

2011.11.09

债市先涨，股市后涨！

——风险角度看大类资产配置

	姜超	汪进	吕春杰
	021-38676430	021-38674624	021-38676051
	jiangchao6164@gtjas.com	wangjin008085@gtjas.com	lvchunjie@gtjas.com
	S0880511010045	S0880511080005	S0880511010058

本报告导读：

对国内外风险分析框架进行分析。

摘要：

- 从近 10 年美国股市与债市的关系看，每一次股市上涨前，都先有国债收益率的持续下降。从经济、通胀角度难以解释股市与债市之间的关系，但从风险角度则可以很好地解释。
- 标普 500VIX 指数能很好地代表美国市场的风险情绪，当风险恐慌情绪上升时，投资者涌向债券等安全资产，避险需求拉低长期国债利率。
- 而企业债信用利差与 VIX 指数的走势在方向和幅度上都高度一致，这表明资产市场风险上升的切实含义就是企业倒闭概率的上升。因此可以用企业债信用利差代表市场风险。
- 在资产谱系中，股票属于风险资产，因而风险厌恶情绪上升时，往往股市下跌、国债收益率下降。而当市场情绪逐步转向偏好风险时，市场才会逐步追逐股票等风险资产，具体表现为国债收益率下降后股市才能迎来趋势性机会。
- 今年以来，发达国家长期国债利率均出现了明显下降。以各国 VIX 为代表的全球风险厌恶情绪在年初以来均有升温，可以为各国长债的联动找到一个很好的解释。新兴市场国家的 VIX 指数相关性同样较为显著。
- 中国 05 年以来每次都是债市先涨，股市后涨，同样反映的是市场风险偏好曲线的变化。在风险厌恶不断加深时，市场往往偏好低风险的国债，国债收益率出现显著下降，债市率先上涨。而随着政策的变化，市场风险厌恶情绪的逐渐消除，风险资产将迎来机会，股市后涨。
- 目前短融利差处于历史高位，表明市场整体仍厌恶风险，因而债市机会最为确定。但随着货币政策的渐趋宽松，市场风险厌恶情绪逐步缓解，债市的主要机会将由最低风险的国债、金融债、铁道债逐渐过渡到风险更高的 AA+企业债，AA 级企业债，可转债，A 级企业债。而随着信用利差的下降，股市的配置时机也将到来。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

王喆

021-38676049

wangzhe@gtjas.com

相关报告

《财政政策透支未来》

2011.10.25

《人民币离岸市场及贸易结算与货币统计》

2011.09.04

《中国版 401K 进展及影响》

2011.09.01

《河南粮价肉价调研纪要》

2011.08.29

《实际利率上升或对经济不利》

2011.08.28

目 录

美国股债关系研究	3
1. 美国债市领先股市	3
2. 增长通胀均难解释	3
3. 避险需求涌向国债	4
4. 信用利差刻画风险	5
5. 风险上升股市下跌	5
6. 风险上升消费受益	6
7. 美元反映避险需求	6
全球长债联动分析	7
1. 发达国家长债趋降	7
2. 通胀经济难以解释	8
3. 发达国家风险趋同	8
4. 新兴国家风险相关	9
中国大类资产研究	9
1. 国债上涨领先股市	9
2. 传统框架难以解释	10
3. 中国长债同样避险	10
4. 风险偏好影响股市	11
5. 政策影响风险偏好	11
6. 风险资产配置顺序	12

美国股债关系研究

从近 10 年美国股市与债市的关系看，每一次股市的上涨前，都先有国债收益率的持续下降。从经济、通胀角度难以解释长债收益率与股市之间的关系，但从风险角度则可以很好地解释。

标普 500VIX 指数能很好地代表市场的风险情绪，当风险恐慌情绪上升时，投资者涌向债券等安全资产，长债收益率与 VIX 指数存在明显的反向关系。

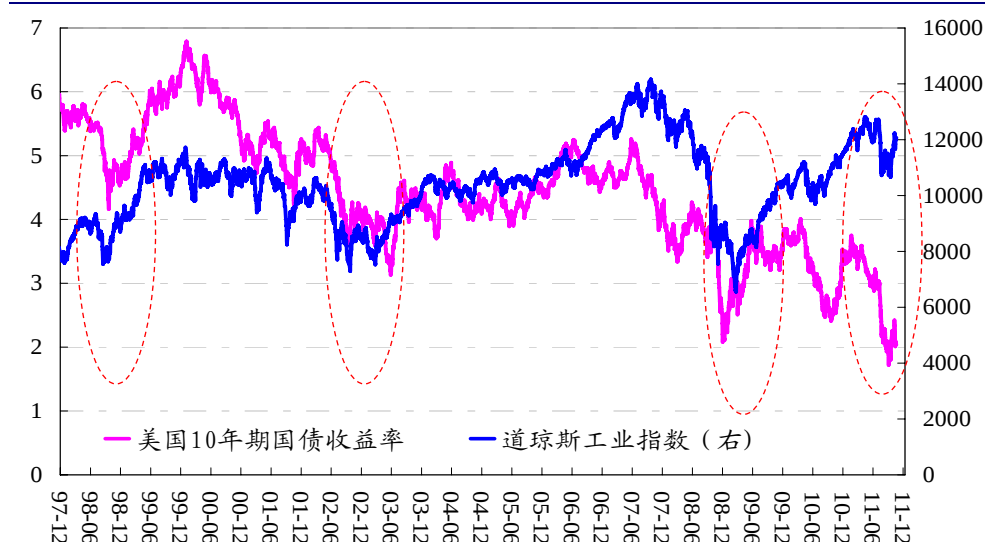
在资产谱系中，股票属于风险资产，当风险厌恶情绪上升时，往往股市下跌、国债收益率下降。而当市场情绪逐步转向偏好风险时，市场才会逐步追逐股票等风险资产，具体表现为国债收益率下降后股市才能迎来趋势性机会。

1. 美国债市领先股市

从近 10 年美国股市与债市的关系看，每一次股市的上涨前，都先有国债收益率的持续下降。如 98 年、03 年及 09 年美国股指上升前都有 10 年期国债收益率的显著下降。11 年美国 10 年期国债收益率从 2 月开始持续下行并持续至 9 月，而美国股市的上涨则始于 10 月初。

图 1 10 年期国债利率、美国道琼斯工业指数

左轴：1 右轴：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

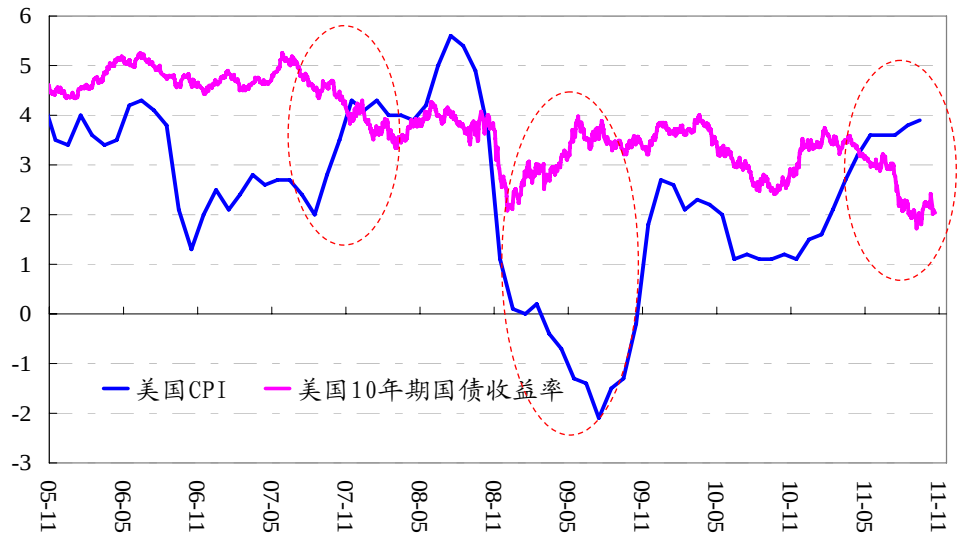
2. 增长通胀均难解释

如何理解股市与债市的相对关系，我们首先分析影响长债走势的因素。

通胀、经济或是影响国债收益率的重要因素。首先看通胀，我们发现美国的 CPI 水平与长债收益率之间的走势关系并不明显。目前美国 CPI 持续上升，而其长债收益率已接近底部区域。

图 2 美国 CPI、10 年期国债收益率

单位：%

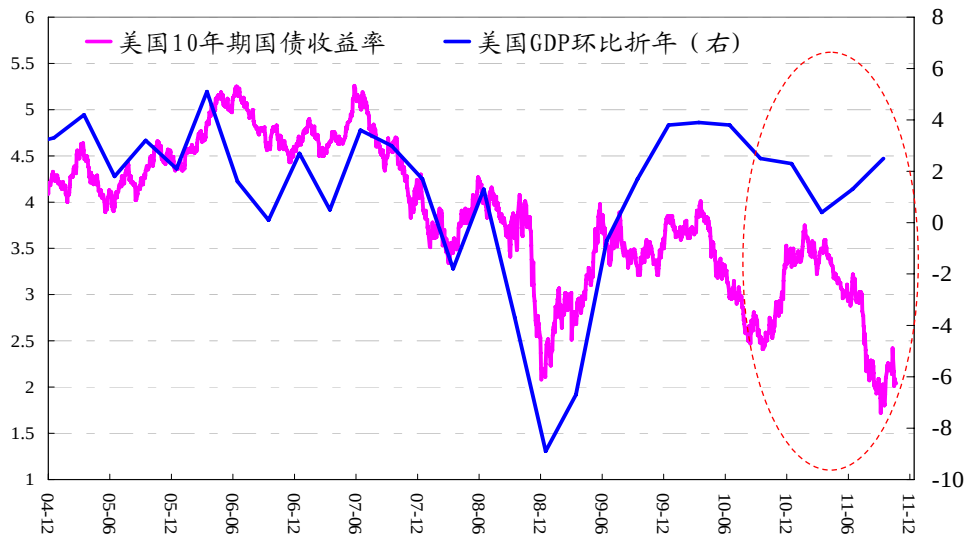


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

再看美国的经济增速，美国经济增长与 10 年期国债收益率之间的关系同样不稳定，如 10 年下半年以来，美国的国债收益率与 GDP 环比这年增速之间存在明显的反向关系。

图 3 美国 10 年期国债收益率、GDP 环比折年

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

3. 避险需求涌向国债

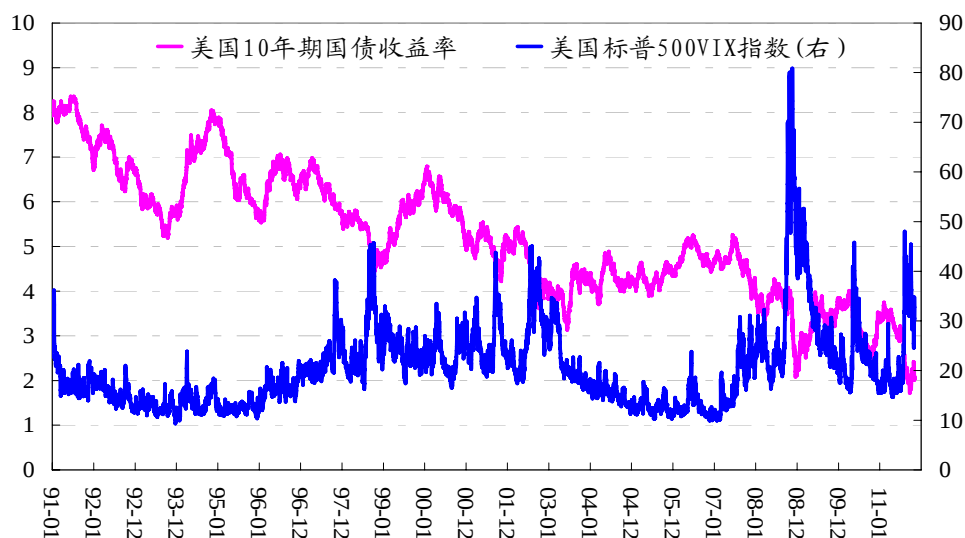
我们发现，从风险的角度可以很好地解释长债收益率与股市走势之间的相对变化。

美国有一个著名的“恐惧指数”：VIX 指数，它能很好地代表市场的风险情绪，当 VIX 指数大幅飙升时往往意味着避险情绪的升温。我们可以将 VIX 指数与各个市场进行比较。

从美国 10 年期国债收益率与标普 500VIX 指数的相关性来看，从 90 年代以来均保持着良好的反向相关性，反映出当风险恐慌情绪上升时，投资者涌向低风险低收益的债券等安全资产，而此时债券收益率则持续下降。

图 4 美国 10 年期国债收益率、标普 500VIX 指数

左轴: % 右轴: 1



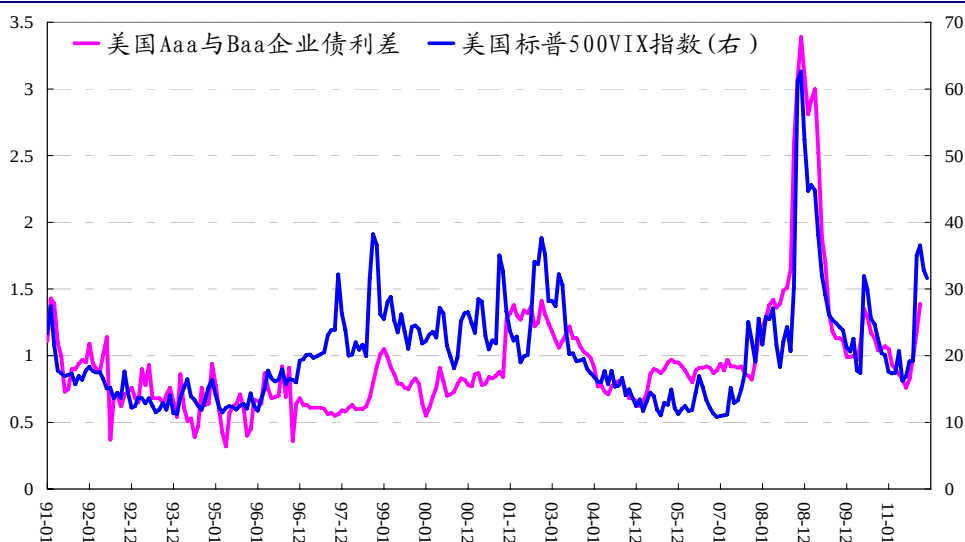
数据来源: 国泰君安证券研究, WIND

4. 信用利差刻画风险

再关注债券市场的企业债信用利差的走势,我们发现美国 Aaa 与 Baa 级企业债信用利差与 VIX 指数的走势在方向和幅度上都高度一致,甚至可以将信用利差视为 VIX 的替代指标。这一现象告诉我们,资产市场风险上升的切实含义就是企业倒闭概率的上升。从这一角度,也可以理解 08 年中国市场对江铜以及今年香港市场对绿城倒闭的突然置疑。

图 5 美国 Aaa 与 Baa 企业债利差、标普 500VIX 指数

左轴: % 右轴: 1



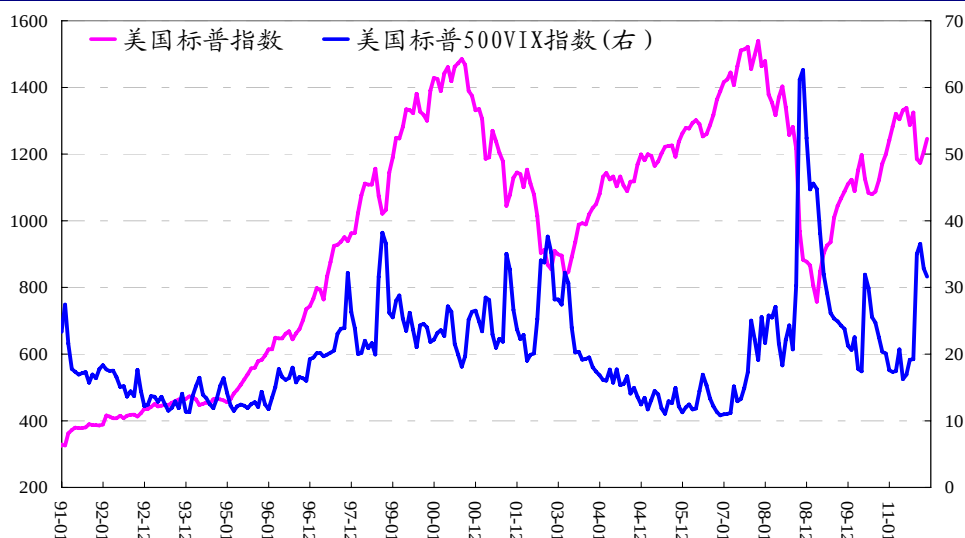
数据来源: 国泰君安证券研究, WIND

5. 风险上升股市下跌

再关注股票市场,在资产谱系中,股票属于风险资产,因而风险厌恶情绪上升时,股市往往会出现下跌,而此时国债收益率在持续下降。而当市场情绪由厌恶风险逐步转向偏好风险时,市场才会逐步追逐股票等风险资产,具体表现为国债收益率下降后股市才能迎来趋势性机会。

图 6 美国标普指数、标普 500VIX 指数

单位：1



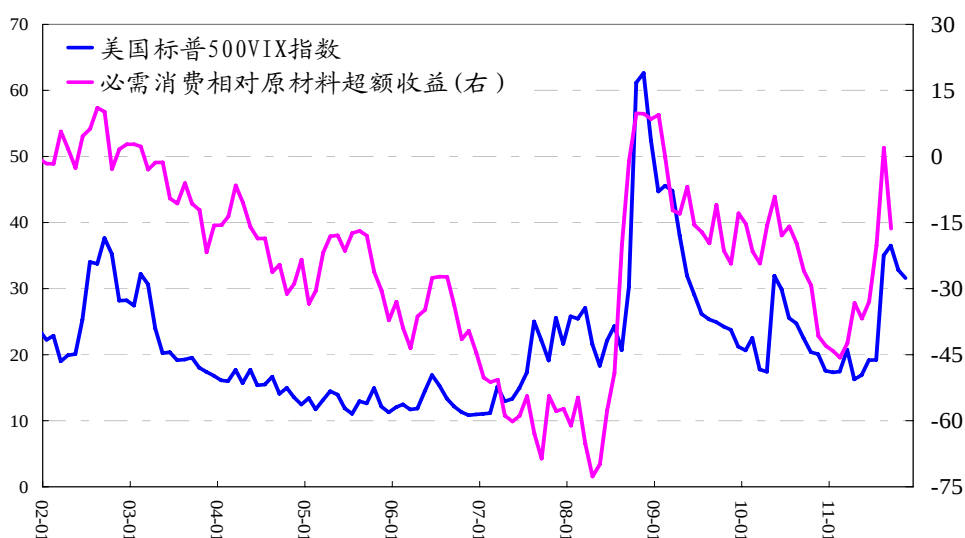
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

6. 风险上升消费受益

此外，股市风格能很好显示风险偏好的影响。2002 年至今，当必需消费表现好于原材料时，通常对应着风险厌恶情绪上升的时期。这是因为，在股票中必需消费属于相对稳定的资产，其风险较原材料等周期类小的多。

图 7 美国标普 500VIX 指数、必需消费相对原材料超额收益

单位：1



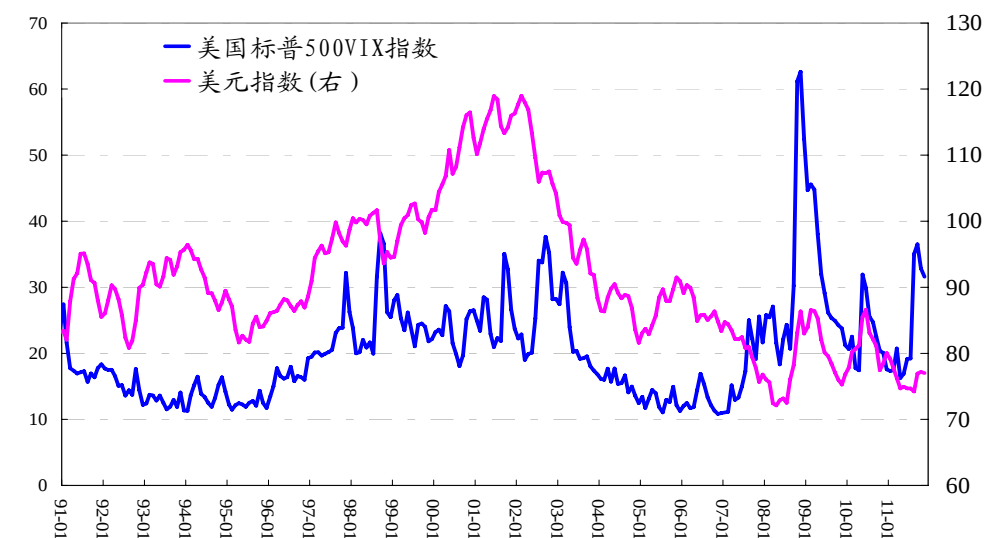
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

7. 美元反映避险需求

最后看外汇市场，我们发现 VIX 指数走势与美元指数高度一致。08 年雷曼倒闭时很多人认为美元走弱，结果是美元大幅反弹，表明在市场风险加剧的时候美元属于避险资产。由此我们在今年标普下调美国国债评级时给的结论是市场风险加大，利好美国国债、黄金等避险资产，不利于股票等风险资产，后来都得到了市场的验证。

图 8 美国标普 500VIX 指数、美元指数

单位：1



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

全球长债联动分析

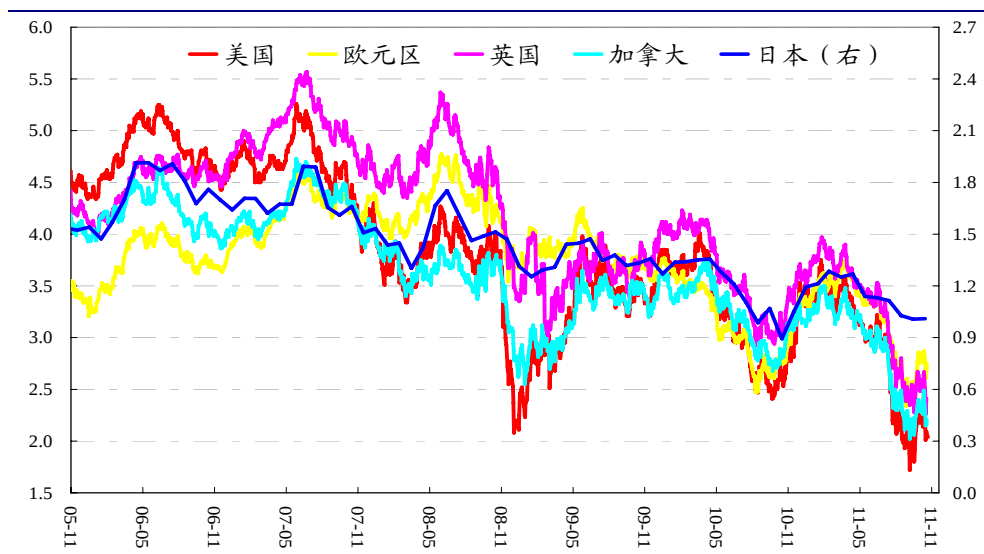
今年以来，发达国家长期国债利率均出现了明显下降。以各国 VIX 为代表的全球风险厌恶情绪在年初以来均有升温，可以为各国长债的联动找到一个很好的解释。新兴市场国家的 VIX 指数相关性同样较为显著。

1. 发达国家长债趋降

今年以来，发达国家长债利率基本保持着同步的走势。无论深受债务上限问题困扰的美国，或者在饱受其成员国债务危机困扰的欧元区，抑或是被疑为下一个债务危机爆发地点英国，其长债利率走势在保持了一贯的惊人同步性的同时，均出现了明显下降，而其他发达国家如日本、加拿大等国家长债利率的走势也与这些国家保持着一贯的一致性，今年以来出现了明显下降。

图 9 美国、欧元区、英国、加拿大、日本 10 年期国债收益率

单位：1



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

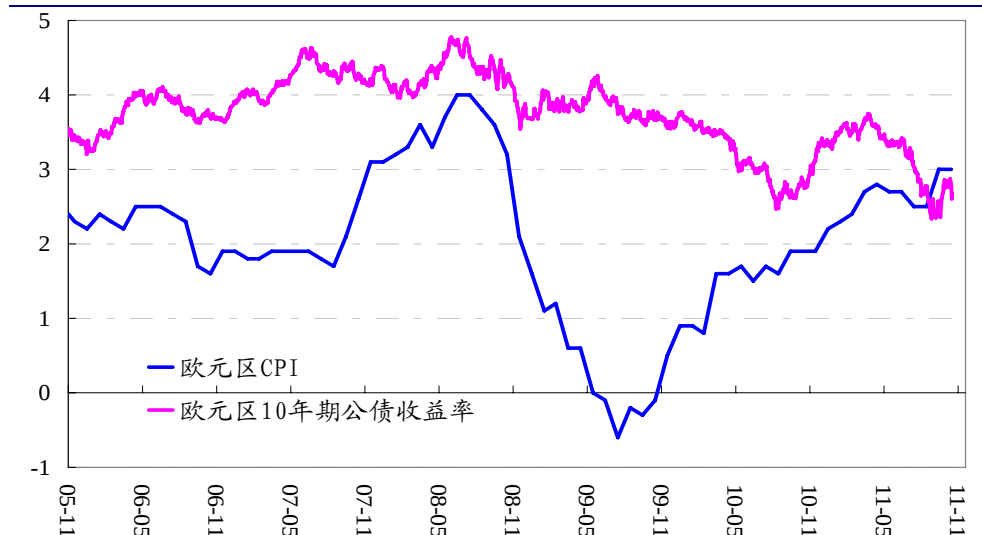
2. 通胀经济难以解释

如何解释各国长债利率的走势基本趋同？经济和通胀的同样难以解释。

首先看通胀，欧元区 CPI 走势与其 10 年期公债收益率之间走势关系也不明确，表明通胀水平同样不是影响今年长债收益率的主要因素。

图 10 欧元区 CPI、10 年期公债收益率

单位：%

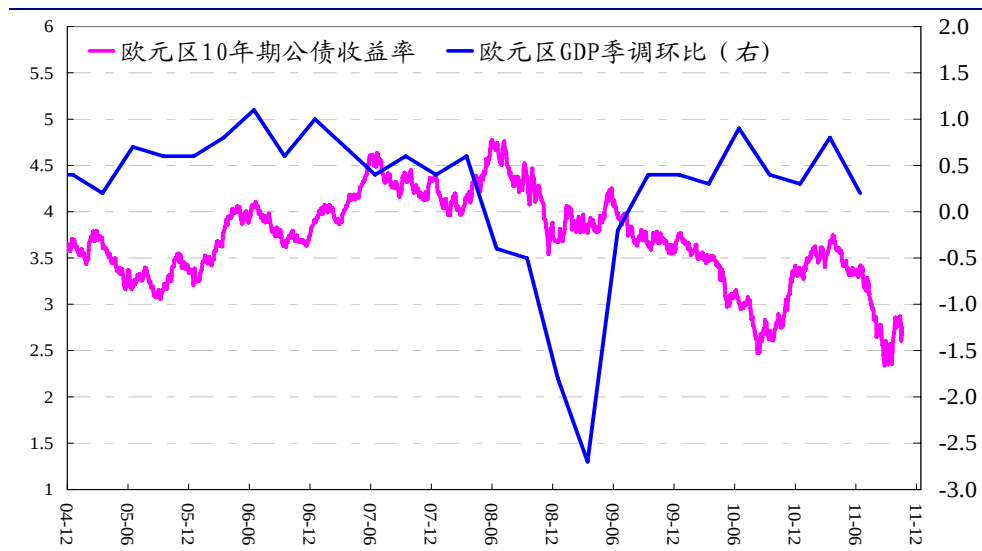


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

经济增速同样难以解释国债收益率的变化，欧元区 GDP 季调环比增速与欧元区 10 年期公债收益率之间的关系同样不稳定。

图 11 欧元区 10 年期公债收益率、GDP 季调环比

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

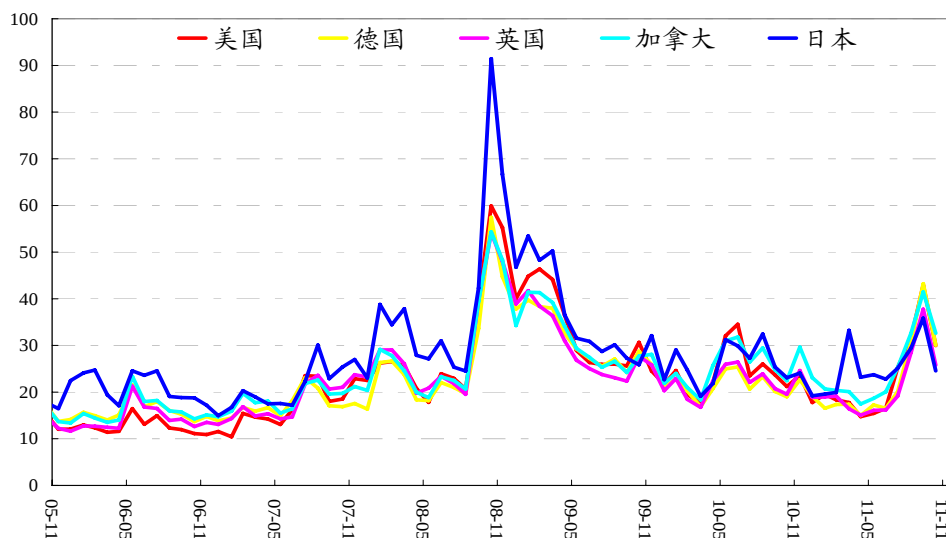
3. 发达国家风险趋同

VIX 指数的联动性似乎可以为各国长债的联动性找到一个很好的解释。全球风险偏好的一致性，似乎可以解释全球长债利率走势的一致性。

从发达国家 VIX 指数来看，在过去几年中，一直保持着完美的相关性，11 年以来各国 VIX 指数总体上升，且目前仍在高位徘徊，反映出目前各国的避险情绪均有所升温。

图 12 美国、英国、德国、日本、加拿大 VIX 指数

单位：1



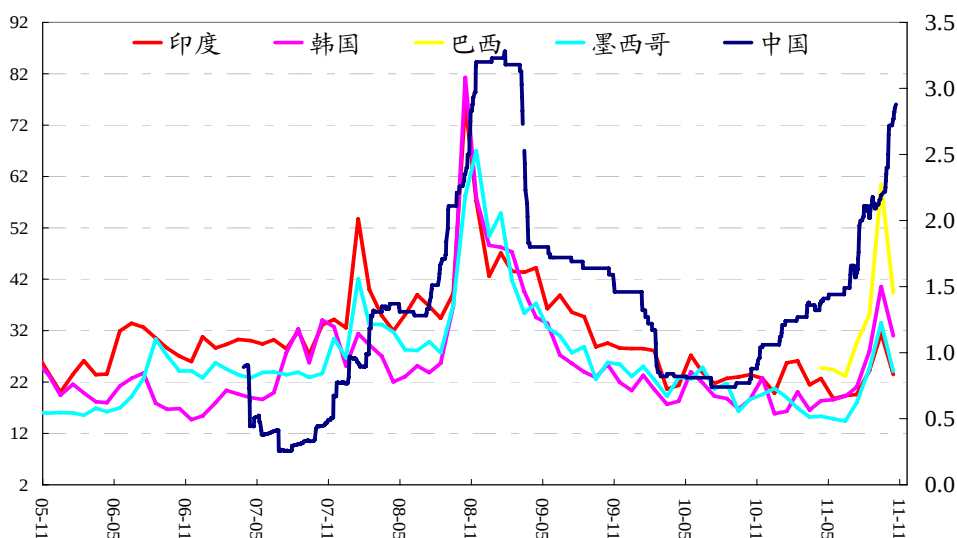
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

4. 新兴国家风险相关

新兴市场国家的 VIX 指数相关性也较为显著（中国 VIX 用 AAA 与 A+短融的利差模拟），今年以来同样出现了总体上行的情况，但 10 月份以来，新兴国家风险偏好出现回落值得关注。

图 13 新兴国家 VIX 指数

单位：1



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

中国大类资产研究

中国 05 年以来每次都是债市先涨，股市后涨，同样反映的是市场风险偏好曲线的变化。在风险厌恶不断加深时，市场往往偏好低风险的国债，国债收益率出现显著下降，债市率先上涨。而随着政策的变化，市场风险厌恶情绪的逐渐消除，风险资产将迎来机会，股市后涨。

目前短融利差处于历史高位，表明市场整体仍厌恶风险，因而债市机会最为确定。但随着货币政策的渐趋宽松，市场风险厌恶情绪逐步缓解，债市的主要机会将由

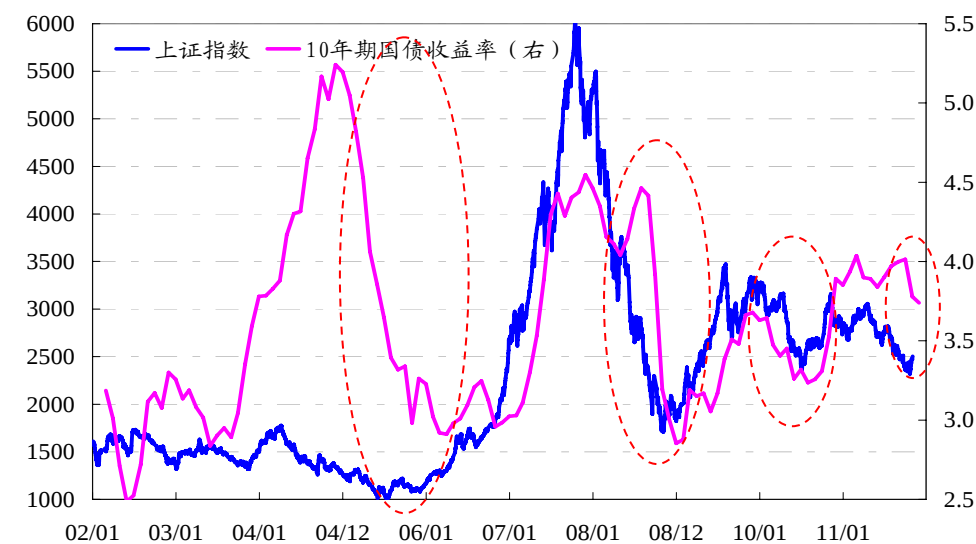
最低风险的国债、金融债、铁道债逐渐过渡到风险更高的 AA+企业债，AA 级企业债，可转债，A 级企业债。而随着信用利差的下降，股市的配置时机也将到来。

1. 国债上涨领先股市

中国最近 3 轮股市牛市出现之前，10 年期国债收益率均出现显著下降，与美国的情况一致，债市的上涨同样领先股市。这应不是偶然现象，同样反映出大类资产具有内在关联。

图 14 上证指数、10 年期国债收益率

左轴：1 右轴：%



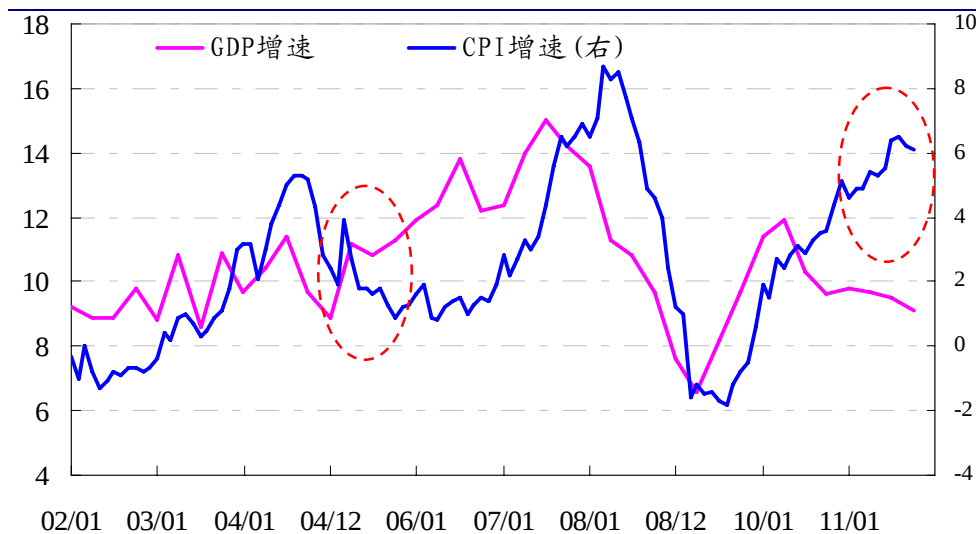
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

2. 传统框架难以解释

传统的通胀、经济的变化同样难以准确解释中国 10 年期国债收益率的变化。如 2011 年以来，中国通胀水平持续上升，而国债收益率仍维持稳定，而 05 年经济回升，同期国债收益率却持续大幅下滑。

图 15 中国 GDP 增速、CPI 增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

3. 中国长债同样避险

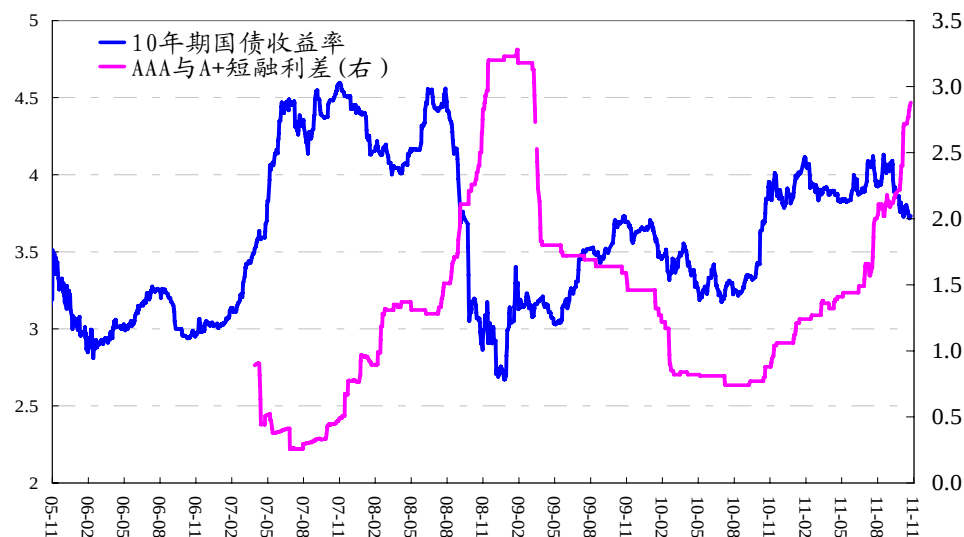
从中国的经验看，反映风险情绪的高低等级短融信用利差与长债利率在 10 年之

前总体也保持着较好的反向相关性。

11 年以来短融利差大幅攀升，反映市场避险情绪正在迅速升温，但国债利率始终未降，或与央行不断的货币紧缩推高资金成本有关。近期国债利率出现大幅下降，其与短融利差的反向关系也得到恢复，表明避险需求的不断累积最终拉动了国债利率的下降。

图 16 国债收益率、AAA 与 A+短融信用利差

单位：%



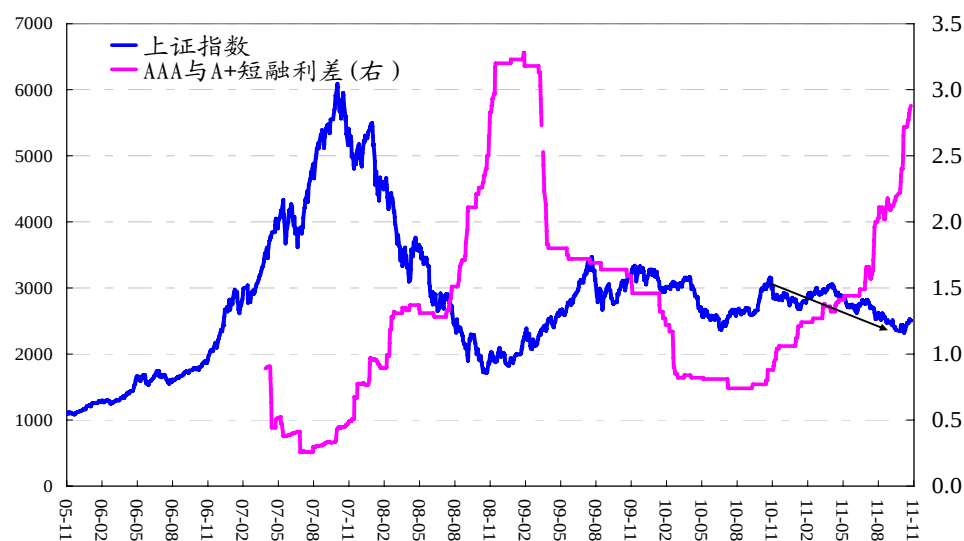
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

4. 风险偏好影响股市

风险偏好也是影响股市走势的重要因素。10 年以前，短融利差与上证指数总体也保持着较好的反向相关性。10 年底以来高低等级的短融利差大幅持续攀升，同样对应着股市整体趋势向下，而今年 6 月开始市场避险情绪正在迅速升温，上证指数下行则明显加速。

图 17 上证指数、AAA 与 A+短融信用利差

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

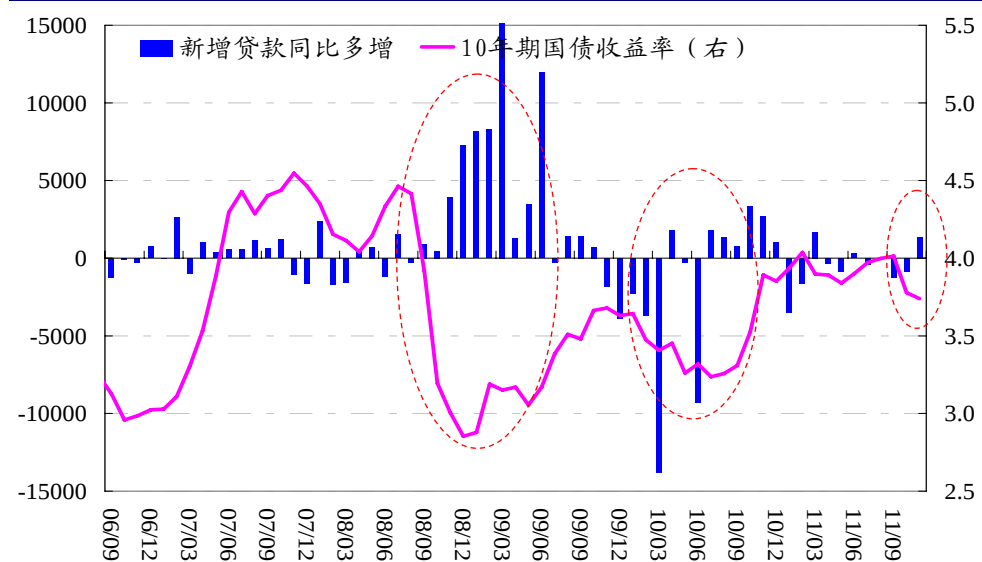
5. 政策影响风险偏好

政策是影响市场风险偏好的重要因素。10 年期国债收益率的下降代表货币宽松，

信贷的多增则表示信贷宽松，08 年货币宽松领先信贷宽松 3 个月，10 年领先 6 个月。今年货币宽松始月 9 月 22 日开始的 10 年期国债收益率下降；再看信贷，从 10 月末银行贷款增长加速看，目前央行在 4 季度或将放松信贷控制，如果按 11 年新增信贷 7.5 万亿目标测算，11、12 月新增信贷或将分别达到 7000 亿，信贷宽松或提前在 11 月出现。

