美股的估值和盈利怎么走

2021 年 01 月 23 日

事件

- **海外市场估值和盈利的担忧：**近期美国十年期国债收益率上行突破 1.1%，引发市场对于美国经济复苏预期上升的讨论。目前投资者主要担忧，第一，一旦美国长端利率上升，将对市场的估值水平造成较大压力。第二，如果美国通胀水平不断攀升，则可能导致美联储实施偏紧的货币政策，从而使经济的支持性政策消失，短期经济增长受阻。

观点

- **长端利率上行，海外市场估值承压：我们认为，对于估值的担忧是合理的。**预计随着市场上调对美国的长期经济展望，10 年期美债利率水平有可能从 1.1%上升至 1.3%-1.4%；尤其是拜登上任后，防疫措施推进，未来经济复苏、通胀上行的前景更加明确，长端利率上升的预期会更加强烈，**对高估值品种形成压力，因此一个季度内美股可能出现调整。**

- **经济增长不会受到货币政策影响：对于美国经济增长受到货币收紧影响的担忧在我们看来并不十分必要。即使通胀上行，美联储盯住 PCE 和就业的长期货币政策指引目标使得宽松的货币政策在短期内不会退出。预计短期内，美债收益率曲线将延续陡峭化态势，随着长期经济增长预期上行，长端利率走高，而短端利率受到美联储货币政策影响，保持在低位。但由于美联储后续仍需扩表购买长端债、推进经济刺激方案，美债长端利率可能稳定在 1.5%左右。**

  1）虽然美国 CPI 由于住房市场进入上行周期和其他商品价格的上涨而面临显著上升的风险，但是 PCE 的上升幅度可能低于预期。自 2020 年 2 月以来，商品支出的下降已经快速反弹，耐用品支出甚至超过了疫情前的水平，但服务方面的支出下降后的回升力度明显不足，在衰退开始的 9 个月后依然大幅低于疫情前的水平。

  2）2020 年 8 月，美联储宣布以失业率目标取代 PCE 成为首要货币政策目标，我们认为在普遍意义的失业率基本回到疫情前 4%左右的水平前，很难看到货币政策的收紧。由于疫情期间大量劳动力退出就业市场，目前不断下行的失业率数据已经失真。即使美国目前的失业率已经低于 2009 年危机中的最高失业率水平，工作人数与总人口的比例却没有超过 2009 年的水平。这意味着，疫情已经抹去了上一轮经济扩张带来的全部就业增长，而截至 12 月这一趋势也尚未好转。从长期失业人群的情况来看，由于 2020 年 2 月期失业人口数量剧烈增加，失业超过 27 周的人数占全部失业人口的比例误导性下降了 3 个月，随后开始快速反弹，目前依然在不断上升，已经高达 37%。**平均工资失真。**从美国劳工平均每周的薪资环比情况来看，虽然我们观察到近几月大部分行业的薪资出于环比正增长状态，但这并不意味着居民整体收入状况有所好转。这一现象主要是由于大量低收入人群失业，导致工资的平均水平被动上升。**同时，劳动参与率的急速下降也导致劳动力市场供给紧缺，工资成本上升，从而使得 CPI 上行的风险有所增加（但考虑到消费服务因素，PCE 可能仍然低迷）。**

- **配置策略：我们建议在配置上减少估值已经较高的信息技术、互联网等品种，转而在受益于经济增长的材料、工业设备类行业中选择估值较低的标的。**

- **风险提示：**疫情快速好转，美国失业率下行速度超预期。拜登政府刺激计划推迟，美联储未能继续扩表。经济复苏超预期，美国长端利率持续上行。

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn
证券分析师 冯涵若
执业证号：S0600521010001
021-60199780
fenghr@dwzq.com.cn

相关研究

1、《东吴策略·行业风火轮——港股大涨对 A 股映射：价值占优》2021-01-22
2、《东吴策略·把消费的春节过成生产的春节——疫情系列（1）》2021-01-21
3、《东吴策略·市场温度计——公募发行创新高，内外资偏好价值》2021-01-19
4、《东吴策略·策略周聚焦——应对潜在风险的投资策略》2021-01-17
5、《东吴策略·行业风火轮——历年行业前三甲，难迎次年开门红》2021-01-15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 长端利率上行，海外市场估值承压 3
2. 经济增长不会受到货币政策影响 4
3. 配置策略 10
4. 风险提示 10

图表目录

图 1: Marcelle Chauvet and Jeremy Piger Recession Probability Index 回落时经济衰退往往结束 3
图 2: Real-time Sahm Rule Recession Indicator 见顶时，经济衰退往往结束 4
图 3: Marcelle Chauvet and Jeremy Piger Recession Probability Index 四个构成指标复苏明显 4
图 4: 美国实际 PCE 构成项目指数（2007 年 12 月为 100） 5
图 5: 美国实际 PCE 构成项目指数（2020 年 2 月为 100） 5
图 6: 2019 年美国实际 PCE 中服务占比达到 64.1% 5
图 7: 美国 PCE 与 CPI 的影响因素占比差距，CPI 受住房影响更大，PCE 受服务影响更大 ... 6
图 8: 疫情已经抹去了上一轮经济扩张带来的全部就业增长 6
图 9: 考虑边际失业的失业率高于普遍意义的失业率 6
图 10: 美国失业超过 27 周的人数占全部失业人口的比例已经高达 37% 7
图 11: 11 月美国各行业工资与工时月度环比 7
图 12: 10 月美国各行业工资与工时月度环比 8
图 13: 劳动力过剩的劳动力市场（左）与劳动力短缺的劳动力市场（右） 8
图 14: 美国劳动参与率降至历史低位 9
图 15: 美国劳动力人口同比增速显著低于金融危机时期 9
图 16: 美债收益率曲线 9

表 1: 美股原材料、工业、能源类公司筛选 10

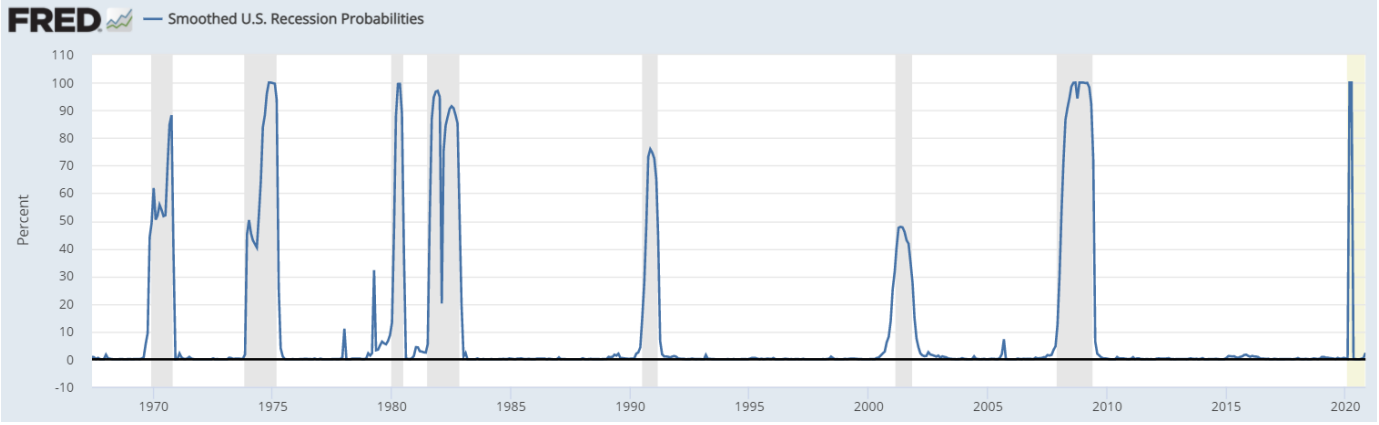
近期美国十年期国债收益率上行突破 1.1%，引发市场对于美国经济复苏预期上升的讨论。目前投资者主要担忧，第一，一旦美国长端利率上升，将对市场的估值水平造成较大压力。第二，如果美国通胀水平不断攀升，则可能导致美联储实施偏紧的货币政策，从而使经济的支持性政策消失，短期经济增长受阻。

1. 长端利率上行，海外市场估值承压

我们认为，对于估值的担忧是合理的。我们关注到，指引美国衰退预期的指标确实正在明显好转。根据美联储提供的两个主要经济衰退概率参考指标 Marcelle Chauvet and Jeremy Piger Recession Probability Index 以及 Real-time Sahm Rule Recession Indicator，美国本轮由 2020 年 2 月开启的经济衰退可能已于 2020 年 6 月之前结束。由于 NBER 宣布衰退结束的时间平均滞后于经济周期波谷 15.8 个月，我们还未能看到美国走出衰退的官方判断。但是，从 Marcelle Chauvet and Jeremy Piger Recession Probability Index 的四个构成因素：美国工业生产指数、扣除转移支付的实际个人收入、实际制造业和贸易销售，以及非农就业人数来看，这些指标在 2020 年年初都大幅下降，但从秋季开始已经呈快速上升趋势，上升速度明显快于 2007 年 12 月开启的上一轮经济衰退中的表现。

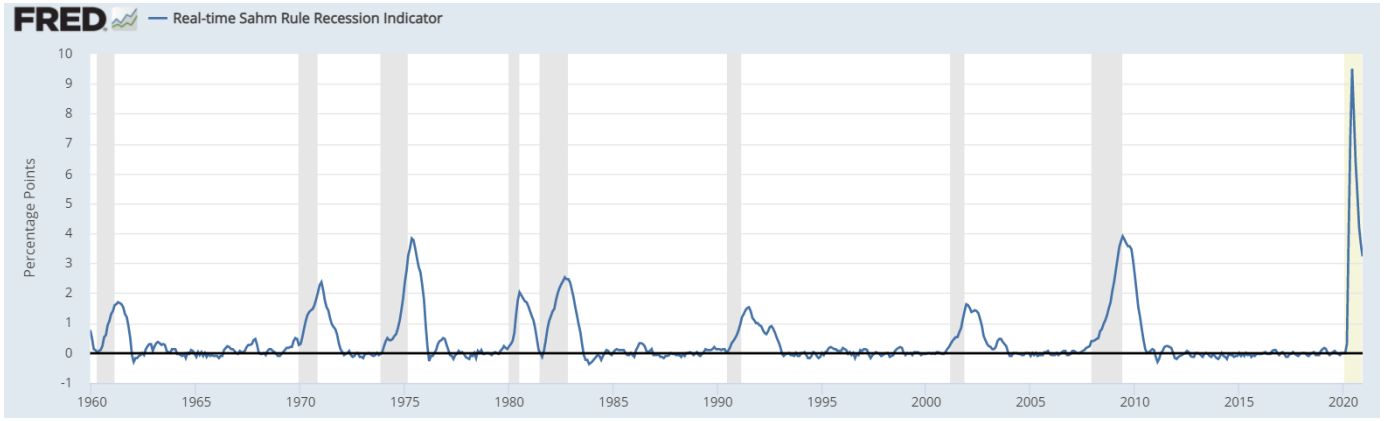
预计随着市场上调对美国的长期经济展望，10 年期美债利率水平有可能从 1.1%上升至 1.3%-1.4%；尤其是拜登上任后，防疫措施推进，未来经济复苏、通胀上行的前景更加明确，无风险收益率上升的预期会更加强烈，对高估值品种形成压力，因此一个季度内美股可能出现调整。

图 1：Marcelle Chauvet and Jeremy Piger Recession Probability Index 回落时经济衰退往往结束



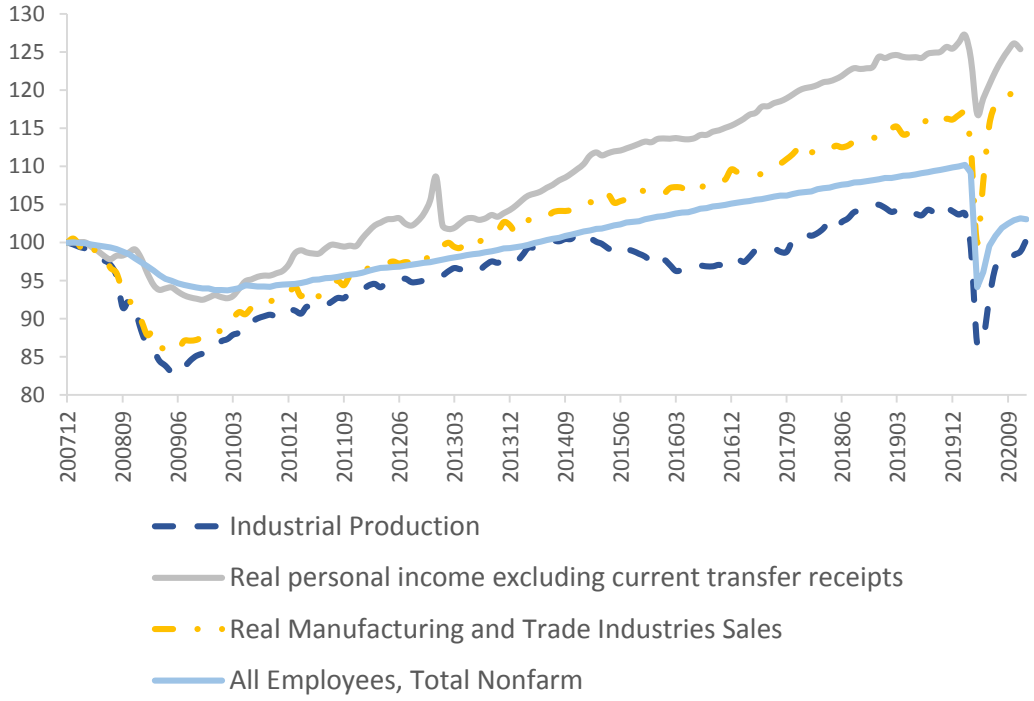
数据来源：FRED，东吴证券研究所

图 2：Real-time Sahm Rule Recession Indicator 见顶时，经济衰退往往结束



数据来源：FRED，东吴证券研究所

图 3：Marcelle Chauvet and Jeremy Piger Recession Probability Index 四个构成指标复苏明显



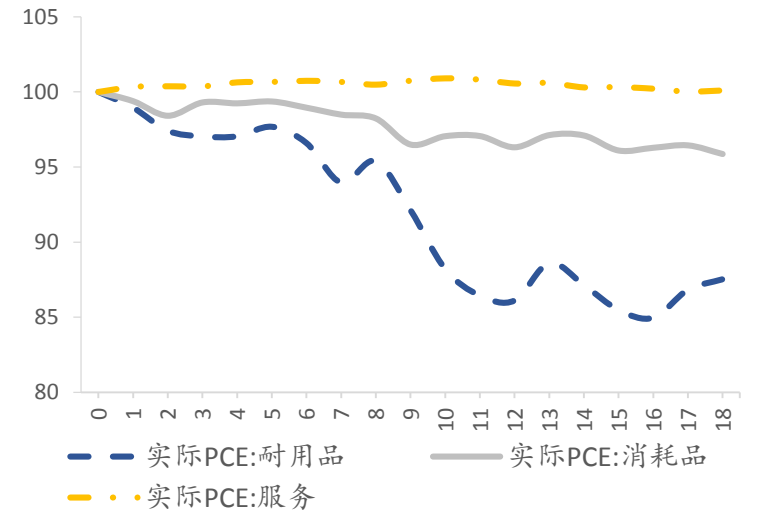
数据来源：FRED，东吴证券研究所

2. 经济增长不会受到货币政策影响

对于美国经济增长受到货币收紧影响的担忧在我们看来并不十分必要。即使通胀上行，美联储盯住 PCE 和就业的长期货币政策指引目标使得宽松的货币政策在短期内不会退出。

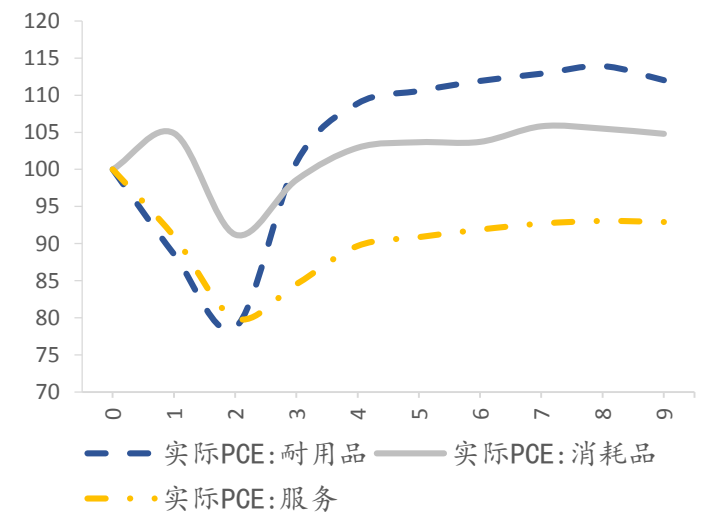
虽然美国 CPI 由于住房市场进入上行周期和其他商品价格的上涨而面临显著上升的风险，但是 PCE 的上升幅度可能低于预期。我们回顾了 2007 年 12 月和本次 2020 年 2 月开始的两轮经济衰退中 PCE 三大构成项目：耐用品(汽车、电器、家具)、消耗品(食品、能源、服装)和服务的消费复苏趋势。在金融危机中，居民商品上的支出显著降低，但是在服务方面的实际支出反而有所增长。而在疫情的特殊影响下，趋势则截然不同。**自 2020 年 2 月以来，商品支出的下降已经快速反弹，耐用品支出甚至超过了疫情前的水平，但服务方面的支出下降后的回升力度明显不足，在衰退开始的 9 个月后依然大幅低于疫情前的水平。**2019 年，服务支出在美国实际 PCE 中的占比高达 64%。这意味着在社交距离、出行限制的影响下，PCE 可能持续低迷，无法接近美联储的长期通胀目标，从而使美联储的紧缩遥遥无期。

图 4：美国实际 PCE 构成项目指数（2007 年 12 月为 100）



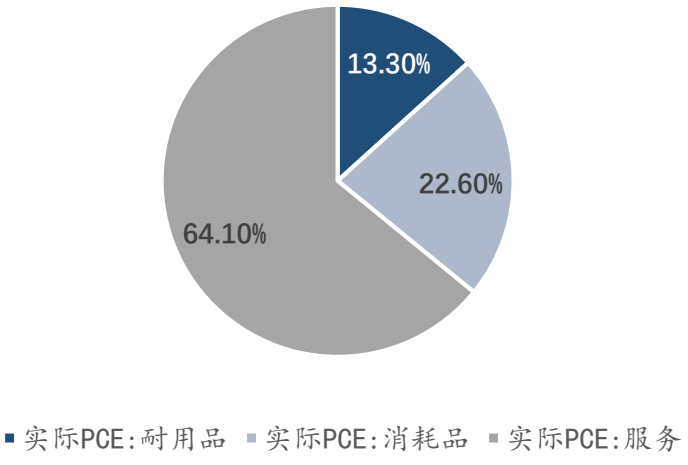
数据来源：FRED，东吴证券研究所

图 5：美国实际 PCE 构成项目指数（2020 年 2 月为 100）



数据来源：FRED，东吴证券研究所

图 6：2019 年美国实际 PCE 中服务占比达到 64.1%



数据来源：FRED，东吴证券研究所

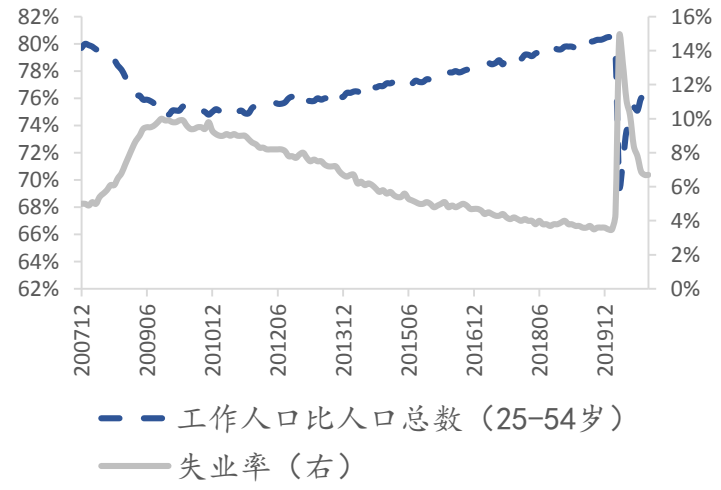
图 7：美国 PCE 与 CPI 的影响因素占比差距，CPI 受住房影响更大，PCE 受服务影响更大

Item	Item description	CPI	-	Adj. PCE	=	Difference
HC01	Owners' equivalent rent of primary residence	23.12%		16.21%		6.90%
HA01	Rent of primary residence	7.73%		5.51%		2.22%
MD03	Care of invalids and elderly at home	0.08%		1.26%		-1.18%
GD01	Legal services	0.24%		1.26%		-1.02%
MC01	Physicians' services	1.68%		0.69%		0.99%
TA02	Used cars and trucks	2.10%		1.24%		0.86%
MF01	Prescription drugs and medical supplies	1.38%		0.57%		0.81%
HF01	Electricity	2.83%		2.12%		0.72%
HD01	Tenants' and household insurance	0.35%		1.05%		-0.70%
FV02	Limited service meals and snacks	2.45%		3.12%		-0.67%

数据来源：Johnson，2016，东吴证券研究所

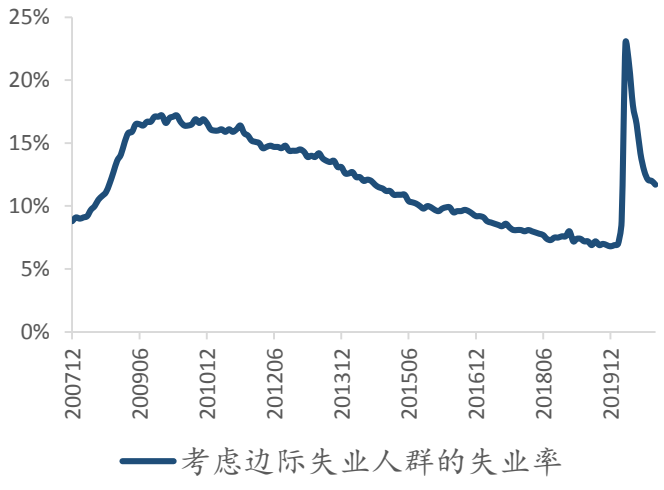
从美国就业数据来看，情况依然不容乐观。2020 年 8 月，美联储宣布以失业率目标取代 PCE 成为首要货币政策目标，我们认为在失业率基本回到疫情前 4%左右的水平前，很难看到货币政策的收紧。同时，由于疫情期间大量劳动力退出就业市场，目前不断下行的失业率数据已经失真。由于纾困政策和疫情风险的影响，主动寻找工作的居民数量减少，而一旦补助停止或者疫情风险下降，一部分人就会重新开始寻找工作，这些边际状态失业人群的存在使得失业率看上去比实际情况更低。**因此，即使美国目前的失业率已经低于 2009 年危机中的最高失业率水平，工作人数与总人口的比例却没有超过 2009 年的水平。**这意味着，疫情已经抹去了上一轮经济扩张带来的全部就业增长，而截至 12 月这一趋势也尚未好转。从长期失业人群的情况来看，由于 2020 年 2 月期失业人口数量剧烈增加，失业超过 27 周的人数占全部失业人口的比例误导性下降了 3 个月，随后开始快速反弹，目前依然在不断上升，已经高达 37%。

图 8：疫情已经抹去了上一轮经济扩张带来的全部就业增长



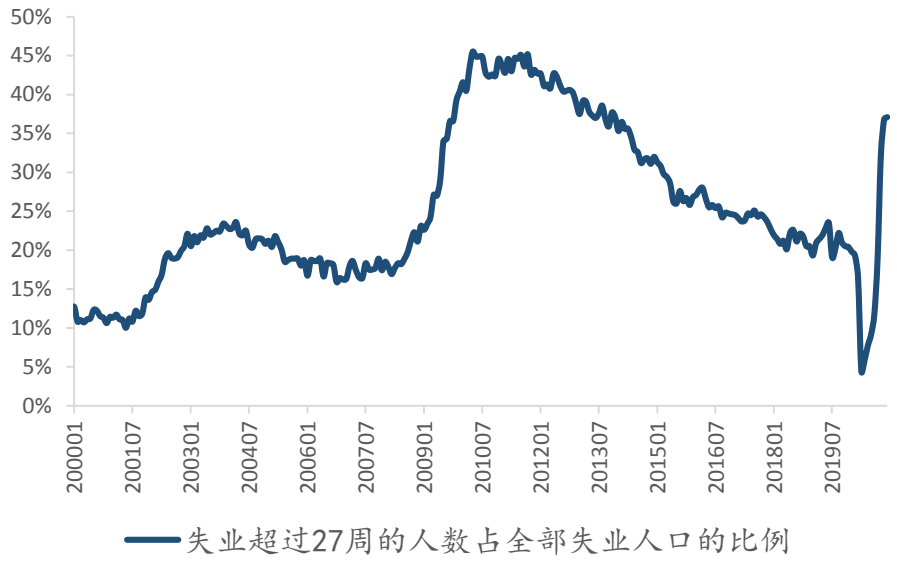
数据来源：FRED，东吴证券研究所

图 9：考虑边际失业的失业率高于普遍意义的失业率



数据来源：FRED，东吴证券研究所

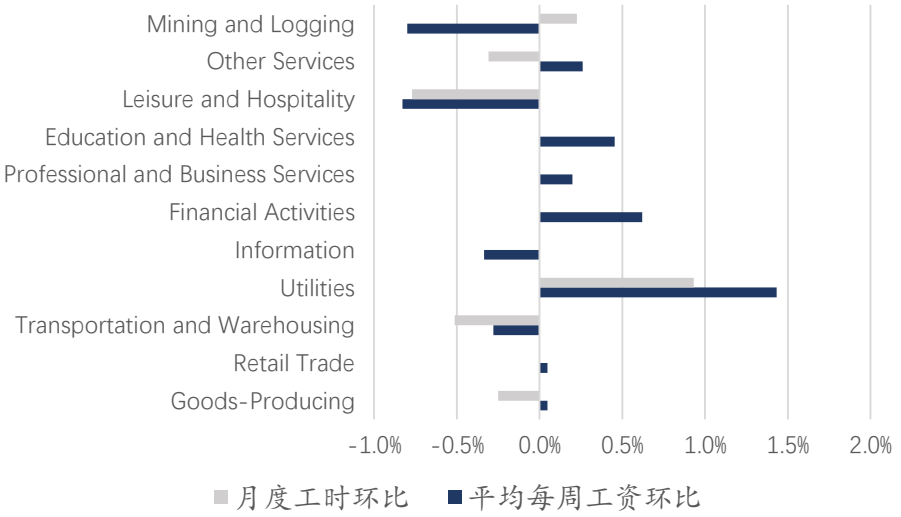
图 10：美国失业超过 27 周的人数占全部失业人口的比例已经高达 37%



数据来源：FRED，东吴证券研究所

从美国劳工平均每周的薪资环比情况来看，虽然我们观察到近几月大部分行业的薪资出于环比正增长状态，但这并不意味着居民整体收入状况有所好转。**这一现象主要是由于大量低收入人群失业，导致工资的平均水平被动上升。**同时，劳动参与率的急速下降也导致劳动力市场供给紧缺，工资成本上升，从而使得 CPI 上行的风险有所增加（但考虑到消费服务因素，PCE 可能仍然低迷）。

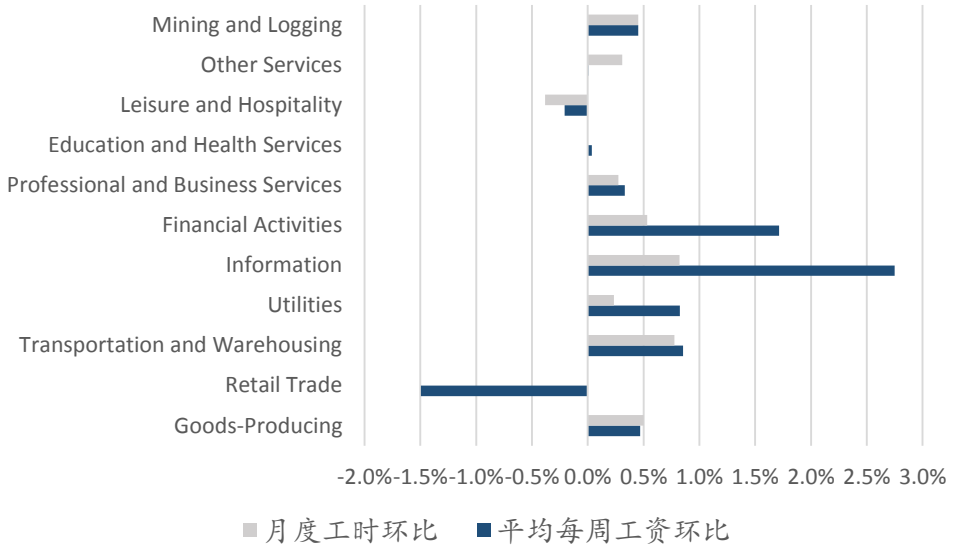
图 11：11 月美国各行业工资与工时月度环比



数据来源：BLS，东吴证券研究所

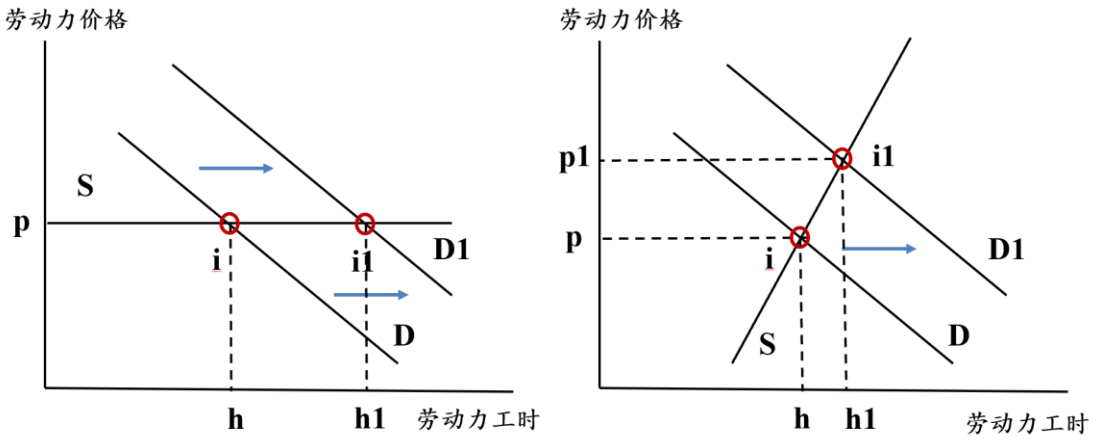
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 12：10 月美国各行业工资与工时月度环比



数据来源：BLS，东吴证券研究所

图 13：劳动力过剩的劳动力市场（左）与劳动力短缺的劳动力市场（右）

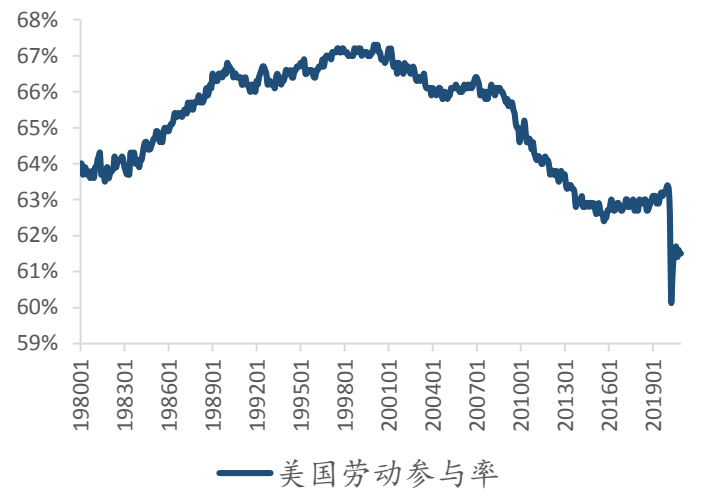


数据来源：东吴证券研究所绘制

由于劳动参与率降至历史罕见低位，美国劳动力人口同比增速显著低于金融危机时期，尽管招聘岗位数量受损情况远好于 2009 年。

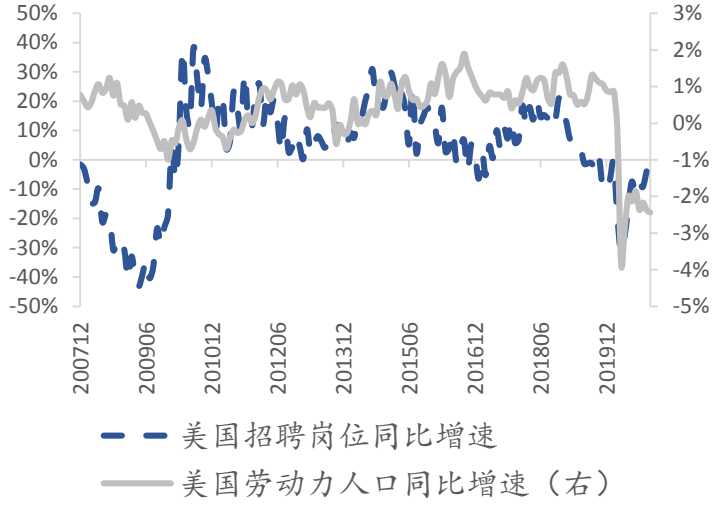
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 14：美国劳动参与率降至历史低位



数据来源：FRED，东吴证券研究所

图 15：美国劳动力人口同比增速显著低于金融危机时期

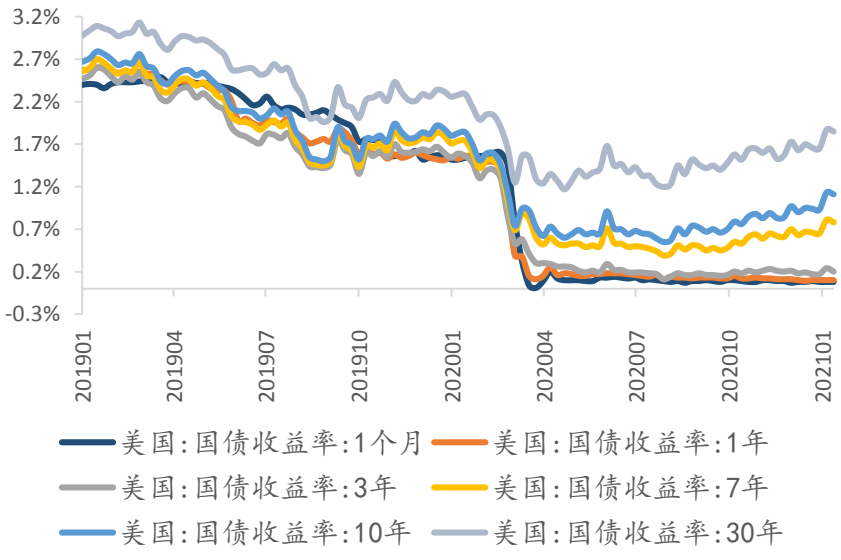


数据来源：FRED，东吴证券研究所

我们对于美国货币环境的判断显示，从美联储的 dual mandate 来看，1-2 个季度内收紧货币的可能性较小。同时，由于拜登上任，推出财政刺激的预期上升，预计财政部发行的债券依旧需要美联储的 QE 来消化。预计一季度美联储将适度扩表，从而使美国经济增长的支持政策依然强劲。**对于美国短期经济增长受阻的担忧，大可不必。**

我们认为短期内，美债收益率曲线将延续陡峭化态势，随着长期经济增长预期上行，长端利率走高，而短端利率受到美联储货币政策影响，保持在低位。但由于美联储后续仍需扩表购买长端债、推进经济刺激方案，美债长端利率可能稳定在 1.5%左右。

图 16：美债收益率曲线



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 配置策略

1）一个季度内美国长端利率上升的预期会更加强烈，对高估值品种形成压力；

2）虽然通胀回升，但是 PCE 和失业率指向美联储政策转向的可能性极低，美国经济增长的支持政策依然强劲；

我们建议在配置上减少估值已经较高的信息技术、互联网等品种，转而在受益于经济增长的材料、工业设备类行业中选择估值较低的标的。

表 1：美股原材料、工业、能源类公司筛选

代码	简称	中文名称	P/E（ttm）2021.1.23	P/E（ttm）2020.1.23	EPS -1 年增长率:2020:Q3	GICS 行业名	总市值(亿美元)
J US Equity	JACOBS ENGIN GRP	雅各布工程集团	**22**	18	**168%**	Construction & Engineering	144
BLL US Equity	BALL CORP	波尔公司	**37**	32	**164%**	Containers & Packaging	299
SEE US Equity	SEALED AIR CORP	希悦尔包装	**15**	14	**63%**	Containers & Packaging	70
SWK US Equity	STANLEY BLACK & DECKER	史丹利百得公司	**23**	20	**59%**	Machinery	284
WAB US Equity	WABTEC CORP	西屋制动公司	**27**	18	**40%**	Machinery	154
WMB US Equity	WILLIAMS COS INC	威廉姆斯公司	**17**	18	**39%**	Oil, Gas & Consumable Fuels	263
SHW US Equity	SHERWIN-WILLIAMS	宣威威廉斯	**33**	32	**24%**	Chemicals	669
PNR US Equity	PENTAIR PLC	Pentair 公共有限公司	**25**	20	**24%**	Machinery	95

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

4. 风险提示

疫情快速好转，美国失业率下行速度超预期。

拜登政府刺激计划推迟，美联储未能继续扩表。

经济复苏超预期，美国长端利率持续上行。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

