

美股观察系列之五：

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

3.1%的美债收益率或是美股“警钟”

夏天然

trxia@cebm.com.cn

美股刚经历了2月初的黑色一周，又迎来特朗普贸易战的冲击。目前虽然没有看到股市基本面出现明显问题，但美股的波动程度已经显著增大，市场情绪很不稳定。大多数投资者都认为，连涨了9年的美股存在泡沫，但也都猜不到泡沫破灭的时刻。泡沫破灭一般需要有触发因素，贸易战、美联储加息都有可能是压垮股市“最后的稻草”。但由于贸易战等涉及政治的因素难以预测，我们更应该讨论相对确定的因素，美债收益率就是一个传统的预警指标。

“新债王” Gundlach在今年1月就表示，如果10年期美债收益率上涨至2.63%上方，就可能伤及美股，如果收益率达到3.25%，美股泡沫就会破灭。目前，该指标已从2月底的2.95%高位持续回落，投资者暂得喘息。但美股并非就此安全，美债收益率可能还会上升。

那么，美股到底可以承受多高的利率水平？本文从股息率、股市回报率、以及收益率曲线三个角度来分析，认为10年期美债收益率达到3.1%左右就会触及“警戒线”，随后半年到一年左右或将迎来美股的大跌。

一、国债收益率与股息率

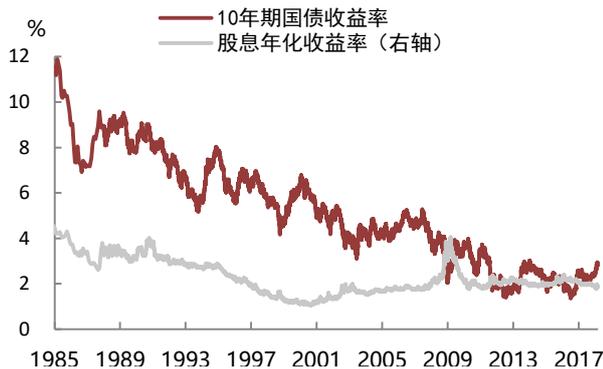
股和债是常见的两个投资方向，其直接筛选标准就是回报率。由于美国股市分红率较高，所以一些价值投资者会采用买入并持有的策略，获取稳定的股息收入。但如果流动性充沛且有固定回报的10年期美国国债收益率超过股息收入，一部分偏保守型的投资者可能会选择投资国债。理论上来说，当平均股息收益率低于几乎无风险的国债收益率，股市对部分投资者的吸引力就会下降。

不过，从历史表现来看，10年期美债收益率长期高于标普500的平均股息率。2009年后，二者有所交错，主要因为近几年10年期国债收益率有所起伏，而股息率基本在2%左右波动（图表1）。所以，单纯比较二者的绝对高低意义不大，可以比较相对水平。1971年以来，标普500平均股息率与10年期美债收益率之比的平均值为0.54。这意味着，只要标普500股息率不低于10年期美债收益率的54%，美股就仍有吸引力。2018年以来，标普500平均股息率与10年期美债收益率之比为0.68，高于历史均值，也高于历次股灾时的0.2-0.3的水平，所以，美股目前的压力还不大。不过，该数字已经从2017年的0.85显著下滑，这不是一个好的趋势。

分行业来看，标普各个板块的股息率差异较大。股息率较高的电信和公共事业等板块有4%以上的股息率，但信息技术、医疗健康等板块股息率就偏低，远低于目前的美债收益率水平（图表2）。但这些低股息率的板块并不以此为卖点，投资者更看重的是股价的走势，反而股息率较高的板块受到美债收益率上涨的冲击可能更大。

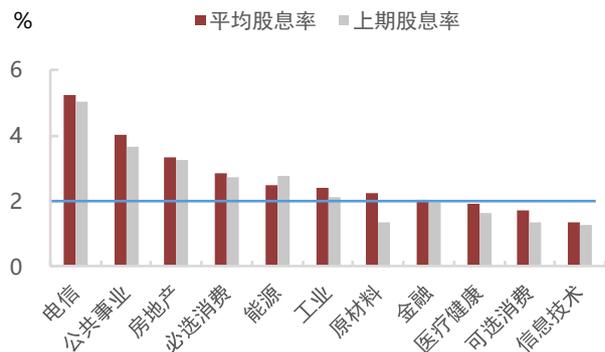
仅从技术角度分析，当股息率与国债收益率之比下跌至历史平均水平以下时就会导致股市吸引力大幅下降，3月份标普500平均股息率为1.90%，对应10年期美债收益率临界水平为3.52%。

图表 1: 美债收益率与标普平均股息收益率



来源: Bloomberg, 莫尼塔研究

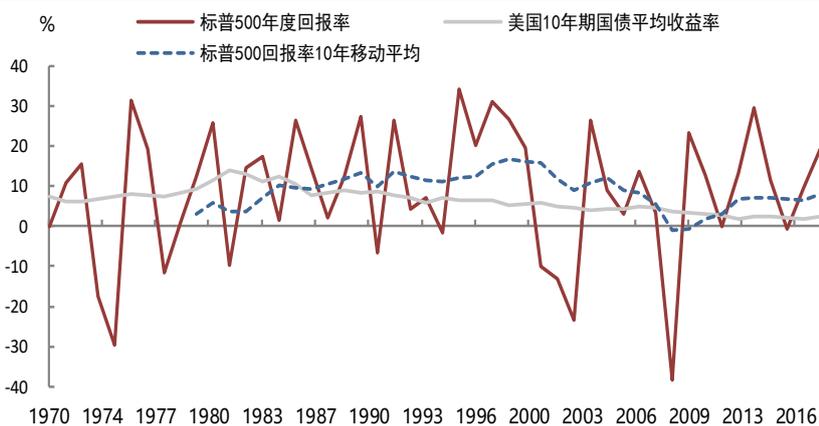
图表 2: 标普 500 分行业股息率



二、国债收益率与股市回报率

一般情况下，股市的波动率显著大于债市，但短期高昂的回报率也是投资者选择股市的主要原因。同时，因美国股市相对有效，可以假定其股价表现已经充分计入了分红因素，那么价差就是股市的回报。多年来，美国股市回报率并不稳定，上下振幅区间接近80%，而美债收益率则非常稳定。考虑复利，最近10年标普500的平均年化收益率为6.18%，1970年至今的年化收益率为7.43%，均远超过同期美债的平均收益率（图表3）。

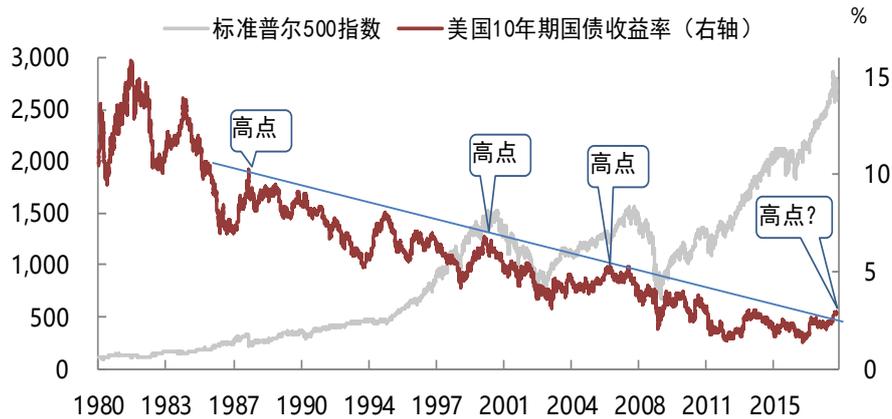
图表 3: 美国国债收益率与标普 500 年度回报率



来源: Bloomberg, 莫尼塔研究

股市收益率超过债券的部分即风险溢价。一旦债券收益率上行加速，导致风险溢价下跌，股市的投资价值就会下降，且国债收益率上涨到一定高度就会引起股灾。不过，美国长期国债收益率自1980年以来不断下行，每次股灾前国债收益率的高点也不断下调。若以过去几次股灾为参考，10年期美债收益率至少达到5.2%（2007年股灾前最高位），才会刺破美股泡沫，但下一次股灾前的美债收益率高点可能继续下调。目前，美债收益率已经突破以往美股股灾期间收益率高位的延长线，该临界点为2.46%，这是一个非常值得警惕的信号（图表4）。

图表 4：10 年期美债收益率已经突破（美股股灾）趋势线上沿



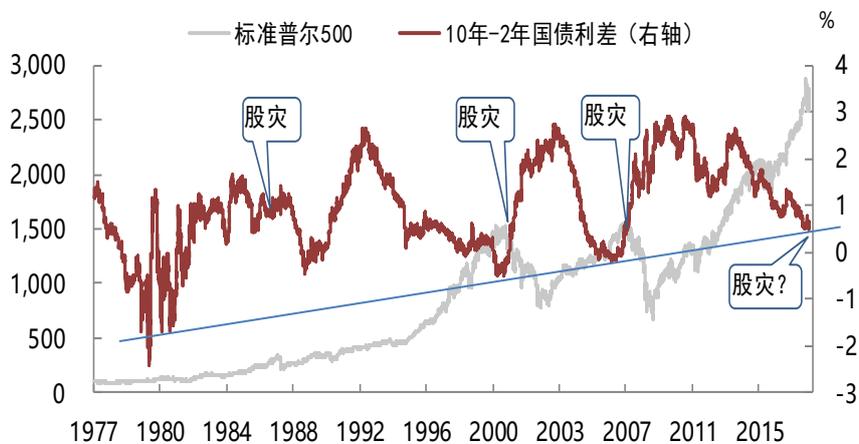
来源：Wind，莫尼塔研究

三、美债收益率曲线释放的信号

以往几次股灾之前，10年期美债收益率均不断突破新高，但股灾并没有“按时”到来，1987年美股大跌甚至早于10年期美债收益率达到阶段最高的时点。因此，仅用一个收益率走势确实不能很好推测股灾爆发的时点，结合了长短期限的收益率曲线可能更为有效。

从历史表现可以很清楚地看到，以往的每次美股大跌都对应着一次显著的收益率曲线走平的过程，且收益率曲线的低点往往早于股灾爆发时点（图表5）。比之我们此前提到的“腾落指数”等指标（详见《居安思危——美股观察系列四》），该指标更为稳定且相对及时。

图表 5：美债收益率曲线低点往往是股灾的预警指标



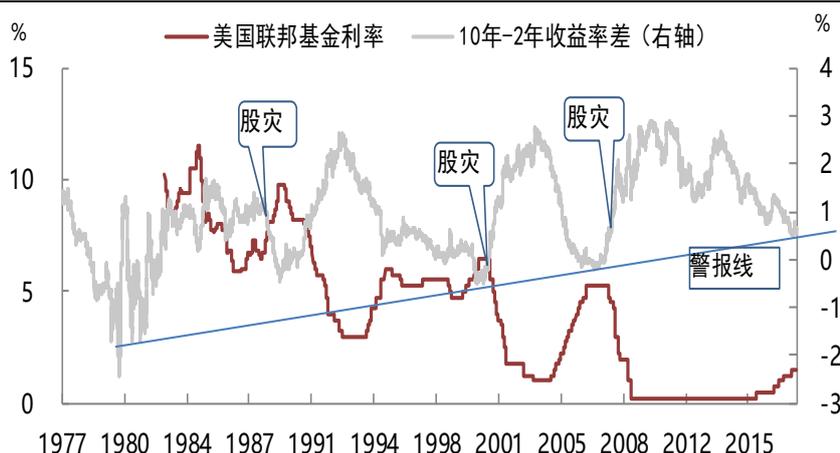
来源：Wind，莫尼塔研究

以往几次股灾前，美联储均快速加息，最终导致美股泡沫破灭。在加息周期中，美债长短端收益率均有所上行，但短端上行更快，所以就出现了收益率曲线走平的现象。这种现象被称为“格林斯潘之谜”，我们曾指出，该现象反映出的是市场与美联储对经济前景的判断出现分歧：即美联储认为经济足够好甚至过热需要加息，而市场则相对悲观，所以对长期国债的配置量并没有快速下

滑。当“格林斯潘之谜”演进得越来越深，就会出现利率倒挂（长端收益率低于短端收益率），这往往预示着股灾即将到来。

以1987年、2000年和2007年股灾为例，泡沫破灭前收益率曲线均提前释放出了预警信号，且这个信号的释放时间提前较早，三次股灾期间分别提前了130天、147天和328天，三次利差最低值分别为0.75%、-0.52%、-0.19%。如果排除1987年整体市场收益率非常高的情况，以2000年和2007年的数值为参考画出支撑趋势，那么当前美债收益率曲线已经接近这条“警报线”（即10年期与2年期美债收益率之差在0.3%左右）。依照当前美联储加息与美债收益率曲线的变化趋势（美联储2年多时间加息6次，利差从1.30%下降至0.58%），可能再有2次加息就会触发警报，届时10年期美债收益率或达到3.1%。此后半年至一年的时间，美股就会面临大跌。

图表 6：美联储加息导致美债收益率曲线走平



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：历次股灾前美债收益率曲线都已释放信号

	1987	2000	2007	2018
联邦基金目标利率最高值	1987-09-24	2000-05-16	2006-06-29	2018-12-14
利差最小值	1987-05-28	2000-04-07	2006-11-15	2018年9月?
美股正式转熊	1987-10-05	2000-09-01	2007-10-09	2019年年中?
利差最小至美股下跌间隔时长	130	147	328	

来源：Wind，莫尼塔研究

四、美股无限好，只是近黄昏！

综合上文分析，可以大概对美债收益率的上限做个判断：从股息率与国债收益率之比的角度来看，10年期国债收益率的临界水平为3.52%；从股市回报率与国债收益率对比的角度来看，10年期美债收益率突破以往趋势线的临界点位在2.46%左右；从收益率曲线对股灾的“警报线”来看，10年期美债收益率的临界水平为3.1%，对应美联储再加息两次。

本文的判断结果与我们此前的美股观察系列结果较为一致，即美股已经存在不小风险，但尚未到达泡沫破灭的临界点。离最终的美股大跌或许还有半年到一年左右的时间，股灾的触发因素毫无疑问是美联储的连续加息。这也与我们此前的观点相吻合：若通胀不断超预期，则会导致美联储被

动快速加息，进而引发股灾。在如此多的前车之鉴面前，美联储今年的加息之路势必走得异常艰辛，以免市场震荡，但投资者必须时刻保持警惕，不要火中取栗！

相关报告

- 2018年02月12日 居安思危——美股观察系列之四
- 2017年08月03日 美股能躲过“八月魔咒”吗？——美股观察系列之三
- 2017年06月23日 美股还会再创新高吗？--对近期美股走势的一些思考——美股观察系列之二
- 2017年06月08日 夕阳将至——美股的现状和前景——美股观察系列之一

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海（总部）

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号
东亚银行大厦702室
电话：+86 21 3383 0502
传真：+86 21 5093 3700

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方
广场E1座1803室
电话：+86 10 8518 8170
传真：+86 10 8518 8173

纽约

地址：纽约市曼哈顿区麦迪逊大道295
号12楼1232单元
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://www.cebm.com.cn>
Email: cebm-service@cebm.com.cn

