

伯南克“印钞术”催生牛市 周期板块大幅上扬

□本报记者 杨博

消费金融板块领涨

2013年以来美国股市一路狂飙,主要股指目前均接近历史高位。其中标普500指数去年全年上涨13%后,今年以来已累计上涨5.4%,上周五突破1500点大关,当前点位距离历史高位仅一步之遥。道琼斯指数当前点位较历史纪录高位仅低2%。2012年在苹果等权重股的拉动下,纳斯达克指数曾创下3196点的历史高点,在短暂回调后目前正重新向高位逼近。

2007年10月11日,标普500指数曾创出1576.09点的历史高点,同一天道琼斯工业指数创下14198点的历史高点。一年后金融危机爆发,到2009年3月9日触底时,标普500指数已跌至676.53点,跌幅达到57%,道指跌至6547点,跌幅达到54%。

彼时大多数投资者都认为市场至少在数年内难以恢复元气,熟料大牛市奔袭而至。虽然中间曾经历道指“乌龙指”及美国信用评级下调等事件引发的短暂回调,但整体来看,美国股市在过去四年实现强劲上涨。

据彭博数据统计,在2009年3月9日至今的本轮上涨中,标普500指数从676.53点升至1500.18点,历时近四年,涨幅为121.75%。相比之下,在2002年-2007年的上涨行情中,标普500指数从815.28点升至1526.75点,历时五年,涨幅为87.3%。

在两波牛市行情中,领涨板块出现变化。本轮上涨中周期股表现最为抢眼,标普500十大行业板块里,非核心消费品指数涨幅最高,为219.38%;金融指数位居第二,上涨179.9%;工业指数位居第三,上涨164.1%;表现最差的是公用事业指数,上涨61.8%。

在2002年-2007年的上涨行情中,十大行业板块能源指数涨幅最高,达到235.7%;原材料指数位居其次,上涨138.4%;信息技术指数上涨128.7%,位居第三;表现最差的是保健指数,涨幅为39.5%。

事实上,在更早的2000年,标普500指数也曾冲高至1498.58点。当时美国股市的牛市已持续近十年,特别是互联网新兴科技的异军突起,令经济和市场获得动力。1995年至2000年,标普500指数上涨184%。板块方面信息技术指数一枝独秀,上涨703%;其次是电信服务指数,上涨186%。

量化宽松功不可没

与2000年和2007年的历史高位相比,市场此番再次逼近高点的推动力量有所不同。2000年前的上涨主要依靠互联网热潮的推动,2007年前则是依赖金融创新及宽松信贷推动的房地产市场迅速增长。在市场缺少中坚力量的背景下,美股此轮上涨最重要的支撑因素还是来自量化宽松政策的推动。自2008年以来,美联储四次扩大资产购买规模,其间还采取了诸如“扭转操作”的变相宽松手段。市场普遍预计,至少到2013年年末,美联储将延续现有的月度资产购买规模,届时美联储的资产负债表规模将扩大至4万亿美元。

当然,美国股市本轮涨势汹涌首先离不开经济基本面的利好。一方面,美国房地产市场和就业市场前景持续改善,华盛顿的政治僵局暂时化解,美国经济继续温和复苏。另一方面,全球其他经济体复苏状况也令市场得到鼓舞。其中,中国经济2012年第四季度增长7.9%;随着欧洲央行采取更激进的措施,欧洲债务危机风险减弱,西班牙和意大利国债收益率从2012年夏天的高点大幅回落;即便是长期处于低迷状态的日本,在新政府大规模经济刺激政策作用下,经济也有望回升。

其次,从资金面看,市场信心高涨推动资金重新流回股市。美国个人投资者联合会近期的一项情绪调查显示,美国散户投资者的看涨情绪达到1500点以上已经发出获利了结的信号。近期就业数据表现一直比较积极,但如果本周的非农就业报告令人失望,很可能给市场反弹带来实质风险。本周五美国劳工部将公布1月非农就业数据,预计新增就业岗位15.5万个,失业率继续维持在7.8%。

还有分析师指出,标普500指数突破1500点或道指突破14000点整数点位,都可能会形成压力区,令市场在不远的将来出现缓慢下调或横盘。

据彭博数据,目前标普500成分股中有456只股票价格高于50日均线。路透社报道称,过去数日中,股价触及历史新高与触及新低的个股之比逐日下滑,这可能暗示此波涨势慢慢局限于少数股票,上涨动能即将耗尽。

以历史标准衡量,目前美国股市整体估值仍然较低。标普500指数当前市盈率为14.89倍,低于过去十年平均市盈率15.1倍。相比之下2007年市场创历史高点时该指数的市盈率为17倍。摩根大通分析师塔内尔斯预计,股市仍将进一步走高。他表示未来一到两年企业盈利增速将达到5%,股市估值将上升。

