

## 目前美股没有投资价值

在不到三个季度的时间跨度内，美股 S&P 500 指数从 2020 年 3 月最低点 2191.86，涨到 4545.85 点（截至 2021 年 9 月 3 日收盘），涨幅超过 100%。

在估值方面，S&P 500 的 Shiller 市盈率最近达到 39 倍，超过 2008 年金融危机之前水平，接近 2000 年互联网泡沫顶部估值。市净率达到 4.8，也接近 2000 年水平。市销率达到 3.3，是有数据以来的最高，超过 2008 年危机前最高点的两倍。

S&P 500 指数上涨过程中的 K 线形态基本跟 2008 年金融危机之后大部分的上涨区间一致：几乎直线倾斜向上，稍有偏离，很快被修复。只有一个区别，这轮上涨斜率更高（如图一：S&P 500 指数月 K 线）。



图一：S&P 500 指数月 K 线（2010.1-2021.9）

这么高的估值和这么特殊的指数走势，背后自有特殊的内在动因。首先，也是最重要、最根本的，是美联储的呵护。

## 美联储对股市的呵护

从格林斯潘时代开始，美联储对股市的呵护开始变得明显。所谓的“格林斯潘看跌期权”（Greenspan put）就是指当股市下跌时，格林斯潘会免费送给投资者一个看跌期权（也就是保护股市进一步下跌的保险），于是股市又会恢复信心。

2008 金融危机后，美联储对股市的呵护达到新的高度。当时的美联储主席伯南克曾在 2010 年试图缩小货币刺激规模，但之后的股市暴跌很快说服他掉头，最后不仅没有缩小，反而是陆续推出两轮量化宽松（QE2 和 QE3），于是股市放心继续斜线向上。

现任美联储主席鲍威尔经历了类似的过程。上台之初，鲍威尔尝试了加息和量化紧缩。但是股市已经习惯了美联储的溺爱，发现新任主席爱心不足，立刻在 2018 年第四季度暴跌。暴跌之后，鲍威尔紧急转弯，恢复了对市场的呵护。而市场看到美联储爱心依旧，于是放心地继续斜线上涨，直至 2020 年初新冠全球疫情爆发。

新冠疫情爆发后，美股一度出现熔断下跌。在极度悲观的市场氛围中，美联储使出浑身解数，

不仅迅速将政策利率调到零，而且展开史上最大规模的资产购买，从而给金融系统注入天量流动性。从 2020 年 3 月初到 2021 年 8 月底，美联储所持有的资产从 4.2 万亿美元增加到 8.3 万亿美元，几乎翻倍。新购买的资产不仅有国债、MBS 等传统证券，还史无前例地包括了垃圾债 ETF。

美联储刷新底线的救市再次奏效，市场信心恢复，抄底资金涌入，S&P 500 重新斜线向上。而且斜线的斜率超过以往，让指数半年不到便再创新高。

当然，**这届美联储可能已经别无选择，必须对股市百般呵护，因为股市泡沫已经“大而不能破”**。著名的巴菲特指标（股市总市值/GDP）已经超过 200%，这一方面说明股市估值高企，另一方面也说明股市波动会导致居民财富大幅波动，从而影响实体经济。

仅 S&P 500 成分股的总市值，最近已经超过 37 万亿美元，还有超过 10 万亿资产跟 S&P 500 指数挂钩。如果该指数下跌 10%，蒸发的财富可能会超过 4 万亿美元。

而且美股已经不只是富人的游戏，股市市值也不只是富人账面上的数字。普通中产阶级的退休金在股市里，公共退休基金（即警察、消防员、公立学校教师等公务员退休金的资金池）在股市或在跟股市有关的信用产品里，还有无数散户的积蓄在股市里。因为参与面广泛，股市涨跌会立刻影响美国人的购买力。如果股市跌得厉害，还可能导致社会混乱（想象如果公共退休金亏空违约）。

对美联储来说，可能已经没有救股市还是救经济这样的选择。呵护股市，就是呵护经济。

当然，美联储的呵护还不足以让 S&P 500 走出斜线向上的趋势。虽说底线一直在被刷新，美联储毕竟没像日本央行那样，直接进场买股票画 K 线。美联储和股市之间还有一臂的距离，它给市场搭了台，唱戏要靠各路机构和散户。K 线走成什么样，决定于市场均衡中最活跃的资金做什么样的交易。让 S&P 500 斜线向上走的，在笔者看来，是美股市场越来越庞大的套息交易。

## 股市里的套息交易

套息交易（Carry trade）的概念最初来自汇率交易。汇率套息交易的一个典型例子是做空（借入）日元、做多巴西雷亚尔。因为日元利率低，雷亚尔利率高，所以如果雷亚尔相对日元保持稳定或升值，套息交易者能获得稳定的息差收入。当然，如果雷亚尔大幅贬值，该交易将血本无归。

这个概念可以拓展应用到几乎所有金融领域。比如银行存贷款业务是一种套息交易：如果贷款顺利付息还本，那么银行赚到息差，否则将大亏。再比如，保险公司的主营业务也是一种套息交易：如果受保人无事，那么保险公司赚到保险费，如果出事（例如重疾、财产损失等），则要大额赔付。做多信用债无疑也是一种套息交易：如果发行者顺利还本付息，那么获得利息收入，而如果发生信用事件，则可能大幅亏损。

从这些例子可以看出，套息交易有个共同特征：跟某个巨大的风险（高息货币贬值、银行贷款坏账、受保人发生危险、信用债违约等）共存，在暂时的稳定和无事中获利。套息交易者

知道可能有坏事发生，但是他希望岁月静好，至少在他交易结束之前保持静好。换句话说，套息交易者是波动率的空头。

这样的交易在美股同样存在，而且具体表现形式众多。最明显的一种股市套息是做空 VIX 期货：如果即期 VIX（S&P 500 隐含波动率）保持稳定，那么空头就能获得“滚动收益”（roll yield），因为远端的 VIX 期货一般高于近端；如果同时即期 VIX 下行，做空收益就更高。但如果股市大跌，VIX 大幅上升，那么空头就要血本无归。

同样的，也可以卖个股或指数的看跌期权：如果股价或指数保持稳定或上涨，那么就能赚到看跌期权的卖价。卖看跌期权是美国散户和机构特别热衷的游戏，如果市场稳定或上涨，可以增强持股收益。当然，如果股票或指数大跌，那么看跌期权的卖方将大亏。

股市套息远远不止这两种形式。如果一个交易策略成功的前提是市场不发生大跌，那么它就是一个隐形的套息策略。比如逢低抄底（buy the dips）策略在稳定的市场中可以很赚钱，但是一旦市场发生大跌，那就会变成高山上的接盘侠。

越来越多的机构以及散户参与到股市套息中来。Vineer Bhansali 和 Larry Harris 于 2018 年发表了一篇论文介绍各种做空波动率策略及其影响，其标题就是“大家都在干这个”（Everyone's Doing It）。**对很多资金管理者来说，参与套息甚至是职场生存所必须。**套息能带来稳定的回报，如果不参与，业绩不如人，则会被行业淘汰。

因为“大家都在干这个”，股市套息对股价的影响渐渐超过甚至淹没了基本面交易的影响。一方面，因为波动率空头压过多头（如股票空头），股市波动率受到抑制。另一方面，套息策略都是助涨的，因此股市倾向上涨。两者结合起来，就形成了 S&P 500 斜线稳步向上的 K 线图。

为什么套息是助涨的？因为套息交易一般都直接或间接提供流动性，比如逢低抄底策略就是在股价下跌时注入流动性。而流动性越好，在其他不变情况下，股价也就越高。事实上，套息是宽松货币政策影响股市流动性的重要渠道。货币宽松导致长期利率下降，诱导机构寻找收益（searching for yield），而股市的套息交易有不可抗拒的吸引力。

当然，上涨过程并非一帆风顺。自 2018 年以来，S&P 500 就经历了三次恐慌，包括 2020 年 3 月的风暴在内。每次恐慌都伴随 VIX 飙升，股价急跌。但当美联储出手稳定军心，市场又重振旗鼓，再次斜线向上。

这样的 K 线形态，说明 S&P 500 本身也成为巨大的套息工具。希望在暂时的稳定和无事中获得套息的套息者，完全不用更高级的工具，只需要做 S&P 500 指数的多头（比如买指数 ETF）。在岁月静好期间，多头有比较稳定的收益入账，但一旦发生恐慌，可能“一觉回到解放前”，要等美联储救灾和市场缓慢回血。

**S&P 500 指数持续上涨，享受史上最高水平的估值，并不是因为当前的美国经济形势最好或具有史上最强增长潜力。**只是因为广泛参与、交易活跃的套息盘主导了市场估值，持续推动股价上涨。只是因为成长中的套息盘有自己的动能：股市波动受到抑制，套息盘被验证能赚钱，吸引更多套息资金入场，同时淘汰那些不参与的资金管理人。只是因为套息交易有一个

法力无边的幕后支持者：美联储。

但问题是，美联储真会永远支持股市如此上涨吗？

### 美联储的爱，不是无条件的

美联储继续实施零利率和量化宽松政策有个前提，通胀偏低和就业偏弱。8月份美国失业率已经回落到5.2%，已经在疫情前六十年均值以下。可以说，就业情况已经不弱，而且还在改善中。而8月份的通胀率已经升至4.2%，远高于美联储的目标通胀率2%。

美联储主席鲍威尔多次强调当前的通胀是短暂（transitory）的，很快会随着疫情影响衰减而回落，从而安抚市场对加息的担心。但通胀趋势充满不确定性，而鲍威尔毕竟不是从未来穿越回来的角色，不能看到未来。更重要的是，目前的货币政策更无助于控制通胀。要让通胀回落，美联储应该加息，从而让实际利率由负转正。

而且货币政策所关注的CPI或核心CPI通胀，并不完全反映家庭生活成本的上升。Case-Shiller 20城市房价指数已经比疫情前上涨20%，而且因为房屋库存水平较低（尤其是总价低的入门级房屋），同时按揭贷款利率在历史低位（也是宽松货币政策使然），房价很可能还会继续上涨。买不起房子的新婚夫妇只好加入租房队伍，推高房租水平，因此房价上涨最终能推动房租上涨以及通胀。

美联储身处两难之中。一方面股市脆弱，离不开宽松货币政策。另一方面宽松货币和通胀目标不一致，而维持价格稳定是美联储法定的责任。如果通胀维持在4%以上，甚至不断升高，如果房价在供给吃紧、建筑成本和人工成本上升等因素推动下继续上涨，那么美联储将面临巨大的政治压力。

两难之中的美联储很可能不敢下猛药治理通胀，但也不敢继续极度宽松的政策。从鲍威尔最近的表示看，美联储应该会在年底或明年初缩减资产购买（也就是所谓的taper），同时等待时机停止资产购买，最后再考虑加息。对于庞大的股市套息盘，这不是好消息。

### 套息崩盘

有套息就有崩盘。如果没有崩盘，其实也就没有套息交易。正是崩盘的风险，给予了套息交易可观的回报。

S&P 500多头套息策略的回报率大致等同于指数上涨的斜率，斜率越陡，S&P 500套息收益越高。因为在均衡状态，风险和收益必须匹配，所以股市崩盘风险越大，S&P 500指数上涨斜率应该越高，这样才能补偿套息交易者承担的风险。因此疫情后S&P 500指数上涨斜率超过以往，恰恰说明套息崩盘风险超过了从前。

从2018年以来，大致发生了三次股市套息崩盘：2018年一季度，2018年四季度，以及2020年一季度（见图一的三个圈圈）。崩盘的幅度一次比一次大，所需要的美联储救援力度也一次比一次大。2020年3月的崩盘已经非常壮观了，我们可以想象下次崩盘可能会更加壮观。下次崩盘可能是因为美联储意外紧缩，或者是其他冲击。一旦发生，就会像2020年3月那

样发生各种恶性循环，最后需要美联储更大规模的救市。

**在套息盘成长的过程中，所有套息者都是流动性的提供者。但当套息崩盘时，他们都会立刻变成流动性的需求者。**卖股票或指数的看跌期权的需要平仓，“逢低抄底”的杠杆基金需要卖股票逃命，等等。股市暴跌的同时波动率会飙升，而波动率飙升又会带来新的抛压，比如风险平价基金（Risk-parity funds）需要降低股票仓位，但这也需要有人提供流动性。

空头通常是市场下跌时流动性的供应者，但是不断上涨的大牛市早就把空头赶出市场。当崩盘发生时，人人都需要流动性，但没有人供应，所谓的“流动性蒸发”状况就形成了。正是流动性蒸发，导致美股在 2020 年 3 月发生数次熔断。

恶性循环并不局限在股市里。股市崩盘会打击实体经济的投资信心，也会通过逆向财富效应打击个人消费（美国 GDP 的大头），并进而打击上市公司的利润。也就是说，美股上市公司的基本面也跟股市套息盘生死与共。**当套息崩盘，股票基本面会和高企的估值一起，跟随股价一起崩溃。这样的市场，是没有长期投资价值的。对中国投资者来说，目前 S&P 500 最大的价值在于对冲：S&P 500 的看跌期权是全球股市下跌、全球经济衰退的一份保险。**

在短期，S&P 500 多头也是如履薄冰。在劳动力供应吃紧、通胀和房价上涨的宏观环境里，美联储能给这一轮股市套息牛市续命的时间已经不多了。

崩盘以后，股市套息交易会不会再来一轮？我认为这个可能性不小。崩盘发生后，因为总需求迅速萎缩，通胀问题会迅速消失，失业问题会重返，这要求美联储重新回到救市和刺激模式。而且因为崩盘导致的资产负债表损伤，下一轮救市和刺激的力度很可能要比上一轮更大。力度还能更大吗？当然可以，美联储可以学日本央行直接进场买股票。

只要美联储实行零利率和充足储备的货币政策，套息交易很可能还会复活。当然，未来的套息交易能不能推动股市进入新一轮牛市并再创新高，现在难以判断。反例是日本股市，虽有央行加持，但至今没有突破 80 年代末泡沫的高点。

本文发表于《国际金融报》2021-9-10。作者：钱军辉，经济学博士（Rice, 2007），上海交通大学安泰经济与管理学院教授，中国发展研究院研究员。