

# 股债“跷跷板”发威:全球股市齐跌 A股春节“红包”飞了

□本报记者 黎旅嘉

周一道琼斯指数大跌4.60%，盘中暴跌约1600点，一度创下美股历史上最大点数跌幅。各国股市被“传染”，A股自不能幸免。接连的回调不禁让投资者们叹息，春节“红包”飞了。

其实，把视角拉大，此次全球市场齐跌并非毫无征兆。股债“跷跷板”的失衡被认为是股市大跌背后的重要推手，反映出风险资产的市场吸引力已经下降。有鉴于此，资金未来将大概率在股债之间再平衡。从这一角度看，在资金的存量博弈中，未来市场演绎的方向或仍将集中于绩优蓝筹，短期安全边际较高的银行板块仍具有一定优势。

## 股债“跷跷板”

受通胀预期和政府债券收益率上升引发的抛售影响，周一美国股市连续第二日收跌。截至收盘，道琼斯指数下跌1175.21点，创史上单日最大跌幅。道指盘中甚至一度下跌1600点，其与标普指数均已抹去今年涨幅。

令人意外的是，压弯美股的最后一根“稻草”却是来自经济的强劲表现。据分析，市场担心近期的强劲经济数据推动美元与美国国债收益率攀升，从而为美联储今年实行更加激进的货币政策奠定基础。不过分析人士表示，经过2018年以来的加速上涨后，美股市场在大跌前已积累了较大涨幅，从技术面上已明显超买，这使得美股市场更容易受到负面消息的扰动，稍许风吹草动就有可能被明显放大。而九州证券邓海清表示，除了强劲经济数据带来的加息预期外，估值过高、价格远超价值或是美股的深层次原因。

今年以来，大类资产价格经历剧烈波动，呈现股强债弱的一边倒局面。虽然各类资产基本延续了自2017年以来的走势，但价格波动的剧烈程度还是有些出乎意料，尤其是随着全球股市迭创新高、全球债市联袂走弱，其揭示出市场的风险偏好上升之快实为罕见。

作为全球股市风向标的美股市场，年初以来，道琼斯、纳斯达克、标准普尔500三大指数齐创历史新高已不再是新闻而是常态，最高触及26616.71点的历史最高点。随着全球股市风险情绪高涨，市场涨势斜率也迅速攀升。

相较之下，债市却是一路重挫。作为锚定全球各大类资产价格的美国10年期国债到期收益率自2017年末2.40%起持续走高，并于2月2日一度触及阶段高点的2.8520%。此前，有“新债王”之称的冈拉克曾提出，2.63%是10年期美债收益率的红线，一旦突破这一红线，不仅美国国债收益率的上升，连年高歌猛进的美股也将进入危险区间。值得注意的是，在冈拉克看来，2.63%是美债承压及美股的第一个触发因素，第二个触发因素则是30年期美债收益率突破3%。而自去年12月中旬以来30年期美国国债收益率一路升破2.70%、2.80%、2.90%关口，同样上周五达到阶段高点的3.0950%，突破了“新债王”划下的第二条“红线”。与此同时，美股当日也真的一度成熊股地出现回调。

从资产配置的角度来看，1月以来的全球股、债收益率突出反映了市场投资者对大类资产的配置偏好。然而没有只涨不跌的市场，上涨



视觉中国图片

不可能永远持续，反之亦然。历经价格波动后，无风险利率走高必然对数轮QE过后失真的风险资产价格形成牵制。而风险偏好也正是在年初的极致化演绎过后出现逆转，股债“跷跷板”呈现出“再平衡”的趋势。截至昨日，除6个月美债收益率仍出现上涨外，其他品种收益率均出现回落，这一情况表明在短期市场恐慌情绪蔓延之际，资金在大类资产间配置再度趋向均衡。

国内市场也呈现出了同样的趋势。A股市场上，上证综指1月以来强劲反弹，最高触及1月26日3587.03点的阶段高点后已整理超过一周。而在此前的银行间市场，债券收益率同样也经历了走高到回落的转折。长期利率品收益率在2018年首个交易日便出现大幅上行，随后更是持续走高，作为定价锚的10年期国开债收益率从2017年底4.8%左右最高涨至5.13%，创了2014年三季度以来新高，10年期国债收益率也一度涨至4.07%，近期收益率也出现显著回落。

分析人士指出，2018年以来包括A股在内的全球市场中最突出的特征就是股债“跷跷板”。根据美联储模型，在理论上当无风险利率越高时，股市的估值越低，反之亦然。具体来看，当标普500指数的预期收益率小于10年期债券收益率时，表明股票被高估。经过长时间QE，在大跌前美股的估值显然已经偏高，随着无风险利率的抬升，风险资产价格回落其实已可预期。而前任美联储主席耶伦在任前前夕就表示，美国股市和商业房产价格很高，令人担忧。

而在在中国可参考的无风险利率其实是理财产品的预期平均年化收益率。自2009年以来，该利率同上证指数的市盈率呈显著的负相关关系。据了解，此前市场在售理财产品平均收益率就已有所回升。

## 绩优股“强者恒强”

昨日，全球股市齐跌，A股也难幸免。截至收盘，上证综指跌3.35%，报3470.65点，创两年最大单日跌幅。创业板指重挫逾5%，击穿1600

点，创三年新低。申万行业指数全线尽墨，两市逾400股跌停。

市场人士认为，昨日A股大跌是受到美股的“传染”。数据显示，2006年至今，美股跌幅超过2%有113次，对应下一交易日A股下跌的次数73次，平均涨跌幅-1.3%，A股具有明显的跟随效应，但具体来看，低开高走的情况居多。因此，其实更多的情况下来自情绪面的影响更大。

全球市场的齐跌，既有风险资产吸引力下降这一共同原因，也有各国市场自身特殊原因。从时间上看，A股的回调先于美股；从回调的原因来看，本质原因亦是低收益资产吸引力下降。不过本轮A股的回调着实也存在一定偶然性因素。观察近期市场，同样是弱势，各指数间的表现却截然不同。总的来看，沪市走势强于深市，大市值走势强于小市值。虽然各指数均呈现跌势，但自高点以来创业板无疑是受伤最重的指数。而在市场风险偏好明显下降的背景下，稍许扰动都可能被放大。中信证券指出，触发本轮A股回调的一个关键因素就是业绩预警阶段“地雷”频现，并引发“羊群效应”。

分析人士表示，在当下低收益资产吸引力下降绩差“地雷”股频现的市场环境中，更加凸显了绩优股的珍贵以及市场给予绩优股估值溢价的合理性和必要性。

此前方正证券就曾指出，持续看好优质公司仍有充分理由。其一是价值投资的本质是买不断贡献利润的公司，与优质公司创造的价值相比，目前蓝筹指数的成交占比仍有很大的提升空间，即市场表现还不够充分；其二是经济“L”型，优质公司有了扩大市场份额更好的市场环境，这一点去年优质地产公司表现的已十分充分，白酒、家电就更不用说；其三则是全市场在严控金融风险的背景下不太可能出现2015年成交量巨幅放大的场景，从年K线的价量关系看，蓝筹指数更容易轻松实现挑战2015年高点的目标，预计今年全市场维持7000亿元以下成交金额或是大概率事件。另外，证监监管政策的

变化将可能被市场放大。中信证券指出，触发本轮A股回调的一个关键因素就是业绩预警阶段“地雷”频现，并引发“羊群效应”。

分析人士表示，在当下低收益资产吸引力下降绩差“地雷”股频现的市场环境中，更加凸显了绩优股的珍贵以及市场给予绩优股估值溢价的合理性和必要性。

此前方正证券就曾指出，持续看好优质公司仍有充分理由。其一是价值投资的本质是买不断贡献利润的公司，与优质公司创造的价值相比，目前蓝筹指数的成交占比仍有很大的提升空间，即市场表现还不够充分；其二是经济“L”型，优质公司有了扩大市场份额更好的市场环境，这一点去年优质地产公司表现的已十分充分，白酒、家电就更不用说；其三则是全市场在严控金融风险的背景下不太可能出现2015年成交量巨幅放大的场景，从年K线的价量关系看，蓝筹指数更容易轻松实现挑战2015年高点的目标，预计今年全市场维持7000亿元以下成交金额或是大概率事件。另外，证监监管政策的