



宏观专题报告

2024年8月31日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师：

项麒睿

从业资格号：F03124488

投资咨询号：Z0019956

相关研究报告：

《库存周期、美林时钟周期、利率周期、信用利差和期限利差周期联动关系和启示——大类资产系列专题报告（四）》

“股债双杀”如何在经济周期中破局

——大类资产系列专题报告（五）

摘要

在资产配置策略中，防范股债双杀现象至关重要。在面临股市和债市同步下跌的困境时，转向货币市场资产可以作为避险手段，以降低投资组合的整体风险和波动性。

在上篇专题报告《库存周期、美林时钟周期、利率周期、信用利差和期限利差周期联动关系和启示——大类资产系列专题报告（四）》中分析了包括库存周期、美林时钟周期、利率周期和期限信用利差周期的不同阶段特征。本文分析了股债双杀现象在经济周期中的频繁出现，并探究了导致这一现象的两大核心因素：经济前景的悲观预期和紧缩的货币环境。在滞涨时期，实体经济的增长乏力与通货膨胀的上升，往往与紧缩性货币政策相伴，这些因素共同促成了股债市场的同步下跌。本文通过历史数据的回溯分析，进一步证实了股债双杀现象的普遍性。为了解决数据的滞后性问题，本文创新性地利用 PMI 数据来构建经济增长和通胀指数，作为识别滞涨阶段的关键指标。实证结果表明，滞涨因子对于股票和债券市场的择时具有显著的指导作用。在滞涨阶段，倾向于货币市场资产的配置策略，可以有效降低资产组合的回撤风险，减少波动，从而提升资产配置的整体效率。

目录

一、“股债双杀”周期回顾和成因分析	- 4 -
1.1 “股债双杀”是周期中的常态	- 4 -
1.2 “股债双杀”成因分析	- 4 -
1.3 “股债双杀”在经济周期中的表现	- 5 -
二、滞涨因子制定方法和回测	- 9 -
2.1 滞涨因子制定方法	- 9 -
2.2 滞涨阶段股票和债券收益回测	- 10 -
三、总结	- 11 -

图表目录

图 1 股债互相替代表现频率分布	- 4 -
图 2 经济周期四阶段	- 6 -
图 3 经济周期阶段分布	- 7 -
图 4 股票市场经济周期各阶段总收益	- 8 -
图 5 债券市场经济周期各阶段总收益	- 8 -
图 6 股票市场经济周期各阶段月均收益	- 9 -
图 7 债券市场经济周期各阶段月均收益	- 9 -
图 8 经济指数和通胀指数	- 10 -
图 9 股票市场滞涨阶段和全周期月均收益率对比	- 11 -
图 10 债券市场滞涨阶段和全周期月均收益率对比	- 11 -
表 1 经济周期各阶段股票债券表现	- 7 -
表 2 股票和债券滞涨阶段收益率	- 11 -

