2020 年 12 月 08 日

政策“退潮”的历史复盘

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

代小笛（联系人）
daixiaodi@kysec.cn
证书编号：S0790120070025

伴随经济逐渐修复，政策“退潮”已然开始。2021 年，“退潮”之年，经济、市场如何演绎？历史不会简单重演，但通过历史复盘，可以为市场提供一些启示。

● 从“加”杠杆到“稳”杠杆，政策“稳增长”到“退潮”，并非历史简单重复

2008 年以来，我国经历了 3 轮较为明显的政策从“稳增长”到“退潮”的阶段，通常货币政策先于财政政策回归常态。历史上，经济压力较大时，财政、货币政策等托底操作逐步加码，典型时期如 2008 年、2014 年和 2020 年；随着经济逐渐修复，政策逐步“退潮”，例如 2009 年、2016 年和 2020 年 4 月等。通常货币政策先逐步回归常态，财政政策变化略有时滞，赤字率多在经济确认企稳后下降。**经济所处发展阶段不同，政策思路不同，“稳增长”到“退潮”的节奏和力度等不尽相同。**传统周期下，“稳增长”政策发力时，力度较大、节奏较快，货币迅速转向全面宽松，城投平台加杠杆；随着经济修复，央行收紧“银根”、帮助经济降温。转型“攻坚”阶段大为不同，近两轮“稳增长”到“退潮”，货币政策多运用结构性工具、尤其是 2020 年，财政发力方向、力度等也不同于传统周期。

● 政策“退潮”下，“稳增长”相关需求回落、内生动能滞后修复，外需等不同

伴随政策“退潮”，基建等“稳增长”相关需求逐步回落，制造业投资等内生动能滞后修复，地产投资和物价等不尽相同。经验显示，过去两轮政策“退潮”过程中，总量经济趋于回落，其中基建投资率先回落，而制造业投资和消费等滞后反应；地产投资、物价走势和驱动不尽相同，2010 年至 2011 年地产投资高位下滑、CPI 大幅上行，2017 年至 2018 年上半年地产投资韧性较强、PPI 明显上行。**外部环境不同，会导致不同阶段出口存在差异；2010 至 2011 年出口增速趋于回落，而 2017 至 2018 年出口增速持续上行。**随着全球景气高位回落，2010 至 2011 年出口增速约从 35%降至 20%、但仍处高位。2017 年全球景气处扩张区间、2018 年“贸易摩擦”下“抢出口”等，支持出口增速持续上行、从-10%附近升至 13%左右。疫情“错位”下，“替代效应”和“需求效应”带动 2020 年出口强劲。

● 伴随政策“退潮”，股市估值多承压，债券收益率先抬升、后随基本面下行

伴随政策“退潮”，股市估值多面临一定压力，但盈利有支撑的板块往往有结构性行情。前两轮“退潮”阶段，估值变化对股市的影响多为负贡献；期间受盈利变化节奏等影响，市场往往先震荡后下行，盈利较好的板块容易出现结构性行情。具体来看，2010 股市震荡、2017 年小幅上行，2011 和 2018 年估值和盈利拖累市场普跌，但 2010 年电子、医药等，及 2017 年家电、钢铁等板块表现较好。**债券收益率中枢往往阶段性抬升，随后逐步进入下行通道；信用分层现象凸显，评级利差持续走阔。**政策逐步“退潮”的过程中，债券收益率中枢，跟随总量经济先抬升后下行，其中，2009 年、2010 年 4 季度收益率震荡上行，还与通胀高企、流动性收紧等有关，2016 年下半年至 2017 年债市受金融去杠杆下流动性收紧等影响较大。期间多出现信用风险事件，导致信用分层、中低评级利差走阔。

● 风险提示：宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。

相关研究报告

《宏观深度报告-2021 年中国宏观形势展望：抱朴守真》-2020.12.2

《宏观经济专题-后疫情时期，走出“独立逻辑”的行业》-2020.12.1

《宏观经济点评-产需延续修复，建筑景气抬升》-2020.12.1

目 录

1、 以史为鉴，从“稳增长”到“退潮”，政策的变化？ 3
2、 伴随政策逐渐“退潮”，经济基本面变化的特征？ 5
3、 类似的政策、经济环境下，市场表现的复盘？ 8
4、 研究结论 10
5、 风险提示 10

图表目录

图 1: 2008 年以来，我国经历 3 轮较为明显的政策从“稳增长”到“退潮”的阶段 3
图 2: 期间，信用环境也逐渐从扩张进入收缩通道 4
图 3: 2009 年 7 月，央行重启 1 年期央票发行 4
图 4: 2016 年下半年，货币环境逐渐收紧 4
图 5: 高杠杆对微观行为压制显著，融资大多用于付息 5
图 6: 伴随政策“退潮”，“稳增长”相关板块先走弱，内生动能延后改善 6
图 7: 外部环境的不同，导致不同阶段出口存在差异 7
图 8: 2017 年，受供给侧改革影响，PPI 大幅上行 7
图 9: 传统周期下，CPI 升至 3%以上时，政策容易收紧 7
图 10: 伴随政策“退潮”，权益市场先震荡后下行 8
图 11: 伴随政策“退潮”，股市估值多承压 8
图 12: 2010、2017 年，表现好的板块盈利相对改善 8
图 13: 伴随政策“退潮”，债券收益率中枢先阶段性抬升、后进入下行通道 9
图 14: 债市主要受经济基本面、流动性预期等影响 9
图 15: 两个阶段，信用分层现象凸显 9

