

美股是否会崩盘

本报记者 谢慧



消费力 从何而来

齐平

黄金周长假制度设立以来，“假日经济”已初见端倪。可以想见，今年“十一”后盘点，又将传来一片盆满钵满的报喜声。

但是，黄金周短暂的热闹，并不能掩盖也不能改变我国消费总体上的低迷状况。最新公布的数字表明，8月份我国居民储蓄已是连续3个月站在43万亿元的历史高位；人均GDP排名87位的中国，人均储蓄已居世界首位。消费占比的逐年滑落，与储蓄率的日越走高，形成鲜明对比。

近日出版的《消费的力量》一书对多国信用消费的发展模式进行了梳理。其中提到一个有趣的比照：美国经济由生产驱动到消费驱动的转型发生在1880年至1920年间，当时呈现出规模化生产趋于成熟、工业产能出现过剩、消费需求替代生产成为增长瓶颈等诸般特征，正与我国目前的状况多有吻合之处。

据测算，在美国，商业信用消费规模平均每增加1亿美元，能增加2498万美元GDP——这样令人心动的描绘，怎不让人对消费潜力得以释放的前景充满憧憬。

中国和美国分别被视为投资驱动和消费驱动两端的典型，有多大的差距，就有多大的空间。在我国目前投资和出口增长趋缓的大背景下，有庞大储蓄作靠山的消费“马车”被寄予拉动中国经济换挡升级的厚望也在情理之中。但消费多年以来“拉而不动”，让人颇伤脑筋。

将扩大内需的潜力转变为经济前行的动力、国家竞争的软实力，而不是被资金的堰塞湖憋出内伤，考量的不仅仅是经济发展水平。正如成思危先生为《消费的力量》所著序言中说，要真正促进消费，就必须让居民能消费、敢消费和愿消费。“这就是说，一是要提高居民的购买力，二是要完善社会保障体系，三是要为居民提供适当的消费产品。”

再长的一周也不过是7天。要充分释放居民消费潜力，把黄金周拉长成“黄金年”，乃至迎来中国经济发展的下一个“黄金30年”，归根到底，还是要靠党的十八大报告中着重提出的“加快建立扩大消费需求长效机制”。

信心比黄金更重要。在当前复杂多变的经济形势下，让百姓敢于消费的信心比黄金更重要，比黄金周更重要。在预期不明朗的情形下，信心往往是需要小心轻放的易碎品。

比如，“开展老年人住房反向抵押养老保险试点”，本意不过是在基本养老之外提供更多元的市场化选择，但放在“养老金是否存在缺口”、“延迟领取退休金”等不绝于耳的语境中，所引发的不安，使很多人忽略了7000多字的意见全文里进一步强化政府在“人人享有基本养老服务”主导作用的正面信息。

再比如，近期各地举行的房展会上，有人搞行为艺术，“遛螃蟹”讽刺“高房价横行”的冷酷现实、扛枷戴锁影射“房奴”的窘迫，但更多的是见房子就抢、惟恐不买吃亏的“中国式买房”。看似信心满满的背后，折射出的依然是对于未来不确定性的迷惘。

释放积极的信号，改善消费预期，才能为消费型社会的成长提供良好环境。珍惜百姓的消费信心，就是珍惜中国经济的未来。

本刊执行主编 刘 涿
编辑 常艳军 何 川
联系邮箱 jjrblm@live.cn

2013年，美国股市屡创新高，年初至今，标普500指数累计涨幅为19.89%，道指累计上涨17.91%。蹊跷的是美国股民似乎不肯轻易跟风，金融大亨也将大量资金悄然撤离牛市，一些美国著名投资者毫不掩饰对后市的担忧，认为当下美股存在超买状况，崩盘的可能性提升。值得注意的是，股市指数上涨突破某些数值，并不意味着对市场方向会有真实的影响，估值水平、经济增长和企业利润增速才是核心决定性要素。美股持续高涨的背后，究竟是真正的经济复苏，还是暗藏脆弱态势？如若崩盘不可避免地存在，投资者更应该在投资组合层面做好相应准备。

美联储无意缩减QE的决定，令原本预期缩减购债计划的投资人颇感意外，美股应声大涨，道指与标普500指数再次奔出历史新高，十大行业板块全部实现上涨。事实上，今年6月以来，鸽派和鹰派关于QE3的争论不断，美联储主席伯南克的讲话使得近期一直被美联储政策调整问题困扰的投资者得到安抚，美国股市整体保持坚挺，K线背后，究竟隐藏着怎样的密码——

◎最大“玩家”

