

股市板块轮动的久期视角

——宏观经济周度观察

投资周报

久期广泛应用于债市分析，但在股市分析中却不常见。一般情况下，股票久期和 PE、PB 正相关。PE 比较低的价值股为短久期，PE 比较高的成长股为长久期。美国股市存在“股票久期风险溢价之谜”，即久期和 risk 溢价负相关，这和传统的资产定价理论不一致。不过，我们认为“股票久期风险溢价之谜”可能是样本选择问题，2007 年次贷危机之后成长股表现优于价值股。

灾难等临时冲击会通过现金流风险、贴现率风险等渠道影响不同久期的股票收益率。短久期股价对现金流风险比较敏感，长久期股价对贴现率风险比较敏感。我们分四个阶段来分析。第一阶段，灾难发生，经济衰退。一方面近期的现金流风险增加，短久期板块的股价快速下跌，而短期冲击对长久期板块负面影响比较小。另一方面，风险溢价上升，贴现率风险也增加，更不利于长久期板块。最终，长久期、短久期板块股价都会大幅下跌，但短久期股价的下跌幅度会更大一些，疫情发生后的全球股市基本上都是如此。第二阶段，货币宽松但经济尚未修复。虽然现金流风险尚未缓解，但是货币宽松下，贴现率风险大幅下降。对于这次疫情来说，长久期股价先于短久期股价恢复，除了贴现率风险率先缓解外，一些新经济企业受益于疫情，现金流风险并没有增加，甚至有所下降。对短久期股价而言，此阶段现金流风险仍可能占主导，股价可能继续下跌，但也可能止跌回升。第三阶段，灾难影响减弱，经济开始修复。此时现金流风险缓解，特别是短久期股票现金流风险溢价下降快于长久期股票。货币政策停止宽松，但是现金流改善带来的风险偏好上升，会降低贴现率风险，这对长久期股票更有利，但是强度弱于第二阶段。此时，现金流风险起主导作用，短久期股价上升幅度大于长久期股价。第四阶段，经济、货币政策均恢复至常态。现金流增速恢复至常态，现金流风险继续下降，对短久期股价拉升强于长久期。由于货币政策回归常态，贴现率风险再次上升，对短久期股价的抑制要弱于长久期。最终，短久期股价小幅上升，长久期股价可能小幅下跌。

以上是典型情况，现实往往略有不同。待经济、货币政策均恢复至常态，资产定价又回到长期逻辑。之所以 2007 年以后，美国成长股表现好于价值股，根本原因在于新经济垄断租金的增强，以及利率下滑（这也部分因为新经济）。风险在于成长股与价值股的 PE 之差已经接近互联网泡沫时期的水平，这可能反映了市场对成长股盈利的过度自信。

长期逻辑下自然是选择长久期股票，但中国和美国的社会制度、经济结构有所不同，不能完全复制美国经验。第一，中国新经济弱于美国。美国新经济快速发展不仅得益于自身研发实力强，还有行业管制放松的因素。美国新经济发展的直接后果是贫富差距扩大，这警示了中国，中国开始加强对垄断资本的遏制。再加上中国研发能力仍弱于美国，长久期企业仍具有较大风险。第二，美国贴现利率下滑是由于垄断、新经济导致的投资需求下滑以及储蓄率上升，中国尚未完全完成利率市场化，中国利率决定因素更复杂，未来利率下滑是个曲折过程。

当然，中国长久期股票相比短久期仍具有优势。虽然近几年美国长久期股票好于短久期股票，但是得益于市场集中度的提升，美国短久期股票估值也在不断上升，表现没有那么差。然而，中国经济并未完成真正意义的出清，中国短久期股票表现弱于美国短久期股票。

● 风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化

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：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、 股市板块轮动的久期视角	4
2、 不同区域、产品出口增速普遍改善	8
3、 CPI 增速转负，PPI 增速显著回升	12
4、 社融增速下滑，但经济活跃度上升	15
5、 国内高频数据观察	20
5.1、 生产指标下降	20
5.2、 商品房销量回落	21
5.3、 物价普涨	22
5.4、 货币市场利率上行	23
5.5、 美元指数上升	23

