

策略深度报告

报告日期：2026年05月19日

如何看待股债双牛格局的延续性？

——对比 2021 年与 2015 年

核心观点

2026年3月以来国内股债相关性悄然回正，脱离股债跷跷板效应，而其上一次转正阶段正是2021年前后。回溯来看，2014年以来的股债双牛主要发生于经济磨底的债牛尾声、经济偏弱复苏下的权益牛市中段之后或全球流动性冲击后的股债共振反弹。我们认为当前市场从油价上涨、通胀复苏、成长顺周期高景气、汇率升值映射、海外流动性收敛、股债技术形态等多个维度与2021年呈现相似性。2021年权益为结构牛，A股创业板强于上证；中债于2021年Q1触底，国债期货T于2021年5月站上年线。展望来看，对于股市，PPI上行+盈利修复+汇率稳中有升仍有望支撑系统性“慢牛”延续，但机会以结构性为主。对于债市，银保机构负债端流动性充沛，国债期货T已站上年线+TL年初二次日线MACD底背离，“输入性通胀”+政府债供给因素+楼市企稳对债市扰动偏间接且有限。整体而言，我们认为股债均有望延续偏强震荡。

□ 年初至今的股债双牛格局与2021年存在相似性

(1) 国内PPI同比时隔三年多再次回正，国际油价上行+供需错配推动原材料品种结构性涨价。化工煤炭等顺周期板块呈现结构性机会。(2) 伴随全球半导体周期的复苏，AI存储芯片等板块呈现较强Alpha。半导体产业周期上一轮始于2018年末，新一轮始于2023年H2-2025年初。能源替代+出海需求+锂电涨价，新能源上一轮周期始于2020年Q1，本轮始于2024年Q4。(3) 人民币汇率升值的顺周期映射。2020年H2-2021年末出口结汇动能增强，USDCNH由7.18运行至6.35。2025年来人民币离岸价连续突破7.0、6.8等关键点位，乐观情形下后续仍有望升值至6.70。(4) 海外流动性宽松程度不如前一年，美联储降息概率大幅下降。2021年12月英国央行率先加息，而美联储于2022年3月开启加息周期。而当前英欧央行年内加息可能性强化。(5) 中债从技术形态来看已告别最弱的阶段，高油价影响相对间接且有限。

□ 流动性驱动：股债共振复盘归因

股债双牛格局往往由央行宽货币周期+流动性宽松驱动。对于股市，持续下行的低利率环境有助于从分母端提升权益资产的估值，但如果此时经济基本面复苏斜率平缓，且可能处于债务置换周期，居民风险偏好仍然不高，此时银保等机构负债端或较为充裕，这将有助于推动债市稳健运行。例如1) 2014年9月-2015年4月处于国内经济基本面偏弱窗口期，典型为流动性推动的股债双牛。上证综指、创业板指区间涨幅分别达到92%、89%，10Y中债利率下行幅度达到65bps。2) 2021年为高油价+海外滞胀+风偏回落下的股债共振。海外超宽松流动性+外资增配，股市牛市但机会以科技+顺周期等结构型为主。2020年底永煤违约事件+一线城市房价接近触顶，新一轮债牛开启。

□ 年内展望：股债均有望维持偏强震荡

股市方面，两融余额与A股市值比值上移，TMT板块拥挤度走高，海外流动性边际收敛，但PPI+盈利修复+汇率升值或仍未定价充分，A股后续大概率以偏强震荡为主，且创业板弹性或强于上证，A股韧性或强于港股。债市方面，城投债净融资收缩+政府供给冲击有限，油价影响偏间接，实体融资需求仍然呈现弱复苏，银保机构负债端充裕。对于牛长熊短属性较强的中债，可适度乐观。整体来看，股债双牛格局有望延续。

□ 风险提示

国际地缘摩擦超预期；海外流动性宽松不及预期；政府债供给超预期。

分析师：廖静池

执业证书号：S1230524070005

liaojingchi@stocke.com.cn

分析师：王大霖

执业证书号：S1230524060002

wangdaji@stocke.com.cn

分析师：李沛

执业证书号：S1230525010002

lipei01@stocke.com.cn

相关报告

1 《复盘：A股历史上的七次“板块共识”行情始末》

2026.05.18

2 《双创冲高回落大盘调整，短线或震荡、中线暂无忧》

2026.05.16

3 《寻找行业竞争格局改善的线索》 2026.05.16

正文目录

1 年初至今的股债双牛格局与 2021 年存在相似性	4
2 流动性驱动：2014 年以来股债共振复盘归因	12
2.1 2015 年：超宽松流动性推动股债双牛	14
2.2 2021 年：高油价+海外滞胀+风偏回落下的股债共振	15
3 年内展望：股债均有望维持偏强震荡	16
4 风险提示	19

图表目录

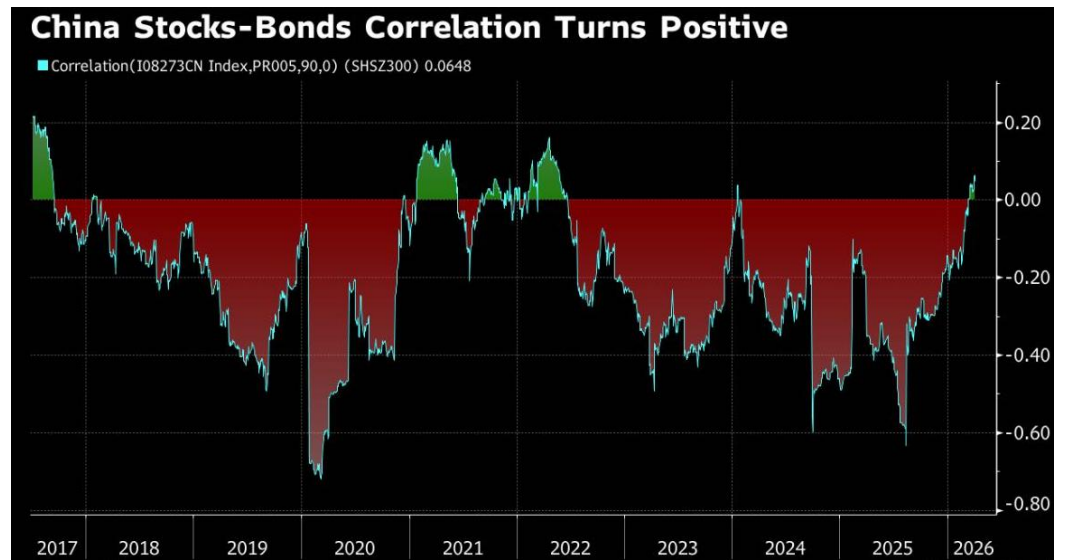
图 1: 股债相关性再度回正.....	4
图 2: 油价上行引发的“输入性”通胀担忧可能并不会对债市形成约束.....	5
图 3: CPI-PPI 剪刀差.....	5
图 4: 国内工业企业利润同比与上证指数.....	6
图 5: 国际油价与美国 CPI 整体呈现同向性.....	6
图 6: 近两轮牛市创业板及顺周期行业涨幅.....	6
图 7: 太阳能电池出口金额及同比.....	7
图 8: 全球半导体销售额同比与中美半导体指数.....	7
图 9: 2020 年-2021 年央行外汇逆周期调节.....	8
图 10: 2026 年与 2021 年均处于海外流动性边际收敛的拐点.....	9
图 11: 人民币境外存款有所回流.....	9
图 12: 美联储 21 年扩表期间 A 股整体偏强运行.....	9
图 13: 2020 年-2021 年中美正利差走扩期间 A 股走牛.....	9
图 14: CME 对美联储降息概率预期 (截至 5 月 18 日).....	9
图 15: 7 天期逆回购利率和 10 年期国债利率.....	10
图 16: 对比当前, 2021 年为楼市相对高点.....	10
图 17: 2026 年 4 月 10Y 国债期货再度站上年线 MA250.....	11
图 18: 10Y 国债期货 T 在 2025 年 Q3 形成日线 MACD 二次底背离.....	11
图 19: 30Y 国债期货 TL 在 2025 年 Q4-2026 年 Q1 形成日线 MACD 二次底背离.....	12
图 20: 2014 年以来国内股债双牛区间表现回溯.....	13
图 21: 2014 年以来国内股债双牛区间走势回溯.....	13
图 22: 当前国内已进入补库周期阶段.....	14
图 23: 2014 年-2016 年央行持续调降商业银行存款准备金率.....	15
图 24: 2014 年 H2-2015 年国内制造业 PMI 整体下行.....	15
图 25: 2018 年-2024 年 H1 央行货币政策和政府债发行情况.....	16
图 26: 新增专项债发行节奏.....	17
图 27: 地方政府债净融资情况.....	17
图 28: 城投债存量总规模整体收敛.....	17
图 29: 近 10 年股权风险溢价 ERP.....	18
图 30: 人身险对股债配置比重.....	18
图 31: 2026 年起长期特别国债发行安排.....	19

1 年初至今的股债双牛格局与 2021 年存在相似性

2024 年-2026 年 Q2，A 股牛市运行已超过 1 年半，而国内债市在经历 2025 年的偏弱运行后，2026 年初至今的震荡走牛超出市场预期。据 Bloomberg，2026 年 3 月以来国内股债相关性悄然回正，脱离了大部分时期股债跷跷板的整体趋势，而其上一次持续转正的阶段正是位于 2021 年前后。

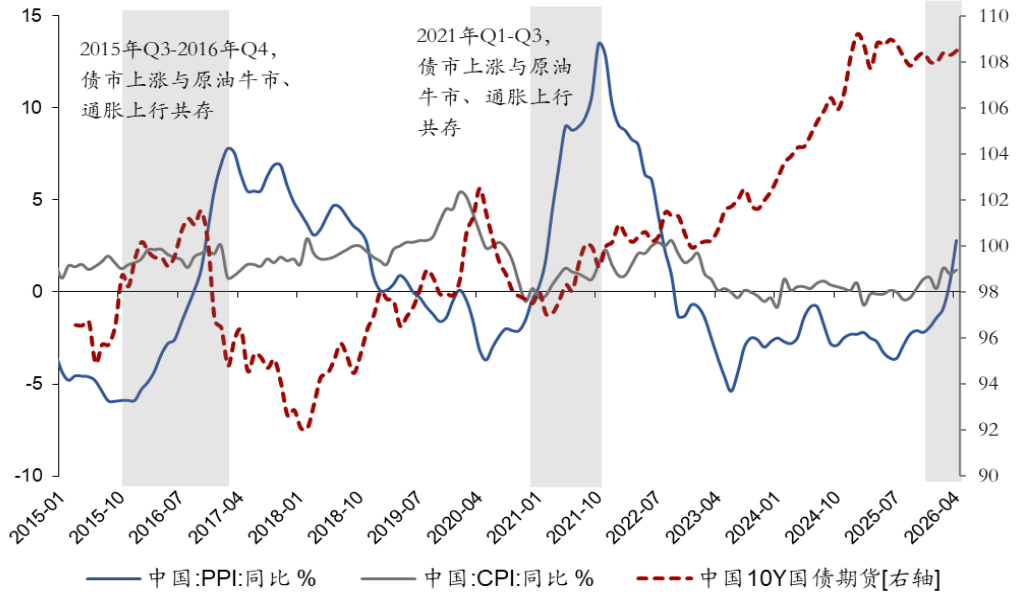
股债运行多个维度类似 2021 年，二者均呈现偏强震荡。我们发现，不论从海外流动性视角，还是油价抬升与通胀趋势、汇率及股债运行方向等角度来看，当前市场多个维度类似 2021 年。而以上因素反映至股债运行则呈现为：股市呈现结构性牛市，A 股创业板强于上证指数，且全年风格以顺周期+成长+新旧能源出海逻辑（电子、新能源、化工、煤炭等）替代为主，且 A 股整体强于港股；债市则于当年一季度悄然触底，全年呈现偏强运行态势。

图1： 股债相关性再度回正



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图2: 油价上行引发的“输入性”通胀担忧可能并不会对债市形成约束

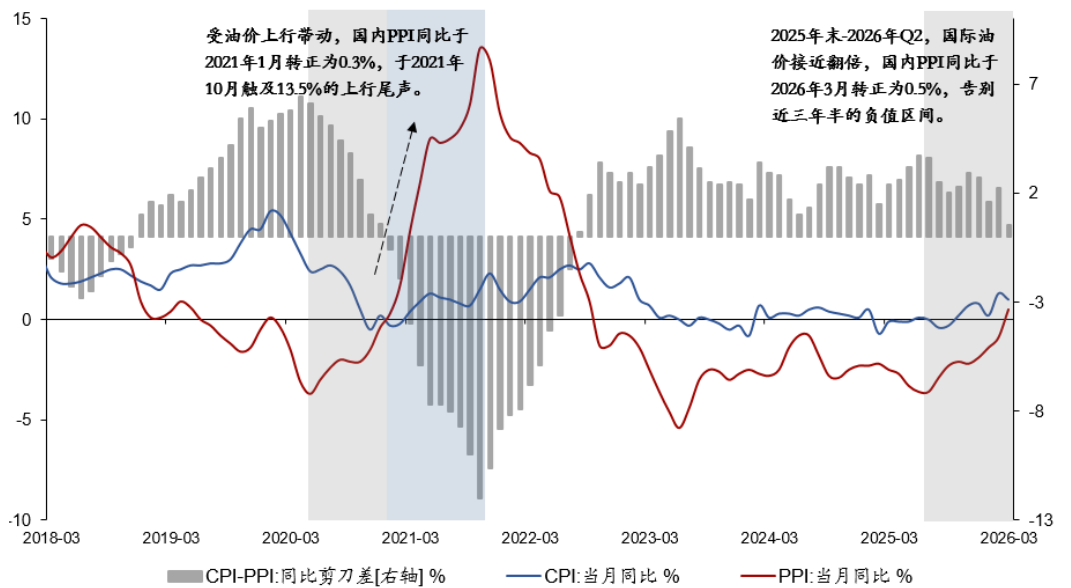


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

对于权益市场而言, 创业板、恒生指数和上证指数的技术面月线维度均和 2021 年呈现一定相似性, 据此推测创业板表现将强于上证指数。具体来看, 我们认为当前与 2021 年的相似性主要源于以下五点:

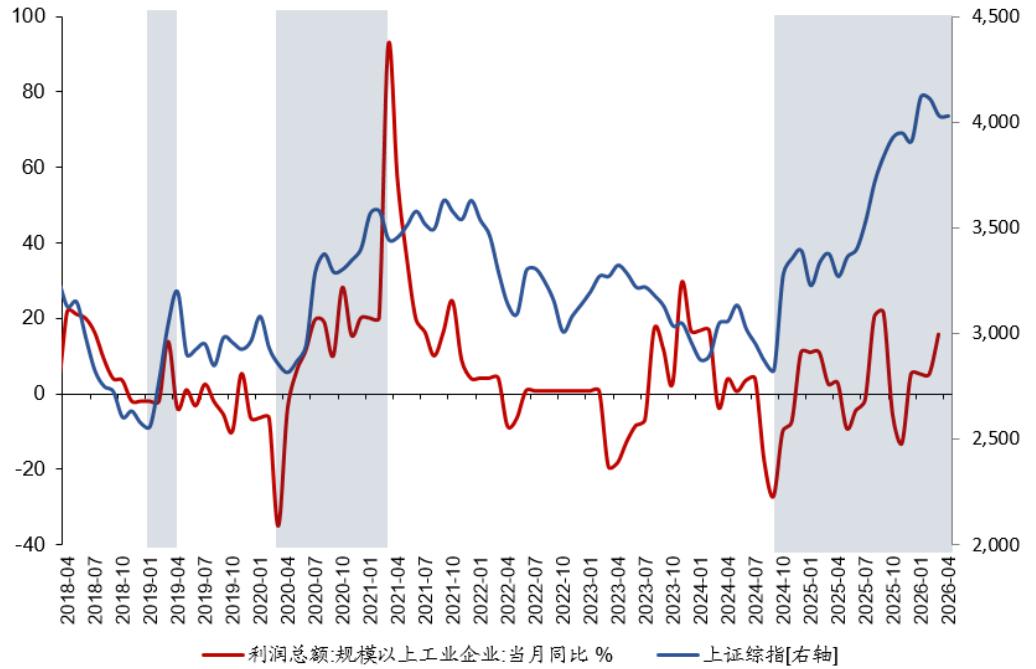
(1) 国内 PPI 同比时隔三年多再次回正, 涨价链条年内或仍有结构交易机会。2021 年也是国际油价上行的背景, 上游原材料涨价+供需错配因素, PPI 上行斜率陡峭, A 股顺周期板块表现占优, 化工+石化板块大涨。成长板块中, 除了电子行业景气上行, 受益于能源替代逻辑, 新能源板块和煤炭板块亦在 2021 年 Q1 和 2021 年 Q3 迎来两轮主升浪。

图3: CPI-PPI 剪刀差



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

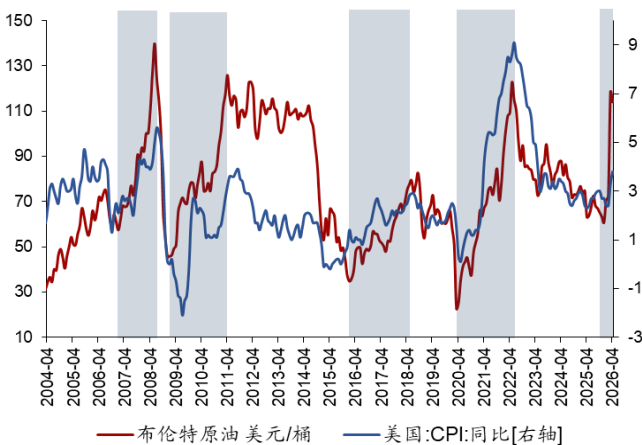
图4: 国内工业企业利润同比与上证指数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

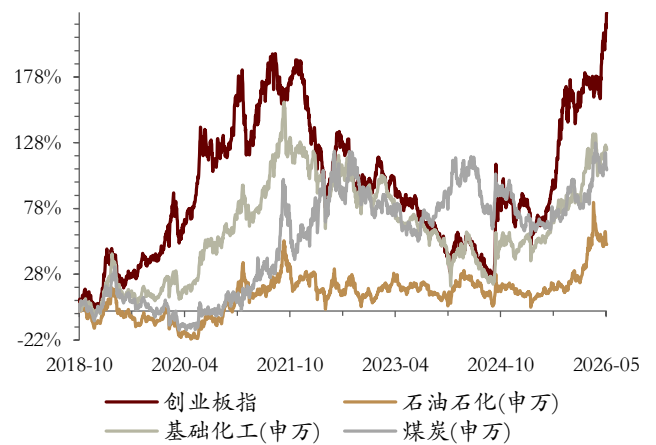
2020年4月21日-2022年3月8日,布伦特油价由19.33美元/桶上行至128美元/桶,涨幅超过5倍。2025年12月16日-2026年3月31日,布伦特油价由58美元/桶上行至118美元/桶,涨幅超过1倍。化工行业的固定资产投资增速是产能周期的先行指标,2025年6月,化学原料及化学制品制造业累计同比转负,意味着化工行业开启产能去化周期,而该增速于2026年3月正式转正。

图5: 国际油价与美国CPI整体呈现同向性



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 近两轮牛市创业板及顺周期行业涨幅



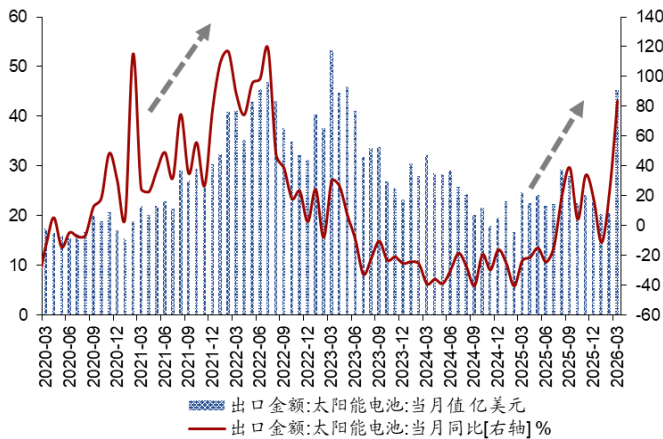
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

(2) A 股成长板块的景气程度亦与 2021 年存在相似之处，新能源行情伴随出海需求的提升，半导体板块的走强伴随全球半导体周期的复苏。

1) 从新能源周期来看，上一轮周期始于 2020 年 Q1，新一轮周期始于 2024 年 Q4。2020 年-2021 年，伴随全球新能源渗透率提升，新三样为代表的新能源相关产品出口景气度明显高增，触顶后历经近两年的产能去化周期。2020 年 2 月-2022 年 6 月，我国太阳能电池出口金额同比由-31.1%上行至 118.8%。但从该电力设备牛市起点算，2018 年 10 月 18 日-2021 年 11 月 23 日，A 股申万电力设备板块区间涨幅达到 332%。而新一轮新能源产品出海景气的复苏始于 2024 年 Q4，该轮复苏与 2021 年的周期存在一定类似之处。2024 年 9 月-2026 年 3 月，我国太阳能电池出口金额同比由-40.2%上行至 83.8%。2024 年 8 月 27 日至 2026 年 5 月 11 日，A 股申万电力设备指数累计涨幅达 125%。

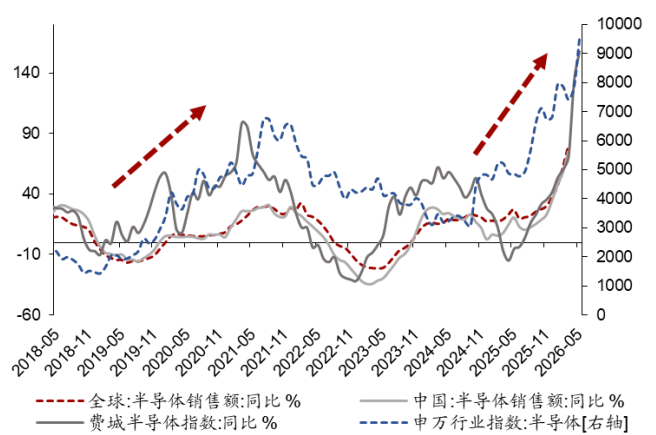
2) 从半导体产业周期来看，上一轮周期始于 2018 年末，而最新一轮周期则始于 2025 年初。具体来看，2019 年 6 月与 8 月，全球半导体销售额同比、中国半导体销售额同比先后触底，分别报收-16.8%与-15.7%。2019 年 8 月-2021 年 7 月，中国半导体销售额同比由-15.7%震荡上行至 30.8%；2019 年 1 月 3 日-2021 年 7 月 30 日，申万半导体指数完整牛市涨幅达到 454%。随后半导体步入 2022 年-2023 年年中的震荡下行周期，完整对应美联储上一轮 2022 年 3 月-2023 年 6 月的激进加息周期。2023 年 H2，半导体景气伴随 AI 的发展出现一定反弹，回落后新一轮景气周期则始于 2024 年 Q4，恰好与美联储此时降息周期开启阶段对应。而这轮新的半导体上行周期经历两个阶段：2023 年 2 月-2024 年 2 月，中国半导体销售同比由-34.2%上升至 28.8%；2024 年 12 月-2026 年 3 月中国半导体销售同比由 2.6%上升至 74.8%。A 股半导体板块表现来看，2024 年 2 月 5 日-2026 年 5 月 11 日，申万半导体指数涨幅达到 266%。

图7： 太阳能电池出口金额及同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8： 全球半导体销售额同比与中美半导体指数

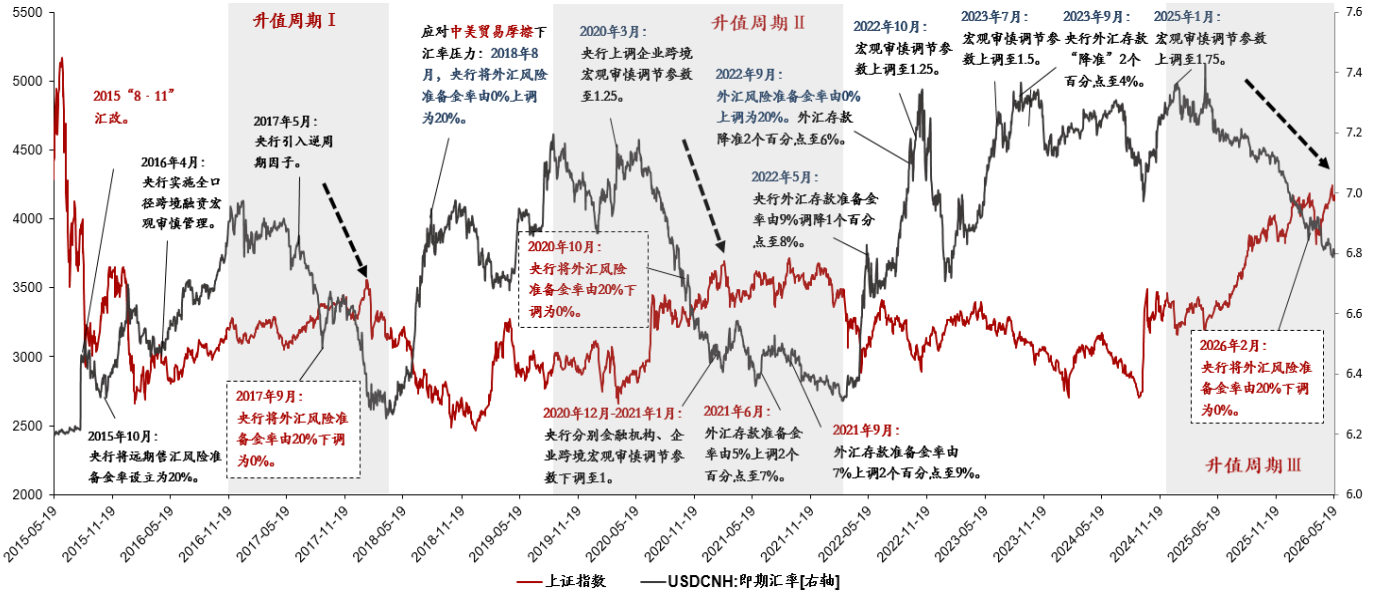


资料来源：Wind，浙商证券研究所

(3) 人民币汇率升值周期的顺周期映射。类比 2020 年 H2-2021 年的人民币升值周期，2025 年以来人民币汇率强势运行，进入 2026 年 5 月美元兑人民币离岸价 USDCNH 运行至 6.8 下方，我们此前对人民币汇率升值动力评分公式预测，乐观情形下年内 USDCNH 有望进一步运行至 6.70 关口，顺周期视角有望对 A 股形成映射，A 股系统性“慢牛”仍将延续。2026 年 2 月底央行下调外汇风险准备金率，该举措主要抑制短期结汇动能过强之下人民币升值的运行斜率。而上一次实施同样操作时点发生于 2020 年 10 月。2020-2021 年央行操作

对应时点亦处人民币汇率的升值周期，央行操作时点人民币汇率离岸价对应值为 6.68，在当时出口持续超预期的结汇动能推动下，汇率在逆周期调节下并未明显走贬，并持续升值至 2021 年末的 6.35 关口。据历史经验来看，我们可以判断至 2026 年末人民币或仍有升值空间。

图9： 2020 年-2021 年央行外汇逆周期调节

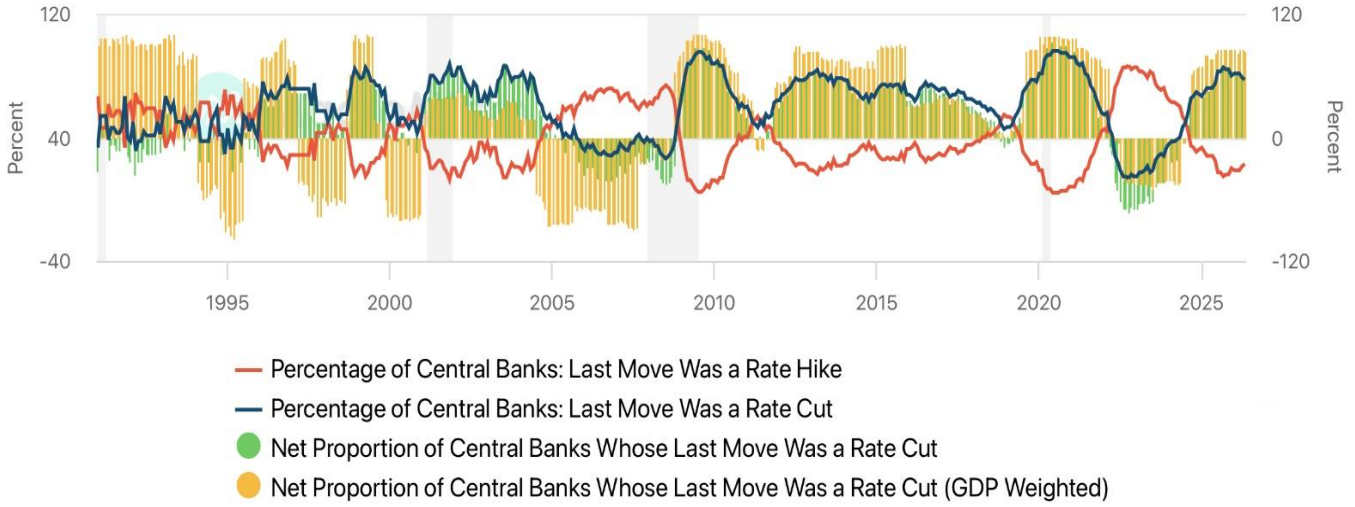


资料来源：中国央行，Wind，浙商证券研究所整理

(4)从海外流动性视角，海外货币政策宽松程度不如前一年。货币政策周期来看，2021 年海外流动性开始较前一年紧缩。回顾来看，2020 年欧美央行在公共卫生事件后将政策利率降至 0%附近，同时实施超宽松的货币政策。财政货币双重积极驱动下，欧美通胀大幅抬升，2021 年 12 月，英国央行在通胀单一目标制下开始加息，而美联储则于 2022 年 3 月开启加息，欧央行于 2022 年 6 月开启加息。而放眼当前，油价抬升+通胀走高预期使得美联储年内的降息概率下降，同时强化了英欧央行加息的可能性。

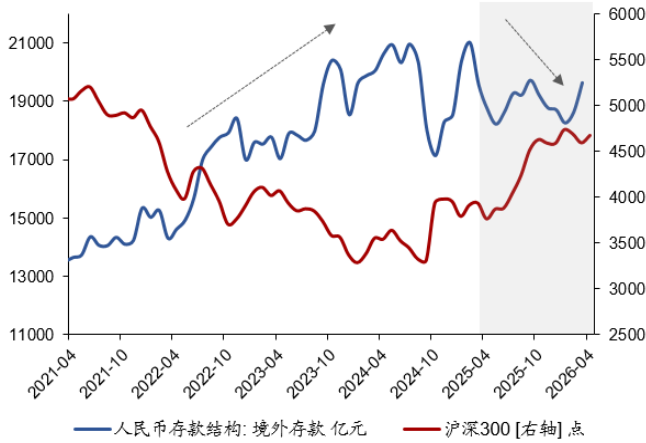
当前美联储年内降息概率定价接近 0%，我们认为年内海外流动性亦大概率不如 2025 年。但海外高利率与科技牛市共存或能在一定时间维度内持续，以 2000 年科网泡沫时期为例，1995 年-1999 年均为高利率背景，但纳斯达克牛市持续至 2001 年。当前据 CME 利率期货，截至 5 月 18 日，美联储年内政策利率按兵不动概率为 46%，政策利率加息概率超 53%，降息概率不足 1%。

