

大类资产交易逻辑观察：1930 大萧条期间美股行业和因子表现复盘，以及当下风险资产反弹后的隐忧

点评

- 近期美国对等关税延迟 90 天，并对部分商品给予豁免，但关税税率仍高达 20% 左右，创 1930 年以来新高。历史不会简单重复，但往往遵循相似的逻辑。

1929 年，为应对国内产能过剩，美国参议员斯穆特提议大幅提高进口关税；同年 5 月，众议院通过了一项关税提升计划的立法，这就是后来被称为《斯穆特-霍利关税法案》。众议院以 264 票对 147 票通过该法案，其中 244 名共和党人和 20 名民主党人投票支持。1929 年 9 月，胡佛政府选择忽视收到的来自 23 个贸易伙伴的抗议信，贸易争端风险升级，美股亦在 9 月份见顶。

1930 年 3 月，参议院通过该法案，同时也招致贸易伙伴的报复。1930 年 5 月，美国最忠实的贸易伙伴加拿大通过对 16 种产品征收新关税进行报复，这些产品总计约占美国对加拿大出口的 30%。此后，加拿大通过英帝国经济会议与英帝国建立了更紧密的经济联系。法国、英国、德国均提出抗议并发展了新的贸易伙伴。期间，美国经历了大萧条。

- 回看当时美股表现，标普 500 从 1929 年 9 月（美国贸易伙伴普遍抗议）见顶回落，直到 1932 年 6 月民主党竞选纲领承诺降低关税才企稳见底，期间共下跌 85%。期间，1931 年 9 月英国放弃金本位制，引发美国也会效仿的担忧，居民开始将美元资产兑换成黄金。这种外部资金流出导致美国黄金储备大幅减少。与此同时，储户担心银行的安全性，纷纷从账户中提取货币，造成银行系统的内部资金流出。内外资金流出共同导致货币供应收缩，加剧通缩压力，进一步恶化大萧条。

分别观察 EPS 和估值(CAPE 口径, 周期调整市盈率, Cyclically Adjusted PE)，美股 EPS 从 1929 年 Q4 的 1.61 美元骤降至 1933 年 Q1 的 0.42 美元，跌幅达 74%；CAPE 从 1929 年 9 月最高的 32.56 下滑至 1932 年 6 月的 5.56，回落 82%。

- 从行业表现上看，1929 年 9 月至 1932 年 6 月，表现较好的行业偏向于消费必需品，例如烟草（期间行业涨跌幅-44.1%，后同）、服装（-56.0%）、通讯服务（-67.7%）；而房地产（-96.6%）、电影娱乐（-96.4%）、家居娱乐品（-94.4%）则表现最差。

风格因子方面，我们最先探讨高股息风格能否在整个大萧条期间获得超额收益。以 1929 年 9 月至 1932 年 6 月的表现上看，若按股息率将股票分为 10 组，其中的高股息组相较低股息组并没有表现出太多的超额收益，且股息率这一因子在各组间并没有展现出太强的收益单调性。

从走势上看，1929 年 9 月至 1931 年 3 月（加征关税后的一年半时间内），高股息组合确实相对低股息组合跑出一定的超额收益；但大萧条的后半段时间，高股息因子反倒失效，且前期累积的超额收益全部回吐并创新低。由于缺乏当时各行业股息率数据，我们猜测这和宏观持续下行导致企业基本面广泛恶化，仅有的股息并不足以抵消投资者对公司财务担忧所致。

西南证券研究院

分析师：程睿智
执业证号：S1250524050004
电话：17512071816
邮箱：chengzuoz@swsc.com.cn

分析师：李珩
执业证号：S1250524120003
电话：13246286636
邮箱：llyf@swsc.com.cn

相关研究

1. 机器人和低空经济何时进行内部高低切换？——基于分析师盈利预期斜率捕捉产业投资内部切换的信号 (2025-03-14)
2. 论黄金定价框架的迭代——债务发散的宏大叙事与黄金重估账户 GRA 的轱辘 (2025-02-23)
3. 周期的再校准——2025 年市场策略展望 (2025-01-03)
4. 不止出口：关税疑云下，今年产能出海的细分个股走势有何规律？ (2024-10-31)
5. 对当前 A 股的观点更新 (2024-10-01)
6. 2024Q2 公募基金持仓分析：港股仓位提升，增持电子，减仓餐饮 (2024-07-25)

