新时代证券 New Times Securities

美国股债关系的演化

——宏观经济周度观察

投资周报

《商品价格与股价关系的演化》中我们解释了为什么商品价格波动和股价波动由次贷危机前的负相关转化为正相关。次贷危机前美国货币政策空间较大，货币政策可以稳定部分需求冲击，加之，此段时间还经历了石油危机、里根供给侧改革、科网泡沫的兴起与破灭等等大的供给冲击，这就导致供给冲击对经济、资产价格的影响强于需求冲击。供给冲击导致经济增速和通胀负相关，进一步导致股价波动和商品价格波动负相关。由于自然利率趋势性下滑，次贷危机之后货币政策空间有限。零利率约束下，需求冲击影响加大，经济增速和通胀正相关，进而导致股价波动和商品价格波动正相关。由于通胀对债券收益率影响较大，基于上文的逻辑，我们可以解释为什么次贷危机之前美股收益率和美债收益率整体负相关，次贷危机之后两者整体正相关。

未来美债收益率和美股收益率会持续正相关吗？一个说法是，随着自然利率接近 0，货币政策利率面临零利率约束，当经济下行时，股票收益率下降，但利率面临降无可降的困境，股债收益率的正相关性将会弱化。实际上这得分情况，如果只是短期利率面临零利率约束，这尚不足以影响股债关系。虽然短期利率面临零利率约束，但是期限溢价，包括通胀预期、通胀风险溢价，仍然可以反映经济基本面，美国长期利率对经济的反应仍比较灵敏。

经济下行时，通胀预期下降。不仅如此，零利率约束意味着货币政策的逆周期作用减弱，会进一步导致通胀预期下降，通胀风险溢价也可能变为负值，相比货币政策利率无零利率约束时，存在零利率约束下的长期债券收益率的下降幅度甚至更大。经济上行时，由于自然利率比较低，虽然政策利率不会贸然上升，这会压制未来短期利率预期，但也意味着政策利率不会过快抑制通胀，通胀预期、期限溢价会上升，最终长期债券收益率依然会上涨。可见，短期利率的零利率约束不仅不会影响甚至还可能加强股债收益率正相关关系，次贷危机后的情景便是如此。

如果长端债券收益率也面临零利率约束，股债收益率正相关关系可能改变。当经济下行时，股票收益率下降，而各期债券收益率无法下降，股债收益率正相关性减弱。相对而言，经济向上时零利率的约束较弱，股债收益率仍会维持一定的正相关性。从长期来看，由于长期利率面临零利率约束意味着长期自然利率非常低，经济面临严重的结构性问题，再加上货币政策效果的减弱，经济不会那么快复苏，即使经济复苏，持续时间也可能很短，甚至经济可能日本化、“僵尸化”，经济周期弱化，股债收益率的正相关关系将会变得不明显。

每次大的危机都会产生长期影响，这次疫情也不例外，疫情会导致美国的长期自然利率下滑，美国长期债券收益率面临零利率约束的可能性增加。但是由于美国的技术进步速度以及人口结构好于日本、欧洲，美国长期自然利率仍是高于日本、欧洲的。美股收益率、美债收益率的正相关性可能会弱化，但是仍强于日本、欧洲。

“兵无常势，水无常形”，资产定价的逻辑也在时刻变化。“大缓和”时代供给冲击主导美国资产价格关系，股债收益率负相关。“大衰退”时代货币政策利率面临零利率约束，需求冲击的影响增强，股债收益率正相关。“大流行”时代，美国自然利率进一步下滑，长期美债收益率面临零利率约束的概率增加，股债收益率正相关性可能变弱，一些资产管理策略需要作出调整。

- **风险提示：资产价格之间的关系比较复杂**

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：商品价格与股票价格关系的演化
2020-12-27

投资周报：股市板块轮动的久期视角
2020-12-13

投资周报：变凹的美元微笑曲线
2020-11-22

投资周报：被忽视的通胀风险溢价
2020-11-15

投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价
2020-9-27

投资周报：如何正确地理解盈亏平衡通胀率
2020-9-20

目 录

1、 美国股债关系的演化.....3
2、 国内高频数据观察.....6
2.1、 生产指标下滑.....6
2.2、 商品房销量回升.....7
2.3、 猪肉价格上涨.....7
2.4、 货币市场利率上升.....8
2.5、 美元指数下降.....9

