

美股跌不休，美联储的“心理防线”在哪？

2022年01月29日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

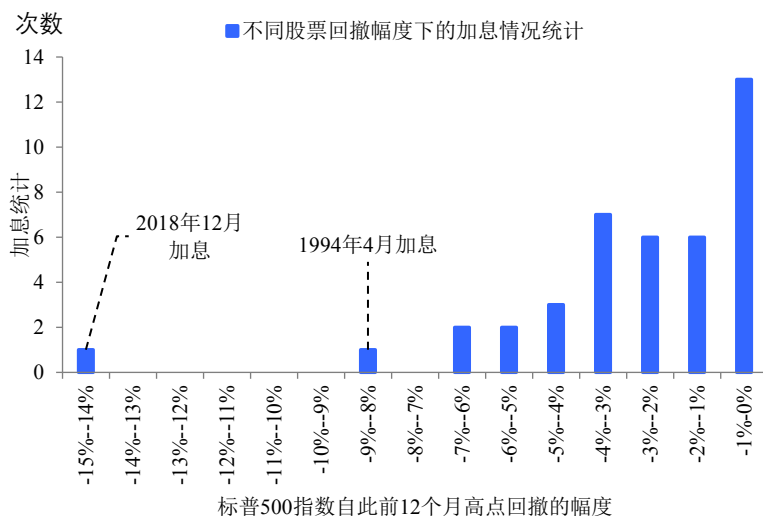
研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

- 2022年以来美股持续调整，截至议息会议前（1月26日），标普500指数已从1月3日的高点回撤9.3%，但这并未阻挡美联储加速紧缩的决心。1月议息会议透露出年内最多可能加息7次、缩表可能提前至7月的鹰派信号。值得注意的是，在会后的新闻发布会上当被问及如何看待近期金融市场波动时，美联储主席鲍威尔表示需要看到金融市场状况出现“持续”或足够实质性的变化，以至于会危及美联储经济目标的实现，然后才会做出回应。那么股市要跌多少才算“足够实质性的变化”？还有其他什么金融市场的变化值得我们去关注？
- **美股：回撤10%是一道坎，回撤20%是极限。**我们从两个维度统计了美股回测和美联储加息的关系。第一个是每次加息的会议当日，标普500自过去12个月高点回落的幅度（简称回撤幅度）（图1），第二个是每次加息的会议当月最低点自过去12个月高点回落的幅度（简称最大回撤幅度）（图2）。从历史来看，回撤幅度超过10%，最大回撤幅度超过15%，美联储会对加息等紧缩操作更加谨慎；而回撤幅度超过15%，最大回撤幅度超过20%，美联储没有再加过息，这一极端情形在2018年12月曾经出现过一次，有趣的是20%的跌幅也被认为是市场进入技术性熊市的门槛。
- **美联储：回撤超过10%，降低紧缩预期；回撤超过20%，停止紧缩。**以史为鉴，我们回顾了2009年以来美股回撤达10%及以上的情景，其中处于美联储货币政策紧缩阶段的有4次（不包含2022年1月）。主要集中在两个阶段：2015年下半年至2016年初美联储首次加息前后；2018年、上一轮美联储紧缩周期末期（表1）。当时美联储采取了什么行动？市场又是如何演绎的？
- **2015年至2016年：**2014年10月美联储Taper结束，市场静待加息落地，2015年初市场的基本预期是6月和12月美联储分别加息1次。不过由于新兴市场动荡（比如中国经济下行，人民币汇率改革等）、原油价格暴跌，美国股市也震荡下跌，美联储的反应是持续降低加息预期，股市在9月企稳、10月反弹。直到11月初公布的10月会议纪要才透露2015年年内加息较为确定的信号（图3）。2015年12月首次加息后股市继续暴跌，2016年1月美联储再放“鸽”，一度导致市场预期年内不加息，也帮助美股在2月完成企稳反弹（图4）。
- **2018年1月至2月：**2018年1月底至2月初的美股大跌重要背景是美联储“进一步”加息的鹰派措辞叠加2月2日公布非农数据大超预期，美股下跌的低点出现在2月初，但整体跌势一直持续到3月底。在3月21日议息会议上美联储明显偏鸽。并未上调点阵图和释放年内加息4次的信号，直到股市稳住后的6月会议才上调利率预测路径。
- **2018年12月：**市场比较喜欢将2022年1月与2018年10月类比，从股市行情确实有类似之处，2018年10月3日鲍威尔接受采访中表示“离中性利率还要较大的（加息）空间”开启了美股暴跌的行情，12月最后一次加息后，2019年货币政策重回宽松，股市也随之反弹（图5）。
- **重蹈覆辙概率不大，2022年和2018年最大的不同可能在于周期所处的位置。**虽然2022年1月市场不断升温的政策紧缩预期和鲍威尔对于年内加息7次的开放言论令美股大幅回调，但2022年美国的经济还处于复苏阶段，与2018年的周期末期存在很大的不同，这意味着2022年经济、政策和市场的表现不会走2018年的老路。
- **我们预计美股本轮调整幅度会超过10%，美联储在2022年3月议息会议可能会释放不及市场预期的鸽派信号。**3月美联储将公布点阵图，我们预计点阵图的分歧会比较大，但预期中值很可能不及市场预期的年内加息超过4次，这一信号将帮助股市企稳反弹。
- **除了股市之外，信用利差也是影响美联储的重要市场指标。**股市之外，信用债市场也是美国直接融资的重要组成部分，信用利差是测量该市场健康与否的重要指标，当BBB级（属于投资级中的最低级）信用利差超过200bp时，美联储也会果断出手呵护市场（图6）。
- **风险提示：**疫情变异和扩散超预期；美联储超预期鹰派导致市场继续暴跌、经济放缓

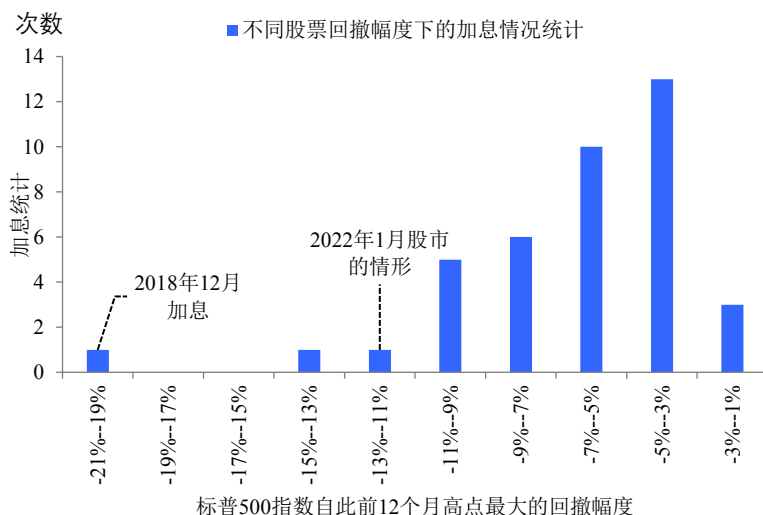
- 1、《宏观月报20220126：加息4次+缩表，2022年市场的不可承受之重？》2022-01-26
- 2、《宏观周报20220124：基建“明牌”，那基建股呢？》2022-01-24
- 3、《宏观周报20220123：动态追踪全球供应链压力——纽约联储新指标解析》2022-01-23
- 4、《宏观周报20220120：LPR仍有下行可能，下次降息窗口在3月》2022-01-20
- 5、《宏观周报20220119：还需关注中美利差吗？》2022-01-19

图 1: 1990 年以来美股自 12 月个月高点回撤幅度和美联储加息的关系



注：上图中统计的是每次加息的议息会议当日，股票自过去 12 个月高点的回撤幅度。
 数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所测算

图 2: 1990 年以来美股自 12 月个月高点最大回撤幅度和美联储加息的关系



注：上图中统计的是每次加息的会议当月，股市最低点自过去 12 个月高点的回撤幅度。
 数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所测算

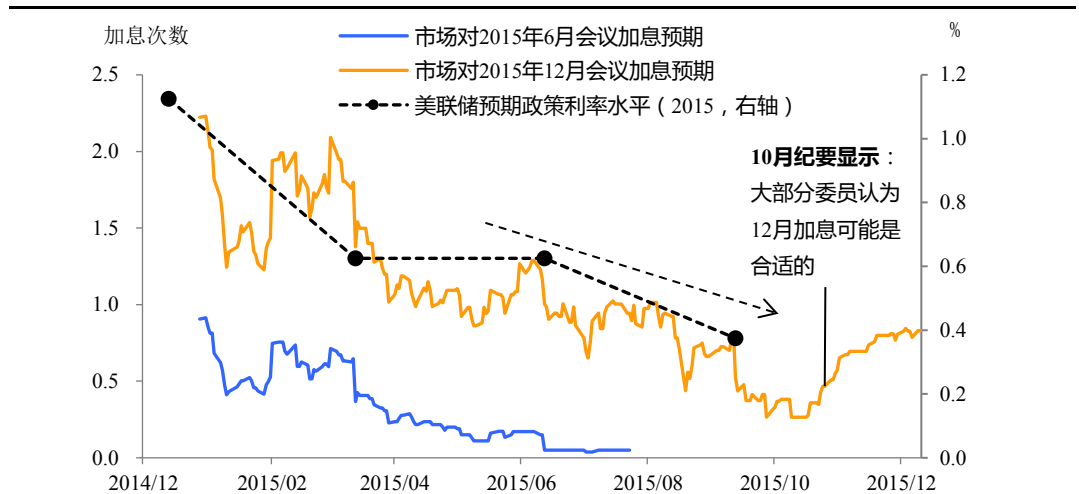
表 1: 2009 年之后标普 500 指数回撤达 10% 及以上的情况总结

高点时点	低点时点	标普高点	标普低点	回撤幅度 (%)	持续交易日 (天)	美联储货币政策周期
2010/4/23	2010/7/2	1217	1023	-15.9	50	宽松
2011/4/19	2011/10/3	1364	1099	-19.4	109	宽松
2011/10/28	2011/11/25	1285	1159	-9.8	21	宽松
2012/4/2	2012/6/1	1419	1278	-9.9	43	宽松
2015/5/21	2015/8/25	2131	1868	-12.3	67	紧缩
2015/11/3	2016/2/11	2110	1829	-13.3	69	紧缩
2018/1/26	2018/2/8	2873	2581	-10.2	10	紧缩
2018/9/20	2018/12/24	2931	2351	-19.8	66	紧缩
2020/2/19	2020/3/23	3386	2237	-33.9	24	宽松
2020/9/2	2020/9/23	3581	3237	-9.6	15	宽松
2022/1/3	2022/1/27	4797	4327	-9.8	17	紧缩
均值				-14.9	44.6	
中值				-12.3	43.0	

注: 为了展示更加完全的情景, 我们把回撤幅度超过 9.5% 的情形也计入。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3: 2015 年美联储货币政策态度和市场加息预期变化



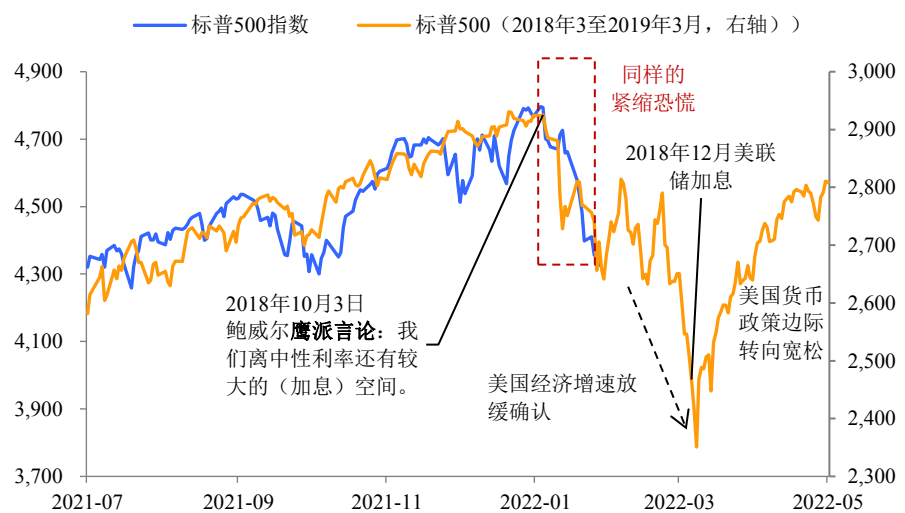
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: 2016 年初美联储继续保持鸽派



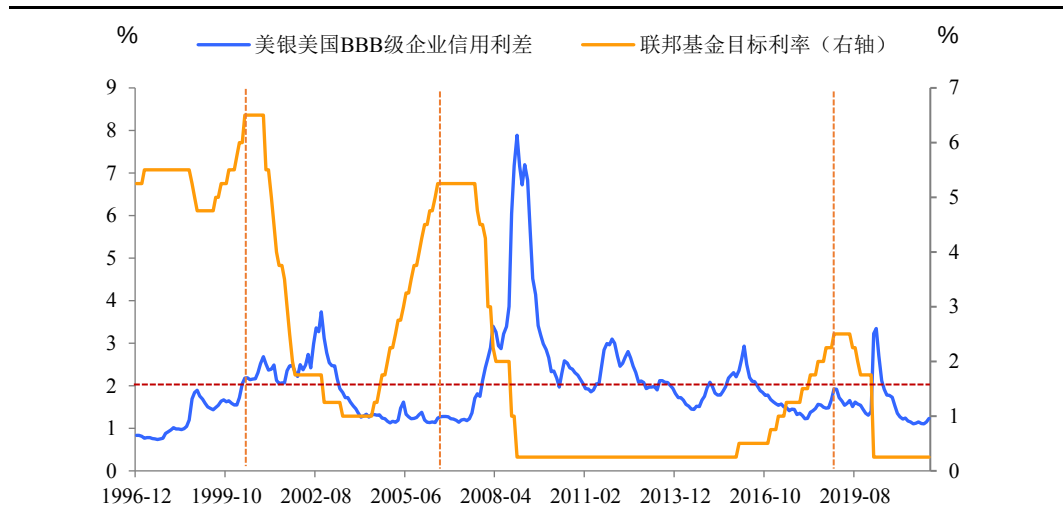
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 5: 2022 年 1 月和 2018 年有相似之处



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6: 企业信用利差和美联储政策利率的变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>