

回归基本面之海外篇

证券研究报告

2019 年 03 月 25 日

作者

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

向静姝 联系人
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

近期美债收益率曲线的倒挂（10 年*3 月）引发了市场对美国经济衰退的担忧。我们从经济基本面、通胀、货币政策、美债和美股等几个方面对美国经济和金融市场进行了详细梳理：

美国经济目前所处的阶段可能比美联储和市场预想的更加后周期，未来 1-2 个季度经济数据可能出现快速下滑；

通胀在全年无忧，美联储在 19 年大概率不加息；

经济、通胀数据回落将最终主导美债的牛市；

美股的下跌修复接近尾声，下一阶段的风险将回到业绩基本面

风险提示：财政政策超预期；油价上涨超预期

近期美债收益率曲线的倒挂（10年*3月）引发了市场对美国经济衰退的担忧。我们从经济基本面、通胀、货币政策、美债和美股等几个方面对美国经济和金融市场进行了详细梳理，现将系列报告汇总如下：

1. 美债倒挂意味着什么

“美债收益率曲线的倒挂通常发生在经济扩张期的末期和衰退期的开端，按照历史经验来看，利率倒挂是经济衰退的领先指标。”——《美债收益率倒挂前后的资产表现》2018-8-7

“美债利率发生倒挂后一年内，表现较好的大类资产有：美债、新兴市场货币、非美股票，美元的走势取决于美国以外经济体的表现。”——《加息末端的大类资产表现》2018-12-9

“美债倒挂并非是短期引发全球性股灾的必要条件，权益资产的表现更多取决于经济衰退的扩散性和时点。”——《加息末端的大类资产表现》2018-12-9

“当前全球经济格局类似于1999-2000年，预计美债利率将在2018年底-2019年初发生倒挂。倒挂发生后，美债将迎来趋势性的多头行情，发达经济体的权益市场将会继续下行，新兴经济体的权益市场短期难免受到牵连继续杀跌，但中期机会更大。美元短期因为避险情绪将震荡偏强，中期会逐渐走弱；经济下行过程中，需求将主导大宗商品的定价逻辑；美元、美债收益率走弱和风险事件一定程度上支撑了黄金的底部，但通胀缺席下，黄金也只是中枢震荡。”——《加息末端的大类资产表现》2018-12-9

2. 七个维度看当前美国经济状况

“当前全球经济格局类似于1999-2000年，美国经济大致在18年底-19年初进入后周期，在19年底-20年初步入衰退。”——《美债收益率倒挂前后的资产表现》2018-8-7

“从固定资产投资和消费的领先指标看，2019年美国经济增长将出现回落，结合对周期拐点敏感的库存数据判断，目前美国商业周期的拐点已现端倪。”——《再论美国经济何时见顶》2018-11-9

美国商业周期见顶之后的回落，将不会优雅而缓和，而是激烈且迅速。”——《再论美国经济何时见顶》2018-11-9

“美国经济目前所处的阶段可能比美联储和市场预想的更加后周期，未来1-2个季度经济数据可能出现快速下滑。”——《几个维度看年初以来的美国经济》2019-3-5

2019年，美国Markit制造业PMI从18年9月的59.8快速下滑至19年3月的52.5，库存、产出、投资的拐点已经明确出现，GDP增速进入回落阶段，消费和就业的拐点可能已经出现，需要数据持续确认。

2.1 库存

目前美国处于自1993年以来的第八轮库存周期，上一轮商业周期的制造商库存于14年6月见顶，零售商库存于15年1月见底，GDP增速高点大致发生在零售商库存见底后两个月（15年Q1）。库存周期下行期约15个月，GDP增速和制造商库存于16年6月同步见底。

本轮制造商库存于18年1月开始去库，而零售商库存从18年6月开始累库，因此18年Q3应为本轮商业周期的GDP增速高点。从库存周期角度，预计美国经济增速将于19年Q4触底，触底前增速将快速下行。

2.2 工业产出

工业产出三大指标连续回调，产出的下行拐点基本确立。

产能利用率反映了经济活动中闲置资源的数量，对经济生产的拐点具有很好的领先性。由于制造业相比服务业的周期性更强，因此工业增加值通常被认为是与商业周期最相关的短期指标，能够更灵敏反映所处经济周期的阶段，对于经济拐点的预测具有一定意义。产能利用率和工业增加值同比增速均已从 18 年 Q3-Q4 的高点连续回调，工业产出的拐点已基本确定。

2.3 投资

自 18 年 Q3 美国设备投资增速开始放缓之后，领先指标显示美国投资增速将进一步下滑。ISM 制造业 PMI 新订单指数从 18 年 11 月的 61.8 一度下滑至 2 月的 55.5，耐用品订单（去除掉运输品）同比增速也从夏季 8% 的高点下滑到 1 月的 4.5%。

2.4 房地产

1 月，占全美住房销售九成的成屋销售连续第二个月刷新三年多以来最低纪录，至 494 万户，为 2015 年 11 月以来最低。过去 12 个月，美国成屋销售下跌 8.5%。联储开始降息后，房地产销售回暖。成屋销售领先房地产投资，预计 19 年-20 年新屋开工将企稳回升。

