

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撤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

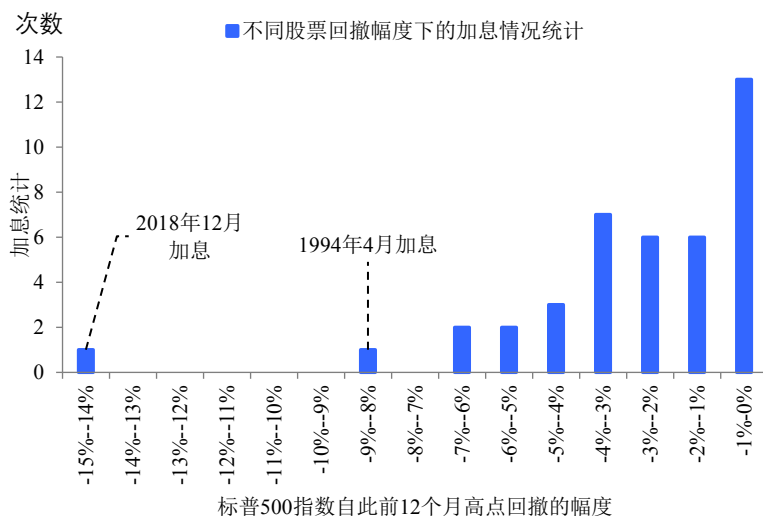
2、《宏观周报20220124：基建“明牌”，那基建股呢？》2022-01-24

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

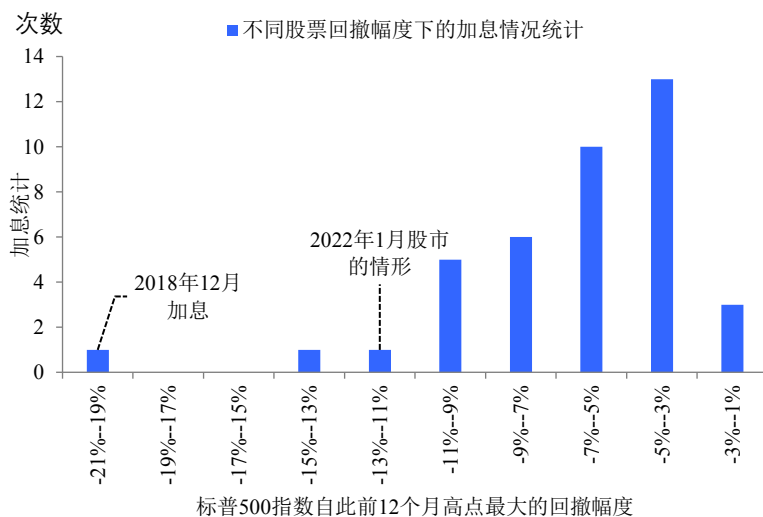
5、《宏观周报20220119：还需关注中美利差吗？》2022-01-19

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

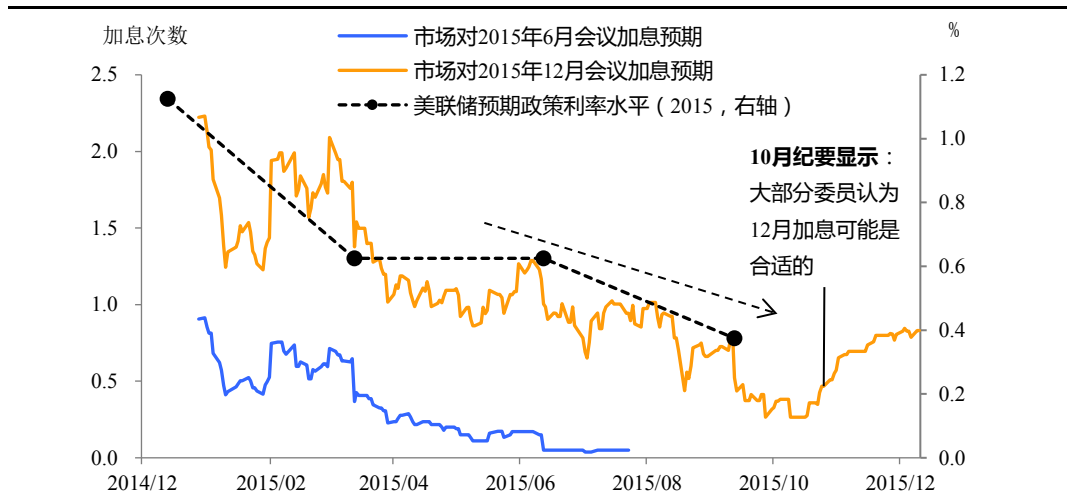
表 1: 2009 年之后标普 500 指数回撤达 10%及以上的情况总结

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



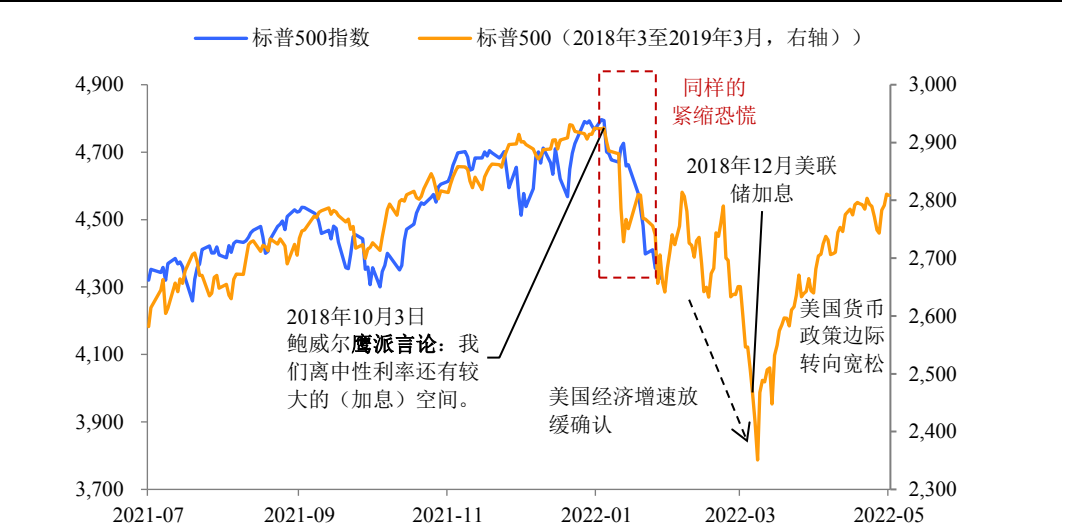
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: 2016 年初美联储继续保持鸽派



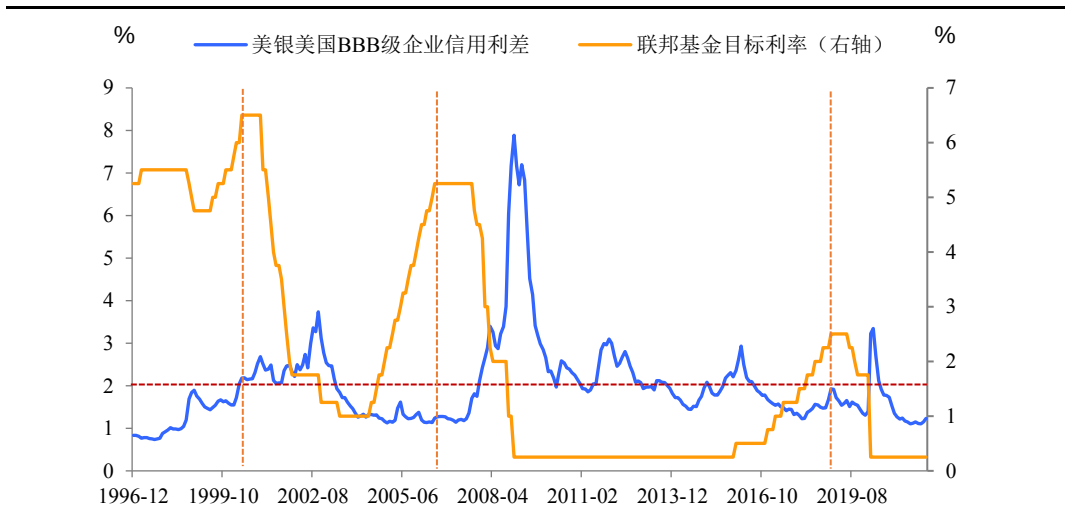
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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

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_36949

