

居安思危

——美股观察系列之四

报告摘要

● 美股整体表现良好

2月初的暴跌没有基本面支持，企业盈利依旧超预期，美国经济表现稳健，税改预期和债市疲弱共同推动了2017年下半年以来的美股上涨行情。

● 美股各板块共同上涨

与2017年表现不同的是，各个板块都一致上涨，科技板块没有体现出明显的优势，且金融、消费等主要板块均表现出持续上涨势头。

● 一些指标反应出的问题

席勒PE处于历史高位，股市上涨速度加快，资金集中度过高，被动投资占比上升，腾落指数继续上涨。这些指标反映出的美股利空和利好因素交织。

● 来自政策和经济层面的压力

特朗普税改的效果可能不及预期，欧洲经济表现好于美国，美联储加息可能超预期，特朗普执政困难，这些都是来自宏观层面的压力。

● 居安思危

综合以上的分析，我们认为美股的利空因素多过利好因素。但这并不意味着美股即将转熊，未来的半年或一年时间中，美股反而可能继续大涨。按照曾成功预测了1990年日本的崩盘，以及2000年、2008年的金融危机的GMO联合创始人Jeremy Grantham的判断，美股崩盘还需要另外两个触发因素：快速上升的通胀和放缓的利润率。一旦通胀加速上涨，或利润率增速放缓甚至下降，牛熊切换就会很快来临。

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

何晓

xhe@cebm.com.cn

夏天然

trxia@cebm.com.cn

目录

一、美股整体表现良好	5
1. 盈利状况依然乐观	5
2. 经济基本面健康	6
3. 税改对股市的推动	7
4. 债熊助推股牛	7
二、主要板块表现稳定	9
1. 金融板块：美联储加息，板块走势稳定	9
2. 消费板块：消费稳健，板块平稳	9
3. 能源板块：油价上涨很高，后期走向不确定	10
4. 科技板块：估值驱动继续转向盈利驱动，板块表现良好	10
三、这些指标释放出了什么信号？	12
1. Robert Shiller PE——估值过高	12
2. 价格加速度——正在提升	12
3. 交易策略——放大波动性	12
4. 被动投资占比高——资金集中度高	13
5. 来自1987年的启示——宏观因子问题显现	13
四、来自政策和经济层面的压力	15
1. 特朗普执政难度大	15
2. 税改不及预期	15
3. 美联储继续加息	16
4. 美国复苏周期走向尾声	16
四、居安思危	18

图表目录

图表 1: 美股遭遇“黑色星期一”	5
图表 2: 美股主要板块2017年四季报业绩	6
图表 3: 标普500整体营收盈利超预期程度	6
图表 4: 1月非农数据再超预期	6
图表 5: 美国通胀水平稳定上升	6
图表 6: 美国经济表现良好	7
图表 7: 制造业景气程度不断上涨	7
图表 8: 税改受益行业一览	7
图表 9: 税改法案签署前后各板块涨幅	7
图表 10: 2017年9月以来美债疲软	8
图表 11: 资金从债市流出, 流向股市	8
图表 12: 中日已经减少美债购买	8
图表 13: 外国资金弃债投股	8
图表 14: 2017年各版块走势	9
图表 15: 2018年初至今各板块走势	9
图表 16: 金融指数与10年期国债利率高度相关	9
图表 17: 加息对金融板块的支撑作用将延续	9
图表 18: 美国消费依然强劲	10
图表 19: 收入与消费指数高度相关	10
图表 20: 能源指数与油价高度相关	10
图表 21: 美国原油库存减少的同时产量上升	10
图表 22: 科技股涨势大幅超越大盘	10
图表 23: 估值与盈利对股价的拉升作用	10
图表 24: 当下估值已过快攀高	12
图表 25: 开启一轮融涨行情前指数的挣扎	12
图表 26: 美股被动投资占比不断提升	13
图表 27: 大市值股票投资基金占绝对优势	13
图表 28: 1998年的腾落指数已经开始下滑	13
图表 29: 目前的腾落指数没有出现下行走势	13
图表 30: 1987年股灾时美元美债的走势	14
图表 31: 美元指数下跌, 美债收益率上行	14
图表 32: 科技板块显著跑赢大盘	14
图表 33: 1987年并购板块显著跑赢大盘	14
图表 34: 税改可能带来严重的赤字	15
图表 35: 其他国家税率显著低于美国	15

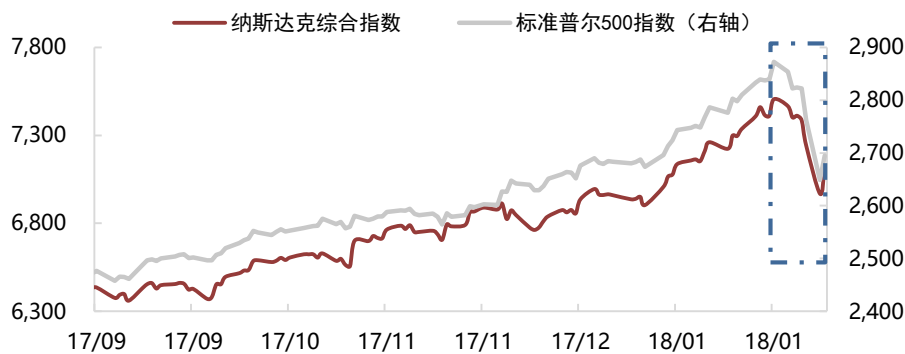
图表 36: 2001年加息周期末期科网泡沫破灭	16
图表 37: 2006年加息周期结束次贷危机爆发	16
图表 38: 1994年债灾爆发殃及股市	16
图表 39: 2017年美国10年-2年期国债收益率利差持续收窄	16
图表 40: 美国经济处于复苏中后期	17
图表 41: 欧洲经济处于复苏中前期	17
图表 42: 2017年新兴市场股市表现优异	17
图表 43: 2017年9月至2018年1月全球主要股市涨幅	17
图表 44: 美国通胀水平缓慢回升	18
图表 45: 美股利润率目前较为稳定	18

2月伊始，美股遭遇暴跌，2月5日堪称“黑色星期一”。当日三大股指均下跌4%左右，其中美国道琼斯工业指数单日跌幅达到4.61%，为2011年年中以来单日最大跌幅。连续两周美股累计下跌近9%（图表 1）。

近期的急跌可能是恐慌情绪的一次集中释放。这种恐慌的触发因素是2月2日靓丽的非农数据，大幅上涨的薪资增速提高了市场对美联储快速加息的预期；而恐慌情绪的积累并非一蹴而就，当美债收益率不断攀升，多个权威机构陆续发声提示美股风险，不少投资者已经非常谨慎，一有风吹草动就将引发抛售。

经历了这样的大幅波动，美股未来的走向更值得仔细研判。本篇报告是我们美股系列报告的延续，我们力求结合最新的经济和市场情况，挖掘股市的真实表现，以做出更新判断。

图表 1：美股遭遇“黑色星期一”



来源：Bloomberg，莫尼塔

一、美股整体表现良好

撇除2月的大跌，美股1月涨势喜人，三大股指均上涨6%左右。从2017年年初至今年1月底，三大股指平均上涨近30%。即便算上2月初的大跌，这段涨幅也接近26%。美股良好的表现有多方面因素支撑。

1. 盈利状况依然乐观

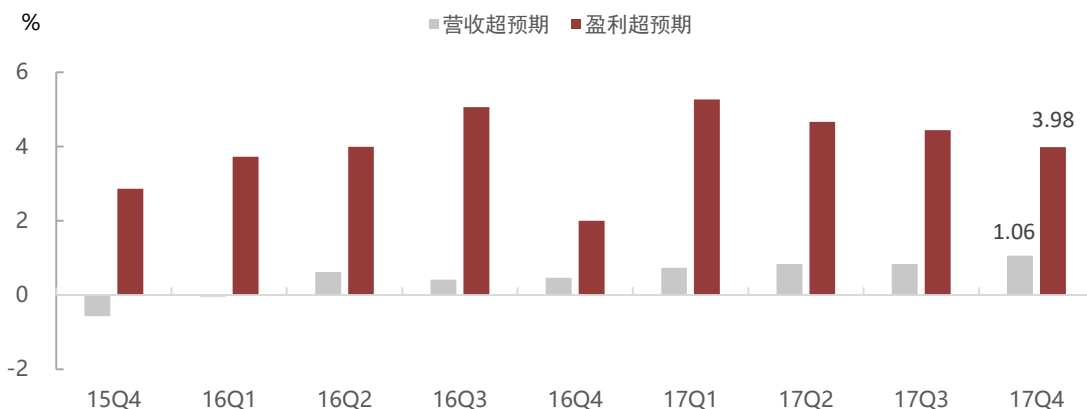
首先，从盈利的角度来看，美股依然延续了此前的良好态势。截止2018年2月3日，标普500已披露的上市公司2017年四季度营收状况整体好于上期。完成业绩申报的284家上市公司中，营业收入超预期的有221家，整体超预期程度为1.1%；盈利超预期的有229家，整体超预期程度为4.0%。其中，材料、消费服务、金融板块盈利超预期程度均高于上期，工业及电信板块更是由上期的盈利不及预期转为本期分别高于预期4.8、9.2个百分点（图表 2、图表 3）。

图表 2：美股主要板块 2017 年四季报业绩

行业(ICB)	申报公司	营业收入意外				盈利意外				
		全部公司	超预期	持平	不及预期	整体超预期程度	超预期	持平	不及预期	整体超预期程度
全部证券	284	500	221	0	63	1.1%	229	3	52	4.0%
石油及天然气	15	31	13	0	2	-0.7%	11	1	3	-12.3%
基础材料	11	18	10	0	1	2.7%	11	0	0	12.8%
工业	59	82	46	0	13	1.4%	46	0	13	4.8%
消费产品	30	59	16	0	14	1.2%	19	0	11	4.8%
保健	35	53	29	0	6	1.5%	29	0	6	-2.1%
消费服务	27	70	23	0	4	1.1%	25	0	2	13.4%
电信	2	3	2	0	0	1.7%	1	0	1	9.2%
公用事业	4	29	2	0	2	-1.1%	3	0	1	1.2%
金融	68	104	51	0	17	0.5%	56	1	11	4.3%
科技	33	51	29	0	4	1.7%	28	1	4	5.4%

来源：Bloomberg，莫尼塔

图表 3：标普 500 整体营收盈利超预期程度

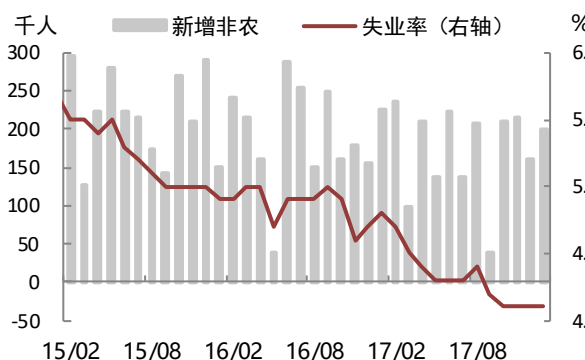


来源：Bloomberg，莫尼塔

2. 经济基本面健康

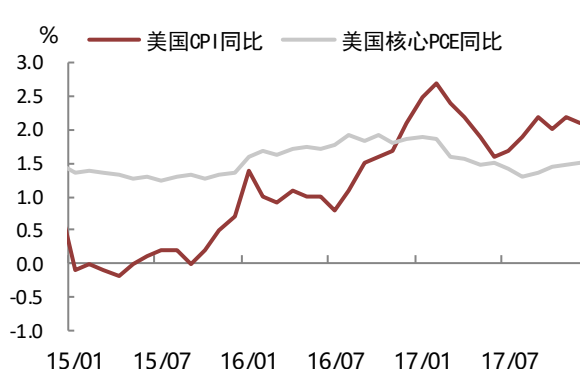
股市的长期良好表现需要健康的经济基本面支撑。1月的非农新增就业数据再次超预期，在反应劳动力市场紧俏的同时引起了资本市场的高度关注；薪资增速的提升也预示着美国通胀水平将继续平稳攀升（图表 4）。去年四季度美国经济增速略低于三季度，但仍是两年来较高水平，花旗经济意外指数仍远高于零。制造业PMI和消费者信心指数等软指标也同样显示出经济向好（图表 5、图表 6、图表 7）。

图表 4：1 月非农数据再超预期



来源：Wind，莫尼塔

图表 5：美国通胀水平稳定上升



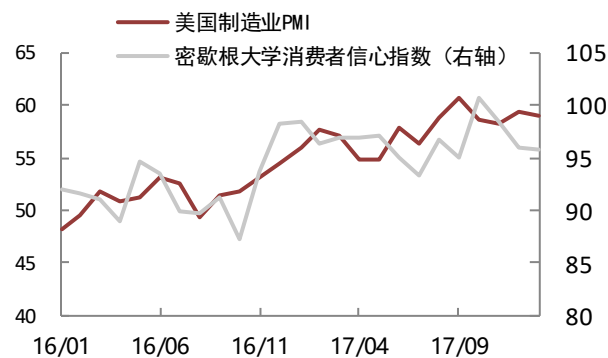
来源：Wind，莫尼塔

图表 6：美国经济表现良好



来源：Wind, 莫尼塔

图表 7：制造业景气程度不断上涨



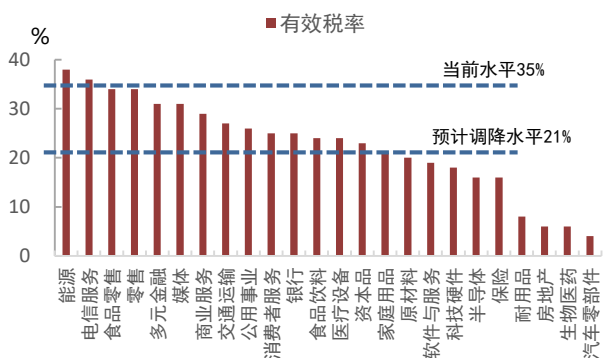
来源：Wind, 莫尼塔

3. 税改对股市的推动

经历几番周折，特朗普税改法案在2017年圣诞节前被正式签订，并于2018年1月启动生效。且不谈税改最终的效果如何，炒作消息、抬升市场预期在各国股市中都是老生常谈。美股自去年9月以来的上涨行情中，有很大一部分归因于对税改的乐观预期。

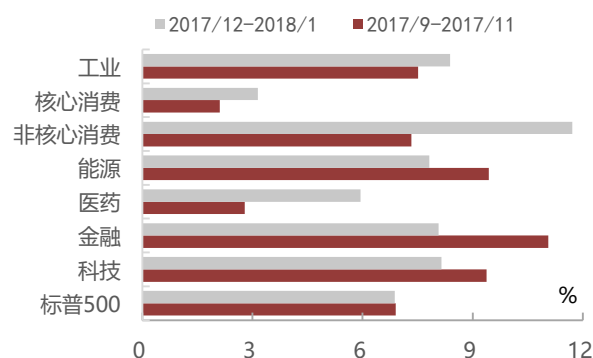
当然，减税对很多行业也的确是实在利好，主要行业中，能源、电信、消费、多元金融及媒体于降税幅度上占据前列，这些行业近期的股价表现已经反映出了这一利好（图表 8、图表 9）。根据市场一致预期，上述行业2018年的净利润同比增速将高于标普500指数5-15个百分点。

图表 8：税改受益行业一览



来源：Bloomberg, 莫尼塔

图表 9：税改法案签署前后各版块涨幅



来源：Bloomberg, 莫尼塔

4. 债熊助推股牛

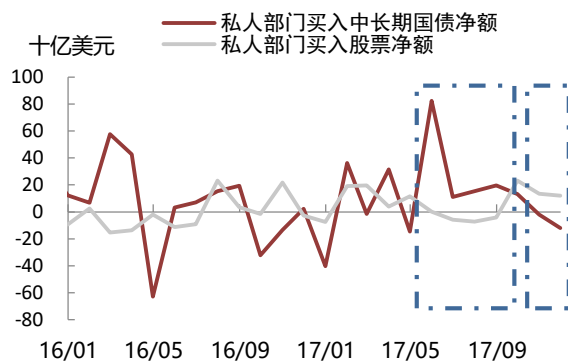
债市和股市的牛熊对比也清晰地反映了资金的流向。2017年9月以来，美国长期国债收益率一路攀升，2018年1月已经连续击穿2.6%和2.8%的关键点位（图表 10）。这段时间内，美国私人部门净卖出中长期国债、净买入股票，新增资金流向分化（图表 11）。

图表 10: 2017 年 9 月以来美债疲软



来源: Wind, 莫尼塔

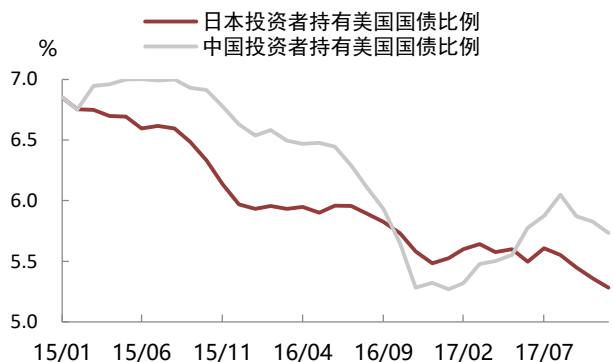
图表 11: 资金从债市流出, 流向股市



来源: Wind, 莫尼塔

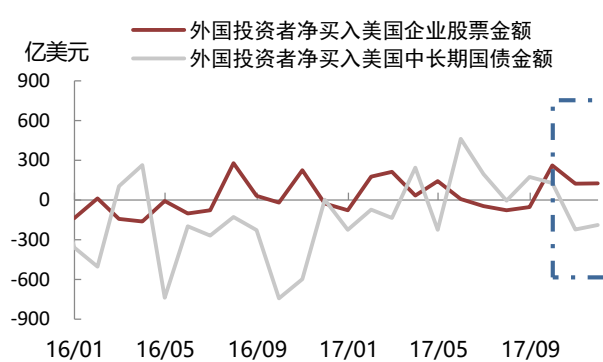
不仅美国国内, 全球经济通胀预期的抬升对美债也是一大利空, 近期中国日本都曾传出大幅减持美债的消息, 而事实上该趋势由来已久 (图表 12)。2017 年 9 月 10 年期美债收益率触底攀高之时, 美股市场却就此迎来源源不断的外国资金净流入 (图表 13)。

图表 12: 中日已经减少美债购买



来源: Wind, 莫尼塔

图表 13: 外国资金弃债转股

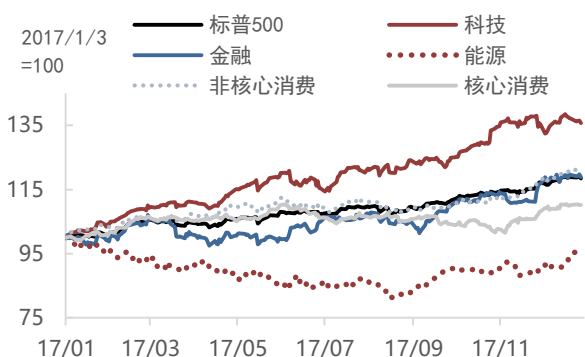


来源: Wind, 莫尼塔

二、主要板块表现稳定

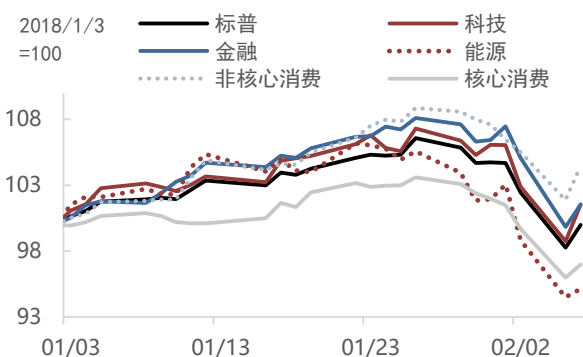
2017年美股的主要驱动力是科技板块，全年涨幅远超大盘；其他板块则表现一般（图表 14）。而进入2018年初该趋势发生了变化，各板块表现较为一致（图表 15）。

图表 14：2017 年各板块走势



来源：Wind，莫尼塔

图表 15：2018 年初至今各板块走势



来源：Wind，莫尼塔

1. 金融板块：美联储加息，板块走势稳定

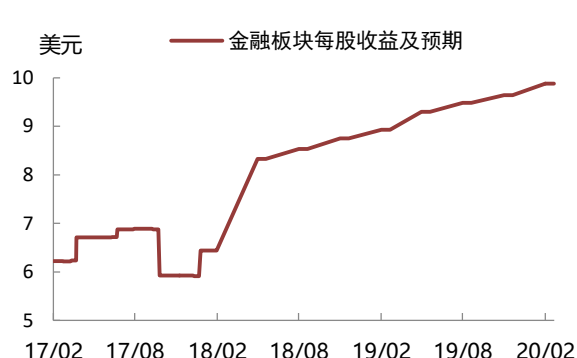
金融机构盈利状况对利率高度敏感，因而美股金融板块指数与国债收益率具有较高相关性（图表 16）。纵观2017年，金融板块指数随着美联储加息的步伐稳健攀升，可以预见的是2018年美联储加息对金融板块的支撑作用还将延续（图表 17）。

图表 16：金融指数与 10 年期国债利率高度相关



来源：Wind，莫尼塔

图表 17：加息对金融板块的支撑作用将延续



来源：Bloomberg，莫尼塔

2. 消费板块：消费稳健，板块平稳

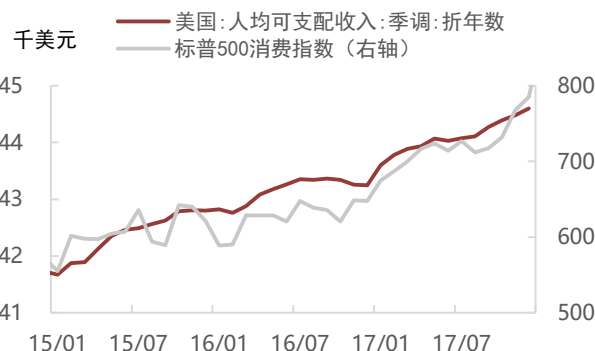
美国经济依靠消费拉动，2017年四季度个人消费支出占GDP的69.1%（图表 18）。趋势上看，2015年消费占GDP比重触底反弹并一路走高，反映近年来居民消费情绪乐观。2017年上半年的消费板块指数表现强劲，第三季度受消费下滑拖累小幅回调，而第四季度重又走出一轮上涨行情（图表 19）。劳动力市场繁荣或为消费市场持续注入动力，短期内消费板块表现仍值得期待。

图表 18: 美国消费依然强劲



来源: Wind, 莫尼塔

图表 19: 收入与消费指数高度相关



来源: Wind, 莫尼塔

3. 能源板块: 油价上涨很高, 后期走向不确定

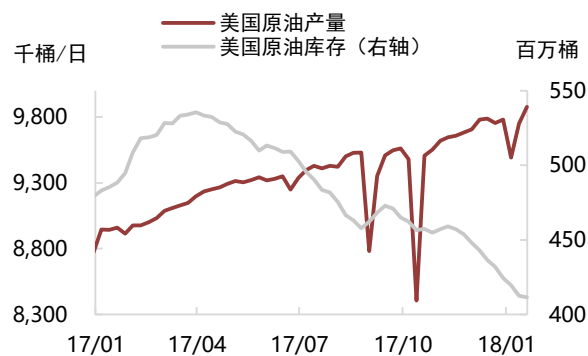
近期油价不断冲击新高, 叠加税改降税利好的市场预期, 能源板块涨势喜人。油价是决定能源企业盈利状况的决定性因素, 油价走势与能源板块指数同样显示高度相关(图表 20)。2017年4月美国原油库存开启连跌, 与此同时美国原油产量保持上行的大趋势, 美国逐渐从原油进口国向输出国转型(图表 21)。多空力量交织作用下, 未来原油价格走势具有较大不确定性, 能源板块将不可避免受其连累。

图表 20: 能源指数与油价高度相关



来源: Bloomberg, 莫尼塔

图表 21: 美国原油库存减少的同时产量上升



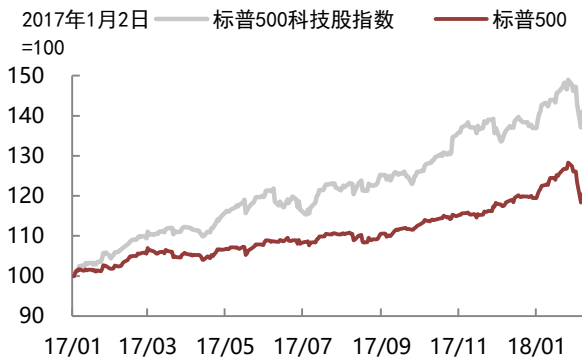
来源: Bloomberg, 莫尼塔

4. 科技板块: 估值驱动继续转向盈利驱动, 板块表现良好

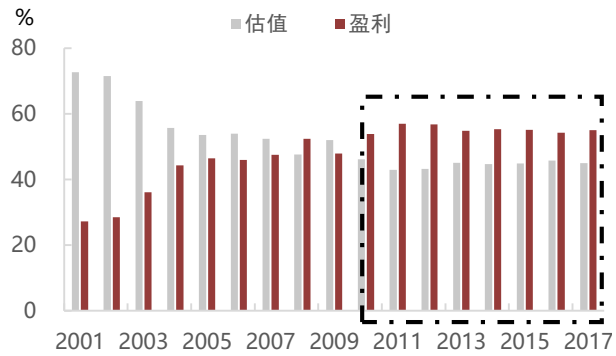
2017年以来科技板块一直扮演领涨角色, 全年板块指数涨幅高达35.7%(图表 22)。从股价驱动力拆分结果看, 2017年股价上涨更多由企业出色的盈利能力引领, 并且对比估值驱动力其优势仍在扩大(图表 23)。尽管遭遇“黑色星期一”, 但市场对其长期盈利能力仍持乐观态度: 预计2018年全年每股收益水平将超越2017年, 并在第四季度迎来又一小高潮。因而在可靠的盈利保证下, 科技板块后续表现可期。

图表 22: 科技股涨势大幅超越大盘

图表 23: 估值与盈利对股价的拉升作用



来源: Bloomberg, 莫尼塔



来源: Bloomberg, 莫尼塔

三、这些指标释放出了什么信号？

虽然股市基本面看起来一片大好，但其自身存在一些问题。从某些指标来看，美股的上涨似乎也没那么牢靠。

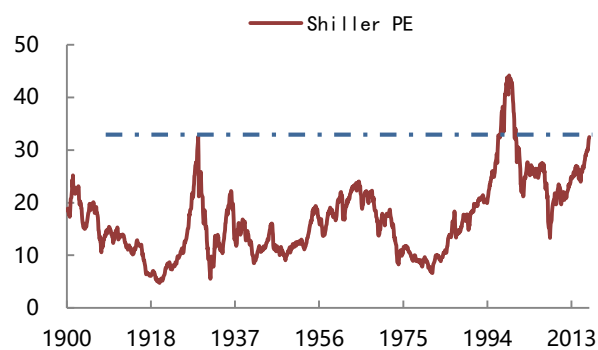
1. Robert Shiller PE——估值过高

极端的高估值是泡沫破裂的必要条件。2018年1月，标普500的Shiller PE (32.47) 已经远超历史均值 (16.83)，极度接近大萧条前夕 (32.54)，向历史最高点、1999年12月的44.19靠近 (图表 24)。诚然，我们并不能断言估值触及某个绝对的值，股市中存在的泡沫就会应声而破。但估值攀高就意味着交易正受“动物精神”的驱使，市场对于风险溢价的敏感度趋弱，这已经是一个比较危险的信号了。

2. 价格加速度——正在提升

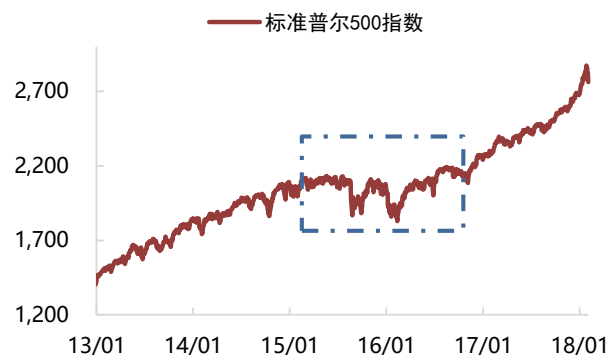
历史上泡沫的破灭大多伴随着前期股价的疯狂上涨，而通过监测价格加速度指标，我们或许可以对当下美股走势作出基本的判断。根据历史经验，在融涨期之前股价会有一段蛰伏期，确定涨势后将以更迅猛的势头不断冲高。反观2015年初至2016年9月标普500的表现，似乎正符合开启一轮融涨行情的特征 (图表 25)。

图表 24：当下估值已过快攀高



来源：Bloomberg, 莫尼塔

图表 25：开启一轮融涨行情前指数的挣扎



来源：Bloomberg, 莫尼塔

3. 交易策略——放大波动性

多样化的交易策略是帮助投资的利器，但某些策略占据主导地位时，就会强化市场行动的一致性，并放大波动率。2月初美股大跌的重要推手正是一些被广泛使用的交易策略。

美股市场的主流投资策略之一——“趋势跟踪策略”多数使用程序化交易。程序化交易亮点众多，所有的因素——除了人的非理性情绪之外——都有可能成为程式化交易中的变量，其搜集、分析数据，以及根据信息做出交易决策的效率远超人工。然而其优越的特点也决定了，当趋势形成之时，无论正负面信号对市场的影响都会被成倍放大。2月初美股的大跌可能就是某些交易的止损线被触及，强制抛售机制导致市场被迫承受额外的下行压力。

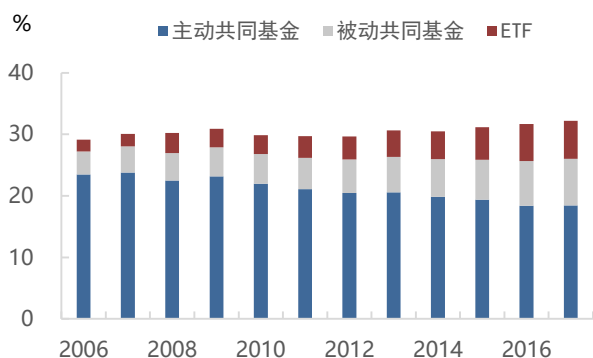
另一主流策略，“风险平价策略”通过平衡资产间风险达到收益对冲的效果，鉴于债市与股市收益的负相关性，债券通常被视为股票的对冲工具。但近年来宽松的货币政策导致流动性过剩，资金的机会成本下降，股市与债市之间的负相关性减弱。因而资金在进对冲交易之时或将促成股市与债市的联动，也就是“股债双杀”的局面。

4. 被动投资占比高——资金集中度高

美股市场中以ETF为代表的被动型投资比例正不断扩大，据瑞士信贷统计，被动投资基金持有股票份额接近13.7%，而主动投资基金的份额下降至18%（图表 26）。被动投资基金操纵着足以改变市场风向的资金量。仅2月5日，SPDR标普500ETF信托基金的成交量就达近800亿美元（而同期标普500的成交量为770亿美元）。

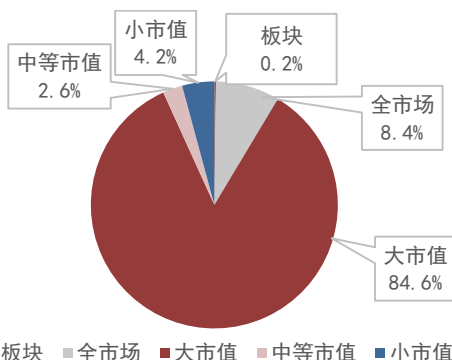
但ETF指数基金愈见活跃之时，也在为更高的波动性推波助澜。ETF更青睐大市值的个股及表现良好的板块。投资者在挑选ETF基金之时同样偏爱价格较高、优质的投资标的，从而促成资金集中度的大幅提升，继而推升股市波动率。这种效应在下跌行情中尤为显著。2018年2月1日至5日美股市场中ETF资金净流出129亿美元，其中投资大市值公司的ETF资金104亿美元，占美国国内ETF基金总净流出的84.6%（图表 27）。

图表 26：美股被动投资占比不断提升



来源：瑞士信贷，莫尼塔

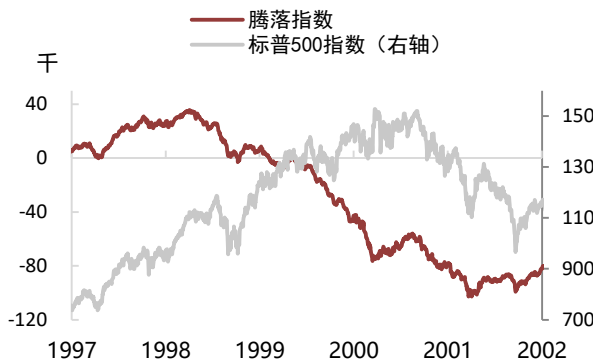
图表 27：大市值股票投资基金占绝对优势



来源：Bloomberg，莫尼塔

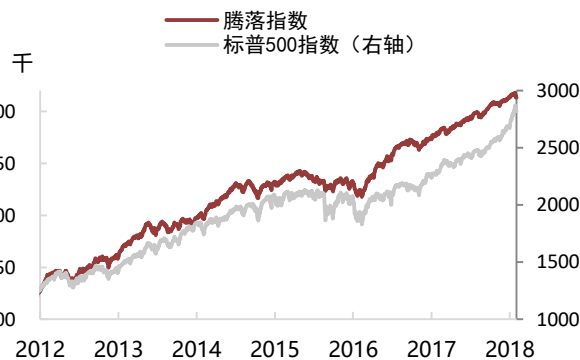
当少数大市值、表现优良的板块聚集了海量的被动投资资金，而市场交易已经脱离基本面、由非理智情绪主导，可以想象在市场中涨跌股票数差异将被拉大。这也是我们监测“腾落指数”（上涨家数与下跌家数之差）的意义：它较为准确地捕捉了2000年科网泡沫破灭前，市场资金高度集中的现象（图表 28）；而从目前的情况来看，该指数一直保持稳定上涨，尚没有下跌的态势，这或许意味着，美股的上涨之路还未走完。

图表 28：1998 年的腾落指数已经开始下滑



来源：Bloomberg，莫尼塔

图表 29：目前的腾落指数没有出现下行走势



来源：Bloomberg，莫尼塔

5. 来自1987年的启示——宏观因子问题显现

对比当前的美股的宏观环境，其实与1987年较为相似。第一，美元持续贬值，美元指数下跌超过一年。第二，美联储已经在加息过程中，但利率水平处于相对低位。第三，80年代里根总统

的减税和松监管政策鼓励了企业的杠杆收购、资产重组、股票回购等行为；此轮美股的上涨同样有很大程度是因为企业回购，特朗普也同样在进行减税，后期监管也可能放松。

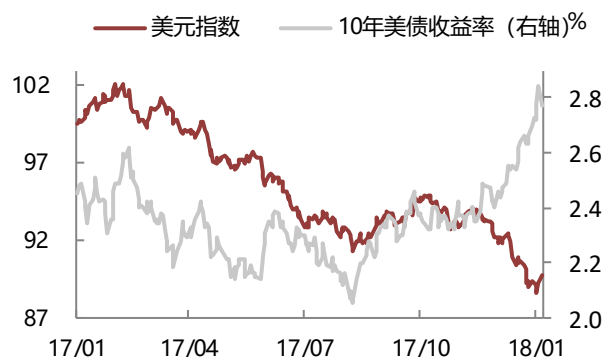
在1987年股灾之前，宏观因子出现了一些很明显的问题，最典型的就是美元指数与美债收益率走势的背离（图表 30）。2017年11月后，长端美债收益率不断上行，但美元指数依然走低，这一现象在2018年呈现加速之势（图表 31）。

图表 30：1987 年股灾时美元美债的走势



来源：Bloomberg，莫尼塔

图表 31：美元指数下跌，美债收益率上行

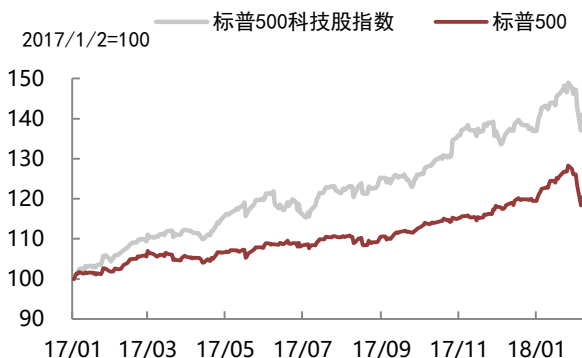


来源：Bloomberg，莫尼塔

除了宏观因子的问题，股市本身的问题也在显现。1987年美股的并购板块上涨最为猛烈，某一个板块显著跑赢大盘正是股市进入泡沫阶段的必要条件。对应到现在，2017年的典型现象即科技板块一枝独秀，成为拉升大盘的最主要力量，且主要的涨幅集中在Facebook、Google等几大巨头上（图表 32）。

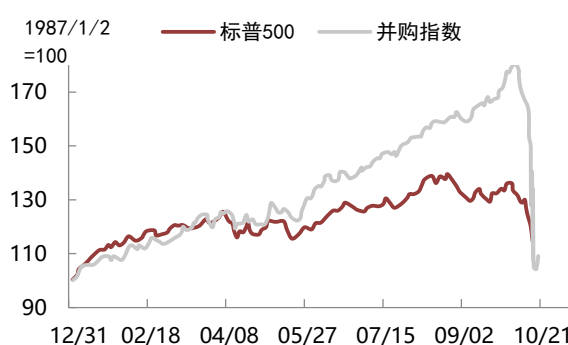
当宏观因子与股市上涨开始出现脱节，且股市本身的问题开始凸显，泡沫似乎行将不远。

图表 32：科技板块显著跑赢大盘



来源：Bloomberg，莫尼塔

图表 33：1987 年并购板块显著跑赢大盘



来源：Wind，莫尼塔

四、来自政策和经济层面的压力

虽然美股现在的状况良好，但一些压力却持续存在，值得投资者关注。

1. 特朗普执政难度大

2016年11月，美股用连续一周的暴涨欢迎特朗普的胜选，市场对特朗普期待颇高。但直至2017年年底，特朗普才签署了税改法案，之前则没有任何重大政策出台。美元对此反应激烈，2017年开启了单边下跌的行情。特朗普政府政策推行的缓慢反映出国会对其的支持力度非常小，不仅民主党异常团结地抵制特朗普（税改投票均全票反对），共和党内部也对特朗普颇有微词（去年中医改投票最后关头，数名共和党人临时倒戈）。2018年1月美国政府就因为参议院两党意见不合而临时关门数日，如果在今年的中期选举上，共和党人丢掉了多数席位，可想而知，未来特朗普的执政生涯会更加困难重重。至于其推行的放松监管、万亿基建等利好股市的政策，也就无从谈起。

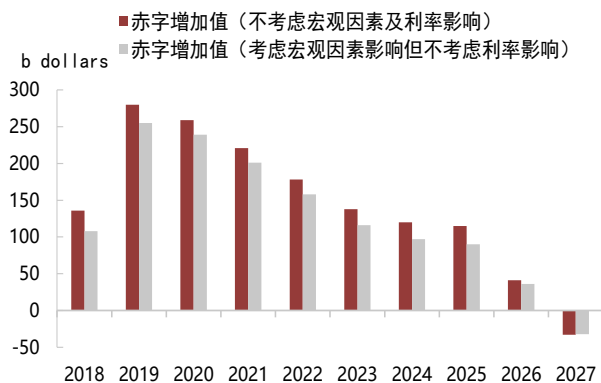
2. 税改不及预期

对于税改的期待推动了去年美股的上涨，但税改真正的效果还有待观察。我们在《特朗普税改：谨慎期待》等报告中多次提到，税改可能带来赤字率快速提高、贫富差距加大等问题，从而削弱其对经济的提振作用（图表 34）。

税改中对企业海外利润汇回的条款也不见得奏效。虽然美国跨国企业在海外获得丰厚的利润，留存在海外的利润累积高达2.6万亿美元，但海外利润较高的德国、日本、荷兰、爱尔兰等地税率本就显著低于美国（图表 35）。据Capital Economics估计，总共能够回流美国的利润，可能只有2000亿至4000亿美元。

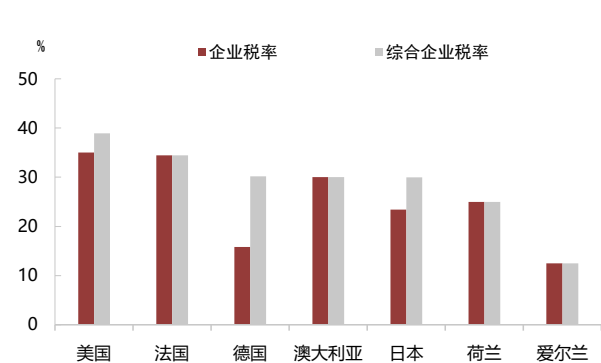
而且，减税带来的企业利润增厚以及海外利润回流，并不代表资金将被用于扩大生产，回购股票、发放股利和并购或是企业更好的选择。以苹果为例，官方消息称在新税法体制下将在未来五年内为美国经济贡献3500亿美元、汇回税380亿美元。而事实上，第一，新税法的规定是强制对海外利润征税，即利润回流的动机并不见得是受降税吸引；第二，3500亿美元中，真正因为新税法追加的投资仅占很小一部分，更多是苹果正常经营、加强市场竞争力所需的常规投资。当然，后续的资金走向仍待观察，但预计并非表面数据所示那般乐观。

图表 34：税改可能带来严重的赤字



来源：Bloomberg, 莫尼塔

图表 35：其他国家税率显著低于美国

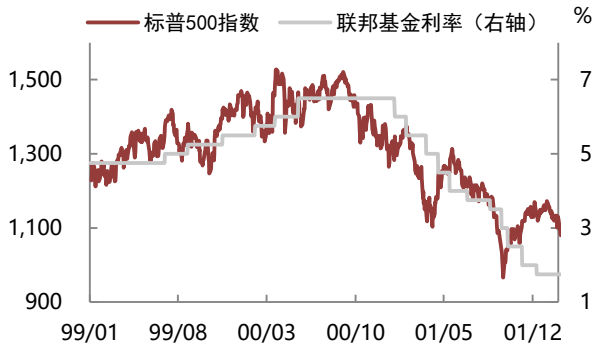


来源：Bloomberg, 莫尼塔

3. 美联储继续加息

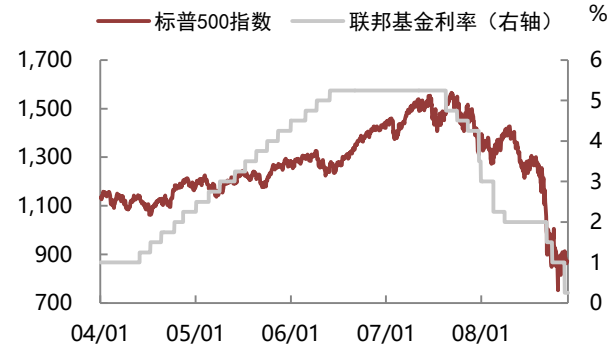
劳动力市场的繁荣、油价的提升以及税改均会推升通胀，美联储今年紧缩的节奏可能加快。按照我们此前的判断，美联储至少会有3次加息。从历史来看，大多数的加息周期都是经济表现较好的时候进行，且加息前期和中期，股市均给予正面反馈。但是，当加息进入尾声而又得不到强有力的基本面支撑，股市就会开启暴跌行情，例如2000年科网泡沫与2008年的次贷危机（图表 34、图表 35）。

图表 36：2001 年加息周期末期科网泡沫破灭



来源：Bloomberg，莫尼塔

图表 37：2006 年加息周期结束次贷危机爆发



来源：Bloomberg，莫尼塔

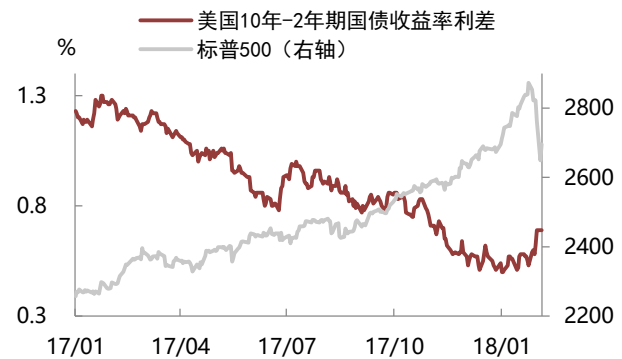
意料之外的加息决策也将给市场带来强烈扰动，最典型的例子当属1994年的“债市大屠杀”。1994年美联储快速加息，导致10年期国债收益率从1月额5.6%飙升至11月的8%，美银美林全球政府债指数因此重挫3.1%，为历来最大年度跌幅。债市的完美风暴传导至股市，标普500指数当年也出现急跌（图表 38）。2017年以来，美债10年与2年期收益率利差不断缩窄、收益曲线走平，这与1994年颇具相似之处，值得投资者警惕（图表 39）。

图表 38：1994 年债灾爆发殃及股市



来源：Wind，莫尼塔

图表 39：2017 年美国 10 年-2 年期国债收益率利差持续收窄



来源：Wind，莫尼塔

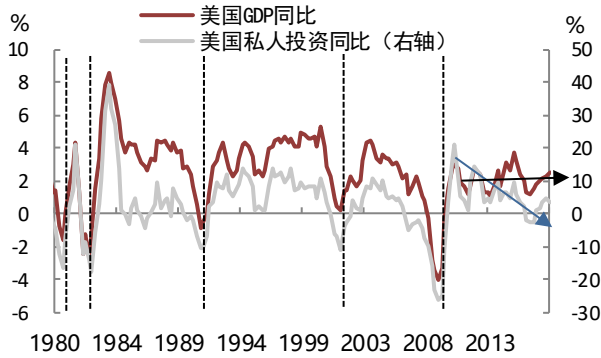
4. 美国复苏周期走向尾声

在我们的年度策略报告中，我们提及，美国近几十年周期呈现“慢牛快熊”的态势，在复苏周期的末端，都会呈现出经济增速稳定但私人投资增速下行的态势。由此我们判断当前美国很可能处在经济复苏的中后期（图表 40）。

相比之下，欧洲经济的表现堪称靓丽，不论是经济增速还是私人投资增速均显著上行，欧央行最关心的居民消费信贷也稳定回升。“欧猪”国家的资产负债表经过多年的修复后，其经济快速

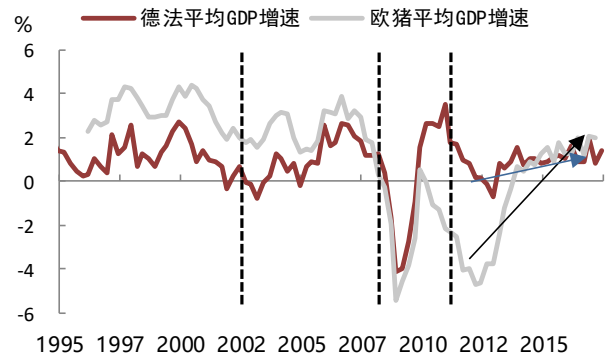
发展，已经成为除了德法以外的重要支撑力量（图表 41）。欧洲股市也自2017年9月走出一轮上涨行情，被视为对经济基本面回暖的积极反馈。

图表 40：美国经济处于复苏中后期



来源：Wind，莫尼塔

图表 41：欧洲经济处于复苏中前期



来源：Wind，莫尼塔

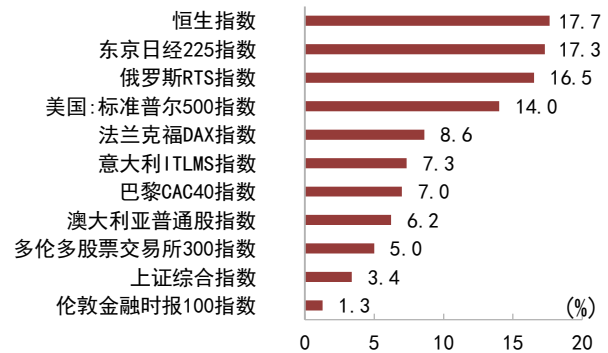
因优异的表现受到全球投资者青睐的还有新兴市场。2017年全年，MSCI新兴市场指数上涨34.4%（图表 42）。仅2017年9月至2018年1月，作为新兴市场股指代表的恒生指数、俄罗斯RTS指数就分别收获17.7%、16.5%的骄人涨幅（图表 43）。美国作为全球经济复苏领头羊的优势逐渐式微，而欧洲、新兴市场，以及资金借入成本低廉的日本市场或将更多地吸引投资者的目光。

图表 42：2017 年新兴市场股市表现优异



来源：Wind，莫尼塔

图表 43：2017 年 9 月至 2018 年 1 月全球主要股市涨幅



来源：Wind，莫尼塔

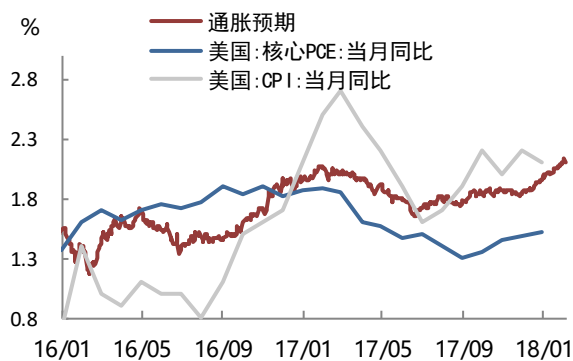
四、居安思危

综合以上的分析，我们可以看到美股的利好和利空因素交织。利好的因素包括：企业盈利表现良好甚至超预期，美国经济基本面稳健，税改对一些行业优惠力度较大，美股各个板块一致上涨，腾落指标尚未出现下跌信号。而利空的因素包括：高估值、高加速度、资金过于集中、被动投资放大波动性等一系列风险。前述的一些利好因素可能也会逐渐转变为利空，例如税改的效果可能不及预期，经济或逐渐走弱，再加上美联储加息和特朗普执政困难等政策压力，美股的利空多过利好。

当然，风险的累积需要时间，目前我们还可以期待美股继续上涨一段时间。按照曾成功预测了1990年日本的崩盘，以及2000年、2008年的金融危机的GMO联合创始人Jeremy Grantham的判断，美股崩盘还需要另外两个触发因素：快速上升的通胀和增速放缓的利润率。

美国当前的通胀水平较为稳定，虽然CPI同比徘徊在2%左右，但核心PCE物价指数保持了上涨（图表 44）。而在全世界经济继续复苏的大背景下，叠加油价高企的影响，通胀可能快速回升。这已经被很多投资机构列为2018年可能的黑天鹅之一。利润率方面，美股平均利润率维持在2014年以来的高位，但似乎上涨乏力（图表 45）。仅从目前的形态，本轮牛市还没有结束，但二者的变化加速度可能提前反映出市场动向——一旦通胀加速上涨，或利润率增速放缓甚至下降，牛熊切换就会很快来临。

图表 44：美国通胀水平缓慢回升



来源：Wind，莫尼塔

图表 45：美股利润率目前较为稳定



来源：Wind，莫尼塔

近期报告

- 2018年2月12日 海外宏观周报：美股暗含的风险
- 2018年2月12日 大宗宏观周报：美国原油日产量突破1000万桶大关
- 2018年2月11日 国内宏观周报：全球股市共振，货币政策何寻
- 2018年2月10日 PPI压力暂缓，CPI仍引担忧——1月物价数据点评
- 2018年2月9日 进口确好，出口偏弱——1月外贸数据简评
- 2018年2月8日 回眸1987年股灾：不全是坏消息
- 2018年2月7日 来自2007年泡沫破灭前的提示——莫尼塔研究“他山之石”系列六
- 2018年2月7日 普林格月评：上证中长期曲折上行，但需更多成交量配合
- 2018年2月6日 2018年原油价格预判：基于美国页岩油成本的视角
- 2018年2月5日 海外宏观周报：股债双杀为哪般？
- 2018年2月5日 大宗商品周报：钢材“冬储”需求加速释放
- 2018年2月4日 国内宏观周报：债市回稳的三个催化因素
- 2018年2月2日 展望2018：美元将呈震荡偏弱之势
- 2018年2月1日 【月度调研】莫尼塔1月草根调研：楼市限购较难松动 首月信贷不及往年

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