

2020 年 12 月 02 日

宏观研究团队

2021 年中国宏观形势展望：抱朴守真

——宏观深度报告

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

认清经济加速转型的本质，是厘清当下宏观形势的前提。从经济“抗疫”到政策“退潮”，传统框架对 2021 年解释力或进一步下降，建议回归本源、抱朴守真。

● 从“托底”到“退潮”，政策重心始终立足国内着眼未来，疫情冲击不改方向 2020 年的托底政策，是应急之策、并非常态，中国在主要经济体中保持理性克制。为应对疫情冲击，国内政策积极发力，财政刺激规模占 2019 年支出的比重高达 10.9%，央行通过降息、再贷款等加大货币支持。中国政府始终保持理性克制，更注重“稳增长”与“调结构”的平衡。横向比较来看，国内财政刺激规模占比远低于欧洲的 16.7%、美国的 34.5% 和日本的 59.5% 等，货币政策亦是如此。

“后疫情”时代，政策“退潮”乃大势所趋，从“加”杠杆到“稳”杠杆，重心重回“调结构”、“防风险”。疫情期间的托底政策，导致实体杠杆率大幅提升，2020 年 3 季度达 270%，较 2019 年底抬升 25 个百分点，债务风险进一步累积。伴随经济逐步修复，政策“退潮”已然开始，5 月以来打击资金空转、地产调控“三条红线”，以及频繁提及的“防风险”、“稳”杠杆等，政策逐步回归“常态”。

● 2021 年或为信用“收缩”年，从“加”杠杆到“稳”杠杆，信用收缩通道打开 2020 年，信用环境超预期扩张，与政策“加”杠杆行为紧密相关；随着政策逐步回归常态，信用修复最快的阶段已经过去。与主要经济体思路类似，中国也是通过政府“加”杠杆行为托底经济，表现为，财政大幅扩张与货币宽松。中国政府相关的融资行为，对前 3 季度社融同比增量的贡献接近 50%，是信用环境超预期主要贡献。伴随政策逐步回归“常态”，3 季度以来部分融资渠道已现放缓迹象。2021 年，或为信用“收缩”之年；政策“退潮”下，信用收缩通道已然打开，带来的影响不容忽视。影响信用“收缩”的三条逻辑包括：（1）从“加”杠杆到“稳”杠杆，政府行为对信用环境的拉动，趋于减弱；（2）随着“防风险”加强、资管新规过渡期到期，通道产品等的压缩或加速非标融资收缩；（3）地产调控“三条红线”等政策影响。中性情境下，2021 年社融存量增速或将回落至 10% 左右。

● 信用“收缩”与经济“错位”交织，国内经济结构进一步分化，外需强于内需政策“退潮”下，“稳增长”支撑逻辑将有所减弱，线下消费等疫情冲击板块仍将延续修复。2020 年经济主要支撑逻辑包括，稳增长及其“外溢”效应、外需支撑下出口链景气等。前者以基建、地产、汽车等产业链条为代表，后者以防疫物资、电子等产业链条为代表。2021 年，“稳增长”链条支持力度或减弱，信用“收缩”下产业分化加大；居民收入与线下消费等，前期修复不足、未来弹性可期。主要经济体的库存周期重启等，将带动全球经济加快修复；外需改善带动的出口机遇，可重点关注服务于美欧生产活动的出口链等。作为全球经济的“火车头”，美国库存周期已经重启；疫苗的大规模推广，会进一步加快全球经济的修复。伴随疫情“错位”影响的消退，出口链的支撑将由订单的“替代效应”驱动，过渡至“需求效应”的支持。服务于美欧生产活动的出口贸易行为等，值得重点关注。

风险提示：疫情二次爆发，债务风险加速暴露。

相关研究报告

《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

《宏观经济点评-上游原料制造盈利大幅改善》-2020.11.27

目 录

1、 大国转型，政策重心始终围绕“调结构”	4
1.1、 从“托底”到“退潮”，客观认识政策变化	4
1.2、 认清转型本质，方能理解当下政策内核	7
2、 信用“收缩”之年，返璞归真	10
2.1、 2020 年信用显著扩张，得益于政策托底等	10
2.2、 从“加”杠杆到“稳”杠杆，2021 年或为信用“收缩”之年	12
3、 从“错位”到“收敛”，结构分化进一步加大	14
3.1、 疫情冲击下，经济从“错位”到“收敛”	14
3.2、 政策“退潮”下，经济结构分化进一步加大	16
4、 研究结论	21
5、 风险提示	21

图表目录

图 1： 2020 年广义财政赤字大幅扩张	4
图 2： 相较于发达经济体，我国财政刺激力度相对克制	4
图 3： 4 月中下旬开始，流动性环境逐步回归常态	5
图 4： 美联储迅速将联邦基金目标利率降至 0-0.25%	5
图 5： 年初以来，各部门杠杆均有所抬升	5
图 6： 5 月以来，结构性存款规模持续回落	5
图 7： “十四五”规划建议稿对安全、产业等关注度较高	7
图 8： “十四五”重点强调战略新兴产业、能源革命等	7
图 9： 杠杆持续攀升，资金利用效率不断下降	7
图 10： 信用债募资注明用途大部分用于“借新还旧”	7
图 11： 建筑材料、房地产等传统板块偿债比例较高	8
图 12： 西部城投债“借新还旧”比例居前	8
图 13： 传统周期下，基建和地产是稳增长重要抓手	8
图 14： 基建和地产加码，对应地方和房地产杠杆的抬升	8
图 15： 地方债和城投平台带息债务远高于地方政府债务	9
图 16： 住房按揭贷带动居民杠杆持续、大幅攀升	9
图 17： 政策积极引导旧经济出清和新经济培育	9
图 18： 年初以来，社融增速大幅抬升	10
图 19： 债券、贷款等对社融同比增量贡献居前	10
图 20： 政府行为相关债券融资均不同程度扩张	10
图 21： 前 3 个季度，基建中长期贷款同比增幅最大	10
图 22： 房地产开发贷增速回落放缓	11
图 23： 前 10 个月房地产债净融资显著高于 2019 年同期	11
图 24： 前 10 月委托贷款收缩放缓、表外票据实现净增	11
图 25： 近年来通道类资管持续收缩、2020 年明显放缓	11
图 26： 企业中长贷增速斜率“变浅”、企业债券增速回落	12
图 27： 3 季度贷款需求指数有所回落	12
图 28： 2020 年国债和地方债规模均明显扩张	12
图 29： 地方债务率的大幅抬升或掣肘地方政府举债空间	12

图 30: 通道剩余规模或超过 13.5 万亿元	13
图 31: 券商通道业务主要投向非标资产	13
图 32: 不满足“三条红线”的上市房较多、带息债务较大	13
图 33: 踩“三条红线”房企带息债务增速更高	13
图 34: 中性情景下, 社融存量增速或回落至 10% 左右	14
图 35: 中性情景下, M2 增速或回落至 9% 以内	14
图 36: 3 月以来, 修复较快的领域主要集中在“稳增长”与“外需修复”两条逻辑链	14
图 37: 基建和地产投资修复较快	15
图 38: 销售回款和自筹资金修复较快, 支持地产投资	15
图 39: 汽车和后地产可选消费, 修复相对较快	15
图 40: 高端车受益于稳增长“外溢效应”, 销售相对较好	15
图 41: 中国出口领先于海外经济体修复	16
图 42: “替代效应”对 2 季度出口拉动显著、3 季度减弱	16
图 43: 2021 年地方债和城投债到期压力上升	17
图 44: 近年来“铁公基”计划投资规模基本不变	17
图 45: “三道红线”出台以来, 房企拿地规模明显缩减	17
图 46: 线下服务消费相关活动修复较为缓慢	17
图 47: 美国库存领先指标制造业 PMI 新订单大幅反弹	18
图 48: 美国有望在 2021 年 Q1 前后完成高危人群的接种	18
图 49: 欧盟有望在 2021 年 Q2 前后完成高危人群的接种	18
图 50: 日本有望在 2021 年 Q2 前后完成高危人群的接种	18
图 51: 6 月以来, 中国出口的“替代效应”开始减弱	19
图 52: 因欧盟等复产较慢, 中国出口替代效应依然存在	19
图 53: 疫苗的大规模推广, 将推动美欧日等复产加快	19
图 54: 美国多个行业产成品及原材料库存处于历史低位	19
图 55: 2021 年淡化总量经济, 多从行业或公司“自身”逻辑寻找投资机会	20
表 1: 7 月底以来, 当局频繁提及防风险、货币政策正常化等	6
表 2: 2021 年, 主要经济指标预测	20

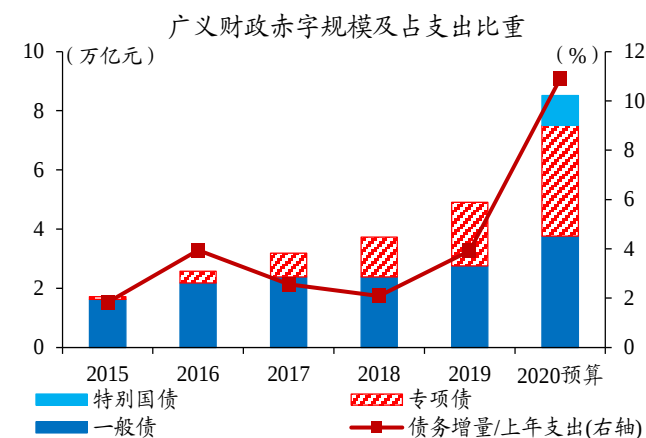
认清经济加速转型的本质，是厘清当下宏观形势的前提。从经济“抗疫”到政策“退潮”，传统框架对 2021 年解释力或进一步下降，建议回归本源、抱朴守真。

1、大国转型，政策重心始终围绕“调结构”

1.1、从“托底”到“退潮”，客观认识政策变化

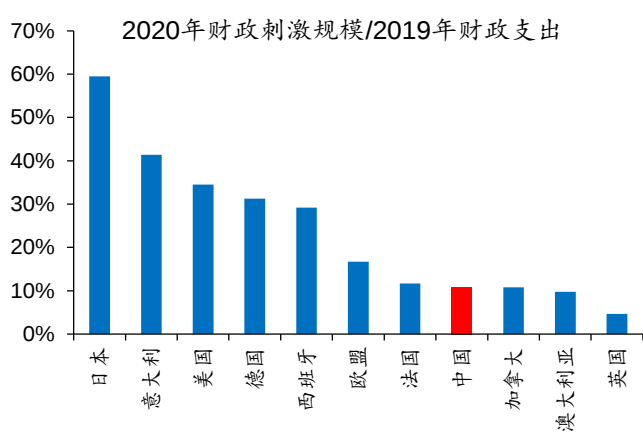
2020 年的托底政策，是应急之策、并非常态，中国在主要经济体中始终保持理性克制。应对疫情影响，主要经济体普遍通过政府加杠杆的方式托底经济，财政“一马当先”，以财政刺激规模与 2019 年财政支出之比作为刻画，美、欧、日分别高达 34.5%、16.7%和 59.5%。相比而言，我国更注重“稳增长”与“调结构”的平衡，财政刺激规模占比仅 10.9%，主要通过提高赤字率、特别国债和专项债发行等实施。

图1：2020 年广义财政赤字大幅扩张



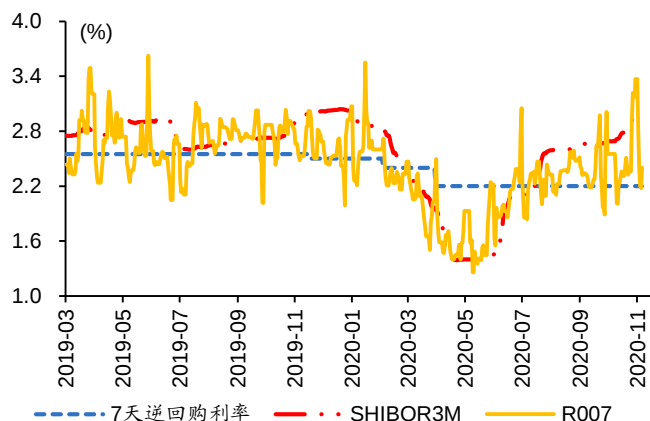
数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

图2：相较于发达经济体，我国财政刺激力度相对克制

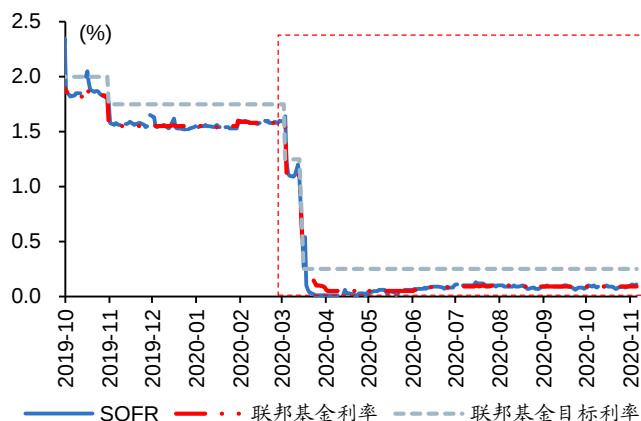


数据来源：Wind、世界银行、开源证券研究所

货币政策角度，也可以帮助我们理解国内政策的理性克制。疫情期间，央行通过下调 MLF 利率等，引导融资成本下降；同时，运用再贷款、定向降准等结构性工具，重点加大对受疫情冲击较大领域的融资支持。相较于主要发达经济体，我国是少数实施正常货币政策的国家。其中，美欧等央行普遍实施零利率或负利率，加码量化宽松。如美联储 3 月上旬与中旬两次操作，将联邦基金目标利率从 1.5-1.75% 大幅调降至 0-0.25%，并进行无上限的量化宽松计划等。

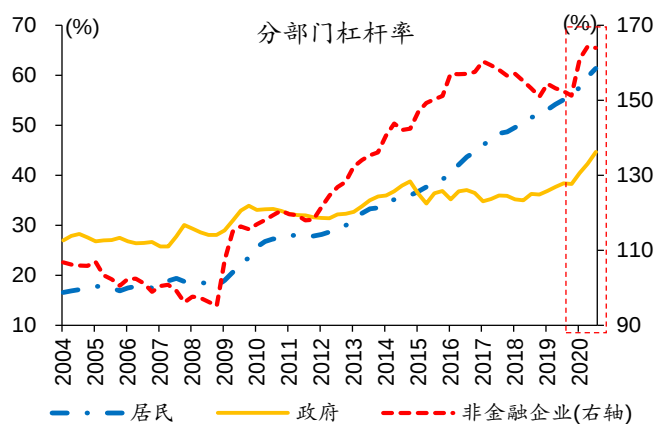
图3：4月中下旬开始，流动性环境逐步回归常态


数据来源：Wind、开源证券研究所

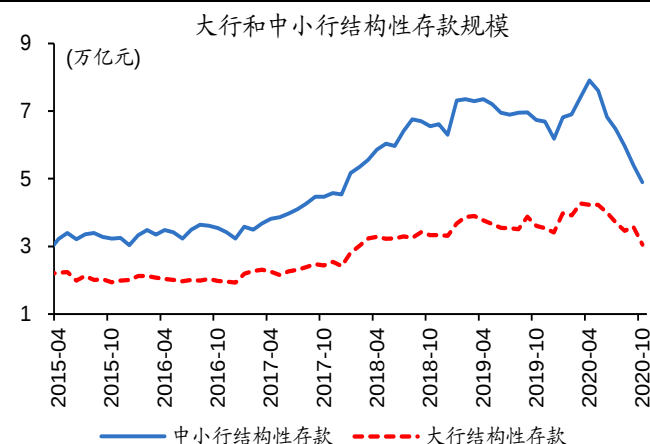
图4：美联储迅速将联邦基金目标利率降至 0-0.25%


数据来源：Wind、开源证券研究所

“后疫情”时代，政策“退潮”乃大势所趋，从“加”杠杆到“稳”杠杆，重心重回“调结构”、“防风险”。随着政策托底，实体杠杆率大幅提升，2020年3季度达270%，较2019年底抬升25个百分点，债务风险进一步累积。伴随经济逐步修复，政策“退潮”已然开始，5月以来打击资金空转、地产调控“三条红线”，以及频繁提及的“防风险”、“稳”杠杆等，政策逐步回归“常态”。

图5：年初以来，各部门杠杆均有所抬升


数据来源：CNBS、开源证券研究所

图6：5月以来，结构性存款规模持续回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

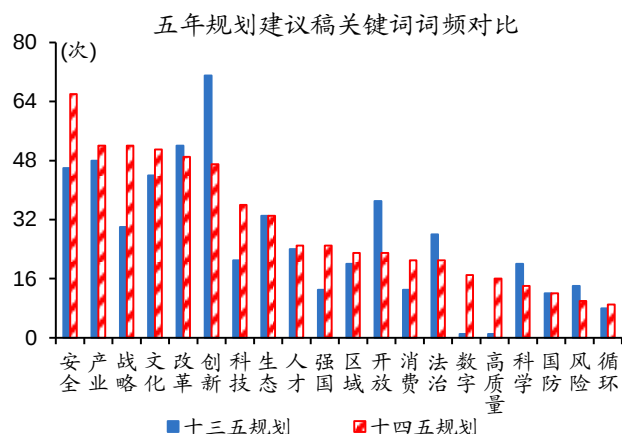
表1：7月底以来，当局频繁提及防风险、货币政策正常化等

时间	会议/文件	货币政策态度	防风险
7月31日	中央政治局会议	货币政策要更加灵活适度、精准导向。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。	完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。
8月6日	二季度货币政策执行报告	综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用。	把握好抗击疫情、恢复经济和防控风险之间的关系，稳妥推进各项风险化解任务...实现稳增长和防风险长期均衡。
8月14日	《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》	/	利率下行一致性预期强化后，有可能助长杠杆交易和投机行为，催生新一轮资产泡沫。一些地方的房地产价格开始反弹，金融资源有可能再次向高风险领域集中。提升金融服务质效...有序处置重点领域突出风险，实现稳增长和防风险长期均衡。
8月25日	国务院政策例行吹风会	要继续提高政策的直达性和精准性，精准引导其加大对符合政策导向小微企业的支持力度...下阶段要保持流动性合理充裕，但不搞大水漫灌；深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行。	货币政策需要有更大的确定性来应对各种不确定性...既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来等。
9月2日	国常会	坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌，引导资金更多流向实体经济，以促进经济金融平稳运行。	对金融控股公司监管要依法依规、稳妥有序推进实施，防范化解风险，增强金融服务实体经济能力。
9月25日	三季度货币政策委员会例会	有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。	打好防范化解重大金融风险攻坚战，守住不发生系统性金融风险的底线，实现稳增长和防风险长期均衡。
10月10日	易纲文章《金融助力全面建成小康社会》	我国货币政策坚持稳健取向，保持在正常货币政策区间...实施正常货币政策，保持正的利率，保持正常的、向上倾斜的收益曲线，总体上有利于为经济主体提供正向激励，有利于经济社会的可持续发展，也有利于人民币资产的全球竞争力。	守住不发生系统性金融风险底线，稳定经济社会发展大局。坚持稳中求进，平衡好稳增长、调结构与防风险的关系。
10月21日	易纲在2020金融街论坛演讲	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡...尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益曲线，为经济主体提供正向激励。	明年GDP增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些。货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上。
10月24日	王岐山在第二届外滩金融峰会上致辞	/	要坚持金融服务于实体经济...中国金融不能走投机赌博的歪路，不能走金融泡沫自我循环的歧路，不能走庞氏骗局的邪路...在市场化、法治化的基础上，有序处置风险，守住不发生系统性风险的底线。
11月6日	国务院政策例行吹风会	稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，根据形势变化和市场供求及时调节政策力度、节奏和重点，一方面特殊时期出台的政策将适时适度调整，另一方面对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度...加大对小微企业、民营企业的支持...将搞好跨周期政策设计，创新和完善结构性货币政策工具体系。	资金去哪里？要去实体经济，不要去玩“钱生钱”的游戏...总体上当然继续保持松紧适度，当然政策调整要基于对经济状况的准确评估，不能仓促、不能弱化金融服务实体经济这个效果...另外也不能出现“政策悬崖”。

资料来源：中国人民银行、中国政府网、开源证券研究所

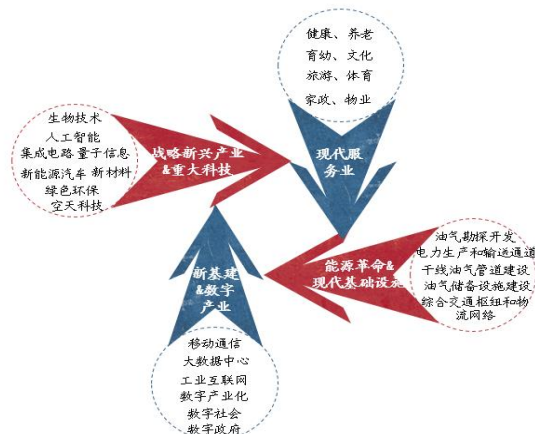
政策关注的焦点在于，经济的长期可持续发展，产业结构转型升级与安全等。近些年来，政策思路一脉相承，始终围绕加快经济结构转型升级展开，疫情期间亦不例外，注重宏观调控的跨周期设计与调节，并非“大水漫灌”式强刺激。从近期公布“十四五”规划建议可以看到，政策思路始终坚持“调结构”的方向，强调结构转型、产业升级、战略安全等。

图7：“十四五”规划建议稿对安全、产业等关注度较高



数据来源：新华社、开源证券研究所

图8：“十四五”重点强调战略新兴产业、能源革命等

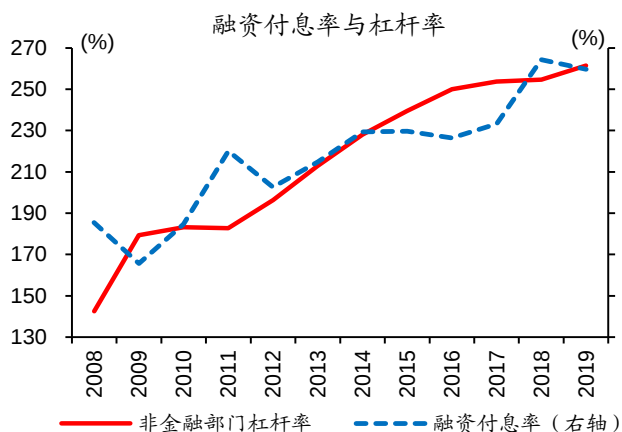


资料来源：新华社、开源证券研究所

1.2、认清转型本质，方能理解当下政策内核

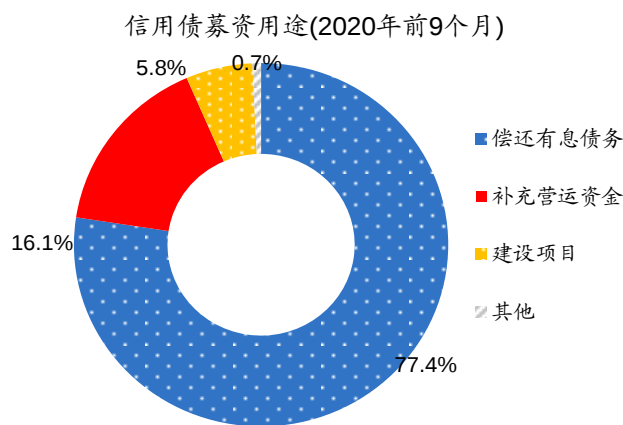
传统负债驱动型增长模式下，杠杆持续攀升、资金利用效率不断下降，并非长久之计。传统增长模式，属于典型的负债驱动型增长模式，会导致债务压力的不断累积，进而使得微观主体的现金流自由度不断受到挤压，资金利用效率、经济活力持续下降。2020年前3季度，信用债募资用途中注明“借新还旧”的比例已接近80%，其中，建材、钢铁、地产等传统行业超过90%。城投平台借新还旧的比例具有类似特征，对传统增长模式依赖度高的区域“借新还旧”比例更高，如西部、东北等。

图9：杠杆持续攀升，资金利用效率不断下降



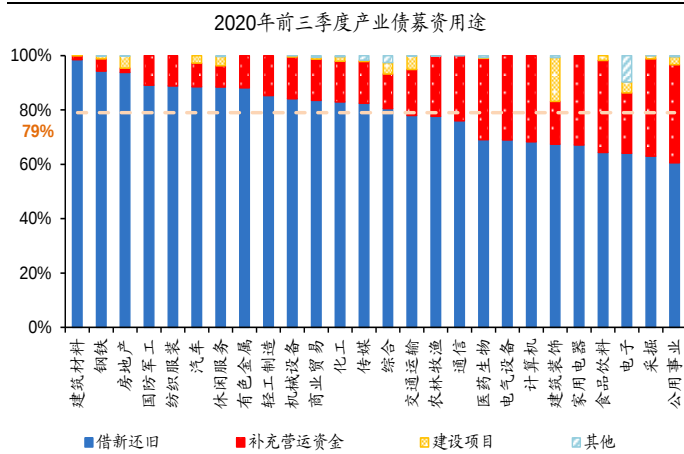
数据来源：Wind、CNBS、开源证券研究所

图10：信用债募资用途大部分用于“借新还旧”



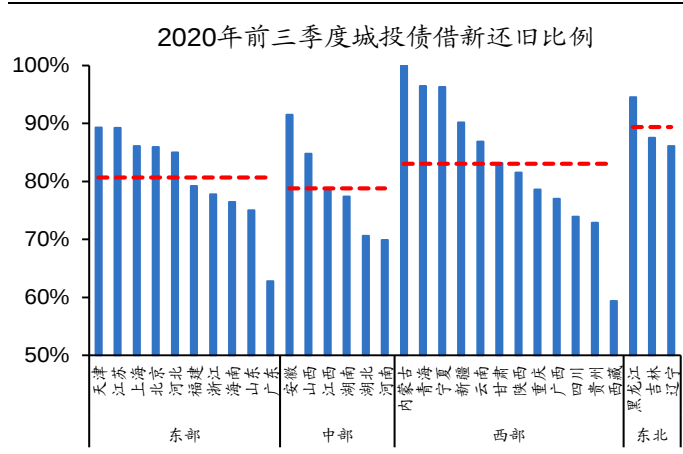
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 建筑材料、房地产等传统板块偿债比例较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 西部城投债“借新还旧”比例居前



数据来源: Wind、开源证券研究所

高杠杆压制下，房地产和基建，这两大传统增长模式下的“发动机”，逐渐失去活力。传统增长模式下，“基建”、“地产”作为稳增长常用的两大抓手，分别对应的是地方政府与居民的“加”杠杆行为。每次“稳增长”操作，都会带来相应杠杆率的抬升。传统周期下，基建发力主要借助城投平台和国企加杠杆实现，导致地方“隐性”债务规模，已显著超出“显性”债务规模。居民杠杆率的抬升，主要由按揭贷款推动；对中低收入、低收入群体的消费挤压显著，导致了社会矛盾与金融风险的累积。

图13: 传统周期下，基建和地产是稳增长重要抓手

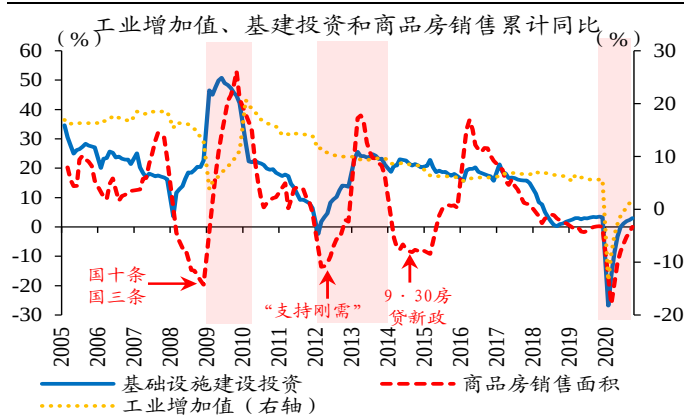
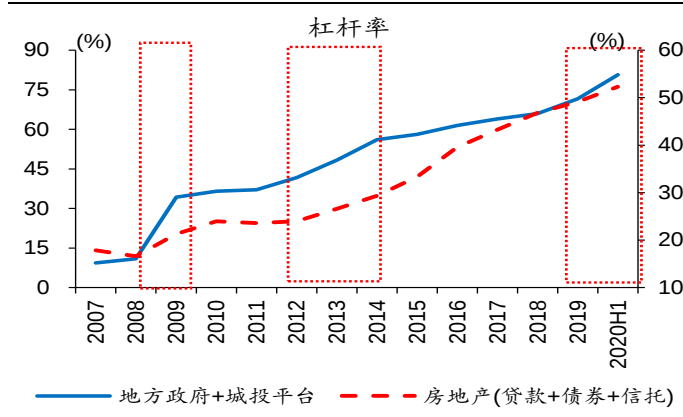


图14: 基建和地产加码，对应地方和房地产杠杆的抬升



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_1104

