

港股和利率债的联动关系

宏观事件点评

2020年8月17日

报告摘要:

● 港股和利率债走势基本吻合

2015年以来,可以发现恒生指数走势和10年期国债收益率走势基本吻合。通常而言当利率债走牛的时候,港股表现较为疲软;当利率债走熊的时候,港股表现较好。

● 第一条路径,经济周期同时决定利率债和港股走势

由于港股大部分权重是国内的周期类和金融类企业,因此当中国经济处于上行周期时,港股和十年期国债利率通常都会向上。典型的比如2016年-2017年,由于房地产去库存和供给侧改革,带动周期性行业利润改善,使十年期国债利率快速上行,港股也出现了两年的牛市。当中国经济处于下行周期时,港股和十年期国债利率通常向下,典型的比如2018年和2020年上半年,由于经济处于下行通道,周期行业盈利恶化,导致利率下行,港股出现熊市。

● 第二条路径,货币政策同时影响银行股、港股和利率债

由于2015年来存款基准利率保持不变,银行净息差更多取决于贷款端利率,而贷款端利率与货币政策关系密切。当货币宽松时,银行净息差收窄,银行股股价下跌,带动港股下跌,与此同时货币宽松利好利率债。当货币紧缩时,银行净息差走阔,银行股股价上升,带动港股走强,与此同时货币紧缩对利率债产生利空。

● 投资建议:港股可用于对冲债熊行情

港股可用于对冲债熊行情。由于港股与利率债走势较为吻合,当经济周期向下时,比如今年2月-4月,可做多利率债,并减少港股的配置;当经济周期向上时,比如今年5月-7月,可做多港股,并减少利率债的配置。针对不同的经济周期,可对港股和利率债进行不同比例的配置,以赚取超额收益。

● 风险提示:港股和利率债走势背离时无法起到对冲作用、疫苗提前问世、秋冬季疫情二次爆发等。

民生证券研究院

分析师:解运亮

执业证号: S0100519040001

电话: 010-85127665

邮箱: xieyunliang@mszq.com

研究助理:付万丛

执业证号: S0100119080008

电话: 010-85127730

邮箱: fuwancong@mszq.com

研究助理:顾洋恺

执业证号: S0100119110016

电话: 010-85127665

邮箱: guyangkai@mszq.com

相关研究

一、港股和利率债走势基本吻合

做多港股就是做空利率债，做多利率债就是做空港股。2015 年以来，可以发现恒生指数走势和 10 年期国债收益率走势基本吻合。通常而言当利率债走牛的时候，港股表现较为疲软；当利率债走熊的时候，港股表现较好。

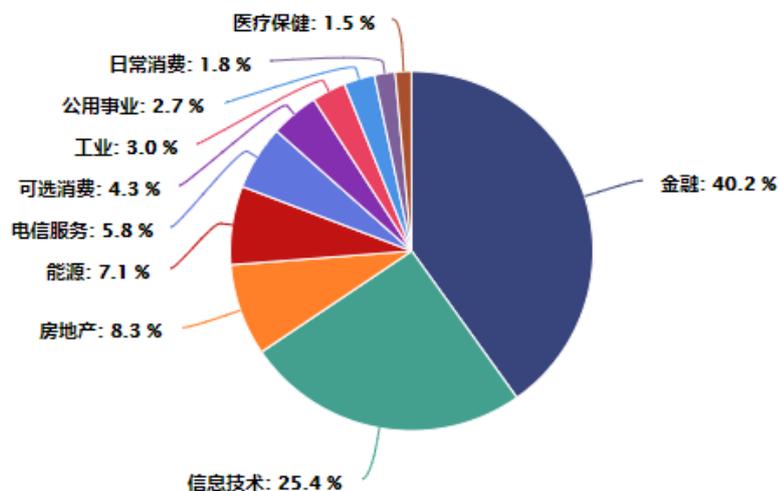
图 1：港股和利率债走势基本吻合



资料来源：Wind，民生证券研究院

金融板块和周期板块同时决定了港股和利率债走势。其中一个重要原因在于港股中大部分板块是金融板块，其次是房地产、能源、工业等周期板块，这些板块总共占港股市值的 58.6%，且港股大部分金融和周期板块的上市公司来自内地，因此这些板块是决定港股走势主要因素。另一方面，以银行为代表的金融行业和周期性行业对利率债影响较大，因为利率债需求端取决于实体企业特别是周期性行业，供给端取决于商业银行流动性状况。

图 2：港股中大部分是金融和周期板块，这些板块同时决定了利率债走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

申万银行板块与恒生指数走势较为吻合。由于港股中有很很大一部分是银行股，尤其是大陆在香港上市的银行股，因此 A 股银行板块走势与港股走势较为密切。可以看到，2016 年-2017 年银行股和港股同时走牛，2018 年集体走熊，2019 年上半年集体走牛，今年上半年又集体走熊。

图 3：港股和申万银行板块走势较为吻合



资料来源：Wind，民生证券研究院

银行股与利率债走势也有一定关联。另一个现象在于银行股与利率债走势也有一定关联，当利率上升时，银行股往往走牛；当利率下降时，银行股往往走熊。不难解释这种现象，2015 年以来我国存款基准利率一直没有调整过，银行存款端成本较为刚性，净息差更多取决于贷款端收益。当货币政策宽松时，银行贷款利率通常下降，净息差收窄；当货币政策紧缩时，银行贷款利率通常回升，净息差走阔。近几年货币政策宽松更多使银行压缩净利润来为实体让利；货币政策紧缩则会使银行发放给实体的贷款享受更高的利率空间。

图 4：银行股与利率债走势也有一定关联



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、现象背后：利率债和港股联动的两条路径

第一条路径，经济周期同时决定利率债和港股走势。由于港股大部分权重是国内的周期类和金融类企业，因此当中国经济处于上行周期时，港股和十年期国债利率通常都会向上。典型的比如 2016 年-2017 年，由于房地产去库存和供给侧改革，带动周期性行业利润改善，使十年期国债利率快速上行，港股也出现了两年的牛市。当中国经济处于下行周期时，港股和十年期国债利率通常向下，典型的比如 2018 年和 2020 年上半年，由于经济处于下行通道，周期行业盈利恶化，导致利率下行，港股出现熊市。

第二条路径，货币政策同时影响银行股、港股和利率债。由于 2015 年来存款基准利率保持不变，银行净息差更多取决于贷款端利率，而贷款端利率与货币政策关系密切。当货币宽松时，银行净息差收窄，银行股股价下跌，带动港股下跌，与此同时货币宽松利好利率债。当货币紧缩时，银行净息差走阔，银行股股价上升，带动港股走强，与此同时货币紧缩对利率债产生利空。

三、投资建议：港股可用于对冲债熊行情，未来港股存在结构性机会

港股可用于对冲债熊行情。港股可用于对冲债熊行情。由于港股与利率债走势较为吻合，当经济周期向下时，比如今年 2 月-4 月，可做多利率债，并减少港股的配置；当经济周期向上时，比如今年 5 月-7 月，可做多港股，并减少利率债的配置。针对不同的经济周期，可对港股和利率债进行不同比例的配置，以赚取超额收益。

未来港股存在结构性机会。市场对未来中国经济周期修复速度存在一定分歧，但我们认为这反而是很好的交易机会。假如未来中国经济修复速度的斜率超预期，则可以做多港股；如果经济修复速度斜率低于预期，则可以做多利率债。也就是说无论未来经济表现如何，均有赚钱机会。

风险提示

港股和利率债走势背离时无法起到对冲作用、疫苗提前问世、秋冬季疫情二次爆发等。

插图目录

图 1：港股和利率债走势基本吻合.....	2
图 2：港股中大部分是金融和周期板块，这些板块同时决定了利率债走势.....	3
图 3：港股和申万银行板块走势较为吻合.....	3
图 4：银行股与利率债走势也有一定关联.....	4

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_3129

