

三根阳线改变信仰？

股债商在 2021 年的首年共阳

报告要点：

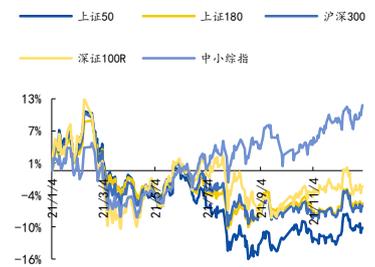
- **2021 年是首个股、债、商年线均收阳的年份，股债跷跷板、债券和商品的跷跷板规律同时被打破。**
- **这一罕见的现象应与地产的陨落存在关联：**
 - 1) 地产的收缩推动了债券供应的收缩，从而推升了债市行情；
 - 2) 地产的收缩也推动了居民财富分配的变化，股市也因地产的溢出而获得了额外的资金面。
- **经验上，海外的三连阳容易发生在市场嗅到危机味道之时：**
 - 1) 美国曾有发生过 4 次三连阳（1989 年、1998 年、2007 年、2011 年），这些年份的 VIX 指数都出现了明显冲高；
 - 2) 日本也曾发生过 2 次（1987 年、2013 年），分别对应着广场协议刚刚签署、消费税提高的时点。
- **三连阳和危机预期在逻辑上其实自洽：**
 - 1) 在嗅到危机时，债券市场往往率先逆势上涨，但由于危机还没有实际冲击到经济，名义增长及风险偏好，股市和商品还没有受到太实质性的影响；
 - 2) 资金面上，支撑三连阳的资金也大多是实体挤出的，只有 2007 年美国的三连阳的资金部分来自于货币宽松，1998 年美国的三连阳的资金来自于外资涌入。
- **三连阳的次年从未再次出现三连阳：**
 - 1) 在三连阳的次年，股债之间、债与商品之间通常会回到正常的跷跷板规律之内，也即呈现为股及商品涨、债券跌；债券涨，股票及商品下跌这两种组合之一；
 - 2) 具体转为哪种组合，则取决于头年预测的危机是否会在次年发酵。
- **唯一的特例是 2013 年后的日本，当时的日本在经济中枢连续下降且多年执行零利率政策后，呈现出一种极端的 risk-off 情绪：长债收益率趋势向下，不再体现基本面的周期性波动，股票市场却因剩余流动性而出现长趋势上涨：**
- **2022 年中国总体可能呈现出一种 risk-on 的情绪，股债的估值都可能会正常化：**
 - 1) 中国的资产组合应会按照“风险不发酵”的样本推演，其经济大概率会向上修复；
 - 2) 中国也不会步入日本那边极度悲观的覆辙，从 GDP 与国债收益率的剪刀差与 GDP 本身的吻合情形看，中国的资本仅仅在交易短期问题；
 - 3) 照此推算，中国的债券市场大概率是下跌的；
 - 4) 一个需要具体问题具体分析的事情是：若 2022 年 PPI 大幅下降，将极大程度削弱股票市场的业绩保护，因此，接下来股票市场的上涨其实比标准情形更加艰难。

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：	3639.78
深圳成指：	14857.35
沪深 300：	4940.37
中小盘指：	5007.36
创业板指：	3322.67

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《当我们在谈论 2022 年时，我们在谈论什么：我们的十大预期》2022.01.01
- 《孤注一掷的复苏》2021.12.15

