

宏观点评 20210308

油价为何领先 A 股？

2021 年 03 月 08 日

观点

■ 春节期间我们曾发布《油价破 60 美元和对股市的影响》报告，指出 2017 年以来，国际油价对沪指的 3 个月领先相关系数达到了 -0.74，即油价在上涨 3 个月后 A 股往往会出现下跌（图 1）。由于本轮油价上涨始于去年 11 月中旬，这也就意味着春节后 A 股存在回调的风险。

■ 从节后 A 股的走势来看，油价领先 A 股的历史经验似乎又在得到验证。这也使得我们不禁思考，这一经验究竟是统计上的巧合，还是其背后确实有着内在的逻辑？

■ 我们不妨先来考察下此前几轮油价上涨后 A 股下跌的案例（表 1）：

2017 年 10 月-2018 年 10 月：油价从 45 美元/桶（下同）大涨至 86 美元，上证综指由 2018 年 1 月见顶时的 3575 点一路跌至 2019 年 1 月见底时的 2441 点。

2018 年 12 月-2019 年 5 月：油价由 50 美元涨至 76 美元，上证综指由 2019 年 4 月见顶时的 3288 点跌至 2019 年 8 月见底时的 2734 点。

2020 年 4 月-2020 年 8 月：油价由 16 美元涨至 46 美元，上证综指在 2020 年 8-11 月震荡回调，由 8 月的 3457 点一度跌至 11 月的 3210 点。

由此可见，每一轮油价上涨对 3 个月后 A 股的方向具有明确的指示意义。虽然这三段时期的 A 股下跌均受到中美地缘政治风险升级的影响，但油价的上涨是否也是一个重要的因素呢？

■ **首先，2017 年后外资净流入主导了其重仓股的定价权。**如图 2 所示，2017 年以来茅指数（成分主要为消费、医药及科技制造等领域龙头公司，多为外资重仓股）与陆股通净流入金额高度相关（相关系数达 0.89）。与此同时，10 年期美债利率作为全球资产定价的锚，也对外资对 A 股的定价起了重要参考作用，例如外资重仓股之一的伊利股份（600887.SH）股价与美债利率具有显著的负相关关系（图 3），后者领先前者的时期刚好也为一个季度。而历史上油价往往通过影响通胀预期从而影响到美债利率（图 4）。

■ **其次，油价的上涨往往伴随着国内货币条件的持续收紧（图 5）。**我们认为这并非偶然，油价上涨所引发的通胀预期升温，往往是货币政策收紧的信号。虽然国内缺乏通胀预期的数据，但油价上涨对 PPI 回升的带动是显而易见的（图 6）。我们此前的研究表明，历史上当标准化后的 PPI 同比上涨至 1 以上，往往会触发央行加息。而在货币政策紧缩的预期下，货币条件持续收紧向股市的传导终将显现。

■ 由此可见，**尽管从历史经验并不能从油价上涨的幅度来预判 A 股回调的幅度，但油价在走势上对于 A 股的领先性是具有参考意义的。**至于本轮 A 股的回调何时结束，我们认为须观察两个信号：一是油价上涨所催生的美债利率上行何时见顶；二是国内货币条件的收紧何时结束，尤其是未来央行是否会因通胀预期的升温而释放政策收紧的信号。

■ **风险提示：**政策过快收紧导致经济下行；全球通胀升温向国内传导

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210307：2021 年 1-2 月出口回升为何如此汹涌？》2021-03-07

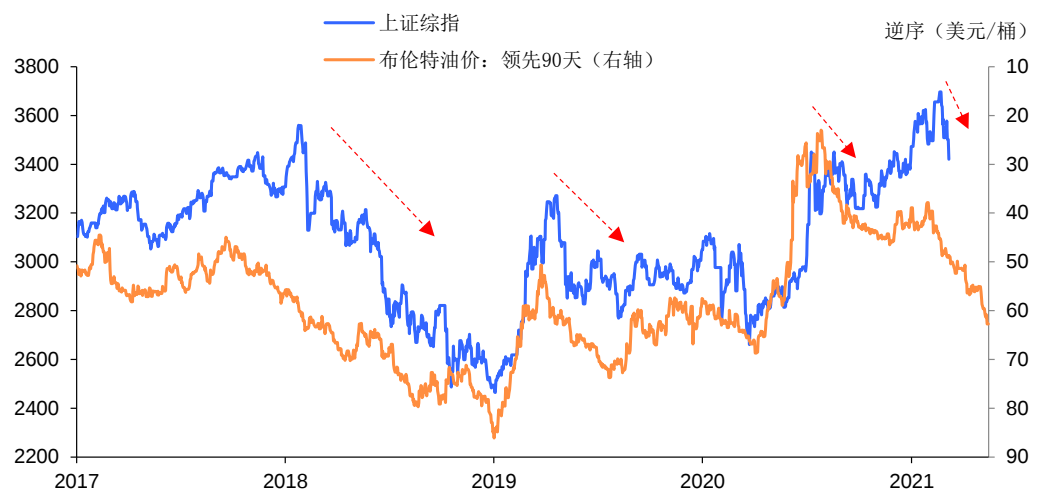
2、《宏观点评 20210305：2021 年政府工作报告六大信号》2021-03-05

3、《宏观点评 20210303：两会前瞻十大关注点》2021-03-03

4、《宏观点评 20210228：谁拉动了每一轮大宗商品繁荣？》2021-03-01

5、《宏观点评 20210228：哪些受益，哪些受损？》2021-02-28

图 1：2017 年以来国际油价与上证综指负相关，且具有 3 个月的领先性



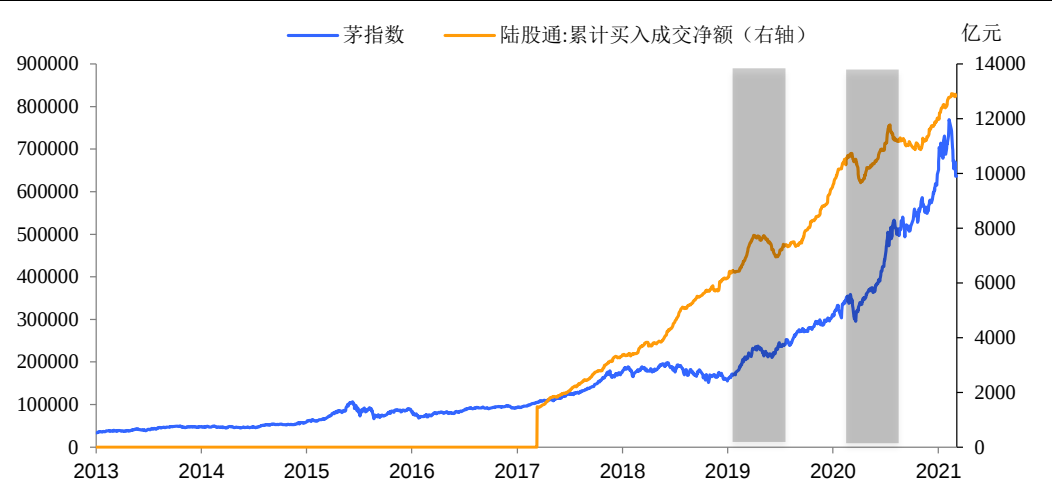
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1：2017 年以来三段油价上涨时期，油价的涨幅和随后的 A 股跌幅

油价上涨时期	布伦特油价涨幅	3 个月后上证综指跌幅
2017 年 10 月-2018 年 10 月	91%	-32%
2018 年 12 月-2019 年 5 月	52%	-17%
2020 年 4 月-2020 年 8 月	188%	-7%

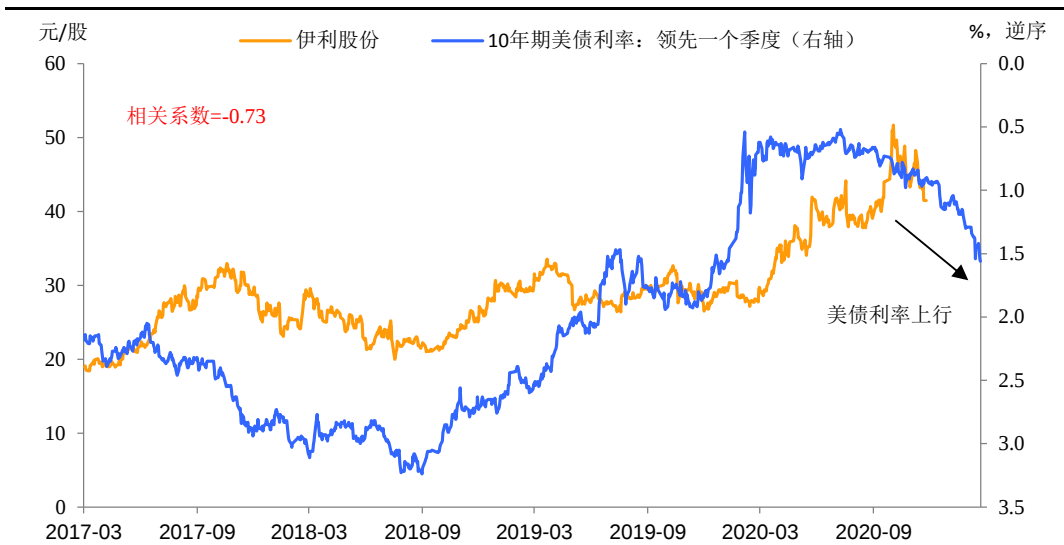
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：2017 年后外资净流入引领茅指数的上涨



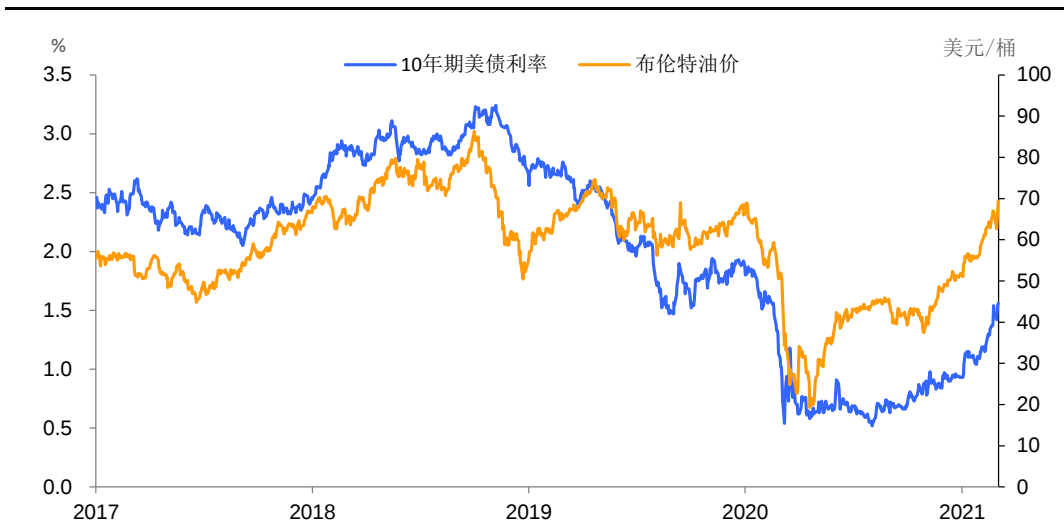
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：2017 年美债利率与伊利股份收盘价负相关，且具有 3 个月的领先性



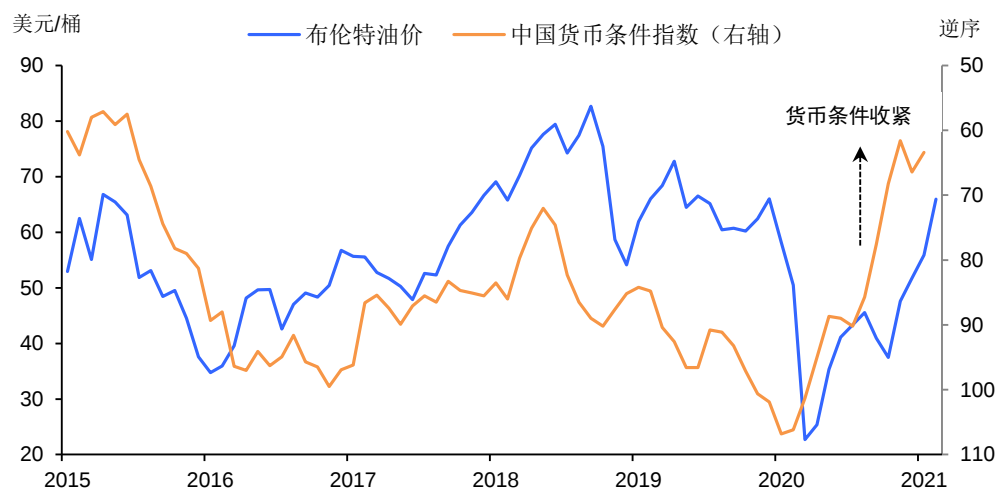
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：油价与美债利率走势高度一致



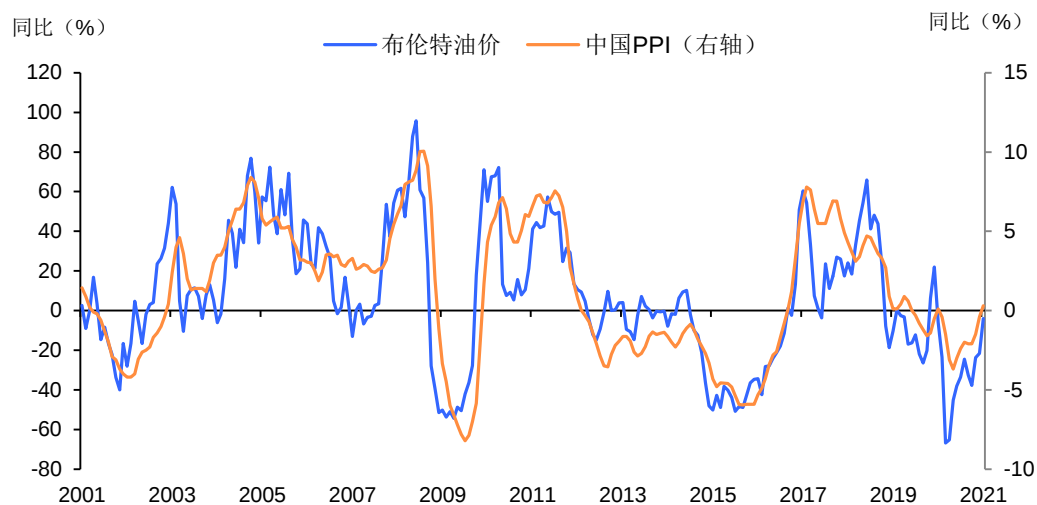
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：油价的上涨往往伴随着国内货币条件的持续收紧



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：油价与中国 PPI 在同比增速上具有显著的正相关性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17655

