

疫情下半场：从交易复原预期到交易复原现实

证券研究报告

2020年12月23日

2021年中国宏观经济和投资展望

作者

2020年的核心逻辑是上半年疫情在各国的基本面上挖出了一个深坑，二季度迅速填上流动性成了一个水坑。下半年中国边抽水边填土接近复原，欧美也在填土但水没有减少还发生了水土流失，成了泥坑的状态。

2021年的核心逻辑是泥坑国逐步复原回疫情前的状态，从交易复原预期到交易复原现实的转换。复原的情况既和填土的节奏有关，也和泥坑的结构有关。“填土的节奏”取决于海外疫苗接种的进度，以及疫情控制后的供给恢复情况，在其对立面的是供应链永久断裂的风险，导致生产效率下降和陷入长期滞胀。“泥坑的结构”和经济结构、产业结构、收入结构都有关系，经过长时间泡水之后，各种结构都出现了恶化，因此在抽水填土的过程中，随时可能出现局部信用塌陷的问题。

预计国内2020年实际GDP增长2.4%，其中4季度增速将达到6.5%-7%。低基数下，预计2021年实际GDP同比增长9.1%，名义GDP同比增长11.0%。节奏上，随着基数提升，预计4个季度的实际GDP同比增速分别为：20.2%、8.3%、6.3%、4.6%；环比来看，由于2020年4季度的增速将远超季节性，预计本轮经济复苏可能会出现两个环比拐点，分别在2020年4季度和2021年2季度，随后可能重新面临下行压力。

2021年的宏观政策力度将较2020年有所收敛，预计宏观杠杆率先下后上，最终走平或微升；货币政策上半年保持中性，流动性维持紧平衡，下半年流动性在货币政策出现积极变化后逐渐偏松；信用政策对房地产和政府债融资会有结构性收紧，对居民和企业相对温和，整体信用环境类似2017年Q4前后。

2021年内外不确定性较多，应对重于预判。国内的主要风险是2021年大量债券到期叠加资管新规过渡期结束可能引发信用超预期被动紧缩。海外的主要风险是复苏不同步和利率陡峭化可能引发新兴市场主权债务风险和高收益债的信用风险暴露，其次是美联储在通胀水平暂时超过目标区间后是否会考虑回归正常化进而引发美股尾部风险释放。疫苗的有效性和疫情的变异依然是一个不确定因素，但无法预测。

大类资产方面，预计利率债全年大概率有做多机会，短端比长端更具配置价值；权益估值提升受阻，回归盈利驱动，全年存在结构性和阶段性机会；商品受益于海外生产商补库带来价格修复，部分商品受益于新能源产能扩张；人民币汇率可能在海外疫苗接种后升值放缓，随后高位震荡。

风险提示：新冠病毒变异导致疫苗效果低于预期；国内政策收紧力度超预期；信用风险暴露超预期；输入性通胀压力超预期；中美关系出现超预期变化

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

郭微微 联系人
guoweimei@tfzq.com

相关报告

一、2021 年宏观展望

人类历史就是一部和瘟疫抗争、共存的历史。瘟疫不仅改造了人类的基因组¹，也构成了人类社会演化的动力学机制之一。人类社会并不是线性演进的，而是像量子跃迁一样跳跃式发展，长期处在一个缓慢稳定发展的能级，突然遇到一些重大变化，秩序、制度、技术开始发生深刻变化，历史的进程开始加速，直到进入下一个长期缓慢稳定发展的新能级。显然，瘟疫就是一个重大变化。

中世纪的黑死病动摇了教会的绝对权威，促进了劳动力的流动，加速了封建制度的瓦解，形成早期的资本主义雇佣关系，成为欧洲向近代社会转型的重要契机。这场瘟疫促使人重新思考人的价值，为启蒙思想奠定了基础，进而加速了医学卫生观念和法律的进步，推动了文艺复兴。16 世纪的天花助推了欧洲对殖民地的原始资本掠夺，加速了欧洲资本主义的发展，推动了世界市场的形成，并为之后的工业革命提供了必要条件。20 世纪的西班牙流感加速了第一次世界大战的结束，促进公共卫生系统的进步，推动了细胞学说和传染病学的发展。