报告作者

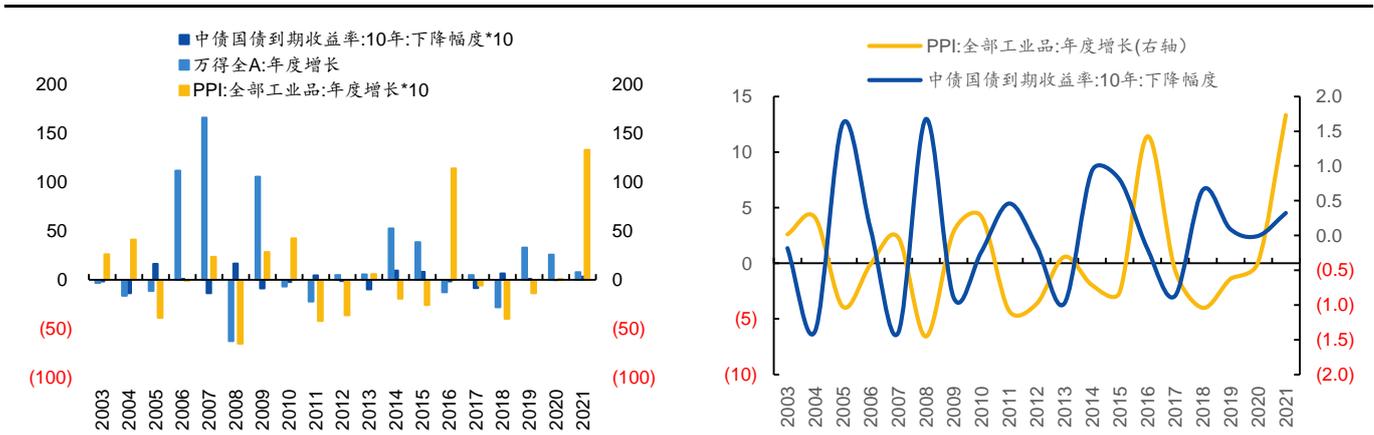
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	
联系人	孟子君
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

2021年是首个股、债、商年线均收阳的年份。

1) 先不论股票市场，债券及商品市场在2021年出现了罕见的共涨。经验上，债券市场和商品市场是存在着跷跷板规律的，二者共涨或共跌的情况极少发生，即使发生，也有其中一个市场的行情是仅仅是微米级别的（2012年）。而有如2021年这般，债市和商品市场收益同时加速的情况更没有发生过。

图 1：经验上，债券和商品市场共涨或共跌极少发生

图 2：2021年债券和商品市场收益同时加速

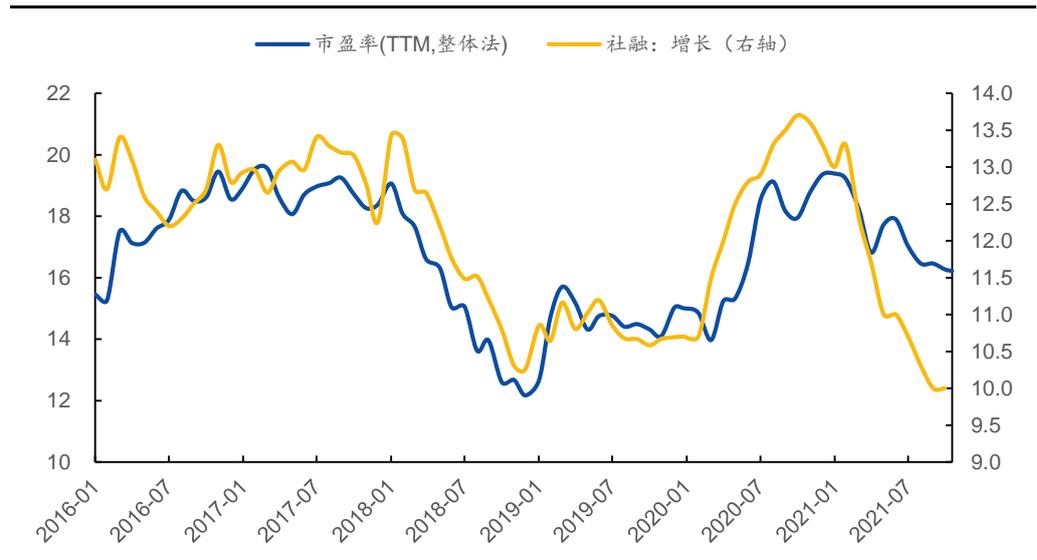


资料来源：Wind, 国元证券研究所

资料来源：Wind, 国元证券研究所

2) 如果债和商品都收阳，那股票市场的收阳也算合理。股票市场通常是二元定价的，债市（流动性水平）决定其估值，而商品价格则决定其业绩，如果二者都在涨，股票市场的预期应该不差。当然，如果以社融去衡量的股票市场的估值的话，股票市场2021年的表现还是比标准情形好了一点点。

图 3：以社融去衡量股票市场估值的话，2021年股市的表现比标准情形要好

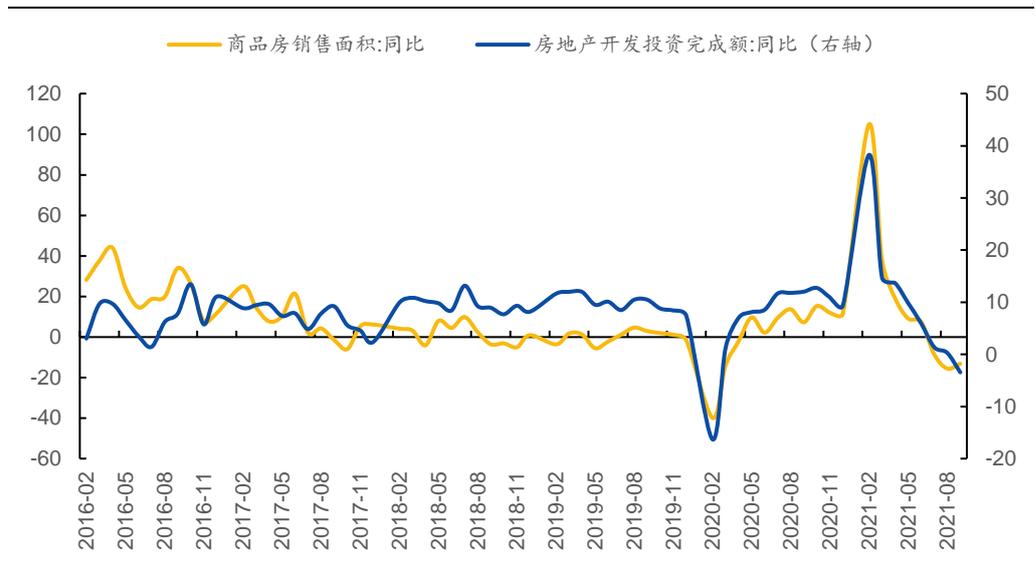


资料来源：Wind, 国元证券研究所

这一切应与地产的陨落存在密切的关联。

1) 在政策的强力约束下，地产的衰退是肉眼可见的。首先，三条红线使得地产行业出现了主动性去杠杆，此后，不利的预期开始自内而外发酵，中资美元地产债出现了大幅下跌，且坐实了恒大、富力等地产商的风险，最后，地产销售开始受到牵连，地产行业的资本开支及销售的增长速度双双创了历史新低。

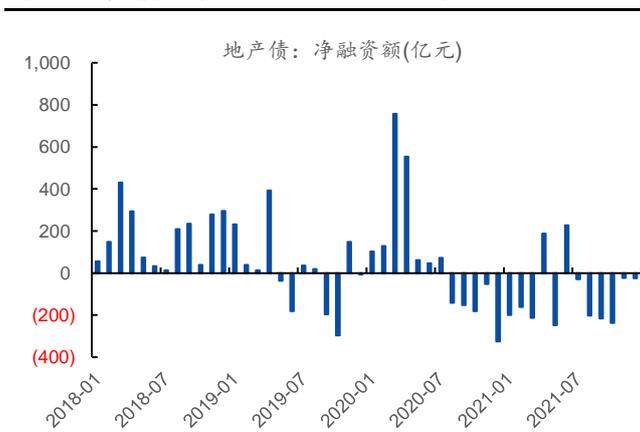
图 4：房地产行业资本开支及销售增速双双创新低



资料来源：Wind, 国元证券研究所

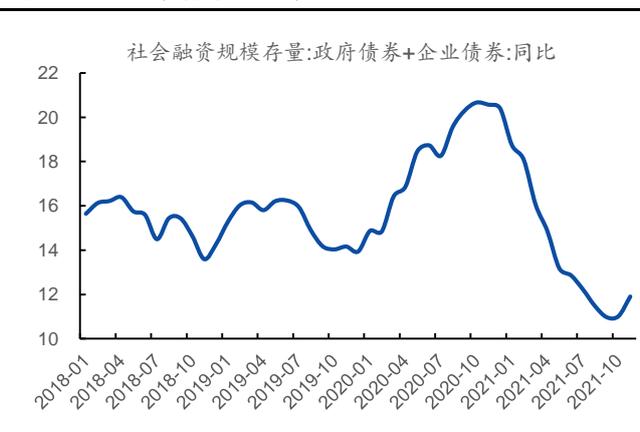
2) 地产行业的变化是从债券供应的层面影响债券市场的。实际上，无论是银行还是非银，这一轮的配债节奏并未加速，而债券收益率不断下行的痛点是：这一轮以地产债为代表的债券供应的收缩。2021年，债券的发行市场经历了一轮非常罕见且强劲的收缩，在此过程中，地产债从净发行的状态收缩为净偿还的状态。

图 5：地产债从净发行的状态收缩为净偿还的状态



资料来源：Wind, 国元证券研究所

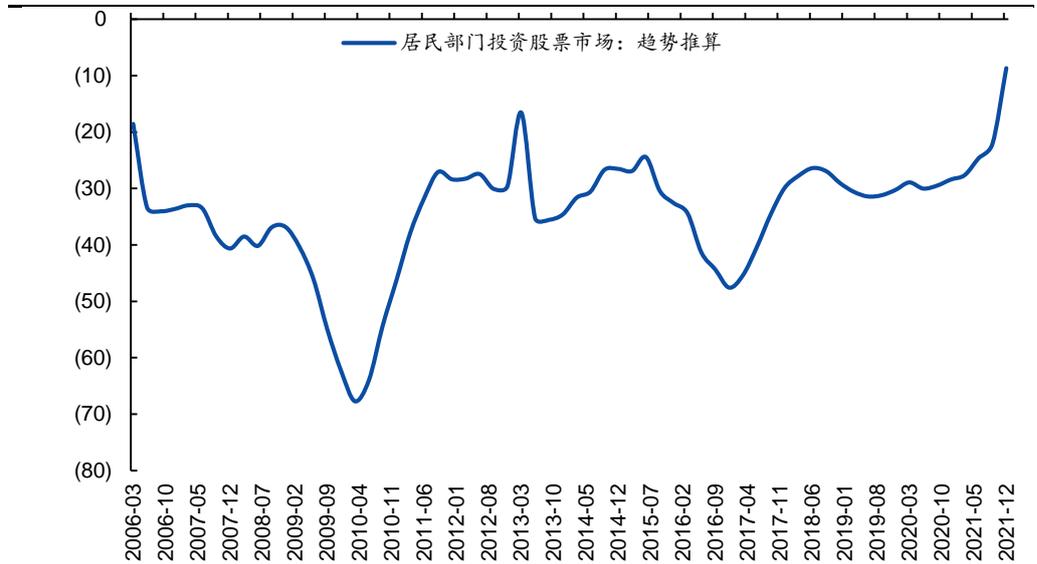
图 6：2021 年债券发行市场收缩明显



资料来源：Wind, 国元证券研究所

3) 而股市的红利来自于居民的财富转移，这也与地产的萧条有关。从居民存款的下降去推算，2021 年居民存款的支出率应是提升的，但实际上，居民消费、理财产品和地产销售都在往下走，唯一能承接居民大把支出的市场只有股市。其实散户是推动本轮股票市场表现好于标准情形的关键点，机构配股的速度其实是往下掉的。

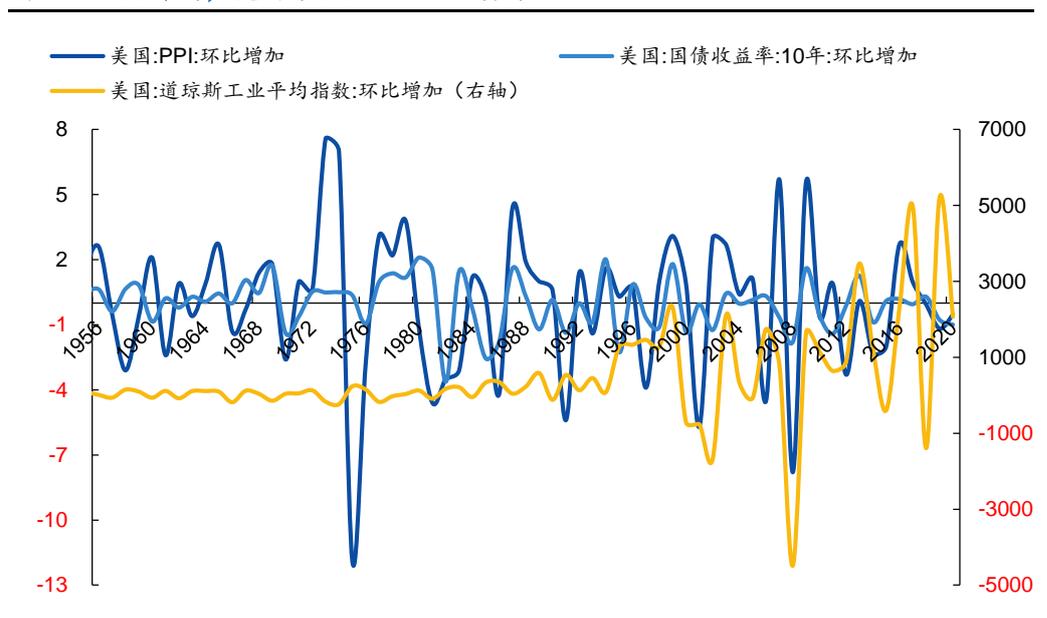
图 7：散户是推动本轮股市表现好于标准情形的关键



资料来源：Wind, 国元证券研究所

虽然中国的三连阳尚属首次，但海外已经屡次出现三连阳的先例，经验上三连阳容易发生在市场嗅到危机味道之时。在近 50 年内，美国曾发生过 4 次三连阳（1989、1998、2007、2011 年），这四次都发生在 VIX 指数明显冲高之时；此外，日本也曾发生过 2 次（1987、2013 年），分别对应着广场协议刚刚签署、消费税提高的时点。

图 8：近 50 年内，美国曾发生过 4 次股债商三连阳



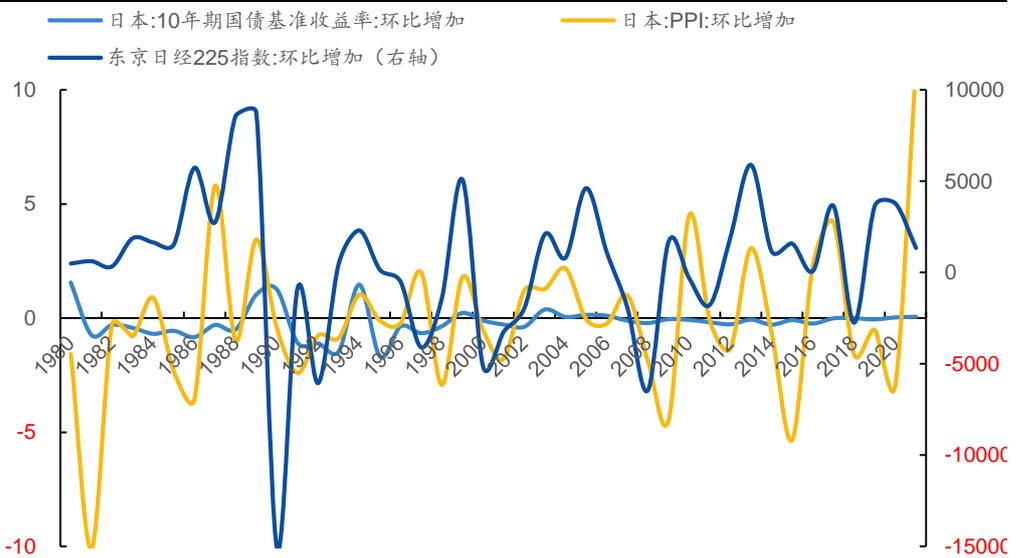
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 9：美国的股债商均上涨的年份中，VIX 指数明显冲高



