

美股易涨难跌

上周的大部分时间里，俄罗斯和乌克兰局势左右了欧美主要股市。俄罗斯轻而易举地从乌克兰手中夺走克里米亚之后，在同属乌克兰东部的顿涅茨克遇到了乌克兰的阻击，尤其是俄罗斯支持的顿涅茨克当地“亲俄”武装误打下了马航客机之后，乌克兰趁机加大了攻势，并在上周包围了顿涅茨克市。乌克兰下一步拿下顿涅茨克可以说是轻而易举，但是会造成较大流血。俄罗斯更是在乌克兰边境大规模集结部队，进行“演习”，大有乌克兰一旦攻击顿涅茨克市，俄罗斯就会正式入侵乌克兰之意。欧洲股市在乌克兰局势不断恶化的影响下不断下跌。德国股市在过去8天里，下跌了7天。上周下跌2%。过去一个月，德国股市下跌了整整10%。今年以来的涨幅也从5%，变为-6%。欧洲其它国家的股市表现也类似。上周葡萄牙股市下跌7.5%（今年下跌14%），西班牙下跌4%（今年仍上涨2%），意大利下跌5.7%（今年仍上涨1%），希腊甚至下跌10%（今年下跌10%）。

美股表现相对要好很多。标普500指数上周小幅上涨0.3%。从最高点下跌仅有3%，表现大大好于其它主要发达国家市场。周五，俄罗斯国防部长宣布乌克兰边境演习结束，乌克兰局势似乎有所好转，美股市场立刻上涨超过1.1%，为过去五个月以来表现最好的一天。本来我预期本轮美股调整至少会从高点下跌5%，周五出乎意料的大涨确实出乎意料。

乌克兰局势看来有所好转。乌克兰将顿涅茨克市围而不打，不给普京过分刺激。而顿涅茨克市的闹分裂的亲俄分子内部也在分裂。从5月以来自称为顿涅茨克市亲俄政府总理的Alexander Borodai（俄罗斯公民）在乌克兰合围顿涅茨克之后宣布辞职。另外俄罗斯的“演习”于周五结束。这一切都显示事态正在一步步地向好的方向发展。乌克兰在近期就顿涅茨克问题达成某种“和平”协议的可能性在不断地增大。

自2011年4季度以来，美国标普500指数一直以几乎直线的趋势上行。这期间，每过2-3个月，就会有超过5%的回撤调整。而调整的原因几乎无一例外都是宏观因素，而不是公司财报或股票估值因素。2012年标普500指数有两次回撤的幅度有些大，达到10%，主要是欧债危机导致。而欧债危机结束之后，历经美债上限、联邦政府关门、财政悬崖、塞浦路斯金融危机、美联储退出QE3等等多次“危机”，美股每次回撤最大不过6%左右。

美国现在为何易涨难跌？我认为有如下几个原因：

1. 美国经济正在处于上行的中段。失业率仍然在6.2%位置，距离失业率为4%的经济过热区尚远。而隐性失业率更高。通货膨胀还是处于2%以下，距离通货膨胀4%的经济过热区尚远。
2. 美国经济没有过热，各类资产（包括房地产和商品）也都没有泡沫。美国房地产市场复苏远远落后于大势。现在的一手房开工率不及高点（2006年）时的一半。全美平均房价距离高点时下跌20%以上。资产负债表远没有修复完毕。而其它的商品价格，诸如石油、煤炭、农产品、贵金属和工业金属价格也比最高点时大多下跌1/3以上。
3. 美股的估值并不算贵。现在标普500动态市盈率为16.2倍，比2011年的12倍（1990年现有记录以来最低点）要高不少。但是自1990年以来，标普500平均动态市盈率为18倍。标普500指数的市盈率在90年代的前期和后期曾经长时间大大超过20倍，在2000一度接近30倍之高。美国股市现在没有普遍的泡沫。
4. 在80年代，标普500指数上涨了2倍。90年代，标普500指数上涨了3倍。这之后，自2000年中至2013年中，在长达13年里，标普500指数只是走了一个完整的“W”形。股指没有动过，而估值下跌了一半。

我并不认为美股本轮调整已经结束。如果乌克兰局势继续恶化，或者其它宏观事件发酵，美股都有可能接着转头向下，超过5%的回撤有可能。但是美股上涨的逻辑非常清晰，这个趋势仍然会持续2两年。摧毁美股上升的条件有几个，一是经济过热，失业率大降，

通胀上涨到近 4%；二是资产（主要是房地产）泡沫重现；三是股市估值达到近 20 倍；四是新兴市场硬着陆。美联储升息不属于这个范畴内，因为美联储升息一定是这四个条件中的前两个出现造成的。这四个条件任意一个都有可能压垮美国股市。但是现在看来，这四个条件或者说是压垮美国股市的“稻草”远远没有出现的迹象，美股仍将继续易涨难跌。