

树不能长在上天： 关于股、债、商的罕见共涨

报告要点：

- 股、债、商这三个市场的共同上涨已延续了10个月之久，且已逼近各自行情的历史高位。
- 至于股、债、商这三个市场为何难以共同上涨，一个朴素的理由是货币政策的逆周期调控原则。
- 而此次的三者同涨的背后，有比货币政策更为深刻的原因：

- 1) 不可否认的是：这次的股债商同涨有货币政策的一些贡献，至少货币政策在商品价格飙升时并没有明显收紧；
- 2) 但更为重要的原因是：实体层面的货币像潮水一样漫灌到资产的各个角落，甚至在推升股票及商品资产的同时，也在推升债券资产。

- 无论是否是货币政策的原因，股债商只有在资产荒的环境下才会同涨，除了这次之外，历史上仅有的一次股债商持续共涨（2015Q4-2016Q4）也是发生于资产荒的环境之下。

- 而这两次资产荒的起源实际上是不太一样的：

- 1) 2015Q4-2016Q4 那一轮资产荒的起源是货币的大量超发，一则股灾推动了当时中国货币政策出现了一轮逆势且额外的宽松，二则受当时中国汇改的影响，超发的人民币也同时大幅涌入美国；
- 2) 此次资产荒的源头是有效资产的大量缩水，在更严的管制之下，货币无法有效流到地产及基建这类经济重要的支柱产业之中，且政策于近期对多个产业启动了突然且剧烈的打压。

- 但这不重要，利率的大幅上行才是殊途同归的路径：

- 1) 政策应对资产荒的标准模式应是立即收回多余的流动性；
- 2) 利率市场本是一切风格变化的源头，金融资产不可能这么无休止地无视基本面而膨胀下去，这导致我们必然要经历一个利率上升的阵痛阶段。

- 当前我们只需保持对利率的警觉就好，在利率未见大幅上升之前，权益和商品至少明显下跌的可能性不大：

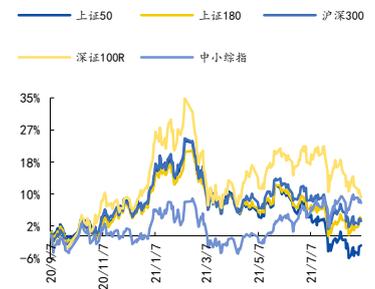
- 1) 股票市场指数的稳定应已是主流预期，只是在近期，低位的利率一直使市场保持着对周期的充分想象，这导致股票风格明显集中于周期；
- 2) 接下来走平甚或走高的商品价格是很可能高于市场预期的。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据：

上证综指：	3581.73
深圳成指：	14179.86
沪深300：	4843.06
中小盘指：	4919.31
创业板指：	3102.14

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《关于美国的 taper：2022 年很可能是 risk-off 之年》2021.08.30
- 《金价的下落可能刚刚开始》2021.08.27

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	
联系人	孟子君
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

股、债、商这三个市场难以共同上涨的原因应是货币政策的逆周期调控原则。一般来说，债券市场指代货币政策，股票市场指代实体流动性，而商品市场则指代风险偏好。譬如：当实体流动性及风险偏好扩张之时（股或商在上涨），往往货币政策是收缩的，因此至少债券资产是不会随股票或商品市场而上涨的。

