

2020 年美股投资展望

证券研究报告

2020 年 01 月 31 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

我们认为 2020 年上半年，美股主要面临业绩回调的风险，下半年业绩压力相对减轻，但受美国大选影响，估值波动可能加大。全年来看，无风险利率和通胀压力的上行风险较小，降低了静态估值中枢大幅下跌的可能性，但受美国和全球政治不确定性以及美元流动性等尾部风险的影响，估值存在波动向下的可能。整体而言，2020 年美股 EPS 存在低于预期的可能，行业基本面景气度表现分化，PE 可能有较大波动，风格上会偏向防御，抱团基本面较确定的权重股。

风险提示：美国经济超预期回升；美联储紧缩超预期



1. 业绩：上半年维持弱势，下半年回暖具有不确定性

2019 年，根据 FactSet 数据，标普 500 Q1/Q2/Q3 EPS 同比增速分别为 -0.4%/-0.4%/-2.2%，而最新的分析师预测 Q4 EPS 增速也将回落到负区间。若最终公布业绩维持当前的预测，相比于年初市场预测的 7.5%，全年美股 EPS 会落入我们预测的【-5%，0%】区间。

对于 2020 年，市场仍有高达 9.5% 的盈利增速预期。我们乐观预期标普 500 销售增速 4.5%，盈利增速前低后高，全年 5.9%~6.3%。

图 1：标普 500 EPS 大多数情况下都在下调（%）

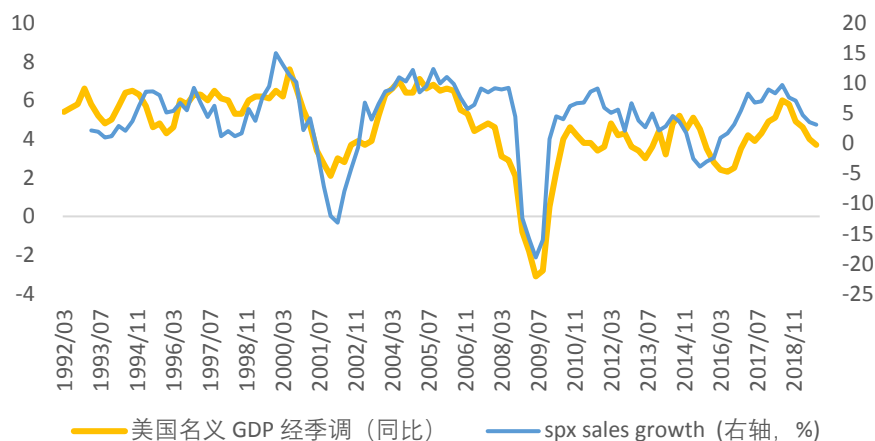


资料来源：Yardeni，天风证券研究所

1.1. 销售收入

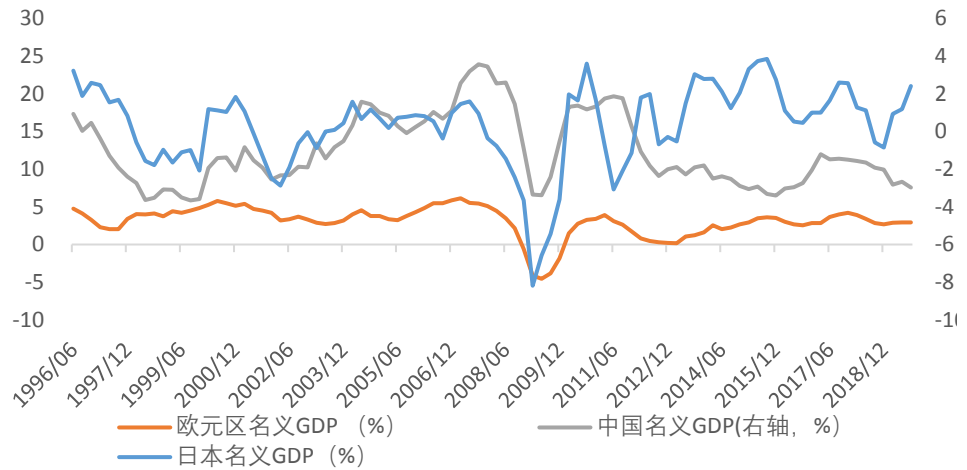
美国名义 GDP 增速从 2018 年的 5.5% 回落至 2019 年 Q3 的 3.7%，中国从 2018 年的 9.7% 回落到 7.6%，欧元区从 3.6% 回落到 2.9%，日本则从 0.7% 回升到 2.4%。海外营收占标普 500 企业总营收的 44%，受美国经济高位回落和全球经济疲软的拖累，标普 500 销售增速从 18Q4 的 7.1% 回落至 19Q3 的 3.1%。

