

# 美股向上A股向下 中美经济晴雨表两重天

证券时报记者 徐欢

在美国标普指数屡创新高之际,中国股市则始终在低位徘徊。究其原因,既与经济周期性密切相关,也与内地股市自身的结构性问题紧密相连。

## 量化宽松刺激有限

从外围经济形势来看,金融危机以来,美联储先后三次实施量化宽松政策,并维持低息政策长期不变。有分析指出,美联储正煞费苦心地更多资金引向股市:通过营造未来数年的超低利率环境,彻底消除市场有关货币政策转向的担忧。无法忍受储蓄和货币市场接近零收益的投资者,势必进入股市或追逐其他高风险资产,以此冲抵美联储大肆印钞造成的通胀风险。

而中国在2009年首推4万亿量化宽松后,A股在不到1年时间内从低位反弹了超过1倍,此后随着经济数据利淡参半的消息出台,股市在低位长期徘徊。

瑞士银行财富管理研究部亚太区主管兼亚太区首席经济分析师浦永灏指出,由于中国的资产泡沫日益膨胀,刺激经济的持续量化宽松措施已无空间,目前针对房地产市场出台的国五条政策也表明了政府抑制资产泡沫的决心,这恰好与美国的情况相反。

## 企业盈利不给力

外围环境固然影响股市的短期变化,而支持股市持续上升的核心力量是企业盈利。在这方面,中国企业处于下风。

在过去一年,中国上市公司营业收入大幅增长却未能带动盈利同步增加。数据显示,虽然有911家上市公司在2012年实现营业收入的正增长,但是283家上市公司都遭遇了收入上升利润向下,占公布年报总数的



标普500指数(上)和上证综指(下)近5年以来走势

IC/供图 吴比较/制图

20.9%,究其原因,成本费用高企、产品毛利率下降以及计提损失因素的影响较为明显。

相比美国,其持续的低息政策为企业发展创造有利条件,导致美国企业的利润率持续攀升,达到了历史高位,这为其股价持续上升提供有利支持。

从2009年3月道指跌至危机时期最低位算起,如今已是美国上市企业整体盈利的第四年。尽管美国经济处于“低就业复苏”状态,但美国上市企业却通过削减投资、关闭厂房以及大幅裁员等防御性策略成功自保。统计显示,标普500指数成分股公司自2008年以来营收仅上涨20%,但同期利润却翻了两番。

另外,浦永灏表示,虽然美国经济还在缓慢复苏过程中,但是标普500中的很多公司并不受美国经济的影响,它们的主要盈利点在海外,其中包括中国。

根据美中贸易全国委员会一项报告显示,美国企业继续在中国市场实现销售和盈利的强劲增长,三分之二的受访美国公司认为过去一年它们在中国的营收增幅超过10%,75%的受访公司表示它们在中国业务的利润率高于全球市场的利润率。

## 结构性原因是关键

除了外部经济环境影响,中国股市的萎靡不振也有其自身结构性这一根本

性问题。目前,中国股市赚钱效应几乎为零,这严重打击了股民的信心。而股市为什么失去赚钱效应,除了与企业盈利不尽如人意相关,还与上市公司维护股东权益的意识不足、资本市场整体监管有待完善有关。

此外,由于中国的“政策市”、合格境外机构投资者(QFII)税制不明朗以及业务范围的种种限制,也让外资进入中国心存疑虑,而缺乏了外资这支力量,中国股市市场化改革还将路漫漫。

归根结底,中国股市如要上涨,根本上需要从自身硬着手,提升上市公司盈利,提高上市公司治理水平,监管者则需要切实执行对股市的有力监管,维护股市秩序,令股市赚钱效应重现,恢复投资者信心,才能迎来股市的春天。

# 资金都往美日市场跑 外围宽松不解A股渴

近几个月来,美国股市及美元明显受到市场支持。随着日本加大量化宽松,全球流动性将会更为宽松,亚洲资金将更多流向日本股市。对于中国经济的影响主要在于商品价格是否会出现暴涨,以及由此带来的通胀压力。

证券时报记者 李明珠

过去4年以来,美国股市已经证明,自己擅长在各种险恶的风暴中穿行自如。在这其中,美联储量化宽松引发的资金流入功不可没。

进入2013年,美股一路高歌猛进,在上周纽约股市道琼斯指数和标普500指数均再次创下历史新高。

## 资金流向美日趋势明显 新增流动性不影响A股

申银万国最新统计数据 displays, 2013年一季度与2012年四季度相比,资金由流出发达国家股市1130亿美元转为流入1052亿美元,主要流入日本和美国。而瑞银最新的数据显示,3月前几周进入新兴市场的资金均为负数,大概有十亿多美元的净流出,而在3月的最后一周,新兴市场有7亿多美元的净流入。

里昂证券亚太区经纪研究部主管斐思伟认为,目前亚洲乃至全球的资金流向日本是毋庸置疑的,全球资金正在流向美国和欧洲的资产,但是很快这种流出就会停止。而由于中国政府的成功保护,日本量化宽松使得中国经济所受到的冲击并不大,若明年全球经济继续转好,资金将从国内流出,在日本寻求更便宜的资产。

摩根大通中国经济学家吴向红表示,在资金流向方面,近几个月来,美国股市及美元明显受到市场支持,随着日本加大量化宽松,全球流动性将会更为宽松,而香港地区没有迹象显示有资金流出。

David Gaud 结合对美国、中国股票市场投资的经验分析指出,在目前背景下美国各类机构都把股权投资的回报率描绘得特别高,因此特别吸引投资者,不过预计到了今年年末,中国的情况会和美国一样。股权投资重新引起关注主要基于以下原因:首先,多个行业大幅度地实行自由开放,最终会实现收入扩张和盈利增长、更多的现金流入和更高的分红;其次是金融市场的开放。

瑞信亚洲区首席经济师陶冬指出,在日本推出量化宽松政策后,长期而言利好全球资本市场流动性,短期而言资金出现“买日弃中”现象,亚洲资金更多流向日本股市,相对而言H股处于净流出状态,而对于中国经济影响的主要担忧在于商品价格是否会出现暴涨,由此带来通货膨胀的压力。

不过瑞银财富管理亚太区首席投资总监浦永灏则表示中国可以通过一定方式削减日本量化宽松带来的压力,因为中国实行资本账户管制,也可采取限制外国人投资等行政手段,但最好是利用利率和汇率政策来调控。此轮量化宽松并未造成大宗商品如油价、铁矿石等价格走高,资产价格和日常通胀不高是比较幸运的一点。

交银国际首席策略师洪灏认为,A股市场目前仍算一个封闭的市场,外资进来需要有合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)的额度,外盘新增的流动性并不会影响中国A股的流动性。

我们也很乐意买入中国的股票,但目前而言国际投资者对于中国的主要担心点在于,未来经济的增长仍是主要靠投资推动,而这种靠投资推动的增长并不能持续。”斐思伟还表示,

中国的经济在明年会继续维持现有增长,但是并不意味着股票市场会随之而上升。”

## 美日量宽对中国经济影响体现在两个方面

多位外资经济学家认为,量化宽松政策是在经济面临通缩及增长放缓的情况下采取的非常规措施,不论是美国还是日本,采取量化宽松政策背后的逻辑均在刺激经济。理论上,当经济面临通缩及增长放缓,而名义利率又接近零的情况下,中央银行不能再通过减息而刺激经济。在这种情况下,一般预期量化宽松可以推低市场上的中长期利率,从而刺激经济需求。

吴向红表示,日本央行在量化宽松政策推出之后,计划每年增加基础货币60万亿至70万亿日元,相对而言,2011年基础货币增加15万亿日元,2012年基础货币增加13万亿日元。由此推算,日本的基础货币将于两年内翻倍,从2012年末的138万亿日元,增至2014年末的270万亿日元。同时,日本央行资产负债表占国内生产总值(GDP)的比率将由2012年末的33%增至2013年末的46%,及2014年末的59%。

对比来看,美国推行量化宽松对经济增长的促进作用并不容易直接计算。”吴向红指出,总体而言,通过推低市场利率,美国的量化宽松有助拉动实体经济中对利率较敏感的部门,例如房屋和汽车需求等。今年来看,房屋市场的复苏预期将令美国总体经济增长率提高约0.5%。”

而日本的情况则有所不同。”吴向红表示,日本量化宽松的主要目的是通过提高资产价格,从而提高通胀预期,并刺激经济需求。然而,资产价格的提高是否能持续,在中长期将最终取决于日本实体经济是否进行实质的改革,从而推动资源更有效的分配。”

吴向红认为,美日量化宽松政策都将令全球流动性更为宽松,因此而导致国际资本流动,对中国经济的影响主要体现在两个方面:首先,可能会对中国的国际收支平衡造成更大的不稳定性;此外,假如美日量化宽松政策推动国际大宗商品价格上涨,也会造成中国的进口通胀压力,而且这些发展都可能成为今年中国的汇率及货币政策重要考虑因素。

陶冬认为,美日量化宽松政策有所不同。美国量化宽松名义上盯失业率,但实际上透明度比较高,产生的效果也不及预期,经济复苏在美国整个历史来看,仍处于弱水平。日本则主要盯住通货膨胀,且规模很大,在全球央行历史上也非常罕见。日本量化宽松除了产生日元贬值、资产通胀的后果外,主要试图制造通胀预期,但对于刺激消费和投资的影响有待观察,此举被称作“踩钢丝”行为。

浦永灏则表示,虽然美日都实行量化宽松政策,但因两国所面临的情况不同差别还是很大,背后的逻辑是私人部门债务过高,宽松政策主要是刺激消费,尤其是有钱人的消费。日本如果想达到宽松政策的效果,走出经济通缩,需要所谓的“三足鼎立”:首先,要有数量上的宽松;其次,需要结构性的改革,刺激企业扩大投资,关闭不创造价值、现金不分红的“僵尸企业”;第三,财政政策要配合。

# 复苏支撑分红给力 美股新高后料震荡

在美国,投资者进入股市的主要目的之一就是为分红,股票投资俨然成为民众另外一种形式的储蓄。美国上市公司今年第一季度普通股分红金额净增145亿美元,增幅达到12%。

证券时报记者 吴家明

上周三是美国股市值得纪念的一个日子。开盘后不久,标普500指数便超越其在2007年10月11日创下的1576.09点历史最高盘中点。美国经济还在复苏过程当中,美股却意气风发跑在了前面,到底哪些因素制造了这么大的差异?

## 美国经济复苏支撑

美国及世界经济正在复苏,这是美股创新高的主要原因。”纽约证券交易所交易员威利如是说。

股市反映的不是现在和过去,而是对未来的预期,美国市场也是如此。美国经济虽不在鼎盛状态,但复苏态势已得到了市场认同。其实,美国经济复苏在过去4年中并不是一帆风顺,加之欧债危机愈演愈烈,美国经济曾

公司名称	2008年4月以来累计涨跌幅
苹果	114%
麦当劳	106%
迪斯尼	100%
IBM	78%
英特尔	1%
惠普	-56%
美国银行	-70%
美国铝业	-78%

吴家明/制表

经数次有重回衰退的危险。随后,美国国会数次大规模减税,美联储也一轮接一轮量化宽松,加上美国高科技创业蓬勃以及房地产市场回暖,终于使美国经济走出了衰退的阴霾。

美国联储银行首席分析师首席经济学家戴伊也表示,尽管美国经济仍存在许多问题,但值得高兴的是,美国大部分州都处于复苏轨道,这反映了经济的全方位改善。有分析人士表示,在危机期间美国政府也曾大幅增加支出,但这里的增加支出并不是大型项目建设,而是用于失业救济等社会保障,这些措施能够迅速而有效地增加民众的收入,支撑住消费,拉动需求。此外,美联储大幅降低利率和量化宽松有效降低银行坏账,页岩气革命等带来新技术发展预期,这些因素都成为美国经济推高股市的基石。

从股票市场来看,美国消费类、房地产以及科技股成为最亮眼的板块,美国最大住宅建筑商之一的普尔特集团股价在一年多时间内翻两倍,苹果和谷歌股价你追我赶,消费服务板块在近4年里的涨幅更超过200%。

## 资金流入助股市上涨

有市场人士担心,美股的强势上涨与美联储持续向市场注入流动性、人为推高资产价格有很大关系。一旦美联储减弱或提前退出量化宽松货币

政策,股市可能会出现剧烈反应。

不过,美联储在10日公布了最新的联邦公开市场委员会会议纪要,纪要显示美联储内部对量化宽松应持续的时间存在明显分歧,资产购买或于2013年结束,但却丝毫没有影响股市继续走高。由此可见,美联储放水并非推动股市上涨的唯一原因,美股的“金源”还有哪些?

早在去年年底,美银美林就在其市场展望中表示,美股在2013年创出历史新高并非不是空想。美银美林预计股市将上涨的核心逻辑在于:资金流向将出现从固定收益资产流向股市的大转变。由于固定收益的回报已经逐步减小,债券市场早已出现转折点,股票市场就会突破长期的交易区间。数据显示,目前美国10年期和30年期国债收益率已经跌至4个月以来的新低,但美国股票基金在3月份净增130亿美元,一二月份分别净增260亿美元和90亿美元。对此,有分析人士表示,与美国不同,中国内地最近几年火热的房地产市场和固定收益市场对股票市场的资金和投资热情起到了一定的分流作用。

## 高分红股票成焦点

在美国,投资者进入股市的主要目的之一就是为分红,股票投资俨然成为民众另外一种形式的储蓄。根据标普-道琼斯指数提供的数据,美国上市公司今年第一季度普通股分红金额净增145亿美元,增幅达到12%。与此同时,第一季度共有994家企业提高了分红,同比增长39%,去年同期只有677家企业提高分红。

事实上,美股市场上的高分红股也延续火爆行情,仅在去年第四季度,包括零售商沃尔玛等过百家美国上市公司宣布在年底派发特别股息,这些股票也立即得到投资者的热捧。今年以来,股息率超过4%的辉瑞制药累计大涨近17%,电信运营商AT&T股价累计上涨13%,

沃尔玛也上涨15%。

去年3月,苹果公司宣布斥资450亿美元用于分红和回购股票,这是该公司自1995年以来首次分红。有分析人士表示,美国上市公司之所以愿意分红,是因为分红的环境已经形成。大方的分红能让投资者对上市公司的现金流与未来的经营水平抱以更大的信心。

## 成分股定位准确

道指作为美国最古老的股票价格指数,既是美国经济的晴雨表,又是世界股市的风向标。

从最初的12只成分股,经1916年和1928年两度增加成分股,目前,道指30只成分股横跨食品、金融、航天、机械、化工、电子、汽车制造、石油、制药、软件等全行业组合,尽管被市场诟病价格加权平均算法不够平衡,但总体来说,道指30只成分股的变迁发展精准展示了美国经济发展的推动力量。

此外,道指创新高只是体现出一个方向,而不是所有股票都在创新高,相反一些股票因不符合上市条件与规则而退市,一些股票价格依然处在历史低位,这种优胜劣汰机制的市场化运作也成为美股创新高的原因之一。

## 短期震荡在所难免

虽然道指和标普指数再创新高,但绝不是可以高枕无忧、欢呼胜利的时候。

根据巴克莱的数据,今年第一季度美股平均65亿股的日交易量比去年同期减少了6%。此外,大宗商品价格近期大跌显示投资者对全球经济增长不是很有信心。

对于美股未来的走势,市场人士普遍认为,美股财报季将成为近期股市走势的风向标。由于累计涨幅过大,美股短期内或出现适当回调。不过,即便美联储退出量化宽松政策,美国股市会下跌,但决不会崩盘。