图表目录

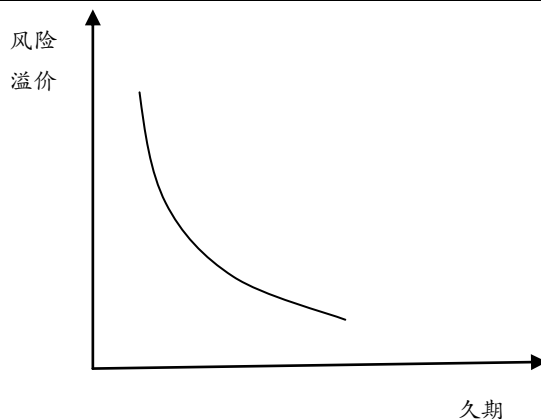
图 1: 久期和风险溢价负相关	4
图 2: 2007 年之后成长股表现好于价值股	4
图 3: 灾难发生时美国长久期股价下跌弱于短久期	5
图 4: 货币宽松下 A 股长期股价快速回升	5
图 5: 货币宽松下欧股长期股息回升但短期股息继续下跌	6
图 6: 货币宽松下日股长期股息回升但短期股息继续下跌	6
图 7: 随着经济修复，短久期 A 股股价大幅上升	7
图 8: 利率上升之后长久期 A 股股价开始调整	7
图 9: 11 月出口增速转正	9
图 10: 11 月宁波港和广州港集装箱吞吐量同比增速回升	9
图 11: 10-11 月中国对部分国家出口变化	10
图 12: 大多数产品出口改善	10
图 13: CRB 同比增速领先出口同比增速	11
图 14: 农产品、大宗商品进口增速下滑	11
图 15: 大宗商品价格增速上涨支撑进口	12
图 16: 食品价格对 CPI 同比拉动率下降	13
图 17: 2020 年 11 月猪肉价格环比小幅上涨	13
图 18: 2020 年下半年 CPI 翘尾因素逐月回落	14
图 19: 猪肉价格触底反弹	14
图 20: PPI 环比、同比均上升	15
图 21: CRB 现货指数同比降幅收窄	15
图 22: 社融存量同比增速下滑 (%)	16
图 23: 11 月新增社融同比多增 1363 亿元 (亿元)	16
图 24: 社融增量分解 (亿元)	17
图 25: 11 月人民币贷款同比多增 400 亿元 (亿元)	17
图 26: 11 月居民中长期贷款同比多增 360 亿元 (亿元)	18
图 27: 11 月企业中长期贷款同比多增 1018 亿元 (亿元)	18
图 28: 新增短期贷款及票据融资 (%)	19
图 29: M1 增速环比回升 0.9 个百分点 (%)	19
图 30: M2 增速环比上升 0.2 个百分点 (%)	20
图 31: 高炉开工率下降	20
图 32: 全国焦化企业开工率下降	21

图 33: 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降.....	21
图 34: 商品房周销量同比回落.....	22
图 35: 猪肉价格略升.....	22
图 36: 原油价格上升.....	23
图 37: 货币市场利率上行.....	23
图 38: 美元指数小幅上升.....	24

1、股市板块轮动的久期视角

久期广泛应用于债市分析，但在股市分析中却不常见。一般情况下，股票久期和 PE、PB 正相关。PE 比较低的价值股为短久期，PE 比较高的成长股为长久期。美国股市存在“股票久期风险溢价之谜”，即久期和 risk premium 负相关，这和传统的资产定价理论不一致。传统理论下，成长股 beta 比较高，但是经验研究结果是价值股 alpha 更高一些。对“股票久期风险溢价之谜”的解释尚无定论，原因可能有市场对长久期企业未来现金流过于自信，缺乏足够的做空机制，短久期企业现金流存在再投资风险，短久期、低估值企业风险比较大，等等。

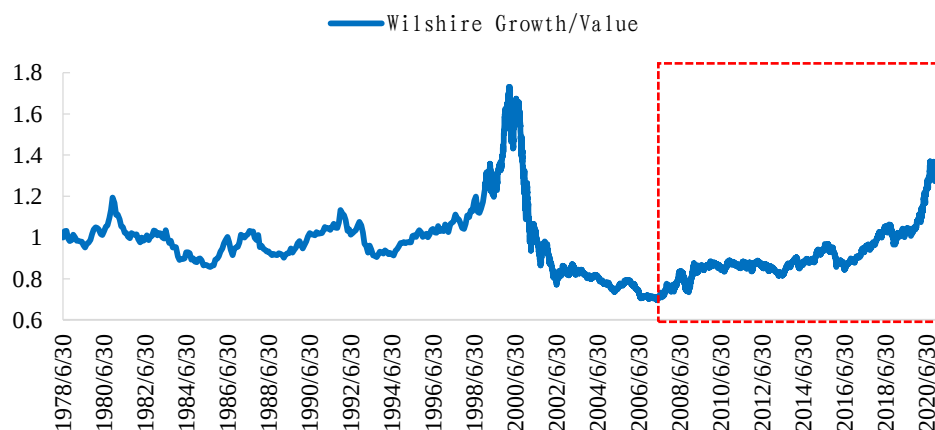
图1：久期和 risk premium 负相关



资料来源：新时代证券研究所

不过，我们认为“股票久期 risk premium 之谜”还可能是样本选择问题。大部分研究这个问题的样本时间比较长，长期来看价值股表现的确是优于成长股，但是 2007 年次贷危机之后成长股表现优于价值股，其根本原因在于数字经济领域的成长企业垄断租金上升，以及利率下降更利于长久期股价。

