

# 美国股债关系的演化

——宏观经济周度观察

投资周报

《商品价格与股价关系的演化》中我们解释了为什么商品价格波动和股价波动由次贷危机前的负相关转化为正相关。次贷危机前美国货币政策空间较大，货币政策可以稳定部分需求冲击，加之，此段时间还经历了石油危机、里根供给侧改革、科网泡沫的兴起与破灭等等大的供给冲击，这就导致供给冲击对经济、资产价格的影响强于需求冲击。供给冲击导致经济增速和通胀负相关，进一步导致股价波动和商品价格波动负相关。由于自然利率趋势性下滑，次贷危机之后货币政策空间有限。零利率约束下，需求冲击影响加大，经济增速和通胀正相关，进而导致股价波动和商品价格波动正相关。由于通胀对债券收益率影响较大，基于上文的逻辑，我们可以解释为什么次贷危机之前美股收益率和美债收益率整体负相关，次贷危机之后两者整体正相关。

未来美债收益率和美股收益率会持续正相关吗？一个说法是，随着自然利率接近0，货币政策利率面临零利率约束，当经济下行时，股票收益率下降，但利率面临降无可降的困境，股债收益率的正相关性将会弱化。实际上这得分情况，如果只是短期利率面临零利率约束，这尚不足以影响股债关系。虽然短期利率面临零利率约束，但是期限溢价，包括通胀预期、通胀风险溢价，仍然可以反映经济基本面，美国长期利率对经济的反应仍比较灵敏。

经济下行时，通胀预期下降。不仅如此，零利率约束意味着货币政策的逆周期作用减弱，会进一步导致通胀预期下降，通胀风险溢价也可能变为负值，相比货币政策利率无零利率约束时，存在零利率约束下的长期债券收益率的下降幅度甚至更大。经济上行时，由于自然利率比较低，虽然政策利率不会贸然上升，这会压制未来短期利率预期，但也意味着政策利率不会过快抑制通胀，通胀预期、期限溢价会上升，最终长期债券收益率依然会上涨。可见，短期利率的零利率约束不仅不会影响甚至还可能加强股债收益率正相关关系，次贷危机后的情景便是如此。

如果长端债券收益率也面临零利率约束，股债收益率正相关关系可能改变。当经济下行时，股票收益率下降，而各期债券收益率无法下降，股债收益率正相关性减弱。相对而言，经济向上时零利率的约束较弱，股债收益率仍会维持一定的正相关性。从长期来看，由于长期利率面临零利率约束意味着长期自然利率非常低，经济面临严重的结构性问题，再加上货币政策效果的减弱，经济不会那么快复苏，即使经济复苏，持续时间也可能很短，甚至经济可能日本化、“僵尸化”，经济周期弱化，股债收益率的正相关关系将会变得不明显。

每次大的危机都会产生长期影响，这次疫情也不例外，疫情会导致美国的长期自然利率下滑，美国长期债券收益率面临零利率约束的可能性增加。但是由于美国的技术进步速度以及人口结构好于日本、欧洲，美国长期自然利率仍是高于日本、欧洲的。美股收益率、美债收益率的正相关性可能会弱化，但是仍强于日本、欧洲。

“兵无常势，水无常形”，资产定价的逻辑也在时刻变化。“大缓和”时代供给冲击主导美国资产价格关系，股债收益率负相关。“大衰退”时代货币政策利率面临零利率约束，需求冲击的影响增强，股债收益率正相关。“大流行”时代，美国自然利率进一步下滑，长期美债收益率面临零利率约束的概率增加，股债收益率正相关性可能变弱，一些资产管理策略需要作出调整。

## ● 风险提示：资产价格之间的关系比较复杂

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

## 相关报告

投资周报：商品价格与股票价格关系的演化

2020-12-27

投资周报：股市板块轮动的久期视角

2020-12-13

投资周报：变凹的美元微笑曲线

2020-11-22

投资周报：被忽视的通胀风险溢价

2020-11-15

投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价

2020-9-27

投资周报：如何正确地理解盈亏平衡通胀率

2020-9-20

## 目 录

1、 美国股债关系的演化.....	3
2、 国内高频数据观察.....	6
2.1、 生产指标下滑 .....	6
2.2、 商品房销量回升 .....	7
2.3、 猪肉价格上涨 .....	7
2.4、 货币市场利率上升 .....	8
2.5、 美元指数下降 .....	9

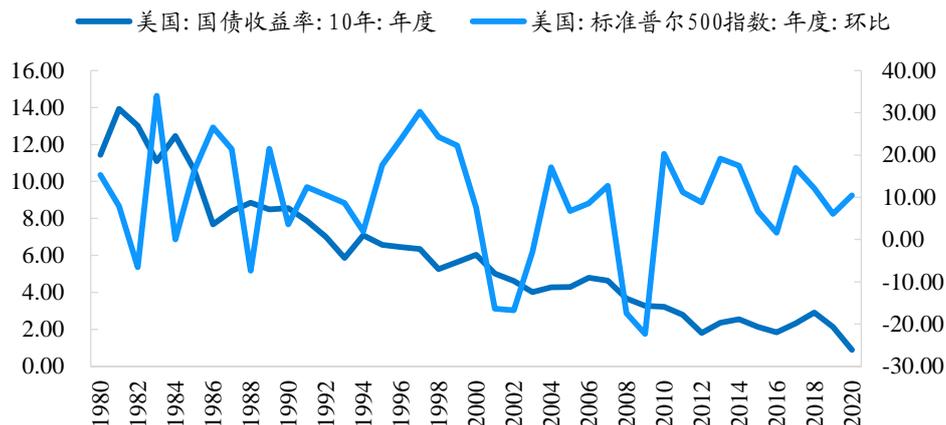
## 图表目录

图 1: 美股收益率平稳, 美债收益率下滑 .....	3
图 2: 美债收益率与美股收益率的关系在变化.....	3
图 3: 股债关系演化示意图 .....	4
图 4: 德国股债收益率关系的演化.....	6
图 5: 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降 .....	7
图 6: 商品房周销量增速分化.....	7
图 7: 猪肉价格上升.....	8
图 8: 原油价格上升.....	8
图 9: 货币市场利率上升.....	9
图 10: 美元指数下降.....	9

## 1、美国股债关系的演化

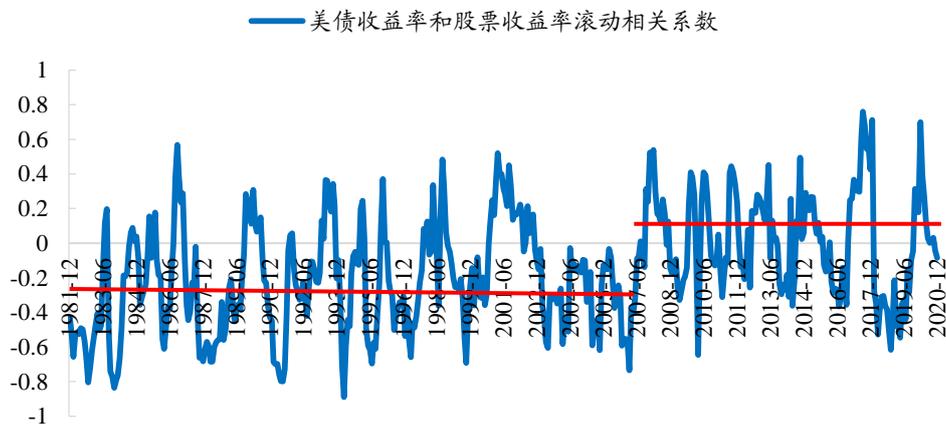
美国资本市场存在以下几个现象：第一，虽然美国经济增速趋势性下滑，但美股收益率整体平稳，年均维持在10%附近。第二，美债收益率趋势性下滑。第三，次贷危机之前，美股收益率、美债收益率整体上负相关，次贷危机之后整体上正相关。本文将对这些现象进行系统解释。

图1： 美股收益率平稳，美债收益率下滑



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 美债收益率与美股收益率的关系在变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：数据为SP500指数月度环比、十年期美债收益率，时间从1981年1月至2020年12月，滚动相关系数窗口期为12个月。

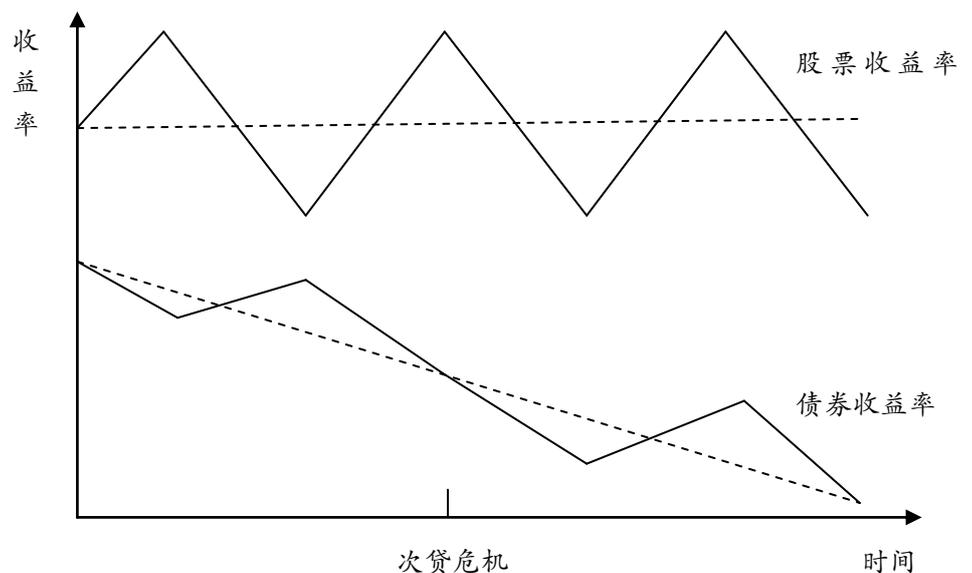
我们在《美国经济的几个“谜”》《全球利率趋势性下滑的前因后果》《股票估值体系的坍塌》等报告中有过相关论述。虽然美国经济增速下滑，但是由于新经济的天然垄断性、传统经济的市场集中度提升，资本收入份额提升，最终资本回报率保持平稳。由于经济增速下滑没有导致资本回报率下降，那么利率下降就和经济增速下滑不存在直接的联系，这和中国不同。美国经济轻资产化、垄断能力增强，投资意愿、投资需求下降，和资金供给方的谈判能力也增强，与此同时，贸易盈余国

家的储蓄转移、贫富差距扩大、安全资产的需求增加、老龄化、预防性储蓄上升等原因，又导致美国金融市场资金供给增加，最终美债利率趋势性下滑。

《商品价格与股价关系的演化》中我们解释了为什么商品价格波动和股价波动由次贷危机前的负相关转化为正相关。次贷危机前美国货币政策空间较大，货币政策可以稳定部分需求冲击，加之，此段时间还经历了石油危机、里根供给侧改革、科网泡沫的兴起与破灭等等大的供给冲击，这就导致供给冲击对经济、资产价格的影响强于需求冲击。供给冲击导致经济增速和通胀负相关，进一步导致股价波动和商品价格波动负相关。由于自然利率趋势性下滑，次贷危机之后货币政策空间有限，即使实施负利率，负利率也是有下限的，考虑到有效利率下限，利率没必要降到持有纸币成本蕴含的负利率下限。所以，零利率约束是现实存在的。零利率约束下，需求冲击影响加大，经济增速和通胀正相关，进而导致股价波动和商品价格波动正相关。

由于通胀对债券收益率影响较大，基于上文的逻辑，我们可以解释为什么次贷危机之前美股收益率和美债收益率整体负相关，次贷危机之后两者整体正相关。美股收益率平稳、美债收益率下滑，以及两者由负相关转为正相关，这种复杂的现象可用下图表示。

**图3： 股债关系演化示意图**



资料来源：新时代证券研究所

美股收益率和美债收益率相关性由负转正，也是次贷危机之后风险平价策略大规模兴起的根本原因。例外的是，次贷危机之后有三段时间，分别是2013年、2015年、2018年，债券收益率和股票收益率负相关。这三段时间分别发生了削减恐慌（taper tantrum）、美联储加息、美联储缩表，美债收益率上升，美股收益率下降。短期内债券收益率和股票收益率可能背离，但从经济周期角度来看，两者会走势趋同。比如，2018年随着美国财政刺激效果的减弱，一些经济先行已经开始恶化，美股收益率开始下滑，但美联储仍加息、缩表，这就导致债券收益率和股票收益率背离。但最终受经济影响，美联储停止加息、缩表，甚至后面被迫降息、扩表。当然，长期来看，债券收益率和股票收益率并不一定走势相同，这就是本文开头阐述

的，企业垄断能力一方面可以保证股权回报率稳定，一方面可以压低融资利率，具体可见我们的报告《股票估值体系的坍塌》。

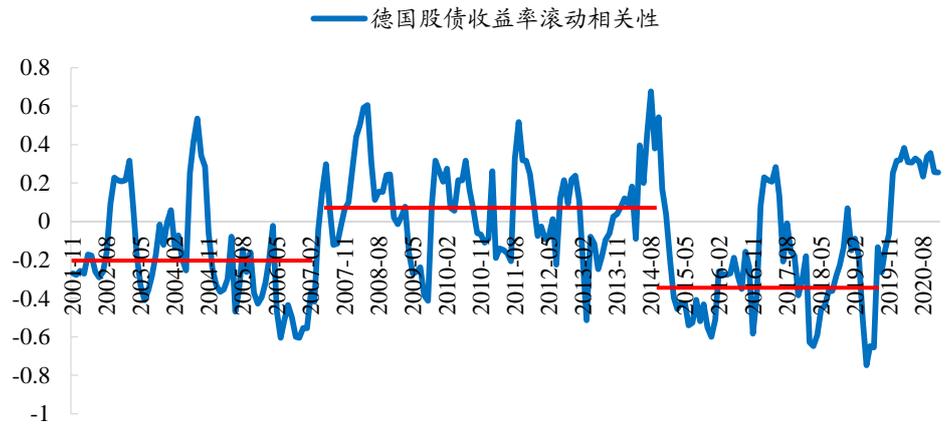
疫情发生后，2020年3月中旬美股下跌的同时，美债收益率上升，这是流动性风险导致的期限溢价上升，此时美债收益率和美股收益率变成负相关，风险平价策略失效。此后随着美联储出手，流动性风险缓解，加上经济复苏预期增强，美债收益率和美股收益率重新正相关。2020年10月中下旬，风险平价策略再次失效。美国大选的不确定性导致美股下跌，同时，债券期限溢价也上升，美债收益率上涨。随着美国大选落地，美债收益率和美股收益率再次正相关。

这两次插曲是特例还是常态？未来美债收益率和美股收益率会持续正相关吗？一个说法是，随着自然利率接近0，货币政策利率面临零利率约束，当经济下行时，股票收益率下降，但利率面临降无可降的困境，股债收益率的正相关性将会弱化。实际上这得分情况，如果只是短期利率面临零利率约束，这尚不足以影响股债关系。虽然短期利率面临零利率约束，但是期限溢价，包括通胀预期、通胀风险溢价，仍然可以反映经济基本面，美国长期利率对经济的反应仍比较灵敏。

经济下行时，通胀预期下降。不仅如此，零利率约束意味着货币政策的逆周期作用减弱，会进一步导致通胀预期下降，通胀风险溢价也可能变为负值，相比货币政策利率无零利率约束时，存在零利率约束下的长期债券收益率的下降幅度甚至更大。经济上行时，由于自然利率比较低，虽然政策利率不会贸然上升，这会压制未来短期利率预期，但也意味着政策利率不会过快抑制通胀，通胀预期、期限溢价会上升，最终长期债券收益率依然会上涨。可见，短期利率的零利率约束不仅不会影响甚至还可能加强股债收益率正相关关系，次贷危机后的情景便是如此。

如果长端债券收益率也面临零利率约束，股债收益率正相关关系可能改变。当经济下行时，股票收益率下降，而各期债券收益率无法下降，股债收益率正相关性减弱。相对而言，经济向上时零利率的约束较弱，股债收益率仍会维持一定的正相关性。从长期来看，由于长期利率面临零利率约束意味着长期自然利率非常低，经济面临严重的结构性问题，再加上货币政策效果的减弱，经济不会那么快复苏，即使经济复苏，持续时间也可能很短，甚至经济可能日本化、“僵尸化”，经济周期弱化，股债收益率的正相关关系将会变得不明显。

和美国一样，次贷危机之前，德国股债收益率负相关，次贷危机之后转为正相关，但是德国10年期国债收益率在2015年1月降至0.5%以下，此后德国股债收益率的关系转为负相关。随着日本10年期国债收益率在2014年10月降至0.5%以下，日本股债收益率相关性也变得非常不稳定。当然，经济复苏时零利率约束比较弱，疫情发生后的经济复苏阶段，美国、日本、德国股债收益率都保持了正相关性，这不能否认长期利率零约束对股债关系的影响。

**图4：德国股债收益率关系的演化**

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：数据为法兰克福 DAX 指数月度环比、十年期德债收益率，时间从 2001 年 1 月至 2020 年 12 月，滚动相关系数窗口期为 12 个月。

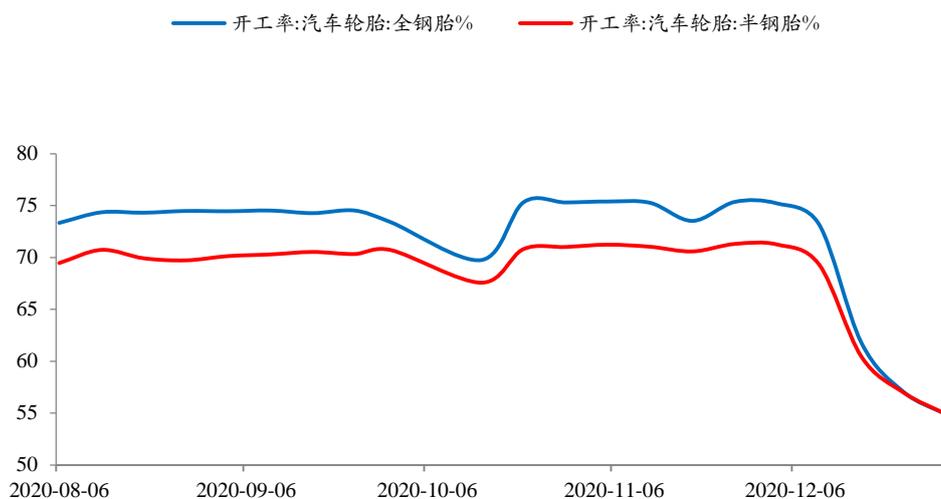
每次大的危机都会产生长期影响，这次疫情也不例外，疫情会导致美国的长期自然利率下滑，美国长期债券收益率面临零利率约束的可能性增加。但是由于美国的技术进步速度以及人口结构好于日本、欧洲，美国长期自然利率仍是高于日本、欧洲的。美股收益率、美债收益率的正相关性可能会弱化，但是仍强于日本、欧洲。

“兵无常势，水无常形”，资产定价的逻辑也在时刻变化。“大缓和”时代供给冲击主导美国资产价格关系，股债收益率负相关。“大衰退”时代货币政策利率面临零利率约束，需求冲击的影响增强，股债收益率正相关。“大流行”时代，美国自然利率进一步下滑，长期美债收益率面临零利率约束的概率增加，股债收益率正相关性可能变弱，一些资产管理策略需要作出调整。

## 2、国内高频数据观察

### 2.1、生产指标下滑

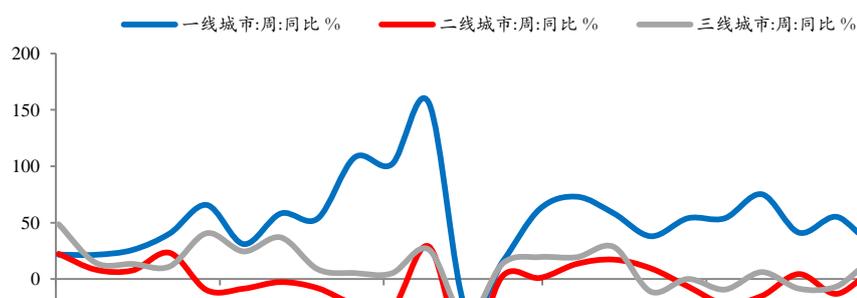
上周，受元旦假期影响，生产指标公布的不多，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别下降 2.2、2.1 个百分点至 54.89%、54.91%。

**图5： 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2.2、商品房销量回升

上周，30大中城市商品房日均成交面积为72.77万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周70.16万平方米下滑，30大中城市商品房成交面积同比增长9.91%，其中，一、二、三线城市商品房销售面积分别同比增长84.15%、-8.62%、-3.74%。

**图6： 商品房周销量增速分化**

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\\_472](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_472)