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 10：日本 2 次股债商三连阳的年份，分别对应广场协议签署、消费税提高的时点



资料来源：Wind, 国元证券研究所

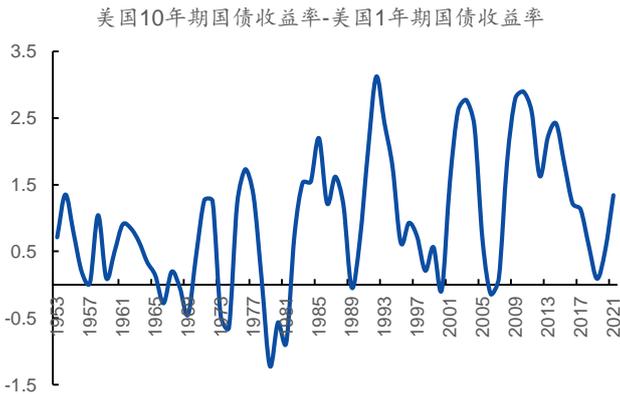
三连阳和危机在逻辑上其实算自洽。

1) 在危机前夕预期往往是错位的。债券市场往往是感知危机最为灵敏的市场，在嗅到危机时，债券市场往往率先逆势上涨；但由于危机还没有实际冲击到经济的名义增长及风险偏好，因此，名义增长定价的股市和风险偏好定价的商品市场在危机前夕还没有受到太实质性的影响。

2) 资金面上, 支撑三连阳的资金也大多是实体挤出的, 并非货币宽松所得。除了 2007 年的美国的三连阳资金部分来自于货币宽松之外, 在其余三连阳时期, 美国及日本的国债利率曲线都是平行或平坦化的 (货币政策未见宽松), 可见的是, 推动美国及日本三连阳的资金应都是“实体挤出”。事实上, 除了 1998 年的美国之外, 美国及日本的经济在这些三连阳年份都出现了明显下滑。

图 11: 除了 2007 年, 在股债商三连阳时期, 美国国债利率曲线是平行或平坦化的

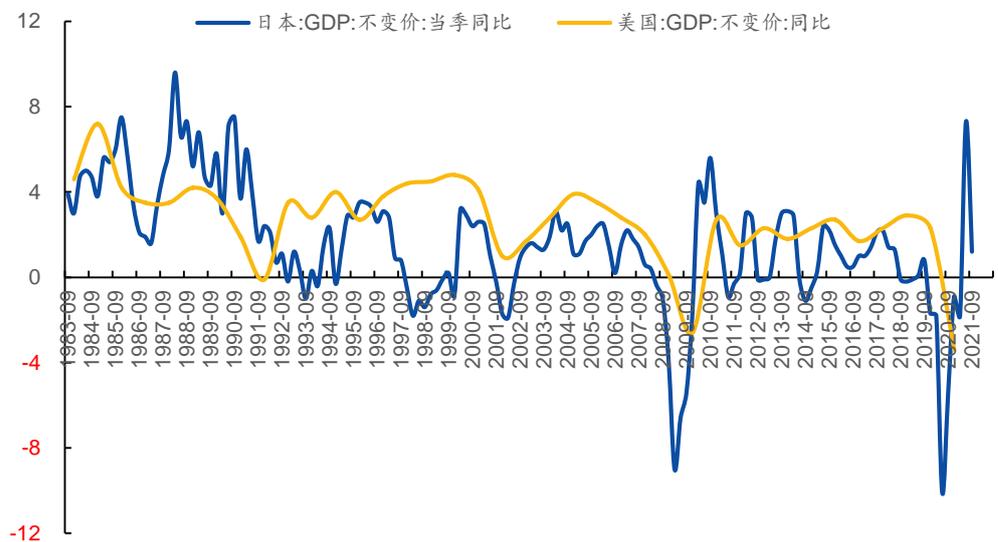
图 12: 在股债商三连阳时期, 日本国债利率曲线是平行或平坦化的



资料来源: Wind, 国元证券研究所

资料来源: Wind, 国元证券研究所

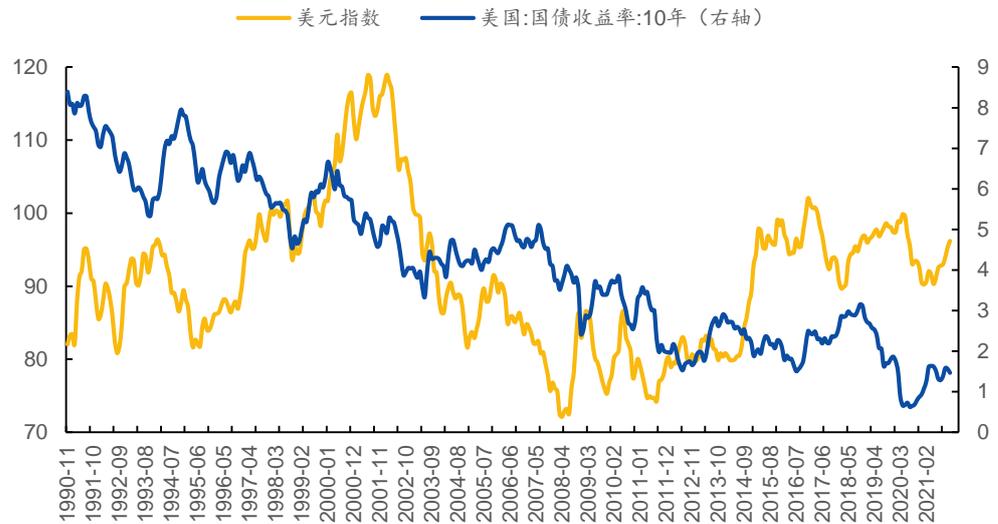
图 13: 除 1998 年的美国, 美国及日本的经济在股债商三连阳年份均出现明显下滑



资料来源: Wind, 国元证券研究所

3) 需要额外注意的是: 1998 年那次的美国的三连阳更多是外资推动的。在 1998 年, 美国是持续宽信用但紧货币的, 按理说, 美国当时的三连阳不能被内生原因所解释。实际上, 当时推动美债收益率下降的买家是外资, 在亚洲金融危机爆发之时, 以泰铢为首的东南亚货币持续暴跌, 流动性快速涌入美国, 美元指数随之不断冲高。

图 14：1998 年美国的股债商三连阳更多是外资推动的



资料来源：Wind, 国元证券研究所

三连阳的次年从未再次出现三连阳，其行情大多会修复到正常状态中去。

1) 行情修复的关键线索是：在三连阳之后，股债之间、债与商品之间通常会回到正常的跷跷板规律之内。历史上看，绝大多数的三连阳之后，股、债、商品这三个资产会呈现为两种可能性组合：股及商品继续涨、债券下跌；债券上涨，股票及商品转为下跌。而具体转为哪种组合，则取决于头年预测的危机是否会在次年发酵。

2) 危机发酵通常会引起股跌债涨，危机未发酵会引起股涨债跌。譬如美国 1989 年及 2007 年三连阳后，储贷危机及次贷危机发酵，则美债在次年继续上涨，而美股则开始下跌；而美国在度过 1998 及 2011 年的三连阳后，因东南亚金融危机及美国债务上限的风险隐患很快被排除，次年美债开始停止上行，而美股继续加速上涨。

图 15：危机发酵会引起股跌债涨，危机未发酵会引起股涨债跌



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_35599



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn