

美股会进入熊市吗？

报告日期：2025-3-11

策略分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

策略分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

主要观点

● 市场异动

北京时间 3 月 11 日美股继续大跌，其中纳指、标普 500、道指分别收跌 4.00%、2.70%、2.08%，中概股纳斯达克金龙指数收跌 3.59%。行业层面，标普 500 一级行业中，仅公用事业和能源上涨，信息技术（-4.34%）、可选消费（-3.90%）、通讯服务（-3.54%）跌幅靠前。主题及个股层面，人工智能与创新、半导体、科技巨头领跌，其中特斯拉下跌 15.43%、英伟达下跌 5.07%、苹果、脸书、谷歌均跌超 4%。CBOE 波动率攀升至 27.86 的阶段性强点。

● 本轮美股调整定性为经济衰退“担忧”带来的阶段性调整

实质上本轮美股的阶段性调整从 2 月 20 日开始，持续至今。我们将本轮美股调整的原因定性为经济衰退担忧带来的美股市场风险偏好降低而引发的阶段性回调，更多属于估值层面的压力。

美国近期经济衰退担忧的直接诱发原因在于特朗普就任后不断挥舞关税大棒、快速扩大加税规模和提高税率。包括但不限于对中国进行两次加征 10% 关税（已落地），目前中国出口美国商品的税率整体在 40-45%；威胁对墨西哥、加拿大加征 25% 关税；威胁对欧盟加征 25% 关税等。此外美国 2 月 ADP 就业人数和失业率均不及市场预期，也加剧市场对美国经济衰退的担忧。

2018 年特朗普初任总统对华加征关税时的美股市场表现，也出现过两次阶段性调整：第一次 2018/1/29-2018/2/9 日，纳、标、道指分别下跌 9.71%、10.16%、10.36%；第二次 2018/3/13-2018/4/2 日，纳、标、道指分别下跌 9.46%、7.23%、6.09%。而本轮美股阶段性调整的原因类似，但调整幅度更大，从 2025/2/20-2025/3/10 日，纳、标、道指分别下跌 12.90%、8.62%、6.09%。其主要原因在于两方面：一是当前美股位置更高，本轮调整前相比 2018 年初调整前美股三大股指累积涨幅分别为 170.62%、116.4%、69.09%，处于历史新高位置；二是本轮特朗普加征关税的规模、速度均远超 2018 年，如当时对中国关税的加征经历接近 2 年时间的分批、小幅持续提高过程，而本次短时间内便对中国、墨西哥、加拿大、欧盟的关税进行大幅加征。

● 本轮美股预计还有（5%以内、10 天之内）的回调程度

美国经济发生实质性衰退和美国经济衰退担忧这两种情形所导致的美股调整性质截然不同。前者将引发美股深度调整的熊市即三大股指调整幅度至少在 20% 以上甚至更多，属于估值和业绩的戴维斯双杀（详见报告《千磨万击还坚劲——2023 年度投资策略》第 39-49 页）。而后者则是作为美股阶段性调整的其中一种诱因，即三大股指跌幅通常在 20% 以内、多数甚至在 10% 以内，属于市场风险偏好即估值的回落（详见报告《ISMPMI 大幅回调引发美股衰退交易的真相》（发布日期：2024/8/14））。

1989 年以来美股出现过 5 次深度回调，分别是 1989.10-1990.10、2000.9-2002.10、2007.10-2009.3、2020.2-2020.3、2021.11-2022.10 月，这 5 次深度回调都是由于美国经济发生实质性衰退而导致的，而根据过去美股深度调整时的经济表现，美国实际 GDP 同比折年率下滑速度达到了季均 0.8 个百分点以上，同时 ISMPMI 等先行指标也会出现持续性的大幅回落等。

目前还未观测到美国经济发生实质性衰退的显著证据。如尽管美国经济自 2024Q3 季度以来持续回落，但回落速度并没有触及季均 0.8 个百分点的临界值，2024 年 Q2、Q3、Q4 不变价 GDP 折年同比分别为 3.04%、2.72%、2.51%。再如 ISMPMI 先行指标也并未出现持续大幅回落（连续月 2 个百分点以上的回落），截至 2025 年 2 月 ISMPMI 录得 50.3%，边际回落了 0.6 个百分点，而在此前 ISMPMI 一度从 2024 年 10 月的 46.5%持续回升至 2025 年 1 月的 50.9%。因此本轮美股的调整性质并非是实质性衰退带来的戴维斯双杀熊市。

预计美股仍有短时间、一定幅度的回调（10 天内、5%内），但本轮较深的阶段性回调反而给美股带来了良好的投资契机。美股阶段性回调原因多样，其中较常见、发生频率较高的诱发因素便是经济衰退担忧，而经济衰退担忧通常包括数据诱发型如 ISMPMI 大幅回落等和事件诱发型如美国对外经贸关系紧张等，但无论是哪种诱发因素，其本质是不变的即市场对未来美国经济衰退的担忧。在我们的外发报告《ISMPMI 大幅回调引发美股衰退交易的真相》（2024/8/14）中得出明确结论：

①当美国经济出现衰退担忧时会引发美股阶段性调整，而这种阶段性调整幅度的大小与美国经济周期有关，若美国经济处于上行周期内，衰退担忧导致的美股三大股指阶段性平均调整幅度通常在 5-8%，一般不超过 10%。而如果美国经济处于下行周期内，衰退担忧导致的美股三大股指阶段性平均调整幅度会更大，通常在 7-11%，并且较大概率幅度超过 10%，但最多不会超过 16%。

②调整时间上，通常在 2-3 周，一般不超过 1 个月。

③三大股指的相对调整幅度上，纳指>标普 500>道指。

从 2 月 20 日到 3 月 10 日，三大股指平均跌幅 9.2%，持续时间 20 天左右，如果对标过去美国经济阶段性调整时间和空间幅度的区间上限（平均跌幅 16%、持续 1 个月左右）来看，本轮美股继续阶段性调整幅度预计在 5%内、再延续时间 10 天内。因此本轮美股较大幅度的阶段性调整后 will 带来较好的投资机会。

● 美股阶段性回调终结 A 股春季行情，A 股继续维持高位波动震荡

在我们发布的报告《什么情形下春季行情会被终结？—基于过去 5 年深度复盘启示》（2023/2/6）中明确指出“美股阶段性下跌是春季行情终结的必备触发因素，且通常在美股出现阶段性下跌的前后 1 周内春季行情结束”。同时在我们的 3 月月报《静水流深》（2025/2/23）中也明确指出市场将进入高位震荡阶段。回顾本轮春季行情，A 股阶段性高点 and 美股阶段性高点的时间基本一致。

预计 A 股仍将维持一段时间的高位震荡行情。一方面内部经济稳定、两会政府工作报告落地均符合预期，这是 A 股的主导因素，因此目前高位震荡

的 A 股行情变化契机在于经济预期或政策预期出现变化；另一方面尽管外部存在偶发性的关税扰动，但整体也在市场预期之内且并非市场的主要矛盾。因此市场将继续维持高位震荡。

● 美股阶段性回调加剧了科技股估值调整的压力

美股阶段性调整将进一步加剧科技股的估值调整压力。美股阶段性调整会从两个维度上对科技股形成压力：一是纳指出现大幅回调即美股科技股回调会在映射关系上对 A 股科技股形成调整压力；二是 A 股结束春季行情后，在没有向上 β 的支撑下，前期强势的方向即科技股也会存在调整压力，这符合“多涨亦多跌”的规律。同时科技股本身也已经出现了较密集的见顶信号，包括相关板块估值百分位处于天花板顶部、高位股跳水现象愈发突出、板块扩散即从计算机/传媒扩散至通信/电子、板块龙头补涨等。

A 股行业上仍将继续维持整体轮动态势。建议关注三条有望轮动到的主线：

第一条主线是市场震荡下具备配置性价比同时具备中长期战略配置价值的银行、保险。一方面，我们坚持对 3 月市场高位震荡的判断，因此银行保险等权重股有稳定及短期换仓的性价比。二方面《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。

第二条主线是前期低估滞涨同时有政策催化的领域，重点关注医药、汽车（不含零部件）、家电（不含零部件）。其中医药有望出现阶段性估值修复，源于“完善药品价格形成机制”和“医保支持创新药高质量发展”两份文件征求意见。汽车、家电则是源于以旧换新政策进一步明确以及优异效果。在前期整体滞涨背景下，市场高位震荡，同时有政策催化，有望迎来一波阶段性机会。

第三条主线是正值收益兑现时机的强季节性基建优势品种。春节假期至 3 月中旬，基建开工链条存在稳定规律的强季节效应机会，且和景气基本面无关，支撑来自于“两会”政策预期支撑。当前两会政策预期落地，时间临近 3 月中旬，因此正是兑现该链条收益的时间节点。包括工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。

● 风险提示

美国经济超预期恶化成衰退；本轮美股阶段性调整时间和幅度显著高于过去类似案例；2 月社融信贷或经济数据大幅不及或超预期；美国对华政策超预期严厉等。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。