

在经历两年多的持续上涨以后,美国股市将何去何从?

# 企业利润细细看 美股未来涨势或受限

邵宇

美国股票过去两年的走强,首先源于不断的流动性宽松,以及更差的外国经济驱赶资本回流美国,即流动性和情绪驱动,然后是利润的稳定回升,这主要是因为成本端下降所导致。

## 过去三年美企利润变化

美国企业利润于2008年四季度触及历史低点,随后绝对规模基本保持持续增势;利润同比增速方面,同样于2008年12月触底,接着于2009年三季度“由负转正”,随后受低基数影响,连续保持了三个季度的高速增长,并且自2009年三季度以来,同比增速一直保持为正。

以美国企业税后利润(剔除资本成本补贴)为例,2008年四季度美企利润总额6437亿美元,为2004年以来最小值;但到2009年四季度,利润上升至13549亿美元,同比增速110%;2011年四季度,又超过了危机前约14000亿美元上升至15661亿美元,同比增速6.7%,若考虑通胀因素,危机后美国的通胀水平较危机前低1个百分点左右,意味着期间利润实际增速要高于危机前。

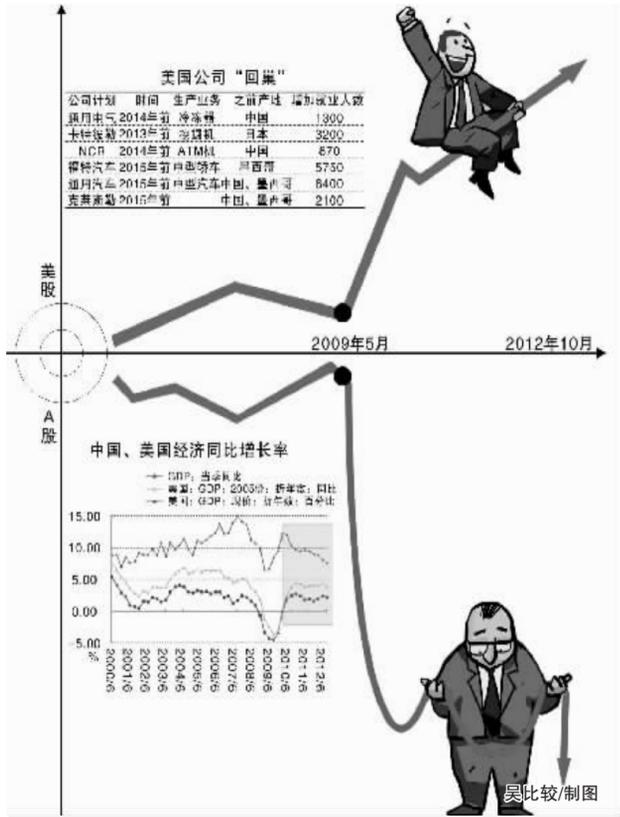
整体上,美国企业利润在危机冲击后迅速反弹,自2009年三季度至2011年四季度保持增势;这一方面为美企带来充裕的现金流,为产能恢复和扩张提供能量,另一方面,为美股的持续上涨提供有利的基本面支持,背后有多重因素作用。

首先,危机爆发后,联储和财政部及时救助措施,对美国核心产能(如汽车业)起到有效保护,这为后续经营、扩张盈利奠定了基础。

其次,企业经营的低人力成本和低资本品成本。危机后美国的失业率曾触及10.1%的高点,但随后就业改善步伐缓慢,且一波三折;劳动力市场供给的相对过剩抑制了人力成本上升空间,美国非农名义平均时薪危机前月同比增速4%,危机后该增速持续下降,年均回落0.5个百分点,至2012年6月,其增速回落至1.5%。经济复苏过程中,工业品(资本品)价格相对稳定,2009年四季度以来PPI均值均为4%,低于危机前的6%。

其次,危机后相对宽松的流动性环

同是后金融危机时代,中美股市却晴雨半边天。惊涛骇浪指纳指创新高之下,慨叹中国A股重回十年低点。牛熊背离的动因是否源自中美股市的本质区别?换届年的美国股市未来将如何?