同样需要警惕的是低估值陷阱。低 PB 风格在大萧条期间同样失效。

而大市值风格则在萧条期间持续跑赢。将当时个股按照市值分成 10 组，其中市值最大组（Group10）在下跌过程中相较市值最小组（Group1）展现出超额收益，在大萧条影响下资金更偏好大市值公司，直至 1932 年 6 月市场因关税下调预期而逐步企稳。组间来看，有一定的单调性，其中市值最大一组（Group10）超额收益最强。

- 回看过去一周，美股又再度收复清明假期期间的大幅回撤，不禁引发思考，美股是否已经充分定价当下的宏观不确定性？对等关税的推延确实为市场提供了喘息之机。然而，只要关税未撤销，海外经济未来一段时间内仍因关税不确定性面临较大的滞涨风险。

指标视角，我们可以将美国通胀率加上失业率来度量经济滞涨的程度（这通常被称为“痛苦指数”）。按照该思路，将密歇根大学调查里的对应分项标准化后加总，构造一个软数据层面的痛苦指数。从图上看，软数据虽然波动更大，但对硬数据有较好的领先性。25 年 4 月，软数据层面指示的痛苦指数非常高，历史上读数能和当下类比的只有 1980s 大通胀、1990 年、2008 年，而那时美国后续均经历了经济衰退。若历史规律重演，当前高企的痛苦指数可能预示着海外经济衰退风险正在积聚。因此美股近期反弹后，市场对宏观风险的定价仍显不足。类似的，对于大宗商品，例如铜，尽管全球供应紧平衡的故事尚未扭转，但历史上当痛苦指数来到当下高位时，后续铜价都会走低。我们认为未来一段时间工业品价格持续面临逆风。

- 因此，风险资产反弹过后更需要警惕美国经济硬数据层面动向。我们持续提示，2022 年美联储大幅加息后各类衰退指标触发阈值而最后美国经济却能逃逸衰退，更多是企业和居民双部门资金压力较低所致（企业部门 2020 年零利率时大规模发债锁定低利率、居民部门超额储蓄缓冲垫），因此利率提升对经济的传导效应有限。

三年后的今天，当企业部门面临债务到期高峰，借新还旧导致财务压力剧增，关税不确定性进一步削弱企业信心。与此同时，居民部门超额储蓄耗尽，信贷违约率持续上升。若高关税政策持续，企业和居民行为可能加速恶化，经济硬数据或迅速走弱，美股和铜等风险资产面临二次冲击风险。

- 风险提示：美联储超预期宽松的风险；历史数据统计结果只显示过去的市场态势但历史不一定会重演的风险；第三方数据提供不准确风险。



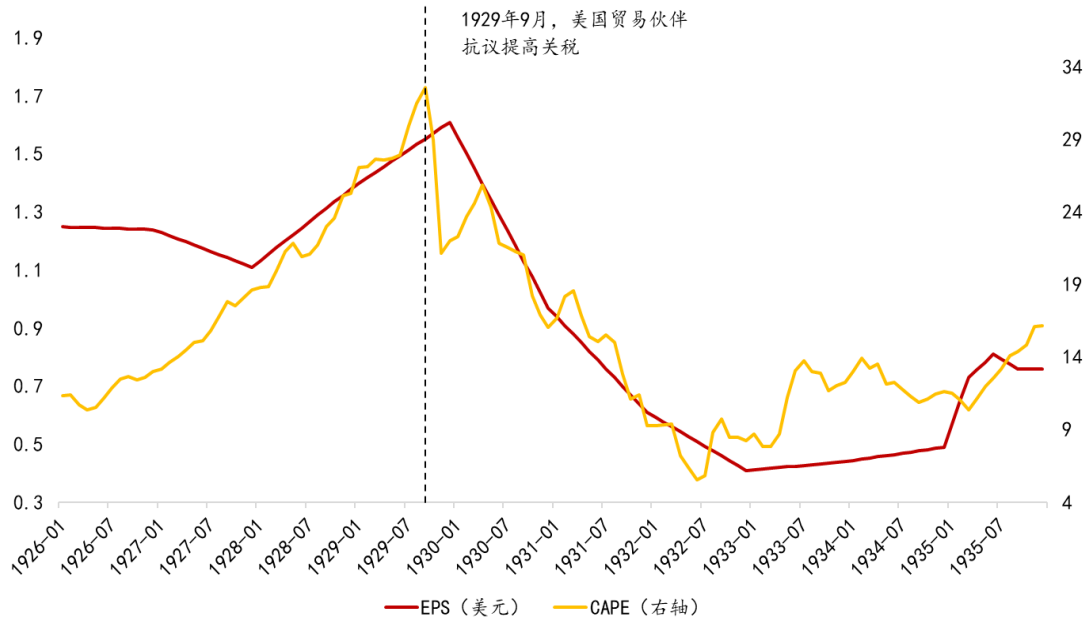
西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

