

总量研究

宽信用阶段哪些行业会有超额收益？

——光大宏观周报（2022-02-20）

要点

核心观点：

通过对 2010 年以来宽货币宽信用阶段 A 股走势复盘，我们发现，双宽阶段股指及其动态市盈率涨跌不一，主要或源于双宽阶段往往伴随着经济下行压力，股市走势取决于流动性利好与盈利预期走弱孰强孰弱。

双宽阶段能够取得超额收益的行业同样难有定论，例如 2012 年双宽阶段中房地产、建筑、银行等顺周期行业是超额收益的主要来源，2019 年双宽阶段中电子、计算机等科技成长类行业是超额收益的主要来源。我们认为当前更类似于 2012 年，建筑、银行、非银等顺周期行业有望取得超额收益。

宽货币宽信用阶段股市整体表现涨跌不一

在货币信用周期视角下，可以根据货币和信用的松紧程度，将宏观流动性划分为紧货币紧信用等四个阶段，而当前正处于宽货币宽信用阶段。通过对 2010 年以来国内股市走势的复盘，我们发现宽货币宽信用阶段股指及其动态市盈率涨跌不一。我们认为主要的原因在于，宽货币宽信用往往会伴随着经济下行压力增大的宏观环境，虽然流动性宽松有利于支撑股市估值，但经济下行压力同样会打压盈利预期，因而，股市的整体表现更多取决于两者谁能处于主导地位。

双宽阶段股市超额收益会出现在哪些行业？

双宽阶段一：2012 年 1 月至 2012 年 12 月。相对沪深 300 的超额收益角度而言，从 2012 年整个宽货币宽信用阶段来看，30 个中信一级行业中，超额收益较高的行业依次为：房地产、非银行金融、建筑、银行、综合、家电以及有色金属等行业；超额收益较小的行业依次为：通信、电力设备及新能源、计算机、纺织服装、商贸零售和国防军工等行业。

双宽阶段二：2019 年 1 月至 2020 年 4 月。相对沪深 300 的超额收益角度而言，从 2019 年整个宽货币、宽信用阶段来看，30 个中信一级行业中，涨幅较大的行业依次为：电子、食品饮料、农林牧渔、计算机、建材、医药、家电、通信等行业；跌幅较大的行业依次为：钢铁、石油石化、建筑、煤炭等行业。

本次双宽阶段哪些行业更有望获得超额受益？

在 2012 年双宽阶段，国内经济增长的下行压力多次超出市场预期，人民银行接连两次降准、降息，发改委也迅速推出了大量基建投资项目。在这种背景下，房地产、非银金融、建筑和银行等顺周期行业取得了较高的超额收益。从目前的宏观环境来看，2021 年中央经济工作会议提出“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”后，一再强调“要保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前开展基础设施投资”。1 月 10 日国常会更是表态要抓紧发债、简化手续、尽快开工。

因而，我们认为，随着财政政策持续发力，以及重大项目等基建投资落地，今年宽信用阶段的行业表现可能会更像 2012 年，建筑、银行、非银等顺周期行业有望会有较好的表现。

风险提示：政策落地不及预期，新冠肺炎本土疫情大范围扩散，各地重大项目推进不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebscn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebscn.com

相关研报

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？——流动性洞见系列四（2022-01-25）

从地方两会看稳增长的决心和主抓手——光大宏观周报（2022-01-23）

货币微松能为稳增长做些什么？——光大宏观周报（2022-01-16）

国常会吹响基建集结号：抓紧发债、简化手续、尽快开工——2022 年 1 月 10 日国常会学习体会（2022-01-11）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一（2021-11-21）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构 —— 2022 年宏观年度策略报告（2021-11-02）

美债交易逻辑已悄然变化 —— 美联储观察系列二（2021-09-02）

为什么我们认为四季度可能会降息？—— 货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？—— 货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？—— 货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？—— 货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1、宽信用阶段哪些行业会有超额收益？	4
1.1、宽货币宽信用阶段股市整体表现涨跌不一	4
1.2、双宽阶段股市超额收益会出现在哪些行业？	5
1.3、本次双宽阶段哪些行业更有望获得超额受益？	7
2、海外观察	8
2.1、海外疫情：美国新增确诊下行，疫苗接种推进	8
2.2、金融与流动性数据：美债收益率持平，通胀预期下行	9
2.3、全球市场：全球股市普遍下跌，大宗商品涨多跌少	10
2.4、央行观察：美联储在必要时会加速政策收缩	10
2.5、海外政策：耶伦警告称通胀高到难以接受	12
3、国内观察	12
3.1、上游：原油价格环比上涨，动力煤、焦煤价格趋势分化，铜价、铝价环比上涨	12
3.2、中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	13
3.3、下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化	14
3.4、流动性：货币市场利率下行，债券市场利率趋势分化	15
3.5、国内政策：中小企业发展信心不断恢复	16
4、下周财经日历	17
5、风险提示	17

图目录

图 1：货币信用周期视角下宏观流动性的四个阶段	4
图 2：宽货币宽信用阶段股指走势	5
图 3：宽货币宽信用阶段股指动态市盈率走势	5
图 4：2012 年双宽阶段中信一级行业相对沪深 300 的超额收益率	6
图 5：2019 年双宽阶段中信一级行业相对沪深 300 的超额收益率	7
图 6：2022 年各地新开工项目数量普遍增多	8
图 7：2020-2022 年 10 省市的重大项目年度计划投资额	8
图 8：美国新增确诊持续下行（7 天移动平均）	9
图 9：疫苗接种比例持续上升	9
图 10：美国 10 年期国债收益率较上周走平	9
图 11：英法德日国债收益率涨跌不一	9
图 12：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡上行	10
图 13：美国投资级企业债利差上行	10
图 14：全球股市普遍下跌	10
图 15：大宗商品价格涨多跌少	10
图 16：原油价格环比上涨	13
图 17：动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比下跌	13
图 18：铜价环比上涨，铝价环比上涨	13
图 19：铝价环比上涨，库存同比下降	13
图 20：高炉开工率下跌	14
图 21：水泥价格指数环比下跌	14
图 22：螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降	14
图 23：钢坯库存同比下降	14
图 24：商品房成交面积跌幅扩大	15
图 25：土地供应面积同比增速下行	15
图 26：猪价、菜价、水果价格趋势分化	15
图 27：乘用车日均零售销量跌幅扩大	15
图 28：货币市场利率下行	16
图 29：债券市场利率多数上行	16

表目录

表 1：美欧日央行官员表态	11
表 2：下周全球经济数据热点	17

1、宽信用阶段哪些行业会有超额收益？

1.1、宽货币宽信用阶段股市整体表现涨跌不一

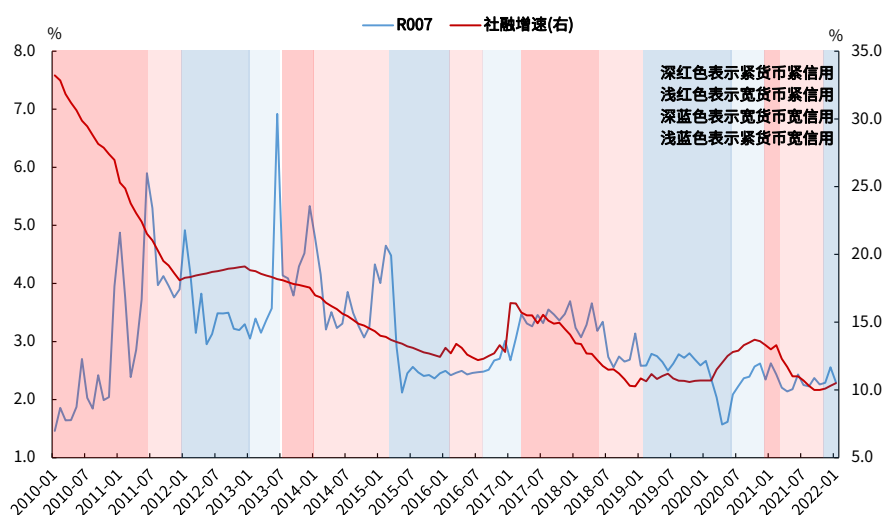
在货币信用周期视角下，可以根据货币和信用的松紧程度，将宏观流动性划分为紧货币紧信用等四个阶段，而当前正处于宽货币宽信用阶段。

宏观流动性主要关注总体层面的流动性水平，如果我们用 7 天期银行间质押式回购利率(R007)表征货币松紧程度，用社会融资规模存量同比增速表征信用扩张程度，则可以将宏观流动性划分为：紧货币紧信用、宽货币紧信用、宽货币宽信用和紧货币宽信用四个货币信用周期阶段。

其中，一般来说，紧货币紧信用和宽货币宽信用是政策的目标状态，而宽货币紧信用和紧货币宽信用是由于货币和信用周期存在时滞而导致的中间状态，宽货币紧信用可以看作是紧货币紧信用状态下，货币由紧转松而信用延续收紧惯性所导致的过渡状态，紧货币宽信用亦然。

按照我们的划分标准，从 2021 年 2 月份开始，R007 利率便呈现出触顶回落态势，随后人民银行于 2021 年 7 月份开始两次全面降准，并调降政策利率，标志着货币周期整体处于宽货币阶段；同时，2021 年 11 月存量社融同比增速触底，并于 12 月开始企稳回升，标志着信用周期整体处于宽信用阶段，因而，当前宏观流动性整体处于宽货币宽信用阶段。

图 1：货币信用周期视角下宏观流动性的四个阶段



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 1 月

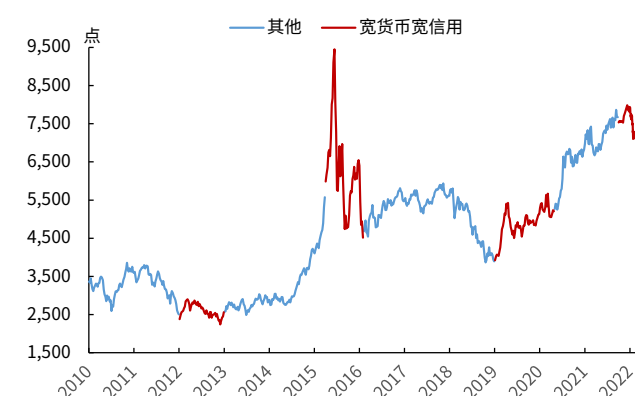
宽货币宽信用阶段股指及其动态市盈率涨跌不一，主要源于一般宽货币宽信用会出现在经济面临较大下行压力阶段，因而，虽然流动性利好股市估值，但经济下行压力会降低盈利预期。

根据上述对宏观流动性不同阶段的划分，我们通过 Wind 全 A(除金融、石油石化)指数和动态市盈率估值，对 2010 年以来的 A 股市场在不同宏观流动性阶段的表现进行了复盘。可以发现：

- (1) 2010 年以来，我国宏观流动性总体出现过 4 次宽货币宽信用阶段；
- (2) 2012 年宽货币宽信用阶段股指呈现震荡走势，其动态市盈率估值呈现震荡上行态势；
- (3) 2015 年宽货币宽信用阶段股指呈现大幅下行走势，其动态市盈率估值呈现大幅下行走势，主要源于前期股市出现较为严重的加杠杆行为，2015 年政策层严查场外配资等股市去杠杆监管政策导致股指大幅下行；
- (4) 2019 年宽货币宽信用阶段股指及其动态市盈率估值，均呈现明显上行态势，主要源于 2018 年中美贸易摩擦加剧导致股市大幅走弱，而在 2019 年中美贸易摩擦缓和后股市呈现修复行情；
- (5) 2022 年宽货币宽信用初期股指及其动态市盈率估值，均呈现下行态势。

综合而言，宽货币宽信用阶段股指及其动态市盈率涨跌不一。我们认为主要的原因在于，宽货币宽信用往往会伴随着经济下行压力增大的宏观环境，虽然流动性宽松有利于支撑股市估值，但经济下行压力同样会打压盈利预期，因而，股市的整体表现更多取决于两者谁能处于主导地位。

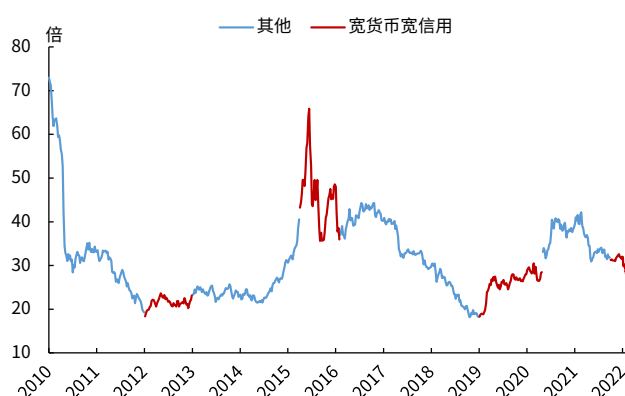
图 2：宽货币宽信用阶段股指走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：数据为 Wind 全 A(除金融、石油石化)指数，数据截至 2022 年 2 月 18 日

图 3：宽货币宽信用阶段股指动态市盈率走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：数据为 Wind 全 A(除金融、石油石化)PETTM，数据截至 2022 年 2 月 18 日

1.2、双宽阶段股市超额收益会出现在哪些行业？

通过对货币信用周期视角下宏观流动性的复盘，可以看到，2010 年以来一共出现过四次宽货币宽信用阶段，分别是：

- (1) 2012 年 1 月至 2012 年 12 月；
- (2) 2015 年 4 月至 2016 年 1 月；
- (3) 2019 年 1 月至 2020 年 4 月；
- (4) 2021 年 11 月至今。

其中，由于 2015 年 4 月至 2016 年 1 月，涉及到政策因素导致的股市去杠杆，从而导致股市持续下行，与当前的市场环境有明显不同。因而，我们主要通过复盘 2012 年和 2019 年的股市表现，来为当前的市场交易提供参考。

双宽阶段一：2012 年 1 月至 2012 年 12 月

相对沪深 300 的超额收益角度而言，从 2012 年整个宽货币宽信用阶段来看，30 个中信一级行业中，超额收益较高的行业依次为：房地产、非银行金融、建筑、银行、综合、家电以及有色金属等行业；超额收益较小的行业依次为：通信、电力设备及新能源、计算机、纺织服装、商贸零售和国防军工等行业。

图 4：2012 年双宽阶段中信一级行业相对沪深 300 的超额收益率

	2012年	2012-01	2012-02	2012-03	2012-04	2012-05	2012-06	2012-07	2012-08	2012-09	2012-10	2012-11	2012-12
房地产	27.4	-2.0	8.2	3.0	5.0	3.8	0.1	-1.6	-1.8	-0.1	4.5	3.4	3.7
非银行金融	24.1	4.8	1.1	1.1	6.6	4.0	4.4	1.6	-6.2	7.1	-5.2	-4.9	11.7
建筑	14.4	-2.6	3.2	0.0	1.6	4.7	1.1	-0.9	2.1	0.4	1.9	1.2	1.5
银行	11.5	1.8	-4.9	0.9	-2.6	-4.8	4.6	1.0	4.7	-6.6	3.5	6.2	5.9
综合	9.1	-2.4	7.7	0.0	3.9	0.1	-0.1	-3.2	10.5	-6.3	4.9	-1.8	-4.2
家电	5.7	-2.8	7.3	0.8	-1.9	3.7	-1.9	-2.6	3.8	-1.3	3.9	1.9	-6.1
有色金属	5.2	10.8	0.9	-1.6	0.7	3.7	-3.4	-3.1	2.4	6.4	-7.1	-2.4	-1.8
医药	2.8	-10.5	3.2	0.1	-3.2	5.3	11.4	0.0	6.8	-2.3	4.0	-5.7	-7.6
电力及公用事业	2.0	-4.9	-0.4	-0.4	-2.3	3.3	8.3	0.2	4.3	-5.3	2.8	0.0	-5.4
电子	0.1	-6.6	7.8	-0.4	-1.2	5.5	2.7	-4.4	11.0	-3.8	1.2	-7.3	-2.6
综合金融	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汽车	-0.2	-1.8	3.7	-1.0	-0.4	1.2	-2.8	-5.6	2.3	-0.8	2.1	2.0	2.0
消费者服务	-3.6	-5.6	1.0	2.9	-0.3	2.4	3.3	2.1	4.3	-2.5	-1.4	-5.6	-5.0
建材	-4.9	-0.7	4.8	-3.9	1.5	2.7	-8.0	-4.5	0.7	4.8	0.4	-1.5	2.9
石油石化	-7.9	-0.5	-0.8	-0.8	-3.2	-0.4	2.1	-1.1	4.9	-3.7	3.2	-2.9	-5.4
基础化工	-8.7	-2.8	5.0	-1.8	-2.0	0.5	-1.3	-2.1	7.5	-2.0	0.2	-7.4	-1.4
食品饮料	-8.8	-8.4	3.6	3.0	1.3	1.9	6.1	2.7	-1.4	0.7	1.7	-10.2	-11.4
轻工制造	-9.1	-8.3	7.8	-0.4	-1.4	-0.5	-0.8	-5.0	7.0	-4.5	4.8	-6.4	0.0
交通运输	-10.2	-1.5	-0.3	-0.6	-1.0	-0.4	0.6	-1.8	0.9	-4.7	3.4	0.1	-5.2
钢铁	-10.4	0.4	1.9	-1.9	-1.1	-0.2	-5.6	-1.8	5.6	-3.9	3.0	-1.4	-4.8
农林牧渔	-10.6	-7.1	5.7	-1.9	-0.9	0.1	0.5	0.9	3.7	-3.2	-1.9	-4.7	-0.9
煤炭	-11.0	4.5	0.3	-3.4	3.0	-1.0	-9.6	1.4	-1.1	3.6	-2.4	-4.0	0.3
机械	-11.9	-2.0	2.7	-3.3	2.7	2.2	-2.8	-4.8	1.7	-2.6	0.9	-3.7	-1.3
传媒	-12.3	-9.7	10.0	-2.0	-4.9	0.8	0.8	1.5	9.1	-4.0	1.7	-9.6	-4.6
国防军工	-15.0	-5.7	5.6	-3.1	2.0	-2.0	-3.1	-7.1	6.4	-0.8	-2.0	-6.0	3.7
商贸零售	-15.3	-4.0	1.6	2.9	0.6	-3.2	-0.7	-5.5	3.9	-0.4	-1.8	-6.5	-1.4
纺织服装	-17.5	-7.5	5.1	1.6	-2.1	0.1	1.0	-2.9	1.9	-5.6	-0.3	-7.0	-1.4
计算机	-20.2	-11.3	7.1	-1.7	-4.1	1.8	1.8	-4.1	10.5	-4.7	-3.7	-9.0	-0.9
电力设备及新能源	-23.8	-7.3	5.8	-2.6	-4.1	-0.3	-3.6	-5.3	5.5	-2.7	1.0	-6.7	-3.5
通信	-24.9	-11.2	5.9	-1.4	-2.5	-1.8	-3.1	-4.3	9.4	-1.1	-4.8	-7.5	-1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中数据为中信一级行业在各个时间段内的涨跌幅减去相应时间段沪深 300 的涨跌幅，单位%

双宽阶段二：2019 年 1 月至 2020 年 4 月

相对沪深 300 的超额收益角度而言，从 2019 年整个宽货币、宽信用阶段来看，30 个中信一级行业中，涨幅较大的行业依次为：电子、食品饮料、农林牧渔、计算机、建材、医药、家电、通信等行业；跌幅较大的行业依次为：钢铁、石油石化、建筑、煤炭等行业。

图 5：2019 年双宽阶段中信一级行业相对沪深 300 的超额收益率

	201901-202004	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04
电子	53.6	-4.4	13.9	2.6	-7.2	-0.2	-2.3	6.1	5.3	7.8	-2.0	4.5	4.8	8.2	6.2	-14.0	5.6
食品饮料	50.6	2.8	-2.0	10.3	5.2	3.2	5.4	-2.8	9.6	-1.2	-0.2	-1.1	-1.9	-12.2	-0.6	11.0	2.4
农林牧渔	41.2	-2.9	7.7	12.1	4.8	6.7	-13.9	7.8	2.1	-7.5	10.9	-8.4	-5.0	-10.8	10.8	17.6	-6.6
计算机	34.0	-5.6	13.3	8.7	-8.1	1.7	-2.6	-1.5	3.7	4.5	-1.0	-1.4	1.1	0.1	11.6	-5.8	1.9
建材	33.9	-1.1	2.4	4.0	-4.1	3.1	-1.5	-3.4	-2.2	4.0	-1.1	6.7	8.1	-12.7	8.4	5.1	2.3
医药	28.2	-9.0	6.5	5.7	-2.7	-0.2	-2.8	-0.3	8.0	0.8	2.6	-1.4	-2.7	-1.4	3.4	7.7	-0.4
家电	15.3	6.3	-3.7	2.6	4.3	1.7	-1.5	0.6	0.2	1.1	2.8	0.5	4.0	-8.8	-2.0	-4.1	1.3
通信	5.5	-7.8	13.3	0.3	-3.0	-1.0	-2.4	-2.7	-2.7	8.0	-2.5	-0.2	0.7	-2.6	10.6	-4.7	-2.8
国防军工	0.0	-4.2	6.9	2.5	-9.1	5.9	-5.9	3.9	5.2	-4.8	-6.4	-0.4	-0.8	-2.0	5.0	-3.0	2.3
电力设备及新能源	0.0	-1.5	1.4	2.8	-5.8	1.7	-7.1	0.2	0.4	2.1	-4.5	0.7	1.1	-0.7	2.7	-2.2	2.4
非银行金融	-0.2	2.3	7.9	1.5	-0.1	-1.4	4.8	-1.1	-2.1	1.5	-2.3	-2.2	3.5	-10.4	-2.7	-1.6	-2.1
消费者服务	-3.6	-13.1	2.7	6.1	-1.8	1.7	4.0	0.8	3.5	-0.3	-4.0	-2.7	-0.1	-14.1	3.1	-3.0	10.1
机械	-6.5	-6.4	5.3	3.9	-5.2	0.8	-3.1	-0.1	-3.0	3.6	-4.5	0.1	2.9	-7.1	2.5	-0.2	-0.6
基础化工	-9.9	-7.5	5.1	5.2	-3.3	-1.6	-6.1	0.1	-2.0	2.4	-3.1	0.6	3.7	-6.7	2.3	-1.1	-1.4
传媒	-10.1	-10.0	10.5	0.8	-8.7	-2.0	-4.9	-2.3	1.2	3.7	-1.1	1.9	6.4	-2.3	1.3	-4.4	-2.2
轻工制造	-10.7	-7.5	4.2	9.7	-7.5	0.7	-6.7	-1.7	-0.5	2.0	1.4	1.0	2.3	-5.5	-1.0	-0.2	-4.6
汽车	-16.4	-6.6	0.8	-0.9	-0.9	-2.8	-4.1	0.7	-1.0	-0.5	-3.5	6.1	2.6	-4.9	4.1	-4.0	-4.7
银行	-17.1	1.9	-7.2	-5.4	2.4	2.0	-0.5	1.9	-4.7	4.0	2.4	0.2	-2.6	-10.9	-4.3	1.3	-2.1
房地产	-17.1	-2.4	-1.2	6.2	-5.3	0.6	-4.0	-0.8	-5.1	2.3	0.1	0.3	4.0	-12.9	-0.6	0.4	-2.1
综合	-20.4	-12.4	11.5	7.2	-8.2	1.0	-6.4	-5.2	-0.6	2.7	-0.4	-4.1	3.5	-7.0	5.4	-1.6	-6.1
有色金属	-21.4	-8.8	8.0	-2.9	-7.3	9.2	-3.1	-5.2	3.2	-3.4	-6.6	2.9	8.5	-8.7	-1.2	-3.5	-3.9
商贸零售	-24.1	-6.5	2.2	2.7	-2.7	-1.8	-2.6	-4.2	-0.6	-0.4	-2.9	-2.4	-1.2	-8.9	-2.1	10.3	-6.3
交通运输	-25.2	-5.8	0.9	1.8	-0.4	0.0	-2.1	-1.0	-2.6	0.2	-2.7	-1.0	-0.3	-12.7	-3.9	3.7	-2.5
电力及公用事业	-27.2	-9.0	-0.4	-0.3	-3.9	3.1	-2.1	-0.9	-1.3	-0.3	-2.0	-0.5	-4.2	-9.4	-1.2	5.0	-4.1
综合金融	-28.3	-22.7	28.0	-0.1	-8.9	5.4	-7.1	-0.4	-4.7	2.1	3.5	-8.2	7.4	-9.1	0.6	-0.3	-8.1
纺织服装	-29.2	-8.8	1.5	6.0	-6.6	1.5	-6.2	-3.5	-0.1	1.5	-3.9	-3.1	2.2	-7.3	3.2	1.3	-9.6
煤炭	-33.4	0.2	-3.2	-2.9	3.5	-1.1	-2.9	-0.4	-4.0	0.3	-4.5	0.1	-0.7	-12.4	-4.1	2.0	-6.6
建筑	-34.0	-7.2	-0.7	-0.7	-5.4	-1.1	-2.7	-2.0	-4.6	1.5	-4.3	-0.6	-1.0	-9.3	0.3	6.0	-5.7
石油石化	-38.5	-2.5	-3.8	-2.6	-1.6	0.9	-4.0	-4.8	-3.7	4.0	-2.1	0.7	-1.8	-8.9	-5.2	-1.5	-5.6
钢铁	-38.8	-2.7	0.6	-4.3	-5.5	2.5	-5.2	-4.6	-5.0	0.4	-4.3	2.7	-1.0	-12.4	-3.5	3.8	-4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中数据为中信一级行业在各个时间段内的涨跌幅减去相应时间段沪深 300 的涨跌幅，单位%

1.3、本次双宽阶段哪些行业更有望获得超额受益？

今年宽信用阶段的行业表现可能会更像 2012 年，建筑、银行、非银等顺周期行业有望会有较好的表现。

从 2012 年和 2019 年两轮双宽阶段的市场表现来看，2012 年超额收益较高的行业主要集中在房地产、非银金融、建筑和银行等顺周期行业，2019 年超额收益较高的行业则主要集中在电子、食品饮料、农林牧渔和计算机等行业，似乎并没有较为一致的规律，但如果我们结合当时的经济背景，则会发现目前的环境更类似于 2012 年。

首先，在 2019 年双宽阶段，超额收益主要表现在电子、计算机等科技成长行业，以及农林牧渔、食品饮料等行业，这在一定程度上与当时的内、外部环境相契合。2018 年中美贸易摩擦不断加剧，科技成长类行业处于领跌位置，在 2019 年中美贸易摩擦出现缓和后，科技成长类行业的行情修复是取得超额收益的主要因素。

另外，2019 年的另一个重要宏观环境影响因素便是始于 2018 年的非洲猪瘟，在猪瘟影响不断扩大的背景下，猪肉价格持续超预期上行，从而带动农林牧渔等行业超额收益走阔。如果排除掉中美贸易摩擦和非洲猪瘟的影响，在 2019 年双宽阶段，建材、家电、非银金融、银行和房地产的表现也同样处于较高水平。

其次，在 2012 年双宽阶段，国内经济增长的下行压力多次超出市场预期，人民银行接连两次降准、降息，发改委也迅速推出了大量基建投资项目。在这种背景下，房地产、非银金融、建筑和银行等顺周期行业取得了较高的超额收益。

从目前的宏观环境来看，2021 年中央经济工作会议提出“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”后，一再强调“要保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前开展基础设施投资”。1 月 10 日国常会更是表态要抓紧发债、简化手续、尽快开工。

从我们对各省市重大项目的追踪来看，今年以来，各地实行重大项目“随报随批”，新开工项目数量明显增多、项目不足的问题得以缓解。截至 2 月 18 日，共有 8 个省份披露重大项目的开工项目数量，其中广东、浙江、河北、四川 4 个省份的新开工项目数量较 2021 年均出现明显增长。从投资规模来看，浙江等 10 个省市 2022 年的重大项目年度计划投资额达 5 万亿，较 2021 年增长 10%，高于 2021 年 6% 的计划增速。

因而，我们认为，随着财政政策持续发力，以及重大项目等基建投资落地，今年宽信用阶段的行业表现可能会更像 2021 年，建筑、银行、非银等顺周期行业有望会有较好的表现。

图 6：2022 年各地新开工项目数量普遍增多

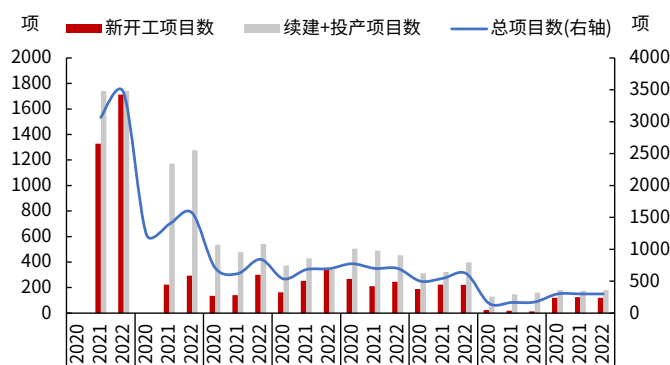
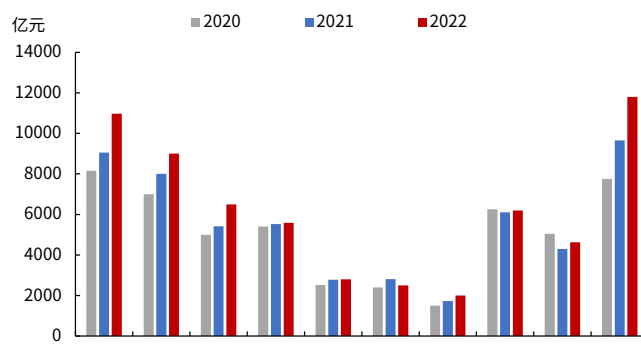


图 7：2020-2022 年 10 省市的重大项目年度计划投资额



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_37753

