

/ 核心观点/

年初以来，在联储紧缩与滞胀拖累下，美股持续下行并确认 “
技术性熊市

”；近日，美国经济也进入了

“技术性衰退”。对于美联储而言，“技术性熊市”和“技术性衰退”是否会推动
紧缩周期转向？对于美股而言，本轮下跌与以往典型熊市有何异同？后续走势又该
怎么看？

一、美股“熊市”的三种典型形态

1.

泡沫驱动型。触发因素

行情特征

：整体呈现下跌幅度巨大、持续
时间较长的特征。熊市的终结

：完善行业监管制度，推出非常规货

币政策。典型熊市复盘：1929年“黑色星期二”、2002年“纳斯达克
”泡沫、2008年次贷危机。

2.

事件驱动型。触发因素：意外的外部事件冲击。行情特征

：下跌速度快，持续时间短。熊市的终结

：外部冲击事件尘埃落

定、政府和联储救市的速度和力度。典型熊市复盘：1987年“

黑色星期一”、2011年美国债务危机、2020年新冠疫情期间美股“四次熔断”。

3.

周期驱动型。触发因素

：经济的供需错配、通胀高企

迫使美联储政策收紧。行情特征

：美股调整幅度和时长主要取决于供需错位和通胀问题的缓解进程。今年年初以来的
美股下跌应被定义为周期驱动型熊市。

二、技术性熊市VS技术性衰退：谁会推动联储转向？

1、当前美股“技术性熊市”的

定位：周期型熊市。

对标于历史上的“周期驱动型”熊市，

目前美股20%的调整幅度尚未达到历史均值水平（30.7%），下跌时长也远不及26.7个月的平均水平。因此，

从美股调整的幅度和时间长度的视角看，当前的“技术性熊市”仍在美联储的承受范围之内，并不会成为促使其政策转向的根本动力。

2、美国经济“技术性衰退

”，联储政策转向的催化剂。美国GDP

连续两个季度环比负增长，

美国经济陷入技术性衰退。拜登与耶伦

均“矢口否认”美国经济衰退，但7月的FOMC

声明改口承认经济走弱。二季度GDP环比负增的原因与一季度负增相比已经出现了

”

慢变

量”的恶

化也意味着经济的

下行更难修复，未来经济衰退的压力

也会更大

。此外，能源、粮食期货价格的大幅下行预示美国通胀在6月或已见顶，从“技术性衰退”到“实

质性衰退”理论上还差一次不及

预期的就业数据。联储紧缩预期已达峰，9月FOMC或仅小幅加息。

3、经济走向实质性衰退的

过程或将拖累美股进一步下跌。

当前美股估值端虽然仍具有调整空间，但并非未来一段时间美股走势的主导因素。

对年初以来美股收益的来源进行拆解，美股虽然在上半年整体下跌了21.3%，但其中有-27.2%来源于估值（PE-TTM）的收缩，而“未来12个月的盈利增速预期”则为股指的收益做出7.5%的正贡献，即

上半年的美股虽然下跌但同时

还在定价未来业绩改善

。从下半年视角来看，随着经济

下行趋势的确认，

盈利走弱将

接力此前的估值收缩成

为拖累美股跌幅持续扩大的主导因素

。后市美股的跌幅将主要取决于经济衰退的深度和持续时长，保守估计还有10%的下降空间。

风险提示：

- ? 1、若海外流动性收缩超预期，对海外市场估值扰动较大；
- 2、若全球地缘冲突加剧，将拖累全球复苏进程。

/完整报告/

年初以来，在联储紧缩与滞胀拖累下，美股持续下行并确认“技术性熊市”；近日，随着美国二季度GDP初值披露，美国经济也进入了“技术性衰退”。对于美联储而言，“技术性熊市”和“技术性衰退”是否会推动紧缩周期转向？对于美股而言，本轮下跌的成因、类型、节奏与以往典型熊市有何异同？后续走势又该怎么看？

一、美股“熊市”的三种典型形态

虽然“牛长熊短”是美股的重要特征，但在逾百年的美股历史中，又确实有多轮“熊市”行情给投资者留下了深刻印象。从原因看，它们或是因为前期估值过高积累了较高的风险，或是因为某个不可预测的突发事件激发了市场的消极情绪，或是因为经济过热迫使美联储不得不以紧缩的方式抑制需求，最终拖累了股市表现。而我们也

