



# 股债相关性是一个不稳定的进程——每周主题兼一周市场回顾 9 月第 3 周

## 研究结论：

- **股债相关性是一个不稳定的进程：**以秩相关作为相关性的分析，每次以过去一年的数据作为相关性分析，则可以求得沿着时间推进的沪深 300 日涨跌幅与国债十年期变动之间的相关性。从相关性来看，股债相关性在大多数时候都是正向相关的，这意味着股债同向变动的时候是大数目的。股债的同向变动大多代表着正向的经济预期，而两者之间呈现较高的负相关性大多是由流动性的变动引发的。在 18 年，两者的相关性经历了快速的下跌之后快速上涨，这意味着流动性在短期内发生了急剧的变化，此后预期的影响因素又成为了主导力量。。
- **上证综指连续三周下跌后本周大幅收涨：**连续三周收跌之后，本周上证综指大幅收涨 4.32%，收 2797.48 点，大盘股仍然表现较好，上证 50 本周收涨 6.11%，沪深 300 收涨 5.19%，中证 500 收涨 2.89%，中小板指上涨 3.90%，同时创业板指上涨 3.26%。年涨跌幅来看，上证 50 表现最好，仅仅下跌 10.03%，中小板指、中证 500 跌幅最深。结合行业惯性来看，消费、金融已经连续两周表现较好，且行业惯性略有上涨，预计下周行情将持续，但消费的行情可能扩散到医药、商贸等一级行业。
- **估值：食品饮料风险溢价略高于中枢：**当前处于 10 年以来 PE、PB 最低十分位的指数或行业有：中小板指、创业板 50、有色金属、基础化工、电力设备、商贸零售、医药、房地产、电子元器件，同时较上周相比不再满足条件的行业有：煤炭、纺织服装。从本周涨幅最高的食品饮料的风险溢价来看，食品饮料的风险溢价略高于中枢，从均值加减标准差的情况来看，食品饮料的风险溢价在 18 年的 1 月触及最低点，此后风险溢价快速上升，而这个阶段的上升更多的是指数点位快速下滑导致的。
- **IPO 上市规模近期新高：**1、本周 OMO 投放 3300 亿，到期 2700 亿，净投放 600 亿，当前 OMO 存量为 3900 亿，下周到期 2400 亿。国债利率持续大幅上涨，一年期国债周上涨 16.4BP，两年期上涨 13.5BP，十年期国债上涨幅度较低，上涨 4.0BP，同时十年期与两年期国债利差下降 9.5BP，当前只有 42.8BP。Shibor 利率来看，短期 Shibor 略有上涨，一月及一年期有所下跌，同时，一月 Shibor 与一周 Shibor 利差仅仅为 10BP，是历史低点。2、本周陆股通净买入额为 81.8 亿，其中沪股通净买入额为 56.3 亿，深股通净买入额为 25.5 亿。3、截止 9 月 20 日，融资余额为 8305 亿，较上周减少 73 亿，融资余额持续 17 个周环比下滑。4、本周 5 家 IPO 上市，规模为 80.8 亿，是近期 IPO 规模较高的一周。5、解禁规模来看，本周解禁规模为 491 亿，预计下周解禁 320 亿。。
- **道指续创历史新高：**全球股市大幅上涨，道琼斯工业指数本周收涨 2.25%，本周四突破前期高点，周五续创历史新高，日经 225 本周收涨 3.36%，逼近 91 年以来最高点；美元指数本周下跌 0.81%，随着美元指数的下跌，大宗商品大多收涨，石油、贵金属均有一定涨幅，同时基本金属大幅上涨，LME3 月铜、锌、镍上涨幅度较高，农产品上涨幅度较高。人民币略有升值，在美元指数下跌情况下，日元仍大幅贬值，值得关注。国债情况来看，中美利差进一步下滑 4BP，当前只有 61BP。

## 风险提示

监管持续加强导致市场风险偏好降低，宏观经济下行对 A 股基本面带来负面影响

报告发布日期

2018 年 09 月 24 日

证券分析师

薛俊

021-63325888\*6005

xuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515100002

蒋晨龙

021-63325888\*6073

jiangchenlong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100004

联系人

王亮

021-63325888-6111

wangliang@orientsec.com.cn

陈至奕

021-63325888-6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

## 相关报告

使用聚类方法划分大类行业——每周主题兼一周市场回顾 9 月第 2 周 2018-09-16

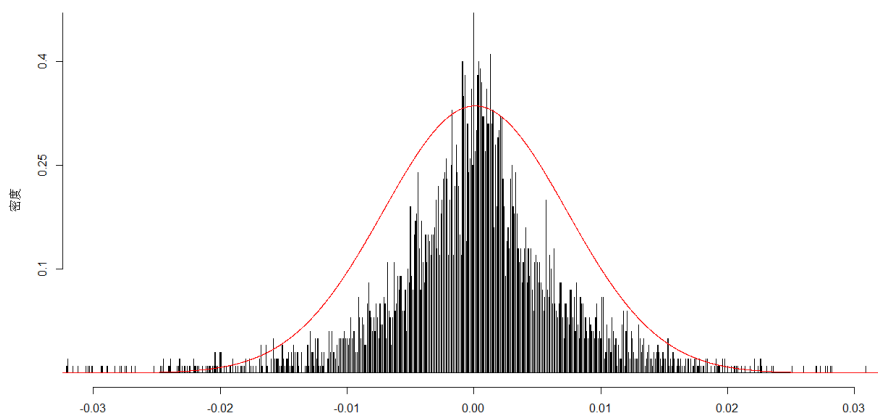
2018 中报基金重仓高估了消费的持仓占比——每周主题兼一周市场回顾 9 月第 1 周 2018-09-09