图 1：1930 美国大萧条期间标普 500 走势



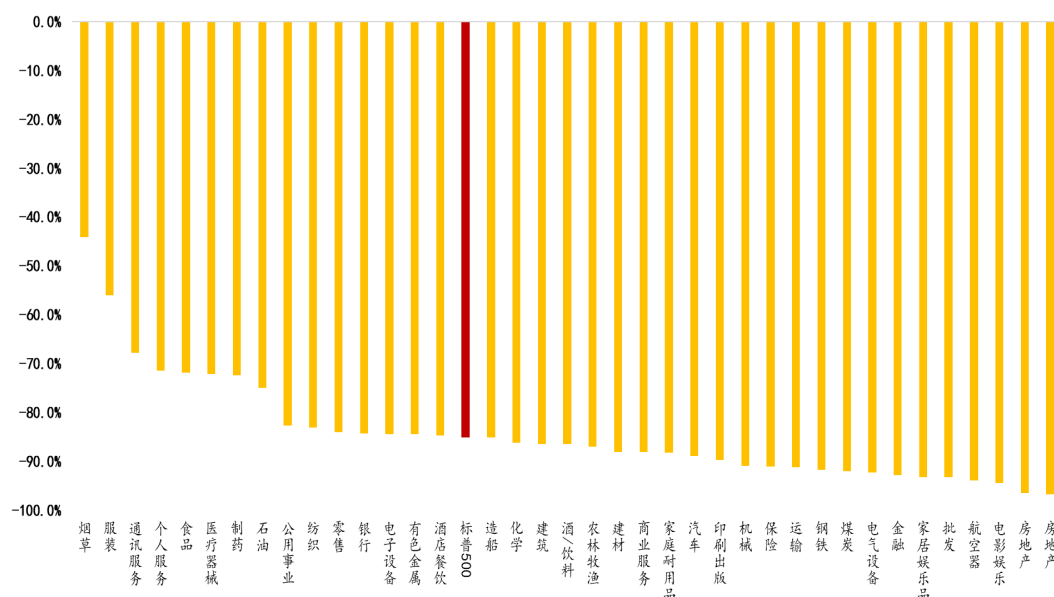
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：1930 美国大萧条期间标普 500 EPS 和估值走势



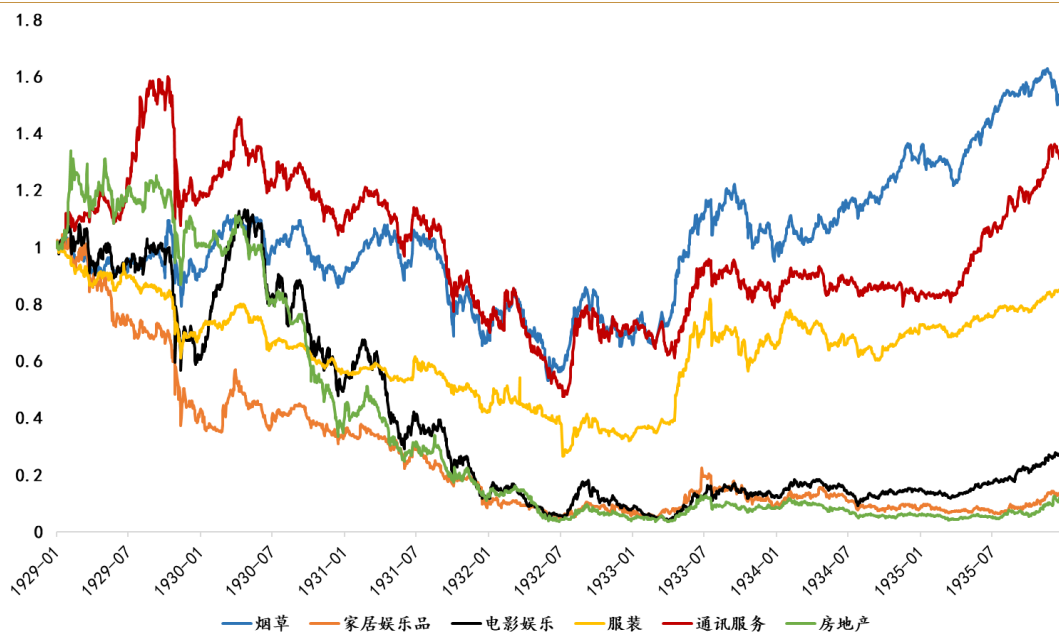
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：1929.09~1932.06 美股各行业涨跌幅，烟草、服装、通讯服务表现最好



