

# 复盘五轮稳增长背景下商品市场表现

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

## 报告要点

稳增长政策对于资产市场举足轻重，对于商品市场更有推动作用。当前我国正处于新一轮稳增长周期中，本文意在复盘近5轮稳增长政策方向和力度，以观测该背景下商品表现，并对本轮稳增长周期下商品市场作出展望。



## 摘要：

### 一、5轮稳增长分析与商品复盘

**第一轮：**次贷危机爆发，外需的大幅滑落，“四万亿”使大量资金涌入地产、基建、制造业投资，宽货币紧信用的组合也引发了商品需求的高增，带来了商品价格指数上行。

**第二轮：**2011年，“四万亿”投资逐渐退坡，同时欧债危机使海外需求迅速下滑。大宗商品市场在本轮稳增长的总体表现弱于第一轮，或源于两轮稳增长间隔时间较短。

**第三轮：**本次稳增长开启前，内需压力大于外需。从大类资产的角度来看，本轮稳增长下却出现了股、商、债走势发生背离。实体需求依旧偏弱或是导致建筑板块在相应政策发力下领涨的原因。

**第四轮：**美国不断对中国出口商品加征关税，使国内第四轮稳增长开启。从轮开始，政策力度从“大开大合”转向定向帮扶，工具箱开始扩容。供给侧改革之后上游制造业的利润水平由拖累项转为拉动项，反映整体大宗商品制造业产业结构发生实质性优化。

**第五轮：**新冠疫情爆发，冲击全球市场。主要力度集中在特别国债及专项债。本次基建端倾向于医疗卫生，市政园区等方面，一定程度上挤压了传统基建项目资金投向。

### 二、本轮稳增长，回顾与展望

货币政策相较年初较为积极，财政政策目前主要集中在专项债及近期出台的万亿国债。此外地方债务化解也是本轮稳增长的一大重要政策方向。展望四季度，随着汇率的稳定，商品走势与其他大类资产重新趋同，但流动性宽松预期与汇率风险的矛盾可能使得商品溢价短期仍具备一定持续性。

## 宏观与商品策略研究团队

研究员：  
张文  
从业资格号 F3077272  
投资咨询号 Z0018864

屈涛  
从业资格号 F3048194  
投资咨询号 Z0015547

刘道钰  
从业资格号 F3061482  
投资咨询号 Z0016422

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

# 每日 免费 获取 报告



扫一扫二维码 关注公众号 回复：“**研究报告**” 加入“起点财经”微信群

- ✓ 每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- ✓ 每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- ✓ 行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

## 目 录

摘要:	1
一、 5 轮稳增长分析与商品复盘	5
(一) 第一轮稳增长: 2008-2009 年	5
1) 背景	5
2) 稳增长政策梳理	5
3) 总结与商品表现	7
(二) 第二轮稳增长: 2011 年-2012 年	8
1) 背景	8
2) 稳增长政策梳理	9
3) 总结与商品表现	10
(三) 第三轮稳增长: 2014 年-2015 年	12
1) 背景	12
2) 稳增长政策梳理	13
3) 总结与商品表现	14
(四) 第四轮稳增长: 2018 年-2019 年	15
1) 背景	15
2) 稳增长政策梳理	17
3) 总结与商品表现	18
(五) 第五轮稳增长: 2020 年-2021 年	19
1) 背景	19
2) 稳增长政策梳理	20
3) 总结与商品复盘	21
二、 复盘总结	22
三、 本轮稳增长, 回顾与展望	22
1) 背景	22
2) 稳增长政策梳理	23
3) 总结与商品复盘	24

## 图表目录

图表 1: 第一轮稳增长相关政策梳理	5
图表 2: 加入 WTO 后, 国内经济处于过热阶段	6
图表 3: GDP 增长贡献率: 货物和服务净出口	6
图表 4: “四万亿”资金投向	6
图表 5: 各部门杠杆率	7
图表 6: 城投债发行规模	7
图表 7: 汽车、家电需求爆发	7
图表 8: 需求刺激上游大宗商品产能快速扩张	7
图表 9: 南华综合指数	8
图表 10: 过剩产能难以在短时间内依靠市场机制修复	8
图表 11: 21 年下半年国内经济迅速下滑	8
图表 12: 欧债危机拖累国内出口	8
图表 13: 固定资产投资累计同比-按大类	9
图表 14: 工业企业利润-按企业类型	9
图表 15: 第二轮稳增长相关政策梳理	9
图表 16: 铁路带动基建投资	10
图表 17: 2012 年铁路投资持续发力	10
图表 18: 城投债发行规模	10
图表 19: 中央、地方政府杠杆率	10
图表 20: 铝期价与螺纹钢期价	11
图表 21: 玻璃期价与螺纹钢期价	11
图表 22: 开工、施工、竣工面积累计同比	11
图表 23: 基建投资再次大规模增长	11
图表 24: 朱格拉周期-按景气指数划分	12
图表 25: 朱格拉周期-按设备生命周期划分	12
图表 26: 出口金额与累计同比	12
图表 27: 国内经济位于下行周期	12
图表 28: 地产销售面积显著下滑	13
图表 29: 2014 年地产库存位于高位	13
图表 30: 第三轮稳增长相关政策梳理	13
图表 31: 2014 年交运投资有所增长	14
图表 32: 2014 年起 PSL 新增资金成规模增长	14
图表 33: 2014 年城投发行规模再次增加	14
图表 34: 2014 年 12 月地方政府杠杆率达到 23.9%	14
图表 35: 2015 年股商市场完全背离	15
图表 36: 2015 年利率、商品指数同步下行	15
图表 37: 地产实物工作量表现疲软	15
图表 38: 汽车产销有所下滑	15
图表 39: 2018 年我国对美出口出现明显下滑	16
图表 40: 2018 年出口累计同比下降	16
图表 41: 新房价格与成交	16
图表 42: 2018 年基建投资下滑明显	16
图表 43: 第四轮稳增长相关政策梳理	17
图表 44: 基建投资再次受交运部分拉动	17

图表 45: 2018 年专项债发行节奏 .....	17
图表 46: 南华综合指数 .....	18
图表 47: 有色表现强于黑色 .....	18
图表 48: 2018 年新开工面积表现较好 .....	18
图表 49: 2018 年汽车产销有所下滑 .....	18
图表 50: 上游制造业投资额累计同比 .....	19
图表 51: 工业企业利润累计同比-按上下游 .....	19
图表 52: GDP 增速受疫情冲击迅速下滑 .....	19
图表 53: 全球疫情爆发拖累外需 .....	19
图表 54: 第四轮稳增长相关政策梳理 .....	20
图表 55: 赤字率目标 .....	20
图表 56: 2020 年地方政府专项债发行节奏 .....	20
图表 57: 南华综合指数 .....	21
图表 58: 地产实物工作量相对低迷 .....	21
图表 59: 基建投资-按大类 .....	21
图表 60: 南华螺纹钢、沪铜指数 .....	21
图表 61: 新增社会融资规模当月值 .....	23
图表 62: 社会融资规模存量同比增速 .....	23
图表 63: 企业利润仍处低位 .....	23
图表 64: 年初库存短暂上行后仍持续下滑 .....	23
图表 65: 政府预期目标: 赤字率 .....	24
图表 66: 特殊再融资债公告发行规模破万亿 .....	24
图表 67: 大类资产 6 月起出现背离 .....	25
图表 68: 6 月初至 10 月底黑色各品种涨跌幅 .....	25

## 一、5 轮稳增长分析与商品复盘

稳增长政策对于资产市场举足轻重，对于商品市场更有明显推动作用。当前我国正处于新一轮稳增长周期中，本文意在复盘近 5 轮稳增长政策方向和力度，以观测该背景下商品表现。

### （一）第一轮稳增长：2008-2009 年

#### 1) 背景

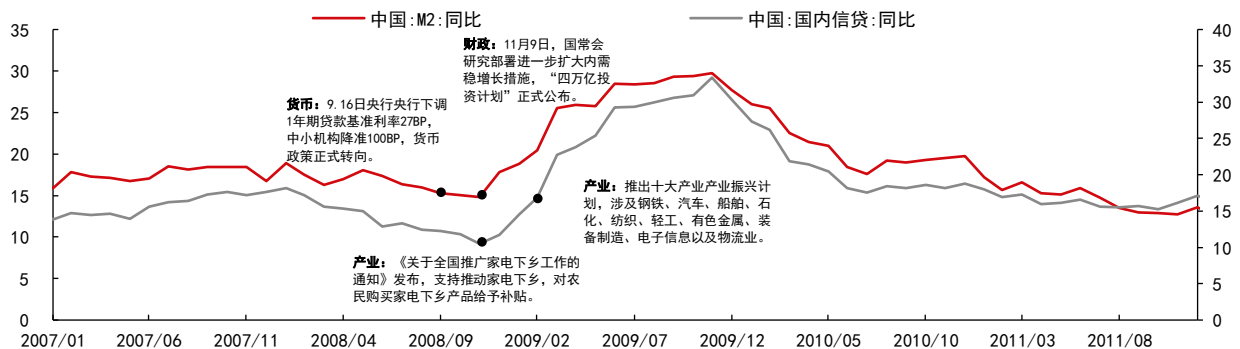
2008 年，次贷危机爆发，全球出现系统性风险。外需的大幅滑落使得国内政策迅速转向。随着“四万亿刺激”的提出，大量资金涌入地产、基建、制造业投资，带动整体周期上行。

外需走弱对于当时国内经济的打击较大，使得稳增长干预力度加码。在金融危机发生前，我国经济运行仍处于加入 WTO 所带来的经济过热期，通胀与经济增长均爆发式增长。2007 年 9 月，我国 GDP 当季同比高达 15%，与此同时每月 CPI 同比几乎均处于 5% 以上，最高达到 8.5%，这也使得危机前，我国货币政策持续紧缩。2007 年央行连续 6 次加息，9 次上调存款准备金率。而与之俱来的是我国经济对于外需的依赖度上升，导致国内经济对于海外宏观变化高度敏感，因此 08 年外需的急剧下滑对于国内经济影响较大。从商品维度来看，金融危机之下流动性骤然收紧，大量投机资金撤离全球期货市场，国内商品市场亦受到较大冲击。国内第一轮稳增长也在这一背景下开启。