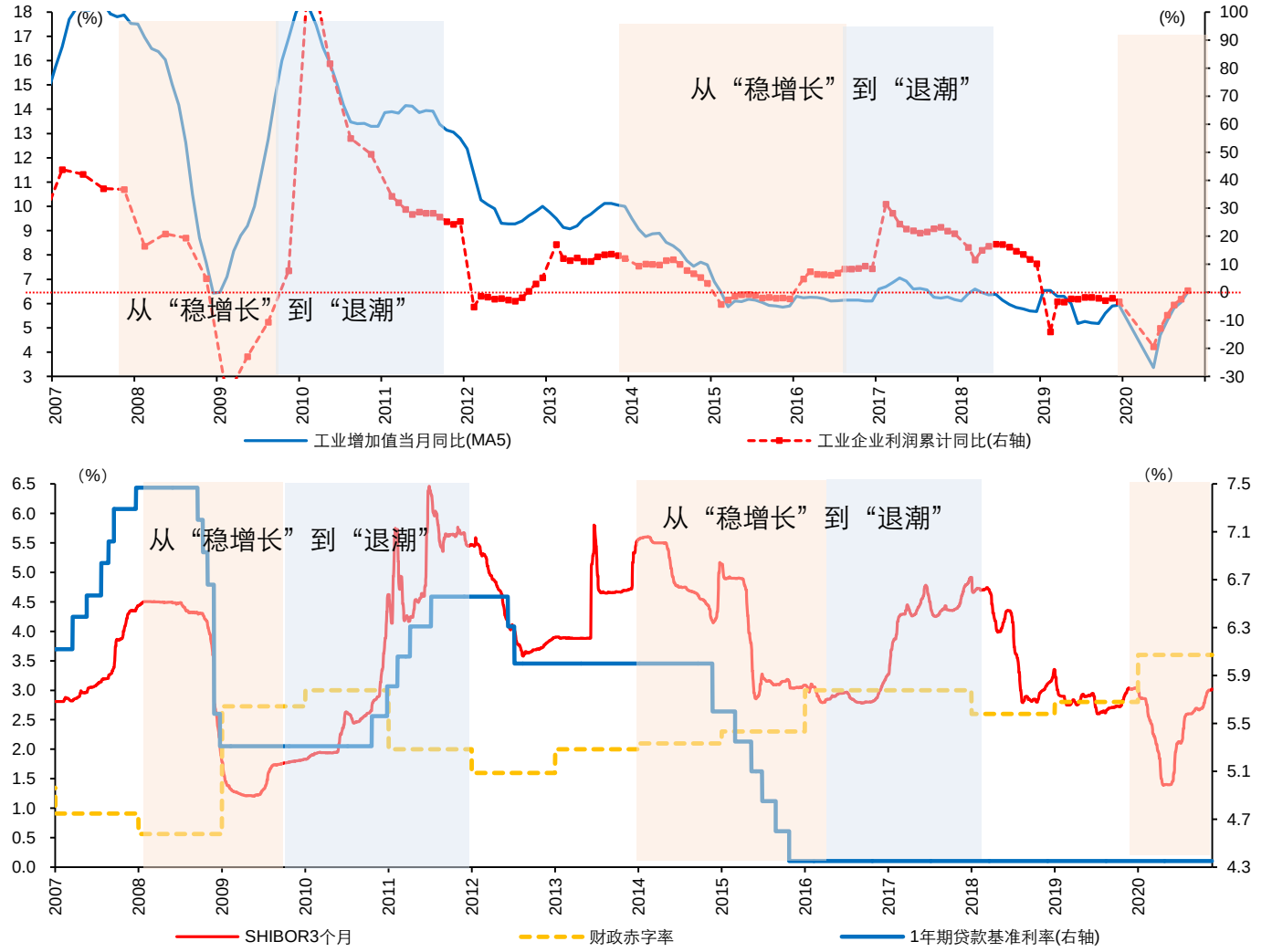
表 1: 2013 年以来，央行货币政策工具创新增多 5

伴随经济逐渐修复，政策“退潮”已然开始。2021 年，“退潮”之年，经济、市场如何演绎？历史不会简单重演，但通过历史复盘，可以为市场提供一些启示。

1、 以史为鉴，从“稳增长”到“退潮”，政策的变化？

2008 年以来，我国经历了 3 轮较为明显的政策从“稳增长”到“退潮”的阶段；期间，信用环境也逐渐从扩张进入收缩通道。回溯历史，经济压力较大时，财政、货币政策等托底操作逐步加码，具体表现为央行“降准”、“降息”，财政赤字率大幅抬升等，典型时期如 2008 年、2014 年和 2020 年等。伴随经济逐渐修复，货币政策停止进一步宽松、逐步回归常态，例如 2009 年、2016 年和 2020 年 4 月等。在经济确认企稳后，财政赤字率逐渐下降，例如 2011 年和 2018 年等。

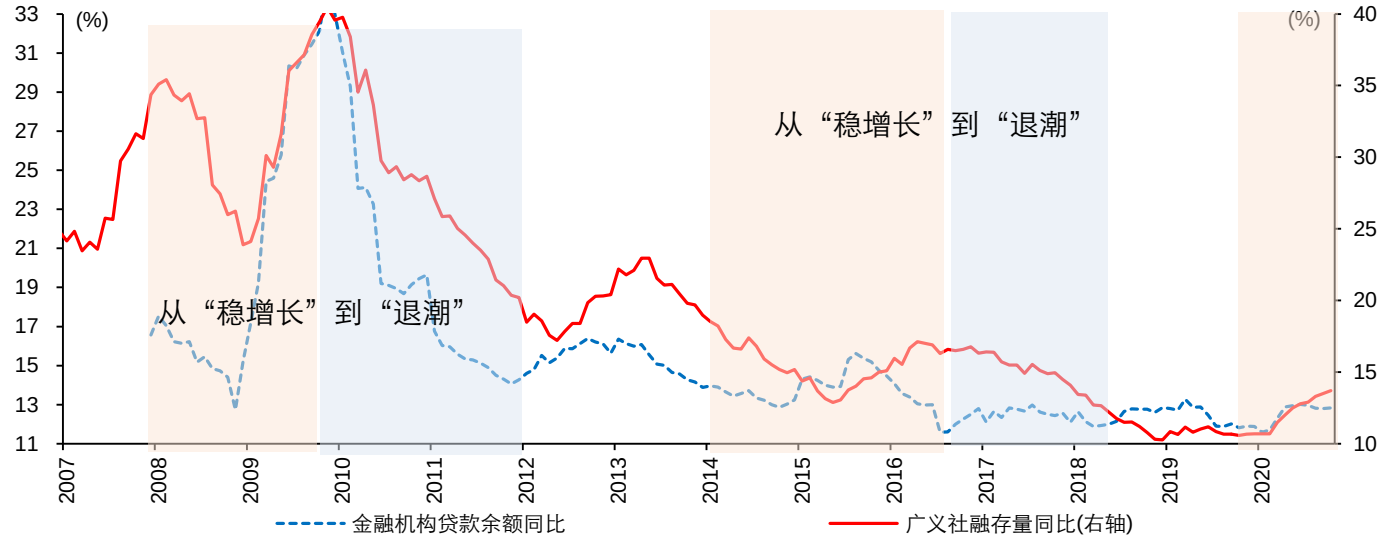
图1：2008 年以来，我国经历 3 轮较为明显的政策从“稳增长”到“退潮”的阶段①



数据来源：Wind、开源证券研究所

①图中工业增加值、工业企业利润数据均剔除 2020 年 1-4 月份的数据；2009 年及之前预算赤字率为计算数据（以财政预算赤字/当年 GDP 计算），之后为政府公布数据。

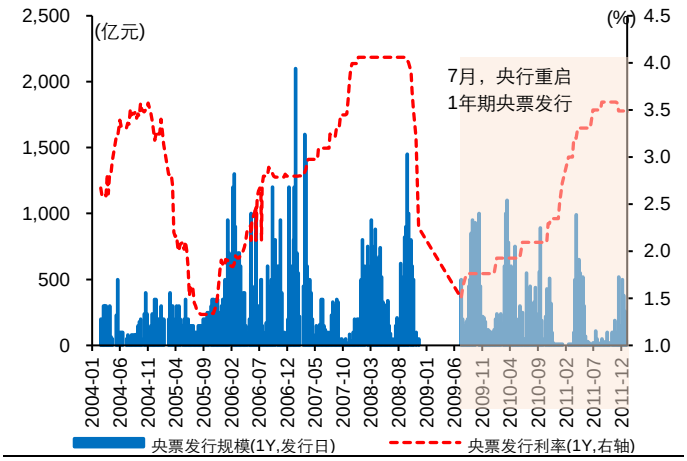
图2：期间，信用环境也逐渐从扩张进入收缩通道



数据来源：Wind、开源证券研究所

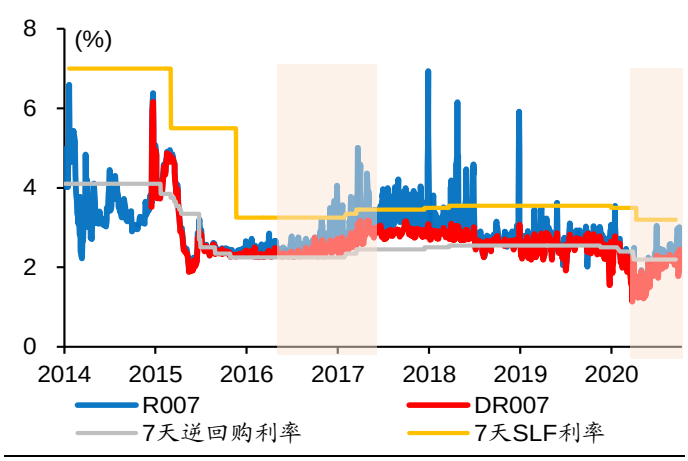
政策“退潮”过程中，货币政策往往先于财政政策回归常态，随后因通胀风险、金融风险等而逐步收紧。2009 年年初，经济出现企稳迹象，央行停止进一步宽松，7 月重启 1 年期央票发行；随着经济过热、通胀压力加大，2010 年 1 月起央行持续加息等，对银行信贷窗口指导；财政政策变化略有时滞，赤字率 2011 年才开始下降。类似的，2016 年经济逐渐企稳，二季度货币政策开始回归常态；随着金融风险加大，2016 年 8 月央行“收短放长”、抬升资金成本，引导金融去杠杆；赤字率则到 2018 年才回落。伴随经济修复，本轮政策“退潮”已然开始；2020 年 5 月以来打击资金空转、地产调控“三条红线”，以及频繁提及“防风险”、“稳”杠杆等。

图3：2009 年 7 月，央行重启 1 年期央票发行



数据来源：Wind、开源证券研究所

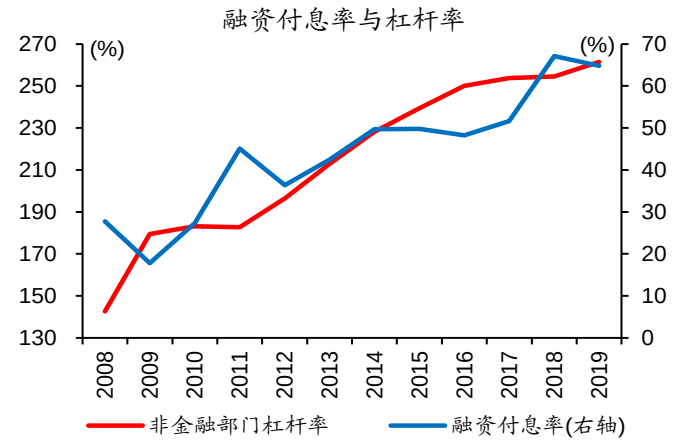
图4：2016 年下半年，货币环境逐渐收紧



数据来源：Wind、开源证券研究所

经济所处发展阶段不同，政策思路不同，托底退出的节奏、力度和方式等不尽相同。传统周期阶段下，“稳增长”政策力度较大、节奏较快，货币政策迅速转向全面宽松，财政赤字率大幅抬升、城投平台加杠杆等；随着经济修复，央行持续收紧“银根”、帮助经济降温，2008 到 2011 年是典型阶段。经历前期“稳增长”，实体杠杆率的大幅抬升对经济行为、政策空间的压制逐步累积，政策重心逐步转向“调结构”。近两轮“稳增长”到“退潮”过程中，央行多使用结构性工具，例如定向降准、再贷款再贴现、MLF 等。同时，财政发力方向、力度也不同于传统周期阶段；基建发力点，逐渐从传统“铁公基”等转向“水利环境、人工智能”等新型基建。

图5：高杠杆对微观行为压制显著，融资大多用于付息



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2013 年以来，央行货币政策工具创新增多

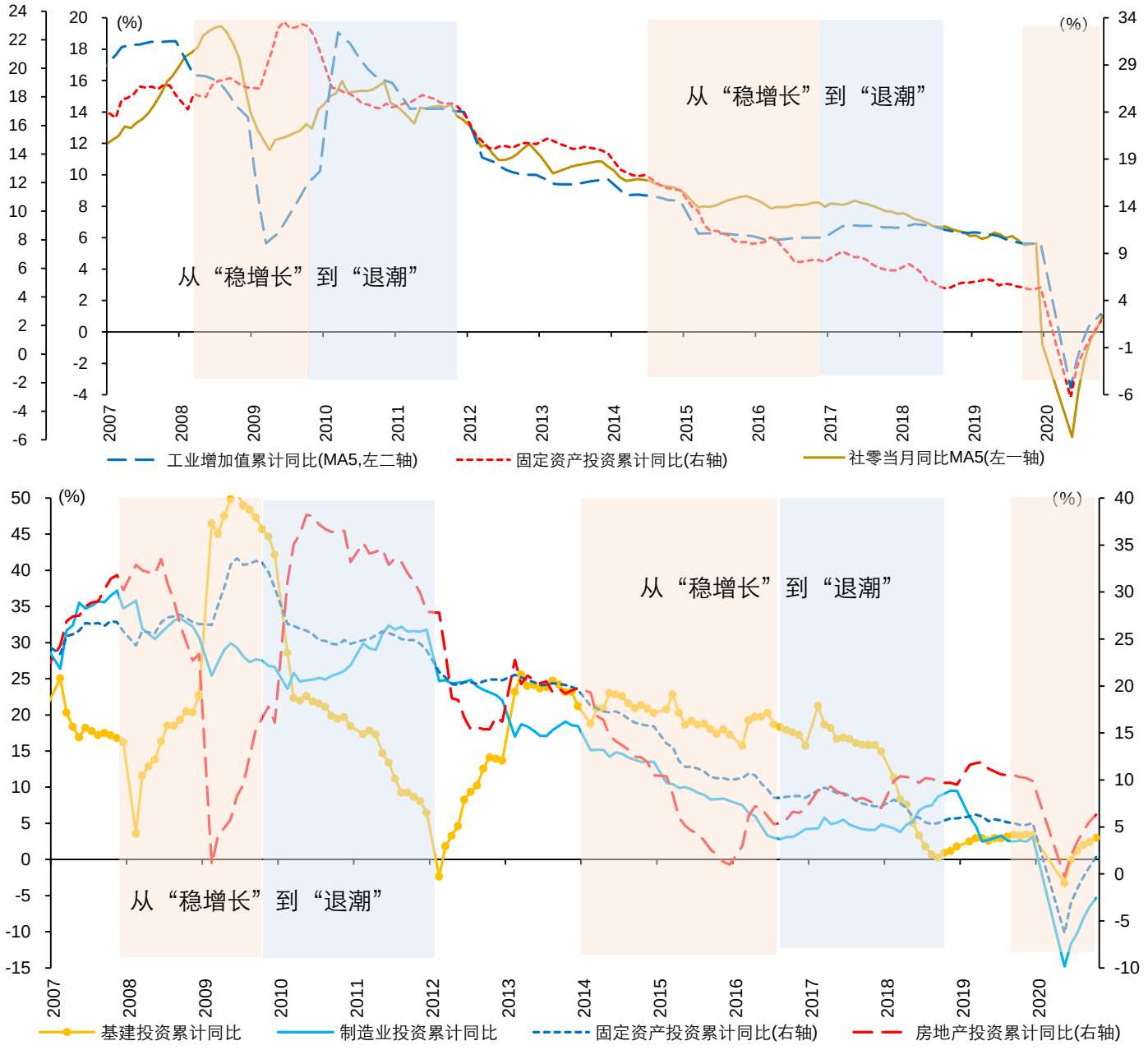
年份	创新工具
2013年	常备借贷便利(SLF),短期流动性调节工具(SLO)
2014年	中期借贷便利(MLF),补充抵押贷款(PSL),
2015年	资产抵押再贷款,MPA考核
2017年	临时流动性便利(TLF)
2018年	民企融资支持工具,扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围,临时准备金动用安排(CRA)
2019年	定向中期借贷便利(TMLF),央票互换(CBS)
2020年	普惠小微企业贷款延期支持工具，普惠小微企业信用贷款支持计划

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

2、 伴随政策逐渐“退潮”，经济基本面变化的特征？

伴随政策“退潮”，总量经济趋于回落；其中基建等“稳增长”相关需求率先走弱，制造业投资、消费等内生动能滞后修复。前两轮政策“退潮”过程中，基建投资均率先大幅下滑，累计增速分别从 40%、20%左右降至 0%附近。制造业投资、消费等经济内生动能往往会滞后一段时间修复。2010 到 2011 年期间，制造业投资持续修复到 2011 年下半年、增速一度超过 30%，消费增速持续上行至 2010 年年底、最高接近 20%；2017 到 2018 年期间，制造业投资持续修复，消费增速韧性则维持到 2017 年年中。但两个阶段的地产投资差异较大，2010 年，政策收紧影响下地产投资趋于下行；2017 和 2018 年，受棚改、竣工逻辑等支撑地产投资保持韧性。

图6：伴随政策“退潮”，“稳增长”相关板块先走弱，内生动能延后改善②

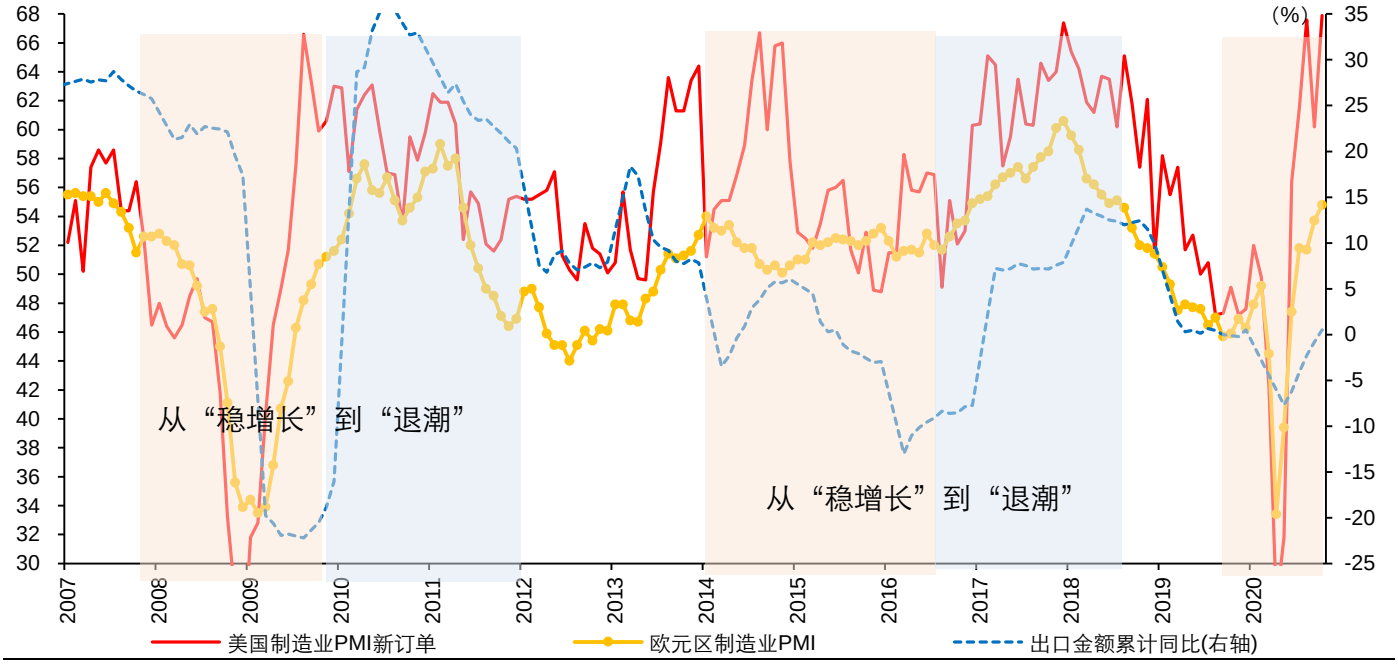


数据来源：Wind、开源证券研究所

外部环境的不同，会导致不同阶段出口存在差异；2010 年至 2011 年出口增速趋于回落，而 2017 年至 2018 年出口增速持续上行。随着全球景气高位回落，2010 至 2011 年出口增速最高约从 35%降至 20%附近、但绝对值仍处高位。2017 年全球景气处于扩张区间、2018 年“贸易摩擦”下“抢出口”等，支撑出口增速持续上行、从-10%附近升至 13%左右。疫情“错位”下，“替代效应”和“需求效应”带动 2020 年出口表现强劲。

② 图中各个指标均剔除 2020 年 1-4 月份的数据。

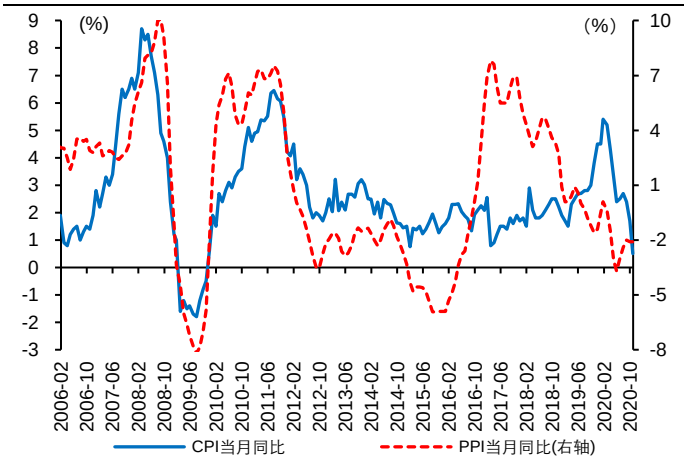
图7：外部环境的不同，导致不同阶段出口存在差异③



数据来源：Wind、开源证券研究所

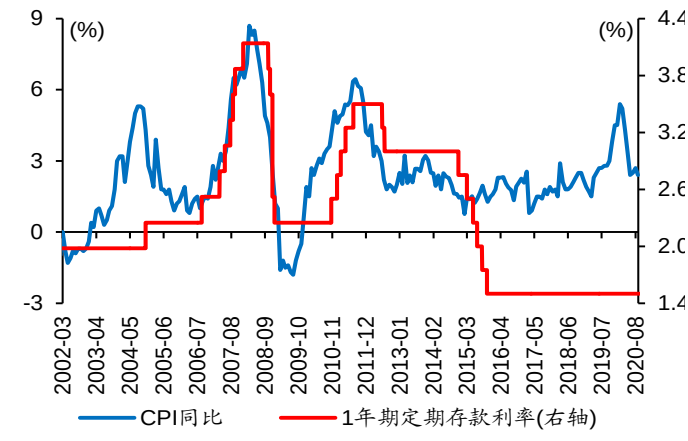
此外，物价变化及其驱动逻辑也存在差异；2010 年前后，需求驱动 CPI、PPI 上行，2017 和 2020 年前后，供需影响下 CPI 和 PPI 走势分化。2010 到 2011 年，CPI、PPI 受需求影响持续上行，CPI 约从 2%大幅上行、一度超 6%；同时，经济增速从高位下行，经济呈现典型的“类滞涨”格局。2017 年前后，供给侧改革等因素驱动 PPI 持续、大幅上行，但是 CPI 仍处于较低位置。2020 年前后，猪肉供给减少导致猪价上涨，带动 CPI 大幅抬升、一度高于 5%，但需求偏弱下 PPI 持续处于通缩区间。

图8：2017 年，受供给侧改革影响，PPI 大幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：传统周期下，CPI 升至 3%以上时，政策容易收紧



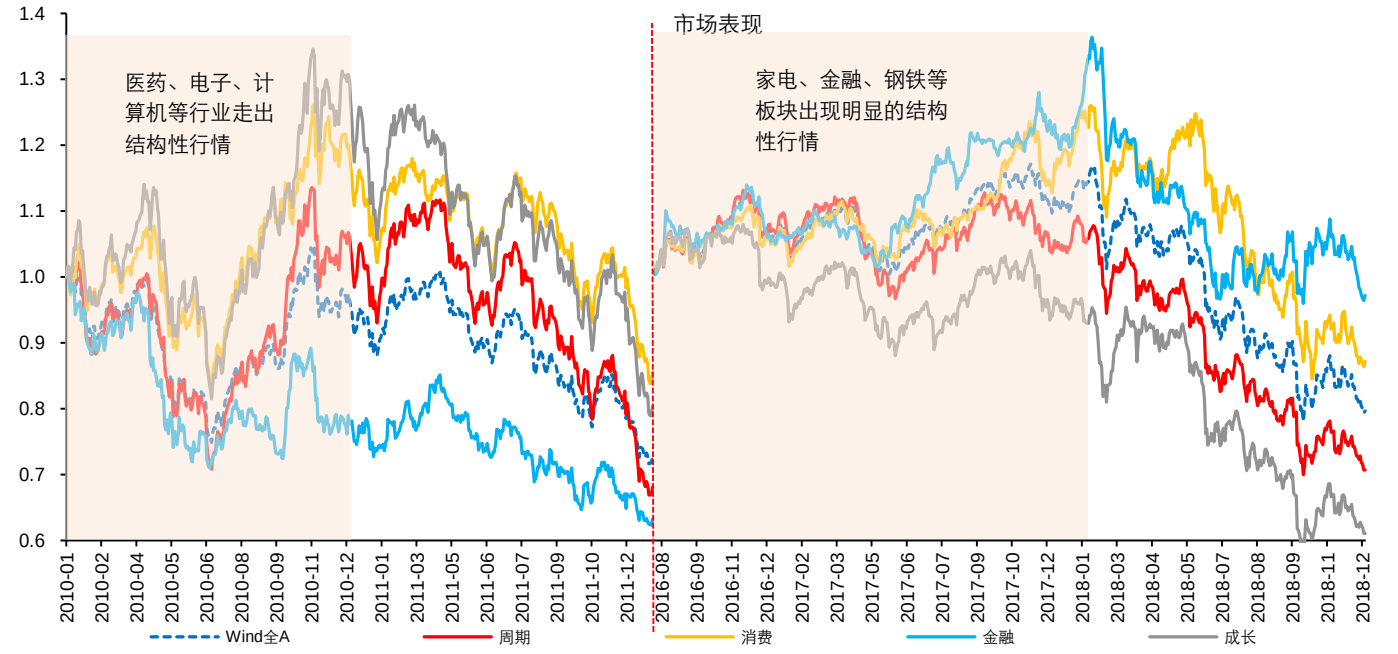
数据来源：Wind、开源证券研究所

③ 图中出口累计同比数据剔除 2020 年 1-4 月份的数据。

3、 类似的政策、经济环境下，市场表现的复盘？

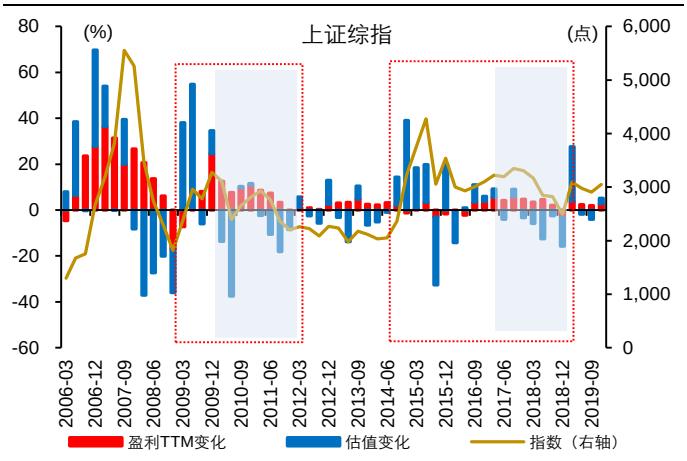
伴随政策“退潮”，权益市场估值多面临一定压力，但盈利有支撑的板块往往能走出结构性行情；转债市场的表现，和权益市场类似。前两轮政策“退潮”阶段，估值变化对权益市场的影响多为负贡献；期间，受盈利变化节奏等影响，股市往往先震荡后下行。2010 年、2017 年等时间段，企业盈利增速仍较高，估值承压下股市多震荡或上行；期间市场的结构性行情明显，例如 2010 年的电子、医药，及 2017 年的家电、钢铁等板块表现均相对较好。2011 和 2018 年，估值和盈利拖累市场普跌。

图10：伴随政策“退潮”，权益市场先震荡后下行



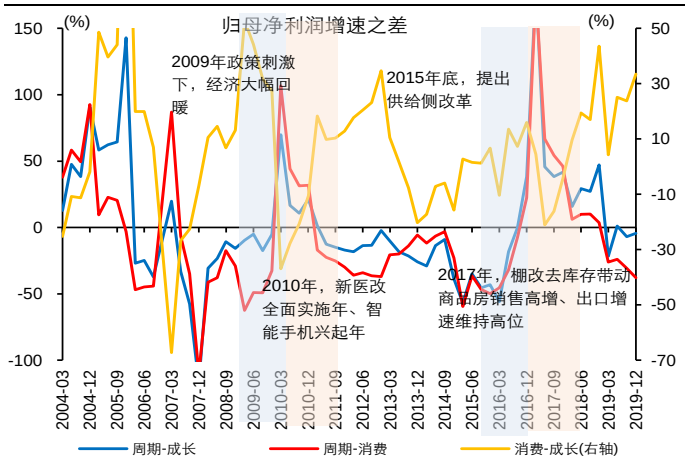
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：伴随政策“退潮”，股市估值多承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2010、2017 年，表现好的板块盈利相对改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

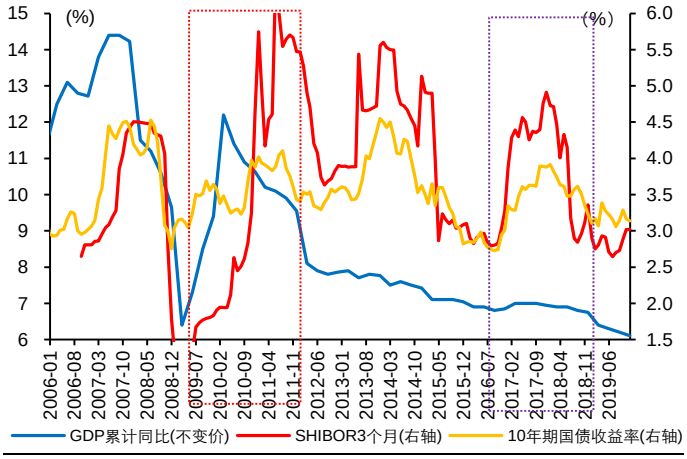
债市来看，债券收益率中枢往往阶段性抬升，随后逐步进入下行通道；信用分层现象凸显，评级利差持续走阔。政策逐步“退潮”的过程中，债券收益率中枢，跟随总量经济先抬升后下行。其中，2009 年、2010 年 4 季度收益率震荡上行，还与通胀高企、流动性收紧等有关，2016 年下半年至 2017 年债市受金融去杠杆下流动性收紧等影响较大。同时，政策“退潮”过程中，信用环境进入收缩通道，信用风险事件增多，例如 2011 年的滇公路、上海申虹及云投事件，2018 年民企、尤其是上市民企违约显著增多。信用风险事件频发下，评级利差多持续走阔、信用分层现象凸显。

图13：伴随政策“退潮”，债券收益率中枢先阶段性抬升、后进入下行通道



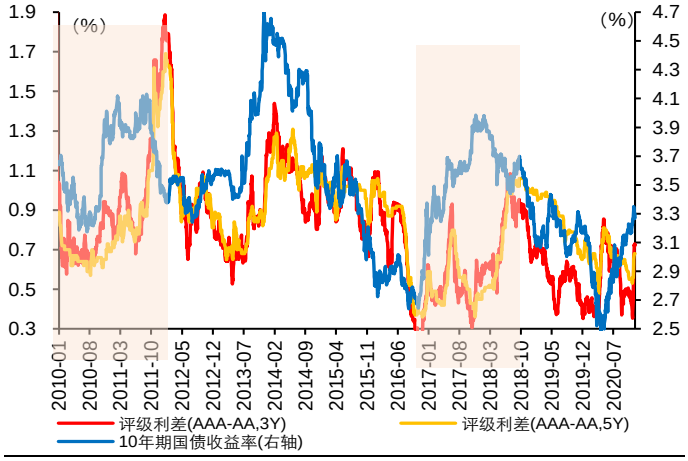
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：债市主要受经济基本面、流动性预期等影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：两个阶段，信用分层现象凸显



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）2008 年以来，我国经历了 3 轮较为明显的政策从“稳增长”到“退潮”的阶段，通常货币政策先于财政政策回归常态。历史上，经济压力较大时，财政、货币政策等托底操作逐步加码，典型时期如 2008 年、2014 年和 2020 年；随着经济逐渐修复，政策逐步“退潮”，例如 2009 年、2016 年和 2020 年 4 月等。通常货币政策先逐步回归常态，财政政策变化略有时滞，赤字率多在经济确认企稳后下降。

（2）经济所处发展阶段不同，政策思路不同，“稳增长”到“退潮”的节奏和力度等不尽相同。传统周期下，“稳增长”政策发力时，力度较大、节奏较快，货币迅速转向全面宽松，城投平台加杠杆；随着经济修复，央行收紧“银根”、帮助经济降温。转型“攻坚”阶段大为不同，近两轮“稳增长”到“退潮”，货币政策多运用结构性工具、尤其是 2020 年，财政发力方向、力度等也不同于传统周期。

（3）伴随政策“退潮”，基建等“稳增长”相关需求逐步回落，制造业投资等内生动能滞后修复，地产投资和物价等不尽相同。经验显示，过去两轮政策“退潮”过程中，总量经济趋于回落，其中基建投资率先回落，而制造业投资和消费等滞后反应；地产投资、物价走势和驱动不尽相同，2010 年至 2011 年地产投资高位下滑、CPI 大幅上行，2017 年至 2018 年上半年地产投资韧性较强、PPI 明显上行。

（4）外部环境不同，会导致不同阶段出口存在差异；2010 至 2011 年出口增速趋于回落，而 2017 至 2018 年出口增速持续上行。随着全球景气高位回落，2010 至 2011 年出口增速约从 35%降至 20%、但仍处高位。2017 年全球景气处扩张区间、2018 年“贸易摩擦”下“抢出口”等，支持出口增速持续上行、从-10%附近升至 13%左右。疫情“错位”下，“替代效应”和“需求效应”带动 2020 年出口强劲。

（5）伴随政策“退潮”，股市估值多面临一定压力，但盈利有支撑的板块往往有结构性行情。前两轮“退潮”阶段，估值变化对股市的影响多为负贡献；期间受盈利变化节奏等影响，市场往往先震荡后下行，盈利较好的板块容易出现结构性行情。具体来看，2010 股市震荡、2017 年小幅上行，2011 和 2018 年估值和盈利拖累市场普跌，但 2010 年电子、医药等，及 2017 年家电、钢铁等板块表现较好。

（6）债券收益率中枢往往阶段性抬升，随后逐步进入下行通道；信用分层现象凸显，评级利差持续走阔。政策逐步“退潮”的过程中，债券收益率中枢，跟随总量经济先抬升后下行，其中，2009 年、2010 年 4 季度收益率震荡上行，还与通胀高企、流动性收紧等有关，2016 年下半年至 2017 年债市受金融去杠杆下流动性收紧等影响较大。期间多出现信用风险事件，导致信用分层、中低评级利差走阔。

5、 风险提示

宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn