

经济的十字路口： 当前股债市场看似矛盾的交易

报告要点：

● 当前债券市场收益率的位置所反映的经济预期是悲观的。

- 1) 细致估算的话，悲观的经济预期使得 10Y 国债收益率就标准水平偏低了 53bp；
- 2) 虽然长端收益率被低估，但期限利差却是被高估的，市场正在罕见地提前博弈货币宽松的空间，这使得整个收益率曲线被通盘下压；
- 3) 这可能意味着：在地产没有周期之后，债券市场投资者也不再相信周期，做多债券的投资者并没有给接下来的周期反转留足安全垫。

● 然而，权益市场却正在进行复苏交易：

- 1) 年初以来，金融和周期在逆势上涨，地产行业的估值也在持续抬升；
- 2) 虽然股票指数存在一些压力，但目前股票指数的位置所隐含的经济预期是高于现实的。

● 股票风格如果转向周期，那股债之间的矛盾就不仅仅是流动性问题了：

- 1) 流动性只能解释资金的一级配置，而市场风格却骗不了人，毕竟周期是很容易被证伪的，周期行情应该意味着投资者真的觉得经济在反转；
- 2) 股债市场所反应的经济预期不一致的先例是很少的，这可能意味着，债券市场的低收益率中 price-in 的很多信息是政策信号，毕竟债市除了市场预期之外，还隐含着政策信号；
- 3) 在地产这个异常艰难的时刻，政策要比以往更加放松才能逆转经济方向，于是，债券市场交易的是政策不停宽松，股票市场则交易的是政策不断试错后才能达成的经济稳态；
- 4) 股票市场的复苏交易是以股债之间的裂口为条件的，债券市场的“先天下之忧而忧”在撑着股票市场的乐观预期。

● 后续即使宏观转稳，货币续松，两个市场也不再会有如此之明显的涨幅：

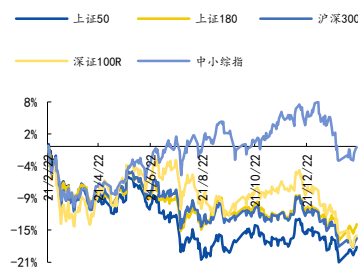
- 1) 债券市场已经预先透支了一部分宽松空间，后续即使货币政策继续宽松，债券市场也预计不会如过往那般敏感；
- 2) 对于股票市场来说，其本身就存在业绩收敛的压力，如果债券市场的上涨斜率放缓后，即使周期启动，指数也未必会有太多表现空间；
- 3) 需要注意的是：当前的组合对股债市场都太有利了，无论哪个方向的预期差出现，都可能会指向某个市场的下跌。

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：	3490.76
深圳成指：	13459.68
沪深 300：	4651.24
中小盘指：	4608.12
创业板指：	2826.81

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《CPI 低位徘徊，PPI 回落继续》2022.02.16
- 《非典型的宽信用》2022.02.11

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

当前债券市场收益率的位置所反映的经济预期是悲观的。

1) 悲观的经济预期使得 10Y 国债收益率额外下降了 53bp。长端收益率是经济增长的期货价格，其通常反映了经济增长的预期，因此，长端收益率水平相对于现今 GDP 增长的“升贴水”幅度则反映了经济的远期预期。经验上，这个远期预期一直是随经济增长的波动而摆动的，但近来，这个远期预期明显就经济增长的轨道而下偏。

图 1：经验上远期预期一直随经济增长的波动而摆动

图 2：近来远期预期明显就经济增长的轨道而下偏



资料来源：Wind, 国元证券研究所



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2) 被低估的不仅仅是长端收益率，短端收益率可能被低估得更严重，这导致收益率曲线被全盘下压。期限利差代表着货币政策宽松或收紧的力度，很明显的是：相对于货币政策的实际力度，近期的期限利差水平是偏高的，这意味着市场正在罕见地提前博弈货币政策宽松，甚至近期的期限利差继续升到了 2020Q2 以来的新高。

图 3：对于货币政策的实际力度，近期期限利差偏高

图 4：近期的期限利差继续升到了 2020Q2 以来的新高



资料来源：Wind, 国元证券研究所

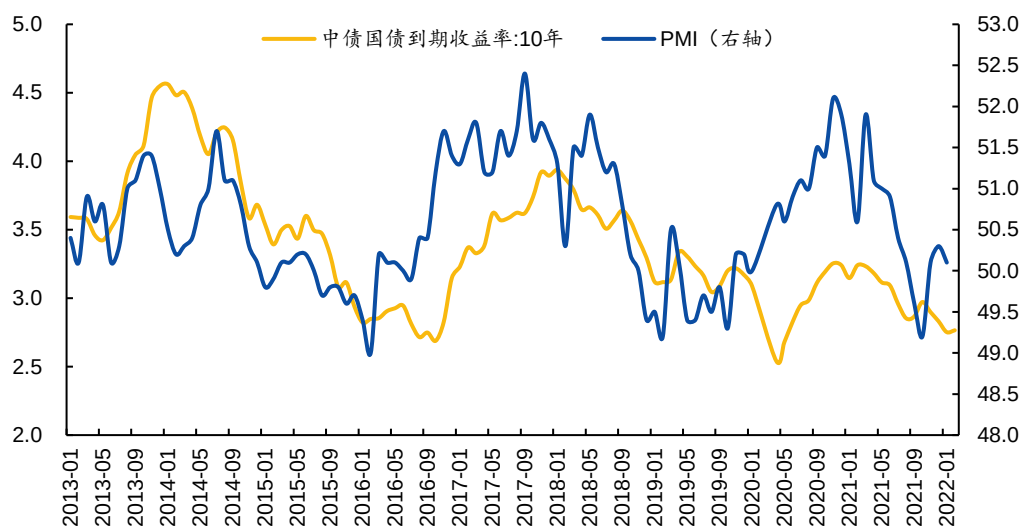


资料来源：Wind, 国元证券研究所

3) 曲线的位置和姿态似乎代表了：债券市场不再相信周期这件事情。相对于股票资产这种无期限资产来说，债券资产是存在期限的，因此，债券 price-in 的预期应该更短。如果债券收益率曲线被整体低估的话，那至少意味着：市场上做多债券的投资者并没有给接下来的周期反转留足安全垫，这与地产带来的万念俱灰的预期有

关，甚至近来的 PMI 上行都没有太撼动债券市场的预期。

图 5：近来的 PMI 上行都没有太撼动债券市场的预期



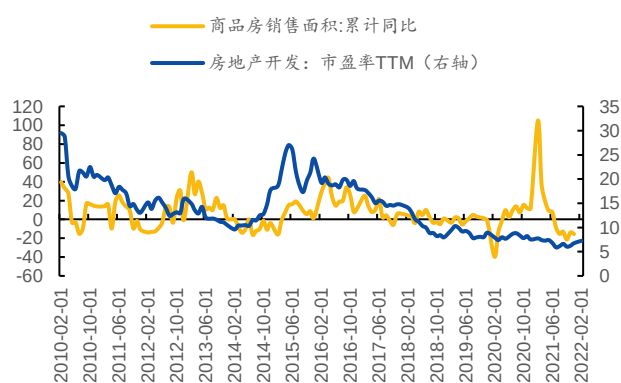
资料来源：Wind, 国元证券研究所

然而，权益市场却正在交易另外一件事情。

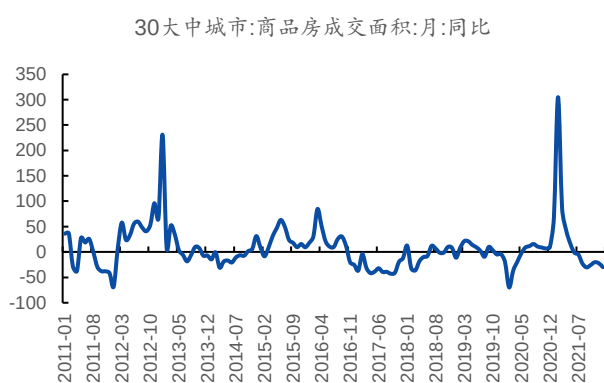
1) 在股票市场，地产行业的估值是持续抬升的。在地产放松政策的影响之下，地产行业的情绪在近半年都处于一个缓慢却持续的恢复过程之中，在此过程中，地产行业的 PE 从 5.8X 抬升到当前的 7.2X，尽管从高频数据看，地产的销售仍没有稳住，但地产改善的交易仍然没有停止。