可根据熊市形成的不同原因将其分

为三个类型：泡沫驱动型、事件驱动型和周期驱动型。

需要指出的是，这三

种类型的熊市并非只有一种单独的成因，

例如泡沫的破裂往往也伴随意外事件的发生或者美联储紧缩；而周期驱动型熊市也伴随着经济过热和突发事件的催化。因此，我们对熊市类型的划分考虑的是其形成的根本原因，而非“雪上加霜”的附加催化因素。

1.1、泡沫驱动型熊市

个别行业的“非理性繁荣

”是泡沫驱动型熊市的根本原因

。泡沫型熊市的前身往往是由于资源配置不当导致的个别行业的“非理性繁荣”。典型的案例如：2000年的纳斯达克互联网泡沫和2008年全球金融危机前的房地产

泡沫。资产泡沫形成的过程往往也伴随着经济结构的失衡和经济脆弱性的上升。

泡沫驱动型熊市的触发大概率是多因素交织的结果，但其根本成因还是在于前期部分资产的价值过高，脱离合理水平

。例

如，纳斯

达克泡沫破裂受到

多方面因素的影响，既包括货币政策

的调整（美联储加息

）又包括一些突发性事件的触发（微软被判违反反垄断法、财务造假丑闻），但其根本原因还是在于前期互联网公司股价过度虚高。又如，2008年次贷危机的触发因素是因为联储加息导致了房贷断供潮，房产价格下跌并将风险传递至金融部门，但其根本原因在于科网泡沫和9.11期间，美联储大肆放水使得房价、股价过度上涨，形成资产泡沫。与此类似的还有1929年的“黑色星期二”，我们将在后文详细复盘

。

泡沫驱动型熊市整体

呈现下跌幅度巨大、持续时间较长的特征

。19世纪以来，泡沫驱动

型的熊市共有7轮。平均而言，标普500指数

的下跌幅度高达54.3%，且每次熊市均达到了大于30%的水平。泡沫驱动型熊市持续时长约为41.7个月。

泡沫

型熊市的

终结：完善“非理

性繁荣”行业监管制度，推出非常规

货币政策

。泡沫形成的本质在于经济发展的失衡，因此若想促使资本市场重回正常轨道，需要完成过剩行业的出清与居民企业资产负债表的重建。前者往往伴随着行业监管制度的完善，例如2002年的SOX法案、2008年建立的金融审慎管理局；后者则需要非常规货币政策的支持，如2008年大规模QE的出台。

接下来我们将通过对1929年、2002年和2008年这三次典型的泡沫驱动型熊市进行复盘，更加深入的观察其特征。

1.1.1、1929年“黑色星期二”

1929年10月29日被称作“黑色星期二”，这是美国证券史上最黑暗的一天，也是

美国历史上影响最大、危害最深的一次股灾，影响波及西方国家乃至整个世界。自此，美国 and 全球进入了长达10年的经济大萧条时期。

(1) 泡沫的形成：一战

后美

国经济高

度繁荣，宽货币导

致负债水平大幅攀升，股市投机活动

持续膨胀

。美国政府在一战后奉行自由主义政策，经济迅速摆脱战时萧条，迈入“咆哮的二十年代”。同时，美国大幅削减个人所得税并实行宽松的货币政策，贴现率由1921年的7%下降到1927年的3.5%，信用消费与分期付款迅速增长，到1926年约70%的汽车消费采用分期付款。家庭债务迅速增加，总体债务率从1916年占GDP170%上升到1933年300%。在经济高速发展的同时，道琼斯工业平均指数从1921年6月的60余点开始反弹，1929年9月最高涨至376点，涨幅高达5倍多，杠杆交易的比率甚至高达10倍。

(2) 熊市的触发：第一，金融欺诈事件与斯姆特-

霍利关

税法案使得市

场负面情绪累积；第二，经

济下行+美联储流动性收紧。一方面

，当时因金融欺诈而率先暴跌的伦敦证交所

严重打击了投资者的乐观情绪，同一时期正在美国国会讨论的斯姆特-霍利关税法案（该法案计划将进口商品关税提升到历史最高水平）也引发了投资者对贸易战的担忧。另一方面

，美国实体经济自1928年开始呈现下行迹象，钢铁产量、汽车销量、零售销量等纷纷下滑，消费者债台高企。此外，为了预防股市泡沫，美联储逆势提高贴现率并卖出政府债券，收缩信贷和流动性。

(3) 扩散与蔓延：股票抛

售→流动性危机→金融危机→经济危机逐步传导

。当投资者发现股灾即将发生时，所有的股票被“不计代价地抛售”，资金的持续大幅流出导致市场出现严重的流动性短缺。由于之前商业银行大量资金进入股市，人们纷纷担心银行破产，从而出现了对银行的恐慌性挤兑。银行的挤兑也在美欧各国的金融领域相互传导，1931年8月到1932年1月的半年间，美国共有1860家银行倒闭或暂停经营。而银行的倒闭引致信贷进一步紧缩，并且随着投资消费下降、物价下跌和工厂倒闭，失业率激增，美国经济陷入衰退。

(4) 泡沫型熊市的终结：罗斯福新政
“松货币、宽财政” + 完善银行经营制度
+ 二战拉动美国经济重回增长。1933年，罗斯福上任后积极发挥政府的调节和干预作用。货币政策上，增加货币发行量用于救助系统重要性银行（1933—1937年美国货币供应量增加了42%）。财政政策上积极扩张，兴建水坝、铁路、桥梁等基础设施，推行“以工代赈”增加就业、扩大消费。制度层面，确立存款保险、分业经营等制度。这些措施有效地刺激了美国经济从低谷走向复苏，而二战是最终推动美国经济重回增长路径的最重要原因，美股也随之反弹。

1.1.2、2002年“纳斯达克”泡沫

2002年“纳斯达克泡沫”破裂是一场由于资讯科技快速发展，推高互联网公司股市价格，进而造成的泡沫破灭，是典型的泡沫驱动型熊市。

(1) 泡沫的形成：第一，国内降息叠加海外金融危机，资金大幅流入美股；第二，互联网作为“新经济”广受资本推崇，美股出现“非理性的繁荣”。一方面，为了应对98年金融危机，美联储于1998年9月、10月和11月连续分别降息25 bps，将联邦基金利率由5.25%调降至4.75%，叠加东南亚金融危机影响，海内外的大量现金涌向美股。另一方面，上世纪90年代，电脑技术开始得到广泛应用，各种高科技股票在纳斯达克上市，股价快速升高。1995年7月，纳斯达克指数突破1000点，1999年后指数进入了发展的高潮阶段，不到半年时间暴涨超过80%，五年间指数涨幅超过4倍，2000年3月其估值水平高达189.7倍。互联网相关的股票受到资本的“非理性追逐”并形成泡沫。

(2) 熊市的触发：美联储两次加息收紧流动性，微软被判违反反垄断法、财务造假丑闻打击投资者信心。1999年11月5日，联邦法官判决微软的商业行为构成垄断，投资者意识到互联网行业追逐规模经济背后隐藏的风险；同时，大量互联网公司持续亏损且出现财务状况恶化及财务造假等状况。能源巨头安然公司和电讯巨头世通公司通过安达信会计师事务所暗箱操作，通过会计作假抬高股价。消息暴露后，该公司股价随即大跌，并传导至互联网行业。2000年3月，纳斯达克指数到达当时的历史峰值5132点后一路下挫，最低跌至2002年10月的1108点，跌幅高达78%。

(3

) 泡沫

型熊市的终结

：美联储持续降息，监管制度不断完善，市场重拾信心

。美国国会和政府针对安然和世通的财务丑闻强化了对财务报表、审计和公司行为的监管，加速通过了SOX法案。SOX法案的出台意味着在美国上市的公司不仅要保证其财务报表数据的准确，还要保证内控系统能通过相关审计。这是美国证券市场近几

十年来最

严厉的针对上市公

司财务和公司治理的法案。SOX法案

的推出对华尔街

形成了震慑，也对工业企业的经营和内控

提升提供了制度保障，令市场重拾信心。道琼斯指数

在2002年9月见底后，随后5年累计涨幅达到50.59%。

1.1.3、2008年次贷危机

2008年的“次贷危机”是指一场因次级抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡引起的金融风暴，它致使全球主要金融市场出现流动性不足危机。

(1)

泡沫的形成

：科网泡沫和9.11期间

美联储放水刺激房价与股价大幅上行

。美国在2000年和2001年先后遭遇科技股

“泡沫”破裂和9.11恐怖袭击，为提振经济，美联储在2000年至2003年期间又多次降息。在非常宽松的

货币环境下，房市和股市双双大涨。MBS和CDO

等金融衍生品在这一时期的快速发展更是进一步刺激了房价的高涨。

(2) 泡沫的破裂：美联储加息，居民偿债压力增加，房地产市场“泡沫”破裂，金融危机持续发酵。当通货膨胀

加剧，美联储逐渐上调利率时，借款成本增加，无收入、无工作、无资产的次级贷款人首先断供，市场上因违约而被银行收缴出售的房子越来越多，住房供过于求的现象使房价开始下跌。同时，面对不断贬值的房子，有能力偿还房贷的人也选择断供弃房来止损。于是，美国房地产市场出现断供潮，房价急剧下跌，房地产市场 “

泡沫”破裂，形成恶性循环。

(3) 扩散与蔓延：房地产市场“泡沫”崩溃的影响通过次级抵押贷款传导至金融部门，并引发危机。2007年2月，汇丰银行宣布北美住房贷款业务遭受巨额损失拉开了“次贷危机”的序幕。2007年Q2，全交易房价指数从380.63一路下跌至348.37。此后，多家美国次级抵押贷款公司陆续停业，金融机构相继曝出巨额亏损，持有大量次级抵押贷款的商业银行、投资银行、对冲基金、保险公司以及养老基金等机构纷纷被卷入危机，金融市场流动性短缺和信用紧缩的局面出现。2008年，金融市场持续动荡，贝尔斯登公司被收购，“两房”被监管机构接管，“次贷危机”不断蔓延。雷曼兄弟公司的破产倒闭将“次贷危机”推向了一个高潮，成为次贷危机全面爆发的标志，这也意味着“次贷危机”最终演化成了金融危机。美股大幅下跌，9月-12月道琼斯工业指数累计下跌31.2%，2009年3月更是一度跌破7000点。

(4) 泡沫型熊市的终结：强有力的货币、财政政策为市场注入流动性，完善监管机制。2007年下半年，次贷危机发生不久后，美联储即向银行体系注资580亿美元，截至2008年12月底，美国政府共为30家银行紧急注资1600亿美元，对降低流动性风险，恢复市场信心起到了极其重要的作用。在财政政策方面，2008年至2009年，推出了逾万亿美元的经济刺激计划。在货币政策方面，联邦基金利率经多次下调几近于零，通过公开市场操作逾万亿美元。并推出了短期贴现窗口项目、短期证券借贷工具等创新货币政策措施，加大市场的信贷规模，增强流动性。新建金融审慎管理局、商业行为监管局等机构加强对相关行业的监管，管理体系进一步完善。

在实施了以上一系列救市政策后，美国实际GDP在2009年二季度开始回升，到2011年恢复至危机发生前的水平。道琼斯工业指数2009年一季度触底企稳回升，2012年恢复至危机前的最高水平。经济增长和金融市场都得到了很好的恢复。

1.2、事件驱动型

事件驱动型熊市是

指受到意外的外部冲击而导致的股市
剧烈下跌

。虽然它经常伴随着流动性的收缩和经济不景气等因素的扰动，但股票下跌的根本原因还是来自于超预期的社会风险事件或地缘政治矛盾，并且外部事件本身足以冲击市场情绪并大幅提高风险资产的风险溢价，从而导致资本市场价格剧烈调整。1987年“黑色星期一”、2011年债务危机以及2020年初新冠疫情就是典型的例子。

事件驱动型熊市

往往呈现“急跌”特征，下跌速
度快，持续时间短

。因为外部风险事件在短期内发生，并不改变经济周期的基本走势，因此事件驱动型暴跌的过程较为迅速。根据历史统计数据，其平均跌幅仅为26.7%，平均持续时长为8.4个月。

事件驱动型的熊市能否止跌主要

取决于两方面因素

：第一，外部冲击事件本身的冲击深度和时长。第二，政府和联储出手救市的速度和力度

。例如，2011年美股的剧烈下跌随着美国债务悬崖不确定的落地而大幅缓解；1987年“黑色星期一”股灾随着海湾战争

告一段落、程式化交易受限以及美联储大幅放水而止跌；2020年初的美股大跌随着新冠疫情的相对有效控制以及美联储的快速大幅降息而企稳回升。

1.2.1、1987年“黑色星期一”

“黑色星期一”是指1987年10月19日（星期一）发生的熊市。当日全球股市在纽约道琼斯工业指数的带头暴跌下全面下泻，引发金融市场恐慌，随之而来的是1980年代末美国的经济衰退。本次熊市标普500指数跌幅约31%，但持续时间不足一整月，主要受益于美联储和美国证监会的快速响应。