## 股债相关性是一个不稳定的进程

以 2002 年以来的沪深 300、十年期国债收益率作为分析对象，考察两者之间的相关性。

首先选择相关性的方法，一般而言，我们使用的都是 Pearson 相关，但其前提条件是双变量均符合正态分布，但对沪深 300 以及十年期国债收益率的 KS 检验来看，两者均不符合正态分布的假设。直观来看，沪深 300 的涨跌幅分布与等均值、同方差的正态分布相比，涨跌幅“尖峰后尾”的特征比较明显。

图 1：沪深 300 涨跌幅分布及同均值、方差的正态分布



数据来源：Wind，东方证券研究所

因此，我们选择秩相关作为相关性的分析，每次以过去一年的数据作为相关性分析，则可以求得沿着时间推进的沪深 300 日涨跌幅与国债十年期变动之间的相关性。从相关性来看，股债相关性在大多数时候都是正向相关的，这意味着股债同向变动的时候是大多数的。股债的同向变动大多代表着正向的经济预期，而两者之间呈现较高的负相关性大多是由流动性的变动引发的。

需要关注的是，在 18 年，两者的相关性经历了快速的下跌之后快速上涨，这意味着流动性在短期内发生了急剧的变化，此后预期的影响因素又成为了主导力量。

图 2：沪深 300 与中债十年期国债到期收益率日度相关性变化图



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 本周市场：上证综指连续三周下跌后本周大幅收涨

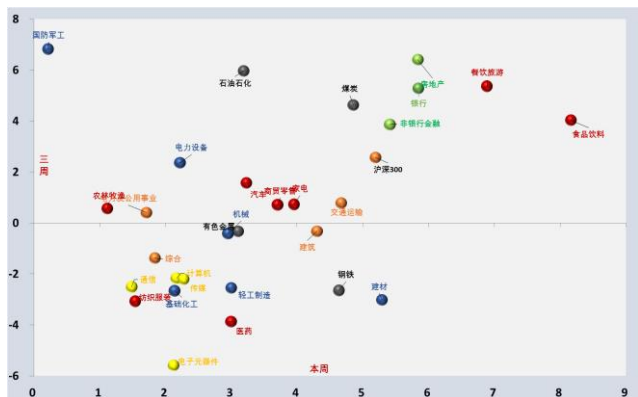
连续三周收跌之后，本周上证综指大幅收涨 4.32%，收 2797.48 点，大盘股仍然表现较好，上证 50 本周收涨 6.11%，沪深 300 收涨 5.19%，中证 500 收涨 2.89%，中小板指上涨 3.90%，同时创业板指上涨 3.26%。年涨跌幅来看，上证 50 表现最好，仅仅下跌 10.03%，中小板指、中证 500 跌幅最深。结合行业惯性来看，消费、金融已经连续两周表现较好，且行业惯性略有上涨，预计下周行情将持续，但消费的行业可能扩散到医药、商贸等一级行业。

图 3：本周部分指数概况

	简称	本周涨跌幅	收盘点位	30分钟 线走势	月涨跌幅	年涨跌幅	近30周走势
000001.SH	上证综指	4.32	2,797		2.65	-15.41	
000016.SH	上证50	6.11	2,574		4.01	-10.03	
000300.SH	沪深300	5.19	3,410		2.28	-15.39	
000905.SH	中证500	2.89	4,805		-0.20	-23.13	
399005.SZ	中小板指	3.90	5,749		-1.64	-23.90	
399006.SZ	创业板指	3.26	1,411		-1.68	-19.49	
HSHI I	恒生指数	2.45	27,954		0.23	-6.57	
HSCEIH I	恒生国企	4.27	11,027		1.39	-5.83	
2823.HK	安硕A50	6.33	13.10		4.30	-12.78	

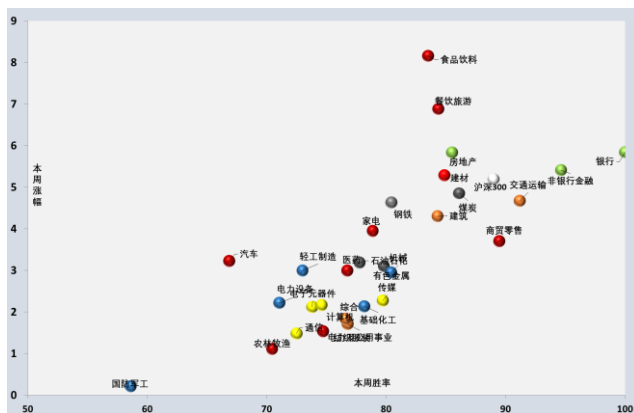
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：行业本周及三周涨跌幅



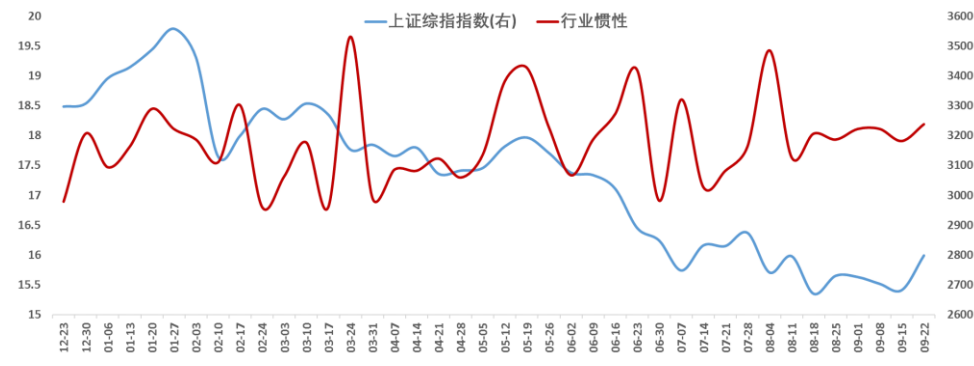
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：行业本周涨幅及胜率



