

股债双杀的历史回顾

——宏观利率市场观察

摘要:

2020年8月17日至2020年8月27日十天内,股指与国债双双下跌,沪深300指数从4815跌至4731,十年国债收益率从2.9377%上升至3.0577%,市场担心一轮股债下跌是否再次开启。目前来看,本轮双杀现象持续时间较短,暂不能定义为一轮股债双杀到来。

本文通过对历史股债双杀时期宏观指标的分析,认为从当前宏观条件出发,并不支持产生我们定义的股债双杀局面,更加需要关注的是流动性主动收紧带来的市场压力。从央行近期发布的《货币政策执行报告》增刊来看,时间表进入到“深化LPR改革释放潜力”阶段,一方面银行间债券市场交易时间的延长,增强了市场流动性的同时,未来外部风险带来的溢出影响将增加;另一方面,利率衍生品(场外和场内)对于市场定价作用进一步发挥以及“两轨并一轨”从贷款利率的并轨向存款利率市场化的过渡,都更加需要关注结构性的流动风险对于改革的推动。

1、央行货币政策:较2月和3月略有收紧,但暂无加息征兆

此前受到疫情冲击的影响,在2020年上半年多次降准呵护经济。目前虽然疫情已现好转,但经济仍在缓慢修复中。从分项上来看,投资、消费、工业增加值均远低于疫情前水平,预计央行货币政策将维持中性,短期难有加息举措。

2、通胀:已在高位,但走势上暂无持续飙升趋势

此前受到猪肉价格飙升以及疫情影响,通胀出现结构性增长,但当前处于震荡回落趋势;同时经济缓慢修复,供给端工业生产产品价格也筑底回升,“滞涨”情况出现好转。

3、流动性:央行大幅放水已成过去,精准滴灌修复经济仍在继续

央行流动性投放通常结合货币政策态度,当前流动性中性偏紧,央行在公开市场操作上以维稳为主。同时,继续精准滴灌大力扶持实体经济,帮助小微企业融资渡过难关。

4、国际形势:美联储暂无加息打算,中美利差持续高位

观察当前国际利率形势,由于全球经济长期低迷,欧洲与日本均采用负利率刺激经济,而美联储也维持零利率进行呵护。相较之下,以中国为首的新兴市场当前处于利率高位,吸引资金能力较强。同时美元短期进入弱周期,人民币持续升值也进一步利好债市。

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号: F3064604

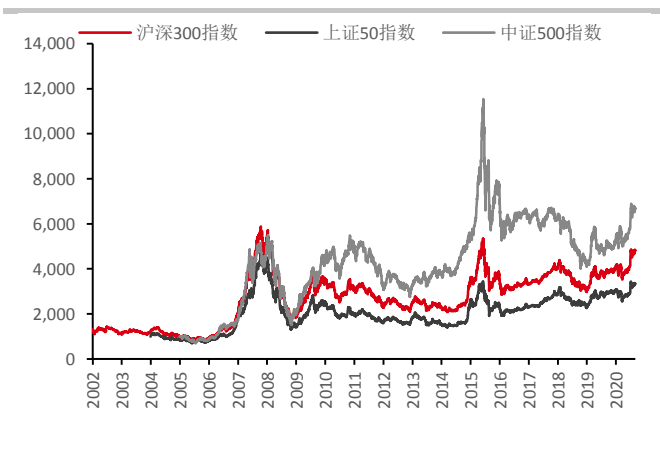
相关研究:

历史股债双杀成因回顾

由于股债两种资产的投资标的不同，风险偏好不同，资金流入市场后会对投向股市或债市进行选择，一般股指走势与国债收益率走势一致，与国债价格走势相反；因此“股债跷跷板”效应显现。不过，“股债跷跷板”效应并非一直存在，历史上由于经济周期，宏观流动性变化、机会成本等原因就曾出现过股债双杀的阶段。股债双杀即股市与债市同时下跌，资金撤离资本市场，债市传统避险功能失效。以下我们主要对近 20 年来股债双杀时间段及成因进行回顾。

股指和国债的标的选择对于研究尤为重要，目前股指期货三个品种的合约标的分别为中证 500 指数，上证 50 指数和沪深 300 指数；而国债期货三个品种为两年期国债期货，五年期国债期货和十年期国债期货。通过对比股指三大指数走势我们发现，三大股指总体走势相似，由于沪深 300 指数数据长度较长，且沪深 300 指数是由 A 股中规模大、流动性好的最具代表性的 300 只股票组成，更能反映总体大盘走势，因此最终选用沪深 300 作为研究标的。国债方面，根据两年国债、五年国债以及十年国债收益率走势对比，发现三个期限国债虽然总体走势相同，但两年期国债走势波动较大，受到短期市场情绪以及供需影响较大；而十年国债收益率更为平缓，且更能反映市场对未来经济预测。最终，选择十年期国债作为研究标的。