#### 2) 稳增长政策梳理

我们将稳增长政策拆分成货币、财政、产业政策三个部分。

图表1：第一轮稳增长相关政策梳理

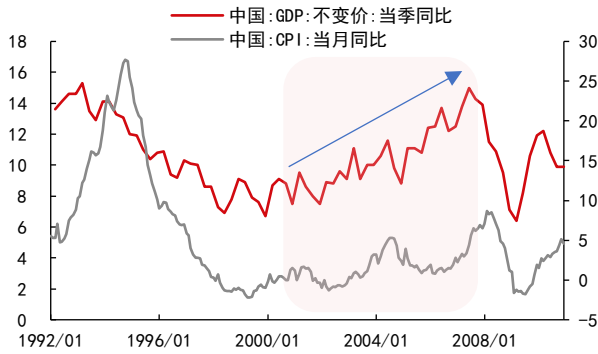


资料来源：Wind、中信期货研究所

货币政策方面，08 年四季度政策掉头，流动性得以充分释放。08 年四季度起央行连续 5 次降息，4 次降准。同时，央行在 11 月初开始停止了自年初开始对

商业银行进行的按季度调控信贷规模。货币政策的转向在 2008 年 11 月起开始见效，M2 与信贷同比增速均触底回升，代表资金活力的 M1-M2 剪刀差亦从 90 年 1 月开始回升。同时宽松的货币政策也带动了 PPI 大幅上升。

图表2：加入 WTO 后，国内经济处于过热阶段



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表3：GDP 增长贡献率: 货物和服务净出口

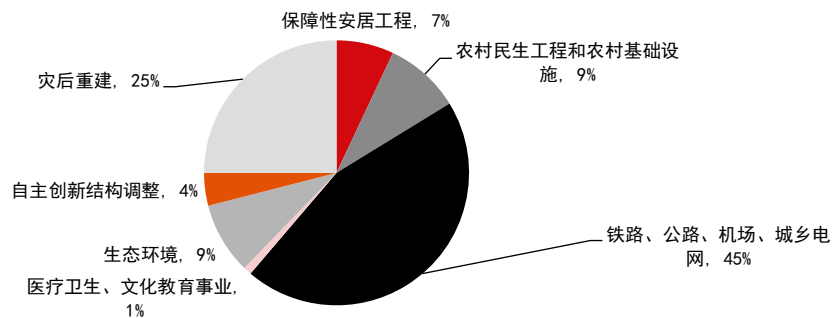


资料来源：Wind、中信期货研究所

财政政策方面，2008 年 11 月 9 日，“四万亿投资计划”正式公布，**财政刺激以集中扩大投资规模的方式拉动内需。融资需求的爆发式增长带动国内商品需求激增，大幅拉动整体大宗商品的价格。**根据发改委的披露，从四万亿投资计划的投向来看，投入铁路、公路、机场、城乡电网的资金最多，约 1.8 万亿元，占比 45%。其次是汶川地震灾后重建，约 1 万亿元，占比 25%。该轮稳增长力度极高，财政政策效果主要体现在公布后两年，即 2009、2010 年。

产业政策方面，政策同步推进家电、汽车下乡等政策，对农民购买家电下乡产品给予补贴，以扩大内需。09 年 1 月份，十大产业振兴规划出台，涉及钢铁、汽车、船舶、石化、纺织、轻工、有色金属、装备制造、电子信息以及物流业这十个行业，使得国内黑色、有色、化工等商品需求受到较大提振。

图表4：“四万亿”资金投向

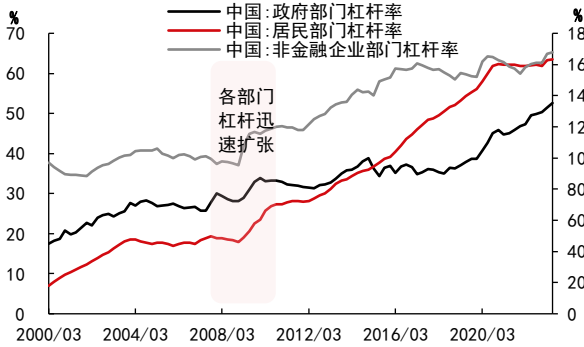


资料来源：Wind、发改委、中信期货研究所

从债券发行来看，政策转向稳增长后，城投债发行规模大幅增长，2009 年发行规模约为 1443 亿元，较 08 年翻三倍。从杠杆率来看，稳增长期间各部门资产负债表出现明显扩张，其中非金融企业部分扩张最快，或与城投债纳入非企业金融债务相关。从居民部门来看，随着房价的大幅上升，居民购房意愿也大幅增加，

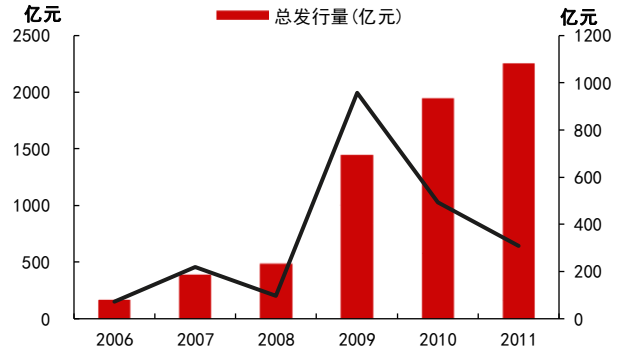
带动居民部门贷款意愿较为火热。

图表5：各部门杠杆率



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表6：城投债发行规模

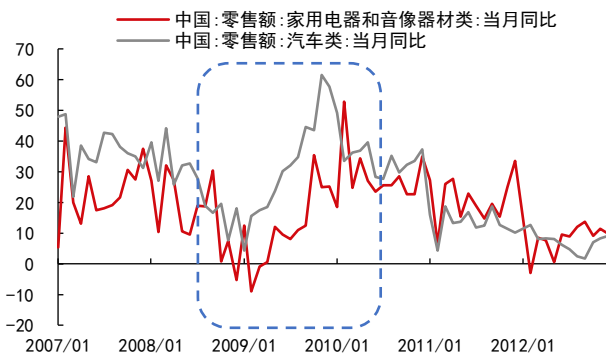


资料来源：Wind、中信期货研究所

### 3) 总结与商品表现

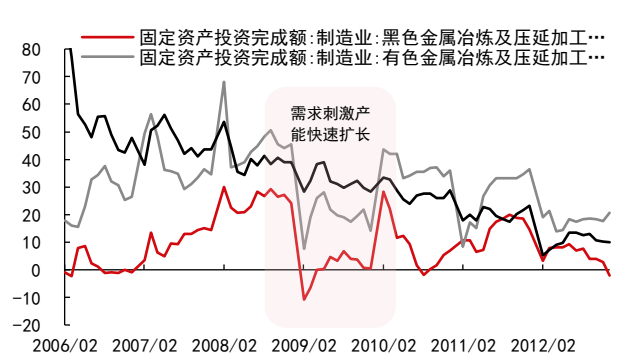
**稳增长下，宽货币紧信用的组合也引发了商品需求的高增，带来了商品价格指数整体上行。**从宏观数据来看，一系列稳增长政策确实使得受益行业在短期内实现大幅上升。地产、基建、制造业投资均出现明显增长。基建作为地产逆周期的调控工具，在第一轮稳增长中发挥了巨大的作用。从需求端来看，2009年，基建投资增长42.2%，为数据披露以来（2004年）最高水平。同时，伴随着家电下乡，汽车下乡，主流耐用品产销亦均出现大规模增长。从社零数据来看，汽车零售额单月同比最高达到61.5%，家电零售额单月同比最高达到52.8%。从生产端来看，资金的流入也激发了整体商品产能的快速扩张。黑色、有色冶炼端投资额快速上升，落地的粗钢、铜材、铝材产量也高速上升。

图表7：汽车、家电需求爆发



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表8：需求刺激上游大宗商品产能快速扩张



资料来源：Wind、中信期货研究所

**然而，较为激进的货币与财政政策也一定程度上透支了未来的部分需求以及带来了短时间内大规模产能扩张，致使上游大宗商品生产在未来的很长一段时间内都维持相对供需过剩的局面。**过宽的供需格局也难以短时间内依靠市场自身调节回归正常，使得商品价格中枢从2011年开始不断下移，直到2016年供给侧改革时政策大规模干涉产能出清才使得整体国内商品供需格局得以改善。

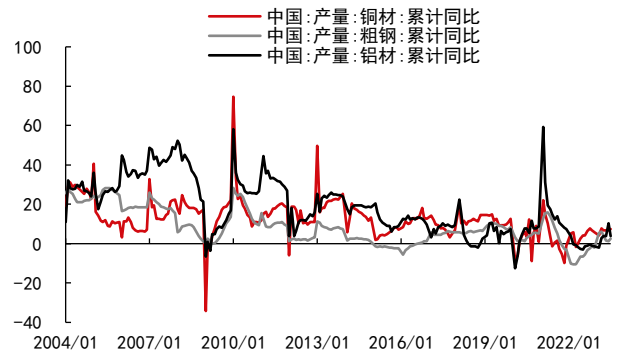


图表9：南华综合指数



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表10：过剩产能难以在短时间内依靠市场机制修复



资料来源：Wind、中信期货研究所

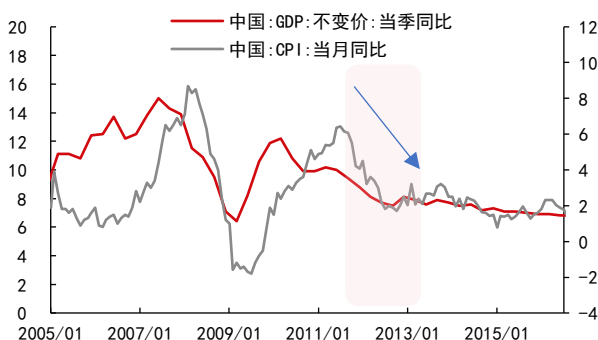
## （二）第二轮稳增长：2011年-2012年

### 1) 背景

2011年，“四万亿”投资带来的需求拉动逐渐退坡，国内经济增长开始逐渐放缓。同时欧债危机到来，海外需求迅速下滑。从外需来看，欧债危机风险始于08年金融危机后，2010年希腊债务危机爆发，随后蔓延至意大利、葡萄牙、西班牙和爱尔兰五国。随着欧央行2011年4月和7月两次加息，危机进一步恶化，欧洲经济基本面受到重创，并传导至全球。受此影响，国内外生需求也受到一定打击。从数据上观察，国内出口累计同比在危机期间快速下滑，2012年1月同比再次降至负值。

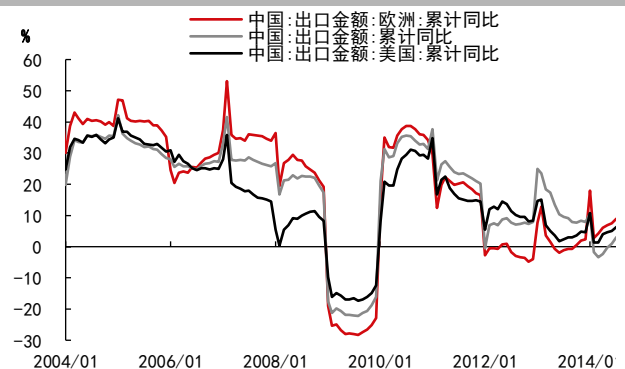
从内需来看，“四万亿”政策带来的需求透支以及产能过剩的问题在2011年下半年开始显现。由于高基数以及四万亿资金的耗尽，经济下行压力再次加大。从工业企业的利润分配也可以看出，国企作为四万亿投资的主要受益体，其利润在2010年底开始由拉动转为拖累，侧面显示财政刺激的退坡。内外需的疲弱使得经济体迅速下滑，随后国内第二轮稳增长政策应声而起。

