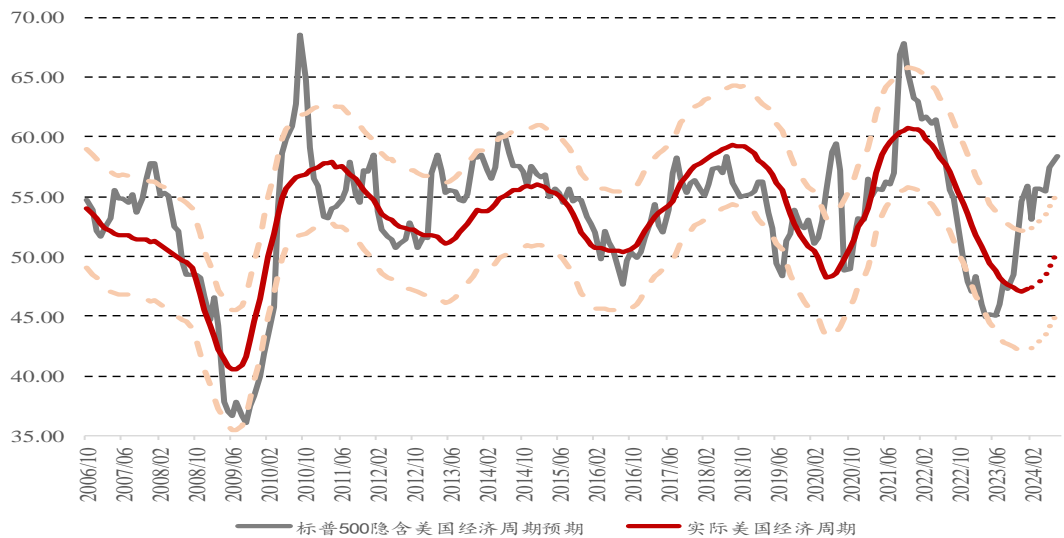
美股对于本轮美国经济周期上行的计价或已经比较充分。历史上来看，美股的同比变动大致领先美国经济周期约半年左右（见图表 14）。基于二者历史关联度的计算显示目前美股对于本轮美国经济周期上行的计价或已经比较充分：标普 500 指数同比变动所隐含的对于美国经济周期的预期已经持续高于实际美国经济周期约一个标准差，并且也持续显著高于我们对于未来美国经济周期走势的预期（见图表 15）。金融危机之后的时期中，（不考虑 2020 年疫情前后的波动）上一次类似的情况出现在 2010 年 8 月至 10 月，之后标普 500 指数的涨势虽然延续至 2011 年 4 月（2010 年 11 月至 2011 年 4 月期间累计上涨约 15%），但之后标普 500 指数经历了接近一年左右的调整才重新开始震荡上行。这段历史经验显示，未来数月美股指数进一步走高的空间或相对有限，并且可能进入一段相对较长的调整时期。

图表 14. 美国经济周期 vs 标普 500 指数同比变动(领先 6 个月)



资料来源：万得，中银证券

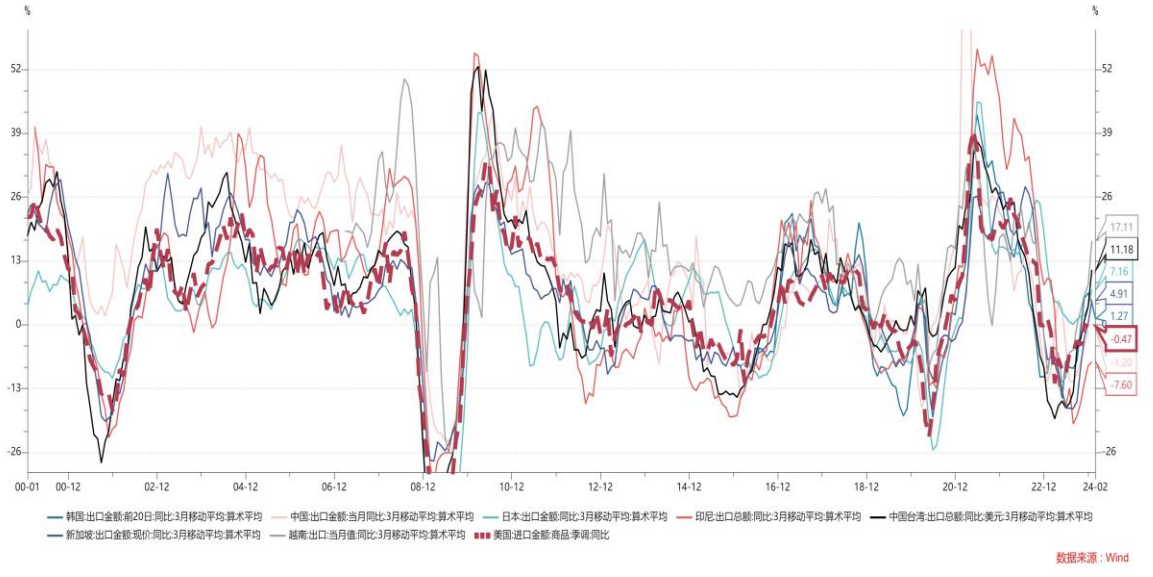
图表 15. 标普 500 指数隐含美国经济周期预期 vs 实际美国经济周期



资料来源：万得，彭博，中银证券

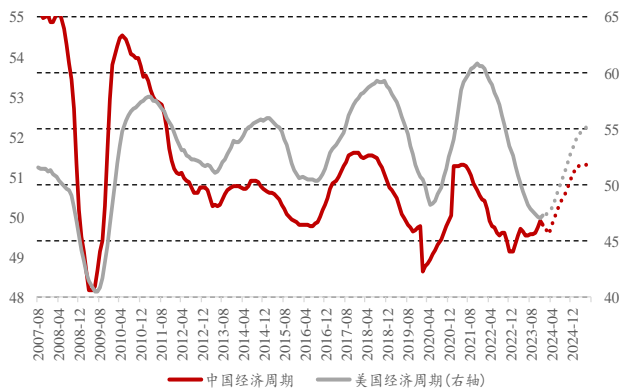
中美经济周期有望共振上行并助推铜油、AH 股等风险资产的回暖美国经济周期上行的趋势若能进一步确认，那么包括中国在内的全球经济周期都有可能受益并携手上行。实际上，美国的商品进口同比增速自 2023 年年中以来已经持续改善，而亚洲出口经济体的出口同比增速也都同步呈现趋势性回升（见图表 16）。与此同时，尽管复苏的强度尚不显著，但中国经济周期也已经从低点持续回升（见图表 17），并且工业企业利润的同比增速也已经有所改善（见图表 18）。基于经济周期和资产价格历史关联度的计算显示，目前铜、油以及 AH 股指数等风险资产对于未来中国经济周期上行的计价都并不充分（见图表 19-22）。中美经济周期可能的共振上行或有助于提高市场风险偏好，并为上述风险资产价格的回升提供一定的基本面支撑。

图表 16. 美国商品进口同比增速 vs 亚洲出口经济体的出口同比增速



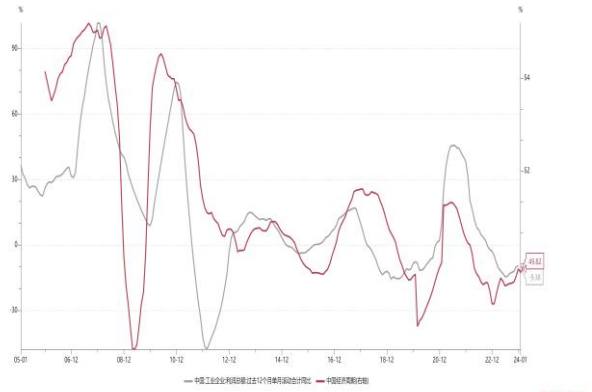
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 中美经济周期：预期 vs 实际走势