图 18 新增信贷同比多增、10 年期国债收益率

左轴：亿 右轴：%

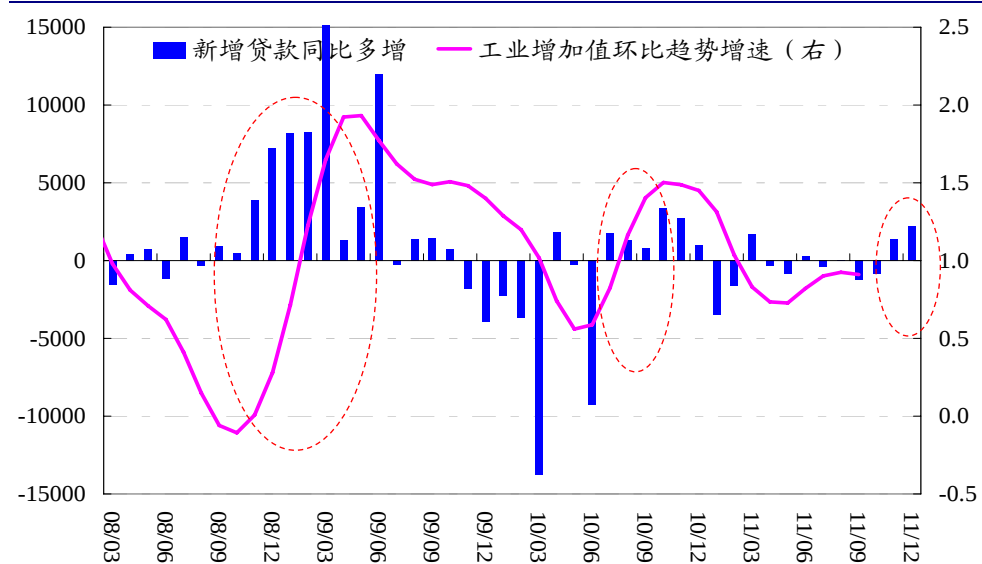


数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

从前两轮政策放松的经验看，货币宽松后的信贷宽松的出现，将对应着经济环比见底回升。我们认为，当政策由货币宽松转向信贷宽松时，经济底部即将出现，市场风险偏好也将转向，市场将追逐风险资产。

图 19 新增贷款同比多增、工业增加值环比趋势增速

左轴：亿 右轴：%



数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

6. 风险资产配置顺序

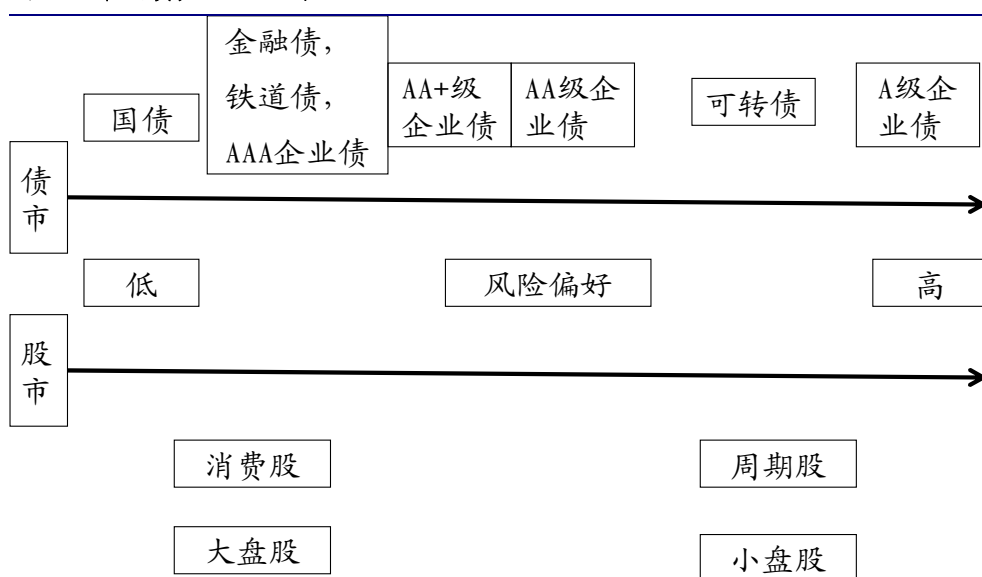
总结而言，之所以债市先涨，股票后涨，反映的是市场风险偏好曲线的变化。在风险厌恶不断加深时，市场往往偏好低风险的国债，国债收益率出现显著下降，债市率先上涨。而随着政策的变化，市场风险厌恶情绪的逐渐消除，风险资产将迎来机会，股市后涨。

我们建议密切关注市场风险偏好的变化，从而进行大类资产配置。

目前，短融利差处于历史高位，表明市场整体仍厌恶风险，因而债市的机会最为确定。但随着全球货币政策的渐趋宽松，债市的主要机会将由最低风险的国债、金融债、铁道债逐渐过渡到风险更高的 AA+企业债，AA 级企业债，可转债，A 级企业债。而随着信用利差的下降，股市的配置时机也将到来。

因此，对各种风险的分析与刻画应是大类资产研究的使命所在：资产管理的核心应是对风险的管理。

图 20 中国资产配置顺序



数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:**姜超:**

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06至10年入围新财富债券最佳分析师，08年获第三名，09、10年获第二名，09年、10年获水晶球债券最佳分析师第二名。

汪进:

S0880511080005

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士；2009年7月加入国泰君安研究所，从事宏观经济研究。

吕春杰:

S0880511010058

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士，毕业于复旦大学，2008年7月加入国泰君安，从事宏观研究。

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		