图 1： 近 20 年沪深 300、上证 50、中证 500 走势



数据来源：Wind 华泰期货研究院

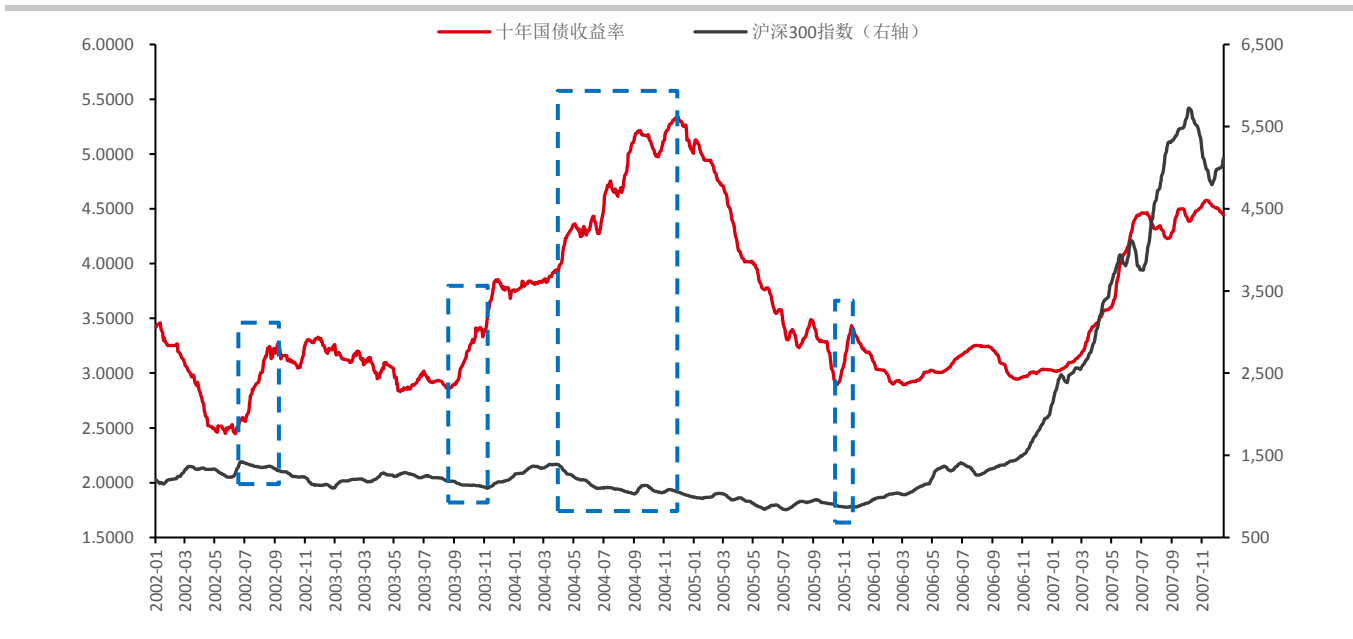
图 2： 近 20 年两年、五年、十年国债收益率走势(%)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

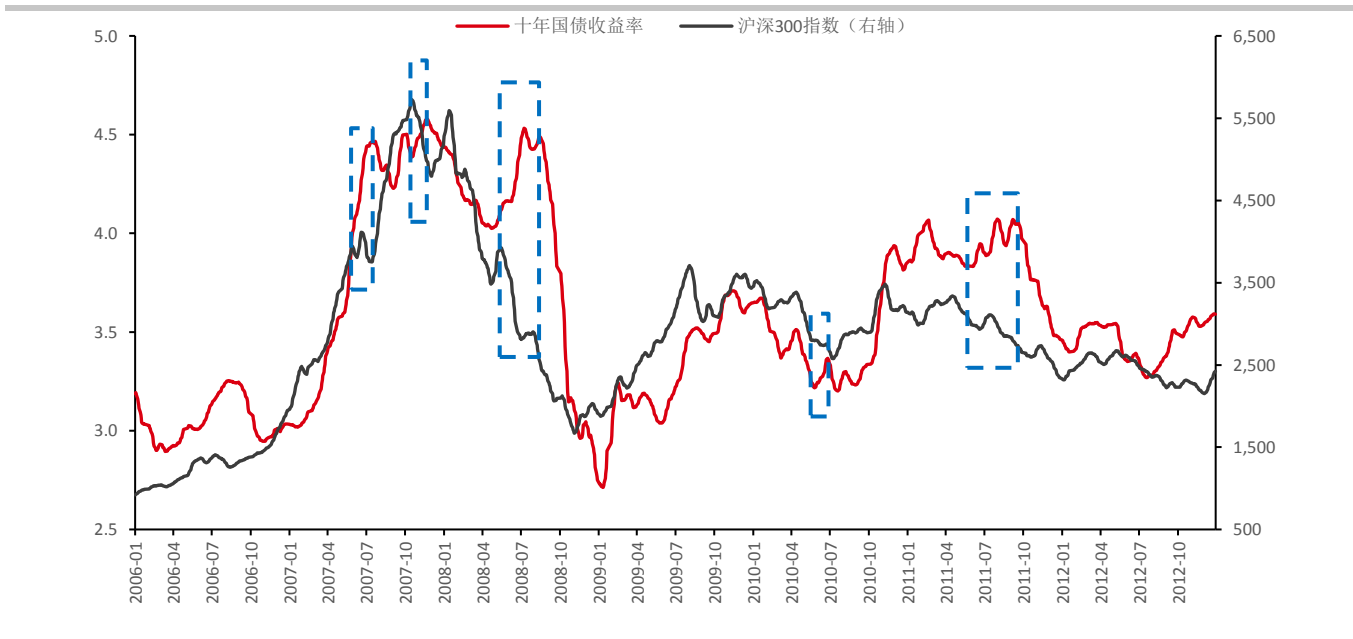
为了方便寻找近二十年来股债双杀具体时间段，我们选取近二十年沪深 300 指数日线走势与十年国债收益率日线走势绘制成趋势图，再将其分成四张图放大进行寻找，以求找出图中所有十年国债收益率上涨同时沪深 300 指数下跌的时间段。