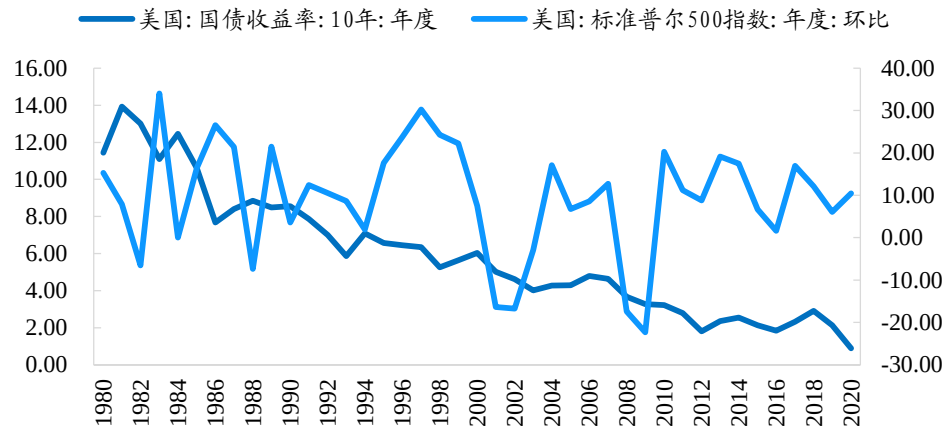
图表目录

图 1: 美股收益率平稳，美债收益率下滑.....3
图 2: 美债收益率与美股收益率的关系在变化.....3
图 3: 股债关系演化示意图.....4
图 4: 德国股债收益率关系的演化.....6
图 5: 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降.....7
图 6: 商品房周销量增速分化.....7
图 7: 猪肉价格上升.....8
图 8: 原油价格上升.....8
图 9: 货币市场利率上升.....9
图 10: 美元指数下降.....9

1、 美国股债关系的演化

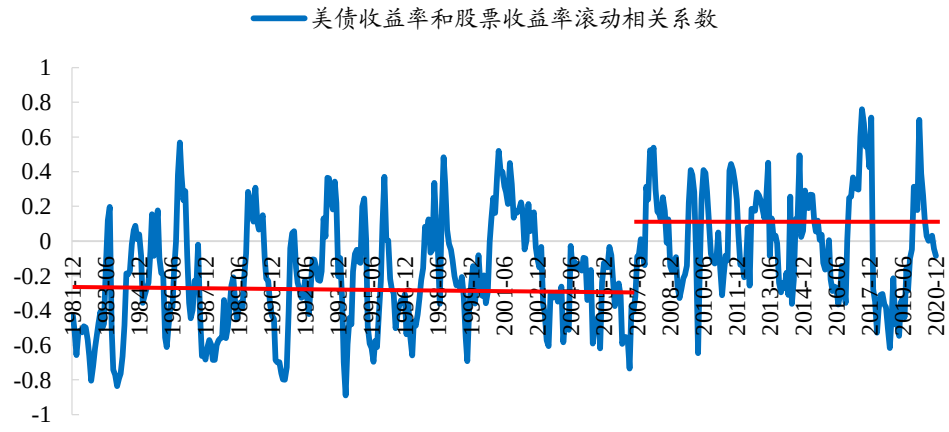
美国资本市场存在以下几个现象：第一，虽然美国经济增速趋势性下滑，但美股收益率整体平稳，年均维持在 10%附近。第二，美债收益率趋势性下滑。第三，次贷危机之前，美股收益率、美债收益率整体上负相关，次贷危机之后整体上正相关。本文将对这些现象进行系统解释。

图1： 美股收益率平稳，美债收益率下滑



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 美债收益率与美股收益率的关系在变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：数据为 SP500 指数月度环比、十年期美债收益率，时间从 1981 年 1 月至 2020 年 12 月，滚动相关系数窗口期为 12 个月。

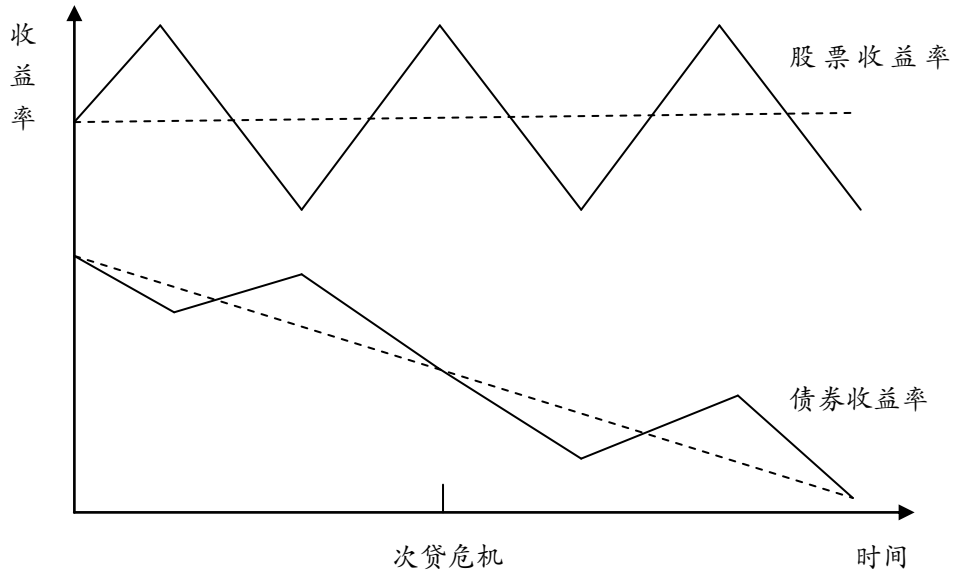
我们在《美国经济的几个“谜”》《全球利率趋势性下滑的前因后果》《股票估值体系的坍塌》等报告中有过相关论述。虽然美国经济增速下滑，但是由于新经济的天然垄断性、传统经济的市场集中度提升，资本收入份额提升，最终资本回报率保持平稳。由于经济增速下滑没有导致资本回报率下降，那么利率下降就和经济增速下滑不存在直接的联系，这和中国不同。美国经济轻资产化、垄断能力增强，投资意愿、投资需求下降，和资金供给方的谈判能力也增强，与此同时，贸易盈余国

家的储蓄转移、贫富差距扩大、安全资产的需求增加、老龄化、预防性储蓄上升等原因，又导致美国金融市场资金供给增加，最终美债利率趋势性下滑。

《商品价格与股价关系的演化》中我们解释了为什么商品价格波动和股价波动由次贷危机前的负相关转化为正相关。次贷危机前美国货币政策空间较大，货币政策可以稳定部分需求冲击，加之，此段时间还经历了石油危机、里根供给侧改革、科网泡沫的兴起与破灭等等大的供给冲击，这就导致供给冲击对经济、资产价格的影响强于需求冲击。供给冲击导致经济增速和通胀负相关，进一步导致股价波动和商品价格波动负相关。由于自然利率趋势性下滑，次贷危机之后货币政策空间有限，即使实施负利率，负利率也是有下限的，考虑到有效利率下限，利率没必要降到持有纸币成本蕴含的负利率下限。所以，零利率约束是现实存在的。零利率约束下，需求冲击影响加大，经济增速和通胀正相关，进而导致股价波动和商品价格波动正相关。

由于通胀对债券收益率影响较大，基于上文的逻辑，我们可以解释为什么次贷危机之前美股收益率和美债收益率整体负相关，次贷危机之后两者整体正相关。美股收益率平稳、美债收益率下滑，以及两者由负相关转为正相关，这种复杂的现象可用下图表示。

图3： 股债关系演化示意图



资料来源：新时代证券研究所

美股收益率和美债收益率相关性由负转正，也是次贷危机之后风险平价策略大规模兴起的根本原因。例外的是，次贷危机之后有三段时间，分别是 2013 年、2015 年、2018 年，债券收益率和股票收益率负相关。这三段时间分别发生了削减恐慌（taper tantrum）、美联储加息、美联储缩表，美债收益率上升，美股收益率下降。短期内债券收益率和股票收益率可能背离，但从经济周期角度来看，两者会走势趋同。比如，2018 年随着美国财政刺激效果的减弱，一些经济先行已经开始恶化，美股收益率开始下滑，但美联储仍加息、缩表，这就导致债券收益率和股票收益率背离。但最终受经济影响，美联储停止加息、缩表，甚至后面被迫降息、扩表。当然，长期来看，债券收益率和股票收益率并不一定走势相同，这就是本文开头阐述

的，企业垄断能力一方面可以保证股权回报率稳定，一方面可以压低融资利率，具体可见我们的报告《股票估值体系的坍塌》。

疫情发生后，2020 年 3 月中旬美股下跌的同时，美债收益率上升，这是流动性风险导致的期限溢价上升，此时美债收益率和美股收益率变成负相关，风险平价策略失效。此后随着美联储出手，流动性风险缓解，加上经济复苏预期增强，美债收益率和美股收益率重新正相关。2020 年 10 月中下旬，风险平价策略再次失效。美国大选的不确定性导致美股下跌，同时，债券期限溢价也上升，美债收益率上涨。随着美国大选落地，美债收益率和美股收益率再次正相关。

这两次插曲是特例还是常态？未来美债收益率和美股收益率会持续正相关吗？一个说法是，随着自然利率接近 0，货币政策利率面临零利率约束，当经济下行时，股票收益率下降，但利率面临降无可降的困境，股债收益率的正相关性将会弱化。实际上这得分情况，如果只是短期利率面临零利率约束，这尚不足以影响股债关系。虽然短期利率面临零利率约束，但是期限溢价，包括通胀预期、通胀风险溢价，仍然可以反映经济基本面，美国长期利率对经济的反应仍比较灵敏。

经济下行时，通胀预期下降。不仅如此，零利率约束意味着货币政策的逆周期作用减弱，会进一步导致通胀预期下降，通胀风险溢价也可能变为负值，相比货币政策利率无零利率约束时，存在零利率约束下的长期债券收益率的下降幅度甚至更大。经济上行时，由于自然利率比较低，虽然政策利率不会贸然上升，这会压制未来短期利率预期，但也意味着政策利率不会过快抑制通胀，通胀预期、期限溢价会上升，最终长期债券收益率依然会上涨。可见，短期利率的零利率约束不仅不会影响甚至还可能加强股债收益率正相关关系，次贷危机后的情景便是如此。

如果长端债券收益率也面临零利率约束，股债收益率正相关关系可能改变。当经济下行时，股票收益率下降，而各期债券收益率无法下降，股债收益率正相关性减弱。相对而言，经济向上时零利率的约束较弱，股债收益率仍会维持一定的正相关性。从长期来看，由于长期利率面临零利率约束意味着长期自然利率非常低，经济面临严重的结构性问题，再加上货币政策效果的减弱，经济不会那么快复苏，即使经济复苏，持续时间也可能很短，甚至经济可能日本化、“僵尸化”，经济周期弱化，股债收益率的正相关关系将会变得不明显。

和美国一样，次贷危机之前，德国股债收益率负相关，次贷危机之后转为正相关，但是德国 10 年期国债收益率在 2015 年 1 月降至 0.5%以下，此后德国股债收益率的关系转为负相关。随着日本 10 年期国债收益率在 2014 年 10 月降至 0.5%以下，日本股债收益率相关性也变得非常不稳定。当然，经济复苏时零利率约束比较弱，疫情发生后的经济复苏阶段，美国、日本、德国股债收益率都保持了正相关性，这不能否认长期利率零约束对股债关系的影响。

图4： 德国股债收益率关系的演化



资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：数据为法兰克福 DAX 指数月度环比、十年期德债收益率，时间从 2001 年 1 月至 2020 年 12 月，滚动相关系数窗口期为 12 个月。

每次大的危机都会产生长期影响，这次疫情也不例外，疫情会导致美国的长期自然利率下滑，美国长期债券收益率面临零利率约束的可能性增加。但是由于美国的技术进步速度以及人口结构好于日本、欧洲，美国长期自然利率仍是高于日本、欧洲的。美股收益率、美债收益率的正相关性可能会弱化，但是仍强于日本、欧洲。

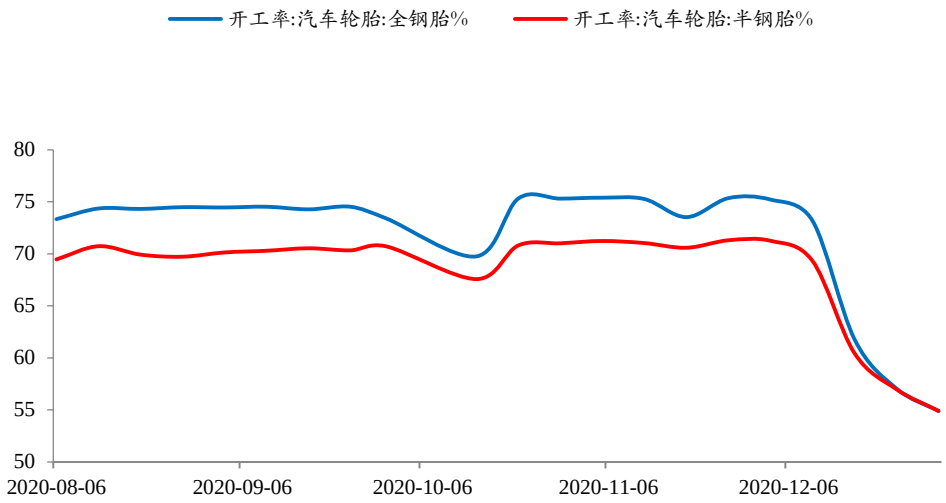
“兵无常势，水无常形”，资产定价的逻辑也在时刻变化。“大缓和”时代供给冲击主导美国资产价格关系，股债收益率负相关。“大衰退”时代货币政策利率面临零利率约束，需求冲击的影响增强，股债收益率正相关。“大流行”时代，美国自然利率进一步下滑，长期美债收益率面临零利率约束的概率增加，股债收益率正相关性可能变弱，一些资产管理策略需要作出调整。

2、 国内高频数据观察

2.1、 生产指标下滑

上周，受元旦假期影响，生产指标公布的不多，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别下降 2.2、2.1 个百分点至 54.89%、54.91%。

图5： 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降

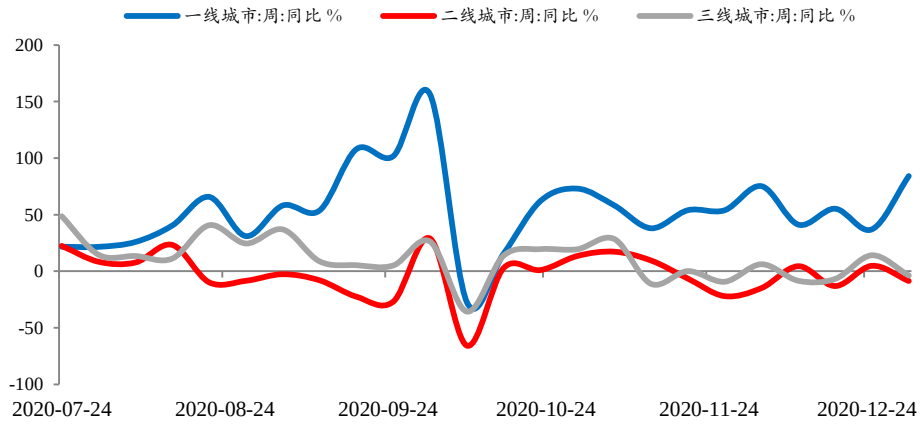


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 商品房销量回升

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 72.77 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 70.16 万平方米下滑，30 大中城市商品房成交面积同比增长 9.91%，其中，一、二、三线城市商品房销售面积分别同比增长 84.15%、-8.62%、-3.74%。

图6： 商品房周销量增速分化

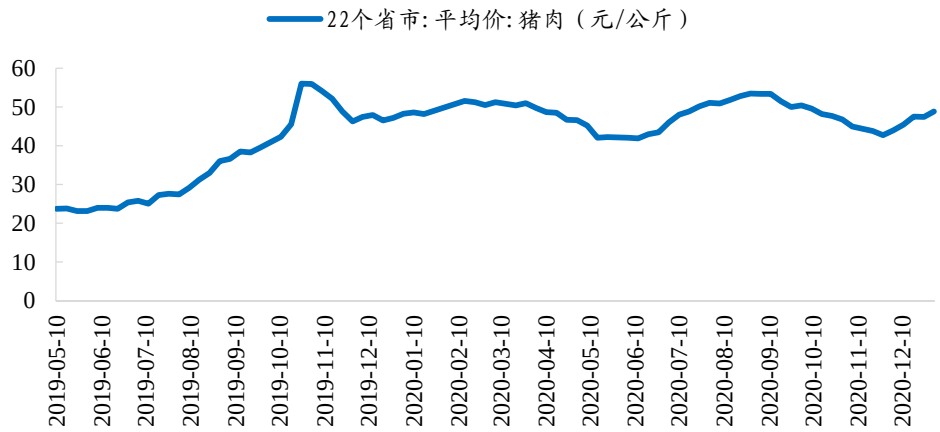


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、 猪肉价格上涨

上周，物价数据公布有限。22 个省市平均猪肉价环比上升 2.89%。原油价格上升，WTI 原油价格环比上升 0.83%，布油价格环比上升 1.17%。

图7： 猪肉价格上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 原油价格上升

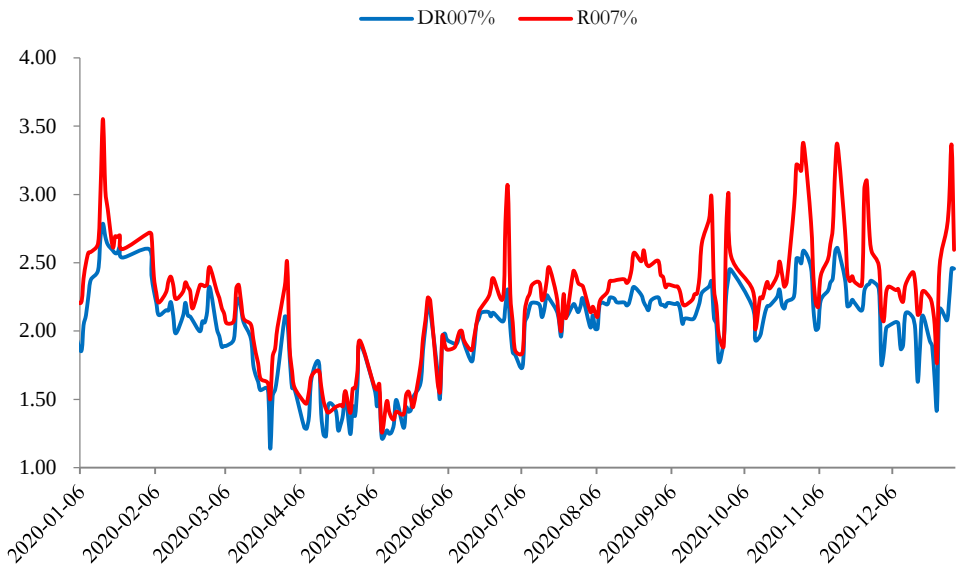


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、 货币市场利率上升

上周，央行回购市场净投放资金 950 亿元，但受年末、季末效应影响，货币市场利率上升，DR007 一周上升 30 个 BP，R007 一周上升 13 个 BP。

图9： 货币市场利率上升

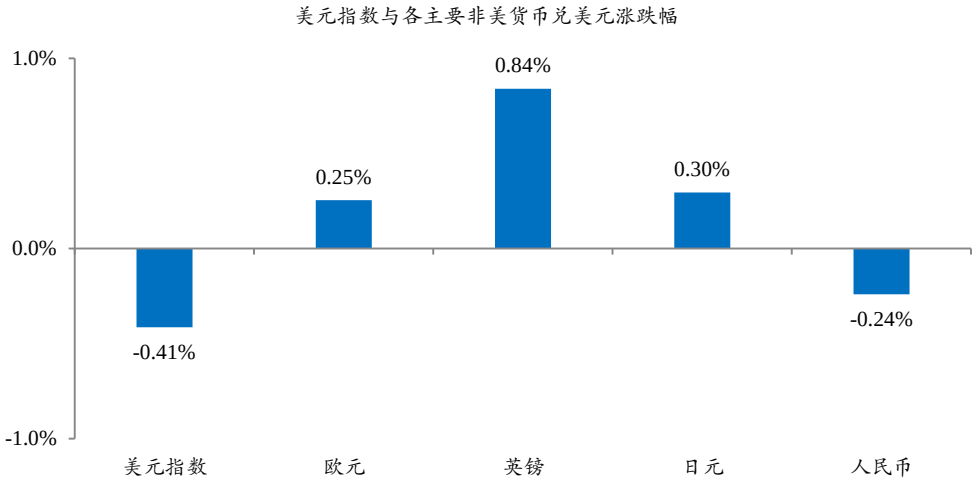


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.5、 美元指数下降

上周，美元指数下降 0.41%至 89.96，欧元、英镑、日元兑美元分别升值 0.25%、0.84%、0.3%，人民币兑美元贬值 0.24%。

图10： 美元指数下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/