

美国股市的最大风险来自利率的提高

尹中立 时间：2018-03-29 来源：21 世纪经济报道

今年二月份以来，美国股市的波动加大，道琼斯指数已经从最高点下跌了超过 10%，月线已经出现两连阴。类似的调整在美国股市过去的几年里是少见的。其表现不仅受到市场投资者的关注，而且受到我国股市监管者的关注。

要分析和判断美国股市的走势，应该从基本上寻找线索。笔者认为，支持美国股市走出大牛市的关键因素是量化宽松政策。

从股市定价理论模型看，市场长期利率走低，意味着无风险收益率降低，有利于股市估值的提升。这是宽松货币政策推动股市上涨的原因之一。

从过去几年美国股市的表现看，我们还看到宽松货币政策对股市的另外一种影响逻辑：在市场利率很低的状态下，大量上市公司通过发行债券的方式融资，再将这些资金用于大量回购公司的股票，从而刺激股市的持续上涨。

通过发行债券融资来回购股票在国内股市十分少见，但在美国股市却很流行。因为充足的流动性让企业享有非常廉价的融资成本，企业能够以很低的利率举债。债券市场融到的资金可以回购自己公司的股票。通过股息和债券利息的差值，企业能轻易地实现套利的行为，

并且推动公司股价的上涨。美国大型公司自 2009 年以来共计发行了 3 万亿美元的净负债，美国公司债务总额达到 13.7 万亿美元的历史最高点。根据美联储数据，2009 年以来，非金融企业通过股票回购买回了 3.3 万亿美元的股票，居民和机构（保险公司和养老金基金）同期分别出售了 6720 亿美元和 1.2 万亿美元的股票，共同基金和 ETF 则购入了 1.6 万亿美元的股票。美国上市公司发行债券的数量与回购股票的数量基本相当。

今年前两个月，美国股市迎来了前所未有的回购规模。根据高盛的统计数据，今年前两个月美股回购规模达到 1710 亿美元，这一数字也是近 10 年来美股同期回购规模平均值的两倍还要多。根据高盛对标普 500 指数上市公司现金使用量的推算，如果市场利率保持稳定，今年美股的回购规模还将持续扩大。摩根大通预测，标普 500 成分股公司今年的股票回购规模可能超过 8000 亿美元，远超去年的 5300 亿美元，并创下历史新高，之前的最高纪录是 2007 年回购 7210 亿美元。

今年初公布大规模回购计划的公司包括：思科（250 亿美元）、富国银行（226 亿美元）、谷歌母公司 Alphabet（86 亿美元）。另外，瑞银估计，苹果可能进行的回购规模达 600 亿美元。实际上，受到税改和高 EPS 的影响，美国上市企业今年的现金支出将提高 15%至 2.5 万亿美元，其中将有 1.2 万亿美元派发给股东分红，其余将用于公司发展。而在现金支出中，美国标普 500 上市公司全年资本性支出将在

2018 年增长 11%，达到 6900 亿美元，仍然是现金支出中最重要的资金去向。高盛指出，这主要是源于美国上市公司强劲的营收增长以及管理层对未来的乐观态度。

显然，要维持举债加回购的游戏持续下去，前提是市场融资成本保持低位。随着美联储的加息步伐加快，该游戏将面临巨大挑战。美联储从 2015 年底开始加息，2017 年加息 3 次，2018 年已经加息 1 次，加息节奏正逐渐加快。但因为美联储内部测算的中性利率水平已经大大降低，预计本轮加息周期很难达到上轮加息周期 5% 的水平，大概在 3%-4% 之间，这对股市的压力不会非常大。但美联储的缩表将是重头戏，因为美联储持有的大多是较长周期的国债和 MBS，如果缩表进度过快，则会引发长期国债利率上升。这将陆续演化出企业债利率上升、企业回购行为缩减、股市承压的系统反应。

值得关注的是，巴菲特在今年的《巴菲特致股东的信》用相当多的笔墨来说明股票回购对市场的意义，他坚持认为回购股票的价格很重要，“对于持续股东，回购只有在股票被以低于内在价值的价格购买时才有意义。当遵循这一规则时，剩下的股票将获得内在价值的即时增长”。言外之意是当前的美国股市价格已经高估，没有必要继续回购。因此，巴菲特已经大量增加了持有现金的数量。

从市场博弈看，美国股市已经持续上涨达 9 年多，已经形成了强大的上涨趋势，但物极必反，盛极而衰。也许，触发美股趋势逆转的

正是美联储的加息行动。