

山重水复，股债双牛

核心观点

中美小阳春或货币大幅宽松（叠加中美博弈预计在有限、可控的范围内升级）有望驱动我国出现股债双牛行情。但过程中可能略有反复，风险偏好的修复并非一蹴而就，我国可能在中美关系以及国内政策应对波折的考验后迎来一轮股债双牛。

山重：中美小阳春和央行的货币投放也存在一些不确定性和约束因素，过程可能有所反复。中美关系方面，大国博弈一波三折，充满挑战。2025年中美博弈进入新阶段，特朗普政府可能进一步升级关税政策；双方在高科技产业和军事领域的博弈愈发激烈，会进一步加剧中美之间的紧张局势。货币政策方面，部分因素也可能使得央行的流动性投放阶段性受约束，如防止长端利率过快下行推进债市去杠杆和避免汇率快速下行放缓流动性投放等。

水复：中美关系方面，虽然过程有所波折，但2025年中美关系存在“小阳春”的可能性，四个领域具备合作空间，虽然2025年中美博弈可能一波三折，但预计在有限的范围内升级。货币政策方面，预计最终仍将走向宽松，预计全年共计100BP的降准空间；降息也将继续发力，可能兼顾汇率形势择机选择，预计中性情况下降息30BP，极限情况下降息50BP。

因此虽然短期中美贸易摩擦不确定性和货币政策节奏扰动等可能对市场情绪产生短期波动，但“山重水复”，伴随中美潜在“小阳春”以及货币政策宽松政策效果逐步显现，市场风险偏好有望得到提升，迎来股债双牛行情。

□ 经济下&货币宽+经济韧性&通胀回落驱动降息预期是海外股债双牛的主要场景

根据我们的复盘总结，美国、日本、欧洲股债双牛主要有2大成因。

情形1：经济面临下行压力，但货币政策加力宽松，修复市场风险偏好，资金进入资本市场的速度快于信贷修复速度。就风格而言这一类股债双牛中股市均由估值驱动，大盘股、科技整体占优。

情形2：基本面韧性较强，通胀边际放缓导致市场弱化加息预期推动股债双牛。就风格而言此类股债双牛中股市均由盈利驱动，市场风格大盘股、科技股整体占优。

此外，在部分场景下，汇率上行带来的外资净流入一定程度上也会助推股债双牛的形成；但汇率的变化并非股债双牛的必要条件。

从持续时间来看，我们总结的美国的股债双牛平均持续时间约10个月；欧元区的股债双牛平均持续时间约12个月；日本在安倍“三支箭”后股债双牛的平均持续时间约20个月。

□ 国内股债双牛兑现，经济承压+宽货币是重要条件

股债双牛对于国内新兴与转轨并存的市场而言并不常见。结合历次股债双牛的案例分析，其必要条件是经济弱势运行与政策宽松的组合，权益市场的弹性释放主要依赖于估值贡献，并且估值改善也需要增量催化方能释放量能，包括收缩性政策的暂缓、外部环境的改善、资本市场扩容等。

从行业比较来看，在基本面边际影响有限的前提下，成长风格相对优于价值，总体上领涨行业和细分赛道取决于宏观意义上预期差最大的变量，典型的案例为2019年1月-4月的牛市。我们进一步提示，股债双牛行情的终结往往与物价总水平回升、基本面特别是快变量预期回踩（例如2021年的基建和地产投资不及预期）、海外流动性收紧等关联性更高，彼时股债将重新表现为跷跷板效应。

□ 为何过去两年我国处于经济承压、货币宽松周期，但股债双牛较难出现？

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

分析师：廖博
执业证书号：S1230523070004
liaobo@stocke.com.cn

分析师：潘高远
执业证书号：S1230523070002
pangaoyuan@stocke.com.cn

分析师：费瑾
执业证书号：S1230524070007
feijin@stocke.com.cn

研究助理：王瑞明
wangruiming@stocke.com.cn

研究助理：汤子玉
tangziyu@stocke.com.cn

相关报告

- 《12月经济：柳暗花明又一村》 2025.01.18
- 《12月金融数据：M1为何继续抬升？》 2025.01.14
- 《持续关注“抢出口”》 2025.01.13

虽然过去两年来我国总体处于经济承压、货币政策处于宽松周期，但由于存在内外两大负面因素压制风险偏好，即经济结构转型阵痛及中美摩擦加剧，仅依靠宽松货币政策的对冲较难完全应对。财政政策虽保持积极基调，但相较于经济修复进程仍有较大加力空间，宏观政策对有效需求、总物价水平的回升带动是渐进过程，多重压力之下使得股市的风险偏好较难提升，股市总体呈现较大压力，债券牛市较为显著，做多情绪持续加强。

一是近年来我国产业结构转型持续深入推进，高质量发展效果显现，但难免出现部分传统产业增速下降，相关传统企业面临转型升级的巨大挑战，就业群体也面临转型的压力，转型阵痛拖累经济增长，不确定性增加使得风险偏好较难提升。

二是百年未有之大变局背景下，近年来地缘风险持续提升，中美关系在曲折中前行，美国在科技、贸易等领域频繁施压，使得中美关系走向的不确定性大大提升，从而影响人们对经济发展的未来预期，更为谨慎地进行投资，也影响到国际资本的流向，压制风险偏好的抬升。

□ 未来哪些因子可能会触发股债双牛？

其一，外部压力缓解，中美小阳春带动风险偏好改善。特朗普能够赢得2024年美国大选的关键在于国内问题，对华政策并非核心竞选议题。预计特朗普2.0时代的中美关系可能会在合作与博弈之间摇摆不定，中美关系存在出现“小阳春”的可能性，主要包含以下四个方面：1) 地缘政治领域相关合作、2) 中国扩内需成为中美贸易再平衡的重要抓手、3) 人民币汇率更为稳定，贬值空间和意愿均较小；4) 特朗普可能寻求中国在非敏感领域加大对美投资、创造就业。

以上四个领域的潜在合作空间可能促成中美关系的小阳春，在此背景下，**股票市场**，若中美关系缓和，中美贸易环境有望得到改善，市场风险偏好修复，有助于推动股市整体修复，形成牛市行情。**债券市场**，在中美关系缓和的背景下，国内在财政领域扩内需的政策将适度延后，货币宽松先行，驱动债牛行情。

其二，我国货币大幅宽松+中美博弈有限升级。根据复盘，我国在面临基本面压力时整体货币宽松力度低于海外，更快的扩表速度可以更好稳定市场预期并对冲其他负面因素的影响，在驱动股债双牛行情的同时，股价上涨和宽货币也带来了此后企业盈利增速的更快修复。如果2025年我国货币政策加大宽松力度，且中美博弈仅在有限范围内升级，无风险利率的快速下行可以抵御有限风险偏好的冲击并驱动股债双牛行情。

□ 山重水复，股债双牛

中美小阳春或货币大幅宽松（叠加中美博弈预计在有限、可控的范围内升级）有望驱动我国出现股债双牛行情。但过程中可能略有反复，风险偏好的修复并非一蹴而就，我国可能在中美关系以及国内政策应对波折的考验后迎来一轮股债双牛。

山重：中美小阳春和央行的货币投放也存在一些不确定性和约束因素，过程可能有所反复。中美关系方面，大国博弈一波三折，充满挑战。2025年中美博弈进入新阶段，特朗普政府可能进一步升级关税政策，对中国商品加征更高额的关税，这将对中国经济产生负向冲击。此外，中美之间的战略竞争已进入新的阶段，双方在高科技产业和军事领域的博弈愈发激烈，会进一步加剧中美之间的紧张局势。**货币政策方面**，部分因素也可能使得央行的流动性投放阶段性受约束，如防止长端利率过快下行推进债市去杠杆和避免汇率快速下行放缓流动性投放等。

水复：中美关系方面，虽然过程有所波折，但2025年中美关系存在“小阳春”的可能性，四个领域具备合作空间，虽然2025年中美博弈可能一波三折，但预计在有限的范围内升级。**货币政策方面**，预计最终仍将走向宽松，预计全年共计100BP的降准空间；降息也将继续发力，可能兼顾汇率形势择机选择，预计中性情况下降息30BP，极限情况下降息50BP。

因此虽然短期中美贸易摩擦不确定性和货币政策节奏扰动等可能对市场情绪产生短期波动，但“山重水复”，伴随中美潜在“小阳春”以及货币政策宽松政策效果逐步显现，市场风险偏好有望得到提升，迎来股债双牛行情。

□ 风险提示

中美博弈超预期；国内逆周期政策低于预期。

正文目录

1 发达国家的股债双牛什么样	7
1.1 美国 90 年代至今共经历 8 轮股债双牛	7
1.1.1 1990 年 10 月至 1991 年 12 月，持续 15 个月：情形 1，储贷危机通胀下行，经济承压，货币宽松加码股债双牛	9
1.1.2 1992 年 11 月至 1993 年 10 月，持续 11 个月：情形 1，通胀和经济双双下行，货币政策宽松加码驱动股债双牛	10
1.1.3 1994 年 12 月至 1995 年 9 月，持续 9 个月：情形 2，通胀边际放缓，经济有韧性，加息预期转弱股债双牛	11
1.1.4 1997 年 4 月至 1998 年 7 月，持续 15 个月：情形 2，亚洲金融危机油价回落通胀放缓，经济受互联网支撑有韧性驱动股债双牛	12
1.1.5 2013 年 12 月至 2015 年 2 月，持续 14 个月：情形 1，通胀下行，经济复苏不及预期，联储延长 QE3 股债双牛	13
1.1.6 2018 年 11 月至 2019 年 8 月，持续 9 个月：情形 2，通胀放缓，经济有韧性，加息预期转弱股债双牛	14
1.1.7 2020 年 3 月至 2020 年 9 月，持续 6 个月：情形 1，公共卫生事件美国衰退，联储 QE+零利率开启股债双牛	14
1.1.8 2024 年 4 月至 7 月，持续 3 个月：情形 2，通胀放缓，经济仍有韧性，宽松预期增强驱动股债双牛	15
1.2 日本的股债双牛由安倍“三支箭”驱动	17
1.2.1 2013 年 5 月至 2015 年 1 月，持续 20 个月：情形 1，通胀转弱，经济承压，安倍“三只箭”启动股债双牛	17
1.3 欧元区的股债双牛主要在基本面下行背景下由货币宽松驱动	18
1.3.1 2014 年 1 月至 2015 年 4 月，持续 16 个月：情形 1，欧债危机后资产负债表衰退，欧央行负利率+QE 驱动股债双牛	19
1.3.2 2018 年 12 月至 2019 年 7 月，持续 7 个月：情形 1，通胀下行，逆全球化经济疲软，欧央行延长 QE 股债双牛	20
2 国内股债双牛主要在经济承压+货币宽松期出现，同时还叠加内部制度或外部环境利好	21
2.1 2014 年初至 2015 年 6 月：经济承压货币宽松，股票市场改革牛+杠杆牛	22
2.2 2019 年 1 月-4 月股债双牛复盘：赔率与宽松政策共振催化	26
2.3 2019 年 12 月至 2020 年 2 月：流动性驱动的创业板牛市	32
2.4 2021 年 3 月至 11 月：公募基金+外资资金	33
3 为何过去两年我国经济承压+宽货币，但股债双牛较难出现？	37
3.1 内外两大负面约束导致风险偏好提升困难，债牛股不牛	37
3.2 内部负贝塔：产业转型，经济增长阵痛	38
3.3 外部负贝塔：地缘风险，中美摩擦加剧	39
4 未来什么因子可能触发股债双牛？	41
4.1 外部压力缓解：中美小阳春带动风险偏好改善	41
4.1.1 赢得大选：锚点在对内，而非对外	41
4.1.2 胜选之后：并未对华更加苛刻	41
4.1.3 后续推演：中美存在阶段性“小阳春”的可能性	42
4.2 货币大幅宽松+中美博弈有限升级可能驱动股债双牛	44
4.2.1 我国货币宽松力度低于海外，即便中美博弈有限升级但未来宽松大幅加码也可驱动股债双牛	44
4.2.2 扩表效果：更快速的扩表可以更好稳定市场预期，在带来股债双牛行情的同时也为企业盈利增速的更快修复创造良好环境	47
5 山重水复，股债双牛	50

6 风险提示50

图表目录

图 1: 股债双牛期间大盘/小盘风格比较.....	8
图 2: 股债双牛期间科技/红利风格比较.....	8
图 3: 美元指数	9
图 4: 外国净购买证券/GDP 比重 (%)	10
图 5: 外国净购买证券同比增速 (%)	10
图 6: 1990 至 1995 年两轮股债双牛.....	11
图 7: 美国基本面	11
图 8: 1990 年股债双牛盈利/估值拆分.....	11
图 9: 1992 年股债双牛盈利/估值拆分.....	11
图 10: 1994 年至 1995 年股债双牛.....	12
图 11: 1994 年至 1995 年股债双牛盈利/估值拆分.....	12
图 12: 1997 年股债双牛.....	13
图 13: 1997 年股债双牛盈利/估值拆分.....	13
图 14: 2013 年至 15 年股债双牛.....	14
图 15: 2013 年至 15 年股债双牛由估值驱动.....	14
图 16: 2019 年、2020 年股债双牛.....	15
图 17: 2020 年 3 月至 2020 年 9 月股债双牛由估值驱动.....	15
图 18: 2024 年股债双牛.....	16
图 19: 2024 年股债双牛盈利驱动.....	16
图 20: 标普 500 各行业涨幅 (%)	16
图 21: 美国联邦基金利率 (%)	16
图 22: 2013 年 12 月至 2015 年 2 月股债双牛由估值驱动.....	18
图 23: 2020 年 3 月至 2020 年 9 月股债双牛由估值驱动.....	18
图 24: 2013 至 2015 年股债双牛中板块表现红利靠后(%).....	18
图 25: 2014 年至 2015 年股债双牛由估值驱动 (指数, %)	19
图 26: 2020 年 3 月至 2020 年 9 月股债双牛由估值驱动.....	19
图 27: 2014、2015 年欧元区通胀压力高企 (%)	20
图 28: 欧元区失业率持续上行 (%)	20
图 29: 2018 年至 2019 年间的股债双牛 (指数, %)	20
图 30: 2018 年至 2019 年间的股债双牛由估值驱动.....	20
图 31: 2014 年初至 2015 年 6 月股债双牛 (指数, %)	22
图 32: GDP 增速和 GDP 平减指数 (%)	23
图 33: 社融存量同比增速 (%)	23
图 34: 2014 年起商品房销售压力凸显.....	23
图 35: 2014 年开始商品房待售压力逐步增大.....	23
图 36: 2014-2020 年我国棚改套数	24
图 37: PSL 当月新增资金 (右轴) 及期末余额 (左轴)	24
图 38: 人民币存款准备金.....	24
图 39: 一年期贷款市场报价利率 (LPR)	24
图 40: 两融交易规模大幅抬升 (亿元, %)	25
图 41: 沪深股市股票总市值 (含 A、B 股) /当年 GDP	25
图 42: 2016 年股债双牛窗口期较短.....	26

图 43:	2019 年 1 月伊始已进入到较快上涨通道.....	27
图 44:	2019 年 1 月-4 月行业层面集体上涨 (单位: %)	27
图 45:	2019 年 1 月 A 股 PE 估值处于历史较低分位数	27
图 46:	2019 年一季度 A 股风格相对均衡.....	27
图 47:	2019 年 1 月-4 月市场风险溢价渐进抬升 (单位: %)	28
图 48:	2019 年 1 月-4 月北向资金总体净流入.....	28
图 49:	2019 年 1 月-4 月信用债与 A 股震荡走强.....	29
图 50:	2019 年经济悲观预期带动长期美债收益率下行.....	29
图 51:	2019 年下沉资质信用利差收窄较多 (AA 左轴, AA+右轴)	29
图 52:	2019 年 1 月央行开展全面降准.....	30
图 53:	宽信用或是经济基本面的领先指标.....	30
图 54:	CBS 提升了永续债的流动性.....	30
图 55:	2019 年 12 月至 2020 年 2 月流动性驱动的创业板牛市 (%)	32
图 56:	GDP 增速 (左轴) 和 GDP 平减指数 (右轴)	33
图 57:	社融存量同比增速 (%)	33
图 58:	2021 年 3 月至 11 月股债双牛 (%)	33
图 59:	GDP 增速和 GDP 平减指数 (%)	34
图 60:	社融存量同比增速 (%)	34
图 61:	2021 年起房地产新开工和拿地降速.....	34
图 62:	2021 年开始商品房待售压力逐步增大.....	34
图 63:	2021 年财政收入及支出.....	35
图 64:	2021 年专项债发行进度滞后.....	35
图 65:	年度新成立偏股型基金份额.....	35
图 66:	普通股票型和偏股混合型基金持仓集中度 (前 4 行业, %)	35
图 67:	沪股通+深股通年度资金净流入 (左) 和成交金额 (右)	36
图 68:	普通股票型和偏股混合型基金持仓集中度 (前 4 行业)	36
图 69:	除 24 年 2 至 5 月外, 22 年以来股债双牛较难出现.....	37
图 70:	2022 年以来我国货币政策处于宽松周期.....	37
图 71:	近年来地产投资负增, 制造业投资保持较高增长.....	38
图 72:	近年来房地产拖累 GDP 增速, 制造业支撑 GDP 增速.....	38
图 73:	近年来民间投资增速相对较低.....	38
图 74:	2022 年以来外国直接投资净流入下降较多.....	39
图 75:	22、23 年我国外商直接投资实际使用金额增速下滑.....	39
图 76:	2024 年 10 月美国选民认为最重要的问题.....	41
图 77:	美元兑人民币汇率走势.....	44
图 78:	美国、欧洲和日本央行扩表进程.....	46
图 79:	美国央行扩表规模变化.....	46
图 80:	欧洲央行扩表规模变化.....	46
图 81:	日本央行扩表规模变化.....	47
图 82:	中国央行扩表规模变化.....	47
图 83:	2008 年金融危机后各国央行扩表速度对比.....	47
图 84:	2020 年公共卫生事件后各国央行扩表速度对比.....	47

1 发达国家的股债双牛什么样

根据我们的复盘总结，美国、日本、欧洲股债双牛主要有 2 大成因：

情形 1：经济面临下行压力，但货币政策加力宽松，修复市场风险偏好，资金进入资本市场的速度快于信贷修复速度。就风格而言这一类股债双牛中股市均由估值端驱动，大盘股、科技整体占优。

情形 2：基本面韧性较强，通胀边际放缓导致市场弱化加息预期推动股债双牛。就风格而言这一类股债双牛中股市均由盈利驱动，市场风格大盘股、科技股整体占优。

部分场景下，汇率上行带来的外资净流入一定程度上也会助推股债双牛的形成：一是 1990 年 10 月至 1991 年 12 月美国的股债双牛，美元指数先升后降，由 82.78 最高升至 1991 年 8 月 96.49，主因海湾战争和苏联政局不稳催生美元需求。从 TIC 数据来看外国资金净流入美国证券规模与 GDP 的比重由 1990 年 10 月 0.31% 升至 1991 年 12 月 0.92%。

二是 1992 年 11 月至 1993 年 10 月美国的股债双牛，美元指数先由股债双牛前 1992 年 9 月 10 日的 79.74 快速升至股债双牛启动时的 90.19，并进一步升至 92.53。主因西欧发生“九月危机”，以及日本“泡沫经济”破裂经济危机加剧，美国资产的“避险”属性增强，股债双牛其间外国资金流入美国证券规模占 GDP 的比重由 1.08% 升至 1.44%。

表1：股债双牛周期与风格表现

类型	国家	时长 (月)	时间	估值/盈利	大/小盘	红利/科技
情形 1：经济面临下行压力，货币政策力度加码导致市场信心复苏股债双牛	美国	15	1990 年 10 月储贷危机通胀下行，经济承压，货币政策加码股债双牛	估值	小盘股	/
	美国	11	1992 年 11 月通胀下行，经济下行，货币政策加码股债双牛	估值	小盘股	/
	美国	14	2013 年 12 月通胀下行，经济承压，联储延长 QE3 股债双牛	估值	大盘股	科技
	日本	20	2013 年 5 月通胀转弱，经济承压，安倍“三只箭”股债双牛	盈利	小盘股	科技
	欧元区	16	2014 年 1 月通胀下行，经济承压，欧债危机后负利率+QE 股债双牛	估值	大盘股	科技
	欧元区	7	2018 年 12 月通胀下行，经济承压，欧央行延长 QE 股债双牛	估值	大盘股	科技
情形 2：基本面有韧性，通胀边际放缓弱加息预期，股债双牛。	美国	6	2020 年 3 月通胀下行，经济承压，美国 QE4 开启流动性股债双牛	估值	大盘股	科技
	美国	9	1994 年 12 月通胀边际放缓，经济有韧性，加息预期转弱股债双牛	盈利	小盘股	/
	美国	15	1997 年 4 月通胀放缓，经济有韧性，能源价格下行加息预期转弱股债双牛	估值	大盘股	/
	美国	9	2018 年 11 月通胀放缓，经济有韧性，全球经济放缓加息预期转弱股债双牛	盈利	大盘股	科技
美国	3	2024 年 4 月通胀放缓，经济有韧性，加息预期走弱股债双牛	盈利	大盘股	科技	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1 美国 90 年代至今共经历 8 轮股债双牛

90 年代至今美国出现过 8 轮有一定持续性的股债双牛，平均持续时间约 10 个月。我们认为经济下行压力，叠加大幅货币宽松最容易出现股债双牛。

一是 1990 年 10 月至 1991 年 12 月储贷危机后美国经济承压，联储迅速降息 675BP 开启股债双牛；二是 1992 年 11 月至 1993 年 10 月，美国经济复苏不及预期，联储宽货币呵护，催生股债双牛；三是 2013 年 12 月至 2015 年 2 月，次贷危机及欧债危机余波后，美国经济复苏不及预期美联储延长 QE3 驱动股债双牛；四是 2020 年公共卫生事件时期基本面下行，但联储降息+无限量 QE 驱动 2020 年 3 月至 2020 年 9 月的“股债双牛”。

其他股债双牛的原因主要是美国经济保持强韧性增强股市信心，通胀回落带动宽松预期上行继而驱动利率回落形成的股债双牛。例如 2024 年 4 月至 2024 年 9 月，美国失业率维持低位但通胀边际走弱，联储降息预期升温驱动“股债双牛”；1994 年 12 月至 1995 年 9 月美联储格林斯潘预防式小幅加息，同期通胀小幅回落，但基本面韧性较强带动股债双牛。

股债双牛时期的风格和股债双牛的类型有较强相关性，基本面下行、货币政策宽松驱动的股债双牛均为估值驱动；通胀压力缓解，但基本面有韧性的股债双牛主要为盈利驱动。

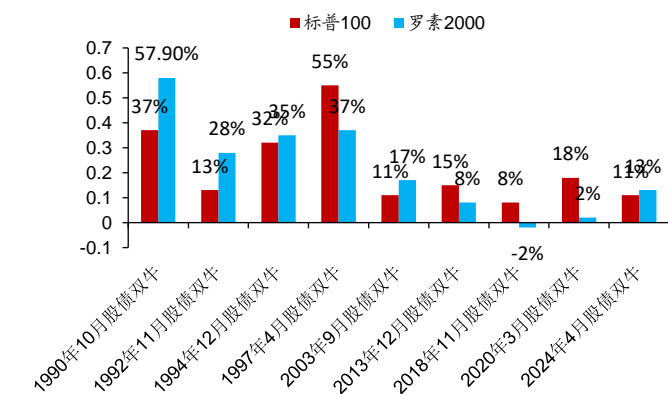
风格上来看，美国的股债双牛期间整体大盘股、科技股占优。

表2: 美国股债双牛周期

持续时 间 (月)	开始/结束 时间	纳斯达克 纳斯达克	纳斯达克 涨幅	标普 500	标普 500 涨幅	美 10 债 债券收益率 下行 (BP)	美国 GDP 增 速 (季同 比, %)	美国 CPI 通 胀 (%)	联邦基金利 率 (%)
第一轮	1990/10/11	325.61	80.07%	295.46	41.17%	8.92	0.60	6.40	7.75
	1991/12/31	586.34		417.09		6.71			
第二轮	1992/11/9	622.05	26.58%	418.59	12.16%	7	4.38	3.00	3.00
	1993/10/15	787.42		469.5		5.19			
第三轮	1994/12/12	719.12	48.37%	449.47	29.84%	7.85	4.12	2.60	5.50
	1995/9/14	1066.96		583.61		6.08			
第四轮	1997/4/25	1209.29	66.56%	765.37	54.71%	6.94	4.31	2.40	5.50
	1998/7/20	2014.25		1184.1		5.48			
第五轮	2013/12/31	4176.59	13.15%	1848.36	10.73%	3.04	3.01	1.50	0.25
	2015/2/9	4726.01		2046.74		1.96			
第六轮	2018/11/23	6938.98	11.93%	2632.56	8.17%	3.05	2.13	2.10	2.25
	2019/8/15	7766.62		2847.6		1.52			
第七轮	2020/3/23	6,860.67	58.11%	2,237.40	48.92%	0.76	1.28	1.50	0.25
	2020/9/8	10,847.69		3,331.84		0.69			
第八轮	2024/4/25	15611.76	19.44%	5048.42	11.60%	4.7	3.04	3.40	5.50
	2024/7/10	18647.45		5633.91		4.28			

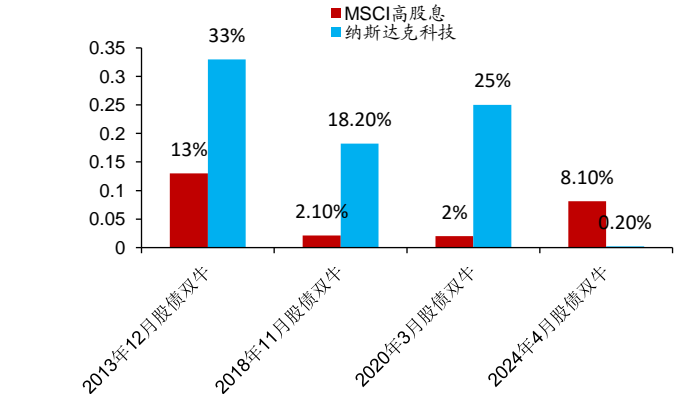
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图1: 股债双牛期间大盘/小盘风格比较



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图2: 股债双牛期间科技/红利风格比较



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

1.1.1 1990年10月至1991年12月，持续15个月：情形1，储贷危机通胀下行，经济承压，货币宽松加码股债双牛

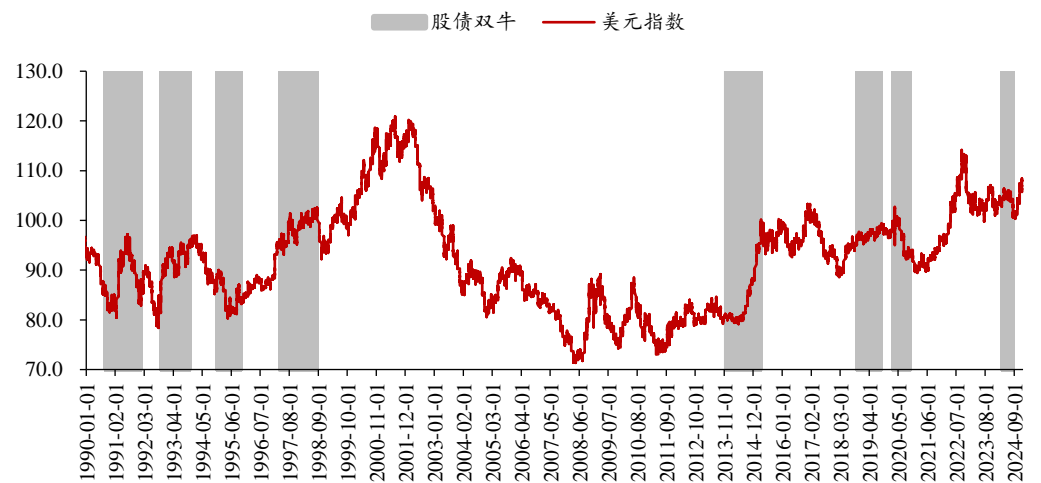
第一轮股债双牛是1990年10月11日至1991年12月31日，持续时间约15个月，美国10年期国债从8.92%降至6.71%，收益率下行221BP，美国纳斯达克由325.61升至586.34，涨幅80.07%，标普500由295.46升至417.09，涨幅41.17%。期间GDP虽然边际由0.6%增至1.17%但明显低于潜在增速，经济下行压力较大，CPI同比由6.4%降至3%。本次周期中美元指数先升后降，由82.78升至1991年8月96.49，再降至83.52。

一是地缘政治形势变化。1990年8月伊拉克入侵科威特，导致第三次石油危机爆发，同月美国发起沙漠风暴行动，市场押注战争使其美联储将降息刺激经济，此外1991年12月苏联解体以及欧共体成立西方阵营取得优势同样提振风险偏好。二是基本面下行：受储贷危机影响美国经济在1990年8月至1991年3月陷入历时8个月的衰退，美国失业率由1990年10月5.9%升至1991年12月7.3%；三是货币政策宽松加码：联邦基金利率由1990年9月8%降至1991年12月4%，共计降息400BP。1991年12月联储货币政策加码共计降息75BP，市场对美国基本面预期好转，同时新增非农由11月-6.2万人增至12月3万人率先回正，叠加1991年美国颁布《联邦存款保险公司改进法案（FDIC Improvement Act）》托底金融风险，最终市场对美国基本面预期好转债券转熊结束股债双牛。

海外资金流入促进股债双牛。美国财政部1991年5月报告显示美元指数上行主要受海湾战争风险和苏联政局风险所引发的美元流动性需求激增而推动。之后受美国经济活动放缓而回落。从TIC数据来看外国资金流入美国证券规模占GDP的比重由1990年10月0.31%升至1991年12月0.92%，一定程度上促进股债双牛的形成。

从交易风格来看，权益市场行情由估值主导、小盘股占优。一是估值/盈利视角下估值拉动占据主导地位。同期标普500上涨41.7%，其中197.9%为估值贡献，-97.9%为盈利贡献。二是大盘/小盘视角下，小盘股占优。同期美国标普100指数上涨37%，罗素2000上涨57.9%。

图3：美元指数



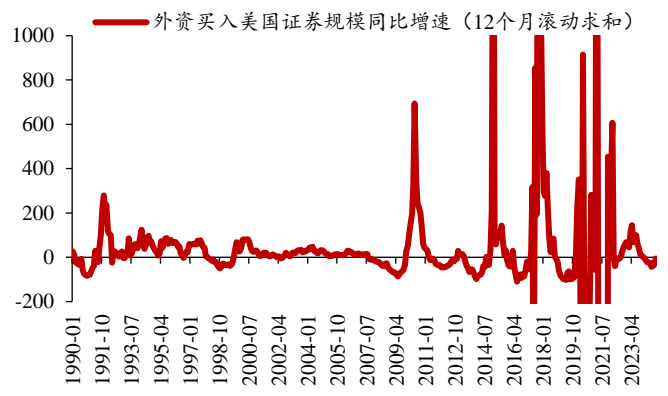
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4: 外国净购买证券/GDP比重(%)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图5: 外国净购买证券同比增速(%)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

1.1.2 1992年11月至1993年10月, 持续11月: 情形1, 通胀和经济双双下行, 货币政策宽松加码驱动股债双牛

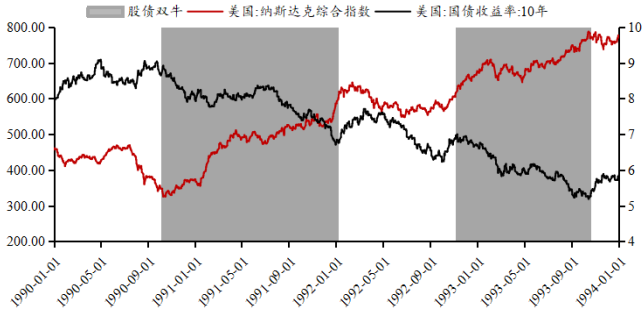
第二轮股债双牛是1992年11月9日至1993年10月15日, 持续时间约11个月, 美国10年期国债从7%降至5.19%, 收益率下行181BP, 美国纳斯达克由719.12升至1066.96, 涨幅48.37%, 标普500由418.59升至469.5, 涨幅12.16%。期间GDP由4.38%降至2.61%, CPI同比由3%降至2.8%。美元指数先由股债双牛前1992年9月10日79.74快速升至股债双牛启动的90.19, 并进一步升至92.53。

本轮股债双牛主因美国经济复苏缓慢, 货币宽松驱动美国“股债双牛”, 最终1993年底美国经济复苏终结“债牛”。1992年4月后美国失业率重新走高, 由4月7.4%升至6月7.8%, 倒逼联储在7月、9月共计降息75BP, 随后联邦基金利率稳定在3%水平, 美国经济缓慢复苏但失业率仍高。1993年5月后美国基本面好转, 5至10月新增非农平均24.9万人, 美国基本面预期好转, 联储加息预期增强, 最终债市转熊终结“股债双牛”。

股债双牛同时美元指数走强主因海外经济危机爆发。1992年9月德国加息抗通胀导致英镑、里拉汇率暴跌, 西欧发生“九月危机”, 以及日本“泡沫经济”破裂经济危机加剧, 美国资产的“避险”属性增强, 股债双牛其间外国资金流入美国证券规模占GDP的比重由1.08%升至1.44%。

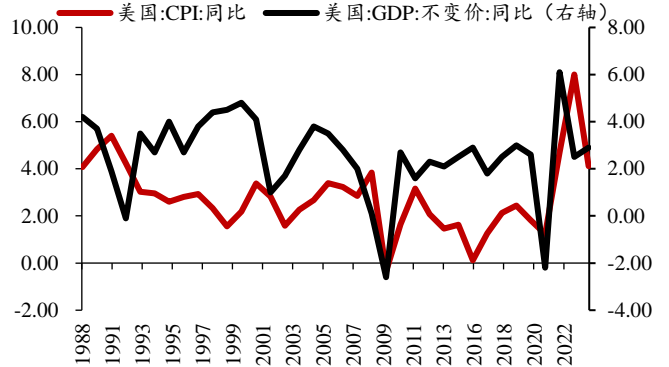
从交易风格来看, 估值主导、小盘股占优。一是估值/盈利视角下估值拉动占据主导地位。同期标普500上涨12.16%, 其中314.3%为估值贡献, -214.3%为盈利贡献。二是大盘/小盘视角下, 小盘股占优。同期美国标普100指数上涨13%, 罗素2000上涨28%。

图6: 1990至1995年两轮股债双牛



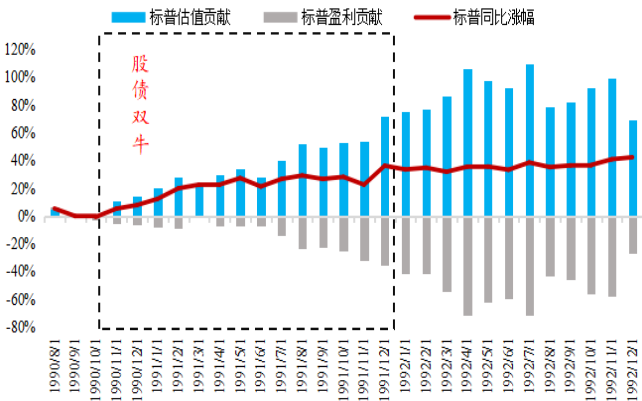
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 美国基本面



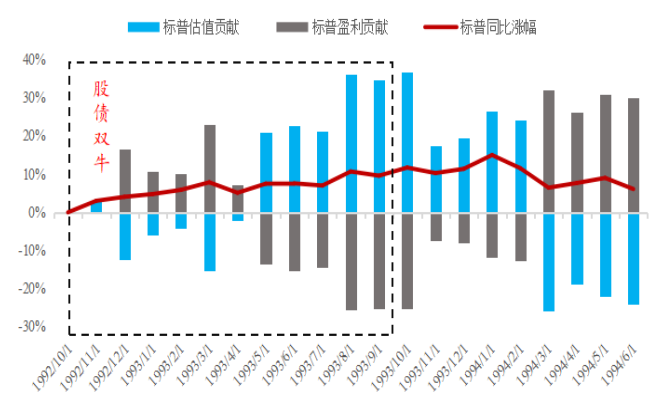
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 1990年股债双牛盈利/估值拆分



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图9: 1992年股债双牛盈利/估值拆分



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

1.1.3 1994年12月至1995年9月, 持续9个月: 情形2, 通胀边际放缓, 经济有韧性, 加息预期转弱股债双牛

本轮股债双牛是1994年12月12日至1995年9月14日, 持续时间约9个月, 美国10年期国债从7.85%降至6.08%, 收益率下行177BP, 美国纳斯达克由719.12升至1066.96, 涨幅48.37%, 标普500由449.47升至583.61, 涨幅29.84%。期间GDP同比由4.12%降至2.67%, CPI同比由2.6%降至2.5%。其间美元指数由89.49降至86.79。

本轮股债双牛主因94年联储预防式加息取得成果, 美国通胀放缓, 货币预期转松带动债牛; 经济受科技革命推动保持韧性, 风险偏好支撑股市, 最终驱动股债双牛; 通胀预期好转后联储加息转降息驱动基本面预期上行终结“债牛”。90年代美国互联网科技革命推高美国经济增速, 时任美联储主席格林斯潘偏好使用“先发制人策略(Act Preemptively When You Can)”, 在美国经济并未过热的情况下进行预防式加息, 94年底至1995年Q3美国GDP同比增速分别为4.12%、3.48%、2.40%、2.67%有所放缓, 但失业率在5.6%附近保持韧性, 1995年Q2联储降息, 美国基本面预期好转, 9月债熊终结“股债双牛”。

从交易风格来看, 盈利主导、小盘股占优。

一是估值/盈利视角下盈利拉动占据主导地位。同期标普 500 上涨 29.84%，其中 9.3%为估值贡献，90.7%为盈利贡献。

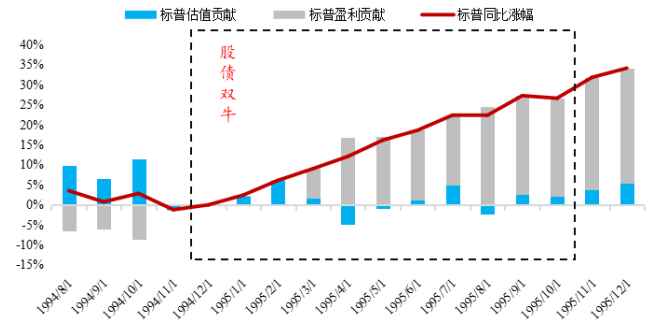
二是大盘/小盘视角下，小盘股占优。同期美国标普 100 指数上涨 32%，罗素 2000 上涨 35%。

图10：1994年至1995年股债双牛



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：1994年至1995年股债双牛盈利/估值拆分



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

1.1.4 1997年4月至1998年7月，持续15个月：情形2，亚洲金融危机油价回落通胀放缓，经济受互联网支撑有韧性驱动股债双牛

第四轮股债双牛是1997年4月25日至1998年7月20日，持续时间约15个月，美国10年期国债从6.94%降至5.48%，收益率下行146BP，美国纳斯达克由1209.29升至2014.25，涨幅66.56%，标普500由765.37升至1184.1，涨幅54.71%。期间GDP由4.31%降至4.10%，CPI同比由2.4%降至1.7%。其间美元指数由97.04升至100.51。

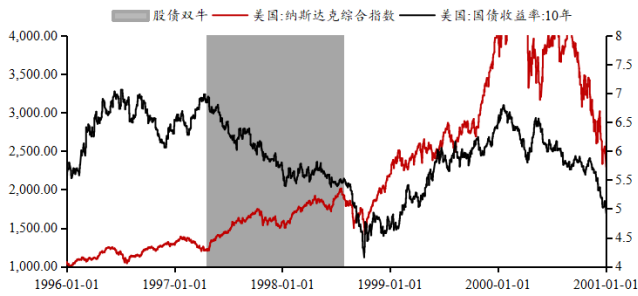
股债双牛主因亚洲金融危机爆发，全球能源价格下行，美国通胀下行加码宽松预期，但经济受产业革命支撑仍然保持韧性，此后通胀预期扭转债熊终结“股债双牛”。1996年底美国通胀上行，由1996年9月3%升至1996年12月3.4%，联储于1997年3月加息25BP，但由于7月亚洲金融危机爆发，以及OPEC不减产（沙特希望扩大市场份额）导致全球能源价格下行，布油价格由1996年12月23.8美元/桶降至1998年7月13.1美元/桶，降幅达44.96%驱动美国通胀由1997年3月2.8%降至1998年7月1.7%；期间美国经济受互联网革命红利影响，保持韧性，GDP增速依然维持在4%以上。

从交易风格来看，估值主导、大盘股占优。

一是估值/盈利视角下盈利拉动占据主导地位。同期标普500上涨54.7%，其中69.8%为估值贡献，30.2%为盈利贡献。

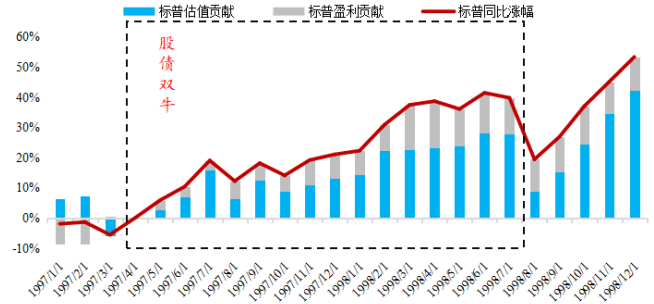
二是大盘/小盘视角下，大盘股占优。同期美国标普100指数上涨55%，罗素2000上涨37%。

图12: 1997年股债双牛



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 1997年股债双牛盈利/估值拆分



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

1.1.5 2013年12月至2015年2月,持续14个月:情形1,通胀下行,经济复苏不及预期,联储延长QE3股债双牛

第五轮股债双牛是2013年12月31日至2015年2月9日,持续时间约14个月,美国10年期国债从收益率3.04%降至1.96%,收益率降幅108BP,美国纳斯达克由4176.59升至4726.01,涨幅13.15%,标普500由1848.36升至2046.74,涨幅10.73%。期间GDP整体位于3%以上,CPI同比由1.5%降至-0.1%,美元指数由80.2升至94.57。

股债双牛主因美国经济尤其是通胀复苏情况不及预期美联储延长QE3加码宽松。2013年初后美国经济数据有所好转,同时欧债危机影响减退,2013年6月伯南克(Ben Bernanke)宣布考虑“缩减”美联储的部分量化宽松政策,具体取决于持续积极的经济数据,引发市场“削减恐慌”,推动美债长端利率上行。但最终由于美国经济复苏不及预期(2013年GDP同比2.1%低于2012年2.3%),美联储于2013年9月延长QE时间至2014年底。美国经济和通胀在2014年初压力较大,下半年经济增长逐渐恢复,美联储通过宽货币驱动了一轮股债双牛,直至2015年美联储退出第3次量化宽松转入加息周期债市转熊。

本轮股债双牛后半段外资快速流入。同期欧央行、日央行追加货币宽松,导致美元快速升值。受美元升值驱动外资净流入美国证券的规模与GDP比重由2014年4月0.58%增至2015年1月1.31%,一定程度上促成股债双牛。