图 3： 2002 年至 2008 年沪深 300 指数与十年中债收益率日线走势图



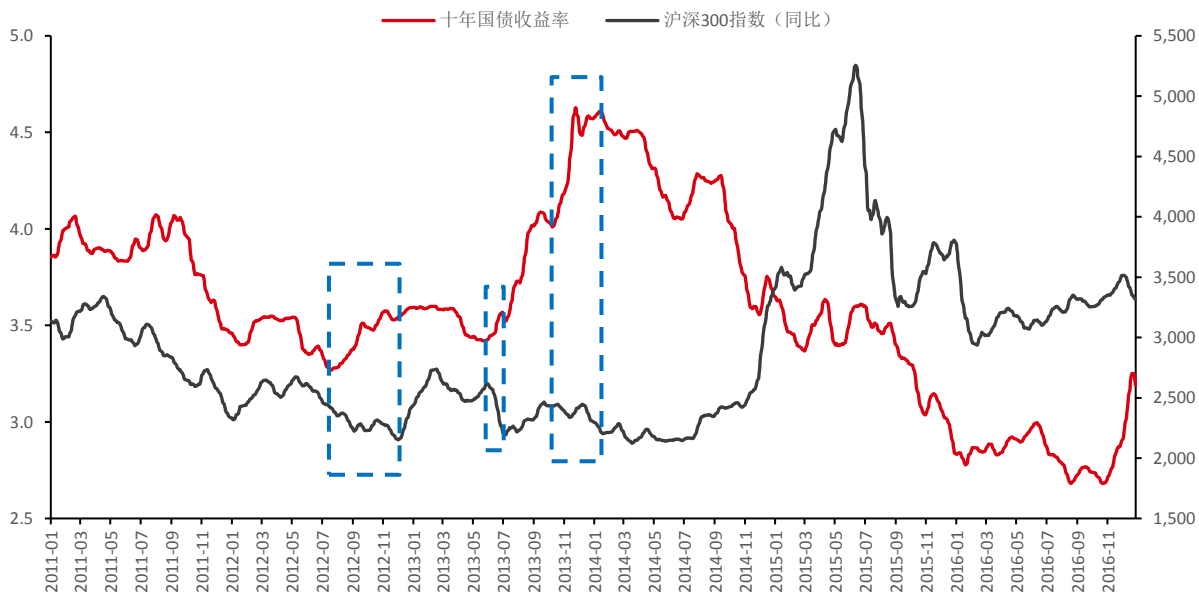
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 4： 2006 年至 2012 年沪深 300 指数与十年中债收益率日线走势图



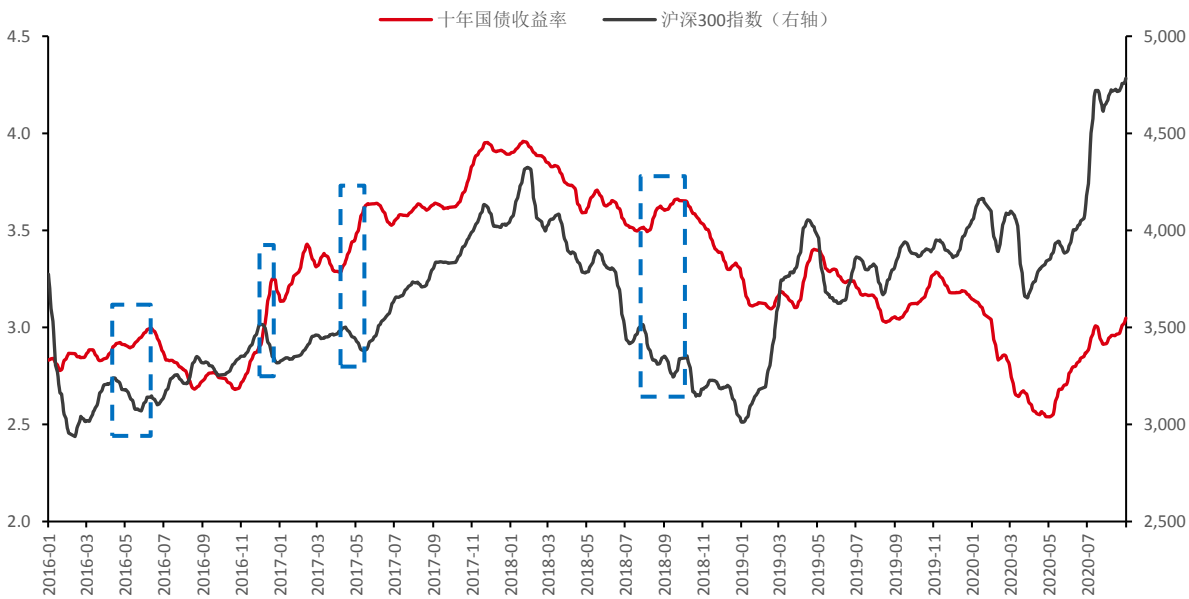
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 5: 2011 年至 2016 年沪深 300 指数与十年中债收益率十日线走势图



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 6: 2016 年至 2020 年沪深 300 指数与十年中债收益率十日线走势图



数据来源: WIND 华泰期货研究院

用上述方法共找出十四个股债双杀时间段。接着，对各个时间段的沪深 300 指数与国债收益率变化率进行具体计算。为了剔除股市与债市的短期扰动对后期股债双杀共性的研究准确性的影响，我们将股债跌幅小于 3% 的时间段与出现股债双杀现象小于 15 天的时间段进行剔除，最后在十六个时间段中选出十个时间段定义为股债双杀并进行进一步研究。

表 1：呈现同跌时段上证综指与十年国债收益率变化率

股债双杀时间段	沪深 300 指数走势	沪深 300 指数变化	十债收益率走势	十债收益率变化	是否为股债双杀
2002.07.08-2002.12.16	1423.7-1141.5	-19.82%	2.5196-3.3755	33.97%	是
2003.08.29-2003.11.18	1178.6-1081.0	-8.28%	2.8531-3.6561	28.14%	是
2004.04.13-2004.12.09	1353.8-1059.5	-21.74%	3.8125-5.3266	39.71%	是
2005.11.01-2005.12.05	872.9-859.6	-1.52%	2.9417-3.3169	12.75%	否
2007.06.18-2007.07.16	4227.6-3698.0	-12.53%	4.2669-4.4777	4.94%	是
2007.10.24-2007.11.13	5588.0-4939.2	-11.61%	4.4800-4.5743	2.10%	否
2008.05.20-2008.08.20	3710.8-2532.9	-31.74%	4.1493-4.4141	6.38%	是
2010.05.31-2010.07.02	2773.3-2534.1	-8.63%	3.2430-3.2663	0.72%	否
2011.06.03-2011.09.22	2986.4-2685.7	-10.07%	3.8337-4.0676	6.10%	是
2012.07.24-2012.12.04	2376.0-2131.5	-10.29%	3.2759-3.5498	8.36%	是
2013.06.03-2013.07.10	2602.6-2224.0	-14.54%	3.4478-3.5802	3.84%	是
2013.10.11-2014.01.17	2468.5-2178.5	-11.75%	4.0265-4.5969	14.17%	是
2016.03.23-2016.06.15	3236.1-3116.4	-3.70%	2.8307-2.9604	4.58%	是
2016.12.09-2016.12.28	3493.7-3301.9	-5.49%	3.0779-3.1599	2.66%	否
2017.04.10-2017.06.05	3505.1-3468.8	-1.04%	3.3156-3.6134	8.98%	否
2018.08.03-2018.10.10	3315.3-3281.6	-1.02%	3.4519-3.6156	4.74%	否

数据来源：WIND 华泰期货研究院

股价计算公式：股价=票面价值*股息率/银行利率；（股息率=总派息额/当前股价，银行利率一般使用通胀率计算）

债券价值=未来各期利息收入的现值合计+未来到期本金或售价的现值；（折现利率一般使用当前无风险利率）

结合股票定价公式与债券定价公式，为了进一步研究股债双杀产生的原因，我们从央行货币政策、宏观经济与通胀走势、宏观流动性变化、人民币汇率四个维度进行研究，以求找出近二十年来导致八次股债双杀的共同原因。

表 2：股债双杀时间段经济数据变化情况

股债双杀时间段	准备金率/基准利率	宏观经济变化	CPI 变化	PPI 变化	SHIBOR 变化	人民币汇率变化
2002.07.08-2002.12.16	6%/5.31%	8.9%-9.1%	2.8%-4.5%	-0.3%--0.5%	无数据	8.28 固定利率
2003.08.29-2003.11.18	6%-7%/5.31%	10.1%-10.0%	0.9%-3.0%	1.4%-1.9%	无数据	8.28 固定利率
2004.04.13-2004.12.09	7%-7.5%/5.31%-5.58%	10.6%-10.1%	3.8%-2.4%	5.0%-7.1%	无数据	8.28 固定利率
2007.06.18-2007.07.16	11.5%/6.57%	14.4%	4.4%-5.6%	2.5%-2.4%	3.13%-3.25%	7.62-7.57
2008.05.20-2008.08.20	16.5%-17.5%/7.47%	11.5%-11.2%	7.7%-4.9%	8.2%-10.1%	3.74%-3.28%	6.98-6.85
2011.06.03-2011.09.22	21%-21.5%/6.31%-6.56%	10.1%-9.9%	6.4%-6.1%	7.1%-6.5%	4.58%-5.93%	6.48-6.38
2012.07.24-2012.12.04	20%/6%	7.7%-7.8%	1.8%-2.5%	-2.9%--1.9%	3.78%-3.81%	6.33-6.29
2013.06.03-2013.07.10	20%/6%	7.9%	2.7%	-2.7%--2.3%	4.01%-4.27%	6.18-6.16
2013.10.11-2014.01.17	20%/6%	7.8%	3.2%-2.5%	-1.5%--1.6%	5.00%-6.96%	6.15-6.10
2016.03.23-2016.06.15	17%/4.35%	6.9%	2.3%-1.9%	-4.3%--2.6%	2.70%-2.84%	6.52-6.54

数据来源：WIND 华泰期货研究院

为了更好地研究股债双杀的历史成因，我们将历史七次股债双杀根据经济事件以及经济周期合并为五个时间段，2002 年 7 月至 2004 年 12 月、2007 年 6 月至 2008 年 8 月、2011 年 6 月至 2011 年 09 月、2012 年 7 月至 2013 年 7 月以及 2016 年 3 月至 2016 年 6 月。

◇ 2002 年 7 月至 2004 年末——科技泡沫后，经济修复完成一轮加息周期开启

1997 年亚洲金融风暴、2000 年科技泡沫破裂叠加 2001 年美国“911”事件导致全球局势动荡不安，中国经济走势疲软，市场对内外经济呈现悲观预期。从经济数据来看，2002 年上半年 PPI 和 CPI 都一度跌至负值；GDP 与工业增加值在 2000 年至 2002 年之间呈现下行趋势；M1 与 M2 同样跌势明显，信用收紧。

但 2002 年下半年开始，中国加入 WTO 的红利逐步显现，中国国际地位显著提高，外贸出口拉动经济飞速发展。实体经济率先复苏，2002 年 7 月通胀筑底后快速拉升，从-0.9%上升至 2004 年 9 月的 5.2%，货币政策随后收紧开启加息周期。具体来看，2002 年下半年，通胀仍在低位负值，市场对于新一轮降息预期落空，引的债市收益率大涨，股市震荡下跌。而后 2003 年下半年起，主要由于市场对通胀走高预期不足，以及在通胀走高后对央行加息预期过度导致国债收益率持续大幅上行趋势；同时，股市虽在 2003 年初受到 M1、M2 上升、信用扩张的影响迎来一轮小幅上涨，但随后由于央行两次加息又开始回落。最终，2002 年 7 月至 2004 年末，市场呈现债市单边下跌，股市加剧震荡走弱的局面。

◇ 2007年6月至2008年8月——房地产泡沫导致经济过热，加息周期开启

2005年我国经济探底回升，06年基本面恢复经济企稳，07年伴随着房地产市场泡沫逐渐壮大，经济过热，CPI从06年的低点1%上升至08年年初的高点8.3%。一轮货币紧缩政策周期开始，利率逐渐走高。从经济数据来看，2006年初开始，我国GDP持续上涨，通胀也迅速拉升，同时伴随着M1、M2持续高位，经济过热市场一片繁华。

而2008年上半年由于持续的货币紧缩政策并未减缓通胀上升的步伐，央行加息操作并未停止。长期熊市下投资者对债市失去信心，导致国债收益率持续高位震荡。而持续高频加息操作也是股市难以维持，股指于07年10月份见顶；后伴随着通胀下滑逐步走低，引发一轮金融危机。此外，在2008年年中，虽然CPI已经见顶回落，但受国际油价持续走高影响，央行与08年6月继续升准，在股市长熊背景下，债市收益率大幅上升。最终，2008年6月至2008年8月，市场呈现债市弱势震荡，股指单边下跌的局面。

◇ 2011年06月至2011年09月——次贷危机后，经济修复缺乏动能陷入滞涨

2010年上半年经济增速放缓，工业增加值从年初的18.1%快速回落至年中的13.4%，后维持在13%左右水平；而通胀水平却节节攀升，从10年年初的2.4%最高上升至11年中的6.5%，从经济数据来看，2010年至2011年末，信用呈现收缩趋势，M1与M2双双下跌，同时GDP增长缓慢。当时，货币政策更注重对价格指数的调控，这一思想在央行的货币政策执行报告以及官方人士的论调指引中频频出现并得到强化。因此，随着通胀逐步攀升，2010年初至2011年中央连续5次上调存款基准利率至3.5%，连续11次上调准备金率至21.5%。

2010年6月至2011年9月，经济陷入典型的滞涨期。金融危机后经济一轮复苏已经完成，同时由于缺乏新生产要素刺激经济，导致经济增长率降低。而货币政策跟随CPI走势变动而偏紧，对房地产市场的调控也制约了政策放松的空间。从10年10月开始至11年下半年结束的超预期超长加息周期终结了股市的小波反弹，A股重回下跌趋势，而债市亦处于下跌中，长端利率高位震荡，短端利率波动加大。这段期间的股债双杀，实质是股债双双处于熊市中。

◇ 2012年07月至2013年07月——债市监管收紧，一轮“钱荒”出现

此段时间，经济缓慢修复，GDP维持在7.8%左右上下浮动；CPI筑底小幅回升，从1.8上升至2.7左右；但工业增加值持续回落趋势，流动性持续偏紧，市场对重启对货币政策的宽松预期。但宏观经济层面并不是导致此轮股债双杀的最大诱因，政策监管成为主要矛盾。

首先，央行操作不及市场预期，一轮降准预期落空叠加经济基本面修复不如预期，股市持续长跌趋势。同时，由于央行小幅提升公开市场操作利率，叠加证监会监管上对“非标”（非标准化债权资产）的打击，导致银行间利率持续走高，流动性吃紧，一轮钱荒来袭。由于债市流动性较好，率先被抛售，利率因此再度上行，导致了这一波的资金熊。这段时期的股债双杀，实质是股市持续熊市叠加债市反向回落所致。

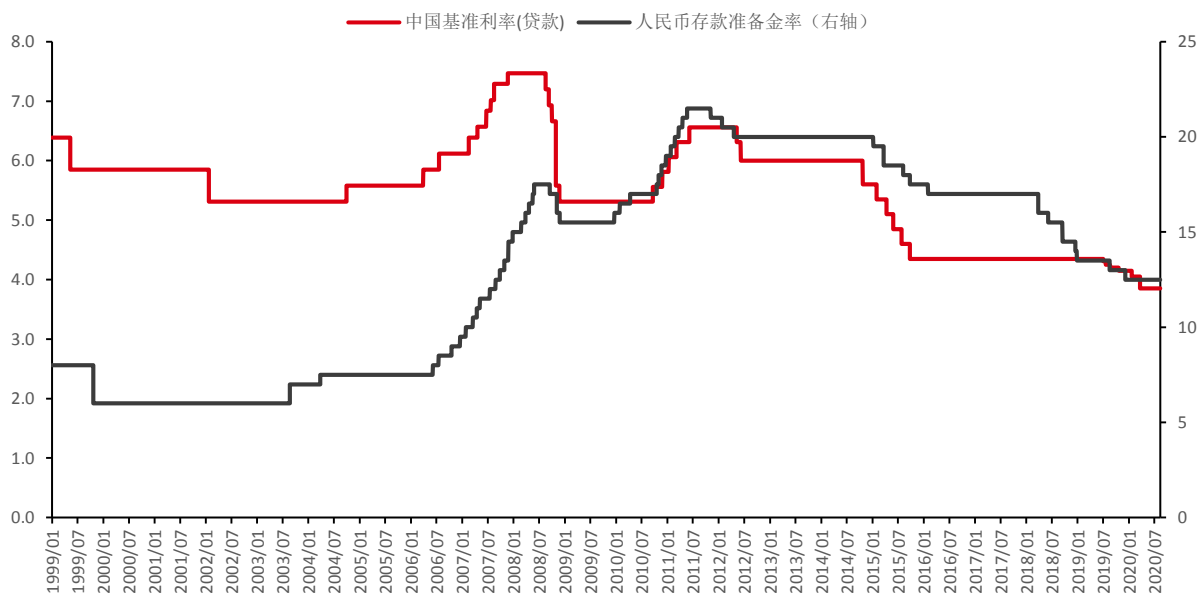
◇ 2016年03月至2016年06月——美联储加息吸引资金，金融去杠杆资金偏紧

本轮股债双杀中国经济基本面较为平稳，GDP与工业增加值变化不大；CPI在2%左右上下震荡，而PPI筑底出现小幅回升态势，因此国内基本面不是引发此轮股债双杀的主要原因。

但国际方面，2015年底美联储开启加息周期，国际市场上普遍出现了资金价格上涨，导致中美利差收窄，形成了资金由新兴市场回流美国的局面。同时人民币贬值压力较大，对国内资金造成一定冲击，利空债市。与此同时我国为了调控房地产以及去产能，也提出了去杠杆的要求，导致投资者对资金供应格局持续偏紧的预期，最终股市小幅回落，债市持续下跌。

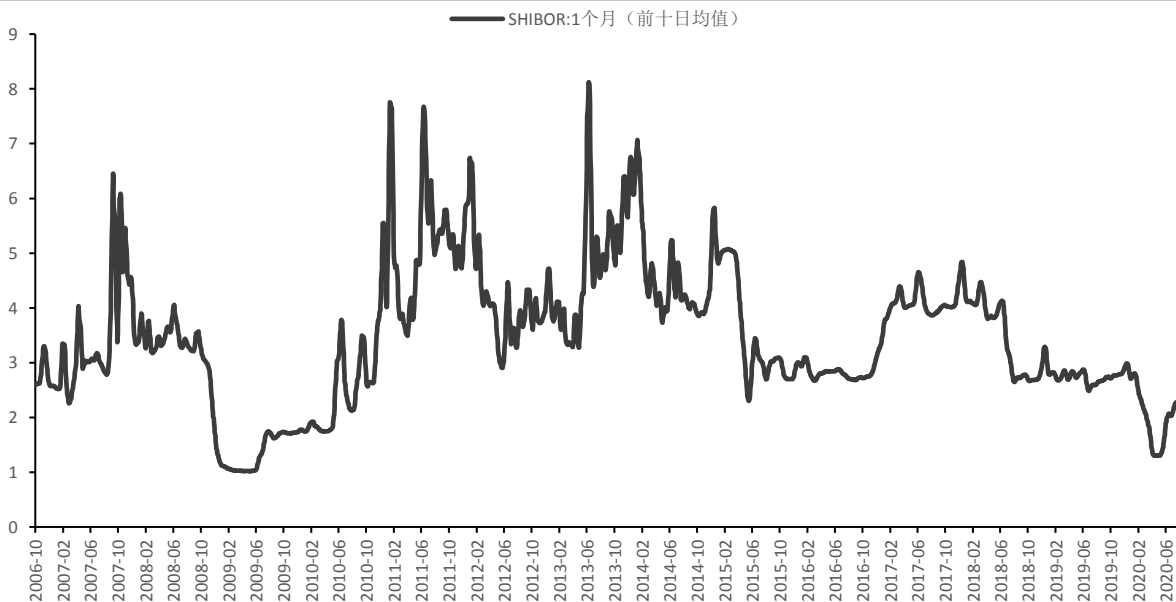
综上所述，纵观近二十年中国共五段股债双杀时段。前三段由于经济基本面改变主导，均出现通胀快速回升导致央行加息，市场利率走高伴随着货币流动性偏紧，同时M1、M2处于下跌区间这一局面，且此类型股债双杀通常持续时间较长。而后两段股债双杀主要由于监管或者国际形势改变直接导致资金利率大涨，流动性偏紧，从而引起短暂股债双杀现象。

图 7: 近 20 年来存款准备金率变化与基准利率变化走势 (%)



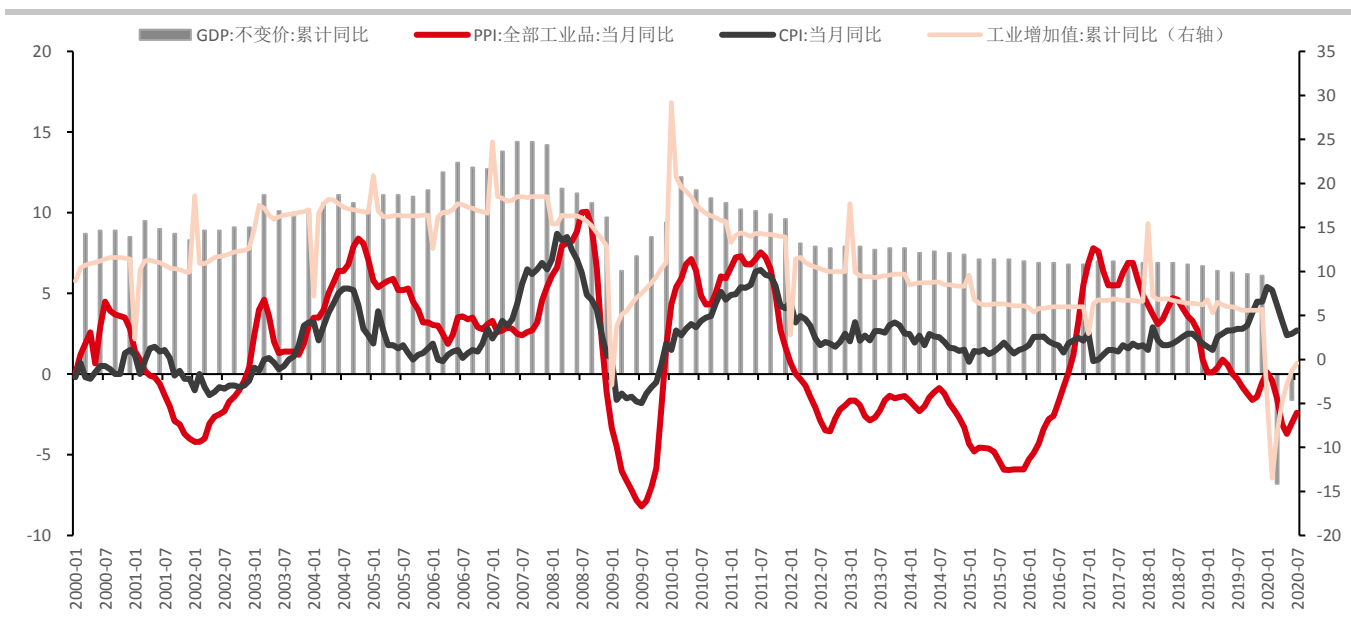
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 8: SHIBOR 一个月十日均值趋势线 (%)