（1）前期风险的累积：海湾战争前，强势美元导致全球资金快速流入，美股长期积累较大涨幅

。上世纪80年代初，在“新经济政策”的刺激下，美国财政支出扩大、税收降低、外资大量流入，美国股市走牛。截止1987年9月底，标普500指数相较1982年的最低点已经上涨215%，累计涨幅高达3

6.2%。另一方面，巨额贸易逆差与财政赤字推升美国经济风险

。80年代以来，里根政府实行的减税政策减少了财政收入，而为了抑制高通胀率实行的高利率政策则造成美元大幅升值，削弱美国出口，造成美国政府的巨额财政赤字和贸易逆差。逆差值从1983年的671亿美元上升到1987年的1200亿美元。

(2) 外部触发因素：上市公司并购优惠税收政策调整，海湾战争升级传言等负面消息冲击

。1987年10月中旬，美国财长宣布取消上市公司并购税收优惠，同时海湾战争升级等消息对市场形成冲击，美股开始调整。10月14日-10月16日连续三个交易日标普500指数接连下跌

，累计下跌10.1%。10月19日，先于美股开盘的香港、欧洲等股市接连暴跌，美股开盘后标普500暴跌20.5%。

美联储

加息和程式化

杠杆交易加剧了美股下跌幅度，但并非熊市的首要原因

。一方面，美国于1985年签订了《广场协定》，美元趋势性贬值直至1987年。1987年9月4日，美联储开始加息，将贴现率从5.5%提高到6.0%。利率上行导致市场整体流动性收缩。另一方面，当时程序化的交易模式在美股投资中兴起，而当交易程式在观测到股价下挫后，按预先所设定的机制会加大力度抛售股票，使美股股价加速下挫；而下挫的股价又令程序更大量地抛售股票，并形成恶性循环。

(3) 股市的暴跌传导至期货市场和外汇市场

。在“黑色星期一”开盘时，伴随着股价的暴跌与买卖指令的不平衡，许多交易未能正常执行，从而影响了股票的报价信息。由于当时的交易系统不完善，过时的现货市场报价使得现货市场和期货市场的股指出现差距，指数套利交易商在察觉到这种套利机会后大量入场，进一步加重了市场的混乱，在混乱的交易环境中，标普500指数期货合约下跌了约29%。市场的恐慌情绪很快蔓延至外汇市场。由于股市的暴跌，投资者恐慌情绪不断传播，大量的国际游资从美国流出，使得美元汇率波动剧烈，美元指数也相应下跌，美股流动性再度承压。

(4) 事件驱动型熊市的终结：美联储调降联邦基金利率60个基点，严格阻断程式化交易的恶性循环。

一方面，美联储发表声明稳定市场信心，并提供流动性保障

。1987年10月20日，美联储在美股开盘前发

表公开声明称“为履行中央银行职责，联储今日正式声明，已准备就绪为支撑经济和金融体系提供流动性”，传达出稳定市场的积极信号。随后，美联储通过公开市场操作、降低联邦基金利率、放宽联储体系出借债券的规则等方式，大量增加了金融系统的流动性。与此同时，芝加哥商品交易所和期货交易所相继暂停交易，以截断股指衍生品市场和现货市场的连锁反应。随后，美国证监会随后引入熔断机制，阻碍熊市的蔓延。

1.2.2、2011年美国债务危机

美国债务余额上限危机是2008年-2009年金融危机的一种延续，本轮金融危机使得美国国债余额突破了10万亿美元大关，逼近国会2010年立法设定的14.29万亿美元的政府债务余额上限。主权债务危机的不断发酵最终引爆美股熊市。

(1)

前期风险的

累积：美联储持续“放水”导致美国政府债务上限不断提高

。美股在2008年金融危机期间大跌，2009年开始触底反弹，期间除2010年5月6日盘中出现异常暴跌外，一直呈上升趋势。截止2010年年底，标普500指数相较2009年的最低点已上涨约90%。但联邦政府救助华尔街的7000亿美元计划导致美国的联邦债务迅速增加，为此，美国从2007年到2010年已连续6次提高联邦债务法定上限，短短数年，联邦债务法定上限从不足9万亿提高到14万亿。这也为后续的主权债务危机埋下隐患。