图 2：美国名义 GDP 增速 VS SPX 销售增速（%）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 3：其他主要国家名义 GDP 增速（%）



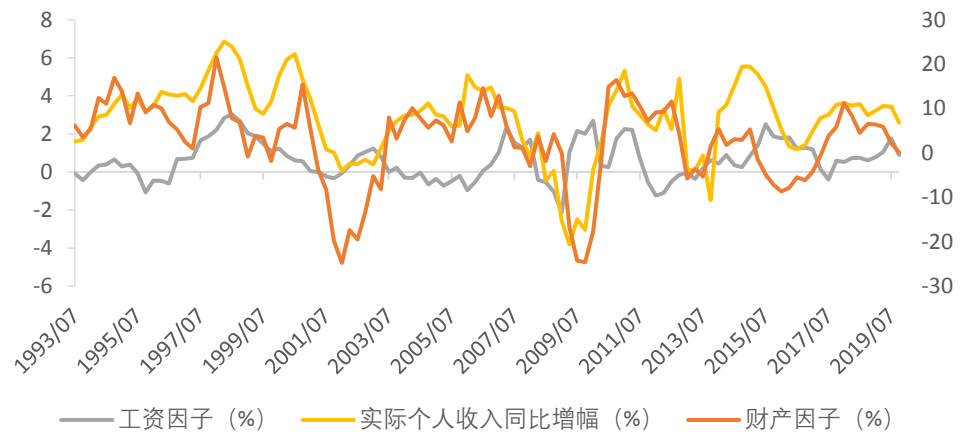
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

1.1.1. 美国经济对美股营收的影响

2020年, 美国经济面临2019年Q1的高基数(库存、财政和净出口), 上半年实际GDP增速预计进一步放缓至1.5%左右, 预计全年实际GDP增速1.8%。考虑到通胀可能回升0.5%至2.3%, 中性预期下名义GDP增速4.1%, 较今年回升0.1%。

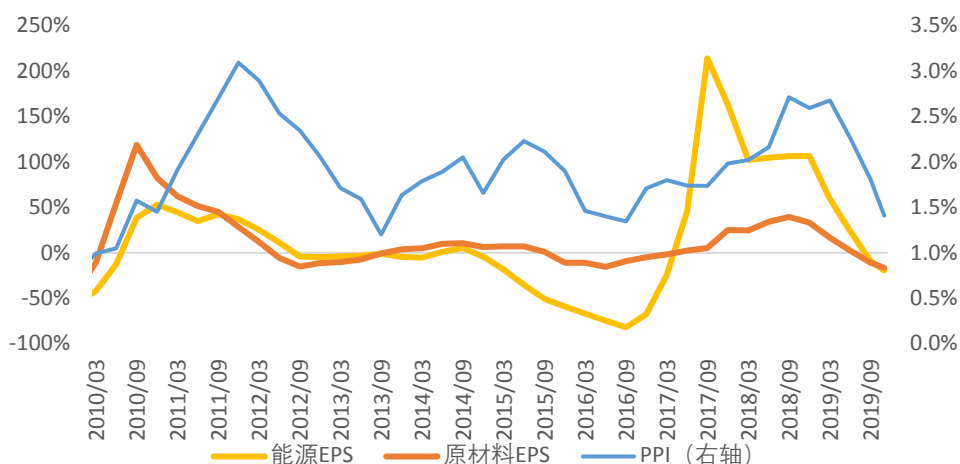
结构上, 2020年上半年, 受益于降息扩表带来的宽松流动性和低基数, 投资同比可能企稳; 但实际消费可能在滞胀背景下因为工资收入和财产性收入回落降速(《怎么看美国消费》)。板块上, 上游行业如能源、原材料和必需消费品受益于大宗商品反弹和通胀上升, 海外收入占比较高的信息技术和医疗保健的业绩具有弹性。