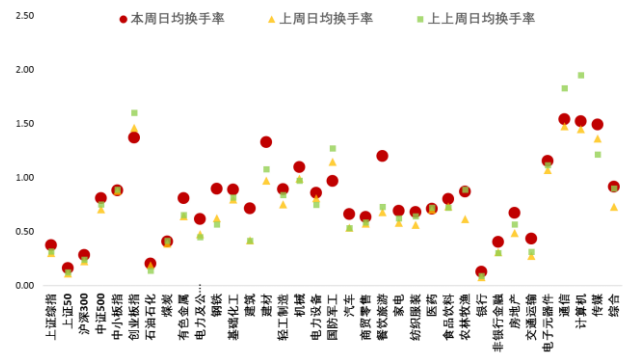
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：行业惯性及上证综指走势



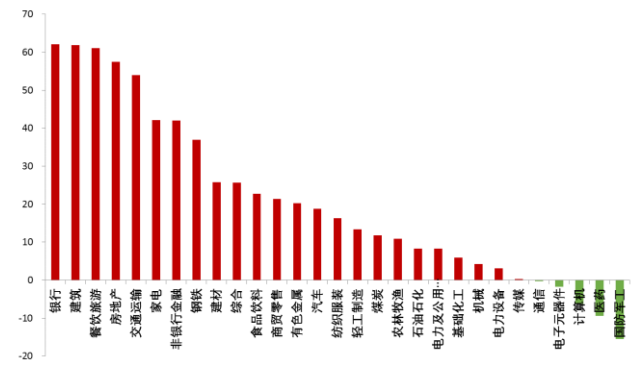
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：各指数三周日均换手率



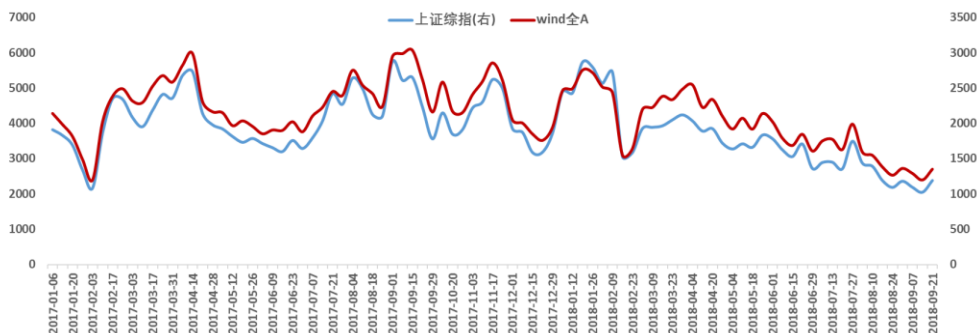
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：各行业日均成交额环比变动



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：全 A 与上证综指周度日均成交量



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：本周涨幅前 5 概念及涨幅后 5 概念概况

代码	简称	本周涨跌幅	收盘点位	周内走势	月涨跌幅	年涨跌幅
8841136.W I	品牌龙头指数	7.20	1,155		3.35	-7.39
884250.W I	钛白粉指数	5.98	837		4.89	-20.95
8841138.W I	汇金概念指数	5.94	1,012		3.56	2.22
8841145.W I	西部大基建指数	5.76	920		0.43	-3.54
8841005.W I	吉利概念指数	5.53	1,270		1.61	-28.60
8841047.W I	音乐产业指数	-2.27	620		-5.47	-20.78
884189.W I	次新股指数	-2.26	14,051		-8.47	-44.19
884062.W I	生物育种指数	-1.46	1,510		-3.43	-26.10
884252.W I	鸡产业指数	-1.05	664.69		-1.54	-10.61
884228.W I	无线充电指数	-0.92	813.26		-10.03	-32.61

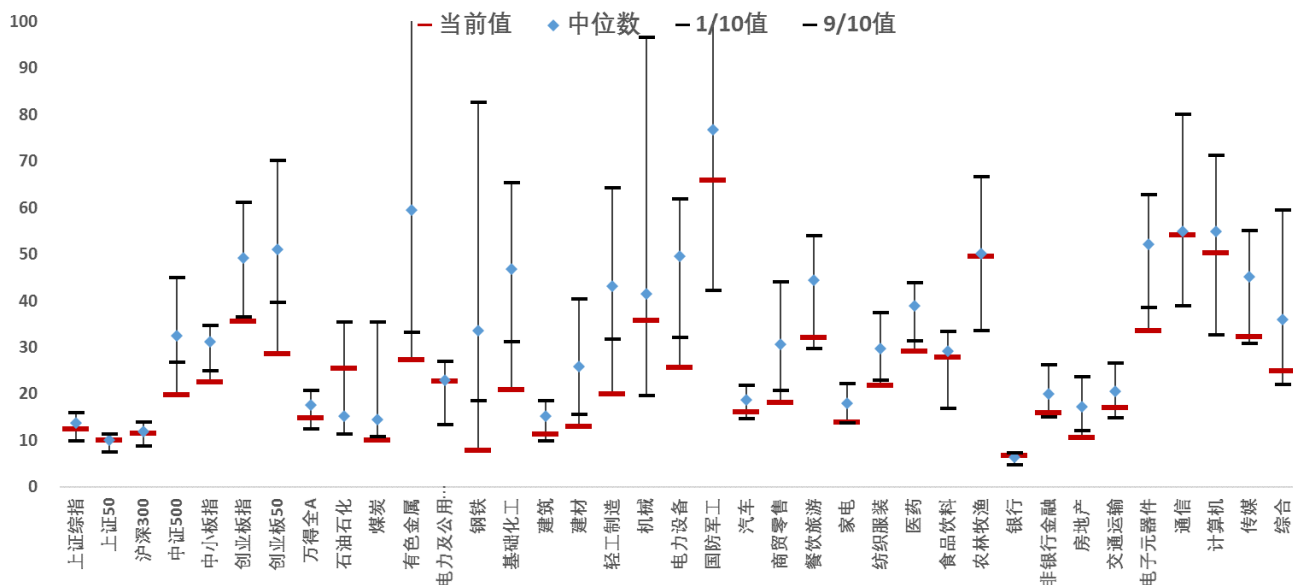
数据来源：Wind，东方证券研究所

## 估值：食品饮料风险溢价略高于中枢

当前处于 10 年以来 PE、PB 最低十分位的指数或行业有：中小板指、创业板 50、有色金属、基础化工、电力设备、商贸零售、医药、房地产、电子元器件，同时较上周相比不再满足条件的行业有：煤炭、纺织服装。从本周涨幅最高的食品饮料的风险溢价来看，食品饮料的风险溢价略高于中