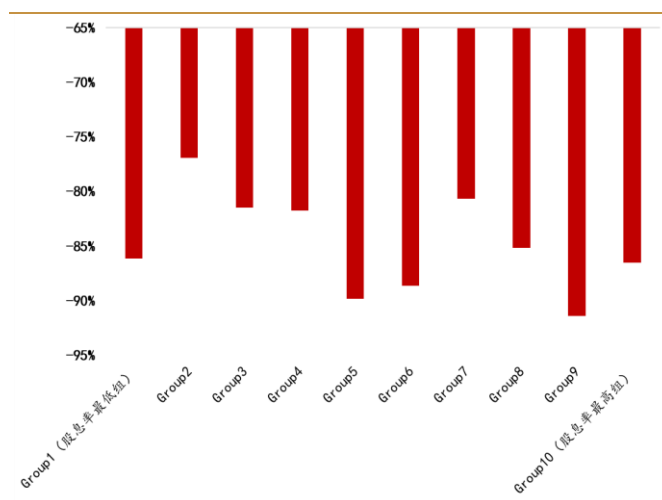
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：收益前三 VS 收益后三 行业走势（股价标准化 192901=1）



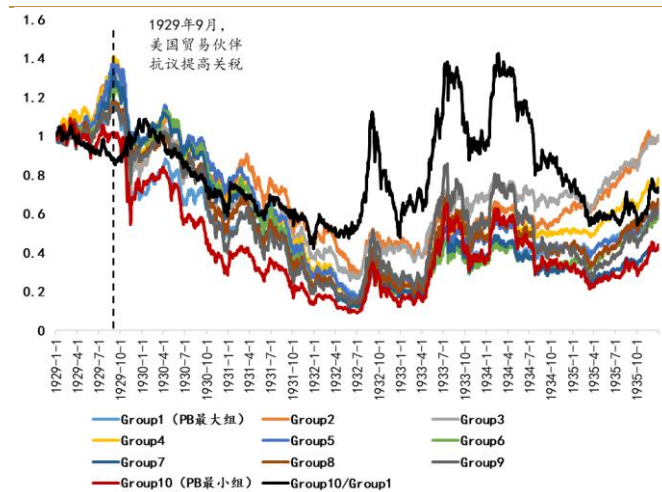
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：整个大萧条期间股息率因子在区分组合表现上并不显著



