

澎湃新闻记者 葛佳

2022年上半年全球股市出现剧烈动荡。俄乌冲突对政治和经济格局的影响导致欧美股市经历了一番深度调整。6月下旬以来，随着美国经济的衰退预期升温，“衰退交易”开始主导全球市场。

具体到美股市场，纳斯达克指数和标普500指数

纳斯达克则超过30%。

在如此急速的抛压过后，市场出现了“熊市反弹”，美国纽约股市三大股指7月7日显著上涨。截至当天收盘，标普500指数上涨57.54点，收于3902.62点，涨幅为1.50%；纳斯达克指数上涨259.49点，收于11621.35点，涨幅为2.28%。至此，标普500指数和纳斯达克指数从历史高点的回调幅度均有所收窄，分别回落18.64%和27.63%，也创下创出3月以来最长连涨走势。

对此，中信证券分析指出，长牛终结，美股开启“衰退交易”。

衰退条件是否会被满足？

中信证券认为，美股表现反映了投资者对于“滞胀”的担忧。但从5月中旬起，行情已明显地从交易“胀”切换向交易“滞”，标普500和纳指都持续跑赢周期权重更高的道指，美国10年期国债收益率自5月9日的高点一度回落近50bps，此前主要期限的收益率也再度倒挂，预示衰退风险加剧。

一般来说，滞胀指通胀上升叠加经济下行，衰退则指通胀下行叠加经济下行，而且从严格意义上讲，通胀和经济要连续下行两个季度。

那么，美国2022年二季度实际GDP增速是否会再次录得负数？对此亚特兰大联邦储备银行7月1

日的最新数据预测为-2.1%

。亚特兰大联邦储备银行的GDPNow模型被认为是美联储

实时衡量增长的主要工具，再加上第一季度的-1.6%，这将符合衰退的技术定义。

东吴证券

分析师陶川在研报中表示，这敲响了警钟。鉴于一季度实际GDP已录得-1.6%的负增长，若二季度再现负数，导致实际GDP连续两个季度下滑，便步入市场普遍认为的“技术层面”的衰退。这意味着美国经济衰退最早可能在2022年三季度末便到来

，而非2023年。

“我们观察到美国的一些经济指标已经指向衰退，包括6月美国消费者信心指数创新低，美国补库基本完成、ISM制造业PMI新订单环比显著下滑，同时房贷利率快速上行房市景气度快速回落等。”汇丰晋信基金基金经理助理付倍佳同样表示，在三季度通胀难以大幅走弱、美联储加息政策难以退坡的情况下，美国陷入衰退有较大可能。

北京时间2022年7月7日，美联储公布了2022年6月议息会议纪要。中信证券首席海外宏观分析师崔嵘在研报中指出，美联储6月议息会议强调如果公众质疑美联储调整政策立场的决心，通胀可能会根深蒂固，这是目前联储面临的重大风险。

崔嵘预计美联储7月议息会议加息75bps概率仍大；在通胀未出现明显回落迹象前，即便美国经济开始技术性衰退，美联储仍将维持鹰派立场。

诺德基金基金经理谢屹认为，美国经济在2021年上半年见顶，并且会持续回落到今年年底，最迟预计将维持到2023年上半年，具体的时间一定程度上取决于美联储的货币政策推进的力度。如果连续75bps的加息，有可能今年就见到底部了。就目前来看，下半年加息力度是逐步收窄的，所以底部还是有可能在2023年上半年才会出现。

美股：似曾相识2000年

暂且不论美国经济衰退的真实情况如何，市场预期已经开始对资产产生影响。

中金公司认为，衰退担忧对资产的影响主要通过两个渠道：一是基本面和盈利，尤其是对需求比较敏感的周期板块反应最为敏感，例如近期波动较大的大宗商品和周期板块；二是紧缩预期，衰退担忧会使得市场交易紧缩预期的回落，反映在近期利率下行和美股成长股反弹。

回到美股市场层面，中金公司预计三季度美股方向上整体震荡偏弱的判断（估值回调9%-11%，盈利有下调空间），预计彻底的转机可能要等到四季度政策能够退坡后出现，届时或可能成为市场交易逻辑转向利率下行和成长风格的契机，关注7-8月美股二季度业绩期与主要宏观数据。

崔嵘表示，在美联储维持鹰派货币政策期间，美股难言见底回升，而未来美联储货币政策立场的边际缓和或将是美股阶段性见底的信号。

“衰退的条件正在一一被满足，但是美股这波熊市尚未体现对未来盈利预期的下降，仅是估值回调所致。”陶川也认为，市场尚未对即将到来的衰退定价，因此美股的调整尚未结束。

回顾历史，自1950年以来，美股已经有11次熊市。高盛指出，进入熊市后，指数通常会再下跌1-2个月，然后才会触底。在这些熊市中，从高峰到低谷的跌幅中值为-34%。在随后12个月内没有出现衰退的4次熊市中，跌入熊市区域后6个月的回报率中值为+16%。在接下来的7次衰退中，该指数的6个月回报率中值为-7%。

创金合信基金首席经济学家魏凤春则观察到，当前美股与2000年有诸多类似之处。

复盘2000-2001年美股熊市，魏凤春指出，股市在2000年一季度见顶后，在二、三季度震荡波动，从2000年9月开始确认下跌，2001年一季度盈利进入负增长区间，对应美股最快速的下跌期。2001年二季度到四季度，联储货币政策转向，通胀缓解，美股进入震荡下行阶段。特别是在2001年10月联邦目标利率降至29年以来的低点，以及科技股开始发布乐观业绩预告，美股出现了一季度的反弹。

魏凤春判断，当前美股更接近2000年四季度到2001年一季度，美股熊市进入下半场，估值水平回归中位数，从杀估值进入杀业绩阶段，急跌后或震荡重心下移。而从2000年经验来看，盈利转负后，恢复并非一蹴而就，美股见历史底部时间或在明年。

谢屹的观点是，今年全年美股可能维持疲弱，且本次回落明显严重于前两次的，主要还是因为加息力度不同，通胀环境不同，预计明年美股将大概率出现反弹迹象。

付倍佳对下半年的美股市场同样持谨慎观点。她给出了四点理由：首先，过去六个月期间全球主要央行进入紧缩周期的占比已逼近70%的历史高位，全球流动性面临严峻考验，而下半年预计美联储将维持严厉的货币政策不变，利率上升使美股估值持续承压。其次，未来美股的盈利存在下修风险，当前的美股一致盈利预期并没有完全隐含经济衰退的风险，因此存在下修风险。此外，伴随着市场整体风险与波动率的加大，risk off模式的开启亦会对估值构成进一步压力。最后，在美国强经济与强美元的背景背景下，过去几年国际资本大量回流美国市场，未来经

济增长与汇率的基本面发生改变，将会引发部分国际资本撤离美股市场。

责任编辑：是冬冬 图片编辑：沈轲

校对：张艳