

后周期美股表现三段论

证券研究报告

2022 年 06 月 06 日

作者

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

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

当前美股已经经历了美债长端利率上升压缩估值的第一阶段，正处于业绩增速明显回落、业绩主跌的第二阶段。我们判断本次经济出现深度衰退的概率较小，因此业绩深度衰退的可能性较小，预计市场情绪将先于业绩增速见底，类似 1988、1995、2018 年。

到年底，我们的基准假设是美债长端利率回落至 2.5%，ERP 略微回升至 2.3%，对应 20.8X 估值，全年 EPS 增速为 0，我们预测标普 500 年末在 4000 点左右。悲观假设下，全年 EPS 增速-10%，联储可能加大力度宽松，美债回落至 2.1%，ERP 回升至 4%，标普 500 可能跌破 3000。期间，联储货币政策态度未转向宽松前，如果风险溢价上升到 2018 年 12 月位置，美股仍有近 20% 的下跌。

风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国财政刺激超预期

今年以来，标普 500 指数从 4800 点的历史高位滑落，目前在 3900~4200 区间震荡，创 1970 年以来的最差开局。以史为鉴，市场将在何处见底？

图 1：今年以来标普 500 走势



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

总结历史经验，美股的后周期可以分成三个阶段：

第一阶段：货币政策预期收紧→利率抬升→估值下跌，业绩上升→消化估值→美股上涨，即利率向上、PE 跌、EPS 涨。

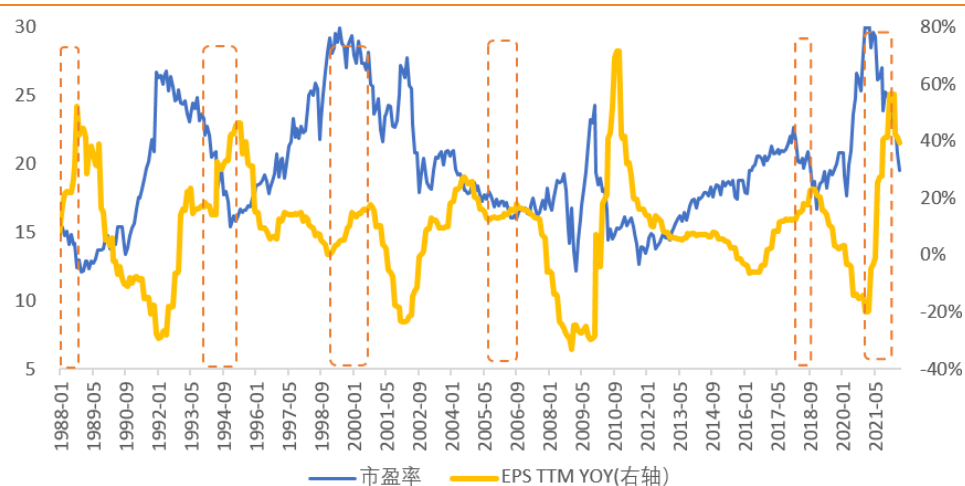
这次美股后周期的第一阶段，从 2020 年 12 月估值见顶开始，到 2021 年 12 月 EPS 增速见顶结束。期间市场预期联储 Taper QE（退出宽松），美债长端利率上行 53bp，美股 EPS 增速加快 76.3%，估值下跌 18.8%，标普 500 指数上涨 26.5%。

表 1：过去 40 年美股后周期第一阶段统计

时间阶段	SPX 涨幅	PE 估值变化	EPS 增速变化	美债长端变化(bp)	ERP 变化(%)
1988.1-1988.9	7.0%	-21.0%	41.8%	31.13	1.38
1993.10-1995.3	6.3%	-33.2%	28.4%	187.08	0.23
1999.1-2000.9	17.6%	-11.8%	17.4%	107.69	-0.62
2005.7-2006.9	7.8%	-11.0%	5.8%	54.15	0.15
2017.11-2018.9	11.9%	-9.9%	10.4%	65.09	-0.15
2020.12-2021.12	26.5%	-18.8%	76.3%	53.14	0.23
历史平均	12.9%	-17.6%	30.0%	83.05	0.20

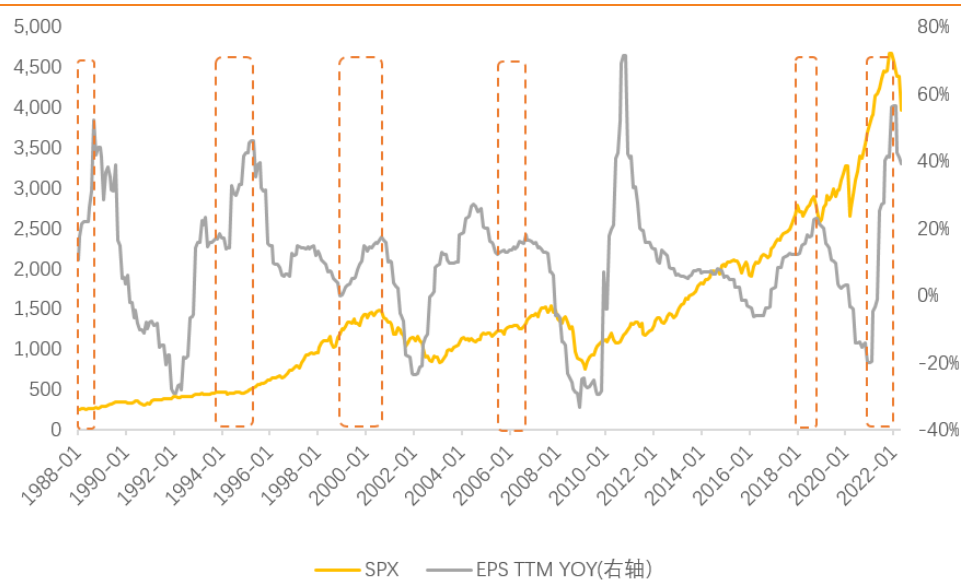
资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 2：美股后周期第一阶段，估值平均下跌 17.6%，EPS 增速平均增长 30%



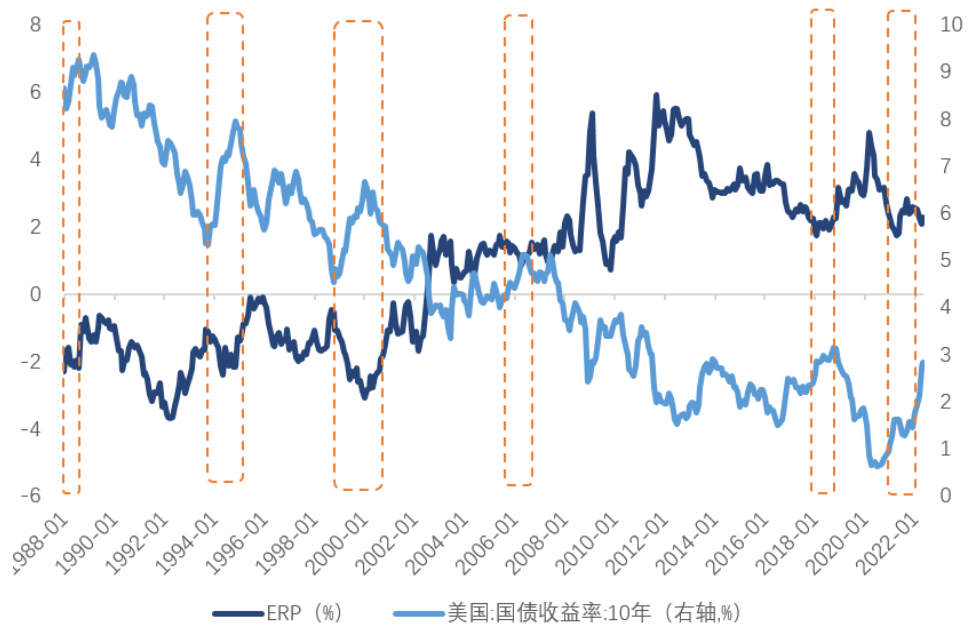
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 3：美股后周期第一阶段，指数平均上涨 12.9%



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 4：后周期第一阶段，利率平均上行 83bp，ERP 平均上行 0.2%



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

第二阶段：业绩增速回落—>情绪回落—>美股下跌定价衰退预期。

历史上的美股后周期第二阶段，美股业绩增速下降初期，美联储货币政策态度均转为宽松，长端美债利率均有回落，平均回落幅度 135.7bp。这一阶段，经济衰退预期往往导致市场情绪开始转向悲观，风险溢价（ERP）平均上行 126bp。这一阶段的美股估值有涨有跌，平均变化 0.7%，指数的表现取决于业绩增速回落的幅度。

在业绩增速下降幅度不大的情况下（如 1988、1995、2018 年），美股不跌或明显上涨，而且市场情绪一般会先于业绩增速见底。2000 年起初也只是业绩弱衰退的情况，因此市场情绪先于业绩见底，但起始估值较高，因此尽管联储较早转为降息，市场仍然大幅杀估值（-16.2%）。2006-2008 年美股业绩大幅杀跌，尽管美债长端收益率下降了 230bp，但对经济、业绩深度衰退的担忧导致风险溢价（ERP）大幅上行 200bp，最终估值仅扩张了 5.0%。

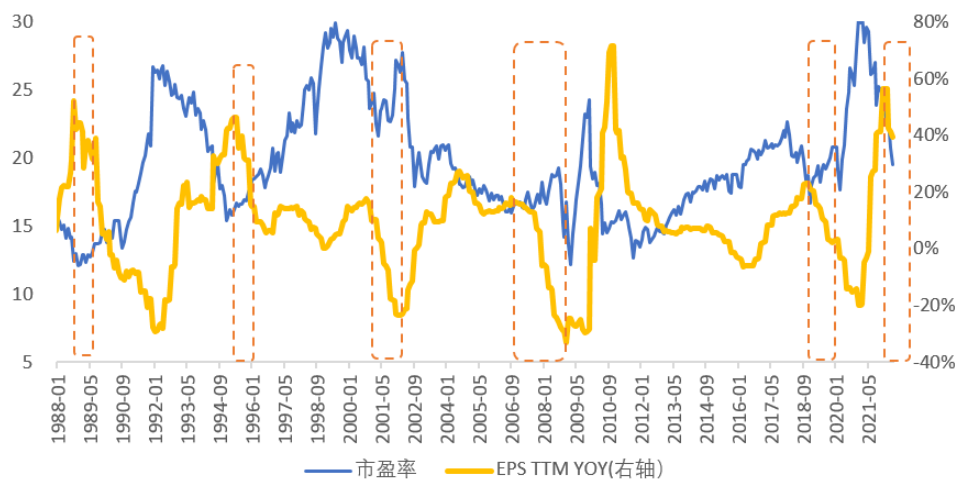
这次美股业绩增速高点出现在 2021 年 12 月，至今 EPS TTM 同比增速回落至 39%，**业绩底尚未出现**。为了抗击通胀，联储在今年 1-4 月多次上调加息预期，长端利率上升了 138bp，但情绪变化不大，估值回落 20.6%，主导了美股本轮 15% 的下跌。

表 2：美股后周期第二阶段历史统计

时间阶段	加息结束	起始估值	SPX 涨幅	估值变化	EPS 增速变化	美债长端变化(bp)	ERP 变化(%)
1988.9-1989.6	1989.5	12.4	20.8%	5.2%	-20.7%	-69.98	0.30
1995.3-1995.12	1995.2	15.8	24.6%	12.8%	-29.9%	-149.33	0.77
2000.9-2001.3	2000.5	25.8	-19.2%	-16.2%	-13.7%	-91.35	1.66
2006.9-2008.12	2006.6	16.0	-33.4%	5.0%	-51.3%	-230.26	2.00
2018.9-2019.8	2018.12	19.8	-0.1%	-3.3%	-13.2%	-137.78	1.55
2021.12-现在	?	24.6	-15.0%	-20.6%	-17.2%	137.90	-0.32
除本次外平均			-1.5%	0.7%	-25.8%	(135.74)	1.26

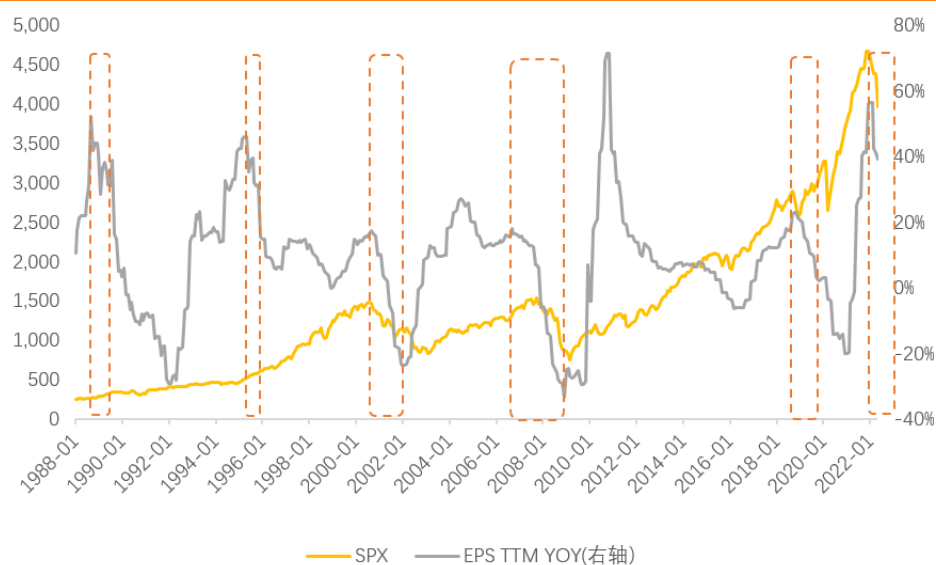
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 5：第二阶段，估值平均变动 0.7%，业绩增速平均回落 25.8%



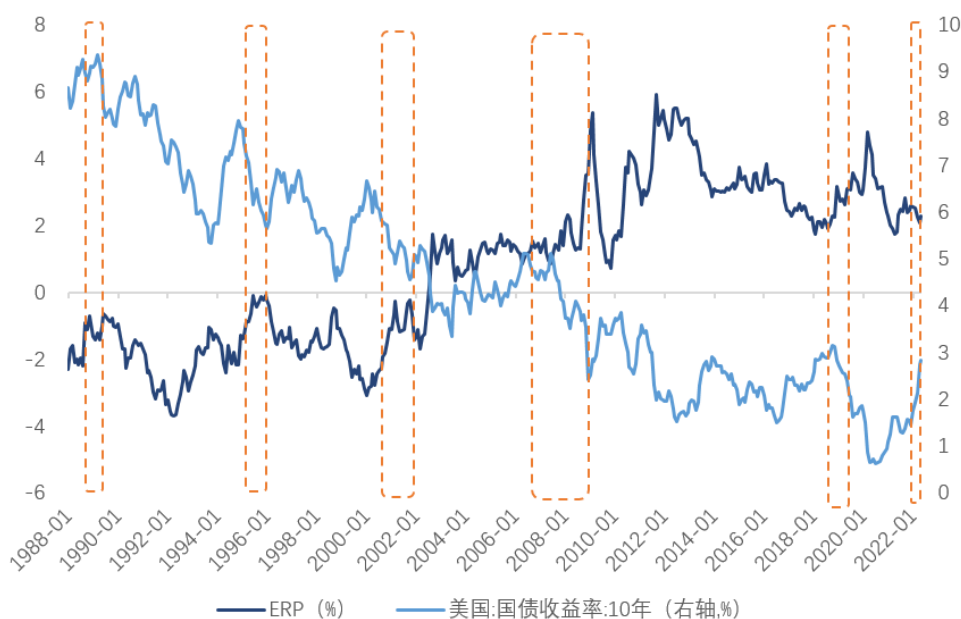
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 6：第二阶段，标普 500 指数平均回落 1.5%



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 7：第二阶段 ERP 平均上行 126bp,美国 10 年期国债收益率下行 135.7bp



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

第三阶段：已经开始降息—>利率回落—>业绩增速下降至见底—>情绪回升—>估值修复。

货币政策转为宽松后期，美债长端利率震荡，尽管业绩仍在触底，美股整体呈现情绪回升（ERP 回落），估值修复的特征。美股指数表现取决于业绩增速回落与估值扩张的相对幅度。

起始估值一定程度决定了后续估值扩张的幅度。1989 年 6 月，美股估值仅 13 倍，尽管 EPS 增速在 1992 年 2 月又下滑了 60.6%，但起始估值较低，市场情绪明显回升，ERP 下降了 2.93%，估值扩张了 102.4%，最终美股上涨 27.4%。相反，2001 年 3 月美股估值仍达 21.6 倍，EPS 增速触底过程中下滑 27.4%，但估值扩张仅 24.2%，美股最后仍下跌了 3.8%。

表 3：美股后周期第三阶段历史统计

时间阶段	SPX 涨幅	PE 估值变化	EPS 增速变化	美债长端利率变化(bp)	ERP 变化(%)
1989.6-1992.2	27.4%	102.4%	-60.6%	-93.94	-2.93

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_42688

