

论文 NO. 2017 年 11

发表时间：2017 年 11 月 1 日

美股不确定性剧增

国家金融与发展实验室全球经济与金融研究中心主任

胡志浩

摘要：虽然美国股市走强具有一定的基本面支撑，但这一支撑并非建立在坚实的复苏基础之上，股市的金融助推特征愈发明显。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

10月19日，即美国股灾30周年纪念日（1987年10月19日，纽约股市崩盘，道琼斯工业指数重挫508点，暴跌22.6%，标普500种股票指数下跌20.5%，创美股单日跌幅纪录）这天，道指和标普指数均创收盘新高。

美股近期的强劲涨势与1987年股灾前惊人相似，引发投资者对其是否蕴藏泡沫的担忧。

有分析称，企业经营业绩向好外加宽松的金融环境，使得美国股市近年来连创新高，进而带动全球其他发达经济体股市持续走好。但对于此轮上涨，持谨慎态度的观点也一直存在。

美股带动效应

近几年来，全球经济复苏的踌躇不前与股票市场的欣欣向荣形成了鲜明对比。10月初，美国标普500指数突破2500点，历史纪录再次被刷新。

受次贷危机打击，2009年2月美国标普500指数曾跌落至735点，随后出现V型反弹。到2013年初，该指数突破1500点，这一点位正是2000年互联网泡沫和次贷危机爆发前期高点。突破这一双重顶（K线图的反转形态之一，由两个较为相近的高点构成），美国股市上升通道被完全打开。

2015年，美国标普500指数在2000点附近拉锯了一年。2016年重拾上升趋势，股指从2016年的1932点持续上升到2017年10月初的2520点。从2009年2月到2017年10月，美国股市整体涨幅已经接近250%。

受经济缓慢复苏和美国股市的带动，欧洲和日本等发达经济体的

股市也呈现较为明显的上涨趋势。标普欧洲指数 2009 年 2 月为 719.7 点，随后缓慢上涨，其间也经历了 2015~2016 年的震荡，2017 年开始重拾上涨趋势，到 2017 年 10 月初达到 1570 点左右，7 年半的时间累积涨幅 118%。但欧洲股市目前仍未能突破 2007 年三季度和 2015 年二季度 1600 点左右的前期高点。

日本股市同样于 2007 年三季度开始迅速下跌，到 2009 年 2 月 日经指数达到最低的 7568 点，但和美国、欧洲不同的是，日本股市随后并没有出现明显反弹，日经指数在随后的 4 年时间一直在 8000~11000 点这个箱体震荡。直到 2013 年初，日经指数才突破 12000 点并持续上升。

但 2015 年年中开始，日本股市又经历了 1 年的调整，直到 2016 年三季度日经指数才重拾升势。到 2017 年 9 月，日经指数已重新突破 20000 点，从 2009 年 2 月开始计算，累积涨幅也达到了 169%。目前，日经指数已处于 2000 年一季度的高点附近。

从技术分析的角度看，美股一举突破前期双重压力位，上升动能已形成巨大惯性，这也对其他发达经济体股市形成了巨大的引领作用。但受制于实体经济复苏艰难，欧洲和日本的股市目前仍围绕在前期高点附近，唯有实体经济和金融环境形成更大的动能后才能实现股指有效突破。一旦突破受阻，全球发达经济体股市将会出现显著动荡。

实体经济支撑相对乏力

美国股市对全球股市具有风向标作用。分析美国股市背后上涨的实体经济原因，有助于看清此轮全球股市上涨的基本面。

美国标普 500 指数 8 年半时间涨幅达到 243%，其中，可选消费

增长 419%，信息技术增长 374%，金融增长 324%，工业增长 307%，这些板块的增速都超过股市整体增速。而同期能源增速仅为 55%，电讯增速 68%，工业事业增速 110%，都大幅低于美股的整体增速。

可选消费、信息技术和金融这三个板块的净资产收益率（ROE）显示出近年来美国这三类企业盈利情况持续向好。美国非核心消费品上市公司 ROE 从 2009 年二季度亏损 21% 的状况迅速反转，该指标 2010 年一季度竟一举突破 15%，并随后继续保持小幅上升，2017 年三季度该指标达到 20%。

美国信息技术公司在 2000 年互联网泡沫破灭期间，曾遭受过一次重大冲击，当时相关上市公司 ROE 接近 -30%。随着危机的平息，信息技术公司 ROE 也快速恢复到 15%左右的水平。

次贷危机之前信息技术类公司 ROE 接近 20%，随着危机的爆发，这类公司的盈利也受到了影响，但 ROE 仍然维持住了 10%左右的水平，这与互联网泡沫时期有重大区别。随着次贷危机警报的解除，信息技术类公司 ROE 曾于 2012 年前后突破 20%，目前该指标仍可维持在 20% 左右。

美国金融类上市公司的 ROE 在次贷危机以前一直表现稳定，该指标长期稳定在 10% 以上，2000 互联网泡沫时也仅从 15%下降到 10%左右。但直到次贷危机的爆发和发酵，美国金融类上市公司的 ROE 亏损接近 20%。非常规货币政策的推出，让金融机构于 2010 年摆脱亏损，随后 ROE 恢复到 5%，并一直维持在这一水平至今。

次贷危机前，美国可选消费类公司与金融机构的市净率（PB）之比大约为 1 倍，经过近年来的上涨，这一比值已上升至 3.5 倍左右。

信息技术类公司与金融机构的 PB 值之比也由次贷危机前的 1.7 倍上升到目前的 3.5 倍。东西虽好，但确实已经不便宜了。

次贷危机后，经历了长时期的挣扎，全球经济才恢复到一个较低水平的增长。在此期间，美国消费增长最高增速都未超越 5%，平均增速保持在 3.5% 左右。但有限增长带来的利润大部分被消费升级类产业吸收，这也形成了可选消费、信息技术类企业盈利持续向好的局面。但这类企业利润再度上升的空间已经十分有限，企业盈利难以支撑股市进一步增长。

若从供给面看，次贷危机后，美国劳动生产率增速平均为 1.3% 左右，低于美国长期平均增速的 2.4%。且从实际研发投入增速来看，次贷危机后该指标均值维持在 1.6% 左右，远低于战后以来美国 5% 的平均增速。缺乏技术创新和效率提升的支撑，美国产业在进一步提升利润上的压力将明显增强。

金融环境变化

企业盈利基本面进一步改善的空间有限，金融推动就逐渐成为股市上涨的主要推动力。从企业层面看，次贷危机平息以来，长期宽松的货币金融环境，大幅降低了企业的财务费用，3 个月的 AA 商业票据利率长期维持在 0.2% 左右，直到 2016 年初才有所提高，到 2017 年 9 月才达到 1.2%。

Aaa 级长期债券收益率目前仍未提升，2017 年 9 月的水平为 3.63%。低利率一方面可以降低企业成本，另一方面还会鼓励企业通过金融工具融集资金进行股票回购，从而进一步提升企业每股盈利。

对于危机的及时处理和持续的非常规货币政策的实施，让金融机

构较快恢复了正常运营，并且维护了整体金融局势的稳定，金融机构盈利状况也基本维持在一个较平稳的水平。宽松的货币金融环境让美国金融市场的风险偏好持续上升，隐含波动率指数（VIX）今年 10 月初最低达到 9.19，已经是 20 世纪 90 年代以来的历史最低水平。

维持一个宽松货币金融环境的目的在于维护金融体系的稳定，同时促进商业运营的持续复苏。虽然美国经济已出现企稳迹象，但货币政策回归正常仍有争议。

货币当局既担心货币政策过于收紧会损害实体经济复苏，并危及金融体系稳定；同时又担心长期处于宽松的货币金融环境反而不利于市场机制正常发挥其作用，助长资产泡沫并再次诱发危机。

只有配合经济复苏的节奏，恰当收紧货币政策，才能助力经济金融体系恢复到正常运转状态。而现实中，寻找到这个绝佳的平衡点十分困难。

如果美国货币当局加快政策回归常态的步骤，加息会逐步增加企业的财务费用，企业能否继续保持较好盈利？央行缩表引发的流动性紧缩，能否被金融体系逐步消化？这些问题直接关系到美国股市的估值基础和估值环境。

截至 2017 年 9 月，美国家庭总资产中，金融资产占比达到 70%，其中股权类资产占金融资产比重超过 60%。同时，次贷危机以来，家庭净资产比可支配收入持续上升，该比值由 2009 年 3 月的 5.1 倍，上升到 2017 年 9 月的 6.7 倍，其中最主要的原因就是美国股市上涨带来的“财富效应”。

而美国家庭作为消费的主体，“财富效应”在近年来极大地助推

了美国消费的转型和增长。一旦美国股市增长趋势出现动摇，“财富效应”的减退会削弱居民消费的基础，这将影响消费、信息技术等企业的盈利，进而再次加重股市估值的压力，从而让美国经济陷入逆向的金融加速过程。

总体来看，近年来美国股市引领发达经济体股市走出一轮牛市，这一过程还在继续。虽然美国股市走强具有一定的基本面支撑，但这一支撑并非建立在坚实的复苏基础之上，股市的金融助推特征愈发明显。

虽然美国对货币政策回归常态仍犹豫不决，但金融市场对政策变动将会带来的影响一直保持警惕。无论美国货币当局如何作为，美国股市的不确定都正在急剧增大。