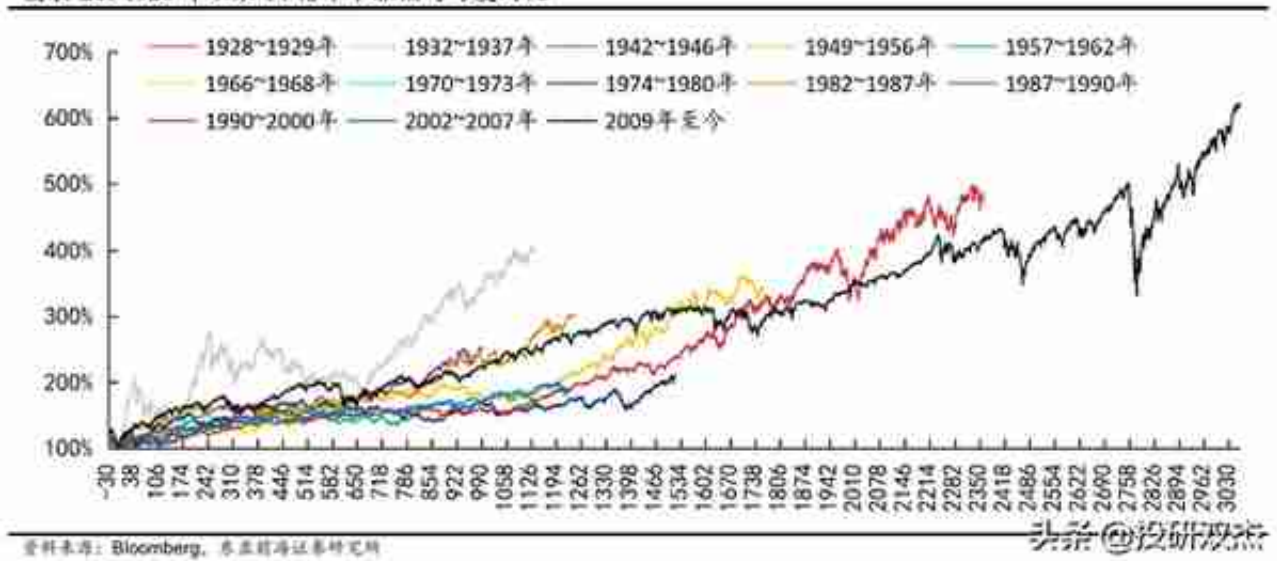


图表 26. 1928 年以来 14 轮牛市涨幅与跨度对比



期间标普500指数从666点最高上涨至4500点，涨幅高达5.76倍，而且依然在不断创造历史新高。



自1928年以来，近100年的时间里，美股已经经历了13轮牛熊周期，目前正处于第

14轮周期当中。

策略专题报告

2021年07月19日



東亞前海證券有限公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

美股牛市启示录（上）——美股历轮牛市的开
启、发展与终结

报告作者

作者姓名
资格证书

马斌
S1710521060001@投研双杰

图表 2. 美股历轮熊市的宏观特征

阶段	起点	终点	跨度(年)	区间涨跌幅(%)	拐点处估值历史分位数	拐点处货币政策	其他政策及预期	拐点处基本面	其他冲击
1	1929年9月	1932年7月	2.8	-86.16	100.0%	1929年7月提高贴现率50BP	-	经济衰退,盈利下滑	-
2	1927年3月	1942年4月	5.1	-59.99	94.1%	1937年3月上调存款准备金率75BP	为遏制政府开支和平衡预算,实施削减联邦支出和增加税收的紧缩性财政政策	经济衰退,盈利下滑	-
3	1946年5月	1949年6月	3.0	-29.61	82.0%	1946年4月提高贴现率25BP	-	经济衰退,盈利下滑	-
4	1956年8月	1957年10月	1.2	-21.63	91.3%	1956年8月提高贴现率25BP	-	经济衰退,盈利下滑	苏伊士运河事件冲击
5	1961年12月	1962年6月	0.5	-27.97	96.6%	-	市场预期有大型企业压制措施出台	经济复苏,盈利改善	肯尼迪公布执行美国钢铁
6	1966年2月	1966年10月	0.7	-22.18	97.7%	1965年12月提高贴现率50BP	-	经济复苏,盈利增速回落	商业银行体系信贷萎缩
7	1968年12月	1970年5月	1.5	-36.06	93.7%	1968年12月提高贴现率25BP	对企业征收10%的临时所得税附加费	经济放缓,盈利增速回落	-
8	1973年1月	1974年10月	1.7	-48.20	80.1%	1973年1月提高贴现率50BP	-	经济放缓,盈利改善	布雷顿森林瓦解,第四次中东战争爆发等
9	1980年11月	1982年8月	1.7	-27.05	18.7%	1980年11月提高贴现率100BP	1980年4月21日《原油暴利税法》	经济衰退,盈利下滑	第五次中东战争爆发
10	1987年8月	1987年12月	0.3	-33.51	81.5%	1987年9月提高贴现率50BP	-	经济增长,盈利小幅改善	美国商务部意外公布高贸易逆差数据
11	1990年7月	1990年10月	0.2	-19.92	79.8%	通胀预期带动无风险利率走高	-	经济衰退,盈利下滑	科威特战争引发第三次石油危机
12	2000年3月	2002年10月	2.5	-49.15	99.7%	2000年3月提高FFR25BP	-	经济放缓,盈利下滑	“安然”事件
13	2007年10月	2009年3月	1.4	-56.78	93.0%	信用利差快速走阔	-	经济衰退,盈利下滑	“雷曼兄弟”

资料来源: Bloomberg, Wind, 东亚前海证券研究所

头条@股研双杰

首先是估值过高。

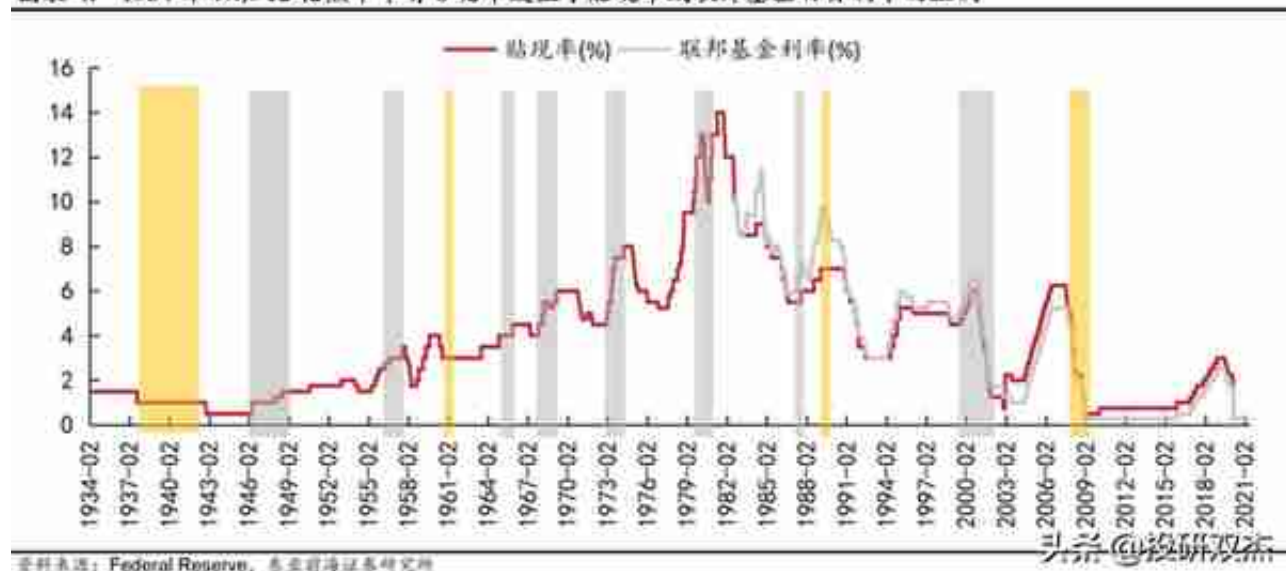
衡量估值的指标是市盈率。关于市盈率，之前的视频里已经介绍过很多次了，清楚市盈率含义的在评论区扣1，不清楚的扣2，让我看看还有多少人不知道的。

真·再说最后一遍，市盈率就是公司股价和每股净利润的比值，代表按照现在的净利润水平收回投资成本的年数。

比如大郎炊饼公司的股价是10，每股净利润是1，买入股票花费10，每年收回1，收回投资成本需要10年，市盈率越高表示收回成本需要的时间越久，因此市盈率越高代表股市的泡沫越严重，大家听明白了嘛？

美股历史上13轮牛市崩盘时，除了1980到1982年是个例外，标普500指数市盈率处于低位外，其他12轮牛市终结时，美股的市盈率都在80%分位数以上，也就是比历史上80%的时间都高，有9次市盈率高于90%分位数。

图表 4. 1934 年以来 12 轮熊市中 8 轮中发生了贴现率或联邦基金目标利率的上调



三是基本面恶化。

美股历史上13轮牛市有10轮都伴随着企业盈利的下滑。

图表 10. 历史上有 3 次熊市出现在美国企业有效税率走高的背景下



资料来源：Tax Policy Center, Federal Reserve, 东亚前海证券研究所

共读@投研观点

四是外部冲击。

历史上有4次外部冲击加速了美股的下跌，分别是1956年埃及宣布苏伊士运河国有化，1973年水门事件和第四次中东战争，1982年第五次中东战争，以及1990年科威特战争引发第三次石油危机，这几次危机都引发了投资者对股市的担忧，加深了美股在熊市中的跌幅。

2. 牛市崩盘有哪些征兆？

经过上面的总结可以发现，历轮美股牛市崩溃有着共同的触发因素，因此在牛市崩盘前也会表现出很多非常相似的特征。

这些特征可以归类为4个层面：

1.资产配置层面；

2.估值层面；

3.交易层面；

4.技术指标层面。

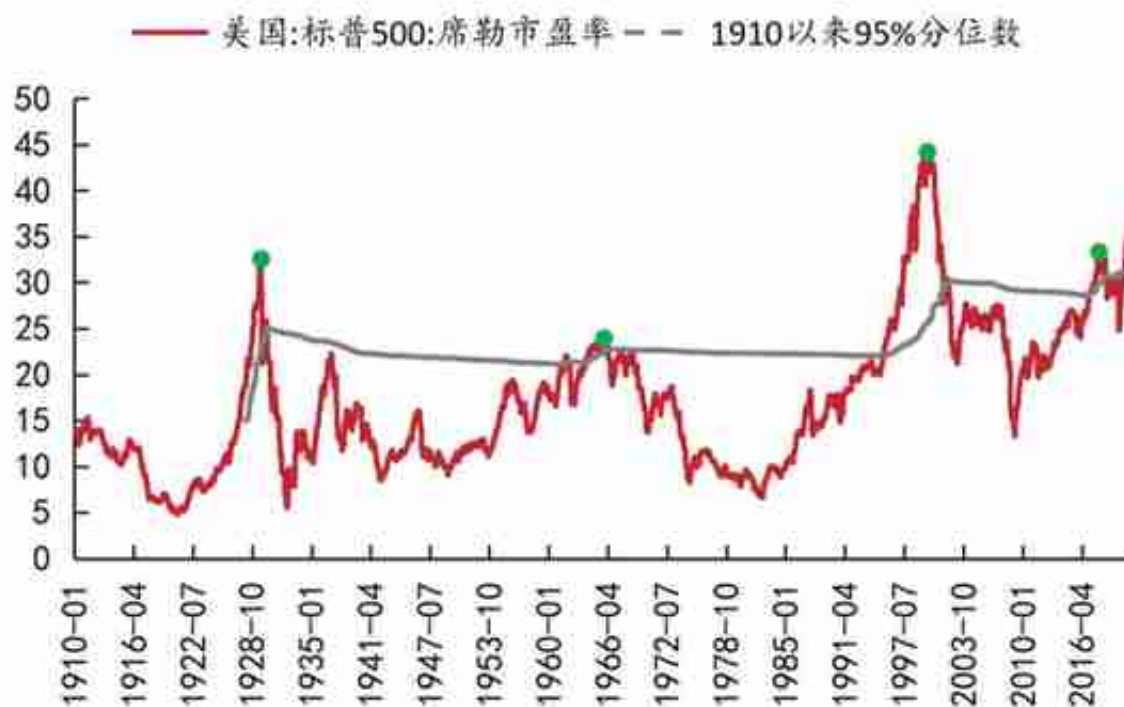
首先是资产配置层面。

家庭配置股票比例过高表明市场陷入疯狂阶段，普通投资者开始大量涌入股市，而大部分投资者进入股市后，接下来将没有更多资金进入，市场很容易崩溃，因此家庭配置股票比例过高，是牛市后期的征兆。

1966年美股闪崩、2000年互联网泡沫和2007年金融危机时，该指标都超过了30%，而目前美国家庭配置股票比例已经高达37.96%，超过了之前的历史峰值36.98%。

。

图表 13. 席勒市盈率高于 1910 年以来 95%分位数时泡沫较为严重



资料来源: Bloomberg, 东亚前海证券研究所

买宗@投研双杰

三是交易层面。

牛市末期，新股发行量往往会飙升，新股大量发行会吸收大量资金，压制股价上涨，比如2000年互联网泡沫时期，单年就发行了643只新股，而2021年截至6月20日，还不到半年，发行的新股已经多达721起，创下2000年以来新高。

图表 20. 低价股 (Penny Stock) 占比低于 5% 时市场多数发生调整



资料来源: Bloomberg, 东亚前海证券研究所

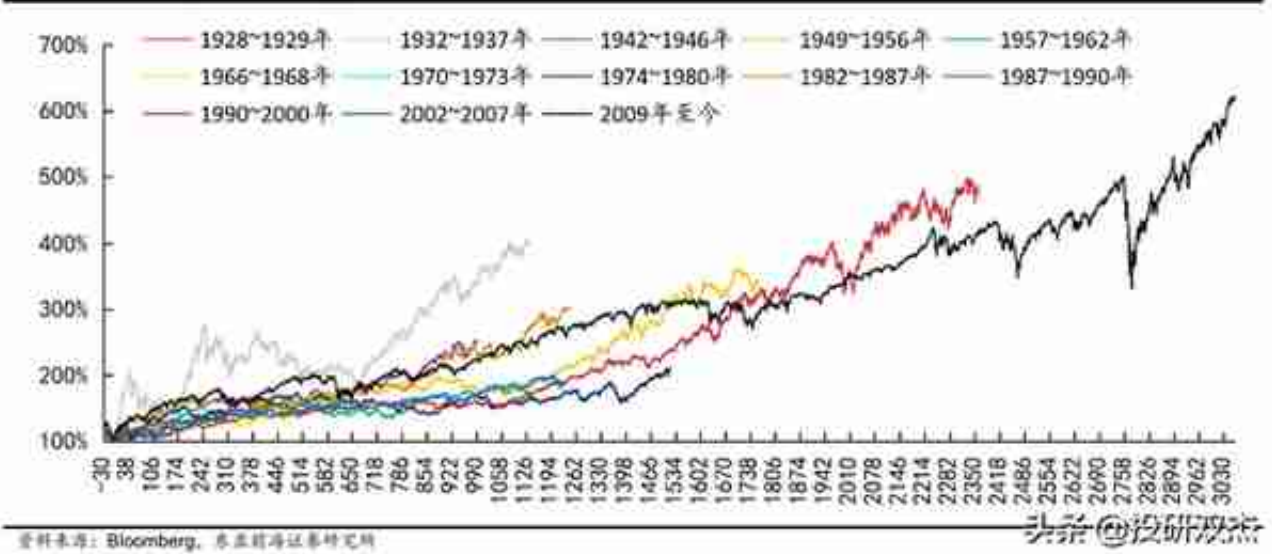
头条@投研双杰

四是技术指标层面。

炒股的朋友应该都知道250日均线，也就是股票之前250天的平均价格，股市一年中大概有250个交易日，因此250日均线也称为年线。当绝大多数股票的价格都高于年线时，意味着股市的风险较大。

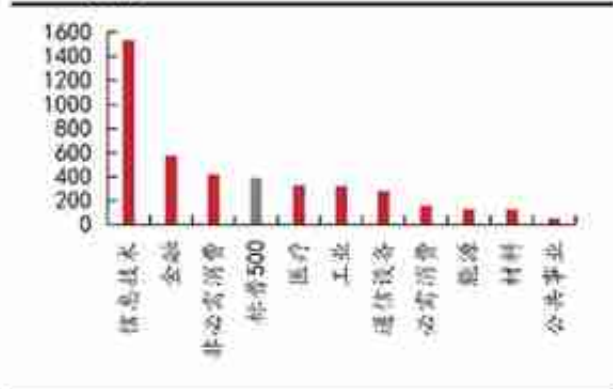
1998年1月、2010年4月、2011年6月，标普500指数成分股中，250日均线以上个股占比突破90%，同时罗素3000指数成分股中，250日均线以上个股占比突破80%，随后美股都出现了15%以上的下跌，而目前两个指标，都已经超越了90%的警戒线。

图表 26. 1928 年以来 14 轮牛市涨幅与跨度对比

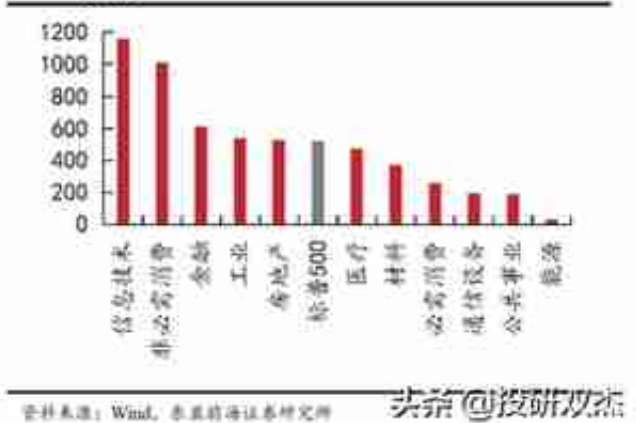


首先，两轮牛市都历时10年之久。2000年牛市和当前这一轮牛市分别历时9.5年和12.6年，标普500 指数涨幅分别达417%和576%，时长及涨幅为历史前两位。

图表 39. 2000 年牛市中标准普 500 指数各行业涨跌幅 (%)

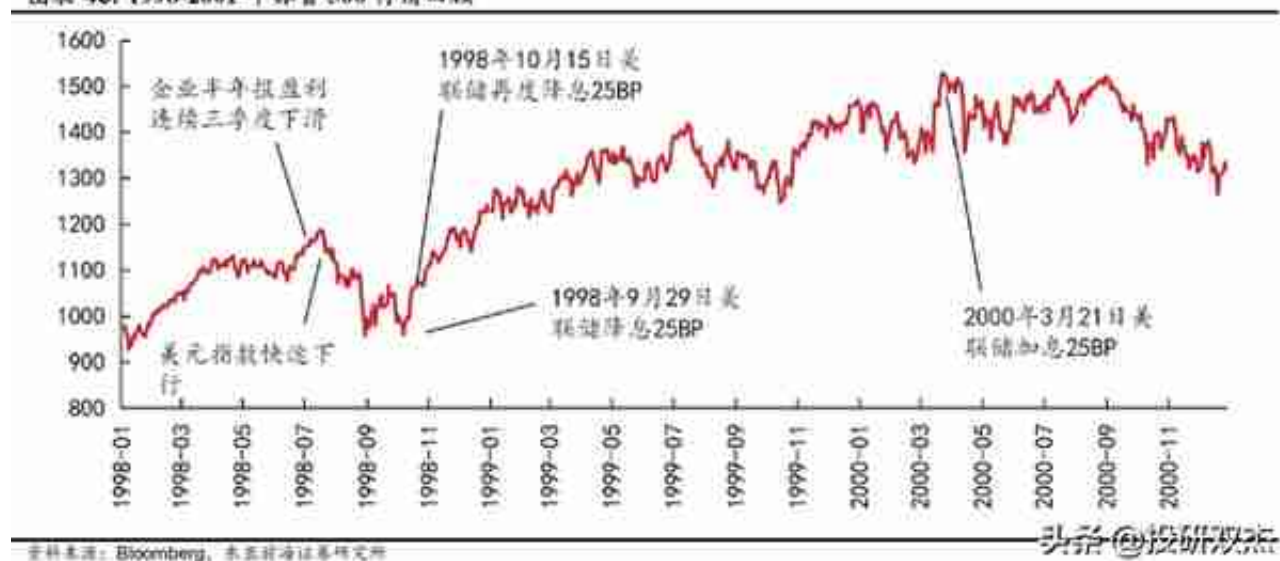


图表 40. 本轮牛市中标准普 500 指数各行业涨跌幅 (%)



第三，两轮牛市中盈利都是主要驱动因素。2000年牛市和当前这一轮牛市，盈利贡献分别为70%和64%，盈利是最重要的驱动因素。

图表 48. 1998-2001 年标普 500 行情回顾

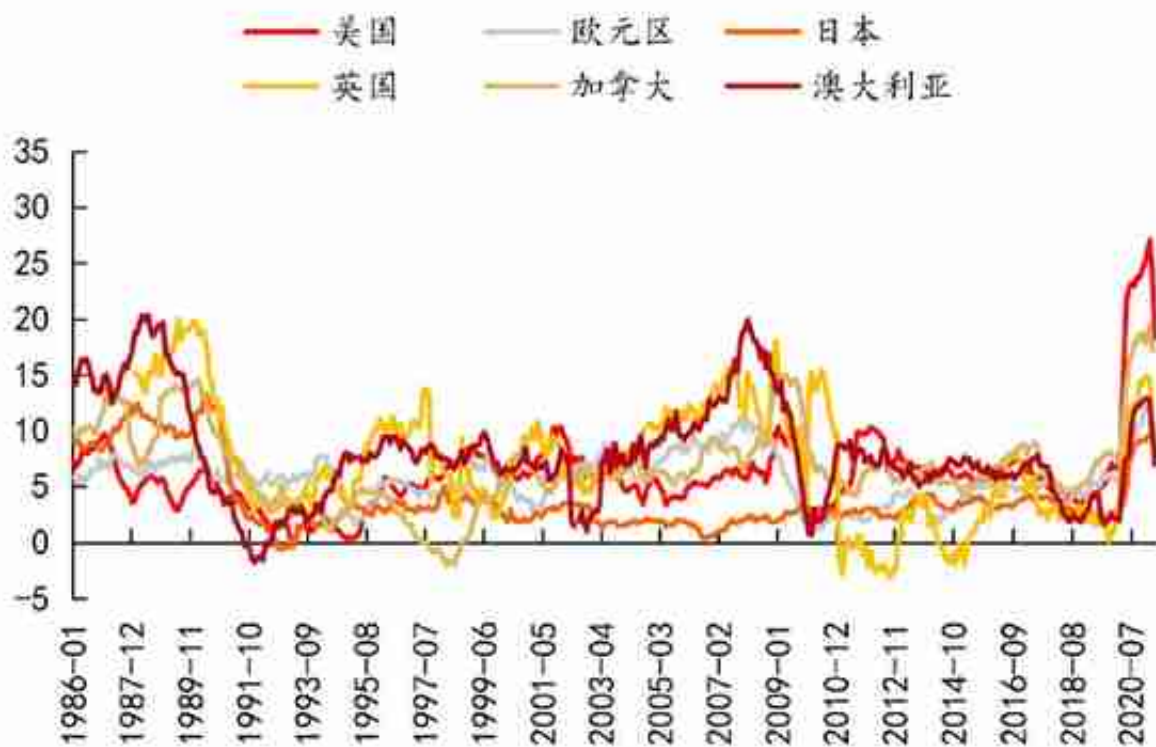


而本轮牛市和2000年不能说是十分相似，只能说是一模一样。

2018年1月，标普500指数市盈率再度突破大萧条时期的极值，格林斯潘也于2018年1月31日警告了美股的风险。

2018年四季度，美股下跌了近20%，不过美股泡沫也没有就此破灭，在特朗普的减税和美国的大放水之下，美股泡沫持续膨胀了两年。

图表 50. 主要经济体 M2 同比 (本币计) 于 2 月见顶 (%)

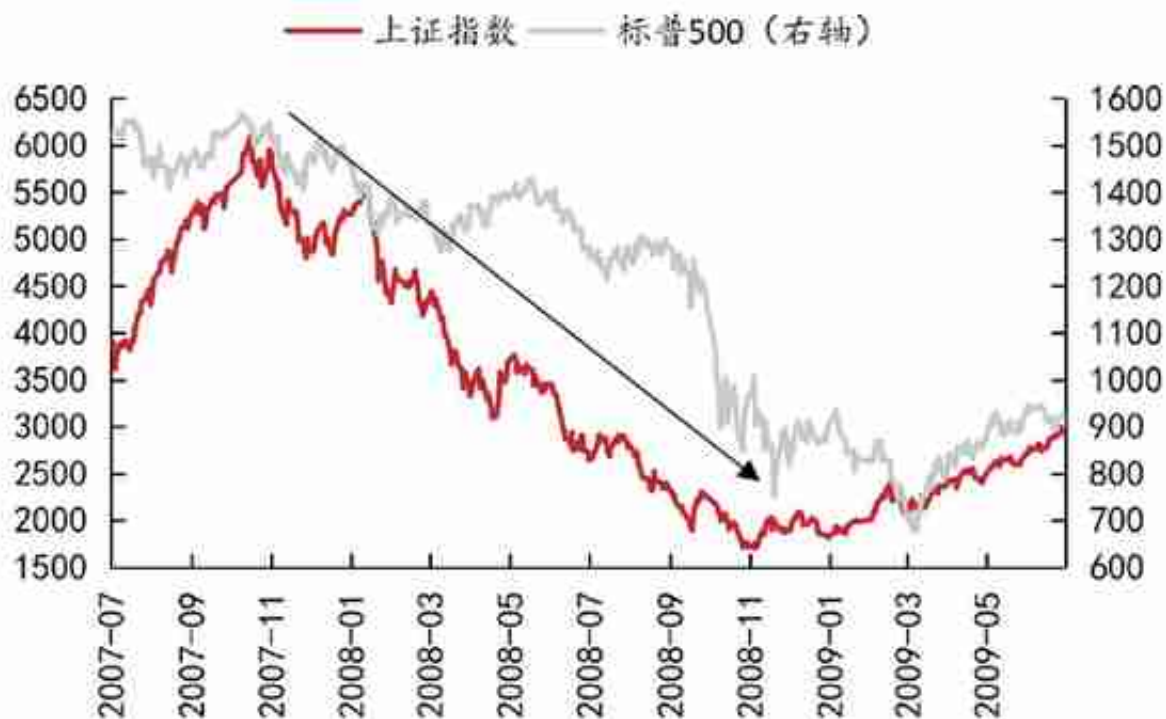


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

头条 @ 投研双杰

而拜登的加税政策也将对美国企业盈利形成压制，疫情发酵等外部冲击同样可能给美股带来压力。

图表 52. 次贷危机间上证指数与标普 500 指数行情



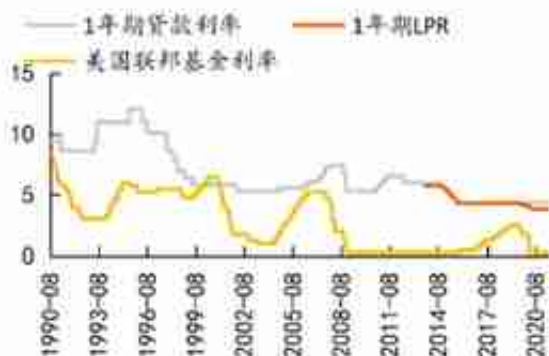
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

头条 @投研双杰

不过08年之后，中美经济金融同步性已经明显下降。

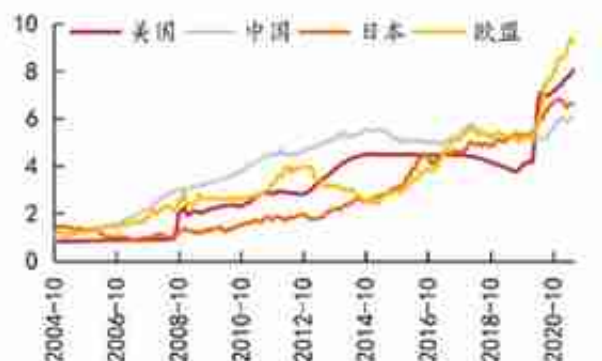
经济方面，以购买力平价计算的中国GDP全球占比已经超越美国，同时中国对外贸易依存度显著下降。

图表 55. 美国联邦基金利率与人民币基准利率(%)



资料来源: BIS, 东亚前海证券研究所

图表 56. 中国当前扩表空间更大 (万亿美元)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

头条@研报热点

长期来看，A股走势将更多由内部因素主导，美股泡沫破灭对A股的冲击会比2008年要弱。

不过尽管如此，仍然需要提高警惕，注意防范风险。

好了，本期就到这里了，如果喜欢这种形式的研报解读，请把催更打在评论区，最后别忘了点赞关注，下期见~

参考文献：

1. 美股牛市启示录（上）——美股历轮牛市的开启、发展与终结，东亚前海证券 易斌
2. 美股牛市启示录（下）——当前美股处在什么位置？东亚前海证券 易斌
3. 耐心等待风险释放，东亚前海证券 易斌
4. 标普500指数今秋续涨的九大理由，Jeff Reeves