(2) 触发因素：美国财政悬崖问题悬而未决，主权信用评级遭下调，市场风险急剧上升，触发美股接连暴跌

。2011年5月16日，美国国债达到法定上限，按照相关规定，美国国会必须在8月2日之前提高国债上限，否则美国国债将面临违约风险。但到了8月初，美国会未能在最后期限就债务上限达成一致，市场风险急剧上升，美股接连暴跌。标普500在8月2日和8月4日分别下跌2.6%和4.8%，8月8日更是暴跌6.7%。2011年，美国公共债务占GDP的比例超过90%，经济增长状况也因此而面临恶化的风险。标准普尔公司于同年8月5日将美国主权信用评级从AAA调降到AA+，为近百年以来首次。此外，2011年7月美国PMI再度大幅“跳水”，销售数据也持续下行。同年，7月15日到8月8日，标普500指数遭遇断崖式下降，指数跌幅高达16.8%。

(3) 本轮事件驱动型熊市的终结：美国财政悬崖问题最终解决，美联储重启量化

宽松为市场大量注入流动性。

一方面，2012年1月25日，美联储议息会议

明确表态将保持高度宽松的货币政策

，支持经济进一步复苏。而基于对量化宽松政策的期待，美股在2012年初峰回路转，开启一波超跌反弹行情。另一方面，

美国政府财政悬崖问题最终得到解决

。美国白宫与国会参议院共和党高层在2012年12月31晚达成“财政悬崖”的妥协协议，通过调高高收入富裕家庭的个税税率

、延长失业救济金并启动1100亿美元政府开支削减计划等方式，致力于彻底解决美国的巨额财政赤字矛盾。

1.2.3、2020年新冠疫情期间美股“四次熔断”

2020年，美股在疫情的冲击下，在3月内连续四次“熔断”，但随后在政府有效的干预下，市场人气转为火热，美股在一年之内经历“过山车”般的行情。这也是一次典型的事件驱动型熊市。

(1) 事件型熊市的触发：新冠疫情爆发、欧美控制不利+原油减产谈判失败、能源价格暴跌

。2020年初，新冠病毒肺炎疫情在全球范围内快速扩展，由于发达国家政府普遍应对不力，导致全球投资者风险偏好下降、避险情绪上升。在2020年3月9日、12日、16日与18日，美国股市在连续8个交易日内4次熔断。在上述4个交易日内，道琼斯工业指数的跌幅分别为7.8%、10.0%、12.9%与6.3%。在2020年3月，道琼斯工业指数下跌了13.7%、布伦特原油

期货价格下跌了55.0%、美国10年期国债收益率由1.13%下降至0.70%、美元指数上涨了0.9%。另一方面，以沙特

为代表的OPEC国家与以俄罗斯为代表的非OPEC国家在肺炎疫情爆发后新一轮原油减产谈判方面未能达成一致，进而沙特大力增产导致全球能源价格暴跌，进而引致美国股票市场与高收益债券（即垃圾债券）市场能源板块价格大幅下挫。

(2) 事件驱动型熊市的终结：

美

联储

快速降息

并启动无上限QE

叠加四轮大额财政刺激法案，为市场注入流动性

。为了刺激经济复苏，美联储通过下调短期基准利率和无限QE的政策，为市场注入万亿美元流动性。与此同时，美国政府也陆续出台四轮约2.8万亿美元的财政刺激

法案，向居民发放支票和补助金，而不少因疫情无法外出工作的人也拿着这笔资金进入股市，为美股市场带来大量散户资金。美股由此开始一路高歌猛进，截止8月，标普500指数已经完全收复了3月以来的所有跌幅，并在之后持续刷新新高。此外，拜登成功当选，市场情绪的回暖推升美股在第四季度进一步提高。截止至2020年12月9日，标普500指数已经再次创下历史新高3712.39点。

1.3、周期驱动型

周期驱动型熊市一般与经济的供需错配周期高度相关

。每一轮经济周期中，经济体在经历前期的复苏和增长后，通常会进入一个“经济过热”的阶段。而这样的过热阶段往往体现为产能受限和需求高于总产出水平，价格通胀压力较大。在这样的背景下，政府大概率将通过较为紧缩的货币政策来抑制总需求，使通胀回归到正常水平（2%）。而货币政策的收紧必定会带来风险资产价格的大幅调整，因此最有可能拖累美股进入熊市。周期性熊市的跌幅约为30.7%，持续时长平均为26.7个月。

