

## 美股终上 2000 点之回顾与横向比较

上周最引人注目的事件就是美国标普 500 指数在 5 天中有 3 天收于 2000 点以上，并于周五收于 2003.37 点的历史高点。自 2009 年 3 月标普 500 跌至最低 666.79 点以来，过去 5 年半时间，标普 500 上涨了整整 200%，年均上涨 22%。

在过去 5 年半里，美国的经济从濒临崩溃的边缘回到繁荣，失业率从 10% 以上下降至 6.2%。在这个过程中，美国经济的自我疗伤机能非常值得钦佩。另外，美国政府，尤其是美联储在危机关头的果敢救助起到了关键作用。美国政府向市场和金融机构提供了高达万亿美元的救助。美联储迅速将利率将为零，并且向市场提供了三波流动性（量化宽松或者说 QE）。

就在上周，离任有半年的前任美联储主席伯南克在一份法律文件中表示，“2008 年的 9 月到 10 月是世界历史上最危险的金融危机，比（1929 年的）大萧条还要危险。美国最重要的 13 个金融机构中，有 12 个有可能在 1-2 周之内倒闭。”

这次金融危机的原因见仁见智。美国住宅市场的泡沫破裂无疑是直接导火索。有很多人认为过度的资产证券化、过度的金融创新、监管放松、金融机构的风险控制、等是金融危机的原因。不过，大多数人都认同这次金融危机更深层的原因是过度的借贷。从金融机构层面来说，2003 年至 2007 年，美国前 5 大投资银行的杠杆率从 20 倍提高到了超过 30 倍。在家庭层面来说，美国的储蓄率曾在金融危机前达到负值，也就是说美国人花钱比挣钱多。而 70 年代，当美国经济仍然处于滞涨的时候，美国家庭的平均储蓄率曾经达到 14%。美国家庭的储蓄率在过去 30 年逐渐下降。负债的逐渐增加造成经济的短暂繁荣，这一点很多经济学理论都有所提及。但是随之而来的经济周期的也会非常强烈。要知道，上一次美国的平均储蓄率为负的时候，是在 1929 年大萧条的时候！

资本主义每次经济危机都是一个降杠杆的过程。2008 年这次也不例外，只是来得非常猛烈而已。过去 6 年，美国家庭在大量破产的情况下，储蓄率仍然不断上升，现在回升到了 6% 的水平。降杠杆的一个主要表现就是美国家庭的消费和投资其实一直是落后于整个经济的发展。

美联储在过去 6 年中，持续进行量化宽松和维持零利率，就是为了让企业和家庭更加平稳地降杠杆。超低利率让企业利润上升，让银行的利差加大，让家庭支出下降。随着伯南克“世界历史上最危险的经济危机”的思路，美联储也冒天下之大不韪，维持零利率政策达 6 年之久。美联储现在的信号是将会维持零利率至 2015 年中。但是从现在美国经济的强劲发展来看，尤其是美国标普 500 指数冲过 2000 点心里关口，美联储很有可能会提前升息。上周现任美联储主席耶伦在全球央行行长会议（Jackson Hole）的讲话让人首次感到她对何时加息有些犹豫。市场猜测这可能会为美联储在明年上半年（1 季度低？）加息开了一扇门。美元对欧元在近期也因此上涨了 2% 左右。

值得注意的是，在应对金融危机的时候，美国的政府和央行确实加大了政府和央行对市场 and 金融企业的干涉，但是并没有从根本上消除市场自我的调节机制。央行没有命令银行放开贷款（事实上，由于银行惜贷，美国的 M2 货币供应曾在 2008 年至 2010 年出现负增长）。政府也没有对企业和个人贷款作出限制，通用汽车、AIG、黎曼兄弟等这些行业巨头纷纷破产。美国政府虽然暂时延长了失业金期限，也并没有出现类似欧洲的限制裁员和高失业救济的趋势。

中国现在其实也面临着类似的挑战。中国过去 30 年的经济奇迹可以说是两个原因造成，一个是市场化改革，一个是杠杆化。21 世纪初铺开的房贷按揭造成了中国家庭负债率大幅上升，也创造了人类历史上最大的房地产市场繁荣。中国最大的负债在于企业的负债。美国非金融和公共事业企业的资产负债率（负债/资产）非常低，30%就已经是非常高的水平了，超过这个线就只能发垃圾债或根本发不了债，而中国发债企业资产负债率超过 50%甚至 60%的比比皆是。美国货币供应 M2 为 GDP 的 87%。而中国货币供应 M2 为 GDP 的 190%，主要都积累在企业中。

中国的经济也在缓慢地降杠杆过程中。同美国类似，政府在这个过程中起到的作用也越来越大。但是两者的手段却完全不同。中国的央行没有降低利率，市场利率反而阶段性飙升，脱离监管的影子银行（高息为特点）以各种创新名义和多种方式大行其道。企业和个人（尤其是非国有企业）的债券负担不但没有因为货币政策而慢慢修复，反而在不断增加。另一方面，市场化的企业破产、兼并、重组、裁员反而被压制，债权和债务人的责任和义务日渐模糊。几乎所有人都寄希望于政府的最后拯救，而不是市场优胜劣汰机制。

美股指数回到 2000 点，美国经济从深渊边回到再次繁荣，这里有很多值得借鉴之处。虽然各国国情不同，也希望我们的政府能够从美国的经验中学到一些教训，让中国的降杠杆过程少走一些弯路。