

“稳增长”系列专题报告之一： 从稳增长节奏看资产配置逻辑

报告要点

复盘过去四轮稳增长阶段，多以宽货币为开始信号，以地产投资改善为结束信号。当前处在稳增长预期部分兑现的初期。基建增速反弹有助稳定市场信心，但市场后续走势取决于经济周期所处阶段以及海外环境。

摘要：

我们采用“3+1”分析框架，即国内“金融、需求、利润”加上“海外环境”的观测维度，复盘2011年以来四轮稳增长阶段。总结如下：（1）稳增长政策时间多以宽货币为开始信号，以地产投资改善为结束信号。（2）过去四次稳增长时期，债券都录得正收益。当稳增长阶段出现在去库存后期或者PPI低位时，权益录得正收益。商品板块结构差异，还需考虑全球供需和流动性。（3）如果稳增长阶段与美联储政策紧缩时期重叠，则国内货币政策以降准调节流动性为主，降息则会尽量错开。（4）稳增长期间股票和利率的相关性提升。

当前处在稳增长预期部分兑现的初期。1月信贷数据初步显现稳增长效果，但还远未到政策结束的时间。我们预计一季度基建将体现增量效果，地产改善可能要等到二季度。

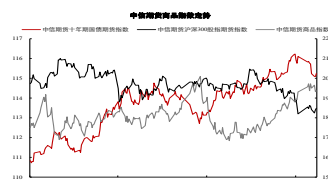
3月公布基建投资数据后会改善市场对逆周期的信心，但市场后续走势体现对中长期经济的预判。目前工业企业利润和PPI都还在高位，按照今年PPI中枢下移和去库存周期的基准判断，至少上半年利润还有向下调整的空间。从这个角度，上半年的反弹高度和持续性不宜高估，更大可能为结构性行情。二季度地产数据改善之前，市场可能处于震荡调整状态，资产配置偏防御。

本轮稳增长阶段可能至少会延续至三季度。3月MLF还有一次调降的可能，赶在美联储加息之前，也有助于带动LPR下行。二季度国内货币政策大概率靠降准来稳增长，降息可能要等到下半年，需观察美联储节奏。需要注意的是，近期货币政策措辞发生细微变化，宽信用效果将初步显现，短期需警惕对债券市场的阶段性冲击。

对于大宗商品而言，稳增长预期已经提前计价，3月即将进入开工旺季，如果实际需求启动不及预期，市场对价格高估的容忍度会下降。当前实际复工进程还有待验证。

最后，今年的内外部环境有些介于2011年和2014年两轮稳增长之间的情况，内部面临利润两极分化和去库存的前期，外部面临流动性收紧的前期。与2011年的区别是，上游去年涨价主要来自供给收缩驱动，与2014年区别是，短期外部加息压力更大且本轮地产调整更加深层，或意味着本轮去库存斜率相对变缓。当前资产配置维持谨慎基调。

风险点：疫情超预期；财政刺激不及预期；信贷环境大幅恶化。



资产配置研究团队

研究员：

张革

021-60812988

从业资格号：F3004355

投资咨询号：Z0010982

姜婧

021-60812990

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

目 录

摘要：	1
一、 历史上“稳增长”阶段大类资产如何表现	3
二、 如何看待本轮稳增长.....	10
免责声明	13

图目录

图 1： 过去几次“稳增长”阶段政策环境和资产收益：债券收获确定性牛市行情，股票和商品涨跌不一	3
图 2： 稳增长“3+1”分析框架	4
图 3： 2011 年 11 月至 2012 年大类资产表现	5
图 4： 2012 年基建发力稳增长，经济处于长期下行期.....	5
图 5： 2011-2012 年货币和信用宽松力度相对较弱.....	5
图 6： 2014 年 4 月至 2016 年 3 月大类资产表现	6
图 7： 商品房销售带动 M1，领先 PPI	7
图 8： 2016 年之后需求显著修复.....	7
图 9： 2018 年 4 月至 2019 年 12 月大类资产表现	8
图 10： 2018 年地产和制造业增长，2019 年基建反弹.....	8
图 11： 2018-2019 年处于去库存阶段.....	8
图 12： 2020 年 1 月至 9 月大类资产表现	9

“稳增长”是当前重要的逻辑主线，市场跟随稳增长节奏寻找结构性机会。

本文将讨论稳增长阶段有哪些观测维度，当前处在“稳增长”阶段的什么位置，以及大类资产可能如何演绎？

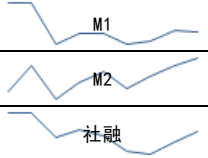
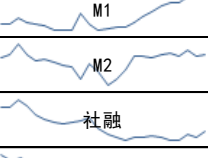
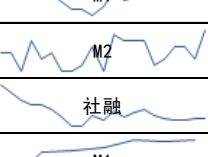
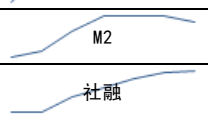
一、历史上“稳增长”阶段大类资产如何表现

逻辑上来说，稳增长预期起于经济弱势，确定于政策定调，止于基本面验证。

我们复盘了2011年以来的四次稳增长时期，以探究稳增长阶段的大类资产规律。

一个好的阶段划分方法是以货币政策宽松时期为观测节点，但不同的经济环境、政策力度和市场状态会让资产走势变得复杂。

图1：过去几次“稳增长”阶段政策环境和资产收益：债券收获确定性牛市行情，股票和商品涨跌不一

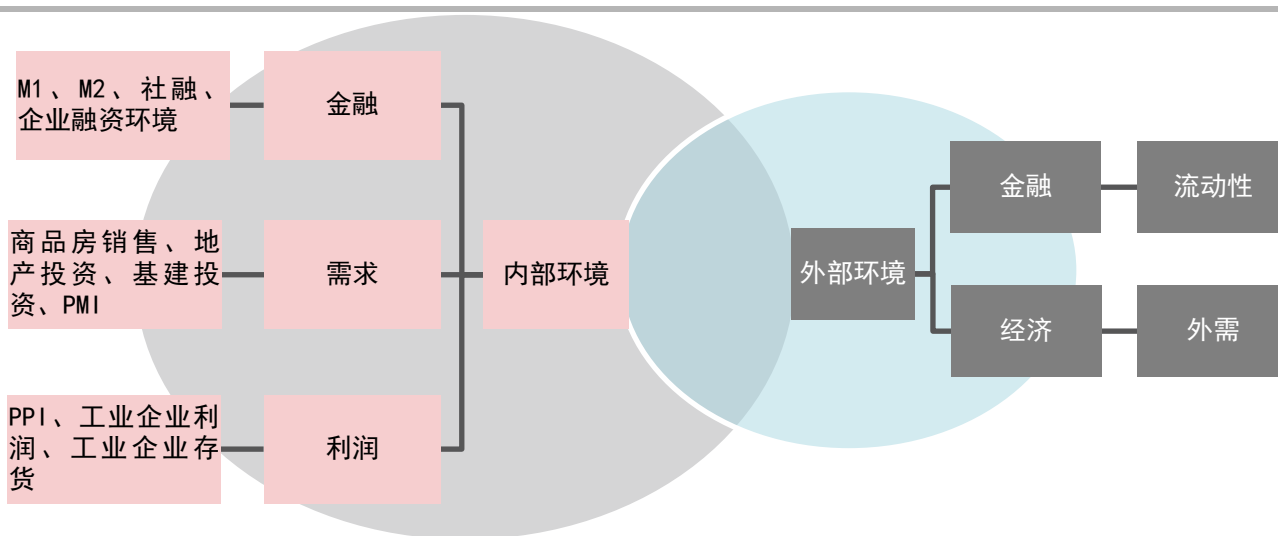
时期	降准降息时间	政策定调	金融环境	股票	债券	商品
第一轮：2011.11-2012.7（持续9个月）	2011年11月至2012年5月：3次降准，累计降幅1.5个百分点。 2012年6月至2012年7月：2次降息，一年期存款基准利率累计下调0.5个百分点；一年期贷款基准利率累计下调0.56个百分点。	2011年12月中央经济工作会议：继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，增强调控的针对性、灵活性、前瞻性，继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系		-14.0%	3.1%	-4.2%
第二轮：2014.4-2016.3（持续23个月）	2014年4月至2016年3月：3次定向降准，4次降准，全面降准累计下调2.5个百分点。 2014年11月至2015年10月：6次降息，一年期存款基准利率累计下调1.5个百分点；一年期贷款基准利率累计下调1.65个百分点。	2014年12月中央经济工作会议：世界经济仍处在国际金融危机后的深度调整期，2015年经济工作任务第一点“努力保持经济稳定增长。关键是保持稳增长和调结构之间平衡”		76.6%	11.0%	-19.8%
第三轮：2018.7-2019.12（持续18个月）	2018年4月至2019年12月：3次定向降准，2次降准。 2019年11月至12月：下调MLF、LPR、SLF利率。	2018年7月中央政治局会议：下半年，要保持经济社会大局稳定，深入推进供给侧结构性改革，打好“三大攻坚战”		14.3%	2.6%	16.9%
第四轮：2020.1-2020.7（持续7个月）	2020年1月至2020年4月：1次降准，2次定向降准，全面降准累计下调0.5个百分点。 2020年2月至2020年7月：多次下调MLF、LPR、逆回购利率、超额存款准备金利率、常备借贷便利利率、再贷款再贴现利率。	2020年2月、3月、4月中央政治局会议：研究新冠疫情防控，分析部署经济工作。加大宏观政策调节和实施力度，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率		19.0%	0.3%	1.1%

资料来源：Wind 中信期货研究部

注：计算收益时，股票选用wind全A，债券选用中债国债总净价指数，商品选用中信期货商品指数。

为了更加系统观察不同时期影响稳增长的驱动因素，我们采用“3+1”分析框架，即国内“金融、需求、利润”加上“海外环境”的观测维度。以货币和信用为代表的“金融”指标是经济景气度的先行指标，需求改善带动利润增长。海外与国内经济金融环境相对独立，又互相影响。

图2：稳增长“3+1”分析框架



资料来源：中信期货研究部

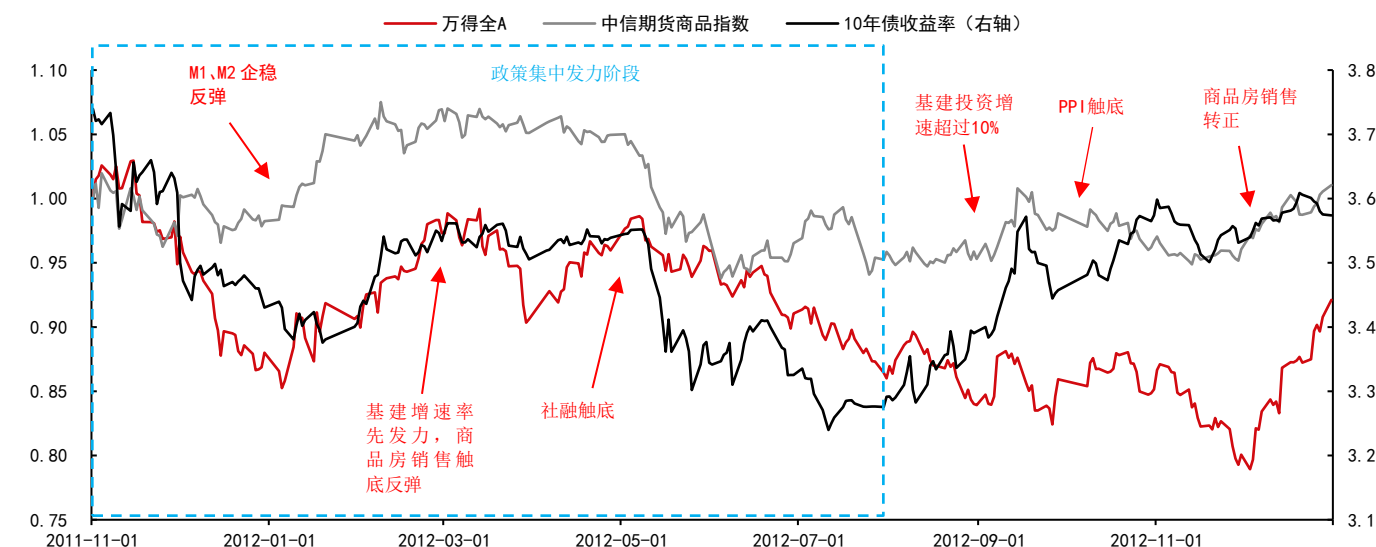
1.1 2011 年至 2012 年：内外需求疲弱，稳增长效果有限

2011 年是国内需求由盛转衰的拐点，同时海外深陷欧债危机，2011 年四季度，政策开始趋于宽松，并把稳增长放到更重要的位置。以 2011 年 9 月第一次降准为时间起点，2012 年初 M1、M2 开始反弹，3 月基建投资率先发力，半年后社融反弹，三个季度后地产投资企稳。

但是，经历了 2009 年大规模刺激政策，国内政策开始变得谨慎，即使 2011 年下半年需求快速转弱，政策力度也相对有限。早在 2012 年初经济就进入通缩状态，且工业企业利润同比负增长，但直到 2012 年 6 月才出现首次降息。而海外美联储还在 QE 阶段，美国经济 2012 年四季度再次走弱，欧洲仍在债务危机。国内面临长期去产能压力，海外经济恢复缓慢，稳增长效果有限。

这一轮稳增长期间大类资产表现为债券>商品>权益。债券利率跟随通胀走势，2011 年下半年利率开始下行，至 2012 年四季度利率跟随通胀反弹。权益在 2012 年上半年出现一波弱反弹，宽货币是启动信号，终点是 5 月 PMI 回落和首次降息验证了经济乏力。商品经历了流动性宽松，国内基建发力，地产企稳的短期提振，但在全球供需错配背景下开始了此后长达五年的熊市。

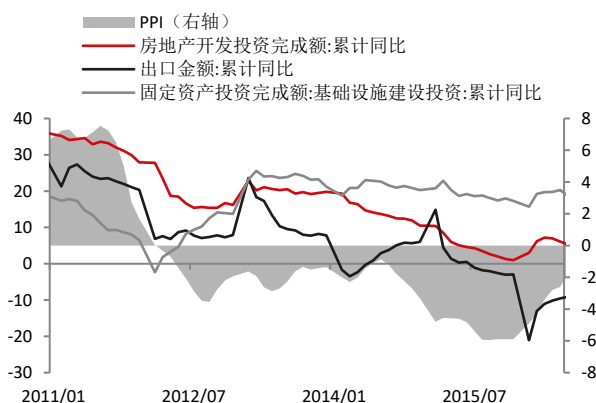
图3： 2011 年 11 月至 2012 年大类资产表现



观测维度	2011/12	2012/01	2012/02	2012/03	2012/05	2012/06	/	2012/09	2012/10	/	2013/05
金融			宽货币 ↑			宽信用 ↑					
需求		PMI 回到 50 上	商品房 销售触 底	基建投 资 ↑	PMI ↓			地产投 资企稳		基建大幅 拉升	
利润	开启去库 周期							触底	PPI、利 润 ↑	弱企稳	
外部	出口 ↑	欧债危 机持续				出口 ↓		美联储 QE3			

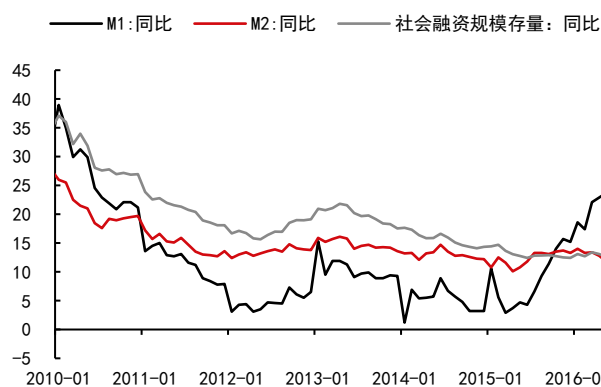
资料来源：Wind 中信期货研究部

图4： 2012 年基建发力稳增长,经济处于长期下行期 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图5： 2011-2012 年货币和信用宽松力度相对较弱 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

1.2 2014 年至 2016 年：流动性和改革制度驱动，金融市场大幅波动

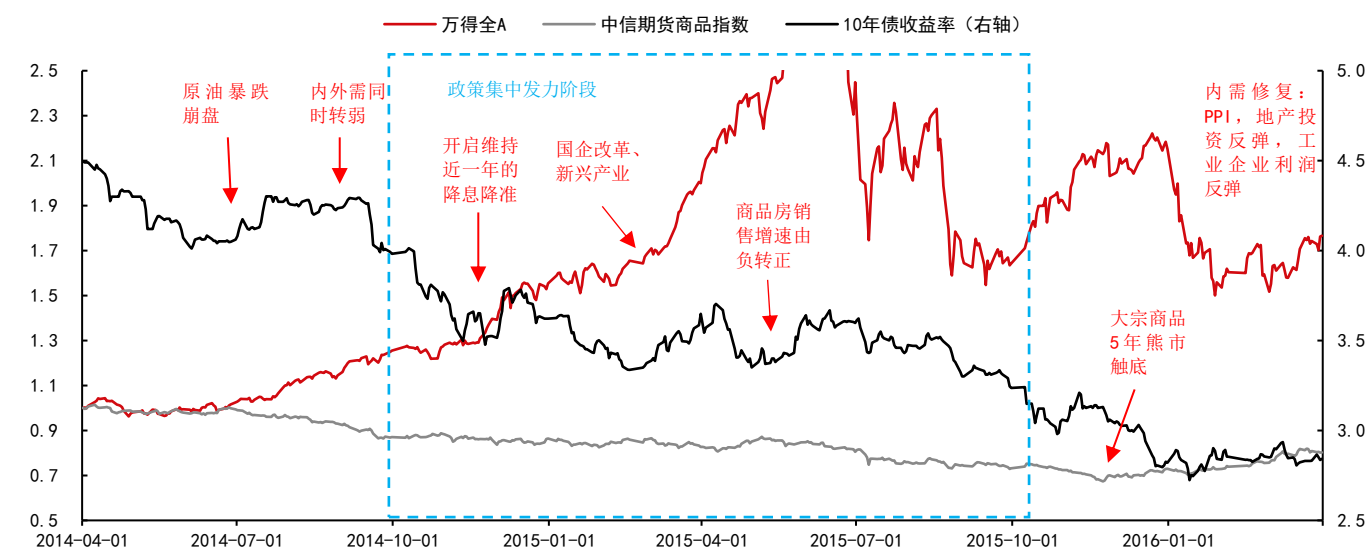
与 2011-2012 年的稳增长相比，2014 年的宏观背景已经发生了变化。一是，国内经济已经连续 3 年下滑，PPI 维持通缩，工业企业利润较弱，预期悲观；二

是，海外逐渐走出危机阴影，预期改善，美联储即将结束 QE，外部流动性收紧的压力增大。

稳增长的迫切性上升，政策开始密集发力。一方面，仅 2014 年 11 月至 2015 年 6 月，货币政策就 4 次降息，3 次降准（包括一次定向），节奏非常频繁。另一方面，地产多项政策放松，刺激购房需求，2015 年商品房销售市场迅速转暖，并带动需求预期改善。2016 年内需修复，开启新一轮库存周期，2017 年外需强劲，经济整体趋势向上。

在这一轮稳增长阶段，短期释放了大量流动性，权益在国企改革、新兴产业等制度红利刺激下进入制度牛和杠杆牛，债券在经济底部受益于流动性宽松。由于 2014 年下半年油价持续暴跌，2015 年投资数据继续回落，商品整体疲弱，但经历了 5 年产能出清，商品已经接近周期拐点。

图6： 2014 年 4 月至 2016 年 3 月大类资产表现

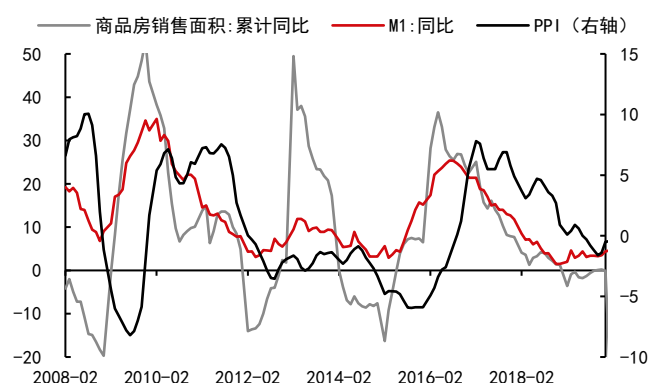


观测维度	-	2014/07	2014/08	2014/10	2014/11	2015/02-03	2015/04	-	2015/07	-	2015/12	-	2016/02
金融	↓			M1 降至 2 年低位	开启密集降息降准		M1、M2 ↑		社融企稳				M2 ↓
需求	↓		PMI ↓ 投资 ↓			地产销售触底，基建小幅 ↑	基建再度 ↓	地产销售 ↑			社融触底，地产投资触底		社融 ↑ 地产投资 ↑
利润	↓			PPI ↓ 开启去库存周期			工业企业利润底部企稳						PPI ↑ 利润 ↑ 库存 ↓
外部	边际收紧	原油崩盘暴跌		美联储退出 QE	外需 ↓						外需 ↑，美联储加息		

资料来源：Wind 中信期货研究部

图7：商品房销售带动 M1，领先 PPI

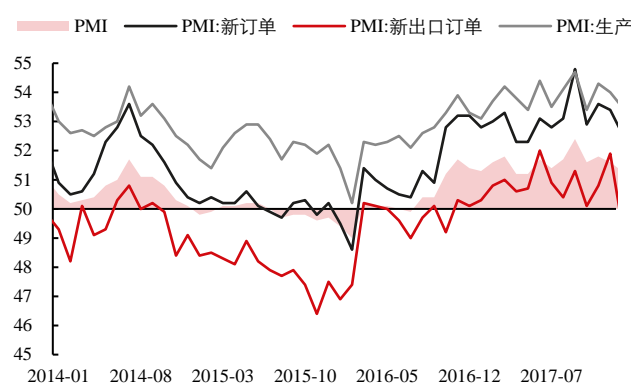
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图8：2016 年之后需求显著修复

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

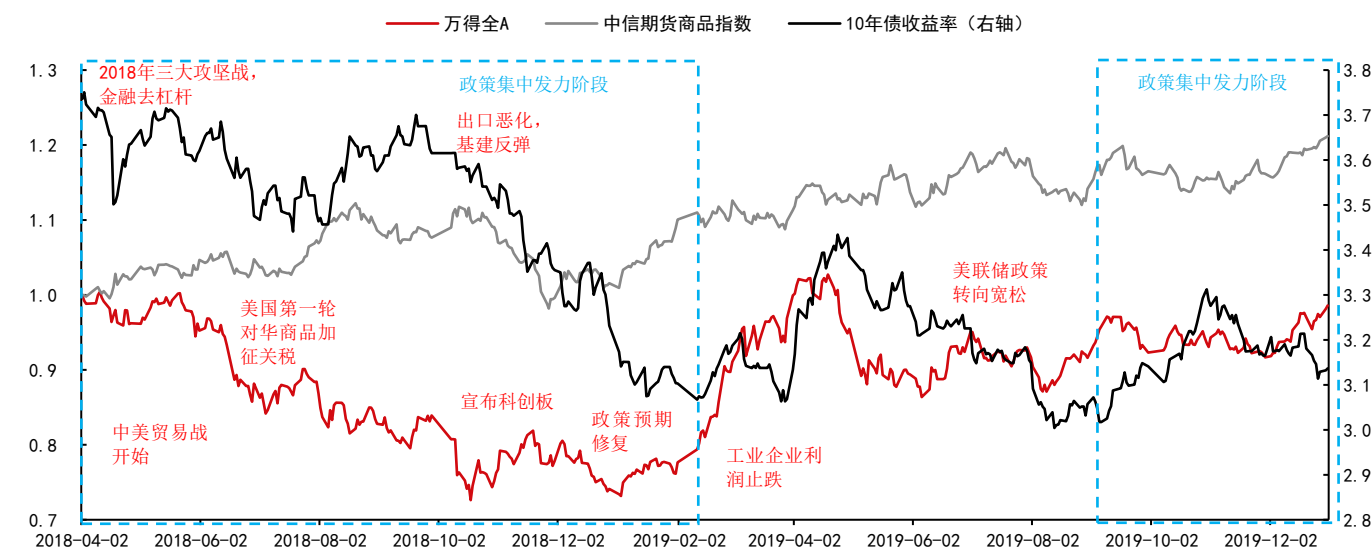
1.3 2018 年至 2019 年：严监管叠加贸易摩擦，“以我为主” 防风险

2017 年经济保持高景气度，2018 年进入政策严监管阶段，“防范化解重大风险”成为三大攻坚战之首，以央行发布资管新规征求意见稿为代表的金融强监管也在稳步推进。同时 2018 年初中美贸易冲突爆发，恐慌情绪蔓延。2018 年下半年出口形势恶化，国内进入去库存周期，PPI 回落带动工业企业例如走弱。

2018 年 7 月底召开的中央政治局会议提出“六个稳”，“保持经济社会大局稳定”的位置在“供给侧结构性改革”前面，意味着国内政策出现调整，限制性政策相对弱化，稳增长预期增强。

2018 年在流动性充裕，基本面恶化，避险情绪的多重逻辑下，债券市场走出牛市行情。权益持续下跌，直至 2018 年四季度基建投资底部反弹，稳增长预期强化，11 月首届中国国际进口博览会稳定中美贸易战情绪，并宣布设立科创板，权益底部企稳。2019 年初，出口订单改善，社融和 M1 反弹说明需求好转，权益出现反弹。商品震荡行情，油价维持涨势直到 2018 年四季度出现拐点。

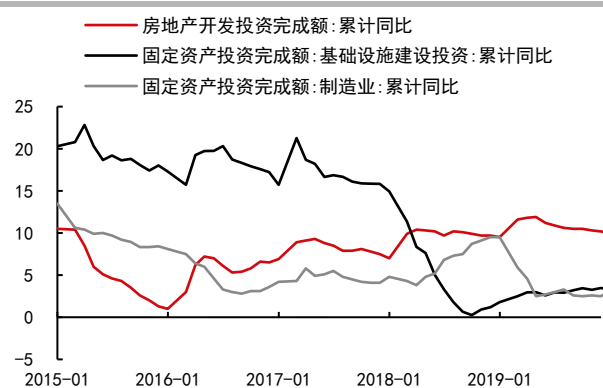
图9： 2018 年 4 月至 2019 年 12 月大类资产表现



观测维度	2018/02	2018/03	2018/07	2018/10	2018/12	2019/01	2019/03	2019/05	2019/06	2019/07-10	2019/11	2020/01
金融	去杠杆			社融触底	底部	社融↑	M1↑			M1、M2 低位，社融↓		
需求	制造业↑			基建触底反弹↑	制造业顶部，地产底部	地产投资↑制造业↓	商品房销售底部		制造业企稳			
利润	↓						工业企业利润止跌	PPI 继续滑落↓			库存周期底部	低位
外部	贸易战开端	密集加息周期	美国第一轮加征关税		美联储3、6、9、12月共4次加息		出口订单触底反弹			美联储政策转折，7月、9月、10月三次降息		

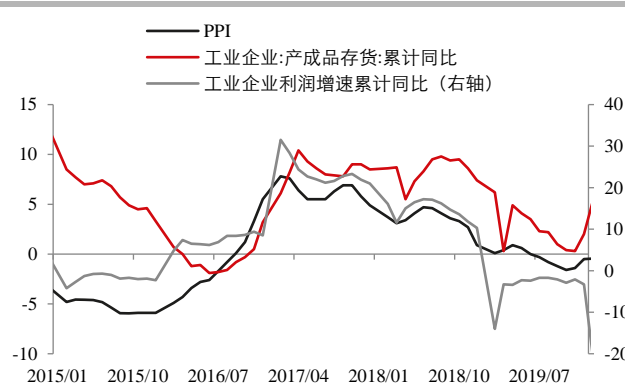
资料来源：Wind 中信期货研究部

图10： 2018 年地产和制造业增长, 2019 年基建反弹 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图11： 2018-2019 年处于去库存阶段 单位：%

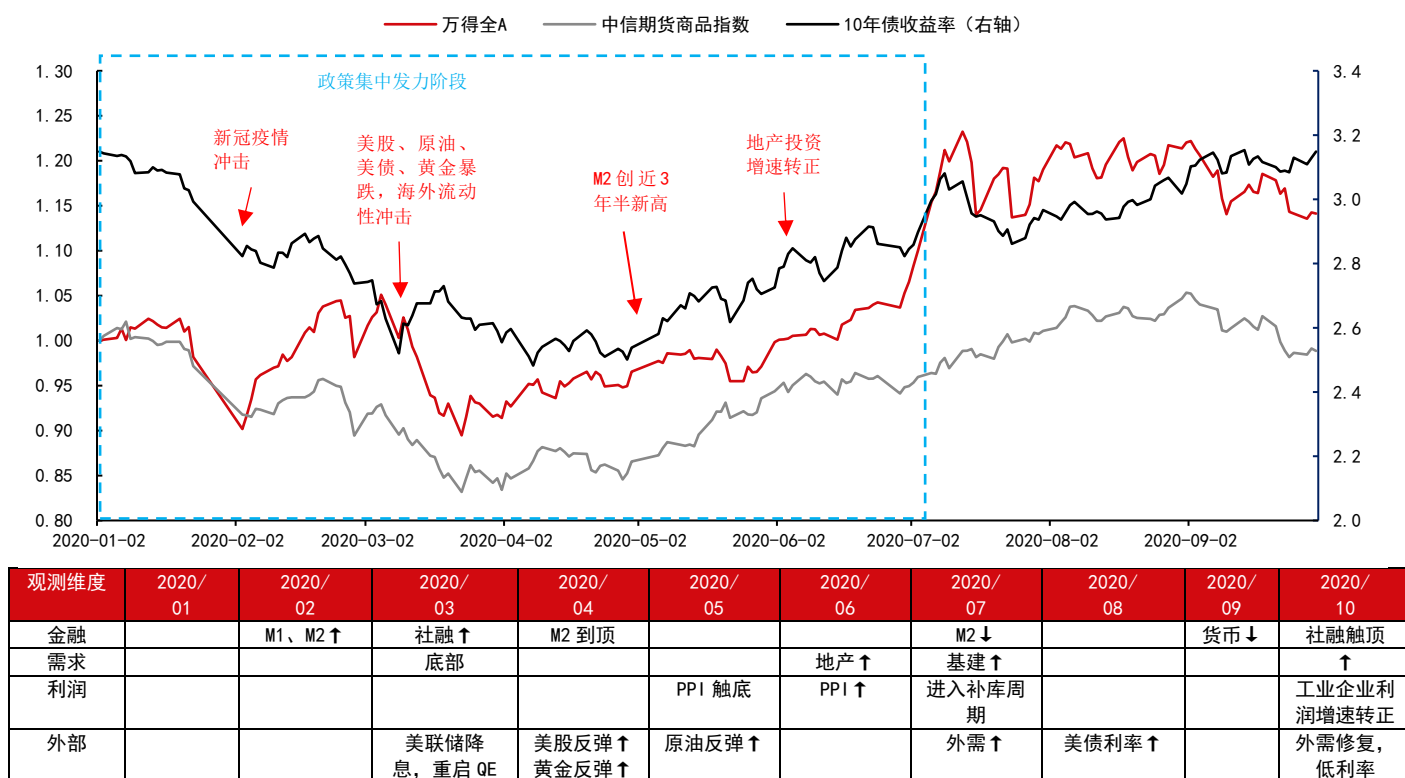


资料来源：Wind 中信期货研究部

1.4 2020 年：疫情冲击下的结构性变化

2020 年年初新冠疫情突发，给经济造成较大冲击，财政货币政策密集出台，大力稳定市场信心。2020 年二季度，市场情绪修复，在基本面整体疲弱但环比改善的背景下，权益在超宽松流动性推升下快速反弹。商品的反弹略晚于权益，油价在 4 月经历历史性“负油价”事件后逐渐回暖。债券在 5 月由涨转跌，压降杠杆和货币政策边际收敛是主要原因。

图12：2020 年 1 月至 9 月大类资产表现



资料来源：Wind 中信期货研究部

总结 2011 年以来四轮稳增长阶段，有以下几个结论：

1. 稳增长政策时间具有延续性，短则 7-9 个月，长则 18-23 个月。
2. 多以宽货币为开始信号，以地产投资改善为结束信号。
3. 基建增速反弹是稳增长预期的初步兑现，有助于情绪阶段性企稳修复，但市场后续走势取决于基本面改善的持续性。
4. 过去四次稳增长阶段，债券都录得正收益。当稳增长阶段出现在去库存后期或者 PPI 低位时，权益录得正收益，例如 2014-2015 年，2018-2019 年，2020 年。当稳增长政策出现在去库初期或者 PPI 高位时，权益反弹效果有限。商品受国内稳增长影响有限，还需考虑全球供需和流动性。

5. **如果稳增长阶段与美联储政策紧缩时期重叠，则国内货币政策以降准调节流动性为主，降息则会尽量错开。**例如 2015 年底美联储开始加息，国内主要降准降息政策集中在上半年。例如 2018 年美联储强加息时期，国内以多次降准为调节手段，首次 MLF 政策利率调降出现在 2019 年美联储政策转向之后。
6. **稳增长期间，股票和利率的相关性会提升。**wind 全 A 指数与中债国债总净价指数的相关性，在这四轮稳增长时期平均值为-0.2，2020 年为-0.4，而在 2011 年以来的非稳增长时期，股债相关性只有-0.04。

二、如何看待本轮稳增长？

2.1 当前处在稳增长预期部分兑现的初期

去年下半年至今的两次降准，一次降息（MLF），以及年底中央经济工作会议强调“稳定宏观经济，政策发力适当前置”，本轮稳增长宽货币和政策信号已经明确，有待兑现的是宽信用的时间和强度。

第一个维度是金融先行信号的强度，1 月信贷数据初步显现稳增长效果，社融规模超 6 万亿元创近年新高且中长期贷款显著增长，尤其地方政府专项债发行超 6000 亿元，是去年同期的 2.5 倍。但是，M1 增速反弹远慢于 M2，居民贷款增量相对有限，暗示房地产融资仍然偏紧。**还远未到稳增长政策结束的时间。**

第二个维度是实体数据改善幅度和节奏，稳增长政策聚焦投资、消费、科技领域，其中固定资产投资是稳增长的重要抓手。**我们预计一季度基建将体现增量效果，地产改善可能要等到二季度。**

基建是逆周期的首要抓手，当前在资金端、项目端、企业订单端都有明显改善。项目储备不足是过去两年掣肘基建投资的重要原因，该情况已有好转。去年四季度发改委项目审批金额明显增长，今年多个省份公布 2022 年重大项目投资清单，公布时间均集中在 1-2 月份，相比往年提前了一到两个月。预计今年上半年基建增速将大幅提高，积极发挥托底作用，下半年增速逐渐回落。预计全年基建增速为 4.9%-6.4%，中性条件下为 5.7%，相较于 2021 年将有明显提升。

地产方面，是当前最大的融资主体，其投资数据是否改善也是过去几轮稳增长阶段结尾的重要信号。目前看，政策环境虽在好转但还没有形成合力，地产景气度无论是 1、2 月的高频销售数据，还是 12 月的土地拍卖和开工投资数据，都

还在下滑轨道。地产投资预期来自资金压力是否缓解，今年上半年尤其一季度仍是地产信用债到期高峰，而占到地产资金来源 40%以上的销售款暂未见到起色。因此，我们预计销售需求端政策还会进一步放松。今年初以来已有部分城市下调房贷利率和首付比例，就是需求端政策松动的信号。按照利率下降一般领先地产销售回升 3-6 个月左右看，销售改善可能会在二季度显现。不过，今年地产将会出现一个稳增长预期下的阶段性恢复，长期来看“房住不炒”以及商品房长期需求见顶确实是一个长期约束。

2.2 本轮稳增长大类资产可能情形？

前面从金融和需求两个维度判断了当下处在稳增长预期部分兑现的初期，这个阶段大类资产的走势还需结合另外两个维度判断，即利润和外部环境。

结合过去四轮稳增长阶段复盘结论，我们认为当前大类资产的可能情形：

1. 3 月公布基建投资数据后会改善市场对逆周期的信心，但整体提振时间和幅度可能相对有限。短期稳增长初步见效后，市场后续走势体现对中长期经济的预判。目前工业企业利润和 PPI 都还在高位，按照今年 PPI 中枢下移的基准判断，至少今年上半年利润还有向下调整的空间。从这个角度，**上半年的反弹高度和持续性不宜高估，更大可能为结构性行情。**

2. **二季度地产数据改善之前，市场可能处于震荡调整状态**，（1）资金进入基建等政策“确定性”方向，（2）或者进入前期调整幅度较大的“低估值”板块，（3）或者布局下半年有基本面反转预期的板块。

3. **本轮稳增长阶段可能至少会延续至三季度**。首先，以二季度地产销售改善为基准，投资企稳一般晚于销售数据。其次，商品房销售领先 M1 大约 1-2 个月时间，M1 领先 PPI 大约 3-9 个月时间，PPI 可能会在三季度到达底部。

4. 考虑外部环境，国内货币政策灵活调整的窗口期有限，**3 月 MLF 还有一次调降的可能**，赶在美联储加息之前，也有助于带动 LPR 下行。由于美国当前通胀压力较高，二季度美联储政策发力幅度可能较大。参照历史经验，**二季度货币政策以降准为稳增长手段的可能性更高，降息可能要等到下半年，需观察美联储节奏。**

5. 需要注意的是，2 月 11 日央行公布的《四季度货币政策执行报告》强调了对内要“加大跨周期调节力度”，“注重充分发力、精准发力、靠前发力”，同时也提到“不搞‘大水漫灌’”。对海外经济风险进一步强调了“发达经济体宏观

政策调整可能伴生的经济金融风险”。并指出全球高通胀持续时长尚存争议，需防止通胀预期脱锚风险。“以我为主”相对弱化。货币政策措辞发生细微变化，宽信用效果将初步显现，短期需警惕对债券市场的阶段性冲击。

6. 对于大宗商品而言，去年底以来商品价格持续计价“稳增长”预期，叠加海外能源涨价支撑，当前大宗商品价格整体处于高位。3月即将进入开工旺季，如果实际需求启动不及预期，市场对价格高估的容忍度会下降，需警惕阶段性回调风险。当前实际复工进程还有待验证。

7. 最后，今年的内外部环境有些介于2011年和2014年两轮稳增长之间的情况，内部面临利润两极分化和去库存的前期，外部面临流动性收紧的前期。与2011年的区别是，上游去年涨价主要来自供给收缩驱动，与2014年区别是，短期外部加息压力更大且本轮地产调整更加深层，或意味着本轮去库存斜率相对变缓。当前资产配置维持谨慎基调。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826