实证的时间段	主席	总理	央行行长	是否牛市
1992-1997	江泽民	李鹏	朱镕基	是
1997-2002	江泽民	朱镕基	戴相龙	是
2002-2007	胡锦涛	温家宝	周小川	是
2007-2012	胡锦涛	温家宝	周小川	削弱

境,造就了较低的债券收益率和较强的股市,为企业营造了低资金成本条件。无论是联储主动的QE,还是在外围风险提升下避险资金的涌入,资金供给的相对充裕,使得美企融资环境避免了欧洲的“惜贷”和高成本现象。

再次,美企自身创新惯性的保持,拓展了腾挪空间,创造了利润空间。美国在既有技术和产业领域内的

升级和深化,成绩突出。一是,在能源领域,美国页岩气的开发和利用程度和比例在持续上升,目前已占美国天然气使用比重的25%,带来了美国经济和美国企业整体运营成本的降低,并增强了抗击能源价格波动风险的能力;二是,信息技术的创新,以苹果为代表的智能手机、超级本等升级换代较为频繁,为相关企业利润空

# 中美股市牛熊背离后的经济真相

李树培

不可否认,从2009年中期开始,后危机时代中美股市牛熊背离的迥异走势既与两国资本市场制度完备程度的差异有不可忽视的联系,更与两国宏观经济运行态势与政策导向的迥异密切相关。然而,我们认为,牛熊背离的主因与经济“晴、雨”各异密切相关。

## 经济增势存本质差异

虽然中美两国经济增速仍延续中国远高于美国的态势,但在经济增势变化上,两国分化明显。虽然充满不确定性,中国经济运行的主旋律是“复苏”,但中国经济主旋律却是“减速”,且悲观情绪持续蔓延。

美国在危机冲击后经济体系内部的结构风险已得到充分释放,家庭和金融机构资产负债表不断修复,消费再度成为稳定经济增长的中流砥柱,信贷投放稳步扩张,房地产市场完成了回落——趋稳——回升的调整,制造业受益于“再工业化战略”和“页岩气革命”助推而持续复苏。

金融风暴席卷之后,中国经济虽在四万亿财政计划和十几万亿信贷投放的“猛药”助推下迅速V型反弹,但随着药效渐减,微观经济主体活力未得到充分复苏,从2010年下半年开始中国经济呈现持续回落态势。

在中国经济持续回落的过程中,市场上充满了各种悲观论调。

在美国经济艰难复苏中,消费者和投资者的信心指数呈现震荡上行态势。与此同时,在中国经济持续回落中,不管是消费者还是投资者信心指数都处于趋势性回落状态。

## 货币宽松有别流动性差异大

后危机时代美国货币政策由“宽松”走向“极度宽松”,而中国的货币政策则由“宽松”走向“收紧”。

面对艰难的复苏进程和缓慢的就业改善局面,美联储进一步实施了“超级宽松”政策,除了一再宣布延长接近于零(0.25%)的联邦基金目标利率的期限外,后续推出规模达6000亿美元的QE2和刚刚启动且没有具体规模限制的QE3。超级宽松的货币政策使美国当前的社会融资成本(中长期国债收益率、房地产按揭利率、企业债和消费信贷利率)已远低于危机前水平。

而为应对通胀,中国货币政策要谨慎许多,从2010年一季度便进入了由松到紧的导向转换。到2011年中期,人民银行5次加息,将1年期存款利率从2.25%提高到3.5%,12次提高金融机构存款准备金率,把大型金融机构的存款准备金率由15.5%提高到21.5%。

严厉的政策紧缩使中国资本市场流动性异常紧张,一时间民间高利贷盛行,信托公司业务火爆。随着中国经济增速回落压力不断增加,虽人民银行及时调整货币政策紧缩程度,从2011年底开始,两次降息和两次降准,把1年期贷款利率从3.5%调降到了3%,把大型金融机构存款准备金率从21.5%调降到了20%,但与之相比目前的货币政策仍是谨慎、偏紧。

由此,中国的社会融资成本和流动性充裕程度不仅远逊于美国,也明显差于危机应对期的宽松水平,美国则处于比危机应对期更宽松的水平。

## 产业创新成果非同日语

中美两国企业在创新能力上的悬殊差距是公认的事实,后危机时代两国的创新成果不可同日而语。

电子信息产业掀起的苹果热潮和能源行业的页岩气革命,是美国企业在创新方面的杰出成果。苹果领衔的电子行业创新和能源行业掀起的页岩气革命,对美国投资者信心的提升和制造业的复苏注入了持续的动力。

中国则只是面对让人头疼的产能过剩和房地产价格飙升。中国普遍性的产能过剩使投资者对将来去产能化的长期性和艰巨性忧心忡忡,房地产畸高的价格使投资者陷入了“价涨怕政策进一步紧缩,价跌怕投资下滑殃及其他行业”的焦虑中。虽然中国的经济增速远高于美国,由于产业创新能力不足,中国企业的盈利能力远低于美国企业,沪深300工业指数成分股的平均ROE远低于美国道琼斯综合指数成分股的平均ROE。

## 国际资本两国投资偏好分化

后危机时代的国际经济、政治局势并不太平,波澜起伏的欧债危机、紧张的中东地缘政治格局、持续蔓延的全球经济二次衰退忧虑,等因素不断的触动国际资本的避险神经。中美两国在全球经济格局中的悬殊地位与实力差距,使国际资本在风险压力之下对两国的偏好出现显著差异。后危机时代国际资本出于避险需求,呈现明显撤离中国逃向美国的特征。

分析发现,后危机时代的中美经济、政策环境确实存在“晴、雨”的显著差别,作为经济晴雨表,中美股市表现迥异的熊牛走势格局也就不足为奇。(作者系中信建投海外宏观分析师)

间提供了保障;三是,在传统核心制造业领域,特别汽车行业,美企自身经营战略的调整,使得它们抢占了欧洲和日本企业曾拥有的市场份额,2011年底,美国通用汽车销售跃居世界首位。

最后,政府补贴和优惠也增厚了美企利润。危机后,白宫推出规模8390亿美元的经济复苏计划,涉及企业补贴;另外,在延长“布什减税方案”中,也有正对企业的相关补贴措施。数据测算可知,2008年四季度至2011年底,美国企业得到的资本成本补贴达到2.1万亿美元,平均每个季度1637亿美元,占美国企业税后利润的10%左右。

## 二季度以来企业利润下降 趋势逆转or短期冲击?

2012年二季度美国企业利润有所缩减,环比回落0.36个百分点;如果考察上市公司的盈利状况会发现,市场对上市公司三季度的盈利预期较差,特别是美国的大型跨国公司。

标普500涵盖的公司二季度营收出现2009年四季度以来的首次负增长(-0.07%),EPS(每股收益)增速较一季度回落2个百分点。若剔除金融业,二季度EPS增速-1.03%,业绩增长明显萎缩的领域集中在基础材料(-20.8%)和石油及天然气(-19.7%)。这同时说明美国金融业盈利不错,或因2012年年初以来,美国房地产市场持续保持复苏态势,对金融企业构成支持。

道琼斯工业指数涵盖的公司二季度营收增速0.35%,较一季度回落4.5个百分点,EPS增速为负值(-2.42%),较一季度回落5个百分点。而市场对三

季度业绩预期悲观,营收增速-9.13%,特别预期基础材料EPS增速为-80.4%。

纳斯达克100指数涵盖的公司二季度营收增速10.6%,较前期略回落,EPS增速7%,较一季度回落10个百分点。而市场对三季度业绩预期较悲观,营收增速5.86%,EPS增速-5.89%。

美国企业二季度以来企业利润的减少,成本相较前期增速有所下降,说明美企利润增速放缓甚至恶化主要来自收入侧。

那么,美国目前面临的利润减少是一种趋势性局面,还是只是一种短期冲击,这依赖于影响美国企业利润的上述因素未来的变化。

在QE3背景下,美元流动性会在相对长的时间内较为充裕,美元指数预计在80附近徘徊。欧债危机较前期有缓和,但欧洲实体经济恢复缓慢,其对美企盈利支持非常有限。但从明年开始“财政悬崖”将长期像幽灵一样伴随,即另一种形式的美债危机,对美国形成抑制作用。据测算,未来美国经济的增速将较长期在1.7%-2.2%期间波动,对美国企业盈利的改善助力有限。由此预计2012年四季度至2013年上半年,美企利润将有所改善,但整体改善空间有限,预计税后利润增速在10%左右。

在整体利润改善有限下,盈利数据对美股上涨的支撑动力相对有限;但是,预计美国房地产市场在政策护航下,复苏延续,这对美国金融股将带来利好;而财政悬崖问题带来的政党争论、白宫-国会斗争,以及评级机构的诟病将会使得美股在关键时点上承受压力。(作者系东方证券首席策略分析师)

## 利用还是尊重?

# 中美股市存四大本质差别



金石

市、后有商,先有商、后有商。中国股市相反,自上而下建立,出生时就已带有“政策市”胎记。

而最本质的差别之一——和政府的的关系不同:中国政府利用股市,美国股市利用政府。今天中国“利用股市”的习惯性说法,是当年“利用股市为国企脱困”的余音。而美国市场繁荣时,券商总在游说政府放松监管、广开财源,危机时,政府官员着力救市、义不容辞,恰如保尔森卸任后的自传书名《峭壁边缘——拯救世界金融》。

当年为减少阻力,倡议中国股市改革派接受股权分置+国企脱困的政策体系,让股市成为政府为国企融资的工具。在“国企脱困”年代,股市融资是国有企业的特权,直到中小板和创业板相继开盘后,民营企业才合法地在股市融资中分一杯羹。虽在理论上是进步,实践中却强化了美国股市的过度融资。所以,股指节节下跌的背后,是融资需求节节上升。

利用股市脱困传统从何而来?鼻祖应是英国政府。1719年12月,南海公司向英政府提出用自己的股票置换价值3160万英镑的国债、额外再支付760万英镑给英政府的提案。此方案立刻得到财政大臣艾斯拉比的支持。南海公司主要股东是政府官员,英首相还曾担任公司董事会主席,拥有英在南美洲等地的垄断经营权。

表面上,《南海提案》是三赢选择:英政府可减轻债务负担,南海公司可扩大融资去开发金矿,国债持有人以债转股分享南海公司未来成长。于是,股价一路飙升,从不到130英镑几个月内涨到1000英镑以上,时任皇家铸币局局长的大科学家牛顿也在股价高涨时买入股票。此后,南海公司连续8次发行新股,股东大发横财,并游说议会通过著名的《泡沫法案》,当其他公司融资不成跑到南海公司时,发现南海公司不仅没有金矿,贸易收入也早就没有了。南海公司掀起石头砸了自己的脚,消息传开,股票一落千丈。此后100年间,英国没有发过一张股票,当年美妙股票的约克郡人漂洋过海去了美国,某种意义上成就了美国华尔街。

南海泡沫故事说明:一个国家的政府若不尊重资本市场,资本就会弃之而去;资本市场若缺乏制度的诚信,民众的非理性疯狂会让市场走向死亡。就像牛顿在巨亏后所说的:“我能计算出星球的运动,却无法预测人类的疯狂。”(作者系独立经济学家)

# 换届效应有异同 美股A股怎么买?

穆启国

历史数据表明:美国市场有明显的总统效应,A股市场也有明显的五年规划和换届效应,即股市在换届前一年和换届当年大概率有较好正收益。

## 政策放松是美换届效应主因

观察1952年~2008年,美国整体上SP500指数在大选前两年表现最好,第三年平均年收益率17.18%,第四年平均年收益率6.11%,均高于当选第一年的4.42%及第二年的5.36%,尤其是第三年,获得正收益的概率达到93.33%。股市总统效应存在的主要逻辑是,执政党为获连任,选举前将采取积极刺激政策,因作用时滞,因此政策可能提前一年开始大幅推出,受政策刺激股市表现较好。当选后前两年股市表现较差,一方面之前刺激政策效果递减并趋于谨慎;另一方面选举时所做的承诺得不到履行致市场情绪有所下行。

从美国失业率数据看,近15次的总统选举中,除高通胀的1980年,历经股灾的1988年,发生经济危机的2000年、2008年,其他11次在选举的前两年失业率下行,当选后因刺激政策效果渐减,失业率上行。美货币政策类似,除在1980年和1990年左右的高通胀及格林斯潘期间有所例外,其他在选举前两年的利率大部分下行。财政政策方面,财政预算赤字与GDP在选举后的第三年占比最高为2.92%,显示财政放松力度最大,选举年次之,当选后第一年赤字占比最低为2.32%。

值得注意的是,部分效应不明显的原因,是货币政策收紧或刺激政策失效。目前来看,2008年次贷危机后,奥巴马当选首年就实行宽松货币政策,赤字占比明显上升,总统效应将削弱。由于此前的大幅政策放松,下届的总统效应也将继续削弱。

## A股换届效应明显

维稳效应使得换届前两年A股市场表现较好,特别是换届年中国的领导五年一任,可连任两届。从上证综指的表现看,换届年平均收益率最高,达68.98%,正收益概率也最高达75%。任期的第四年平均收益率38.32%。收益率最差的是任期首年,为-13.06%,但正收益概率为50%,任期第三年虽正收益,但概率仅25%,最小。所以与美股不同,中国A股在换届年表现最好,维稳效应较明显。

据此可构建两个投资策略。策略一,任期首年末买进,第五年末卖出(换届年)。策略二,任期第三年末买进,第五年末卖出,以规避任期第三年75%概率获取负收益率的可能性。不投资股市年默认获取当年一年期存款利率的收益。从1993年至2011年看,策略一最终累积收益率878%,策略二为887%,上证综指累计收益率282%。两种策略都超过上证综指累计收益,策略二超额收益更显著。

从换届的月份效应来看,A股换届前一个月及当月平均收益律均为负,且获取正收益概率未超50%,换届后首月及两月内收益均为正。美国市场的月份效应类似,但波动性风险换届前一个月大于后一个月,换届后一个月风险最小,获得正收益的概率最大为80%。

## 换届周期的行业表现

换届年采掘、有色、交运、机械这些周期性行业表现靠前,且平均收益均为正。换届前一年基本所有行业的平均收益为正,与民生相关的医药、商贸、纺织服装、公用事业等表现靠前,周期性行业收益居中。这符合中国多年来发展民生政策,十一五、十二五规划中促民生调结构占了重要部分。因此释放政策过程中除了对周期性行业有利外,对与民生相关的消费推动也较大。

由于2008年末四万亿的刺激计划,使得货币及投资在2009年至2010年期间内大幅上升,而2011年及2012年的政策释放空间相对有限,2011年股市收益率为-21.67%,2012年初至9月21日为止股市收益率为-3.6%。即使目前再出台稳增长政策,今年市场的上行也不大可能像以往换届年有平均收益68.98%的超常表现,但换届后的临近月份市场上行概率上升。(作者系华泰证券策略分析师)