根据历史经验，经济陷入衰退往往是美联储停止紧缩的重要考量之一，也是美股实现反弹的必要支撑。近一个世纪以来，因为经济供需错配、美联储加息而导致的美股熊市并不多。和当前情况比较像的一次出现在2018年，当时的熊市的终结受益于经济衰退预期促成的联储政策转向

。回顾历史，自2016年起，美联储就开始通过加息和缩表收紧货币政策，长端利率持续上行。而在2018年Q4，美国经济景气度显著下行，资本市场开始定价经济衰退预期，标普500指数较年内下跌20%。受此影响，2019年美联储政策基调开始明显向鸽派调整，2019年1月开始正式暂停加息，美股逐步见底并明显反弹。

二、技术性熊市VS技术性衰退：谁会推动联储转向？

2.1、当前美股“技术性熊市”的定位：周期驱动型

通过对比以上三种类型美股熊市的特征可知，泡沫驱动型熊市下跌幅度大、影响范围广、持续

时间长；事件驱动型

熊市具有突发性，下跌速度快、

但持续时间短；而周期驱动型

熊市则介于二者之间，它所导致的美股调整幅度主要取决于供需错位和通胀问题的缓解程度。

今年年初以来的美股下跌应被定义为一次典型的“周期驱动型熊市”，即为了平衡供需、抑制通胀，美联储政策的被迫收紧是本轮美股调整的根本原因。因为，从估值来看

，2022年初标普500的绝对估值水平处于历史的75分位线处，低于1929年和2000年接近100%的高分位水平。同时，其股权风险溢价（ERP）水平约为77%，即股市相对于债市仍具有一定吸引力。在情绪方面，投资者乐观情绪也处于历史中等水平，并未出现过度乐观的市场炒作情绪。因此，导致本来美股下跌的根本原因不在于“泡沫”，也不存在突发的“事件”，而是受到了美联储政策的影响。

。分开来看，两次急跌背后的驱动因素又有一些不同：

第一轮自今年的1月初开始至3月14日

，标普500指数自年初高点4794一路下行至4173，指数跌幅约12.9%，而其估值水平（PE-TTM）则更大幅度地下行了22.6%。由此可见，年初以来美股急跌的第一阶段主要是货币紧缩主导的杀估值过程。

第二轮自今年3月29日开始

，标普500指数下行幅度约为16.6%，估值下行幅度较为同步，同为16.6%。第二轮急跌除了受到美联储紧缩不确定性的影响之外，市场更多地开始定价高通胀下的美国经济的衰退预期。

对标于历史上的“周期驱动型”熊市，目前美股20%的调整幅度尚未达到历史均值水平（30.7%），下跌时长也远不及26.7个月的平均水平。因此，从美股调整的幅度和时间长度的视角看，

当前的“技术性熊市”仍在美联储的承受范围之内，并不会成为促使其政策转向的根本动力。

2.2、美国经济“技术性衰退”：联储政策转向的催化剂

美国GDP连续两个月环

比负增长，美国经济陷入技术性衰退

。美国商务部周四最新公布的数据显示，美国二季度实际GDP年化季环比初值-0.9%，不及预期的0.4%，前值为-1.6%。当一个经济体的GDP连续两个季度负增长时，通常会被视为经济陷入“技术性衰退”，而美国经济衰退与否，最终还需要美国国家经济研究局（NBER）裁定宣布。

。拜登在GDP数据公布后的一份声明中表示，随着美联储抗击国内高通胀，现阶段的经济放缓“不足为奇”。他坚称“美国仍走在正确的道路上”，就业市场保持着强劲，失业率为3.6%，消费支出在持续增长。而美国财政部部长耶伦也在此前的公开发言中表示，她没有看到任何迹象表明美国经济陷入大范围衰退，而是处于增长放缓的“过渡期”。即使美国连续两个季度出现经济萎缩，她也不认同NBER学者们会做出美国经济衰退的判断。但值得注意的是，美联储在7月FOMC的声明中删掉了6月声明所说的“总体经济活动在一季度小幅下降后已回升”，改称“最近的支出和生产指标已减弱”。

二季度GDP环比负增的原因与一季度负增相比已经出现了明显的变化，拖累因素从“快变量”转为“慢变量”

。据BEA研究结果显示，在美国GDP的构成分项中，消费者支出和固定投资为“慢变量”，与未来经济走势更为相关。Q1

GDP环比增速转

负主要是因为强势美元抑制美国

出口（快变量）。

二季度GDP中的进出口分项已环比转正。而住宅固定投资和私人库存投资则显著呈现负增

。其中，私人投资库存继第一季度出现下降后，二季度继续拖累经济继续下滑约2.01个百分点；占美国经济总量约70%的个人消费支出增长1%，增幅较一季度也有所放缓，二者均为“慢变量”。

“慢变量”的恶化也意味着经济的下行更难修复，未来经济衰退的压力也会更大。

此外，Q2住宅固定投资的缩量与前期公布NAHB反映的预期一致，美国房地产市场已显著“冷却”

。此前公布的数据显示，7月美国NAHB房产市场指数下降12个点，在此项调查的37年历史上降幅仅次于2020年4月份；跌至55，这一数值创下2020年5月以来最低

。这意味着当前美国地产

市场的热度大幅下滑。其背后的

主要原因在于房地产销售受到高通胀和利率飙升的显著影响。

就业为当前美国“经济强劲”的最后一块遮羞布，虽存量（失业率）尚可，增量动能不足

。我们在此前报告《美国就业究竟如何——基于量、价、结构的拆解》（20220711）中分析指出“当前美国失业人数和失业率均已恢复至疫情前水平，未来总量层面非农就业持续大幅增长的空間有限，未来就业市场的变化将主要体现为就业久期结构的优化和兼职就业数据结构的改善。”近几个月来，初请失业金人数普遍上升，并持续徘徊在去年11月以来的最高水平附近。美国劳工部最新公布的数据显示，截至7月23日当周，美国初次申请失业金人数为25.6万人，略高于彭博经济学家预期的中位数25万人。与此同时，科技和房地产等行业的知名企业纷纷宣布裁员，并冻结招聘。

往后看，即使美国的失业率能够维持在3.5%左右的水平，但非农就业再度大幅新增的可能性并不大。

另一个限制美联储政策转向的约束条件为通胀

。此前，6月美国CPI同比增长9.1%，增幅创1981年以来新高，其中能源价格是美国通胀最主要的推手。而从近期期货价格来看，汽油价格已从6月中旬的高点下跌约10%；小麦期货价格比5月中旬下跌约37%，玉米期货价格也比6月中旬下跌约27%。美国密歇根大学消费者情绪调查也显示，长期通胀预期从6月的3.1%降至6月底、7月初的2.8%，与疫情爆发之前20年间的平均水平相当。综上，我们判断6月为美国通胀的峰值，后续将开启稳步下行。

综上，从“技术性衰退”到“实质性衰退”理论上还差一次不及预期的就业数据，因此联储紧缩预期达峰已为确定性事件，9月FOMC或仅小幅加息。

2.3、经济走向实质性衰退的过程或将拖累美股进一步下跌

美股估

值端虽然仍具

有调整空间，但并非未来一

段时间美股走势的主导因素

。如下图所示，从宽基指数来看，除纳指估值已调整至2010年以来23%的历史分位水平之外，标普500指数（43%）和道琼斯指数（68%）估值水平仍然较高。分行业来看，工业、可选消费、公用事业、必需消费四个行业的估值水平仍在40%分位数以上，仍具有一定向下的调整空间。

但是受GDP连续两个季度负增影响，衰退恐慌使得市场对美联储激进加息的预期已明显减弱

。挂钩联储加息日期的互换合约显示，7月28日市场押注美联储到今年年底最高会将利率升至约3.3%，相当于在当前基础上加息不到100个基点，这意味着联储紧缩预

期已开始触顶回落。

。

往后看，经济下行压力增大导致的美股盈利下行将接力此前的估值收缩，成为拖累美股跌幅持续扩大的主导因素

。通过对年初以来的美股收益来源进行拆解可知（MSCI US指数为例），美股虽然整体下跌了21.3%，但其中有-27.2%来源于估值（PE-TTM）的收缩，而“未来12个月的盈利增速预期”则为股指的收益做出7.5%的正贡献，即上半年的美股虽然下跌但同时还在定价未来业绩改善。

而从下半年视角来看，随着经济下行趋势的确认，盈利走弱将接力此前的估值收缩成为拖累美股跌幅持续扩大的主导因素，后市美股的跌幅将主要取决于经济衰退的深度和持续时长，保守估计还有10%的下降空间。

风险提示

- 1、若海外流动性收缩超预期，对海外市场估值扰动较大；
- 2、若全球地缘冲突加剧，将拖累全球复苏进程。

本文源自金融界