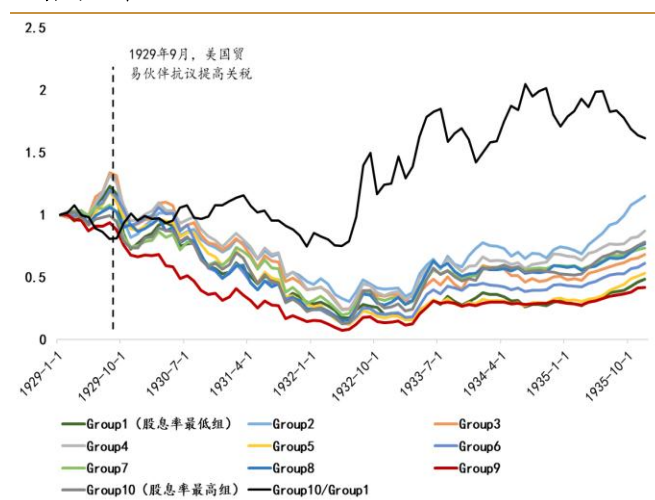
数据来源：Wind、西南证券整理

图 7：市净率因子在大萧条期间同样失效



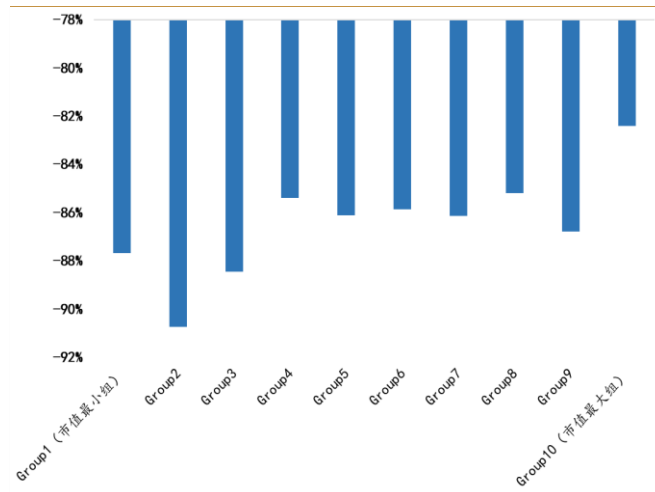
数据来源：Wind、西南证券整理

图 6：高股息组合超额仅在大萧条前期跑出一一定的超额收益，后期则全部回吐



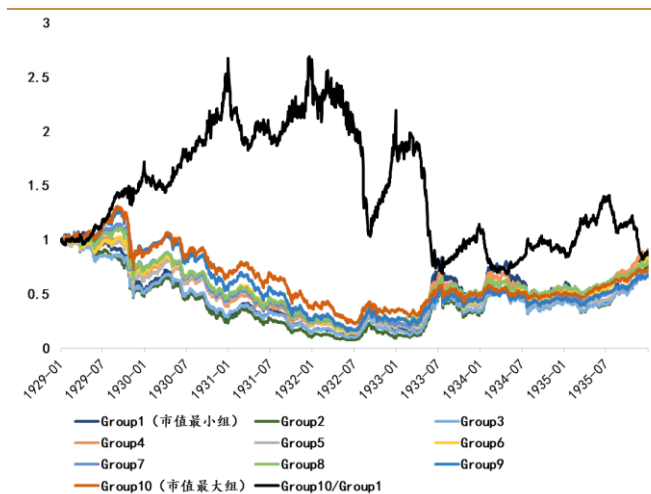
数据来源：Wind、西南证券整理

图 8：相对而言，根据市值划分组合的收益表现有一定单调性



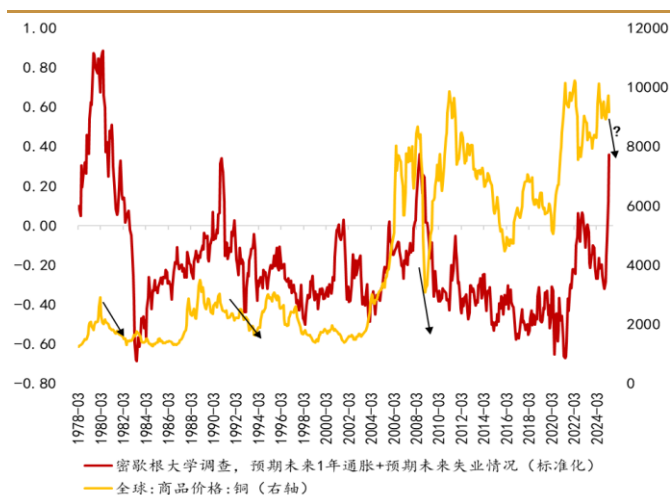
数据来源：Wind、西南证券整理

图 9：大萧条期间，大市值股票持续展现出超额收益



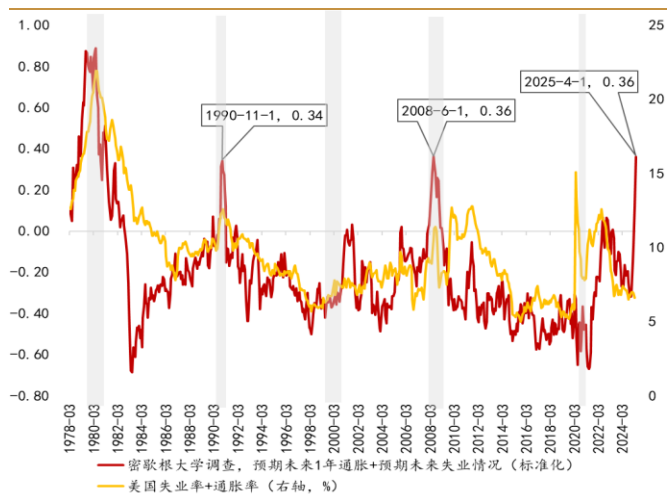
数据来源：Wind、西南证券整理

图 11：铜价在痛苦指数高位时通常面临回调风险（右轴，美元/吨）



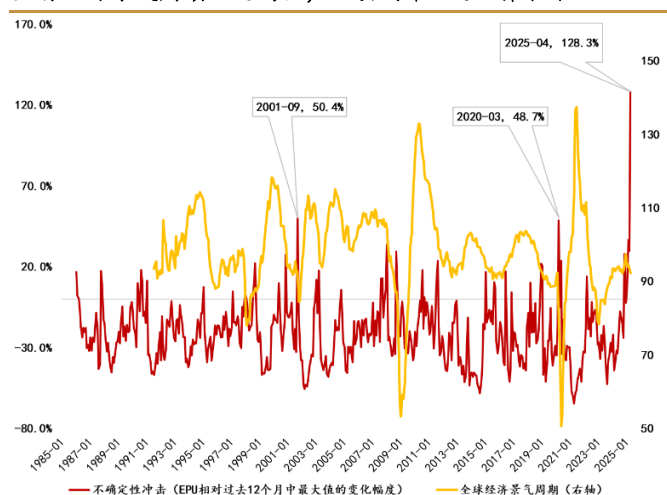
数据来源：Wind、西南证券整理

图 10：软数据层面，痛苦指数位于高位，指示当前美国滞胀风险极高



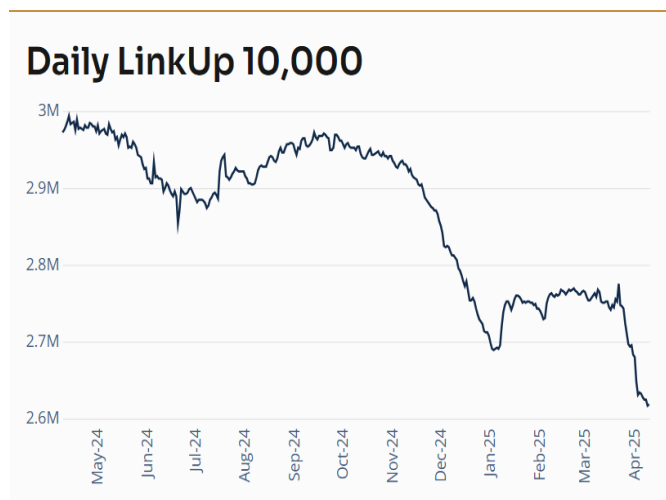
数据来源：Wind、西南证券整理

图 12：25 年 4 月录得 1985 年以来最强的不确定性冲击，叠加当前全球景气周期已过高位，后续或许加速经济下行



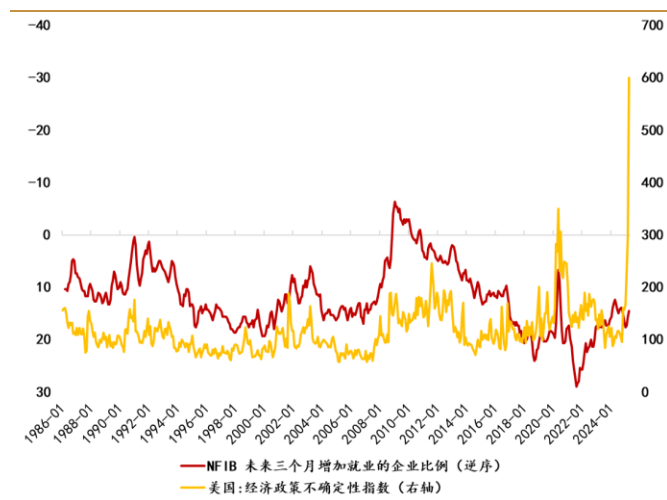
数据来源：Wind、西南证券整理

图 13：美国企业高频招聘数进入 4 月份之后加速下滑



数据来源：LinkUp、西南证券整理

图 14：不确定性冲击下，企业招聘意愿下滑，美国劳动力市场可能加速疲软



数据来源：Wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn