

2022 年美股面临的两大风险

2021 年 12 月 23 日

观点

- 1990 年至 2020 年，美股在四季度共经历了 6 次回调（表 1）。而 2021 年 11 月以来，在疫情反复、通胀预期升温的背景下，美股恐再次陷入调整的“怪圈”。本文重点复盘了与 2021 年经济基本面有相似之处的 2018 年，以史为鉴，展望 2022 年美股可能面临的风险。
- 对 1990 年至 2018 年 6 次美股回调中各行业表现的分析显示，防御型板块的表现得到了验证，医疗板块在每次的回调中相对于标普 500 指数都有超额收益。此外，公用事业、必选消费也取得了不错的成绩，在 6 次市场回调中均有 5 次收获超额收益。
- 从四季度美股回调的起因来看，除了 2018 年为美联储政策失误的政策面所致，其他起因均为事件面（如欧债危机、雷曼事件等）。

2018 年的经济基本面和如今（2021 年 11 月至 12 月）的情况有相似之处：就业市场复苏向好但通胀超调。2018 年为了应对通胀，美联储共加息 4 次，一、二季度分别加息一次，未对股市产生显著影响，然而四季度，美联储连续加息 2 次，使得利率达到 2008 年以来的最高水平，加息速度过快导致四季度标普 500 指数跌幅近 20%（图 1）。

- 而今年 11 月末以来，美股经历了两波下跌（图 2）：

第一波为疫情所致。11 月 24 日，南非向世卫组织报告高传染性的变种毒株奥密克戎；11 月 26 日，世卫组织宣布将奥密克戎列为“关切变异株”，当日标普 500 指数跌幅 2.3%，打破了 10 月以来的上行态势。

第二波为疫情叠加加息预期升温所致。12 月鲍威尔等美联储官员陆续表态承认通胀的非暂时性（表 2）并且议息会议点阵图鹰派转向，此外奥密克戎取代德尔塔成为美国的主流新冠病毒株并造成新增病例数激增（图 3-图 4）。二者叠加作用下，12 月 16 至 18 日美股连续下挫。

- 行业方面，防御型的医疗和公用事业在 2021 年 11 月以来大盘的两波下跌中跑赢周期性行业，而在第二波下跌中，必选消费强劲反弹（图 5）。
- **展望 2022 年，美股仍将面临疫情反复以及过快加息两大主要风险。**不过，如图 6 所示，几波疫情对于美股的冲击是边际递减的，随着政策对于疫情反应灵敏度的提升，我们预计未来疫情反复对于美股的影响有限，但是需要警惕通胀带来的回调风险。
- **美国高通胀对于成长股的压制已经显现。**疫情以来美联储采取极度宽松的货币政策支持经济，然而 2021 年 6 月以来，通胀持续创新高，迫使美联储在 12 月议息会议上宣布加速 taper，以及点阵图对于 2022 年加息次数和节奏指引的鹰派转向。而当利率预期及实际利率上升时，折现率的上调导致高估值、长久期的成长股受到压制。如图 7 所示，11 月 1 日至 12 月 20 日，美国成长股跑输价值股。
- 2022 年在美国货币政策紧缩转向的市场预期下，警惕来自高估值、长久期成长股方面的市场波动。
- **2021 年 12 月 22 日海外市场回顾：**22 日海外股市集体收涨，美股方面，道指涨 0.74%，标普 500 指数涨 1.02%，纳指涨 1.18%；欧洲方面，德国 DAX 指数涨 0.95%，法国 CAC40 指数涨 1.24%，英国富时 100 指数涨 0.61%，意大利富时 MIB 指数涨 0.66%。美债收益率多数下跌，2 年期美债收益率跌 0.6bp 报 0.67%，10 年期美债收益率跌 1.1bp 报 1.46%，30 年期美债收益率跌 1.3 个基点报 1.9%。国际油价集体上涨，美油 2022 年 2 月合约涨 2.7% 报 73 美元/桶，布油 2022 年 3 月合约涨 2.2% 报 76 美元/桶。COMEX 黄金期货收涨 0.9% 报 1805 美元/盎司，LME 铜涨 1.1% 报 9642 美元/吨。美元走弱，美元指数跌 0.4% 报 96。
- **风险提示：**疫情扩散失控，美国通胀飙升失控

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

1、《宏观周报 20211220：LPR 之后，MLF 降息还有多远？》

2021-12-20

2、《宏观周报 20211219：如果 2022 年 GDP 增速 5.5%，人民币是升是贬？》2021-12-19

3、《宏观月报 20211215：美联储 12 月议息会议：taper 加速后的加息信号》2021-12-15

4、《宏观月报 20211215：把握政策发力的三条经济线索》2021-12-15

5、《宏观月报 20211213：2022 年美国通胀如何见顶回落？》2021-12-13

表 1: 1990 年至 2020 年, 美股在四季度共经历了 6 次回调 (单位: %)

	墨西哥比索危机	互联网泡沫	次贷危机	雷曼事件	欧债危机	美联储过快加息
	1994Q4	2000Q4	2007Q4	2008Q4	2012Q4	2018Q4
标普500指数涨跌幅	-0.7	-8.1	-3.8	-22.6	-1.0	-14.0
标普500行业指数相对于标普500指数的超额收益						
房地产	na	na	na	-20.3	3.8	9.3
能源	1.7	8.6	7.9	1.5	-2.3	-10.4
金融	-3.2	9.8	-11.2	-15.1	6.3	0.4
信息技术	9.3	-25.3	3.7	-3.4	-5.2	-3.7
医疗	3.1	18.9	3.4	9.8	0.5	4.9
材料	-7.3	29.7	3.4	-8.9	3.0	1.2
通信设备	-6.0	-11.3	-2.0	19.7	-6.1	0.4
可选消费	-1.7	3.6	-6.7	-0.9	2.6	-2.7
工业	0.1	7.3	-1.3	-2.1	4.0	-3.8
公共事业	1.8	11.3	10.6	10.6	-2.9	14.5
必选消费	4.1	28.8	7.1	9.0	-1.5	8.0

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2018 年四季度, 美联储过快加息导致美股大幅回撤



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2：2021 年 11 月末以来，美股经历了两波回调

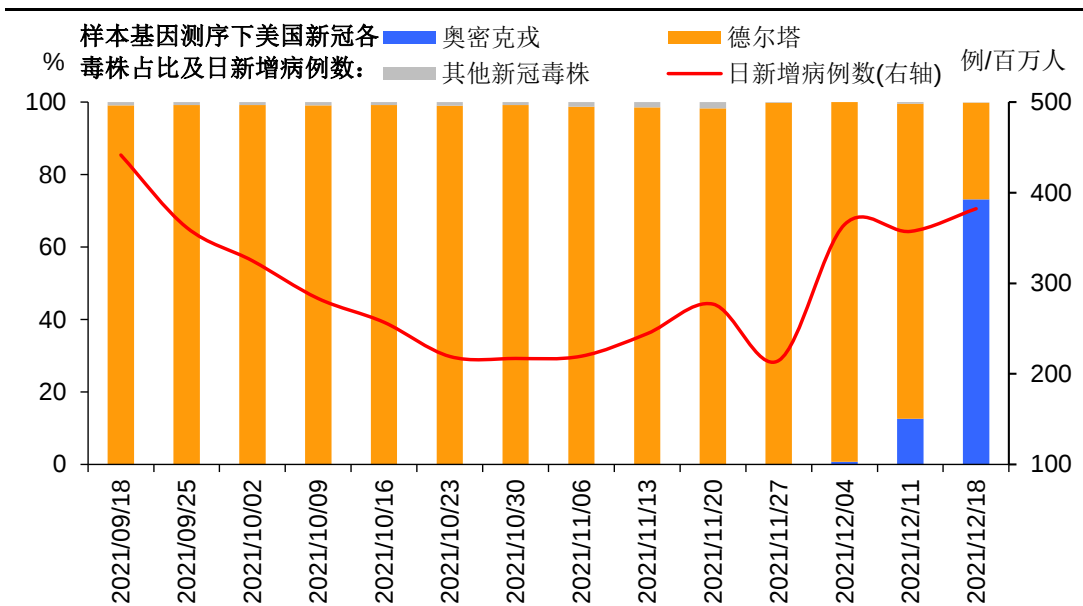


表 2：2021 年 12 月，鲍威尔等美联储官员陆续表态承认通胀的非暂时性

官员	日期	美联储官员表态	职位	2021FOMC 投票权	2022FOMC 投票权
鲍威尔	2021/12/1	美联储需要准备好应对通胀无法在明年下半年回落的可能性；将与政策制定同僚在即将召开的会议上以更快的速度taper。	美联储主席	有	有
梅斯特	2021/12/1	加速taper对美联储来说无疑是更保险的举措，能让美联储有更多的选择权。考虑到目前通胀高企，就业强劲的经济数据，非常支持这一举措。此外，若明年通胀无显著回落，美联储可以在必要的时候选择加息。鉴于对经济的了解，支持在明年第一季度或第二季度初完成taper。	克利夫兰联储行长	无	有
博斯蒂克	2021/12/2	为了应对通胀，美联储在3月底之前结束taper是合适的。如果通胀在明年继续高达4%，这是一个很好的应该推动更多的加息的理由。美联储的价格稳定和充分就业这两个目标之间不存在“紧张关系”，一旦美联储开始加息，它可能会以“缓慢而稳定”的速度加息。如果通胀在未来一两年内没有像预期的那样消退，美联储可能需要“采取更严厉的措施”来控制它。	亚特兰大联储行长	有	无
戴利	2021/12/2	美联储官员可能需要开始缩减为经济提供的额外宽松措施，并开始制定计划提高利率。	旧金山联储行长	有	无
布拉德	2021/12/3	联邦公开市场委员会在即将举行的会议上可能希望考虑以更快速度取消宽松政策，理由是通胀出人意料地高、经济增长强劲以及劳动力市场非常紧张并准备进一步加强。	圣路易斯联储行长	无	有
鲍威尔	2021/12/14	美联储还未就结束缩债后停止一段时间再加息的事情作出决定，可能会在实现充分就业目标之前开始加息。可能阻碍劳动力市场回到疫情前状态的最大威胁之一是高通胀，经济要完全恢复还需要一段时间，需要的是新一轮长期扩张。虽然决策者已经决定加快taper，但还没有就是否开始缩减美联储资产负债表做出决定。	美联储主席	有	有
威廉姆斯	2021/12/17	美联储转向更激进的抗通胀立场有助于为明年开始加息做准备，目前美联储官员正专注于将通胀率降至2%的目标。3月前结束缩减购债计划也让联储的货币政策立场处于合适状态，同时给美联储明年在必要时提高利率带来更大的选择权，为明年某个时候开始加息创造机会，加息将是经济取得积极进展的信号。	纽约联储行长	有	有
沃勒	2021/12/17	在美联储明年3月结束taper后不久，加息理由可能就成立了。美联储应早至夏季就开始taper，以应对高得惊人的通胀。首次加息的恰当时机将取决于经济活动的表现，在接近充分就业且通胀处于高位的情况下，相信在美国联储3月会议上上调联邦基金利率目标区间的理由是成立的。美联储也应该利用其第二个工具资产负债表来收紧金融环境。美联储应该进行一些升息，看通胀是否会像大多数人认为的那样在下半年回落，如果没有，那么美联储必须行动更快并且做更多，允许长期利率上升和缩减资产负债表将有所帮助。	美联储理事	有	有
戴利	2021/12/17	如果明年经济一如预期那样增长，升息两到三次可能是合适的，这种收紧政策的速度快于几周前的预测。高通胀和持续的劳动力供应短缺说明经济已经接近目前可以实现的最高程度的充分就业，缩减宽松措施是目前实现可持续增长的最佳方式。如果看到经济正带来高通胀，即使预期的通胀在疫情结束后不会持续，而且看到劳动力市场极度紧张，即使预计这不是疫情之后的真实情况，那么在缩减购债之后，升息就是适当的政策行动。	旧金山联储行长	有	无

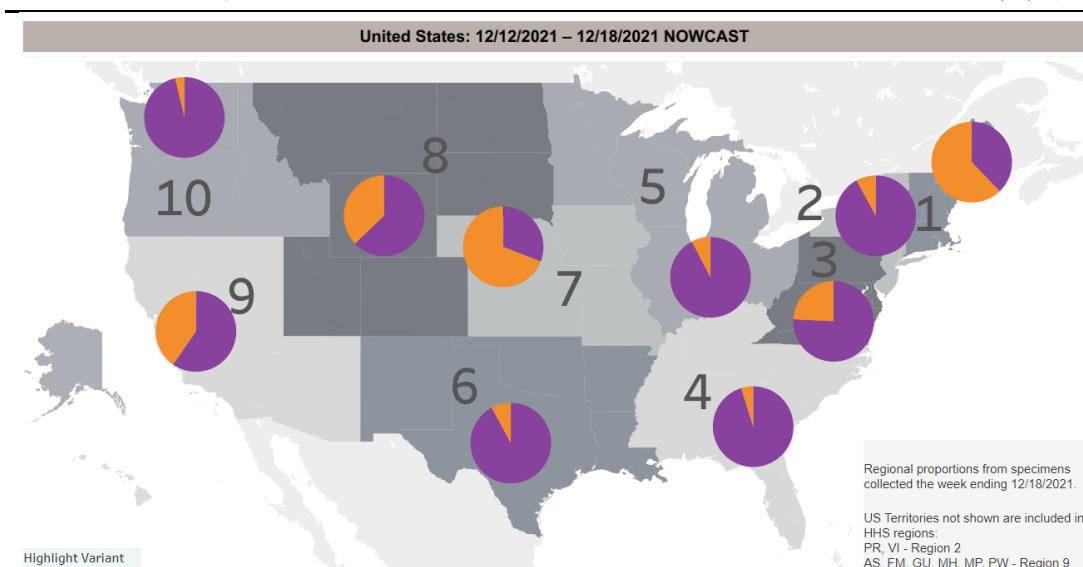
数据来源：美联储官网，路透财经，彭博财经，东吴证券研究所

图 3：2021 年 12 月，新冠变种毒株奥密克戎造成美国日新增确诊病例数激增



数据来源：美国疾病预防控制中心，OWID，东吴证券研究所

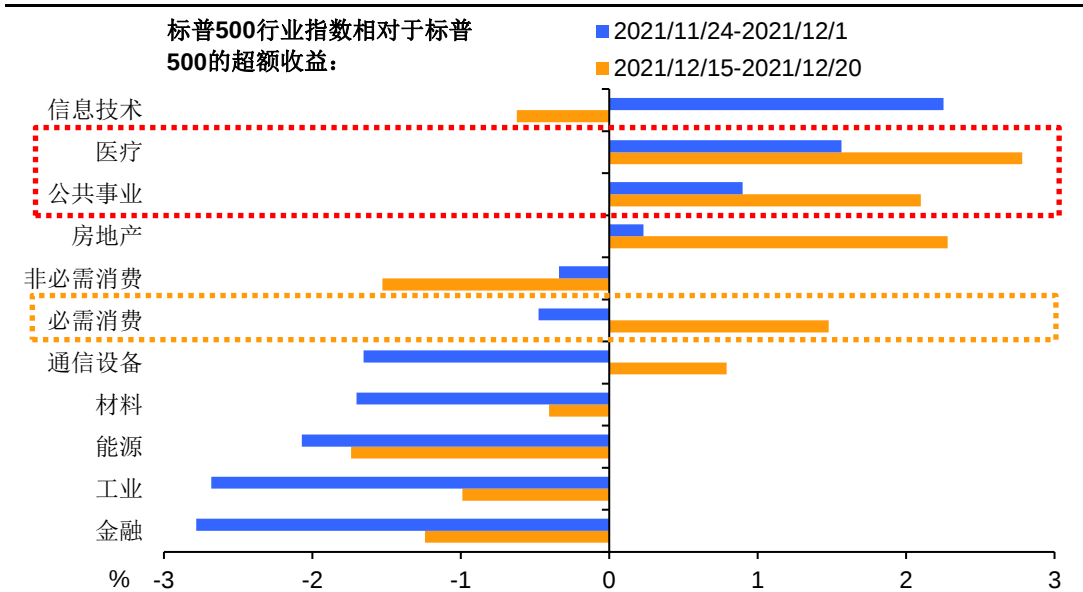
图 4：截至 2021 年 12 月 18 日，奥密克戎已取代德尔塔成为美国主要流行的新冠病毒毒株



注：橙色代表德尔塔毒株比例，紫色代表奥密克戎毒株比例

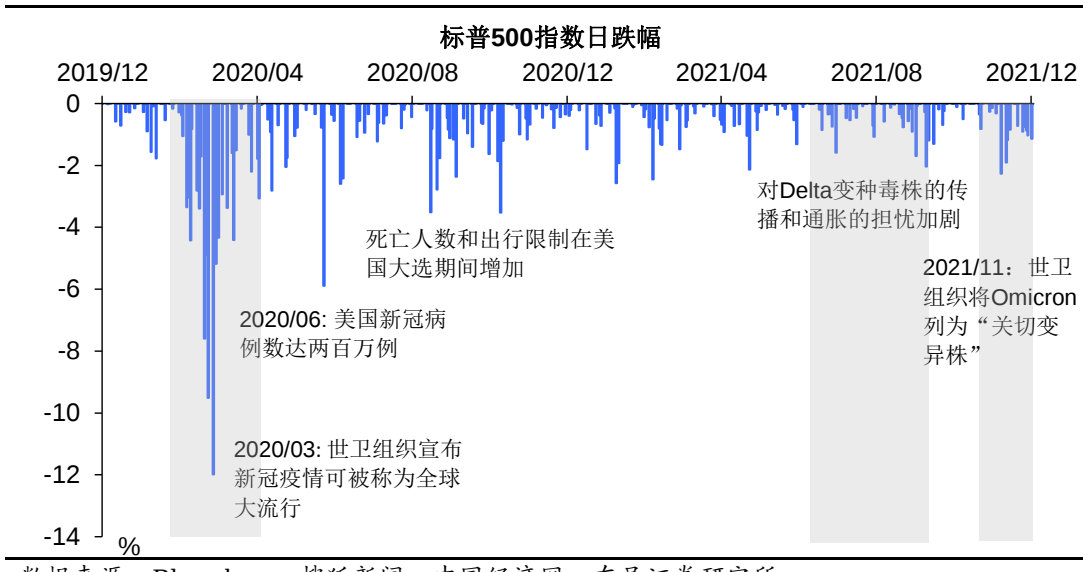
数据来源：美国疾病预防控制中心，东吴证券研究所

图 5：2021 年 11 月以来的两波下跌中，医疗和公用事业均收获了超额收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：疫情反复对于美股的冲击边际递减



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_31761
