

纳斯达克指数何以难创新高

综观全球股票市场发展史,泡沫大小并非指数能否突破的关键,而泡沫中市场规模与公司规模大小,可能是指数创新高难度大小的关键因素。

总的来看,指数涨跌受两种效应共同影响:一是挖坑效应,二是填坑效应。后者强于前者,指数就会上涨,并创出新高。

邢精平

2013年3月5日,对美股投资者来说,真是一个“喜大普奔”的交易日。这一天,道琼斯工业平均指数(简称道指)一扫百年一遇的全球金融危机的阴霾,不但收复了危机爆发之后的失地,还站上了自1896年道指诞生以来的历史新巅峰。接下来好戏连台,标普500道指轮番创出新高,让投资者终日兴奋不已。至2014年7月底,标普500指数收盘价67次成功创出新高,道指更是72次创出新高,甚至曾于8个交易日内迭创新高,使美股成了投资的天堂。然而,代表科技股的纳斯达克综合指数(简称纳指)与纳斯达克100指数则仍无缘此次盛宴,其离2000年树立的丰碑仍有不小的差距。

泡沫并非无法超越

投资者普遍认为,2000年互联网泡沫是纳指长期不能创新高的原因,也就是说,泡沫阻止了纳指的前进脚步。其实,资产泡沫本身很难被界定与识别,格林斯潘说得直截了当:“泡沫只有在破灭时才知道是泡沫。”尽管如此,投资界还是很喜欢引用泡沫概念,并将这一概念用于描述股票价格超出其内在价值的状况。通俗一点讲,就是股价涨过头了。

上世纪末,纳指经历了一轮暴涨,自1995年初至2000年3月初,指数从743.58点上涨至5048.62,5年累计上涨5.8倍,其中,1998年10月以后更有一段加速上涨过程,从1419.12点起步,一年半内涨幅达到惊人的2.6倍。随后,伴随着互联网泡沫破裂,指数一路下跌。如此看来,纳指确实涨过了火。然而,泡沫真的是无法超越的巅峰,阻止了纳指创新高吗?

近百年来,股票市场上大大小小的泡沫此起彼伏,最著名的莫过于美国1929年大崩盘。1925年,道指从121

点一路上涨,至1929年9月,越过380点,随后泡沫破灭,至1932年7月,跌至41.22点,跌幅达到89%。今天以万点的眼光看,道指当年的380高点只是区区泥丸而已。再如香港股市,恒生指数由1969年初的107点上升至1973年3月1775点,4年上涨16倍,不可谓不疯狂。尔后辗转下跌至1974年12月最低的150点。今天,以25000点的高度看,这个泡沫实在算不了什么。

1990年12月19日,上证综指从100点起步,于1992年5月25日创出了1428.79点,一年半内上涨13倍,平均市盈率超过200倍,其中豫园商城股价超过万元,与上世纪七十年代初香港股市堪有一比。尔后半年内指数跌至393.52点。尽管如此,随后十年中上证指数仍迭创新高,未被泡沫阻挡前进的脚步。1993年2月,上证指数在3个月内轻松创出1536.82点的新高,急涨近3倍;1999年6月30日,创出1756.18点新高;2001年6月4日,创出2245.44点新高。

综观全球股票市场发展史,泡沫大小并非是指指数能否突破的关键,而泡沫中市场规模与公司规模大小,可能是指数创新高难度大小的关键因素。2000年3月底,纳指前十大权重股市值超过2.3万亿美元。其中,思科与微软等两家公司市值均超过5000亿美元,英特尔公司股票市值超过4000亿美元,这些大公司的股价泡沫才是阻碍指数超越的重要原因。

指数下跌与大公司挖坑

指数涨跌直接与成分股总市值相关。在不考虑股票发行的情况下,整个股票市场总市值上升,综合指数就会同比上升,反之亦然。当成分股总市值下降一半,指数也将同比下降50%,尔后,总市值需要涨一倍,指数才能回到原点。只有当总市值超过原高点时,指数才可能创出新高。

通常情况下,指数包括了数量不同的成分股,其股票价格下跌将会带动公司市值下降,相应地,指数下跌。当公司股价下跌剧烈,特别是当熊市来临时,指数在下跌时就会形成一个坑。公司市值损失越大时,相应地,指数的坑就越深。以市值加权的指数的一个显著特点是,大公司市值在指数中占比高,相应地影响力大,而小公司市值占比很小,对指数影响很小,因而,这种挖坑效应主要是指指数中的大公司完成的。

2000年3月,纳斯达克市场总市值曾一度突破6.6万亿美元,相当于全球股票市场总市值的五分之一。2002年10月,纳斯达克市场最低谷时期,总市值跌破2万亿美元,损失近5万亿美元市值。相应地,指数从2000年3月10日最高收盘于5048.62点,一路狂泻,至2002年10月9日收盘于1114.11点,下跌78%。

在这一波剧烈的下跌过程中,大公司市值损失巨大。2000年3月底,五大权重股市值1.9万亿美元,而2002年9月底其市值不足4000亿美元,五家公司损失1.5万亿美元,其中思科损失超过4700亿美元,微软与英特尔损失均超过3500亿美元。至2014年6月底,经过十余年的发展与恢复,这五家公司市值合计仅8000亿美元,仍有1.1万亿元的损失,其中思科的损失仍高达4105亿美元。

在2000年互联网泡沫破灭时,纳斯达克市场有超过一半的公司或者直接退市,或者通过并购谋求出路。当时名噪一时的公司,有的再没有机会恢复,这些公司给指数挖的深坑也没有机会补回来。如太阳微系统公司(SUNW)市值曾超过1600亿美元,在硅谷与微软、惠普、思科具有同样的“江湖地位”,2009年4月以74亿元被Oracle并购,损失超过1500亿美元市值。再如戴尔电脑市值曾超过1300亿美元,2013年10月,市值已跌至249亿美元,并私有化退市。又如JDSU公司2000年6月底市值高达936亿美元,



2002年9月底跌至14亿美元并退市。

优秀企业填坑与接力

资本市场的魅力在于其生生不息,优秀公司各领风骚,不断给投资者带来财富,同时也给指数带来不断上涨的动力。总的来看,指数涨跌受两种效应共同影响:一是挖坑效应,二是填坑效应。后者强于前者,指数就会上涨,并创出新高。

欠下的债总是要还的,无非是谁来还。市值填坑的方法,一类由原公司自填,另一类则由其他优秀公司来替填。但是,指数的填坑不包括股票发行,也就是说,新股发行或再融资所带来的市值增加不能用于填补市值损失。如Facebook上市首日市值800亿美元,目前市值2000亿美元,其对指数的贡献仅限于上市后增值的1200亿美元。

一是公司自填坑。在2000年泡沫破灭时,泥沙俱下,大跌引发市场恐慌,很多优秀公司也被错杀。随着时间流逝,一批有竞争力的公司市值得到逐步恢复,如微软公司在2000年3月底市值5832亿美元,2002年9月底跌至1971亿美元,2014年8月底市值已接近4000亿美元,虽离高点仍有近2000亿美元的距离,但从低点已补回2000亿的损失。同样,Oracle、英特尔及思科等均从低点补回了部分损失,其中Oracle补回了近1400亿美元。

二是优秀公司替代填坑。随着互联网经济发展,一批优秀的上市公司先后登上舞台。2012年,苹果公司的股票价格突破每股660美元,其市值达到6235亿美元,刷新了微软公司在1999年12月创造的纪录,而2000年初时苹果公司市值不足200亿美元,2002年9月曾下跌至14亿美元,近十年来该公司市值增长巨大。又如亚马逊公司,2000年初市值仅为243亿美元,目前市值已超过1500亿美元,为市场贡献了1200多亿美元。再如谷歌,2004年上市时市值仅272亿美元,目前已接近4000亿美元。

纳斯达克市场如梦魇一般,经历2000年的崩盘后,2014年6月底市值又高达66720亿美元,已超过2000年高点。相应地,指数已涨至4408.18,但与2000年高点仍相差12.7%,其原因是股票发行所增加的市值不对指数上涨构成贡献。2014年6月底,纳指中市值超过1000亿美元的公司已达11家,包括苹果、微软、Google、Facebook、英特尔及亚马逊等等,奈何2000年所挖的坑太大,暂时仍未填平。不过,纳指可能离创新高已不远了。目前,纳指市盈率22倍,与2000年高位时数百倍的市盈率已不可同日而语。

对中国资本市场的启示

纳指是理解资本市场运作的一把

钥匙。资本市场看似涨落无序,但其内在逻辑。市场成功与否并不在于有没有坏公司来挖坑,而在于有没有好公司来填坑。因而,能否培育优秀企业自然是资本市场的生命力强弱所在。也正因如此,美国市场并没有因为安然、世通等坏公司而受到重大影响,也没有因互联网泡沫破裂而毁灭。

市场通常并不惧怕泡沫的出现,关键要看泡沫发生阶段相关上市公司的规模,由此决定了泡沫破裂时市场影响大小,并进而决定了市场的未来走势。巨型公司泡沫就会为指数挖出一个巨大的坑,增大了后续填坑的难度与时间,而小公司泡沫很容易被新公司取代,甚至于被下一个泡沫取代。

我国创业板指数推出后,一路跌至585点,随后半年内涨幅达263%。于是,有关创业板是否存在泡沫的争议声四起。创业板与2000年纳斯达克市场最大的不同便是公司规模总体偏小,最大公司市值仅330亿元,超200亿元市值的公司不足10家。即便有部分公司存在泡沫,甚至泡沫破裂,其挖坑能力也是有限的,并且这种坑较容易被自身或其他公司的市值成长所弥补。因而,在创业板后续上市资源丰富,上市公司总体处于成长期的阶段,指数自然很难形成长时间不会被超越的高点。

审慎评估全面降息的经济后果

康珂

11月21日晚,中国人民银行突然宣布,自2014年11月22日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率:金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%;一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%。此次降息虽然符合一些市场主体的预期,但央行在年内突然降息还是令市场倍感意外。

央行解释,此次降息主要是为了缓解经济增长下行压力下企业特别是小微企业融资成本高的问题,对于稳增长、促就业、惠民生具有重要意义。从理论上讲,降息的确是降低社会融资成本的重要手段。但在当前中国经济处于增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期“三期叠加”的背景下,全面降息恐怕难以实现央行的预期目标,而且会让市场形成降息周期开启、货币政策再次走向宽松的预期,对中国经济“转方式、调结构”造成负面影响,产生一系列不利于中国经济转型发展的经济后果。

第一,全面降息不会在根本上解决小微企业“融资难、融资贵”问题。通过全面降息释放流动性可以增加资金供给总量,但不会优化资金供给结构。小微企业融

资成本高不是因为货币总量短缺,而是资金供求结构性失衡所致。2014年10月,中国货币供应量(M₂)为119.9万亿元,比上年同期增长12.1%,高于前三季度7.4%的国内生产总值(GDP)增速。M₂与2008年末相比,更是激增1.52倍,远高于同期实体经济增长。这表明,我国流动性并不紧张,所谓“钱荒”、实体经济“融资难、融资贵”等问题不是货币总量短缺造成的,而是结构性问题。在当前经济结构下,即使全面降息,资金还是会从银行流入国有企业、地方政府融资平台和房地产业,小微企业很难从中获益。而且,降息会导致能源、原材料价格上涨,提高生产成本,使小微企业面临更大困难。本来随着近期物价的回落,小微企业生产成本有所降低,但降息将改变这一形势。此外,降息会使大企业获得更多廉价资金,助长其扩张,挤压小微企业市场空间。可见,对小微企业而言,全面降息不仅难以降低融资成本,而且会提高生产成本、增加竞争压力。

第二,全面降息可能再次催生房地产泡沫,放缓经济结构调整步伐。近年来我国房价持续上涨,一方面是由市场供求决定,另一方面是货币因素导致。国际金融危机后,我国出台四万亿刺激计划的初

此次全面降息很难达到央行的预期效果。一旦降息周期开启,全面宽松货币政策的阀门可能被再次打开,中国经济将重新滑向旧常态的发展轨道,错失结构调整时机。

表是刺激有效需求,以内需增长弥补外需损失,帮助企业渡过难关。但由于经济结构固化、新的增长点缺乏,所以过量货币涌入房地产市场,导致房地产业畸形发展、房价持续上涨。房价的高企又进一步将社会各阶层消费和投资创业的资金吸收到房地产市场,使经济结构再度恶化。中国经济持续健康发展的关键是要形成新的增长动力,从要素驱动、投资驱动转向创新驱动,避免对房地产投资过度依赖。2014年以来,我国房地产市场趋于平稳,房价有向合理水平回归的趋势。一些资金也开始撤离房地产业,探寻其他投资机会。因此2014年前三季度,虽然中国经济增速下滑,但有效投资稳步增长,城镇新增就业超去年同期,提前完成全年目标。此时全面降息,房地产业又将成为吸收新释放货币的主要资金池,已

进入下行通道的房价可能再次反弹,催生新的房地产泡沫,使结构调整更加困难。

第三,全面降息可能加剧地方债务风险。目前我国地方政府性债务已超过10万亿,蕴含较大风险。2014年9月,国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》,明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任,中央政府实行不救助原则,并剥离融资平台公司政府融资职能。随着地方债务偿还高峰的到来,地方政府需要支付巨额利息,而不少地方的财力已经捉襟见肘。全面降息会暂时缓解地方政府利息偿还压力,有的地方会通过借新还旧的方式偿还一部分到期债务,但这无助于从根本上化解地方债务风险,反而会助长地方政府的投资冲动。从2014年10月16日到11月5日,国

家发改委密集批复21个基建项目,总投资近7000亿元。由于财政政策保持稳健,地方政府可用于基建投资的资金非常有限,降息为地方政府扩大融资提供新的机会。随着更多廉价资金的注入,地方政府性债务会进一步膨胀,风险也随之加剧。

第四,全面降息短期内利好股市,但在长期不利于资本市场持续健康发展。从短期看,降息会促进更多资金从银行体系流入资本市场,为股市带来利好。但资本市场的持续健康发展在根本上取决于实体经济发展,取决于企业盈利和经济基本面。中国经济只有成功转型升级,形成新的、多元化的增长动力,资本市场才会迎来真正的发展机遇。因此,股市的长期走势取决于中国经济结构调整、提质增效的步伐。而全面降息会让市场形成货币政策再次走向宽松、经济刺激再度出台的预期。巨额投资、产能过剩、房价上涨、结构固化的老图景可能再次显现,使中国经济“转方式、调结构”严重受阻。资本市场也可能在短期的投机亢奋后迎来长期的萧条。

第五,全面降息将加速资本外流,增加中国经济金融风险。中国经济已深度融入世界经济,货币政策也要从全球视角来权衡,考虑其他国家,尤其是美国的货币政策走向。美国人十分清楚经济刺激作为一种短期应急手段,决不可长期使用。因此,

在逐步走出危机、国内经济开始复苏后,美国就着眼于经济长期发展,果断停止量化宽松货币政策,致力于结构调整和工业再造。在这一背景下,市场普遍预期美联储将在2015年加息。因为加息一方面保证美元坚挺,维护美元的国际地位,另一方面促进美元回流,为美国“再工业化”战略提供资金支持。两国利率差异会引起资本跨国流动,中国降息、美国加息将导致大量国际资本从中国流向美国,使中国经济金融风险加剧,实体经济遭受重创。

总而言之,此次全面降息很难达到央行的预期效果。对于降息,房地产商为之欢呼;股市投资者为之雀跃;地方政府一方面为债务危机暂时松了一口气,另一方面为获得廉价资金、扩大政府主导型投资感到鼓舞。而小微企业不仅难以降低融资成本,而且会提高生产成本、增加竞争压力。中国市场得不到长期利好,反而使美国资本市场获利。客观来讲,一次降息对经济的影响还较为有限。央行也表示“此次利率调整仍属于中性操作,并不代表货币政策取向发生变化”。然而,市场普遍预期未来会继续降息。一旦降息周期开启,全面宽松货币政策的阀门可能被再次打开,刚刚开始转型的中国经济将重新滑向旧常态的发展轨道,错失结构调整时机,增加未来发生“硬着陆”的可能性。

(作者系中国人民大学、中国工商银行联合培养博士后)