



# 美股何时见底？基于资金流等三个维度的时间测算

我们从资金流、估值、货币政策三个维度进行不同测算，共同指向美股很可能在今年**三季度**见底。

- **美股资金流**：两级见底支撑位之间或形成美股底部，资金流见底预计为三季度。资金流的底部和美股股指底部完全吻合，而美股资金流真正的底部位于第一级和第二级见底支撑位之间。我们以过去12个月、6个月和3个月的资金流下降速度测算，资金流触及二级见底支撑位的时间分别为10月下旬、9月上旬和9月下旬。而我们预计真正的资金流底部在第一和第二见底支撑位之间，因此真正的见底时间在此之前，预计为今年三季度。
- **估值**：今年三季度有望见到“估值底”。我们通过估值的回落速度进行交叉验证，以2018年最低的估值水平作为参考，可以看到美股的估值如果按过去3-6个月速度回落，大约在今年三季度末左右就会回落至2018年的最低水平，这将构成强劲的“估值底”。
- **货币政策**：三季度或出现美联储紧缩拐点。美联储货币政策的变化无疑将直接影响美股的见底时间，我们对美联储货币政策分析以交叉验证美股的见底时间：**1**)即使根据尚未下修的3月FOMC点阵图来看，7月加息后进一步的加息空间已非常有限；**2**)即使通过更为激进的利率期货市场来看，7月后的加息速度也将放缓。我们认为：**在三季度我们很可能会进入美联储紧缩政策的拐点时刻，美联储将由“加速紧缩”换挡至“温和紧缩”，这将有助于美股见底、企稳。**

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl\_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

张引, PhD

助理分析师

yin\_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6452

林琰

研究部主管

sharon\_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2022年5月27日

相关报告：

[多重风险因素下，4月资金大幅流出——全球及美股资金全景图5月刊](#) (2022-05-10)

[资金流处于周期底部，政策支持加强——中国股市资金全景图5月刊](#) (2022-05-05)

[政策底进一步夯实——4月政治局会议解读](#) (2022-05-03)

[恒生指数30年来首次触及250日均线，战略性配置港股](#) (2022-03-10)

[中国股票：加仓](#) (2022-02-25)

[2022年中国股市策略展望：先下后上，上半年需谨慎](#) (2021-12-03)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

概述：资金流测算，并交叉验证估值、货币政策.....	3
美股资金流：两级见底支撑位之间或形成美股底部.....	4
资金流概述：基于海量样本的数据库构建.....	4
资金流见底支撑位：第一级、第二级见底支撑位对应不同的底部支撑水平.....	4
资金流底部水平预判：此轮美股的底部应该介于第一级和第二级见底支撑位之间...6	
资金流见底时间测算：三季度资金流有望见底.....	7
估值：今年三季度有望见到“估值底”.....	9
货币政策：三季度或出现美联储紧缩拐点.....	12
即使根据未下修的点阵图来看，7月加息后的加息空间非常有限.....	13
即使通过更为激进的利率期货市场来看，7月后的加息速度也将放缓.....	15
总结和展望.....	16

## 图表目录

图表 1: 美股资金流已经回落至第一级见底支撑位.....	5
图表 2: 历次资金流触底后，标普 500 未来收益高、回撤小.....	6
图表 3: 根据过去 12 个月美股资金流下降速度测算，约 22 年 10 月下旬触及第二级见底支撑位..7	
图表 4: 根据过去 6 个月美股资金流下降速度测算，约 22 年 9 月上旬触及第二级见底支撑位.....7	
图表 5: 根据过去 3 个月美股资金流下降速度测算，约 22 年 9 月下旬触及第二级见底支撑位.....7	
图表 6: 美股资金流见底时间测算汇总.....	8
图表 7: 纳斯达克 100 指数估值已经回落至历史长期均值以下.....	9
图表 8: 标普 500 指数估值已回落至历史长期均值水平.....	9
图表 9: 2018 年，录得负收益的资产类别占比创下世纪新高.....	10
图表 10: 按过去 6 个月降幅测算，纳斯达克 100 指数约 22 年 10 月上旬触及 2018 年估值底部..10	
图表 11: 按过去 3 个月降幅测算，纳斯达克 100 指数约 22 年 9 月下旬触及 2018 年估值底部....10	
图表 12: 按过去 6 个月降幅测算，标普 500 指数约 22 年 9 月上旬触及 2018 年估值底部.....11	
图表 13: 按过去 3 个月降幅测算，标普 500 指数约 22 年 9 月初触及 2018 年估值底部.....11	
图表 14: 美联储 5 月 FOMC 会议下调 PCE 预期.....	13
图表 15: 如连续加息 50 个基点，7 月加息后将进入“2%”时代.....	14
图表 16: 未下修利率预期的 3 月 FOMC 的点阵图.....	14
图表 17: 7 月加息后，2022 年年内的加息空间明显下降.....	15

# 美股何时见底，三个维度的时间测算

2022 年至今，美股遭遇大幅回撤，截至 2022 年 5 月 20 日，标普 500 指数累计下跌 15.4%，纳斯达克 100 指数累计下跌 25.6%，道琼斯平均工业指数下跌 10.8%。而在当前市场面临流动性紧缩、地缘政治、能源危机等风险之下，投资者最关心的是**美股何时触底**。