图 4: 今年实际收入下行主导消费增速回落 (%)



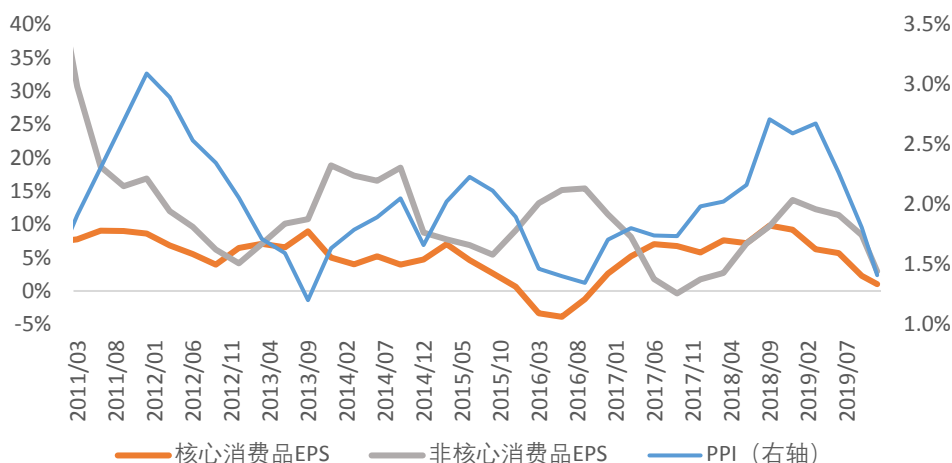
资料来源: FRED, 天风证券研究所

图 5: 能源和原材料板块 EPS 和大宗商品价格相关



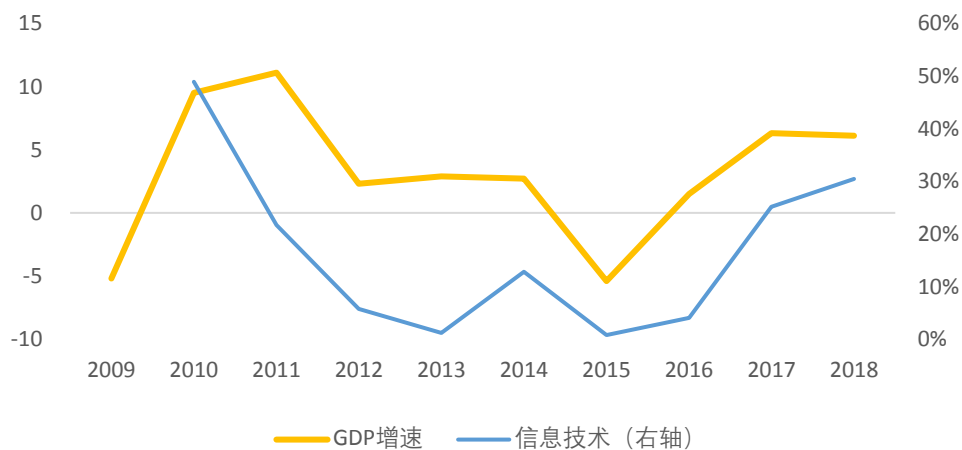
资料来源: FRED, 天风证券研究所

图 6: 核心消费品受益于通胀反弹, 非核心消费品则相反



资料来源: FRED, 天风证券研究所

图 7: 全球名义 GDP 增速影响标普信息技术 EPS 同比增速 (%)



