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

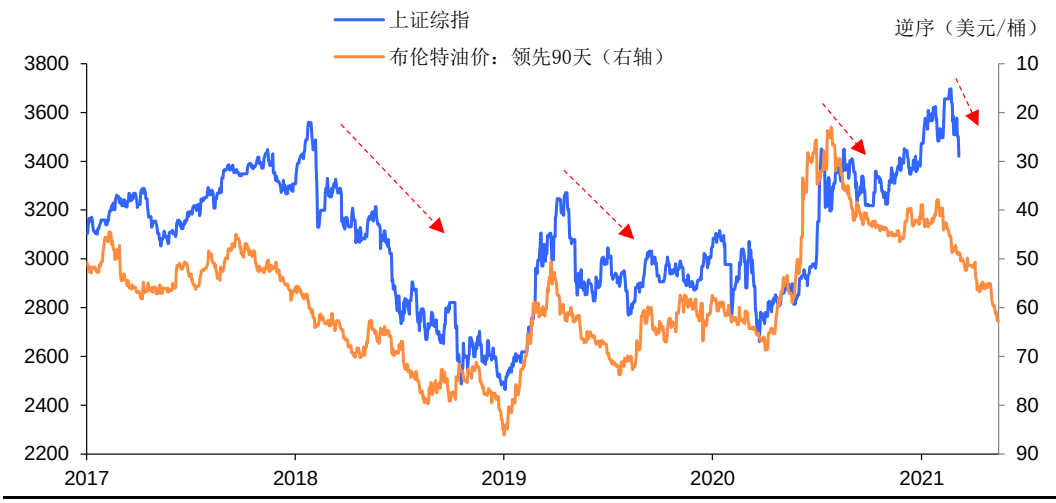
证券分析师　陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
研究助理　赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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



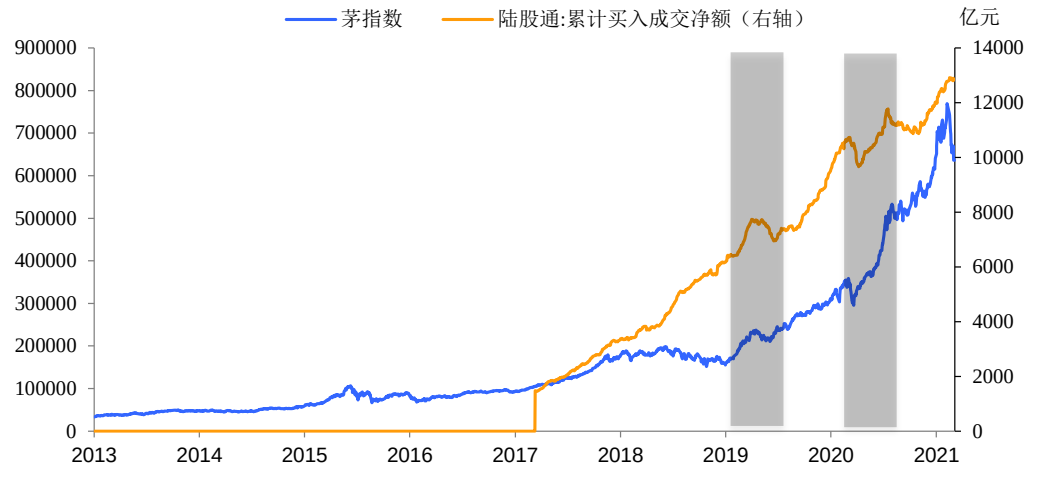
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

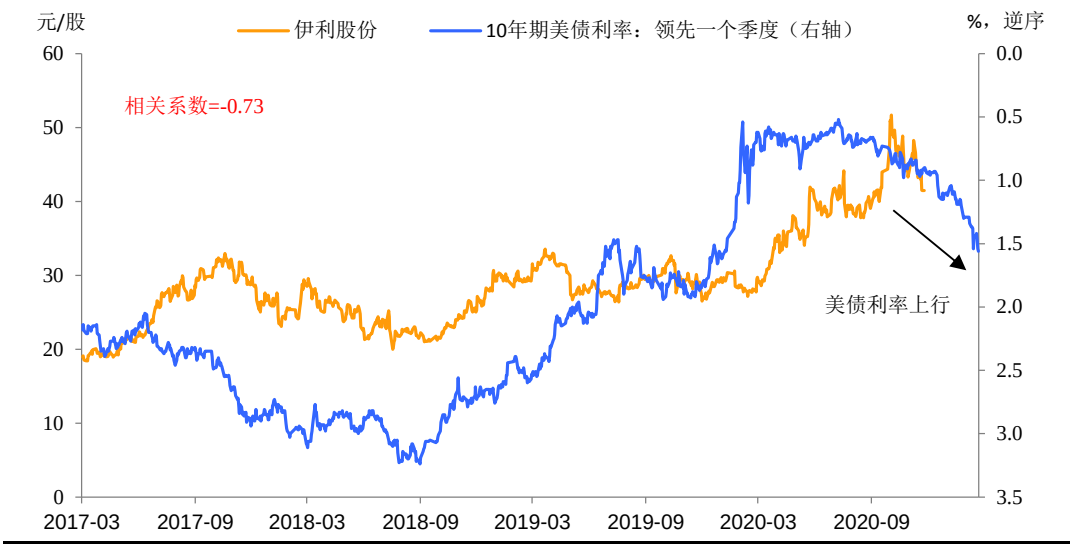
图 2：2017 年后外资净流入引领茅指数的上涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

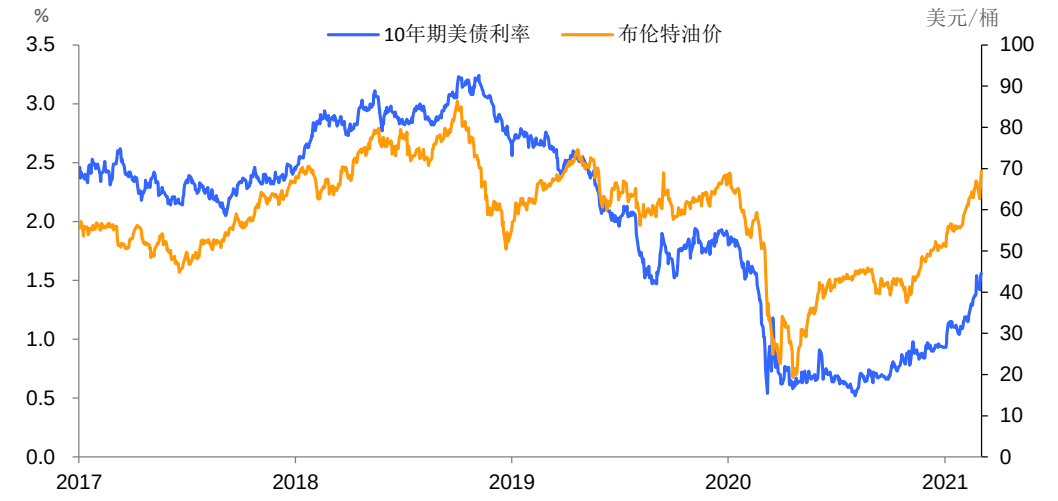
请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

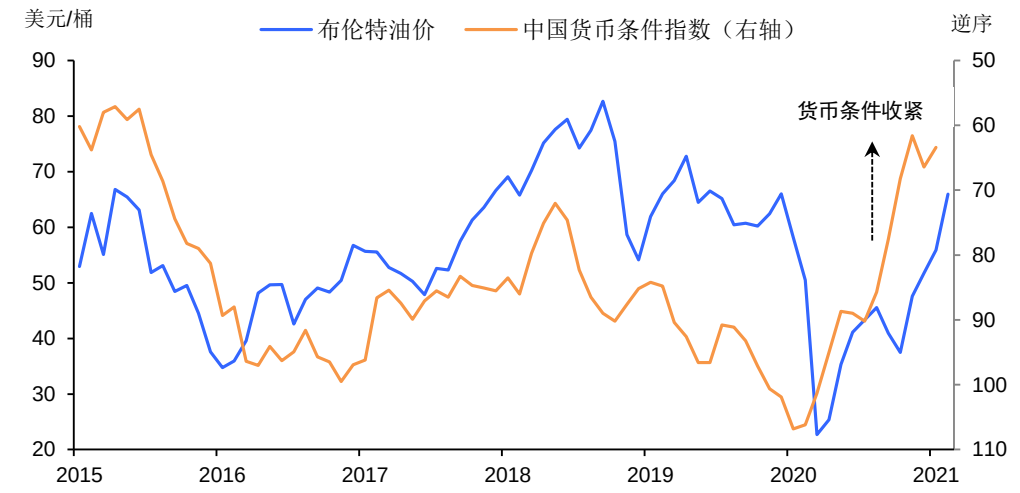
图 4：油价与美债利率走势高度一致



数据来源：Wind，东吴证券研究所

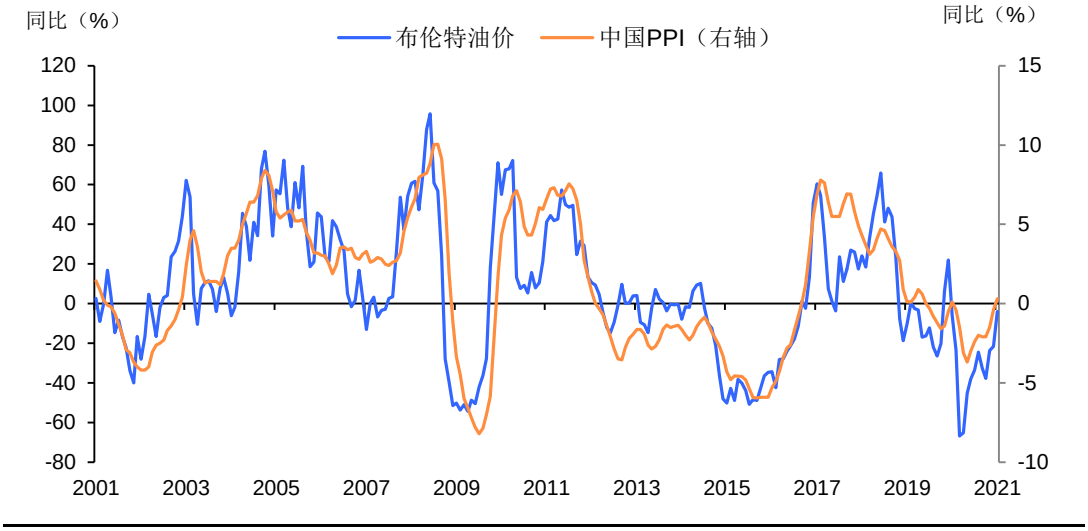
请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

