

如果美股调整，A股能否独善其身？

当前市场最大争论是美联储紧缩会否引发美国经济衰退和金融危机，进而导致美股大幅下挫。虽然市场尚未达成共识，但是本文尝试“超前”分析美股调整对A股的传导机制及影响。

- 简单相关性分析显示，大多数时期，A股与美股在市场波动较低时相对独立。但是，当市场遭遇重大冲击和VIX（美股恐慌指数）飙升时，两者相关性显著上升。具体表现为美股大跌后A股跟跌。此外，由于中国香港的特殊地位和固定汇率机制，港股与美股和A股的相关性均较高，交叉计算后的相关性要显著大于A股与美股单独计算结果。
- 美股调整可能通过资本流动（资产配置再平衡）、货币政策、经济基本面和恐慌情绪四种渠道影响A股。随着外资持续流入，外资在A股市场的影响力已经不容忽视。当外资大幅放缓流入或者流出时，内资“迷信”外资掌握更多信息。在美元主导的国际货币体系下，美联储紧缩引发全球金融收缩，A股尚未成功在中国央行逆势宽松下独树一帜，尤其是在中国深度融入金融经贸全球化的今天。尤为关键的是，恐慌情绪易于传染。在高度不确定性的环境下，避险是本能行为，不仅发生在A股，也发生在欧洲和日本等主要股票市场。当单月VIX大涨50%或者陆股通净流出时，A股基本上会收跌。但是，VIX是经济金融危机的“副产品”，高度不可预测。
- 2023年美股下跌分两种情形，一是阶段性技术调整，呈现“N”型走势。关键是底部出现时点。参考2020年政策底、经济底和市场底经验，美股不确定性越早落地，A股越有机会凭借国内经济复苏领先优势走出独立行情。二是美股陷入“熊市”危机，连续两年明显收跌。美股历史上出现四次连续两年以上收跌，无一不是撞上了严重的经济事件。概率虽低，但是A股遇上后难言独立行情。2023年海外不确定性依然较大，市场参与者保持适度谨慎和灵活性，做好预案。
- 风险提示：美联储紧缩超预期；地缘政治风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：付万丛

wancong.fu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030001

目录

一、A 股与美股的相关性.....	5
二、美股调整对 A 股的四种传导渠道.....	7
三、2023 年美股两种情形下的 A 股前景	13
四、主要结论	16

图表目录

图表 1. 美股调整时期标普 500 与沪深 300 指数表现.....	4
图表 2. 沪深 300 与标普 500、恒生指数的滚动相关系数.....	5
图表 3. 沪深 300 与标普 500 月度涨跌幅.....	5
图表 4. A 股与印太地区主要股市的同步性.....	5
图表 5. 月度陆股通净额和沪深 300 指数涨跌幅.....	6
图表 6. 陆股通成交金额占沪深股市成交金额比重.....	7
图表 7. 陆股通当日净买入与融资余额变动.....	7
图表 8. 月度陆股通净额和沪深 300 指数涨跌幅.....	8
图表 9. 月度沪深 300 指数涨跌幅和人民币中间价升贬值.....	9
图表 10. 沪深 300 月均市盈率和标普 500 席勒市盈率.....	9
图表 11. 创指与万得全 A 比值和纳指与威尔希尔 5000 全股指数比值.....	10
图表 12. 中美制造业 PMI.....	10
图表 13. 美国制造业 PMI 与标普 500 指数未来 12 个月 EPS 同比.....	11
图表 14. 申万半导体指数与费城半导体指数月末值同比.....	11
图表 15. VIX 和 CBOE 中国 ETF 波动指数.....	12
图表 16. VIX 涨幅超过 50% 时期沪深 300 和美元指数表现.....	12
图表 17. 一图尽览美国经济.....	13
图表 18. 美国银行业破产数量.....	14
图表 19. 规上工业企业营收当季同比和沪深 300 指数 EPS 当季同比.....	14
图表 20. 标普 500 指数与有效联邦基金利率.....	15

由于中国货币政策独立性增强，只要汇市不遭受较大外部冲击，国内债市几乎无需讨论独立行情。市场讨论独立行情，往往指的是中国股市能否与美股走出阶段性的不同行情。而且，大多数时候，独立行情的呼声出现在国内市场对美股信心不足或外部压力依然较大的时候。但是，不考虑中美经济所处阶段、金融体系和市场参与者结构等因素的不同，A股相对于美股的历史成绩并不亮眼。一是自1991年以来，除2000年和2015年¹以外，以标普500指数衡量的美股全年收跌的年份里，以沪深300指数衡量的A股（下文如无特指，均以沪深300衡量A股）全部跟跌。二是美股调整或者跌入“熊市”，A股也从未独善其身。自从中国加入世贸组织（WTO）以后，美股一共经历9次调整或者“熊市”，A股仅在2002年底至2003年一季度国内经济高速增长和资本市场改革乐观预期²支持下“幸免于难”。期间，标普500平均下跌23.3%，沪深300平均下跌18.2%。A股总体较美股调整较少，主要来自于A股在最近四轮美股调整行情中表现较为坚挺（见图表1）。当然，从统计数据上总结A股追随美股“应跌尽跌”略显简单粗暴。本文尝试从四个传导路径和美股调整期间数据比较来分析美股调整对A股的影响。

图表 1. 美股调整时期标普 500 与沪深 300 指数表现

时间	标普 500 跌幅(%)	沪深 300 跌幅(%)
2002/11/27 至 2003/3/11	(14.7)	5.3
2007/10/9 至 2009/3/9	(56.8)	(61.2)
2010/4/23 至 2010/7/2	(16.0)	(20.6)
2011/4/29 至 2011/10/3	(19.4)	(19.9)
2015/11/3 至 2016/2/11	(13.3)	(15.0)
2018/1/26 至 2018/2/8	(10.2)	(8.4)
2018/9/20 至 2018/12/24	(19.8)	(8.2)
2020/2/19 至 2020/3/23	(33.9)	(12.9)
2022/1/3 至 2022/10/12	(25.4)	(23.0)
平均值	(23.3)	(18.2)

资料来源：Ycharts，万得，中银证券

注：事前很难界定市场调整会不会最终进入“熊市”，均是事后验证；美股调整为标普500从最近高点下跌10%-20%，但未打破上行趋势，即调整后再创新高；“熊市”为标普500从最近高点下跌超20%，配合经济指标和市场恐慌，最终约定俗成；飘红为美股“熊市”；2022年“熊市”是长周期还是短周期也需要事后验证。

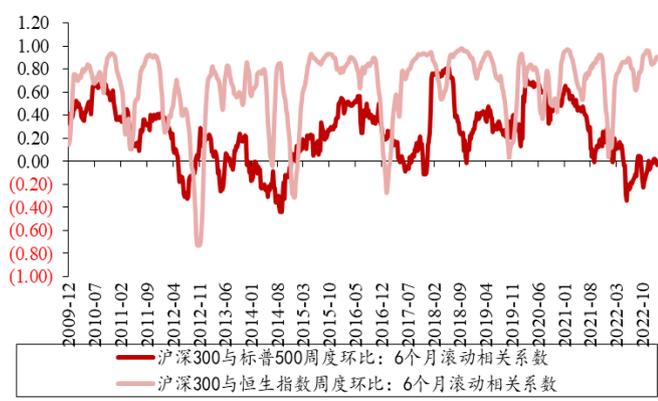
¹ 2000年中国GDP实现反弹，逐渐走出亚洲金融危机影响，且当时中国尚未加入世贸组织，与美股关联性较低。而2015年股市暴涨暴跌发生在2月至8月，四季度稳增长政策密集出台，股市最终收红。

² 2002年召开五年一次的全国金融工作会议，2003年是资本市场改革逐步落地的元年，包括放宽券商融资渠道、QFII和社保长期资金入市、商业银行改革等。

一、A股与美股的相关性

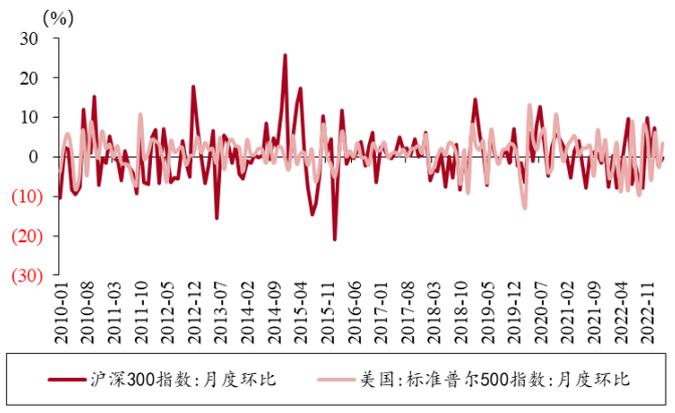
A股大多数时候存在独立行情。周度数据显示，2010年至今，沪深300与标普500相关性不高，最大值为0.80，最小值为-0.44，平均值仅有0.24；而沪深300与恒生指数的相关性较强，平均值达到0.60，符合港股上市、大陆经营的规律（图表2）。虽然同期沪深300与标普500的月度涨跌幅相关性进一步上升到0.36，但t检验结果显示沪深300与标普500的月度涨跌幅具有显著差异，前者标准差为6.5%，显著大于后者的4.3%，说明A股波动更大，尤其是2020年以前（见图表3）。Yujie Shi (2022)通过对主要股市周度数据研究发现，中国股市与周边国家或地区的同步性要强于与发达经济体，中国股市与美股的相关性仅有0.11，而与新加坡、韩国和中国香港的相关性分别为0.33、0.33和0.57（见图表4）；国家间的贸易关联和经济相似性对股市同步性的解释力度并不强，反而是宏观事件冲击会短期内显著提高同步性。由于股市存在本土偏好和中美经济差异，低相关性确实支持A股独立行情的说法。

图表 2. 沪深300与标普500、恒生指数的滚动相关系数



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 沪深300与标普500月度涨跌幅



资料来源：Wind，中银证券

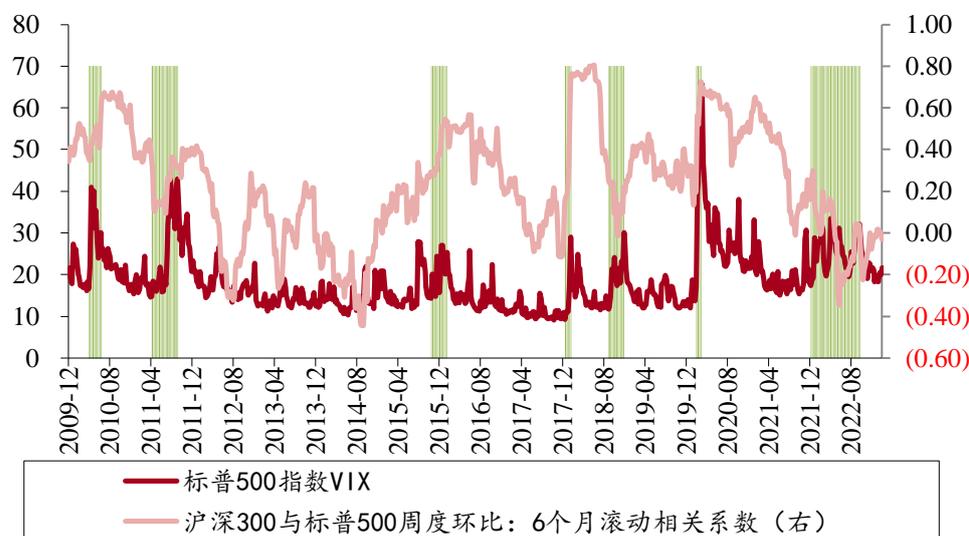
图表 4. A股与印太地区主要股市的同步性

发达经济体	同步系数均值
澳大利亚	0.27
中国香港	0.57
日本	0.29
新西兰	0.11
新加坡	0.33
美国	0.11
新兴市场经济体	
印度	0.22
印度尼西亚	0.23
马来西亚	0.21
韩国	0.33
中国台湾	0.35
泰国	0.21

资料来源：Yujie Shi(2022)《What influences stock market co-movements between China and its Asia-Pacific trading partners after the Global Financial Crisis?》，中银证券

但 A 股不能低估特殊时期的外部冲击。除了 2022 年全球“熊市”两阶段不同因素影响以外³，中美股市周度环比 6 个月滚动相关系数在 VIX 飙升期间均有快速上升的情形，且出现“时间越短、相关性跳升越大”的情况，例如 2010 年二季度欧债危机发酵、2018 年一季度中美贸易摩擦爆发和 2020 年一季度新冠疫情全球蔓延（见图表 5）。此外，由于港股受美元流动性和外资影响较大，且 A 股与港股相关性较高，美股可能通过港股的传导间接影响 A 股。通过港股与美股、美股与 A 股的交叉计算，A 股与美股的相关性能够达到 0.37，是直接计算结果（0.24）的 1.5 倍。考虑到港股受外资影响较大⁴和港股通开放，港股大跌可能会通过资产再平衡和情绪传导影响 A 股投资者。此外，A 股在近四轮美股大幅下挫期间更“抗跌”，可能是因为前期已经跌了不少。在 2018 年美股两次技术调整之间，沪深 300 累计下跌 17%，而标普 500 依然处于长牛趋势，累计上涨 13%。2020 年春节结束就拉开了 A 股大幅震荡行情，而美股在 2 月下旬才后知后觉新冠疫情的危险性。2021 年大部分时间 A 股都处于风险偏好下降阶段，而美股还在庆祝美联储大水漫灌。因而，仍有必要研究美国大跌时内外联动机制。

图表 5. 月度陆股通净额和沪深 300 指数涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

注：绿色区域为美股调整或者“熊市”时间区间。

³ 虽然全球股市均因美联储激进加息而承压，但 2022 年 A 股受地缘政治风险和国内疫情扰动的影响也不小。

⁴ 香港的联系汇率机制和更为自由的交易机制使得恒生指数与标普 500 指数周度环比相关性达到更高的 0.62。

二、美股调整对 A 股的四种传导渠道

2020 年 6 月，IMF 在《全球金融稳定》报告中提示，警惕金融市场乐观情绪与经济基本面脱节。2021 年 5 月，欧央行发布一篇针对美股调整对欧元区股票影响的 blog，认为美股下跌 10% 可能会通过利率掣肘、宏观冲击和避险情绪共振等渠道引发欧元区股票约 9% 的下跌，基本上是“一换一”⁵。虽然 2021 年全球经济共振复苏成功抵消了利率上行和货币紧缩预期对股市的影响，美股继续领涨全球，但是 2022 年担忧的情形还是发生了，美股在利率飙升和盈利见顶双重冲击下全年下跌 19.4%，最大跌幅 25.4%，德国 DAX 指数全年下跌 12.3%，最大跌幅 26.4%。美股作为全球风向标，对欧元区股票的影响机制也值得我们借鉴。在欧央行的基础上，结合中国数据，我们总结了四种传导渠道。

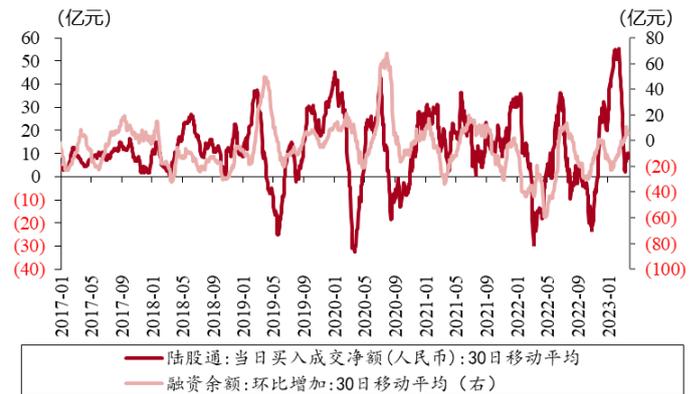
一是资本流动渠道。截至 2023 年 2 月，外资持有 A 股市值占流动市值比例为 4.8%，最高时达到 5.5%。根据世界银行和美联储数据显示，2020 年底外资直接持有美股 11.5 万亿美元，占美股总市值比重达到 28.3%。而日本和德国的外资持有股票市值占比更高，2020 年日本达到 30%，2019 年德国达到 44%。如此看来，外资在 A 股难以掀起大风大浪。不过，从成交金额上看，陆股通日均成交金额占 A 股成交金额比重已经稳定在 10% 以上，远高于持有市值占比，说明外资是股市流动性的重要提供来源⁶（见图表 6）。此外，由于 A 股缺乏衍生品交易（做空机制），外资流动变化经常被 A 股投资者当做“做空或做多”的风向标⁷。以 30 日移动均值看，陆股通项下净买入金额一定程度上领先国内融资余额环比变动（见图表 7）。2016 年以来，一共出现 12 次当月陆股通净流出，其中的 10 次沪深 300 指数收跌，平均跌幅为 6.4%；虽然 2019 年 4 月和 2020 年 8 月 A 股两次收涨，但涨幅环比分别下降 4.5 和 10.2 个百分点（见图表 8）。尽管美股外资的持有市值和成交量占比更高，但衍生品市场能够大幅提升市场有效性，从而抑制美股外资“兴风作浪”的能力。

图表 6. 陆股通成交金额占沪深两市成交金额比重



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 陆股通当日净买入与融资余额变动



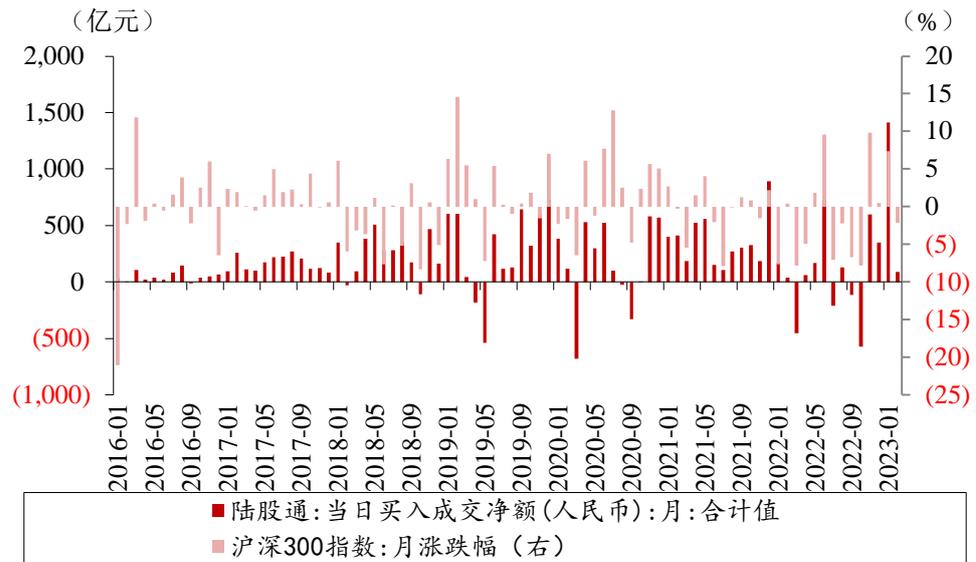
资料来源：Wind，中银证券

⁵ 详文见链接：https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2021/html/ecb.fsrbox202105_03~5ddb769981.en.html。

⁶ 外资持股较为集中，多为白马蓝筹，对部分板块的影响力不容忽视。

⁷ 缺乏做空机制导致 A 股在上涨时容易“上头”，需要靠外资“泼一盆冷水”。

图表 8. 月度陆股通净额和沪深 300 指数涨跌幅



资料来源: 万得, 中银证券

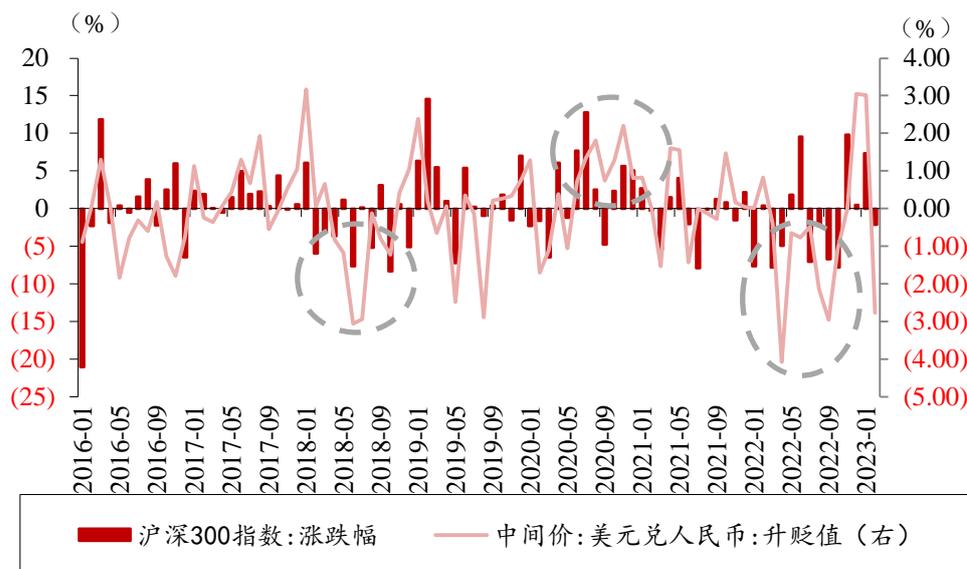
二是货币政策渠道。股市投资者担忧美联储紧缩可能会通过施压汇率来掣肘中国央行的货币政策。然而, 自 2015 年“811”汇改以来, 人民币汇率双向波动逐渐成为新常态, 中国货币政策独立性显著增强, “不可能三角”矛盾有所缓解。况且, 汇率本身也是一种资产价格, 呈现随机波动, 股票项下资本跨境流动规模在汇市成交占比非常小。因而, 2016 年 1 月至今, 股汇涨跌正相关性 (0.43) 要明显低于陆股通净额与沪深 300 涨跌的正相关性 (0.53)。而且, 当月汇率贬值并不必然引发股市调整 (见图表 9)。不过, 国内货币政策对信用作用 (credit channel) 的影响却难以对抗美联储在风险承担行为 (risk-taking channel) 的影响⁸。中国央行在 2018 年和 2022 年两次顶着美联储加息紧缩实施中性偏宽松的货币政策, 货币政策立场差异引发人民币汇率调整。宽松的货币政策并未明显提振股市, 反而是跌多涨少。而 2020 年下半年中国货币政策率先实现正常化, 监管领导在陆家嘴论坛提示大水漫灌风险⁹, 人民币快速升值, 股市估值也快速扩张带动股价不断上涨。从沪深 300 和标普 500 估值走势也可以看出, 2015 年、2018 年和 2022 年标普 500 指数受美联储加息紧缩影响进入估值下降阶段, A 股基本上也没逃过, 说明 A 股投资者依然绕不开美联储 (见图表 10)。估值趋同意味着股市结构性行情可能也会趋同 (见图表 11)。值得注意的是, 虽然美联储加息紧缩会对美股造成估值压力, 但是不少时期美股估值与基准利率同升同降, 一种情形是市场陷入狂热时期 (2020 年互联网泡沫、人心思涨), 另一种情形是大部分经济危机时期。

国内市场间歇性讨论的“股汇双涨”更多指的是“美联储放水-全球流动性泛滥-美元贬值、人民币升值-外部风险偏好改善”传导链条。美联储紧缩和全球“股汇双杀”的时候反而听到更多的是“独立行情”。现行美元主导的国际货币体系下, 非美元资产大多数都是风险资产, 不然美联储也不会说美国国债收益率是全球资产定价之锚。

⁸ 美元在全球金融周期占据主导地位, 学术界一般从两条渠道分析系统性分析美联储紧缩货币政策的全球影响, 一是信用渠道, 利息上升、美元升值、信用利差扩大造成全球融资难, 但中国美元外债较为有限, 且跨周期调节以货币扩张和国有经济部门扩张来稳定国内信用, 中美居民杠杆率当季同比变动周期同步的背后机理值得深入研究, 1980 年代起日美居民杠杆行为就相对独立; 二是风险行为, 资产价格缩水造成财富损失和去杠杆 (全球资产价格周期共振也是美联储政策溢出的重要途径), 中国跨周期调节此时会鼓励风险投资行为, 奈何人心跟着全球金融周期走。

⁹ 详见链接: https://ishare.ifeng.com/c/s/v002Vws6ywfAdBD3pRquRF19CRcGuQsdFepG9KoaJmLHLKE__。

图表 9. 月度沪深 300 指数涨跌幅和人民币中间价升值



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 沪深 300 月均市盈率和标普 500 席勒市盈率



资料来源：万得，中银证券

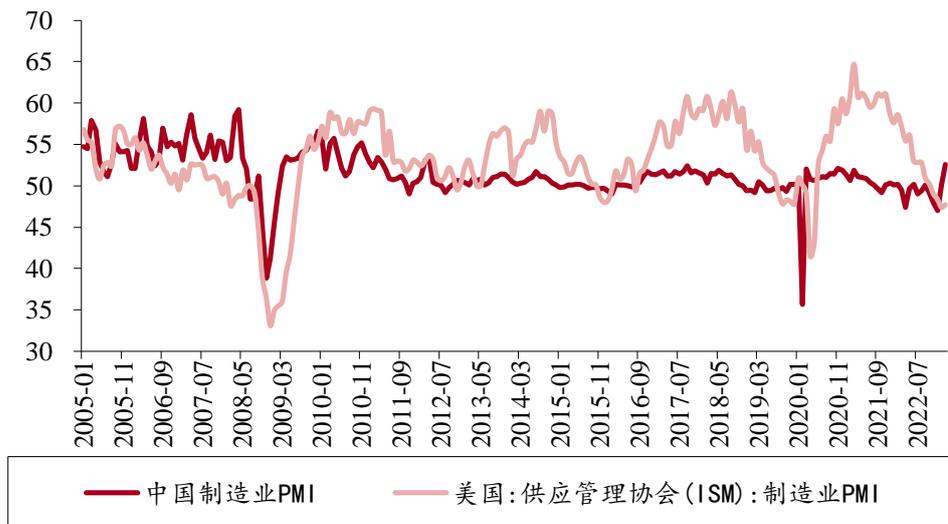
图表 11. 创指与万得全 A 比值和纳指与威尔希尔 5000 全股指数比值



资料来源：万得，中银证券

三是基本面渠道。股市投资者的另一大关注点是景气度和盈利，其中代表指标是 PMI 指数。随着中国经济深度融入全球化，外需是中国总需求的重要组成部分。虽然中国 PMI 指数波动较低，但是整体走势与美国制造业 PMI 趋同¹⁰（见图表 12）。从彭博统计的标普 500 指数未来 12 个月 EPS 一致预期和美国制造业 PMI 关系看，只有 PMI 指数触底，美股 EPS 下调才可能停止（见图表 13）。此外，PMI 指数下行期间，股市投资者如鲠在喉，美股 VIX 指数一般会有所上升，但是不一定引发流动性危机的“熊市”。鲜有人能准确判断美国经济下行尾部会否引发大危机。另一方面，由于美国处于全球产业链的中心，不少美股上市公司是行业龙头，中国深度嵌入的产业只能以美股“马首是瞻”。典型的例子就是半导体行业。费城半导体指数涵盖了在美上市的 30 家最大半导体公司，基本上代表了全球半导体行业景气度。如果整个半导体行业承压下行，国内半导体企业股价很难走出“独立行情”（见图表 14）。

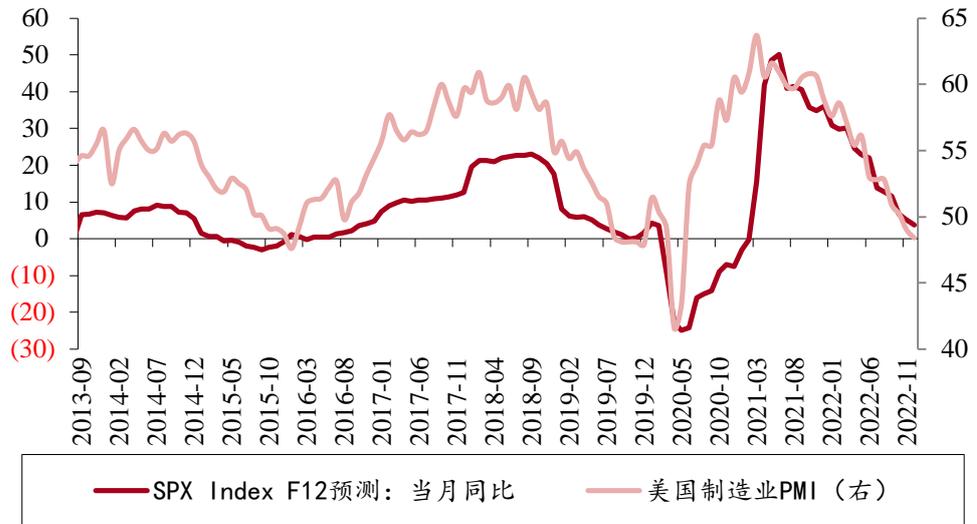
图表 12. 中美制造业 PMI



资料来源：万得，中银证券

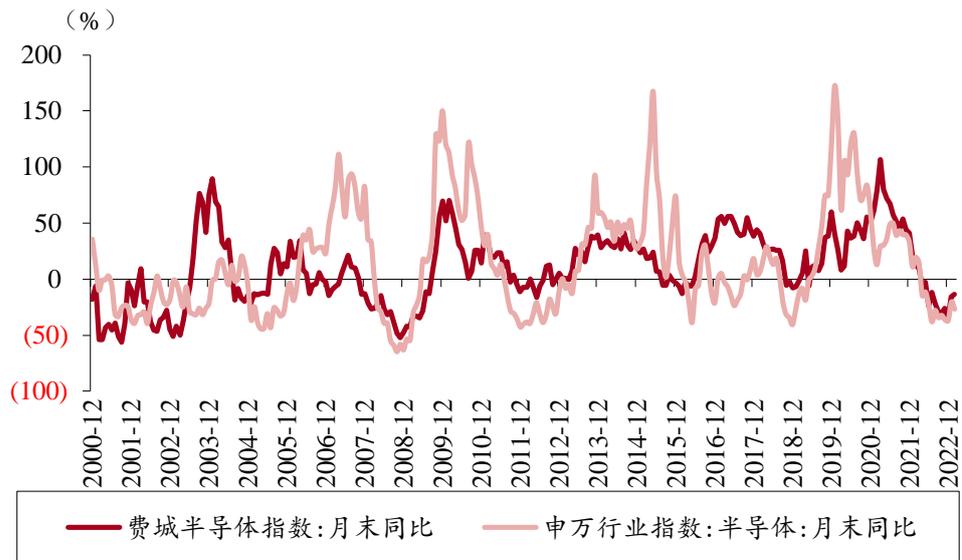
¹⁰ 中国低波动可能与国内改革有关，全球经济共振向上时抓住窗口期改革，共振向下时内需稳增长。由于不再搞强刺激，加上历史经验，A 股投资者似乎并不相信中美 PMI 能够持续背离。

图表 13.美国制造业 PMI 与标普 500 指数未来 12 个月 EPS 同比



资料来源：万得，中银证券

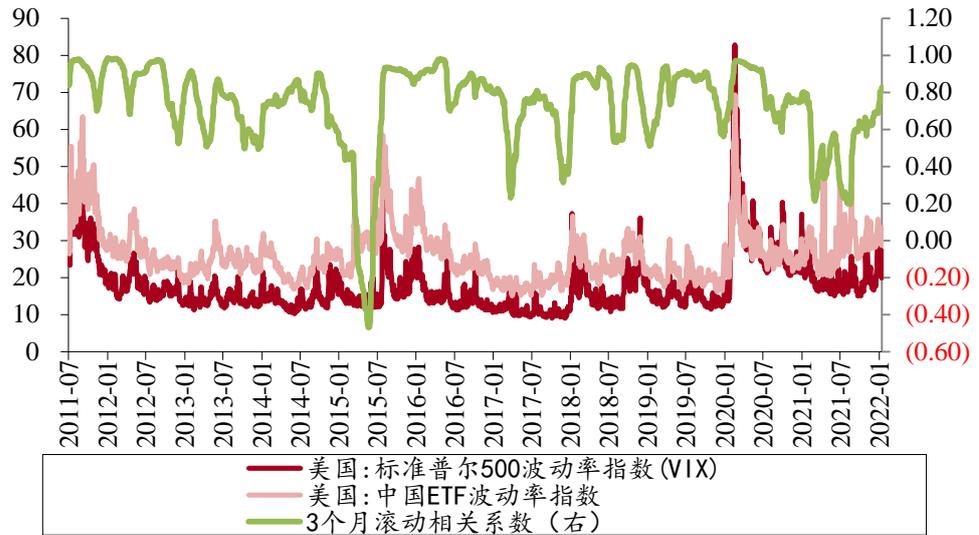
图表 14.申万半导体指数与费城半导体指数月末值同比



资料来源：万得，中银证券

四是情绪传导渠道。恐慌情绪传染可能是美股调整的最重要传导渠道。芝加哥期权交易所（CBOE）数据显示，2011年3月至2022年2月，中国ETF波动指数（2022年2月14日起停更）与美股VIX高度正相关（0.76）；大部分时间内，3个月滚动相关系数维持在0.6以上（见图表15）。此外，股市大跌时期，经济基本面变量鲜有巨大变化，无序下跌只能用恐慌来解释。当VIX当月涨幅超50%时，当月A股全部下跌，平均跌幅为7.8%，最少下跌1.6%，最多下跌26%，美元指数平均上涨2.3%（见图表16）。这里既有金融危机和新冠疫情，也有美联储紧缩、财政悬崖和地缘政治风险，还有“莫名其妙”的“黑色星期一”。有趣的是，陆股通在VIX飙升月份大多数是净流入，反而是上个月或者下个月大幅净流出。两大规律叠加，造成A股连续下跌。当市场处于高度不确定时期，投资者更愿意持币观望，流动性偏好显著上升。不过，预测VIX飙升和预测股市暴跌或者经济危机一样困难。虽然VIX在经济景气下行时趋于上升，但是谁能准确判断VIX何时飙升，何时发生危机。

图表 15. VIX 和 CBOE 中国 ETF 波动指数



资料来源：万得，中银证券

图表 16. VIX 涨幅超过 50% 时期沪深 300 和美元指数表现

时间	沪深 300 涨跌幅(%)	美元指数涨跌幅(%)
2008/9 和 2008/10 (雷曼时刻)	(6.2)和(25.9)	2.4 和 8.0
2011/7 (欧债危机、财政悬崖)	(2.4)	(0.8)
2015/8 (“黑色星期一”)	(11.8)	(1.3)
2018/10 (鲍威尔鹰派加息发言)	(8.3)	2.0
2020/2 (新冠疫情)	(6.4)	0.8
2021/11 (全球疫情蔓延、美联储转向)	(1.6)	1.9
2022/4 (俄乌冲突、美联储发声加速紧缩)	(4.9)	4.9
平均值	(7.8)	2.3

资料来源：COBE，万得，中银证券

三、2023 年美股两种情形下的 A 股前景

宏观经济预测极其困难，经济事件一次又一次在没有明显起因的情况下发生。而作为宏观经济“晴雨表”的股市则更难预测，不仅要看基本面和政策面，还要看情绪面，包括理性预期和非理性行为。2023 年的宏观不确定性依然较高，甚至比 2022 年更甚。2022 年底美联储《金融稳定报告》显示，美国投资者的核心担忧是高通胀和美联储货币政策矫枉过正。2022 年，美联储的任务主要是政策利率追赶通胀，两者之间的大幅背离只需“无脑”加息即可。考虑到快速紧缩的滞后累加效应，美联储在 2022 年 11 月暗示放缓加息，并于 12 月如期兑现。但是，由于 2023 年 1 月份美国非农和通胀数据异常坚挺，美联储主席鲍威尔在 2023 年 3 月初国会听证会上对加速加息和更多加息均持开放态度。如果所有获得的数据都显示，需要加快收紧政策，美联储准备加快加息步伐，终端利率水平可能较之前预期更高。当然，美联储依然秉承数据决定政策。鉴于美联储加息未止和尾部风险易发¹¹，有必要讨论一下 A 股在美股调整和“熊市”的前景。