新冠疫情到目前为止，全球累计已有近八千万人确诊，并有一百七十万人因新冠去世，仅美国每天的死亡人数就相当于一场 911 袭击。即使最乐观的疾控专家也不敢说 2021 年疫情一定能得到控制。即使疫情得到控制，这场持续两年的全球大流行对人类价值观的冲击可能也会持续很久。这个冲击可能会加速推动社会秩序、政治制度、科学技术的跃迁式发展。因此在人类和疫情的战争逐渐进入下半场并有望反败为胜的 2021 年，我们必须思考一个问题：像历史上的瘟疫大流行一样，这场新冠疫情最终给我们带来什么？

与答案相比，更多的是问题。

第一，疫情前全球化已经出现裂痕，但效率优先下的全球化并没有发生方向性的逆转，疫情期间全球贸易火热，集装箱一箱难求，贸易战已是明日黄花，全球化的裂隙似乎有所修复。但疫情之后，安全正在成为一个无法忽视的议题，而且和安全有关的行业定义正在不断扩大，全球化和产业链分工会发生怎样的变化？

第二，美欧政府在疫情期间出台了规模空前的财政救助方案，美国政府赤字率已经创了二战以来的新高，而疫后经济显然无法迅速超越疫情前的水平来消化新增债务，除非主动下手痛苦去杠杆，否则对外以邻为壑竞相贬值、对内债务货币化似乎是难以逃避的结局。但是债务货币化并不是解决问题而是拖延问题，它的边界在哪里？与之相适应的政治制度又会如何演进？

第三，新冠疫情带来了现有问题的放大和远期趋势的加速，分配结构失衡、产业结构失衡、经济结构失衡在疫情期间都出现了放大和恶化，坏消息是疫情加大了现有结构性问题对消费倾向、投资效率和潜在增速的抑制，提高了长期滞胀的概率，好消息是只有当人类遇到共同的困境时才可能倒逼出合作和改革，进入到我们上面说的跃迁式发展。然后现实是先有坏消息、才有好消息，坏消息越坏、好消息才能越快，我们距离这个拐点还有多远？

问完这三个问题，我们再来看 2020 年和 2021 年的核心逻辑。

2020 年的核心逻辑是上半年疫情在各国的基本面上挖出了一个深坑，二季度迅速填上流动性成了一个水坑。下半年中国一边抽水一边填土接近复原，欧美也在填土但水没有减少还发生了水土流失，成了泥坑的状态。2021 年的核心逻辑是泥坑国逐步复原回疫情前的状态，从交易复原预期到交易复原现实的转换。复原的情况既和填土的节奏有关，也和泥坑的结构有关。“填土的节奏”取决于海外疫苗接种的进度，以及疫情控制后的供给恢复情况，在其对立面的是供应链永久断裂的风险，导致生产效率下降和陷入长期滞胀。“泥坑的结构”和经济结构、产业结构、收入结构都有关系，经过长时间泡水之后，各种结构都出现了恶化，因此在抽水填土的过程中，随时可能出现局部信用塌陷的问题。

对于国内，预计 2020 年全年实际 GDP 增长 2.4%，其中 4 季度实际 GDP 增速将达到 6.5%-7%，很可能已经超越了潜在增速水平，这是由国内外的防疫差距和疫情复苏期的宽松政策所带

¹人类基因组中的类病毒组分几乎占到了所有 DNA 的一半。

来的。在 2020 年的低基数下，预计 2021 年实际 GDP 同比增长 9.1%，对应 2020-2021 年年均复合增速 5.7%；名义 GDP 同比增长 11.0%，对应年均复合增速 6.9%。节奏上，随着基数的逐季提升，预计 4 个季度的实际 GDP 同比增速分别为：20.2%、8.3%、6.3%、4.6%；环比来看，由于 2020 年 4 季度实际 GDP 环比增速将远超季节性，预计本轮经济复苏可能会出现两个环比拐点，分别在 2020 年 4 季度和 2021 年 2 季度，随后可能重新面临下行压力。

结构上，不同部门的基本面走势将出现一定差异，逆周期基建和早周期地产的景气度可能即将从当前的高位率先回落，并主导经济边际走势；顺周期制造和消费在增长水平仍低于潜在增速的情况下有望延续温和复苏，但无法完全对冲；出口的高景气可能还会维持 1-2 个季度，但如果 2021 年海外疫情得到有效控制，则 2 季度后发达国家与新兴经济体的先后复苏将对国内出口形成逆风。

2021 年的宏观政策力度将较 2020 年有所收敛，2020 年宏观杠杆率上升幅度超过 25%，约等于过去 5 年之和，随着经济增速回归甚至阶段性超越潜在增速，大概率要维持宏观杠杆率稳定。社融增速所表征的信用环境从 11 月开始温和回落，意味着信用扩张开始内生性收缩，2021 年 3 月叠加基数效应开始加速回落，这是货币回归中性、财政赤字缩减、防风险力度上升的综合结果。2021 年是国内现代化建设进程中具有特殊重要性的一年，处于两个百年的交汇期，同时新冠疫情和外部环境仍有诸多不确定性，因此政策整体方向会收但不至于过紧。预计 2021 年宏观杠杆率会先下后上，最终走平或微升；货币政策上半年保持中性，流动性维持紧平衡，下半年流动性在货币政策出现积极变化后逐渐偏松；信用政策对房地产和政府债融资会有结构性收紧，对居民和企业相对温和，整体信用环境类似 2017 年 Q4 前后。

2021 年通胀不是一个核心问题，虽然供求错配会带来通胀的阶段性冲高再回落，但整体情形是温和再通胀。大宗商品的通胀要有需求基础，可以预见未来几年中国的经济政策将以平稳为主，很难再现过去二十年间大开大合式的政策操作。新冠疫情并没有改变全球经济长期处于产能过剩和需求不足的状态，宽松政策释放的流动性主要反映在股票、债券、房地产等核心金融资产的价格上，而非形成实物商品的通胀。海外疫情得到有效控制之后，欧美下游生产商补库存的进度可能阶段性领先于新兴市场中上游生产商产能恢复的进度，因而供求错配引发通胀的阶段性冲高。但是企业部门的杠杆位于历史高位，抑制了资本开支的空间；居民部门的贫富差距进一步拉大，抑制了消费的能力意愿；因此无论从幅度还是持续性来看，引发高通胀的概率都较低。

2021 年内外不确定性较多，应对重于预判。内外的主要风险都集中在疫情之后的信用风险暴露。国内的主要风险是 2021 年大量债券到期叠加资管新规过渡期结束可能引发信用超预期被动紧缩。海外的主要风险是复苏不同步和利率陡峭化可能引发新兴市场主权债务风险和高收益债的信用风险暴露，其次是美联储在通胀水平暂时超过目标区间后是否会考虑回归正常化进而引发美股尾部风险释放。疫苗的有效性和疫情的变异依然是一个不确定因素，但无法预测。

二、2021 年大类资产展望

1. 利率债：全年大概率有做多机会，短端比长端更具配置价值

2021 年一季度，通胀和名义增速还在上行，流动性紧平衡大概率会持续，趋势性的交易机会还需要等待，但一致预期较强，向上空间也比较有限。2021 年二季度，信用回落加速，长端利率开始出现下行动力，此时长端的下行空间仍然受较低的期限溢价限制。2021 年下半年，货币政策可能在信用被动加速收缩、经济环比回落的信号出现后转向偏松，货币市场利率下行给长端利率回落打开空间。

从配置维度看，当前利率债的赔率中性，反映出债市对基本面复苏和 PPI 回升的定价已经比较充分，利率债处于利空因素逐渐定价、利多因素逐渐积累的通道，已经存在左侧的配置价值。当前流动性溢价位于中性，期限溢价偏低，因此当前短期债比长期债更加具有配置价值。2021 年全年来看，预计 10 年期国债利率在 2.9-3.5 区间。

2. 权益：估值提升受阻，回归盈利驱动，全年存在结构性和阶段性机会

2020 年权益市场的收益主要来源于估值扩张，2021 年权益市场的估值提升受制于信用收缩，对行业盈利的关注将会进一步提升。2021 年整体盈利增速较高，环比拐点可能出现在 3 季度。2021 年权益市场的机会可能来自于两方面：一是分子端的结构性机会，二是分母端的阶段性机会。

分子端的结构性机会体现在两个维度。一是行业景气度的均衡化修复，对应顺周期行业（中游制造、上游材料、可选消费）和部分金融板块在 2021 年一季度的机会。二是产业趋势的加速，既包括生物医药、信息科技、新能源、军工航天等成长性行业，疫情后的社会需求变化和 International 环境变化加速催化了这些行业的长期产业趋势；也包括机械、化工、汽车及零部件、原料药、电气电路电控等受益于疫情提升了全球市占率的传统行业。

分母端的阶段性机会集中在两个时间。一是 2021 年年初信用收缩缓和，跨年流动性相对充裕，盈利方面还有改善的机会，高估值白马的压力较小，具备躁动空间。二是下半年货币政策再次边际放松以对冲信用收缩和经济下行的压力，股票的风险溢价回升将带来成长的估值修复。

3. 商品：海外生产商补库带来价格修复，部分商品受益于新能源产能扩张

有色：2021 年海外主要经济体陆续进入从下游到上游的补库存阶段，生产恢复将提升对基础金属的需求，有色金属价格有望受益。有色金属库存和产量都处在较低位置，市场也已经开始定价供需关系改善的基本面情况。同时有色金属内部出现了分化，受益于新能源产业的持续发展小金属如锂、钴还会保持较高需求，铜、铝等金属预计供需关系也将改善。但是其他金属开采冶炼企业目前负债水平较高，预计 2021 年会有一定的修复性资本开支提升，但是水平有限。弹性上，M1-M2 剪刀差走阔幅度较前几轮上升期明显偏弱，因此基准情形是温和再通胀。

黑色：2021 年信用进入下行周期，基建方面，政府性基金大幅扩容之后，优质项目相对于资金更显匮乏，导致政府性基金支出进度偏慢。地产投资受制于“三条红线”，拿地热情降温，同时目前库存需求也都在高位，黑色系商品空间相对有限。

原油：原油的需求恢复情况主要看疫苗接种之后海外消费服务业的恢复情况。预计随着经济的复苏，油价将有所修复，油价会在页岩油的现金成本上方的区间内震荡，之后随着页岩油企业开始大幅复产，“欧佩克+”2021 年起缓慢放松石油产量限制，石油价格上升的趋势可能再度承压。需要关注的是拜登计划禁止联邦土地使用水力压裂法开采油气对于美国油气供应的影响（全美 25%的油气来自于联邦土地）。

4. 人民币汇率：海外疫苗接种后人民币升值放缓，高位震荡

考虑到国内经济与海外经济存在错位现象，等到疫苗广泛接种，国内经济增速或已经开始见顶回落，经济增速差的迅速收敛，届时人民币的升值行情将暂时结束。国内货币政策继续坚持常态化，流动性维持紧平衡；美联储继续保持当前的宽松幅度，保持零利率和充裕的流动性；欧洲面临通缩风险，欧央行可能未来加大宽松力度。因此，2021 年人民币将会升值到海外疫苗广泛接种，之后维持高位震荡。

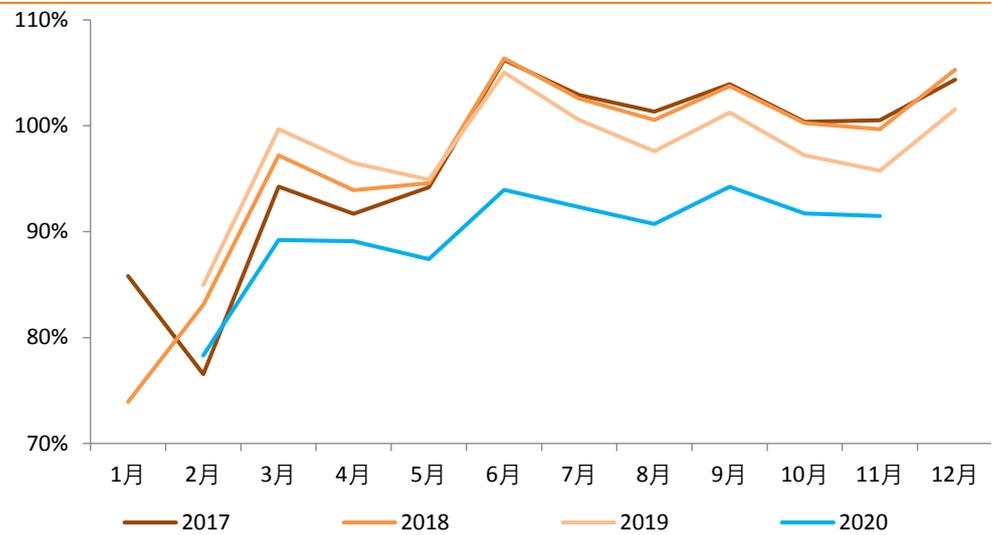
三、2021 年宏观政策展望

1. 财政展望：2021 年广义赤字规模收缩，财政政策和基建投资回归常态化

2020 年财政的总量特征是赤字扩张对冲收入下滑，一方面经济增速下滑和减税降费降低财政收入，另一方面广义赤字规模明显扩张以保证一定的财政支出强度。根据财政预算报告，2020 年一般公共预算收入下降 5.3%，赤字 3.76 万亿同比扩张 1 万亿，加上调入及使用结转结余资金较多，因此一般公共预算支出增长 3.8%，较 2019 年小幅下滑；政府性基金预算收入下降 3.6%，赤字（专项债+特别国债）3.75+1=4.75 万亿同比扩张 2.6 万亿，因此政府性基金预算支出增长 38%，较 2019 年大幅提升。

从实际情况看，2020 年的财政收入好于预算，但支出进度偏慢。收入端，1-11 月一般公共预算收入增长-5.3%，政府性基金预算收入增长 6.7%，均好于预算目标；支出端，1-11 月一般公共预算支出的序时进度为 91%，政府性基金预算支出的序时进度为 83%，都是近几年的最低水平。如果 2020 年公共预算和政府性基金的支出进度达到 100%，则 12 月单月的支出增速将达到 23.4%和 98.7%，难度较大，因此单从财政收支数据来看，2020 年可能会形成一定的财政结余。

图 1：2020 年财政支出进度明显偏慢



资料来源：WIND，天风证券研究所

后疫情时代，财政政策也将回归常态化。根据国家金融与发展实验室的宏观杠杆率季报，2020 年前三季度政府部门杠杆率较去年底上升 6.4%，是 1997 年有统计数据以来的最大升幅。考虑到 2021 年名义 GDP 增速回升将提升财政收入增速，2020 年结余的财政资金也将被部分结转到 2021 年，预计 2021 年广义赤字规模大概率低于 2020 年。一是一般公共预算赤字率 2020 年按 3.6%以上安排，预计 2021 年重新退守“3%红线”；二是政府性基金预算中的新增专项债 2020 年同比增长 74%至 3.75 万亿，预计 2021 年增速锐减；三是政府性基金预算中的特别国债，2020 年规模为 1 万亿，预计 2021 年不再安排。照此估计，即便在偏积极的财政基调下，2021 年广义赤字规模也将较 2020 年减少，偏紧情况下可能少 2 万亿，偏松情况下可能少 0.76 万亿。

表 1：2021 年广义赤字规模将较 2020 年减少 (亿元)

	名义 GDP	赤字率	官方赤字	专项债	特别国债	广义赤字	政府融资减少
2020			37600	37500	10000	85100	
2021 偏紧	1131564	2.8%	31684	33750	0	65434	19666
2021 中性	1131564	3.0%	33947	37500	0	71447	13653
2021 偏松	1131564	3.2%	36210	41250	0	77460	7640

资料来源：WIND，天风证券研究所

随着广义赤字规模收缩，2021 年广义财政支出增速将降至名义 GDP 增速以下，财政支出对经济增长的拉动力度较 2020 年有所收敛。其中一般公共预算受益于税收增速随经济增速改善，支出增速将高于 2020 年，但明显低于 2021 年名义 GDP 增速；政府性基金收入受“三道红线”抑制房企拿地影响增速料将回落，特别国债缺失后的赤字收缩规模更大，因此预计支出增速将较 2020 年明显回落。

表 2：2021 年财政支出对经济增长的拉动力度将低于 2020 年（亿元）

	公共预 算收入	官方 赤字	调入及使用 结转结余	公共预 算支出	支出 增速	政府性基 金收入	专项债+特 别国债	政府性基 金支出	支出 增速
2020	181793	37600	29980	244385	2.3%	88742	47500	114206	25%
2021 偏紧	194518	31684	26000	252202	3.2%	86079	33750	119829	4.9%
2021 中性	194518	33947	29000	257465	5.4%	88742	37500	126242	10.5%
2021 偏松	194518	36210	32000	262728	7.5%	91404	41250	132654	16.2%

资料来源：WIND，天风证券研究所

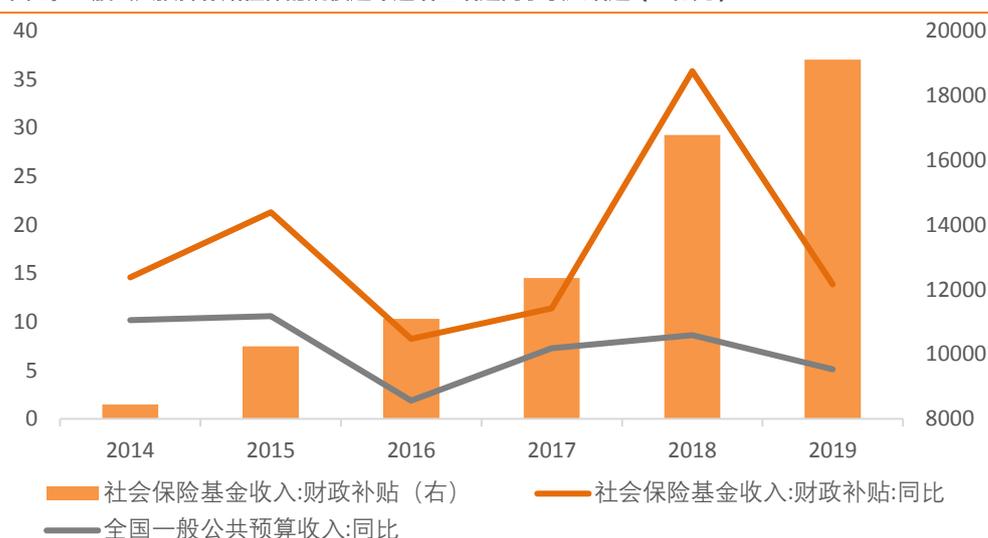
另外，根据财政部部长刘昆在《〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议〉辅导读本》中的文章《建立现代财税体制》，“十四五”期间的部分财税改革任务值得关注，包括：房地产税的立法推进、完善跨年度预算平衡机制、完善地方政府债务限额确定机制（一般债务限额与税收等一般公共预算收入相匹配，专项债务限额与政府性基金预算收入及项目收益相匹配）等。

回过头看，虽然 2020 年广义赤字大幅扩张，但全年基建投资增速大约只有 4%，仅比 2019 年高不到 1%，原因可能是多方面的。这些原因不仅有短期的，更有中长期的、系统性的，可能对未来一段时期的基建增速评估产生重要影响。

对于一般公共预算，主要是消费性支出挤占了投资性支出。除了 2020 年公共预算支出增速较 2019 年小幅下滑等短期因素外，中长期原因是财政的消费性支出压力持续增长，包括地方债务尤其是隐性债务偿还压力、人口老龄化下的社保收支缺口压力等等。当前财政补贴社保的规模逐年递增，2020 年的补贴规模可能超过 2 万亿，占全国一般公共预算收入总量的约 11%，而且补贴增速持续高于财政收入增速意味着未来补贴支出占财政收入的比重还将提高。

相应的，2020 年 1-11 月一般公共预算支出同比增长 0.7%，消费性项目支出增速（债务付息 16.1%、社会保障和就业 9.8%、卫生健康 9.4%）明显高于投资性项目支出增速（交通运输 -1.6%、节能环保 -13.6%、城乡社区事务 -24.0%）。

图 2：一般公共预算补贴社保的规模逐年递增且增速高于收入增速（%/亿元）



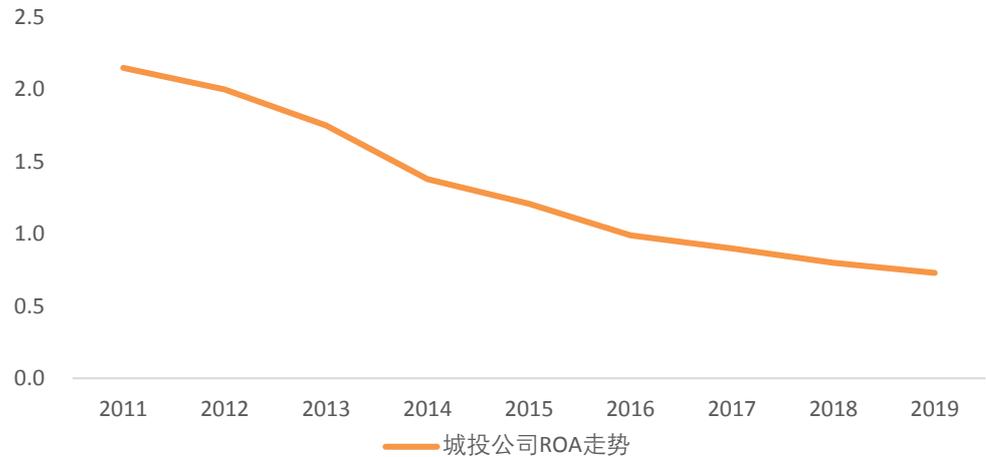
资料来源：WIND，天风证券研究所

对于政府性基金，主要是地方储备优质项目的能力相对不足。政府性基金尤其是专项债的支出强调“收益性”，不可用于消费性支出，且对接项目要求实现收益和融资的自平衡。然而现实情况是，除房地产相关项目外，地方能够储备到的“优质”项目比较有限，专项债对基建投资的支持力度也没有达到预期。

另一方面，由于政府性基金结余可以结转至下一年并进入一般公共预算，在消费性支出压力持续增长和政府性基金相对富余的情况下，地方存在结余一部分政府性基金并结转至下

一年一般公共预算的动机。从跨期财政预算平衡和防控地方财政风险的角度来考虑，这种操作有一定合理性。

图 3：城投公司 ROA 逐年降至较低水平（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

根本原因可能在于政策导向从 2018 年开始出现了系统性变化。十九大之后，决策层开始逐渐淡化 GDP 增速量化考核、严肃整顿地方财政纪律并强调终身追责，这使得地方推进项目、相关部门审批项目和配置债务额度等行为都更加审慎，将“劣质”项目与债务资金强制结合以求拉动投资增长的动力明显减弱。

在这种系统性变化和“十四五”时期进一步突出发展质量的导向下，未来基建投资增速中枢可能主要取决于内生性增长水平，赤字规模等外生因素对基建增速的影响仍然存在，但弹性明显降低。所谓内生增长水平，主要与地方储备优质项目的能力有关，这种能力由地方经济发展、财政收支状态、城市管理水平、人口年龄结构和流动趋势等内生性因素决定，短期内不会因政策意志而发生明显变化。

由于基建项目本身带有一定公益属性，其投资回报率整体低于一般纯商业化项目，因此其内生增长水平可能也稍低于名义 GDP 增速。作为参考，2018-2020 年的财政政策基调大相径庭，但每年的全口径基建增速均在 2%-4% 之间，因此这一增长水平可能有一定参考意义。考虑到 2021 年广义财政支出力度低于 2020 年，预计全口径基建投资增速小幅回落到 2.8% 左右。

2. 货币展望：信用收缩是 2021 年资产定价的重要逻辑，但收缩力度将小于 2018 年

2020 年国内宏观杠杆率上升幅度超过 25%，约等于过去 5 年之和，因此 2021 年货币政策的主要导向很可能还是要严控杠杆率，这将导致 2021 年的信用环境较 2020 年收紧。中央经济工作会议明确指出“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”。

大体上看，由于 2021 年的名义 GDP 增速（分母）大致在 11%，杠杆率持平所对应的社融增速（分子）也应在 11% 左右。但具体来看，“基本稳定”本身也有三种可能：小幅回落、走平和小幅上升，三种情景对 2021 年货币政策和信用环境的映射也有一定区别。

如果小幅去杠杆，作为参考，2018 年全年杠杆率去化 1.9% 但副作用明显，中央经济工作会议也强调“不急转弯”，因此 2021 年的收缩力度可能稍微缓和。假设全年杠杆率降低 1.5%，则存量社融增速回落约 3%（2018 年回落 3.8%），全年新增社融较 2020 年减少 4.1 万亿，少增部分会相对均匀的分布在房地产、政府部门和一般企业上。因此，这将引发全方位、内生性为主的信用收缩，信用环境将明显偏紧。

如果 2021 年杠杆率走平，存量社融增速将回落 2.5%，全年新增社融减少约 2.4 万亿；如果允许 2021 年杠杆率再微幅升高 1.5%，高基数下存量社融增速仍将回落约 2%，但全年新

增社融仅减少约 6000 亿，而且结构上主要由房地产、政府部门和影子银行承担，一般企业的融资体量还有望较 2020 年有所增长，这种情境下的信用环境仍将较 2020 年偏紧，但一般企业的压力明显缓和。

表 3：宏观杠杆率对社融增速和信用环境的映射

	宏观杠杆率	杠杆率同比	货币环境	社融存量增速	全年新增社融较上年多/少增（万亿）	社融回落的主要原因和分布
2018	239.3%	-1.9%	紧	10.3%	-3.7	
2019	245.4%	6.1%	中性	10.7%	3.1	
2020E	270.6%	25.2%	松	13.7%	9.7	
2021	269.1%	-1.5%	紧	10.6%	-4.1: 房地产 0.66, 政府融资 0.85&配套融资 0.55, 信用内生性收缩为主, 作用在各部 表外 1.7, 一般信贷和债券 0.34	门
2021	270.6%	0.0%	中性	11.2%	-2.37: 房地产 0.52, 政府融资 0.55&配套融资 信用内生性收缩和基数效应兼有, 0.36, 表外 1.15, 一般信贷和债券+0.21	主要作用在房地产和政府部门
2021	272.1%	1.5%	松	11.8%	-0.61: 房地产 0.39, 政府融资 0.25&配套融资 基数效应为主, 一般企业信用环境 0.16, 表外 0.6, 一般信贷和债券+0.79	相对舒缓

资料来源：WIND，天风证券研究所

静态地看，按照当前的货币政策基调，2021 年的杠杆率和信用环境情景出现“中性-紧”的概率更大。随着经济增长超预期复苏甚至阶段性超越潜在增速，当前货币政策在总量层面已经基本完成常态化回归，整体取向偏中性甚至时常略偏紧。以 11 月为例，货币市场利率回归并进一步超越了政策利率，DR007 均值高于 7 天逆回购利率 9BP，1 年期 AAA 银行同业存单利率均值高于 1 年期 MLF 利率 25BP，处于类似“隐性加息”的状态，流动性紧平衡；超储率持续低位运行，7 月以来金融机构超储率整体在 1.1%附近，环比均处于历史极低水平。

从历史经验来看，流动性和超储率可以作为信用环境的领先指标。随着流动性进入紧平衡状态、超储率持续偏低，来自融资供给的约束将逐渐取代融资需求改善成为信用环境走向的主导因素，这种变化将导致信用环境的内生性收缩，而不仅仅是基数上升带来的数据读数回落。随着 11 月社融增速见顶回落，可以大致确认本轮信用扩张结束。

图 4：流动性领先金融机构贷款增速（%）



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_633