2.5 劳动力市场

劳动力市场的数据略显矛盾。失业率仍在低位，但与失业率完全负相关的劳动力市场紧度（未填补的空缺职位与求职者之比）已经从去年 8 月的高点出现回落。

主动离职率反映了就业者对劳动力市场的信心，目前该指标也从去年 8 月的高点出现回落。

工作小时数的下降也标志着经济周期的下行和失业率的拐点。按照历史经验，拐点过后，失业率会先缓慢抬升 1 年左右，而后加速上升，经济将在失业率加速上升后滑入衰退期。

2.6 消费

本轮美国消费增速的顶点在 18 年 Q3 已经出现。18 年 12 月零售销售环比下滑 1.6%，1 月反弹微弱（环比增长 0.2%），核心消费数据暴跌；密歇根消费者信心指数在 19 年 1-2 月整体下滑；个人消费支出（PCE）实际增速在 18 年 Q4 小幅回落。

2.7 出口

随着其他主要经济体增速放缓，美国出口增速从 18 年 2 季度开始下滑。2019 年上半年，中国和欧日的商业周期仍然向下，美国出口增速大概率会继续沿着全球周期的轨迹下行。如果中美贸易达成实质性即时性利好，一定程度上将减缓美国出口增速下行的斜率。

3. 美债趋势性看多

核心 PCE 的领先指标之一——基础通胀率（UIG）从 18 年 9 月开始趋势向下，领先指标之二——薪资增速和劳动生产率的缺口在 19 年对通胀的拉动作用趋弱。

确立了 18 年 Q3 美国经济和通胀的拐点后，18 年 Q4 我们预计“2019 年美联储‘最多加息 1 次’，停止加息可能发生在 19 年 Q2，而降息最快可能发生在 19 年底-20 年初。”——《加息末端的大类资产表现》2018-12-9

经历了 19 年初联储的货币政策态度转向后，19 年 Q1 我们预计“美联储在 19 年大概率不加息”——《几个维度看年初以来的美国经济》2019-3-5

3 月 20 日 FOMC 会议点阵图显示 2019 年全年联储将不加息。

我们从 18 年 Q4 趋势性看多美债：

“预计美债（2*10）将在 2018 年底-2019 年初发生倒挂，倒挂后美债将迎来趋势性多头

行情。”——《美债收益率倒挂前后的资产表现》2018-8-7

“19 年美国经济、通胀数据回落将最终主导美债的牛市。”——《再论美国经济何时见顶》2018-11-9

“2019 年通缩的风险大于通胀，预计 2019 年美日欧三大央行将从货币紧缩转向宽松，三大经济体的利率债整体超配。”——《从分歧到弥合：2019 海外宏观和大类资产展望》2018-12-19

4. 美股回归基本面

年初以来，全球市场 risk-on 有两个核心原因：一是美联储的货币政策立场转向边际宽松以及各国央行跟进带来了流动性预期改善，二是美国经济整体处于“低通胀高增长、数据将差未差、继续恶化暂时无法证伪”的阶段，因此风险偏好、流动性、基本面均出现了不同程度的预期修复，全球市场迎来“甜蜜期”。

站在 1 季度末尾，随着美联储超预期鸽派全年不加息，欧央行启动第三轮定向长期再融资计划 (LTRO)，货币政策宽松预期基本兑现且短期内空间有限；欧元区、美国、日本 PMI 均超预期下滑，经济基本面共振走弱刚刚开始。

站在当下时点，我们认为

“美股的下跌修复接近尾声：诸多货币政策、事件性的潜在利多预期基本被市场定价，当预期兑现后，风险偏好难以继续上行；下一阶段的风险将回到业绩基本面。以当前 2750 的标普 500 点位计算，美股到年末大致有 -13%~ -23% 的下跌空间。”——《美股：回光返照后重新选择方向》，2019-3-12

4.1 EPS 预期过于乐观

2019 年美股 EPS 可能是负增长

美国经济的加速放缓会显著影响企业的盈利。历史上看，美股业绩单边下行期大概 6-7 个季度，去年 3 季度确认本轮周期 EPS 增速高点，根据推算，EPS 增速的底部大概出现在 2020 年中。美国制造业 PMI 低于 50 时，按照历史规律美股 EPS 增速大概率为负增长，因此目前市场 EPS 预期有大幅向下修正的可能。

海外经济拖累美股业绩

受海外经济拖累，美国贸易出口同比增速从 18 年中的 5.7% 下滑到 18 年底的 0%。标普 500 中 44% 的收入来自于海外，全球 PMI 的持续下滑意味着 19 年海外经济将继续拖累 19 年美国企业的业绩（销售收入和利润）。

4.2 估值难以继续扩张

19 年以来的美股上涨主要源于估值的扩张，指数反弹（+17%）基本由估值扩张贡献（TTM PE +17%），EPS 贡献为 0。

货币政策转向已被充分计价

利率期货市场显示市场预期 2019 年联储不加息，且降息一次概率达到 47%。3 月下旬的 FOMC 会议确认了联储全年不加息的利率政策，短期内联储进一步宽松空间减弱，宽松预期已经被充分定价。

基本面恶化后，货币宽松也会估值收缩

每一轮周期加息末端，货币政策转向初期，经济和股票业绩还没有恶化，这时 EPS 和 PE 可以同步扩张。但当经济开始加速下行，业绩增速转负后，市场更关心基本面的恶化，即使货币宽松，PE 估值往往也会收缩。

市场情绪还有降温的可能

年初以来，风险性事件的市场情绪几乎都在【偏乐观】的一端，VIX自去年圣诞节后一路下滑回到~15水平。如果风险事件如市场预期演变，则利好兑现；若与预期有出入，则市场情绪将反转。从事件的时间进度上看，一系列潜在利多预期将在3月底之后进入兑现期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13515

