

2021 年流动性会更像历史上哪个时段？

——宏观策略周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

2021 年 04 月 05 日

2020 与 2009 年，在宏观环境、信用环境、物价水平、宏观杠杆率上，都有很多类似之处。本篇报告参考 2010 年预测 2021 年的流动性走势及货币与信用周期组合。

- 宏观经济环境上，2008 年 Q3 国际金融危机冲击经济 VS 2020 年 Q1 突发新冠疫情。为应对全球范围内金融危机的冲击，中国在 2008 年末出台了进一步扩内需，促进经济平稳较快增长的“四万亿刺激计划”。GDP 同比增长于 2009 年一季度见底反弹，并于 2010 年一季度达到峰值。2020 年，由于新冠疫情的到来，2 月经济运行几乎停滞，一季度 GDP 同比增长为-6.8%，处于四十年以来的最低值。后经济逐步修复，预计一季度 GDP 达峰值。
- 货币与信用环境上，均先松后回落。为应对全球范围内金融危机的冲击，中国在 2008 年末出台了“四万亿刺激计划”及降息等宽松政策，M2 从 2008 年 11 月的 14.80% 迅速飙升，在 2009 年 11 月达到峰值（29.74%），后开始回落。2020 年 2 月开始，央行开展中期借贷便利（MLF），增加再贷款再贴现专用额度，下调支农、支小再贷款利率，定向降准，降息等一系列操作，广义货币供给量 M2 从 2 月开始上升显著，11 月开始逐步回落。
- 物价水平上，CPI 走势不同，PPI 均处于上升区间。由于我国 CPI 更多受猪肉等食品项影响，因而，生产端 PPI 代表物价水平重要意义上升。从历史上看，货币政策的操作也与 PPI 的走势相关性更高。因此，仅从 PPI 的走势来看，2020 年与 2009 年整体相似。
- 宏观杠杆率上，两次实体杠杆率均急速攀升。主要加杠杆的部门均为非金融企业部门加杠杆最大，经济冲击后后第一个季度上升幅度最大。

可以类比 2010 年合理推测 2021 年的货币与信用周期。

- 2010 年“紧货币+紧信用”。2010 年全年货币政策紧缩，5 次升准。2010 年社融规模同比增长 27%，较 2009 年的 34.8% 收窄明显，可认为“紧信用”。
- 预计 2021 上半年为“稳货币+紧信用”，下半年或进入“紧货币+紧信用”周期。预计上半年狭义流动性依旧平稳，呈现“稳货币”，下半年“紧货币”，央行更可能以短期利率与中期利率微调等方式对流动性进行调节。2021 年 2 月 M2 为 10.1%，重新回到去年 12 月水平，预计后续平稳回落。PPI 上升仍然迅猛，预计二季度达到峰值。3 月 24 日，央行一季度货币政策例会删除了前次例会中的“不急转弯”，即经济韧性下，“转弯”的可能性上升。
- 宏观杠杆率高企，2021 年信用逐步收紧。2021 年，宏观杠杆率整体偏高，控制杠杆率特别是居民部门杠杆率成为全年的“稳杠杆”的重中之重。

投资策略：关注流动性超预期收紧对股市的不利影响。

风险提示：货币政策超预期收紧、经济及企业盈利修复弱于预期等。

2021 年中国主要经济指标预测

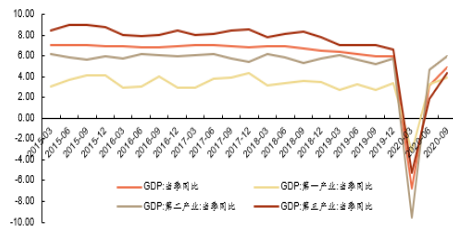
指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

相关报告

- 1、《生产出口仍强 消费偏弱：1-2 月经济数据点评》2021-03-17
- 2、《音乐要停了么：——当前宏观与市场交易的矛盾》2021-03-01
- 3、《社融继续回落 “弯”继续转：1 月金融数据与四季度货币政策执行报告点评》2021-02-21
- 4、《PPI 有望继续上扬 政策与债券市场将如何反应：——宏观策略周报》2021-01-31
- 5、《工业继续向上 消费修复趋缓：12 月经济数据点评》2021-01-20

顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 流动性收紧节奏与幅度是全年市场关注焦点	3
1.1 2020 与 2009 的相似之处	3
1.2 GDP 增速均先见底再逐步爬坑	4
1.3 两轮 M2 上升周期为 9-12 个月 后开始回落	5
1.4 两次社融规模全年基本持续走高 可认为宽信用周期	5
1.5 物价水平上 CPI 走势不同 PPI 均处于上升区间	6
1.5.1 2009 年与 2020 年 CPI 走势不同	6
1.5.2 PPI 均处于上升期间 年末由负转正	7
1.6 宏观杠杆率全年偏高 加杠杆节奏类似	8
1.6.1 两次实体杠杆率均急速攀升	8
1.6.2 非金融企业部门加杠杆最大 主要发生在第一季度	8
1.6.3 房贷增长拉动居民杠杆率攀升	9
2. 2021 或于下半年进入“紧货币、紧信用”周期	9

图表目录

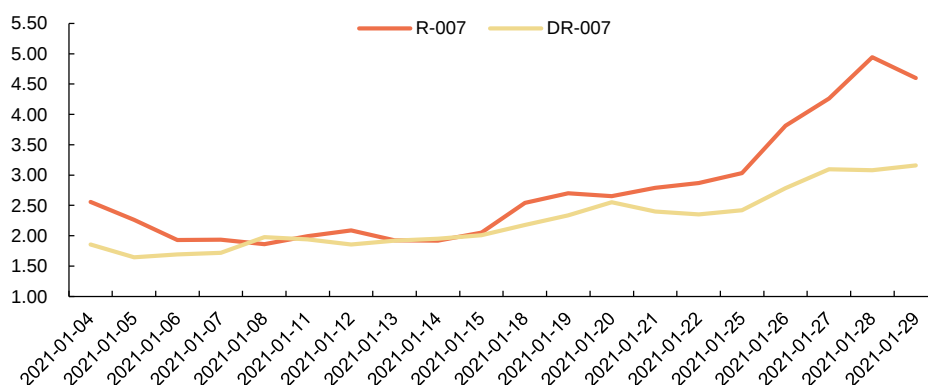
图 1： 1 月下旬，随 R007、DR007 的不断走高，市场的情绪受流动性预期的影响达到了极致	3
图 2： GDP 当季同比	4
图 3： 两轮 M2 上升周期为 9-12 个月	5
图 4： 社会融资规模存量	6
图 5： CPI	6
图 6： PPI	7
图 7： 宏观杠杆率	8
图 8： 分部门宏观杠杆率	9
表 1： 2010 年与 2021 年货币与信用组合	10

1. 流动性收紧节奏与幅度是全年市场关注焦点

2020 与 2009 年，在宏观环境、信用环境、物价水平上，都有很多类似之处。本篇报告参考 2010 年预测 2021 年的流动性走势及货币周期组合。“流动性”在 2021 年初成为关键词，尤其进入 1 月下旬，随着 R007、DR007 的不断走高，市场的情绪受流动性预期的影响达到了极致。

- ◆ 1 月 15 日，央行货币政策司司长陈雨露表示：“坚持稳字当头、不急转弯。保持对经济恢复必要支持力度。”
- ◆ 1 月 26 日，央行相关负责人表示：“有些领域的泡沫已经显现，不可能与货币无关。另外，最近上海、深圳等地房价涨得不少，这些都与流动性和杠杆率的变化有关。未来这种情况是否会加剧，取决于今年货币政策要不要进行适度的转向，如果不转向，这些问题肯定会继续，会导致中长期更大的经济、金融风险。”

图1：1 月下旬，随 R007、DR007 的不断走高，市场的情绪受流动性预期的影响达到了极致



资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ 3 月 2 日，银保监会主席郭树清也表示：房地产是金融风险最大的“灰犀牛”，贷款利率后续可能回升。货币政策何时转弯，流动性未来走势如何，依旧是目前市场关注的焦点。
- ◆ 3 月 24 日，央行一季度货币政策例会相比四季度货币政策例会，值得一提的是增加了“国内经济积极因素明显增多”、删除了“保持对经济恢复的必要支持力度”，并删除了“不急转弯”，前者肯定了经济修复的积极韧性，后者则体现了“转弯”的可能性上升。

1.1 2020 与 2009 的相似之处

2020 与 2009 年，在宏观经济环境、货币与信用环境、物价水平、宏观杠杆率上，都有很多类似之处。

- ◆ 宏观经济环境上，2008 年 Q3 国际金融危机冲击经济 VS 2020 年 Q1 突发新冠疫情。为应对全球范围内金融危机的冲击，中国在 2008 年末出台了进一步扩内需，促进经济平稳较快增长的“四万亿刺激计划”。GDP 同比增长于 2009 年一季度见底反弹，并于 2010 年一季度达到峰值。2020 年，由于新冠疫情的到来，2 月经济运行几乎停滞，一季度 GDP 同比增长为-6.8%，处于四十年以来的最低值。后经济逐步修复，预计 2021 一季度 GDP 会达峰值。

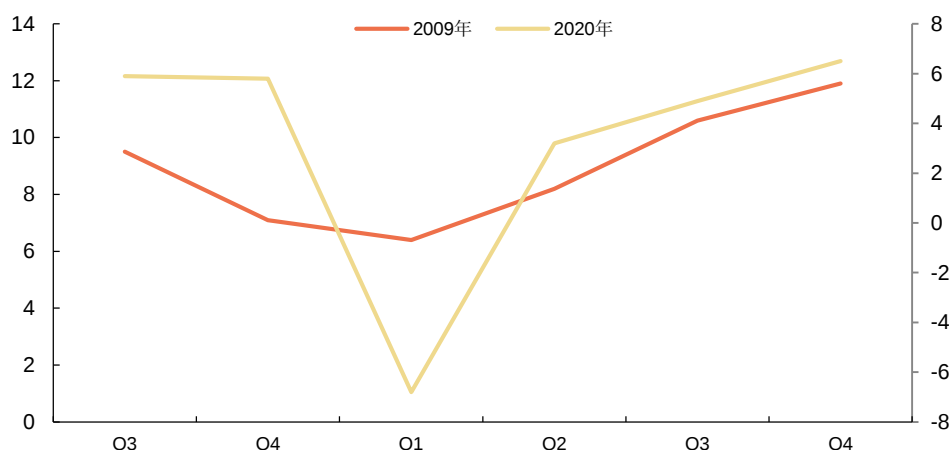
- ◆ **货币与信用环境上，均先松后回落。**为应对全球范围内金融危机的冲击，中国在 2008 年末出台了“四万亿刺激计划”及降息等宽松政策，M2 从 2008 年 11 月的 14.80% 迅速飙升，在 2009 年 11 月达到峰值（29.74%），后开始回落。2020 年 2 月开始，央行开展中期借贷便利（MLF），增加再贷款再贴现专用额度，下调支农、支小再贷款利率，定向降准，降息等一系列操作，广义货币供给量 M2 从 2 月开始上升显著，11 月开始逐步回落。
- ◆ **物价水平上，CPI 走势不同，PPI 均处于上升区间。**由于我国 CPI 更多受猪肉等食品项影响，因而，生产端 PPI 代表物价水平重要意义上升。从历史上看，货币政策的操作也与 PPI 的走势相关性更高。因此，仅从 PPI 的走势来看，2020 年与 2009 年整体相似。
- ◆ **宏观杠杆率上，两次实体杠杆率均急速攀升。**主要加杠杆的部门均为非金融企业部门加杠杆最大，经济冲击后第一个季度上升幅度最大。

1.2 GDP 增速均先见底再逐步爬坑

宏观经济环境上，2008 年 Q3 国际金融危机冲击经济 VS 2020 年 Q1 突发新冠疫情。

- ◆ 2008 年前后，主要受国际金融危机影响，GDP 同比增速一路下降，在 08 年第三季度也从两位数的增长回归到个位数的增长。中国在 08 年 11 月出台了进一步扩大内需，促进经济平稳较快增长的“四万亿刺激计划”，效果显著。**GDP 同比增长数据于 2009 年一季度见底(6.4%)反弹，并于 2010 年一季度达到峰值(12.2%)。**由于同期，PPI 和 CPI 持续走高，央行升准，紧货币周期开启，GDP 开始下行。
- ◆ **2021 一季度 GDP 将达峰值，峰值定位与 2010 年一季度可比。**2020 年，由于新冠疫情的到来，2 月经济运行几乎停滞，一季度 GDP 同比增长为-6.8%，处于四十年以来的最低值。2020 年 2 月，央行开展中期借贷便利（MLF），增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，并下调支农、支小再贷款利率，仅在 2 月 3 日一天通过公开市场逆回购便投放了 1.2 万亿资金；3 月开展 MLF，并实施定向降准；4 月开展 MLF 的同时，进行降息。大量的货币宽松使得经济企稳，GDP 同比数据在二季度由负转正（3.2%），并逐季上升。

图2：GDP 当季同比



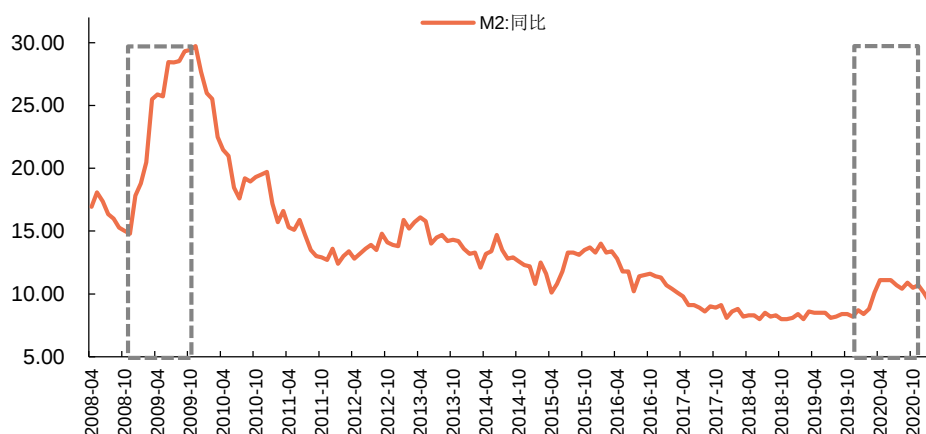
资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.3 两轮 M2 上升周期为 9-12 个月 后开始回落

2009 年 1-10 月可看作“宽货币”周期，11-12 月为“稳货币”。M2 为广义货币供给，多用来衡量货币供应量。2008 年 11 月，受金融危机影响，中国政府采取“救市”措施，“四万亿刺激计划”以及降息等宽松政策，导致 M2 从 2008 年 11 月的 14.80% 迅速飙升，在 2009 年 11 月达到峰值（29.74%），后开始回落。2010 年 1 月，央行升准，M2 进入下降区间。因此，2009 年 1-10 月可看作“宽货币”周期，11-12 月为“稳货币”。

2020 年 1-10 月可看作“宽货币”周期，11 月至今可看作“稳货币”周期，与 2009 年大体相似。2020 年，1 月央行降准。新冠疫情到来后，央行与财政部均采取宽松政策，广义货币供给量 M2 从 2 月的 8.80% 开始上升，在 3 月达到 10.10%，时隔 3 年重回两位数的月度同比增长。随后的 4、5、6 月达到峰值 11.10%，后数据虽有下滑，但仍有反弹迹象。直到 2020 年 11 月（10.70%），开始逐步回落，2021 年 1 月回到个位数（9.4%）增长。因此，2020 年 1-10 月可看作“宽货币”周期，11 月至今可看作“稳货币”周期，与 2009 年大体相似。

图3：两轮 M2 上升周期为 9-12 个月



资料来源: Wind, 申港证券研究所

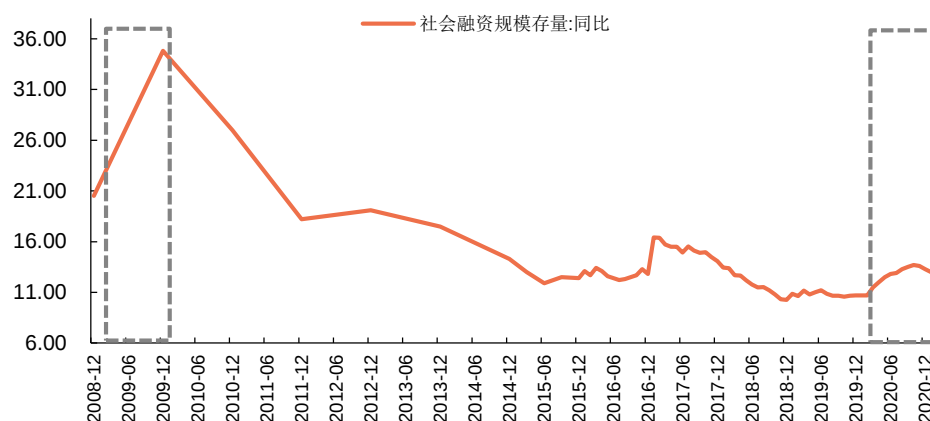
1.4 两次社融规模全年基本持续走高 可认为宽信用周期

2009 年，社会融资规模存量同比达到 34.80%，为近 20 年来最高值，“宽信用”周期。随着 2008 年全球金融危机爆发，我国在 2008 年 11 月实施了“四万亿刺激计划”，货币供应量增加的同时，也大幅度提高了融资规模。随着经济在 09 年一季度见底反弹，社会融资规模量从 2010 年开始下降。2008 年社融规模同比为 20.50%，2010 年社融规模为 27%，相比之下 2009 年 34.80% 的社融同比增长可以看作是“宽信用”周期。

2020 全年“宽信用”周期。2 月至 10 月社融同比持续上升，全年来看，人民币贷款、政府债券、企业债券余额增速较往年同期增速更高。2020 年初，随着宽松货币政策与财政政策的发力，积极响应“六稳”“六保”政策要求，加大了逆周期调节力

度，且采取中小微企业贷款延期还本付息和普惠小微信用贷款支持两项政策。社融规模同比从2月的10.7%开始发力上升，到2020年10月达到峰值（13.70%），后开始回落。具体数据上，政府债券和企业债券余额增速较高，分别为22.1%和17.2%；其次为人民币贷款和股票，增速分别为13.2%和12.1%。可以认为2020全年处于“宽信用”周期，与2009年大体相似。

图4：社会融资规模存量



资料来源：Wind，申港证券研究所

1.5 物价水平上 CPI 走势不同 PPI 均处于上升区间

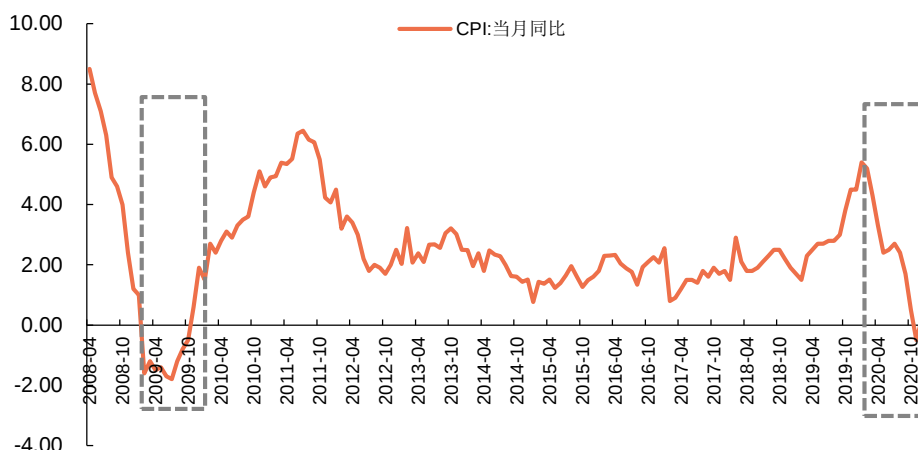
1.5.1 2009 年与 2020 年 CPI 走势不同

CPI 反映居民消费端社会产品和服务项目的最终价格。两轮由于猪周期节奏不同，走势不同。

2009 年，由于全球金融危机，上半年中国经济进入通缩，CPI 指数全年基本为负，CPI 的负增长与大宗商品价格下降，导致部分消费品成本下降；食品、猪肉由于供应增加导致价格下降；以及受全球金融危机的影响，需求发生变化等因素有关。随 2009 年二季度 GDP 回升，中国经济开始复苏，CPI 持续上升，11 月由负转正。

2020 年初，由于猪周期及疫情等因素，CPI 处于高位，1 月 2 月均超过 5%，分别为 5.38% 和 5.17%。随着复工复产，各消费品供应量增加，叠加国家投放储备猪肉，猪肉价格下降，CPI 开始走低，2020 年 11 月由正转负，与 2009 年大体相反。

图5：CPI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.5.2 PPI 均处于上升期间 年末由负转正

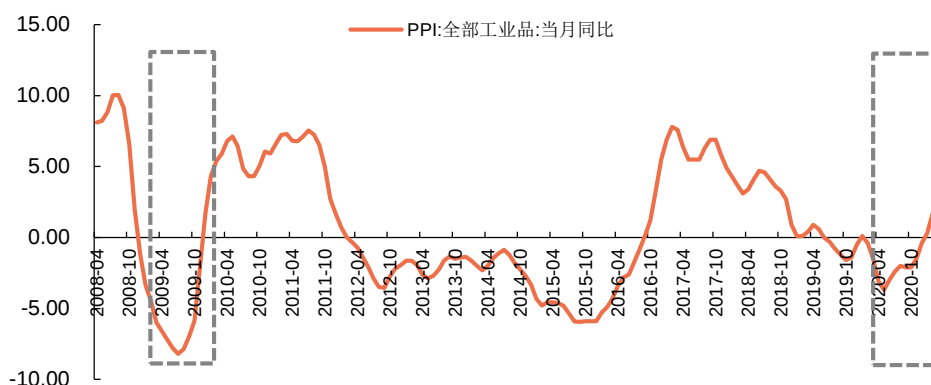
PPI 反映生产端全部工业产品第一次出厂时价格的变化程度和变化幅度。两轮均处于上升周期。

2009 年 PPI 处在上升周期。2009 年初受全球金融危机影响,中国经济进入通缩时期,2009 年 7 月,我国 PPI 月度同比数据达到低谷-8.22%。后由于“四万亿刺激”等一系列超宽松政策,PPI 触底反弹,一路回升,于 2009 年 12 月由负转正(1.7%)。2009 全年 PPI 除 12 月外均处于负区间。

PPI 的走势来看,2020 年与 2009 年整体相似。2020 年初,受新冠疫情影响,停工停产,我国 PPI 月度同比数据于 2 月由正转负 (-0.4%),并于 5 月达到低谷 (-3.7%)。随后,由于上半年超宽松的财政与货币政策(央行仅在 2 月 3 日、4 日两天超预期投放 1.7 万亿元流动性),以及我国疫情逐步控制,复工复产展开,PPI 开始回升,并于 2021 年 1 月由负转正 (0.3%)。2020 年全年 PPI 除 1 月短暂转正外均处于负区间,于 2009 年大体类似。

由于我国 **CPI 更多受猪肉等食品项影响,因而,生产端 PPI 代表物价水平重要意义上升。**从历史上看,货币政策的操作也与 PPI 的走势相关性更高(可参见《PPI 有望继续上扬 政策与债券市场将如何反应》)。因此,仅从 PPI 的走势来看,2020 年与 2009 年整体相似。

图6: PPI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.6 宏观杠杆率全年偏高 加杠杆节奏类似

1.6.1 两次实体杠杆率均急速攀升

2009 年，宏观杠杆率全年上升 **31.56%**，上半年增长明显，下半年有所回落。由于超宽松货币政策导致的天量 M2 以及 20 年来最高的社融，2020 年我国宏观杠杆率全年增长 **31.56%**，前两个季度分别上升 14.2% 与 11.2%，后两个季度增量有所回落。2009 全年债务规模大幅扩张。

2020 年，宏观杠杆率上升 **23.6%**，上半年增长明显，四季度开始去杠杆，全年与 **2009 年** 大体相似。2020 年我国宏观杠杆率从 2019 年末的 246.5% 攀升至 270.1%，增幅为 23.6%，前两个季度分别上升 13.9% 与 7.2%，一季度增幅是仅次于 2009 年以来的次高点。四季度增幅为负 (-1.1%)，已经开始呈现去杠杆的态势。但从全年来看，实体经济杠杆率攀升依然较快，与 2009 年大体相似。

图7：宏观杠杆率



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_18561