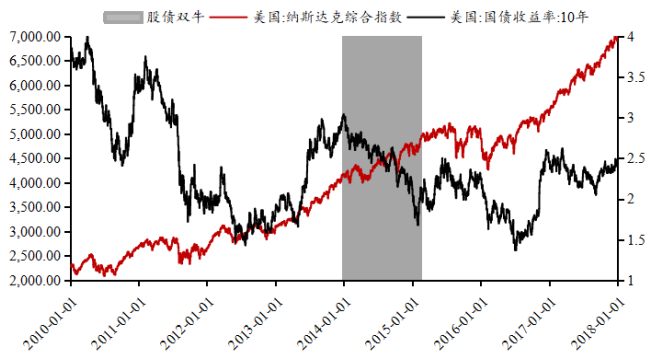
从交易风格来看,估值主导、大盘股占优、科技股占优。

一是估值/盈利视角下估值拉动占据主导地位。同期纳斯达克上涨13.15%,其中62.8%为估值贡献,37.2%为盈利贡献,且越接近牛市启动期估值贡献的比重越大,在2014年1至3月,企业盈利整体是负贡献,股牛靠估值拉动。

二是大盘/小盘视角下,大盘股占优。同期美国标普100指数上涨15%,罗素2000上涨8%

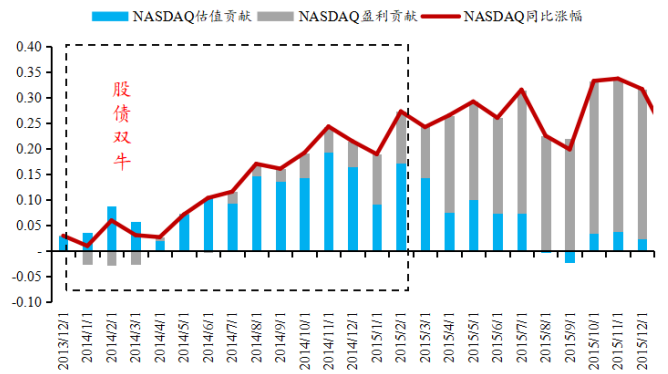
三是红利/科技视角下,科技占优。同期MSCI美国高股息指数上涨13%,但纳斯达克科技指数上涨33%。

图14: 2013年至15年股债双牛



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 2013年至15年股债双牛由估值驱动



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

1.1.6 2018年11月至2019年8月, 持续9个月: 情形2, 通胀放缓, 经济有韧性, 加息预期转弱股债双牛

第六轮股债双牛是2018年11月23日至2019年8月15日, 持续时间约9个月, 美国10年期国债从3.05%降至1.52%, 收益率下行153BP, 美国纳斯达克由6938.98升至7766.62, 涨幅11.93%, 标普500由2632.56升至2847.6, 涨幅8.17%。期间GDP由2.13%升至2.8%, CPI同比由2.1%降至1.7%, 美元指数由96.95升至98.10。

股债双牛主因美国经济在维持一定韧性的同时, 油价的下行带动通胀回落, 联储宽松预期增强驱动股债双牛。2018年美国处于加息周期, 12月美联储加息25BP至2.5%, 但同时态度转鸽。联储议息会议表示劳动力市场依然强劲, 但制造业生产、实际住宅投资均下行, 同时能源价格下跌通胀预期下调。2019年3月, 美联储议息会议点阵图显示2019年将不再加息, 加息周期结束。

从交易风格来看, 盈利主导、大盘股占优、科技股占优。

一是估值/盈利视角下盈利拉动占据主导地位。同期纳斯达克上涨11.93%, 其中-10.9%为估值贡献, 盈利端贡献110.9%, 在整个股债双牛期间, 企业盈利整体快速增长, 股牛靠盈利拉动。

二是大盘/小盘视角下, 大盘股占优。同期美国标普100指数上涨8%, 罗素2000下行2%。

三是红利/科技视角下, 科技占优。同期MSCI美国高股息指数上涨2.1%, 但纳斯达克科技指数上涨18.2%。

1.1.7 2020年3月至2020年9月, 持续6个月: 情形1, 公共卫生事件美国衰退, 联储QE+零利率开启股债双牛

第七轮股债双牛是2020年3月23日至2020年9月8日, 公共卫生事件美国经济下行压力加大, 联储降息至零利率并通过无限量QE开启“股债双牛”。2020年3月3日受公共卫生事件影响美联储紧急降息50BP, 此后进一步降息至零利率并启动无限量QE。期间美国GDP由2020年3月1.28%降至2020年9月-1.41%陷入衰退, 失业率由4.4%升至7.8%, 基本面下行和流动性宽松支撑的流动性牛市驱动“股债双牛”, 最终由于美国基本面好转, 2020年9月后失业率趋势性下行导致债熊, 终结“股债双牛”。其间美元指数由102.45降至93.5。

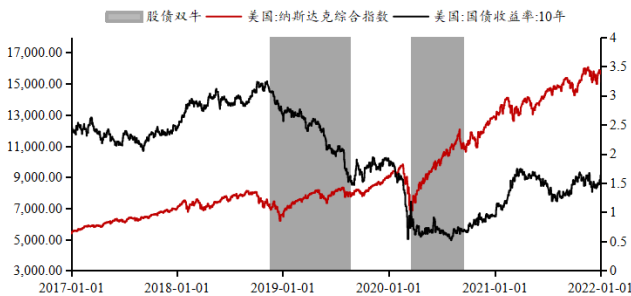
风格上来看本轮股债双牛由估值拉动，大盘、科技占优。

一是估值/盈利视角下估值拉动占据主导地位。同期纳斯达克上涨 58.11%，其中 115.8%为估值贡献，盈利端贡献-15.8%，在整个股债双牛期间，受公共卫生事件影响，企业盈利整体是负贡献，股牛靠估值拉动。

二是大盘/小盘视角下，大盘股占优。同期美国标普 100 指数上涨 18%，罗素 2000 上涨 2%。

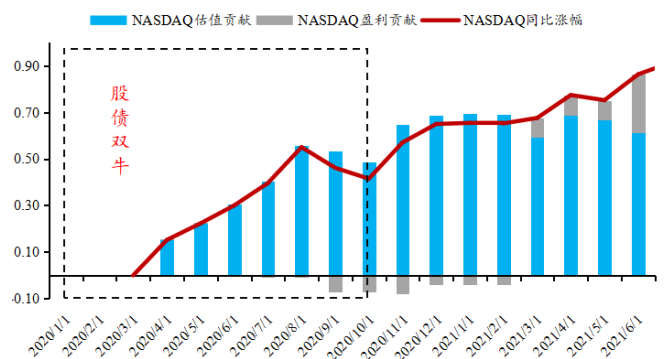
三是红利/科技视角下，科技占优。同期 MSCI 美国高股息指数上涨 2%，但纳斯达克科技指数上涨 25%。

图16：2019年、2020年股债双牛



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图17：2020年3月至2020年9月股债双牛由估值驱动



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

1.1.8 2024年4月至7月，持续3个月：情形2，通胀放缓，经济仍有韧性，宽松预期增强驱动股债双牛

第八轮股债双牛是2024年4月25日至2024年7月10日，持续时间约3个月，美国10年期国债从4.7%降至4.28%，收益率下行42BP，美国纳斯达克由15611.76升至18647.45，涨幅19.44%，标普500由5048.42升至5633.91，涨幅11.60%。期间GDP由3.04%降至2.72%，CPI同比由3.4%降至2.9%。其间美元指数由102.45降至93.5，美元指数由105.58降至105。

股债双牛主因经济维持韧性的同时，通胀数据边际走弱，联储降息预期升温，最终8月飓风及罢工等因素扰动使得非农数据大幅低于预期终结股牛。2024年初美国通胀粘性较强，但4月后美国CPI数据边际放缓，5月、6月环比增速由4月3%降至-0.1%；同期经济数据仍有韧性，联储宽松预期增强驱动股债双牛。此后8月飓风及罢工等因素扰动使得非农数据大幅低于预期终结股牛。从交易风格来看，盈利驱动、大盘股占优、科技股占优。

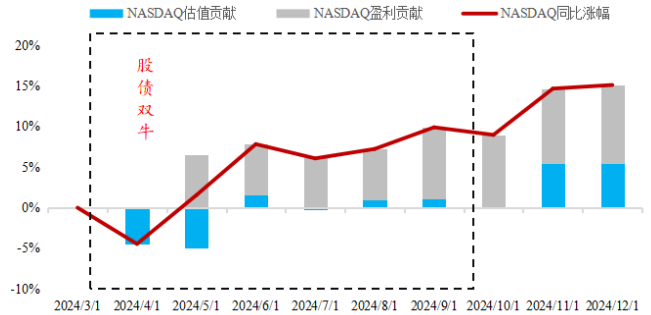
一是估值/盈利视角下盈利拉动占据主导地位。同期纳斯达克上11.60%，其中10.5%为估值贡献，盈利端贡献90.5%，在整个股债双牛期间，企业盈利整体快速增长，股牛靠盈利拉动。

二是大盘/小盘视角下，大盘股占优。同期美国标普100指数上涨13.4%，罗素2000上涨10.5%。

三是红利/科技视角下，科技占优。同期MSCI美国高股息指数上涨14%，纳斯达克科技指数上涨13.5%，二者较为接近，但从行业分布来看半导体、信息技术等科技行业整体排名靠前。

图18：2024年股债双牛

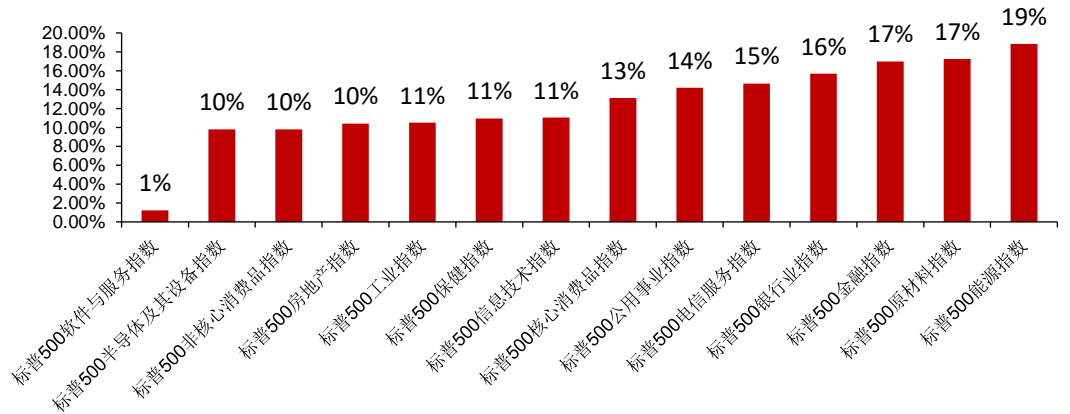
图19：2024年股债双牛盈利驱动



资料来源：Wind，浙商证券研究所

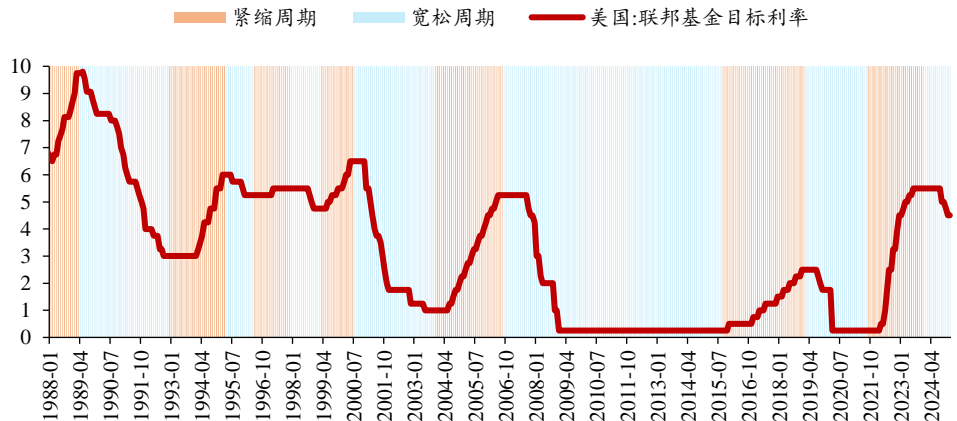
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图20：标普500各行业涨幅（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图21：美国联邦基金利率（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 日本的股债双牛由安倍“三支箭”驱动

日本曾在 2013 年 5 月至 2015 年 1 月间，经历一轮由基本面下行，安倍“三支箭”后货币政策宽松驱动的股票双牛，持续时间约 20 个月。

从风格上来看，股市上涨枕骨均由盈利端驱动，小盘股、科技股相对占优。

表3: 日本股债双牛周期

持续时 间 (月)	开始/结束时间	东京日经 指数	东京日经指数 涨幅	日 10 债 债券收益率下行	债券收益率下行 (BP)	日本 GDP 增 速 (季同 比, %)	日本 CPI 通胀 (%)	日本基准利率 (%)
第一轮	2013/5/29	14326.46	18.76%	0.94	73	1.80	-0.30	0.05
	2015/1/19	17014.29		0.21		0.30	2.40	0.05

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.2.1 2013 年 5 月至 2015 年 1 月，持续 20 个月：情形 1，通胀转弱，经济承压，安倍“三支箭”启动股债双牛

本轮股债双牛时间为 2013 年 5 月 29 日至 2015 年 1 月 19 日，持续时间约 20 个月，日本 10 年期国债从 0.94% 降至 0.21%，收益率下行 73BP，东京日经指数由 14326.46 升至 17014.29，涨幅 18.76%。其间日本季度 GDP 同比由 1.8% 降至 0.3%，CPI 由 -0.3% 上行至 2.4%。其间日元兑美元汇率由 101.12 贬值至 117.54。

股债双牛主因当时日本经济下行压力较大，安倍通过“三支箭”启动。日本央行采取 QQE、负利率政策大规模刺激经济。其间政策曾阶段性收效，2013 年受政策驱动日本核心 CPI 上行，失业率下行，经济增长好转。但 2014 年后出于两方面原因：一是安倍提升消费税，二是全球经济增速放缓，导致日本经济和通胀重新下行，但日股在日央行支撑下保持牛市；2015 年日本陷入技术性衰退，日股转熊。2016 年日本采取 YCC 政策加大货币政策刺激力度重拾股牛，但由于长端利率最低达到 -0.3%，此后日本再无债牛。

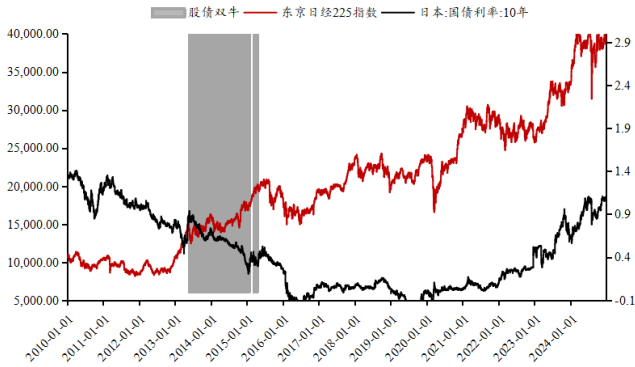
风格上来看，2006 年日本股债双牛由盈利驱动、小盘股、科技占优。

一是估值/盈利视角下盈利拉动占据主导地位。同期日经上涨 18.76%，其中 -27.6% 为估值贡献，盈利端贡献 127.6%，在整个股债双牛期间。

二是大盘/小盘视角下，小盘股占优。同期东证 30 指数上涨 16.7%，东证小盘股指数上涨 27.6%。

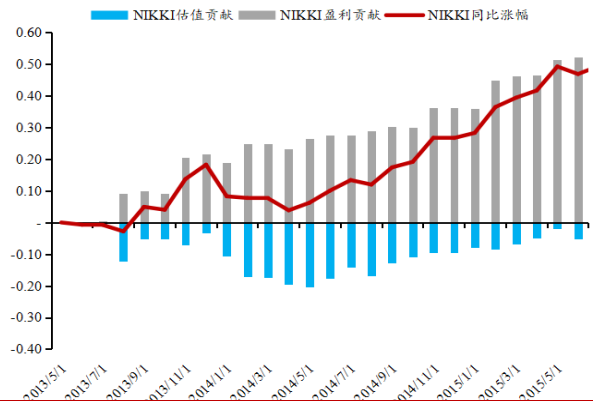
三是红利/科技视角下，科技占优。同期日经高股息指数上涨 16.1%，但日本信息技术指数上涨 32.8%，分行业来看同样支持该观点，银行、公共事业等红利行业排名靠后，制造业靠前。

图22: 2013年12月至2015年2月股债双牛由估值驱动



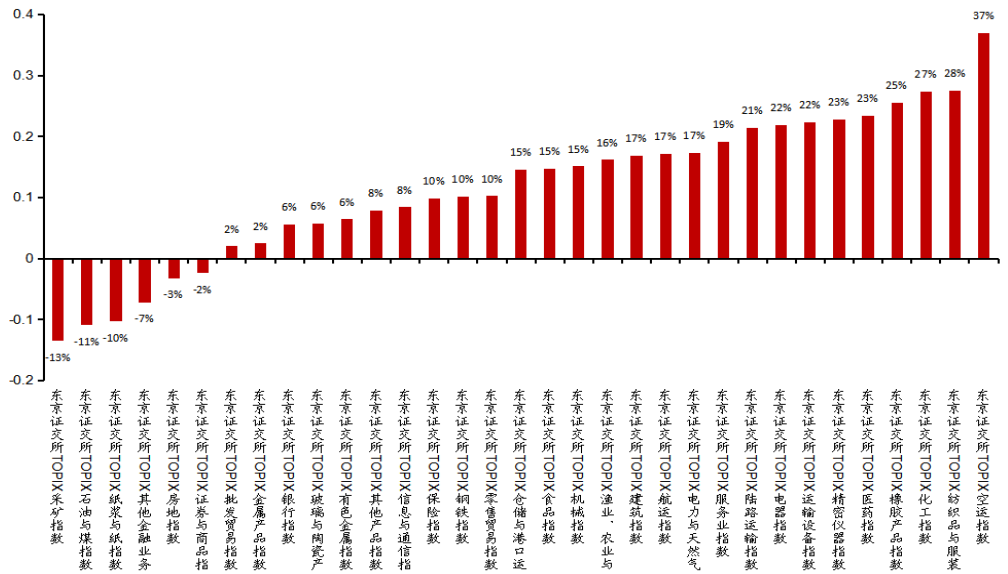
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: 2020年3月至2020年9月股债双牛由估值驱动



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: 2013至2015年股债双牛中板块表现红利靠后(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3 欧元区的股债双牛主要在基本面下行背景下由货币宽松驱动

2002年至今欧元区主要在基本面下行背景下由货币政策宽松驱动, 平均持续时间约12个月。一是2014年1月3日至2015年4月20日欧债危机后欧元区经济复苏不及预期, 欧央行负利率+QE驱动股债双牛, 最终欧元区经济复苏不及预期股能。二是2018年12月10日至2019年7月29日, 全球贸易摩擦加剧欧元区经济增长疲软, 欧央行将退出QE的节点延后至2019年12月。

2014、2018年两轮基本面下行的股债双牛均由估值驱动, 大盘股、科技股占优。

表4: 欧洲股债双牛周期

持续时 间 (月)	开始/结束时间	欧元区斯 托克 50	欧元区斯托克 50 涨幅	欧 10 债	债券收益率下行 (BP)	欧元区 GDP 增速 (季同 比, %)	欧元区调和 CPI 通胀 (%)	欧元区基准利 率 (%)
第一轮	16	2014/1/2	2907.99	2.24	210	1.80	0.80	0%
		2015/4/30	3537.35	21.64%		0.13	2.10	0.20
第二轮	7	2018/12/10	2781.94	0.31	68	1.50	1.50	-0.40%
		2019/7/29	3217.89	15.67%		-0.37	-4.00	1.00

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3.1 2014 年 1 月至 2015 年 4 月, 持续 16 个月: 情形 1, 欧债危机后资产负债表衰退, 欧央行负利率+QE 驱动股债双牛

2014 年 1 月 3 日至 2015 年 4 月 20 日, 持续时间约 16 个月, 欧元区 3A 级公债收益率由 2.24% 降至 0.13%, 降幅 210BP, 欧元区斯托克 50 由 2907.99 上涨至 3537.35, 涨幅约 21.64%。同期欧元区季度 GDP 同比增速在 2% 附近弱势震荡, CPI 由 0.8% 降至 0.2%, 欧元兑美元汇率由 1.36 贬值至 1.08。

2014 年本该是欧元区摆脱债务危机的一年。然而实际情况却是资产负债表衰退, 通缩压力高企。根据国际货币基金组织 (IMF) 2014 年 10 月发布的世界经济展望研究报告, 欧元区经济呈增长停滞甚至一定程度的萎缩。法国、德国、意大利等欧元区大国均出现了不同程度的疲弱现象, 失业率高企, 通缩压力增加。欧元区 20 国失业率在 2014 年 2 月达到高点 12%, 通胀在 2014 年底至 2015 年初转为负值 -0.6%。由于经济复苏不及预期, 欧央行于 2014 年 6 月采取负利率政策, 将存款便利利率 (DFR) 降为负值以刺激经济活动。2015 年 3 月欧元区进一步开启量化宽松驱动股债双牛。

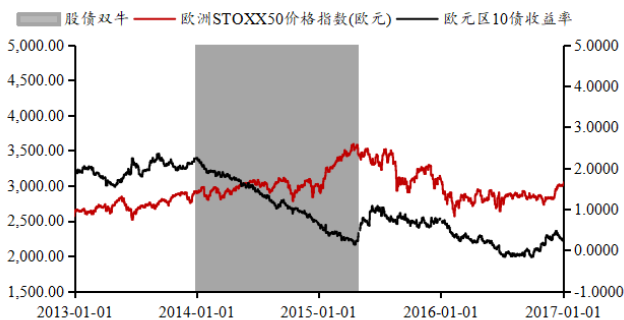
风格上来看, 2014 年欧元区股债双牛由估值驱动, 大盘股、科技股占优。

一是估值/盈利视角下估值拉动占据主导地位。同期欧元区斯托克 50 上涨 21.64%, 其中 69% 为估值贡献, 盈利端贡献 31%。

二是大盘/小盘视角下, 大盘股占优。同期斯托克大盘指数上涨 21%, 斯托克小盘股指数上涨 16%。

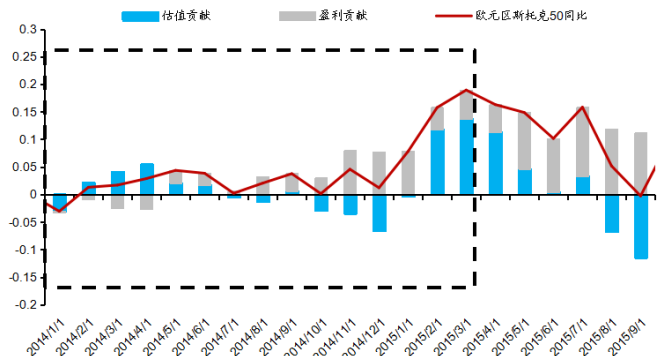
三是红利/科技视角下, 科技占优。同期斯托克红利股指数上涨 20%, 但斯托克科技指数上涨 28%

图25: 2014 年至 2015 年股债双牛由估值驱动 (指数, %)



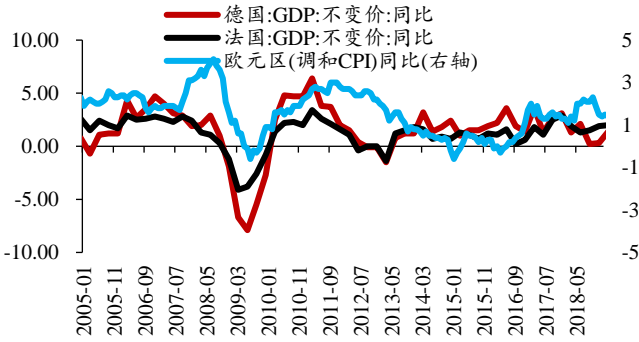
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: 2020 年 3 月至 2020 年 9 月股债双牛由估值驱动



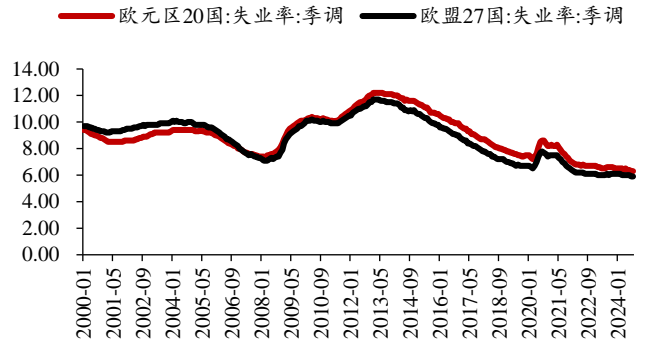
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 2014、2015年欧元区通胀压力高企(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28: 欧元区失业率持续上行(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3.2 2018年12月至2019年7月,持续7个月:情形1,通胀下行,逆全球化经济疲软,欧央行延长QE 股债双牛

本轮股债双牛的时间位于2018年12月10日至2019年7月29日,持续时间约7个月,欧元区3A级公债收益率由0.31%降至-0.37%,降幅68BP,欧元区斯托克50由2781.94上涨至3217.89,涨幅约15.67%。同期欧元区季度GDP同比增速同样在2%附近震荡,CPI由0.8%降至0.2%,欧元兑美元汇率由1.14贬值至1.11。

股债双牛主因2019年全球贸易摩擦加剧,欧元区经济增长乏力,德国、法国、意大利面临衰退风险,欧央行延迟退出QE至2019年12月,货币政策宽松加码推动股债双牛。

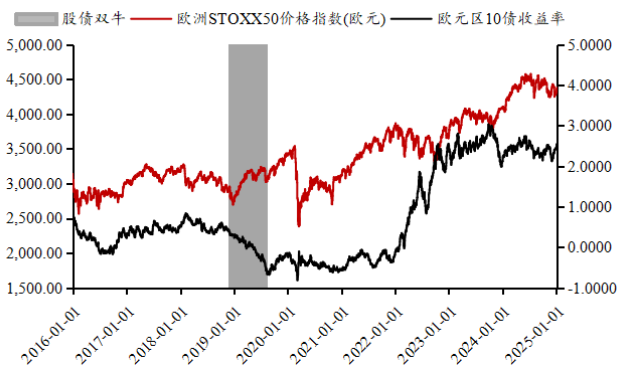
风格上来看,2018年欧元区股债双牛由估值驱动,大盘股、科技股占优。

一是估值/盈利视角下估值拉动占据主导地位。同期欧元区斯托克50上涨15.67%,其中210%为估值贡献,盈利端贡献-110%。

二是大盘/小盘视角下,大盘股占优。同期斯托克大盘指数上涨15%,斯托克小盘股指数上涨14%。

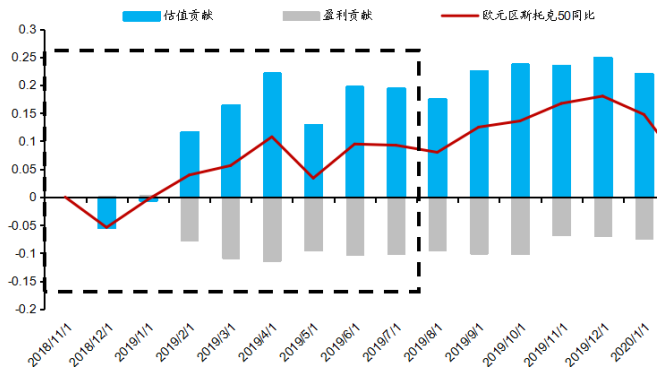
三是红利/科技视角下,科技占优。同期斯托克红利股指数上涨6%,但斯托克科技指数上涨26%

图29: 2018年至2019年间的股债双牛(指数,%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图30: 2018年至2019年间的股债双牛由估值驱动



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 国内股债双牛主要在经济承压+货币宽松期出现，同时还叠加

内部制度或外部环境利好

股债双牛是一类稀缺性极强的市场行情，对于国内市场新兴与转轨并存的市场更是如此。结合历次股债双牛的案例分析，总体表现为宏观环境大概率是经济弱修复与政策宽松的组合，多重因素催生的风险偏好的渐次抬升更容易驱动成长风格的行情，无风险利率整体处于下行，有利于权益市场估值提升。一方面，股债双牛的行情多出现于经济压力客观存在的阶段，货币政策仍有宽松空间，无风险收益率继续下行并带动成长股发力，形成股债双牛的格局。另一方面，居民大体量超额储蓄淤积金融体系。我们认为，这或是形成流动性过剩、拥挤交易形成资产荒的核心原因之一，也是后续股市增量资金的最大弹性来源。

从短期波动看，影响股市涨跌的因素十分复杂，不能仅基于资金的供求关系来分析和研判股市的走势。股票市场的运行不同于一般商品市场的运行，我们不能用商品市场的一般均衡理论来分析股票市场的价格。股票市场的运行不同于一般商品市场的运行，分析股票市场的走势应该从股票定价模型出发。经典的股票定价模型中，影响股价的因素有三个：上市公司的盈利预期、市场无风险收益率和风险溢价。我们认为，对于股债双牛的市场格局，需要重点关注如下四方面的典型特征，其中最值得剖析的是市场无风险收益率的变化以及风险溢价的动态调整。

第一，货币宽松是股债双牛行情的必要条件，主要表现为无风险收益率的震荡下行。股债双牛多发生在信用筑底反弹的拐点，核心逻辑在于股、债对基本面边际变化的反应不同。我们认为，经济放缓过程中驱动政策走向宽松，市场对于逆周期政策加码的预期较为充分，尤其是以基建和地产为核心载体的一揽子政策有望加速兑现。重要的是，在这一背景下，货币端的反馈相对灵敏，资金成本出现回落或维持相对低位、并逐步向信用端传导，但经济本身的动能尚未转向，这会使得债市尤其是长债的牛市逻辑继续维持。比较多的情境是信用复苏领先于经济，但宽信用的修复带动股市风险偏好提升，因此股债双牛也随之出现。

同时，我们提示，分析市场的无风险收益率不仅要关注国内的无风险收益率，还要高度关注美国的无风险收益率变化。更进一步，观察国内的无风险收益率时，不仅要关注名义无风险收益率，也要结合通胀表现关注实际无风险收益率的变化。

第二，金融监管政策放松、外部不确定性降低等均构成股债双牛的催化剂，特别是对风险溢价的影响较为显著。从外围环境看，中美博弈的强度或是人民币风险资产定价的核心。2018年末中美再次回到谈判桌，贸易摩擦暂缓支持A股阶段性反弹，尤其是美方暂缓进一步提升关税税率以及制定90天谈判计划等信息，总体超出市场预期。同时，历史经验显示，资本市场监管政策也将显著提振信心，例如市场扩容、交易制度优化等均构成市场情绪转暖的积极因素。此外，也可以看到存在一些非经济政策的调整同样可以驱动股债双牛的行情，重要的逻辑同样在于改善风险评价。实践已然证明，有些政策涉及社会、文化、教育等非经济领域，却有可能对经济运行造成直接或间接的影响。

第三，国内股债双牛格局确认后，权益市场的风格切换和行业轮动差异较大，与对应时期宏观环境的主线高度相关。我们关注到，2019年1月-4月，贸易摩擦缓和在情绪面将有助于短期提升风险偏好，家具、电子及通信设备、电气机械及器材等前期受影响较大的行业受益或较多，而且前期被错杀的板块也可能因此而受到支撑，同时受到猪周期影响，农业板块持续领涨。

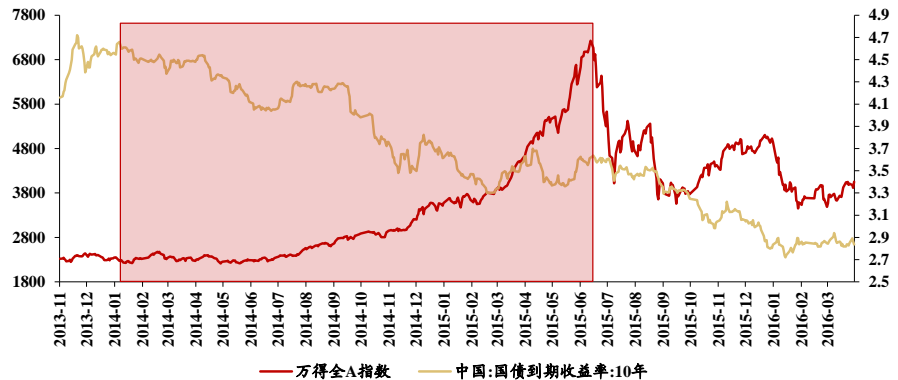
第四，国内股债双牛格局，权益市场的驱动因子主要归因于估值端的贡献。根据我们测算，2019年1月2日至4月30日区间，万得全A指数累计上涨28.83%，估值方面按PE倍数测度则从12.03倍上升至15.18倍，即估值本身累计上涨26.18%。这也从另一个角度证明，由于股债双牛行情持续时间较短，企业盈利和基本面边际变化相对不突出，而流动性驱动估值改善往往更多驱动宽基指数波动上行，其核心在于资金持续净流入股市带动估值提升，对于不依赖于盈利的行业和细分赛道更适用于这一逻辑链条。

2.1 2014年初至2015年6月：经济承压货币宽松，股票市场改革牛+杠杆牛

复盘国内最典型的一轮股债双牛：股市方面，2014年初至2015年6月权益市场走出了一轮史诗级牛市，时长接近18个月，期间万得全A指数最高涨幅达到226%，风格上呈现小盘优于大盘，科技（TMT）和先进制造优于金融地产和消费医药，领涨的一级行业主要有：计算机、建筑、国防、钢铁、纺服、交运、通信、机械。**债市方面**，实际上拉长时间看，本轮债牛对比股牛持续更久，接近25个月，在本轮股牛震荡蓄势初期（2014年1月-7月）和股牛见顶结束后（2015年6月-2016年1月），债市表现仍然强势，整体十年期国债收益率自2013年11月高点4.72%降至2016年1月低点2.72%，降幅近200个BP。

形成本轮股债双牛的主要环境包括：经济增速下台阶+平减系数转负，地产失速初期市场出现政策预期，2014年7月后地产和货币政策发力推动超常规逆周期调节（棚改货币化安置）但财政相对缺位，各类资本市场改革政策催化、国企改革、并购重组、一带一路和大众创业万众创新等主题催化抬升风险偏好，两融资金带动杠杆牛，我国证券化率偏低且A股总市值较低（仅占GDP的37%）。**股牛的结束主要由于：**基本面修复慢于预期，清理场外配资和加强对杠杆资金监管，2015年美联储加息预期升温；**而债牛的结束主要由于：**GDP平减指数于2016年Q1转正且在棚改货币化安置带动下地产重拾增速。

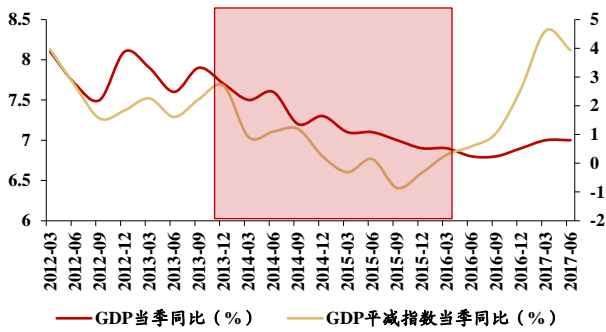
图31：2014年初至2015年6月股债双牛（指数，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

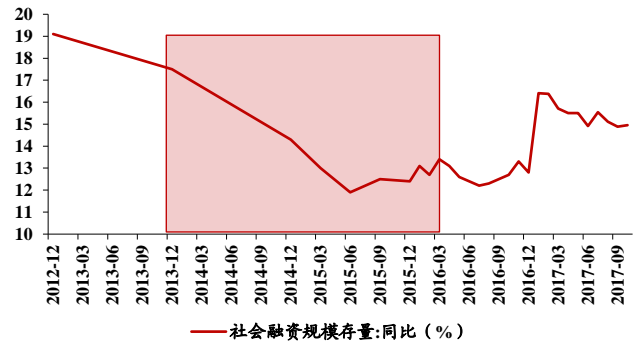
基本面方面：经济处于下行期，经济增长和价格指数均有下行压力，同时社融和M1等多项总量数据均处于收缩阶段。2014年GDP实际增速开始向下突破7.5%，GDP平减指数亦出现连续下滑，直到2016年Q1才开始转正，十年期国债收益率才见底向上，债牛结束。

图32: GDP 增速和 GDP 平减指数 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

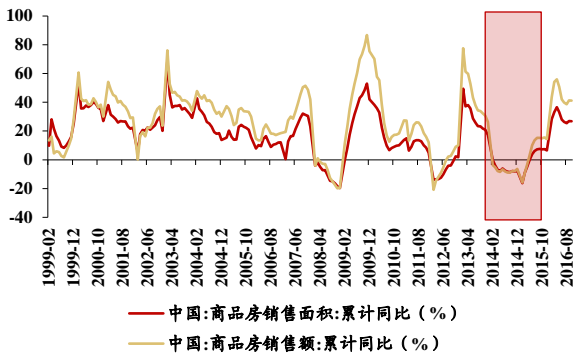
图33: 社融存量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

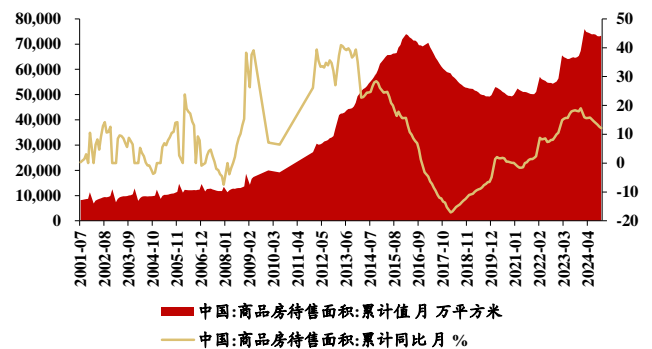
地产政策方面, 商品房销售压力凸显: 2014 年以来我国房地产市场出现了首次商品房销售面积和销售金额同比数据年内均为负数情况 (2008 年 3 月、2012 年 8 月后年内商品房销售金额同比均为正值), 2014 年我国房地产市场面临 1998 年房改以来的最大压力。当时由于 2010-2014 年房地产投资的高速增长, 全国商品房待售面积快速增长, 尤其是一线城市以外的二三线城市库存压力很大。2014 年 9 月, 央行和银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》, 提出加大对保障性安居工程建设的金融支持, 将贷款利率下限设定为贷款基准利率的 0.7 倍, 放宽对首套房贷认定标准, 一系列组合拳标志着地产政策转向的开始。随后在 2015 年的政府工作报告明确提出要“稳定住房消费, 坚持分类指导, 支持居民自住和改善性住房需求”。

图34: 2014 年起商品房销售压力凸显



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图35: 2014 年开始商品房待售压力逐步增大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

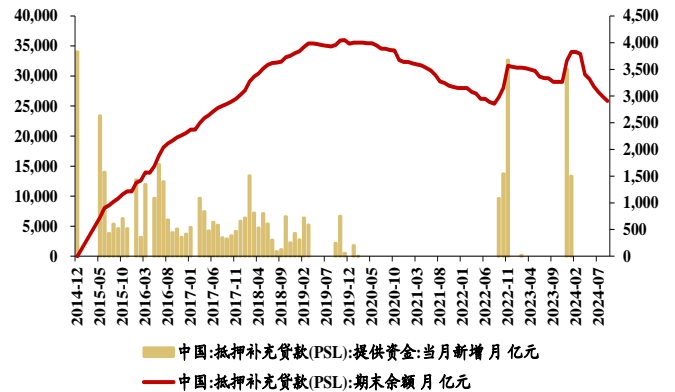
2014 年之后棚改货币化安置逐步发力: 棚改起步于 2008 年, 后在 2014 年得到全面加强, 2014 年 7 月国务院印发《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》, 部署有效解决棚户区改造中的困难和问题, 推进改造约 1 亿人居住的城镇棚户区和城中村。为满足棚改资金需求缺口, 央行于 2014 年 4 月设立 PSL (抵押补充贷款) 政策工具。2015 年 6 月, 国务院推出棚改三年计划, 提出创新融资体制机制, 要求积极推进棚改货币化安置, 我国棚改货币化安置浪潮兴起, 直到 2018 年 7 月的住建部棚改工作吹风会才开始退潮。

图36: 2014-2020年我国棚改套数



资料来源: 中国政府网, 政府工作报告, 住建部, 发改委, 人民网, 浙商证券研究所

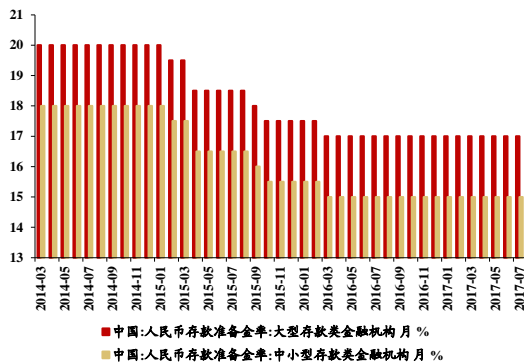
图37: PSL 当月新增资金 (右轴) 及期末余额 (左轴)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

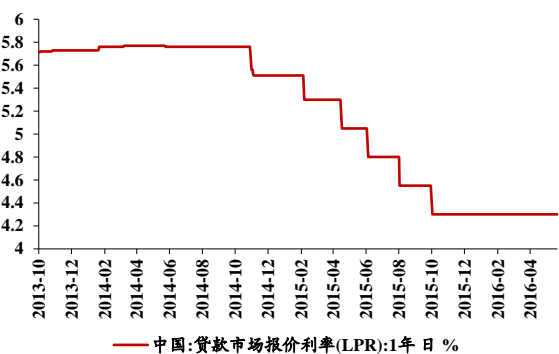
货币政策方面, 连续降息降准释放大幅宽松信号: 2014年初到2016年初我国央行总计进行了5次降准, 大型存款类金融机构存款准备金率由20%下降至17%, 中小型存款准备金率由18%下降至15%; 2014年初到2016年初我国央行进行6次降息, 一年期贷款市场报价利率(LPR)由5.77%下降至4.30%。

图38: 人民币存款准备金



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图39: 一年期贷款市场报价利率(LPR)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

财政政策方面: 2014年-2015年6月, 财政政策力度温和, 2015年官定赤字率仅从2.1%提升至2.3%, 财政的发力方向主要集中在广义财政配合货币和地产政策, 且落地时间上较货币和地产政策相对靠后, 主要采用的广义财政工具包括2014年3月央行创设的PSL、2014年9月财政部开始鼓励的PPP项目投资以及2015年后开始出现的专项建设基金, 参考《2024年10月25日报告《财政资金哪些与基建相关? —财政发力系列研究报告之六》。