图10: 2026年与2021年均处于海外流动性边际收敛的拐点



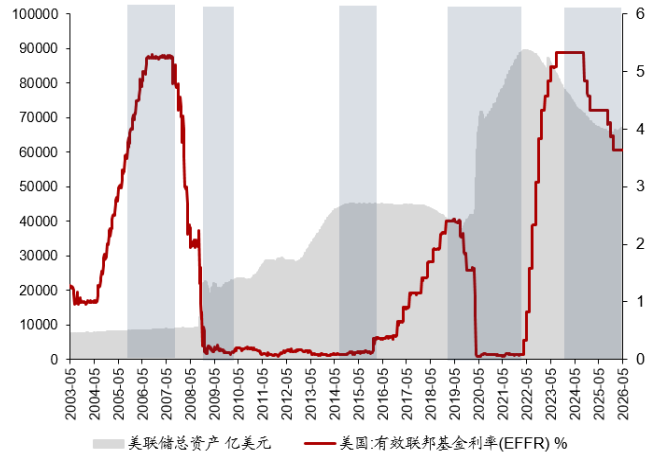
资料来源: MacroMicro, 浙商证券研究所整理

图11: 人民币境外存款有所回流



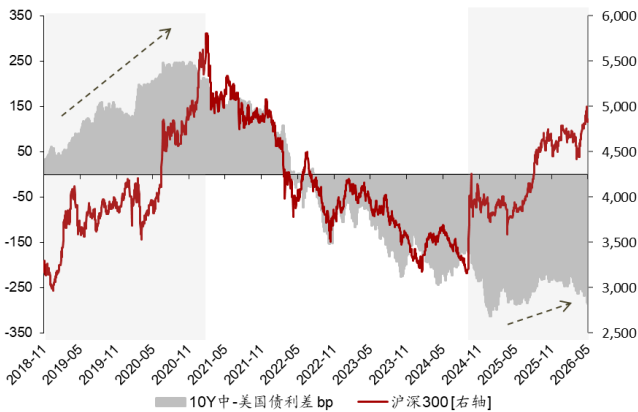
资料来源: 中国央行, Wind, 浙商证券研究所

图12: 美联储21年扩表期间A股整体偏强运行



资料来源: 美联储, Wind, 浙商证券研究所

图13: 2020年-2021年中美正利差走扩期间A股走牛



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

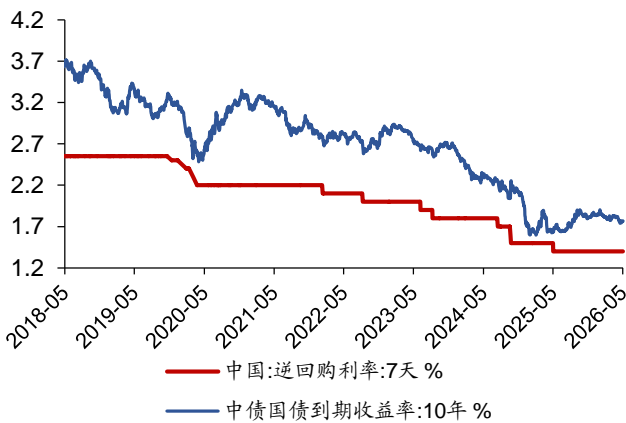
图14: CME对美联储降息概率预期(截至5月18日)

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/6/17	0.0%	0.9%	99.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.9%	92.8%	6.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.7%	78.7%	19.6%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.6%	64.9%	30.0%	4.3%	0.2%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.4%	46.0%	40.3%	11.9%	1.4%	0.1%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.3%	37.1%	41.4%	17.4%	3.4%	0.3%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.2%	26.5%	40.2%	24.3%	7.5%	1.2%	0.1%
2027/4/28	0.0%	0.2%	21.7%	37.7%	27.2%	10.5%	2.3%	0.3%
2027/6/9	0.0%	0.2%	20.7%	36.9%	27.7%	11.3%	2.7%	0.4%
2027/7/28	0.0%	0.2%	20.0%	36.4%	28.0%	11.9%	3.0%	0.5%
2027/9/15	0.0%	4.5%	23.6%	34.6%	24.5%	9.9%	2.5%	0.4%
2027/10/27	0.1%	4.9%	23.8%	34.3%	24.2%	9.8%	2.4%	0.4%
2027/12/8	1.8%	11.6%	27.5%	30.8%	19.1%	7.2%	1.7%	0.3%

资料来源: CME, 浙商证券研究所

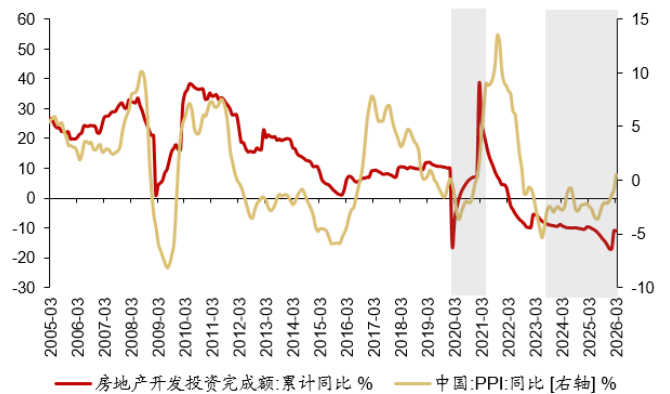
(5) 高油价对中债的影响相对间接且有限，国债期货从技术形态来看已告别最弱的阶段。2026年3月初美伊冲突发酵初期，市场担忧油价高位下“输入性通胀”因素约束债市表现，但其实2021年全年亦处于国际油价上行背景，PPI同比于当年1月转正，并于10月才触顶于13.5%，但中债并未受到所谓“输入性”通胀的逻辑干扰，债市于2021年Q1已基本触底。这说明高油价对债市的冲击可能偏短期，中长期逻辑更多来自高油价——海外流动性边际收紧——股市上涨方向以结构性为主——市场风险偏好对债市约束下降——债市企稳走强。但客观来看，当前和2021年Q1最大的差异在于当前处于地产周期的相对低点，而2021年Q1地产处于相对高点，房价的边际下行一定程度对冲了通胀的上行。因此我们认为2026年债市不必悲观，但债牛的强度大概率不如2021年，机会以波段为主。

图15: 7天期逆回购利率和10年期国债利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 对比当前, 2021年为楼市相对高点



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2026年4月10Y国债期货再度站上年线MA250，2021年10Y国债期货是在5月站上年线。从技术面来看，国债期货T在2020年8月跌破年线MA250之后，于2021年5月再度站上年线，且该轮债牛一直持续至2025年1月。我们观察到，10Y国债期货于2025年8月跌破年线后于2026年4月再度站上年线，且30Y国债期货TL在2025年Q1-2026年Q1形成了二次MACD底背离，这意味着中债从中长期维度可能阶段筑底。

图17: 2026年4月10Y国债期货再度站上年线 MA250



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图18: 10Y国债期货T在2025年Q3形成日线MACD二次底背离



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图19: 30Y 国债期货 TL 在 2025 年 Q4-2026 年 Q1 形成日线 MACD 二次底背离



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

2 流动性驱动: 2014 年以来股债共振复盘归因

从宏观经济基本面来看, 股债双牛格局往往由央行宽货币周期+流动性宽松驱动。对于股市, 持续下行的低利率环境有助于从分母端提升权益资产的估值, 但如果此时经济基本面复苏斜率平缓, 居民风险偏好仍然偏低, 且可能处于债务置换周期, 那么银保等机构负债端可能仍然充裕, 这将有助于推动债市稳健运行。

股债跷跷板: 股市对债市约束明显的阶段往往是 A 股的主升浪阶段, 比如 2015 年 5 月-2015 年 6 月中旬、2020 年 Q2-2021 年 Q1、2025 年 Q3 等。

股债双牛: 往往发生于经济持续磨底的债牛尾声、经济偏弱复苏下的权益牛市中段往后、或者全球性的流动性冲击后股债共振反弹 (2025 年 4 月初对等关税后、2026 年 3 月末美伊冲突之后)。回顾 2014 年以来股债共振走强持续 2 个月以上的情形, 大致可以分为 6 个时间阶段: 2014 年 9 月-2015 年 4 月、2015 年 8 月-2015 年 12 月、2019 年 4 月-2020 年 3 月、2020 年 11 月-2022 年 1 月、2024 年 2 月-2024 年 12 月、2025 年 9 月至今。