我们通过测算，美股二级市场资金流见底时间预估美股见底时间为今年三季度，并通过估值底出现时间、美联储紧缩拐点出现时间进行交叉验证。

## 概述：资金流测算，并交叉验证估值、货币政策

美股在 2022 年上半年经历剧烈下跌，截至 2022 年 5 月 20 日，标普 500 指数累计下跌 18.7%，纳斯达克 100 指数累计下跌 28.3%，道琼斯平均工业指数下跌 14.5%。从多个维度来看，美股处在承压状态：

- **资金流大幅回落。**在我们对美股二级市场资金流的测算中，美股资金流于 2022 年 5 月中旬回落至第一级见底支撑位，具体详见 [《美股资金流回落至一级见底支撑位，短期反弹可期，但下行空间仍存》](#)。
- **估值大幅收缩。**美股估值从远超历史均值一个标准差以上的水平大幅回落至历史长期均值附近。
- **美联储紧缩压力高点。**美联储自 2022 年 3 月开启加息进程，并将于 6 月开始缩表，且加息节奏由 25bps 上调至 50bps，加息速度之历史罕见，令风险资产整体呈压。

我们通过资金流回落速度测算了见底时间，并根据估值和货币政策作了交叉验证：

- **资金流：**以二级见底支撑位作为底部下限，资金流见底时间约在 2022 年三季度。
- **交叉验证：**1) 以 2018 年市场抛售最严重时期的最低估值水平作为参考，估值回落至此水平的约在 2022 年 9 月；2) 美联储紧缩边际拐点隐现，预计在 6 月和 7 月连续两次加息 50 个基点后，我们很可能会进入美联储紧缩政策的拐点时刻，美联储将由“加速紧缩”换挡至“温和紧缩”，这将有助于美股见底、企稳。

# 美股资金流：两级见底支撑位之间或形成美股底部

## ● 资金流概述：基于海量样本的数据库构建

我们从个股出发，抓取了海量的日度量价数据，以捕捉给定市场的资金面数据。

我们对资金净流入的定义如下：如果个股日收益为正，则该股票当日成交额为流入，反之则为流出；总流入减去总流出，则为资金净流入。对美国市场，我们汇总了市值约 50 万亿美元、超过 4000 支股票的资金流，进而得到市场整体的资金流全景图。

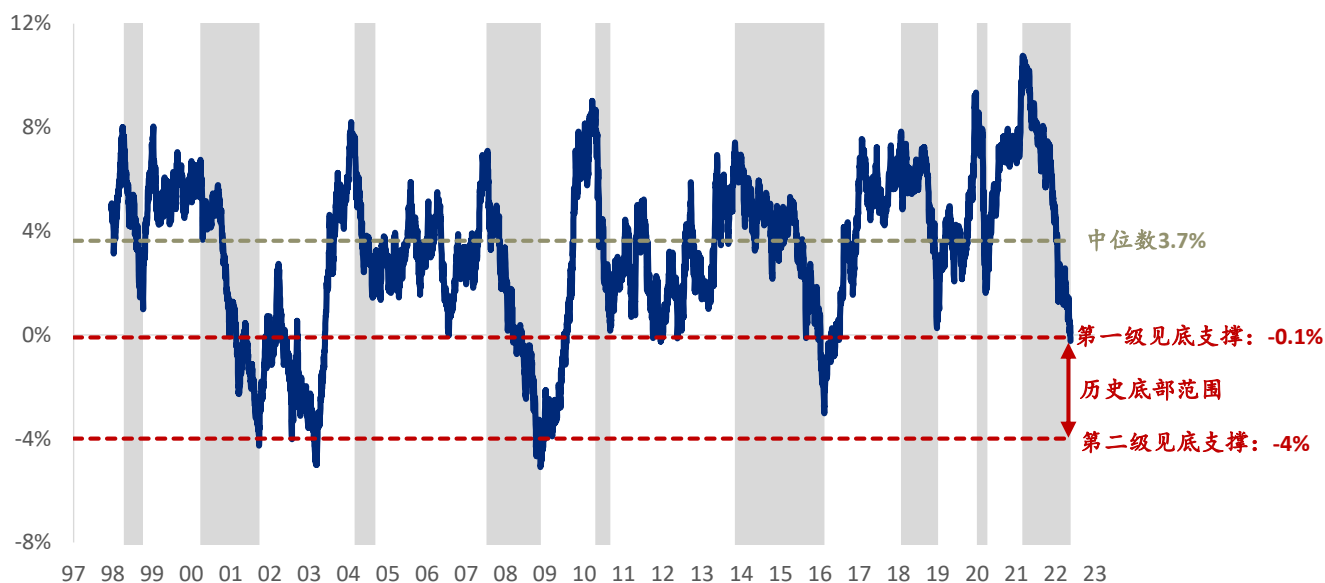
其中，二级市场资金相对净流入定义为过去一年中资金净流入占成交额的百分比，即通过成交额对净资金流进行标准化，具体参见[《多重风险因素下，4 月资金大幅流出——全球及美股资金全景图 5 月刊》](#)、[《资金流处于周期底部，政策支撑加强——中国股市资金全景图 5 月刊》](#)。

## ● 资金流见底支撑位：第一级、第二级见底支撑位对应不同的底部支撑水平

通过对比 1998 年以来的美股资金流历史数据，我们发现，历史上资金相对净流入的周期底部水平分布在 -0.1% 到 -4% 之间。因此，我们将历史上的底部分布范围的上限和下限分别定义为[第一级见底支撑位](#)和[第二级见底支撑位](#)。

从过去二十年的历史数据来看，[第一级、第二级见底支撑位](#)分别代表了不同的支撑水平，其中，二级见底支撑位的支撑水平最强，历史上 2000 年科网泡沫破裂后、2008 年金融危机后，美股资金流均回落至第二级见底支撑位的水平。除此以外的大多数时候，都是回落至第一级见底支撑位水平后，市场即见底反弹。

图表 1: 美股资金流已经回落至第一级见底支撑位



注: 二级市场资金相对净流入定义为过去一年资金净流入占成交额百分比; 对于标记的每个资金流底部, 将对应的标普 500 指数设置为 100, 画出前后走势 (对应右轴)  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

此外, 资金流的底部和美股股指底部完全吻合。我们统计了历次资金流见底之后标普 500 指数未来 3、6、9 个月的最大收益和最大回撤。我们发现当资金流触底后下注, 收益两位数, 回撤极小 (除了 2008 年金融危机的二次探底出现 10.1% 的有限回撤) 整体盈亏比处于极高水平:

- 历次资金流触底后, 美股未来能获得高收益, 平均而言, 资金流见底后标普 500 指数未来 3 个月、6 个月和 9 个月最高收益平均达到 18.1%、23.7%、27.7%, 而同期的最大回撤平均仅为 -0.5%、-1.6%、-1.8%。
- 触及第二级见底支撑位后的未来收益更高, 明显高于触及第一级减低支撑位, 触及第一级见底支撑位后 3-9 个月的平均收益大致为 15-25%, 而触及第二级见底支撑位后 3-9 个月的平均收益则大致为 23-31%。
- 历次资金流触底后, 后续最大回撤很小。资金流触底后标普 500 指数未来 3 个月、6 个月和 9 个月平均最大回撤仅为 -0.5%、-1.6% 和 -1.8%。2008 年金融危机时, 资金流在 2008 年 11 月见底后, 标普 500 指数发生二次探底直至 2009 年 3 月才完全见底, 造成 10% 的回撤; 但即便如此, 这次见底后最高收益幅度巨大, 未来 9 个月达到 37%, 相比于 10% 的最大回撤, 盈亏比也非常惊人。

图表 2: 历次资金流触底后, 标普 500 未来收益高、回撤小

资金流触底时间	资金流见底支撑级别	资金流触底后标普500最高收益			资金流见底后标普500最大回撤		
		未来3个月	未来6个月	未来9个月	未来3个月	未来6个月	未来9个月
9/21/2001	第二级	21.20%	21.40%	21.40%	0.00%	0.00%	-1.80%
3/11/2003	第二级	24.70%	28.80%	36.00%	0.00%	0.00%	0.00%
7/17/2006	第一级	10.90%	16.70%	21.10%	0.00%	0.00%	0.00%
11/20/2008	第二级	24.20%	25.60%	37.00%	-1.20%	-10.10%	-10.10%
7/2/2010	第一级	13.50%	24.80%	31.30%	0.00%	0.00%	0.00%
9/22/2011	第一级	13.80%	25.40%	25.60%	-2.70%	-2.70%	-2.70%
2/11/2016	第一级和第二级之间	14.90%	19.70%	20.20%	0.00%	0.00%	0.00%
12/24/2018	第一级	21.40%	27.40%	28.70%	0.00%	0.00%	0.00%
第一级均值		14.90%	22.80%	25.40%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
第二级均值		23.40%	25.30%	31.50%	-0.40%	-3.40%	-4%
整体均值		18.10%	23.70%	27.70%	-0.50%	-1.60%	-1.80%

注: 介于第一级和第二级见底支撑位的点, 由于其未触及第二级见底支撑位的阈值, 我们计算均值时, 将其归类为“第一级见底支撑位”类别  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

## ● 资金流底部水平预判: 此轮美股的底部应该介于第一级和第二级见底支撑位之间

**底部位置估计:** 由于目前资金流已下穿第一级见底支撑位 (图表 1), 并且考虑到目前复杂的宏观形势, 包括全球性的货币政策正常化进程、几十年罕见的通胀格局催生令全球央行两难的“滞胀”格局、全球疫情反复、全球复杂的地缘政治格局变化, 我们认为, 美股资金流真正的底部位于第一级和第二级见底支撑位之间。

以较为极端的情况来考虑, 我们来测算资金流到达第二级见底支撑位的时间。截至 2022 年 5 月 26 日, 美股二级市场资金流相对净流入为 0.0%, 基本触及第一级见底支撑位, 距离第二级见底支撑位还有 4% 的下行空间。

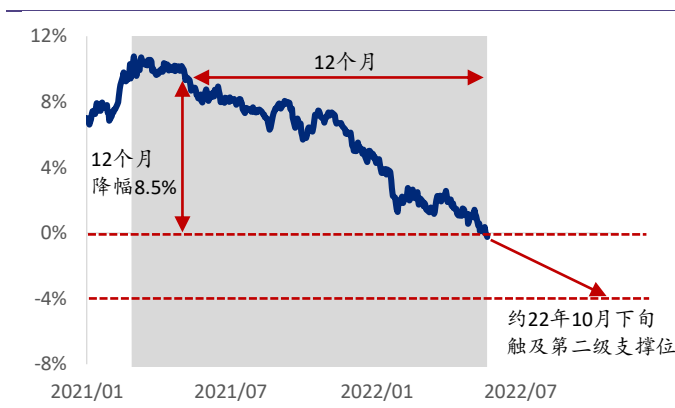
## ● 资金流见底时间测算：三季度资金流有望见底

**资金流下行速度和见底时间：**基于前述分析，资金流距离第二级见底支撑位还有 3.8% 的下行空间，我们分别以过去 12 个月、过去 6 个月和过去 3 个月的资金流平均下行速度来测算，我们得到结果如下图所示：

- 过去 12 个月，美股资金流下降 8.5%，平均每月降 0.71 个百分点，按此速度，触及第二级见底支撑位尚需 5 个月，约为 22 年 10 月下旬。
- 过去 6 个月，美股资金流下降 6.4%，平均每月下降 1.1 个百分点，按此速度，触及第二级见底支撑位尚需 3.5 个月，约为 22 年 9 月上旬。
- 过去 3 个月，美股资金流下降 2.5%，平均每月下降 0.83 个百分点，按此速度，触及第二级见底支撑位尚需 4 个月，约为 22 年 9 月下旬。

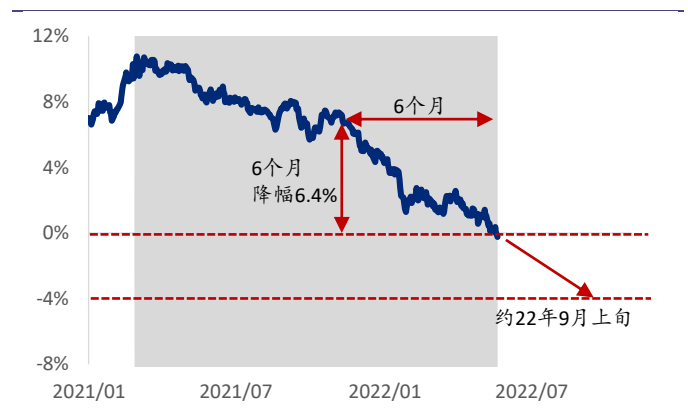
由于我们认为美股资金流真正的底部位于第一级和第二级见底支撑位之间，因此真正见底时间应领先于以上测算时间，大概率出现在三季度。

**图表 3：根据过去 12 个月美股资金流下降速度测算，约 22 年 10 月下旬触及第二级见底支撑位**



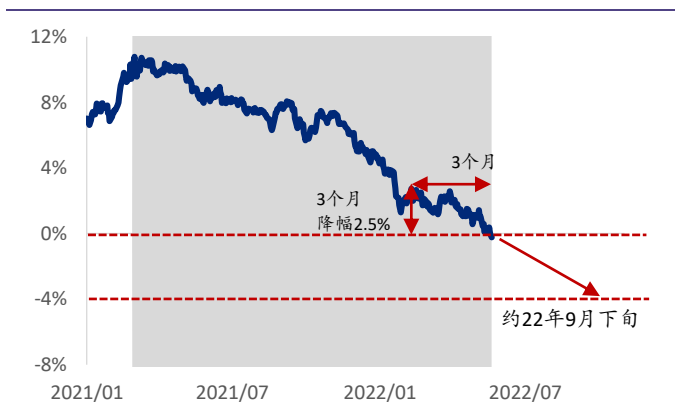
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 4：根据过去 6 个月美股资金流下降速度测算，约 22 年 9 月上旬触及第二级见底支撑位**



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 5：根据过去 3 个月美股资金流下降速度测算，约 22 年 9 月下旬触及第二级见底支撑位**



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 6: 美股资金流见底时间测算汇总

用于测算资金流下行速度的时间段	资金流降幅	月均降幅 (百分点)	触及第二支撑位所需时间 (月)	触及第二支撑位时间点
过去 12 个月	-8.5%	-0.71	5	22 年 10 月下旬
过去 6 个月	-6.4%	-1.1	3.5	22 年 9 月上旬
过去 3 个月	-2.5%	-0.83	4	22 年 9 月下旬

注: 二级市场资金相对净流入定义为过去一年资金净流入占成交额的比例

资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际



## 估值：今年三季度有望见到“估值底”

在上一节资金流的分析中，我们测算得到三季度资金流将触底。我们在本节通过估值的回落速度进行交叉验证。根据我们的测算，美股的估值如果按过去 3-6 个月速度回落，大约在 2022 年三季度末左右就会回落至 2018 年的最低水平，届时将生成强劲的“估值底”。

当前的美股估值已经大幅回落，不论是纳斯达克 100 指数还是标普 500 指数，估值已经显著回落至长期均值水平，纳指较长期均值水平还略低。但考虑到全球性的货币政策紧缩、基本面的回落、全球地缘政治风险高企，因此估值很有可能会进一步回落。

图表 7: 纳斯达克 100 指数估值已经回落至历史长期均值以下



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 8: 标普 500 指数估值已回落至历史长期均值水平



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

我们以 2018 年市场抛售时期的最低估值水平作为参考，来衡量美股潜在的下行空间，并通过过去 6 个月及 3 个月的下落速度，来测算美股触及 2018 年估值底部的时间。

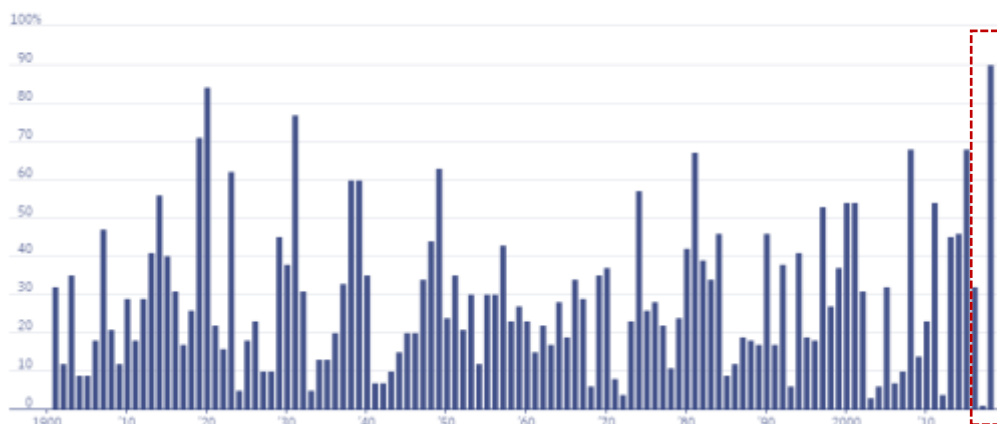
之所以选择 2018 年，是因为 2018 年美股市场同样面临缩表、美债收益率一路上行，同时叠加美国经济基本面下滑，且全球市场面临中美贸易争端带来的地缘政治不确定性。

2018 年是全球资本市场罕见的一年，不仅仅是股债双杀，全球风险资产几乎全线沦陷，录得负收益的资产类别占比创下百年新高，10 年期美债与美股市场也同时负收益，这是自 1969 年以来首次出现。我们以最大的潜在下行空间来保守估计见底时间。

图表 9: 2018 年, 录得负收益的资产类别占比创下世纪新高

Under Pressure

A record share of asset classes have posted negative total returns this year, according to Deutsche Bank data going back to 1901.



注: 回报按美元计。2018 年数据截至 2018 年 11 月中。

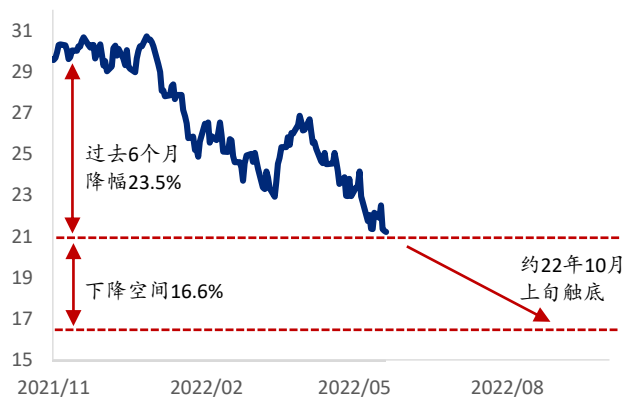
资料来源: Deutsche Bank、Bloomberg Finance LP、GFD、SPDBI

我们分别测算了纳斯达克 100 指数和标普 500 指数的见底时间。由于美股自 2021 年底开始下行, 因此我们以过去 6 个月以及 3 个月的回撤速度进行测算。

对于纳斯达克 100 指数, 距离 2018 年底部的估值水平仍有 16.6% 的下行空间, 我们得到:

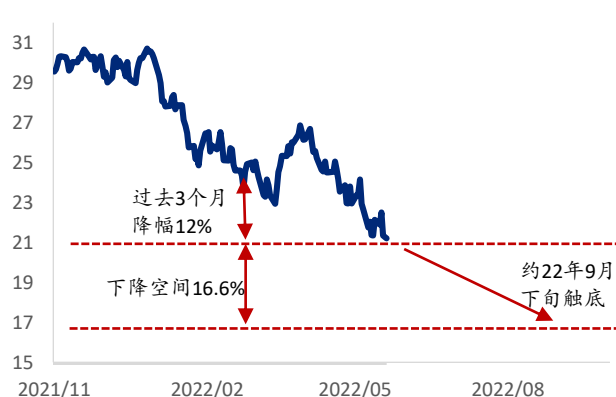
- 过去 6 个月, 纳斯达克 100 指数估值回落 23.5%, 回落速度 3.9 个百分点/月, 按此速度, 将于 22 年 10 月上旬触及 2018 年底部。
- 过去 3 个月, 纳斯达克 100 指数估值回落 12%, 回落速度 4 个百分点/月, 按此速度, 将于 22 年 9 月下旬触及 2018 年底部。

图表 10: 按过去 6 个月降幅测算, 纳斯达克 100 指数约 22 年 10 月上旬触及 2018 年估值底部



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 11: 按过去 3 个月降幅测算, 纳斯达克 100 指数约 22 年 9 月下旬触及 2018 年估值底部



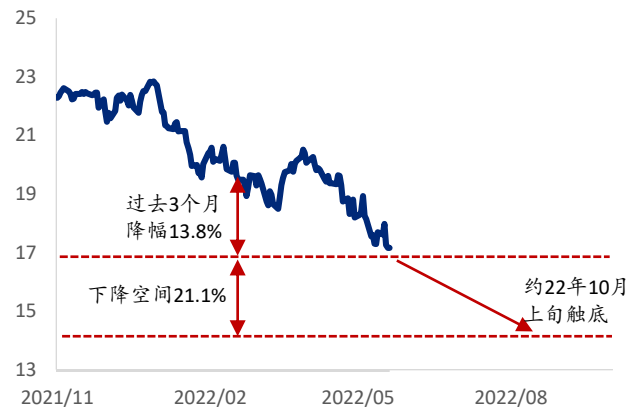
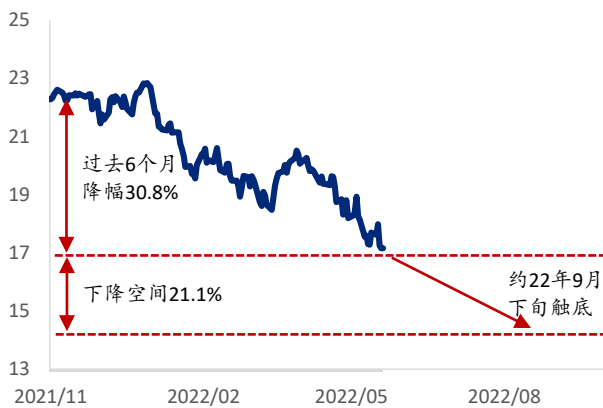
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

对于标普 500 指数，距离 2018 年底部的估值水平仍有 21.1% 的下行空间，我们得到：

- 过去 6 个月，标普 500 指数估值回落 30.8%，回落速度 5.1 个百分点/月，按此速度，将于 22 年 9 月下旬触及 2018 年底部。
- 过去 3 个月，标普 500 指数回落 13.8%，回落速度 4.6 个百分点/月，按此速度，将于 22 年 10 月上旬触及 2018 年底部。

图表 12: 按过去 6 个月降幅测算，标普 500 指数约 22 年 9 月上旬触及 2018 年估值底部

图表 13: 按过去 3 个月降幅测算，标普 500 指数约 22 年 9 月初触及 2018 年估值底部



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

我们以 2018 年最低的估值水平作为参考，可以看到美股的估值如果按过去 3-6 个月速度回落，大约在 2022 年三季度末左右，就会回落至 2018 年的最低水平，这将构成强劲的“估值底”。

## 货币政策：三季度或出现美联储紧缩拐点

进入 2022 年，由于美国通胀居高不下，美联储开启了一系列包括加息、缩表在内的紧缩进程。美联储在 22 年一季度结束 QE，从 3 月开始加息，并将于 6 月 1 日起缩表。流动性过快收紧，无疑将对风险资产构成压力。因此，美联储货币政策的变化很可能将直接影响美股的见底时间，我们通过对货币政策进行分析以交叉验证美股的见底时间。

**我们认为：在 2022 年三季度我们很可能会进入美联储紧缩政策的拐点时刻，美联储将由“加速紧缩”换挡至“温和紧缩”，这将有助于美股见底、企稳。**

从过去两个月美联储的加息路径以及 FOMC 会议释放的信息来看，美联储的货币政策大概率呈现先紧后松，而现阶段正处在紧缩压力最大的时刻。

- **先紧：**在美联储开启加息进程初期，带给市场的不确定性很大，从美联储 3 月加息 25 个基点至 5 月加息 50 个基点，随后还即将在 6 月落地缩表，令市场形成“加速紧缩”的预期，市场进行线性外推时候容易过高地估计联储的紧缩幅度及持续时间。
- **后松：**5 月 FOMC 会议后，美联储的紧缩拐点隐现。美联储主席鲍威尔在采访中表示排除一次加息 75bps，令紧缩上限被划定。此外，美联储决策主要参考的通胀指标核心 PCE 同比放缓，其回落将一定程度上舒缓紧缩压力。与此同时，经济前景下行风险加大，也将进一步舒缓紧缩压力。因此，我们认为目前处在美联储紧缩压力最大的时候，后续预计紧缩压力将边际放缓，具体参见[《美联储紧缩拐点隐现，欧央行最快 7 月加息——SPDBI 全球央行观察》](#)。

总体来说，美联储的决策是在以空间换取时间，即在经济处于相对高位之际尽可能地快速加息，相应地也就大幅减轻之后的紧缩压力，甚至为未来降息提前积蓄空间。从以下两个角度来看，2022 年三季度很可能就是美联储货币政策紧缩的边际拐点：

