

## 本期内容

>>本文仅代表作者观点，点击上方视频观看完整内容！

今天我们聊一个微观的方法论，如果观察美股见顶的微观变化，我会通过美股板块之间的逻辑关系和因果分析，来细致的观察到债券对于美股微观上的冲击和影响。

我选取两个重要的板块：成长类的信息技术板块，还有收益类的公用事业板块。我选用了标普的这两个板块指数，做了一个ratio比值关系。

为什么做这两个板块的比呢？因为在我眼中来看，**这次美股存在的问题，更像是2000-2002年互联网泡沫崩盘的阶段，而不是2008年次贷危机的状况**，稍后我会解释为什么会是这样的判断。

## 成长类股票和收益类股票

我先解释一下什么是成长类和收益类股票：

成长类股票是指公司的销售、盈利以及市场成长速度到超过一般产业的的股票。在美国比

较有特点的就是90年的信息技术革命带来的信息技术板块，比如高科技、信息技术、互联网这些行业。市场给予的预期收益率会高于股市的平均水平，估值也会高于市场的平均水平。

我们对于成长类企业的定义在不同的市场发展阶段是不太一样的，大家有时候定义就是股息较低或无股息纯烧钱。我觉得这定义是不准确的。从1997年-2000年互联网泡沫阶段来看，确实是属于类似VC的阶段，几乎没有什么股息，高估值，甚至盈利模式都不一定确定，风险较高。

现在来看，中国这两年的情况很像当年的美国。很多明星创业项目，比如共享经济都是这样的情况，不挣钱，高估值，纯烧钱，甚至盈利模式都不一定确定。

但是美国经历了2000-2002年互联网泡沫的大清洗后，留下来的企业普遍都成为了那一轮科技泡沫大浪淘沙后生存下来的优质survivors。经过十几年的发展，已经从VC阶段的初创企业蜕变成为真正的青壮年成长股，也不一定仍然走低股息或者无股息路线了，比如现在的FANG。

而收益类股票往往指的是比较愿意付比市价更高股息给他们股东的上市公司。在美国市场上，优质的公用事业公司发行的股票属于此类。例如：美国自来水有限公司，美国天然气和电力供应商尼索斯公司，CenterPoint Energy公司，美国电力公司等。

由于公共事业类负债率不高，业绩稳定，现金流稳定。稳定性高，一般比较受到养老金、社区基金的喜欢。

## 两类股票的关联逻辑

我们区分一下泡沫是什么。2008年不一样，这个地方不是成长类泡沫，反倒是成长类股票很好的投资机会。2008年更多的是金融和房地产的问题，如果我们把这个比价换成房地产板块和金融板块，可能会看的更加清楚。





我们用成长类和收益率做一个比值，也就是信息技术板块指数和公共事业板块指数的比值，你会发现上面5以上就是成长类泡沫，3以下是很好的成长类投资机会。所以挤压泡沫的阶段也就是公共事业类股票和成长股票之间回归。

虽然理论上，公共事业板块也会下跌（一会我们再讨论是什么驱动着公共事业类板块的涨跌逻辑），但是相对较高的股息和较低的风险而言，在挤压泡沫的初期，使得投资者开始追逐一些公用事业板块股票成为资金规避成长类股票风险的避风港。这一阶段公用事业类板块都会强于信息技术板块，卖出成长类往往也就是科技信息技术板块的ETF、买入公共

事业类板块ETF往往都是不错的避险选择。





## 收益类股票的逻辑

为什么后面包括公共事业类板块也会下跌呢？整个重心都会下移呢？什么在影响着公共事业类板块的涨跌呢？

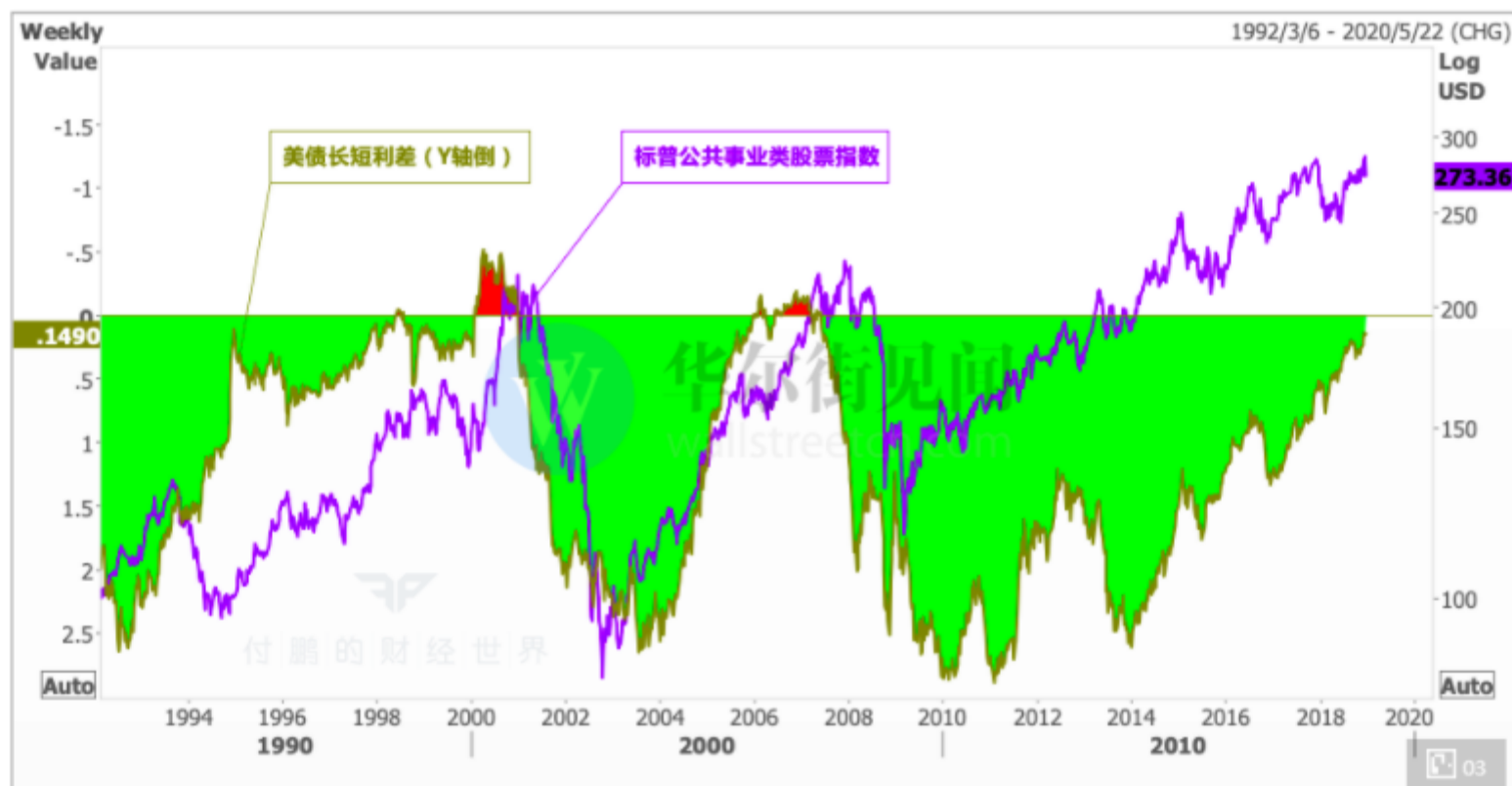
大多数投资者对于通信和公共事业板块的热情可以解释为对收益率的追求。既然是对收益率的追求，其实我们对标的主要影响因素那就肯定是债券市场，债券VS公共事业类股息就是核心的对比了。

相比较于传统的债券市场，美股市场上的公用事业股票通常也会被大家称为“代理债券”，前面我们讲过了公共事业也就是收益率股票，它通常支付相对较高的股息，并且也比标准普尔500指数其他行业的公司负债率要低，现金流稳定，这都意味着风险要低。

当然风险在低也是股权，债券在低也是债权，这两个有着非常重要的差异性，一会儿会用到这个概念。



你们会发现，一般我不会用单纯的债券来对比公共事业板块美股的波动，那基本看不出来问题所在。你会发现，我这里面放的图示美债长短端10-2利差和标普公共事业类板块指数。这个图一出来就很清晰了。



## 债券是如何影响收益类股票呢？

债券是如何影响公共事业股呢？无非还是在资产负债表的两端，通过资产端和负债端来进

行影响。

由于公共事业投资者比大多数投资者更注重收益，如果我们假设债券的收益率与公共事业股票的股息相当的话，那么投资者会怎么做？从资产端来看，投资者可能会转而选择债券，毕竟股权和债权在本质上有着非常大的差异，如果真的有风险产生的时候，债权是优先清偿的，而股权则是滞后清算的，股息是可以发可以不发，但债权收益是约定的。比较一下，如果收益率相当的话，为什么不选择债券呢？这个时候你会发现资产端的吸引力在削弱。

从负债端来看，由于公共事业公司多数都会严重依赖融资，较高的债券收益率意味着负债端有着更高的固定成本，从而在资产负债表上会侵蚀利润。

这时候你会发现，排序第一位的原因收益率优势消失的同时，排序第二位的原因（也是推动股价上涨的另一个原因）是收益和利润也在消失。同时，由于股价已经在高位，此时对于上市公司而言，也意味着股权融资将会优于债权融资。

所以你就发现，美债长短端10-2利差和标普公共事业类板块指数之间有着高度的相关性，债券收益率曲线的扁平化会导致公共事业类板块的优势在资产和负债端都消退。

那么同时，债券对于成长类的冲击也会体现出来。无论是对buyback回购影响（这一方面我



在之前的日记里讲过关于利率和回购之间的关系），于是就会出现资金流入公共事业只是为了规避成长类更大的跌幅（获取相对收益），但绝对收益上也随着债券收益率见顶而转为下跌。

你会发现，现在来看，第一波美股是过高的成长类的下跌，两者之间的ratio发生修正。这一阶段，公共事业板块开始构造头部，随着经济下行的确认，一旦美国真正开始降息，那么随后公共事业板块的下跌也会展开，基本复制2001年的微观板块之间的情况。

为什么往往你会发现，债券长短利差阔开的初期，是股市跌幅最大的时候呢？因为往往就是，连这种用于成长类对冲的板块都已经失去了吸引力的时候，资金会加速转入到债券市场避险。只有当短端债券收益率跌下去很多（也就意味着长短利差阔开），也就意味着短期利率下行的空间（价格上行的空间预期没多少了的时候），这时候公共事业类的股息才会看起来有吸引力，才有支撑的资金从债券市场转入到公共事业类板块中去抄底。

通过对于这两个重要板块的分析，明白其中的原因和逻辑，也就能够很容易观察到美股市场上微观的变动了。

(戳) 不错哟! 我要订阅《付鹏说》



《付鹏说》~见识社区~



付鹏的财经世界

“交易桌前看天下，付鹏说来评财经”~感谢大家订阅《付鹏说》语音，听我聊聊一些有意思的事情，发散思维评说财经，欢迎大家在社区里多多交流。



华尔街见闻  
wallstreetcn.com

04

## 相关文章



**【张忆东5.1】全球与中国核心资产方法论**

2018-12-20 13:49



**5.1 全球与中国核心资产方法论 | 张忆东·大师课**

2018-12-20 17:00



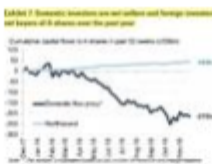
展望2019之美国经济与市场：  
增长放缓来了 但股市也许还...

2018-12-19 15:52



美股为何大幅波动？美财长称  
都怪高频交易和沃尔克规则

2018-12-19 04:07



远香近臭——2019中外投资者  
预期差明显

2018-12-23 10:38

2条评论



请发表您的评论



JadepeakLEE

8小时前

付总，一直关注你



赞



回复



mystery818

9小时前



👍 赞



回复

### 联系我们

广告投放

意见反馈

信息安全举报

### 关注我们

微博@华尔街见闻

邮件订阅

RSS订阅

### 加入我们

招聘专页

### 评论自律



或以其他方式使用本网站的内容。

评论前请阅读网站[“跟帖评论自律管理承诺书”](#) 举报电话: 021-65963809

儿童色情信息举报亦可联系: [contact@wallstreetcn.com](mailto:contact@wallstreetcn.com)

华尔街见闻不良信息举报电话: 18521730658

[违法和不良信息举报受理和处置管理办法](#)

| 界面新闻 | 证券之星 | 全景财经 | 观察者网 | 中国经济网 | 猎聘网 | 华夏时报 | 陆家嘴金融网 | 英为财经Investing.com | 黄金头条 |

信息科技有限公司 wallstreetcn.com 沪ICP备13019121号 增值电信业务经营许可证沪B2-20180399