

货币信用周期下国内股市表现

宏观与股指研究系列专题（二）

2022-11-4

◎ 概要：

宏观策略组

研究员：

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：jialj@qh168.com.cn

研究员：

明道雨

从业资格证号：F03092124

电话：021-68758120

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

联系人：

顾森：

从业资格证号：F3082395

电话：021-68757223

邮箱：gus@qh168.com.cn

◆**货币信用周期划分：**货币周期方面，从 2004 年以来的历史统计来看：共经历了 5 轮货币周期。其中第一轮为 2004.10-2008.11、第二轮为 2008.11-2012.1、第三轮为 2012.1-2015.4、第四轮为 2015.4-2019.2、第五轮为 2019.2-2021.5。目前处于第六轮的宽货币期。信用周期方面，从 2004 年以来的历史统计来看：共经历了 5 轮信用周期。其中第一轮为 2005.5-2008.10、第二轮为 2008.10-2012.5、第三轮为 2012.5-2016.7、第四轮为 2016.7-2017.12、第五轮为 2020.1-2021.2。目前处于第五轮信用周期末或者第六轮信用周期初期。

五轮货币和信用周期可以归纳为五轮货币信用周期，每一轮均有宽货币紧信用、宽货币宽信用、紧货币宽信用和紧货币紧信用四个阶段。目前处于第六轮货币信用周期的宽货币紧信用阶段或者宽货币宽信用初期，该阶段是从 2021 年 5 月至今。

◆**结论：**通过分析 2004 年以来的五轮货币信用周期与股市的走势分析。首先，在宽货币初期，国内货币政策宽松，经济还处于衰退阶段，信用处于紧信用期，股市一般在筑底或者处于下跌期。其次，只有国内经济回升，进入复苏期和过热期，货币信用进入宽货币宽信用期进而再步入紧货币宽信用期，股市才底部上行，继而趋势上涨。第三，国内经济进入滞涨期，经济放缓，通胀上行，货币信用进入紧货币紧信用阶段，股市一般触顶回落。

目前海外经济进入滞涨或者衰退期，国内由于经济周期领先于欧美半年左右，经济进入复苏初期，货币信用周期处于宽货币紧信用阶段末期或者宽货币宽信用初期。因此国内股市走势主跌或者底部震荡；目前国内由于稳经济政策的陆续出台和实施，宽信用已初现端倪，对国内股市也有一定的支撑；后期主要观察国内能否进入实质性宽信用阶段，届时股市才能底部上行，进而进入上涨阶段。

◆**风险因素：**新冠疫情持续失控、美联储超进一步预期加息、地缘政

相关研究报告

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

目录

1. 国内货币和信用周期划分	4
1.1. 国内货币和信用周期划分依据	4
1.2. 国内货币和信用周期划分	4
2. 不同货币和信用阶段国内股市走势分析	6
2.1. 2004-2008 年货币信用周期股市分析	7
2.2. 2009-2012 年货币信用周期股市分析	7
2.3. 2012-2015 年货币信用周期股市分析	8
2.4. 2015-2018 年货币信用周期股市分析	9
2.5. 2019-2022 年货币信用周期股市分析	10
2.6. 现阶段货币信用周期股市分析	10
3. 国内货币信用周期与股市关系总结	11

图表目录

图 1 国内货币和信用周期划分及指标变化	4
图 2 国内货币和信用周期划分及指标变化	5
图 3 国内货币周期划分	5
图 4 国内信用周期划分	5
图 5 国内货币信用周期划分	6
图 6 国内货币信用周期划分	6
图 7 2004-2008 年货币信用与股市关系	7

图 8	2004-2008 年经济、通胀、出口与股市关系	7
图 9	2009-2012 年货币信用与股市关系	8
图 10	2009-2012 年经济、通胀、出口与股市关系	8
图 11	2012-2015 年货币信用与股市关系	9
图 12	2012-2015 年经济、通胀、出口与股市关系	9
图 13	2016-2018 年货币信用与股市关系	9
图 14	2016-2018 年经济、通胀、出口与股市关系	9
图 15	2019-2022 年货币信用与股市关系	10
图 16	2019-2022 年经济、通胀、出口与股市关系	10
图 17	现阶段货币与信用情况	11
图 18	现阶段经济、通胀与出口情况	11
图 19	国内货币信用周期与股市关系	11

1. 国内货币和信用周期划分

1.1. 国内货币和信用周期划分依据

信用政策分为宽信用和紧信用政策。即银行通过放款和投资而引起银行活期存款增加或者通过限制贷款和投资而引起银行活期存款减少。货币政策方面，宽货币指宽松的货币政策，目的是增加市场货币供应量；紧货币指紧缩的货币政策，目的是减少市场货币供应量。二者的目的都是使货币流向或者回流市场，但政策针对的主体不同，信用政策是针对企业、居民等市场主体而言的，而货币政策是针对央行和其它金融机构而言的。由于货币供给和信贷需求的主体不同，两者供需时常会出现不匹配的情况，因此时常会出现货币周期和信用周期不匹配的情况。所以我们把货币和信用周期划分为四个阶段：宽货币、紧信用，此时货币政策宽松，信用政策收紧；宽货币、宽信用，货币政策宽松，信用政策宽松；紧货币、宽信用，货币政策收紧，信用政策宽松；紧货币、紧信用，货币政策收紧，信用政策收紧。

在指标跟踪方面，货币政策的宽松与紧缩跟踪指标一般包括：M0、M1、M2、M1-M2。信用政策的宽松与紧缩跟踪指标一般包括新增人民币贷款、人民币贷款余额增速、新增社融、杠杆率、社融存量增速等。我们这里根据实际情况，货币跟踪指标取 M2、信用跟踪指标剔除政府债券融资的社融存量增速。一般在宽货币、紧信用时，M2 增速上升、社融存量增速下降；宽货币、宽信用时，M2 增速上升、社融存量增速上升；紧货币、宽信用时，M2 增速下降、社融存量增速上升；紧货币、紧信用时，M2 增速下降、社融存量增速下降。

图 1 国内货币和信用周期划分及指标变化

	政策	指标变化
宽货币、紧信用	货币政策宽松，信用政策收紧	M2 ↑，社融存量 ↓
宽货币、宽信用	货币政策宽松，信用政策宽松	M2 ↑，社融存量 ↑
紧货币、宽信用	货币政策收紧，信用政策宽松	M2 ↓，社融存量 ↑
紧货币、紧信用	货币政策收紧，信用政策收紧	M2 ↓，社融存量 ↓

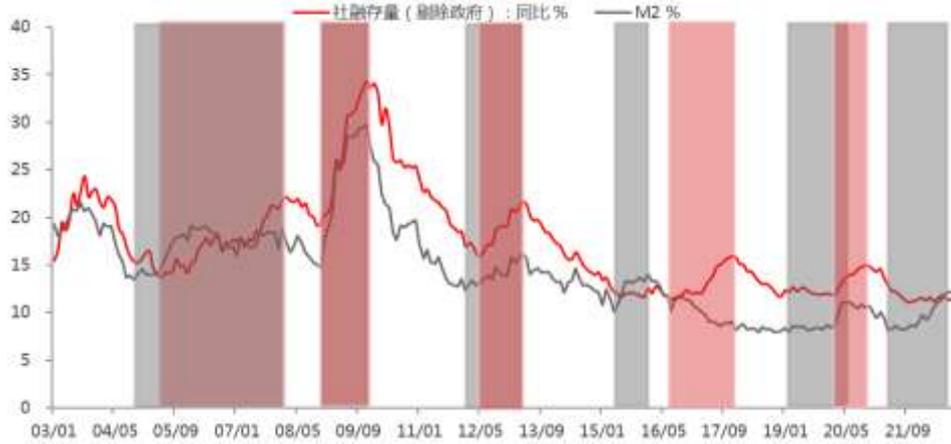
资料来源：Wind；东海期货研究所整理

1.2. 国内货币和信用周期划分

根据 M2 和社融存量增速指标的运行情况，我们可以得出国内货币和信用周期的具体划分(图 2)。同时我们也可以发现：一是货币周期与信用周期是基本同步的，比如：2005-2008、2008-2009、2012-2013 的上行期，上行趋势基本相同；2008、2009-2012、2013-2014、2017-2019、2020-2021 年的下行期，下行趋势基本相同。二是货币周期和信用周期的拐点不同，一般货币政策周期先于信用周期，因此，货币周期的拐点几乎均领先于信用周期。在 2013 年前货币周期与信用周期的拐点相差不大，主要由于国内需求端较为旺盛，货币政策向信用传导较为顺畅；但是 2015 年之后，由于国内需求开始放缓，货币政策的效果开始

钝化，货币政策向信用传导开始变慢，货币周期拐点均领先于信用周期拐点一般长达约一年左右。

图 2 国内货币和信用周期划分及指标变化



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

同时，我们也对货币和信用周期的划分时间做了一个统计。其中，货币周期方面，从2004年以来的历史统计来看：共经历了5轮货币周期。其中第一轮为2004.10-2008.11、第二轮为2008.11-2012.1、第三轮为2012.1-2015.4、第四轮为2015.4-2019.2、第五轮为2019.2-2021.5。目前处于第六轮的宽货币政策期。信用周期方面，从2004年以来的历史统计来看：共经历了5轮信用周期。其中第一轮为2005.5-2008.10、第二轮为2008.10-2012.5、第三轮为2012.5-2016.7、第四轮为2016.7-2017.12、第五轮为2020.1-2021.2。目前处于第五轮信用周末或者第六轮信用周期初期。

图 3 国内货币周期划分

时期	总时长	货币扩张期	时长	货币紧缩期	时长
1	2004.10-2008.11	2004.10-2008.1	39	2008.1-2008.11	10
2	2008.11-2012.1	2008.11-2009.11	12	2009.12-2012.1	25
3	2012.1-2015.4	2012.1-2013.5	16	2013.5-2015.4	23
4	2015.4-2019.2	2015.4-2016.1	9	2016.1-2019.2	37
5	2019.2-2021.5	2019.2-2020.6	16	2020.6-2021.4	10
6	2021.5-				

资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 4 国内信用周期划分

时期	总时长	信用扩张期	时长	信用收缩期	时长
1	2005.5-2008.10	2005.6-2008.3	34	2008.4-2008.10	8
2	2008.10-2012.5	2008.11-2009.11	13	2009.12-2012.5	31
3	2012.5-2016.7	2012.6-2013.4	11	2013.4-2016.7	40
4	2016.7-2020.1	2016.7-2017.12	17	2017.12-2020.1	26
5	2020.1-	2020.1-2021.2	13	2021.2-	

资料来源：Wind；东海期货研究所整理

由于货币周期和信用周期均有宽松和收缩期，而且两者之前有先后顺序且有一定的规律。因此结合起来看，这五轮货币和信用周期可以归纳为五轮货币信用周期，每一轮均有宽货币紧信用、宽货币宽信用、紧货币宽信用和紧货币紧信用四个阶段。从统计划分结果来看，目前处于第六轮货币信用周期的宽货币紧信用阶段或者宽货币宽信用初期，该阶段是从2021年5月至今。

图 5 国内货币信用周期划分

	货币与信用	时间	持续时间		货币与信用	时间	持续时间
第一轮	宽货币紧信用	2004.10-2005.5	7	第四轮	宽货币紧信用	2015.4-2016.7	15
	宽货币宽信用	2005.5-2008.1	32		宽货币宽信用	--	
	紧货币宽信用	2008.1-2008.3	2		紧货币宽信用	2016.7-2017.12	17
	紧货币紧信用	2008.3-2008.10	7		紧货币紧信用	2017.12-2019.2	14
第二轮	宽货币紧信用	--	0	第五轮	宽货币紧信用	2019.2-2020.1	11
	宽货币宽信用	2008.10-2009.11	13		宽货币宽信用	2020.1-2020.6	5
	紧货币宽信用	--	0		紧货币宽信用	2020.6-2021.2	8
	紧货币紧信用	2009.12-2012.1	25		紧货币紧信用	2021.2-2021.5	3
第三轮	宽货币紧信用	2012.1-2012.6	5	第六轮	宽货币紧信用	2021.5-至今	
	宽货币宽信用	2012.6-2013.5	11		宽货币宽信用		
	紧货币宽信用	--	0		紧货币宽信用		
	紧货币紧信用	2013.5-2015.4	23		紧货币紧信用		

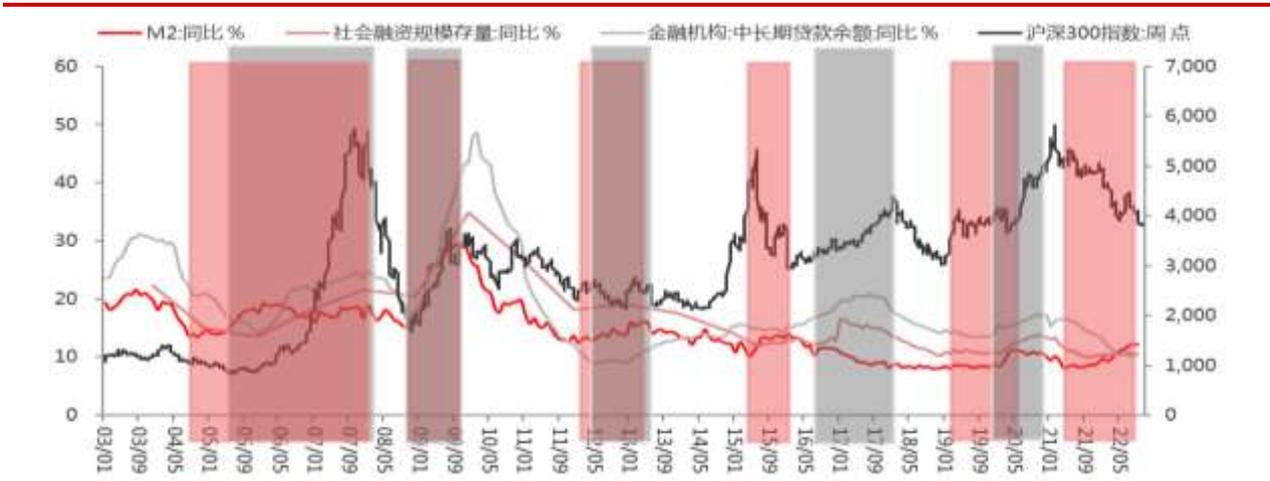
资料来源：Wind；东海期货研究所整理

2. 不同货币和信用阶段国内股市走势分析

货币信用周期与股市关系逻辑是，货币宽松导致货币供给增加，再辅以内需刺激和信贷刺激政策，宽货币向款信用传导，国内经济回升并且出现过热现象，企业利润上升，股市上涨。然后央行逐步收紧货币抑制经济过热，再辅以抑制房地产市场等内需以及信贷政策，信用收紧和货币收紧导致经济放缓或者下行，企业利润下降，股市下跌。

这里我们将货币周期以M2为追踪指标，信用周期以社融增速与中长期贷款增速作为跟踪指标，股市以沪深300作为跟踪指标。我们发现，首先，一般在宽货币初期，经济还处于紧信用期阶段，股市一般在筑底或者处于下跌期，只有进入宽信用期，股市才趋势上涨。其次，在紧货币前中期，由于宽信用持续，股市一般延续上涨趋势。第三，只有在紧货币和紧信用期，股市一般趋势回落，除非资金脱实向虚直接流向非银金融部门间接进入股市。

图 6 国内货币信用周期划分



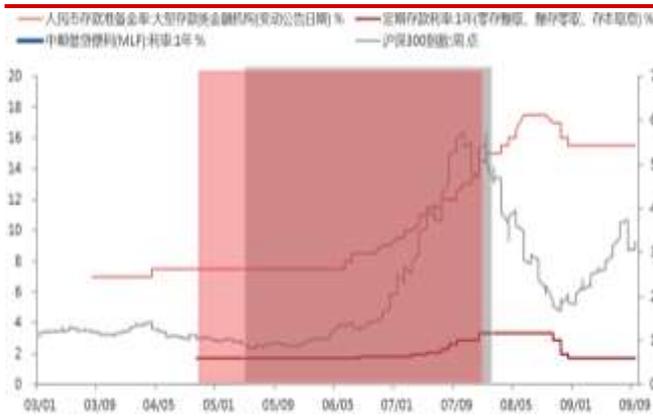
资料来源：Wind；东海期货研究所整理

2.1. 2004-2008 年货币信用周期股市分析

在 2004-2008 年的股市周期中，2004 年 10 月-2006 年 6 月，由于美联储连续 17 次加息，美国经济增速放缓，外需放缓，出口增速放缓，国内经济增速放缓，通胀回落；国内货币政策维持宽松水平；但是由于当时国内信用紧缩，国内股市持续回落。2006 年 6 月-2008 年 1 月，随着美国房地产市场泡沫形成以及美国个人金融过度自由化，美国房地产市场繁荣，经济增长强劲，外需回暖，出口逐步触底回升，经济增速重新上升，国内进入宽货币宽信用阶段。此外，由于国内出口强劲外汇占款持续增加，虽然央行采取提准和加息的方式，但是股市依旧进入新世纪以来的第一轮大牛市。

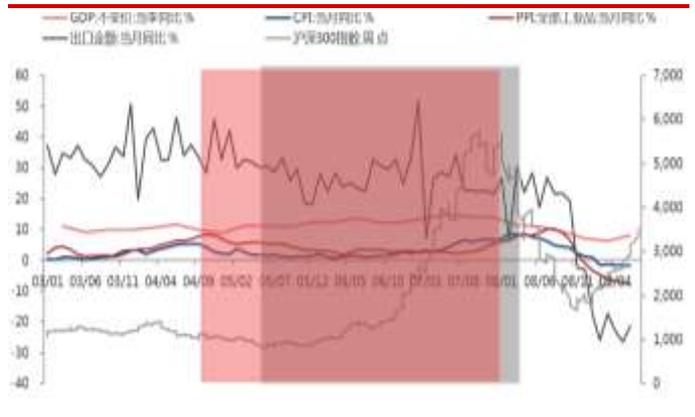
直到 2007 年年底美国次贷危机爆发，2008 年继而爆发金融危机，美国经济陷入衰退，外需急速下降，国内出现罕见贸易逆差，经济增速大幅放缓，信用紧缩带动货币紧缩，股市大跌，上证指数跌近 70%，进入熊市。

图 7 2004-2008 年货币信用与股市关系



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 8 2004-2008 年经济、通胀、出口与股市关系



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

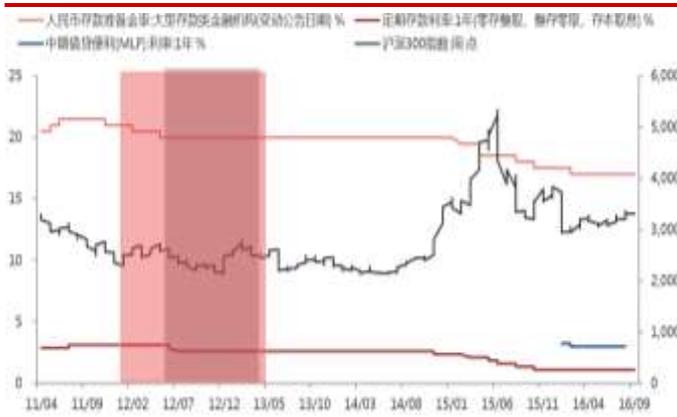
2.2. 2009-2012 年货币信用周期股市分析

在 2009-2012 年的股市周期中，2008 年美国金融危机爆发，美联储快速降息至 0-0.25%，且于 2008 年 11 月启动第一轮量化宽松；中国在 2008 年下半年连续三次降息和降准，国内进入宽货币时期，同时在需求侧启动“四万亿”刺激计划，国内经济在货币宽松以及需求侧大规模刺激的情况下，于 2009 年二季度开始快速复苏；国内出口也由于欧美的经济刺激、外需回升而开始触底回升，国内同步快速进入宽货币和宽信用阶段，国内股市大幅反弹，上证指数在一年内反弹超过 90%。

但是 2010 年，欧债危机爆发，欧洲经济陷入衰退，外需放缓，国内出口受到一定影响，国内经济增速触顶回落。叠加国内大规模刺激导致的大宗商品价格大幅上涨，国内通胀高

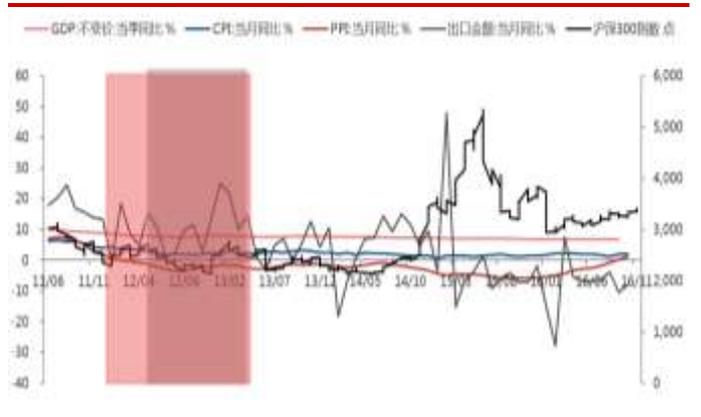
美国经济陷入衰退，国内出口低迷；叠加国内资金脱实向虚流入金融市场，并未流入实体，国内经济增速持续下降，股市大跌，上证指数跌幅接近50%，陷入大熊市。

图 11 2012-2015 年货币信用与股市关系



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 12 2012-2015 年经济、通胀、出口与股市关系



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

2.4. 2015-2018 年货币信用周期股市分析

在 2016-2018 年的股市周期中，欧债危机以及美国页岩油革命影响降低，欧美经济于 2015 年年底开始缓慢复苏，国内供给侧改革进入实质性阶段，效果逐步兑现；棚改货币化加快推进。此外，央行连续降准和降息，且配合基建、地产、汽车消费等内需刺激和信贷政策刺激，国内于 2015 年 4 月进入宽货币时期，2016 年 6 月进入宽信用时期。此时国内经济增长加快，地产繁荣，出口上升，通胀回暖，国内股市进入新一轮结构性牛市。

由于从 2015 年开始房价快速且大幅上涨，2016 年 10 月开始，国内从一线城市开始调控房地产市场，2016 年年底的中央经济工作会议首次提出“房住不炒”，2017-2018 年房地产调控逐步扩大到二三线城市，银行开始收紧信用，2017 年年底国内宽信用结束，进入紧货币紧信用阶段；叠加 2018 年 3 月中美爆发贸易战，美联储加息和缩表加速推进，外需放缓，国内出口快速放缓，经济增长放缓，叠加 2018 年 4 月国内开启金融去杠杆，国内股市再次大跌，进入熊市，2018 年上证指数最大跌幅高达 30%，进入新一轮熊市。

图 13 2016-2018 年货币信用与股市关系

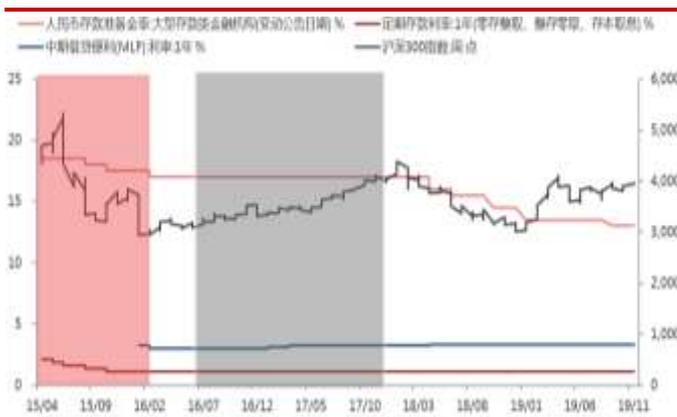
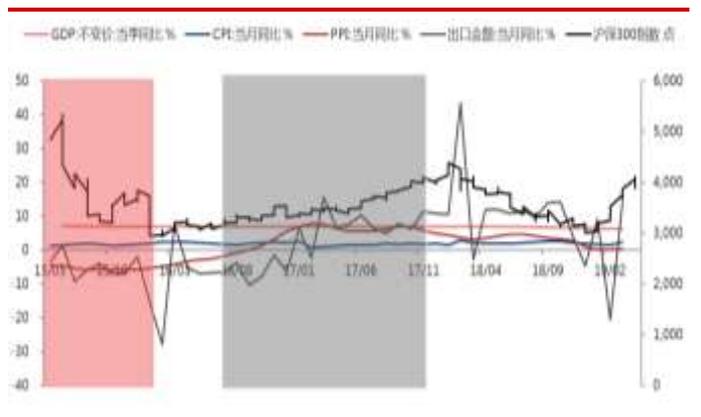


图 14 2016-2018 年经济、通胀、出口与股市关系



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

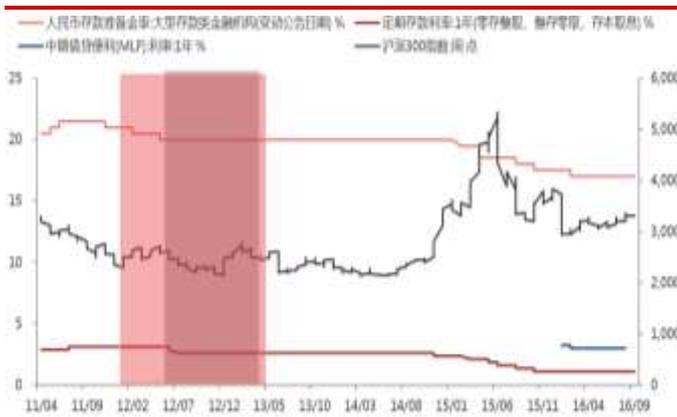
资料来源：Wind；东海期货研究所整理

2.5. 2019-2022 年货币信用周期股市分析

在 2019-2022 年的股市周期中，2018 年 3 月开始为对冲国内经济下行压力以及中美贸易战的外部压力，央行连续 6 次降准、3 次降息，叠加 2019 年开始，国内房地产调控逐步放松和国家鼓励和加大高科技行业投入，国内于 2019 年 2 月进入宽货币紧信用时期；但是由于 2019 年年底国内暴发新冠疫情，宽信用受阻。2020 年 2 月国内疫情影响降低，叠加国内房地产刺激政策加码出台、以及消费和信贷政策刺激，国内率先进入宽信用阶段。另一方面，海外疫情爆发，欧美央行大幅降息且启动无限量化宽松、此外欧美国家实施大规模疫情救助措施，国外经济快速回暖；内外需同步上升，国内出口加快，经济快速回升，国内股市迎来新一轮大牛市。

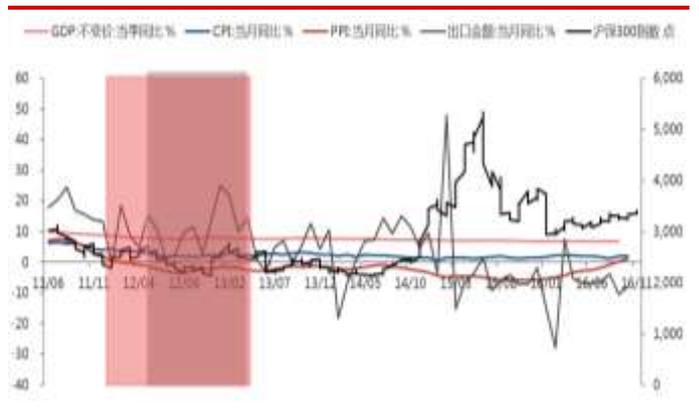
但是，随着本轮房价的快速上涨压力，2020 年 12 月开始，国内开始严控房地产市场，银保监会开始加强对房地产预售资金的监管，2021 年房企“三道红线”政策开始实施，信用进一步收紧；2021 年 6 月将房企商票纳入“三道红线”监控范围，房地产市场迅速降温。另一方面，8 月开始欧美逐步缩减或结束疫情救助资金，海外需求放缓，国内出口增速逐步放缓，经济增速快速放缓；国内也于 2021 年 2 月进入紧货币紧信用阶段，国内股市再次大跌，上证指数跌近 20%。

图 15 2019-2022 年货币信用与股市关系



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 16 2019-2022 年经济、通胀、出口与股市关系



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

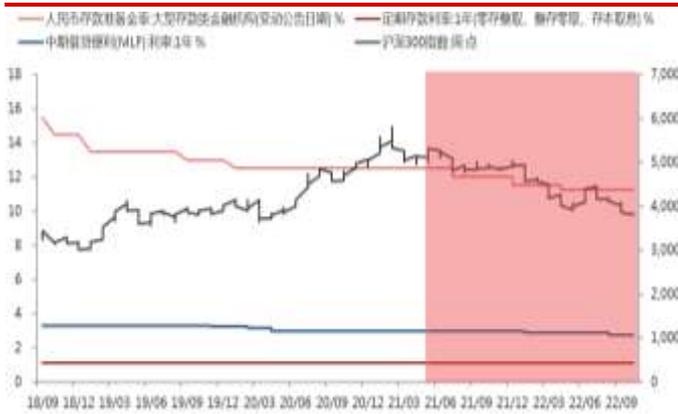
2.6. 现阶段货币信用周期股市分析

由于国内经济快速放缓以及外需回落，2021 年 7 月央行开启了新一轮的货币宽松周期，截至目前为止，央行已经连续降准 3 次，降息两次，国内也于 2021 年 5 月进入新一轮的宽货币阶段。

但是此时，由于欧美产出恢复远远不及需求回升的速度，欧美通胀持续上升，叠加 2022

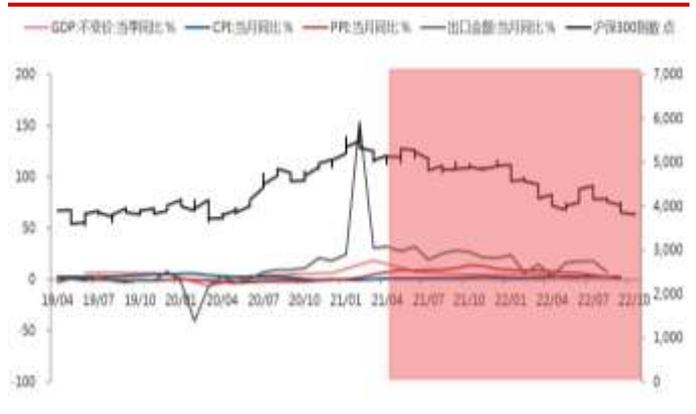
年2月俄乌冲突爆发，进一步加剧了欧美通胀，美联储和欧央行不得不通过大幅快速加息的方式遏制通胀，欧美经济快速放缓，国内出口快速下降。此外，国内3月爆发大规模疫情以及7月爆发房地产断贷风波，内需持续不振，国内宽信用迟迟未能到来，国内股市也持续下跌。但是随着国内5月末的33项稳经济措施的出台以及8月底的稳经济接续政策的出台，国内宽信用初现端倪，国内股市也初现曙光。

图 17 现阶段货币与信用情况



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 18 现阶段经济、通胀与出口情况



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

3.国内货币信用周期与股市关系总结

通过国内股市的历史分析，我们发现，首先，在宽货币初期，国内货币政策宽松，经济还处于衰退阶段，信用处于紧信用期，股市一般在筑底或者处于下跌期。其次，只有国内经济回升，进入复苏期和过热期，货币信用进入宽货币宽信用期进而再步入紧货币宽信用期，股市才底部上行，继而趋势上涨。第三，国内经济进入滞涨期，经济放缓，通胀上行，货币信用进入紧货币紧信用阶段，股市一般触顶回落。

目前海外经济进入滞涨或者衰退期，国内由于经济周期领先于欧美半年左右，经济进入复苏阶段初期，信用周期处于宽货币紧信用阶段末期或者宽货币宽信用初期。因此国内股市走势主跌或者底部震荡；目前国内由于稳经济政策的陆续出台和实施，宽信用已初现端倪，对国内股市也有一定的支撑；后期主要观察国内能否进入实质性宽信用阶段，届时股市才能底部上行，进而进入上涨阶段。

图 19 国内货币信用周期与股市关系

美林时钟	货币与信用	库存周期	国债收益率	股市
衰退	宽货币紧信用	主动去库存	牛陡	主跌
经济底部	--	库存经验底部	--	底部震荡
复苏	宽货币宽信用	被动去库存	熊陡	底部上行
过热	紧货币宽信用	主动补库存	熊平	主升
滞涨	紧货币紧信用	被动补库存	牛平	顶部回落

资料来源：Wind；东海期货研究所整理

分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

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，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址: www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn