美股的黄昏来临了么？

（专栏作家 钟正生 特约作者 夏天然）

5月17日，美国三大股指突然大跌2%，随后又连续两天大涨，美股的跌宕起伏生动演绎了特朗普“泄密门”事件的快速发酵与冷淡。当然，这不仅仅是“泄密门”事件的影响，其中可能也有不少借机出货的投资者。自从年初道指攀升至20000点以来，看空美股的声音一直不绝于耳。毕竟美股已经经历8年长牛，且去年2月以来，标普指数从未有超过10%的跌幅。

对美股最典型的看空者就是“新债王”冈拉克（Jeffrey Gundlach）。他在近期频繁建议投资者买入新兴市场股票，并沽空标普500指数ETF。他对美股的悲观情绪并非来自“泄密门”，而是认为美股本身估值过高，泡沫过大。这样的泡沫是被被动投资推升的，即将被美联储加息所戳破。那么，美股是否真的存在泡沫呢？

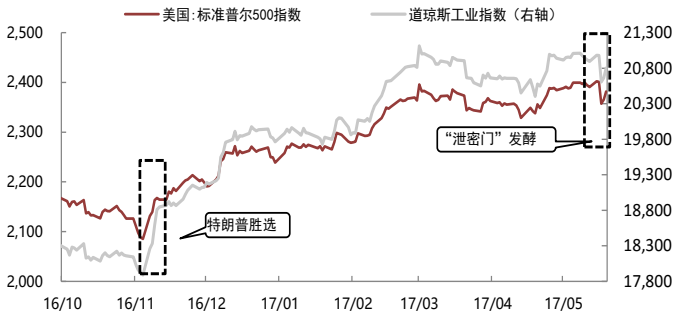

图 1：美股因特朗普“泄密门”突然大跌

美股有泡沫么？

无论是从周期调整的Shiller PE指数，还是从巴菲特最认可的“股市整体市值/GDP”来看，美股当前的估值水平都已超过次贷危机前的高位，并向2000年科网泡沫时期的高峰逼近，似乎确有很强的泡沫迹象。至于冈拉克担心的被动投资，也确实存在。美股上市公司股票数量从1995年的近7500支一路下滑至当前的4300多支，而指数型基金的数量目前已经超过股票数，达到5000支左右。偏被动投资型基金占比加大，投资集中度可能提高，这无疑会增加系统性风险。偏被动型投资带来的问题还包括：资金更多注入指数成分股，挤出对小型公司的投资；一旦崩盘可能加剧资金进一步流入被动型基金，导致主动型投资处境愈发困难。

美股基本面究竟如何？

如果回归美股公司的基本面来看，那么泡沫又似乎没有那么明显。美股上市公司的基本面情况没有恶化，而在不断改善。美股企业经营预期虽然没有2012-2013年那么好，但一直在回升，目前经营预期已经远好于2015年和2016年。美股收益预期和每股收益也表现良好，二者今年以来都有显著上涨。

美联储加息影响几何？

美联储正走在货币政策正常化的道路上，今年以来一直偏鹰派的态度令市场平添担忧。5月初美联储最新货币政策会议结束后，市场对6月再加息一次的预期迅速打满，“泄密门”引起短暂波动但随后很快平复。不过，即便美联储加快加息态度已经非常明确，美股却未受到很大影响，继续运行在原先轨道上。历史来看，美联储加息周期的启动阶段对美股不会造成太大影响，真正影响美股走势都是在其连续多次加息之后（图2）。也就是说，若美联储保持谨慎行动的方式，即便今年再加息2-3次，对美股也不会造成很大的冲击。

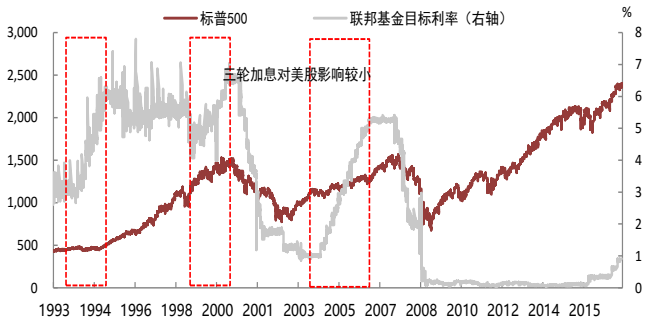

图 2：美联储加息初期对美股影响较小

新兴市场股市真的那么好吗？

相对于美股，新兴市场股市整体估值较低。2012年以后，MSCI新兴市场指数估值与标普500的估值开始拉大，PE相差约5个单位。目前新兴市场PE约为15倍，标普500约为21倍，美股与新兴市场股指也从此逐渐拉大。就此而言，新兴市场股市的相对优势就是估值偏低。然而，新兴市场股市存在波动率较大的问题。以30天平均波动率来看，新兴市场国家股指波动程度普遍是标普500指数的2-3倍。而且，政治不稳定是新兴市场的重大隐患。类似于卢布突然贬值和巴西总统受贿事件这种事件的频繁发生，都曾对新兴市场股市造成巨大冲击。退一步说，即便美联储过快加息造成美股下跌，新兴市场也逃不了干系，且调整幅度很可能超过美股。

选美股还是新兴市场？

目前，美股估值水平确实偏高，但从基本面角度来看，美股高涨并非没有坚固支撑。过去几年，若仅仅因为估值便宜而选择了新兴市场股市而非美股，就已错过这一波高回报；先在若因估值偏高而离开美股选择新兴市场，这个理由同样未免有些牵强。5月19日，巴西圣保罗IBOVESPA指数一天内下跌9%，仍令不少投资者心有余悸。也正因为我们都意识到，美股存在系统性风险加大的问题，且面临美联储收紧货币政策的风险，所以美股近几个月来的震荡其实也是一个压力释放的过程。

综上，除非有突发性事件爆发（比如特朗普突然被弹劾），短期内美股没有大跌风险，投资者无需急着换仓，冲向不确定性更高的新兴市场股市。