是什么力量推动道指接近历史高点？权重股的上涨或许对大盘指数有着“四两拨千斤”的作用，银华证券首席经济学家潘向东认为，消费类、TMT（科技、媒体、通信）和金融类股票正是这波牛市的领涨板块，医药类与汽车类近期也表现较好，随着经济好转，其需求开始加速上升。

以道琼斯工业指数为例，其覆盖饮料、化工、计算机、食品制造等多个行业，包含了最能代表美国经济的29只成份股。wind数据统计，从2011年10月3日至2013年9月20日期间，道琼斯工业指数累计上涨了41.58%，期间跑赢指数的成份股有16只，排名前10的依次是美国银行（135.95%）、家得宝（134.26%）、华特迪士尼（115.55%）、波音（92.75%）、旅行者集团（76.61%）、摩根大通（75.30%）、美国运通（72.20%）、3M（67.17%）、辉瑞制药（63.86%）、思科（58.13%）。其中，权重最大的来自金融股，表现出色的家得宝则是全球最大的家具零售商，属大消费范畴。

如果将统计的时间略微调整下，可以发现，今年以来道指累计上涨17.91%，期间有14只股票跑赢指数。排名前10的依次是波音（54.76%）、美国运通（34.52%）、联合技术（33.62%）、杜邦（32.11%）、华特迪士尼（30.57%）、联合健康（30.11%）、3M（29.25%）、强生（27.93%）、思科（24.74%）和家得宝（24.49%）。

“从估值水平一直不高，但盈利增速很快的情况看，美国股市上涨还是有经济基本面支撑的。”潘向东认为，一方面，估值水平相对稳定，2012年QE3和QE4接连推出之后，市盈率（PE）快速上升，但仍在15倍左右；另一方面，企业净利率的攀升带动美股的每股盈余（EPS）节节攀升，2009年1季度至今，美国上市公司盈利平均增幅达21.99%，成为推动美股连创新高的主要原因。

不过，美国经济结构性问题依然存在。西南证券首席策略师张刚表示，由于在技术、人才、资金等方面占有垄断性优势，目前金融类和医药类股票估值较为合理，其今年以来的涨势均超过20%，高于同期标普500指数。如果美联储有任何出人意料之举，这些板块遭受的冲击将最大。“对于科技股而言，市场占有率难言乐观，仍需警惕概念性炒作下的高估值风险。”

◎伯南克式困境

对照美联储政策时间表不难发现，从2009年至今4年半时间里，每一波股市新高都与量化宽松政策推出的时间非常契合。

所谓“量化宽松”，主要是指中央银行在实行零利率或近似零利率政策后，通过购买国债等中长期债券，增加基础货币供给，向市场注入大量流动性资金的干预方式，以鼓励开支和借贷。

2008年11月至2010年3月，美联储推出QE1（第一轮量化宽松），期间共购买了1.725万亿美元资产，道琼斯工业指数也从8479.47点升至10856.63点，上涨28.03%。2010年8月至2011年6月，QE2实施期间，美联储购买了6000亿美元的美国长期国债，道琼斯工业指数从11215.13点升至12414.34点，阶段涨幅为10.69%。

2012年9月至12月，美联储相继启动QE3及QE4，每月除了继续购买400亿美元抵押贷款支持证券外，还将额外购买约450亿美元长期国债。道琼斯工业指数从13539.86点升至2013年5月22日的最高点15542.40点，区间最大涨幅达24.61%。如此看来，伴随着QE的推出，美国经济实现了恢复性增长。根据美国财政部今年6月份公布的数据，截至2013年一季度，美国经济已连续15个季度增长，即从2009年下半年开始，美国经济逐步走出低谷。

不过，政策推出并不总是朝着一个方向，退出的来临，让情况变得复杂起来。2013年5月22日，伯南克暗示减少资产购买规模的言论一出，加之6月19日退出量化宽松时间表的勾勒，一度导致全球资本市场遭遇恐慌式抛盘。道指、标普指数、纳斯达克综合指数当月分别下跌1.4%、1.5%、1.5%。

“为了稳定持债国的信心，今年美联储退出QE的可能性不大。然而为了降低资金成本，缓解金融危机，美联储不得不作出姿态，但每次都是雷声大、雨点小，伯南克已没有新花样可出。”张刚分析认为，美国日益持久的财政赤字使政府积累了巨额的国债，滚雪球式的发新债还旧债必然使市场上利息上升的压力越来越大，而且近一半政府债务掌握在外国投资者手中，一旦这些投资者对美国经济或政府失去信心而抛售债券，利息将急剧上升，金融危机一触即发。

◎疑云重重

里程碑点数的出现再次激发市场做多热情，不过，就在华尔街还在对股票市值的估价喋喋不休，并担忧美国股市是否反弹过头时，金融大亨们已有趁高出货之势。

根据美国证交会的监管文件，索罗斯早在今年一季度就开始出清银行股，包括



摩根士丹利、摩根大通、高盛等著名银行的股票，美国对冲基金大鳄保尔森也正悄悄出手美国工商业、金融业股票做空股市。另外Dealogic统计显示，今年以来，私募股权投资公司变现的资金达到了578亿美元，远高于2007年同期的350亿美元（危机前的峰值）以及2011年创下的430亿美元纪录水平。

或许资金转向并不意味着股市一定会回落，因为只要美联储决意在市场面临压力时通过干预来支持市场，股市还可能反弹。业内人士多数乐观地认为，受美联储“紧箍咒”效应及外围市场风险影响，后期美股还会出现波动，但考虑到美国经济持续复苏态势，公司盈利水平增强，年底前美股仍有上涨空间。

然而，狂热的华尔街还是让多年来屡屡上当并吸取教训的美国股民心有余悸，1929年10月29日、1987年10月19日美国历史上的两次大崩盘为亢奋的牛市敲响了警钟。两次危机爆发前，股市都是一派繁荣景象，这种繁荣吸引了大量游资，逐利而来的游资疯狂抬高股价，一个个虚假泡沫被制造起来。

投资者们仍在审慎地评估着货币政策

对经济的影响，过去一年，美国经济增长乏力，上市公司利润增长缓慢，薪资水平仅有微幅增长，但美国股市却出现了令人瞩目的大幅上涨。

FBN Securities的一份研究报告显示，2012年6月至2013年6月期间，标准普尔500指数上涨了21%，而在此期间，上市公司的每股利润较上年同期的25.85美元增长约3.9%，远低于长期平均增速，同期美国国内生产总值（GDP）增长1.4%，工资上升0.4%。而事实上，企业利润的增速通常应与股市走势同步。

“如果未来上市公司的盈利增速能维持在20%左右，美联储能解决货币政策正常化问题，防止高通胀对经济的影响，未来美国股市再创新高或可预期。”潘向东表示，如果能在退出QE或者财政上限引发市场大规模抛售，市场进行调整时入场，应该是规避风险的较好选择。

张刚认为，美联储重申将继续关注市场数据，表明美国经济中仍存在不确定性，包括就业环境改善缓慢、就业参与率较低，抵押贷款利率上升，以及债务上限等问题。“中长期来看，美股仍面临下行压力，而且美股的波动将持续，直至美联储退出量化宽松及提高利率的策略变得确切。”

透过收益率看债市风向

交银添利基金经理 林洪钧

持在3%以下，8月最新数据也仅为2.6%，并且市场对通胀未来迅速大幅走高的预期也并不高。那么，一定是有什么别的因素发生了较大的变化。可以观察到的两个可能的因素：其一便是利率市场化进程；另一个则是6月流动性紧张之后，市场流动性的变化及机构对央行政策的预期导致了债券需求的疲弱。

利率市场化是否必然导致我国债券市场利率中枢的上移？纵观发达国家利率市场化进程，尽管多数出现了利率的大幅走高，但背后多对应了通胀的大幅上升。需要观察的是利率市场化对银行资金成本的影响是否将系统性的影响其对债券资产的配置，从而推高债券收益率。这是一个很

难证实也很难证伪的命题。

银行对债券资产的配置可能更多的反映的是银行对未来流动性的预期。不可否认的是，随着大额存单对企业和个人的逐渐放开，甚至以后活期存款利率上限的完全打开，银行对流动性要求最高的一块负债成本将会出现系统性上移，因此银行对其流动性资产的回报率要求提高也是合乎逻辑的。所以，利率市场化对银行资金成本的影响是客观存在的，这种影响对其债券配置也将产生一定影响，但这种影响将对债券收益率有多大程度的推升，实际上很难衡量。

既然利率市场化未必一定导致我国债券市场利率中枢的上移，那么还有一个因素需要分析：市场流动性的变化及机构对央行

政策的预期导致了债券需求的疲弱。在经历了6月的流动性紧张之后，银行、保险、券商、基金等机构对央行未来货币政策放松的预期不断减弱，对流动性的问题更加谨慎，而以7天回购利率为代表的银行间货币市场利率也长期保持在4%左右高位（目前回落至3.6%水平）。因此，三季度债券市场收益的大幅上行可能主要因素仍来自于对流动性极弱的预期。

值班基金经理
信札



近两个半月时间，债券市场经历了一波较大的跌幅。以10年期国债为代表的长期利率产品收益率从3.50%一路上行至4.15%。一般意义上来说，债券收益率的主要驱动因素为经济基本面及通货膨胀的变化（当经济走强或通胀上升过程中，债券价格下跌；反之上涨）；在市场波动中，还同时受到资金面、供需的变化以及政策层面的影响。