



彭文生：美股下跌的宏观逻辑



2022 年美股迎来“开门黑”，年初以来纳斯达克指数累计下跌 12%。大涨两年后美股为何剧烈调整？对宏观经济前景有何含义？我们的结论是：

1) 水能载舟，亦能覆舟。本轮股价上涨更多是一种货币现象。无论美国居民财富增值，还是企业盈利创新高，本质上都是货币扩张的结果。

2) 迫于通胀压力，美联储不得不加快紧缩，这已然形成了“急刹车”局面。美股下跌是市场对美联储政策急转弯及其潜在影响的膝跳反应。

3) 同样迫于通胀压力，美联储在紧缩方向上已无路可退，短期内很难重回宽松。这意味着“美联储看跌期权”（Fed put）不会很快出现。

4) 美联储加快紧缩，中期经济衰退风险增加。美国发生系统性金融风险的可能性较小，但一些新兴市场国家出现金融危机的概率在上升。

以下是我们的详细分析：

水能载舟，亦能覆舟。本轮股价上涨更多是货币现象。过去两年美股上涨是美联储资产负债表扩张的结果，这也是货币政策传导机制的一种体现。自 2020 年 2 月至 2021 年 12 月，美联储资产负债表规模从 4.1 万亿上升至 8.8 万亿美元，涨幅 115%；美国广义货币 M2 规模从 15.5 万亿上升至 21.4 万亿美元，涨幅 38%。同一时期，标普 500 指数自最低点上涨 113%，纳斯达克指数上涨 128%。

联储“扩表”推高股价的机制是什么？一个渠道是流动性效应 (liquidity effect)。美联储通过量化宽松购买资产，相当于给市场提供了

流动性，从而为投资者购买股票提供了资金。流动性的增加也会降低无风险利率，有利股票估值扩张。另一个渠道是资产负债表效应（portfolio balance effect）。美联储购买风险资产（如 MBS）令市场中的风险资产供给下降。由于资产之间的不完全替代性，投资者在卖出一种风险资产后会转向持有其他风险资产，并降低该资产乃至整个市场的风险溢价。与此同时，美联储也向市场发出了它将不遗余力（whatever it takes）维护金融维持，并在相当长时间内压低利率的信号。这有助于增强市场对经济复苏的信心，有利股市。

一种观点认为，过去两年的美股上涨也受到经济基本面支撑，毕竟美国经济复苏的强度超出预期，比如居民消费在疫情后强劲反弹，企业盈利也创出历史新高。但仔细分析不难发现，消费反弹的一个重要来源是财富效应，而这又与美联储推高资产价格有关。

我们的计算显示，19Q4 至 21Q3 期间，美国居民部门净资产规模上升了 22%，上升速度均远超 2008 年次贷危机后的经济复苏阶段。对居民总资产变动进行拆分发现，过去两年净值上升幅度最大的是房地产、股票、基金和养老金，这几类资产加总起来大约贡献了居民总资产涨幅的 75%。也就是说，美联储货币宽松令美国居民财富大幅增值，由此带来的财富效应（或者说“财富幻觉”）推动了消费扩张。

企业盈利大增也反映了货币的作用，更确切地说，是“财政投放货币”的作用。美国企业总利润在疫情后保持强劲，企业利润与 GDP 之比创 1950

年代以来新高。我们使用 Kalecki-Levy 公式对美国企业利润进行拆分，发现一个重要原因是美国政府开支的大幅增加，而后者又受到美联储货币宽松的支持，也就是财政赤字货币化。由此可见，企业利润增长本质上也是货币现象，如果没有货币扩张，企业盈利也不可能修复的那么快。

基于上述分析，美联储转向紧缩（“急刹车”）将增加美股调整压力。随着美国 CPI 通胀创出近 40 年来新高，越来越多美联储官员赞成尽快采取紧缩措施，比如应该在 3 月进行首次加息，在下半年开启“缩表”。2021 年美联储一直强调通胀是暂时的，但结果却并非如此，美联储也因此丧失了信誉。为重建信誉，美联储不得不以更快的速度转向紧缩，进而造成了当前这种“急刹车”局面。美联储货币政策的决策机制是联邦公开市场委员会（FOMC）投票决定，从目前的情况看，今年 FOMC 票委中鹰派人士已占据上风。因此对于美联储紧缩，我们建议投资者“宁可信其有，不可信其无”。

如果美股因为货币政策收紧而下跌，美联储是否会停止紧缩？这种想法很常见，通常被称为“美联储看跌期权”（Fed put）。背后的逻辑是，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36528

