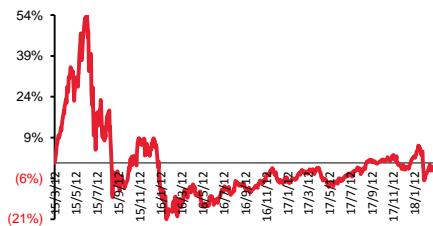




## 美股或面临系统性风险

### ■ 上证综合指数走势(近三年)



### 相关研究报告：

《中美贸易战对A股影响几何？》——

2018/03/19

《鉴古知今，两会前瞻：首次淡化经济增长的两会》——2018/02/25

《反者道之动-四季度基金持仓研究》——  
—2018/01/29

《拥抱春天，攻势继续》——2018/01/08

《周期为王，估值重构》——2018/01/01

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL: zhousy@tpyzq.com.

执业资格证书编码：S1190210090002

联系人：喻培林

**核心观点：**从估值角度观察，资产证券化率昭示美股顶部已现。用资产证券化率——股票总市值/GDP 来观察美股，截止 2017 年底，该比值已达 195%，对比历史当前美股已经处于高位。

**2009 年至今，估值扩张是推动美股上涨的主因。**对标普 500 指数成分股进行拆分，将前五十只权重股分类，发现信息技术、消费、金融和医疗保健板块为前五十权重股里涨幅贡献最大的四个子板块。其中，信息技术和消费板块自 2009 年 3 月 9 日至今，累计上涨倍数分别为 7.2 和 3.5 倍，两个板块上涨贡献合计达 65%，成为推动标普 500 指数上升的主要力量。这两个板块的市值提升主要受估值和业绩双驱动，其中估值扩张对股价提升贡献均达 60%以上。

**上市公司盈利持续增长存疑。**2009 年初到 2016 年底，标普 500 指数中的公司利润年均增长将近 4%，但期间股价上涨 14.5%，同期销售额累计增长低于 50%，股价上涨 300%，估值扩张相对股价格上涨贡献更大。我们统计了 2015-2017 年纽交所 (NYSE) 全部公司归母净利同比增速情况，发现 2015Q1 之后，纽交所上市公司净利增速整体步入负增长通道，并在之后的 6 个季度保持负增长，虽受 2016 年下半年美国经济暂时好转影响导致 2016Q3 开始企业盈利增速由负转正，但在 2017Q3 后，美国上市公司盈利增速又开始了负增长。

**美股流动性分析：**在 2015Q2 之后养老金持股市值与美股走势出现显著背离，并不是推动美股持续创新高的主要增量资金。实质上，上市公司回购已成为美股上涨的真正幕后推手。2011Q1-2016Q1 期间，上市公司分季度回购额度显著提升，并在 2016Q1 达到自次贷危机以来的最高点，而同期标普 500 指数涨势良好，并无大的回调。2016、2017 年对美股需求量最大的投资活动是公司回购，2017 年回购规模约为 5700 亿美元，预计 2018 年回购规模能达 5900 亿美元，进一步印证公司回购是支撑最近美股牛市的重要基础。正是由于美国上市公司回购规模巨大，使得其他机构资金均大幅流出美股背景下，股市还能从上市公司回购股票中获得大量资金净流入，从而推动美股接连创出新高。

**股票回购的资金主要来自于企业发债。**2009 年以来美国的低

利率环境使得债券融资成本相对股权融资更为低廉，上市公司更加愿意通过债券融资方式获得资金。标普 500 上市公司回购总额跟非金融企业新发债券融资规模走势高度一致，上市公司将新发债券融资主要用于上市公司回购。

**上市公司回购行为恐难以为继，牛市支撑动力逐渐丧失。**

2016Q1，标普 500 成份股回购规模达到次贷危机以来的最高点，但之后的连续 6 个季度，美国上市公司回购规模明显下降。在利率上升的情况下，依赖发债融资进行回购活动恐难以为继。上市公司回购股票的驱动力主要为两方面。首先，美国联邦基金利率在次贷危机至美联储加息的这段时间内长期维持低位，低廉的债券融资成本使得上市公司愿意通过发债形式回购股票使股东获益。另外一方面，管理层通过回购股票，通过减少股本提升每股收益，而很多上市公司高管薪酬和每股收益直接或间接挂钩，回购股票也有利于管理层提升薪酬。

但 2015 年 12 月进入加息周期后，一方面企业利息成本增加，债券融资成本显著上升，企业必然减少企业债融资渠道的股票回购规模，从而将压力进一步传导至每股盈利。另一方面，国债收益率上升使债券类资产吸引力增强。双重压力可能导致上市公司回购规模连续下滑，对股市构成压力。我们针对美联储历次加息周期进行了统计。1987 年、2000 年及 2007 年三次美股发生系统性风险时，均是在美联储加息背景下，这三次美股崩盘时，利率平均抬升 190BP。截至目前，美联储已加息 125BP，距离 190BP 还有大约 75BP，按照每次加息 25BP 计算，还有大约三次加息。**加息将极大加重上市公司债券融资成本，提高企业经营杠杆，拖累公司业绩增速。这有可能是下一次危机爆发的诱因，应当密切关注。**

## 目录

一、 美股估值分析 .....	5
(一) 资产证券化率昭示顶部已现 .....	5
(二) 标普 500 指数估值分析 .....	6
(三) 上市公司盈利持续增长存疑 .....	9
二、 美股流动性分析 .....	10
(一) 美股持股比例拆分 .....	10
(二) 中小投资者持仓分析 .....	10
(三) 机构投资者持仓分析 .....	11
(四) 上市公司回购行为恐难以为继，牛市支撑动力逐渐丧失 .....	14
(五) 保证金债务比例达历史新高 .....	16
三、 美国国债观察 .....	17
(一) 美国国债规模继续攀升 .....	17
(二) 美债收益率面临上行压力 .....	18
(三) 美债收益率上行可能引发大类资产配置变动 .....	19

## 图表目录

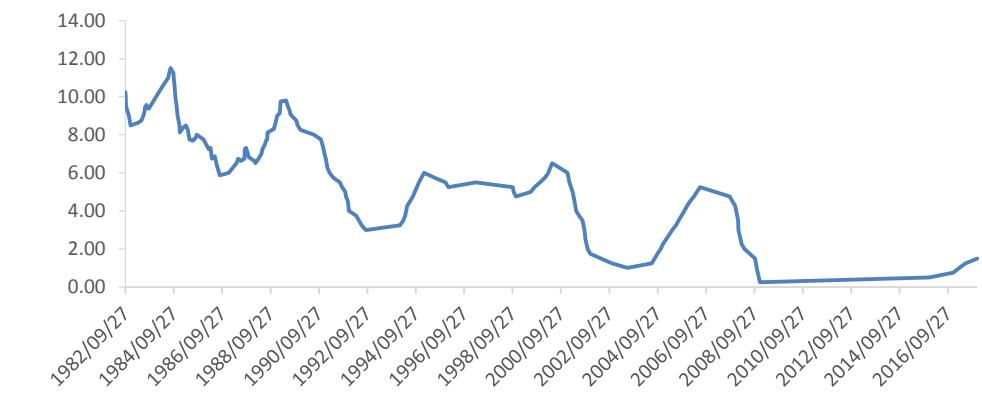
图表 1: 1982-2017 年美国联邦基金利率 (%) .....	5
图表 2: 1980-2017 年美国股票总市值占 GDP 比重 (%) .....	6
图表 3: 标普前五十只权重股涨幅分板块贡献 (%) .....	6
图表 4: 标普 500 前五十只权重股各细分板块涨幅业绩及估值贡献比例 .....	6
图表 5: 道指成份股分板块涨幅贡献 (%) .....	7
图表 6: 道指各板块涨幅估值及业绩贡献比例 (%) .....	7
图表 7: 标普信息技术板块估值目前十分靠近次贷危机时期水平 .....	8
图表 8: 标普核心消费品板块估值维持在高位震荡 .....	8
图表 9: 标普医疗保健板块估值目前已超过次贷危机时期水平 .....	8
图表 10: 2008-2016 年标普 500 成份股每股价与每股销售额涨幅比较 .....	9
图表 11: 2015-2017NYSE (纽交所) 全部股票归母净利润分季度同比增速 (%) .....	9
图表 12: 1945-2014 美国股市机构、个人持股比例 .....	10
图表 13: 美股投资者持股市值占比 (2017Q3) .....	10
图表 14: 美国家庭资产中美股占比 .....	11
图表 15: 共同基金、保险等投资者美股需求量 (十亿美元) .....	11
图表 16: 养老金 (IRA、DC 类计划) 持股量与标普 500 走势比较 .....	12
图表 17: 各类投资者美股需求量 (十亿美元) .....	12
图表 18: 2011Q1-2016Q1 S&P500 成份股分季度股票回购额抬升明显 .....	13
图表 19: 1994-2017 年非金融企业债券及股权融资规模 (十亿美元) .....	13
图表 20: 每股收益定义 .....	14
图表 21: 股票回购减少股本 .....	14
图表 22: 2016Q1 之后 S&P500 成份股回购额拐头向下 .....	14
图表 23: 养老金 (IRA、DC 类计划) 持股量与标普 500 走势比较 .....	15
图表 24: 美股投资者保证金债务规模 (百万美元) .....	16
图表 25: 保证金账户自由现金流与债务比例 (截止 2015 年 4 月) (%) .....	16
图表 26: 美债规模有望在 6 个月内增长 1 万亿美元 (2018 年数据截止 2.22) .....	17
图表 27: 2009-2018 年每年美债新增净规模及同比增速 .....	17
图表 28: 美债利息敏感性分析 .....	18
图表 29: 美国十年期国债收益率、期限溢价及短期利率情况 .....	19
图表 30: 油价与通胀走势相关度极高 .....	19
图表 31: 美股 SHILLER PE (截止 2018 年 3 月 1 日) .....	20
图表 32: 2006 年 1 月-2018 年 1 月美国十年期国债收益率 (%) .....	20

## 一、美股估值分析

### (一) 资产证券化率昭示顶部已现

美股从2009年3月9日触底至今，已经走出了长达9年的长牛，累计涨幅接近3倍。标普500指数累计涨幅达到3.3倍。本次牛市的大背景是在次贷危机之后，美联储实施积极的财政政策和量化宽松货币政策营造了低利率的环境。数据显示，次贷危机结束至2015年底美联储重启加息周期期间，美国联邦基金利率一直维持在0.25%附近，为9年股市长牛奠定了基础。得益于此，权益类资产在金融资产中的配置比例稳步提升。

图表 1：1982-2017 年美国联邦基金利率 (%)



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

我们用资产证券化率（即“巴菲特指标”）——股票总市值/GDP，来观察美股，截止2017年底，该比值已达195%，对比历史，不得不说当前美股已经处于高位。跟历次峰值对比：科技股泡沫时期，该项指标在2000年达到历史峰值水平，为174%，随后互联网泡沫破裂，道琼斯指数从2000年3月开始之后的两年下跌幅度高达50%；2007年次贷危机爆发之前，该项指标达到138%，随后美股一路下跌。目前该比值不仅超过2007年次贷危机时期水平，比2000年科技股泡沫最高点还高出21%。

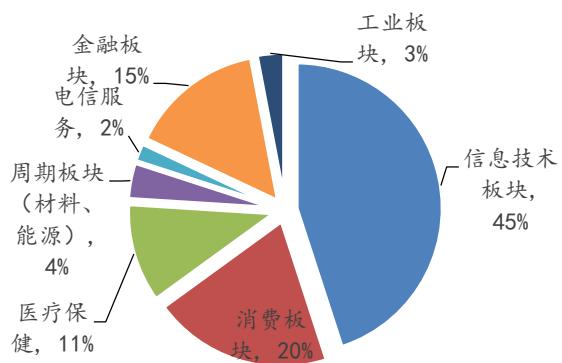
图表 2: 1980-2017 年美国股票总市值占 GDP 比重 (%)



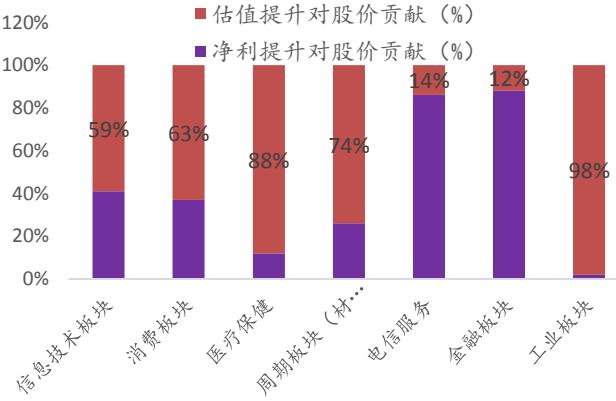
## (二) 标普 500 指数估值分析

我们对标普500指数成分股进行拆分，回溯2009年至2018年标普500指数前五十只权重股对指数的贡献率。将这五十只权重股按照信息技术、消费、医疗保健、周期、电信服务、金融及工业分为七个板块，其中信息技术、消费、金融和医疗保健板块为标普500前五十权重股涨幅贡献最大的四个子板块。

图表 3: 标普 500 指数前五十只权重股涨幅分板块贡献 (%)



图表 4: 标普 500 指数前五十只权重股各细分板块涨幅业绩及估值贡献比例



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

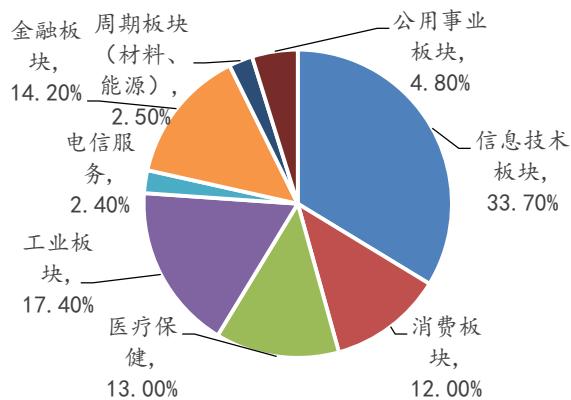
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

数据显示，信息技术和消费板块自2009年3月9日至今，累计上涨倍数分别为

7.2和3.5倍，两个板块上涨贡献合计达65%，成为推动标普500指数上升的主要力量。这两个板块的市值提升主要受估值和业绩双驱动，其中估值扩张对股价提升贡献均达60%以上；贡献率排名第四的医疗保健板块上涨3.4倍，估值扩张贡献88%涨幅；而金融板块9年来的涨幅几乎全部由业绩提升带动，估值扩张的影响只有12%；电信服务板块的上涨全部由业绩驱动，估值在下降；材料和能源板块涨幅则基本由估值驱动。

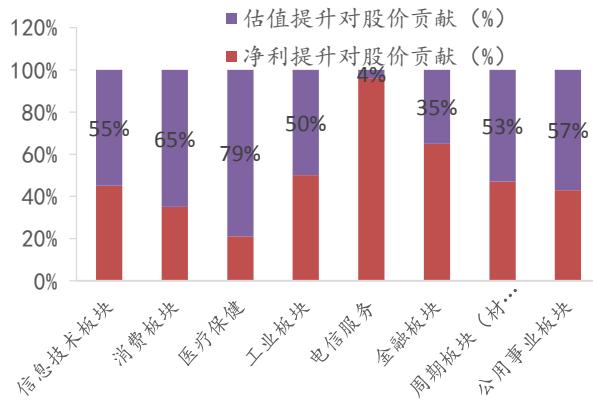
同样地，拆分道琼斯指数权重股的情况，可以发现对道指涨幅贡献最大的板块为信息技术、消费、医疗保健、工业和金融板块，合计贡献达90%。金融板块和电信服务板块的市值提升则主要受业绩驱动。综上所述，基本可以判断2009年至今，估值扩张是推动美股上涨的重要因素。

图表 5：道指成份股分板块涨幅贡献 (%)



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：道指各板块涨幅估值及业绩贡献比例



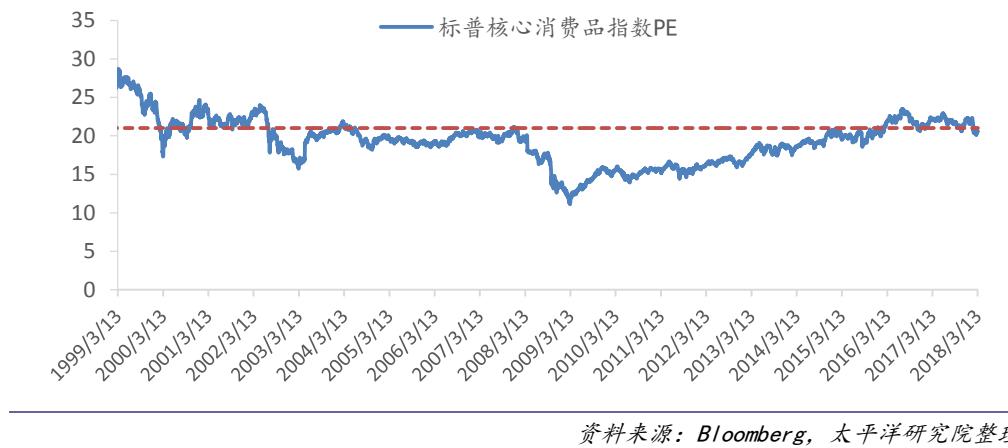
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

对股价涨幅贡献最大的信息技术、医疗保健、消费板块估值目前均已接近或超过次贷危机时期估值水平，意味着估值继续扩张的空间十分有限。

图表 7: 标普信息技术板块估值目前十分靠近次贷危机时期水平



图表 8: 标普核心消费品板块估值维持在高位震荡



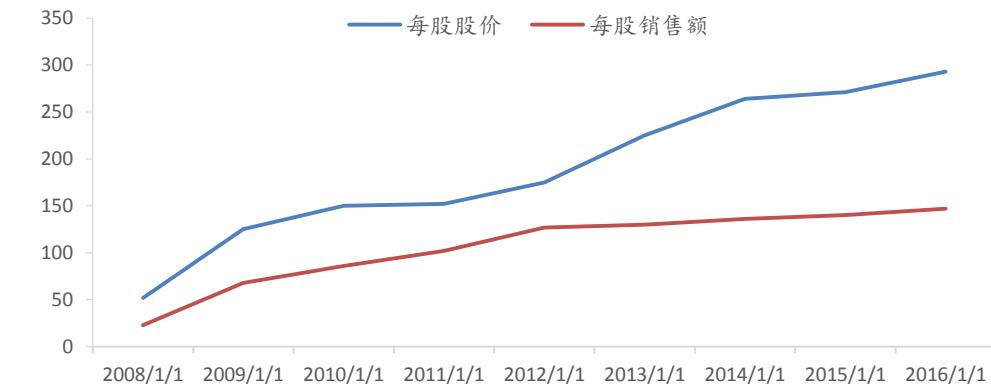
图表 9: 标普医疗保健板块估值目前已超过次贷危机时期水平



### (三) 上市公司盈利持续增长存疑

2009年初到2016年底，标普500指数中的公司利润年均增长将近4%，但期间股价上涨14.5%，同期销售额累计增长低于50%，股价上涨300%，估值扩张相对价格上涨贡献更大。

图表 10：2008-2016年标普500成份股每股股价与每股销售额涨幅比较



资料来源：公开资料，太平洋研究院整理

我们统计了2015-2017年纽交所(NYSE)全部公司归母净利同比增速情况，可以发现2015Q1之后，纽交所上市公司净利增速整体步入负增长通道，并在之后的6个季度保持负增长，虽受2016年下半年美国经济暂时好转影响导致2016Q3开始企业盈利增速由负转正，但在2017Q3后，美国上市公司盈利增速又开始了负增长。

图表 11：2015-2017NYSE(纽交所)全部公司归母净利分季度同比增速(%)



资料来源：wind，太平洋研究院整理

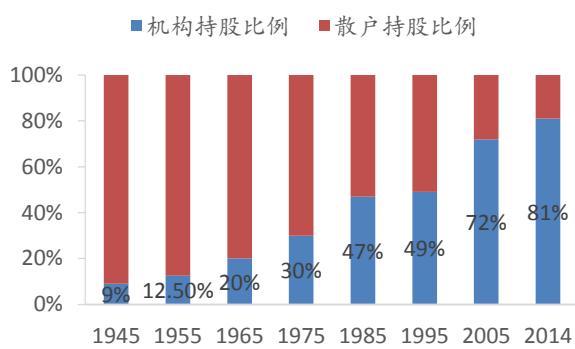
## 二、美股流动性分析

### (一) 美股持股比例拆分

美股由机构投资者主导。机构持股比例从1945年的9%，攀升到2014年的81%，机构投资者显然已成为美国股市买方的绝对主力；同期个人投资者持股比例从91%下降到19%。

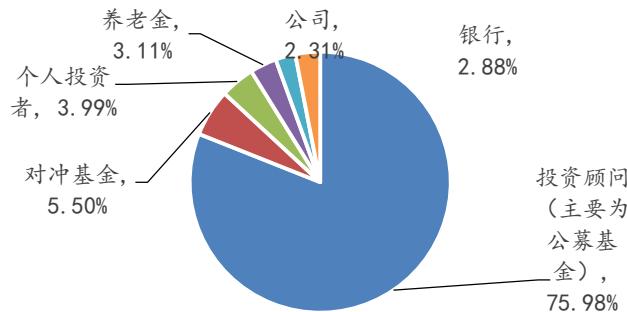
机构投资者中，投资顾问（主要为公募基金）、对冲基金、养老金、公司是最大的几个机构投资者，截止2017Q3，市值占比分别为76%、5.5%、3.11%、2.31%。

图表 12: 1945-2014 美国股市机构、个人持股比例



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 13: 美股投资者持股市值占比 (2017Q3)

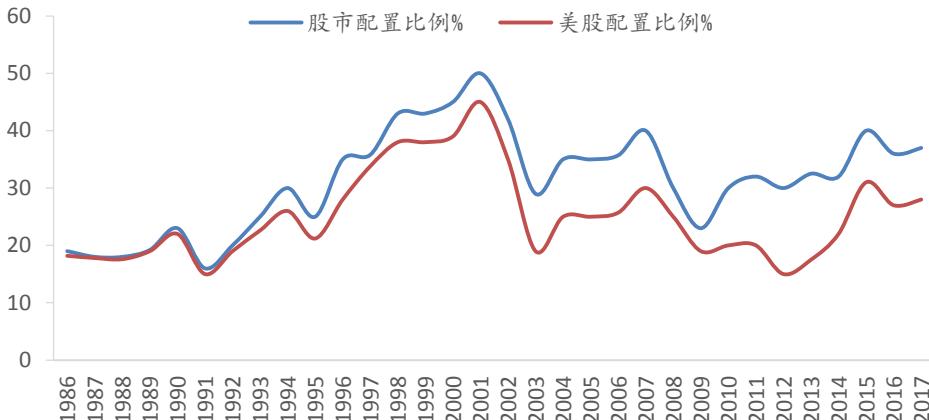


资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

### (二) 中小投资者持仓分析

个人投资者家庭资产组合中，权益资产配置比例可反映中小投资者对股市的参与度，目前中小投资者持仓比例处于科技股泡沫之后的峰值。1986年之后，美国家庭资产组合中的权益配置峰值出现在2000年科技股泡沫时期，几乎50%的家庭资产都投资在股市，之后泡沫破裂；次贷危机后个人投资者又将家庭资产慢慢转移至股市，目前有41%的家庭资产用于权益类资产配置，该比达到2007年的次贷危机水平，并接近2000年科技股泡沫水平。

图表 14：美国家庭资产中美股占比



资料来源: Federal Reserve Board, 太平洋研究院整理

### (三) 机构投资者持仓分析

共同基金是机构投资者中的绝对主力。从 2014 年开始，共同基金在美股市场中的净买入量急速下降，并在 2016 年初成为美股的净卖方，预计 2018 年共同基金将会卖出 1000 亿美元市值以上的股票。

图表 15：共同基金、保险等投资者美股需求量（十亿美元）

投资者分类	美国股票需求量							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
保险	9	15	(3)	(13)	(5)	32	100	-
共同基金	69	7	(46)	197	94	56	(117)	(100)
家庭投资者	(252)	(385)	(236)	171	125	(152)	(133)	30

资料来源: wind, 太平洋研究院整理

我们重点研究了美股中规模较大的各类养老金计划及年金持股数量，由于体量巨大，这类长线资金和股指走势应该相当一致，从 2007 年至 2015 年，IRA 类养老金股票持有量跟标普 500 走势拟合度良好。但从 2015 年初开始，养老金不再是推动美股走势主要力量。其中 IRA 类养老金在 2015Q2 达到持股量峰值，随后开始明显下滑，美股同期也有一定跌幅。随后 IRA 和 DC 类养老金持股量保持平稳，但美股却快速触底反弹并接连创出新高。很明显在 2015Q2 之后养老金持股量与美股走势出现显著背离，并不是推动美股持续创新高的主要增量资金。

图表 16：养老金（IRA、DC 类计划）持股量与标普 500 走势比较



资料来源：wind，太平洋研究院整理

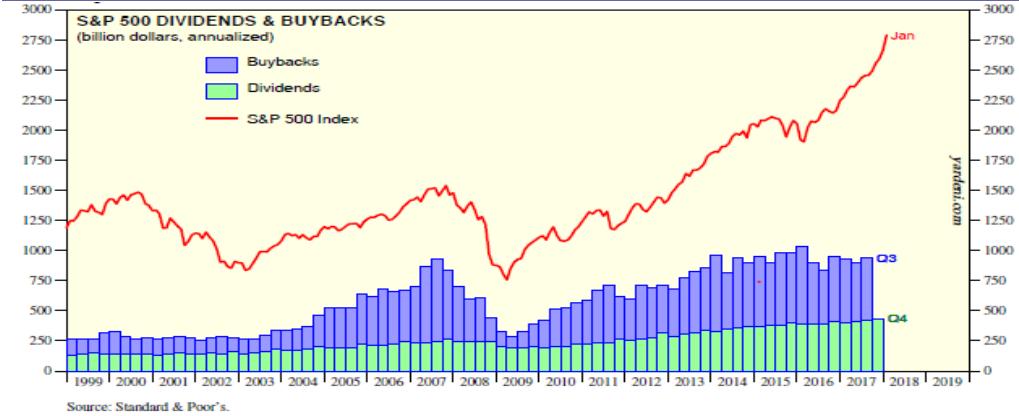
实质上，上市公司回购已成为美股上涨的真正幕后推手。图表 17 显示了从 2000 年以来标普 500 上市公司分季度回购额，我们发现从 2010 年，特别是在 2011Q1-2016Q1 期间，上市公司分季度回购额度显著提升，并在 2016Q1 达到自次贷危机以来的最高点，而同期标普 500 指数涨势良好，并无大的回调。从图表 17 中也可以发现 2016、2017 年对美股需求量最大的投资活动是公司回购，2017 年回购规模约为 5700 亿美元，预计 2018 年回购规模能达 5900 亿美元，进一步印证公司回购是支撑最近美股牛市的重要基础。正是由于美国上市公司回购规模巨大，使得其他机构资金均大幅流出美股背景下，股市还能从上市公司回购股票中获得大量资金净流入，从而推动美股接连创出新高。

图表 17：各类投资者美股需求量（十亿美元）

投资者 分类	美国股票需求量									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	
公司	219	416	370	369	403	548	625	570	590	
ETF	80	69	124	197	191	174	188	300	400	
国外 投资者	131	48	137	(56)	120	(196)	(193)	150	100	

资料来源：wind，太平洋研究院整理

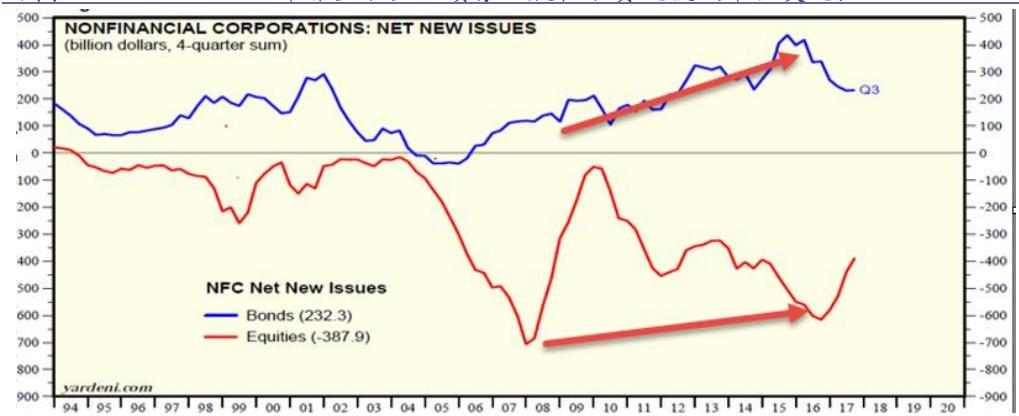
图表 18: 2011Q1-2016Q1 S&P500 成份股分季度股票回购额抬升明显



资料来源: YardeniResearch. Inc, 太平洋研究院整理

股票回购的资金主要来自于企业发债。图表19显示了1994年以来美国非金融企业新发行债券和股权融资规模，可以发现次贷危机以来，企业债券融资规模在显著上升，股权融资规模在显著下降，说明2009年以来美国的低利率环境使得债券融资成本相对股权融资更为低廉，上市公司更加愿意通过债券融资方式获得资金。更有意思的是，标普500上市公司回购总额跟非金融企业新发债券融资规模走势高度一致，上市公司将新发债券融资主要用于上市公司回购。

图表 19: 1994-2017 年非金融企业债券及股权融资规模 (十亿美元)



资料来源: YardeniResearch. Inc, 太平洋研究院整理

股票回购也会带来严重后果。首先股票回购将大幅提高上市公司每股收益 (EPS)，但并非内生性增长，长期不可持续。提高每股收益无非两种方式，一种是公司内生性盈利增长，即提高分子做大企业净利，说明公司实际创造价值；另一种则是股票回购，很多美国上市公司高管薪酬跟每股盈利直接相关，为了提

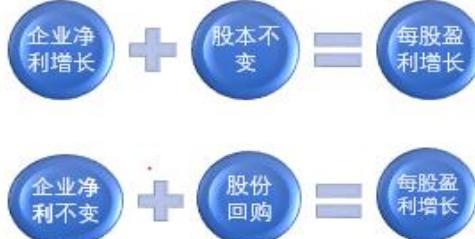
高薪酬，公司管理层通过回购股票缩小分母减少总股本，从而提升每股盈利，拉低整体股票估值，该途径短期内可推高股价。

图表 20：每股收益定义

$$EPS = \frac{\text{净利润} - \text{优先股股利}}{\text{总股本}}$$

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 21：股票回购减少股本

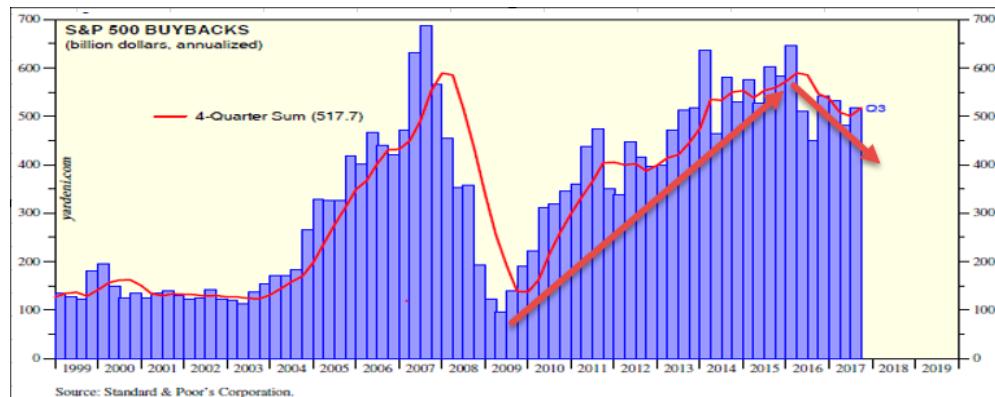


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

#### (四) 上市公司回购行为恐难以为继，牛市支撑动力逐渐丧失

2016Q1，标普 500 成份股回购规模达到次贷危机以来的最高点，但之后的连续 6 个季度，美国上市公司回购规模明显下降。图表 22 红线代表历年回购总额(四个季度加总)，自 2016Q1 之后拐头向下也说明上市公司正在逐步减少分季度回购额。

图表 22:2016Q1 之后 S&P500 成份股回购额拐头向下



资料来源：YardeniResearch. Inc，太平洋研究院整理

在利率上升的情况下，依赖发债融资进行回购活动恐难以为继。上市公司回购股票的驱动力主要为两方面。首先，美国联邦基金利率在次贷危机至美联储加

息的这段时间内长期维持低位，低廉的债券融资成本使得上市公司愿意通过发债形式回购股票使股东获益。另外一方面，管理层通过回购股票，通过减少股本提升每股收益，而很多上市公司高管薪酬和每股收益直接或间接挂钩，回购股票也有利于管理层提升薪酬。

但 2015 年 12 月进入加息周期后，一方面企业利息成本增加，债券融资成本显著上升，企业必然减少企业债融资渠道的股票回购规模，从而将压力进一步传导至每股盈利。另一方面，国债收益率上升使债券类资产吸引力增强。双重压力可能导致上市公司回购规模连续下滑，对股市构成压力。

我们针对美联储历次加息周期进行了统计。1987 年、2000 年及 2007 年三次美股发生系统性风险时，均是在美联储加息背景下，这三次美股崩盘时，利率平均抬升 190BP。截至目前，美联储已加息 125BP，距离 190BP 还有大约 75BP，按照每次加息 25BP 计算，还有大约三次加息。加息将极大加重上市公司债券融资成本，提高企业经营杠杆，拖累公司业绩增速。这有可能是下一次危机爆发的诱因，应当密切关注。

图表 23: 养老金 (IRA、DC 类计划) 持股量与标普 500 走势比较

开始时间	结束时间	跨度 (月)	起点利 率 (%)	终点利率 (%)	崩盘时 利率 (%)	至崩盘利率 变化	利率变化 (以 BP 计)
<b>1983.03</b>	1984.08	17	8.50	11.50	-	-	-
<b>1987.01</b>	1989.05	29	5.88	9.81	6.73	0.85	85BP
<b>1994.02</b>	1995.02	12	3.25	6.00	-	-	-
<b>1998.11</b>	2000.05	18	4.75	6.50	5.85	1.10	110BP
<b>2003.06</b>	2006.06	37	1.00	5.25	4.76	3.76	376BP
<b>2015.12</b>	-	-	0.25	2.75-3.25	-	-	-
<b>平均加息</b>	-	-	-	-	-	1.90	190BP

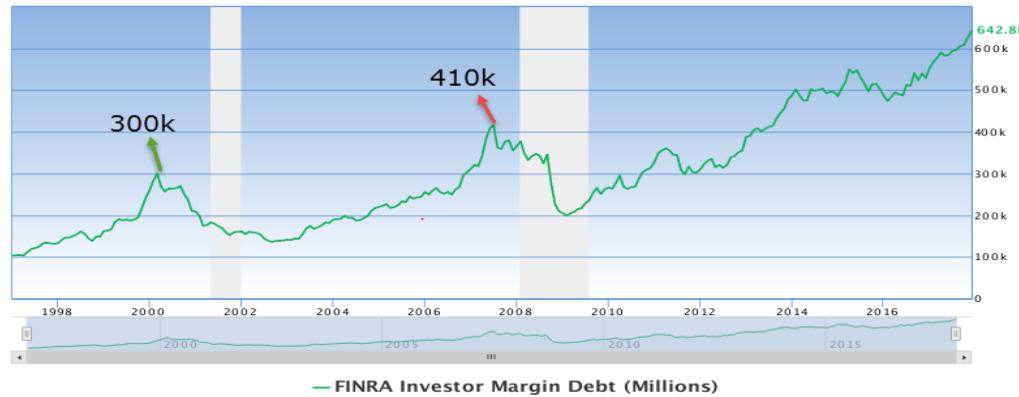
资料来源：wind，太平洋研究院整理

## (五) 保证金债务比例达历史新高

观察投资者使用的杠杆比例，我们发现投资者的保证金债务已达历史新高。

截止 2017 年底，保证金债务规模达 6428 亿美元，早已超过 2000 年科技股泡沫时期及 2007 年次贷危机的峰值。

图表 24: 美股投资者保证金债务规模 (百万美元)



资料来源：YardeniResearch, Inc., 太平洋研究院整理

观察保证金账户中可提取的金额，我们发现保证金债务与自由现金流的比例。可发现该比例在2008年达到高位后开始稳步下降，截至2015年4月，自由现金占保证金账户保证金的百分比为26.97%，为有史以来最低水平，这说明未来作为增量资金流入股市的弹药已越来越少。一旦股市发生轻微回调，保证金比例的变化将导致杠杆投资者发生剧烈风险。

图表 25: 保证金账户自由现金流与债务比例 (截止 2015 年 4 月) (%)



资料来源：FINRA, 太平洋研究院整理

### 三、美国国债观察

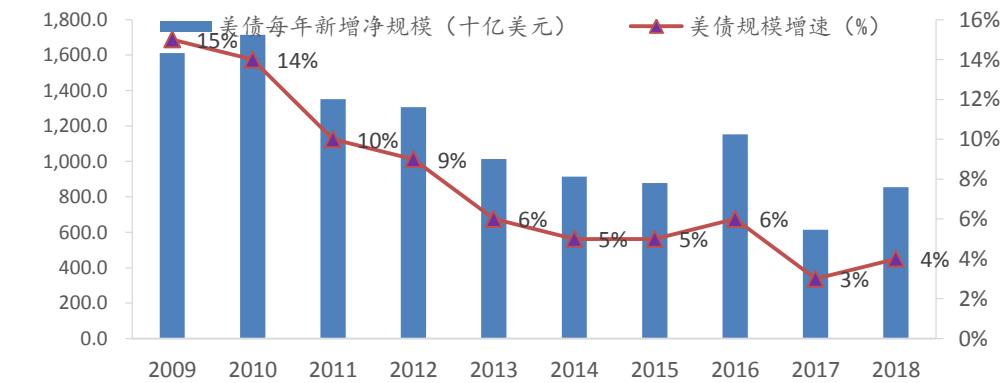
#### (一) 美国国债规模继续攀升

2015年底美债规模只有18.9万亿，2016年底达19.8万亿，2017年底突破20.4万亿，2018年3月初更是突破20.8万亿，增长速度十分惊人。并且我们发现在2018年初美债收益率大幅提升背景下，美债规模仍在上升：2016全年美债增长超1万亿美元，2017年增长超5570亿美元，与2017年相比，2018年前2个月美债增长超3120亿美元，继续保持此增速，美债规模继续攀升1万亿美元有望在6个月内实现。

图表 26: 美债规模有望在6个月内增长1万亿美元（2018年数据截止2.22）



图表 27: 2009-2018年每年美债新增净规模及同比增速



资料来源: WIND, 太平洋研究院整理

美债规模迅速膨胀的原因是什么？我们发现，由于美债基数大，攀升的美债

收益率所产生的新增利息数额庞大，如果不加速美债发放规模，新增利息规模甚至超过新发美债规模，就有可能导致主权债务危机。因此我们需要测算一下现有美债规模下，美债收益率每提升1%将对应多大的利息规模从而了解美债出现危机的可能性。可以发现，在目前20.8万亿美元的规模下，每提升1%将会产生2080亿美元的利息压力。在未来美债基数增大的背景下，负担将越来越大，而美债发行规模迅速扩张则是美国财政部的主要应对手段。在目前美债收益率大概率上行的背景下，美债规模将大概率快速攀升。

图表 28: 美债利息敏感性分析

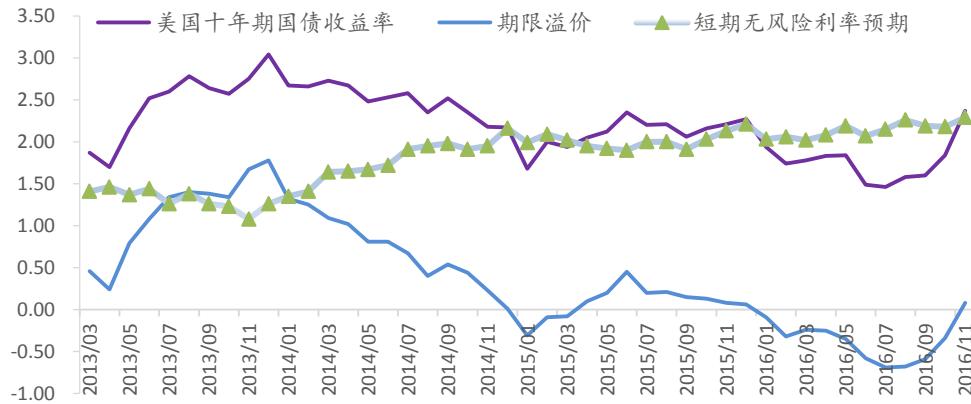
美债利息测算 (十亿美元)		美债规模 (十亿美元)				
		20800	21800	22800	23800	24800
美债收益率	3.00%	624	654	684	714	744
	4.00%	832	872	912	952	992
	5.00%	1040	1090	1140	1190	1240
	6.00%	1248	1308	1368	1428	1488
	7.00%	1456	1526	1596	1666	1736

资料来源：wind, 太平洋研究院整理

## (二) 美债收益率面临上行压力

从债券收益率定义看，十年期国债收益率由短期无风险利率预期和期限溢价两方面构成。其中期限溢价指的是持有长期债券相对于短期债券的额外风险所对应的补偿，影响期限溢价的宏观因素主要有美国通胀预期和政策不确定性。其中油价变化直接影响市场通胀预期；美联储加息、缩表等宏观政策构成不确定性，越高的通胀预期和不确定性通常对应更高的期限溢价。

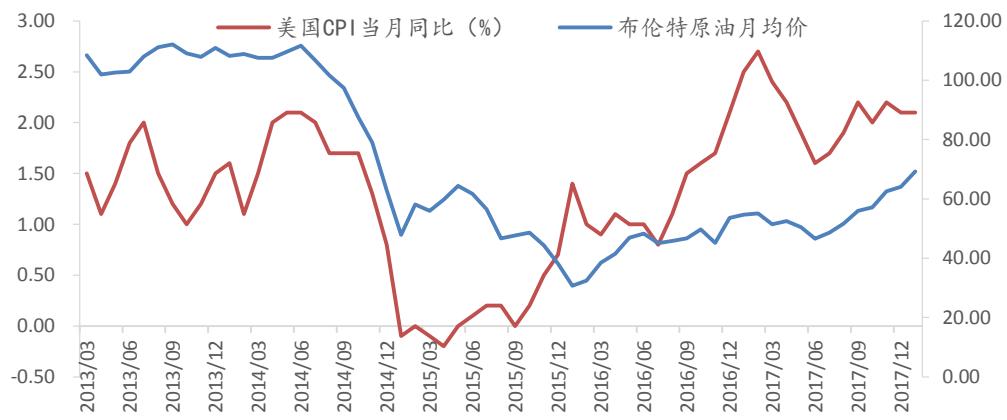
图表 29:美国十年期国债收益率、期限溢价及短期利率情况



资料来源: FED, 太平洋研究院整理

通胀预期直接影响十年期国债期限溢价，而油价走势又与通胀预期走势相关度极高。我们发现，自 2014Q1 开始，原油价格从最高的 125 美元/桶下降到 2016 年最低的 26 美元/桶。美国通胀率持续下降至 1% 以下。2016 年初开始，国际油价从低点开始反弹，随着全球经济回暖，油价持续攀升，目前维持在 60 美元以上，提升了美国的通胀水平。未来油价成为观察美国通胀率的一个重要窗口。

图表 30:油价与通胀走势相关度极高



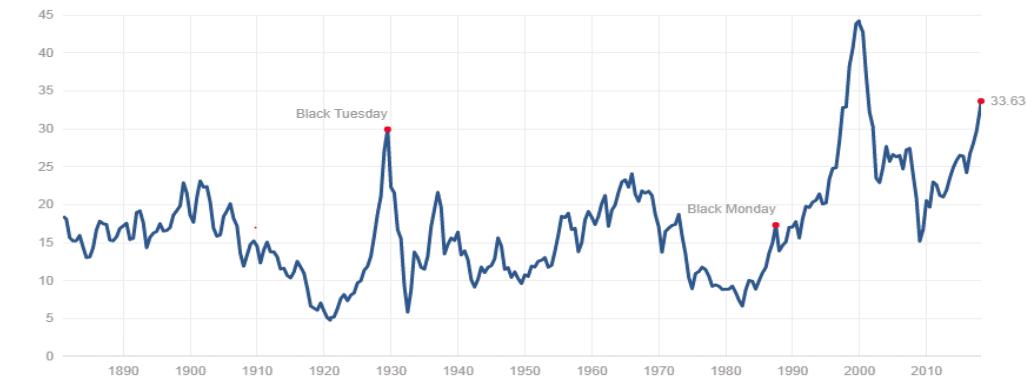
资料来源: FED, 太平洋研究院整理

### (三) 美债收益率上行可能引发大类资产配置变动

估值方面，美股 Shiller PE 目前已经达到 33.63 高位，E/P 比为 2.97% 附近，相对于目前十年期美债 2.9% 收益率，美股估值吸引力已经进入美股和美债边际调整时期，未来随着美债收益率上行，可能引发资金加速由股市流向债市，股市直

接承压。

图表 31: 美股 Shiller PE(截止 2018 年 3 月 1 日)



资料来源: *gurufocus*, 太平洋研究院整理

图表 32: 2006 年 1 月 - 2018 年 1 月美国十年期国债收益率 (%)



资料来源: *Wind*, 太平洋研究院整理

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES



### 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

### 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。