图2：2007 年之后成长股表现好于价值股



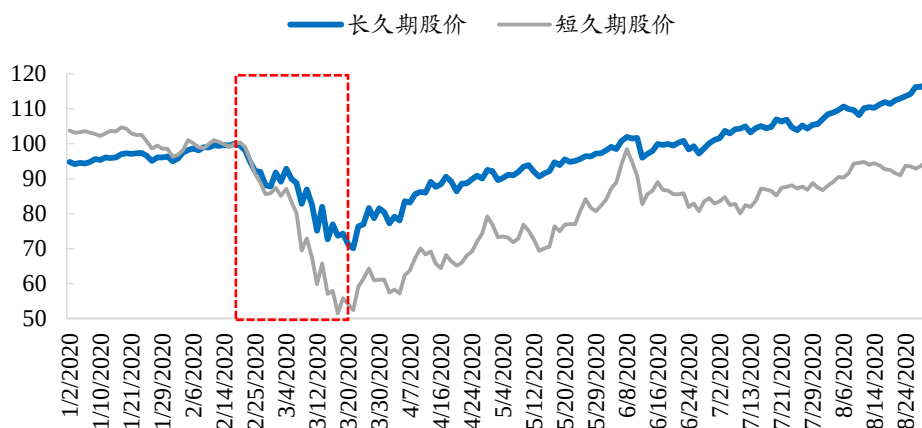
资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis，新时代证券研究所

灾难等临时冲击会通过现金流风险、贴现率风险等渠道影响不同久期的股票收益率。短久期股价对现金流风险比较敏感，长久期股价对贴现率风险比较敏感。我

们分四个阶段来分析。

第一阶段，灾难发生，经济衰退。一方面近期的现金流风险增加，短久期板块的股价快速下跌，而短期冲击对长久期板块负面影响比较小。另一方面，风险溢价上升，贴现率风险也增加，更不利于长久期板块。最终，长久期、短久期板块股价都会大幅下跌，但短久期股价的下跌幅度会更大一些，疫情发生后的全球股市基本上都是如此。