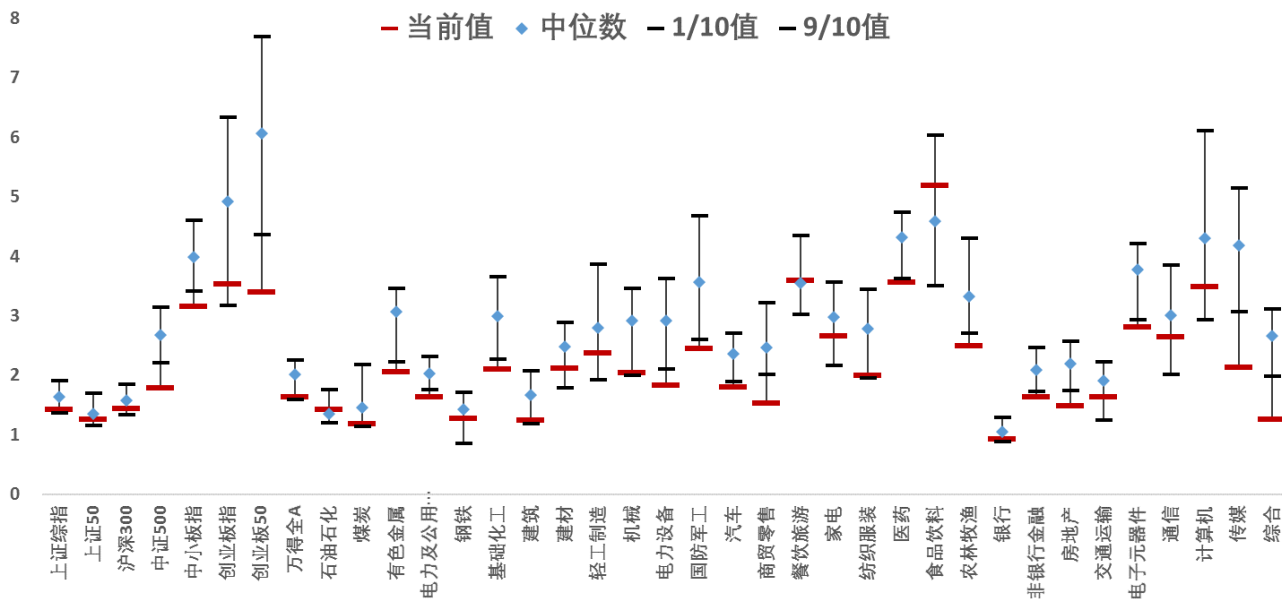
枢，从均值加减标准差的情况来看，食品饮料的风险溢价在 18 年的 1 月触及最低点，此后风险溢价快速上升，而这个阶段的上升更多的是指数点位快速下滑导致的。

图 11：各指数、行业 10 年以来 PE 最高 9/10 值、1/10 值、中位数以及当前值



数据来源：Wind，东方证券研究所

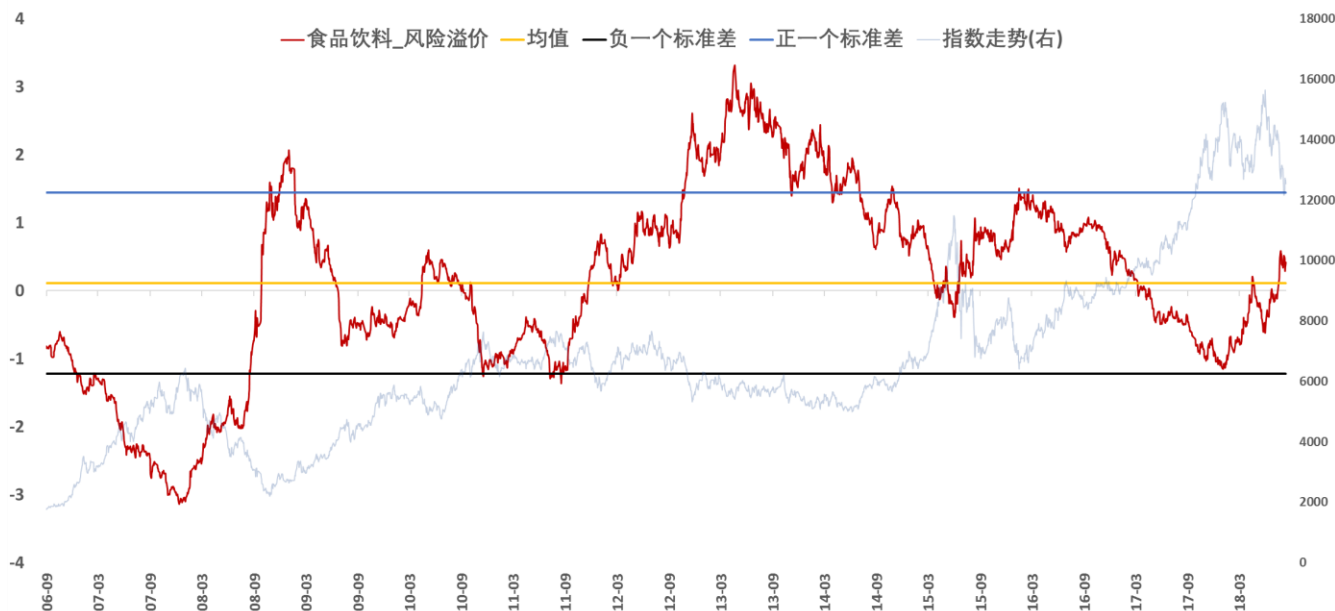
图 12：各指数、行业 10 年以来 PB 最高 9/10 值、1/10 值、中位数以及当前值



