

近期海外市场“风声鹤唳”，特别是美股近期发生的“四次熔断”，媒体与市场都将其主要归因于全球扩散的“新冠疫情”及由其引起的对全球经济悲观预期的恐慌。海外疫情的新增拐点、应对措施及疫苗、特效药进展被视为市场最关心的核心变量，似乎疫情的拐点如果出现，美股又将重回“十年牛市”通道。

然而，过于重视眼前短期扰动而忽视长期因素似乎是投资者思维中固有的桎梏。直观地观察本轮疫情全球扩散以来，美股的下跌幅度与烈度，超越了12年欧债危机、08年次贷危机、2000年互联网泡沫危机，与1929年“大萧条”危机之初的走势颇有相似之处，而美国疫情本身并不是全球最严重的。

这启示我们，本轮美股下跌中所暴露出的长期结构性因素尤其值得重视，“新冠疫情”成为压垮美股资产负债表泡沫“最后一根稻草”的可能性不应被低估。

“十年牛市”的驱动：三大部门资产负债表的扩张

本轮美股上涨始于08年金融危机之后，至20年2月，标普500指数涨幅395%，形成“十年牛市”。从涨幅和持续时间看，本轮美股牛市在美股历史上涨幅和持续时间分别名列第2和第1。然而，与以往美股牛市伴随的经济高速增长及科技创新大周期的不同在于：

首先，本轮美股牛市始于08年底至09年初美联储的量化宽松（QE），历经奥巴马政府时期三轮QE和特朗普政府减税、降息，而过去十年美国经济整体复合增速仅为3.04%，仍处于下台阶通道，且过去十年整体并未产生“颠覆式创新”。

另一方面，美国企业负债率、联储购买资产规模、美国政府债务规模等均不断创下历史新高。

如图5所示：持续低利率环境，使不少公司大幅借钱回购自己的股票，而不是用来投资实业。股价的上涨让企业盈利增厚，从而又提高了分红率，同时也让投资者的资本利得扩大，形成财富效应，进而促进消费、创造更多的就业机会，而这反过来又进一步助推了股价的上涨。

需要指出的是，联储本轮在资产价格高位仍持续宽松的做法，与1929年大萧条前的宏观环境及做法有一定程度相似性。通胀率始终维持在相对低位，使得联储对债务增加推升的资产价格泡沫带来的风险容忍度增高。

因此，至少就宏观驱动而言，与其说美股本轮牛市的宏观因素是基于经济基本面大周期的驱动，不如说是基于低通胀环境下，持续宽松政策刺激下，政府、企业、居民资产负债表持续扩张所形成的“政策牛”和“宽松牛”。

疫情冲击下的流动性危机：估值与杠杆资金趋于“极值”

从估值角度看，以标普500指数的Shiller PE Ratio（按通胀率调整过去十年的利润与股价相比）在本轮下跌前其为32倍左右，超过2008年金融危机的26倍，与“大萧条”前1929年的30倍相当，属于历史高位区间。即使目前指数下跌幅度已超过30%，当前23.20倍的估值水平，仍处于60%的历史分位数水平。也就是说，即便经历四次熔断，美股整体目前也很难说，估值绝对便宜。

估值“泡沫化”的背后是联储货币政策持续宽松下，低成本资金，特别是杠杆资金的推升。

一方面，利用债务保证金、ETFs杠杆及投机性期货净头寸的总和来衡量的股市杠杆总金额约为4000亿美元。按照标普500标准化市值计算，此类杠杆资金占市值比重约1.36%，高于互联网泡沫高峰的1.1%。历史极值化的杠杆资金意味着：一旦遭遇外部冲击，美股开始向下，易引发杠杆资金连锁平仓式的流动性危机，市场估值向均值回归的过程也会异常惨烈。

另一方面，“风靡”的被动型基金“跑步进场”。近十年来，被动投资型股票基金规模迅速扩大，成为推升美股估值的主要力量之一。2019年美国股票基金资产规模达到8.5万亿美元，被动基金资产规模占比51%，已经超过主动型管理基金，达到4.27万亿美元。过去十年牛市造就了被动投资的“风靡”，同样地，一旦市场转向下跌，被动基金面临的巨量赎回所造成的卖盘压力，会使其所跟踪指数中的中小成份股的成交额无法承接，这也会加剧市场流动性的枯竭。

此外，值得注意的是，近年来，量化对冲基金的交易量在美股总交易量中的占比快速上升（从17年的25%左右上升至目前的50-60%水平）。一定程度上，高频自动化的量化交易系统因多采用追随趋势的“动量策略”从而具有了“追涨杀跌”的特征并加大了市场的波动。这意味着，一旦市场跌破某一所谓的技术上的“关键点位”，极易引发量化系统的自动平仓与踩踏，造成市场更进一步的下跌。

企业资产负债表的“坍塌”：内生增长力的下降与高收益债务的违约风险

“回购粉饰”背后：企业内生增长乏力。从美国上市公司业绩拆分角度看，过去十五年，美国上市公司的每股盈利（EPS）年复合增速为11%，而企业利润复合增速仅为8%，两者间3%的差值就是回购“人为推升”的“增长”。也就是说，当前美股EPS增长之中，公司通过回购股票所贡献的“虚增”占比接近30%，本就与股价涨幅不相匹配的业绩增长之中，还存在着较为明显的“注水”现象。

2018-19年标普500指数总回购金额总额分别达到8067亿美元、6065亿美元，均

属于历史高位水平。我们认为，一旦疫情扩散冲击需求和流通，对上市公司现金流产生压力致使上市公司开始减少或停止回购，那么美股“卸妆”后的真实盈利情况或在未来1-2个季度的财报里集中显露（近期包括摩根大通在内的，被美国监管机构认为对金融体系最重要的8家银行，因疫情影响，停止原计划1190亿美元的回购计划或是个开始）。

更为重要的是，对于美国企业本身而言，过去十年，“回购股票—高管股东回报—推升EPS——拉升股价”这一“盛宴”似乎仅仅让公司高管与华尔街投资者财富急剧扩大外（美国最富有的1%家庭拥有40%的股票），企业的内生增长与创新能力，在过去十年中改善乏力，甚至在某些领域出现了一定程度的倒退。

以制造业产出指数为例，过去十年，尽管美股整体涨幅已较08年危机前的高点高出300%。但美国制造业产出水平较之危机前的2007年11月依然低2%，工业总产出在过去12年时间里一共才提升了4%。

比孱弱的制造业产出更为严重的是：美国企业对于创新投入的下降。企业研发支出占现金比重仅为11%远低于用于股票回购的27%。从各细分成长行业的研发支出占营收比重看，与五年前相比，除了生物技术（33%）研发支出占比保持增长外，包括互联网、半导体（研发占比15%）、软件及消费电子（12%）等在内的行业研发支出占比均没有明显的提升，甚至略微下降。

制造业产出的萎靡和研发投入的匮乏与我们在宏观上看到的美国制造业的“空心化”以及2007年iPhone引领智能手机和移动互联网之后，美国基本上没有出现重大“颠覆式”技术创新是一致的。也就是说，本轮美股“十年牛市”的基础或比以往多数时候的牛市基础要更脆弱。相应地，过去十年的政策宽松，除了使得华尔街投资者和上市公司高管暴富外，并没有系统性提升美国制造业企业的竞争力或为“伟大公司”的诞生创造条件。

“回购盛宴背后，是企业资产负债表的脆弱。相比通过回购，虚增每股盈利，进而助力股价攀升，美国企业隐藏在资产负债表背后的“脆弱”或更加值得关注。

从传导机制上看，与以往美股“泡沫”时，公司举债用于增加制造业产能和经营杠杆的策略不同，本轮美国公司加杠杆的主体为直接通过二级市场回购股票。由于财务上，借债回购在增加负债的同时，会直接减少企业净资产，与传统增加固定资产投资式的借债相比，会使得企业资产负债率更快速的增加，进而快速放大其潜在债务风险。当企业遭受新冠疫情对需求和股价双重冲击，进而同时影响企业经营性现金流和所有者权益价值时，因“借债回购”而日趋脆弱的企业资产负债表或面临“塌陷”的风险，并引发企业债务危机。

1) 从数据上看，持续近10年的低利率，将美国企业债务总额推高至近10万亿美元，非金融企业债务占GDP比重也超过74.4%，这一比重高于2008年房地产泡沫顶峰时的72%。

2) 按照当前债务规模，2019年10月非金融企业债务占公司市值的比重为29.85%，根据我们测算，按照美股本轮已经出现的30%下跌幅度，该指标会扩大至45%（与2012年欧债危机时期表现相当）。这意味着美国企业出现债务危机的概率不应被低估。

这其中，17-19年“牛市顶点”进行的高持仓成本加高利息成本的约1.9万亿美元回购，或成为后续“回购危机”的重要“导火线”。从各个时间段美国上市公司借债回购的金额可以看出，过去十年，美国公司借债回购的高峰主要是三个时间段：09-10年，13-15年以及17年-19年。在最近两轮回购潮中，都伴随着债务净额与息税前利润增速差异的走阔。这其中，09-10年，13-15年的上市公司大规模回购的背景是危机背景下联储趋于0的低利率，但17年—19年年中，在联储不断加息下，回购规模的持续扩大，则或主要由美股牛市本身的赚钱效应所致。

而美股连续下跌后，一方面，目前美股指数位置和市场价格已跌破众多这期间进行回购的公司的平均持仓成本；另一方面，17-19年联邦基金利率平均2%所带来的高融资成本以及多数企业倾向于通过固定利率的长期借款进行“借债回购”，使得当前联储的降息并不能降低公司的相应的财务成本。

此外，“信用利差”扩大与需求冲击下的高收益债违约风险。除了股票回购本身产生的债务错配外，疫情对需求冲击下，美国企业债务融资，特别是本身信用评级较低的企业“高收益债”（包括BBB级及BBB级以下）融资盛行所伴生的违约风险或是另一个美国企业资产负债表“不可承受之重”。

从数据上看，美国BBB级公司债的市场规模从2008年初的7269亿美元增至2019年的3.2万亿美元，在投资级债券中的占比超过55%。

且从企业债务到期时间分布来看，未来三年美国企业高收益债券或将迎来到期高峰：2020-2022年的到期量分别为4248亿美元、5305亿美元、5810亿美元。这其中，分级别看，BBB级债券的到期高峰在2022年，到期量为2094亿美元。整体来看，2020-2022年投资级债券的到期量占比维持在75%左右的高位。

与此同时，如前文所述，美国企业的内生增长能力在本轮“牛市”中并没有得到明显改善，高收益企业债规模的快速上升，意味着即便没有“黑天鹅”事件，美国企业本身的现金流对债务覆盖不足的风险也不容被低估。根据美联储的《金融稳定报

告》，用税息折旧及摊销前利润（EBITDA）反映企业经营性现金流，发现：债务/EBITDA ≥ 6 的借款人占比已由2015年的18.9%快速上升至2019年的41.9%。

若经济出现衰退，高杠杆率企业信用质量的下行，会使得最近几年快速增加的BBB级债券很容易被评级公司降级为高收益级垃圾债，这会导致机构投资者被动清仓（机构的风控要求，评级必须为投资级以上债券），这将进一步加速债券价格下跌，进而放大企业债券市场风险。

从高收益债券的行业分布上看，通信、消费及能源类行业规模占比最高，分别为20%、16%及14%。而这些行业或是本轮新冠疫情下，需求遭受冲击最为明显的行业。以油气行业为例，能源高收益债规模为1421亿美元，占高收益整体的14.4%，其中，美国页岩油中上升最快的轻质致密油（LTO）每年支付的长期债务利息就超过200亿美元，这意味着，需要拿出当前产量（日产600万桶）的近一半才能支付这笔债务的利息。叠加OPEC+原油价格战的冲击，未来相关企业的债务违约风险或不容低估。

同时，疫情对资本市场及经济的冲击，显著降低了投资者的风险偏好，信用利差会持续扩大，这将进一步加大低评级债务企业资金成本、融资难度和还款压力。自2月中旬以来，尽管美联储已降息150bp，美国高收益债券收益率却从11.25%提升至16.65%，BBB级公司债的期权调整价差(OAS)从135上升至290bp。

根据我们对1929年大萧条等危机传导规律的研究，信用利差扩大及其所伴对应企业融资困境，会伴随危机演进，愈演愈烈，且这种扩大会不断由低评级向更高评级逐级传导，而美联储连续降息和注入流动性等措施并不能扭转这一局面。如：1929年危机刚开始的10-11月，低评级企业债券与高评级债券的息差虽然扩大达到1929年全年最高水平，但高评级企业债券需求依然火爆；而一年之后的1930年10月，尽管美联储在五个月内连续四轮降息，再贴现率由6%下降至3.5%，但伴随信贷担忧的加剧，政府发行的市政债券和当时的重要支柱产业——铁路业的债券收益率却开始快速上升。

居民资产负债表的“坍塌”：终身财富的丧失和刚性支出的增加

居民的终身财富在股票资产中的配置比例已达到历史高位。美国经济的另外半壁江山——居民部门，不仅因疫情影响和企业资产负债表“坍塌”，未来将面临失业率上升和收入下降的困境。

而且，伴随美股“十年牛市”的赚钱效应，美国家庭在股票上的资产配置比例也不断上升，目前已达到40%，这一比例与历史上2002年互联网泡沫时期接近。

同时，之所以美国人敢以低储蓄率和提前消费的习惯闻名于世（半数美国人银行存款不到1000美元），401K账户人均100-200万美元的养老金余额是其背后最大的支撑（以美国工资中位数5万美元为例，根据每年10%的个人缴付比例和5%的公司交付，到65岁退休时账户金额超过130万美元）。股市是最401K账户最主要的投资方向。本轮美股下跌30%，相当于多数美国中产阶层家庭一生的财富积累缩减30%左右，对于后续美国GDP支柱——消费业的影响是可想而知的。

贫富分化加剧下，教育、医疗支出的刚性增加已“不堪重负”。另一方面，美国居民在收入下降，财富大规模缩水的同时，其教育支出、医疗支出等却是刚性增加的，这不仅加剧了消费的萎缩，并且迫使居民不得不加速对股票资产的变现，从而进一步增加了市场抛压。

从更长远的角度看，也会增加今年美国国会改选中激进派政客的胜选概率。进而在后续危机的演进过程中，增加政府对系统重要性机构救助的“道德成本”。

过去十年的低利率环境下，美国贫富分化不断加大。而由于教育、医疗在社会中的稀缺属性，学生教育贷款从2008年的金融危机6110亿一路攀升至2019Q3的1.49万亿美元，医疗成本比2010年增加44%，且美国的财富分化加大了低收入家庭的债务。也就是说美国大多数中产及以下阶层的年轻人面临看不起病、上不起学的窘境。这也是桑德斯、科特兹等激进派政客崛起的原因。

如果本次新冠疫情及金融风险进一步发酵，不排除今年大选后，激进派政客在参众两院席位进一步扩大。由于激进派政客对华尔街、跨国企业高管等亿万富翁阶层的敌视主张，使得后续如果美国系统重要性机构出现风险，政府是否救助的道德成本陡然增加。

政府与联储资产负债表的“坍塌”：濒于耗竭的空间及“政治极化”的制约

联储资产负债表：降息与QE空间的耗竭及“赤字货币化”的可能出路。低利率环境下企业和居民借债扩大的另一面是联储和美国政府的扩表。美联储方面，连续降息后濒于零利率的现状，使得降息政策再难有空间。过去10年，美联储购买资产规模扩张了1.93万亿，这意味着，在后续危机由资产价格向实体经济不断传导过程之中，即便美联储进一步实施以购买金融资产为代表的量化宽松QE4，也会面临边际效用递减的窘境。

在降息为代表的价格政策和量化宽松为代表购买金融资产政策空间越来越有限的情况下，根据1929年危机的经验，只有财政政策强刺激的配合，并将财政赤字货币化，也就是桥水投资董事长Ray Dalio所言的第三种货币政策MP3，才有可能改变市场对于经济的悲观预期，并阻止美国资产负债表危机的进一步蔓延。

1929年大萧条期间，尽管胡佛总统在1929-1932年，采取了包括：连续将利率下调至历史最低，成立重建金融公司向有偿付能力的银行提供流动性等诸多宽松举措，但这些措施均没有阻止危机的进一步蔓延。纵观“大萧条”历史，真正效果明显的政策是货币与财政政策的配合。

比如，“大萧条”过程中的第一轮季度级别的反弹（1930年11月-3月接近50%的反弹幅度）的驱动因素在于：国会通过胡佛总统提议降低所得税率1%，不断增加公路等公共设施建设支出，使得财政总额达到GDP的1%，并配合联储将贴现率6%降至3.5%。

而“大萧条”的结束原因，在于罗斯福以历史性的压倒优势赢得1932年美国大选并全面控制国会后，实施了包括：退出金本位，对系统重要性金融机构实施近乎无抵押式的流动性注入，并实施包括公共基础设施在内的史无前例的财政政策刺激，最终迅速扭转了危机。（1934年财政年支出增加27亿美元，占GDP 5%）

相应地，大萧条中对经济和市场伤害最大，最为痛苦的阶段，也均离不开国会因对赤字率的控制，而做出收紧性质的财政政策（尽管相应时期利率仍处于历史最低水平）。由于胡佛总统所在共和党在1930年的中期选举中丢掉了国会多数席位，使得财政政策始终“受制于人”，加之其本人对财政的认知并不清晰。1932年6月国会通过的《税收法案》，一方面，上调了包括所得税、公司税、消费税在内的多种税收，一方面，削减联邦开支，以图实现预算平衡。但结果却使得1932年下半年经济极端恶化，消费者支出和工业生产降幅超过20%，失业率上涨至15%以上，且伴随银行倒闭数量不断攀升。

攀升的财政赤字限制了财政政策进一步发力的空间。然而，这种经验上有效的，以赤字货币化为主要手段，所谓的“第三种货币政策”（MP3），高度依赖财政政策的配合。这又需要较为健康财政基础和国会议员的大力支持，而不幸的是，在今年，甚至可以预见的未来，这两个条件美国或都很难满足。

从财政空间上看，2019年美国财政赤字占国内生产总值（GDP）的比重升至4.6%，高于过去50年2.9%的平均水平。这背后的原因在于：过去40年中，民主党政府普遍采取增加福利而不加税，即“增支而不增收”的做法；而共和党政府普遍采取减税而不减支出，即“减收而不减支”的做法。为了不得罪选民，两党都没有为了平衡财政而提出有效的减少支出或增加税收的系统性方案。

仅从债务利息角度看，2019财年美国公共债务的利息将达创纪录的5910亿美元，超过2014财年(4830亿美元)或2015财年(4390亿美元)全年的预算赤字，与预期的国内生产总值(GDP)之比近3%，为2011年以来的最高比例。

根据2019年年中，美国债务管理办公室对美国年度公共债务发行的最新预测：从2024年基本赤字降为零开始，美国新发行的公共债务所筹的资金就将全部用于支付已有债务产生的净利息，其规模介于7000亿到1.2万亿美元或更多。这一脆弱的财政基础，使得美国进一步通过激进财政政策刺激经济的路径并不现实。

“政治极化”下国会的配合程度将限制财政在内的诸多救助政策。更为重要的是，美国“政治极化”——民主、共和两党日益分裂和相互仇视以及贫富分化加剧下，激进派政客的崛起，使得上述财政政策主张更难以在中短期付诸实践。

正如3月8日美国疫情引发美股首次熔断之后，白宫就已开始讨论包括：将涉及1.1万亿美元工资税的税率在今年阶段性降低为0的“冠状病毒应对计划”。但遭到民主党众议院领袖佩洛西、参议院领袖舒默等人的一致反对，最终妥协的应对方案虽然于3月14日推出，但其中的减税计划已经被放弃。在可以预见的未来，我们认为，民主党控制的众议院或对与疫情直接相关的救助法案予以放行，但涉及经济刺激本身的减税和大基建等或步履维艰。

参考1929年大萧条历史经验，危机蔓延的过程中，国会的配合程度不仅体现在财政支出的受限，对于货币政策的宽松、资本的管制措施，特别是债务危机后，系统性重要机构的救助都会产生重要影响。1932年10月，民主党控制的国会因重建金融公司救助了其前主席为负责人的中央共和信托公司，而大加指责其为“富豪银行家的工具”，下令“重建金融公司必须公布提供贷款救助机构的名称”。这实际上意味着金融机构要首先公开承认自己遇到麻烦，才能得到救助。这一法令推出加速了储户的挤兑并降低了救助频率，是1932年下半年经济极端恶化的重要推手。

而罗斯福正式上任之后的第一周内，国会迅速通过了《1933年紧急银行法》，实际上允许任何具有系统重要性的银行，以任何资产为抵押品向美联储借款，美联储也脱离了金本位限制获得“印钞权限”。这被认为是结束“大萧条”恶性循环的最重要措施。

根据这一经验，不仅今年大选年特朗普政府因受国会掣肘，很难第一时间出台更有针对性的非常规措施以阻止危机进一步蔓延。而且考虑到前文所说的美国居民部门贫富分化加剧和疫情催化下，今年国会改选中更多激进派政客或占据更多席位，以及目前民主党总统候选人拜登相对不足的“个人魅力”。这意味着，即便拜登成为新一任美国总统，甚至民主党表面上同时控制参众两院的最理想情形出现，由于民主党党内激进派力量的崛起，也会为新任美国政府在未来对重要金融机构的可能救助施加障碍。

总之，美联储和财政的“不可承受之重”，使得进一步刺激措施空间受限。与此同时，两党的“政治极化”和激进力量在国会崛起，也使得后续经济政策的出台“举

步维艰”。

宿命与抵抗：从1929年危机演进的五大阶段看本轮美股风险的演绎节奏

在论述低利率环境下，美国企业、居民、政府资产负债表脆弱性的同时，我们对于本轮美股风险可能的演绎过程进行展望。这里我们依然以1929年“大萧条”作为模板。之所以选择“大萧条”作为模板，除了前文所述的美股技术面，资金面，估值，企业、居民等债务情况与1929年等危机有诸多相似之处以外。1929年“大萧条”相对漫长的演进时间中，各类资产泡沫的依次爆破的传导过程、市场反应、政策抵抗等均被演绎得淋漓尽致，堪称债务危机研究的“范本”。

“大萧条”的五大演进阶段与政策抵抗下的季度级别的反弹。

首先，从整体上看，1929年危机不是一蹴而就的，实际上分成了“杠杆踩踏下的流动性危机——经济下行与债务违约引发的金融机构挤兑——民粹主义及美元回流引发德国等外债危机——英镑抛售危机及抛弃金本位引发的美元危机——重建金融公司救助丑闻及财政紧缩危机”，即全球资产泡沫逐级爆破的五大阶段。每一阶段道琼斯指数下跌都达到50%左右，道琼斯指数从1929.09最高接近400点下跌至1932年底不足50点，整体下跌幅度高达90%。

但我们需要特别强调的是，即便如此“空前绝后”的大危机，政策的抵抗，经济的惯性及投资者思维模式中对于短期政策效力夸大的“边际思维”方式，都造就了每一轮危机之间平均涨幅近30%的五轮季度级别大反弹。只是每一轮反弹之后，投资者最终都会发现政策的力度不足以抵消经济基本面的持续恶化，在爆破新的风险后，引发更猛烈的下跌。

本轮美股危机目前所处阶段：第一轮流动性危机的中后期。本轮危机未来将如何演绎？对照1929年危机，我们认为，当前或正处于如第一轮流动性危机的中后期，即相当于“大萧条”时1929年10-11月中旬左右。

在1929年危机的第一阶段，市场因为杠杆资金踩踏和连环平仓引起的流动性危机，经历多次单日跌幅达10%以上的“黑色星期x”。这期间，尽管有美联储的降息举措（6%降至5%），流动性注入（1亿美元）以及企业家协会自发回购及护盘等触发的多个短期5%左右单日反弹，但整体下跌幅度仍接近50%。但在此之后的，1930年1-4月，美股却迎来了持续时间超过一个季度，涨幅近48%的第一轮大幅反弹。

反弹触发的核心原因在于流动性危机的化解和政策连续刺激下市场悲观预期的阶段性改变，包括：当时投资者根据以往经验（1907年和1920年衰退），认为美股下跌50%基本调整到位；流动性危机在联储持续宽松下逐步化解；经济数据短期的韧

性和财政政策不断刺激，使投资者对未来经济的预期由衰退转为复苏。

当前美股下跌超过30%，已超过08年金融危机以来任何一轮调整；同时，美股整体表现估值回到了历史中位数；联储的不断注入流动性和150bp降息，有助于短期流动性的化解；在美国政府宣布紧急状态等措施后，如果美国疫情新增病例能出现拐点，美股短期或企稳反弹。

但是即便市场出现一定程度反弹，乃至强反弹，并不意味着系统性风险的化解，相反，更大的萧条风险或正在酝酿。

美股的波动对实体经济的影响，一般滞后半年会逐步体现，同时，企业受累信贷环境的恶化，债务危机逐渐演进，此时市场往往会陷入主跌。1930年下半年开始，伴随政策刺激之后经济仍持续走弱，工业产量下滑17.6%，百货公司销售额下滑8%，投资者“复苏幻象”破灭，同时，铁路业等支柱产业受累于信贷环境恶化，大量债务无法展期。至1930年10月，股市已创新低。

