

半导体行业周期来临会拖累整体经济吗？

上周全球股市大幅下泻。美国标普 500 指数大跌 3.1%。高科技股较多的纳斯达克综合指数下跌 4.5%。而欧洲股市也不逞多让，平均下跌 4.5%。这其中大多数都是在周五跌的。周五，美国标普 500 指数下跌 1.2%。纳斯达克综合指数下跌 2.3%。德国 DAX 指数下跌 2.4%。

上周出了什么事了？让股市下跌如此剧烈？

第一件事，上周四德国发布出口额从 7 月份的 101 亿欧元大跌至 84.1 亿欧元。下降幅度超过预期。

德国的出口数字显示欧元区需求相对疲软。其实由于休假原因，每年 8 月欧洲经济都会有所停滞。德国的 8 月出口额与去年 8 月同比下跌只有-1%。虽然这个降幅相对没有那么惊人，但是相对于 1-7 月同比增加超过 3%，德国 8 月的出口确实差强人意。

德国一个月的出口数字有那么重要吗？当然没有。这反映的其实是全球市场对于整个欧洲经济再次陷入衰退的担心。我们知道，在经历了自 2008 年至 2013 年长达 6 年的衰退（2008 开始的全球经济危机+2010 开始的欧债危机）之后，在 2014 年 1 季度，欧洲国家的 GDP 全面进入正增长。连原来的老大难意大利、西班牙、希腊等国也出现了正增长。一时间，全球投资人对于欧洲经济走出欧债危机的泥潭的憧憬大增。但是进入了 2-3 季度，欧洲经济有开始转头向下，南欧各国经济又陷入负增长。通胀不断下降至 0.4% 的水平，非常接近通缩。这还是欧洲央行不断降息，包括把央行存款利率降至负数的背景下发生的。欧洲的问题是最近美元大涨、欧洲股市大跌最重要的原因。德国股市在过去 3 周大跌 10%。欧元在过去半年下跌了 10%。

但是欧洲经济情况不佳，并不是上周才出现的。过去几个月中，欧洲的经济数字逐渐恶化。投资人其实早就有所准备。欧洲央行正在紧锣密鼓地准备历史上首次量化宽松（也就是 QE）。从 3 次量化宽松对美国的影响来看，欧洲央行如果也施行量化宽松，应该能够起到相当正面的作用。

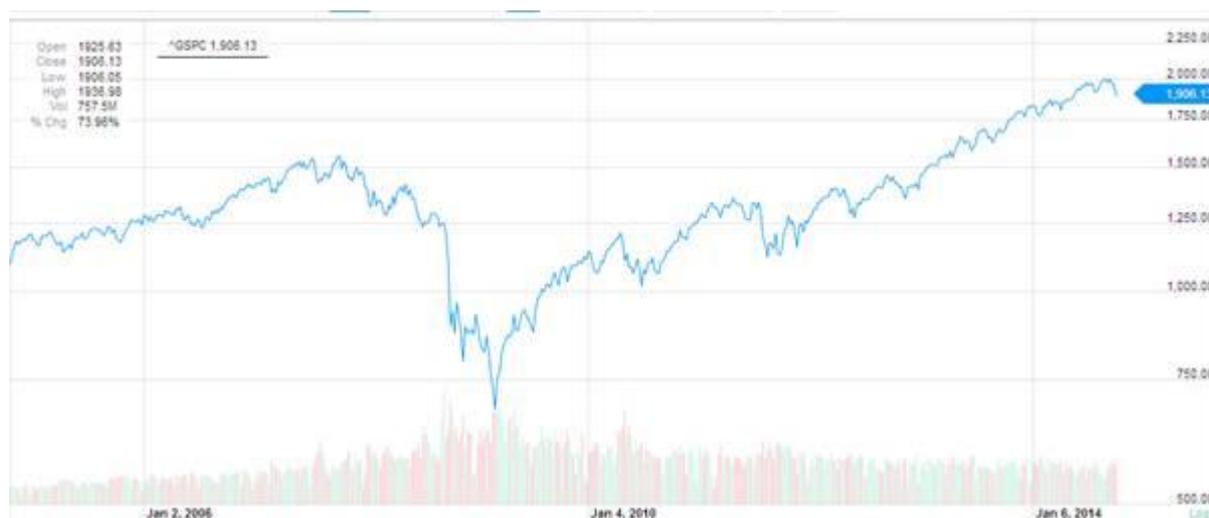
第二件事，美国半导体厂商 Microchip（微芯半导体，市值 80 亿美元）上周五宣布半导体行业去库存周期来临，并下调三季度预期。微芯股价当天下跌 12%。整个半导体股票指数（SOX）当天下跌 6.9%。这是纳指周五下跌 2.4% 的“罪魁祸首”。

而就在上周三，全球 CPU 界老二 AMD 在宣布三季度财报前一周突然宣布 52 岁的 CEO Rory Read 退休，由 44 岁的华裔 Lisa Su 接任。可以肯定的是，AMD 的三季度财报应该是非常的差。结合 Microchip 周五所说的话，全球半导体行业陷入下行周期已经毋庸置疑。

但是我们并不能把半导体周期和经济周期混为一谈。一般美国一个完整的经济周期 7-10 年左右。而一个完整的半导体行业周期在 2 年左右。半导体行业周

期的频率要远远高于经济周期。在经济周期的上行或者下行过程，都可能出现完全相反的半导体周期。这和半导体行业的技术发展有很大的关系。新的技术发展很容易使旧技术产品成为冗余。而全行业不断地追求新技术突破使得其产品周期时间非常短。我们绝对不能把半导体行业进入去库存周期解读为高科技行业甚至整个经济周期下行的开始。

那么什么原因造成全球股市上周如此之大的震荡呢？我认为，最主要的原因就是市场在股市连续上涨、美国标普 500 历史性地突破 2000 点之后遇到了心理障碍。这个障碍需要较长一段时间来消化。



上图为美国标普 500 指数过去 10 年走势图（对数纵坐标）。可以看出，美股在过去 2 年中几乎直线上行。中间也经过几次 5% 左右的回调。但是总体回调并没有太多。这次回调也不过 5%。但是，这次回调最重的一个特点是它止步在 2000 点这个重要的心理关口以下。

2000 点从基本面来说其实并不是一个重要的数字。现在标普 500 指数的动态估值在 16 倍市盈率多一点。在历史来看，这不过是一个中等水平的估值。而 1998 年至 2003 年，标普 500 指数的平均市盈率为 31 倍之多。现在标普 500 指数成分股的盈利早已突破历史最高水平，而且超过 2007 年的盈利 1 倍！现在的股票市值是有收入、利润、和估值支持的。全球最大的公司苹果的市值达 6000 亿美元，但是估值只有 14 倍动态市盈率！而 4000 亿市值的互联网公司龙头谷歌的估值不到 20 倍动态市盈率。而从经济来看，美国的经济正处在扩张的中期。失业率不断下降，但是并没有过热。通货膨胀约 1.5%，距离 2% 有相当一段距离。房地产等资产市场不仅没有泡沫，反而远远落后于其它行业。美国的经济离泡沫还相当遥远。

所以，我的判断是没有必要为半导体行业进入去库存周期而对整个市场悲观。美股将在 2000 点左右徘徊较长一段时间。而欧洲央行应该不要犹豫，赶快施行量化宽松，托一把已经出现衰退迹象的欧洲经济，以免 2010-2012 年的欧债危机重演。