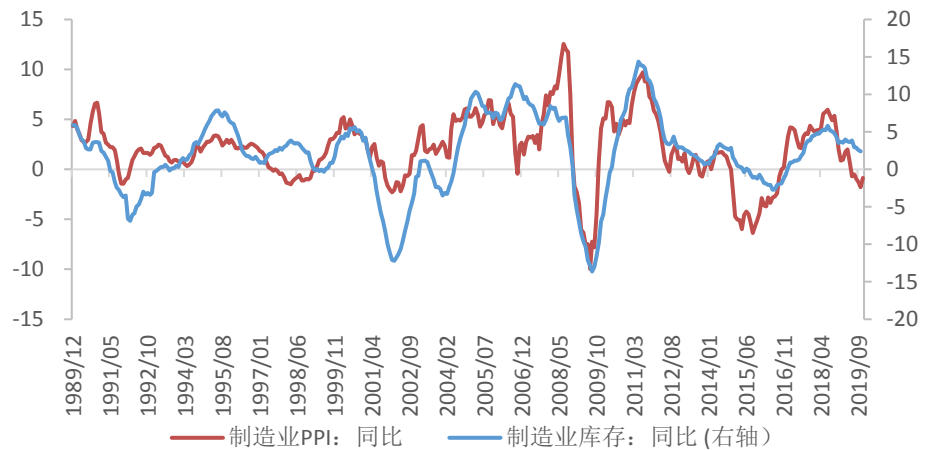
资料来源: WorldBank, 天风证券研究所

1.1.2. 美国制造业的行业景气度状况

美国制造业按照产出的出货金额排序是非耐用消费品、汽车及零部件、建材、耐用消费品、信息技术、国防和飞机。

具体而言，我们用库存和价格来判断细分行业的景气度状态。价格上涨/库存回补意味着景气度上升，价格下跌/库存去化意味着景气度下降，目前美国制造业整体呈现主动去库存/景气度下降的状态。

