



美股熔断 不是见证奇迹的时刻

2020年3月9日,美股大跌7.78%并触发了熔断。巴菲特接受采访时说,“我活了89岁,只见过两次熔断,上一次还是1997年。”但股神还是太“年轻”了,因为在随后的7个交易日,美股在12日、16日和18日,又出现了3次熔断。

美股熔断不是见证奇迹的时刻,因为美股市场并未因此进入熊市。在经历4次熔断的同时,美股也有3天暴涨20%的表现。投资界对此只能说,“我们经历了美股有史以来最动荡的一个月。”但问题是,美股暴涨暴跌的背后,是政策的扭曲,还是人性的缺陷,更关键的是,这将带给市场未来怎样的影响。

其实在熔断之前,美股的“牛市”已经持续整整十年了。从2009年的市场低点算起,标普500指数涨了4倍,道琼斯涨了3倍,纳斯达克涨了6倍,而且没有出现过的调整,走出了“慢牛”,也是A股投资者艳羡的“别人家的牛市”。

美股慢牛是如何产生的?有人说,美股也是“水牛”,因为次贷危机影响,美联储进行了多轮QE,但问题在于,2018年美联储尝试了缩表,为何没有引发市场调整;也有人说,美股上涨受益于以FANG(Facebook, Amazon、Netflix和Google)为代表的新经济,但却无法解释,为何盈利没有显著提升的传统公司股价也出现大幅上涨。

近两年,市场分析师逐渐达成了一个共识,真正推动美股上涨的动力是公司回购。

公司回购股票,是一种较为传统的资本运作方式。巴菲特多次公开表示,“我们喜欢股票回购,因为我们相信大多数情况下,公司回购的股票在市场中是被低估的。”只不过,现在公司回购股票并非是因为公司被低估,而是异化成了一种财务技巧。

查理·芒格也曾说过,公司回购股票这种行为本无可厚非,“比如,一位公司合伙人缺乏资金了,其他股东回购他的股票,有什么不对吗?”但现实是,很多美股上市公司回购的目的,却仅仅是为了支撑股价,更有甚者,美股上市公司回购股票的钱,并非来自于公司盈余,而是负债。上述问题的出现,如果不是个案,那么就是系统问题了。

简单来说,股权激励机制,市场投资机制,宏观政策环境,共同影响了上市公司的股票回购行为。

首先,美国上市公司的薪酬构成,股权激励是重

美国企业资产负债表推演



要的组成部分。现在企业,所有权和经营权分开很常见,但也造成了股东和高管利益的差别,国内投资者熟悉的“股权分置改革”,也是为了解决这对矛盾。不少美国上市公司,希望通过股权激励的方式解决这个矛盾。

以思科公司为例,股票期权为公司发展提供了巨大推动力。对公司来说,给予高管股票期权,就无需给予过多现金;对高管来说,股权致富效应远远大于工资,激发了工作热情。但上述逻辑的基础,就是思科公司的股价必须持续上涨。

国内企业也有过类似的尝试。2009年,一家黄金饰品企业因为现金不足,选择用小金条支付员工薪水,因为当时正处于黄金牛市,员工们并没有反对意见。但从2011年开始,黄金价格进入了长达4年的“下降通道”,再用金条支付工资,员工就不买账了,最终这个企业也出现了危机。

其次,美股是典型的机构市,而机构主导的市场要求业绩切实有保障。反映上市公司业绩的重要指标是每股收益(EPS),一般来说,EPS越高意味着公司盈利能力越强。也就是说,如果上市公司总利润没有大幅增长,但却想吸引机构者怎么办?通过回购并注销股票已达到减少股本的目的。这已不是经营企业,而是财务技法了。

最后,回购股票的资金,如果来自于企业盈余,这也没什么,但如果回购资金来自于负债呢?部分市场人士已经注意到,与以往美股“泡沫”期公司举债用于增加产能不同,不少美国上市公司加杠杆的主体为直

接通过二级市场回购股票。原因无他,因为持续多年的QE政策,使得廉价资金太容易获得了。

如果上市公司股价一直上涨,企业高管的期权看涨,投资机构的收益靓丽,大家一派喜气洋洋。但杠杆也是一柄双刃剑,“负债回购”恶化了企业的资产负债表。不难理解,负债去购买生产资料至少还能有抵押物,但负债买股票注销,无疑是放大了企业的潜在风险。

2020年,疫情的突然到来,提前引爆了债务风险。因为经济停摆,企业的经营受到严重影响,没有了收入,大家都明白了EPS保持增长根本就是财技,股价大跌又急速恶化了企业资产负债表。机构不买账,散户能跟上吗?可美国人“超前消费”是出了名的,家庭资产负债表早就一塌糊涂了。

显而易见,疫情恶化了美国家庭资产负债表,熔断冲击了上市公司资产负债表。辜朝明在《大衰退》一书中,首次提出了“资产负债表衰退”这个概念,并认为只有完成资产负债表修复,才能让货币政策发挥效率,经济开始复苏。虽然辜朝明研究的是日本,但债务问题也是美国经济当前所面临的“灰犀牛”。

借由美联储近零利率,以及美国政府向所有民众发钱,美国股市在2020年,从3月份开始到年底上涨了63%。但查理·芒格却提醒,“印钱不能解决所有问题,要不政府还收税干什么?”

对美股来说,不要指望每一次熔断,都能出现大奇迹日。

撰文/张兆瑞