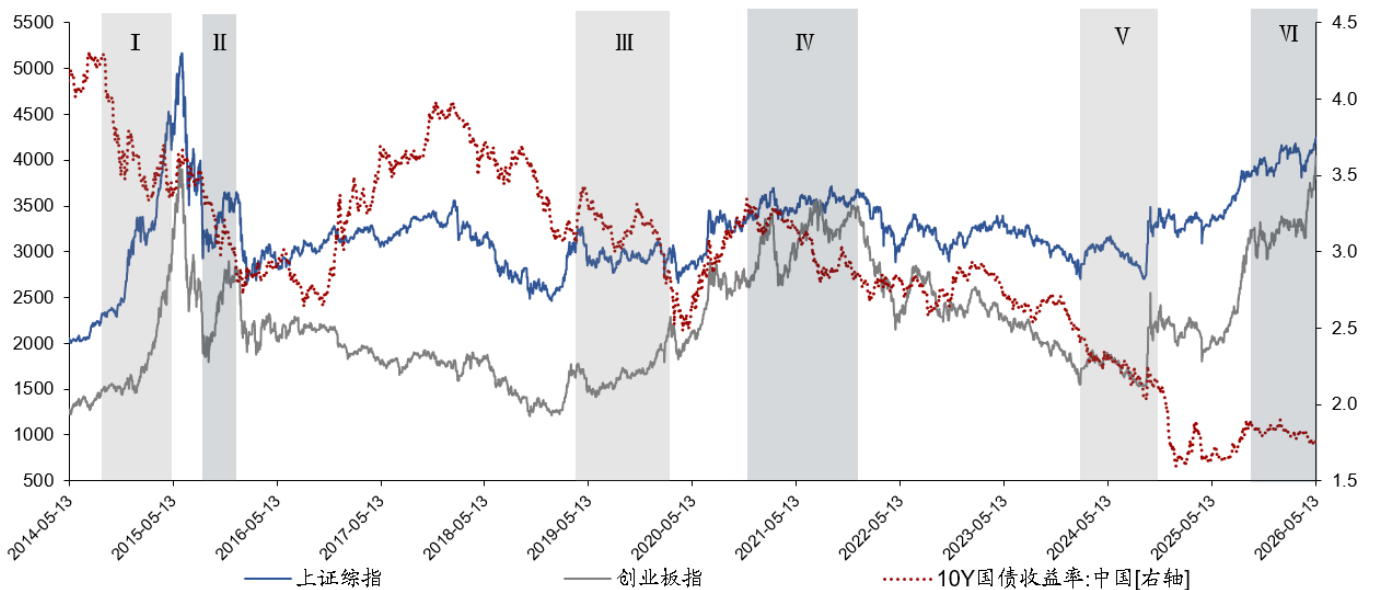
图20: 2014年以来国内股债双牛区间表现回溯

股债双牛	共振区间	持续时间	上证指数 累计涨幅	创业板指 累计涨幅	10Y中债利率 下行幅度	基本面特征
I	2014/9/11- 2015/4/30	7-8个月	92.10%	88.90%	65bps	债务置换时期，房价相对低位，央行降准降息，杠杆资金提振权益，超宽松流动性推动股债双牛。
II	2015/8/26- 2015/12/22	4个月	24.8%	50.3%	57bps	债务置换周期，股市走弱后的反弹，楼市大涨之前，利率易下难上。
III	2019/4/24- 2020/3/25	11个月	-4.1%	28.6%	75bps	债牛中后期，股牛初期，欧美降息预期升温，外资涌入，内外部流动性均宽松。
IV	2020/11/19- 2022/1/24	2-3个月	4.8%	15.6%	67bps	国际油价上行，国内楼市冲高回落。海外滞胀风险抬头，欧美加息预期升温，股债偏强震荡。
V	2024/2/5- 2024/12/12	10-11个月	28.1%	46.8%	60bps	债牛中后期，股牛初期，地产下行，物价低位震荡。
VI	2025/9/26- 至今	至今7个月 以上	10.1%	26.8%	16bps	流动性充裕，股债均偏强震荡，创业板弹性强于上证。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

股债双牛往往呈现为股债均偏强震荡，但股市的震荡格局并不会对债券形成明显的压制。此时经济基本面整体修复，但以结构性为主。比如2026年Q1至今我们看到国内库存周期和通胀触底回升，房价有所企稳，但居民融资意愿仍然不足。此时利率上行风险非常有限，而股市在盈利修复预期下仍存在结构性机会。再比如2014年9月11日-2015年4月30日，国内盈利并未明显修复，但超宽松的流动性对权益和债券均形成提振。

图21: 2014年以来国内股债双牛区间走势回溯



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

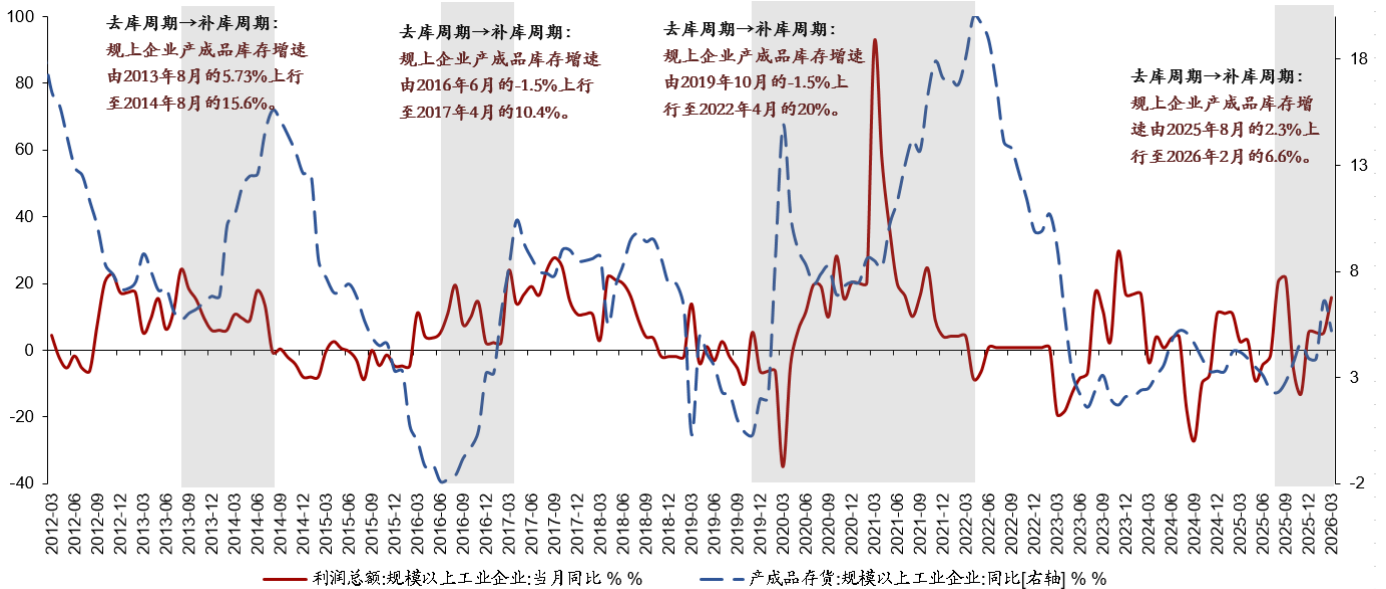
2.1 2015 年：超宽松流动性推动股债双牛

2014 年 9 月 11 日-2015 年 4 月 30 日处于国内经济基本面偏弱窗口期，典型为流动性推动的股债双牛。我们看到同期上证综指、创业板指涨幅分别达到 92%、89%，10Y 中债利率下行幅度达到 65bps。此时国内处于政府债务置换时期，房价亦处于相对低位，企业盈利偏弱，央行持续降准降息，杠杆资金提振权益资产，超宽松流动性提振股债双牛。

2014 年-2016 年国内 GDP 同比增速整体呈现下行趋势，2014 年 H2-2015 年国内制造业 PMI 整体下行且多数时间位于荣枯线以下。从库存周期来看，2014 年 9 月至 2016 年 5 月国内企业经历为期近一年半的去库周期，规模以上工业企业利润同期大部分时期处于微弱的负增长水平，同期出口增速在外需拖累下表现略微乏力。对于债市而言，当时的背景处于 2015 年开启化债的窗口期，财政部持续下达置换债额度，地方融资平台债务扩张的潜在风险得到管控，这一定程度亦对利率的宽松形成助推，利率曲线整体下移。此时楼市亦处于磨底窗口期，直至 2016 年初才迎来明显大幅反弹，且即使如此，国内利率在 2016 年亦一度下行，至 2016 年 Q4 债牛才告一段落。

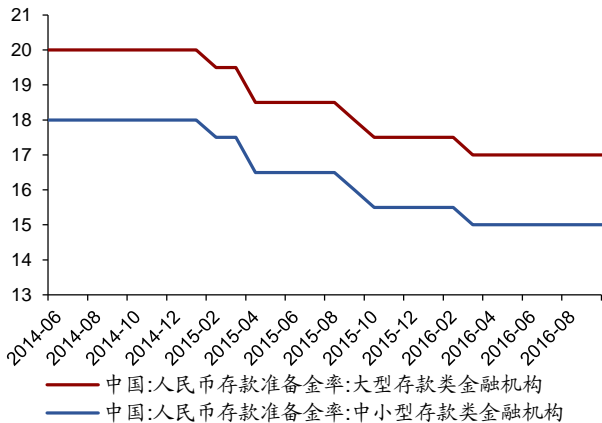
但即使从半年维度来看，股债呈现双强格局，但在其前后仍然经历两次回调：1) 2015 年 2 月 25 日至 2015 年 4 月 9 日，10 年期国债利率从 3.30% 上行近 40bps 至 3.70% 关口，同期上证处于主升浪，涨幅达到 20% 以上。2) 2015 年 5 月中旬至 2015 年 6 月中旬，10Y 国债利率反弹近 28bps，同期上证指数上行超过 20% 至 5000 点以上。2015 年 3 月，财政部宣布全年下达一万亿存量债务置换额度的消息，对债牛行情形成助推。2015 年下半年牛市告一段落，股债重回负向相关，股债跷跷板再度演绎。

图22：当前国内已进入补库周期阶段



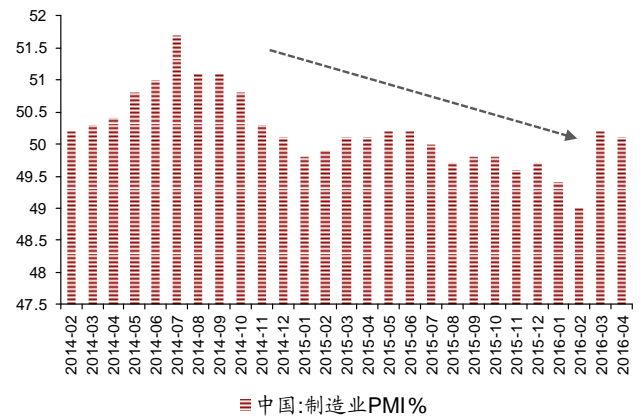
资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

图23: 2014年-2016年央行持续调降商业银行存款准备金率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: 2014年H2-2015年国内制造业PMI整体下行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

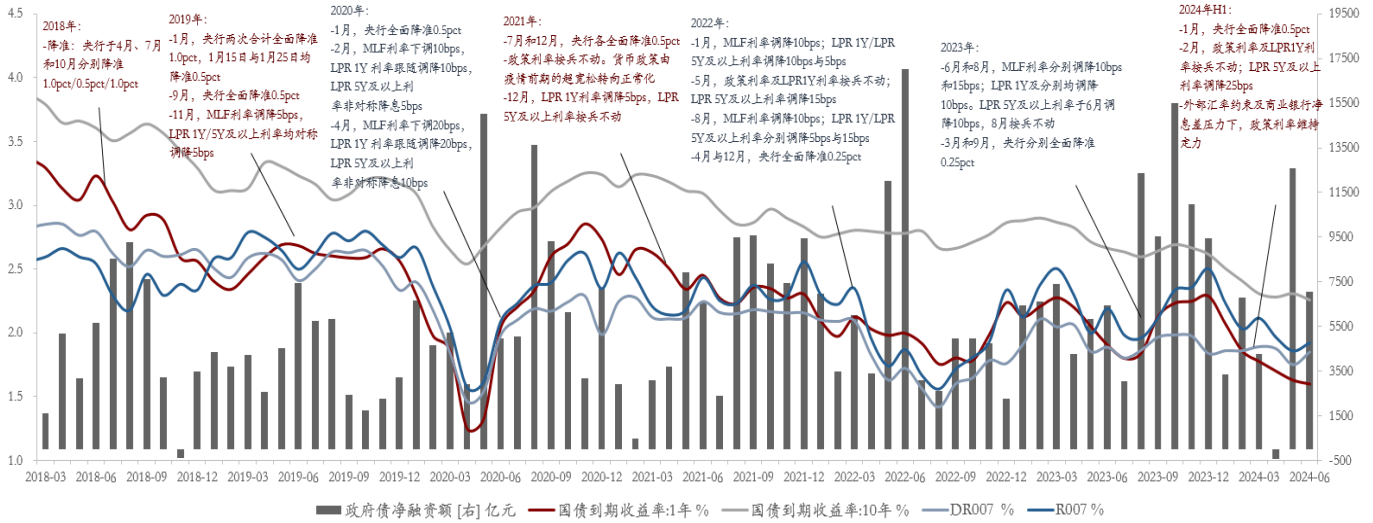
2.2 2021年: 高油价+海外滞胀+风偏回落下的股债共振

2019年-2021年的股债双牛格局分为两个阶段。出口贸易的强劲推动结汇动能高增。人民币汇率在2019年H1升值过后,2020年年中延续该轮升值周期。

阶段1: 债牛尾声。2019年初,当时国内经济在经历中美贸易摩擦过后迎来缓慢复苏,中国制造业PMI自2018年12月开始连续3个月低于荣枯线。随后短暂站上荣枯线后于2019年Q2再度回落至荣枯线下方。当时债市对经济数据的等基本面因素的定价较为敏感。海外流动性方面,2019年1月,美联储表达了暂停加息的意愿,美联储始于2015年12月的加息周期于2018年12月步入尾声,这主要源于海外主要经济体PMI和通胀数据的持续下降。2019年年中开始降息预期升温。以一线城市为代表的地产景气度位于2016年房价牛市回落的阶段。

阶段2: 高油价+海外滞胀+风偏回落下的股债共振。2021年初,海外超宽松流动性+外债增配,一线城市地产价格明显上行,同期股市仍处牛市周期,但轮动加快,赚钱效应主要聚焦于局部板块。而在此之前,2020年底永煤违约事件的持续发酵使得货币政策转向宽松。2021年Q3,一线城市房价明显接近触顶。此时上证表现相对滞涨,而创业板则在三季度再创新高。

图25： 2018年-2024年H1 央行货币政策和政府债发行情况



资料来源：中国央行，国家财政部，Wind，浙商证券研究所整理

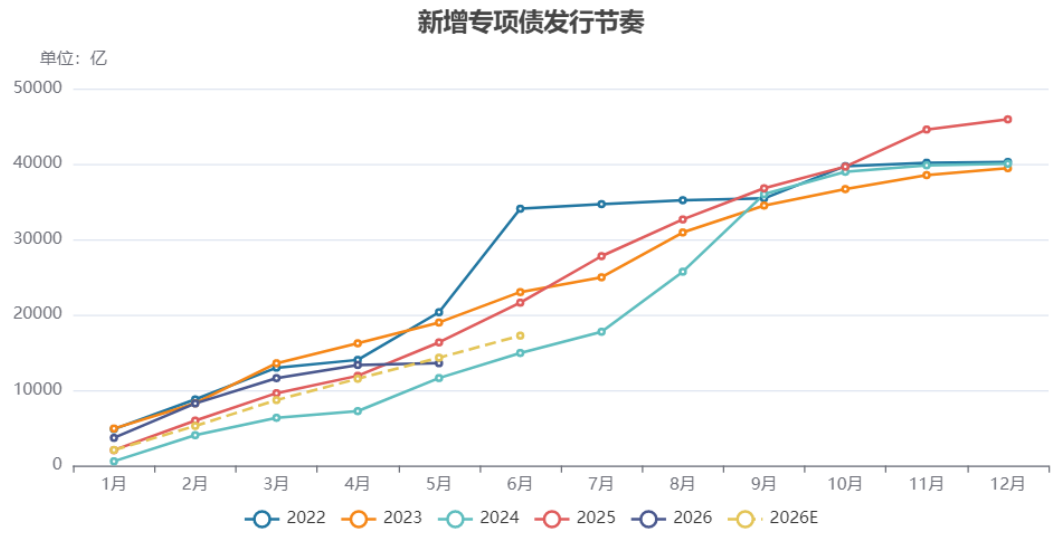
3年内展望：股债均有望维持偏强震荡

对于股市，随着股权风险溢价 ERP 回落至近 10 年均值下方，保险对 A 股配置比例的抬升，两融余额的抬升，TMT 板块拥挤度的抬升，叠加高油价之下海外流动性预期边际收敛，我们认为 A 股后续大概率以偏强震荡为主，且创业板弹性将强于上证，A 股强于港股。回顾 2021 年也是 A 股表现优于港股，A 股创业板弹性强于上证，其在 2021 年 Q3 较 2021 年 Q1 水平出现新高，而上证指数则呈现宽幅震荡态势。化工板块在 2021 年 9 月达到阶段高点后，煤炭在 2022 年接力顺周期行情并受益于高股息逻辑再度走强，而上轮 PPI 同比的顶点正是位于 2021 年 10 月。对于 A 股而言，我们认为 PPI 主线+汇率升值双重逻辑仍未定价充分，企业盈利仍有修复空间，系统性“慢牛”仍有空间。

对于债市，基本面偏弱复苏+股市震荡支撑了债市的稳健运行。需求端，实体融资需求仍然呈现弱复苏，银行负债端成本下降，利率易下难上。供给层面，我们看到城投债 2025 年净融资整体净收缩，截至 2026 年 5 月 15 日，国内城投债存量总规模约为 9.32 万亿元，较 2025 年末净减少 0.19 万亿元，为连续下降的第三年。今年前四个月，政府债券净融资 4.45 万亿元，在有力支持经济发展和风险化解的同时，也会对贷款形成置换效应。风险方面，可以关注超长债供给扰动、监管部门对“降息降准”表述变化和物价修复、楼市企稳经济基本面运行情况等。但 2016 年前三个季度房价上涨和债牛共存、2021 年油价上涨与债牛并存的案例可能说明以上扰动因素可能并非决定性的。类比 2021 年，对于牛长熊短属性较强的中债，我们认为可适度乐观，可以逢低关注做多机会，整体风险可控。

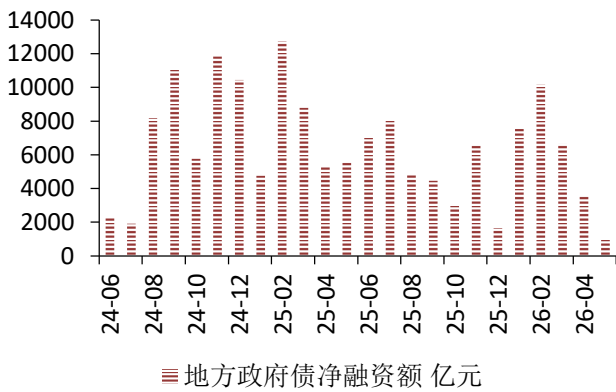
整体而言，流动性充裕+盈利稳健改善+经济平缓斜率复苏背景下，我们认为全年来看股债双强的格局有望延续。

图26: 新增专项债发行节奏



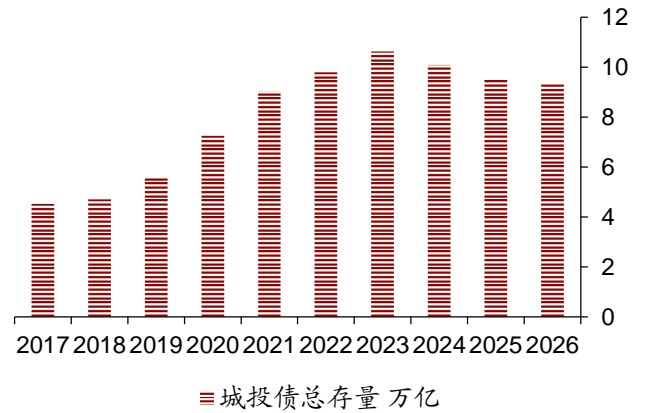
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 地方政府债净融资情况



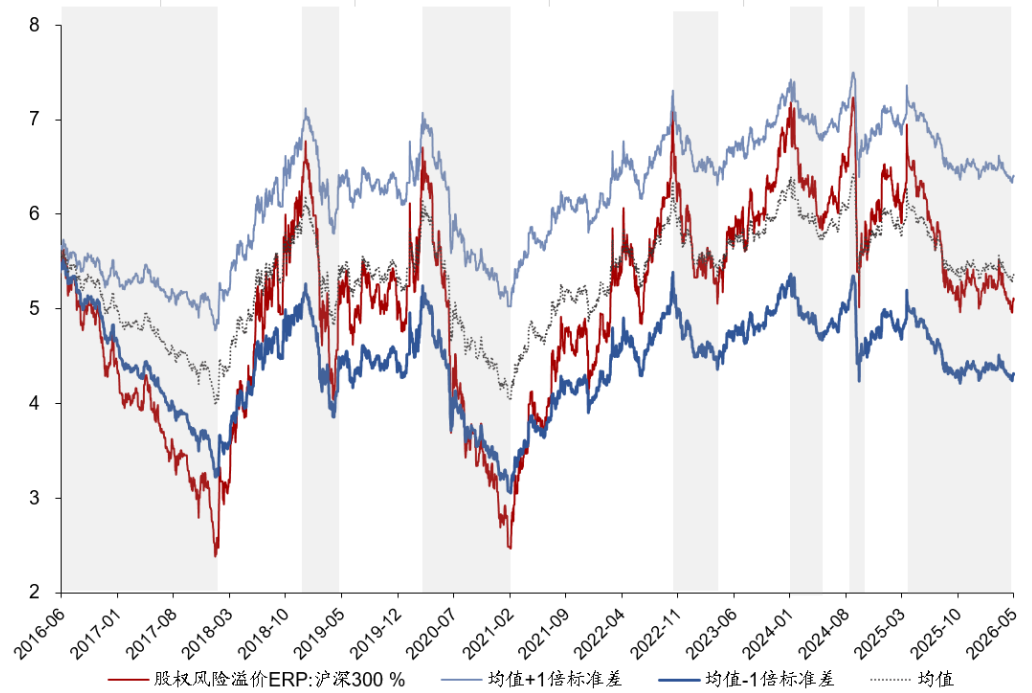
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28: 城投债存量总规模整体收敛



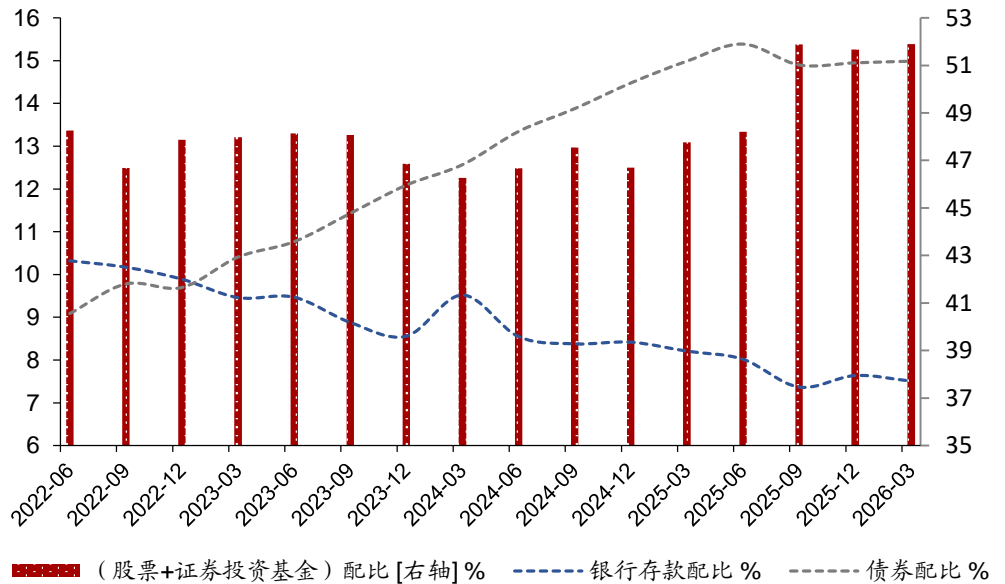
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图29: 近 10 年股权风险溢价 ERP



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图30: 人身险对股债配置比重



资料来源: 国家金融监督管理总局, 浙商证券研究所

图31： 2026年起长期特别国债发行安排

2026年起长期特别国债发行安排				
月份	期限（年）	招标日期	首发/续发	付息方式
4月	30	4月24日	首发	按半年付息
	20	4月24日	首发	按半年付息
5月	50	5月6日	首发	按半年付息
	30	5月8日	续发	按半年付息
	20	5月13日	续发	按半年付息
	30	5月20日	续发	按半年付息
6月	30	6月3日	续发	按半年付息
	20	6月5日	续发	按半年付息
	30	6月24日	首发	按半年付息
7月	30	7月3日	续发	按半年付息
	20	7月14日	首发	按半年付息
	30	7月15日	续发	按半年付息
8月	30	8月5日	续发	按半年付息
	50	8月12日	续发	按半年付息
	30	8月14日	首发	按半年付息
	20	8月19日	续发	按半年付息
9月	30	9月2日	续发	按半年付息
	20	9月4日	续发	按半年付息
	50	9月9日	续发	按半年付息
	30	9月16日	续发	按半年付息
10月	30	10月8日	续发	按半年付息
	50	10月14日	续发	按半年付息
	20	10月16日	续发	按半年付息

资料来源：国家财政部，浙商证券研究所

4 风险提示

1.国际地缘摩擦超预期：美伊冲突的持续可能使得油价中枢抬升的叙事更为持久，引发海外通胀大幅上行的可能性。

2.海外流动性宽松不及预期：英国央行和欧洲央行可能率先开启加息周期，美国通胀抬升下美联储降息可能性有所下降，海外流动性或边际收紧。

3.政府债供给超预期：关注特别国债和专项债发行进度，放量发行可能对债市运行形成短期扰动。

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>