

粤开证券首席经济学家、研究院院长李奇霖

粤开证券首席固收研究员钟林楠

昨晚，风险资产再次迎来大跌，道琼斯指数下跌超过1800点，跌幅6.9%，创下了3月份以来的最大跌幅，投资者的风险偏好明显回落。

这次暴跌最根本原因在于美股此前的反弹修复过快，对经济从疫情中修复的速度和强度过于乐观，本身已经蕴含了较高的回调风险。

在6月11日市场出现暴跌前，纳斯达克指数已经完全修复了疫情造成的深坑，还创下了历史新高，似乎疫情没有发生过一样。背后的支撑逻辑在于：

- 1) 美联储无限制的扩表，大放水带来的流动性支持与低利率下的高估值支撑；
- 2) 投资者对疫情能够得到及时控制，经济重启复工，并在美联储与财政部积极的政策作用下重新强势起来的预期。

这两点逻辑在3月份23日流动性危机得到有效解决后，一直处于不可证伪且方向正确的状态。

在现实中，我们确实看到了美国疫情的状况得到改善，先是出现二阶增速的拐点，再是出现新增病例确诊的拐点，最后还有疫苗研制得到有效进展的消息。

劳动力市场虽然依然一团糟，失业率依然很高，但随着美国经济逐步重启，也确实出现了边际改善。

这些持续传来的好消息，会让投资者对疫情结束经济好转的逻辑更加确信。

至于被大家经常谈论的，美国的债务杠杆率非常高、疫情过后大家的消费习惯与消费信心会变化，美国经济很难恢复前期的状态，将进入衰退期。

这些负面的信息，都是长期逻辑，虽然也都是不可证伪的，但也没有显现出任何被证实的迹象，和大家在短期内，所能看到的经济改善、疫情控制的真实感和方向是相悖的。

也正因如此，市场从3月到6月初的定价是对流动性充裕，经济好转，疫情结束的定价，是正面向上的，给美股带来的是上涨的动力。

但这种上涨始终是存在界限的。市场的价格会充分反映现有的信息，并将信息传递出来的预期演绎到极致，达到极致后，市场将重新审视之前的预期逻辑。

如果预期落地，并且正面方向继续改善得到验证，那市场会形成“预期—证实—预期再强化”的正向循环，从而推动资产价格持续的上行。

但如果被演绎到极致的预期，无法被证实，或者向着证伪的方向前进，那么市场便会因为预期差而修正之前对积极信息的定价，涨势放缓出现震荡下跌的局面。

而一旦市场上涨乏力并开始显现跌势，投资者便会对负面的信息更加敏感，会主动去寻找利空与市场定价的新逻辑，从而使资产价格持续的调整，这也就是我们常说的熊市无利好。

在昨晚美股暴跌前，纳斯达克指数忽视疫情对经济的冲击创下了新高，便是乐观预期演绎到极致的体现。

要美股继续上涨，需要疫情和经济持续好转，继续向预期靠拢或流动性进一步宽松来支持。

一旦这两者没有出现，那么涨势乏力，投资者对利空敏感，美股转跌便是迟早的事，只是需要一个触发剂。

这两天鲍威尔的讲话和德州新增病例创下新高便是触发剂。

6月10日，鲍威尔的讲话，很多人将其解读为鸽派，毕竟鲍威尔说了零利率会保持到2022年，会继续加大国债的购买与大规模开展回购操作。

在基调上，确实是偏鸽派。当天鲍威尔讲话消息出来后，黄金和美债价格便开始上涨。但对权益投资者来说，这次讲话其实是一个明显的利空。

因为如我们前面所分析的，权益投资者希望看到的是，美联储会进一步加大宽松力度，零利率、购买国债和公开市场操作都是之前的旧信息，无法给投资者带来新的刺激。

相反，鲍威尔谈及的零利率会维持至2022年，实际是表明了美联储对经济长期无法恢复的预期和态度。

作为美国货币政策的制定机构，美联储对经济的悲观预期无疑会影响投资者的经济预期，打击投资者之前对疫情结束，经济会较快好转的信心，给美股的调整埋下隐

患。

德州新增新冠肺炎病例创新高，则是最后一根稻草，在现在多个州出现游行抗议集会的背景下，投资者对疫情二次爆发的担忧有所加重。

不过这根稻草实际上并没有它想象的那么重，它早就已经出现了。

从wind的数据看，美国早在5月初就已经开始有州解除封锁，重启经济。而解除封锁、重启经济的州有不少都存在新增感染人数反复上升的情况，比如感染人数较多的大州——加州、佛罗里达州等，只是在其他州控制较好、新增病例下降的带动下，全美的数据才不会显的太难看。