图表11：21年下半年国内经济迅速下滑



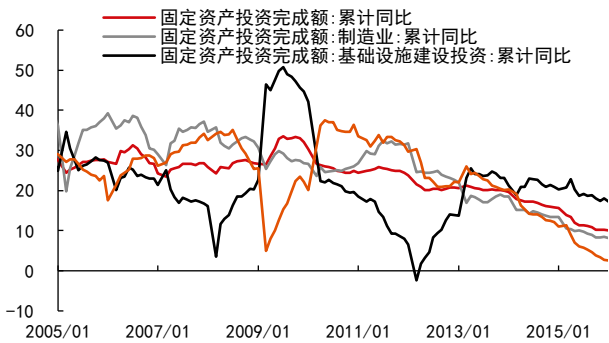
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表12：欧债危机拖累国内出口



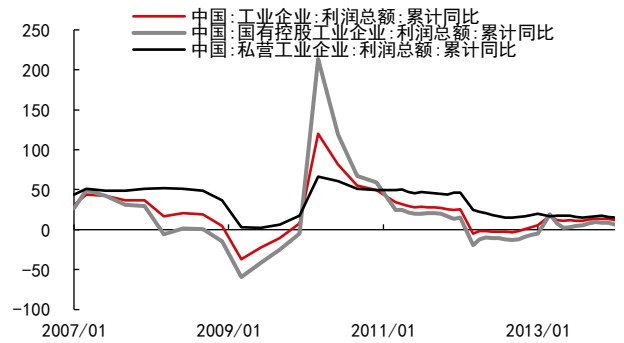
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表13：固定资产投资累计同比-按大类



资料来源：Wind，中信期货研究所

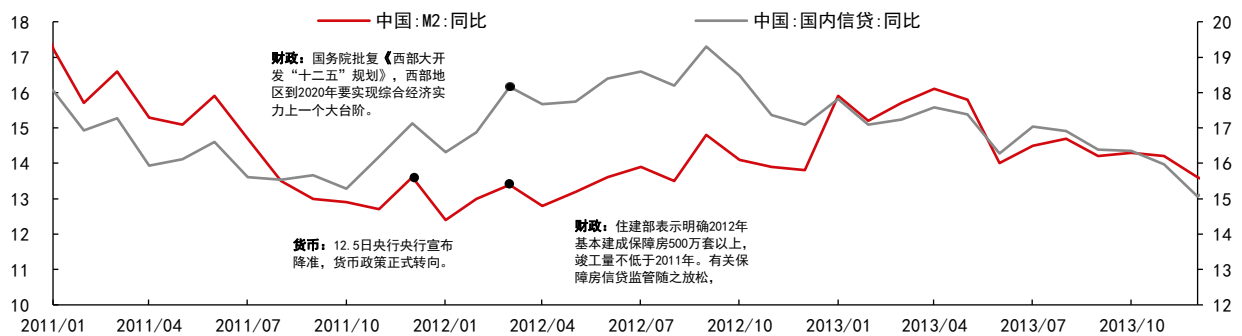
图表14：工业企业利润-按企业类型



资料来源：Wind，中信期货研究所

## 2) 稳增长政策梳理

图表15：第二轮稳增长相关政策梳理

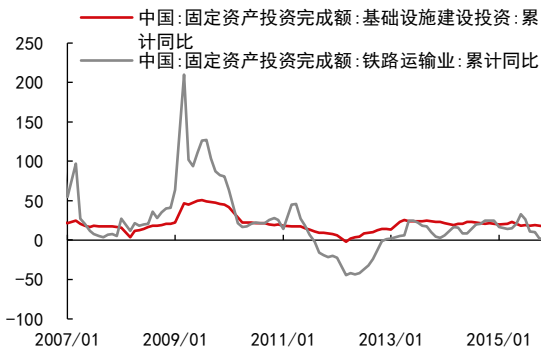


资料来源：Wind、中信期货研究所

**货币政策方面**，为了对抗欧美流动性放松带来的输入性通胀，央行在 2010 年-2011 年期间曾多次收紧流动性，但伴随着国内经济的下滑与海外债务危机的爆发，央行于 2011 年 12 月 5 日开始降准，标志着货币政策的转向。随后，当年的中央经济工作会议定调“稳增长”，政策重心正式发生转变。从工作会议的表述来看，货币政策依旧保持“稳健”的表述，但随后央行在 12 年 2 月、5 月继续降准，实际货币政策在稳增长的总基调下有所放宽。

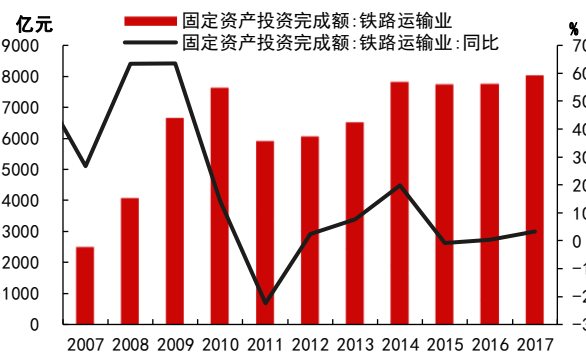
**财政政策方面**，继续以拉动基建、地产的模式托底经济。基建方面，在确立稳增长方向后，《西部大开发“十二五”规划》、《国务院关于大力实施促进中部地区崛起战略的若干意见》等文件陆续发布，鼓励铁路建设，对铁路投资计划进行扩容。从铁路投资额上也可以看到，在“四万亿投资”热度退坡后，2011 年开始铁路投资增速再次扩张，带动整体基建投资上行。地产方面，主要是关于保障房的建设，同时也放松了对于保障房相关贷款的监管，带动了地产投资的上行。

图表16：铁路带动基建投资



资料来源：Wind，中信期货研究所

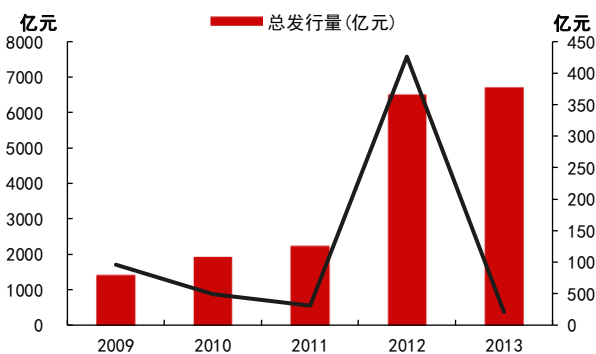
图表17：2012 年铁路投资持续发力



资料来源：Wind，中信期货研究所

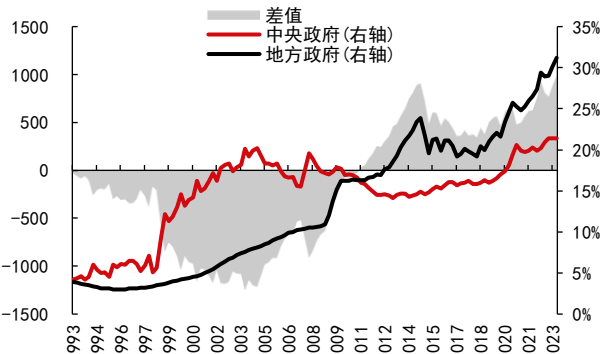
从债券发行来看，融资监管的放松带动了债券发行的第二轮快速上升。城投债发行在经历了两年严格监管后，2012 年伴随着稳增长的开启，融资平台监管开始放松。城投债发行量同比多增 4262 亿元，较前年再次翻三倍左右。从杠杆率角度来看，在 08 年“四万亿投资”快速扩张后地方政府杠杆率在监管趋严的背景下同步放缓，但从 2012 年起再次高速增长，并正式超越中央政府杠杆率。在各省份经济快速增长的背景下，地方政府资产负债表也同步开始扩张，带来了大量融资需求，拉动整体资产价格上升，但也给后来融资监管加严埋下一定伏笔。

图表18：城投债发行规模



资料来源：Wind，中信期货研究所

图表19：中央、地方政府杠杆率



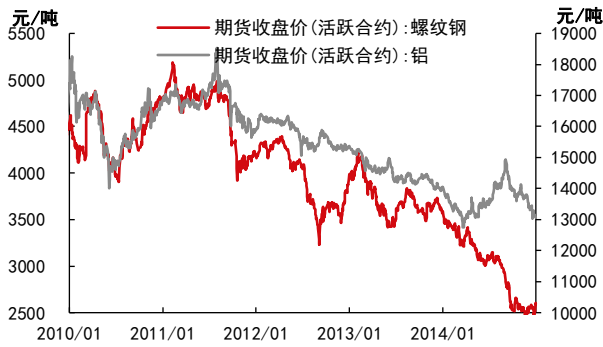
资料来源：Wind，中信期货研究所

### 3) 总结与商品表现

大宗商品市场在本轮稳增长的总体表现弱于第一轮，主要源于两轮稳增长间隔时间较短，第一轮稳增长的需求前置效果在此轮稳增长中也有所体现。从政策倾向来看，第二轮稳增长主要是以基建为抓手，通过放松融资平台监管的方式拉动经济，与商品消费相关性较高。由于其主要抓手为铁路，和钢材消费也更为相关。基建投资累计同比自 2012 年 2 月开始触底回升，从-2.36%上升至 2013 年 8 月的 24.7%。但与前一轮稳增长不同的是，本轮地产投资并未出现明显抬升，同时从新开工、施工面积累计同比仍在下滑，仅竣工端因为三年前的开工高峰表现强势。从商品消费来看，偏地产后端的商品，如 PVC、玻璃、铝等整体消费表现

略好于螺纹。

图表20：铝期价与螺纹期价



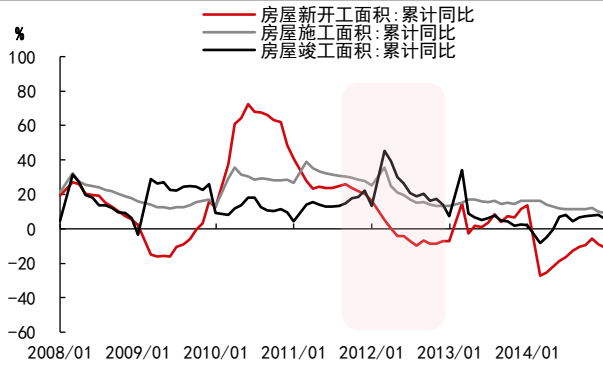
资料来源：Wind，中信期货研究所

图表21：玻璃期价与螺纹期价



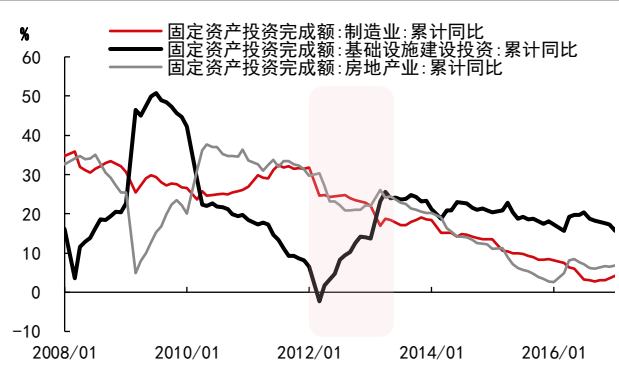
资料来源：Wind，中信期货研究所

图表22：开工、施工、竣工面积累计同比



资料来源：Wind，中信期货研究所

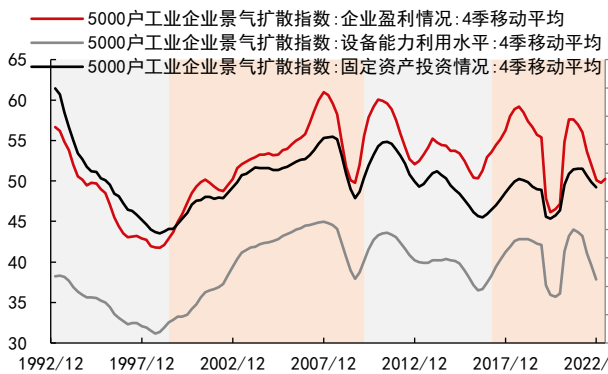
图表23：基建投资再次大规模增长



资料来源：Wind，中信期货研究所

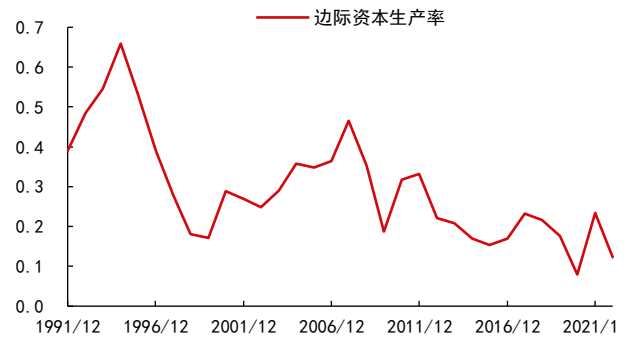
从朱格拉周期的角度来看，受政策影响，本次制造业行业在经历短而急的牛市之后，也度过了一段较为漫长的消化期。如前文所述，由于大量资金随着四万亿政策而涌入，从 2012 年起，商品市场整体步入产能过剩时代。在高产量以及本轮稳增长拉动力度减弱的背景下，本轮商品价格仅出现短时间上升，长期依旧中枢下移。从 5000 户工业企业投资景气指数、边际资本生产率两个指标也可发现，工业企业的设备利用水平和企业盈利情况在 2012 年后开启下行周期，反映工业企业的投资意愿较低、投资能力偏弱、以及投资紧迫性较低的情况。

图表24：朱格拉周期-按景气指数划分



资料来源：Wind，中信期货研究所

图表25：朱格拉周期-按设备生命周期划分



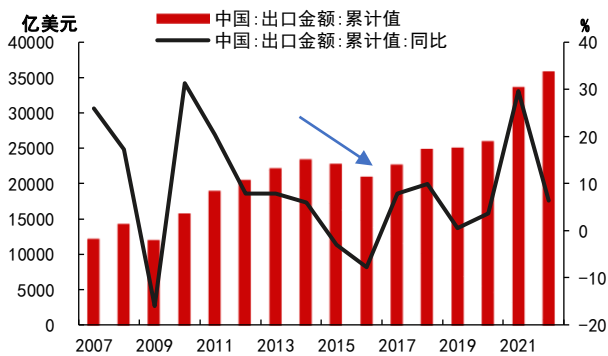
资料来源：Wind，中信期货研究所

### （三）第三轮稳增长：2014年-2015年

#### 1) 背景

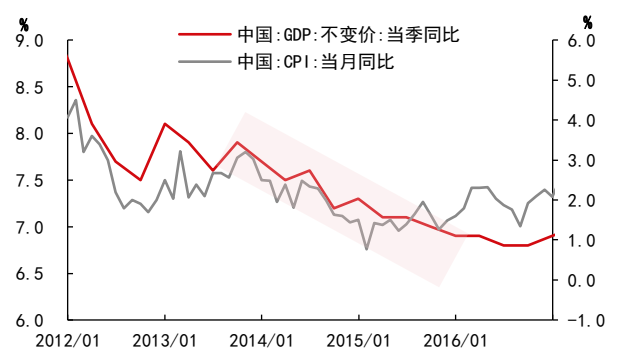
本次稳增长开启前，内需压力大于外需。从外需来看，届时海外并未爆发黑天鹅事件，但全球经济位于下行周期，出口数据持续走低反映外需疲软。从内需来看，通胀持续下行，经济增速放缓，地产下行压力较大，商品房库存水平位于绝对高位。2014年底，中央经济工作会议通稿提出，要努力保持经济稳定增长，并淡化了“着力防控债务风险”，标志着第三轮稳增长政策的开启。

图表26：出口金额与累计同比



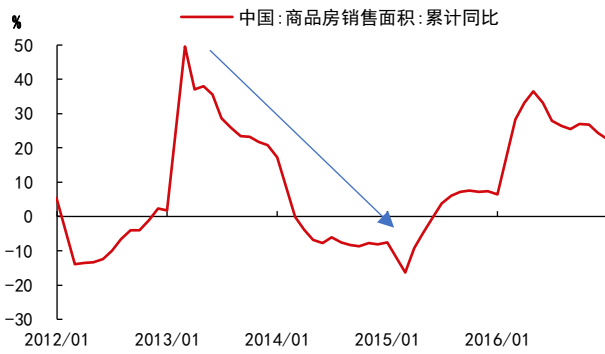
资料来源：Wind，中信期货研究所

图表27：国内经济位于下行周期



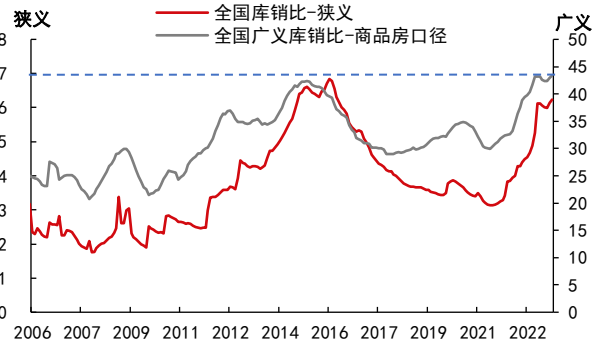
资料来源：Wind，中信期货研究所

图表28：地产销售面积显著下滑



资料来源：Wind，中信期货研究所

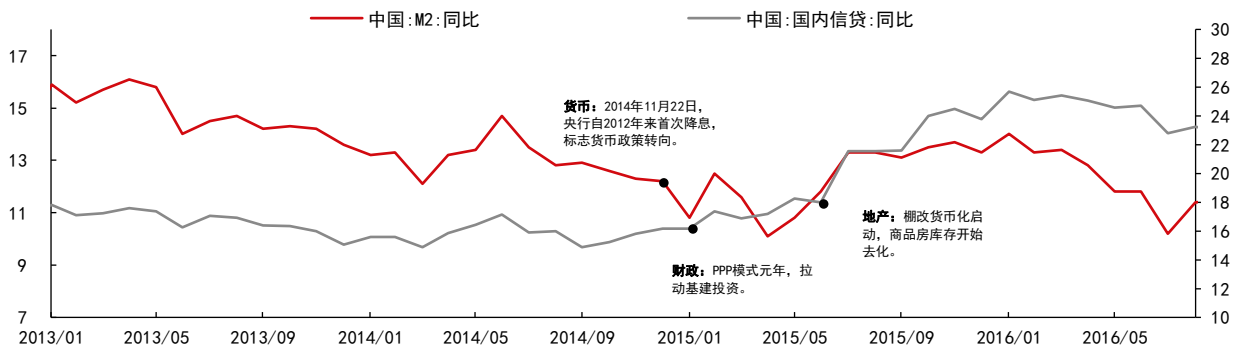
图表29：2014 年地产库存位于高位



资料来源：Wind，中信期货研究所

## 2) 稳增长政策梳理

图表30：第三轮稳增长相关政策梳理



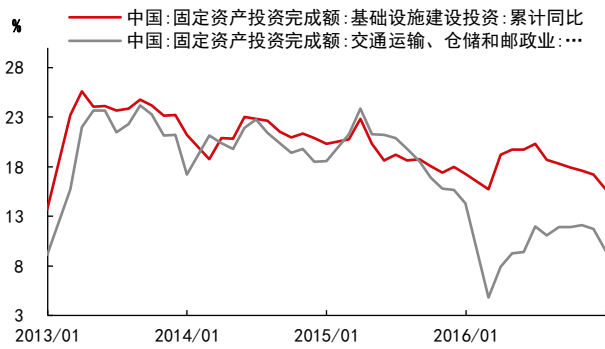
资料来源：Wind、中信期货研究所

**货币政策方面**，2014 年 11 月 22 日，央行宣布将一年期贷款基准利率降低 0.4 个百分点，一年期存款基准利率降低 0.25 个百分点，这是自 2012 年 7 月以来首次降息，标志货币政策的转向。在 2015 年央行共进行了 5 次降准、5 次降息，随着货币政策的宽松，M2 在 2016 年 1 月到达 14% 的高点。

**财政政策方面**，2015 年推出 PPP 模式，再次以拉动基建的方式托底经济以及地产下行周期。从发改委披露的第二批示范项目来看，总投资约 2.26 万亿元，主要涉及交通、市政、水务项目，其中交运部分占比达到 58%。从基建投资累计同比也可以观测到，2015 年交运分项成为基建的向上拖动力。

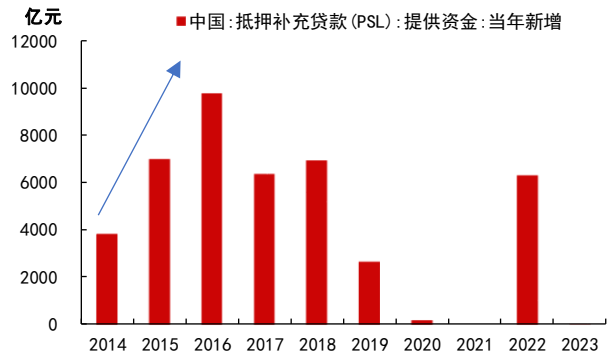
**地产方面**，伴随着销售的低迷，一系列需求侧地产政策出台，但效果甚微，全国商品房销售仍在持续走弱。在此背景下，“棚改货币化”由此启动。2015 年 6 月国务院颁布《关于进一步做好城镇棚户区 and 城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，棚改补偿模式由实物货币安置并重转向货币安置优先。短时间内，货币化安置比例快速上升，从最初不到 20% 至 2017 年超过 60%。从棚改货币化主要资金来看，PSL 从 2014 年开始保持高规模增长，直至政策逐渐收紧。

图表31：2014 年交运投资有所增长



资料来源：Wind，中信期货研究所

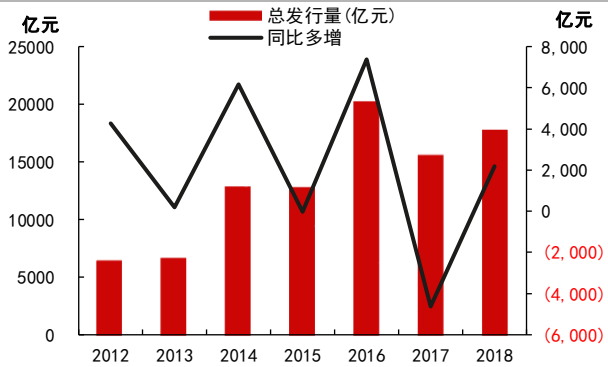
图表32：2014 年起 PSL 新增资金成规模增长



资料来源：Wind，中信期货研究所

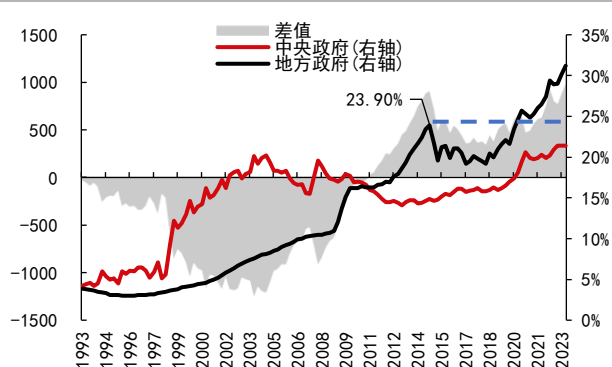
从债券发行来看，融资监管有所放松带来债务进一步扩张。2014 年城投债发行量相较于 2013 年再翻 2 倍，同时地方政府杠杆率在 2014 年底达到 23.9%，位于近年高峰。此后地方政府杠杆率直到 2020 年新冠疫情期间才超过当前水平。

图表33：2014 年城投发行规模再次增加



资料来源：Wind，中信期货研究所

图表34：2014 年 12 月地方政府杠杆率达到 23.9%



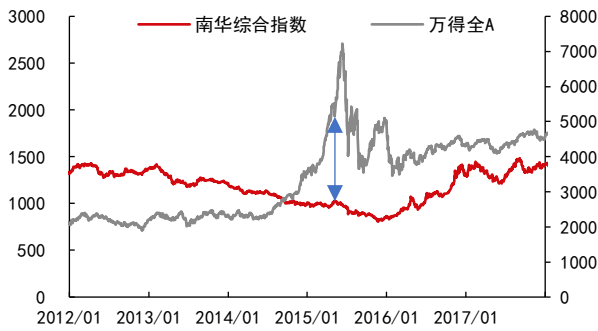
资料来源：Wind，中信期货研究所

### 3) 总结与商品表现

本轮稳增长背景下，商品表现却持续走低，PPI 中枢不断下移，南华商品指数也一路探至 2008 年低点。自上轮稳增长效益消退后，供给过剩的问题在本次需求不足的背景下较为突出。生产与利润数据再次出现显著下滑致使大宗商品生产产业链各环节都处于亏损状态，运营主体难以为继，破产数量明显抬升。

值得一提的是，从大类资产的角度来看，本轮稳增长下却出现了权益市场与商品市场、债券市场走势发生显著背离。权益市场自 2014 年底稳增长开启后表现较为强势，但十年国债收益率与商品指数却同步下行。

图表35：2015 年股商市场完全背离



资料来源：Wind，中信期货研究所

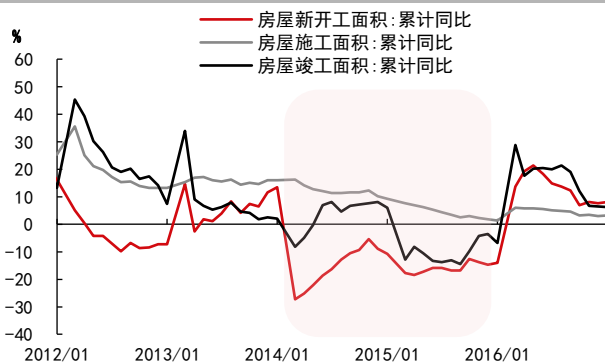
图表36：2015 年利率、商品指数同步下行



资料来源：Wind，中信期货研究所

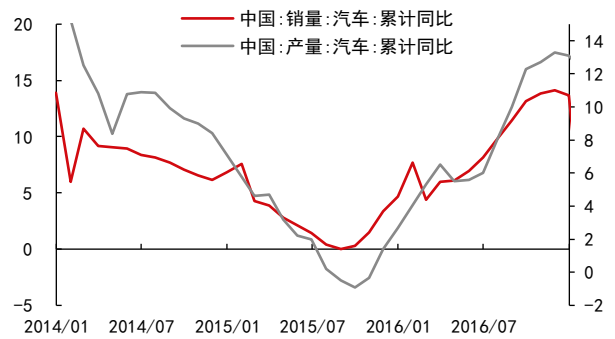
从供需基本面上来看，尽管有稳增长政策的拉动，但实体需求依旧偏弱，这或是导致建筑板块在相应政策发力下领涨权益市场，但利率和商品指数却在流动性充裕、供需宽松的背景下一路下行的原因。宏观数据方面，进出口持续下滑，地产投资持续低迷，中观数据方面，在 2014-2015 年期间，新开工面积累计同比持续位于负数区间，施工面积累计同比持续下行，汽车、家电产销也下滑明显。由于此次背离是以权益超涨为起点，最终也是以权益市场向基本面收敛而终，从 2015 年 7 月起股指收益率逐渐向商品价格回归。

图表37：地产实物工作量表现疲软



资料来源：Wind，中信期货研究所

图表38：汽车产销有所下滑



资料来源：Wind，中信期货研究所

## （四）第四轮稳增长：2018 年-2019 年

### 1) 背景

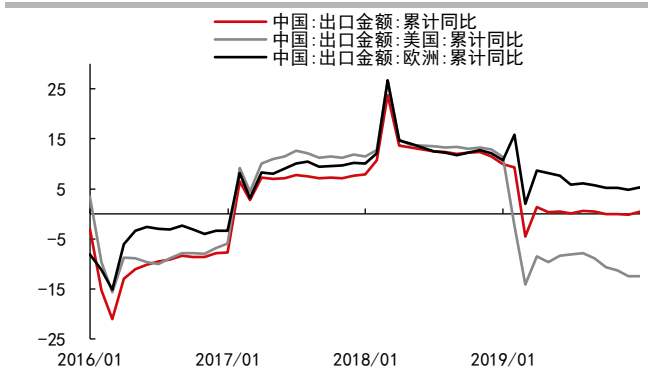
本次稳增长政策触发契机依旧是源于外部因素。2018 年，中美贸易战爆发，美国不断对中国出口商品加征关税，国内出口压力也有所加大。内需方面，由于债务防风险监管趋严，基建投资自 2018 年初开始出现显著下滑。地产方面，“房住不炒”自 2016 年中央经济工作会议首次提出以来，一直被视作为地产调控政策的总方针。2018 年上半年 70 大中城市新建商品住宅价格指数不断增高，地产投资累计同比在房价持续走高的背景下依旧保持相对韧性，因此本轮稳增长地产



政策调控并未出现明显放松。

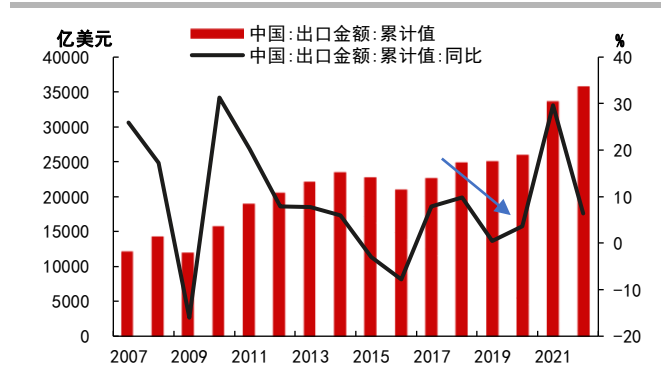
总体而言，本次稳增长开启的缘由或主要是仅有出口压力，因此总体力度偏弱。从内需来看，无论是地产还是基建端，虽然确实是均出现一些回调，但本次回调其实是政策收紧调控的结果，而并非“意料之外”，因此政策定力相对前三次“稳增长”而言较为充足，政策更偏向于放松前期收紧力度，而非大幅转向刺激。

图表39：2018年我国对美出口出现明显下滑



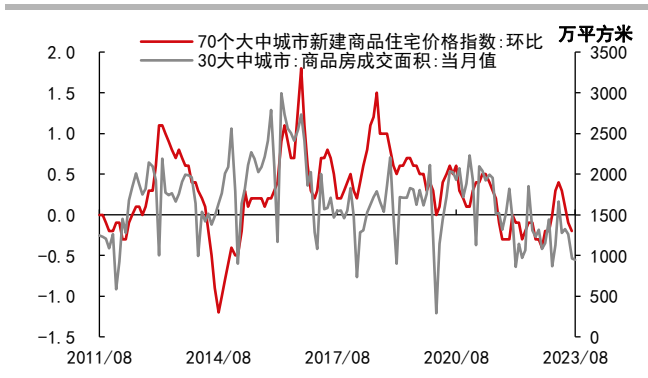
资料来源：Wind，中信期货研究所

图表40：2018年出口累计同比下降



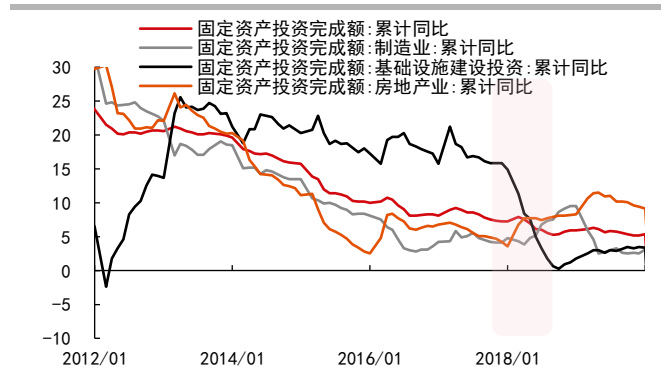
资料来源：Wind，中信期货研究所

图表41：新房价格与成交



资料来源：Wind，中信期货研究所

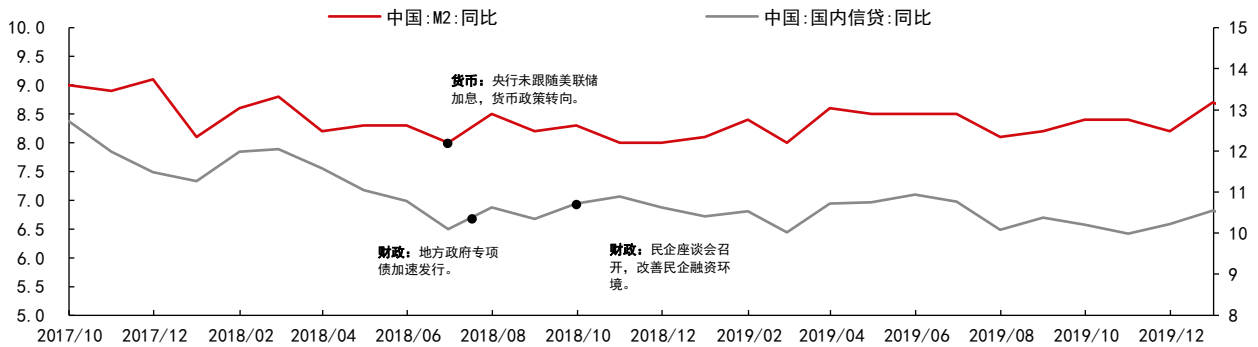
图表42：2018年基建投资下滑明显



资料来源：Wind，中信期货研究所

## 2) 稳增长政策梳理

图表43：第四轮稳增长相关政策梳理

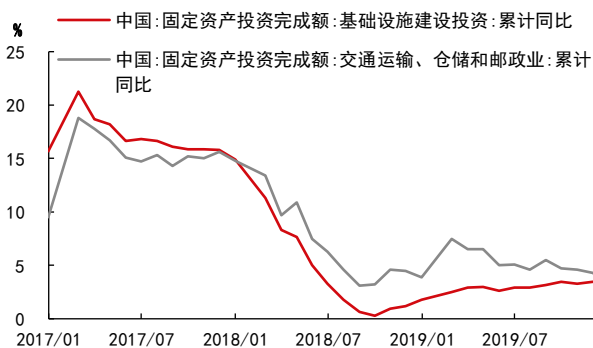


资料来源：Wind、中信期货研究所

货币政策方面，力度相对前几轮稳增长而言显得尤为克制，或源自政策对经济相对自信以及美联储加息周期背景下货币政策窗口也受到一定限制。2018 年虽并未降息，但从 6 月 14 日，央行未跟随美联储加息，也表明其货币政策转向的态度。2018 年一共降准 2 次，并创新使用了 2 次降准置换，即下调部分金融机构存款准备金率以置换中期借贷便利。

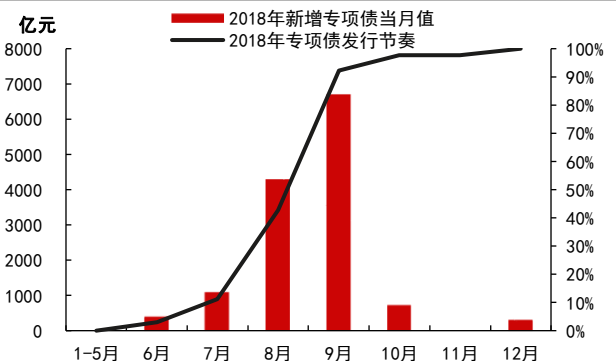
财政政策方面，2018 年 8 月 14 日，《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》发布，地方政府专项债加速发行，为后续的基建投资增速提供了支撑。根据财政部披露，2018 年共发行专项债券 13527 亿元。从发行节奏上来看，2018 年 1-7 月专项债发行量仅为 1502.5 亿元，约为当年额度的 11%。从 8 月开始专项债发行明显加速，截止到 10 月底发行进度已达 97.6%。从这一年开始，加快专项债发行速度成为了调节当年财政节奏的一项工具。随后，银保监会也提出要鼓励信贷服务实体经济，宽信用政策随之开启。地产方面，房住不炒底线以及房价持续增长使得本轮地产调控并未出现明显放松。

图表44：基建投资再次受交运部分拉动



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表45：2018 年专项债发行节奏



资料来源：Wind、中信期货研究所

### 3) 总结与商品表现

本次稳增长给商品价格带来小幅拉动。从政策力度来看，从此轮稳增长开始，政策力度从“大开大合”转向定向帮扶、调节节奏为主，工具箱开始扩容，更为注重以“四两拨千斤”的形式进行宏观调控。以商品视角来看，自2016年供给侧改革以来，产能过剩的问题得到一定改善，2018年-2019年针对上游制造业的环保限产依旧给予商品价格有力支撑。从需求端来看，本次稳增长主要以发行专项债的方式去拉动基建从而拉动商品需求。从节奏来看，专项债一般领先商品需求3个月，8月的专项债加速实际上在来年的基建需求上才能得以体现。从地产需求来看，新开工全年表现较为亮眼，因而黑色系商品价格表现较强。但自2017年初开始竣工需求的走弱，叠加贸易战出口的限制，使得汽车、家电等大宗制造业开始滑落，因而有色价格表现弱于黑色。

总体而言，由于供给约束、稳增长基建端发力以及地产开工周期的影响，商品价格虽无明显拉动，但在去杠杆以及贸易摩擦的背景下表现仍有较强支撑。此外，整体上游制造业利润在这一背景下明显改善。从整体制造业利润分配来看，2016年供给侧改革之后上游制造业的利润水平由拖累项转为拉动项，反映整体大宗商品制造业产业结构发生实质性优化。

图表46：南华综合指数



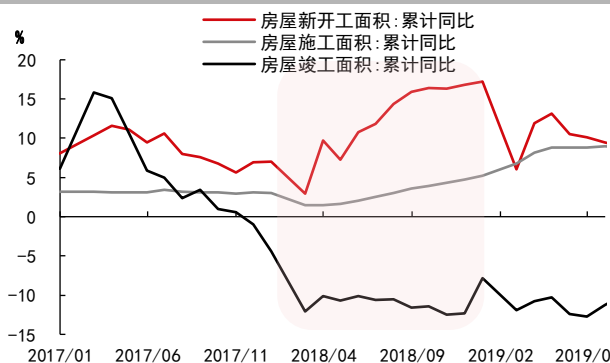
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表47：有色表现强于黑色



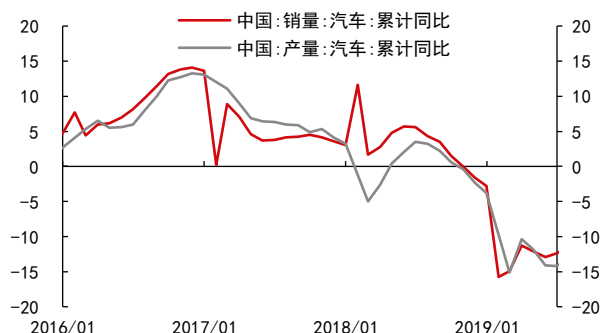
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表48：2018年新开工面积表现较好



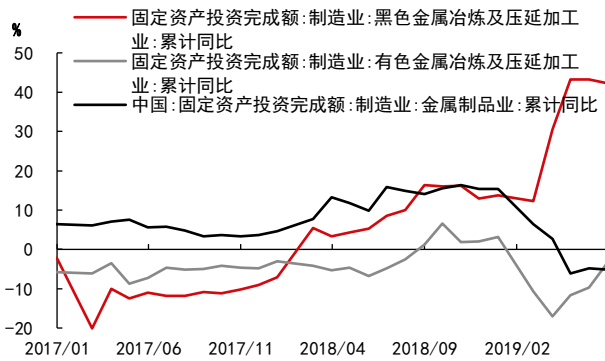
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表49：2018年汽车产销有所下滑



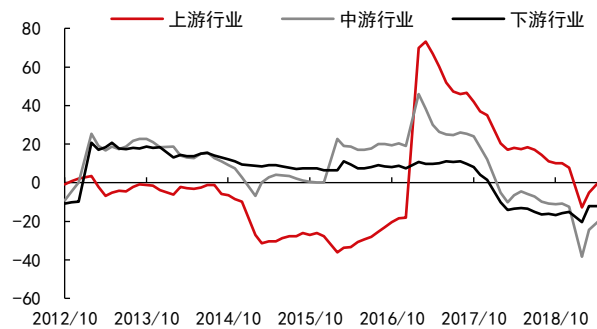
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表50：上游制造业投资额累计同比



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表51：工业企业利润累计同比-按上下游



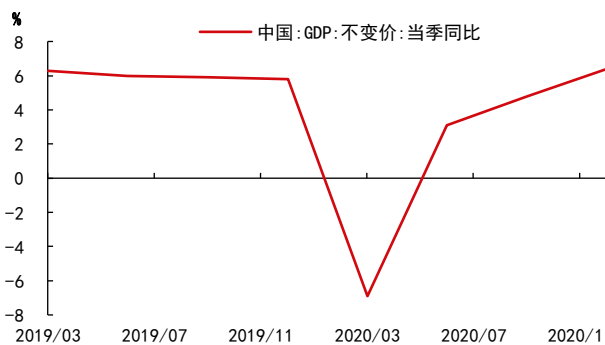
资料来源：Wind、中信期货研究所

## （五）第五轮稳增长：2020年-2021年

### 1) 背景

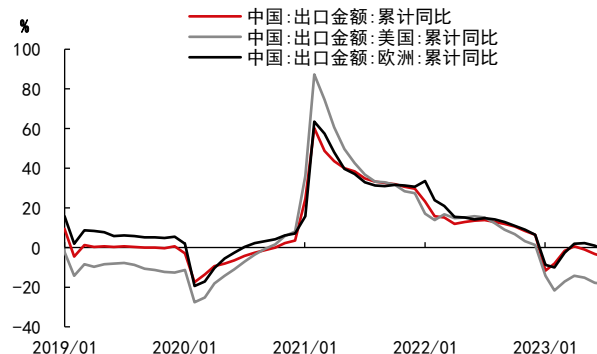
新冠疫情爆发,冲击全球市场。GDP增速由2019年12月的5.8%下滑至-6.9%。面对疫情,全球各国都相继出台政策以应对风险冲击,国内政策也在这一背景下迅速入场,开启新一轮稳增长政策。其实2019年在贸易摩擦加剧、经济依旧下滑的背景下,政策已经有小幅放松调节出现,在11月通胀预期缓解后,货币政策开始向宽松倾斜。但在疫情爆发后,政策在此基础上进一步加码,相较前两轮稳增长而言整体力度较大。

图表52：GDP增速受疫情冲击迅速下滑



资料来源：Wind、中信期货研究所

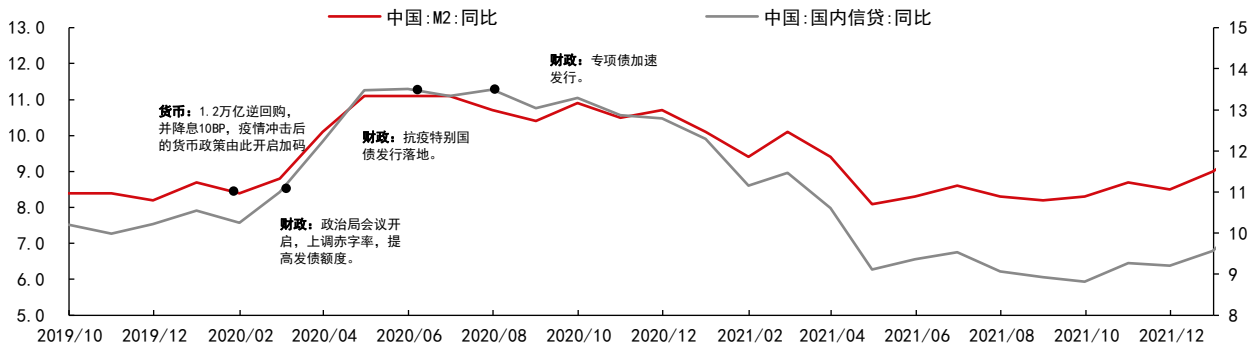
图表53：全球疫情爆发拖累外需



资料来源：Wind、中信期货研究所

## 2) 稳增长政策梳理

图表54：第四轮稳增长相关政策梳理

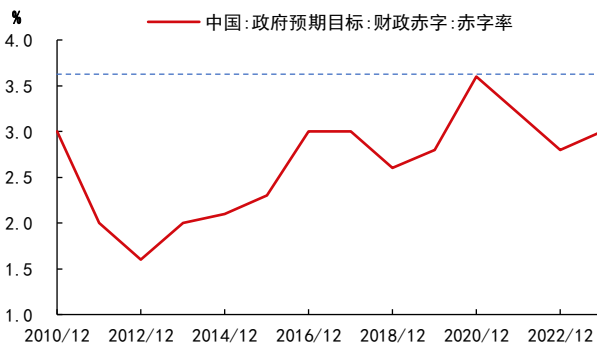


资料来源：Wind、中信期货研究所

**从货币政策来看**，在1月疫情爆发前，央行曾经降准0.5个百分点以进行逆周期调节。1月中下旬疫情爆发后，央行在2月初进行了1.2万亿逆回购，并降息10BP，疫情冲击后的货币政策由此转松。3月在海外疫情快速扩散的背景下，美联储无限QE启动，也打开了国内货币政策的空间。从节奏上来看，20年上半年多次进行降准、降息，利率也随之下行到年内低点，随后政策重心开始由宽货币转向宽信用，财政政策接棒成为下半年的发力重心。

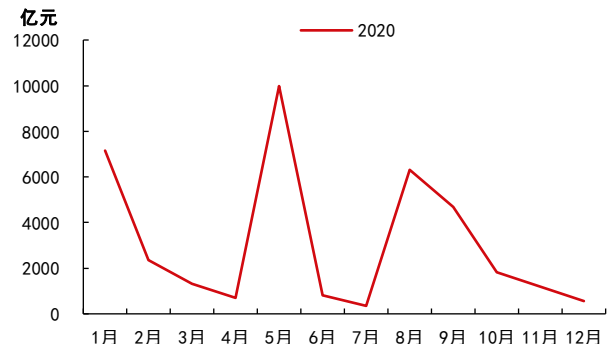
**从财政政策来看**，主要力度集中在特别国债及专项债。四月政治局会议明确表述“积极的财政政策要更加积极有为”，认为疫情对经济影响前所未有，需加大力度六稳六保，加大宏观调控力度，并提出提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券等等。这些方案随后在月内逐步落地。1) 2020年赤字率上调至3.6%，相较上一年度提升0.8个百分点。2) 将地方政府专项债额度提升至3.75万亿元，相较2019年提升1.6万亿元。3) 增设1万亿抗疫特别国债，用于抗疫特别支出以及基建建设等领域。此外，直接刺激内需的政策也开始加码，比如减税降费规模再度增加，达到约2.5万亿的规模，新能源汽车补贴等等。地产销售端和融资端的政策也有些许放松，以提振相关消费。

图表55：赤字率目标



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表56：2020年地方政府专项债发行节奏



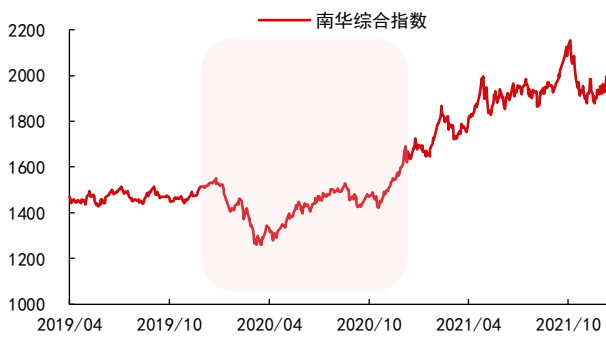
资料来源：Wind、中信期货研究所

### 3) 总结与商品复盘

商品市场在这一年度表现较为强势，在经历年初冲击之后就迅速回升企稳，并在年底时开启上涨，为 2021 年强势的价格作铺垫。一季度疫情冲击之下，年后项目端骤然停工，使得相关指标迅速下滑。随着稳增长政策的拉动，复工复产的推进，商品价格止跌企稳回升。从供应方面来看，受疫情、国内双碳、海外 OPEC 减产等因素的影响，供应也出现大幅下滑。

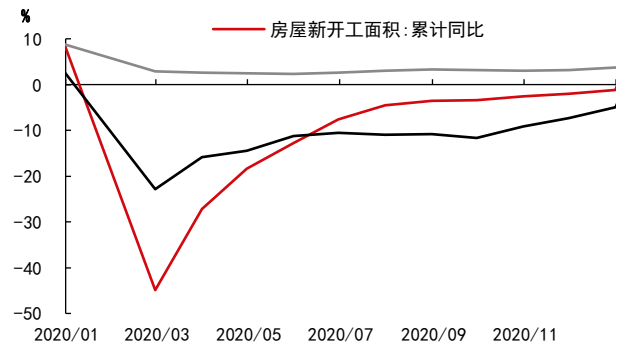
从需求来看，内需而言，本次基建端倾向于医疗卫生，市政园区等方面，一定程度上挤压了传统基建项目资金投向。因此尽管总量财政政策加码明显，但对商品需求的拉动却相对有限。此外从投资分项上来看，电热燃气水供应生产分项对于整体基建的拉动力量最高，对于铜等有色金属的用量拉动相对较强。外需而言，由于防疫得当，国内生产链率先修复，出口在海外工厂依旧停工迅速修复。

图表57：南华综合指数



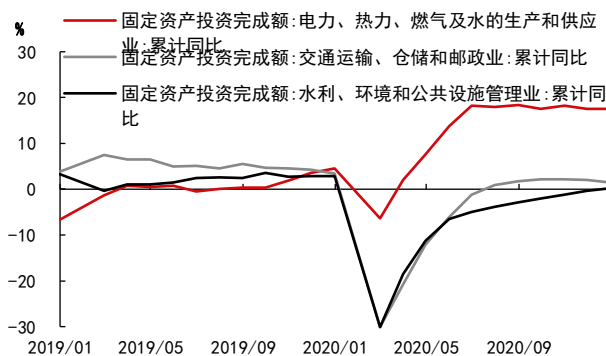
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表58：地产实物工作量相对低迷



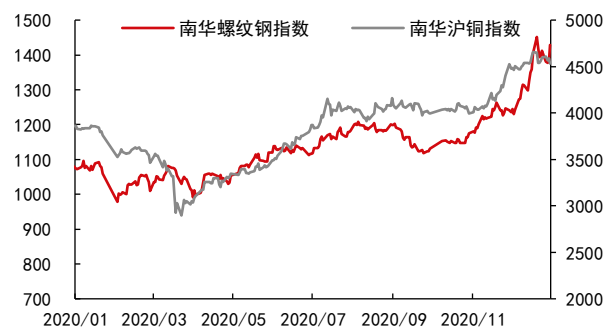
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表59：基建投资-按大类



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表60：南华螺纹钢、沪铜指数



资料来源：Wind、中信期货研究所

## 二、复盘总结

通过五轮稳增长复盘，我们得出以下几点规律：

**稳增长开启时机：一般出现在出口与地产投资明显下滑期间。**通过复盘五次稳增长发现，政策对于出口以及国内地产投资的下滑“较为敏感”，这也是国内经济的两大支柱。五次稳增长中，有四次出现由于外部危机导致的出口下滑，包括 08 年金融危机、欧债危机、中美贸易摩擦以及新冠疫情。当两者同时发生显著回调时，一般稳增长力度相对较高。从第三轮稳增长开始，政策力度从“大开大合”转向定向帮扶、调节节奏为主，工具箱开始扩容，更为注重以“四两拨千斤”的形式进行宏观调控。

**稳增长政策节奏：一般以货币政策的转向作为头阵。**从节奏来看，大部分稳增长政策均以货币转向开启，为后续的财政刺激提供流动性。财政政策一般会在经济会议上先行公布，随后约 1-3 个月内实施出台。

**稳增长政策方向：均以基建为抓手，但效果下限取决于防风险力度。**融资平台的监管严格程度以及地产防风险的力度直接决定了当次稳增长的效果水平。

**商品价格表现：稳增长拉动商品的持续性终由基本面决定。**从几轮稳增长政策来看，预期先行以及宽货币会使得商品市场价格在稳增长初期就出现明显上调，但价格强势的持续性仍由供需基本面决定。同时，稳增长政策与其落地到商品消费更为相关的基建、地产、制造业等需求的成色可能会有预期差。长期来看，商品价格指数与十年国债收益率明显正相关，反映其实体需求定价的特性。

## 三、本轮稳增长，回顾与展望

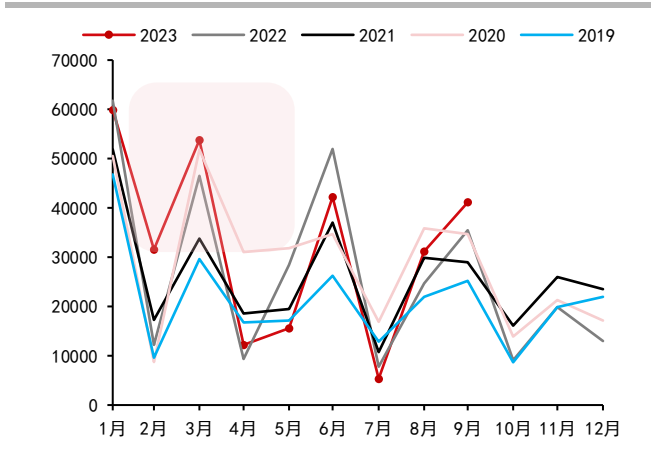
2023 年下半年开始，稳增长政策集中发力。我们基于本次稳增长政策梳理与复盘总结试图对本次稳增长力度和效果作出展望。

### 1) 背景

23 年初，国内疫情政策边际优化，浓厚出行意愿带动 1 季度经济边际复苏，市场情绪较为乐观。年初经济数据空窗期时，市场对于今年宏观经济复苏充满期待，银行争取“开门红”背景下，金融数据频频超出市场预期，推高市场对于复苏程度的预期。然而行至 3 月 15 日，国内公布本年度第一次经济数据，总量数据虽较为亮眼，但程度远不如市场期待，且结构上也存在不少隐患，比如消费中的汽车、家电，民间投资依旧弱势等等，同时央行也超预期降准。二季度在去年低基数的背景下，市场对于政策期待渐渐减弱，叠加经济数据几乎逐月走弱，市场乐观预期被彻底修正，甚至转入悲观，在价格、失业率等风险暴露的背景下，居民消费信心再度走弱，加杠杆意愿明显不足，而企业端也由于利润低迷仍处主

动去库周期，扩张意愿不显。在这样一个背景下，6.13日央行赶在社融数据公布前超预期调降OMO，随后对称下调MLF、LPR，新一轮稳增长政策就此开启。

图表61：新增社会融资规模当月值



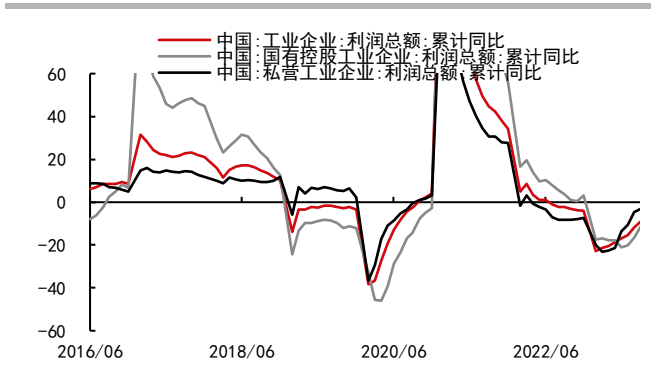
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表62：社会融资规模存量同比增速



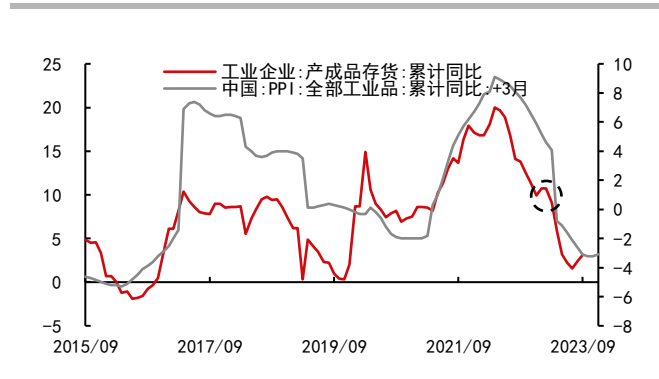
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表63：企业利润仍处低位



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表64：年初库存短暂上行后仍持续下滑



资料来源：Wind、中信期货研究所

## 2) 稳增长政策梳理

**从货币政策来看**，在6月降息后，8月央行再次下调政策利率，OMO利率下调10BP，MLF下调15BP，9月央行决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。同时，在要求专项债9月底之前发完的目标下，央行也加大公开市场投放力度。总体而言，货币政策相较年初较为积极，在海外加息的背景下国内货币政策稳中有松，提供了适当宽松的货币环境。

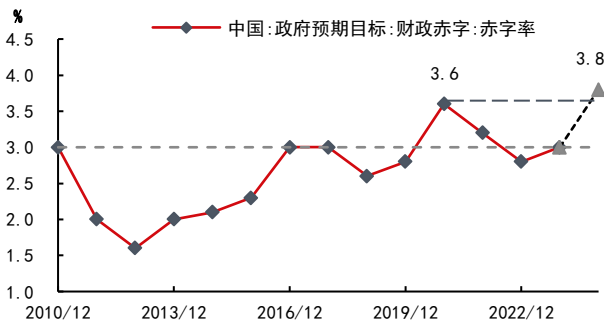
**从财政政策来看**，目前主要集中在专项债及近期出台的万亿国债。首先，专项债主要还是体现在加速发行之上。近期监管部门通知地方，要求在专项债9月底之前发行完毕，10月底前使用完毕。不过实际发行进度偏缓，截止至九月底，全年专项债一共发行约3.46万亿元，进度约为91%。这可能与项目审批趋严，兼顾了加快发行与减少资金违规使用以及近期发行特殊再融资债券有一定关系。其



次，万亿国债增发后，全国财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元，预计赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右，不仅突破了年初定下的 3% 的目标，也超过疫情时期的历史最高点（3.7%），释放了稳增长信号。央行主动加杠杆信号释放，突破 3% 的赤字限制，打开财政预期，扩大需求，将为 2024 年稳增长奠基。

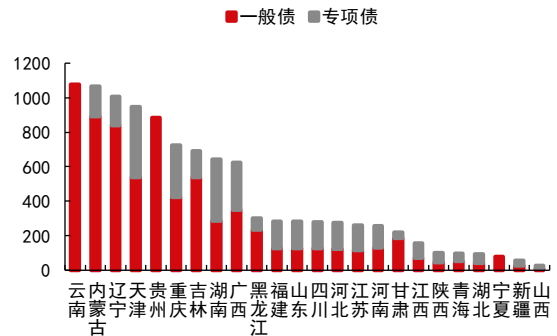
**从产业政策来看**，7 月政治局会议提出要“加大稳增长调控力度”、“活跃资本市场”，并删除“房住不炒”，在会议召开之后，相应政策也陆续出台。例如地产需求侧进一步放松，包括核心一线城市“认房不认贷”、降低首付比、下调存量房贷利率，资本市场印花税减半等重磅政策。此外，地方债务化解也是本轮稳增长的一大重要政策方向。一揽子化债正在稳步推进，其中特殊再融资债公告发行规模已破万亿，后续金融化债仍有发力空间。

图表65：政府预期目标：赤字率



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表66：特殊再融资债公告发行规模破万亿



资料来源：Wind、中信期货研究所

### 3) 总结与商品复盘

值得注意的是，从大类资产的角度来看，本轮稳增长同样出现了权益市场与商品市场、债券市场走势发生显著背离。但与 14 年不同的是，本轮稳增长是以商品市场逆势上行为主要矛盾。细究其因，我们认为影响主要来自于两方面。一方面从产业视角来看，本轮上涨主要是由供给所驱动而非需求，同时整体商品库存水位较低也放大了价格弹性。另一方面，从宏观视角来看，近期市场对于货币宽松的预期以及汇率贬值的担忧使得资金倾向于涌向商品，加剧了商品与其他大类资产的背离。

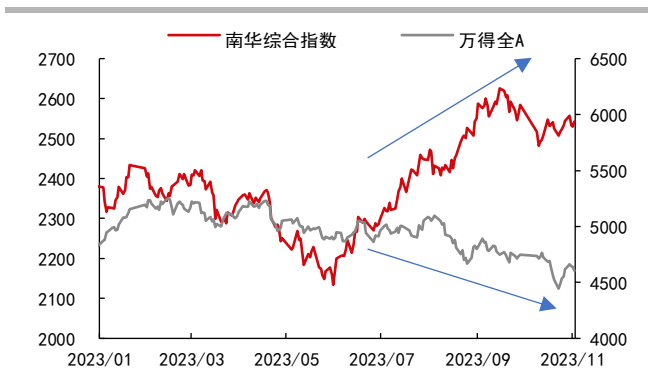
以黑色市场为例，我们发现整体原料价格涨幅高于成材，符合上述逻辑。一方面，从产业的角度来看，其上涨的本质是事故扰动带来了产业链局部供需偏强，从而引发了产业链利润上移。煤矿事故频发以及安全检查趋严引发原料供应收紧预期，原料价格在钢厂在库存处于绝对低位以及现实刚性需求较强的情况下一路走强。成本的强支撑亦推动成材价格上行，但是成材下游需求清淡，终端难以接受钢材涨价，导致在上游供需偏紧，下游供需偏宽的背景下，炼钢利润被持续挤压，程度大于成材涨幅。整体产业链利润逐渐向上游集中。另一方面，从宏观的角度来看，货币宽松的预期易引发资金整体向商品倾斜以及名义价格的上升，而

汇率贬值带动外部定价商品更具备一定“保值”意义。我们发现长期而言，螺纹钢期价与十年国债收益率呈现明显正相关性，但在宽货币周期初期两者大概率会发生明显背离。这主要是因为当利率定价主要跟随供给定价时，利率将随之下滑。而与此同时螺纹钢价作为一个名义变量，势必会跟随宽松的货币环境走高，导致利率与螺纹钢期价出现负相关，反之亦然。

总体而言，本次稳增长力度规模并不弱，但目前提振仍仅停留在预期层面，如果对标 20 年稳增长的情况来看，若需求验证季实际拉动效果存在预期差，则或仍有调整可能性，但需待至政策验证季才能得以证明。由于本轮稳增长依旧是以防风险与稳增长并重运行，并且本轮防风险力度和关注度均比较高，因此对于商品的实际提振力度或仍需要持续关注财政刺激的投向。

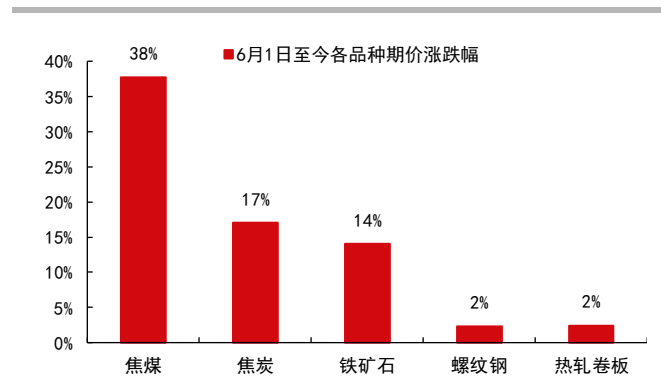
**展望四季度，随着汇率的稳定，商品走势与其他大类资产重新趋同，但商品溢价或仍具备一定持续性。**在万亿国债的推出以及淡季预期权重增加的背景下，市场情绪较为乐观，大类资产整体趋势或重新同步，商品情绪相对偏强。与此同时，流动性宽松预期与汇率风险的矛盾可能商品溢价短期较难回归，短期或仍相对偏强运行。近期资金面较为紧张，叠加美联储暂停加息，使得市场对于流动性趋于宽松的预期有所增强，市场对降准降息有所期待，加剧商品溢价。此外，流动性若实质趋宽，或对汇率端造成一定压力，6 月汇率压力推升原材料商品上涨的逻辑或有所延续。

图表67：大类资产 6 月起出现背离



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表68：6月初至10月底黑色各品种涨跌幅



资料来源：Wind、中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）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，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 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

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告