2002年以来美股两轮上涨周期标普各板块涨幅情况			
时间周期	2002.09.30-2007.10.11	时间周期	2009.03.09-2013.01.28
板块分类	涨幅	板块分类	涨幅
能源指数	235.69%	非核心消费品指数	219.38%
原材料指数	138.41%	金融指数	179.92%
信息技术指数	128.72%	工业指数	164.10%
电信服务指数	126.09%	信息技术指数	135.99%
公用事业指数	114.39%	原材料指数	128.51%
工业指数	103.63%	保健指数	95.31%
金融指数	66%	核心消费品指数	90.22%
非核心消费品指数	61.52%	能源指数	83.77%
核心消费品指数	42.53%	电信服务指数	66.90%
保健指数	39.49%	公用事业指数	61.80%

数据来源:彭博 制表:杨博



经济基本面导致中美股市表现迥异

□本报记者 魏静

A股与美股表现存在明显差异。A股下探1949点以后才出现反弹行情,虽然逼空意味较为浓厚,但“牛气”仍显不足;而美股在几经轮回之后已悄然逼近历史高点,道指基本上回到了金融危机前的水平。业内人士认为,A股与美股表现迥异的重要原因,或许在于两国在不同经济周期所推出的经济政策组合搭配不同。中国经济难再现V型反转,A股上涨的持续性还有待验证。

经济企稳令美股走强

业内人士分析认为,中国在金融危机后用4万亿投资催生了一波经济小周期,其后又利用货币政策挤压泡沫,于是经济再度回到了“过热—衰退—复苏”的大周期中。而美国自金融危机后始终推行量化宽松的货币政策,且在经历三轮的量化宽松之后,美国经济确实

出现了摆脱底部泥潭的迹象。仅就大周期而言,美国经济稳步复苏及政策持续宽松仍有望支撑美股上行。

回顾美股的表现,道指受累雷曼兄弟破产等一系列利空消息重挫,从2007年10月的13962点高点下坠,期间仅在2008年11月美联储公布第一轮量化宽松举措时出现了单日4.93%的暴涨,随后道指一路向下,直到跌至2009年3月的6469.95点后才开始一波趋势性上升行情。首轮量宽政策的推出并未立竿见影地令美股起死回生,美股在经历了首轮量化宽松的利好后仍惯性下挫了一个多季度。

真正令美股摆脱跌势重新向上的决定性力量,还是经济的缓慢企稳回升。第一轮量宽措施公布之后,美股从2009年3月1日至2010年3月31日期间累计大涨37.14%;美国在2009年中期触底反弹后,当年的后三个季度国内生产总值环比增速逐步从负值增至5%。

■ 专家观点

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

美国标普500指数上星期跃上1500点,创下金融危机以来历史新高。它比2009年3月低谷时的点位高出一倍多。美国的房产市场和就业市场也都在改善。不过,美国GDP增速仍然只有2%左右,失业率徘徊在7.5%之上。美联储的债务资产负债表达3万亿美元,政府的债务接近17万亿美元。于是,人们自然会问:美国经济是否已经走出困境?如果走出了困境,那么企业的内在修复能力主要体现在哪里?

美国经济复苏正处在一个关键时刻。国会的共和党多数之所以没有在“财政悬崖”和“债务上限”这两个关节向民主党政府发难,就是因为全国上下很少有人希望看到因为政府财政和货币政策的失败而导致经济重新陷入危机。这是罗斯福政府和当时的联储在1937年时犯过的错误。美国经济事实上并没有改善到像一些银行家和企业家在达沃斯会议上描述得那么乐观。美国企业并不缺乏内在的修复能力,股票上涨反映了这种微观的现实,但是整个经济和金融局势还没有修复到能够让企业充分发挥自己潜力的地步,这种宏观结构的脆弱有可能导致企业发展潜力萎缩,从而威胁到股市的表现。

美国经济同欧洲经济现在都处在一

2010年11月3日第二轮量化宽松政策推出后,美国股市也展开了新一轮升势。美国2010年三季度末期及四季度经济表现强劲,四季度GDP年率增速突破了3%。2012年9月第三轮量宽举措出台后,纽约股市三大股指涨幅均超过1%,截至2013年1月28日,道指盘中再度创出五年多以来的新高。在此期间,美国经济复苏的力度早已超过欧洲,再度成为全球经济增长的引擎。

改革预期助A股逼空

仅就政策对股市的效果而言,A股与美股迥然不同。A股“政策市”的痕迹十分显著。金融危机的影响在2008年才逐步扩散至国内,上证综指从2007年6124点的高点一路下跌至2008年10月28日1664点的历史低点;其后在4万亿超大规模刺激计划出炉之后,A股出现一波趋势性上升行情,上证综指最高上涨至3478点。2009年及2010年,房价过快上涨引发调

控升温,令A股很难延续上涨主基调。自2011年开始货币政策基调从宽松向稳健过渡,不仅将经济增速从高位“拽下来”,A股同时步入了熊市征程。

有市场人士认为,如今,虽然上证综指自1949点反弹至2300点上方,但推动A股逼空最重要的力量还是政策,即改革预期持续发酵。短期而言,这种预期仍处于难以证伪的阶段,因而市场仍可在短期内维持偏强势的格局。等到一季度经济数据出炉时,如果经济回升力度有限且改革的力度不及预期,则市场极有可能会重新回到震荡筑底的态势中,因而投资者还是需要踏准政策周期的节奏。

业内人士认为,同样是遭受了金融危机的重创,两地股市表现迥异的重要原因,或许在于两地在不同经济周期所推出的经济政策组合搭配不同。中国经济虽现企稳迹象,但鉴于货币放松的力度有限,经济难再出现较大力度的V型反转,A股上涨的持续性还有待验证。

美股走强反映企业快速复苏

场赛跑中。这是一场政府和央行的债务增长速度同经济发展速度以及它给政府带来的收入增长速度的竞赛。2008年的金融危机是因为美联储向社会注入过多的流动性,现在拯救金融危机,靠的又是向社会注入流动性。这是值得推敲的。流动性同财富不同,它是有时限性的,同时是有价格的。政府和央行向经济体注入的流动性因此面临两大威胁,一是债务到期;二是利率上涨。如果政府印钱就能扭转经济危机,就像目前欧元区许多人希望的那样,那么,所有的现有经济学理论都要改写。目前西方政府最大的希望是,在债务到期和利率上涨之前,经济的发展速度能够加快到足以政府提供偿还到期债务和收回过量流动性的能力。

不管是美联储还是欧洲银行,都没有足够的质押物为近期发放的流动性担保。这些债务是建立在政府信用上的。美联储的量化宽松政策和欧洲银行最近的金融运作,造成了西方经济的复苏以央行提供的充沛流动性为基础的局势,而央行债务的有效性则是建立在政府的信用上。因此,可以预见,只要不出现非常极端的情况,美国不会允许政府违约,欧洲也不会让希腊退出欧元区,否则会动摇美联储或欧洲银行的信用。一旦出现这样的情况,目前的西方金融框架就会垮掉。

美国多年来市场经济及股市的发展成熟,为企业的优胜劣汰提供了一套有效

机制。美国从上世纪80年代以来打破银行垄断,大力发展金融市场,为剩余资金向经济实体的流动打通了脉络。美国法律体制的建设在很大程度上防止了利用政治特权牟取经济利益的寻租现象。美国的质量标准化和科技创新的普及为企业的转向提供了帮助。同时,美国劳工市场的灵活性也为企业的复苏提供了其他实行福利制度的西方国家所不具备的优势。此外,在金融危机之后,企业劳动力的成本降低不少。这些条件都为美国企业较快地复苏提供了条件。

美联储的量化宽松政策也从三个方面为企业的复苏提供了条件。首先,量化宽松政策为企业提供了大量的廉价资本。美国企业持有的现金目前多达2万亿美元。其次,量化宽松政策鼓励社会多余资金从债券等风险较低的投资领域转向股票等风险较高的投资领域。如果说在标普500指数达到目前的历史高位之前,投入股市运作的大部分资金还是投机资金的话,那么,今年以来,大量在股市之外观望的资金开始进入美国股市。第三,量化宽松政策的结果之一是美元贬值。同一揽子货币的加权指数相比,美元从金融危机以来已经贬值了11%。美元贬值对美国产品的出口和美国企业偿还债务都有积极的作用。

因为美元的特殊地位,美国量化宽松政策可以比其他国家施行的时间更长,但前提是美国利率不能大幅度上涨。美联储用失业率同通胀之间的关系来制定利率政策,这种政策的理论基础有严重缺陷,导致联储最终不得不放弃量化宽松政策的很可能是其他意料之外的因素。量化宽松政策释放出的货币,很大一部分并没有流入经济发展真正需要的领域,特别是没有进入普通民众的收入领域。如果社会工资不大幅度上涨,按现有方法统计的通胀率就不会出现实质性的上升。事实上,由于政府在逐步取消危机时施行的减税和免税政策,大部分人实际收入反而在降低。目前,有经济学家开始担心美国政府3月1日将启动的奥巴马总统在2011年承诺的1.2万亿美元削减开支计划将使经济复苏出现逆转。因为这将严重影响社会的需求,而共和党显然在这个问题上不准备让步。这件事还只是美国经济在复苏中可能遇到的始料不及事件的一个例子。

总而言之,美国企业有很强的自身修复能力,美国股市上涨肯定了这些企业的表现。但是,企业的修复是在宏观经济金融政策框架之中进行的,而美国宏观经济金融政策在很大程度上仍然依赖于美联储的量化宽松政策。安全退出量化宽松政策的条件是经济发展速度为政府提供足够的财政来源,而经济发展又需要依靠这些企业的表现。在企业的表现同宏观经济金融政策之间,目前是宏观政策占据主导地位。如果宏观政策出现问题,企业以及股市的表现会随之倒退。