

2022年01月28日

以史为鉴，中美股市共振下行几时休？

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dzwzq.com.cn

- 中美股市 2022 年以来均遭遇连续的回调，截至本周五，上证综指和标普 500 年初至今的跌幅分别达到了 8% 和 9%。从历史来看，中美股市在不到一个月的时间内如此快速下跌并不多见，虽然两国股市下跌因素有所不同，但作为市值在全球股市中排名前二的市场，中美股市共振下跌难免会加重投资者的悲观预期，因此，谁能率先打破这种共振下行的局面，对于市场预期的逆转就显得尤为重要。
- 金融危机后除去 2020 年 3 月新冠疫情爆发，中美股市的只出现过如下 6 次共振下跌：
 - 2010 年 1 月-2 月：中美股市这波开年下跌持续了 23 天，上证综指和标普 500 跌幅分别为 7% 和 8%，起因是 1 月 18 日中国央行上调存款准备金率，在全球率先结束了超宽松的货币政策，A 股由此在下跌后震荡；同期美股的下跌则叠加了欧债危机和金融监管新规的影响，但随着欧盟承诺救助希腊和强劲的美国财报数据公布，美股率先反弹。
 - 2010 年 4 月-7 月：这波持续了 74 天的共振下跌源于国内外政策面利空的叠加，上证综指和标普 500 跌幅分别为 21% 和 16%，同期中国“国十条”地产调控政策出台，而欧债危机则因希腊和葡萄牙评级遭下调再度发酵。三季度随着中美经济数据的走弱，A 股因紧缩政策告一段落而超跌反弹，美股则因宽松预期未兑现而继续震荡。
 - 2011 年 7 月-9 月：这波共振下跌持续了 64 天，上证综指和标普 500 跌幅分别为 11% 和 13%。A 股的下跌源于国内滞胀担忧的升温，亦叠加了地产调控的不放松，而同期美股的走弱则因美债违约风险的加大，尤其是 8 月美债评级的下调。此后美股因经济数据的持续改善迎来超跌后反弹，但 A 股则延续弱势震荡。
 - 2015 年 8 月-9 月：中美股市的下跌共持续了 12 天，上证综指和标普 500 跌幅分别为 26% 和 7%。导火索为我国“811”汇改，人民币的大幅贬值打乱了其自 2005 年以来稳步升值步伐，对全球股市形成冲击。8 月 26 日中国央行宣布降准降息，A 股才逐步回暖。而美股方面，消化了利空因素后，强劲的基本面带动美股反弹。
 - 2016 年 1 月：这波开年开始的共振下跌共持续 11 天，上证综指和标普 500 跌幅分别为 18% 和 8%，起因是我国 2016 年初生效的熔断机制，造成 A 股在 1 月 4 日和 7 日各熔断两次，外溢性波及美股，1 月 7 日晚我国证监会决定取消熔断机制，市场情绪逐渐稳定下中美股市企稳。
 - 2018 年 9 月-12 月：中美股市的下跌共持续了 70 天，上证综指和标普 500 跌幅分别为 7% 和 10%。9 月 18 日，中美贸易战升级，美方宣布对来自中国进口的约 2,000 亿美元商品加征关税，中美股市应声下挫。12 月 1 日双方同意停止加征关税 90 天，中美股市才逐渐企稳。
- 在上述中美股市共振下行时期，债券和黄金多为上涨，基本金属普遍下跌（表 1）。
- 综合上述复盘可以看出，政策的收紧或事件的冲击往往是中美股市共振下行的触发因素。因此，扭转这一局面的最有效方式便是政策的纠偏或事件冲击的消退，但如果这两个条件尚不具备，则只能期待经济基本面的持续改善。
- 我们再来看 2022 年以来的这波中美股市共振下行，市场对美联储货币紧缩的担忧的回落无疑是一个主导因素，而 A 股的下跌也叠加了国内稳增长政策出台的缓不济急。因此，要结束当前的局面，无非取决于两个条件：一是美联储重回鸽派，二是中国的稳增长政策开始见效。就第一个条件而言，我们认为美股的调整尚未结束。这是美联储已经一致表达了遏制通胀的决心，除非金融条件大幅收紧，否则美联储短期内很难转鸽。就第二个条件而言，我们认为 A 股有望在节后迎来反弹。市场可能会担心 1 月金融数据不及预期，但即便出现这样的结果，我们认为货币宽松和财政发力的空间将进一步打开，而房地产销售大幅下滑会加速放松政策在节后的出台。因此，2022 年一季度的宽信用虽然可能迟到，但不会缺席。
- 风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

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

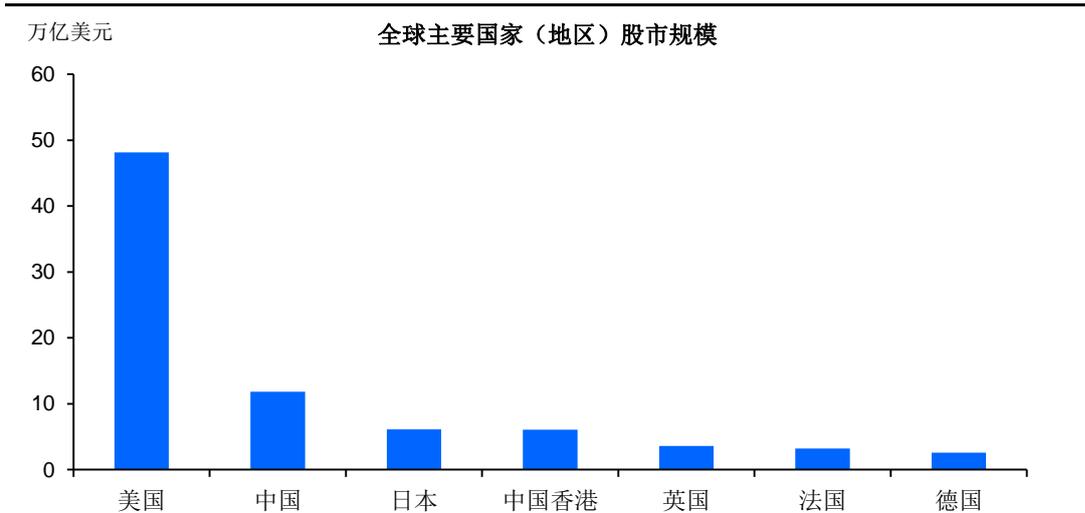
2、《宏观周报 20220124：基建“明牌”，那基建股呢？》2022-01-24

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

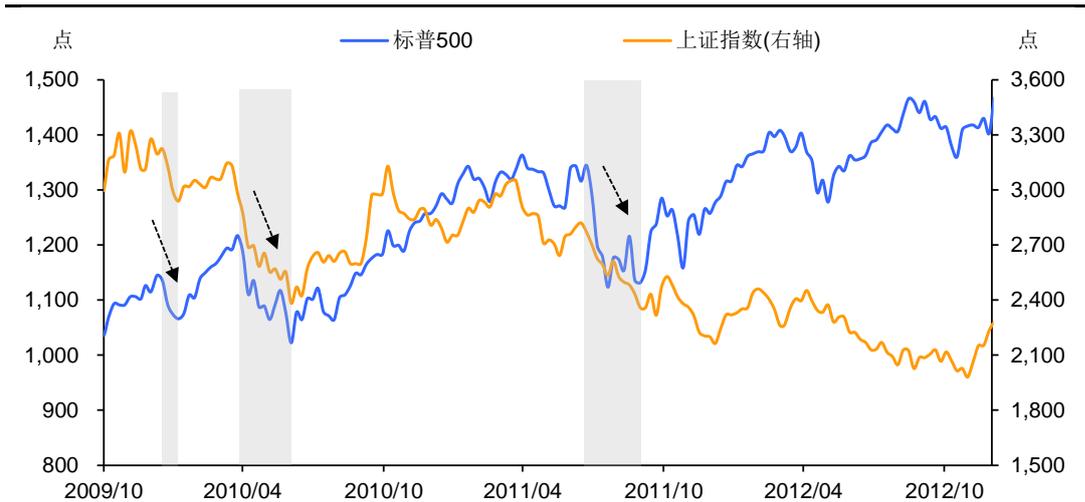
5、《宏观周报 20220119：还需关注中美利差吗？》2022-01-19

图 1：美国和中国的股市规模位居全球前二



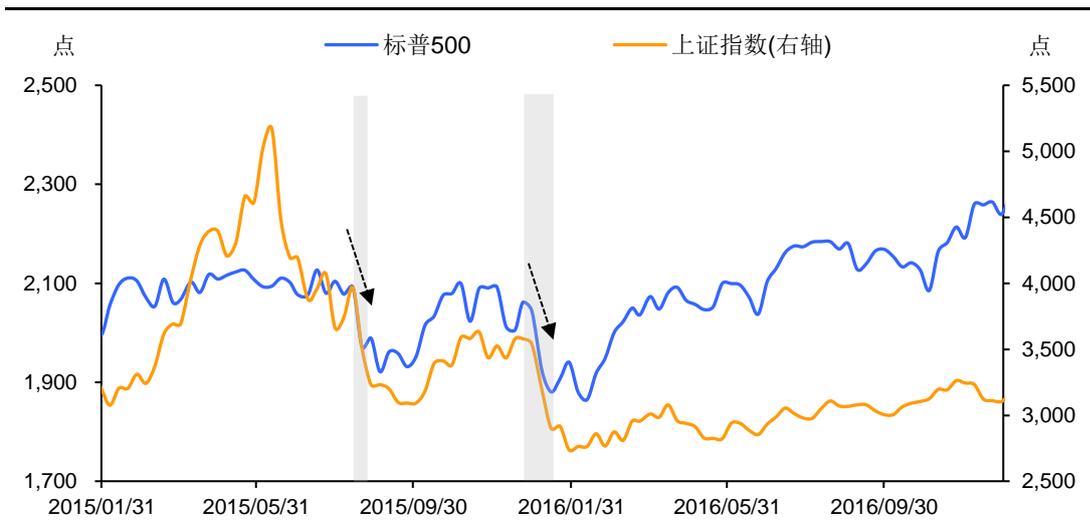
备注：数据统计截止日为 2022 年 1 月 27 日
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图 2：2010-2012 年中美股市出现过 3 波共振下行



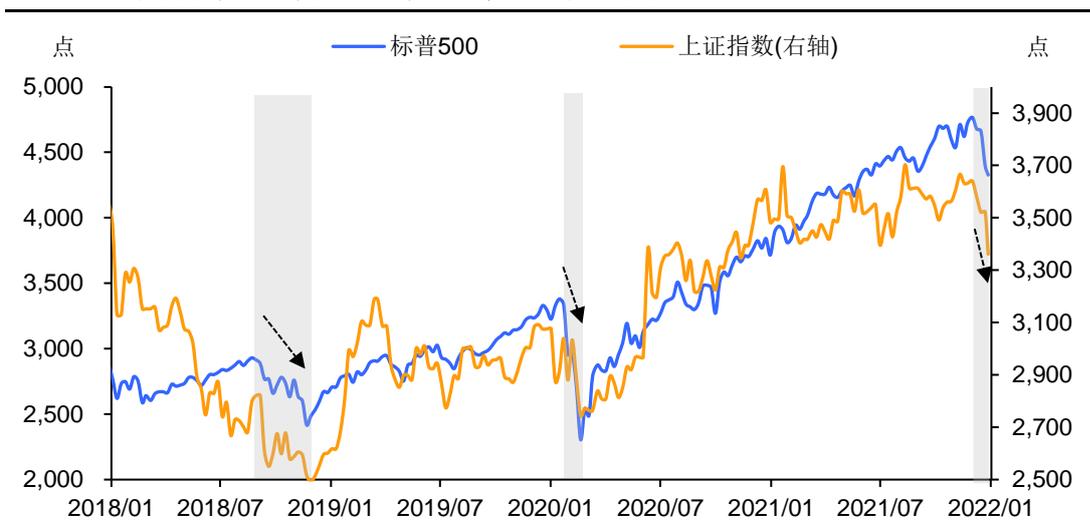
数据来源：Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2015-2016 年中美股市出现过两波共振下行



数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图 2: 除新冠疫情爆发外, 2018 年至今中美股市出现了 3 次共振下行



数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

表 1: 金融危机后中美股市共振下行期间股票之外的大类资产表现

	基本金属(%)	黄金(%)	美债(bps)	中债(bps)
2010年1-2月	-12.9	-5.8	0.0	-0.2
2010年4月-7月	-19.0	4.4	-0.7	-0.4
2011年7月-9月	-23.2	0.8	-1.1	-0.2
2015年8月-9月	-4.9	0.9	-2.3	-7.3
2016年1月	-4.6	1.3	-20.8	-8.2
2018年9月-12月	-3.2	4.9	-21.6	-31.3

数据来源: Bloomberg, 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_36950