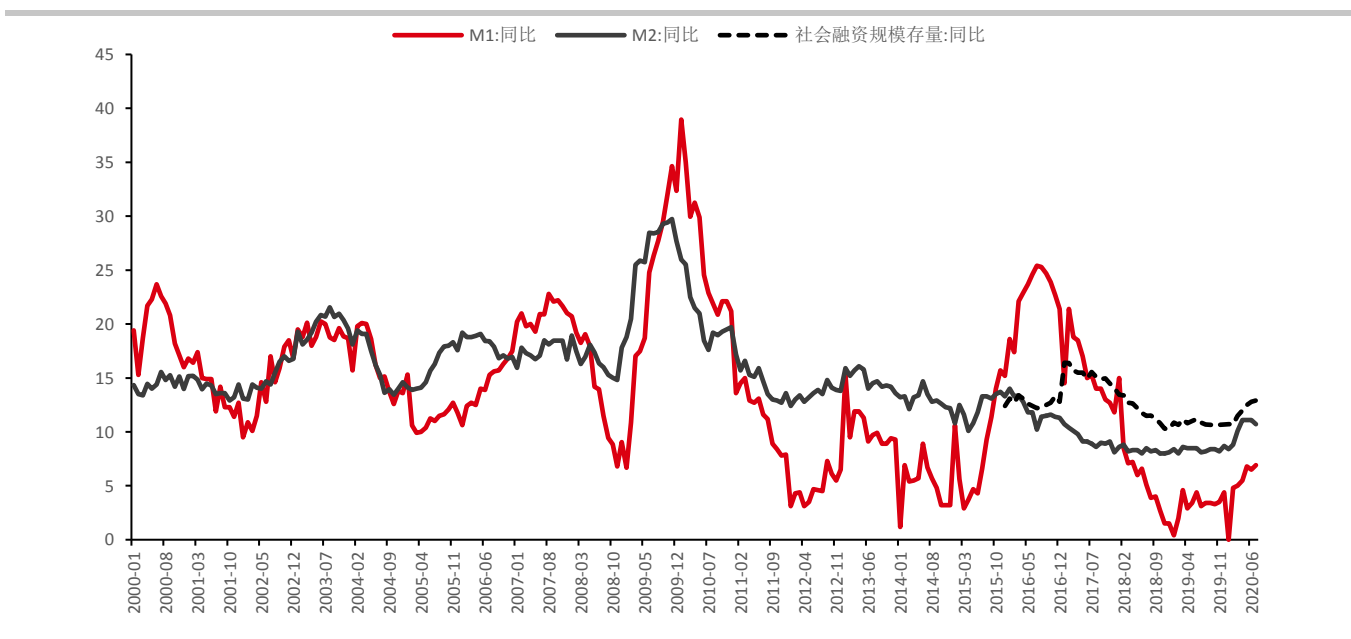
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 9： 近 20 年来宏观经济与通胀走势 (%)



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 10： 近 20 年 M1、M2 走势，由于 2015 年后 M2 逐渐失效，选用社融存量同比数据代替 M2 (%)



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 11: 近 20 年来人民币汇率及美元指数走势, 2005 年前美元兑人民币采用固定汇率, 因此走势不变 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

当前股债双杀是否存在

由于在 2020 年 8 月 17 日至 2020 年 8 月 27 日十天内，股指与国债双双下跌，沪深 300 指数从 4815 跌至 4731，十年国债收益率从 2.9377% 上升至 3.0577%，因此市场纷纷预测，一轮股债下跌是否再次开启。由于本轮双杀现象持续时间较短，目前暂不能定义为一轮股债双杀现象出现。通过上文对历史股债双杀时期宏观指标的分析来看，我们将对央行政策、宏观经济、通胀、流动性变化以及国际形势进行分析，观测未来股债双杀发生的可能性。

◇ 央行货币政策：较 2 月和 3 月略有收紧，但暂无加息征兆

此前受到疫情冲击的影响，在 2020 年上半年多次降准呵护经济。目前虽然疫情已现好转，但经济仍在缓慢修复中。从分项上来看，投资、消费、工业增加值均远低于疫情前水平，预计央行货币政策将维持中性，短期难有加息举措。

◇ 通胀：已在高位，但走势上暂无持续飙升趋势

此前受到猪肉价格飙升以及疫情影响，通胀出现结构性增长，但当前处于震荡回落趋势；同时经济缓慢修复，供给端工业产品价格也筑底回升，“滞涨”情况出现好转。

◇ 流动性：央行大幅放水已成过去，精准滴灌修复经济仍在继续

央行流动性投放通常结合货币政策态度，当前流动性中性偏紧，央行在公开市场操作上以维稳为主。同时，继续精准滴灌大力扶持实体经济，帮助小微企业融资渡过难关。

◇ 国际形势：美联储暂无加息打算，中美利差持续高位

观察当前国际利率形势，由于全球经济长期低迷，欧洲与日本均采用负利率刺激经济，而美联储也维持零利率进行呵护。相较之下，以中国为首的新兴市场当前处于利率高位，吸引资金能力较强。同时美元短期进入弱周期，人民币持续升值也进一步利好债市。

因此我们认为从当前宏观条件出发，并不支持产生我们定义的股债双杀局面，更加需要关注的是流动性主动收紧带来的市场压力。从央行近期发布的《货币政策执行报告》增刊来看，时间表进入到“深化 LPR 改革释放潜力”阶段，一方面银行间债券市场交易时间的延长，增强了市场流动性的同时，未来外部风险带来的溢出影响将增加；另一方面，利率衍生品（场外和场内）对于市场定价作用进一步发挥以及“两轨并一轨”从贷款利率的并轨向存款利率市场化的过渡，都更加需要关注结构性的流动风险对于改革的推动。

图 12: 近一年来股指于国债收益率走势 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代理行独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com