情景一：美股阶段性技术调整，A 股继续演绎结构性行情。 尽管当前可得数据提高了美国经济实现“不着陆”或者“软着陆”的概率（见图表 17），但是可持续性有待观察，而且美股依然处于通胀高位和经济下行的“戴维斯双杀”困局中。一方面，美国经济韧性进一步提高了美联储对高利率的容忍度，对风险资产不一定是好事。另一方面，金融稳定性可能并没想象的那么好。2022 年，全球股债“双杀”。由于利率飙升、债券价格下跌，除了日本央行以外，实施过 QE 的其他各大央行遭遇高达 1 万亿美元账面损失。央行们可能不惧市场波动，但是习惯了低利率的商业机构却未能幸免。从英国养老金贷款驱动投资（LDI）破裂、黑石地产类金融产品（CMBS）无法兑付，到硅谷银行破产，低利率和过度冒险埋下的金融“炸弹”逐渐引爆。根据纽约大学报告显示，美银行业未计提损失 1.7 万亿美元，相当于银行体系总股本；在美国 17 万亿美元的银行存款总额中，有近 7 万亿美元目前没有得到 FDIC 的保险。

利率政策治经济，流动性工具管金融。央行有义务维持金融稳定，美联储也不例外。英国央行和韩国央行已经轮番出台过“加息+扩表”的政策组合。关键是，各大央行对“爆雷”事件也是后知后觉。即便意识到部分领域有风险，监管层过早干预有道德风险，往往表现为事后救火。因而，资本市场必须有人“买单”。美国银行业因期限错配和流动性管理不当被加息到破产也不是个例¹²，例如 1980 年代储贷危机（见图表 18）。在美国经济企稳回升和通胀回落至合理区间之前，美股可能还有一跌。如果美股仅是下跌 10% 至 20% 的技术调整¹³，呈现“N”型走势，关键点是调整底部出现在何时。从美国 PMI 周期规律和期货市场隐含的联邦利率顶点来看，二三季度有望迎来流动性拐点和盈利底部。海外不确定性越早落定，对 A 股越有利。在国内利好因素积累生效和 2022 年低基数的作用下，工业企业营收和上市公司营收均有望在 2023 年迎来明显反弹，抵消海外利空因素（见图表 19）。但是，如果美股底部推迟至四季度，甚至全年明显收跌，A 股恐难完全依赖内部利好因素走出“独立行情”。

图表 17. 一图尽览美国经济

指标	2023-2	2023-1	2022 年均值	2010 至 2019 年均值
新增非农就业人数（万人）	31.1	51.7	38.5	17.5
失业率（%）	3.6	3.4	3.6	6.2
当周初次申请失业金人数:月均（万人）	19.3	19.2	22.2	31.2
私人非农企业全部员工平均时薪:环比（%）	0.24	0.27	0.39	0.20
核心 CPI:当月同比（%）	5.5	5.6	6.2	1.8
核心 CPI:环比（%）	0.7	0.6	0.5	0.2
核心 PCE:当月同比（%）	4.6	4.7	5.0	1.6
核心 PCE:当月环比（%）	0.3	0.6	0.4	0.1
供应管理协会(ISM):制造业 PMI（%）	47.7	47.4	53.5	54.4
消费者信心指数（1966 年二季度=100）	67.0	64.9	59.0	85.5
已获得批准的新建私人住宅:环比（%）	13.8	0.15	(2.8)	0.8
新建住房销售:环比（%）	1.1	1.8	(2.0)	0.9
零售和食品服务销售额:环比（%）	(0.4)	3.0	0.5	0.4
芝加哥联储调整后的全国金融状况指数（%）	(0.39)	(0.34)	(0.24)	(0.48)

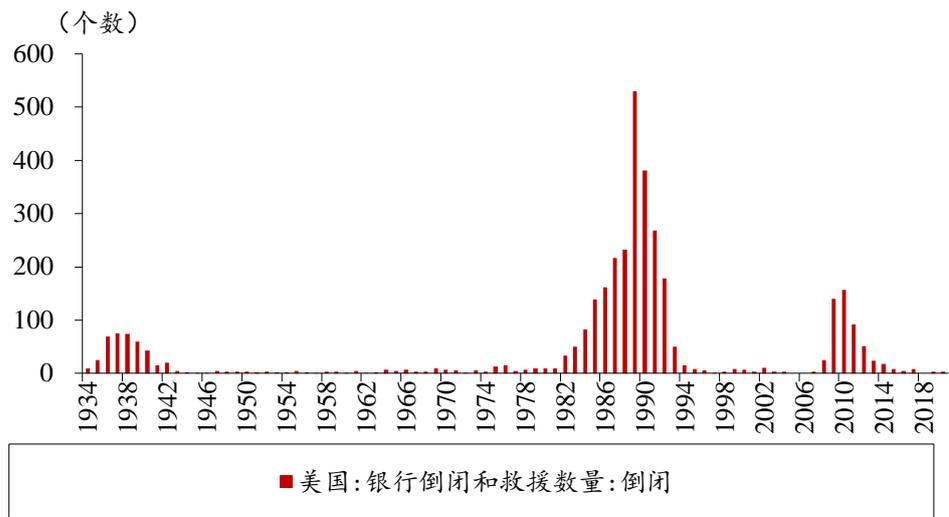
资料来源：COBE，万得，中银证券

¹¹ 3 月 9 日起，硅谷银行、签名银行、瑞信集团和第一信托银行等事件持续发酵，导致市场对美联储宽松预期不断升温。美联储货币政策又添金融稳定新变数，即美国可能陷入银行避险式信用收缩。

¹² 虽然加息提高居民储蓄意愿，但是实际上经常表现为经济下行压力加大后银行存款消耗加速和储蓄增长下滑，即存不住钱。

¹³ 从 2023 年 2 月 2 日至 3 月 10 日，美股已经基本上抹去今年全年涨幅，累计下跌 7.6%。

图表 18. 美国银行业破产数量



资料来源: FDIC, 中银证券

图表 19. 规上工业企业营收当季同比和沪深 300 指数 EPS 当季同比

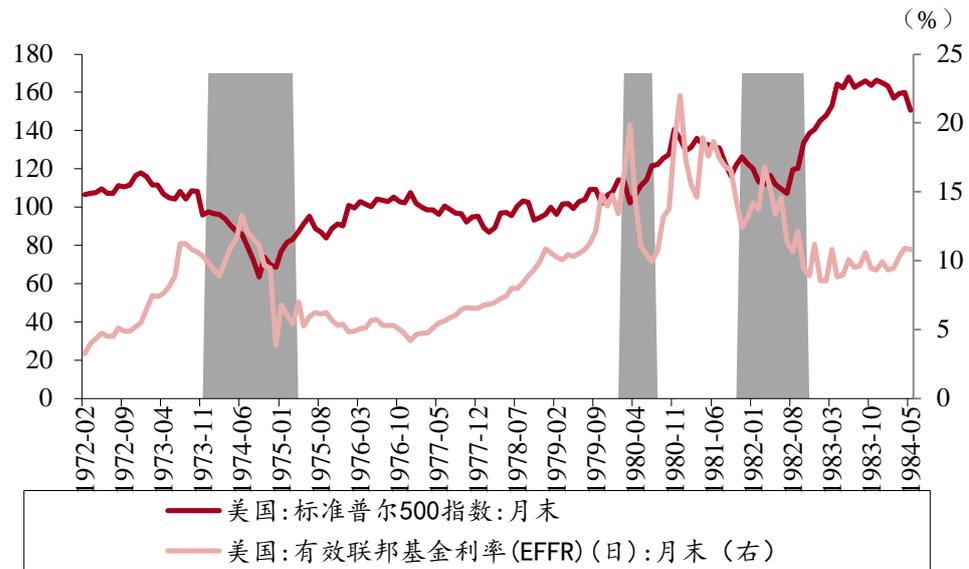


资料来源: 万得, 中银证券

注: 2019 年前规上工业企业营业收入累计同比增速来自主营业务收入累计同比增速 (换口径), 然后通过累计同比增速回算 2020 年前营业收入累计值, 最后计算当季值和当季同比。

情景二: 美股再次出现“熊市”, A 股恐难幸免。过去一百年来, 美国一共出现四次股市连跌两年以上的情形, 分别是大萧条时期、二战时期、大滞胀时期和互联网泡沫时期。“柯立芝繁荣”的泡沫在大萧条彻底破裂, 加上美联储弱势和放任银行业危机, 资本主义危机大爆发, 美股从 1929 年至 1932 年连跌四年, 累计下跌近 80%。虽然二战期间美股跌幅较浅, 但是依然从 1939 年到 1941 年连跌了三年, 累计下跌 34%。大滞胀时期与当前可能更有可比性, 1973 年至 1974 年激进加息和 1974 年爆发的经济衰退导致美股在 1973 年和 1974 年连跌两年, 分别下跌 17% 和 30%, 累计下跌 42% (见图 20)。互联网泡沫时期的非理性繁荣破灭导致美股从 2000 年至 2002 年连跌三年, 累计下跌 40%。除了二战以外, 其余三次均与前期美国利率上升有关。这类重大危机虽是小概率事件, 但不代表不会发生。此种情形下, 美股 VIX 大概率会明显上升, 甚至可能出现单月 50% 以上的涨幅。当前最有可能触发的“灰犀牛”主要有美联储过度紧缩、美国政府债务上限谈判和地缘政治风险。此外, 近期美国前财长萨默斯多次表示, 美联储正在猛踩刹车, 尝试让一辆飞速奔驰的汽车 (美国经济) 慢下来, 如果不发生磕磕碰碰 (经济衰退) 就太令人意外了。如果通胀保持韧性, 难以想象美联储会像 1974 年下半年那样, 只要经济金融不稳, 立马降息“保平安”。进入 21 世纪以来, 美联储至少等了半年才从加息周期切换至降息。因而, 市场可能需要不断下调增长预期至经济衰退够深和通缩力量够强为止, A 股可能也得做出适当的预期调整。

图表 20. 标普 500 指数与有效联邦基金利率



资料来源: 万得, 中银证券

注: 灰色区域为 NBER 定义的美国经济衰退区间。

四、主要结论

大多数时候，A股与美股相对独立。但只要作为全球风向标的美股出现大幅下挫或者进入“熊市”，A股鲜有独立行情。市场研判A股“独立行情”的前提假设是美股不会出现VIX飙升的恐慌下跌。一旦美股调整，外溢效应可能会通过资本流动、货币政策、基本面冲击和恐慌情绪传染影响A股。随着中国金融市场不断开放和外资在A股话语权上升，A股经常会将外资大进大出视为“做多、做空”的信号。由于“不可能三角”矛盾有所缓解和中国经济总量提升，货币政策和基本面冲击并不一定大到足够引发A股大幅追跌，反而是恐慌情绪传染更为关键。这点同样适用于其他主要股票市场。在高度不确定性的情况下，不管是A股还是美股投资者都会选择持币观望，秉承“第一个出去最为安全”的原则引发“无序”下跌。

2023年美国宏观经济和货币政策的不确定性依然较大。VIX高度不可测，虽然现在处于低位，但是谁也不知道何时何因素引发VIX飙升。历史经验显示，美股难有连续两年下跌，美国经济也仅在1980年代初期沃尔克时期出现连续衰退的情形。然而，当前形势也是四十年一遇。这次，前期美联储秉承货币宽松做多比做少好，导致宽松过度，高通胀卷土重来，美联储不得不开启追赶式加息。当前面对四十年一遇的高通胀，美联储又秉承货币紧缩做多比做少好，有可能导致紧缩过度，引发美国经济“硬着陆”。正如美国前财长萨默斯2023年初时所言，“人们对当前经济的强劲表现可能有点过度解读了，一两个季度后可能会出现截然不同的状况。”甚至会出现类似威利狼(Wile E. Coyote)的情况¹⁴。此前，他将这一处境比拟为美联储“在一个能见度极低的夜晚驾车”。只要VIX处于低位（理性或者过度乐观），A股有能力走出独立行情。但是，一旦VIX飙升、美股调整，A股难言独立行情。由于美债收益率波动明显加剧，动辄上下波动数十个基点，出现了风险资产的特征，过去流行的“股六债四”平衡策略受到较大挑战，急于“上车”就得忍受大幅波动冲击。在不确定性落地前市场参与者应适当谨慎，保持灵活性，综合评价和追踪各类数据和信息。

风险提示：美联储紧缩超预期；地缘政治风险。

¹⁴ 威利狼是美国动画片中的角色，最经典的动作是它拼命地往悬崖方向跑，然后突然意识到自己已双脚悬空，于是瞬间开始垂直下坠。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371