

# 宏观流动性及其对 A 股市场影响的分析

分析师：刘骐豪

Tel: 021-53686132

E-mail: liuqihao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870512090002

报告编号: liuqihao-ztyj05

相关报告:

首次报告日期: 2016 年 3 月 31 日

## 一、外部流动性分析

**(一) 历次美国国债收益率倒挂均出现在美国经济当轮增长周期末端**  
从美国长短期国债收益率相对读数（长短期国债收益率之差）与美国经济周期的关系看，历次美国国债收益率倒挂均出现在美国经济当轮增长周期末端，随着倒挂的出现，美国经济大概率由倒挂之前的过热转向滞胀，直至步入衰退。

## **(二) 长短期国债利率的倒挂大概率出现美联储货币政策的拐点**

美联储的货币政策是对经济的逆周期调控。从美联储的货币政策看，长短期国债利率的倒挂大概率出现美联储货币政策的拐点。

## 二、内部流动性分析

### **(一) 2000 年以来央行存款准备金率水平**

从趋势看，存款准备金率（大型存款类金融机构）从 2000 年初的 6% 持续上升至 2011 年 11 月的 21.5%，随后存款准备金率（大型存款类金融机构）整体呈现下行的态势，截至 2019 年 5 月末读数为 13.5%。

### **(二) 存款准备金率水平与 PPI 周期**

存款准备金率水平反映货币政策以及宏观流动性，PPI 反映经济态势，数据显示存款准备金率水平与 PPI 周期呈现明显的相关性，反映出经济与货币政策的密切关系。

2000 年 1 月至 2011 年 11 月存款准备金率整体上行格局中，每一轮 PPI 的上行周期，均对应着存款准备金率水平的上调；但期间每一轮 PPI 下行周期，存款准备金率基本未有变化。但自 2011 年 12 月至今存款准备金率整体下行格局中，期间每一轮 PPI 的下行阶段，均对应着存款准备金率水平的下调；但期间每一轮 PPI 上行阶段，存款准备金率基本未有变化。

### **(三) PPI 周期领先于货币政策周期**

从时间上来看，2000 年以来 PPI 周期领先于货币政策周期。每一轮 PPI 周期的顶部（底部）均提前于存款准备金率的下调（上调）。

### **(四) 存款准备金率调整领先或同步于央行加息**

2000 年以来央行货币政策工具的使用中，数量型货币政策（存款准备金率变动）与价格型货币政策（利率调整）一般综合使用，存款准备金率变化的阶段内一般均伴随着利率的相应调整。时间关系上看，数量型货币政策同步或领先于价格型货币政策。

### **(五) PPI 周期基本同步或领先于利率周期**

PPI 与债券市场收益率（十年期国债收益率）均是对经济态势的反映意味着二者整体趋势一致。从时间关系看，PPI 周期基本同步或领先于利率周期，且二者均领先于货币政策的调整。

### 三、宏观流动性与 A 股市场

#### （一）经济（企业盈利）周期与 A 股市场表现

整体看 2000 年以来企业盈利上行阶段 A 股市场明显强势,该阶段货币条件收紧也并不改变市场上行的态势。2000 年以来历次企业盈利下行周期 A 股市场大概率表现弱势,且该阶段货币条件放松并不能改变市场下行的趋势。

#### （二）企业盈利下行周期中流动性不同的两个阶段 A 股市场的表现

数据显示 2000 年以来每一轮盈利下行周期,均对应着流动性先相对偏紧后相对偏松(利率水平先维持上行后转向下行)的情形。从宏观经济周期的角度分析,这或对应着每一轮经济下行出现后 PPI 先阶段性维持上行的“滞涨阶段”(宏观流动性相对偏紧),和随后 PPI 转向下行,出现经济下行, PPI 下行的“衰退阶段”(宏观流动性相对偏松)。进一步将企业盈利下行周期划分为企业盈利开始高位放缓,货币条件偏紧(利率上行)阶段,以及企业盈利继续下行,货币条件偏松(利率下行)阶段。数据显示企业盈利开始高位放缓,货币条件偏紧(利率上行)阶段 A 股整体呈现震荡格局的概率较大。企业盈利继续下行,货币条件偏松(利率下行)阶段 A 股整体调整的压力加大,这或反映出此阶段货币条件偏松(利率下行)对 A 股市场估值的提振并不能弥补企业盈利持续下行对市场的拖累。

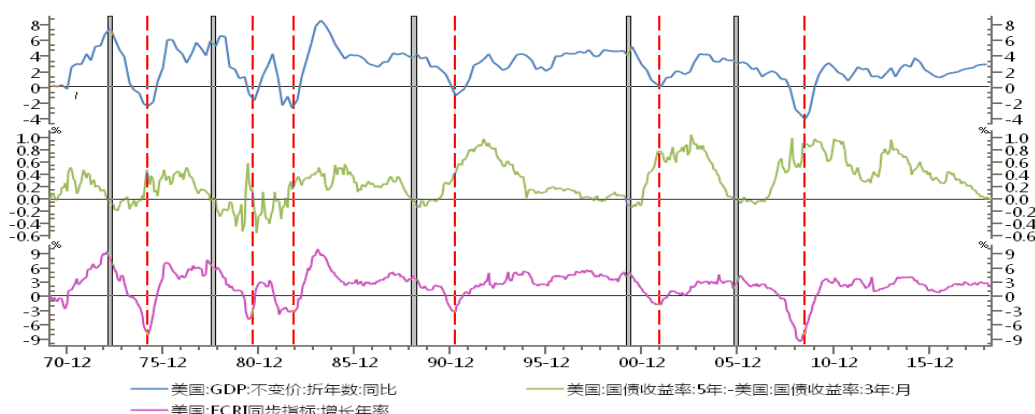
## 一、外部流动性分析

### （一）历次美国国债收益率倒挂均出现在美国经济当轮增长周期末端

按照底-底划分美国经济周期，70年代以来美国经历了1975年1季度至1980年3季度，1980年3季度至1982年3季度，1982年3季度至1991年1季度，1991年1季度至2001年4季度，2001年4季度至2009年2季度等5轮完整周期。从美国长短期国债收益率相对读数（长短期国债收益率之差）与美国经济周期的关系看，历次美国国债收益率倒挂均出现在美国经济当轮增长周期末端，随着倒挂的出现，美国经济大概率由倒挂之前的过热转向滞胀，直至步入衰退。

图1 美国国债收益率倒挂均出现在美国经济当轮增长周期末端，随着倒挂的出现（灰色阴影部分），美国经济大概率由倒挂之前的过热转向滞胀，直至步入衰退

注：图中红色虚线部分代表70年代以来美国当轮经济周期的底部



数据来源：Wind

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

### （二）长短期国债利率的倒挂大概率出现美联储货币政策的拐点

长短期国债利率倒挂后美国经济大概率由倒挂之前的过热转向滞胀，直至步入衰退，美联储的货币政策是对经济的逆周期调控。从美联储的货币政策看，长短期国债利率的倒挂大概率出现美联储货币政策的拐点。

80年代以来美联储的5轮加息周期（不包含2015年底开启的本轮加息周期），1989-01，2000-03，2006-01的三轮长短期国债利率

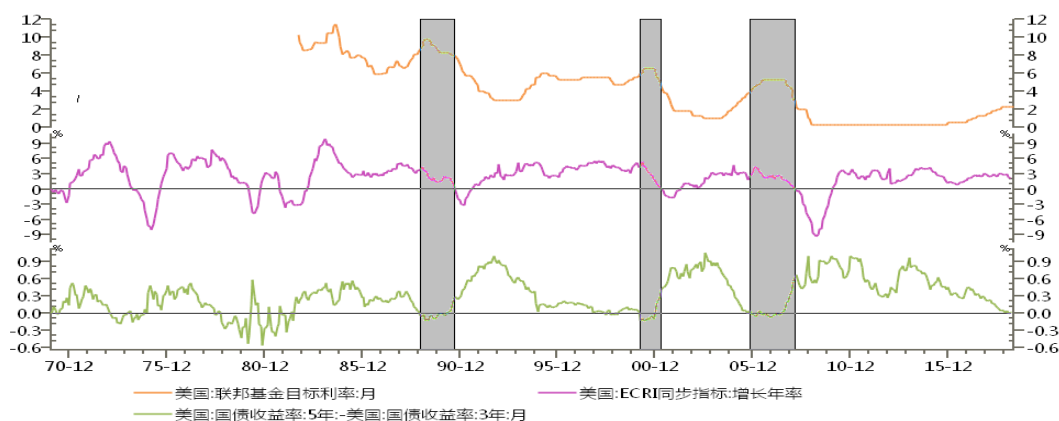
出现倒挂后，美联储随后于 1989-05，2000-05，2006-06 结束之前的加息周期，随着后期经济的持续放缓，美联储开始降息以应对出现经济衰退可能。

表 1 80 年代以来美联储五轮加息情况汇总表

| 加息开始       | 加息结束       | 起点利率<br>(%) | 结束利率<br>(%) | 加息幅度<br>(BP) | 次 数<br>(次) | 时间<br>(月) |
|------------|------------|-------------|-------------|--------------|------------|-----------|
| 1983-03-31 | 1984-08-09 | 8.5000      | 11.5000     | 300          | 10         | 17        |
| 1988-03-30 | 1989-05-17 | 6.5000      | 9.8125      | 331          | 16         | 14        |
| 1994-02-04 | 1995-02-01 | 3.0000      | 6.0000      | 300          | 7          | 12        |
| 1999-06-30 | 2000-05-16 | 4.7500      | 6.5000      | 175          | 6          | 11        |
| 2004-06-30 | 2006-06-29 | 1.0000      | 5.2500      | 425          | 17         | 24        |

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 2 长短期国债利率的倒挂大概率出现美联储货币政策的拐点



数据来源: Wind

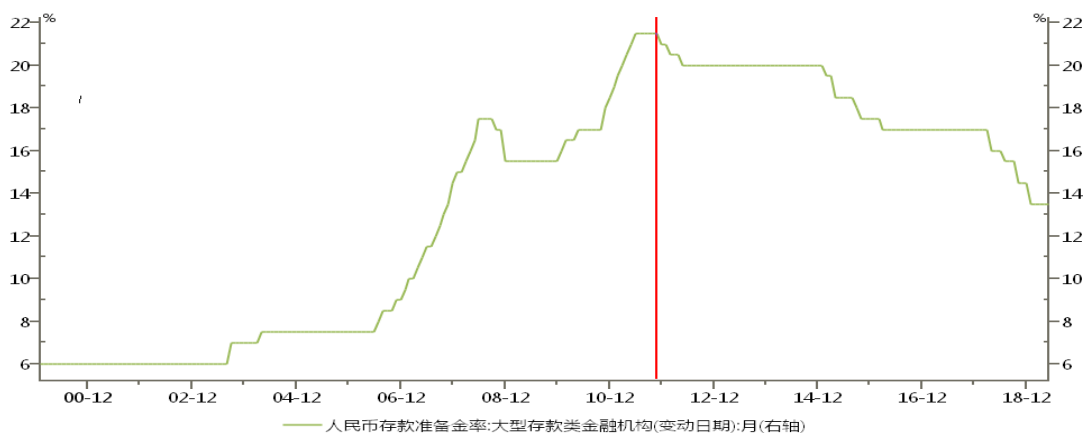
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

## 二、内部流动性分析

### （一）2000 年以来存款准备金率水平

2000 年以来数据显示央行存款准备金率（大型存款类金融机构）最高为 21.5%，最低为 6%，中位数为 15.5%。从趋势看，存款准备金率（大型存款类金融机构）从 2000 年初的 6% 持续上升至 2011 年 11 月的 21.5%，随后存款准备金率（大型存款类金融机构）整体呈现下行的态势，截至 2019 年 5 月末读数为 13.5%。

图 3：2011 年前存款准备金率处于上行格局中，2011 年后存款准备金率处于下行格局中



数据来源: Wind

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

## (二) 存款准备金率水平与 PPI 周期

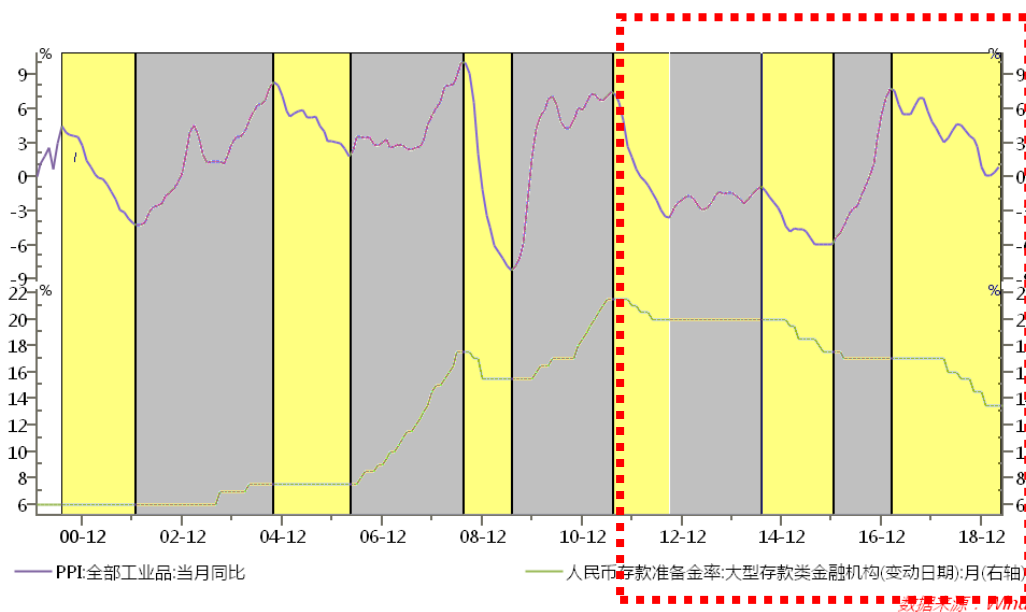
存款准备金率水平反映货币政策以及宏观流动性，PPI 反映经济态势，数据显示存款准备金率水平与 PPI 周期呈现较高的相关性，反映出经济与货币政策的密切关系。

2000 年 1 月至 2011 年 11 月存款准备金率整体上行格局中，每一轮 PPI 的上行周期，均对应着存款准备金率水平的上调；但期间每一轮 PPI 下行周期，存款准备金率基本未有变化。但自 2011 年 12 月至今存款准备金率整体下行格局中，期间每一轮 PPI 的下行阶段，均对应着存款准备金率水平的下调；但期间每一轮 PPI 上行阶段，存款准备金率基本未有变化。

按照 PPI 周期划分，2000-07 至 2002-02，PPI 由 4.50 %下降至 -4.20%，持续 19 个月。期间存款准备金率（大型存款类金融机构）均为 6%，没有发生变化。2002-03 至 2004-10，PPI 由 -4.00 %上升至 8.40 %，持续 32 个月。期间存款准备金率（大型存款类金融机构）由 6%上升至 7.5%。2004-11 至 2006-04，PPI 由 8.10 %下降至 1.87%，持续 18 个月。期间存款准备金率（大型存款类金融机构）均为 7.5%，没有发生变化。2006-05 至 2008-08，PPI 由 2.43 %上升至 10.06%，持续 28 个月。期间存款准备金率（大型存款类金融机构）由 7.5%上升至 17.5%。2008-09 至 2009-07，PPI 由 9.13 %下降至 -8.20%，持续 11 个月。期间存款准备金率（大型存款类金融机构）由 17.5%下降至 15.5%。2009-08 至 2011-07，PPI 由 -7.86 %上涨至 7.54%，持续 24 个月。期间存款准备金率（大型存款类金融机构）由 15.5%上升至 21.5%。2011-08 至 2012-09，PPI 由 7.25%下降至 -3.55%，持续 14 个月。期间存款准备金率（大型存款类金融机构）

由 21.5%下降至 20.0%。2012-10 至 2014-07, PPI 由-2.76 上涨至 -0.87%, 持续 22 个月。期间存款准备金率(大型存款类金融机构)均为 20%, 没有发生变化。2014-08 至 2015-09, PPI 由-1.20%下降至-5.95%, 持续 14 个月。期间存款准备金率(大型存款类金融机构)由 20.0%下降至 18.0%。2015-10 至 2017-02, PPI 由-5.90%上涨至 7.80%, 持续 17 个月。期间存款准备金率(大型存款类金融机构)由 17.5%下降至 17.0%。2017-03 至 2019-02, PPI 由 7.60%下降至 0.10%, 持续 24 个月。期间存款准备金率(大型存款类金融机构)由 17.0%下降至 13.5%。

图 4 PPI 与存款准备率趋势基本一致。2011 年前每一轮 PPI 的上行阶段, 均对应着存款准备金率水平的上调, 但期间每一轮 PPI 下行阶段, 存款准备金率基本未有变化; 但自 2011 年 12 月至今存款准备金率整体下行格局中, 期间每一轮 PPI 的下行阶段, 均对应着存款准备金率水平的下调, 但期间每一轮 PPI 上行阶段, 存款准备金率基本未有变化



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

表 2 2000 年以来存款准备金率水平与 PPI 周期统计表

| 指标名称    | 人民币存款准备金率：<br>大型存款类金融机构 | 人民币存款准备金率：<br>中小型存款类金融机构 | PPI：全部工业品 |
|---------|-------------------------|--------------------------|-----------|
| 2000-07 | 6.00                    | 6.00                     | 4.50      |
| 2002-02 | 6.00                    | 6.00                     | -4.20     |
| 2002-03 | 6.00                    | 6.00                     | -4.00     |
| 2004-10 | 7.50                    | 7.50                     | 8.40      |
| 2004-11 | 7.50                    | 7.50                     | 8.10      |
| 2006-04 | 7.50                    | 7.50                     | 1.87      |
| 2006-05 | 7.50                    | 7.50                     | 2.43      |
| 2008-08 | 17.50                   | 17.50                    | 10.06     |
| 2008-09 | 17.50                   | 16.50                    | 9.13      |
| 2009-07 | 15.50                   | 13.50                    | -8.20     |
| 2009-08 | 15.50                   | 13.50                    | -7.86     |
| 2011-07 | 21.50                   | 19.50                    | 7.54      |
| 2011-08 | 21.50                   | 19.50                    | 7.25      |
| 2012-09 | 20.00                   | 18.00                    | -3.55     |
| 2012-10 | 20.00                   | 18.00                    | -2.76     |
| 2014-07 | 20.00                   | 18.00                    | -0.87     |
| 2014-08 | 20.00                   | 18.00                    | -1.20     |
| 2015-09 | 18.00                   | 16.00                    | -5.95     |
| 2015-10 | 17.50                   | 15.50                    | -5.90     |
| 2017-02 | 17.00                   | 15.00                    | 7.80      |
| 2017-03 | 17.00                   | 15.00                    | 7.60      |
| 2019-02 | 13.50                   | 11.50                    | 0.10      |

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

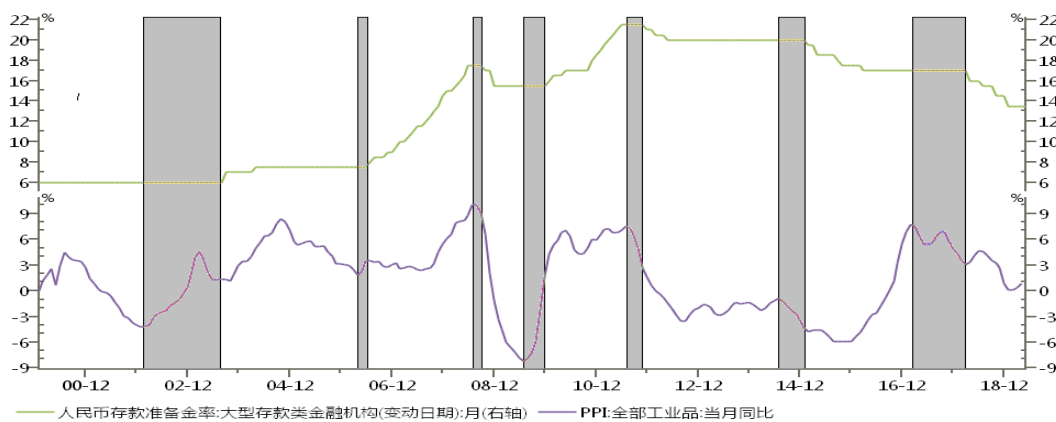
### （三）PPI 周期领先于货币政策周期

从时间上来看，2000 年以来 PPI 周期领先于货币政策周期。每一轮 PPI 周期的顶部（底部）均提前于存款准备金率的下调（上调）。

2002-03PPI 开始周期性上涨，2003-09 央行上调存款准备金率，PPI 领先存款准备金率调整 19 个月。2006-05 PPI 开始周期性上涨，2006-07 央行上调存款准备金率，PPI 领先存款准备金率调整 3 个月。2008-09PPI 开始周期性下跌，2008-10 央行下调存款准备金率，PPI 领先存款准备金率调整 1 个月。2009-08PPI 开始周期性上涨，2010-01 央行上调存款准备金率，PPI 领先存款准备金率调整 6 个月。2011-08PPI 开始周期性下跌，2011-12 央行下调存款准备金率，PPI 领先存款准备金率调整 5 个月。2014-08PPI 开始周期性下跌，2015-02 央行下调存款准备金率，PPI 领先存款准备金率调整 7 个月。2017-03PPI 开始周期性下跌，2018-04 央行下调存款准备金率，PPI

领先存款准备金率调整 14 个月。

图 5 2000 年以来每一轮 PPI 周期的顶部（底部）均提前于存款准备金率的下调（上调）



数据来源：Wind

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 3：2000 年以来 PPI 周期与存款准备金率变化时间间隔统计表

| 指标名称             | 人民币存款准备金率：<br>大型存款类金融机构 | 人民币存款准备金率：中<br>小型存款类金融机构 | PPI：全部工业品 | 领先时间     |
|------------------|-------------------------|--------------------------|-----------|----------|
| 2002-03 (PPI 底部) | 6.00                    | 6.00                     | -4.00     | PPI 领先存准 |
| 2003-09 (存准变化)   | 7.00                    | 7.00                     | 1.40      | 19 个月    |
| 2006-05 (PPI 底部) | 7.50                    | 7.50                     | 2.43      | PPI 领先存准 |
| 2006-07 (存准变化)   | 8.00                    | 8.00                     | 3.58      | 3 个月     |
| 2008-09 (PPI 顶部) | 17.50                   | 16.50                    | 9.13      | PPI 领先存准 |
| 2008-10 (存准变化)   | 17.00                   | 16.00                    | 6.59      | 1 个月     |
| 2009-08 (PPI 底部) | 15.50                   | 13.50                    | -7.86     | PPI 领先存准 |
| 2010-01 (存准变化)   | 16.00                   | 14.00                    | 4.32      | 6 个月     |
| 2011-08 (PPI 顶部) | 21.50                   | 19.50                    | 7.25      | PPI 领先存准 |
| 2011-12 (存准变化)   | 21.00                   | 19.00                    | 1.69      | 5 个月     |
| 2014-08 (PPI 顶部) | 20.00                   | 18.00                    | -1.20     | PPI 领先存准 |

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\\_12437](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12437)