图 8：美国制造业整体呈现主动去库状态（%）

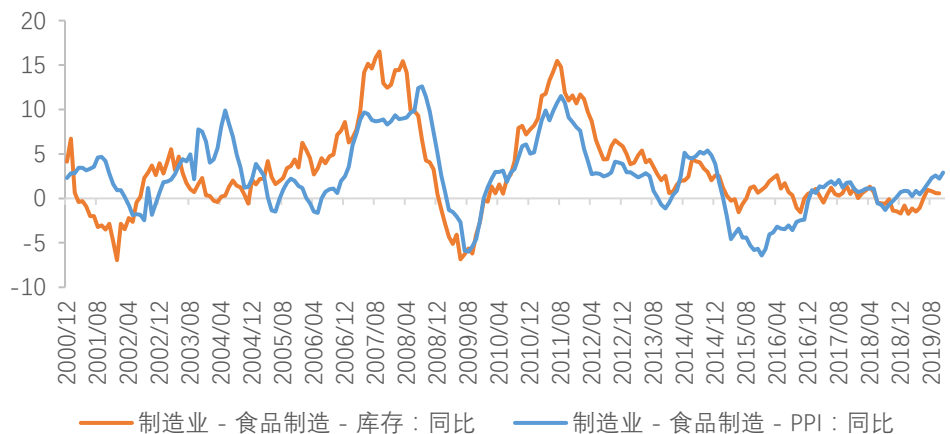


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

1) 主动补库/景气度上升的行业

食品制造业主动补库存，行业景气度处于上升阶段。高景气度可能来自去年以来的食品价格上涨，除猪肉外，包括白糖、谷物、咖啡等农产品价格上涨明显。

图 9：食品制造业量价齐升，景气周期处于上升通道（%）

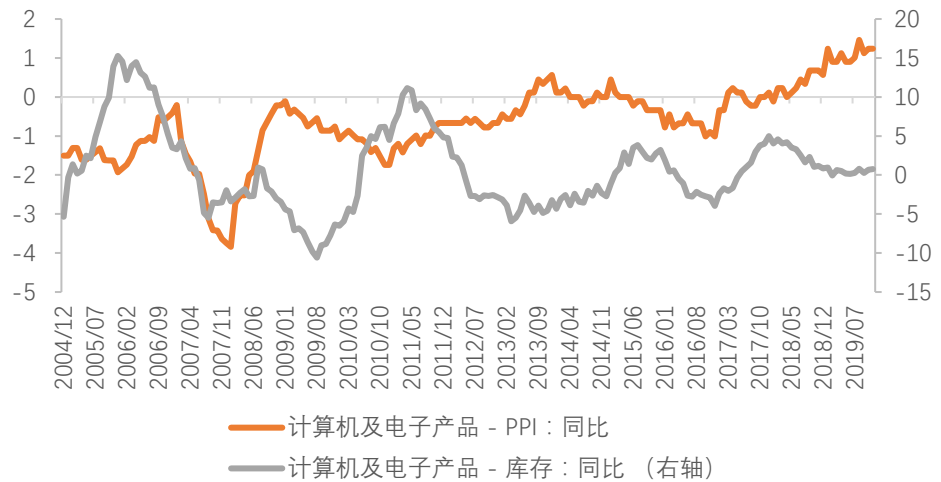


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

2) 被动去库/景气度反转回升的行业

计算机及电子产品行业即将景气反转。行业自 2018 年 2 月开始去库，下行超过 22 个月，考虑到以往行业下行期大致为 18~24 个月，当前库存同比企稳，行业 PPI 自 2018 年 5 月后持续回升，后续转为补库后景气度有望上升。代表半导体龙头股表现的费城半导体指数自 18 年年底触底以来一直呈现强势上行态势，带动整个计算机及电子产品行业景气度向上。

图 10：计算机及电子产品处于被动去库（%）

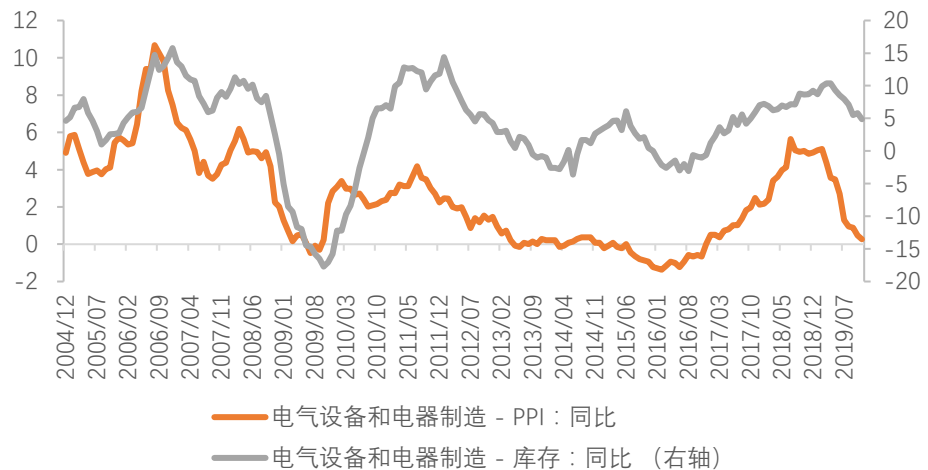


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

3) 主动去库/景气度下降的行业

部分制造业主动去库存开始不久，景气度还将继续下行，包括电气设备、电器和组件、化工产品、纸制品、纺织业等。

图 11：电气设备、电器和组件制造仍在主动去库（%）



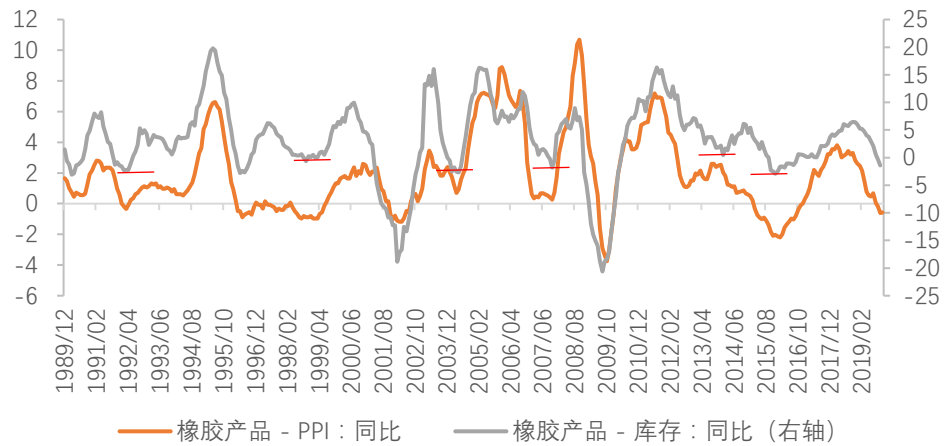
资料来源：FRED，天风证券研究所

电气设备、电器和组件主要包含照明设备、家用电器和电气设备组件（比如发电机）等，细分行业应分属房地产后周期产业链。美国新屋和成屋的销售增速基本均在 18 年末见底、19 年回升，历史上看，美国房屋销售领先电气设备、电器和组件制造的价格约 1 年左右，因此 2020 年行业可能从主动去库存进入被动去库存和主动补库存。

即将触底的行业，主要是主动去库存处于相对后期的行业，包括橡胶及塑料制品、机械设备、金属加工、初级金属等。

橡胶及塑料制品本轮去库从 2018 年 9 月开始，至今持续 14 个月，与以往去库时长相仿，当前库存同比 -1.4%，大致处于除全球经济衰退（2000、2008）外的经验底部。下游需求中接近 7 成为轮胎，因此受汽车行业景气度的影响较大。欧洲新排放标准（2018.10 月 WLTP）、中国汽车税收优惠政策到期以及贸易争端等问题导致过去一年全球汽车行业产出下滑，但在基数效应下负面影响将在 2020 年逐渐消退，中国和欧元区汽车产业链景气度自 2019 年底开始有好转迹象。

图 12：橡胶产品行业库存可能已到经验底部（%）

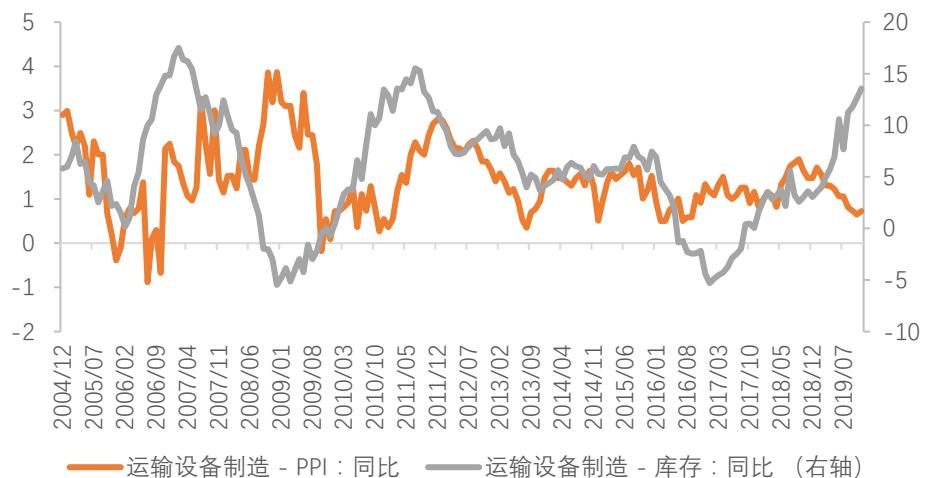


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

建筑机械、农用机械和工业机械分别占**机械制品**库存的 7.9%、5.8%和 12.0%。建筑机械主要受美国房地产市场回落的滞后影响，农用机械受到贸易摩擦对美国农业生产的影响，工业机械跟随制造业景气周期下滑，但贸易摩擦前置了企业去库存的行为，自 2019Q4 起转为补库。2019 年以来的房地产销售回暖将带动建筑机械滞后性补库，和 2020 年的贸易摩擦阶段性缓和也会提升农业生产和工业生产的景气度，机械设备制造可能在 2020 年景气度开始回升。

4) 被动补库存的行业

图 13: 运输设备制造业被动补库存 (%)



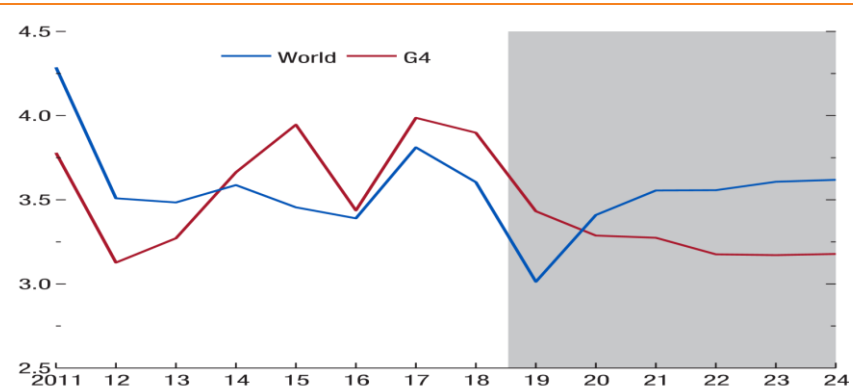
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

运输设备制造的库存同比达 13.6%，处于历史较高水位，主要受去年 3 月的空难导致波音 737MAX 机型停飞的影响，由于对复飞时间判断失误，波音公司今年 1 月才决定停止生产该机型。预计运输设备制造业未来将处于主动去库存阶段。

1.1.3. 美国以外经济体表现对美股营收的影响

2020 年，由于中国政府的财政发力和中国人民银行维持较宽松的货币条件，中国经济从 2019 年 4 季度开始出现阶段性企稳的迹象，但中国政府在 2020 年扩张财政的能力受限于财政收入增速的下滑，对于经济仅是下行过程中的托底企稳。1 月 20 日 IMF 发布《2020 展望报告》预计 2020 年全球实际经济增长 3.3%，较 2019 年回升约 0.3%，其中发达市场经济增速与今年持平，欧元区经济增速回升 0.2%至 1.4%，日本从 0.9%回落至 0.5%，新兴市场略微反弹，中国从 6.1%小幅回落至 6.0%。

图 14: IMF 预测全球和 G4 经济增长 (%)



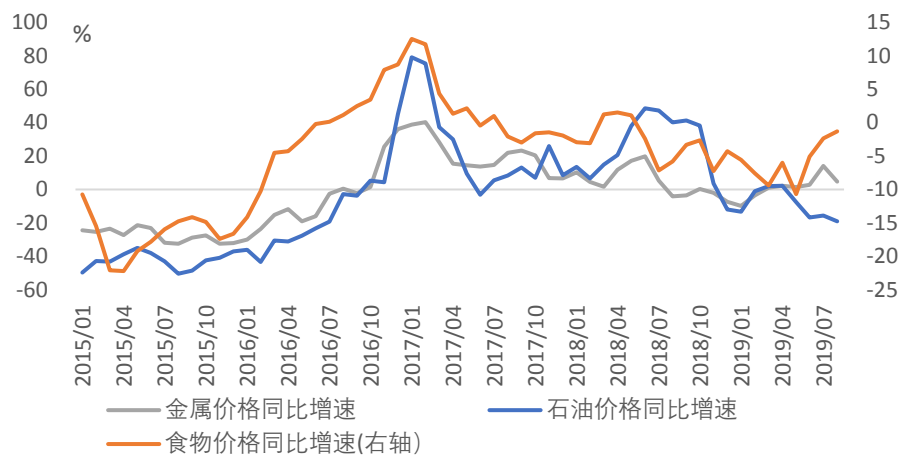
Source: IMF staff estimates.

Note: G4 = China, euro area, Japan, United States.

资料来源: IMF, 天风证券研究所

由于销售收入与名义增速相关,所以我们还要考虑价格因素对标普营收的影响。对比 2016-2017 年全球大宗商品价格从 2015 年的谷底大幅反弹,2020 年全球通胀的回升幅度相对有限,根据 IMF, 欧元区和日本的 CPI 将分别回升 0.2%和 0.3%, 名义 GDP 将分别回升 0.4%和下滑 0.1%。根据我们的测算,2020 年中国的名义 GDP 增速将从 2019 年的 7.8%回升至 8.0%左右。

图 15: 2020 年工业品的回升幅度弱于 2016-17 年 (%)



资料来源: IMF, 天风证券研究所

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_7488

