



阶段性冲击下的美股底部形成机制

——2023年以来美股五次回撤复盘与底部信号

摘要

- **新 Regime: 降息交易、AI 盈利与美股牛市通道。** 2023 年以来, 美股进入趋势性牛市, 主要受 AI 盈利预期上修、Fed put 与财政托底预期、散户资金持续净买入等因素支撑。每当金融稳定压力、就业走弱或增长担忧升温, 市场都会更快定价未来降息; 只要冲击没有演变为信用系统坍塌、美元资产信任危机或盈利趋势反转, 回调往往更容易被重新解释为流动性砸坑后的再配置窗口。
- **五次冲击复盘: 从流动性踩踏到风偏回暖。** 2023 年以来的五轮典型下跌分别来自银行信用、长债利率、套息交易、贸易政策和地缘供给冲击, 但交易层面的传导链条高度一致: 外生事件触发风险资产下跌和波动率上行, 随后波动率冲高推动风险平价、CTA、做空波动率等策略减仓, 最终形成跨资产同步波动。复盘来看, 真正决定市场底部的并不一定是事件完全结束, 而是冲击是否从“加速恶化”转为“边际缓和”: SVB 事件中的存款兜底、长债利率冲顶后的财政缓和、日元套息平仓压力阶段性释放、关税冲击后的 TACO 转向, 以及油价冲顶后的停火谈判, 均对应风险偏好从恐慌定价切换至修复交易。
- **Spillover Index: 识别流动性踩踏中的抄底观察区。** 为刻画跨资产波动传染强度, 我们基于各类资产隐含波动率构建 Spillover Index, 并区分上行和下行波动率溢出。结果显示, 当宏观冲击演变为典型流动性踩踏时, 各类资产波动率往往同步上升, 风险传染指数快速抬升。通常在该指标抬升至 60% 以上时, 市场进入抄底观察区。对于长债利率冲顶或地缘冲击, 单一 Spillover Index 的识别能力会下降。但我们发现这两次 Spillover Index 未能识别出的抄底信号均在标普 500 指数同时满足“RSI<30、低于 250 日均线”的情况下出现。
- **综合抄底框架: 搭配波动率、信用利差和价格行为。** 具体来看, VIX 及其期限结构用于识别指数层面的恐慌峰值, 隐含相关性指标用于判断风险是否从局部波动转向系统性共振, 信用利差用于验证风险是否仍在向信用市场扩散, AAIL 与 NAAIM 等情绪和仓位指标用于观察投资者是否完成出清。只有当波动率从极端区间回落、信用利差不再走阔、仓位和情绪完成出清, 并且指数价格企稳时, 抄底信号才更具可靠性。
- **风险提示:** 宏观政策环境变化风险、风险事件超预期演化风险、模型与指标适用性风险。

西南证券研究院

分析师: 程睿智

执业证号: S1250524050004

电话: 18301668853

邮箱: chengzuoz@swsc.com.cn

分析师: 刘彦宏

执业证号: S1250523030002

电话: 010-55758502

邮箱: liuyanhong@swsc.com.cn

相关研究

1. 全球三大非均衡正反馈发散系统下的范式重塑——李嘉图不等价、购买力不平价与利率不平价 (2026-04-24)
2. 2026 年策略展望: 大类资产定价的 K 型背离——黄金坐标系的切换与财政风险溢价的扩散路径 (2025-12-04)
3. 系统动力学模型研判市场系列之二: 来自物理学的预警——LPPL 模型如何提示历史行情主升浪顶部 (2025-09-11)
4. 基于系统动力学模型的牛市正反馈切换点识别与当前市场研判 (2025-09-04)
5. 美国财政主导阶段的行为扭曲与潜在通胀风险 (2025-08-25)
6. 己日革之, 待时而动——2025 年中期策略展望 (2025-07-09)

目 录

1 新 Regime：降息交易、AI 盈利与美股牛市通道	1
2 五次冲击复盘：从流动性踩踏到风偏回暖	3
2.1 2023 年 3 月：SVB 挤兑下的存款兜底.....	3
2.2 2023 年 10 月：长债利率冲顶与财政缓和.....	5
2.3 2024 年 8 月：日元套息交易逆转与杠杆出清.....	8
2.4 2025 年 4 月：关税冲击下的 TACO 转向.....	11
2.5 2026 年 3 月：油价冲顶后的停火谈判.....	14
2.6 五次冲击复盘总结.....	19
3 Spillover Index：识别流动性踩踏中的抄底观察区	20
4 综合框架：搭配波动率、信用利差和持仓行为	23
5 风险提示	25

图 目 录

图 1: 标普 500 指数技术形态.....	1
图 2: 标普 500 整体走势高度跟随未来 12 个月 EPS 上修.....	2
图 3: 与之前压力事件相比 (如 2008 年金融危机), 2022 年以来即使机构投资者撤出股市, 散户投资者仍然净买入.....	2
图 4: 2023 年上半年美联储终端利率预期走势.....	3
图 5: SVB 事件爆发前后主要大类资产价格走势.....	4
图 6: 美东时间 3 月 12 日晚美联储宣布兜底之后加密货币 (BTC) 期货价格快速反弹.....	5
图 7: 各大类资产隐含波动率于 2023 年 3 月 15 日左右相继见顶回落 (标准化处理: 2023 年 2 月 1 日=1).....	5
图 8: 2023 年 5-7 月实际拍卖规模和 8-10 月预期拍卖规模 (单位: 十亿美元).....	6
图 9: 10 年期美债收益率划分为期限溢价和利率预期, 以及 5 年/5 年远期通胀预期.....	6
图 10: 2023 年 8 月-12 月主要大类资产价格走势.....	7
图 11: 2023 年 8-10 月实际拍卖规模和 2023 年 11 月-2024 年 1 月预期拍卖规模 (单位: 十亿美元).....	7
图 12: 2024 年 5-7 月美股科技板块交易拥挤度快速上行.....	8
图 13: 日元兑美元净空头非商业持仓在 2024 年 7 月初阶段性触顶.....	8
图 14: 日元对墨西哥比索、巴西雷亚尔等高息货币自 6 月初以来快速升值.....	9
图 15: 2024 年 8 月 5 日流动性冲击前后主要大类资产价格走势.....	10
图 16: 2024 年 8 月 5 日, VIX 指数在美股盘前一度升至 66, 创下 2020 年 3 月以来新高.....	10
图 17: 美元兑日元隐含波动率见顶的同时, 日股开启反弹.....	11
图 18: 美国不同期限国债买卖价差的变化.....	12
图 19: 美国长期利率相对欧洲利率上行, 但美元却贬值.....	12
图 20: 2025 年 4 月 2 日美国对等关税前后主要大类资产价格走势.....	13
图 21: 2025Q1 标普 500 成分股中不同行业盈利表现相对预期的情况 (截至 5 月底公布).....	14
图 22: 市场对霍尔木兹海峡交通恢复正常的时间点的预期不断延后.....	15
图 23: 2026 年 3-4 月美伊冲突期间主要大类资产价格走势.....	16
图 24: 各大类资产隐含波动率于 2026 年 3 月 27 日前后相继见顶回落, 原油价格波动率见顶更早 (标准化处理: 2026 年 2 月 2 日=1).....	17
图 25: 标普 500 指数 10 min 分时走势.....	17
图 26: 3 月以来, WTI 原油期货价格近月涨幅大于远月.....	18
图 27: 2026 年 Q1 标普 500 公司盈利增速录得 2021 年 Q4 以来最高.....	18
图 28: 波动率溢出指数对宏观冲击底部的识别.....	21
图 29: 2023 年 8 月初、2026 年 3 月初冲击事件爆发后, 美债收益率均走高, 压制股市估值.....	22
图 30: 2023 年 10 月、2026 年 3 月市场拐点时, 标普 500 指数同时满足 RSI<30、低于 250 日均线.....	22
图 31: VIX 以及 VIX3M/VIX 自 2023 年以来走势.....	23
图 32: CBOE 的隐含相关性指标以及历史分位数走势.....	24
图 33: 美国高收益级企业债利差以及相较过去一个月的均值变化.....	24
图 34: AAI 投资者情绪调查指数和 NAAIM 风险敞口指数.....	25

表 目 录

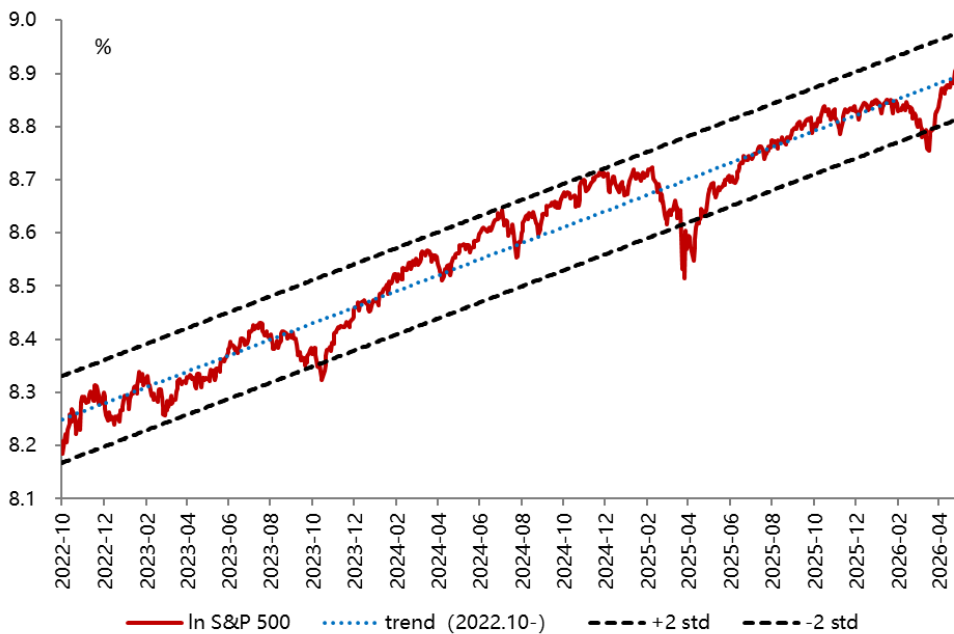
表 1: 2023 年以来 5 次美股下跌复盘.....	19
------------------------------	----

1 新 Regime：降息交易、AI 盈利与美股牛市通道

2023 年以来，全球资产定价逐渐进入到“通胀回落—降息预期升温—盈利韧性确认”的正反馈阶段。美联储虽然在 2023 年仍处于加息周期尾声，但市场对终端利率的定价已开始从单边上修转向波动下行。每当金融稳定、就业走弱或增长压力上升，市场都会更快定价未来降息，这使得风险资产在冲击后具备更强修复弹性。

从技术图形来看，2022 年 10 月以来标普 500 整体运行在上升趋势通道中。普通调整大多在趋势中轨附近获得支撑，深度调整如 2023 年 10 月、2025 年 4 月和 2026 年 3 月，一度跌破趋势下线，但在 9-19 日内便迅速回到通道之中，说明市场并未进入趋势性熊市，而是牛市中的波动区间放大。因此，2023 年以来的调整不是牛市的终结，而是牛市上行过程中反复出现的流动性砸坑。

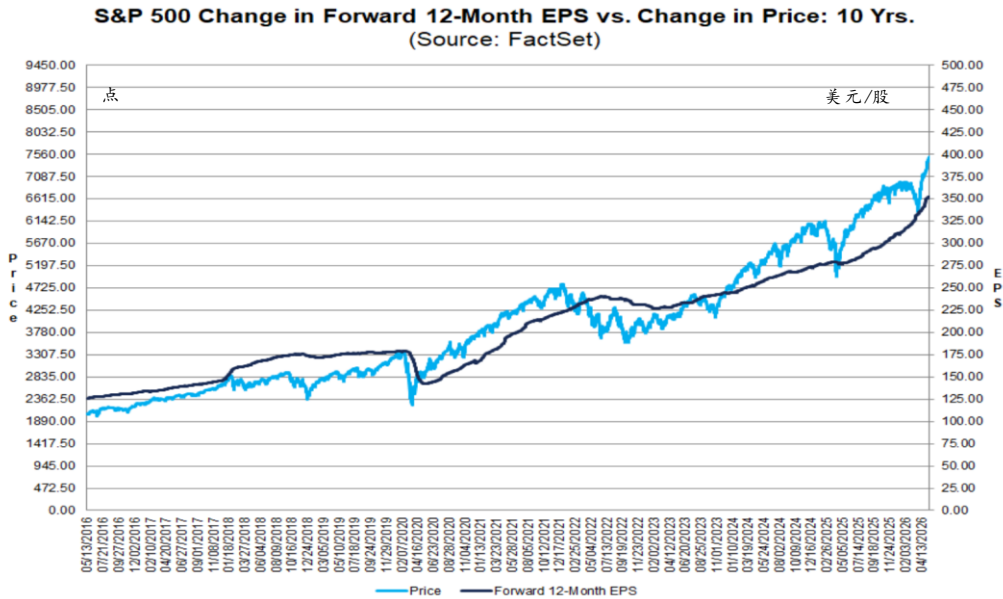
图 1：标普 500 指数技术形态



数据来源：Wind，西南证券整理

AI 产业链成为本轮美股牛市最重要的盈利锚。2023 年以来，全球科技龙头盈利持续超预期，云计算、半导体等 AI 链条不断验证资本开支扩张和收入增长的可持续性，市场盈利预期不断上修。强劲财报使得每一次市场下跌都容易被重新解释为“估值消化后的再配置机会”。2025 年一季度和 2026 年一季度，美股财报季均在冲击后提供了重要托底，强化了“冲击不破坏盈利趋势，则回调就是上车窗口”的交易逻辑。

图 2：标普 500 整体走势高度跟随未来 12 个月 EPS 上修

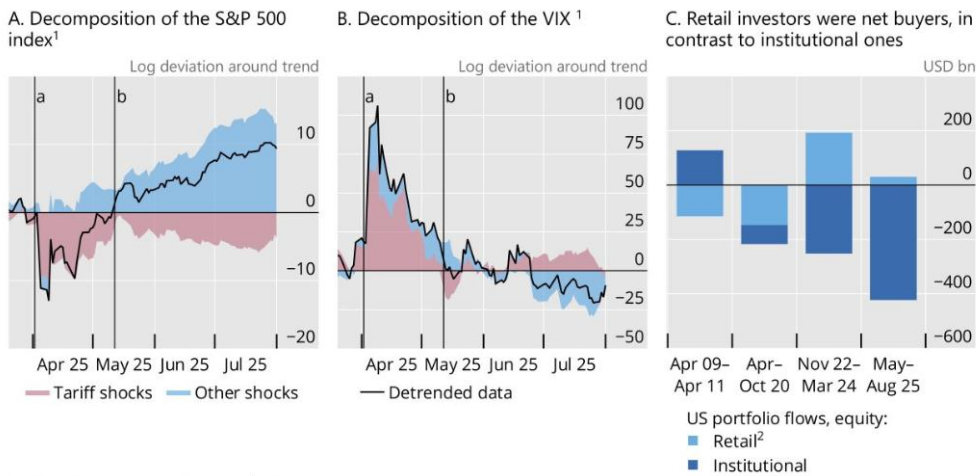


数据来源：Factset, 西南证券整理

政策层面始终存在 Fed put 和财政托底预期。货币政策方面，美联储虽在通胀约束下维持“数据依赖”的决策框架，但市场逐渐形成一种预期：当就业显著走弱、或金融条件开始收缩时，美联储会通过偏鸽表态、放缓缩表等途径来缓和市场压力，从而降低尾部风险进一步扩散的概率。财政政策方面，美国赤字率和利息支出维持高位，叠加地缘竞争、产业政策等强制性支出的约束，财政端也难以真正转向大幅收缩。

散户净买入对市场资金面有贡献，与之前压力事件相比（如 2008 年金融危机），2022 年以来即使机构投资者撤出股市，散户投资者仍然净买入。其次，在波动率回落后 CTA 和风险平价等系统性策略通常重新加仓，进一步推动市场回升。因此，只要冲击没有演变为信用系统坍塌、美元资产信任危机或盈利趋势反转，市场往往倾向于在恐慌峰值后快速修复。

图 3：与之前压力事件相比（如 2008 年金融危机），2022 年以来即使机构投资者撤出股市，散户投资者仍然净买入



数据来源：BIS, 西南证券整理

2 五次冲击复盘：从流动性踩踏到风偏回暖

五次冲击表面上分别来自银行信用、利率压力、外汇融资、贸易政策和地缘供给冲击，但交易层面的传导链条高度一致：外生事件击触发风险资产下跌和波动率上行，随后波动率上升推动风险平价、CTA、做空波动率等策略减仓，形成跨资产同步波动。

2.1 2023 年 3 月：SVB 挤兑下的存款兜底

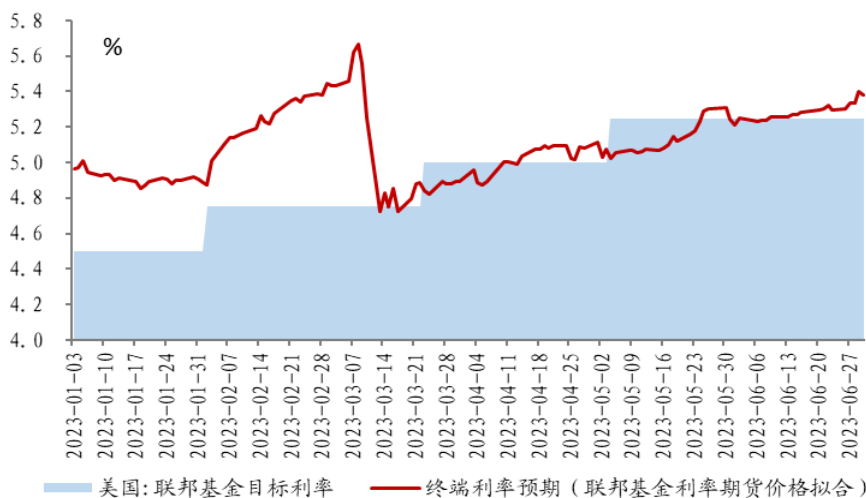
下跌开始——2023 年 2 月 3 日——持续超预期的经济数据

持续超预期的美国经济数据，进一步强化联储“higher for longer”叙事，使得市场对自 2022 年以来的这轮加息周期的终端利率预期快速上调至 5% 以上。

事件爆发——2023 年 3 月 8 日——SVB 计划甩卖资产并发行股票融资

美东时间 3 月 8 日，美国加密货币社区银行 Silvergate 宣布停止营业，9 日，硅谷银行（SVB）宣布需要筹集 20 亿美元资金来改善资产负债表，导致当日该银行股价暴跌 60%。市场从“higher for longer”交易转向担忧金融稳定和经济衰退，一度预期将在 2023 年 7 月份开启降息周期来化解金融风险 and 托底经济，市场终端利率预期从高位 5.66% 快速回落至 4.725% 左右。

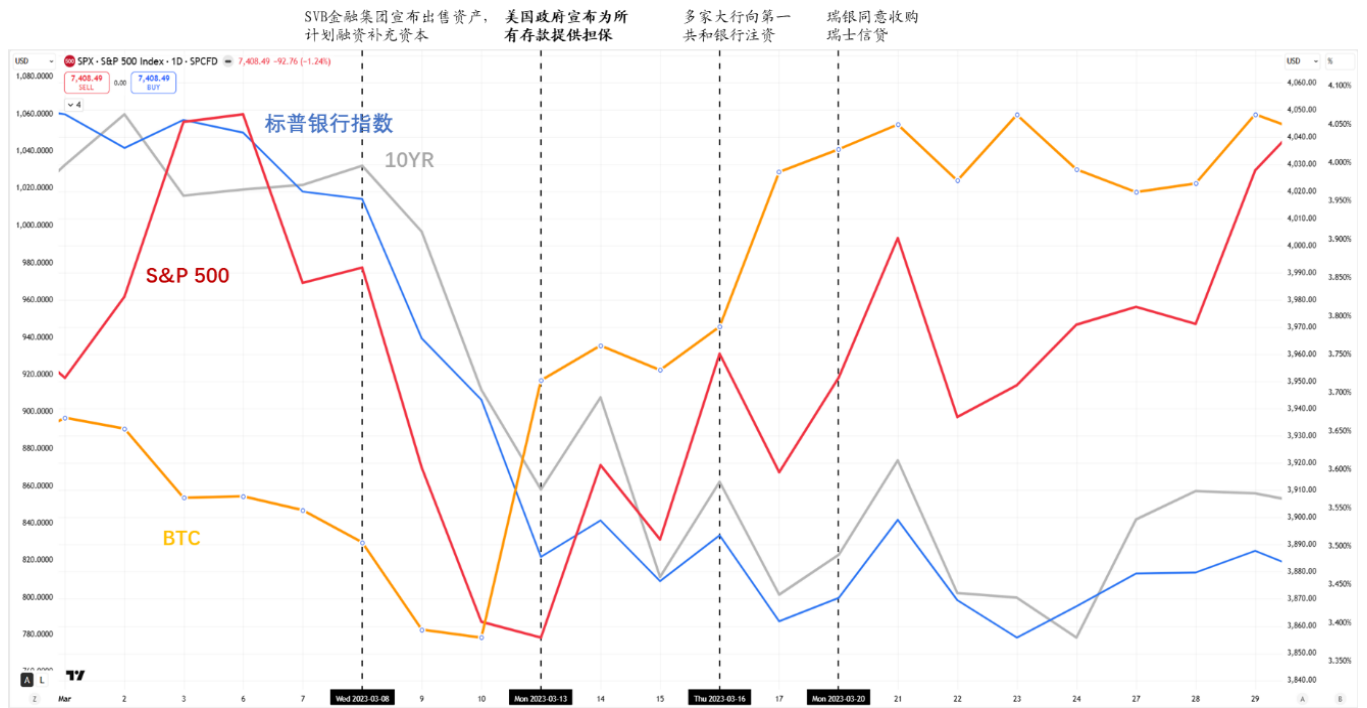
图 4：2023 年上半年美联储终端利率预期走势



数据来源：Wind，西南证券整理

美东时间 3 月 9 日，风险偏好快速恶化，震中资产（例如标普银行精选行业指数）跌幅达 7.4%，带动标普 500 指数下跌 1.8%，VIX 指数也大幅上行 18.3%。同时，由于 Signature 银行和硅谷银行的储户大多为加密货币企业和投资者，加密货币在该事件冲击下也录得较大跌幅，BTC 大幅下挫 8.7%。3 月 10 日，SVB 尝试融资失败并被 FDIC 接管，市场担忧银行流动性风险扩散，债券市场开始大幅定价联储转向，2、10 年期美债收益率分别下行 27bp、22bp。

图 5：SVB 事件爆发前后主要大类资产价格走势



数据来源：Wind，西南证券整理

市场拐点——2023年3月13日——美国财政部、美联储和FDIC宣布兜底储户存款

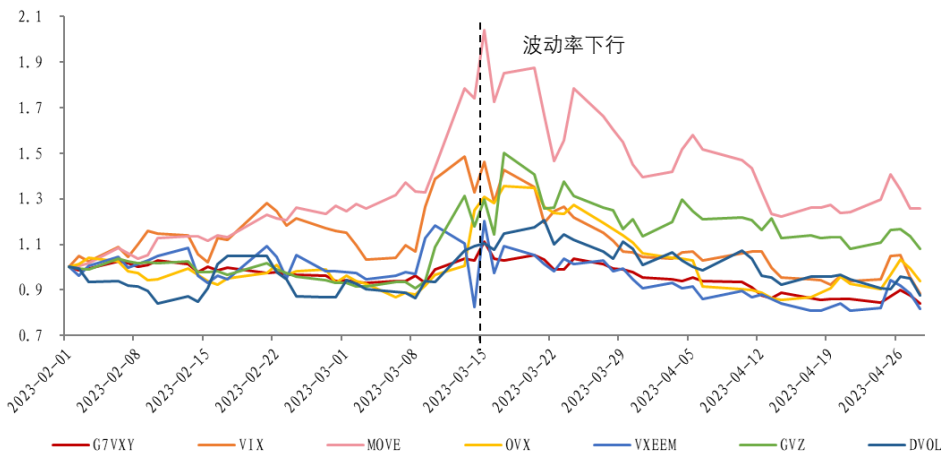
美东时间3月12日晚6点多，纽约州金融服务部宣布关闭 Signature Bank，并由 FDIC 接管，几乎同时美国财政部、美联储和 FDIC 宣布从 3 月 13 日开始，储户可以支取他们所有的资金。当晚，加密货币加快反弹，13 日美股开盘继续下挫但随后盘中回升，VIX 指数也一度冲高回落，14 日美股三大指数全面上涨。尽管银行业流动性问题并未得到彻底解决，银行股股价仍在下跌通道中，且之后还发生了第一共和银行、瑞士信贷等冲击事件，但在美联储和财政部的担保下，交易员押注银行业动荡最糟糕的时期已经过去，各类资产波动率陆续回落，美股整体情绪在震荡中修复。

图 6：美东时间 3 月 12 日晚美联储宣布兜底之后加密货币（BTC）期货价格快速反弹



数据来源：TradingView, 西南证券整理

图 7：各大类资产隐含波动率于 2023 年 3 月 15 日左右相继见顶回落
(标准化处理：2023 年 2 月 1 日=1)



数据来源：Wind, TradingView, 西南证券整理

2.2 2023 年 10 月：长债利率冲顶与财政缓和

下跌开始（事件爆发）——2023 年 8 月 1 日——美国财政部长债发行超预期

2023 年 8 月以来，市场核心交易逻辑转向长端利率上行的压力。8 月 1 日，惠誉将美国的信用评级从 AAA 下调至 AA+，2 日美国财政部两年半来首次提高长期债券的标售规模，

最新公布的再融资债券发行总额为 1030 亿美元，预计第三季度的净借款预期规模上调至 1 万亿美元，远超 5 月初预期的 7330 亿美元。意味着美国财政融资重心从 T-bill 转向 Coupon，长端国债供给压力陡增，10 年期美债收益率升至 2022 年 11 月以来的最高水平。

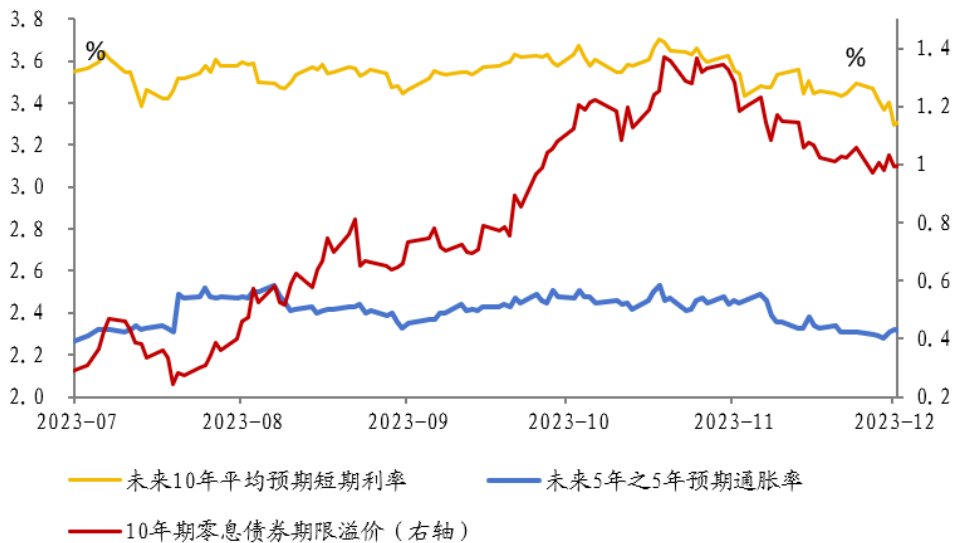
图 8：2023 年 5-7 月实际拍卖规模和 8-10 月预期拍卖规模（单位：十亿美元）

	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year	FRN
May-23	42	40	43	35	35	15	21	22
Jun-23	42	40	43	35	32	12	18	22
Jul-23	42	40	43	35	32	12	18	24
Aug-23	45	42	46	36	38	16	23	24
Sep-23	48	44	49	37	35	13	20	24
Oct-23	51	46	52	38	35	13	20	26

数据来源：美国财政部，西南证券整理

9 月 20 日，美联储虽然按兵不动，但点阵图显示 2023 年可能还有 1 次 25bp 加息，同时隐含 2024 年 2 次共 50bp 降息，低于市场此前期待的 4 次降息，市场开始交易“higher for longer”。但这次长端收益率上行主要由期限溢价驱动，市场对财政状况恶化的担忧压过了对利率进一步上升的预期。

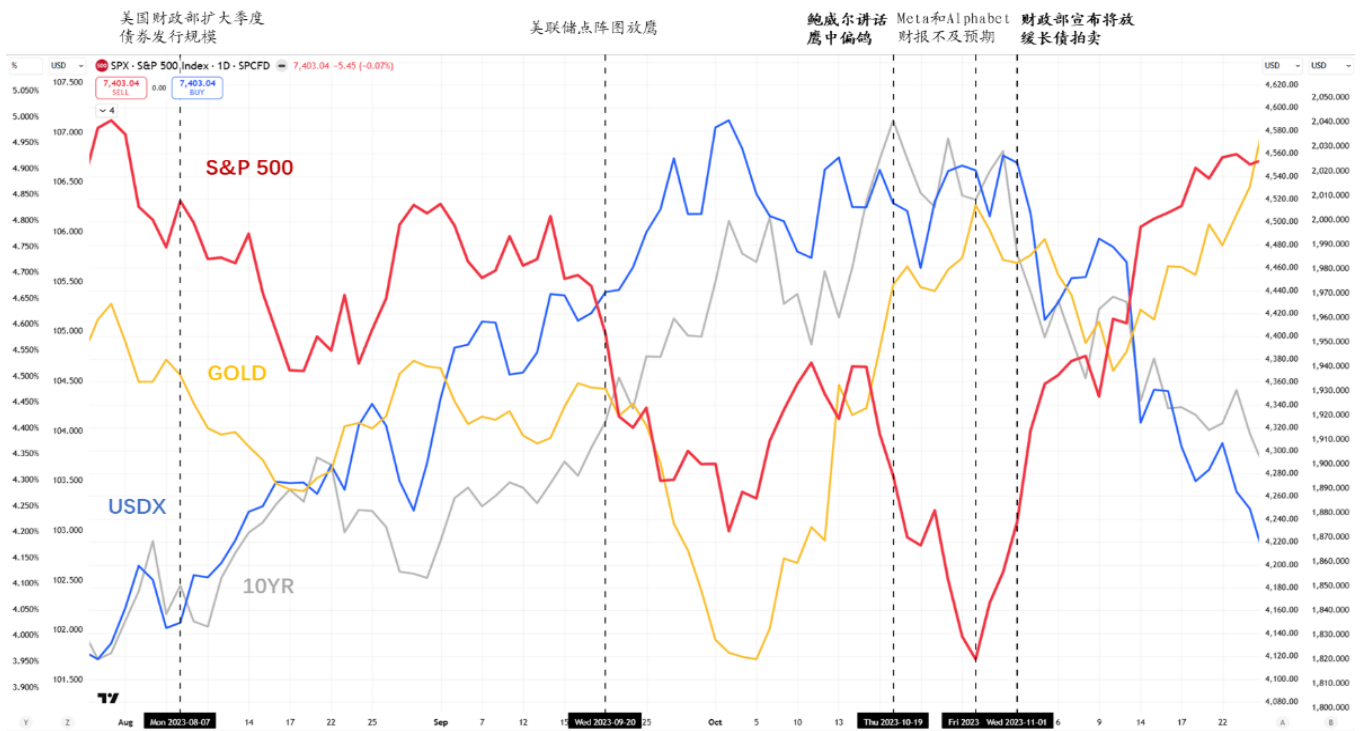
图 9：10 年期美债收益率划分为期限溢价和利率预期，以及 5 年/5 年远期通胀预期



数据来源：FED、FRED，西南证券整理

10 月 19 日，盘中 10 年期美债收益率一度突破 5%，但并未站稳。当日鲍威尔讲话“鹰中偏鸽”，关注到劳动力市场的降温，并表示长期债券收益率上升有助于收紧金融状况，一定程度上减少联储加息的必要性。鲍威尔讲话之后期货市场对于当年再次加息的押注概率从 40% 左右降至 30% 左右。23 日，10 年期美债收益率再次升至 5% 以上，达到 2007 年 7 月以来最高水平，但仍未能有效站稳。该利率水平对长久期投资者的吸引力上升，债券多头配置资金入场、空头止盈，10 年期美债收益率止步于 5%，各期限利率边际回落。例如，当日 Bill Ackman 表示旗下公司已经平仓自 8 月以来建立的 30 年美债的空头头寸。

图 10：2023 年 8 月-12 月主要大类资产价格走势



数据来源：TradingView, 西南证券整理

市场拐点——2023 年 10 月 27 日——美股三季度业绩超预期

从股市表现来看，利率上行、地缘政治动荡导致 8 月以来美国股市持续走弱，10 月 27 日，美国三大股指均录得大幅下跌，主要因为 Meta 和 Alphabet 财报均不及市场预期。10 月 31 日，随着美股三季度报陆续公布且大多数公司业绩超预期增长，加之美债收益率边际企稳，前期科技股估值已大幅压缩，美股多头开启迅速反攻。随后，11 月 1 日美国财政部宣布将放缓长期债券拍卖，将融资目标再次转回 T-bill，长端供给压力的担忧缓和，风险偏好情绪快速升温。

图 11：2023 年 8-10 月实际拍卖规模和 2023 年 11 月-2024 年 1 月预期拍卖规模（单位：十亿美元）

	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year	FRN
Aug-23	45	42	46	36	38	16	23	24
Sep-23	48	44	49	37	35	13	20	24
Oct-23	51	46	52	38	35	13	20	26
Nov-23	54	48	55	39	40	16	24	26
Dec-23	57	50	58	40	37	13	21	26
Jan-24	60	52	61	41	37	13	21	28

数据来源：美国财政部, 西南证券整理

2.3 2024 年 8 月：日元套息交易逆转与杠杆出清

下跌开始——2024 年 7 月 17 日——AI 交易拥挤+日元升值

5 月初，美国非农就业弱于预期，市场重新交易软着陆逻辑，债券收益率回落，成长股估值压力缓解。5 月 22 日，英伟达公布了高于预期的季度收入指引，市场再度拥抱 AI 叙事，科技板块交易拥挤度快速上行。

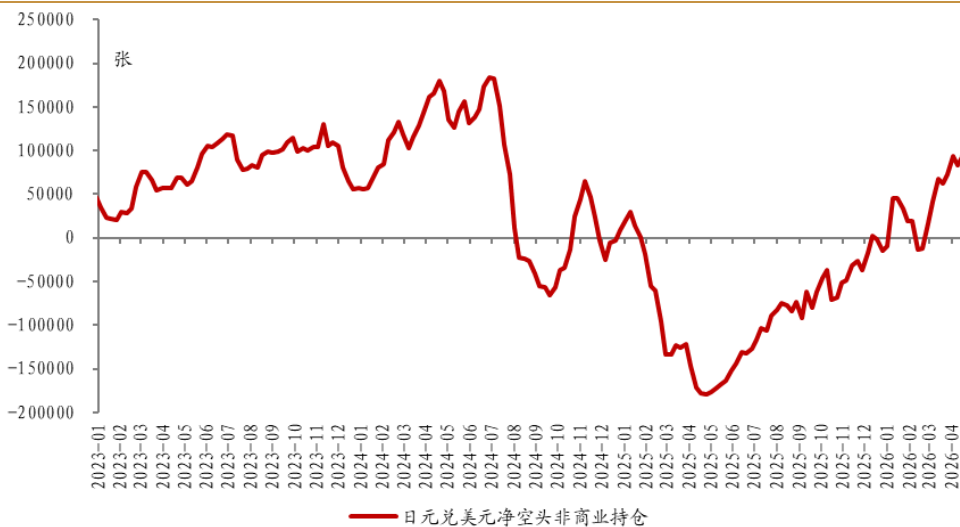
图 12：2024 年 5-7 月美股科技板块交易拥挤度快速上行



数据来源：Wind，西南证券整理

2024 年上半年，尽管日本央行取消 YCC 并上调利率，但美日利差仍然较大，美元兑日元一度升至接近 38 年高位，日元空头和风险资产多头持续累积，日元套息交易在一季度达到高位。

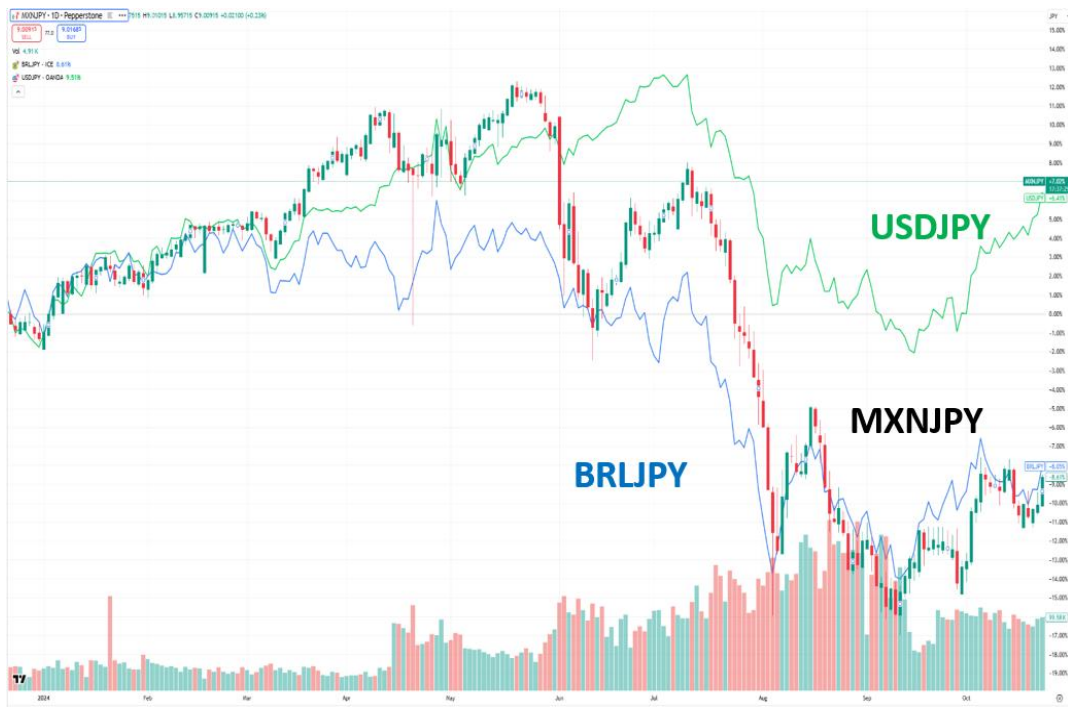
图 13：日元兑美元净空头非商业持仓在 2024 年 7 月初阶段性触顶



数据来源：Wind，西南证券整理

6月2日，墨西哥 Morena 阵营在国会选举中表现远超预期，作为高息货币的墨西哥比索快速贬值，加之日本央行紧缩预期升温，日元兑墨西哥比索开启升值之势。7月11日，市场出现了关于日本当局干预汇市的传闻，日元升值加速。与此同时，7月23日美股盘后，特斯拉和 Alphabet 财报发布，加剧市场对 AI 资本开支的担忧，拥挤的科技股开始去杠杆。7月31日，日本央行超预期加息 15bp，同时公布缩表计划，进一步推动美元兑日元汇率下跌。

图 14：日元对墨西哥比索、巴西雷亚尔等高息货币自 6 月初以来快速升值

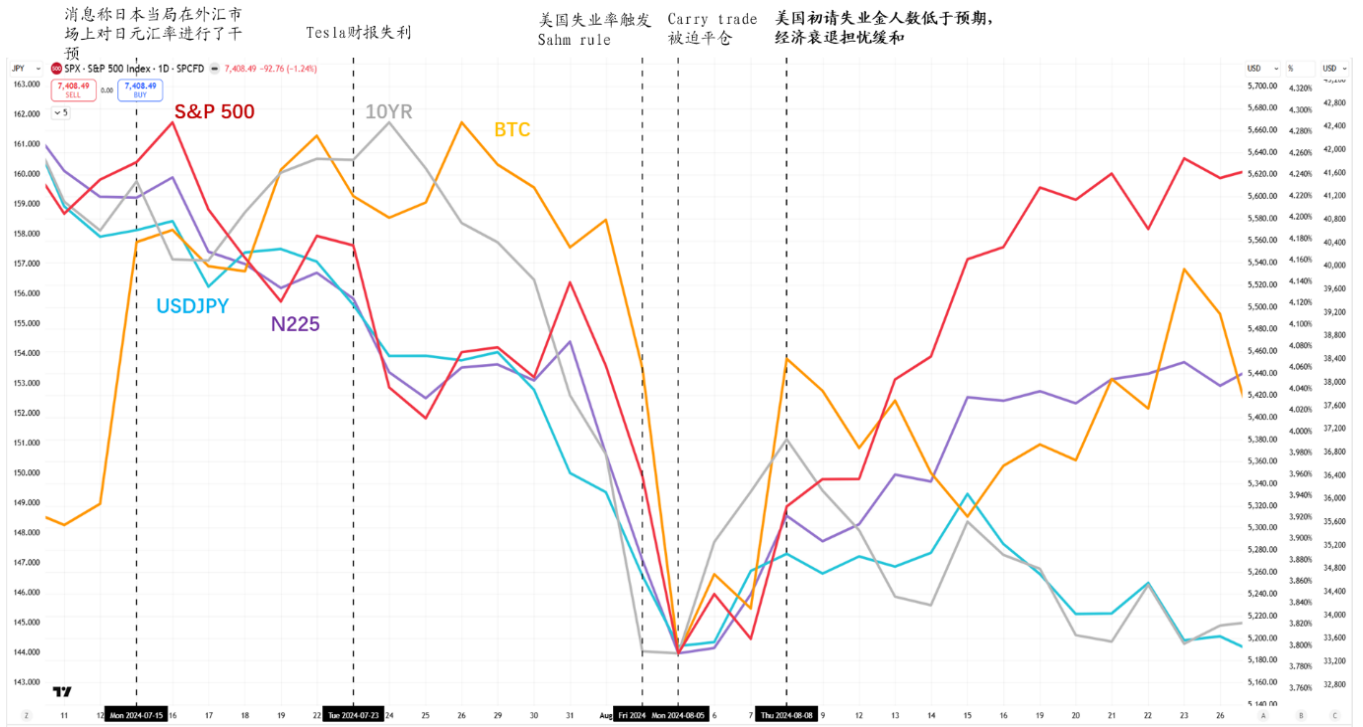


数据来源：TradingView，西南证券整理

事件爆发——2024年8月2日——美国失业率触发“萨姆规则”+日元套息平仓

8月2日，美国失业率超预期上行，触发“萨姆规则”，引发市场对美国经济衰退的担忧，2年期美债收益率暴跌 27bp，市场快速转向押注 9 月联储直接大幅降息 50bp 的可能，标普 500 指数开盘收跌 1.8%。周末过后，8月5日全球市场大震，日本东证指数和日经 225 指数暴跌超过 12%，创下 1987 年以来最大单日跌幅，韩国 KOSPI 指数重挫 9%。市场将此次风险资产的大幅回调归因为日元套息交易逆转，迫使投资者为满足追加保证金的要求强制平仓。美股开盘前，恐慌指数 VIX 快速上升至 66，创下 2020 年 3 月以来新高。美股开盘后，纳斯达克指数跳空低开接近 6%，标普 500 指数一度下挫 4.4%，但由于并未出现灾难式下跌，恐慌溢价在开盘后逐渐回落，VIX 收为 38.57。

图 15：2024 年 8 月 5 日流动性冲击前后主要大类资产价格走势



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16：2024 年 8 月 5 日，VIX 指数在美股盘前一度升至 66，创下 2020 年 3 月以来新高

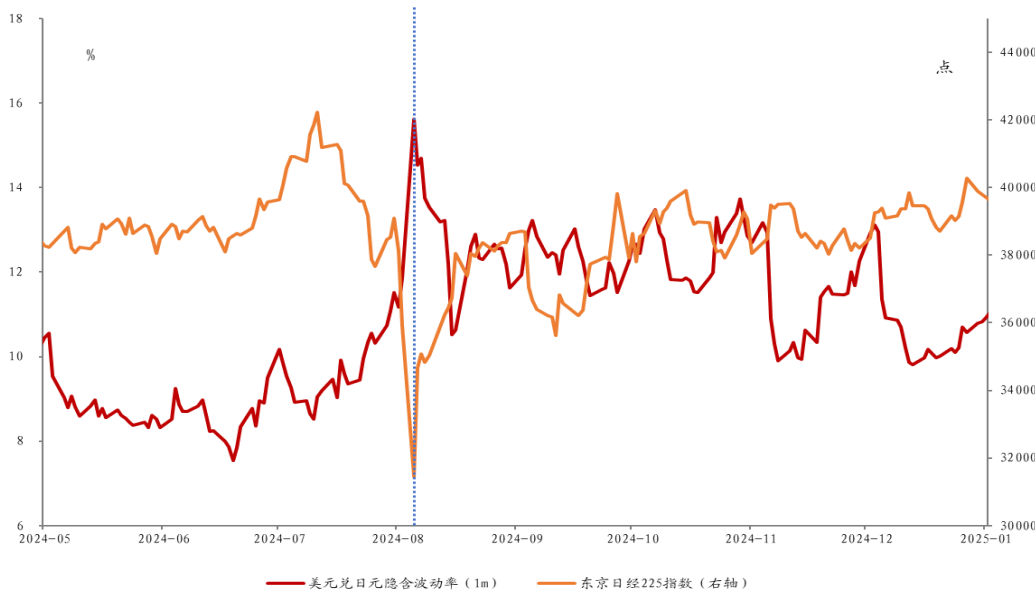


数据来源: TradingView, 西南证券整理

市场拐点——2024年8月5日——美元兑日元 IV 触顶后回落+经济数据未加速恶化

随后市场逐渐意识到美国经济状况并未加速恶化，8月5日公布的 ISM 非制造业指数重新扩张，8月初请失业金人数低于预期，再次回到 Goldilocks 的交易叙事中：美股、黄金进入上涨区间，债券收益率下行。与此同时，套息交易大幅平仓阶段性缓解，美元兑日元在连续下跌5个工作日后于6日出现回升，其隐含波动率在8月5日触顶后回落，同日日本股市也录得超过10%的反弹。然而在风险资产的反弹阶段，日元套息交易平仓并未完全终止，8月6日至16日美元兑日元虽小幅反弹，但在接下来的一个月内继续下挫，一度跌至140以下。

图 17：美元兑日元隐含波动率见顶的同时，日股开启反弹



数据来源：Wind, 西南证券整理

2.4 2025年4月：关税冲击下的 TACO 转向

下跌开始——2025年2月20日——美国关税威胁不断扩大范围

特朗普竞选期间明确表示将重新挥舞“关税大棒”，2025年2月以来，关税政策落地节奏较上一任期明显加快。在此期间，美国贸易政策不确定性上升，市场开始担忧经济下行的风险，尤其部分软数据偏弱，美国“例外论”信念动摇，美元贬值、美股下跌、美债收益率下行、黄金上涨、原油走弱、铜则因关税预期而走强。

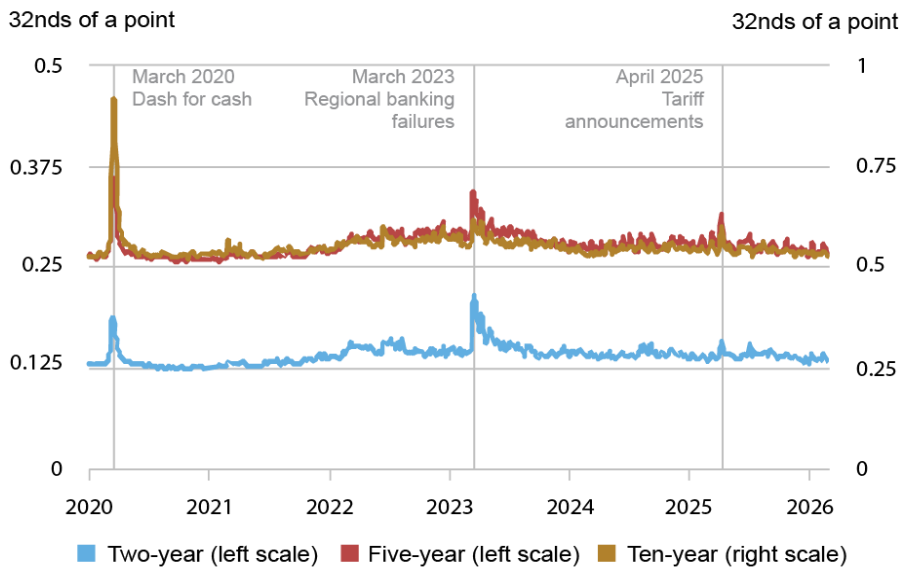
事件爆发——2025年4月2日——超预期的对等关税、中美关税战白热化

4月2日，特朗普公布“解放日”关税显著超出市场预期，美国进口关税税率将从7.8%上行至20%左右，4日中国宣布对美国对等加征34%关税，周末特朗普并未如期释放 TACO 信号，反而强调关税是必要的，导致周一美股开盘前全球市场大跌。8日特朗普将对华关税税率提高至84%，同日中国对等反击，中美关税战白热化。

在一系列关税政策扰动下，美元和美债的安全资产地位遭到质疑：

美债方面，MOVE 指数从 4 月 2 日 106.39 快速上升至 8 日的 139.88，9 日之后市场波动迅速回落至正常水平。刚开始美债主要受避险情绪驱动，交易员从押注年内 3 次降息转为 4 次，随后美债市场出现明显的流动性恶化（因为互换利差交易平仓、外国投资者抛售美债等），买卖价差显著扩大，4 日-11 日 2、10 年期美债收益率分别上行 28bp、47bp，长端利率上行更快，收益率曲线趋陡。

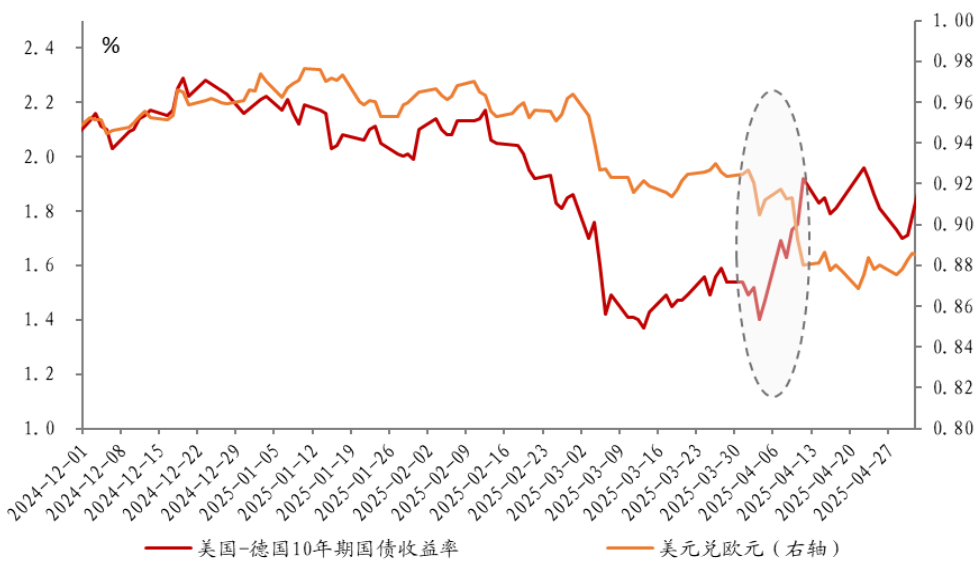
图 18：美国不同期限国债买卖价差的变化



数据来源：New York Fed，西南证券整理

美元方面，G7 外汇波动率自 4 月 2 日的 8.42 升至 11 日的 11.27，美元延续此前贬值趋势，2 日-3 日美元指数下跌幅度超过 2%，4 日-7 日小幅反弹后，8 日-21 日继续下跌。作为美元安全资产的替代，黄金价格 4 月 3 日-7 日小幅下挫，但 8 日-21 日迎来新一波上行。

图 19：美国长期利率相对欧洲利率上行，但美元却贬值

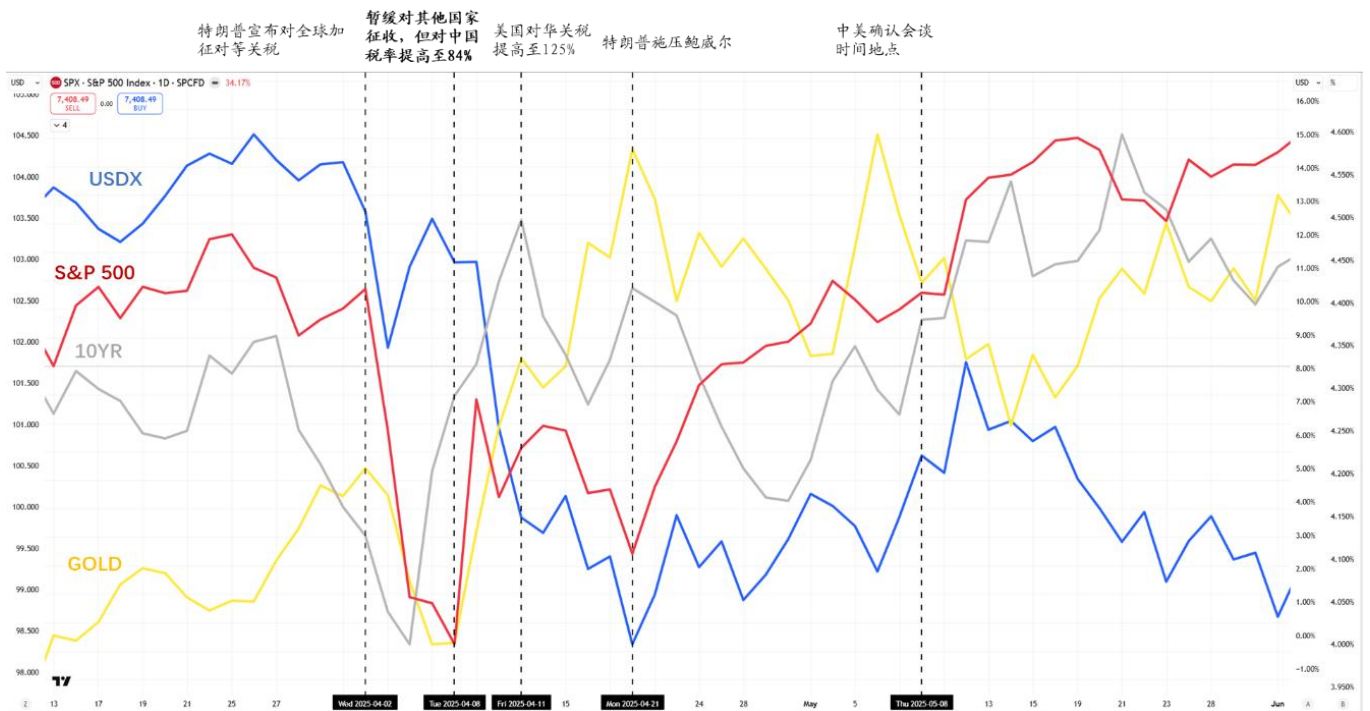


数据来源：wind，西南证券整理

市场拐点——2025年4月9日——对多数国家暂缓“对等关税”

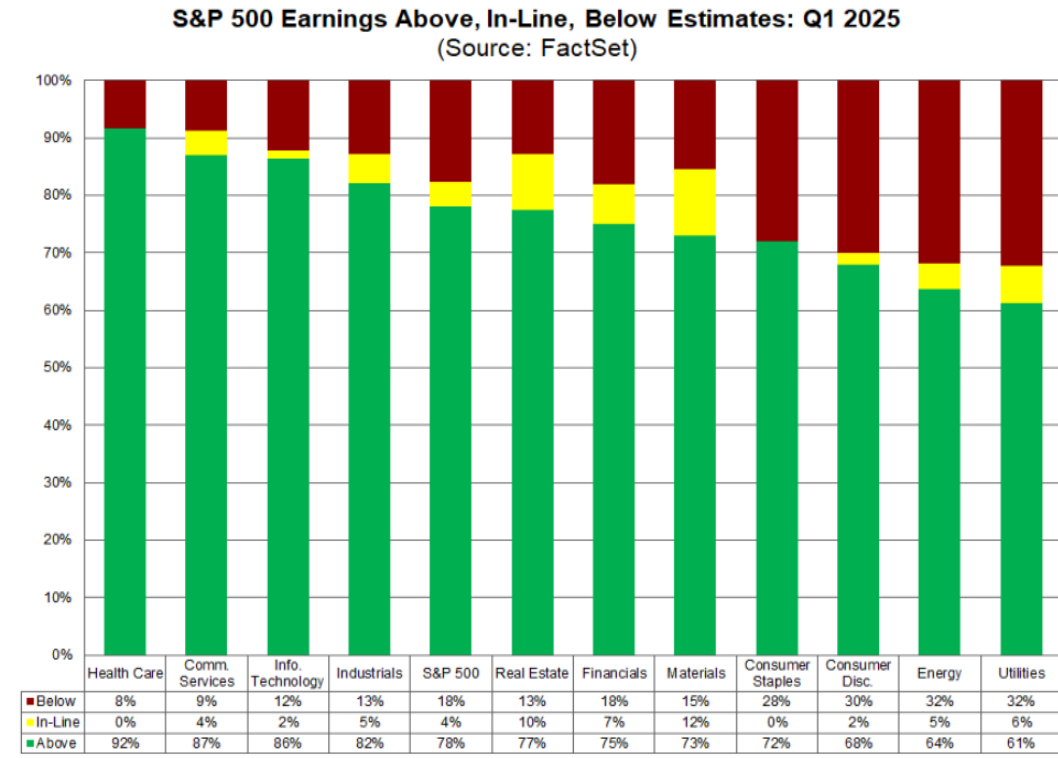
4月9日，在美元资产抛售的压力之下，特朗普表示将对除中国之外、未报复美国的多数国家，将“对等关税”暂缓90天，期间税率降为10%，关税战对全球经济造成严重损害的尾部风险解除。标普500指数当日大幅上涨9.52%，纳指反弹12.16%，日经225次日回升9.13%，原油、黄金和铜等大宗商品均触底反弹。交易员大幅削减了对美联储降息的押注，普遍预期6月份才会开始降息，且年内降息幅度降至3次共75bp。然而，市场仍在交易去美元化，当日美元指数仅小幅收涨0.01%，美债仍受到流动性扰动，2年、10年美债收益率当日分别上升17bp、4.5bp，但买卖价差收窄，流动性压力逐渐改善。

图 20：2025 年 4 月 2 日美国对等关税前后主要大类资产价格走势



数据来源：wind，西南证券整理

4月9日-21日，美股反弹并非一帆风顺。16日，鲍威尔表示关税超预期可能将推升通胀并拖累经济，美股当日大幅调整，尤其科技股跌幅超3%；21日特朗普猛烈抨击鲍威尔，要求尽快降息，市场担心美联储独立性受冲击，三大股指下跌均超过2%，但却未能破前低。22日，特朗普表示没有解雇鲍威尔的计划，同时贝森特称中美高额关税战不可持续，释放了关税将逐步降级的信号，随后美股开启了新一轮上涨。这轮上涨行情同时也受到强劲的一季报支撑，截至5月底，标普500指数成分股中已有98%公布了2025年第一季度业绩，其中，78%的公司每股收益超出市场预期。

图 21：2025Q1 标普 500 成分股中不同行业盈利表现相对预期的情况（截至 5 月底公布）


数据来源：Factset，西南证券整理

2.5 2026 年 3 月：油价冲顶后的停火谈判

下跌开始——2026 年 1 月 29 日——AI 资本开支担忧+地缘政治风险

2026 年初，美国袭击委内瑞拉之后，1 月以来原油市场逐渐定价伊朗冲突的尾部风险，直至中东冲突爆发，布油涨幅已经超过 20%。但在此期间，除原油外，全球大类资产并未对这次伊朗事件形成主线交易。

事件爆发——2026 年 3 月 2 日——美以袭击伊朗、霍尔木兹海峡封锁

2 月 28 日，美以袭击伊朗，但由于此前市场已有预期，3 月 2 日市场反应较为温和，油价高开低走，美股低开但之后跌幅收回，此时市场对此次事件的定价仍偏“短期冲突”。随着伊朗战争不断升级，以及霍尔木兹海峡持续断航，市场讨论焦点从经济增长担忧转向更为棘手的滞胀问题，甚至开始预期联储加息的可能。3 月 2 日-30 日，油价大幅上涨 55%，通胀预期上行使得 10 年期美债收益率上行约 40bp，风险资产呈避险式交易特征，波动率也逐步走高，标普 500 指数下跌接近 8%，韩国 KOSPI 指数大跌近 20%，同时流动性需求增大，美元指数走高约 3%，国际金价下跌近 15%。

图 22：市场对霍尔木兹海峡交通恢复正常的时间点的预期不断延后

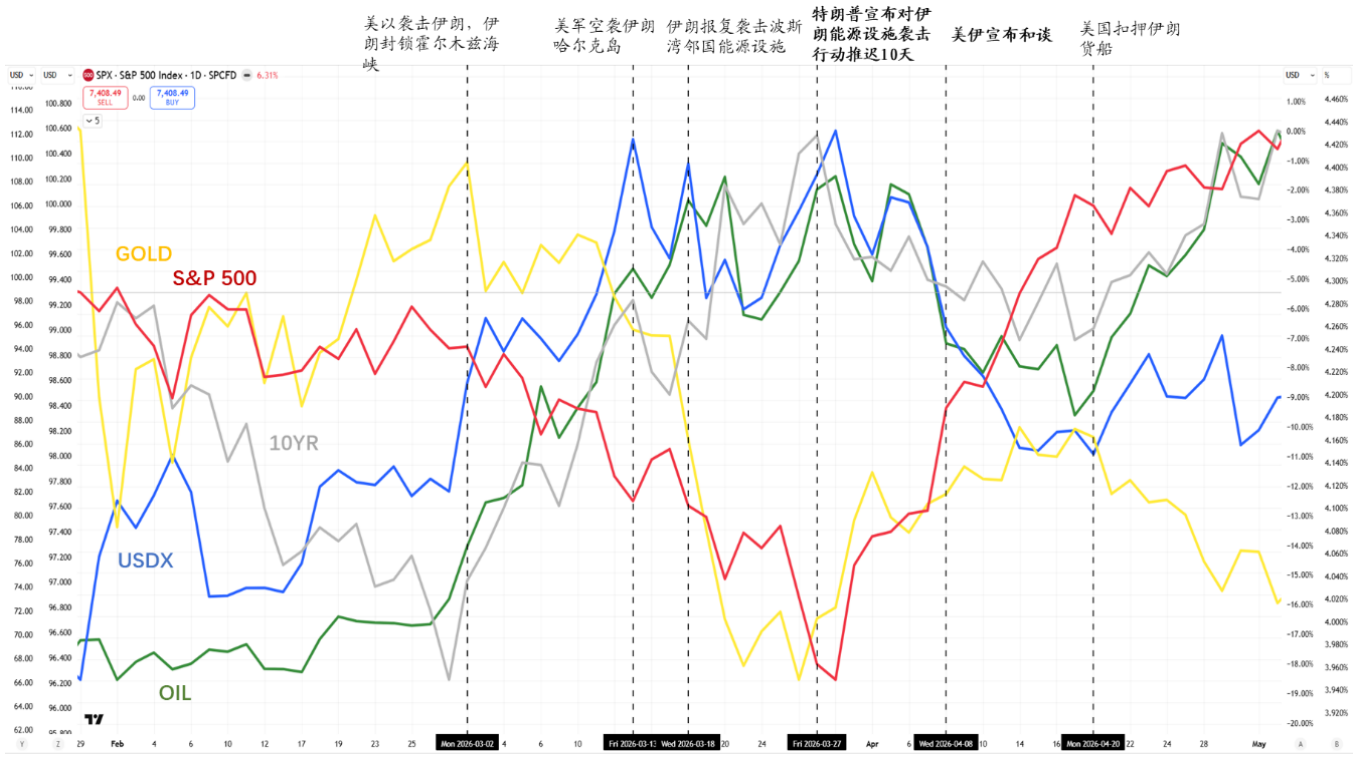


数据来源：Polymarket, 西南证券整理

市场拐点——2026年3月30日——特朗普明确结束对伊军事行动的时间线

3月31日，特朗普表示将在两到三周内结束对伊朗的军事行动，鉴于去年关税战的经验参照，市场迅速转向 TACO 交易，认为在中期选举的约束下，美国将尽快结束战争，当日标普 500 指数上涨 2.9%。但随后市场也不敢大幅反弹，因为特朗普给伊朗设定了 4月7日最后期限，要求伊朗重新开放霍尔木兹海峡，否则可能面临进一步打击，4月7日之前仍然存在非常强的尾部风险，因此 3月31日-4月7日期间全球股市仅小幅上涨，布油也围绕在 100 美元/桶左右盘整。

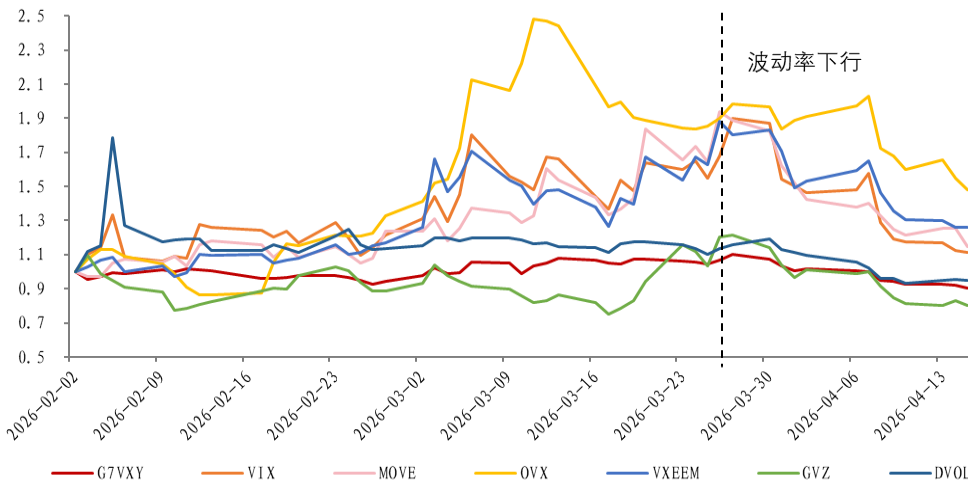
图 23：2026 年 3-4 月美伊冲突期间主要大类资产价格走势



数据来源：wind，西南证券整理

从波动率角度来看，3月27日前后，股、债、汇等市场波动率便陆续见顶并转入下行通道中，市场开始从恐慌性抛售转向局势难以进一步升级的预期中。值得注意的是，原油ETF波动率(OVX)先于其他大类资产波动率见顶(3月11日)，原油作为本轮冲击的源头资产，直接受到霍尔木兹海峡中断风险的影响，市场在早期便迅速完成了对供给中断和油价尾部风险的定价，而其他资产市场在冲突初期更多处于观望状态，投资者普遍预期这次冲突短期内将缓和(等待TACO历史重演)，而随着海峡关闭时间延长，其他资产市场才意识到此次冲突的主导权并不在特朗普手中，开始将“油价上行—通胀预期抬升—流动性收紧”的二次传导计入预期。

图 24：各大类资产隐含波动率于 2026 年 3 月 27 日前后相继见顶回落，原油价格波动率见顶更早
(标准化处理：2026 年 2 月 2 日=1)



数据来源：Wind, TradingView, 西南证券整理

4 月 8 日，美伊宣布停火并开启为期两周的谈判，油价随即大跌，美股开盘大涨，市场对地缘尾部风险定价解除，全球风险偏好显著回暖。尽管谈判过程并非一帆风顺，例如美伊第一次谈判失败、美军封锁海峡、以色列持续袭击黎巴嫩等，但都没有阻碍市场乐观情绪进一步升温，波动率持续走低。

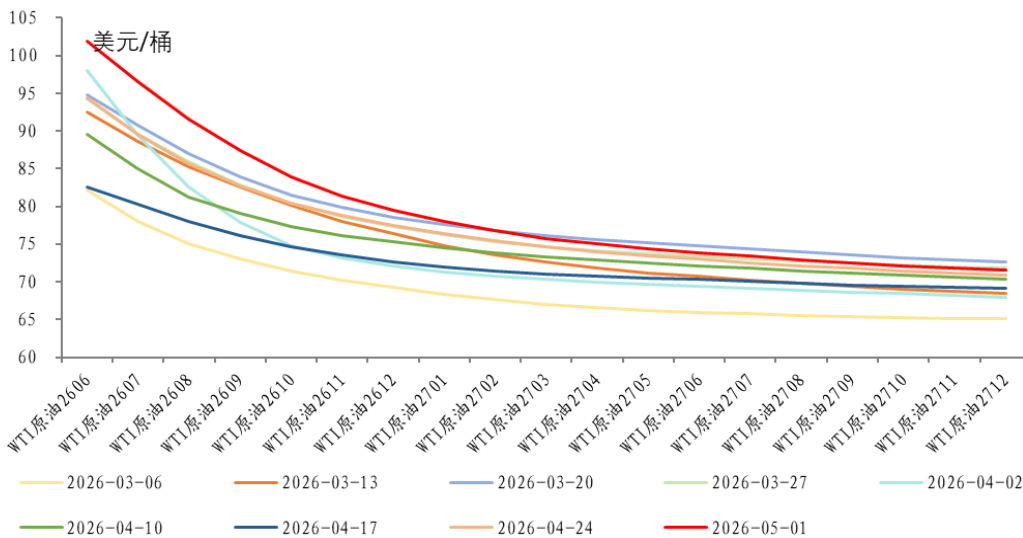
图 25：标普 500 指数 10 min 分时走势



数据来源：Wind, 西南证券整理

股市上涨逐步与地缘政治新闻和油价走势脱敏的原因在于：第一，原油期货近月涨幅明显大于远月，说明市场仍将供给冲击定价为阶段性事件；第二，美股财报季超预期，AI链条和大型科技盈利重新成为主线；第三，美国经济数据仍具韧性，油价对消费和核心通胀的影响暂未形成趋势性冲击。

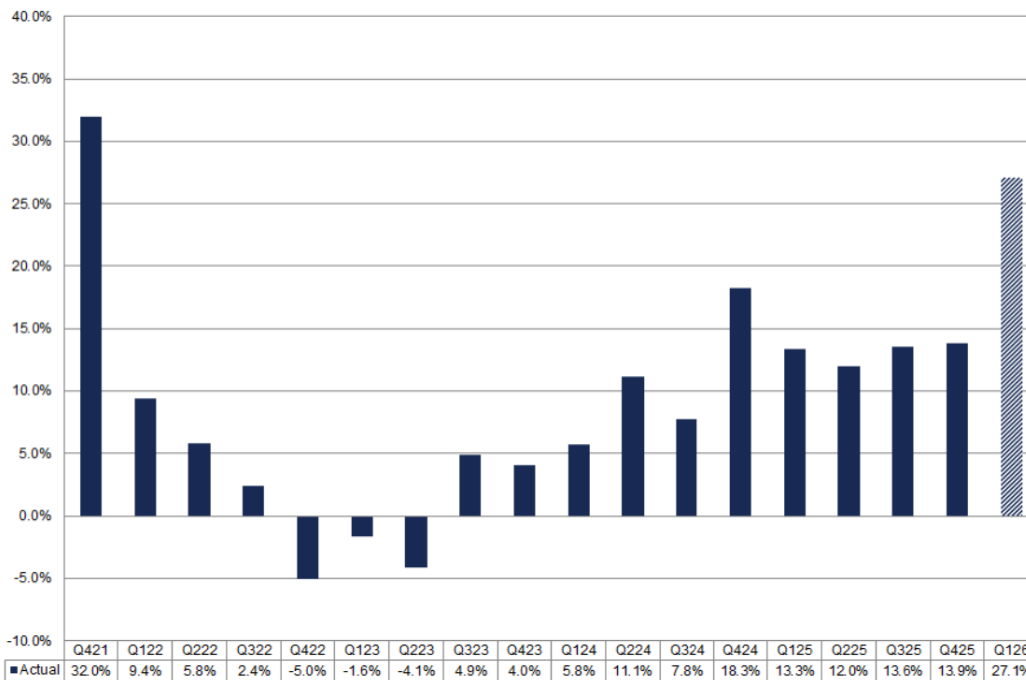
图 26：3 月以来，WTI 原油期货价格近月涨幅大于远月



数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：2026 年 Q1 标普 500 公司盈利增速录得 2021 年 Q4 以来最高

S&P 500 Earnings Growth: Q4 2021 - Q1 2026
(Source: FactSet)



数据来源：FactSet，西南证券整理

2.6 五次冲击复盘总结

总结来看，美股下跌往往并不始于标志性宏观事件爆发当日，而是在风险因素持续累积阶段已经提前调整，宏观事件更多扮演“风险集中释放”的触发器。2023 年以来五轮主要下跌中，从下跌开始至市场拐点的持续时间在 14-63 个交易日不等，标普 500 区间跌幅约 7%-19%。若以宏观事件爆发日至市场拐点作为冲击窗口，则除 2023 年 8-10 月长债利率上行和 2026 年 3 月美伊战争持续时间较长外，其余三次更接近宏观事件型瞬时冲击，即市场在较短时间内完成恐慌定价，并随后进入修复阶段。

从波动率表现看，除长债利率冲顶阶段外，其余四轮下跌期间 VIX 盘中峰值均升至 30 以上，市场恐慌情绪一度进入极端区间。虽然下跌的孕育期可能较长，但真正的恐慌峰值通常集中出现在标志性事件爆发后的数个交易日内。

从市场拐点触发因素来看，只要最坏的系统性情景被排除，市场底部就有可能显现出来：2023 年 3 月 12 日美国当局宣布兜底中小银行，银行危机的系统性蔓延风险下降；2023 年 10 月底美债收益率边际走弱，且 11 月初财政释放长债发行放缓信号；2024 年 8 月 6 日美元兑日元隐含波动率边际回落，同时日经 225 大幅反弹，全球“强制平仓”暂告一段落；2025 年 4 月特朗普宣布暂缓执行对中国以外国家征收的对等关税，贸易冲突的最坏情景被排除；2026 年 4 月 8 日美伊宣布开启谈判，能源设施遭打击的尾部担忧也明显缓和。

表 1：2023 年以来 5 次美股下跌复盘

冲击	下跌开始	事件爆发	市场拐点	“下跌-拐点” 交易日数	“事件-拐点” 交易日数	VIX 峰值 (日内)	“下跌-拐点” 标普 500 回撤	“事件-拐点” 标普 500 回撤	拐点触发因素
SVB 事件	2023-02-03	2023-03-08	2023-03-13	26	4	30.81	7.75%	3.28%	美国财政部、美联储和 FDIC 兜底储户存款
长债利率冲顶	2023-08-01	2023-08-01	2023-10-27	63	63	23.08	10.28%	10.28%	Q3 美股业绩超预期，随后美国财政部宣布将放缓债券拍卖
衰退预期+日元套息逆转	2024-07-17	2024-08-02	2024-08-05	14	3	65.73	8.49%	4.78%	美元兑日元隐含波动率触顶后回落
对等关税战	2025-02-20	2025-04-02	2025-04-08	34	5	60.13	18.90%	11.54%	特朗普宣布暂缓除中国外其他国家关税
美伊战争	2026-01-29	2026-03-02	2026-03-30	42	21	35.3	9.09%	7.78%	特朗普表示将在两到三周内结束对伊朗的军事行动，市场开启 TACO 交易

数据来源：wind，西南证券整理

3 Spillover Index: 识别流动性踩踏中的抄底观察区

美股下跌阶段，波动率通常会快速上行，而波动率见顶往往是市场底部形成的重要信号。但问题在于，波动率顶部难以被实时识别。因此我们尝试构建波动率溢出效应指数（Spillover Index），用以衡量风险冲击在不同资产之间的传导强度。我们发现 2023 年以来该指标在上升至 60% 时，通常意味着风险已经从单一资产扩散至多资产体系，市场恐慌情绪已经进入极端区间，预示着市场阶段性底部出现。

从该指标的具体含义来看，在市场动荡时期，冲击往往会在不同资产类别和不同市场之间快速传导，使得各类资产价格呈现更强的同步波动特征，波动率也容易在跨资产层面共振上行。Diebold and Yilmaz (2012) 提出的溢出效应指数（Spillover Index），本质上是基于 VAR 模型的预测误差方差分解，用于衡量某一资产波动中有多少比例来自其他资产的冲击。

首先，建立一个维度为 n 、时间为 t 、滞后阶数为 p 的 VAR 模型， x_t 为 $n \times 1$ 的列向量：

$$x_t = \sum_{i=1}^p \varphi_i x_{t-i} + \varepsilon_t$$

然后，按照移动平均的方式来表示：

$$x_t = \sum_{i=0}^{\infty} A_i \varepsilon_{t-i}$$

$$A_i = \varphi_1 A_{i-1} + \varphi_2 A_{i-2} + \dots + \varphi_p A_{i-p}$$

将 KPPS 的 H 步预测误差方差分解记为以下公式，其中，分母代表“总方差”（ x_i 未来 H 期预测误差的总方差）；分子代表“交叉方差贡献”（在预测变量 x_i 未来 H 期时，预测误差方差中有多少比例是由其他变量 x_j 的冲击造成的）：

$$\theta_{ij}^g(H) = \frac{\sigma_{jj}^{-1} \sum_{h=0}^{H-1} (e_i' A_h \sum e_j)^2}{\sum_{h=0}^{H-1} (e_i' A_h \sum A_h' e_i)}$$

为了在计算溢出指数时能够使用方差分解矩阵中的信息，需要对方差分解矩阵中的每一个元素进行标准化处理：

$$\tilde{\theta}_{ij}^g(H) = \frac{\theta_{ij}^g(H)}{\sum_{j=1}^N \theta_{ij}^g(H)}$$

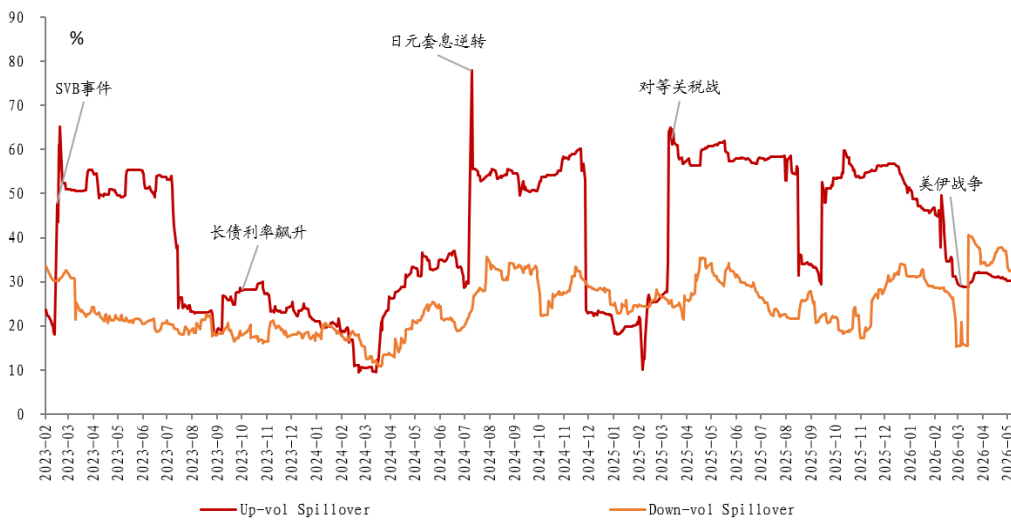
利用 KPPS 方差分解所得的波动率贡献构建总波动率溢出指数：

$$S^g(H) = \frac{\sum_{i,j=1(i \neq j)}^N \tilde{\theta}_{ij}^g(H)}{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\theta}_{ij}^g(H)} * 100 = \frac{\sum_{i,j=1(i \neq j)}^N \tilde{\theta}_{ij}^g(H)}{N} * 100$$

我们选取 2022 年 10 月以来的多资产隐含波动率指标构建 VAR 模型：S&P 500 隐含波动率（VIX）、美债市场利率隐含波动率（MOVE）、USDJPY 隐含波动率（JPYV）、原油 ETF 波动率（OVX）、新兴市场 ETF 波动率（VXEEM）以及黄金 ETF 波动率（GVZ）。为统一不同资产波动率指标的量纲，并提高跨资产之间的可比性，我们对各类波动率序列进行了 60 日滚动 Z-score 标准化处理，再基于标准化后的数据计算溢出指数。

传统 Spillover Index 存在一个重要局限：其基于 VAR 预测误差方差分解，识别的是不同资产波动率之间的联动和传染强度，本身并不区分波动率是同步上行还是同步下行。为解决这一问题，我们基于传统框架对上行/下行波动率方向进行了区分。首先，读取各类资产原始隐含波动率水平，并计算其 15 日滚动斜率，用以判断该资产当前波动率处于上行趋势还是下行趋势。若某一资产原始隐含波动率的 15 日斜率大于 0，则认为其处于波动率上行阶段；若 15 日斜率小于 0，则认为其处于波动率下行阶段。然后，计算原始隐含波动率的日度变化：对于上行溢出指数，仅在该资产 15 日斜率为正时保留其隐含波动率的绝对值；对于下行溢出指数，仅在该资产 15 日斜率为负时保留其隐含波动率的负向变化绝对值。随后分别将上行冲击矩阵和下行冲击矩阵放入滚动 VAR-GFEVD 框架，计算 Up-vol Spillover 和 Down-vol Spillover。

图 28：波动率溢出指数对宏观冲击底部的识别



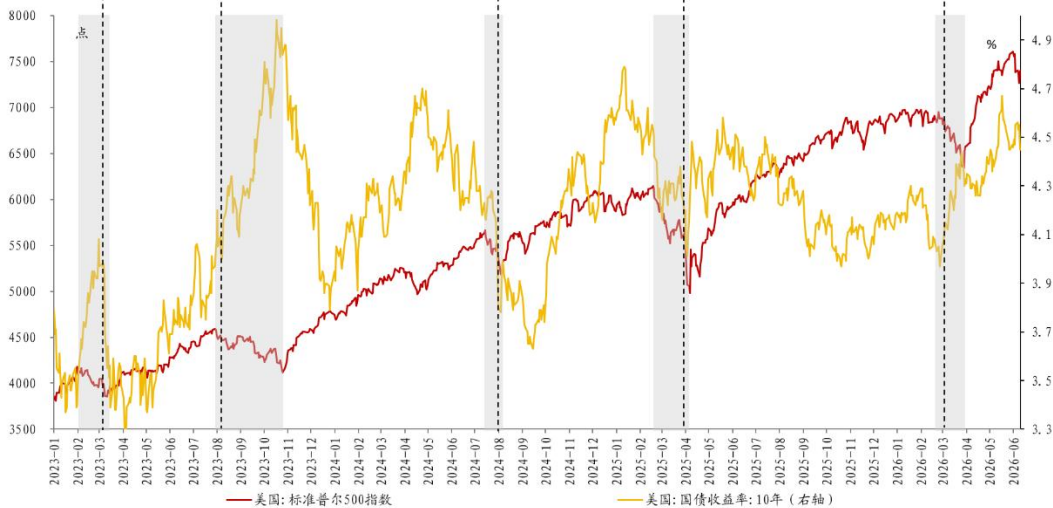
数据来源：wind, 西南证券整理

2023 年以来，Up-vol Spillover 曾三次突破过 60% 的阈值，较好对应三次宏观冲击的市场底部。这三次冲击的特征是：宏观事件触发流动性压力，压力在股票、债券、外汇、商品等各类资产之间扩散，资产价格波动率集中快速上升。Up-vol Spillover 的快速冲高往往反映出流动性冲击已进入集中定价阶段，对识别 2023 年后新叙事 regime 下的市场底部有较强参考意义。

与典型流动性踩踏不同，该模型未能识别出的两次市场下跌的特征是：主要资产价格波动率在事件爆发之前已经进入震荡上行区间，而且风暴中心资产波动率先于其他资产见顶，导致跨资产波动传染强度难以在同一时间窗口内集中释放。例如，2023 年 9 月中旬左右，VIX、MOVE、OVX、VXEEM 以及 GVZ 波动率均进入震荡上行区间，作为本轮冲击核心资产的美债，其波动率于 10 月 3 日见顶，而其他资产波动率见顶则在 10 月中下旬；2026 年 1 月份以来，各类资产波动率开始逐步抬升，其中黄金波动率在 1 月底快速冲高后回落，在美伊战争爆发之后，原油作为这轮冲击中的核心资产，其波动率先于其他资产走高，并于 3 月 11 日左右见顶回落，而其他资产价格则在 3 月下旬继续走高，于月底触顶。可见这两次冲击中，各大类资产波动率上行节奏和见顶时点并不完全一致，因此上述模型难以识别这类情形。

进一步看，模型能够识别的三次底部，往往对应宏观事件在市场回调过程中进一步放大卖压，并推动多资产波动率同步上行的流动性踩踏情形。而另外两次未能识别的调整，则更多由利率压力主导：2023年8-10月是长债供给超预期推升期限溢价，2026年3月则是原油价格大幅上行带动通胀预期走高。高利率对估值的影响通常是“慢变量”，而宏观事件的瞬时冲击更多是“快变量”，Spillover指数作为跨资产风险传导强度的衡量工具，更适合用于判断“快变量”导致的冲击时期的市场底部。

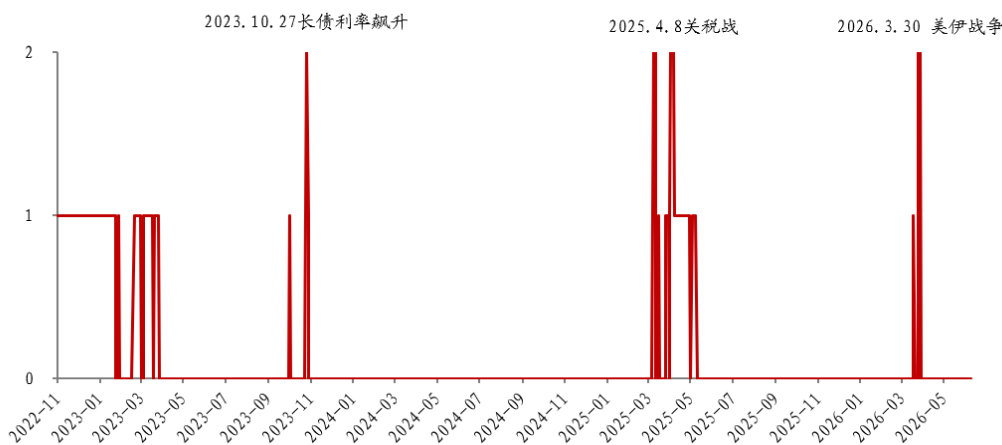
图 29：2023 年 8 月初、2026 年 3 月初冲击事件爆发后，美债收益率均走高，压制股市估值



数据来源：wind，西南证券整理；注：黑色虚线为宏观事件冲击时，灰底色为美股下跌周期

但我们发现，在 2023 年以来的美股上升通道中，可以采用较为简洁的技术指标识别这两次市场阶段性底部，2023 年 10 月、2026 年 3 月两轮美股调整中，标普 500 在同时触发“RSI 低于 30、指数跌破 250 日均线”两个条件之后，都会开启反弹。该组合信号反映出市场在短期情绪上进入明显超卖区间，同时中期趋势也出现阶段性破位，意味着前期风险已得到较充分释放，指数进入技术性反弹的观察区间。

图 30：2023 年 10 月、2026 年 3 月市场拐点时，标普 500 指数同时满足 RSI<30、低于 250 日均线



数据来源：wind，西南证券整理；注：以标普 500 指数的 RSI<30、低于 250 日均线为条件构建指标，等于 0 时代表同时不满足，等于 1 时代表有一项满足，等于 2 时代表同时满足

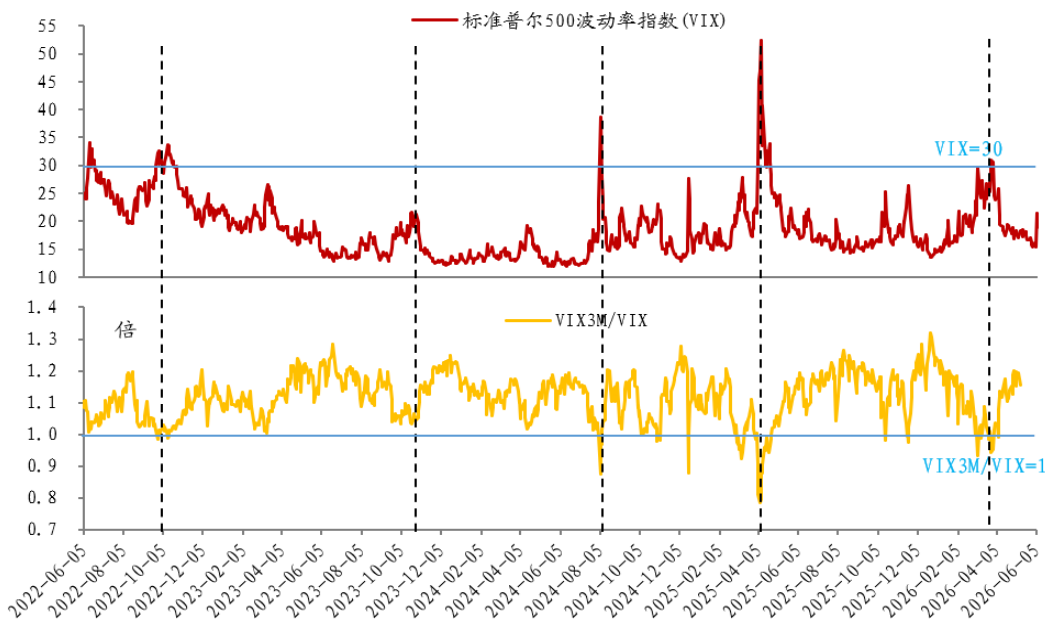
4 综合框架：搭配波动率、信用利差和持仓行为

在实操过程中仍需综合多维度指标进行配合验证：

VIX 所处的绝对区间、VIX 期限结构是否修复、信用利差是否停止走阔、投资者持仓是否进入低位等。只有当跨资产波动传染降温与波动率预期、信用风险和持仓行为共同确认时，抄底信号的可靠性才会更高。

(1) 指数波动率：除 2023 年长债利率飙升导致的市场下跌外，其余四次冲击期间 VIX 峰值均突破了 30。从期限结构变化来看，VIX3M/VIX 也在这四次冲击中下跌至 1 及以下，意味着出现“现货溢价”，市场处于极度恐慌状态中，往往也预示着之后会有情绪反转。

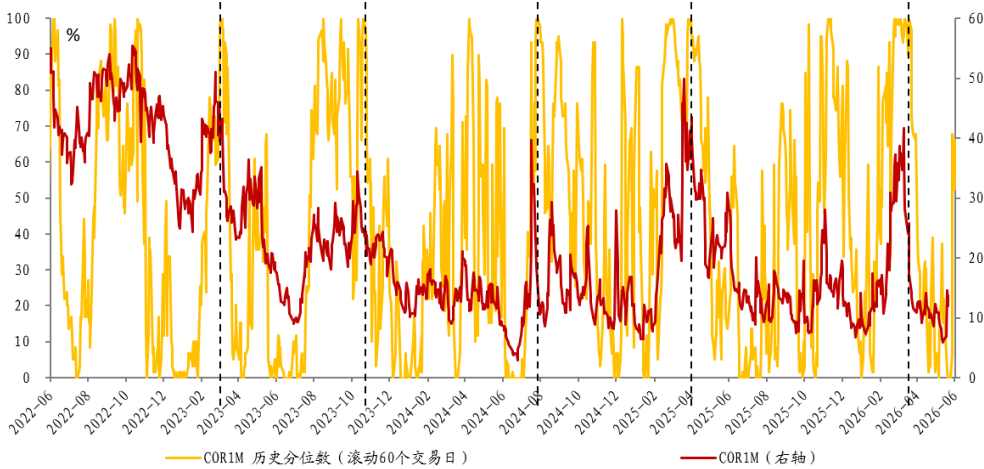
图 31：VIX 以及 VIX3M/VIX 自 2023 年以来走势



数据来源：wind，西南证券整理；注：黑色虚线为 2023 年以来五轮市场冲击期间的底部

(2) 成分股波动率：CBOE 的隐含相关性指标代表 S&P500 前 50 只成分股之间的平均预期相关性。该指标升高时，市场预期成分股未来更容易一起涨跌，快速上升时意味着个股之间风险快速传导。当该指标达到过去 60 个交易日以来峰值时，通常预示着市场情绪将迎来阶段性反转。

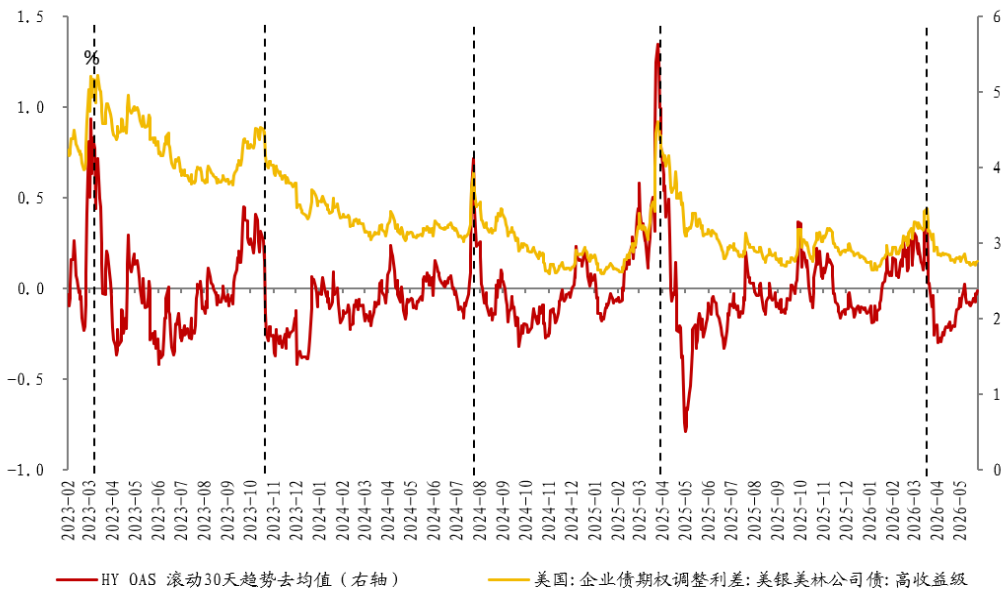
图 32: CBOE 的隐含相关性指标以及历史分位数走势



数据来源: wind, 西南证券整理; 注: 黑色虚线为 2023 年以来五轮市场冲击期间的底部

(3) 信用利差: 每次冲击期间美国企业债信用利差都会有明显扩大, 尤其高收益级 (HY OAS)。在这五次宏观冲击期间, 美国 HY OAS 相较过去一个月均值都有不同程度上升。

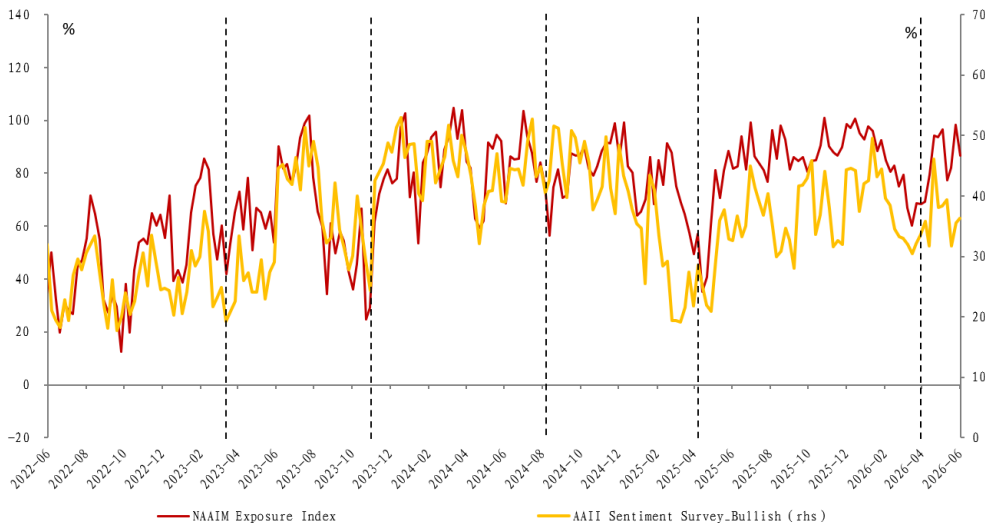
图 33: 美国高收益级企业债利差以及相较过去一个月的均值变化



数据来源: wind, 西南证券整理; 注: 黑色虚线为 2023 年以来五轮市场冲击期间的底部

(4) 持仓数据: AAI 投资者情绪调查、NAAIM 风险敞口指数分别代表着散户和机构对于美股的情绪和仓位, 通常市场底部出现在投资者情绪低迷时期。

图 34：AAII 投资者情绪调查指数和 NAAIM 风险敞口指数



数据来源：wind，西南证券整理；注：黑色虚线为 2023 年以来五轮市场冲击期间的底部

5 风险提示

(1) 宏观政策环境变化风险。本框架建立在 2023 年以来美股处于降息预期、AI 盈利支撑和政策托底并存的环境之上。若美联储转向紧缩，或财政赤字压力继续推升长端利率，风险资产估值可能受到持续压制，波动率和信用利差等指标的底部信号可能失效。

(2) 风险事件超预期演化风险。地缘冲突、关税政策、金融机构风险和流动性冲击均具有较强不确定性。若外生冲击从短期恐慌演变为系统性信用收缩、美元资产信任危机或企业盈利趋势反转，市场可能不再呈现“恐慌峰值后快速修复”的特征，抄底观察区可能转化为趋势性下跌区间。

(3) 模型与指标适用性风险。文中构建的指标可能存在样本区间有限、模型失效等问题。单一指标难以稳定识别市场底部，实际应用中仍需结合当前宏观环境、市场情绪来判断。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
