

投研视点 | 股市上涨期间债市的表现特征

在金融市场的复杂生态系统中，股票与债券市场之间的联动关系一直是投资者和研究者关注的焦点。这种联动不仅反映了市场参与者对经济基本面的共同认知，也体现了资金在不同资产类别间的流动规律。近期股票市场的上涨也对债券市场的表现产生较大的影响，借以回顾历史望对未来投资方向提供一定借鉴意义。

2014-2015 年：

政策推动的股债双牛

2014 年 7 月至 2015 年 5 月股市大涨，万得全 A 指数实现了 150%左右的涨幅，银行板块表现突出涨幅达到 64%左右。然而，与传统的“股债跷跷板”理论不同，这一时期债券市场并未出现预期中的下跌，反而呈现出与股市同步走强的局面。具体来看，10 年期国债收益率从 4.1%的高位震荡下行至 3.4%左右，累计降幅达 70BP 左右，与当时资金面整体宽松的大环境有关。在股市“杠杆牛”的同时，债券市场正经历着“资产荒”——大量资金在实体经济回报率下降的背景下涌入债市，推动债券价格走高。这一时期，期限利差先收窄后走阔，信用利差也呈现震荡收窄的态势。

2016-2017 年：典型的股债负相关时期

与 2015 年形成鲜明对比的是 2016 年四季度和 2017 年全年，出现了更为传统的股债负相关关系。这一阶段上证指数缓慢上涨的同时，10 年期国债收益率从 2016 年四季度的 2.68%附近上行至 2017 年末的 3.88%。特别是 2017 年，消费与金融板块领涨的结构性牛市中股债负相关关系更为强化。金融监管、货币政策、资金面的收紧叠加经济企稳预期的增强，共同推动了债券市场的调整。

2019-2021 年：结构性行情中的股债联动新特征

2019 年至 2021 年期间，A 股市场呈现出明显的结构性牛市特征。2019 年创业板表现优异，2020 年医药生物板块领涨，2021 年则是核心资产表现突出。在这三年中，外资的持续流入打破了传统的股债联动规律，股债联动不再是简单的负相关关系，而是表现出更为复杂的结构性分化。2020 年由于疫情冲击，货币政策大幅宽松，全年 10 年期国债收益率变化不大。进入 2021 年，在市场对核心资产的追捧中，10 年期国债收益率反而下行 40BP 左右至 2.78%，呈现出“股债双强”的格局。这一阶段的一个显著特点是，科技、消费等领涨板块与债市的负相关性更强，而金融地产等传统板块与债市的联动性明显减弱。

2024-2025 年：市场新周期下的股债关系演变

近期 A 股市场迎来了新一轮上涨周期，目前上证指数已经一路攀升至 3800 点上方。本轮股市上涨更多由流动性驱动而非增长预期驱动，这与以往周期股主导的行情形成鲜明对比。10 年期国债收益率从 1.65% 上行至 1.78%，涨幅 13BP 左右，而 30 年期国债则突破 2% 关口。这一时期，收益率曲线呈现“熊陡”特征，超长端表现更弱，30 年期国债收益率上行幅度明显大于 10 年期，而短端利率相对稳定。

未来展望

短期内股债之间的负相关性仍将维持，但整体强度可能有所减弱。当前市场呈现出一些新特征，进入 8 月下旬的“股牛债平”现象，显示出传统“跷跷板”效应正在发生变化，投资者需要更加关注流动性因素和政策导向。一方面，基本面信号是判断股债联动转折的重要依据。当制造业 PMI 连续 3 个月高于或低于荣枯线时，往往预示着经济基本

面的变化，进而影响股债配置；社融增速的拐点出现同样值得重视，它反映了实体经济的融资需求和金融体系的流动性供给情况。另一方面，政策信号同样关键。央行货币政策委员会季度例会的措辞变化往往预示着政策方向的调整，关注财政刺激力度超预期和房地产政策大幅放松的可能性。另外，市场技术指标也能提供有价值的参考，比如 10 年期国债收益率触及关键点位、股债性价比指标触及历史极值、理财规模单月变动超过 5000 亿元等资金流动信号。

(作者**甘源**为太平基金固定收益投资部基金经理)