

## 过去七十年，美股的 18 次快速暴跌

证券分析师： 燕翔

010-88005325

yanxiang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002

恐慌中所有悲观的理由，都是对的，否则也不至于恐慌。暴跌中谁也搞不清楚究竟发生了什么，反正股价在跌，大家说君子不立于危墙之下，先撤再说。历史不代表未来，历史也不会简单重复，但历史是一次次的经验教训，恐慌和暴跌中不可能指望大家都非常理性地思考，因此也找不出比历史经验更好的参考标杆。本文简要回顾了 1950 年以来美股一共发生过的 18 次短期快速暴跌（一个月左右指数跌幅 15% 以上），希望给读者一个参考。美股的绝大多数暴跌，事中看都是灾难是无底深渊，事后看又都是机会是天赐良机。当然，同样的历史经验，不同的人会有不同的比较方式，自然也有不同的未来展望。

### ■ 第 1 次：1950 年 6 月，朝鲜战争爆发

美国经济在摆脱了战后需求减少造成的短期经济衰退后，美股从 1949 年开始进入牛市。进入 1950 年，美国股市延续着 1949 年下半年以来的持续上涨势头，道琼斯工业指数在 1 月小幅横盘盘整后，站稳 200 点以上，随后开始继续上攻。1950 年开始经济形势变得越来越好，美国工业生产指数同比增速从 1949 年下半年开始快速回升，到 1950 年 2 月增速正式转正且继续快速大幅上行。

经济好转、通胀低位、减税预期（当时市场对于美国联邦政府的减税也有着很强的预期，因为第二次世界大战已经结束，政府不再需要这么多的国防军费开支从而可以大规模地减税，减税可以给上市公司带来巨大的利润收益。），使得股票市场在 1950 年上半年持续上涨，道琼斯工业指数从年初的 199 点左右最高到同年 6 月上旬上涨至 228 点，半年涨幅约 15%。1950 年的转折点出现在同年 6 月，1950 年 6 月 25 日朝鲜战争爆发，受此影响，美股出现了大幅下跌。到同年 7 月 13 日，道琼斯工业指数最低跌至 197.4 点，回吐了上半年的全部涨幅。

以收盘价计算，这波大跌中，道琼斯工业指数用了 22 个交易日下跌了 13.5%。但是很快，我们看到指数在年内就收复了失地并创出新高。促使股市上涨的主要原因就是当时经济实在太好了，企业盈利大幅增加。美国经济在 1950 年下半年加速上行，工业生产指数在同年 8 月超过了 1944 年 6 月的战时最高水平，创历史新高，到同年 10 月工业生产指数同比增速已经接近 30%。

**图 1：1950 年 6 月美股暴跌前后指数走势**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### ■ 第 2 次：1962 年 3 月到 6 月，“肯尼迪大跌”

1961 年，43 岁的约翰·肯尼迪宣誓就职美国总统，成为美国历史上最年轻的总统之一。美国股市从 1962 年 3 月中旬开始变脸，市场开始连续下跌一直到同年 6 月底，道琼斯工业指数从最高 724 点下跌至最低 525 点，跌幅高达 27%。1962 年的大跌在美股历史上都是可以排得上号的，被称为“肯尼迪大跌”（Kennedy Slide）。

造成市场大跌的原因，一开始是一些事件性的影响。1962 年 3 月 14 日，联合国裁军审议委员会在日内瓦举行，这次会议的目标是缔结一项全面的具体的裁军条约。当时市场的观点是裁军不利于国防美元的支出，影响需求，所以对上市公司是负面的。同年 4 月出现了一件对股市影响较大的事情，美国钢铁将进行涨价并超过政府的指导价格，肯尼迪总统公开指责这一涨价行为，随后美国司法部长罗伯特·肯尼迪对美国钢铁展开了调查。总统运用行政权力干预美国钢铁涨价的行为，在当时市场引起了很大反响，并被理解为这是政府有意的“反大企业活动”。股市中先是钢铁股暴跌，随后市场整体一起下跌。

1962 年 5 月的下跌比 4 月更加惨烈，持续下跌的过程中，各种对世界观、人生观、价值观的质疑都会出现。股市大幅下跌之后，市场开始担心美国经济可能再次进入衰退。事后看，很显然 1962 年的美国经济非常稳健，没有出现经济衰退。到 1962 年 7 月，救市政策开始出台，1962 年 7 月 9 日，美联储宣布将证券交易保证金比例从 70% 大幅下降至 50%。市场也逐步企稳，同年 8 月 13 日，约翰·肯尼迪总统首次提及要进行减税，降低企业和个人所得税，市场情绪被进一步调动。

1962 年 10 月下旬“古巴导弹危机”爆发，使得全世界处在了战争的边缘，美股二次探底，但没有创出新低。

图 2: 1962 年 3 月到 6 月美股暴跌前后指数走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 第 3 次: 1970 年 4 月到 5 月, 越战扩大、美军入侵柬埔寨

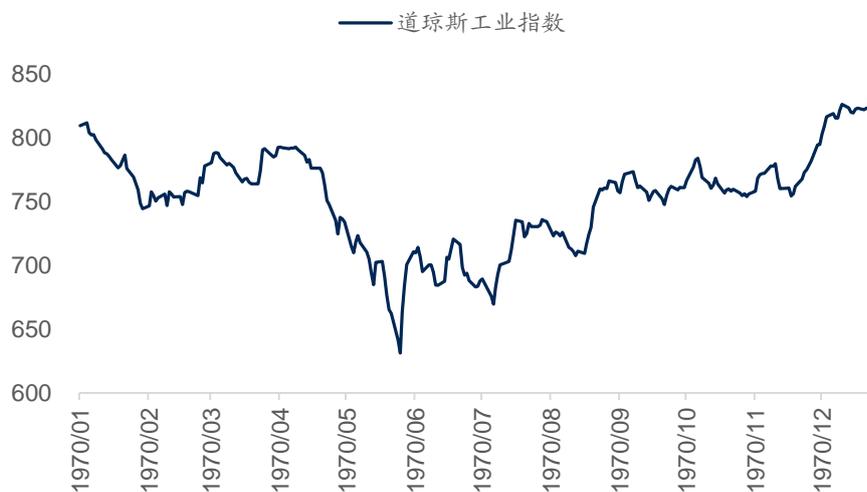
1970 年 2 月, 阿瑟·伯恩斯成为新一任的美联储主席。

1970 年 4 月中旬以后, 随着上市公司财报数据的陆续公布, 市场发现基本面情况很差, 且当时工业生产增速已经从下滑转为负增长, 股市开始掉头向下。而就在此时, 越南战争的情况又出现了新的变化。同年 4 月 30 日, 理查德·尼克松总统宣布, 他已向柬埔寨派遣了美国作战部队, 在一次向全国的电视讲话中, 总统将这次行动说成“不是对柬埔寨的侵略”, 而是以保护美国军人生命安全和缩短战争时间为目的对越南战争的必要扩展。同年 4 月 30 日, 7 万名美军和南越军人从越南南部侵入柬埔寨。5 月 1 日到 2 日, 美军恢复对越南的轰炸, 进一步扩大了战争。经济衰退、战争扩大, 使得股市大跌, 道琼斯工业指数同年从 4 月上旬的 793 点大幅下跌到 5 月下旬的 628 点, 跌幅近 20%。

快速大幅的下跌在 1970 年 5 月底出现转机, 5 月 27 日晚间伯恩斯保证, 美联储作为“最后贷款人”, 绝对不会让美国经济因为缺乏金融资金而崩溃。事后, 白宫方面再度确认了伯恩斯的说法, 让商业领袖不用担心, 美联储能够提供经济中需要的货币。实际上, 在此前同年 5 月 5 日美联储已经放松了争取交易的保证金要求, 但是市场当时没有反应。市场在同年 5 月 27 日伯恩斯讲话后, 连续拉出了几根大阳线。

6 月份以后美股震荡回升, 并在年底加速上涨, 全年走出一个深 V 型走势。

图 3: 1970 年 4 月到 5 月美股暴跌前后指数走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### ■ 第4次：1973年11月，第一次石油危机

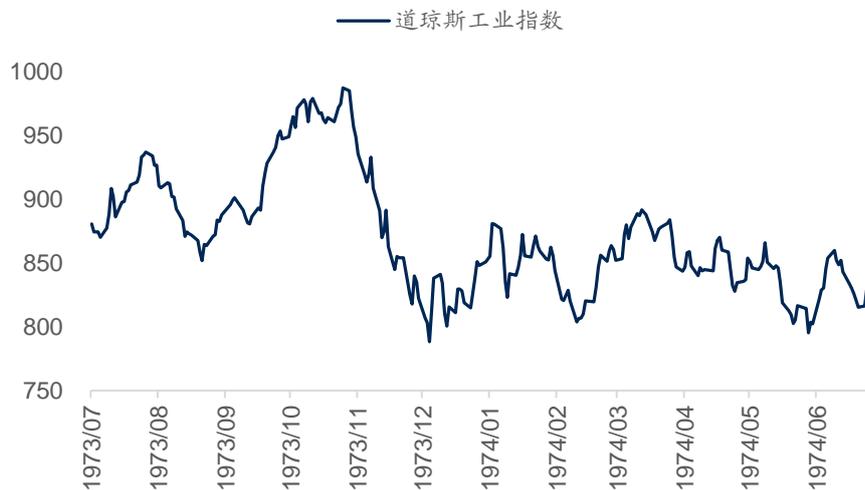
美股从1973年8月下旬一直到10月下旬出现了全年最大的一次反弹，期间利率下行、通胀情况有所好转，1973年10月26日，道琼斯工业指数恢复到987点。然而，正在此时，致命一击已经到来，第一次石油危机爆发了。

1973年10月6日第四次中东战争爆发，阿拉伯石油生产国为了打击以色列及其支持者，把石油作为了武器。同年10月16日，科威特、伊拉克、沙特阿拉伯、卡塔尔、阿拉伯联合酋长国五个阿拉伯国家和伊朗决定，将海湾地区的原油市场价格提高17%。1973年10月17日，阿尔及利亚等10国参加的阿拉伯石油输出国组织部长级会议宣布，立即减少石油产量，决定以同年9月各成员方的产量为基础，每月递减5%。对于美国等支持以色列的国家的石油供应，逐月减少5%。1973年10月18日，阿拉伯联合酋长国中的阿布扎比酋长国决定完全停止向美国输出石油。接着利比亚、卡塔尔、沙特阿拉伯、阿尔及利亚、科威特、巴林等阿拉伯主要石油生产国也都先后宣布中断向美国出口石油。

市场对石油危机的反应是滞后的，美国股市是1973年10月26日见顶的，但这影响是致命的。从同年10月29日一直到12月5日，美股持续大跌，道琼斯工业指数最低到了784点，1个月时间跌幅达21%，市场已经充满了恐慌。年底时刻，情况有所好转，市场震荡中略有些许反弹。

第一次石油危机以后，美国经济进入衰退，从1973年底到1974年上半年，美股一直低位震荡。

图4：1973年11月美股暴跌前后指数走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### ■ 第5次：1974年8月到9月，水门事件

1973年石油危机后美国经济进入衰退，美股表现本就较差，而水门事件的发生给予了股市又一重击。

水门事件开始于1972年，1972年6月17日，以美国共和党尼克松竞选班子的首席安全问题顾问詹姆斯·麦科德为首的5人潜入位于华盛顿水门大厦的民主党全国委员会办公室，在安装窃听器并偷拍有关文件时，当场被捕。在很长的一段时间内对股市并没有影响。1974年7月24日，美国最高法院一致裁决尼克松总统需要将白宫录音带交予“水门事件”特别检察官。7月27日，美国众议院代表司法委员会接受了对总统的弹劾案。

1974年8月8日，美国总统理查德·尼克松因“水门事件”被迫宣布将于次日辞职。股市从1974年8月8日开始进入加速下跌阶段。回顾尼克松的总统生涯，似乎与股市的化学反应并不好。1969年1月20日尼克松就任美国总统时，道琼斯工业指数是931点，而在1974年8月9日离开白宫时，道琼斯工业指数是777点。尼克松是胡佛总统以来，首位全部任期内股市下跌的总统。而且股市似乎丝毫没有给新总统杰拉尔德·福特留一丁点面子，从1974年8月9日杰拉尔德·福特接任总统开始，股市以疾风骤雨般的速度下行。

1974年9月4日，美联储决定取消10万美元以上大额存单3%的附加存款保证金要求，在一定程度上算是货币政策的一种放松了。同年9月8日，福特总统宣布，他已无条件地赦免尼克松在任总统期间时美国“已犯下的和可能犯下的”

一切罪行。同年 9 月 12 日左右开始，短期国债利率出现了快速回落，市场在同年 9 月中旬出现了几天的小反弹，但很快被扼杀。到同年 10 月 4 日，道琼斯工业指数最低下探至 585 点，相比 6 月份跌幅已经超过 30%。

1974 年 12 月 6 日，美联储终于正式降息了，将贴现利率从 8.0% 下降至 7.75%，市场在最后 1 个月略有一点起色。

图 5：1974 年 8 月到 9 月美股暴跌前后指数走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### ■ 第 6 次：1980 年 2 月到 3 月，疯狂的通胀与加息

美国股市在 1980 年初表现不错，从年初到 2 月上旬持续上涨，1980 年 2 月 13 日，道琼斯工业指数上涨至 904 点，全年累计涨幅 7.7%。1980 年初股市上涨的原因可能来自两方面：一是 1980 年初经济有些许好转，不过也是昙花一现，工业生产同比增速就回升了 1 个月又接着下去了。二是黄金价格大涨带动了铜、银等金属价格上涨，并且使得热情扩散到其他资产价格上，以至于市场出现了权益资产也是抗通胀品种的逻辑。

这波行情的转折点出现在 1980 年 2 月中旬，主要原因是加息。1980 年 2 月 15 日，美联储宣布加息，将贴现利率从 12% 提高到 13%，又是整整 100 个基点。货币政策的收紧，导致市场利率大幅攀升，从 1980 年 2 月 19 日到 4 月 4 日，美国银行最优惠贷款利率连续上调 9 次，从 15.25% 上调至 20.0%。而且，如前所述，1980 年初的基本面反弹仅仅是昙花一现，2 月以后工业生产同比增速快速下滑。所以此时市场对于美国经济会进入衰退已经基本没有疑问了，分歧只是在幅度上。道琼斯工业指数从 1980 年 2 月中旬 904 点开始下跌，一路快速下跌后到 3 月 27 日，指数到达 760 点，调整幅度 16%，从同年 3 月下旬到 4 月中旬股市低位震荡。

1980 年 4 月以后，通胀开始有所回落了，然后利率也开始回落，几个利率指标中最先开始下降的是 10 年期国债到期收益率，大致从同年 3 月开始便已经下降，反映出对经济基本面的预期。1980 年 3 月底以后，短端货币利率开始出现下行，同年 4 月 19 日开始，商业银行最优惠贷款利率也开始下行，此后持续回落。同年 5 月 28 日，美联储正式降息，将贴现利率从 13.0% 下降至 12.0%。

1980 年 6 月 3 日，NBER 正式确认美国经济从 1980 年 1 月开始进入经济衰退，但这个对市场影响已经不大了。相反，很多市场观点认为经济衰退到 1980 年 6 月基本已经走过了最困难的时刻，根据股市表现领先基本面的逻辑，此时反而应该成为买点而非卖点。1980 年 4 月到 8 月，美国股市在经济衰退中大涨。

**图 6：1980 年 2 月到 3 月美股暴跌前后指数走势**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### ■ 第 7 次：1987 年 10 月，黑色星期一

标普 500 指数在 1987 年 8 月 25 日达到了全年最高点 337.89 点，全年累计涨幅达 39.6%。

股市行情从 1987 年 8 月底以后开始见顶回落，造成行情走弱的因素主要是两个，一是利率加速上行；二是美元汇率下行。利率从同年 7 月以后开始回升，到 8 月下旬后开始加速上行，1987 年 9 月 4 日，美联储加息，将贴现利率从 5.5% 提高到 6.0%。美元指数此前从 1987 年 5 月初开始一直到 8 月上旬都在回升，从 8 月中旬左右开始再度下降。股市从 1987 年 8 月 26 日开始到 9 月 8 日出现了一波调整，之后开始又震荡回升。如果单从股价走势的图形上来看，站在 10 月初的时候，感觉市场应该是调整得差不多了，可能会往上走，可谁曾想，灾难性的下跌才刚刚开始。

1987 年 10 月 6 日，标普 500 指数大跌 2.7%，开启了暴跌的道路。1987 年 10 月的行情，就是从小跌（10 月 6 日到 13 日），到大跌（10 月 14 日标普 500 指数跌 2.95%、10 月 15 日标普 500 指数跌 2.34%、10 月 16 日标普 500 指数跌 5.16%），最后到“黑色星期一”的出现。

**1987 年 10 月 19 日（星期一），股市一开盘便下跌，收不住的下跌，当天标普 500 指数下跌 20.5%，道琼斯工业指数跌幅达 22.6%，超过了 1929 年 10 月 29 日股市暴跌的纪录。**1987 年 10 月 19 日创记录的交易量使许多系统“瘫痪”。在纽约证券交易所，交易执行情况在一个多小时后才得到报告，交易商们因此产生迷茫。投资者不知道限价订单是否已被执行，或是否应设立新的限价。

美国股市暴跌，迅速蔓延全球，1987 年 10 月 19 日，英国伦敦《金融时报》（Financial Times）指数跌 10.8%，创下了英国股市日最大跌幅，日本的日经 225 指数在 1987 年 10 月 19 日和 20 日两天累计跌幅为 16.9%，法国、荷兰、比利时、新加坡、巴西、墨西哥等国家股市均出现了大幅下挫。中国香港恒生指数 1987 年 10 月 19 日单日下跌 420 点，跌幅达到 11.12%。1987 年 10 月 19 日凌晨中国香港联合交易所立即召开了紧急应变会议，在 10 点钟开市前终于作出决定，宣布为了令投资者保持冷静，以及积压了大量未清理的交收，因此联合交易所停市 4 天（10 月 20 至 23 日）。1987 年 10 月 26 日上午 11 点复市，积压数日的抛单汹涌而出，市场根本无法接单，中国香港恒生指数暴跌 1120.7 点，日跌幅高达 33.33%，创世界股市历史上的最高跌幅纪录。

在此次“股灾”中，美联储发挥了积极的作用，向市场投放了大量的流动性，国债利率出现了接近 90 度的垂直下落。“黑色星期一”后的多个交易日，美国股市都是巨幅波荡的，1987 年 10 月 20 日、21 日，标普 500 指数大涨 5.3% 和 9.1%，10 月 22 日标普 500 指数跌 3.9%，26 日再跌 8.3%。1987 年 10 月底的最后 5 个交易日市场反弹，标普 500 指数反弹至 255.75 点，距离“股灾”时的最低点 216.46 点，反弹幅度有 18%。

1987 年 10 月底的反弹之后，11 月股市又开始缓慢回落，主要问题依然是美元汇率在持续贬值。同年 11 月 20 日，白宫和国会达成了—个削减财政赤字的协议，计划未来两年减少 750 亿美元的财政赤字。同时在 1987 年 11 月，西方主要国

家纷纷降息，来稳定市场和经济。到同年 12 月，市场行情开始好转，此时美元汇率其实仍然还在贬值，但美国经济基本面也在持续好转，1987 年 12 月初的数据显示，美国的失业率降到了 5.8%。同年 12 月 7 日，美国和加拿大最终就自由贸易协定的细节达成一致。在经济基本面好转的支撑下，股市行情在 1987 年 12 月逐步回升。

图 7：1987 年 10 月美股暴跌前后指数走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### ■ 第 8 次：1990 年 7 月到 8 月，伊拉克入侵科威特、第三次石油危机

1990 年 8 月开始美股形势出现恶化，不仅国内经济迅速下滑，海外政治局势也十分动荡。1990 年 8 月 2 日凌晨，伊拉克军队入侵科威特北部边界，占领科威特首都的大部分地区，双方部队在海湾大道北端展开了激烈战斗。与此同时 1990 年 8 月石油平均月价格从每桶 17 美元至 10 月已升至 36 美元，第三次石油危机爆发。同年 8 月 5 日，美国总统老布什宣称不会容忍伊拉克的侵略行为，8 月 7 日，美国国防部长理查德·切尼访问沙特阿拉伯，同意协防沙特，展开“沙漠盾牌”军事行动，防止伊拉克可能的侵略行动。

中东地区局势的动荡确实引发了风险偏好的降低，但基本面的恶化确是毋庸置疑的。1990 年 8 月公布的上月失业率急剧上行，同时通胀水平大幅攀升，这还是在中东危机引发油价大幅上行之前发生的。另外，零售数据也出现了大幅下滑，美元指数持续下行、对中东战争的新担忧、油价的大幅上涨、经济的持续衰退，大幅压低了股市，导致主要股指都跌至一年多来的新低。

美股从 1990 年 7 月中旬跌到 10 月中旬，道琼斯工业指数和标普 500 指数已经跌去了近 20%，而纳指的跌幅更是高达 31%。同年 10 月中旬开始，油价开始大幅下行，美股终于开始止跌反弹，1990 年 10 月 29 日，美联储降息 25 个基点。长端利率开始大幅下行，市场预期未来可能出现更多降息，而这种预期大幅提振了股市和债市。随后在 1990 年 11 月 13 日、12 月 7 日、12 月 18 日，美联储连续降低了联邦基金目标利率，同时，12 月 19 日，美联储还降低了贴现率 50 个基点。1990 年 10 月中旬至年末，市场在石油危机缓解和美联储货币政策的引导下，收复了部分失地，三大指数反弹幅度都在 10% 以上。

图 8: 1990 年 7 月到 8 月美股暴跌前后指数走势



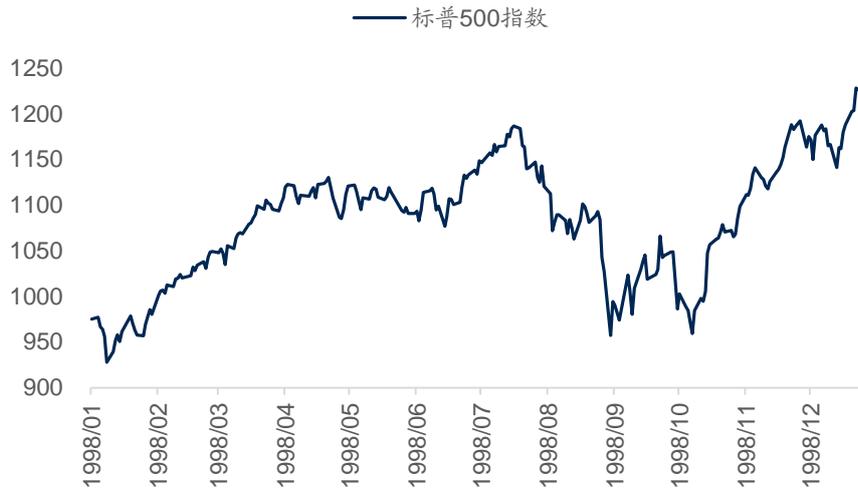
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### ■ 第 9 次: 1998 年 7 月到 8 月, 长期资本公司倒塌

1998 年 7 月中旬美股迎来了 1994 年以来, 最深幅的一轮回调, 主要原因就是当年第二季度盈利再度大幅下滑。美股上市公司 1998 年第二季度单季盈利增速自 1995 年以来首次落入负区间。很多“龙头”股均发布了业绩预警。同年 7 月公布的 6 月 PMI 数据已经跌至荣枯线以下, 为 1996 年以来的首次, 经济衰退的担忧使得市场从 1998 年 7 月中旬一直下跌至 10 月初。

期间“东南亚金融危机”风暴卷土重来, 全球资本市场的动荡一定程度上加剧了美股的下跌, 美元指数也从 1998 年 8 月开始一路狂跌。1998 年 8 月 17 日, 俄罗斯中央银行宣布年内将卢布兑换美元汇率的浮动幅度扩大到 6.0~9.5 比 1, 并推迟偿还外债及暂停国债交易, “俄罗斯债务危机”爆发。与此同时日本、印度尼西亚经济也处于水深火热之中, 巴西股市触及熔断, 以德国为首的欧洲股市狂泻不止。而这次“东南亚金融危机”除了连累美股之外, 还令曾经的四大对冲基金之一的长期资本管理公司 (Long-Term Capital Management, LTCM) 一夜间轰然倒塌。由于对金融风险的估计错误, 由数位诺贝尔经济学奖获得者掌舵的长期资本管理公司破产。同年 9 月 23 日, 美林公司、摩根公司出资收购接管了长期资本管理公司。

从 1998 年 7 月中旬至 10 月初, 标普 500 指数和道琼斯工业指数下跌了近 20%, 而纳斯达克指数下跌了近 30%。同年 9 月 29 日, 美联储降息 25 个基点, 国际局势逐渐稳定, 美元指数也在 10 月初企稳, 美股终于蓄力反弹。同年 10 月 15 日和 11 月 17 日, 美联储再度降息 25 个基点, 3 个月内联邦基金目标利率下调了 125 个基点。与此同时, 经济也出现了企稳回升的迹象。1998 年第三季度美股盈利增速环比改善, GDP 增速也没有进一步下降, 而且同年 10 月开始失业率显著下降, 零售数据也起来了。而科技股在这轮上涨中依然扮演着领头羊的角色, 很显然, 市场坚定地认为科技股在宽松政策刺激下的企业盈利回升周期中, 将会具有更大的弹性。这一轮反弹中, 纳斯达克指数涨幅高达 55%! 而道琼斯工业指数和标普 500 指数也分别收获了 18% 和 28% 的涨幅。

**图 9：1998 年 7 月到 8 月美股暴跌前后指数走势**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### ■ 第 10 次：2001 年 2 月到 3 月，“安然事件”

2001 年初第一个交易日，华尔街股市暴跌，纳指收盘重挫跌至 22 个月低点，跌幅 7.23%。同年 1 月 3 日，美联储将联邦基金目标利率从 6.5% 下调到 6%，同时将贴现率从 6% 下调到 5.75%。由于美联储宣布降息，美国股市大幅攀升，纳斯达克指数更创下历史以来，最大的单日升幅，达 14.17%。同年 1 月 4 日，美联储委员会将贴现率又下调 0.25 个百分点。市场对政策持续宽松的抱以期待，指数触底反弹，2001 年年初上涨至 1 月 30 日标普 500 指数上涨 4%。

然而市场对经济前景和企业盈利增速依然担忧，2001 年 2 月开始市场重回下跌通道。事实证明，几乎所有的科技股披露的第四季度盈利增速均远低于预期：微软公司、英特尔公司、思科公司、戴尔公司等。同年 1 月 31 日和 3 月 18 日，美联储连续两次降息 50 个基点，第一季度内联邦基金目标利率下降了 150 个基点。同年 3 月 8 日，美国众议院以 230 票赞成、198 票反对的结果，通过了乔治·W. 布什总统提交的 10 年内减免总额达 9580 亿美元个人所得税的计划，旨在刺激疲弱的经济基本面。

然而市场意识到企业盈利的恶化速度远比流动性的改善要快得多。而且这期间，美国国内和海外均发生了严重的风险事件。同年 3 月 5 日，美国《财富》杂志发表文章《安然股价是否高估》(Is Enron Overpriced?)，对公司财务提出疑问，“安然事件”由此爆发。同时，阿根廷金融危机浮出水面，出现了偿债高峰。美股一直下降到直至 4 月初，标普 500 指数下跌 19%，纳斯达克指数下跌 41%，道琼斯工业指数微幅上涨 0.2%。相比纳斯达克指数，道琼斯工业指数表现了明显的防御性。

### ■ 第 11 次：2001 年 9 月，“九一一”

2001 年 6 月底开始，对盈利悲观预期蔓延到其他行业，具有防御属性的制药行业“龙头”默克制药、先灵葆雅先后发布盈利预警。同年 6 月 27 日，美联储降息 25 个基点。随着中报数据的陆续发布，美股盈利增速持续恶化，同年 7 月 10 日，美国光纤生产“龙头”企业科宁公司宣布关厂裁员，当日纳斯达克指数跌破 200 点大关。除了基本面的持续恶化，“安然事件”的发酵也助推了美股的下跌。同年 8 月 21 日，美联储降息 0.25 个百分点，这已经是美联储今年以来的第 7 次降息，联邦基金目标利率和贴现率分别下降到 3.5% 和 3%，在本年内的总降幅均已达到 3 个百分点，为 1994 年 3 月以来的最低水平。

彼时的美股已经够惨了，基本面疲弱、流动性陷阱、会计造假等，然而更可怕的事情发生了。2001 年 9 月 11 日，纽约、华盛顿等地遭到恐怖分子袭击，美国证券市场暂停交易，美股经历了 80 年来最长的休市期。全球金融市场为此动荡，美国金融时报指数暴挫 5.7%，创 1987 年 10 月以来，最大跌幅。2001 年 9 月 17 日，美股开市当日，美联储宣布将联邦基本利率下调 50 个基点至 3%，同时将银行贴现率下调 50 个基点至 2.5%。2001 年第三季度的这轮惨跌中，标普 500 下跌了 26%，纳斯达克指数下跌了 38.5%。

“9·11事件”加速了美股的触底，同时也像海绵一样吸收了足够的悲观预期，2001年9月底开始，美股试探性反弹。同年10月2日，美联储降息50个基点，联邦基金目标利率已经降至29年以来，最低点。在财政和货币政策双双发力下，投资者开始对基本面的反弹复苏寄予期望。美股大幅反弹，科技股领涨。费城半导体指数10月初开始几乎持续上行至年末，而在这轮科技股领涨的反弹中，市场确实看到了科技股基本面回暖的信号，思科公司，英特尔公司，还有美国AMD半导体相继发布乐观的业绩预告。

2001年11月6日，美联储降息50个基点，同年12月11日，美联储再度下调联邦基金目标利率25个基点至1.75%，这是自1961年7月以来的最低点。同时，美联储还宣布将贴现率下调至1.25%，创下美国历史最低纪录。这轮反弹几乎持续到了年末，只有半导体板块在2001年12月中旬左右小幅回调了一波，整体来看，纳斯达克指数反弹了37%，标普500指数上涨了16%。

图 10: 2001 年美股两次暴跌前后指数走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### ■ 第 12 次: 2002 年 4 月到 7 月, 财务造假丑闻不断

在基本面形势仍不明朗，美股充斥着会计造假丑闻，投资者信心遭遇严重打击的情况下，2002年3月20日，标普500指数在反弹8%之后重回下跌通道，下跌的主要导火索是比尔·罗杰斯对通用电气公司的公开质疑。比尔·罗杰斯所在的美国太平洋投资管理公司是通用电气的主要债权人，其指责通用电气不诚实，靠外延并购和大量债务维持公司增长。与此同时，又一美股会计丑闻逐渐浮出水面，全美国第二大长途电话公司、全球第一大互联网供应商世界通讯公司于2002年3月开始接受美国证券交易监督委员会（SEC）调查，调查内容包括过往的兼并事件以及公司向首席执行官伯尼·埃伯斯提供3.66亿美元巨额贷款一事。

就这样，会计造假风暴再次点燃了美股的做空情绪，这次下跌从2002年3月20日开始一直持续到了同年7月23日，标普500指数跌幅高达31%，重回1997年点位！从经济数据来看，2002年第一季度GDP增速、企业盈利均已触底反弹，PMI和零售数据持续上行，基本面的回暖确实正在发生。但从股票市场来看，接连的会计造假事件严重损害了美股投资者信心，三大指数直线下跌。

而“世通公司事件”和“泰科事件”的持续发酵无疑是在“安然事件”之后给了美股投资者接连重击。2002年4月30日，世通公司前首席执行官伯尼·埃伯斯迫于董事会和大股东的强大压力黯然辞职。同年6月25日，迫于美国证券交易监督委员会的压力，世通公司不得不发布声明，承认至少有38亿美元的支出被做了手脚，用来虚增现金流和利润；同时，该公司2001年14亿美元的利润和2002年第一季度1.3亿美元的赢利也属于虚乌有。2002年7月21日，世通公司正式向纽约南区地方法院递交了破产保护申请，成为美国有史以来，最大规模的企业破产案。

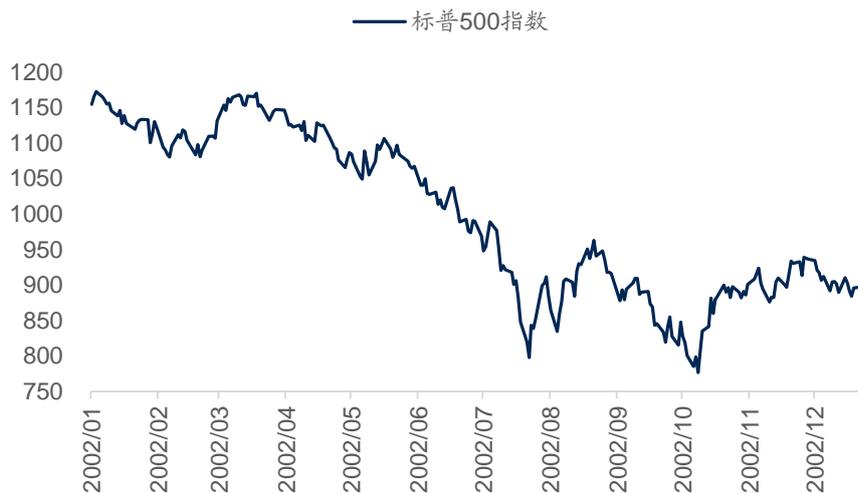
### ■ 第 13 次：2002 年 9 月，大跌中的基本面复苏证伪

2002 年 7 月 24 日，美股开始反弹。同年 7 月 25 日国会参众两院最终高票通过《萨班斯·奥克斯利法案》，不仅是对安然公司、世通公司等财务欺诈事件破产暴露出来的公司和证券监管问题进行严格的立法规范，更是标志着美国证券法律根本思想的转变，即从披露转向实质性管制。市场紧张情绪开始缓解，投资者将关注点从公司事件逐渐转移到基本面上来，上半年经济扩张、企业盈利好转的事实似乎被市场完全忽略了。然而这轮反弹依然没能长久，同年 8 月 20 日开始美股再度下跌，标普 500 指数在这轮反弹中上涨了 19%。

美股的再度下跌是因为会计造假风暴过去之后，市场期待的基本面的复苏似乎也被证伪了。2002 年 8 月公布的上月 PMI 数据为 50.3，较前月 53.6 大幅下跌。国债收益率一路走低，从同年第一季度末的 5.4% 下降至 9 月底最低触及 3.6%。市场担心基本面的不及预期影响企业盈利，标普 500 指数从同年 8 月 20 日下跌至 10 月 7 日，指数回调了 17%，触及年内最低点位。而会计造假风波虽已过去，但余波仍未平息。同年 8 月 31 日，安然的审计公司，安达信环球集团的美国分部——安达信会计师事务所宣布放弃在美国的全部审计业务，正式退出其从事了 89 年的审计行业。

进入 2002 年 10 月，三季报逐渐披露，盈利情况似乎并没有美股投资者预想的那么糟糕。事实上，恰恰相反，美股净利润增速在 2002 年第三季度由负转正且大幅反弹，前期遭受重创的“龙头”公司诸如 IBM、花旗集团、微软公司等都由盈利超预期而大幅上涨。同年 10 月 7 日开始，美国触底反弹，同年 11 月 6 日，美联储下调联邦基金目标利率 50 个基点。直至年底，美国经济的疲态依然未尽，2002 年的最后一轮反弹指数仅收复了 12%，全年标普 500 指数以 23% 的跌幅惨淡收场

图 11：2002 年美股两次暴跌前后指数走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### ■ 第 14 次：2008 年 9 月到 10 月，雷曼兄弟破产

从 2008 年 5 月下旬至 9 月初，美股指数先下跌后企稳，整体下跌了 9%。然而一场流动性危机的到来意味着真正的危机似乎才刚刚开始。

2008 年 9 月 7 日，美国联邦政府宣布接管房利美和房地美，同年 9 月 15 日，雷曼兄弟申请美史上最大破产保护，同年 9 月 17 日，美联储向危在旦夕的美国国际集团 (AIG) 提供 850 亿美元紧急贷款，变相接管该集团，这两个标志性事件意味着，“次贷危机”正式升级为金融危机。同年 9 月 18 日，美联储为首的六大央行再度联手，宣布共同向金融体系注入高达 1800 亿美元的资金。同年 9 月 25 日，全美国最大的储蓄及贷款银行华盛顿互惠公司被美国联邦存款保险公司 (FDIC) 查封、接管，成为美国有史以来，倒闭的最大规模银行。2008 年 9 月下旬开始，美股由震荡下跌变成急转直下，同年 9 月 29 日，美股经历黑色星期一，道琼斯工业指数创下有史以来的最大点数跌幅，单日大跌 7.0%。

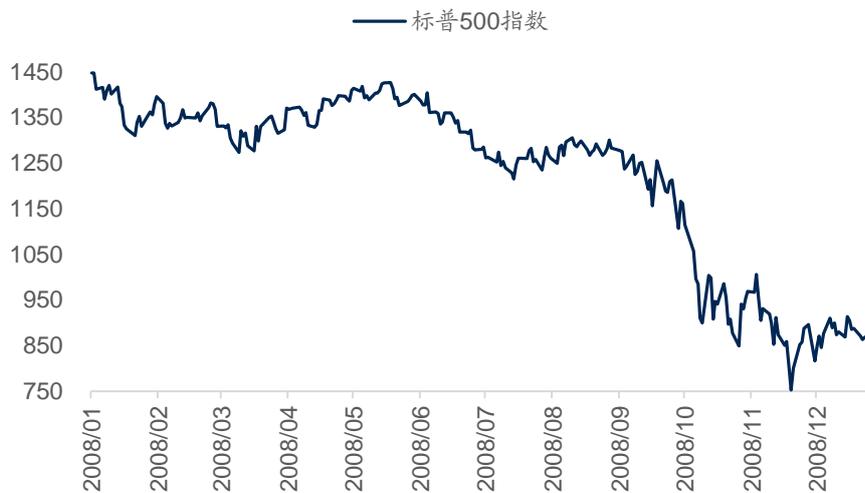
2008 年 10 月 3 日，美国国会通过了小布什政府提出的 7000 亿美元新版救市方案《2008 年经济紧急稳定法案》，这是美国政府有史以来，规模最大的经济干预。10 月 8 日，欧、美各大央行同时宣布降息，随后，韩国、日本、中国香港地

区、中国台湾地区和印度尼西亚等有关当局，也纷纷采取措施放松了货币政策，向银行注资。10月14日，美国财政部开始实施“资本购买项目”，10月29日，美联储年内第4次降息，幅度为50个基点。然而无声的风暴席卷全球，恐慌情绪肆虐，标普500指数从2008年8月底开始至11月20日下跌了42%。

此时此刻的美联储似乎是有些黔驴技穷了，从2007年9月至2008年12月间，美联储连续降息10次，联邦基金目标利率从4.75%大幅调降至0%，但也并未阻止美国经济滑入衰退，2008年第四季度美国实际GDP同比萎缩2.8%。2008年11月25日，美联储宣布购买6000亿美元抵押贷款支持债务的计划，启动第一轮量化宽松（QE1），并由此开启了长达六年的量化宽松周期。美联储宣布将从两大住房抵押贷款机构房利美和房地美以及联邦住房贷款银行购买最高达1000亿美元的直接债务，并另外购买最高达5000亿美元的抵押贷款支持证券。

2008年全年标普500指数下跌了38%，创下了美股历史上第二大年度跌幅，仅次于1931年大萧条。

图 12: 2008 年 9 月到 10 月美股暴跌前后指数走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### ■ 第 15 次: 2009 年 2 月, 黎明前的黑暗

时间来到 2009 年，金融危机最猛烈的风暴似乎已经过去，但谁也不知道接下来会发生什么。2008 年底的制造业 PMI 指数已经跌至 33，WTI 原油价格跌至 34 元/桶，创下 1980 年以来的最低记录。失业率持续飙升，2009 年 1 月，美国失业率飙升至 7.8%，几乎是 90 年代初的水平。在这样的经济背景下，2008 年 11 月 20 日开始的股市触底反弹夭折。

2009 年伊始美股在金融股的带领下再度狂跌，而监管层一直致力于的不良资产救助计划（Troubled Asset Relief Program, TARP）似乎并没有对市场起到太大的振奋作用。同年 2 月 17 日，奥巴马又通过了规模为 7870 亿美元的美国经济刺激计划，这是美国自“大萧条”以来，规模最为庞大的刺激方案，也是美国经济走向复苏的重要里程碑。由于刺激计划的时滞效应以及基本面的持续疲弱，市场情绪仍然低迷而惶恐，而政府的过度干预甚至让信奉自由主义的美国投资者担心股东权益受到侵害。2009 年年初至 3 月 9 日，标普 500 指数在短短两个月内下跌了 27%。

2009 年 3 月开始的反弹主要逻辑还是超跌，但事实上，PMI、商品零售额以及原油价格等经济指标确实企稳了。同年 3 月 10 日，花旗宣布 2009 年 1 月和 2 月实现盈利 190 亿美元，几乎达到 2008 年前 3 个月的 210 亿美元盈利业绩，该消息引发了美股和全球股市的暴涨。除此之外，监管层的维稳计划仍在大力进行，2009 年 3 月 18 日，美联储决定扩大 QE1，宣布再购买最高达 7500 亿美元的 MBS 和 1000 亿美元的机构债，并在未来 6 个月购买 3000 亿美元的长期国债。同年 4 月 1 日，在伦敦举行的 G20 峰会出台了总额达 1.1 万亿美元的全球经济复苏和增长计划，以提振市场信心。同年 5 月 7 日，欧洲央行和英格兰央行纷纷出台了定量宽松政策；另一方面，陆续公布的一季报数据显示，美股上市公司的净利润增速环比大幅改善并且远超预期。就这样，美股在基本面边际改善，流动性大幅宽松的经济背景下开始了后危机时代的绝地反击。

2009 年 3 月初至 6 月上旬美股收获了 1938 年来最好的区间收益，标普 500 指数在 3 个月内上涨了 39.6%!

图 13: 2009 年 2 月美股暴跌前后指数走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### ■ 第 16 次: 2011 年 7 月, 欧债危机、财政悬崖

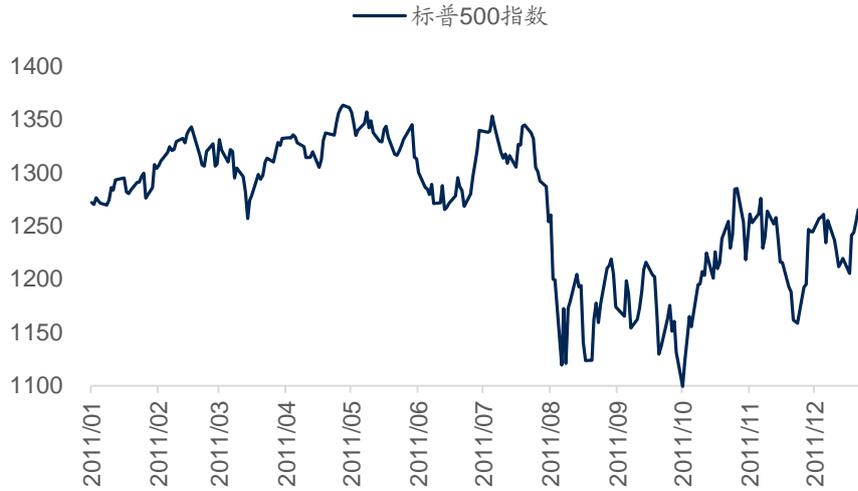
2011 年的主要问题就是欧债危机, 从当年的 5 月底开始希腊的债务违约风险不断放大, 同年 6 月 13 日, 标普把希腊信用评级从 B 下调至 CCC, 希腊成为世界上信用等级最差的国家。此外, 叠加中国经济放缓同时收紧信贷对抗通胀的政策, 包括前期对于日本大地震引发外围需求放缓的担忧同时涌现, 外部环境对美股的表现不是太好。

另一方面, 市场逐渐意识到美国似乎正在放缓, 各项经济数据都表现极差。2011 年 5 月制造业 PMI 大幅下降, 原油价格遭遇断崖式下跌, 通胀依然持续上行, 而且在欧洲债务危机蔓延的窗口期, 美国的国债危机也正在步步逼近。同年 5 月 16 日美国国债达到法定上限。按照相关规定, 美国国会必须在同年 8 月 2 日之前就提高国债上限达成一致, 否则美国政府将缺乏足够现金, 美国国债将面临违约风险。

2011 年 7 月小幅反弹之后, 同年 7 月下旬美股迎来了最猛烈的下跌, 触及此次下跌的正是对美国财政悬崖问题的担忧。同年 8 月 3 日, 美国总统奥巴马正式签署已获两院通过的提高债务上限议案, 至此美债危机告一段落。同年 8 月 5 日标准普尔宣布下调美国主权信用评级, 由 AAA 调降到 AA+, 评级展望负面, 这在近百年来尚属首次。经济增速的放缓似乎已经成为既定事实, 2011 年 7 月 PMI 再度大幅“跳水”, 销售数据持续下行。2011 年 7 月 25 日至 8 月 8 日, 标普 500 指数遭遇断崖式下跌, 指数跌幅高达 16.8%, 同样遭遇急跌的还有国债收益率和原油价格。

2011 年 8 月上旬开始美股开始大幅底部震荡, 同年 10 月初创下年内低点之后开始反弹。

图 14: 2011 年 7 月美股暴跌前后指数走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### ■ 第 17 次: 2018 年 12 月, 加息与贸易战

2018 年 3 月 21 日, 美联储宣布加息 25 个基点, 在这次毫无悬念的加息落地之后, 同年 4 月开始直至 9 月底, 美股再次回到上行通道, 超越 2018 年 1 月的指数记录并于同年 9 月突破 2900 点位大关, 整体涨幅 13%。实际上, 从 2018 年开始, 因为货币政策的问题, 美联储主席鲍威尔开始受到美国总统唐纳德·特朗普越来越大的压力。唐纳德·特朗普几个月来一直在抱怨美联储的货币政策, 声称不断上升的利率阻碍了他的经济计划, 加息将扼杀经济增长, 并在推特和多个公开场合对美联储及其主席鲍威尔进行抨击。进入 2018 年六月以来, 贸易战成为市场最关注的话题, 但从市场整体的反应来看, 中、美贸易的交战似乎对美股市场的影响越来越小, 美国经济状况的“相对优势”也确实给了美股足够的上涨动力。

进入 2018 年 10 月美股迅速“跳水”, 引发美股回调的直接原因是 10 年期国债收益率从同年 9 月 28 日开始短短 6 个交易日从 3.05% 上升至 3.23%, 迅速突破同年 5 月的利率高点, 创下近 7 年利率的最高点位。相对于利率的绝对水平而言, 其变化的速度对市场的影响显然更大。2018 年标普 500 指数在整个 10 月下跌 7%, 显然市场对于超预期的三季报盈利数据毫无反应。11 月指数呈 N 型震荡走势, 期间原油价格的下跌和高收益债的火爆使得市场对美股和经济基本面的预期迅速降温, 与此同时, 2018 年 11 月开始 10 年期国债利率迅速下行, 3 个月和 10 年期国债利差持续收窄, 已经降至 2008 年金融危机以来的最低值。

长端利率的迅速下行预示着经济衰退的可能性在增加, 此时又出现了孟晚舟事件, 2018 年 12 月 1 日, 孟晚舟在加拿大温哥华被捕, 美国向加拿大要求引渡她, 加拿大法院定于 2018 年 12 月 7 日就此事举行保释听证会。孟晚舟事件预示着贸易战可能会进一步升级, 从而引发了美股年内最凶残的一次下跌, 同年 12 月 19 日, 美联储宣布了年内的第 4 次加息, 2018 年 12 月年内标普 500 跌幅超过 10%。从 10 月高点起算, 到 12 月低点, 标普 500 指数跌幅达 20%。

虽然 2018 年全年标普 500 指数下跌 7%, 但市场呈现慢涨急跌的特征, 虽然没有破坏美股 9 年长牛的趋势, 但 2018 年的第四季度确实是这 9 年长牛中最深幅的一次回调了。不过, 如果把 2019 年美股的走势再续上去, 就会发现, 这又是一个深 V 走势。

图 15: 2018 年 12 月美股暴跌前后指数走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

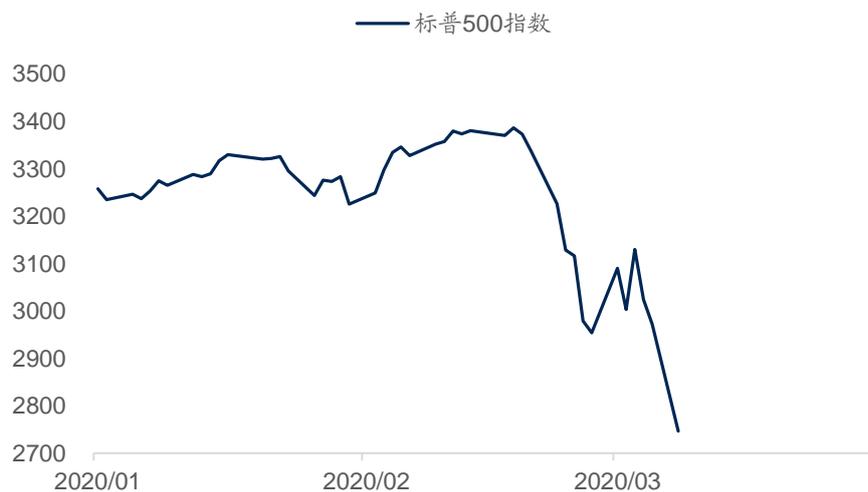
### ■ 第 18 次: 2020 年 3 月, 新冠疫情与沙特石油

2020 年 2 月以后, 随着新冠肺炎疫情在全球的扩散, 美股出现了一波快速下跌, 而之后沙特突然宣布扩大原油产量, 使得股市跌幅进一步扩大, 3 月 9 日, 美股标普 500 指数开盘后迅速跌至 7%, 触发第一层熔断机制, 暂停交易 15 分钟。

此次标普 500 指数从 2020 年 2 月 19 日的收盘价 3386 点, 到 2020 年 3 月 9 日收盘价 2747 点, 13 个交易日累计跌幅达 18.9%。

后市又将如何, 我们可以拭目以待。

图 16: 2020 年 2 月到 3 月美股暴跌前后指数走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

(本报告中所有涉及的美股个股信息, 均仅为公开信息汇总, 不构成任何盈利预测和投资评级)

风险提示: 宏观经济不及预期、海外市场大幅波动、历史经验不代表未来。

## 相关研究报告:

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032