- **5 月 FOMC 下调 PCE 通胀预期。**5 月 FOMC 会议纪要显示，美联储对于通胀预期出现修正，维持 2022 年的 PCE 通胀预测 4.3% 不变，但是将 2023 年的 PCE 通胀预期由 3 月份的 2.7% 下调至 2.5%，2024 年 PCE 通胀预期由 3 月的 2.3% 下调至 2.1%。考虑到通胀是此轮加息周期最大的影响变量，美联储调低 2023 年、2024 年的通胀预期很可能将直接有助于美联储下调此轮加息周期的最终利率水平。新的经济预测预计将正式在 6 月份的 FOMC 会议上进行更新，**PCE 通胀的下调再叠加美国的经济回落很可能将直接对美联储的点阵图构成一定的下行压力。**

- **美联储内部首现鸽派声音。**2022年5月亚特兰大联储主席博斯蒂克（Raphael Bostic，偏鹰，无FOMC投票权）表示经济前景都受到不确定性的笼罩，因此9月暂停加息是合理的。

以上两个信息都预示着，在三季度我们很可能会进入美联储紧缩政策的拐点时刻，美联储将由“加速紧缩”进入到“温和紧缩”。

图表 14: 美联储 5 月 FOMC 会议下调 PCE 预期

	2022 年	2023 年	2024 年
3 月 FOMC 会议 PCE 预测中位数 (%)	4.3	2.7	2.3
5 月 FOMC 会议 PCE 预测中位数 (%)	4.3	2.5	2.1

资料来源：美联储，浦银国际

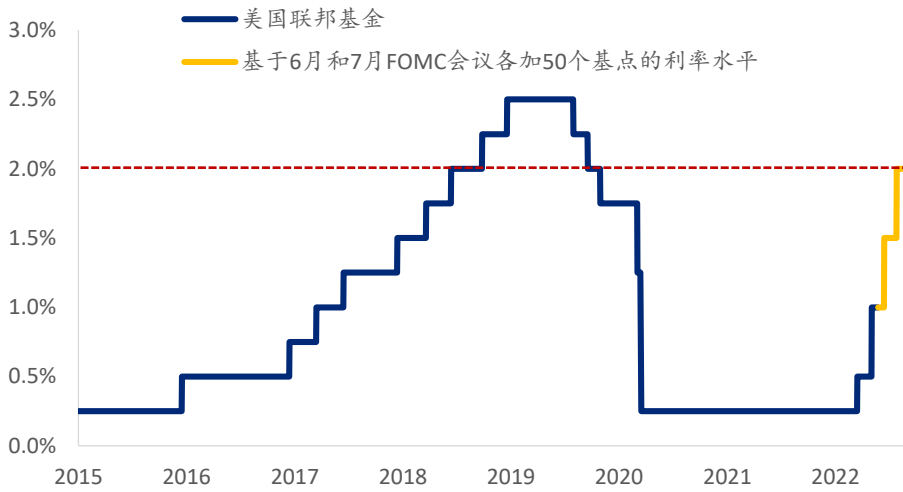
- **即使根据未下修的点阵图来看，7 月加息后的加息空间非常有限**

美联储最近一次更新利率点阵图是在 3 月 FOMC 会议上，也是本轮加息周期的起点。5 月份 FOMC 下调 PCE 通胀，大概率会令 6 月份的利率点阵图整体下移。但即使是根据 3 月的点阵图来看，经历了 6、7 月各 50bps 的加息后，未来的加息空间会相对有限：

- 如果 6 月和 7 月连续加息 50 个基点，利率上限达到 2%，已经达到 FOMC 点阵图的中位数，相当于至 7 月加息之后，已经达到全年加息目标。
- 而长期预测的中位数为 2.375%，对应的利率上限为 2.5%。如以此测算，连续两次加息 50 个基点后，距离其长期预测的加息空间仅剩 0.5%。

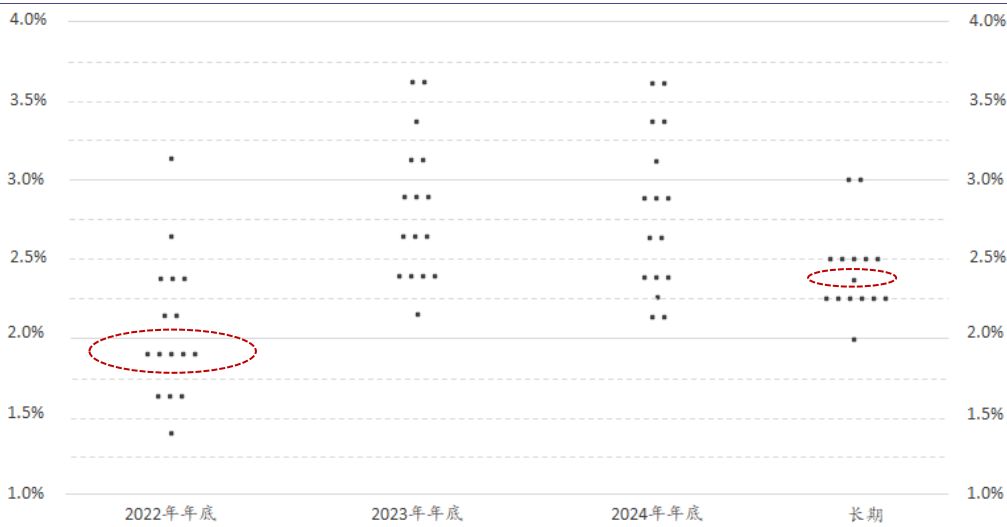
结合两者，可以预计，2022 年 7 月 FOMC 会议后，美联储紧缩压力将显著放缓。

图表 15: 如连续加息 50 个基点, 7 月加息后将进入 “2%” 时代



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 16: 未下修利率预期的 3 月 FOMC 的点阵图



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

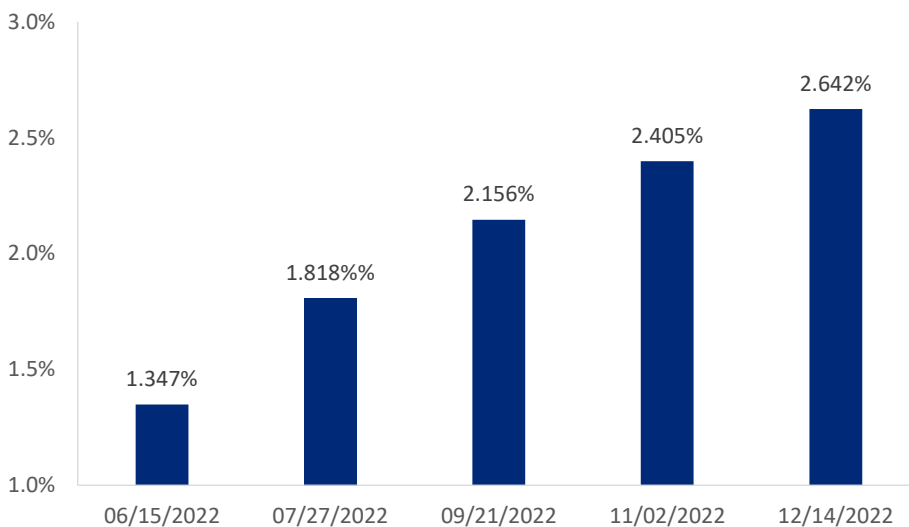
## ● 即使通过更为激进的利率期货市场来看，7 月后的加息速度也将放缓

利率期货市场对于美联储的加息预期较美联储更为激进，伴随着美国通胀逐步走低、美国经济基本面走弱，利率期货市场大概率会在未来几个月进行预期的下行修正，但即使基于利率期货来进行测算我们不难发现：

2022 年 7 月的隐含利率为 1.818%，约等于 1.75% 到 2% 的利率范围，与连续两次加息 50 个基点的情形完全符合。2022 年年末的利率预期为 2.642%，对应至 2.5% 到 2.75% 的利率范围。这意味着，市场隐含的加息预期为：自 9 月起，三次 FOMC 会议的加息空间约为 75 个基点，对应平均每次加息 25 个基点，这同样将低于 5、6、7 月平均各 50bps 的加息幅度。

因此，即使激进的利率期货未下调利率预期，在 2022 年 7 月 FOMC 会议之后，美联储的加息节奏也将换挡，每次会议的加息节奏由 50bps 下调至 25bps。

图表 17: 7 月加息后，2022 年年内的加息空间明显下降



注：基于 2022 年 5 月 26 日数据计算

资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

## 总结和展望

我们通过测算美股二级市场资金流见底时间预估**美股见底时间为三季度**，并通过**估值底出现时间、美联储紧缩拐点出现时间**进行交叉验证。三个维度共同指向美股很可能在**2022年三季度见底**。

- **美股资金流：两级见底支撑位之间或形成美股底部。**资金流的底部和美股股指底部完全吻合，而美股资金流真正的底部位于第一级和第二级见底支撑位之间。我们以过去 12 个月、6 个月和 3 个月资金流下降速度测算，资金流触及二级见底支撑位的时间分别为 10 月下旬、9 月上旬和 9 月下旬。而我们预计，真正的资金流底部在第一和第二见底支撑位之间，因此真正的见底时间会在此之前，即**2022年三季度**。
- **估值：2022年三季度有望见到“估值底”。**我们通过估值的回落速度进行交叉验证，以 2018 年最低的估值水平作为参考，可以看到美股的估值如果按过去 3-6 个月速度回落，大约**三季度末左右就会回落至 2018 年的最低水平**，这将构成强劲的“估值底”。
- **货币政策：2022年三季度或出现美联储紧缩拐点。**美联储货币政策的变化无疑将直接影响美股的见底时间，我们通过对货币政策进行分析以交叉验证美股的见底时间：1)即使根据尚未下修的 3 月 FOMC 点阵图来看，7 月加息后进一步的加息空间已非常有限；2)即使通过更为激进的利率期货市场来看，7 月后的加息速度也将放缓。我们认为：**在三季度我们很可能会进入美联储紧缩政策的拐点时刻，美联储将由“加速紧缩”换挡至“温和紧缩”，这将有助于美股见底、企稳。**



## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