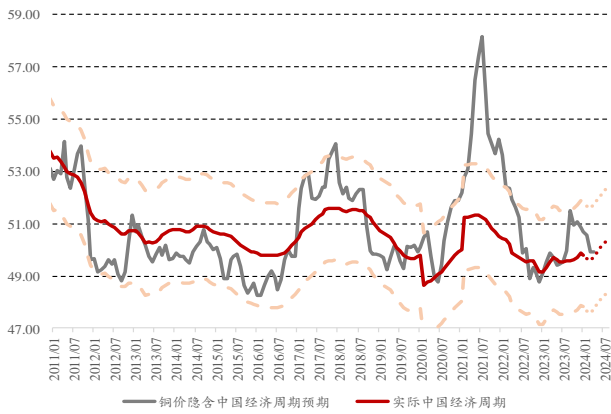
资料来源：彭博，中银证券

图表 18. 中国经济周期 vs 工业企业利润同比变动



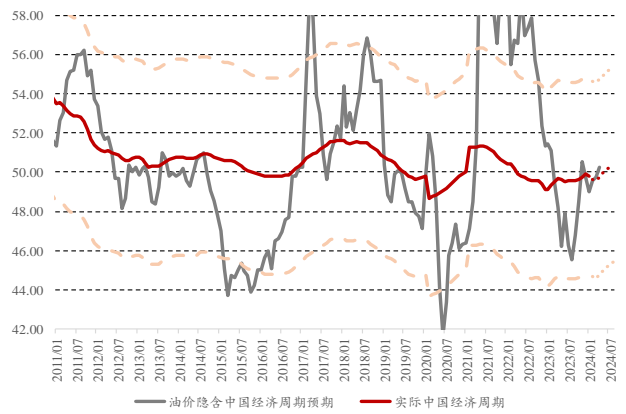
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 铜价隐含中国经济周期预期 vs 实际走势



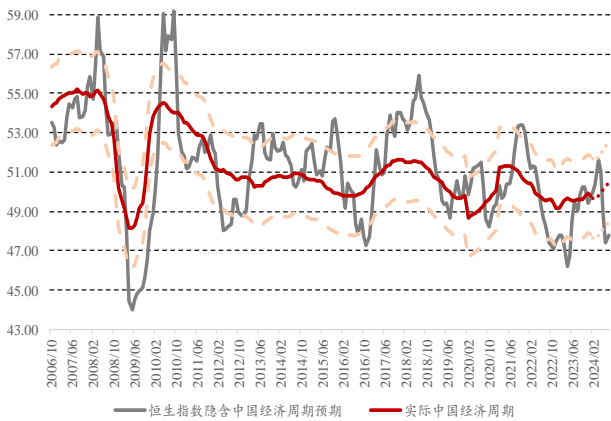
资料来源：彭博，中银证券

图表 20. 油价隐含中国经济周期预期 vs 实际走势



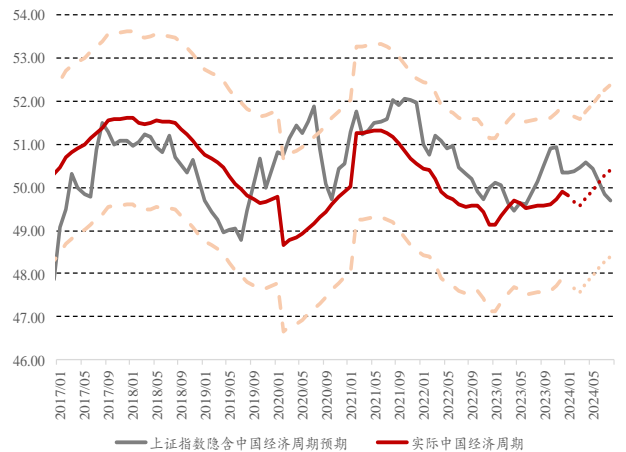
资料来源：彭博，中银证券

图表 21. 恒生指数隐含中国经济周期预期 vs 实际走势



资料来源：彭博，中银证券

图表 22. 上证指数隐含中国经济周期预期 vs 实际走势



资料来源：彭博，中银证券

风险提示：美国经济周期走势偏离预期，美国货币和财政政策超预期收紧，金融风险再次爆发，地缘政治以及黑天鹅事件扰动经济周期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371