其他重磅改革催化: 2014年初到2015年6月的股牛主要由国企改革、资本市场改革、并购重组环境、“一带一路”战略、互联网+和创新创业、沪港通开通以等多方面的改革主题共同驱动。一系列改革措施极大地提升投资者的风险偏好和市场信心, 推动了股牛初期指数的持续上涨, 同时伴随着两融资金的入场, 2015年市场演绎成杠杆牛最终于同年6月见顶。复盘看:

2014年1月，IPO短暂重启随后暂停4个月，在此期间沪深交易所对IPO网上按市值申购实施办法进行了修改，并且证券业协会修订了《首次公开发行股票承销业务规范》，最终在2014年6月再次启动IPO。

2014年3月，国务院发布的《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，推动了央企的重组并购，提升了市场预期以及市场风险偏好。

2014年5月，国务院发布《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，即“新国九条”，提出了多项资本市场改革措施，如鼓励上市公司建立市值管理制度、员工持股计划、健全投资者保护制度、培育私募市场、实行强制退市制度、鼓励市场化并购重组以及扩大资本市场开放等，以上政策极大地激发了市场活力，成为牛市的重要推动力。

2014年9月，夏季达沃斯论坛上李克强总理提出的“大众创业、万众创新”，创新投资和权益市场热情得到提振。

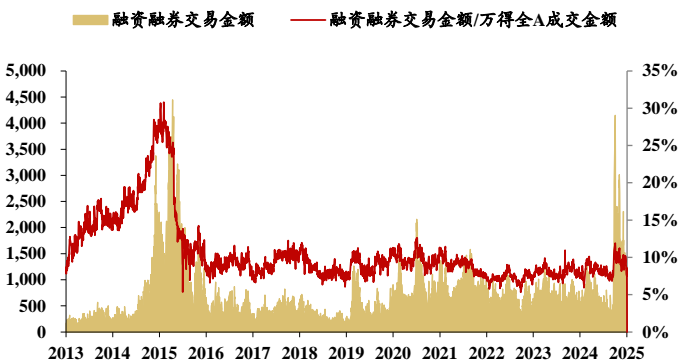
2014年11月，沪港通机制正式获批，提升了市场的国际化水平，北向资金登上我国资本市场舞台。

2014年12月，中央经济工作会议将“一带一路”列为国家三大战略之一，带动了相关基建央企和国际工程业务公司的投资热情，再次提升市场情绪。

此外，并购重组是贯穿本轮股债双牛的重要主题：2014年成为国企改革元年：2014年1月，国资委印发《关于以经济增加值为核心加强中央企业价值管理的指导意见》指出：“以价值最大化为目标，调整存量资产结构，央企要加大内部资源整合力度”，2014年成为国企改革深化改革元年。2015年则成为国企和民企混合所有制改革的爆发起点之年，是国企大重组、大整合的一年，当年国务院国资委直接监管中央企业户数已从国资委成立初期的196家锐减至108家，减少数量多达88家，其中以两大铁路和城轨车辆巨头“中国南车”和“中国北车”合并成为“中国中车”的“南北车”重组整合案例最具代表意义，同时也推动了改革牛的加速上涨。

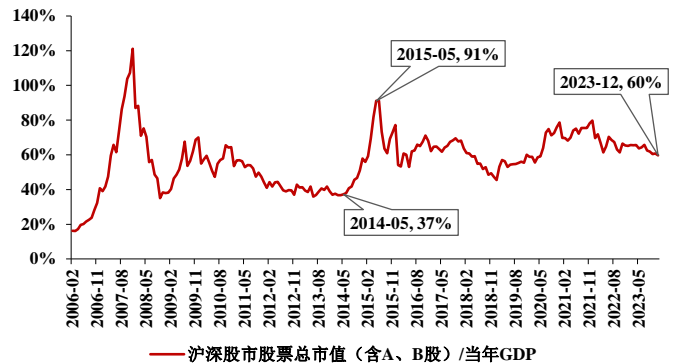
最后，我们重点提示三点：一、2015年两融业务规模的快速提升，是杠杆牛形成的主要推手，最高时融资融券交易金融超过4000亿元，同时从占比角度看，最高时两融交易金融占到万得全A日成交额的30%；二、2015年偏股型基金份额大幅提升，当年新成立偏股型基金份额合计达到1.30万亿份，创下彼时的历史新高。三、本轮股牛起点的总市值较低且证券化率较低，沪深股市股票总市值/GDP从2014年5月的37%升至2015年6月的91%，总市值从24万亿升至63万亿。

图40：两融交易规模大幅抬升（亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图41：沪深股市股票总市值（含A、B股）/当年GDP

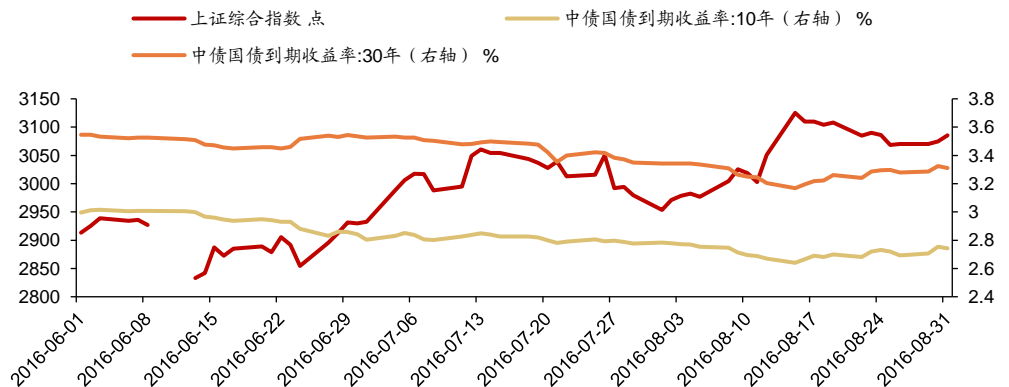


资料来源：Wind，浙商证券研究所

从股市来看，2016年初在人民币快速贬值和资本外流加速的压力下，上证综指曾一度跌到2638点的低点。随后春季在食品饮料中的引领下，市场出现了反弹，但市场对于A股市场一直处于一种观望的态度，市场进入低波动震荡期，总体来看上证综指表现明显强于创业板，绩优蓝筹股超额回报较为显著。2016年5月，《人民日报》专访权威人士指出我国经济将呈L型走势，市场预期转向，彼时经济基本面修复也有所放缓。

从债市来看，2016年货币端宽松资金环境，金融机构委外资金则通过加杠杆、拉久期、信用下沉等方式博取更高收益。进入6月，英国脱欧公投成为黑天鹅事件，全球避险情绪油然而生，国债债券收益率也随之下行。在前期期限利差、信用利差被明显压缩背景下，叠加超长债发行频率、流动性的提升，资产端注意力转向长久期品种，7、8月债市迎来超长债行情，30年国债收益率从3.55%下行至3.16%附近。此外，考虑到货基新规正式实施，要求流动性较好的资产的占比要提升到10%以上，短端收益率快速下行，国债收益率曲线牛陡。

图42：2016年股债双牛窗口期较短

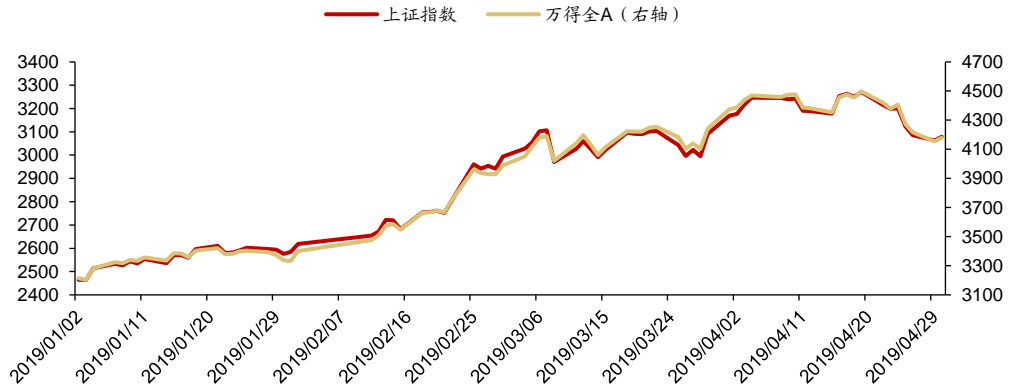


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 2019年1月-4月股债双牛复盘：赔率与宽松政策共振催化

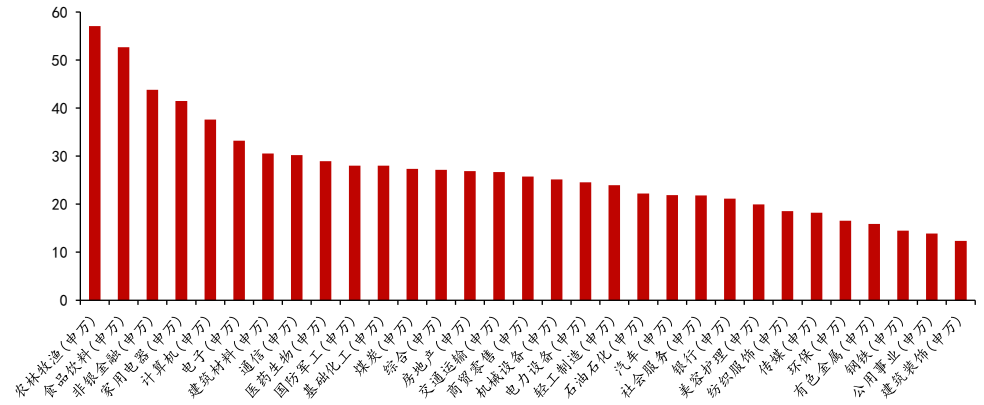
2019年权益市场春季攻势处在极佳的时间窗口。整体来看，2019年的春季躁动行情启动偏早且斜率趋于陡峭，从2019年初到2019年4月19日，按收盘价看，上证综指一度上行至3270.79点（见下图）。我们认为，2019年一季度的权益牛市主要取决于四个因素，在2019年初政策宽松和宽信用兑现的前提下，市场大幅上涨。1）在估值历史低位（2018年的大幅调整后形成的赔率较高，决定了市场下行空间十分有限，市场情绪修复的概率较大）；2）3月两会前基本面数据处于真空期（季节性因子决定了EPS边际变化有限）；3）中美贸易摩擦边际趋缓，风险偏好回升，A股市场信心明显修复；4）资本市场监管政策走向明朗化（科创板从设立到落地、QFII扩容等）。

图43: 2019年1月伊始已进入较快上涨通道



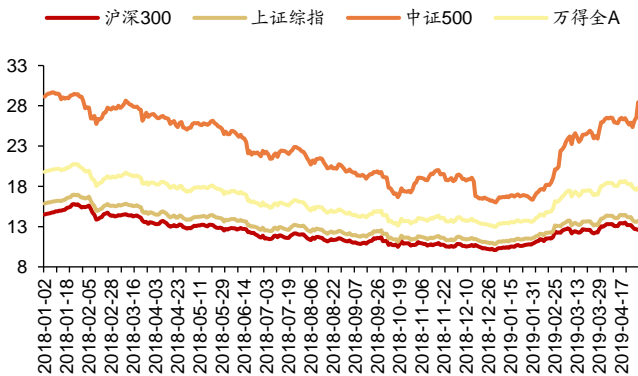
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图44: 2019年1月-4月行业层面集体上涨(单位: %)



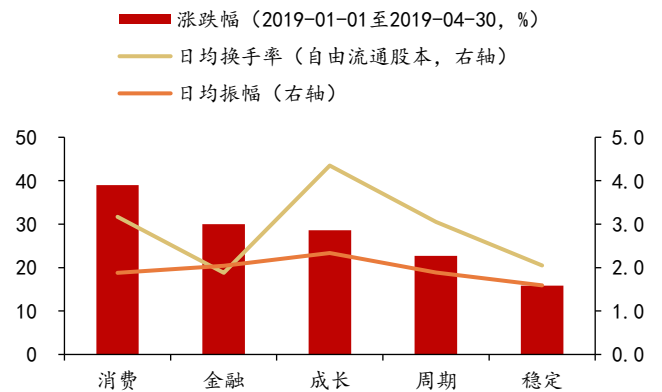
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图45: 2019年1月A股PE估值处于历史较低分位数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图46: 2019年一季度A股风格相对均衡

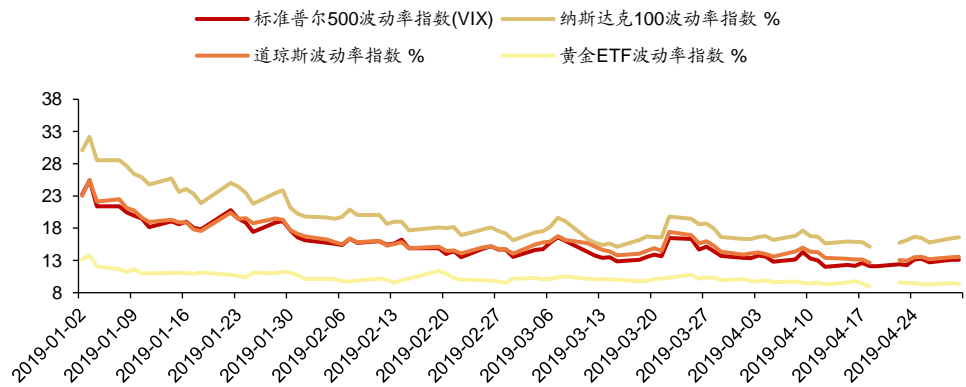


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

重要的是, 风险偏好的改善主要取决于中美贸易战阶段性缓和。可以看到, 2018年12月1日, 随着习特会在阿根廷的顺利举行, 美国暂停在2019年1月加征关税的计划, 并努

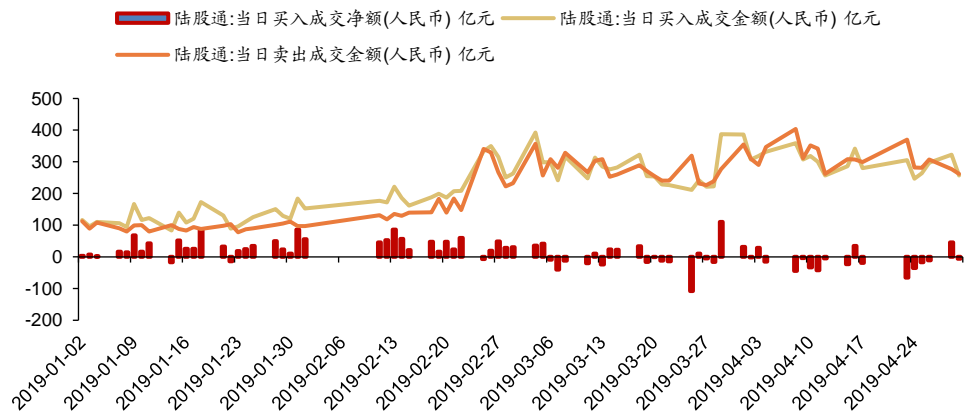
力在 90 天内完成贸易谈判。中美重启谈判，提振了市场信心，避险情绪明显回落，市场预期总体上会好于 2018 年。

图47： 2019年1月-4月市场风险溢价渐进抬升（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

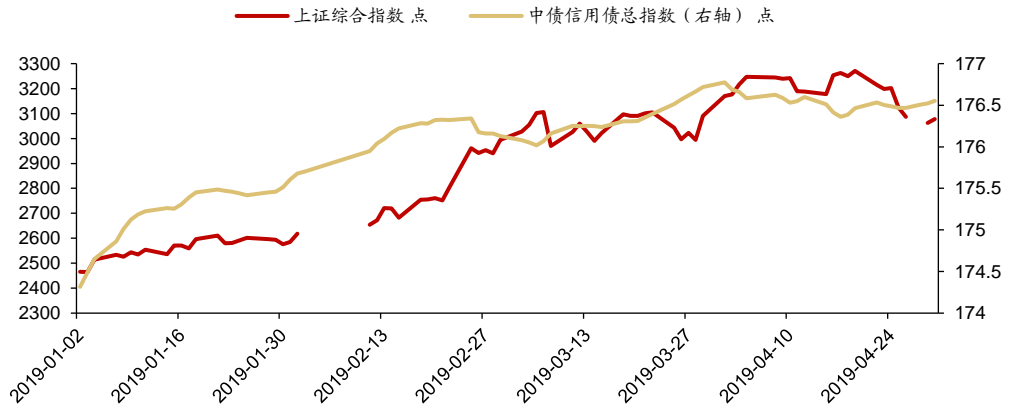
图48： 2019年1月-4月北向资金总体净流入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

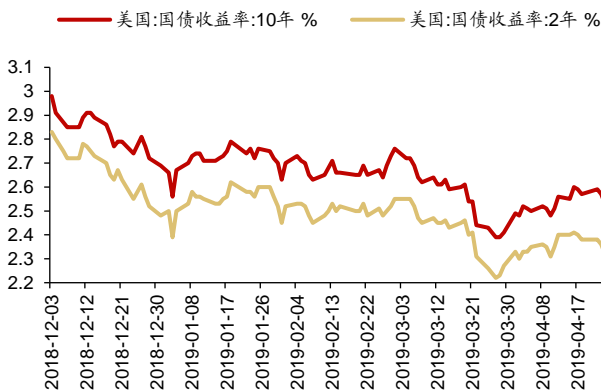
再看此期间债市表现，信用下沉策略总体相对占优。2019年1-4月，全球央行重启宽松政策，海外持续释放的偏鸽派信号，美债收益率下行（见下图）。如前文所述，随着国内一系列宽信用政策和纾困举措的陆续出台，宏观经济基本面向好，市场风险偏好提升。由于国债利率同步上行，货币市场资金成本边际提高，但信用利差呈现持续单边压缩的走势（见下图）。相较而言，中长端信用利差总体下行幅度更大，尤其是中低评级的长端收益率下行较多。资产荒背景下为寻求更高收益，在风险可控的情况下，机构开始尝试向中高等级信用债的信用下沉。以广义基金为代表的信用债主要投资机构杠杆水平逐渐上升，助推机构进一步获取收益。

图49: 2019年1月-4月信用债与A股震荡走强



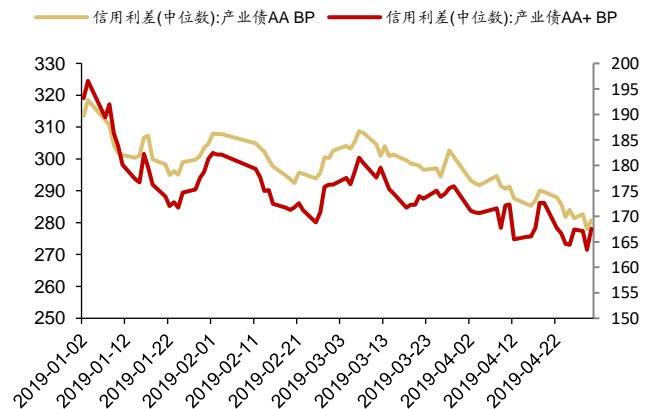
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图50: 2019年经济悲观预期带动长期美债收益率下行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图51: 2019年下沉资质信用利差收窄较多(AA左轴, AA+右轴)



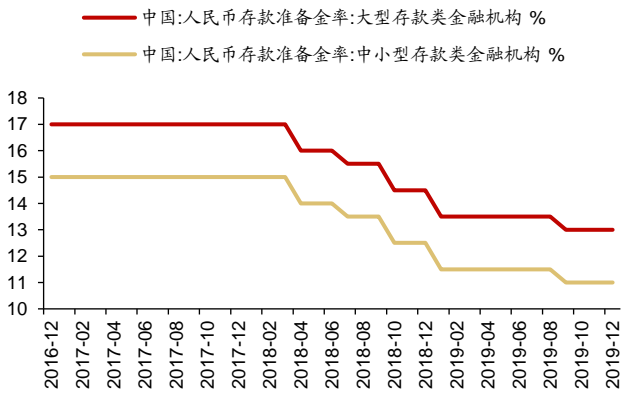
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

第一, 2019年初全面降准释放流动性, 宽信用进一步兑现提供更多积极信号。2019年1月4日下午, 央行发布公告决定下调金融机构存款准备金率1个百分点。降准政策分两次实施, 和春节前现金投放的节奏相适应其中, 2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点, 叠加考虑一季度到期的中期借贷便利不再续做的因素后, 净释放长期资金约8000亿元。同时, 2019年2月15日(周五)盘后央行公布了1月份的社融数据, 其中新增社融4.64万亿, 同比多增1.56万亿, 社融数据大超市场预期。这或一个重要的积极信号, 指向宽信用格局可能已经初现。

同时, 流动性改善的重要风向标在于央行票据互换便利(Central Bank Bills Swap, CBS)设立。2019年1月24日, 为保障金融支持实体经济的可持续性, 银行需要有充足的资本金, 永续债是银行补充一级资本的重要渠道。CBS可以增加持有银行永续债的金融机构的优质抵押品, 提高银行永续债的市场流动性, 增强市场认购银行永续债的意愿, 从而支持银行发

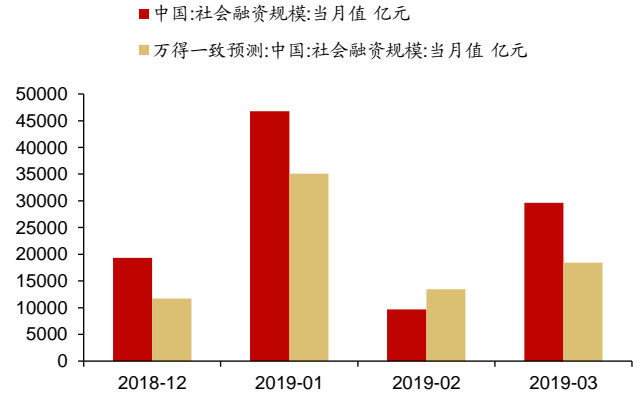
行永续债补充资本，为加大金融对实体经济的支持力度创造有利条件，也有利于疏通货币政策传导机制。

图52： 2019 年 1 月央行开展全面降准



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图53： 宽信用或是经济基本面的领先指标



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图54： CBS 提升了永续债的流动性

央行票据互换操作采用固定费率数量招标方式，面向公开市场业务一级交易商进行公开招标。

中国人民银行从中标机构换入合格银行发行的永续债，同时向其换出等额央行票据。到期时，中国人民银行与一级交易商互换回债券。银行永续债的利息仍归一级交易商所有。央行票据互换操作的期限原则上不超过3年，互换的央行票据不可用于现券买卖、买断式回购等交易，但可用于抵押，包括作为机构参与央行货币政策操作的抵押品。央行票据期限与互换期限相同，即在互换到期时央行票据也相应到期。在互换交易到期前，一级交易商可申请提前换回银行永续债，经中国人民银行同意后提前终止交易。由于央行票据互换操作为“以券换券”，不涉及基础货币吞吐，对银行体系流动性的影响是中性的。

目前，央行票据互换操作可接受满足下列条件的银行发行的永续债：一是最新季度末的资本充足率不低于8%；二是最新季度末以逾期90天贷款计算的不良贷款率不高于5%；三是最近三年累计不亏损；四是最新季度末资产规模不低于2000亿元；五是补充资本后能够加大对实体经济的支持力度。

资料来源：中国人民银行，浙商证券研究所

第二，资本市场监管政策趋于市场化、法治化和国际化，科创板相关政策陆续出台。1月14日，经国务院批准，国家外汇管理局将合格境外机构投资者(QFII)总额度由1500亿美元增加至3000亿美元。1月23日，中央全面深化改革委员会召开第六次会议，审议通过了《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》和《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。1月26日，国务院决定任命易会满同志为中国证监会主席。1月28日，证监会发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，上交所于1月30日发布《关于设立科创板并试点注册制相关配套业务规则公开征求意见的通知》。此后，各路主动资金接续入场，A股市场已经出现了多项牛市特征，例如个股赚钱效应明显、成交量显著放大。

此外，2019年一季度增量的利多因素在于减税降费，也进一步巩固了A股上攻的态势。2019年《政府工作报告》指出，将实施更大规模的减税，普惠性减税与结构性减税并举，重点降低制造业和小微企业税收负担。同时深化增值税改革，将制造业等行业现行16%的税

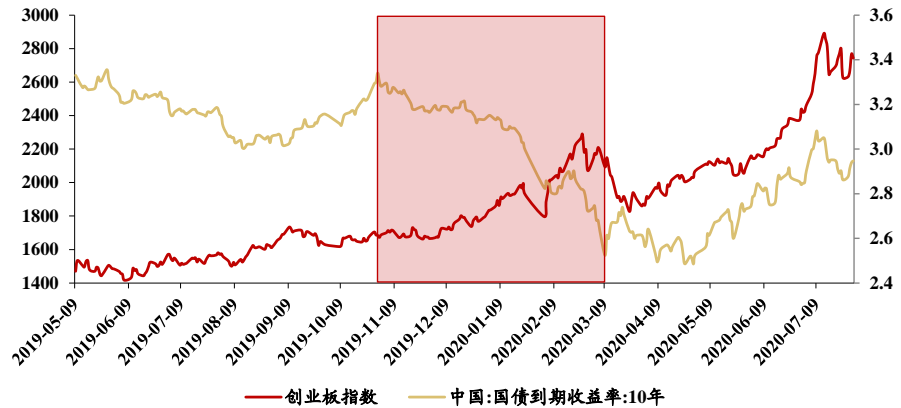
率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低；保持 6% 一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。

2.3 2019年12月至2020年2月：流动性驱动的创业板牛市

对于本轮较为短暂的股债双牛：股市方面，权益市场里表现较强的主要是创业板指数，且本轮股债双牛期间股牛时间长于债牛，创业板指数自2019年6月低点1416点持续上攻至2020年2月阶段高点2287点，区间最大涨幅达到62%，个股方面表现较好的主要集中在科技（TMT）、生物医药、电力设备等成长板块。债市方面，对比股牛持续时间较短，仅运行4个月，十年期国债收益率自2019年10月高点3.34%降至2020年3月低点2.52%，降幅近82个BP。

形成本轮股债双牛的主要环境包括：我国GDP实际增速在2019年三季度向下突破6.0%，叠加2020年初全球公共卫生事件爆发，央行在2019年9月之后开始进行多次降准降息，持续缓解实体经济经营困难，2019年12月中央经济工作强调：“经济下行压力加大”和“六稳”，“确保经济运行在合理区间”，经济稳增长放在更突出位置，市场对政策预期较为积极，较为宽松的货币政策和充裕的市场流动性推动创业板指数持续上涨。债牛的原因主要有：随着货币政策（多次降准降息）和财政政策（专项债扩容和抗疫特别国债发行）的连续发力，社融存量同比增速和M1走出低位区间转头向上。股牛仅经过短暂调整后并未结束的原因主要有：基本面持续修复，财政政策接续货币政策发力，海外释放宽松预期。

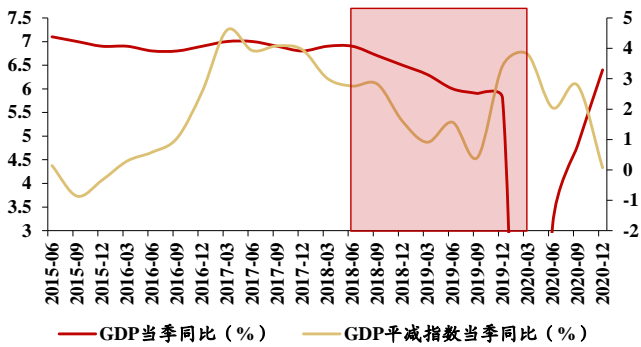
图55：2019年12月至2020年2月流动性驱动的创业板牛市（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

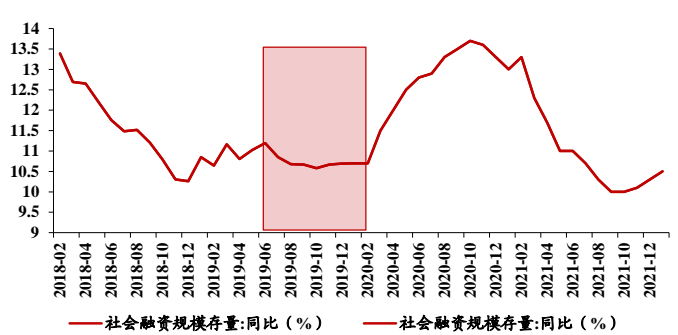
基本面方面：2019Q3经济增长下行压力，我国GDP实际增速开始向下突破6.0%，GDP平减指数亦出现连续下滑，同时社融和M1等多项总量数据均在低位运行，直到2020年Q1前后，随着货币政策（多次降准降息）和财政政策（专项债扩容和抗疫特别国债发行）的连续发力，社融存量同比增速和M1走出低位区间转头向上，十年期国债收益率才见底向上，债牛结束。

图56: GDP增速(左轴)和GDP平减指数(右轴)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图57: 社融存量同比增速(%)



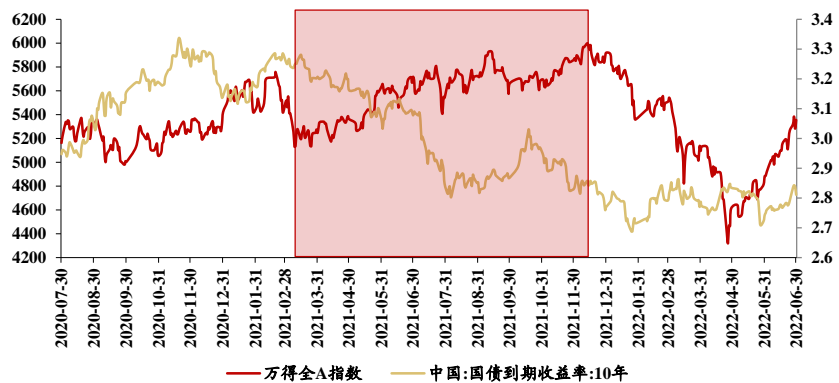
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.4 2021年3月至11月: 公募基金+外资资金

复盘本轮股债双牛: 股市方面, 2021年3月至11月权益市场走出近五年新高(2016年以来), 时长接近8个月, 期间万得全A指数最高涨幅接近17%, 风格上呈现小盘优于大盘, 先进制造、周期和科技(TMT)显著优于金融地产和消费医药, 领涨的一级行业主要有: 电力设备、有色、煤炭、国防、化工、汽车、公用事业、电子。债市方面, 2021年3月至11月债市表现较强, 实际上拉长时间看自2021年3月后债市开启了接近4年牛市, 十年期国债收益率自2021年2月的高点3.29%后持续走低。

形成本轮股债双牛的主要环境包括: 经济从弱复苏期直接切换至滞胀期, 尤其是地产数据开始失速下行, 7月初出现一次超预期降准, 但财政相对缺位且年内进度滞后, 公募基金和外资支撑市场上涨。股牛的结束主要由于: 基本面修复慢于预期, 地产调控力度放松预期落空/房产税征收预期出现, 2021年美联储加息预期升温。债牛没结束的原因主要由于GDP平减指数并没有快速转正且地产没有重拾增速, 与2016年Q1债牛结束的原因刚好相反。

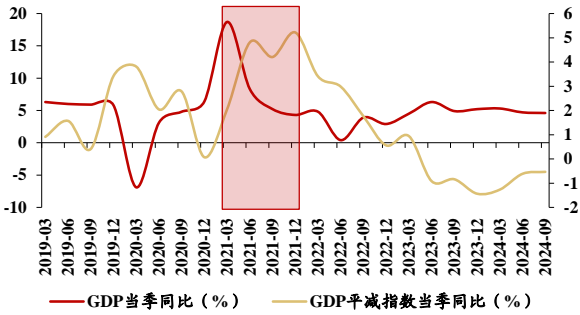
图58: 2021年3月至11月股债双牛(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

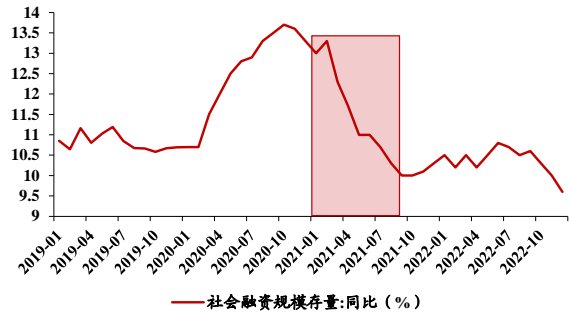
基本面方面: 本轮股债双牛起点环境为2021年初我国公共卫生事件得到有效控制, 生产能力恢复较快, 针对海外经济体的出口超预期增长, 经济处于弱修复期。随后两个季度, 社融和M1等多项总量数据进入收缩阶段, 同时GDP平减指数持续走高, 最高达到2021Q4的5.22%(2012Q1以来最高), 本轮股债双牛阶段内我国整体经济环境类似弱复苏期直接切换至滞胀期。

图59: GDP 增速和 GDP 平减指数 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

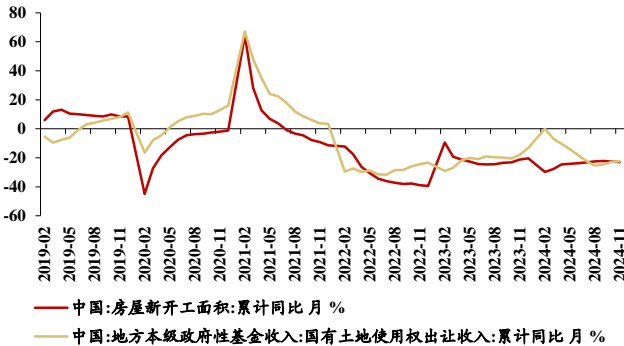
图60: 社融存量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

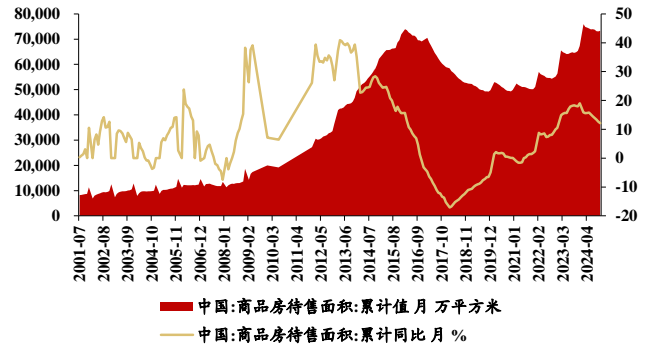
地产政策方面, 企业拿地和新开意愿工降低, 同时商品房库存压力凸显: 随三道红线/五档分类落地, 2021 年后地产行业大洗牌趋势到来, 企业拿地和新开工意愿降低, 2021 年上半年全国房屋新开工面积和卖地收入累计同比分别为+3.80%和+22.4%, 但到 2021 年底全年累计同比分别降至-11.4%和+3.50%。同期商品房去库存压力再次加大, 2021 年 6 月开始全国商品房待售面积累计同比转正, 待售面积持续增长, 库存压力出现。不过在地产行业面临失速压力时, 2021 年我国地产政策仍然坚持强调控, 除了“三道红线/五档分类”和“房住不炒”定调外, 2021 年 10 月 23 日, 第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议通过了《关于授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作的决定》授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作, 试点期限为五年, 市场预期的房地产宽松政策落空。

图61: 2021 年起房地产新开工和拿地降速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图62: 2021 年开始商品房待售压力逐步增大

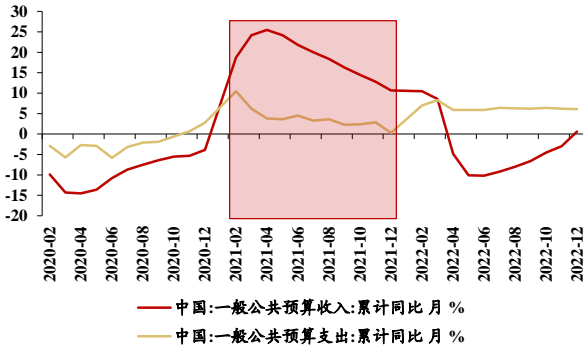


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

货币政策方面, 本轮股债双牛期间出现一次超预期降准。 整体看, 2021 年出现两次降准和一次不对称降息, 两次降准出现在 7 月和 12 月, 大型存款类金融机构存款准备金率由 12.5% 下降至 11.5%, 中小型存款准备金率由 9.5% 下降至 8.5%, 其中 7 月降准超出市场预期, 2021 年 7 月初国常会提及“适时降准”, 随后央行宣布了全面降准 0.5 个百分点, 扭转市场对下半年货币政策稳健偏紧预期; 一次不对称降息出现在 12 月, 一年期贷款市场报价利率 (LPR) 由 3.85% 下降至 3.80%, 五年期 LPR 未动。

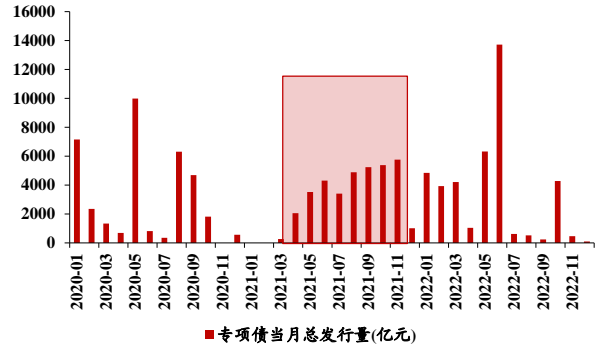
财政政策方面: 2021 年财政政策相对缺位且进度滞后, 2021 年官定赤字率从 2020 年应对公共卫生事件的 3.6% 降至 3.2%。年内财政支出增速落后财政收入增速, 2021 年一般公共预算收入/支出累计同比分别为+10.7%/+0.30%, 同时专项债年内发行节奏偏慢, 全年发行额度也从 2020 年的 3.6 万亿小幅回落至 3.58 万亿。

图63：2021年财政收入及支出



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图64：2021年专项债发行进度滞后

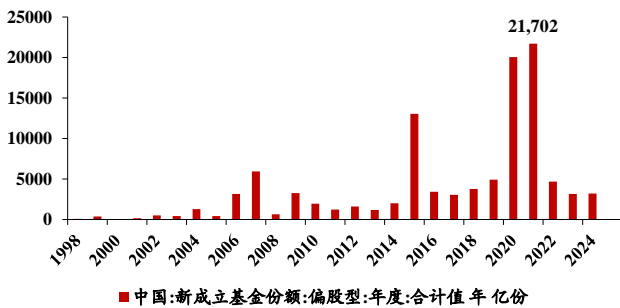


资料来源：Wind，浙商证券研究所

其他重磅改革催化：2021年3月《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》获通过，提出全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高上市公司质量。2021年9月成立北交所，并于11月15日正式开市，进一步完善了我国的多层次资本市场体系。

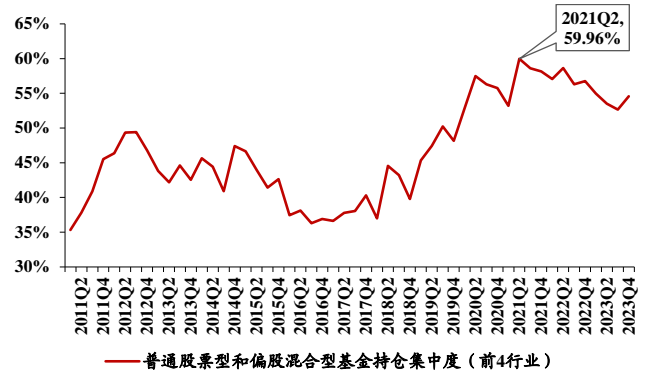
最后，本轮股牛成因我们重点提示资金面变化：主要集中在公募基金规模大幅扩张+集中以及外资的涌入。公募基金方面，电力新能源、半导体、白酒、医药等基金重仓板块在主动管理型基金的资金集中效应下带动宽基指数持续走强，“核心资产”概念应运而生。2021年新成立偏股型基金份额合计达到2.17万亿份，创下历史新高。从月度节奏看，偏股型基金发行份额高峰集中在2020年底至2021年一季度，随着基金的持续建仓，股票市场亦逐步走强，到2021年二季度，普通股票型和偏股混合型基金持仓集中度（CR4）已经接近60%，达到历史最高水平，该季度基金重仓行业包括有：食品饮料（占比18.17%）、医药生物（占比16.82%）、电力设备（占比14.31%）、电子（占比10.65%），资金集中度较高。

图65：年度新成立偏股型基金份额



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图66：普通股票型和偏股混合型基金持仓集中度（前4行业，%）



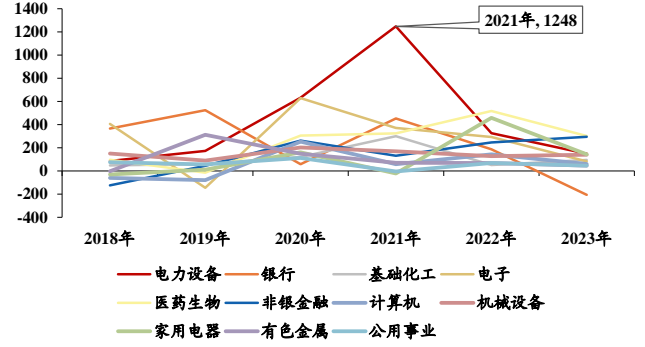
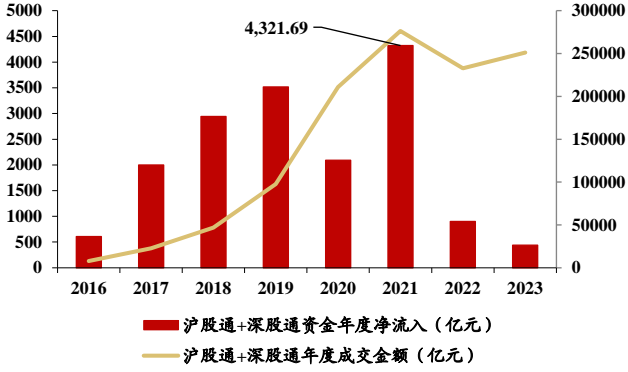
资料来源：Wind，浙商证券研究所

外资方面，2020年美联储推出“无限量化宽松”政策，2021年1月14日拜登便宣布1.9万亿美元的刺激计划，2021年是全球货币宽松的一年，A股优质核心资产得到青睐，2021年净流入规模达到4322亿元，深股通和沪股通年度成交金额累计达到27.6万亿，均创造新

高。资金流入结构上，2021年沪深港股通区间净买入额排名靠前的一级行业有：电力设备、电子、银行、医药生物、基础化工、非银金融、计算机，其中电力设备北向资金净流入达到1248亿元，占总体净流入比例达到29%。

图67：沪股通+深股通年度资金净流入（左）和成交金额（右）

图68：普通股票型和偏股混合型基金持仓集中度（前4行业）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 为何过去两年我国经济承压+宽货币，但股债双牛较难出现？

3.1 内外两大负面约束导致风险偏好提升困难，债牛股不牛

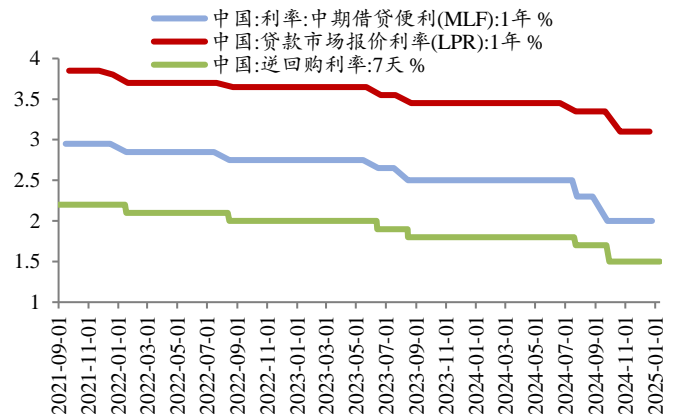
我们认为，虽然过去两年来我国总体处于经济承压、货币政策宽松周期，但由于存在内外两大负面约束使得风险偏好提升困难，即经济结构转型阵痛及中美摩擦加剧，仅依靠宽松货币政策的对冲较难完全应对。财政政策虽保持积极基调，但相较于经济修复进程仍有较大加力空间，宏观政策对有效需求、总物价水平的回升带动是渐进过程，多重压力之下使得股市的风险偏好较难提升，股市总体呈现较大压力，债券牛市较为显著，做多情绪持续加强。

图69：除24年2至5月外，22年以来股债双牛较难出现



资料来源：wind，浙商证券研究所

图70：2022年以来我国货币政策处于宽松周期



资料来源：wind，浙商证券研究所

近年来，为稳住宏观经济，货币政策持续发力处于宽松周期，同时为对冲房地产下行的外溢风险，支持房地产平稳的政策亦不断推出。2022年，为全力以赴支持稳住宏观经济大盘，保持流动性合理充裕，2022年央行两次实施全面降准累计0.5个百分点。同年，央行出台金融支持房地产平稳健康发展16条措施，引导金融机构支持房地产企业合理融资需求，建立新发放首套房贷利率政策动态调整机制，推动个人住房贷款利率下行。

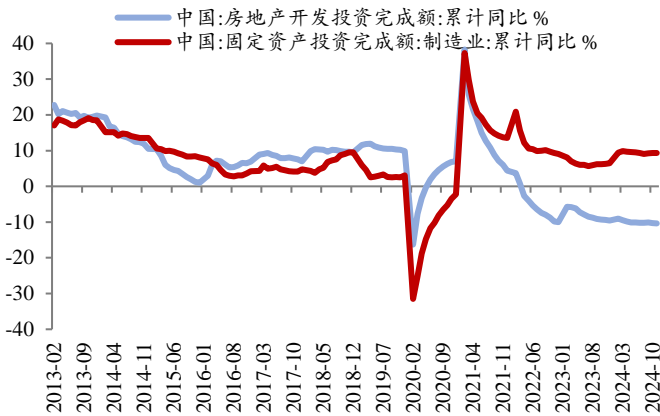
2023年货币宽松态势延续，对地产的供给端托底政策向需求端拓展。2023年全年两次下调金融机构存款准备金率累计0.5个百分点，释放中长期资金超过1万亿元。两次下调政策利率，带动市场利率持续下行。为全力支持房地产市场平稳运行，在供给端，延长“金融16条”等政策期限，满足不同所有制房地产企业合理融资需求。新增5000亿元抵押补充贷款额度，支持保障性住房建设、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设。在需求端，下调个人住房贷款首付比例和利率政策下限，配合有关部门优化住房套数认定标准，降低存量首套住房贷款利率。

2024年央行多次实施重要货币政策调整，推出一揽子增量金融政策，促进货币信贷合理增长。2024年年内两次降低存款准备金率，保持流动性合理充裕；两次下调政策利率，引导社会综合融资成本下降，新发放企业贷款利率处于历史低位；完善房地产金融宏观审慎管理，支持房地产市场风险化解和稳健健康发展；创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款两项工具，支持资本市场稳定发展。但财政政策后置发力，有效需求复苏相对渐进。直到9.24增量金融政策的超预期推出大幅改善风险偏好，与随后的政策组合拳相结合改善人们预期，带来一轮股市上涨行情，但由于需求侧政策落地是渐进过程，强预期之后的弱现实使得股市有所回落。

3.2 内部负贝塔：产业转型，经济增长阵痛

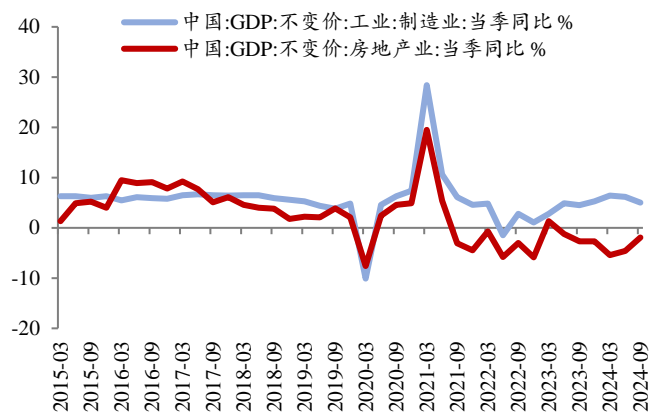
近年来我国产业结构转型持续深入推进，高质量发展效果显现，但难免出现部分传统产业增速下降，相关传统企业面临转型升级的巨大挑战，就业群体也面临转型的压力，转型阵痛拖累经济增长，不确定性增加使得风险偏好较难提升。据国家统计局副局长盛来运在 2024 年一季度国民经济运行情况发布会上表示，“即使这几年，我们面临着复杂严峻的国际变局挑战，面临着国内结构调整转型的阵痛，包括类似于房地产的调整，但是中国经济转型升级的步伐没有停，高质量发展继续取得新成效。下阶段，中国仍处于结构调整转型升级的阶段，一些企业要进行转型升级，所以大家要承受转型的一些阵痛。由于传统产业调整，新动能培育，出现一些经济增长波动是很正常的，但是发展质量是在持续提升，高质量发展不断进步。”

图71：近年来地产投资负增，制造业投资保持较高增长



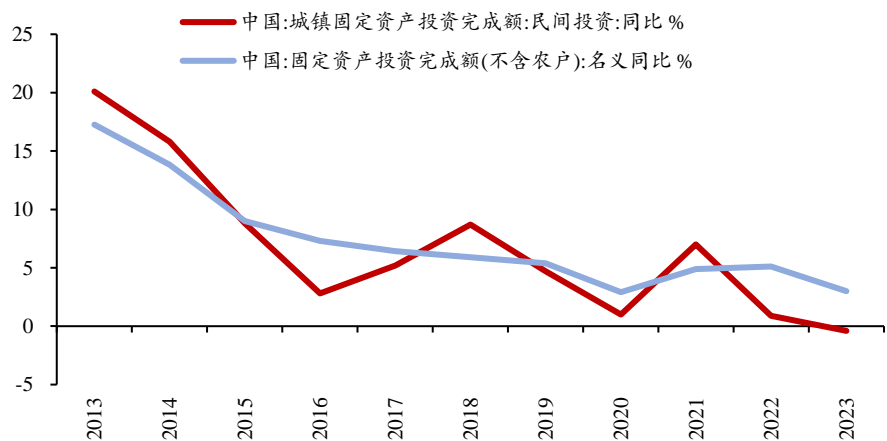
资料来源：wind，浙商证券研究所

图72：近年来房地产拖累 GDP 增速，制造业支撑 GDP 增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

图73：近年来民间投资增速相对较低



资料来源：wind，浙商证券研究所

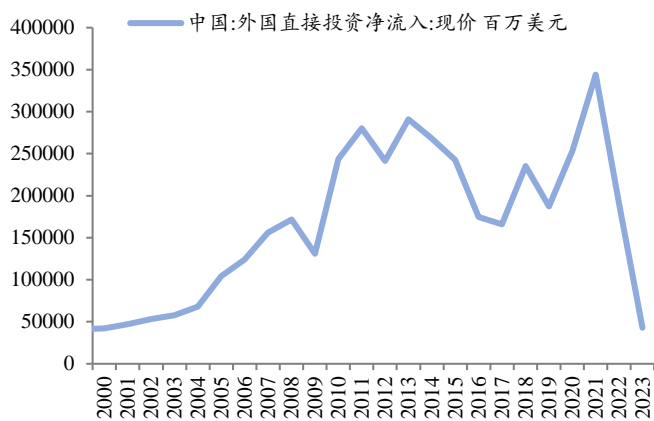
具体来看，“告别房地产、拥抱制造业”是近几年我国产业结构转型的典型特征，虽然房地产相关政策由供给端的托底向需求端的放松不断扩围调整，但“房住不炒”是近几年主基调，当前“稳房市”亦是前期的延续。近两年房地产业持续深度调整，地产投资，房地产业 GDP 增速持续负增长，同时制造业投资、制造业 GDP 增速挑大梁。但由于从传统产业转

型为具有新质生产力特征的企业或从业人员需要相应技术、商业模式等的系统性转变，各经济主体对经济结构调整趋势的适应需要一定过程，使得经济总体的风险偏好有所降低，例如民间投资的意愿走弱，民间投资增速显著低于总体的固定资产投资增速水平。

3.3 外部负贝塔：地缘风险，中美摩擦加剧

百年未有之大变局背景下，近年来地缘风险持续提升，中美关系在曲折中前行，美国在科技、贸易等领域频繁施压，使得中美关系走向的不确定性大大提升，从而影响人们对经济发展的未来预期，更为谨慎地进行投资，也影响到国际资本对我国的流向，压制风险偏好的抬升。

图74：2022年以来外国直接投资净流入下降较多



资料来源：wind，浙商证券研究所

图75：22、23年我国外商直接投资实际使用金额增速下滑



资料来源：wind，浙商证券研究所

近年来，美国在科技方面，尤其是半导体领域频繁对我国施压，使得我国科技领域的发展前景不确定性加大，从而使得投资的风险偏好被压制。例如2022年7月6日，美国推动荷兰禁止阿斯麦尔芯片光刻设备制造商向中国出售对制造全球大部分芯片至关重要的主流技术。2022年8月，美国相继推出《2022年芯片与科学法案》和《2022年台湾政策法案》，在开展芯片竞争的同时，力图在台海挑起争端，以求一举阻断中国崛起的态势。美国在2022年10月发布的《国家安全战略》报告中，延续了奥巴马和特朗普政府对抗中俄的思想，把“击败中国和限制俄罗斯”作为优先事项。2023年7月25日，美国参议院通过了一项“2024财年国防授权法案”（NDAA）修正案——“对外投资透明度法”。该法案将要求美国企业向联邦机构通报对中国技术领域的投资情况，包括人工智能、先进半导体、卫星通信和量子计算等。2023年8月10日：美国总统拜登签署行政令设立对外投资审查机制，限制美国主体投资中国半导体和微电子、量子信息技术和人工智能领域。

2023年11月，习近平同美国总统拜登举行中美元首会晤中指出，“美方在出口管制、投资审查、单边制裁方面不断采取针对中国的举措，严重损害中方正当利益。中国的发展是以创新驱动的，打压中国科技就是遏制中国高质量发展，剥夺中国人民的发展权利。中国的发展壮大自有内生逻辑，是外部力量阻挡不了的。希望美方严肃对待中方关切，采取行动，取消单边制裁，为中国企业提供公平、公正、非歧视的环境。”“中美关系的发展历程，也印证了中美建交45年来的经验和启示。如果两国做伙伴、做朋友，求同存异、彼此成就，中美关系就能够得到长足发展。如果把对方当对手、当敌人，恶性竞争、互相伤害，中美关系就会遭遇波折甚至倒退。”

2024 年特朗普胜选以来，美国关税、科技等相关政策的不确定性进一步加剧，地缘风险进一步抬升，对风险偏好有进一步的压制影响。例如美国对我国相关产业出口禁令再次加码，我国相应回击。2024 年 12 月 2 日，美国 BIS 出台对华新一轮芯片出口禁令，涉及 140 家中国实体。这是自 2022 年 10 月以来的第三次大规模限制。2025 年 1 月 2 日，中国商务部将 28 家美国实体列入出口管制名单，禁止向其出口两用物项。同时，将 10 家美国企业加入不可靠实体清单，禁止这些企业与中国进行进出口交易，并限制其在中国的投资和高管入境。”

4 未来什么因子可能触发股债双牛？

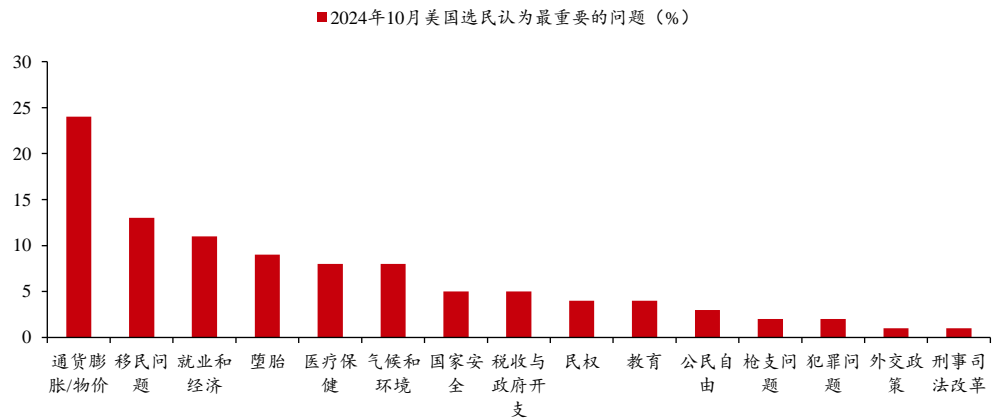
当前财政处于蓄力阶段，一旦以财政为代表的逆周期政策大幅加码，尤其可能刺激消费，在这种情况下，权益市场的风格大概率会发生转变，转向顺周期领域，市场不再具备股债双牛的条件。而未来股债双牛的情况，我们预计可能会在以下两种特定情形下发生：

4.1 外部压力缓解：中美小阳春带动风险偏好改善

4.1.1 赢得大选：锚点在对内，而非对外

特朗普能够赢得 2024 年美国大选的关键在于国内问题，对华政策并非核心竞选议题。美国国内存在着诸多亟待解决的问题，如种族矛盾、移民问题等，这些问题与民众的日常生活息息相关，直接影响着选民的切身利益。在大选期间，选民们更加关注候选人在解决这些国内问题上的能力和承诺，而不是对外关系中的中美关系，根据 Statista 平台的数据显示，2024 年 10 月美国选民认为最终的 Top5 议题分别是通胀、移民、就业和经济、堕胎以及医疗卫生，外交政策仅排位 14 名。特朗普在竞选过程中，将重点放在了国内问题的解决上，尤其是经济问题和社会稳定，这使得他在选民中的支持率得到了提升，而中美关系则被置于相对次要的位置。

图76： 2024 年 10 月美国选民认为最重要的问题



资料来源：Statista，浙商证券研究所

4.1.2 胜选之后：并未对华更加苛刻

特朗普赢得大选后，其主张的核心政策主要聚焦通胀、移民、经济、能源和外交，其中并未对中国施加更为苛刻的限制。我们梳理了 2024 年 11 月特朗普赢得大选后的政策主张，主要集中于以下领域：

- 1) **通胀**：表示“通货膨胀持续肆虐，利率也高得令人无法接受”，但就如何降低通胀并未颁布具体举措；
- 2) **移民**：计划废除限制美国移民及海关执法局在“敏感地点”或附近逮捕移民的政策；计划通过签署总统行政令废除非美国公民及非法入境移民在美国生育后代的“出生公民权”；将通过宣布国家进入紧急状态的方式，调动美国军队，从而驱逐美国的非法移民；
- 3) **就业 & 经济**：双管齐下的方法来重塑美国汽车制造业；任何在美国投资 10 亿美元或更多的个人或公司，都将获得全面加速的审批和许可；

- 4) **能源（气候环境）**: 承诺取消由现任总统拜登引入的对能源生产和天然气出口的所有限制；计划废除拜登的清洁能源计划，强调天然气资源的作用；
- 5) **税收&政府支出**: 对小费不征税；要求欧盟必须通过大规模购买美国石油和天然气来弥补他们与美国的巨大贸易赤字，否则就会一直征收关税；对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收 25% 关税；**美方将对所有中国进口商品加征 10% 的关税**；
- 6) **外交**: 不排除“以军事或经济胁迫手段控制巴拿马运河和格陵兰岛”的可能性；**美中两国联手可以解决世界上所有问题**；以及就俄乌、中东、加、墨等问题表态。

从以上政策表态上看，特朗普政府核心关注国内问题解决，如通胀、移民、就业等，以便履行大选期间对选民的承诺。在对华关税问题上，相较于计划对墨西哥和加拿大征收 25% 的关税而言，计划对中国进口商品加征 10% 的关税，并未体现明显的针对性。此外在外交领域，相较于对欧洲和美洲的频繁威胁，对华表态更显积极。

表5: 特朗普赢得大选后有关不同领域问题的相关表态

议题	颁布时间	核心内容
通胀	2025/1/7	通货膨胀持续肆虐，利率也高得令人无法接受。
移民	2024/12/11	计划废除一项限制美国移民及海关执法局在“敏感地点”或附近逮捕移民的政策，例如在礼拜堂、学校和医院内，或在葬礼、婚礼和公开示威等活动中。
	2024/12/8	1、将大规模驱逐非法移民 2、并计划通过签署总统行政令废除非美国公民及非法入境移民在美国生育后代的“出生公民权”
就业&经济	2024/11/19	美国当选总统特朗普在社交媒体平台上证实，将通过宣布国家进入紧急状态的方式，调动美国军队，从而驱逐美国的非法移民。
	2024/12/19	美国候任总统唐纳德·特朗普的顾问建议采取双管齐下的方法来重塑美国汽车制造业，一方面取消旨在促进电动汽车销售的联邦补贴，同时继续培育电动汽车生产的国内供应链。
	2024/12/10	任何在美国投资 10 亿美元或更多的个人或公司，都将获得全面加速的审批和许可，这包括但不限于所有对环境的审批。（社交媒体发布）
能源（气候和环境）	2024/12/22	承诺取消由现任总统拜登引入的对能源生产和天然气出口的所有限制。
	2024/11/25	计划废除拜登的清洁能源计划，强调天然气资源的作用。将加快在土地上钻探石油、天然气的许可证，持有更多销售。计划取消对新液化天然气出口许可证的暂停审批，并迅速批准待批准的许可证。
税收&政府支出	2025/1/6	美国国会议员们正在着手制定一项强有力的法案。我们必须确保我们的边境安全，开发美国能源，并更新特朗普税收减免措施，这是历史上规模最大的减税措施，但我们会做得更好——对小费不征税。这一切都将由更多的关税来弥补。
	2024/12/8	将兑现竞选承诺，对美国最大贸易伙伴的进口商品征收关税。
	2024/12/20	在社交媒体平台 Truth Social 上表示，“我告诉欧盟，他们必须通过大规模购买我们的石油和天然气来弥补他们与美国的巨大贸易赤字。否则，就会一直征收关税！”
	2024/11/25	美方将对所有中国进口商品加征 10% 的关税。对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收 25% 关税。
外交	2025/1/7	不排除“以军事或经济胁迫手段控制巴拿马运河和格陵兰岛”的可能性，还称将在不久后把墨西哥湾改名为“美国湾”
	2024/12/21	巴拿马运河是“美国重要国家资产”，威胁美国将“收回”巴拿马运河
	2024/12/16	美中两国联手可以解决世界上所有问题。
	2024/12/8	1、俄乌问题：俄乌和平协议必须达成，他将与俄罗斯总统普京和乌克兰总统泽连斯基进行对话，以结束这场战争。 2、中东问题：哈马斯必须与以色列达成协议，释放其在加沙关押地剩余人质，否则后果自负。 3、加、墨问题：强调了“公平”的必要性。 4、中美问题：称美中两国联手可以解决世界上所有问题。

资料来源：新华社、中国政府网等公开媒体收集整理，浙商证券研究所

4.1.3 后续推演：中美存在阶段性“小阳春”的可能性

特朗普 2.0 时代的中美关系可能会在合作与博弈之间摇摆不定。对于特朗普本人，他可能愿意在某些领域与中国采取合作，尤其是在全球性问题上，如前文提到的 2024 年 12 月特朗普曾在公开发言中表示愿意与中国联手解决全球问题。但另一方面，受鹰派组阁的

影响，特朗普 2.0 时代的对华政策可能会更加激进和强硬，包括贸易限制、出口管制以及金融制裁等领域对抗措施进一步升级。

但考虑到短期之内特朗普更加聚焦国内尤其是通胀问题，中美关系存在“小阳春”的可能性，中美经贸协议可能涵盖更广泛的内容，主要包含以下四个方面：

其一，地缘政治领域相关合作。特朗普政府可能会寻求在地缘政治领域与中国展开更为深入和多维度的合作，这与特朗普政府一贯强调的地缘政治优先策略相符合。美国可能会认识到中国在国际事务中所发挥的重要且积极的作用，尤其是在俄乌冲突中秉持的客观公正的劝和促谈立场。特朗普政府或许会主动与中国进行沟通与协调，寻求在俄乌问题上达成一定共识，共同推动冲突双方走向谈判桌，实现和平解决争端。此外，在全球其他地缘政治热点问题上，如中东地区的巴以冲突、朝鲜半岛局势等，中美也可能会加强沟通与协调，共同寻找解决问题的途径。这不仅有助于缓解紧张局势，也为中美经贸关系的改善创造良好的外部环境，减少因地缘政治冲突引发的贸易摩擦和不确定性。

其二，中国扩内需成为中美贸易再平衡的重要抓手。2024 年 12 月底中央经济工作会议将扩内需置于今年经济工作首位。对于我国而言，扩内需已成为中国经济增长的重要动力，我们在此前的报告中也提出，消费有望从顺周期变量转变为逆周期变量，在提振经济上发挥更大作用。与此同时，扩内需政策中的一部分需求可能需要通过进口美国相关产品和服务来满足，从而有助于减少中美贸易顺差，进而实现中美贸易再平衡，符合特朗普政府的政治诉求。

其三，人民币汇率更为稳定，贬值空间和意愿均较小。从国内因素来看，中国经济运行总体稳中有进，2024 年中央经济工作会议连续第三年提出“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，且财政货币政策调控更加注重时、度、效，中国拥有丰富的汇率管理工具，能够有效应对市场波动。从对美关系来看，美国长期以来一直对中国存在巨额贸易逆差，通过人民币升值，中国出口商品在美国市场的价格将上升，从而减少美国从中国的进口，改善美国的贸易逆差状况，预计特朗普 2.0 时代人民币汇率相较于 2018 年中美贸易战会更加稳定，人民币对美汇率贬值的空间和意愿均比较小。

其四，特朗普可能寻求中国在非敏感领域加大对美投资、创造就业。中国企业在美投资设厂或开展业务，可以直接创造大量的就业机会，缓解美国的就业压力，这对于特朗普巩固其国内政治支持至关重要。中国在美国投资成果本身也能成为特朗普向美国选民展示他在处理中美关系和促进美国经济发展方面的能力和成就，从而提升其政治声誉和支持率。

以上四个领域的潜在合作空间可能促成中美关系的小阳春，在此背景下，**股票市场**，若中美关系缓和，中美贸易环境有望得到改善，出口订单增加带动企业盈利预期改善，市场风险偏好修复，有助于推动股市整体修复，形成牛市行情。**债券市场**，在中美关系缓和的背景下，国内在财政领域扩内需的政策将适度延后，货币宽松先行，驱动债牛行情。

图77: 美元兑人民币汇率走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 货币大幅宽松+中美博弈有限升级可能驱动股债双牛

4.2.1 我国货币宽松力度低于海外，即便中美博弈有限升级但未来宽松大幅加码也可驱动股债双牛

为应对诸如 2008 年金融危机和 2020 年公共卫生事件等全球范围内的黑天鹅事件，美国、欧洲和日本等发达国家央行通常采取降息和不同形式的量化宽松刺激经济，结果是结构性工具快速扩表，各国央行资产负债表均出现明显扩张。

美国方面，2008 年至今历经了四轮量化宽松，美联储扩表呈现出速度快、规模大和退出早的特点，美国经济恢复速度快为退出量化宽松政策提供了支撑。2008 年后美国四轮 QE 资产负债表的变化幅度分别为 148.0%、24.5%、58.7%、113.6%，分别持续了 17、7、25、24 个月，其中美国在第一轮 QE（2008 年 9 月至 2010 年 3 月）和公共卫生事件 QE（2020 年 3 月-2022 年 3 月）阶段，资产负债表出现明显扩张。两轮量化宽松分别在 2008 年全球金融危机及 2020 年公共卫生事件背景下，通过大幅的扩表缓解美国经济活动急剧下降。第二轮 QE（2010 年 11 月-2011 年 6 月）和第三轮 QE（2012 年 9 月-2014 年 10 月），为应对通缩风险及改善就业市场。这些量化宽松政策有效地降低了长期利率，缓解了金融市场的紧张局势，并在一定程度上促进了经济复苏。随着复苏推进，2022 年 5 月至今美联储也逐步退出量化宽松政策进入缩表阶段，防止潜在经济过热的风险。

欧洲方面，2008 年至今资产负债表呈现扩张、收缩、再扩张的过程。2008 年后欧洲经历了五轮资产负债表扩张，变化幅度分别为 21.4%、57.5%、130.2%、51.5%和 11.9%，分别持续了 14、28、65、12、21 个月，其中资产购买计划实施阶段（2014 年 10 月至 2020 年 3 月）资产负债表出现明显扩张。为应对次贷危机（2008 年 9 月-2009 年 11 月），欧央行采取公开市场操作为主的扩张性货币政策，资产负债表的变化幅度为 21.4%。2010 年欧央行与美联储等主要央行重新激活美元互换安排，并于同年推出证券市场计划（SMP）增加债券需求。货币互换政策开始至证券市场计划 SMP 截止期间资产负债表的变化幅度达 57.5%，扩表力度的加大缓解了债券市场恐慌情绪。2014 年开始实施资产购买计划（APP），通过购买资产来增加货币供应量刺激经济，资产负债表出现明显扩张，阶段变化幅度达 130.2%。公共卫生事件爆发后欧央行开启加速扩表进程，成功为欧元区经济带来正向激励。2020 年 3 月，欧洲央行宣布紧急抗疫购债计划（PEPP）以支持欧元区经济并稳定金融市场，并于 2021 年 3 月延长该计划加速扩表，两阶段资产负债表的变化幅度分别为 51.5%、11.9%。2023 年

3月欧央行正式开启缩表，截至目前欧央行总资产规模已逐步回落至2020年大规模资产购买前水平。

日本方面，2008年至今经历了数轮资产负债表扩张，尤其是在2013年实行QQE阶段出现明显的扩张，伴随2016年日央行引入收益率曲线（YCC）后资产负债表扩张幅度有所减缓。1999年以来日本经历了五轮资产负债表的扩张，扩张幅度分别为41.3%、31.2%、35.2%、175.7%、66.8%，分别持续了22、60、51、40、90个月，其中QQE阶段（2013年4月至2016年8月）资产负债表扩张明显。在经历了1990年代初经济泡沫的破裂后，日本经济长期处于负或低增长状态，日央行分别于1999年与2001年实施零利率政策（ZIRP）和量化宽松政策（QEP），两阶段资产负债表的变化幅度分别为41.3%、31.2%。2008年全球金融危机后，日本经济进一步受到冲击，通缩问题更加严重。为了应对经济危机并刺激经济复苏，日央行积极扩大量化宽松，2008年12月-2013年3月间资产负债表的变化幅度为35.2%。为进一步提高通胀率摆脱长期的通货紧缩，日本央行于2013年推出了更为激进的量化质化宽松（QQE），扩表速度不断上台阶，阶段资产负债表的变化幅度高达175.7%，但效果有限。考虑到传统的以基础货币规模扩张为主的货币政策已经不再适应当前的经济环境，日央行于2016年引入负利率政策，将商业银行存放于央行的超额准备金存款利率从0%降至-0.1%，该政策实施后，日央行资产扩表规模较前期有所减缓，阶段资产负债表的变化幅度为66.8%。

中国方面，中国央行资产负债表扩张较为温和，主要使用数量型货币政策工具投放流动性。2008年金融危机后，中国央行的扩表速度整体处于偏低水平，我们测算了2008年1月至2024年12月美国、日本、欧洲、中国资产负债表年均变化幅度，分别为44%、40%、28%、15%，我国的扩表幅度处于最低的水平。虽在2020年公共卫生事件爆发后，我国央行扩表速度迎来较大幅度提升，但仍显著低于美联储大规模资产购买期间的扩表速度，2020年2月至2024年12月，美、欧、日本、中国年均扩表幅度约34%、28%、26%、26%。需要指出的是，降准作为中国央行核心的流动性投放手段，并未直接体现在央行资产总规模的扩张中，但整体来看中国央行资产负债表扩张偏温和稳固。

图78：美国、欧洲和日本央行扩表进程

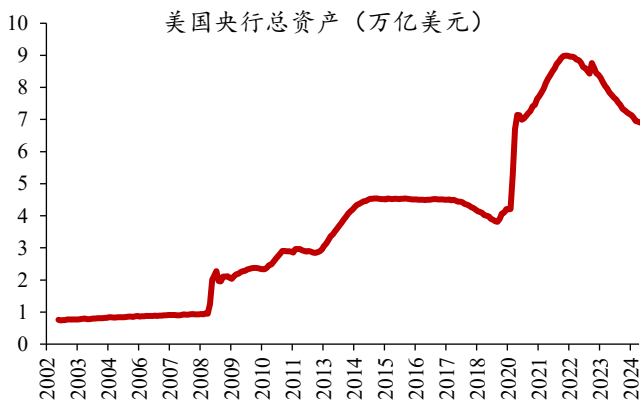
美国	扩表进程	总资产变化幅度
2008年9月-2010年3月	第一轮QE	148.0%
2010年11月-2011年6月	第二轮QE	24.5%
2012年9月-2014年10月	第三轮QE	58.7%
2017年10月-2019年8月	缩表	-15.4%
2020年3月 - 2022年3月	无限量QE	113.6%
2022年5月至今	缩表	-23.2%

日本	扩表进程	总资产变化幅度
1999年2月-2000年底	零利率政策 (ZIRP)	41.3%
2001年3月-2006年3月	量化宽松政策 (QEP)	31.2%
2008年12月-2013年3月	全球金融危机后的扩大量化宽松	35.2%
2013年4月-2016年8月	质化与量化宽松 (QQE)	175.7%
2016年9月-2024年3月	收益率曲线控制 (YCC)	66.8%
2024年4月至今	结束QQE和YCC政策框架	-1.0%

欧洲	扩表进程	总资产变化幅度
2008年9月-2009年11月	次贷危机时期公开市场操作	21.4%
2010年5月-2012年9月	货币互换政策开始至证券市场计划SMP截止	57.5%
2014年10月-2020年3月前	资产购买计划 (APP)	130.2%
2020年3月-2021年3月前	紧急抗疫购债计划 (PEPP)	51.5%
2021年3月-2022年底	加速扩表	11.9%

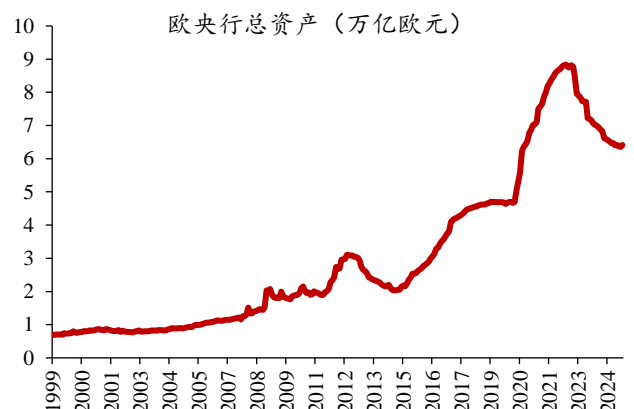
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图79：美国央行扩表规模变化



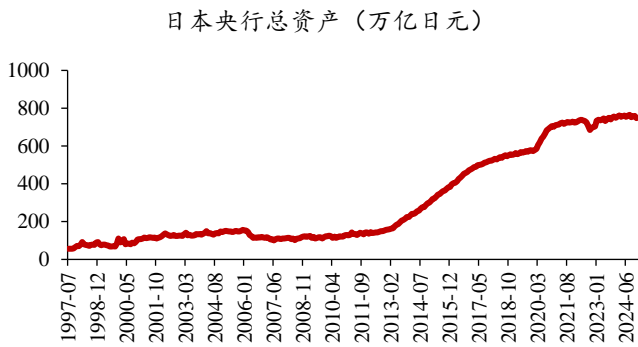
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图80：欧洲央行扩表规模变化



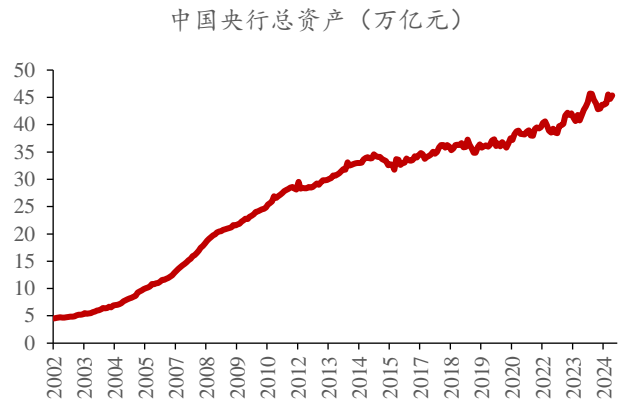
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图81: 日本央行扩表规模变化



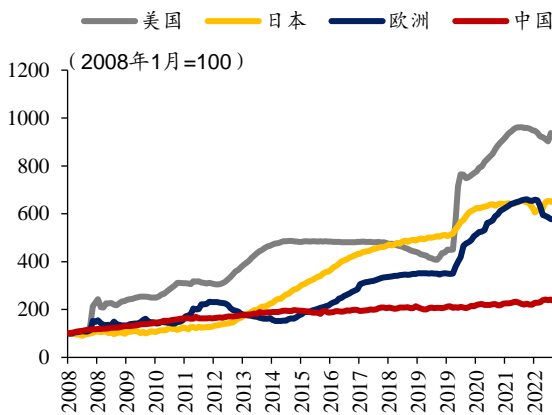
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图82: 中国央行扩表规模变化



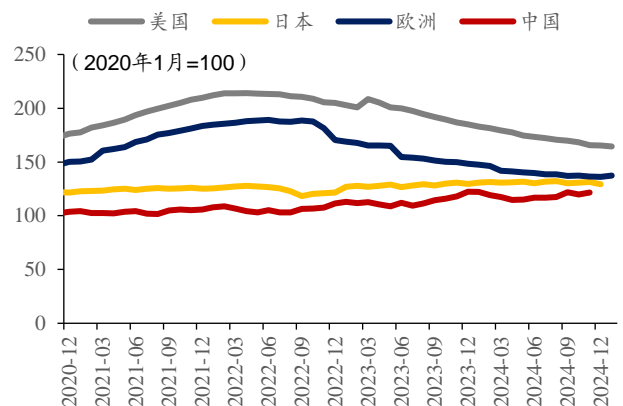
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图83: 2008年金融危机后各国央行扩表速度对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图84: 2020年公共卫生事件后各国央行扩表速度对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2.2 扩表效果: 更快速的扩表可以更好稳定市场预期, 在带来股债双牛行情的同时也为企业盈利增速的更快修复创造良好环境

对比盈利增速和扩表速度, 美国多数时期盈利增速的修复速度高于扩表速度, 中国相反, 欧洲和日本并未表现出明显的趋势特征。综合上文的结论, 一是“危机”期间发达国家央行的扩表速度快于中国; 二是更快的扩表速度较好的稳定了市场的预期, 在驱动股债双牛行情的同时, 股价上涨和宽货币也带来了此后企业盈利增速的更快修复。

在美国 2013 年至今经历的四轮股债双牛期间, 仅 2013 年 12 月至 2015 年 2 月间, 美国企业盈利增速小于扩表速度; 其余三轮时间, 美国盈利修复的速度均超过扩表速度, 美国股市在经济复苏期间表现出色, 尤其是在宽松的货币政策环境下, 企业盈利往往处于上升期, 表现更优。日本方面, 第一轮股债双牛 (2006 年 7 月至 2007 年 7 月) 和第二轮股债双牛 (2013 年 5 月至 2015 年 1 月), 日本企业盈利增速分别为 8.3% 和 27.5%, 第二轮修复速度更快, 但仍低于期间 68.9% 的扩表幅度, 日本在泡沫经济破裂后经历了长期的经济停滞, 只有当资产负债表出现明显扩张时, 才对企业盈利有较强的带动, 但弹性仍弱于美国。欧洲方面, 欧洲在前两轮股债双牛期间盈利的扩张速度不及扩表速度, 后两轮呈现出相反的趋势。

中国方面，前四轮股债双牛期间，盈利增速均呈现两位数负增长，并且未表现出明显的扩表特征。

对比不同国家盈利增速修复情况，股债双牛期间，美国、欧洲和日本的盈利速度修复幅度显著高于中国。我们测算了美国、日本、欧洲和中国不同时期下平均盈利增速，分别为14.1%、17.9%、4.0%和-16.4%，美日欧的盈利修复增速均强于中国。尽管中国在经济发展方面有着巨大的潜力和韧性，但由于正处于经济结构调整、产业转型升级、外部风险扰动的大环境下，企业面临着诸多挑战，如原材料价格波动、市场竞争加剧、环保压力增大等，导致盈利修复过程相对缓慢。

如果2025年我国货币政策加大宽松力度，且中美博弈仅在有限范围内升级，无风险利率的快速下行可以抵御有限风险偏好的冲击并驱动股债双牛行情。

表6: 美国、欧洲、日本和中国股债双牛期间盈利增速与扩表速度对比(当盈利增速<扩表速度时标红)

国家	序号	股债双牛时期	企业盈利 十亿美元	总资产 百万美元	盈利增速 %	扩表速度 %	两者对比
美国	1	2013/12/31	1,234.20	4,074,891.00	9.20	11.18	<
		2015/2/9	1,347.76	4,530,610.00			
	2	2018/11/23	1,406.10	4,144,756.00	1.91	(8.13)	>
		2019/8/15	1,433.01	3,807,826.00			
	3	2020/3/23	1,302.28	5,302,504.00	41.01	33.97	>
		2020/9/8	1,836.32	7,103,627.00			
	4	2024/4/25	2,582.29	7,453,190.00	4.21	(3.01)	>
		2024/7/10	2,691.08	7,228,671.00			
日本	1	2006/7/28	123,739.48	115,967,539,968.00	8.30	(7.11)	>
		2007/7/28	134,013.66	107,717,123,555.00			
	2	2013/5/29	114,350.66	184,286,172,619.00	27.54	68.85	<
		2015/1/19	145,846.46	311,173,142,089.00			
欧洲	1	2004/9/6	878,403.40	885,811.00	4.17	12.44	<
		2005/9/22	915,043.70	996,044.00			
	2	2009/7/10	942,593.70	1,854,093.00	4.18	5.54	<
		2010/4/15	981,950.00	1,956,819.00			
	3	2014/1/2	1,013,037.10	2,217,061.00	7.43	6.48	>
		2015/4/30	1,088,273.80	2,360,790.00			
	4	2018/12/10	1,186,207.90	4,669,003.00	0.38	0.36	>
		2019/7/29	1,190,737.20	4,685,716.00			
中国	1	2014/1/1	7,793.14	331,181.51	(24.48)	1.78	<
		2015/6/1	5,885.70	337,075.83			
	2	2016/6/1	6,163.10	338,142.16	(13.23)	(1.24)	<
		2016/8/15	5,348.00	333,936.25			
	3	2019/1/1	7,080.10	363,271.82	(27.21)	(4.04)	<
		2019/4/1	5,153.90	348,592.42			
	4	2019/12/1	5,883.90	371,130.48	(30.20)	(2.72)	<
		2020/2/1	4,107.00	361,021.26			
	5	2021/3/1	7,111.80	382,772.77	13.33	2.70	>
		2021/11/1	8,059.60	393,114.26			

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 山重水复，股债双牛

我们已于上文指出，中美小阳春或货币大幅宽松（叠加中美博弈预计在有限、可控的范围内升级）有望驱动我国出现股债双牛行情。但过程中可能略有反复，风险偏好的修复并非一蹴而就，我国可能在中美关系以及国内政策应对波折的考验后迎来一轮股债双牛。

山重：中美小阳春和央行的货币投放也存在一些不确定性和约束因素，过程可能有所反复。中美关系方面，大国博弈一波三折，充满挑战。2025 年中美博弈进入新阶段，特朗普政府可能进一步升级关税政策，对中国商品加征更高额的关税，这将对中国经济产生负向冲击。此外，中美之间的战略竞争已进入新的阶段，双方在高科技产业和军事领域的博弈愈发激烈，会进一步加剧中美之间的紧张局势。**货币政策方面**，部分因素也可能使得央行的流动性投放阶段性受约束，如防止长端利率过快下行推进债市去杠杆和避免汇率快速下行放缓流动性投放等。

水复：中美关系方面，虽然过程有所波折，但 2025 年中美关系存在“小阳春”的可能性，四个领域可能展开合作，包括地缘政治领域相关合作、中国扩内需成为中美贸易再平衡的重要抓手、人民币汇率更为稳定、在华企业在非敏感领域加大对美投资等。整体来看，2025 年中美博弈一波三折，但预计在有限的范围内升级。

货币政策方面，预计最终仍将走向宽松，水到渠成。预计 2025 年我国货币政策将采用“宽货币+宽信用”组合应对中美博弈有限升级，宽松态度更为坚决。汇率及国际收支压力升温，首先增大汇率波动的灵活度，货币政策宽松力度可能加大，以进一步强化对财政政策、产业政策的配合，降准幅度和频率可能加大，**我们预计全年共计有 100BP 的降准空间；降息也将继续发力，可能兼顾汇率形势择机选择，预计中性情况下降息 30BP，极端情况下降息 50BP；**此外，央行公开市场操作的现券交易频率、体量可能加大，一方面提供基础流动性支持，另一方面强化对财政政策的协同配合，辅助政府债券顺利发行。总体看将是宽货币+宽信用的组合，金融数据将较 2024 年明显上行，体现逆周期调节强度，对基建、地产等传统信用载体及新兴战略领域、薄弱环节加大支持力度，其中，结构性货币政策工具也将持续发力，政策性金融工具或有可观的增量。

从扩表空间来看，如前文所述，对比美国、欧洲和日本，中国央行资产负债表在 2008 年至今并未出现明显扩张，即使在公共卫生事件期间，各国央行普遍采取大规模量化宽松政策，但中国资产负债表扩张幅度仍然较小，因此中国在货币政策上具有较大的操作空间，有能力通过扩大资产负债表的方式来应对外部压力。

因此虽然短期中美贸易摩擦不确定性和货币政策节奏扰动等可能对市场情绪产生短期波动，但“山重水复”，伴随中美潜在“小阳春”以及货币政策宽松政策效果逐步显现，市场风险偏好有望得到提升，迎来股债双牛行情。

6 风险提示

中美博弈超预期。因为特朗普政策具有较大不确定性，贸易诉求或谈判态度可能过于强硬，导致双方谈判不及预期，中美博弈的烈度超预期。

国内逆周期政策低于预期。国内逆周期调节政策的落地尚有不确定性，受到内外部环境变化的影响，可能显著低于预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>