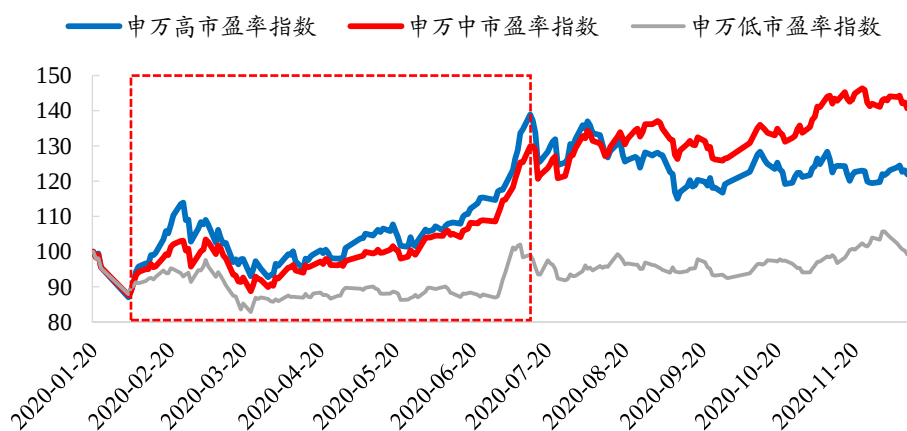
图3：灾难发生时美国长久期股价下跌弱于短久期



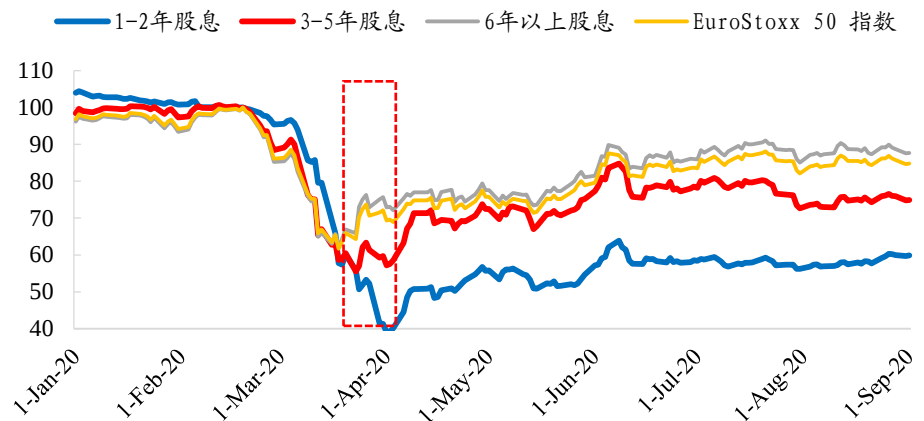
资料来源：Fed，新时代证券研究所

第二阶段，货币宽松但经济尚未修复。虽然现金流风险尚未缓解，但是货币宽松下，贴现率风险大幅下降。对于这次疫情来说，长久期股价先于短久期股价恢复，除了贴现率风险率先缓解外，一些新经济企业受益于疫情，现金流风险并没有增加，甚至有所下降。对短久期股价而言，此阶段现金流风险仍可能占主导，股价可能继续下跌，但也可能止跌回升。这一阶段中美股市的短久期、长久期股价方向上的差异不太明显，但是欧洲、日本股市长久期股价已经回升，而短久期股价继续下跌。

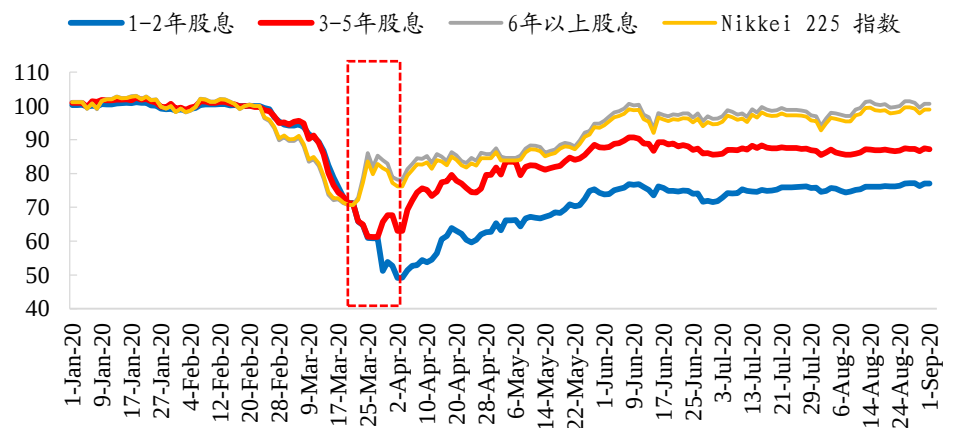
图4：货币宽松下 A 股长期股价快速回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

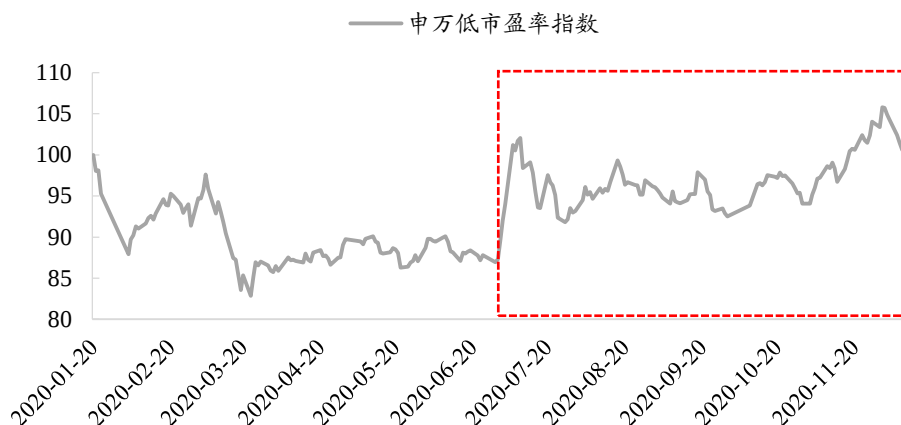
图5： 货币宽松下欧股长期股息回升但短期股息继续下跌

资料来源：Fed，新时代证券研究所

图6： 货币宽松下日股长期股息回升但短期股息继续下跌

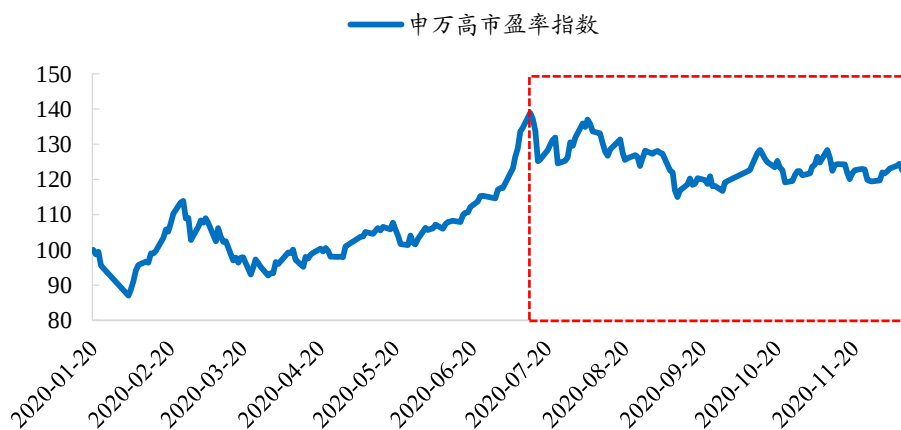
资料来源：Fed，新时代证券研究所

第三阶段，灾难影响减弱，经济开始修复。此时现金流风险缓解，特别是短久期股票现金流风险溢价下降快于长久期股票。货币政策停止宽松，但是现金流改善带来的风险偏好上升，会降低贴现率风险，这对长久期股票更有利，但是强度弱于第二阶段。此时，现金流风险起主导作用，短久期股价上升幅度大于长久期股价。

图7： 随着经济修复，短久期 A 股股价大幅上升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

第四阶段，经济、货币政策均恢复至常态。现金流增速恢复至常态，现金流风险继续下降，对短久期股价拉升强于长久期。由于货币政策回归常态，贴现率风险再次上升，对短久期股价的抑制要弱于长久期。最终，短久期股价小幅上升，长久期股价可能小幅下跌。

图8： 利率上升之后长久期 A 股股价开始调整

资料来源：Wind，新时代证券研究所

以上是典型情况，现实往往略有不同。待经济、货币政策均恢复至常态，资产定价又回到长期逻辑。之所以 2007 年以后，美国成长股表现好于价值股，根本原因在于新经济垄断租金的增强，以及利率下滑（这也部分因为新经济）。风险在于成长股与价值股的 PE 之差已经接近互联网泡沫时期的水平，这可能反映了市场对成长股盈利的过度自信。

长期逻辑下自然是选择长久期股票，但中国和美国的社会制度、经济结构有所不同，不能完全复制美国经验。第一，中国新经济弱于美国。美国新经济快速发展

不仅得益于自身研发实力强，还有行业管制放松的因素。美国新经济发展的直接后果是贫富差距扩大，这警示了中国，中国开始加强对垄断资本的遏制。再加上中国研发能力仍弱于美国，长久期企业仍具有较大风险。第二，美国贴现利率下滑是由于垄断、新经济导致的投资需求下滑以及储蓄率上升，中国尚未完全完成利率市场化，中国利率决定因素更复杂，未来利率下滑是个曲折过程。

当然，中国长久期股票相比短久期仍具有优势。虽然近几年美国长久期股票好于短久期股票，但是得益于市场集中度的提升，美国短久期股票估值也在不断上升，表现没有那么差。然而，中国经济并未完成真正意义的出清，中国短久期股票表现弱于美国短久期股票。

表1： 久期视角下的板块轮动

经济阶段	风险变化	价值股价	成长股价	价值/成长
灾难发生，经济衰退	现金流风险上升， 贴现率风险上升	大幅下降	大幅下降	下降
经济衰退，货币宽松	现金流风险上升， 贴现率风险下降	小幅下降	大幅上升	下降
经济修复，货币不变	现金流风险下降， 贴现率风险下降	大幅上升	小幅上升	上升
经济、货币政策均回到常态	现金流风险下降， 贴现率风险上升	小幅上升	小幅下降	上升

资料来源：新时代证券研究所

2、 不同区域、产品出口增速普遍改善

按美元计价，11 月中国进出口总值 4607.2 亿美元，同比增长 13.2%，其中出口 2680.7 亿美元，同比增长 21.1%，前值 11.4%，市场预期 12.0%；进口 1926.5 亿美元，同比增长 4.5%，前值 4.7%，市场预期 7.0%；贸易顺差 754.2 亿美元，市场预期 537.5 亿美元。

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_905