图 1：中国股债商这三个市场的历史行情

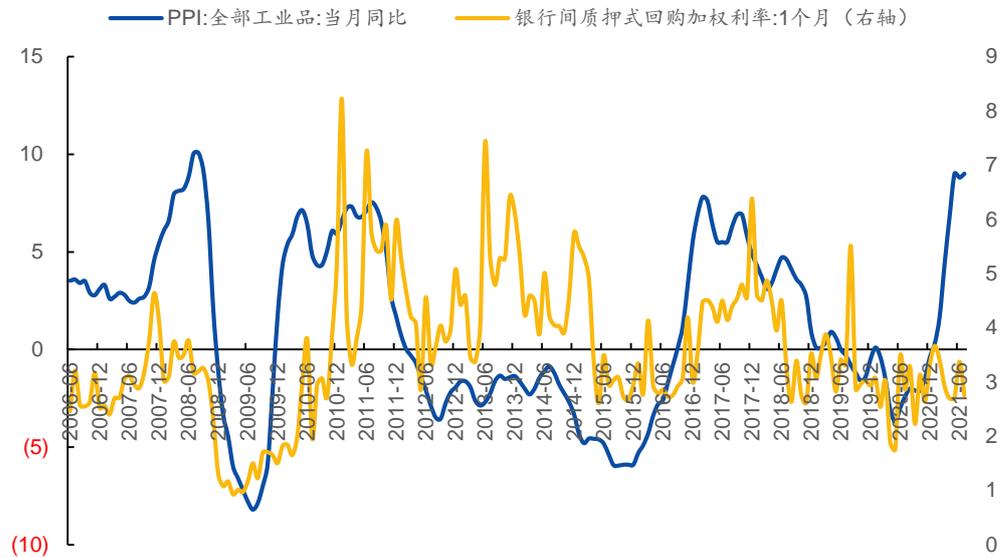


资料来源：Wind，国元证券研究所

此次股、债、商这三个市场的共同上涨已延续了 10 个月之久，且已逼近各自行情的历史高位，其背后有比货币政策更为深刻的原因。

1) 货币政策只能贡献一部分原因。历史上，商品价格与利率水平存在着粗糙的相关关系，当商品价格上行时，货币政策往往收紧，利率随之上升。而这次的例外是：在商品价格飙升的过程中，利率并没有出现明显上升，这意味着货币政策在这一轮是违背此前一直恪守的逆周期调控原则的。

图 2：在商品价格这次飙升的过程中，利率并没有出现明显上升



资料来源：Wind，国元证券研究所

2)但更为重要的原因是：实体层面的货币像潮水一样漫灌到资产的各个角落，甚至在推升股票及商品资产的同时，也在推升债券资产。笔者曾不止一次提起过，今年收益率曲线的期限利差至少是稳定的，说明货币政策并不是压低收益率曲线的主要原因，更重要的是：广义基金在顺势增加，并同时推动了三种资产的同时上涨。

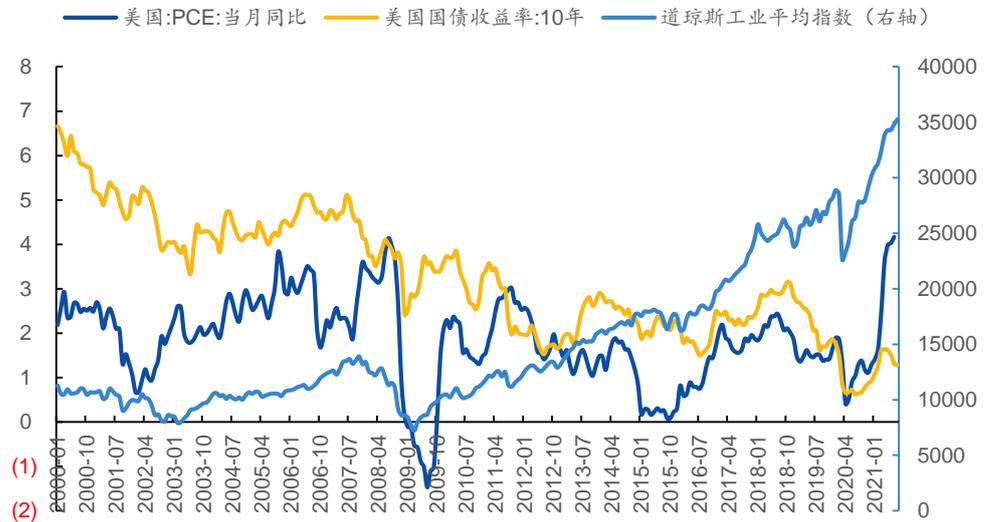
图 3：今年收益率曲线的期限利差至少是稳定的



资料来源：Wind，国元证券研究所

美国同中国一样，除了这一轮之外，只有在 2015Q4-2016Q4 也发生过一次的股债商同时上涨的行情。更深一步去讲，这两轮的共性是资产荒，但资产荒的起源实际上是不太一样的。

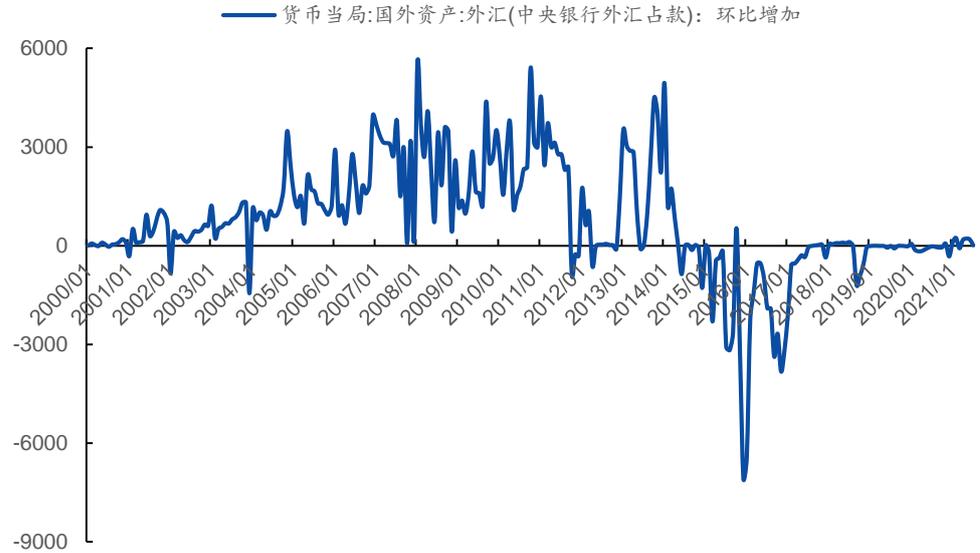
图 4：美国股债商这三个市场的历史行情



资料来源：Wind，国元证券研究所

1) **2015Q4-2016Q4 那一轮资产荒的起源是货币的大量超发。**对中国来讲，股灾推动了当时的中国货币政策出现了一轮逆势且额外的宽松，于是，在超级宽松的流动性下，大量实体吸纳不了的资金化作委外进入金融市场；对美国来讲，受当时中国汇改及人民币大幅贬值的影响，超发的人民币也同时大幅涌入美国。

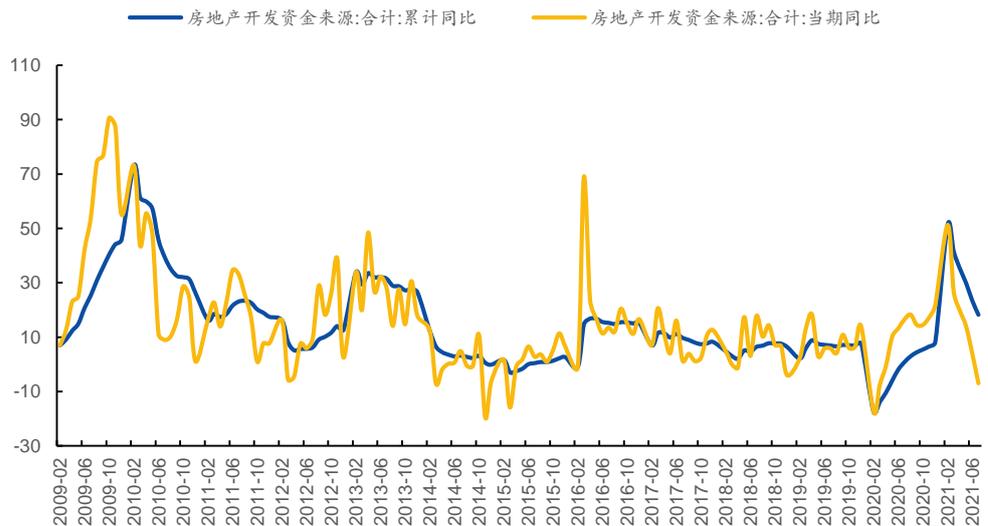
图 5：2015 年下半年始，资金大幅流出中国



资料来源：Wind，国元证券研究所

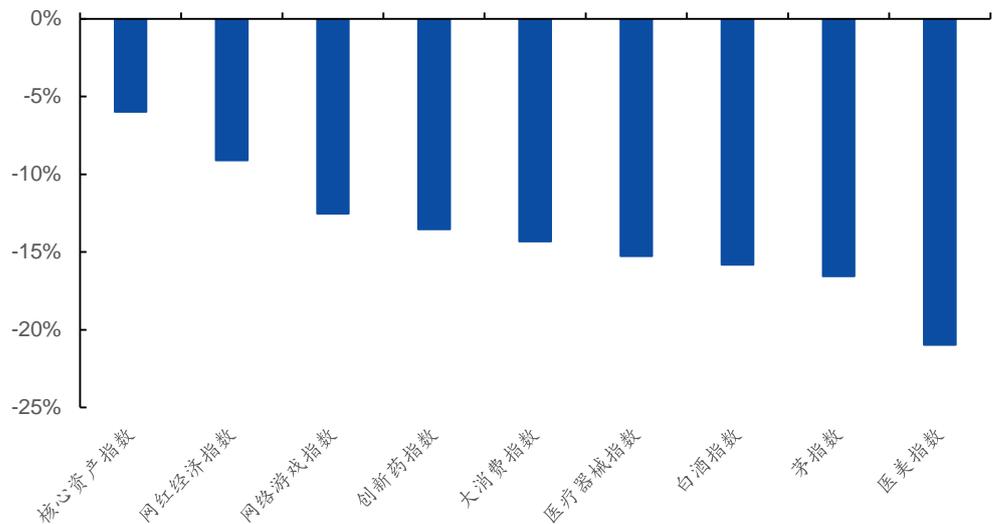
2) 而此次资产荒的源头是有效资产的大量缩水。一则在更严的管制之下，货币无法有效流到地产及基建这类经济重要的支柱产业之中，譬如，地产的开发资金来源增长已经降到历史的极低位置，这与高高在上的资本市场形成了鲜明的差异；二则近来政策对多个产业启动了突然且剧烈的打压，这导致原本可怜的实体经济的吸水能力变得更弱。

图 6：地产的开发资金来源增长已经降到历史的极低位置



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：受政策管制行业的前景预期出现了明显恶化(60 日涨跌幅)



资料来源：Wind，国元证券研究所

问题的化解必须是利率的大幅上行。

1) 政策应对资产荒的标准模式应是立即收回多余的流动性。资产荒的偏技术的表达是有效资产/总流动性过低，就此来说，只有拉高分子或拉低分母才能化解资产荒。实际上，拉高分子是不容易的，改变实体的吸水性并非一朝一夕之事，这时拉低分母（回笼流动性）自然成了一个更加行之有效的办法。

2) 债券市场（利率市场）也本是一切风格变化的源头。只有当利率出现大幅上升后，后续其他资产的趋势才能有所扭转，如果利率一直下降，股票市场及商品市场也会一直上升。然而，树不能长在地上，金融资产不可能这么无休止地无视基本面而膨胀下去，这导致我们必然要经历一个利率上升的阵痛阶段。实际上，2015-2016 年那一轮的中美资产荒也是终于中美利率的同时飙升。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26281



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn