

美股真正的调整期

近期，受美联储缩减购债预期增强以及债务上限影响，美股出现较大幅度调整，但是从历史经验来看，美股可能未到真正的调整期。美股真正的调整期是在经济衰退之际、产出缺口即将向下的时候。产出缺口下降，意味着产出增速低于潜在产出增速，经济进入收缩状态，企业 ROE 也将开始下降。如果只是产出增速下降，且高于潜在产出增速，此时经济仍是扩张的，产出缺口会继续扩大。此时，虽然企业盈利增速下滑，但增速仍较高，ROE 继续上升，股价增速会下降，不过仍是正增长。只有当产出增速低于潜在产出增速时，利润增速低于某个门槛，ROE 即将下降时，股价增速才会低于 0，股价才开始下跌。

股价调整的时机还反映到利率上。产出缺口转正之际，货币政策往往开始收紧，利率上行一段时间之后，对经济的抑制也会增强。资本边际报酬递减，叠加融资成本上升，经济周期向下，产出增速下滑并低于潜在产出增速。从经验上看，利率达到峰值附近，股价开始进入真正的调整期。

那么美股什么时候进入真正的调整期？也就是说，什么时候美国经济开始收缩，产出缺口、美债利率向下？虽然美国 ISM 制造业 PMI、Market 制造业 PMI 分别从 4 月、8 月开始下滑，但仍是比较高的，经济增速高于潜在经济增速，经济仍在扩张，负的产出缺口继续收窄，预计 2021 年末产出缺口转为正。经济周期是非对称的，产出缺口为负、上升的时间比较长，而产出缺口转正后，马上就可能下降从而转负，这就是弗里德曼提出的摆动模式（Plucking Model）经济周期。疫苗广泛施打下，新冠肺炎流感化，美国经济仍在复苏中，负的产出缺口继续收窄。2021 年末产出缺口转正之后，可能会经过短期扩张，产出缺口就会掉头下降。这次经济危机没有市场出清，企业也没有去杠杆，未来企业加杠杆的空间可能不会很大，美国或许不会像前几次那样开启大规模的朱格拉周期。与此同时，企业债务规模比较大，企业在低利率环境下大量借债，融资成本的上升会增加企业债务负担，加快经济的衰退。这一次产出缺口转正之后，再次下降的速度可能快于以往经济周期。

疫苗广泛接种下，疫情影响钝化，美国产出缺口和利率会继续上升，美股也会继续上涨。利率上升对股价的压力不必担心，需求冲击下，利率和股票收益率是正相关的，2000 年以来总是如此。然后在长期自然利率约束下，产出缺口、利率掉头向下的速度可能快于以往经济周期，此时美股将面临较大的下行压力。不过，如果美国持续发起好几轮基建以及进行预防性降息，经济周期会被拉长，产出缺口向下的进程会被打断，美股也会被拉上去，就如 2019 年。

以上是从经济周期角度来分析的，侧重美股的波动。忽略波动，长期以来美股趋势性上涨一直让人困惑。实际上，这是因为整体经济垄断能力的增强。垄断能力来自两方面，一是新经济的天然垄断性，二是传统经济的市场集中度提升。垄断能力的增强不仅保障了经济增速下滑时企业资本回报率的平稳，还使风险调整后的贴现率低于资本回报率。后者意味着，在资本产出弹性不变情况下，利率和经济增速会背离，利率下降快于经济增速下滑，同时，合理的 PE 会不断上升，不存在均值回归。疫情使经济更加垄断化、轻资产化，1980 年以来的 PE 上升趋势或许会保持下去。

所以，从中短期的经济周期来看，在产出缺口向下时，美股具有较大的调整压力。从长期的经济结构来看，美股具有源源不断的动力。

● 风险提示：疫情超预期；货币政策超预期

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：股票久期风险溢价之谜

2021-09-15

投资周报：股市板块轮动的久期视角

2020-12-13

投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价

2020-9-27

目 录

1、 美股真正的调整期.....	3
------------------	---

图表目录

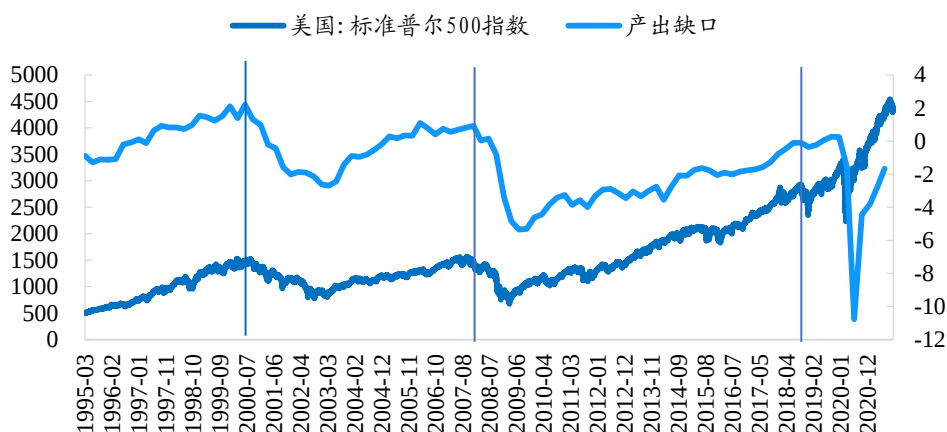
图 1: 产出缺口和股价的关系	3
图 2: 利率和股价的关系	4
图 3: 两次危机之影子利率比较.....	4
图 4: 以前产出缺口快转正时加息	5
图 5: 长期自然利率、短期自然利率与货币政策利率	6
图 6: 市盈率上升具有经济基础.....	6

1、 美股真正的调整期

近期,受美联储缩减购债预期增强以及债务上限影响,美股出现较大幅度调整,但是从历史经验来看,美股可能未到真正的调整期。美股真正的调整期是在经济衰退之际、产出缺口即将向下的时候,比如 1990 年、2000 年、2007 年。2018 年美国已经处于经济周期末端了,美股波动加大。2019 年美联储预防性降息,拉长了经济周期。但经济周期毕竟难以避免,即使没有疫情,美国产出缺口下降也会很快到来。

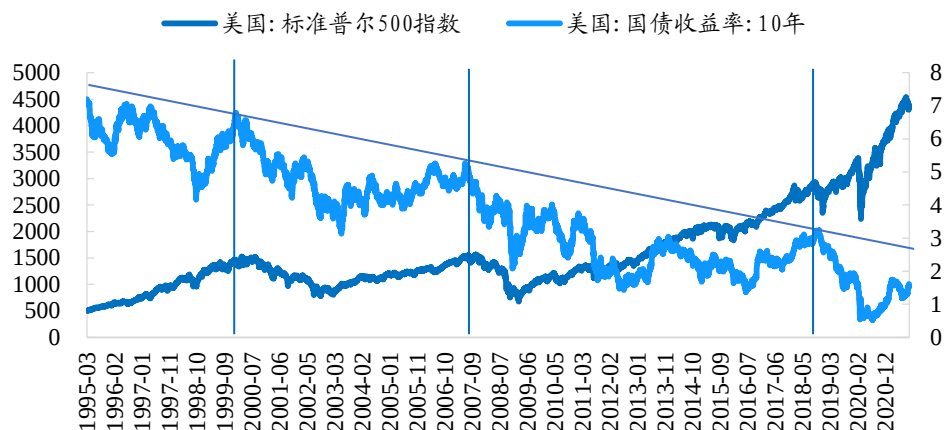
产出缺口下降,意味着产出增速低于潜在产出增速,经济进入收缩状态,企业 ROE 也将开始下降。如果只是产出增速下降,且高于潜在产出增速,此时经济仍是扩张的,产出缺口会继续扩大。此时,虽然企业盈利增速下滑,但增速仍较高,ROE 继续上升,股价增速会下降,不过仍是正增长。只有当产出增速低于潜在产出增速时,利润增速低于某个门槛,ROE 即将下降时,股价增速才会低于 0,股价才开始下跌。

图1: 产出缺口和股价的关系



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

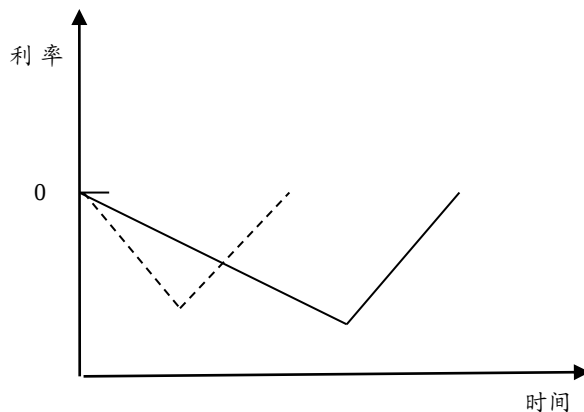
股价调整的时机还反映到利率上。产出缺口转正之际,货币政策往往开始收紧,利率上行一段时间之后,对经济的抑制也会增强。资本边际报酬递减,叠加融资成本上升,经济周期向下,产出增速下滑并低于潜在产出增速。从经验上看,利率达到峰值附近,股价开始进入真正的调整期。

图2： 利率和股价的关系

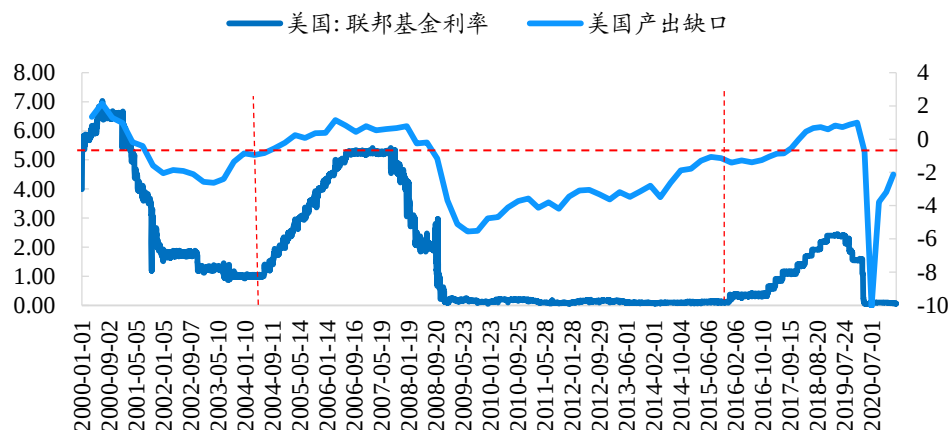
资料来源：Wind，新时代证券研究所

那么美股什么时候进入真正的调整期？也就是说，什么时候美国经济开始收缩，产出缺口、美债利率向下？

虽然美国 ISM 制造业 PMI、Market 制造业 PMI 分别从 4 月、8 月开始下滑，但仍是比较高的，经济增速高于潜在经济增速，经济仍在扩张，负的产出缺口继续收窄，预计 2021 年末产出缺口转为正。这轮货币政策正常化进程既快于次贷危机后，也慢于次贷危机后。快于次贷危机后是说，疫情后的货币宽松还没达到次贷危机后的最大程度，影子利率就开始上升。慢于次贷危机后是说，次贷危机后的产出缺口达到目前这个阶段货币政策已经开始加息，而目前仅仅是讨论缩减购债。当然，这不是说本轮货币政策正常化进程偏慢或者偏快，因为每次危机下自然利率的变化路径是不同的，合理的货币政策利率走势也不应是同一个路线。

图3： 两次危机之影子利率比较

资料来源：新时代证券研究所；注：实线是次贷危机后的影子利率，虚线是疫情后的影子利率。

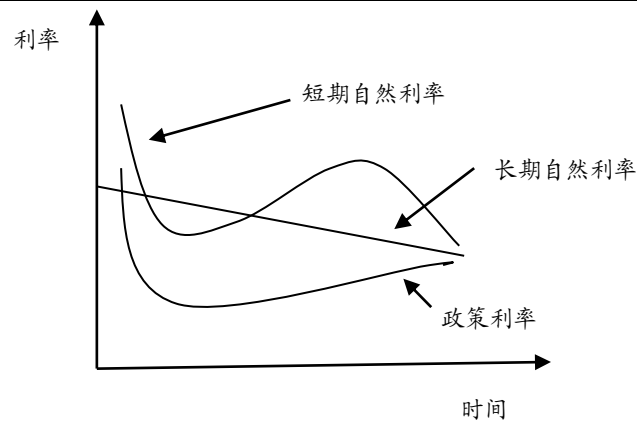
图4： 以前产出缺口快转正时加息

资料来源：Wind，新时代证券研究所

经济周期是非对称的，产出缺口为负、上升的时间比较长，而产出缺口转正后，马上就可能下降从而转负，这就是弗里德曼提出的摆动模式（Plucking Model）经济周期。疫苗广泛施打下，新冠肺炎流感化，美国经济仍在复苏中，负的产出缺口继续收窄。2021 年末产出缺口转正之后，可能会经过短期扩张，产出缺口就会掉头下降。这次经济危机没有市场出清，企业也没有去杠杆，未来企业加杠杆的空间可能不会很大，美国或许不会像前几次那样开启大规模的朱格拉周期。与此同时，企业债务规模比较大，企业在低利率环境下大量借债，融资成本的上升会增加企业债务负担，加快经济的衰退。这一次产出缺口转正之后，再次下降的速度可能快于以往经济周期。

有必要区分短期自然利率、长期自然利率。疫情会导致美国长期自然利率的下滑，而短期自然利率则受到疫情节奏、财政刺激的影响，会先上升后下降。目前来看，疫情影响钝化，短期自然利率还会上升。美国新一轮基建计划大概率仍会出台，只是规模和时间问题。债务上限上调应该没问题，2021 年末这个问题会得到解决，加上美联储准备缩减购债，短期自然利率会进一步上升，债券利率仍将继续上升一段时间。此后，短期自然利率可能会很快向长期自然利率收敛，同时也很难回到疫情前中枢水平。利率是车，美联储不是司机是乘客，受自然利率拖累，货币政策利率也无法回到疫情前。

疫苗广泛接种下，疫情影响钝化，美国产出缺口和利率会继续上升，美股也会继续上涨。利率上升对股价的压力不必担心，需求冲击下，利率和股票收益率是正相关的，2000 年以来总是如此。然后在长期自然利率约束下，产出缺口、利率掉头向下的速度可能快于以往经济周期，此时美股将面临较大的下行压力。不过，如果美国持续发起好几轮基建以及进行预防性降息，经济周期会被拉长，产出缺口向下的进程会被打断，美股也会被拉上去，就如 2019 年。

图5： 长期自然利率、短期自然利率与货币政策利率

资料来源：新时代证券研究所

以上是从经济周期角度来分析的，侧重美股的波动。忽略波动，长期以来美股趋势性上涨一直让人困惑。实际上，这是因为整体经济垄断能力的增强。垄断能力来自两方面，一是新经济的天然垄断性，二是传统经济的市场集中度提升。垄断能力的增强不仅保障了经济增速下滑时企业资本回报率的平稳，还使风险调整后的贴现率低于资本回报率。后者意味着，在资本产出弹性不变情况下，利率和经济增速会背离，利率下降快于经济增速下滑，同时，合理的 PE 会不断上升，不存在均值回归。疫情使经济更加垄断化、轻资产化，1980 年以来的 PE 上升趋势或许会保持下去。

所以，从中短期的经济周期来看，在产出缺口向下时，美股具有较大的调整压力。从长期的经济结构来看，美股具有源源不断的动力。

图6： 市盈率上升具有经济基础

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_27493