相应地，本轮美国企业部门低利率下的债务问题不仅体现在攀升的回购上，也体现在页岩油等重点行业高收益债券融资的快速增加上。预计今年三季度或四季度之后，伴随美股波动对实体经济影响的逐步显现，以及“新冠疫情”下对全球需求和流通的中长期伤害，叠加高收益债券到期高峰，届时美国相关行业的企业出现债务违约，乃至持有相关债务的金融机构出现兑付危机的可能性不容低估，这又会对全球资本市场形成新的冲击。

本轮危机的本质：美国居民、企业、政府资产负债表的“三重循环塌陷”

综上所述，本轮美股危机的表面是：“新冠疫情”冲击下，已趋于极值的杠杆资金集中“踩踏”产生的流动性危机，引发美股处于历史高点的估值“均值回归”。

而背后则是：在过去十年美联储低利率环境中，美国企业、居民和政府的资产负债表扩张下所积累的脆弱性风险的集中爆发以及所伴随的财富循环方向的逆转。

就美国企业而言，天量的借债并没有用来提升产出和研发在内的内生增长能力，而是用于回购股票以“粉饰盈利”，提升股价，进而增加管理层与投资者的资本利得，并形成财富效应。一旦现金流受冲击，回购股票数量减少之后，极易引发“反向循环”。由于本轮企业主要通过借债回购自身股票的方式加杠杆，而这种方式会在增加负债的同时减少净资产，进而使得企业资产负债率快速上升。在危机冲击下，会增加企业债务违约的可能性。这其中，17-19年“牛市顶点”高持仓成本加高利息成本的进行的约1.9万亿美元回购所形成的债务，或成为后续危机的重要“导火线”。

同时，以能源等为代表的行业所进行的高收益债券融资规模庞大且现金流覆盖不足。疫情不仅对需求产生直接冲击，还会冲击风险偏好使得信用利差逐级走阔，进而增加上述企业融资困境，并进一步加剧了2020-22年高收益债券到期高峰下的还款压力。

就美国居民部门而言，一方面，美国居民财富及养老金在股市上配置比例也已趋于历史高位，美股下跌30%，意味着终身财富缩水30%，对消费会形成巨大的影响；另一方面，“回购盛宴”下美国贫富分化的加剧，特别是教育、医疗占收入比重的持续提升和刚性，在迫使居民不得不进一步赎回股票资产，并加大市场抛压的同时，也增加了激进派政客在今年国会选举中胜出的概率，这反过来又将对政府的救市政策产生限制。

就美国政府而言，美联储目前已经处于零利率区间和天量的资产购买规模意味着降息和QE效用日益缩减。如果危机进一步蔓延，美联储或亟需启动第三种货币政策——财政赤字的货币化以缓解危机的蔓延。然而，高额的美联储赤字及债务利息支出限制了财政政策的空间，两党的“政治极化”和激进力量在国会的崛起，也使得后续经济救助政策的出台“举步维艰”。

上述美国三大部门资产负债表的“坍塌”往往互为因果，循环加速，不断引爆新的危机。

从危机演进过程看，参考1929年大萧条，危机不是一蹴而就的，而是经历了全球资产泡沫逐级爆破的五大阶段。每个阶段之间，政策的抵抗和投资者对短期因素的放大，都造就了平均近30%的五轮季度级别的大反弹，而每轮反弹之后，伴随经济基本面的进一步恶化和新风险的引爆都会造成新一波更猛烈的下跌。

当前美股或处于第一轮流动性危机的中后期，在美国疫情新增拐点出现后，或出现中短期企稳反弹。但今年三季度或四季度后，当股市波动传导至实体后，可能出现经济下行及伴生的高收益债券兑付危机。

总而言之，我们建议，对于资本市场投资者而言：

一方面，要高度重视美股乃至全球系统性风险被触发的可能性，新冠疫情冲击下的美股流动性危机或仅仅是“倒下的第一张多米诺骨牌”。提前做好应对预案（如：相对均衡化的配置和定投式的仓位管理），未雨绸缪，对于市场阶段性反弹中的“牛市躁动”要多一份警惕。

另一方面，又要有底线思维，即便1929年式的大萧条下，政策的抵抗依然会带来季度级别的大反弹，市场仍会有结构性机会，在市场的阶段性底部，要敢于布局估值

明显“错杀”的头部优质企业。

(张文宇对本文亦有贡献)