

看涨派不再看好美股前景

Mark Gongloff

看准了的感觉真好。但几位3月初时准确判断出股市已经触底的分析师,目前却对股市的未来走势不那么乐观。他们中间最出名的格兰瑟姆在3月10日曾发表了一份题为《战战兢兢之时再投资》的研究报告,鼓励投资者购买股票,文中说美国股市被低估了30%。自那以来,美国股市一路高歌猛进,股指从未出现过10%以上的回调。标准普尔500指数上周收于1026.13点,较3月9日所创12年半低点高了52%,创下去年10月6日以来的最高收盘点位。道琼斯工业股票平均价格指数上周收于9505.96点,较3月份低点高了45%。现在,身为波士顿资产管理公司GMO董事长的格兰瑟姆及其同事们认为,标准普尔500指数目前已经超过了他们代表的代表股市合理价值的880点左右水平。他们是基于对上市公司收益的预估和历史上股市的市盈率水平做出这一判断的。

其他几位今年3月时对股市走向做出了正确判断的分析师表示,他们对股市的长期前景并不十分乐观。不过这些人对股市未来12个月表现的看法却存在分歧。今年3月份时,认为股市已经触底的分析师是孤独的少数派。当时市场上弥漫着恐慌情绪,那些以往看涨股市的分析师建议客户离场观望。但一些长期对牛市行情持怀疑态度的分析师却没有变本加厉地唱衰股市,而是认定股市已接近触底。

经纪公司MKM Partners首席经济学家Michael Darda就是此时转变立场的分析师之一。他目前对明年的股市前景持乐观态度。但他对股市在2010年后继续维持上涨的能力持怀疑态度。虽然他日前暗示说,股市在经历了一段猛涨后可能需要暂停一段时间,但他同时表示,相信本轮经济复苏将比多数投资者预计的更为强劲,从而推

动标准普尔500指数明年升至1200或1300点。他说,经济衰退的深度、领先经济指标的逆转以及信贷市场的剧烈变化都让我们对GDP和收益产生了高于普遍预期的观点,与我们对股市的目标相吻合。

一些分析师更不看好近期的前景。这其中就包括Blue Marble Research首席投资策略师卡塔拉诺。在处于空头阵营几个月后,卡塔拉诺3月5日在Minyanville网站上发表了一篇名为《熊市力竭》的文章,称他看到了周期性牛市的先兆。同格兰瑟姆一样,卡塔拉诺现在认为股市稍微有些高估。他认为,根据收益预期和传统的市盈率,标准普尔的合理价值接近945点,最早可能会在秋季就回落到这个点位,甚至更低。

前时事通讯发行人格兰迪奇与他持有相同看法。今年3月6日,目前任加拿大网络投资社区Agoracom首席评论

员的格兰迪奇发表了一篇名为《再见,熊市主义者》的研究报告。在发表《享受最后的牛市盛宴》18个月,他的看法变得积极了一些。他当时写道,我不再认为应该逢高卖出,现在应该逢低买进。格兰迪奇现在认为,道琼斯指数可能会在10500点遇阻。

他说,尽管这仍比目前点位高出了约10%,但海外市场能带来更大甜头,原因是这些政府的负债都要少于美国。他也预计不会回落至3月时的低点。但他认为,人口老龄化的不利因素将使资金撤出股市,财富的丧失和家庭负债将在今年几年内让股市在3月份的最低点和雷曼兄弟破产前高点之间波动。同所有那些在3月份时判断正确的分析师一样,格兰迪奇警告说,过去的表现不能保证将来的结果。他说,我们这些靠着水晶球为生的人都学会吞下很多的碎玻璃了。

(摘自《华尔街日报》)

美国金融市场复苏进入下半场

申银万国 刘莹

次贷危机发生的关键因素

我们认为,住宅市场的泡沫破裂后,房价进入下跌周期是导致次贷危机的直接原因。在房产按揭市场借贷双方的积极推动下,房价的上升周期和市场结合,形成了泡沫心理的自我强化过程。而房价于2006年进入下降周期,泡沫依存的基础不复存在:居民部门再融资渠道断裂,无法按照合约偿还按揭贷款,放贷借款方出现违约的现象明显上升。按揭现金流减少,导致银行等房贷借出方出现损失。又由于高杠杆作用下,银行系统出现无力补救而倒闭破产的情况。这一发生在信贷市场一个角落的情况在“证券化”的作用下很快在整个金融系统中蔓延。我们认为,次贷危机演变成成为金融市场危机的另一个关键原因,是当时的金融系统缺乏应对危机的缓冲机制。

商业活动开始好转

房价是住宅房地产市场基础,也是房地产危机泡沫产生、破裂的内在原因。相应地,我们认为商业活动的景气程度是商业地产的基础。危机进入实体经济阶段以来,商业活动的不断萧条和收缩,导致商业地产需求不断下降,其价格和租金也随之不断下降。商业活动的不景气成为商业地产违约、止赎率不断上升的第一个原因。尽管2季度起,实体经济从衰退的角度看有明显的恢复,但短期内商业地产市场供大于求的现象仍将持续,给商业地产信贷市场带来极大的压力。

我们根据商业领先指标来观测美国商业活动的景气程度。有关研究表明,商业市场的活动往往滞后于实体经济的发展情况。如果仅仅使用经济的领先指标来观察商业地产市场的发展状况,指标的精确度值得讨论。首先,近年来,传统的领先指标对于预测经济发展的准确度有所下降。其次,经济的领先性指标没有能够完全包括影响商业地产市场发展的重要指标。

在众多能够用来反映商业活动景气程度的指标中,我们选择商业领先指标的原因是:第一,该指数是13个重要成分指标的合成值,能够将影响商业活动的多个变量的参考价值包含进去,比较全面;第二,选用的13个成分指标全部通过了技术性测试,历史证明其对于商业地产市场具有统计意义的重要性。统计测试证明,所有成分指标对于商业市场活动具有2.3个季度的领先意义。13个成分指标中有6个是就业市场指标,4个是生产和销售领域指标,2个是地产价格指标,1个是家庭部门收入指标。可以看出,就业市场直接影响着生产和消费市场的景气程度;而房地产市场价格的企稳回升也是决定商业地产及其信贷市场条件的关键性因素。

从1季度开始,美国房地产和就业市场有不同程度的恢复迹象。这种迹象在2季度得以持续,市场和官方在不同层面对这两个关键市场的复苏趋势予以认可。我们认为,与次贷危机爆发时的情况不同,商业地产出现违约及止赎的压力是在经济周期从深度衰退中逐渐上行的情况下发生。因此,我们有理由相信,尽管在未来短期内,商业地产市场将

继续受到冲击,但压力持续的时间和对金融体系冲击的力度与次贷危机相比有本质的区别。

金融救助计划的下半场

除了实体经济中商业活动的景气程度外,导致商业地产违约和止赎率不断上升的另一个关键因素是信贷的紧缩。根据最新的银行信贷条件的调查报告,目前银行信贷市场仍然处于复苏的初期;继续提高放贷条件,收缩信贷供给的银行净占比显示信贷市场自身的力量仍不足以抵抗周期的冲击。我们认为,来自政府的反周期的金融救助和稳定计划,是短期内抵抗商业地产信贷冲击的关键力量。政府金融救助措施的重点将有所转移,而金融系统的恢复也将随之进入下半场。

2008年下半年集中爆发的金融系统危机得到了决策当局的救市支持。在金融稳定计划中,大银行等金融机构得到当局金融救市项目的大部分资金支持。2009年1季度起金融体系的动荡局面恢复明显至少表现在三个方面:第一,各项关键性利差已经恢复或接近危机前的水平;第二,重要的银行及非银行金融机构,如花旗、美国银行、AIG等在得到政府全力救助后,经营压力得到缓解;第三,部分金融机构已经开始返还危机期间得到的政府有条件贷款,显示机构自身情况明显好转。另一方面,根据月度信贷调查报告,银行间信贷情况依然没有完全恢复到正常状态,表示2季度继续收缩信贷供给的银行净占比尽管有所下降,但总体而言,信贷供给依然进一步紧缩。信贷需求受到实体经济持续负增长的冲击而明显收缩。

我们认为,本次金融危机后,体系恢复的进程大致可分为两个阶段:第一阶段,2008年下半年到2009年1季度是关键性的金融结构动荡逐渐平复的阶段。第二阶段,从2009年开始,相关数据显示,大量小型(社区)银行本身经营状况良好,经营方式比较保守,因此在金融危机冲击的初期并未出现巨大的损失。但是随着实体经济陷入衰退,小型银行由于自身力量薄弱,受到的经营压力明显上升。2009年开始,FDIC记录的中小银行破产倒闭事件不断上升。我们认为,金融稳定计划的重点将随着恢复进程的推移而逐渐转移至小型银行和特定信贷市场上来。

有关研究显示,美国银行体系的特点是银行数量的金字塔型结构和银行规模的倒金字塔型结构明显。美国银行体系中,全国性银行规模巨大而数量较小;地区性银行有严格的地区划分规定;社区银行往往仅在本地区进行经营活动。三种银行机构互相补充,经营各有特点。其中,社区银行(小型银行)的特点是:第一,数量众多,占比银行总量的92%;第二,社区银行的经营活动对当地小型商业(500雇员规模以下)的意义巨大。历史数据显示,社区银行的贷款占比中,大规模贷款(1百万美元以上)的占比仅为4%,而小规模贷款占比为33%,明显高于小企业在银行系统的存款规模占比(19%)以及总资产规模占比(15%);第三,长期以来,非住宅地产贷款是社区银行经营活动中另一个集中度高的项目。

根据7月的半年度货币政策报告,联储有选择性地部分危机期间推出的短期流动性机制延期至2010年初。我们认为,从这一举措不难发现,各类资产抵押证券,特别是按揭抵押证券的流动性仍然较低。而从近期联储货币政策的微调情况看,TALF从5月开始接受商业地产贷款抵押证券作为融资产。7月和8月商业地产按揭贷款申请量上升势头明显。我们认为,结合商业活动景气指数拐点已经出现,商业地产在金融救助计划的有效支持下,类似次贷危机再次爆发而引发的金融危机第二波应该是小概率事件。

复苏进程可能低于预期

国泰君安 张晗 张贻

上周五美联储召开了国际央行的年度讨论会,各大央行的重量级人物纷纷发表对于经济前景的看法。美联储主席伯南克表示,全球经济活动已经见底,短期经济重新开始回到增长的前景看上去很好。然后是欧洲央行行长特里谢,他表示现在就谈经济复苏是可持续的尚为时过早,并且认为仅仅基于星星点点的“绿芽”就进行这样的讨论让他觉得“有点不舒服”。这样的论调和伯南克比起来只算是中性。

美国个人投资者协会的牛熊调研一般被认为是一个比较重要的反向指标,当个人投资者情绪大幅偏牛时一般市场就面临回调压力。前周个人投资者情绪进入危险区间。结果随着上周初的大跌迅速回到正常范围,这让许多反向投资者松了口气。

而欧洲央行管理委员会委员兼德国央行行长韦伯的观点就更加悲观了。在此之前几天,他在德国《时代周报》上撰文表示德国2季度经济增长完全是靠财政刺激以及宽松的货币政策,德国尚不具备靠自身维持增长的能力,金融市场也是靠着央行的支持才能运作。而在周五的讨论会上他更是表示怀疑央行提供流动性并不能解决全球经济和金融市

场面临的所有问题。英格兰央行的金似乎没有参会,但是从8月5日英格兰央行大幅扩大资产收购的规模来看,似乎他们的立场更接近于韦伯而非伯南克。

其实,韦伯的表态很尖锐地指出了一个问题伯南克一直在回避讨论的问题,即当前包括美国经济在内,全球经济的企稳在多大程度上依赖的是政府的经济刺激计划。由于欧美政府的政策逻辑和理念不同,导致政府的财政刺激措施采取了完全不同的形式——欧洲国家的财政刺激更多地是通过失业和社会保障这种财政自动稳定器发挥作用,而美国更依赖于政府临时建立的各种补贴项目。由于在今年十月到十一月之间会有一批非常重要的补贴项目会到期,因此这些项目的存续会是接下来影响资本市场的重要因素。

美国的失业保障

由于美利坚文化认为不劳而获是可耻的行为,因此其社会救济制度和福利的欧洲大陆相比是杯水车薪,在正常情况下联邦失业保障只能申领26周,在特殊时期这个时限可以延长13周左右。而今年初美国国会通过的经刺激计划又耗资270亿美元,在定义为高失业率的州建立额外的延长申领期,使得

在失业最严重的州最多可额外延长一年。

但是事实证明,就业环境的恶化远比当初推出延长计划的时候预想的糟得多。当前美国有大约900万人是要依靠每周的失业救济金生活。最新的估计是到九月底,大概会有54万人耗尽失业救济,到年底这个数字会达到150万人。最新的进展是国会正在讨论一个新的失业保障的延长法案,可能对20个在过去三个月里平均失业率超过9%的州再延长13周的申领时间,这样就把第一批大规模耗尽失业救济出现的时间推迟到了年底。我们毫不怀疑这个法案会获得通过,但按照每人每月1500美元的失业救济来计算,意味着美国政府又要背上每个月数十亿美元的负担。

美国的房地产业

首先是奥巴马政府在2009年初的经济刺激计划中拨款66亿元为在2009年11月底以前的首次购房者提供房价10%的退税。其次是房贷利率,利差与危机以前的相比已经是相当低的水平。但是房贷利率能够维持在低位靠的是投资者的通胀预期再次打消。虽然单户新屋库存已经调整到低于32万套的历史正常水平,但是成屋库存仍然远高于

250万套的历史正常水平,超额库存有150万套,并且仍然在继续上升,这其中有着止赎房屋的贡献。所以,7月份成屋销售达到524万套的季调年率,但其中有31%为止赎销售,这样成交中间价又出现了环比下降。

一般而言,美国每年大约新组成家庭130万个,像2005年底那样新开工高达200万套就严重过高了,而现在58万套新开工则偏低。超额库存150万套,考虑到未来的止赎,可能还会更高一些,消耗超额库存需要时间,这可能会抑制房地产复苏的进程,出现复苏速度低于市场预期情景。

事实上,我们认为对美国经济复苏的适当的信心应该是建立在进一步的强力经济刺激计划之上的,复苏并非全不可能,但是代价和危机同样巨大。最大的影响在于欧美发达国家在此次危机中已经沦为最没有财政纪律性的经济体了,财政赤字占GDP的比重普遍都在6%以上,而政府累积的财政赤字也已经达到了相当高的水平。投资者对于未来仍然需要维持高赤字的可能性十分警惕,上周四英国公布了7月份远超预期的政府净融资金额后英镑立刻被大幅杀跌就是一个警告信号。

“滞涨”是小概率事件

招商证券 薛华 刘启元

自2008年中期以来,全球经济步入了深度下滑的轨道,以“雷曼”倒闭作为标志性事件而促发的“次贷危机”加剧实体经济的衰退。实际经济复苏缓慢,大宗商品市场和资产市场却强劲上涨,给人们造成了经济停滞和价格水平上涨并存的印象,市场人士开始对全球宏观经济是否会步入“滞涨”恶性循环表示了热切的关注。上世纪70年代由石油危机引致的“滞涨”给予了当时的欧美经济太过深刻的教训。反思过去,直面未来,我们有必要对全球经济短期和中期中发生“滞涨”的可能性做出理论思考和逻辑分析。

“滞涨”的关键在于持续性

从经济含义来看,“滞”是指生产停滞、失业率增加。由美国经济学家D·格林沃尔主编的《现代经济词典》把停滞解释为:“实际产量或收入不变,下降或虽增长但大大慢于所能达到的增长速度”。“胀”是指通货膨胀,按照西方权威的《新帕尔格雷夫经济学大辞典》关于通货膨胀词条的定义,通货膨胀是价格持续上涨的一个过程,或者从等同意义上说,是货币不断贬值的一个过程。从词义构成来看,“滞涨”是指产出低于潜在产出水平和价格水平持续上涨并存的一种经济现象。在经济学中,无论是“滞”还是“胀”,都是一种经济周期现象,它们分别是经济变量在经济周期

运动中的一个阶段。对于滞涨定义和理解,我们同样有必要把它看作是经济周期运动中存在的一种现象。这种现象所具备的特征是生产运行停滞阶段和价格运行通货膨胀阶段在时间上的重叠。对于经济周期,我们有必要参看米切尔和伯恩斯(1946)提出的关于经济周期的工作定义:“经济周期是某些国家总量经济活动中可以发现的一种波动,在这些国家中,经济工作主要以实业企业的形式来组织,一个周期包括同时发生的许多经济活动中的扩张,接下来是同样一般性的衰退、紧缩和复苏,复苏又融入下一个周期的扩张之中;这一系列的变化是周期性的,但并不是定期的。在持续时间上各周期不同,从多于一或十二年,它们不能再分为更短的与具有相同特征的周期。”

被误解成“滞涨”的非滞涨

根据“滞涨”的定义,并非所有的生产停滞和价格水平上涨并存的状态都是滞涨,判断滞涨的关键是上述两种状态并存的持续性。作出这种划分的根本原因在于,“滞涨”与非“滞涨”意义上的生产停滞和价格水平上涨本质上是两种不同的经济现象,导致这两种不同经济现象的原因是不同的,这两种不同的经济现象所导致的宏观经济运行趋势也大为不同。

在一个完整的经济周期中,高通货膨胀率导致了物价水平过高,宏观调控和市场机制的内在调整使得总需求水平

的自然回落,而这导致实际生产步入下滑轨道。作为一个典型性事实,实际生产衰退的初始阶段仍然伴随着一个物价上涨的过程,宏观经济调整所呈现的这样一个过程往往被误解为“滞涨”。

而实际上,在一个由总需求调整导致的宏观经济波动过程中,这样一个物价上涨和生产衰退并存的状态并非可持续,导致两者并存的原因在于微观层面上名义价格调整的相对粘性和宏观层面的通货膨胀惯性特征,在总需求持续回落压力下,名义价格水平调整的不完全性将得到修正,产能过剩和失业率提升将使得生产的边际成本下降,价格水平将回落调整。

经济周期调整过程中所经历的这样一个短暂的产出下降和价格上涨并存的状态与欧美经济上世纪70年代所经历的“滞涨”是有本质意义上区别的。前者是在总需求下降推动下,产出调整 and 价格调整在时间上的错位,该状态在短时间内将被自动修正。而后者是一种持续存在现象。上述两种不同的宏观状态所导致的微观运行结果是不同的,宏观调控的思路也大为不同。

当前发生“滞涨”的概率

次贷危机爆发以来,各国央行为了解金融机构的流动性危机和抑制产出水平的下滑,通过债券市场和银行体系进行了前所未有的流动性扩张。大宗商品市场和股票市场在巨额流动性注入以及通胀

预期的推动下迅速反弹,实体经济层面的产出水平仍却低于潜在增长率,产能利用率低于正常水平。在这种情况下,市场不由产生了对“滞涨”爆发的担忧。

然而,我们的分析表明,两次石油危机期间所爆发的“滞涨”很大程度上是宏观调控政策对负面供给冲击作出不当反应的结果。尽管全球经济正经历着规模空前流动性扩张,基于一系列原因,当前和未来的全球和中国爆发“滞涨”是小概率事件。

导致全球本轮衰退的原因是来自需求方面的负面冲击,当前的全球经济并不存在如上世纪70年代所经历负面供给冲击因素。两次石油危机的爆发并非来自于经济层面的因素,当时的石油价格在短时间的提升完全由战争、政治等外生因素导致。这种负面的供给冲击具有较大的偶然性原因,当前的全球经济再次爆发类似的供给冲击是小概率事件。完全由经济层面的垄断性因素导致要素价格的持续上升同样是小概率事件,石油输出国组织在上世纪90年代以来在限制石油供给方面能力的逐渐削弱是一个例子。也是最重要的,持续的高通胀预期才是滞涨爆发的关键性因素。各国中央银行(特别是美联储和欧洲央行)已经从上世纪70年代的经历中总结了经验教训,应对潜在的高通胀风险,各国央行在宏观调控上重犯错误是小概率事件。