



2010.12.02

走熊的债市对股市意味着什么



策略团队



021-38674622



jiangyaqin008083@gtjas.com



S0880109094504

本报告导读：

摘要：

持续了近3年的债券牛市终于止住了脚步，自9月份开始，债市出现了大幅调整。中证国债由最高点134点跌到了最近的128点，短短三个月跌去了将近5%。同时，10年期国债收益率大幅飙升，收益率达到4%，为三年来的最高点。

我们发现，自05年后，债市和股市存在此消彼长的关系。从逻辑上讲就是资产配置的效果：资金流出债市后，必将重新进行资产配置，作为备选者的股市，资金流入就是必然。反之亦然。但这个逻辑的前提是市场资金量一定：如果市场资金总量出现萎缩，两个市场资金都有流出的可能。因此，流动性将对配置效应产生影响，这也是05年前配置效应不显著的原因所在。现在的情况，就配置效应而言，债市走熊对股市形成利好，但未来货币紧缩将使资金趋紧，减弱配置效应对股市的影响。两相权衡，债市此轮走熊对股市影响应该偏中性。

债市对于股市的长期影响，主要体现在市场估值上。运用Fed Model对股市合理市盈率的波动区间进行估计。计算得到A股的合理市盈率应该为25，波动区间为（18.5，38.3），现在股市的估值接近下轨，因此，估值继续下挫的可能性较小。债市的迅速走熊的影响在于，降低了合理P/E。如果债市继续走熊，长期将对A股形成一定的估值压力。但是考虑到现在市场估值仍低于合理估值，短期将不受影响。

国泰君安策略团队

王成

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

张堃

021-38676641

zhangkun@gtjas.com

时伟翔

021-38674603

shiweixiang007983@gtjas.com

钟华

021-38674602

Zhonghua@gtjas.com

张赞

021-38676053

zhangyun007589@gtjas.com

张昂

021-38676434

zhangang@gtjas.com

张晗

021-38676675

zhanghan@gtjas.com

江亚琴

021-38674622

jiangyaqin008083@gtjas.com

本期作者

江亚琴

021-38674622

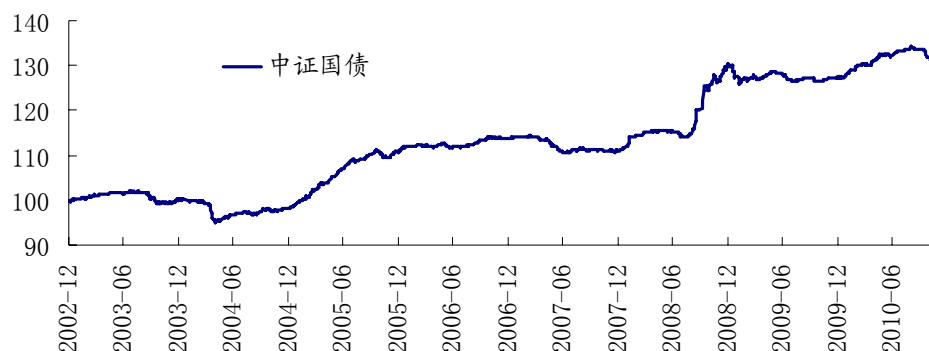
jiangyaqin008083@gtjas.com

S0880109094504

注：本报告只对国泰君安重点客户发送，不对外公开发布。

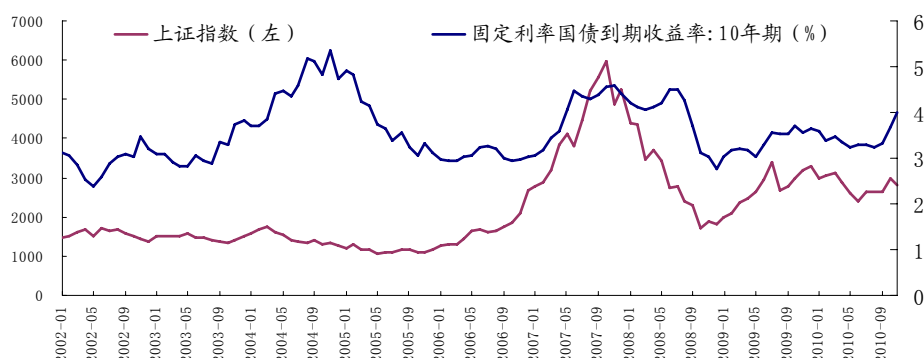
持续了近3年的债券牛市终于止住了脚步，自9月份开始，债市出现了大幅调整。中证国债由最高点134点跌到了最近的128点，短短三个月跌去了将近5%。同时，10年期国债收益率大幅飙升，收益率达到4%，为三年来的最高点。债市迅速走熊对股票市场来说意味着什么呢？

图1 债市迅速走熊



债券市场和股票市场之间的关系比较复杂，我们的直观感觉是：两者之间存在此消彼长的关系。但翻阅国内外学术界对于股市债市关系的讨论，却没有发现比较一致的结论。就统计上的意义而言，我们发现，自05年后，两者的确存在此消彼长的关系。从逻辑上讲就是资产配置的效果：资金流出债市后，必将重新进行资产配置，作为备选者的股市，资金流入就是必然。反之亦然。但这个逻辑的前提是市场资金量一定：如果市场资金总量出现萎缩，两个市场资金都有流出的可能。因此，流动性将对配置效应产生影响，这也是05年前配置效应不显著的原因所在。现在的情况，就配置效应而言，债市走熊对股市形成利好，但未来货币紧缩将使资金趋紧，减弱配置效应对股市的影响。两相权衡，债市本轮走熊对股市影响应该偏中性。

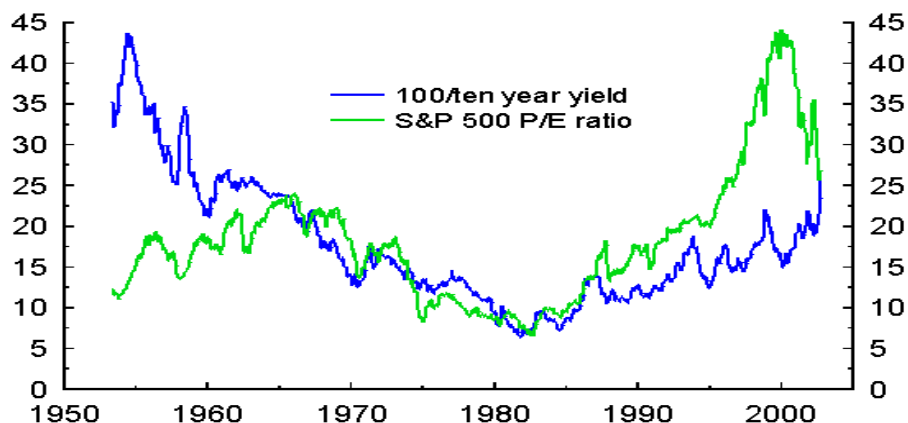
图2 自05年后，债市和股市之间存在此消彼长的关系。



债市对于股市的长期影响，主要体现在市场估值上。格林斯潘惯用标普500市盈率与美国10年期国债收益率的倒数的差距来判断股指是否存在高估。逻辑主要是，中长期国债和股票都属于机构投资的配置标的，具有一定的替代作用，因此，两者的收益率应该具备一定的相关关系（具体假设和推论可以参照 Fed Model (Yardeni, 1997)）。事实证明，标

普 500 的倒数和 10 年期国债收益率存在较强的相关性。根据美国自 50 年代的数据，可以发现 68-87 年间，两者之间相关性最强。但是 87 年后，美国长期利率下降时，P/E 长期偏离该数据。

图 3 68-87 年间，两者之间相关性最强。



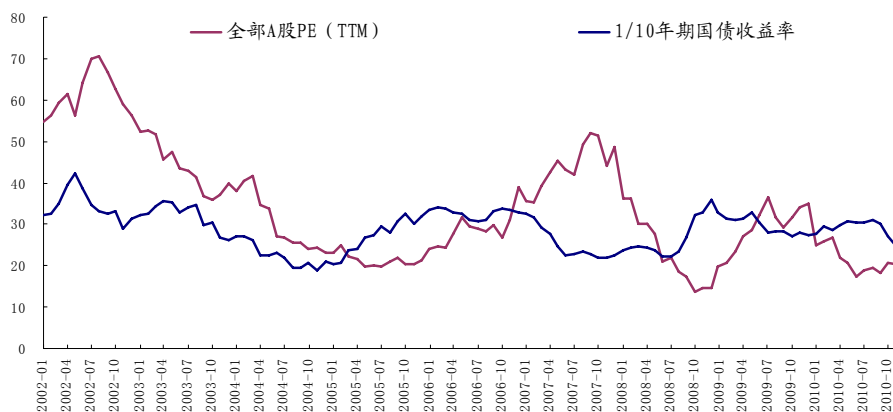
逻辑上讲，出现偏离的原因是：当国债收益率低时，其倒数波动范围变宽，进而导致其可能波动的范围变大。如果用 E/P 和 10 年国债收益率观察，可以发现，两者具有较强的相关性的。87 年后，两者之间也没有出现大的偏离。

图 4 E/P 和 10 国债收益率之间具有较强的相关性。



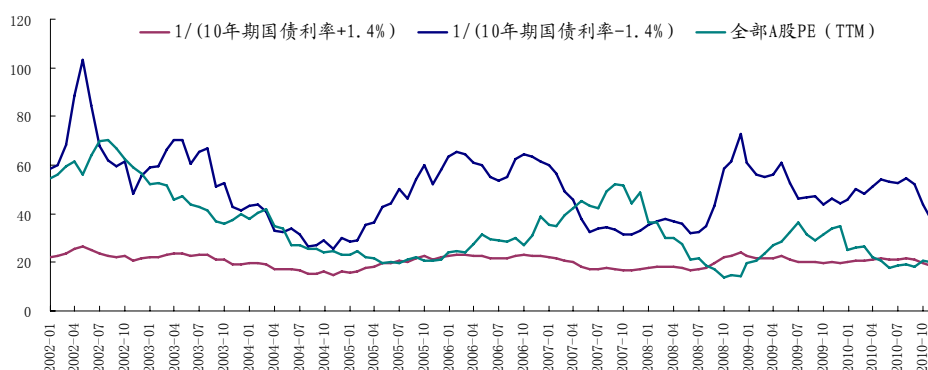
将这个经验运用到中国。我们发现，两者相关性不如美国。主要原因可能有两个：第一，中国国债收益率一直处于比较低的位置，类似于美国 90 年代。第二，这毕竟是一个长期的问题，中国股市时间太短，两者关系不如美国显著也是比较正常的（如果只取美国 90 年代数据计算的话，关系也不会很显著）。经计算，自 2002 年来，1/10 年期国债收益率的平均值为 29，而 A 股平均 PE (TTM) 为 34，相差无几。用现在的 10 年期国债收益率计算得到 A 股的合理市盈率应该为 25。

图 5 Fed Model 在中国市场的应用。



我们还可以根据这个规律对合理市盈率的波动区间进行估计。取 $(E/P - 1/10 \text{ 年期国债收益率})$ 的标准差 1.4%，做出 $(1/(10 \text{ 年期国债收益率} + 1.4\%), 1/(10 \text{ 年期国债收益率} - 1.4\%))$ 区间。结果发现，大部分实际 PE 落在该区间内。以现在 10 年期国债利率计算得到市盈率可能的波动范围是 (18.5, 38.3)。现在股市的估值接近下轨，因此，估值继续下挫的可能性较小。债市的迅速走熊的影响在于，降低了合理 P/E。如果债市继续走熊，长期将对 A 股形成一定的估值压力。但是考虑到现在市场估值仍低于合理估值，短期将不受影响。

图 6 A 股市场合理 PE 的区间估计。



作者简介:**江亚琴:**

清华大学金融学硕士，09 年 7 进入国泰君安证券，从事策略研究。

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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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		