宏观研究

港股和利率债的联动关系

宏观事件点评 2020 年 8 月 17 日

报告摘要：

- **港股和利率债走势基本吻合**

  2015年以来，可以发现恒生指数走势和10年期国债收益率走势基本吻合。通常而言当利率债走牛的时候，港股表现较为疲软；当利率债走熊的时候，港股表现较好。

- **第一条路径，经济周期同时决定利率债和港股走势**

  由于港股大部分权重是国内的周期类和金融类企业，因此当中国经济处于上行周期时，港股和十年期国债利率通常都会向上。典型的比如2016年-2017年，由于房地产去库存和供给侧改革，带动周期性行业利润改善，使十年期国债利率快速上行，港股也出现了两年的牛市。当中国经济处于下行周期时，港股和十年期国债利率通常向下，典型的比如2018年和2020年上半年，由于经济处于下行通道，周期行业盈利恶化，导致利率下行，港股出现熊市。

- **第二条路径，货币政策同时影响银行股、港股和利率债**

  由于2015年来存款基准利率保持不变，银行净息差更多取决于贷款端利率，而贷款端利率与货币政策关系密切。当货币宽松时，银行净息差收窄，银行股股价下跌，带动港股下跌，与此同时货币宽松利好利率债。当货币紧缩时，银行净息差走阔，银行股股价上升，带动港股走强，与此同时货币紧缩对利率债产生利空。

- **投资建议：港股可用于对冲债熊行情**

  港股可用于对冲债熊行情。由于港股与利率债走势较为吻合，当经济周期向下时，比如今年2月-4月，可做多利率债，并减少港股的配置；当经济周期向上时，比如今年5月-7月，可做多港股，并减少利率债的配置。针对不同的经济周期，可对港股和利率债进行不同比例的配置，以赚取超额收益。

- **风险提示：**港股和利率债走势背离时无法起到对冲作用、疫苗提前问世、秋冬季疫情二次爆发等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001
电话： 010-85127665
邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008
电话： 010-85127730
邮箱： fuwancong@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号： S0100119110016
电话： 010-85127665
邮箱： guyangkai@mszq.com

相关研究

一、港股和利率债走势基本吻合

做多港股就是做空利率债，做多利率债就是做空港股。2015 年以来，可以发现恒生指数走势和 10 年期国债收益率走势基本吻合。通常而言当利率债走牛的时候，港股表现较为疲软；当利率债走熊的时候，港股表现较好。

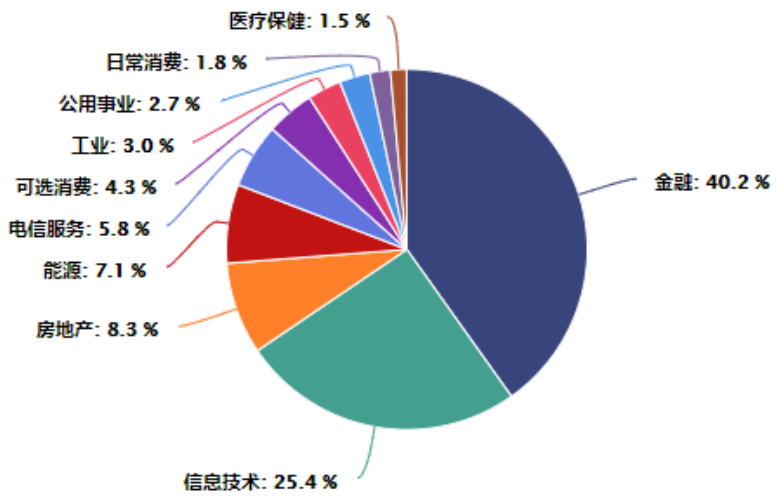
图 1：港股和利率债走势基本吻合



资料来源：Wind，民生证券研究院

金融板块和周期板块同时决定了港股和利率债走势。其中一个重要原因在于港股中大部分板块是金融板块，其次是房地产、能源、工业等周期板块，这些板块总共占港股市值的 58.6%，且港股大部分金融和周期板块的上市公司来自内地，因此这些板块是决定港股走势主要因素。另一方面，以银行为代表的金融行业和周期性行业对利率债影响较大，因为利率债需求端取决于实体企业特别是周期性行业，供给端取决于商业银行流动性状况。

图 2：港股中大部分是金融和周期板块，这些板块同时决定了利率债走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

申万银行板块与恒生指数走势较为吻合。由于港股中有很大一部分是银行股，尤其是大陆在香港上市的银行股，因此 A 股银行板块走势与港股走势较为密切。可以看到，2016 年-2017 年银行股和港股同时走牛，2018 年集体走熊，2019 年上半年集体走牛，今年上半年又集体走熊。

图 3：港股和申万银行板块走势较为吻合



资料来源：Wind，民生证券研究院

银行股与利率债走势也有一定关联。另一个现象在于银行股与利率债走势也有一定关联，当利率上升时，银行股往往走牛；当利率下降时，银行股往往走熊。不难解释这种现象，2015 年以来我国存款基准利率一直没有调整过，银行存款端成本较为刚性，净息差更多取决于贷款端收益。当货币政策宽松时，银行贷款利率通常下降，净息差收窄；当货币政策紧缩时，银行贷款利率通常回升，净息差走阔。近几年货币政策宽松更多使银行压缩净利润来为实体让利；货币政策紧缩则会使银行发放给实体的贷款享受更高的利率空间。

图 4：银行股与利率债走势也有一定关联



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、现象背后：利率债和港股联动的两条路径

第一条路径，经济周期同时决定利率债和港股走势。由于港股大部分权重是国内的周期类和金融类企业，因此当中国经济处于上行周期时，港股和十年期国债利率通常都会向上。典型的比如 2016 年-2017 年，由于房地产去库存和供给侧改革，带动周期性行业利润改善，使十年期国债利率快速上行，港股也出现了两年的牛市。当中国经济处于下行周期时，港股和十年期国债利率通常向下，典型的比如 2018 年和 2020 年上半年，由于经济处于下行通道，周期行业盈利恶化，导致利率下行，港股出现熊市。

第二条路径，货币政策同时影响银行股、港股和利率债。由于 2015 年来存款基准利率保持不变，银行净息差更多取决于贷款端利率，而贷款端利率与货币政策关系密切。当货币宽松时，银行净息差收窄，银行股股价下跌，带动港股下跌，与此同时货币宽松利好利率债。当货币紧缩时，银行净息差走阔，银行股股价上升，带动港股走强，与此同时货币紧缩对利率债产生利空。

三、投资建议：港股可用于对冲债熊行情，未来港股存在结构性机会

港股可用于对冲债熊行情。港股可用于对冲债熊行情。由于港股与利率债走势较为吻合，当经济周期向下时，比如今年 2 月-4 月，可做多利率债，并减少港股的配置；当经济周期向上时，比如今年 5 月-7 月，可做多港股，并减少利率债的配置。针对不同的经济周期，可对港股和利率债进行不同比例的配置，以赚取超额收益。

未来港股存在结构性机会。市场对未来中国经济周期修复速度存在一定分歧，但我们认为这反而是很好的交易机会。假如未来中国经济修复速度的斜率超预期，则可以做多港股；如果经济修复速度斜率低于预期，则可以做多利率债。也就是说无论未来经济表现如何，均有赚钱机会。

风险提示

港股和利率债走势背离时无法起到对冲作用、疫苗提前问世、秋冬季疫情二次爆发等。

插图目录

图 1：港股和利率债走势基本吻合.....2
图 2：港股中大部分是金融和周期板块，这些板块同时决定了利率债走势.....3
图 3：港股和申万银行板块走势较为吻合.....3
图 4：银行股与利率债走势也有一定关联.....4

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。