图 6：地产行业的 PE 从 5.8X 抬升到当前的 7.2X

图 7：从高频数据看地产的销售仍没有稳住



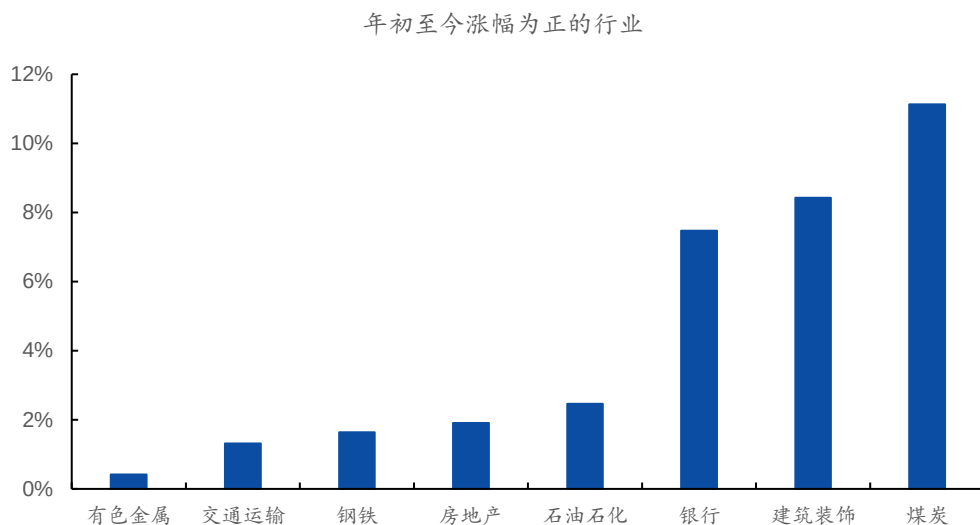
资料来源：Wind, 国元证券研究所



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2) 在风格上，复苏交易也非常明显地体现在股票市场之中。年初至今，全 A 指数向下调整了近 7%，然而在此中，金融和周期却在逆势上涨。经验上，周期股如果存在超额收益，大多源于经济周期的向上，那么，这一轮资金向金融及周期股的流动，似乎也意味着市场对经济基本面的预期在出现一些微妙的好转。

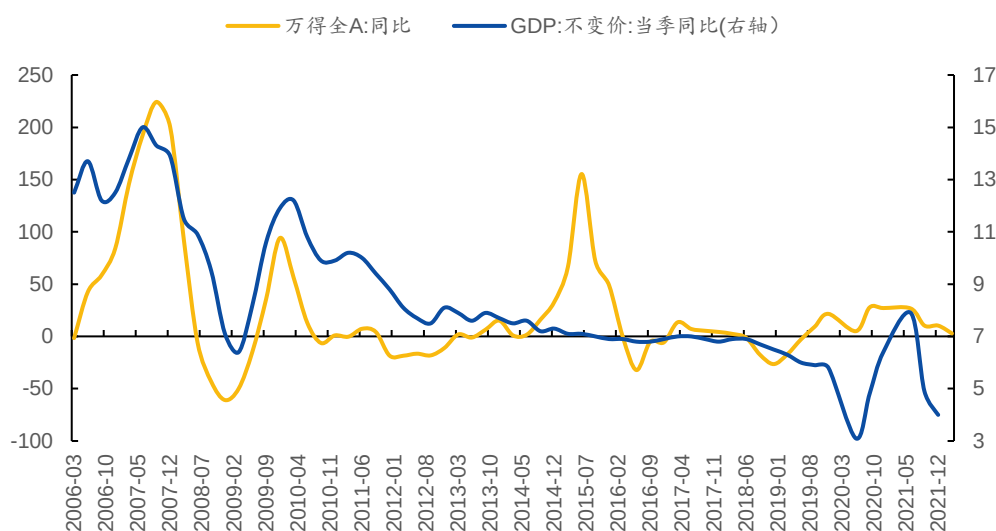
图 8：年初至今，金融和周期却在逆势上涨



资料来源：Wind, 国元证券研究所

3) 股票指数的近期下跌是非基本面的理由，且当前指数位置所隐含的经济预期是高于现实的。股票市场近来的下跌未必体现经济的悲观预期。一来 PPI 下跌本就会意味着企业业绩的减速，从而给指数表现带来一些负面影响；二来如果权益市场博弈地产恢复的话，那居民的财富会从股票市场转移回房地产市场，这也会给指数带来一些负面预期。这些引起指数下跌的因素都与基本面预期无关，况且，当前股票指数的增长速度相对 GDP 来说还是偏高的。

图 9：当前股票指数的增长速度相对 GDP 来说还是偏高的

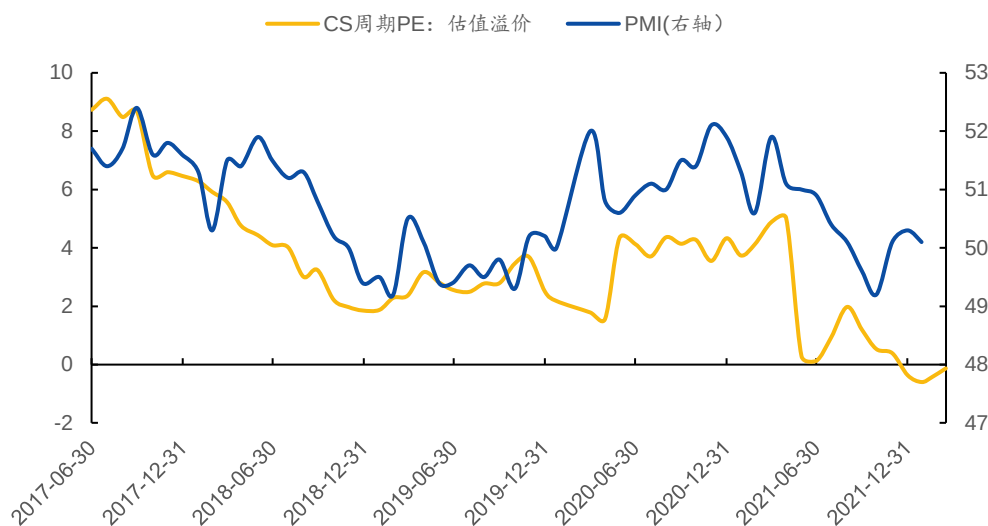


资料来源：Wind, 国元证券研究所

股票风格如果转向周期，那意味着股债之间的矛盾就不仅仅是流动性问题了。

1) 流动性只能解释资金的一级配置，而市场风格却骗不了人。如果仅仅是流动性泛滥的问题，那一般股票市场会呈现出成长的强势行情，毕竟不同于周期股的是：成长股的逻辑证伪是很长的过程。那么，既然当前存在超额收益的是周期而非成长，其 price-in 的应该是基本面企稳的预期。

图 10：当前周期股 price-in 的应该是基本面企稳的预期



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2) 顺藤摸瓜的话，股债市场的组合体现出的是一种无奈的平衡。债券市场不光隐含着市场预期，还隐含着政策信号，而股票市场则更多是由市场预期所决定。在地产这个异常艰难的时刻，政策要比以往更加放松才能逆转经济方向，于是，债券市场交易的是政策不停宽松，股票市场则交易的是政策不断试错后才能达成的经济稳态。

照此来看，股票市场的复苏交易是以股债之间的裂口为条件的，债券市场的“先天下之忧而忧”在撑着股票市场的乐观预期。然而，后续即使宏观转稳，货币续松，两个市场也不再会有如此之明显的涨幅。对债券市场来说，其已经预先透支了一部分宽松空间，因此，后续即使货币政策继续宽松，债券市场也预计不会非常敏感，

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_37712