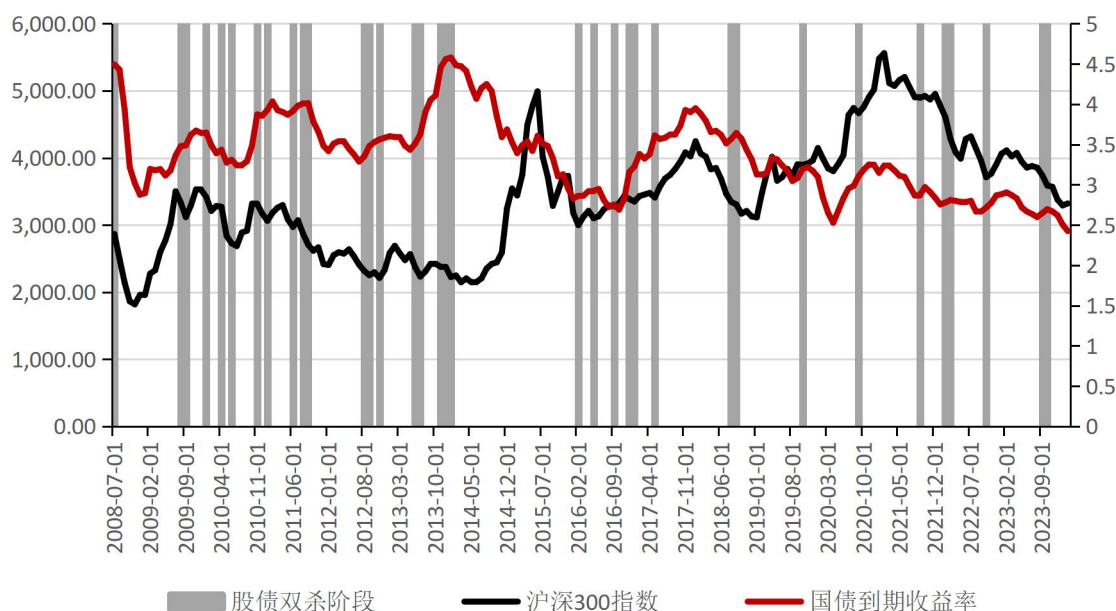
一、“股债双杀”周期回顾和成因分析

1.1 “股债双杀”是周期中的常态

在经济上下行周期中,股票市场和债券市场常常呈现跷跷板效应,但实际情况下,股票和国内债券并非完全替代关系,股债双杀和股债双牛也是常态。

把每个月的沪深300指数和国债收益率均价进行比较,股票指数月均价高于上个月均价同时国债收益率小于上个月均数定义为股债双牛,股票指数月均价低于上个月均价同时国债收益率大于上个月均数定义为股债双杀,过去15年股票市场和债券市场形成此消彼长互相替代关系大约占比60%,股债双杀情况占比约19%。

图1 股债互相替代表现频率分布



数据来源: WIND、国联期货研究所

1.2 “股债双杀”成因分析

股票市场指数的价格与两个关键因素密切相关:公司的盈利能力和市场估值水平。公司盈利能力通常被视为实体经济预期收益的直接反映,而市场估值水平则主要受货币政策和市场流动性状况的影响。

$$P = PE * EPS$$

在经济疲软时期,企业面临的经营环境恶化,需求下降,成本上升,这将直接影响到公司的盈利能力。由于投资者对企业未来收益的预期降低,市场对这些企业的股票需求减少,进而导致股票价格下跌。此时,如果中央银行为了遏制通货膨胀或其他

宏观经济目标而采取加息措施，实施紧缩的货币政策，这将进一步加剧股票市场的下行压力，同时利率升高也将直接导致债券市场走弱。

紧缩的货币政策提高了借贷成本，增加了企业的财务负担，限制了投资和消费，从而对经济增长产生负面影响。此外，货币政策的紧缩还可能通过提高无风险利率来影响市场估值水平。同时，流动性的收紧减少了市场上可用于投资的资金量，降低了投资者的风险偏好，导致他们更倾向于持有现金或转向其他更安全的投资渠道，而非股票和债券市场。在这种宏观经济和货币政策的双重压力下，股票和债券市场往往面临下行风险。

1.3 “股债双杀”在经济周期中的表现

在上篇专题报告《库存周期、美林时钟周期、利率周期、信用利差和期限利差周期联动关系和启示——大类资产系列专题报告（四）》中分析了包括库存周期、美林时钟周期、利率周期和期限信用利差周期的不同阶段特征。

在复苏阶段，经济加速发展，市场需求逐步上升。过剩的库存得以释放，企业的收益水平开始上升。虽然通货膨胀率还会持续回落，但速度已逐步减缓。此时的利率水平处于下降趋势中，现金贬值。因此投资者更愿意将资金投资于风险市场。

在繁荣阶段，市场需求扩张导致物价上涨。政府往往通过加息或提高存款准备金抑制通胀，使经济回到可持续增长路径，此时，对利率较为敏感的债券将面临贬值。相比之下，由于实体经济仍保持增长态势，同时社融规模增加，大宗商品需求量大，且有利润增长作为基础，股票市场亦会有较好表现。

在滞涨阶段，实际增长出现疲软，经济停滞不前。生产者往往通过提价保证利润，而物价上升促使通货膨胀走高，整个市场都面临经济危机。股票市场在过热阶段的泡沫经济之后将出现暴跌，政府出台偏紧缩的货币政策政策在很大程度上抑制了债券和股票市场的投资收益。因此现金持有成为最佳选择。

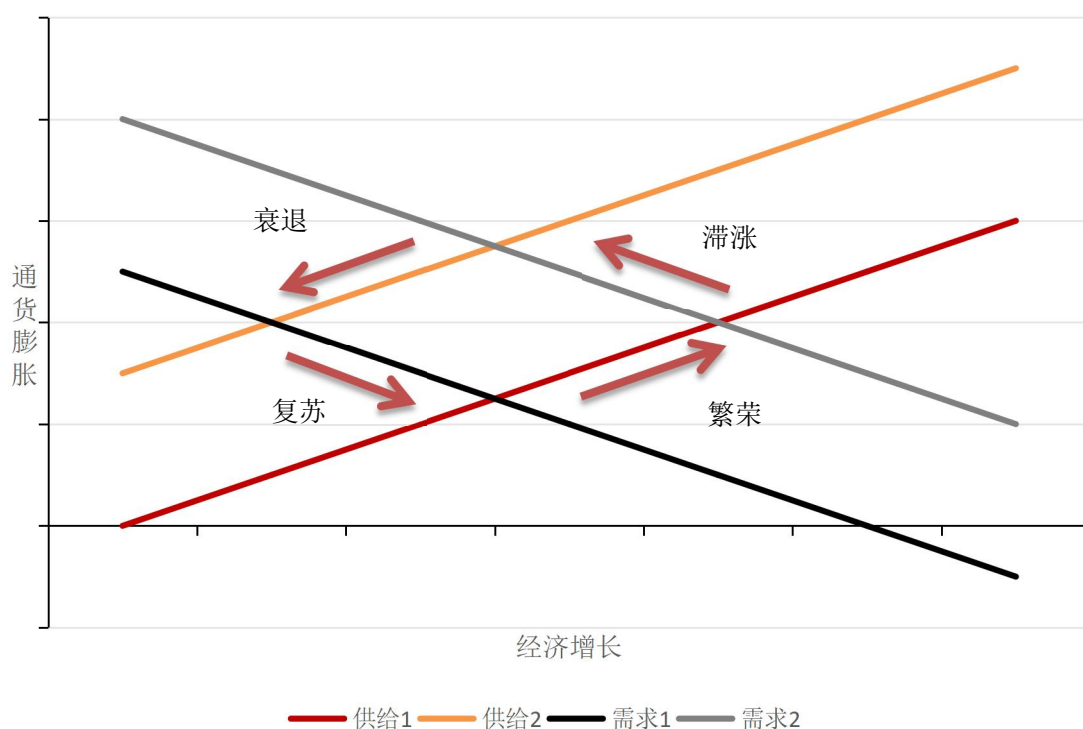
在衰退阶段，经济增长乏力。企业盈利微弱，产能过剩，其收益率曲线下行且陡峭。政府通常利用货币政策刺激经济增长。市场利率的降低则意味着无风险收益率的降低，资金会从银行流向债券市场。因此，债券是最佳选择。

在上文对于“股债双杀”的成因分析中得出导致“股债双杀”的主要原因有两个方面：一是经济整体预期收益下行，二是整体流动性环境收紧。而滞涨阶段由于实体经济整体增长疲软，同时通货膨胀走高导致偏紧缩的货币政策均符合导致“股债双杀”

的两方面主要驱动因素。

进入 21 世纪以来国内未出现过严格意义的衰退和滞胀情况，所以对于周期阶段划分方法为：经济增速减缓、通胀增速减缓为衰退阶段，经济增速升高、通胀增速减缓为复苏阶段，经济增速升高、通胀增速升高为繁荣阶段，经济增速减缓，通胀增速升高为滞胀阶段。本文以宏观经济景气指数同比数据和 CPI 同比数据分别作为经济增速和通胀增速指标判定指标。

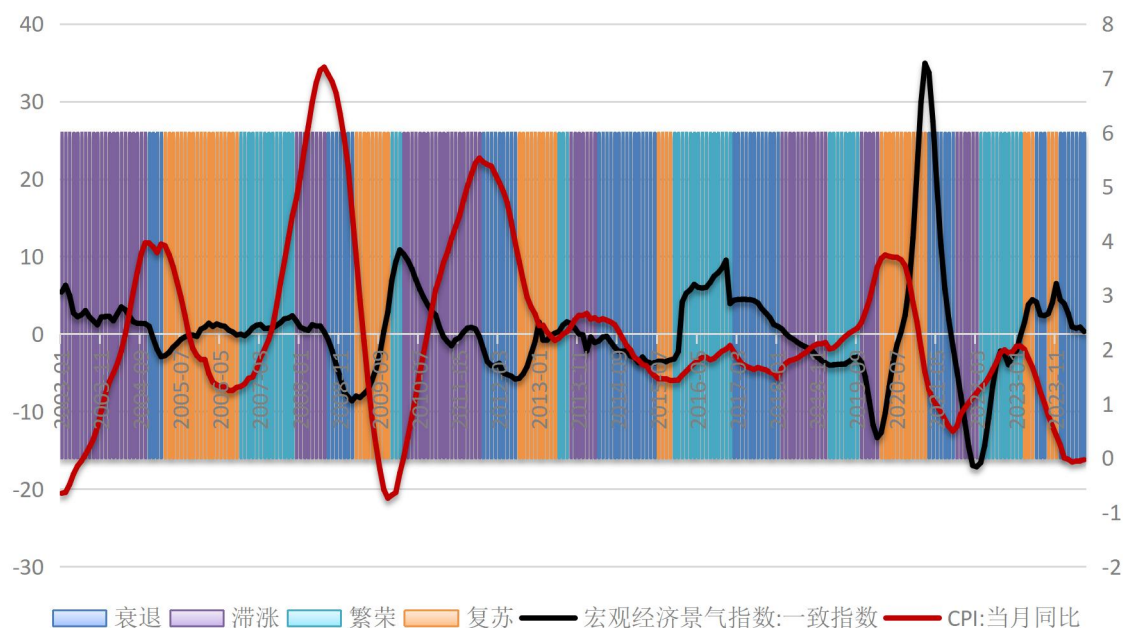
图 2 经济周期四阶段



数据来源：WIND、国联期货研究所

从 2003 年至 2024 年二季度这段时间里，共经历 7 次复苏阶段，6 次繁荣阶段，7 次滞胀阶段和 8 次衰退阶段。

图 3 经济周期阶段分布



数据来源：WIND、国联期货研究所

以沪深 300 指数作为股票市场代表，以上证国债指数作为债券市场代表，全阶段股票市场和债券市场收益情况如下：

表 1 经济周期各阶段股票债券表现

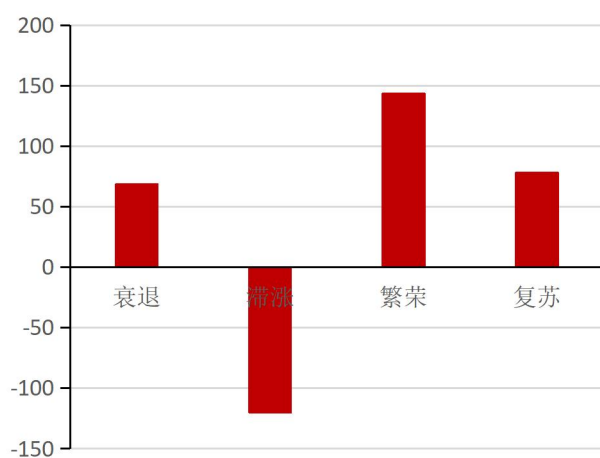
时间	周期阶段	股票	债券
2003. 1-2004. 10	滞胀	-5. 27%	-4. 44%
2004. 11-2005. 2	衰退	-4. 86%	2. 21%
2005. 3-2006. 9	复苏	32. 34%	12. 23%
2006. 10-2007. 11	繁荣	143. 81%	-0. 35%
2007. 12-2008. 7	滞胀	-51. 61%	2. 99%
2008. 8-2009. 2	衰退	18. 62%	6. 01%
2009. 3-2009. 11	复苏	47. 07%	1. 64%
2009. 12-2010. 2	繁荣	-9. 24%	0. 86%
2010. 3-2011. 10	滞胀	-17. 20%	5. 35%
2011. 11-2012. 7	衰退	-7. 39%	2. 87%
2012. 8-2013. 5	复苏	7. 55%	2. 76%
2013. 6-2013. 8	繁荣	-10. 03%	0. 57%
2013. 9-2014. 3	滞胀	-6. 78%	1. 17%

2014. 4-2015. 6	衰退	90. 46%	6. 40%
2015. 7-2015. 10	复苏	-32. 19%	2. 03%
2015. 11-2017. 1	繁荣	-2. 35%	4. 69%
2017. 2-2018. 1	衰退	24. 26%	0. 89%
2018. 2-2019. 1	滞涨	-30. 37%	5. 66%
2019. 2-2019. 9	繁荣	24. 43%	2. 81%
2019. 10-2020. 2	滞涨	2. 28%	2. 09%
2020. 3-2021. 2	复苏	34. 94%	3. 04%
2021. 3-2021. 9	衰退	-12. 28%	2. 61%
2021. 10-2022. 3	滞涨	-12. 96%	2. 00%
2022. 4-2023. 2	繁荣	-3. 13%	3. 05%
2023. 3-2023. 5	复苏	-4. 14%	1. 15%
2023. 6-2023. 8	衰退	-2. 20%	1. 26%
2023. 9-2023. 11	复苏	-7. 57%	0. 56%
2023. 12-2024. 6	衰退	-0. 65%	3. 94%

数据来源：WIND、国联期货研究所

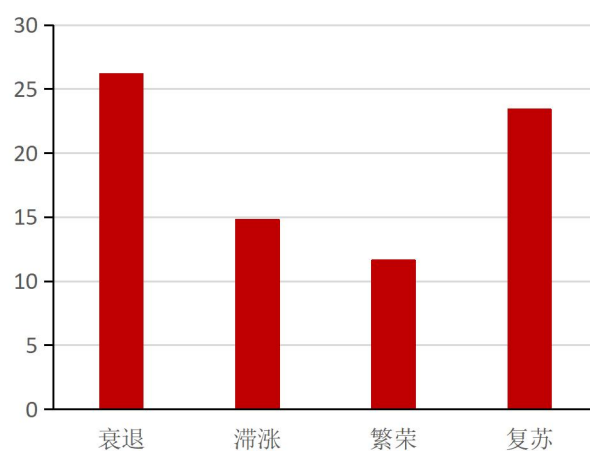
从 2003 年至 2024 年二季度这段时间里，股票市场在衰退阶段总收益 68.72%，滞涨阶段总收益-120.38%，繁荣阶段总收益 143.49%，复苏阶段总收益 80.00%。债券市场在衰退阶段总收益 26.18%，滞涨阶段总收益 14.82%，繁荣阶段总收益 11.62%，复苏阶段总收益 23.41%。

图 4 股票市场经济周期各阶段总收益



数据来源：WIND、国联期货研究所

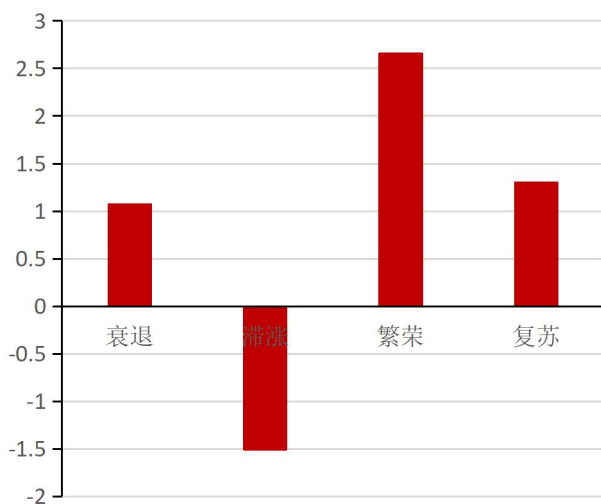
图 5 债券市场经济周期各阶段总收益



数据来源：WIND、国联期货研究所

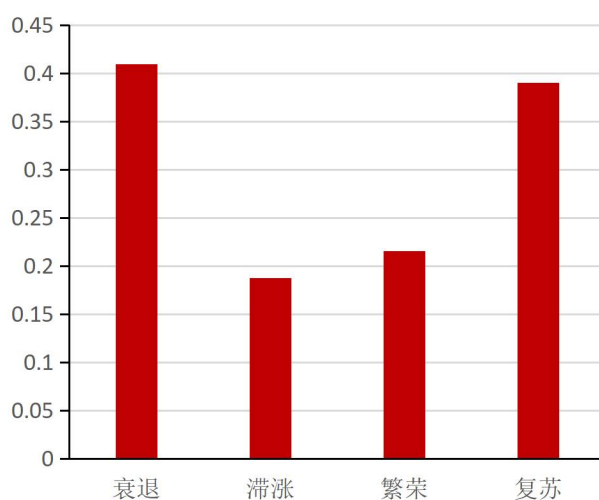
从 2003 年至 2024 年二季度这段时间里，股票市场在衰退阶段月均收益 1.07%，滞涨阶段月均收益-1.50%，繁荣阶段月均收益 2.66%，复苏阶段月均收益 1.30%。债券市场在衰退阶段月均收益 0.41%，滞涨阶段月均收益 0.19%，繁荣阶段月均收益 0.22%，复苏阶段月均收益 0.39%。

图 6 股票市场经济周期各阶段月均收益



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 7 债券市场经济周期各阶段月均收益



数据来源：WIND、国联期货研究所

在滞涨阶段最好的是持有现金类资产；衰退阶段中，表现最好的是债券类资产；复苏阶段中，股票和债券均有较好表现；繁荣阶段中股票表现相对突出。这一结论与 2004 年提出的美林投资时钟理论的结论以及前文“股债双杀”成因分析结论基本吻合。

二、滞涨因子制定方法和回测

2.1 滞涨因子制定方法

在资产配置策略中，避免在滞涨期遭受股市和债市双重打击，关键在于合适时期合理配置货币市场资产或持有现金。这不仅能有效规避风险，还能在不确定时期保持资金的流动性和安全性。

在上文对于周期阶段划分方法中，以宏观经济景气指数同比数据和 CPI 同比数据分别作为经济增速和通胀增速指标判定指标。但是在实际交易过程中这些指标存在显著的滞后性问题。宏观经济景气指数和 CPI 同比数据往往是在经济活动发生后才被统计和发布，这意味着当获得这些数据时，它们所反映的经济状况可能已经是过去时。这种时间上的延迟使得在当月对经济周期的即时判断变得困难。为了解决数据滞后性

问题，本文将使用以 PMI 数据为基础编制经济增长和通胀指数，以能更早地反映出经济活动的变化。

经济指数和通胀指数均以 2016 年一月作为基期，基期指数值为 1000 点。

经济指数：

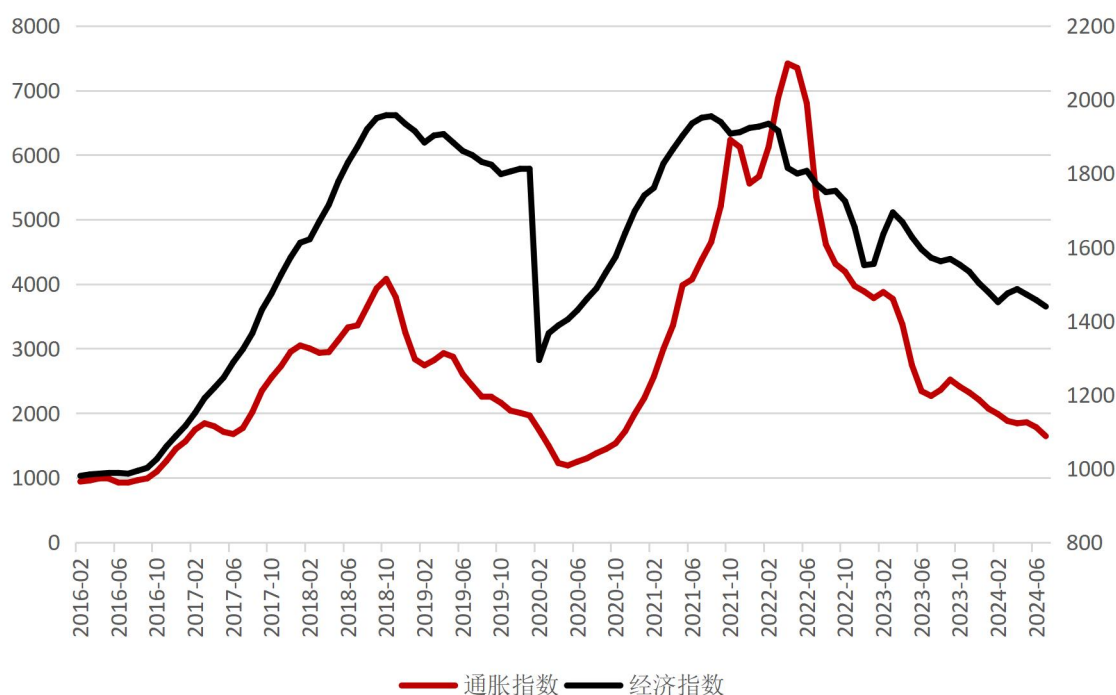
$$\text{经济指数}_t = \text{经济指数}_{t-1} * (1 + ((\text{制造业PMI}_t - 50) / \text{制造业PMI}_{t-1}))$$

通胀指数：

$$\text{通胀指数}_t = \text{通胀指数}_{t-1} * (1 + ((\text{PMI出厂价格}_t - 50) / \text{PMI出厂价格}_{t-1}))$$

从 2016 年 1 月至 2024 年 6 月经济指数和通胀指数走势为：

图 8 经济指数和通胀指数



数据来源：WIND、国联期货研究所

2.2 滞涨阶段股票和债券收益回测

现以经济指数环比<0 和通胀指数环比>0 分别表示经济增速减缓和通胀增速升高以代表周期中的滞涨阶段。对沪深 300 指数和 10 年期国债期货连续合约后一月收益进行回测。从 2017 年 1 月至 2024 年 6 月，总共 6 个月同时出现此条件情况，沪深 300 指数后一月负收益 5 个月，正收益 1 个月，月均收益率-2.25%，收益率之和为 -13.50%。10 年期国债连续合约后一月负收益 2 个月，正收益 4 个月，月均收益率 0.06%，收益率之和为 0.36%。

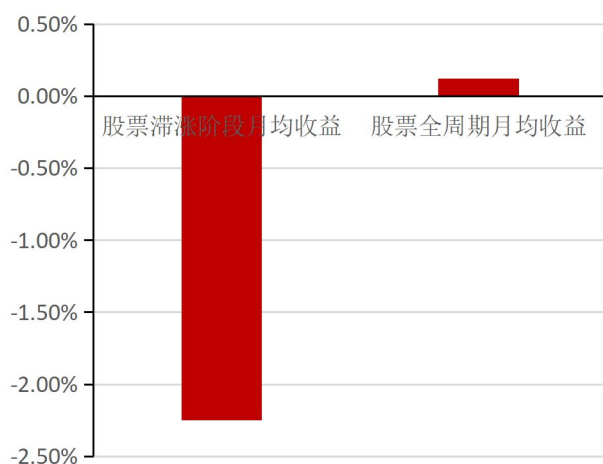
表 2 股票和债券滞涨阶段收益率

时间	股票	债券
2021-09	0.55%	-0.92%
2021-10	-1.06%	0.94%
2022-03	-4.63%	0.05%
2022-04	-2.33%	0.42%
2023-08	-2.90%	-0.66%
2024-05	-3.13%	0.52%

数据来源：WIND、国联期货研究所

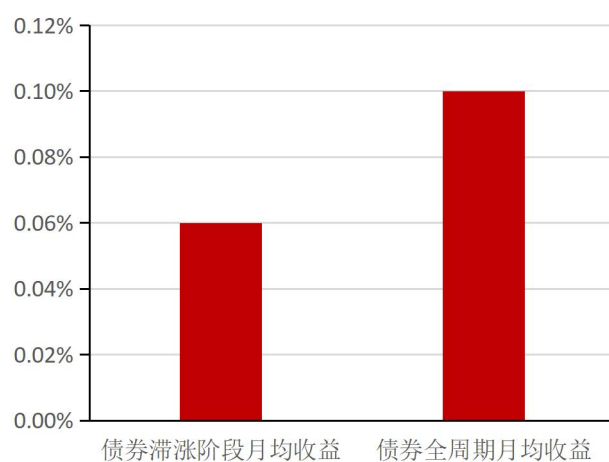
沪深 300 指数从 2017 年 1 月至 2024 年 6 月月均收益率 0.12%，10 年期国债期货连续合约月均收益率 0.10%。滞涨因子对于股票和债券市场整体择时效果显著。在滞涨阶段配置货币市场资产将有效降低资产配置策略回撤和降低整体策略波动性。

图 9 股票市场滞涨阶段和全周期月均收益率对比



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 10 债券市场滞涨阶段和全周期月均收益率对比



数据来源：WIND、国联期货研究所

三、总结

本文深入探讨了股债双杀现象在经济周期中的普遍性，剖析了其背后的经济预期下降和流动性紧缩两大驱动因素。在滞涨期，实体经济的增长放缓与通胀上升，往往伴随着紧缩的货币政策，这正是导致股债双杀的关键因素。通过对历史周期中股债市场走势的回溯分析，本文进一步验证了这一结论。为克服数据滞后问题，本文采用基于 PMI 数据构建的经济增长和通胀指数，作为判断滞涨阶段的依据。实践表明，滞涨因子在股票和债券市场的择时决策中具有显著效果。在滞涨期，将资产配置向货币市场倾斜，能有效减少策略回撤，降低波动性，优化资产配置策略。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600