2020 年 12 月 27 日

“不急转弯”的政策内涵

——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

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

近期，市场对政策“不急转弯”的理解争议较大。就“不急转弯”是不是“不”转弯、“不急转弯”在哪、政策如何搭配三个问题，本文做一定梳理，可供参考。

● 一问：政策“不急转弯”，是“不”转弯？政策“退潮”，早已有序推进

百年不遇的疫情影响下，2020 年的托底政策，是应急之策、并非常态。应对疫情影响，托底政策积极发力，通过提高赤字率、增加专项债等，广义财政“赤字”规模较 2019 年提高 3.6 万亿元；央行通过降息、再贷款再贴现等，加大货币支持。与此同时，财政部实施阶段性、结构性减税降费等措施，央行运用直达实体货币政策工具等，重点加大对受疫情冲击较大的企业和居民资产负债表的保护。**政策“不急转弯”，并非“不”转弯；实际上，政策“退潮”，早已有序推进。**政策“不急转弯”也是转弯，“调结构”背景下，应以结构视角理解政策转弯。托底过程中，资金空转、违规流向等问题凸显，使得国内疫情刚平复、经济活动修复伊始，当局即加大对相关行为的打击力度，5 月以来压降结构性存款、地产调控“三条红线”，及频繁提及“防风险”、“稳”杠杆等，政策逐步回归“常态”。

● 二问：“不急转弯”，不急在哪些地方？疫情冲击较大、尚未有效恢复的领域

政策“不急转弯”，主要是为了在疫情不确定性仍存、经济恢复尚不牢固的背景下，保护那些在疫情冲击中“受伤”较重的微观主体。10 月以来，国内多次出现本土病例、海外疫情“二次爆发”，全球疫情变化、疫苗进展仍存不确定性，使得政策需留有余地，应对可能变化。部分受疫情冲击较大的中小微企业、中低收入群体等，抗风险能力较弱、资产负债表修复偏慢，至今尚未恢复至正常状态。**政策“不急转弯”，或指向针对中小微企业等，减税降费、贷款延期之类的阶段性定向支持措施。**2020 年的托底政策，大多在 2020 年底前后到期或者使用进度接近尾声，例如，增值税小规模纳税人的征税减免等政策，在 2020 年底到期；支持银行给中小微企业贷款的再贷款再贴现、两项直达实体货币政策工具等，多在 2021 年 1 季度前后到期。其中，两项直达实体货币政策工具已明确适当延期。

● 三问：“不急转弯”下，政策搭配和影响？财政退潮、货币对冲，信用“收缩”

从“加”杠杆到“稳”杠杆，是“后疫情”时代政策回归常态的必然，财政“退潮”等带来信用“收缩”，货币适时适度对冲。政策托底加码下，实体杠杆率大幅提升，导致债务风险进一步累积、资金利用效率越来越低。疫情期间的非常态托底措施，尤其是低效率“加”杠杆，“退潮”乃大势所趋，信用“收缩”已然开始。相应地，货币流动性环境不宜收紧，甚至可能需要阶段性适度宽松来对冲。**2021 年，或为信用“收缩”之年。但信用“收缩”带来的影响或与 2018 年大为不同，结构分化会非常明显。**政策“退潮”、信用“收缩”预期收敛过程中，资金风险偏好或有所回落，对股市形成阶段性压制；但不同于以往，行业之间、公司之间的分化或非常明显。对债市而言，信用“收缩”开启时，利率债左侧时机就已到来，但操作难度较大；对于负债相对稳定的机构，左侧机会相对较好把握。

● 风险提示：疫情反复，债务风险加速暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-互联网平台存款治理的原因及影响》-2020.12.24

《宏观经济专题-转债市场的“信用”风险》-2020.12.21

《宏观经济专题-美元看空“陷阱”》-2020.12.20

目 录

1、 一问：政策“不急转弯”，是“不”转弯？ 3
2、 二问：“不急转弯”，不急在哪些地方？ 5
3、 三问：“不急转弯”下，政策搭配和影响？ 8
4、 研究结论 10
5、 风险提示 10

图表目录

图 1： 2020 年广义财政赤字大幅扩张 3
图 2： 流动性环境一度非常宽松 3
图 3： 5 月以来，结构性存款规模持续回落 3
图 4： 传统周期下，基建和地产是稳增长重要抓手 4
图 5： 杠杆持续攀升，资金利用效率不断下降 4
图 6： 地方政府和房地产相关杠杆抬升 4
图 7： 10 月以来，国内多次出现本土病例 5
图 8： 中小企业占比高、劳动密集的行业尚未修复到位 5
图 9： 全球新增确诊和死亡病例持续攀升 5
图 10： 全球的人口和疫苗订单高度不匹配 5
图 11： 疫情期间，小微、民营企业受影响较大 6
图 12： 限额以下企业的零售增速至今尚未恢复至疫情前 6
图 13： 餐饮、客运等行业均尚未修复至疫前水平 6
图 14： 2020 年前 3 个季度，外出农民工同比减少 384 万 6
图 15： 年初以来，各部门杠杆均有所抬升 8
图 16： 信用债募资注明用途大部分用于“借新还旧” 8
图 17： 政府债券、非标融资等或拖累 2021 年社融 8
图 18： 中性情景下，社融存量增速或回落至 10%左右 8
图 19： 2018 年，多数行业民企债券融资明显收缩 9
图 20： 2018 年，多数行业信托融资明显收缩 9
图 21： 2018 年信用“收缩”，货币流动性相对宽松 9

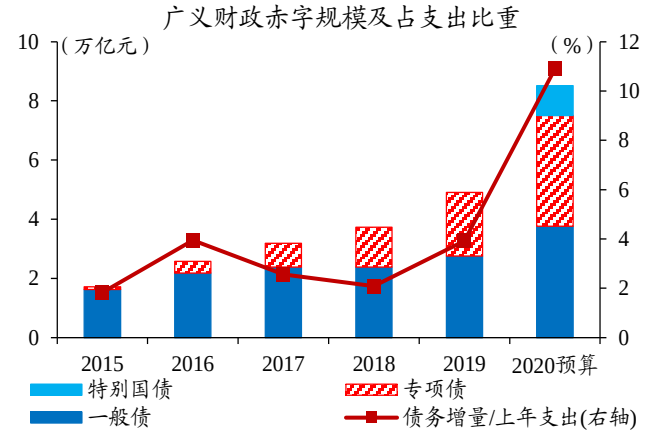
表 1： 8 月以来，地产调控措施加强 3
表 2： 7 月以来，政策对地方债务的关注明显上升 4
表 3： 应对疫情冲击，财政政策和货币政策重点支持受疫情冲击较大的中小微企业等 7
表 4： “根据宏观形势和市场需要”等进行政策操作 9

近期，市场对政策“不急转弯”的理解争议较大。就“不急转弯”是不是“不”转弯、“不急转弯”在哪里、政策如何搭配三个问题，本文做一定梳理，可供参考。

1、 一问：政策“不急转弯”，是“不”转弯？

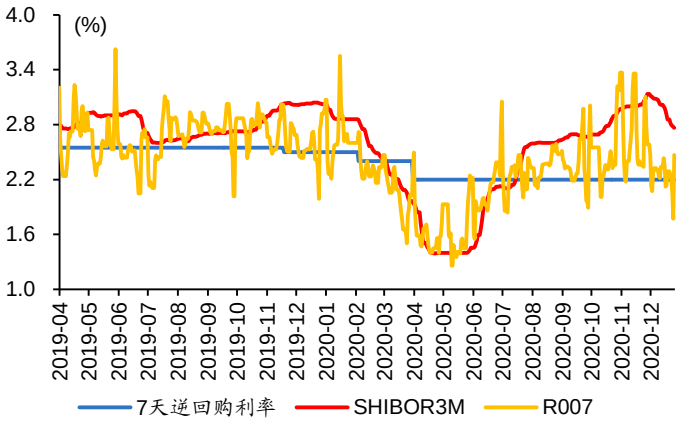
百年不遇的疫情影响下，2020 年的托底政策，是应急之策、并非常态。应对疫情影响，托底政策积极发力，通过提高赤字率、增加专项债等，广义财政“赤字”规模较 2019 年提高 3.6 万亿元，财政刺激规模占 2019 年支出的比重高达 10.9%；央行通过降息、再贷款再贴现等加大货币支持，货币市场利率与政策利率一度倒挂。与此同时，财政部实施阶段性、结构性减税降费等措施，央行运用直达实体货币政策工具等，重点加大对受疫情冲击较大的企业和居民资产负债表的保护。

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

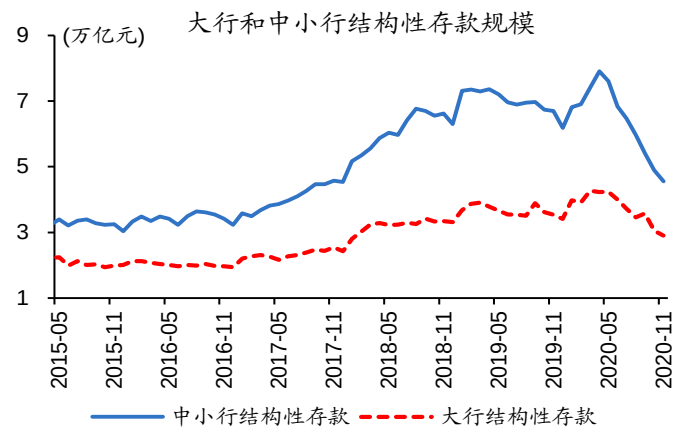
图2：流动性环境一度非常宽松



数据来源：Wind、开源证券研究所

政策“不急转弯”，并非“不”转弯；实际上，政策“退潮”，早已有序推进。政策“不急转弯”，也是转弯；“调结构”背景下，应以结构视角理解政策转弯。政策托底过程中，资金空转、违规流向房地产等问题凸显，使得国内疫情刚平复、经济活动修复伊始，当局即加大对相关行为的打击力度，5 月以来压降结构性存款、地产调控“三条红线”，及频繁提及“防风险”、“稳”杠杆等，政策逐步回归“常态”。

图3：5 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

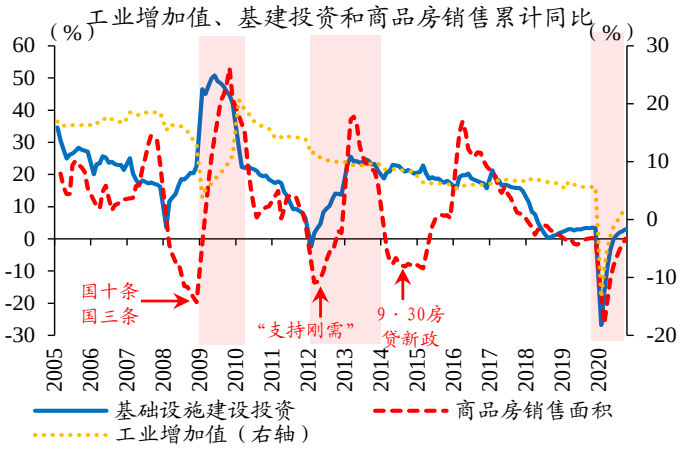
表1：8 月以来，地产调控措施加强

时期	会议/文件	内容要点
2020年2月	金融市场工作电视电话会议	保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。
2020年3月	金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。
2020年4月	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年5月	政府工作报告	坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位。
2020年7月	房地产工作座谈会	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期。
2020年7月	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年8月	住建部和人民银行重点房企座谈会	**开启“三道红线”管理，形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则。**
2020年10月	中共中央关于十四五规划的建议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策。
2020年12月	全国住房和城乡建设工作会议	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实房地产长效机制，强化城市主体责任。

资料来源：中国政府网、新华社、开源证券研究所

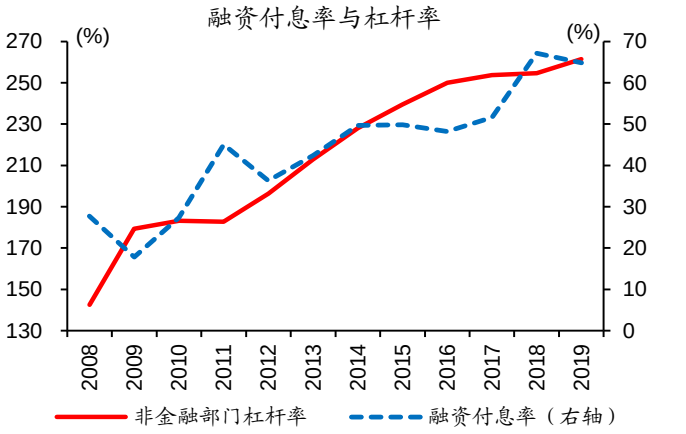
疫情期间的政策微调，反映转型攻坚阶段，政策重心在“调结构”；对托底过程中“结构问题”积累的容忍度，远低于传统周期。传统增长模式，属于典型的负债驱动型增长模式，会导致债务压力的不断累积，进而使得微观主体的现金流自由度不断受到挤压，资金利用效率、经济活力持续下降。有别于传统周期，本轮政策托底加码，为“调结构”创造相对平稳的宏观环境，更加注重“稳增长”与“调结构”的平衡。“调结构”背景下，政策对“结构性问题”累积的容忍度，远低于传统周期；结构性存款的压降、地产调控措施的密集出台等，均是印证。

图4：传统周期下，基建和地产是稳增长重要抓手



数据来源：Wind、新华社、开源证券研究所

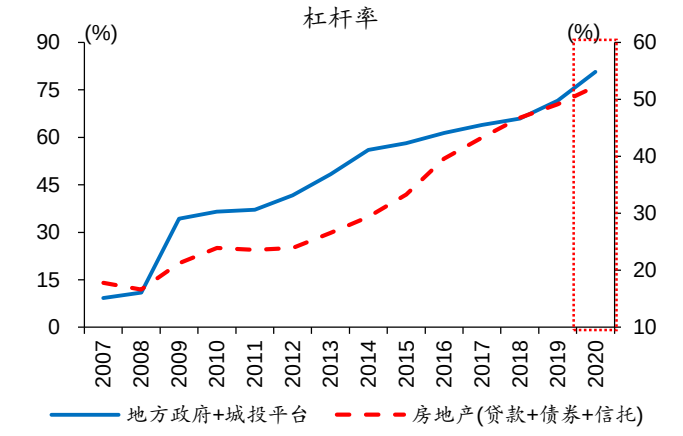
图5：杠杆持续攀升，资金利用效率不断下降



数据来源：Wind、CNBS、开源证券研究所

疫情期间的“非常政策”，在“后疫情”时代或逐步“退潮”，尤其是低效率“加”杠杆行为。政策托底下，实体杠杆率大幅提升，截至 2020 年年中，地方政府和房地产相关杠杆合计较 2019 年底抬升约 12 个百分点，债务风险进一步累积、对经济行为和微观个体的压制增强。7 月以来，政策对防风险的关注明显上升，中央经济工作会议要求“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”；8 月以来提出房企“三道红线”，进一步加强对房地产市场的调控。

图6：地方政府和房地产相关杠杆抬升



数据来源：Wind、CNBS、开源证券研究所

表2：7 月以来，政策对地方债务的关注明显上升

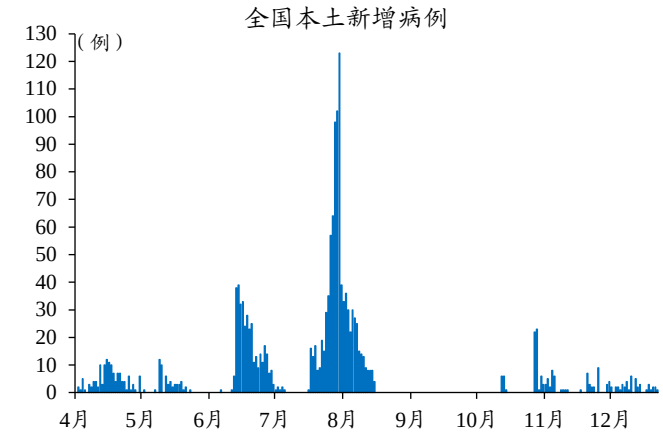
时间	文件/会议	主要内容
2020年4月	国新办新闻发布会	地方选择项目和中央有关部门审核把关的时候，要求所有的专项债券项目都必须是合格合规的，必须符合专项债券管理条件的…**确保在建项目取得实效的同时防范风险**。
2020年7月	中央政治局会议	完善宏观调控跨周期设计和调节，**实现稳增长和防风险长期均衡**。
2020年8月	《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》	**督促地方综合采取措施稳妥化解存量隐性债务**，强化地方政府违规举债责任追究，坚决遏制隐性债务增量。完善常态化监控机制，推进地方债务数据与金融部门共享比对。
2020年9月	《关于做好修订后的预算法实施条例贯彻实施工作的通知》	要进一步加强地方政府债务管理，严格执行地方政府债务的预算调整、转贷程序，及时开展风险评估和预警工作，**切实防范和化解债务风险**。
2020年11月	刘昆《建立现代财税体制》	完善以债务率为主的地方政府债务风险评估指标体系，健全地方政府偿债能力评估机制。完善常态化监控机制，决不允许通过新增隐性债务上新项目、铺新摊子。加强督查审计问责，**严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制。**
2020年12月	中央政治局会议	**要抓好各种存量风险化解和增量风险防范**。
2020年12月	《地方政府债券发行管理办法》	加强专项债券项目跟踪管理，严格落实项目收益与融资规模相平衡的有关要求，保障债券还本付息，**防范专项债券偿付风险**。
2020年12月	中央经济工作会议	**抓实化解地方政府隐性债务风险工作**，……处理好恢复经济和防范风险关系。

资料来源：中国政府网、新华社、开源证券研究所

2、 二问：“不急转弯”，不急在哪些地方？

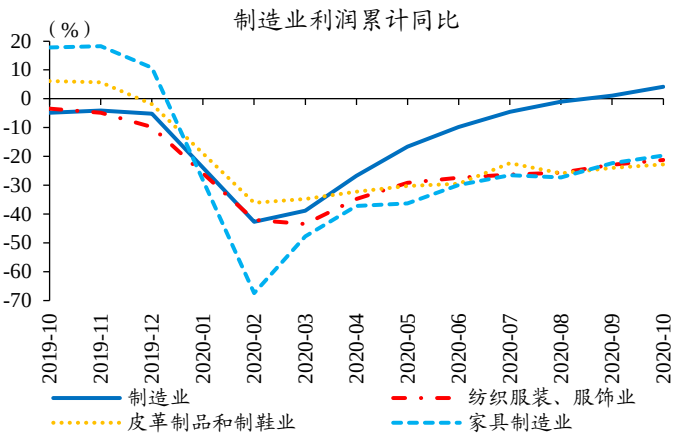
政策“不急转弯”，主要是为了在疫情不确定性仍存、经济恢复尚不牢固的背景下，保护那些在疫情冲击中“受伤”较重的微观主体。中央经济工作会议指出，“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性”，“我国经济恢复基础尚不牢固”。10 月以来，国内多次出现本土病例，海外疫情“二次爆发”，疫情仍存在不确定性，使得政策转弯仍需留有余地，应对可能的变化。而“恢复基础尚不牢固”，指向的是部分“受伤”较重的微观主体，比如小微企业、中低收入群体等，尚未完全修复到疫情前的状态。

图7：10 月以来，国内多次出现本土病例



数据来源：Wind、开源证券研究所

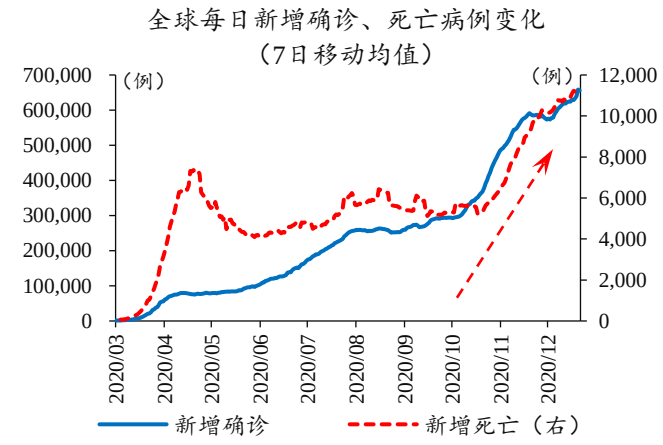
图8：中小企业占比高、劳动密集的行业尚未修复到位



数据来源：Wind、开源证券研究所

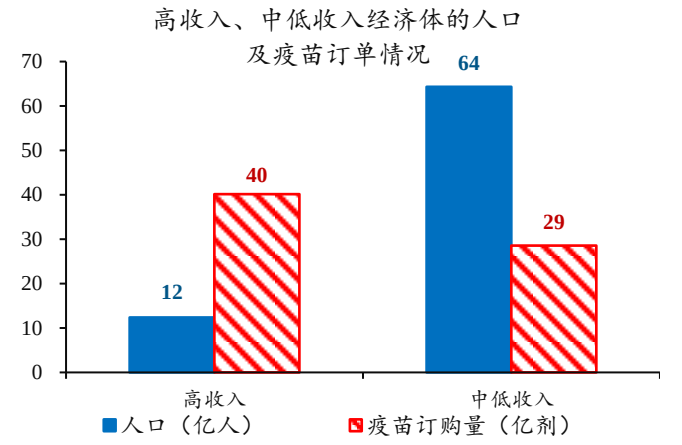
全球疫情变化、疫苗进展等，仍存在一定不确定性。10 月以来，全球疫情出现了 2 次爆发，每日新增确诊病例和新增死亡病例均持续攀升、创下新高；12 月，英国确认出现传染性更强的变异病株，变异后的病毒传播能力比原先高出 70%，进一步加大了外围环境的不确定性。与此同时，全球疫苗大范围推广尚需时日，且疫苗订单和人口高度不匹配，疫苗效果和疫情演化仍有待观察。

图9：全球新增确诊和死亡病例持续攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

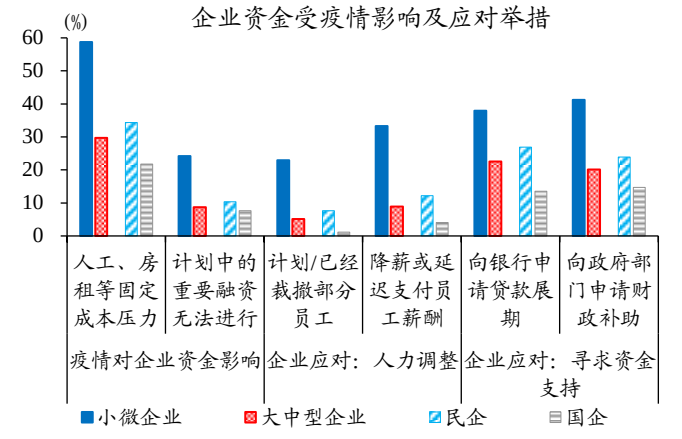
图10：全球的人口和疫苗订单高度不匹配



数据来源：Duke University、开源证券研究所

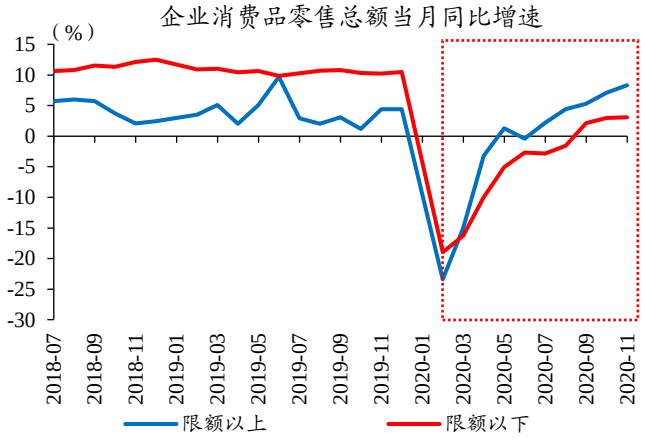
小微企业在疫情冲击中“受伤”严重，资产负债表的修复困难较大，大多至今尚未完全恢复至正常状态。小微企业风险承受能够相对较弱，疫情期间受冲击更为明显。比如疫情期间面临固定成本压力的小微企业占比近 60%，这一比例是大中型企业的 2 倍；小微企业的失业情况，也较大中企业更为严重。“后疫情”时期，小微企业的修复也更为困难；比如截至 11 月，限额以下企业的零售额增速为 3.1%，比限额以上低 5.2 个百分点、比 2019 年底低 7.4 个百分点。

图11：疫情期间，小微、民营企业受影响较大



数据来源：《清华金融评论》、开源证券研究所

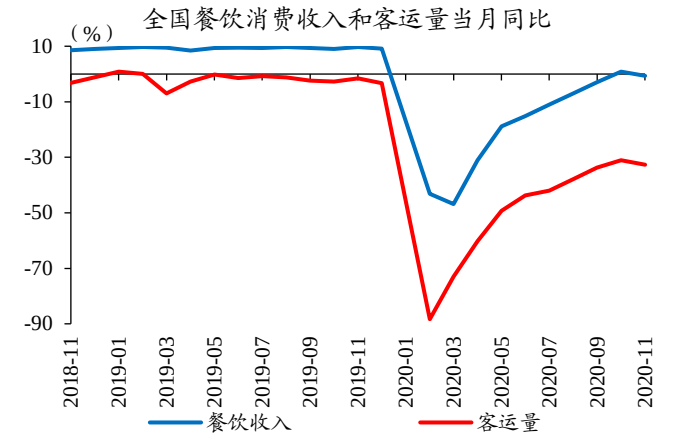
图12：限额以下企业的零售增速至今尚未恢复至疫情前



数据来源：Wind、开源证券研究所

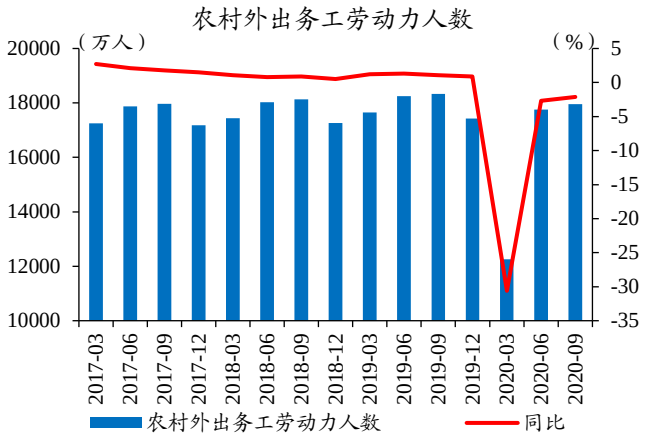
中低收入的劳动群体，受疫情冲击也较大，且收入等修复相对偏慢、抗风险能力偏弱。疫情对线下消费等领域形成持续压制，如批发零售、住宿餐饮、交通运输等，这些行业至今尚未修复至疫情前的水平。同时，这些行业也是中低收入劳动群体较为集中的行业，贡献了 30%以上的居民就业；这部分人群受疫情冲击更多、收入修复更慢。例如，农民工在疫情后未再进城务工，部分农民工在返程后甚至又二次返乡，2020 年前 3 个季度外出农民工同比减少 384 万。

图13：餐饮、客运等行业均尚未修复至疫前水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2020 年前 3 个季度，外出农民工同比减少 384 万



数据来源：Wind、开源证券研究所

政策“不急转弯”，或指向针对中小微企业等，减税降费、贷款延期之类的阶段性定向支持措施。2020 年的托底政策，大多在 2020 年底前后到期或者使用进度接近

尾声，例如，增值税小规模纳税人的征税减免等政策，在 2020 年底到期；支持银行给中小微企业贷款的再贷款再贴现、两项直达实体货币政策工具等，多在 2021 年 1 季度前后到期。其中，两项直达实体货币政策工具已明确适当延期。

表3：应对疫情冲击，财政政策和货币政策重点支持受疫情冲击较大的中小微企业等

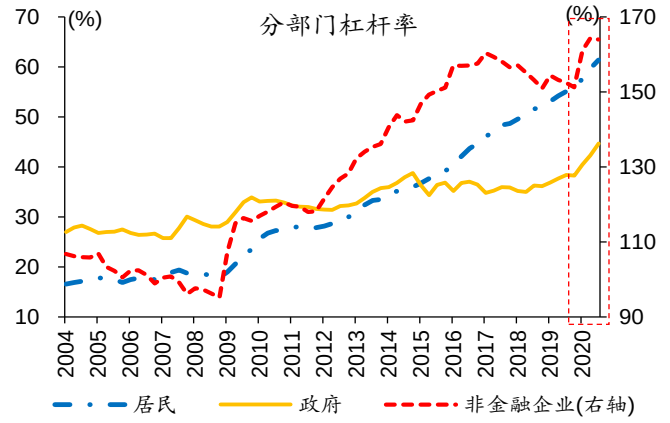
政策类型	政策工具	规模	开始时间	结束时间	具体举措
财政政策	减税	预计近8000亿元	2020年1月1日	2020年12月31日	取得政府规定标准的疫情防治临时性工作补助和奖金免征个人所得税，纳税人提供疫情防控重点保障物资运输收入免征增值税，纳税人提供公共交通运输服务、生活服务及居民必需生活物资快递收派服务收入免征增值税等十余项疫情防控减税政策。
			2020年3月1日	2020年12月31日	对湖北省增值税小规模纳税人，适用3%征收率的应税销售收入，免征增值税；除湖北省外，其他省、自治区、直辖市的增值税小规模纳税人，适用3%征收率的应税销售收入，减按1%征收率征收增值税。
	降费	预计超1.7万亿元	2020年2月1日	2020年6月30日	减半征收（湖北省免征）大型企业等其他参保单位（不含机关事业单位）养老、失业、工伤保险单位缴费部分。
			2020年2月1日	2020年6月30日	对职工基本医疗保险单位缴费部分实行减半征收。
			2020年2月1日	2020年12月31日	免征中小微企业、以单位方式参保的个体工商户养老、失业、工伤保险单位缴费部分。
			2020年1月1日	2020年12月31日	免征航空公司应缴纳的民航发展基金；对符合条件的新冠相关防控产品和药品，免征医疗器械产品注册费、药品注册费。
	政府债	3.76万亿元	2020年1月1日	2020年12月31日	提高一般公共预算赤字率到3.6%以上，增加赤字规模1万亿元，至3.76万亿元。
		3.75万亿元	2020年1月1日	2020年12月31日	增加地方政府专项债规模，增加1.6万亿元至3.75万亿元。
		1万亿元	2020年1月1日	2020年12月31日	发行抗疫特别国债1万亿元。
货币政策	再贷款	专项再贷款3000亿元	2020年2月7日	2021年2月7日	通过主要的全国性银行和湖北等重点省份的部分地方法人银行，向重点医用物品和生活物资的生产、运输和销售的重点企业提供优惠利率信贷支持。不能超过最近一次公布的一年期LPR减100个基点；财政贴息50%，企业实际融资成本约1.25%。
		再贷款再贴现专用额度5000亿元	2020年2月26日	2021年2月26日	支持地方法人银行向复工复产中小微企业发放优惠利率贷款。
		增加再贷款、再贴现额度10000亿元	2020年4月3日	/	面向中小银行，以优惠利率向量大面广的中小微企业提供贷款；3个月、6个月、1年三个档次，利率（不含扶贫再贷款）分别为2.2%、2.4%、2.5%。
	降准、降息	MLF投放2000亿元	2020年2月17日	/	1年期MLF投放2000亿元，利率回落10BP至3.15%。
		/	2020年2月20日	/	1年期、5年期LPR分别下调10BP和5BP。
		定向降准5500亿元	2020年3月16日	/	对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。
		MLF投放1000亿元	2020年4月15日	/	1年期MLF投放1000亿元，利率回落20BP至2.95%。
		定向降准4000亿元	2020年4月15日	/	定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。并将超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。
	普惠小微企业贷款延期支持工具	400亿元	2020年6月1日	原定2021年3月31日，可能延期	预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约3.7万亿元。
	普惠小微企业信用贷款支持计划	4000亿元	2020年6月1日	原定2020年12月底，可能延期	预计信用贷款支持可带动地方法人银行新发放普惠小微企业信用贷款约1万亿元。
	调增政策性银行全年信贷额度	6000亿元	/	2020年12月31日	调增政策性银行全年信贷计划6000亿元。3家政策性银行按照保本微利的原则，降低发放贷款的利率。

资料来源：中国政府网、财政部、中国人民银行、新华社、开源证券研究所

3、 三问：“不急转弯”下，政策搭配和影响？

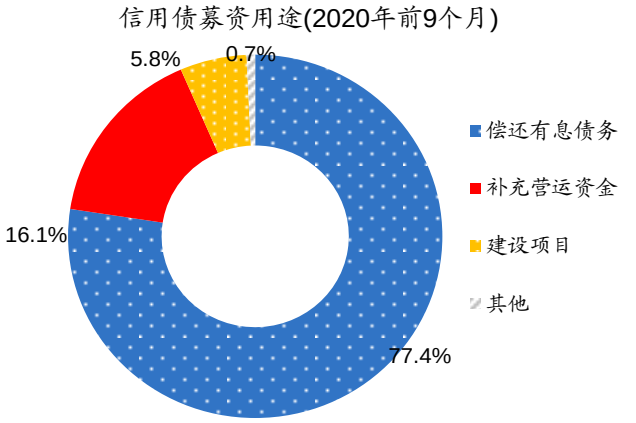
从“加”杠杆到“稳”杠杆，是“后疫情”时代政策回归常态的必然。政策托底加码下，实体杠杆率大幅提升，2020 年 3 季度达 270%，较 2019 年底抬升 25 个百分点，导致债务风险进一步累积、资金利用效率越来越低。2020 年前 3 季度，信用债募资用途中注明“借新还旧”的比例已接近 80%，其中钢铁、地产等传统行业超过 90%。随着国内经济逐渐修复，政策重心重回调结构、防风险，疫情期间的非常态托底措施“退潮”乃大势所趋，尤其是一些低效率“加”杠杆行为。

图15：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

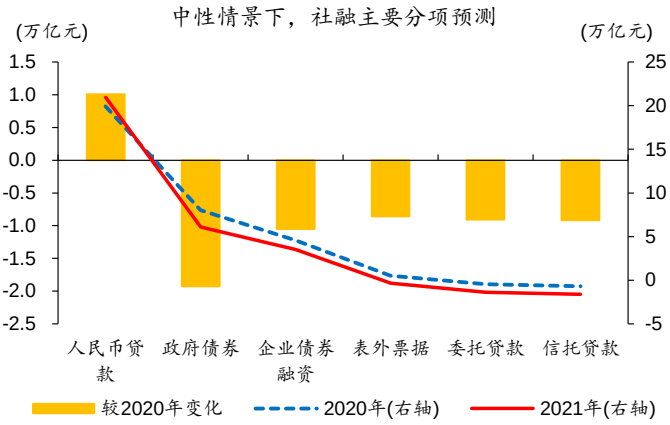
图16：信用债募资注明用途大部分用于“借新还旧”



数据来源：Wind、开源证券研究所

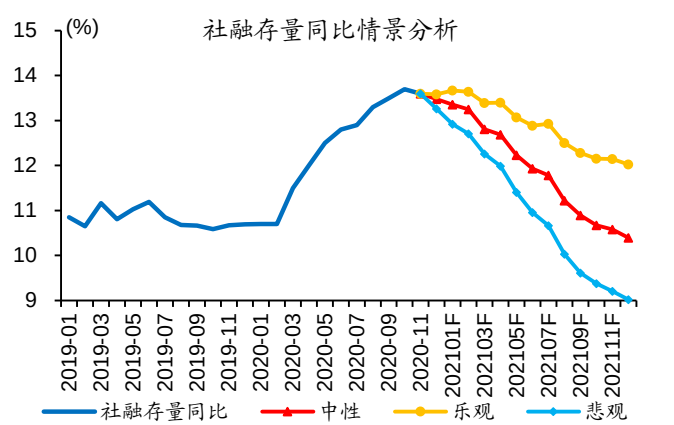
财政政策回归常态，必然带来信用的收缩；但市场仍沉浸在非常时期的特殊阶段，对信用“收缩”的认知不足。2020 年，信用环境超预期扩张，与政策“加”杠杆行为紧密相关；随着政策逐步回归常态，信用“收缩”通道已经开启。从“加”杠杆到“稳”杠杆，政府行为对信用环境的拉动减弱，及资管新规过渡期到期下非标的加快收缩等，或成为信用“收缩”主要逻辑。2021 年，或为信用“收缩”之年，中性情景下，社融存量增速或回落至 10%左右。

图17：政府债券、非标融资等或拖累 2021 年社融



数据来源：Wind、开源证券研究所

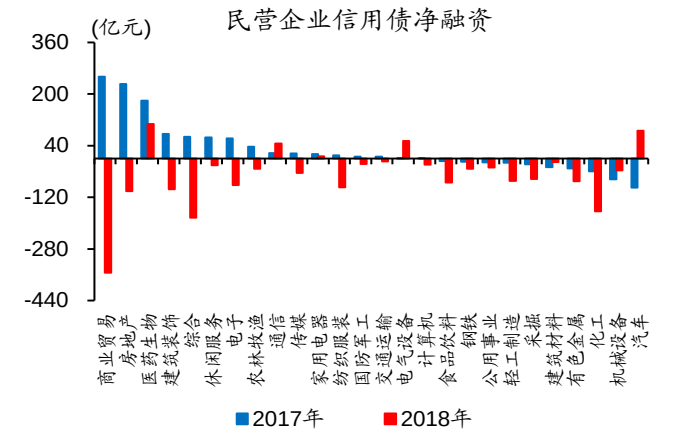
图18：中性情景下，社融存量增速或回落至 10%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

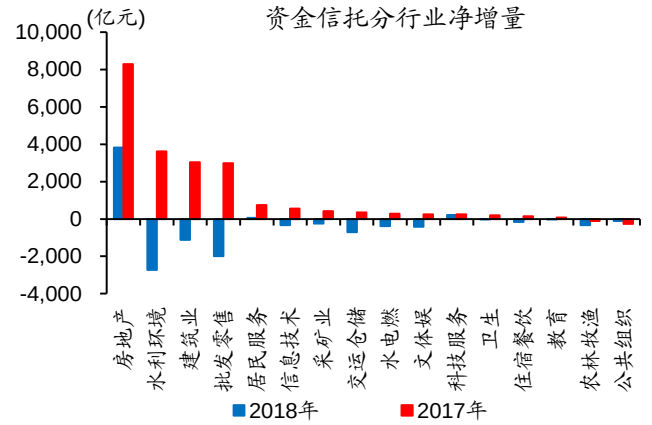
信用“收缩”带来的影响或与 2018 年大为不同，结构分化可能会非常明显。2018 年信用“收缩”，对各行业普遍有明显影响，多数行业信托融资和民企债券融资均较上一年大幅收缩。相较之下，2021 年信用“收缩”过程中，结构分化可能会非常明显。传统负债模式依赖度高的区域、行业，受到的冲击可能会比较大；而代表转型方向的新兴产业、传统行业中已基本完成出清过程的行业龙头，受到的冲击或非常小。

图19：2018 年，多数行业民企债券融资明显收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2018 年，多数行业信托融资明显收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

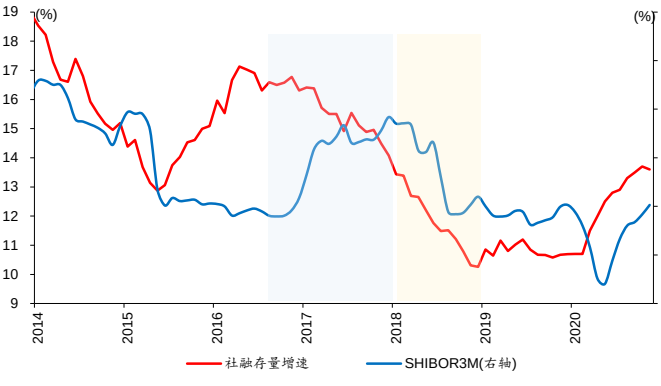
信用“收缩”背景下，货币流动性环境不宜收紧，甚至可能需要阶段性采取适度宽松的对冲措施。经济仍在修复通道、通胀预期逐步升温，使得货币流动性短期不具备松的条件；但也不适合进一步收紧，最新货币政策执行报告强调，“根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点”。同时，信用环境逐步进入“收缩”通道，需要适宜的货币流动性来缓解收缩的负面冲击。此外，疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，也需要政策操作上要更加精准有效、把握好时度效。

表4：“根据宏观形势和市场需要”等进行政策操作

时间	事件	主要内容
7月30日	中央政治局会议	**货币政策要更加灵活适度、精准导向**。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，**推动综合融资成本明显下降**。要确保新增融资**重点流向制造业、中小微企业**。
8月7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，就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**，提高政策的“直达性”，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关、平稳发展。
9月25日	三季度货币政策委员会例会	完善跨周期设计和调节，支持经济高质量发展。稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，**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”**。
10月10日	易纲行长文章《金融助力全面建成小康社会》	“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**”
11月6日	国务院政策例行吹风会	刘国强(央行副行长)：下一步的政策，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”**，政策突然中断可能很多方面适应不了。
11月26日	三季度货币政策执行报告	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，更好适应经济高质量发展的需要…**根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点**，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来…综合施策推动社会融资成本明显下降…增强结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策直达性。重视预期管理保持物价水平稳定…**尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定**。

资料来源：中国人民银行、新华社、开源证券研究所

图21：2018 年信用“收缩”，货币流动性相对宽松



数据来源：Wind、开源证券研究所

2021 年，信用“收缩”或成为市场主逻辑。政策“退潮”、信用“收缩”预期收敛过程中，资金风险偏好或有所回落，进而对股市形成阶段性压制；但不同于以往，行业之间、公司之间的分化或非常明显。对债市而言，信用“收缩”开启时，利率债的左侧时机就已经到来。然而，经济和市场波动性下降、疫情对国内外经济节奏的干

扰、机构负债不稳定性等因素，使得左侧操作难度上升；对于负债相对稳定的机构，左侧机会相对较好把握。

4、 研究结论

（1）**一问：政策“不急转弯”，是“不”转弯？实际上，政策“退潮”，早已有序推进。**百年不遇的疫情影响下，2020 年的托底政策，是应急之策、并非常态。政府“加”杠杆保护企业和居民资产负债表，同时更加注重“稳增长”与“调结构”的平衡。政策托底过程中，资金空转等问题凸显，使得经济活动修复伊始，当局即加大对相关行为的打击力度，政策逐步回归“常态”。

（2）二问：“不急转弯”，不急在哪些地方？疫情冲击较大、尚未有效恢复的领域。全球疫情变化、疫苗进展仍存不确定性，使得政策需留有余地，应对可能变化。部分受疫情冲击较大的中小微企业、中低收入群体等，抗风险能力较弱、资产负债表修复偏慢，尚未恢复正常状态。政策“不急转弯”，或指向针对中小微企业等，减税降费、贷款延期之类的阶段性定向支持措施。

（3）三问：“不急转弯”下，政策搭配和影响？财政退潮、货币对冲，信用“收缩”或成主逻辑。从“加”杠杆到“稳”杠杆，是“后疫情”时代政策回归常态的必然，尤其是低效率“加”杠杆，信用“收缩”已然开始。相应地，货币流动性环境不宜收紧，甚至可能需要阶段性适度宽松来对冲。但信用“收缩”带来的影响，或与 2018 年大为不同，结构分化会非常明显。

5、 风险提示

疫情反复，债务风险加速暴露。

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

	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