数据来源：Wind，东方证券研究所



图 13：特定指数 10 年以来风险溢价水平

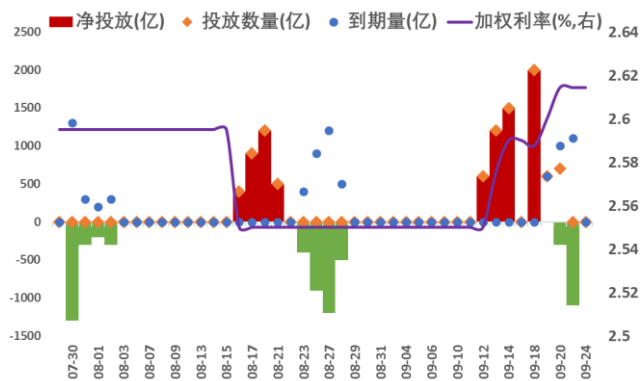


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 资金面：IPO 上市规模近期新高

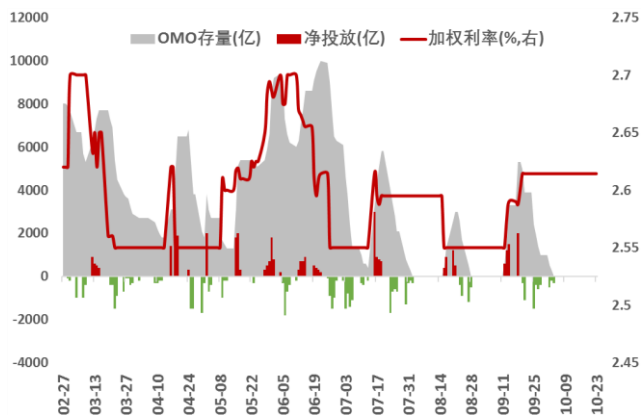
- 1、本周 OMO 投放 3300 亿，到期 2700 亿，净投放 600 亿，当前 OMO 存量为 3900 亿，下周到期 2400 亿。国债利率持续大幅上涨，一年期国债周上涨 16.4BP，两年期上涨 13.5BP，十年期国债上涨幅度较低，上涨 4.0BP，同时十年期与两年期国债利差下降 9.5BP，当前只有 42.8BP。Shibor 利率来看，短期 Shibor 略有上涨，一月及一年期有所下跌，同时，一月 Shibor 与一周 Shibor 利差仅仅为 10BP，是历史低点。
- 2、本周陆股通净买入额为 81.8 亿，其中沪股通净买入额为 56.3 亿，深股通净买入额为 25.5 亿。
- 3、截止 9 月 20 日，融资余额为 8305 亿，较上周减少 73 亿，融资余额持续 17 个周环比下滑。
- 4、本周 5 家 IPO 上市，规模为 80.8 亿，是近期 IPO 规模较高的一周。
- 5、解禁规模来看，本周解禁规模为 491 亿，预计下周解禁 320 亿。

图 14: 近期 OMO 操作



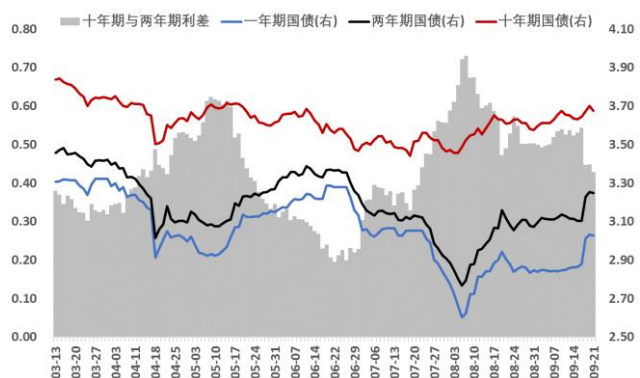
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 15: 近期 OMO 操作及存量



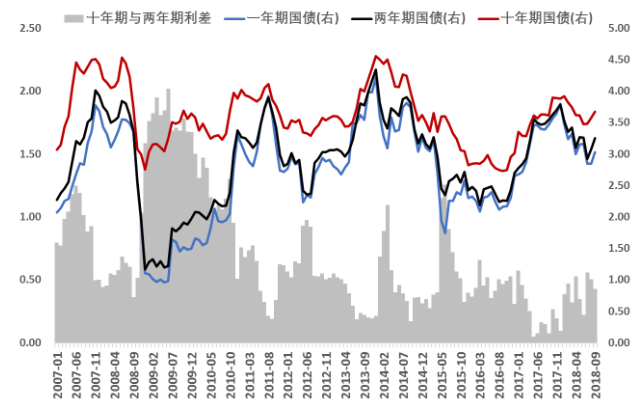
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 16: 近期国债收益率(%)



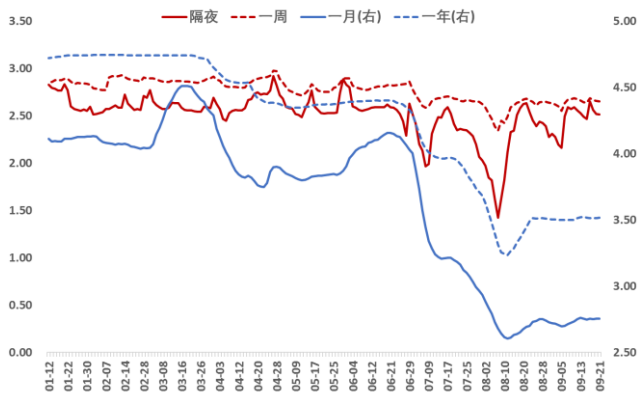
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 17: 07 年起国债收益率(%)



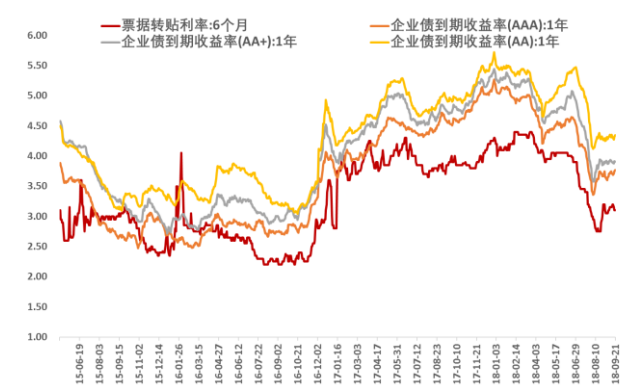
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 18: 短期 Shibor 利率(%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

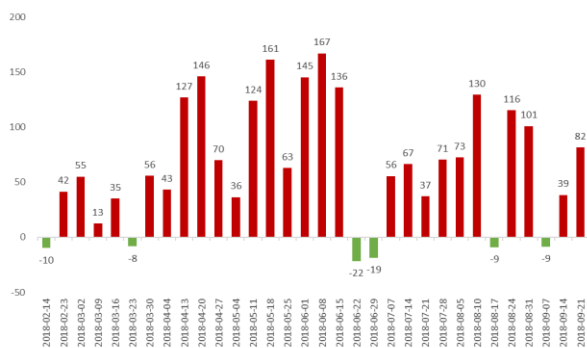
图 19: 票据收益率、企业债到期收益率(%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

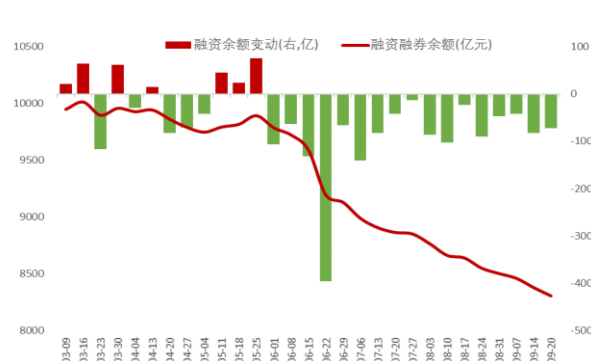


图 20：陆股通周净买入额（亿）



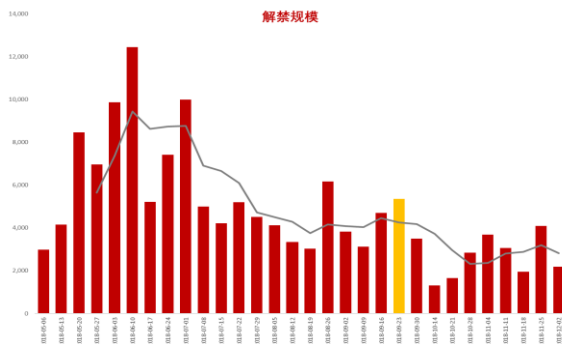
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 21：融资余额及变动



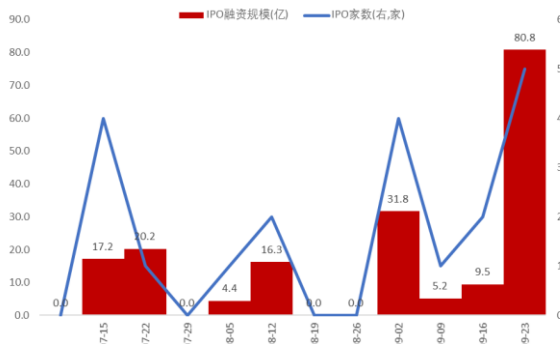
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：解禁规模（亿）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：IPO 融资规模及家数



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 全球市场概述：道指续创历史新高

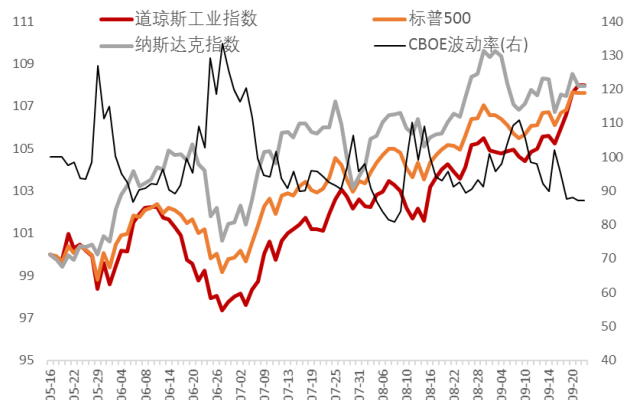
全球股市大幅上涨，道琼斯工业指数本周收涨 2.25%，本周四突破前期高点，周五续创历史新高，日经 225 本周收涨 3.36%，逼近 91 年以来最高点；美元指数本周下跌 0.81%，随着美元指数的下跌，大宗商品大多收涨，石油、贵金属均有一定涨幅，同时基本金属大幅上涨，LME3 月铜、锌、镍上涨幅度较高，农产品上涨幅度较高。人民币略有升值，在美元指数下跌情况下，日元仍大幅贬值，值得关注。国债情况来看，中美利差进一步下滑 4BP，当前只有 61BP。

图 24：全球各大股指涨幅(%)与本周收盘点位

指数名称	本周涨幅	收盘点位	两周涨幅	四周涨幅
道琼斯工业指数	2.25	26743.50	3.19	3.70
标普500	0.85	2929.67	2.02	1.91
纳斯达克指数	-0.29	7986.96	1.07	0.52
STOXX欧洲50	1.98	3067.38	3.24	-0.06
泛欧斯托克600	1.70	384.29	2.81	0.19
法国CAC40	2.65	5494.17	4.61	1.14
富时100	2.55	7490.23	2.92	-1.15
德国DAX	2.53	12430.88	3.94	0.29
MSC新兴市场	2.23	1051.43	2.78	0.12
恒生指数	2.45	27953.58	3.63	1.02
日经225	3.36	23869.93	7.01	5.61
韩国综合指数	0.90	2339.17	2.52	2.00
富时新加坡STI	1.78	3217.68	2.66	0.15
芝加哥期权交易所波动率指数	-3.23	11.68	-21.51	-2.59

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 25：美国各大股指及波动率指数近 90 个交易日表现



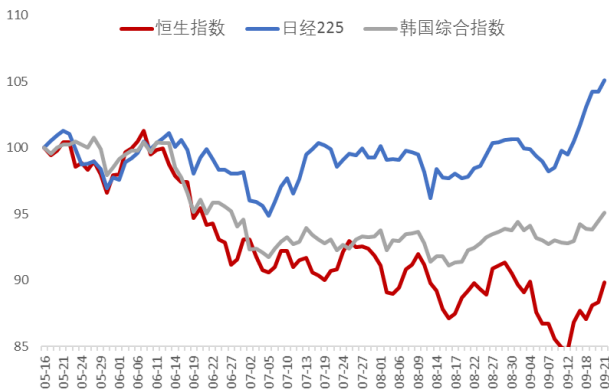
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：欧洲各大股指近 90 个交易日表现



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 27：亚洲各大股指近 90 个交易日表现



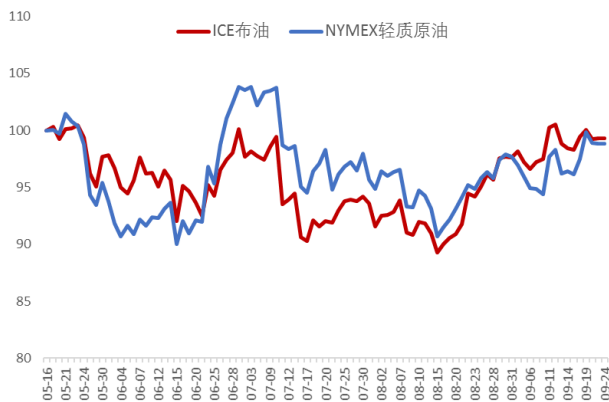
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 28：全球各大商品涨幅(%)与本周收盘点位

指数名称	本周涨幅	收盘点位	两周涨幅	四周涨幅
ICE布油连续	0.86	78.77	2.17	4.43
NYMEX轻质原油连续	2.51	70.71	4.20	3.20
COMEX黄金	0.42	1203.30	0.12	-0.74
COMEX白银连续	2.07	14.32	1.60	-3.37
LmeS-铜3	7.32	6337.50	7.78	4.42
LmeS-铝3	2.31	2081.00	0.87	-0.14
LmeS-锌3	8.50	2509.00	4.39	-0.67
LmeS-镍3	6.93	13275.00	7.62	-1.08
LmeS-铅3	0.17	2040.50	-0.90	-1.83
LmeS-锡3	-0.55	18940.00	-0.18	-0.45
CBO玉米连续	5.85	357.25	0.92	2.51
CBO大豆连续	2.98	847.25	1.96	0.71
CBO小麦连续	8.97	522.50	7.23	1.75

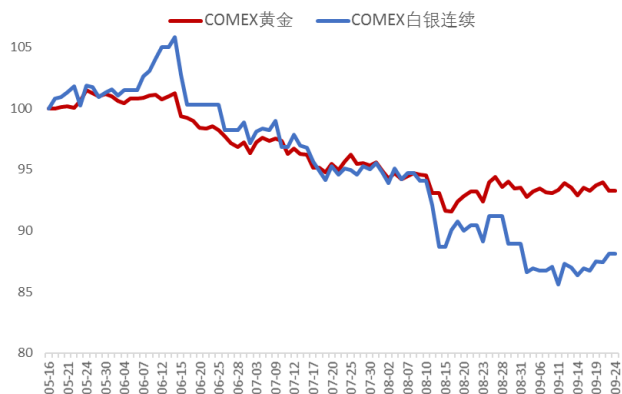
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 29：ICE 布油与 NYMEX 原油近 90 个交易日表现



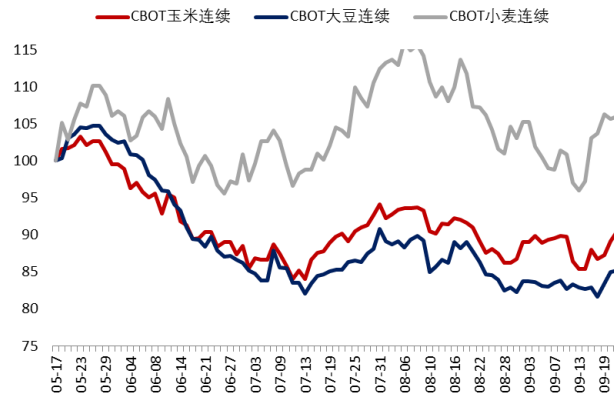
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 30: Comex 黄金与 Comex 白银近 90 个交易日表现



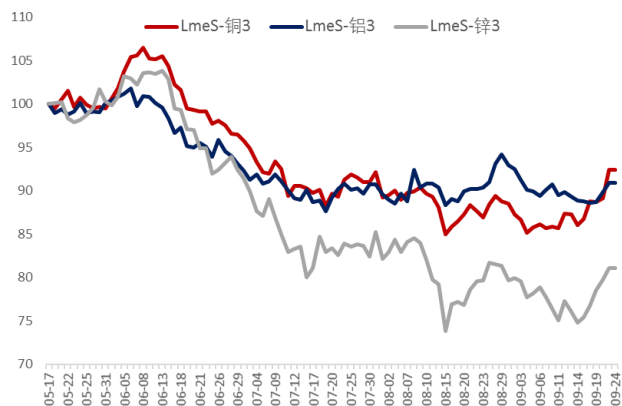
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 31: 农产品期货近 90 个交易日表现



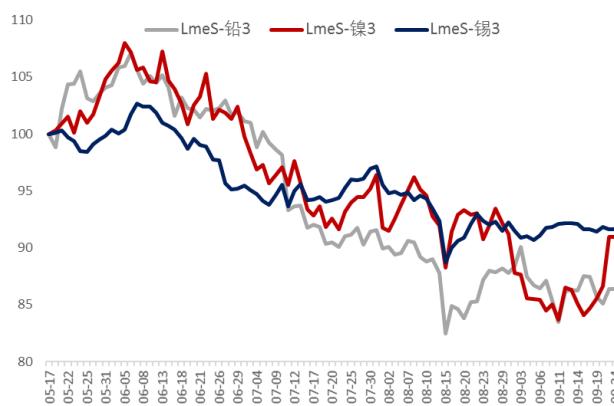
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 32: LME 三月铜、铝、锌近 90 个交易日表现



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 33: LME 三月铅、镍、锡近 90 个交易日表现



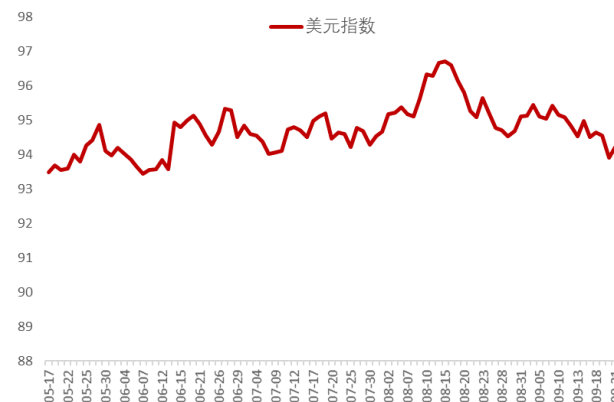
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 34: 外汇相关指标涨幅(%)与本周收盘点位

指数名称	本周涨幅	收盘点位	两周涨幅	四周涨幅
美元指数	-0.81	94.21	-1.26	-0.96
美元兑人民币	-0.19	6.84	0.02	0.13
美元兑离岸人民币	-0.47	6.85	-0.30	0.05
美元兑欧元	-0.65	0.85	-1.12	-1.09
美元兑英镑	-0.69	0.76	-2.12	-1.64
美元兑加元	-0.68	1.29	-1.72	-0.78
美元兑澳元	-1.31	1.37	-1.81	-0.98
美元兑日元	0.80	112.73	1.82	1.77

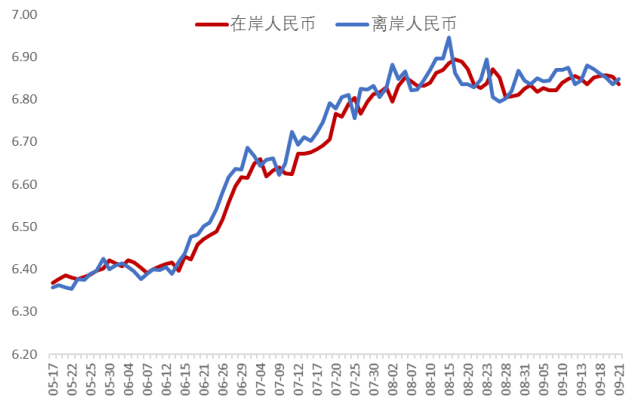
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 35: 美元指数近期走势



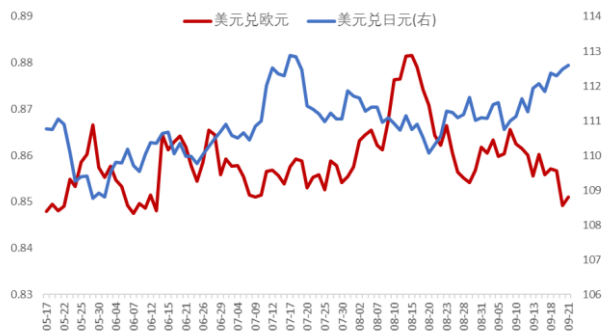
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 36：在、离岸人民币近期走势



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 37：美元兑欧元、美元兑日元近期走势



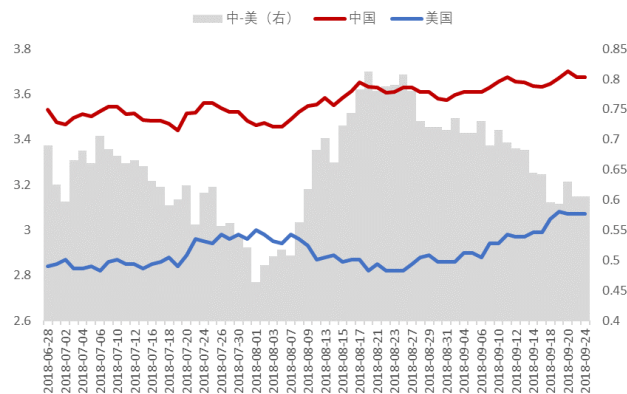
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 38：全球十年期国债收益率(%)及近期变动(BP)

指数名称	本周涨跌	收益率	两周涨跌	四周涨跌
中国	4.25	3.68	2.01	4.49
美国	8.00	3.07	13.00	22.00
日本	-11.70	0.00	-12.10	-10.10
澳大利亚	8.00	2.70	12.50	16.00
英国	7.64	1.59	14.06	19.71
法国	0.90	0.78	6.80	6.40
德国	1.00	0.46	5.00	10.00
巴西	-54.00	11.70	-56.00	-23.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 39：中国、美国十年期国债收益率近期走势



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

1. 监管持续加强导致市场风险偏好降低
2. 宏观经济下行超预期，对 A 股基本面带来负面影响

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

