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）
zhaowei1@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

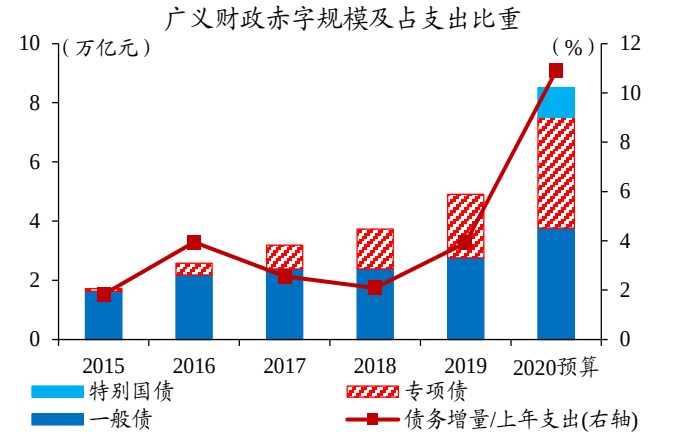
认清经济加速转型的本质，是厘清当下宏观形势的前提。从经济“抗疫”到政策“退潮”，传统框架对 2021 年解释力或进一步下降、建议回归本源、抱朴守真。

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

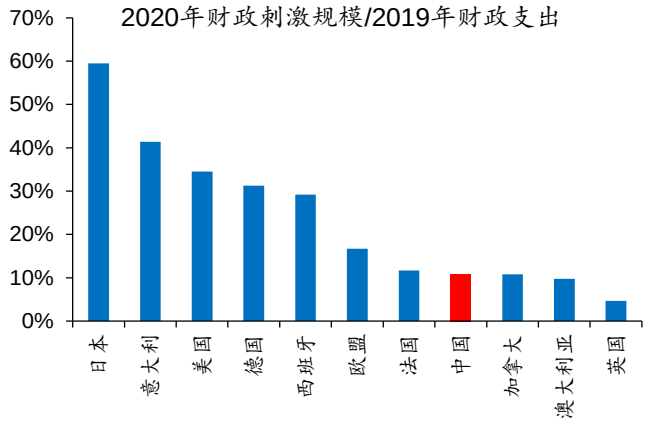
2020 年的托底政策，是应急之策、并非常态，中国在主要经济体中始终保持理性克制。应对疫情影响，主要经济体普遍通过政府加杠杆的方式托底经济，财政“一马当先”，以财政刺激规模与 2019 年财政支出之比作为刻画，美、欧、日分别高达 34.5%、16.7%和 59.5%。相比而言，我国更注重“稳增长”与“调结构”的平衡，财政刺激规模占比仅 10.9%，主要通过提高赤字率、特别国债和专项债发行等实施。

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

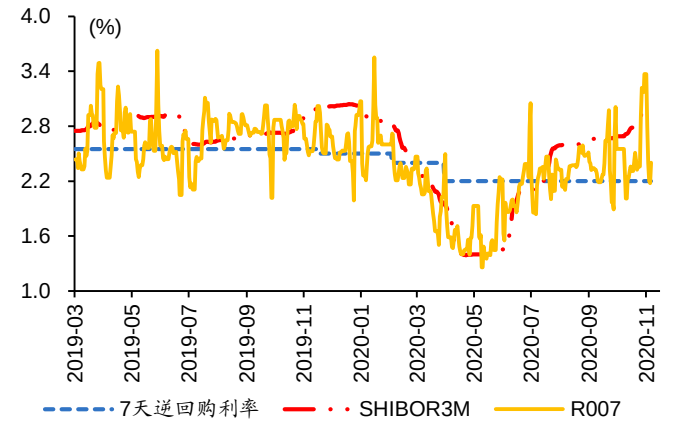
图2：相较于发达经济体，我国财政刺激力度相对克制



数据来源：Wind、世界银行、开源证券研究所

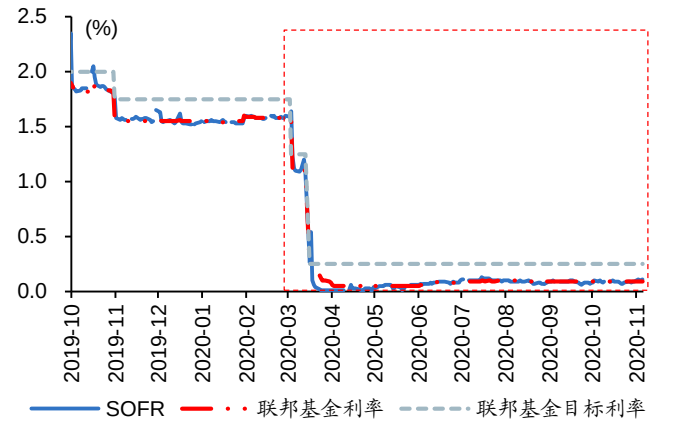
货币政策角度，也可以帮助我们理解国内政策的理性克制。疫情期间，央行通过下调 MLF 利率等，引导融资成本下降；同时，运用再贷款、定向降准等结构性工具，重点加大对受疫情冲击较大领域的融资支持。相较于主要发达经济体，我国是少数实施正常货币政策的国家。其中，美欧等央行普遍实施零利率或负利率，加码量化宽松。如美联储 3 月上旬与中旬两次操作，将联邦基金目标利率从 1.5-1.75%大幅调降至 0-0.25%，并进行无上限的量化宽松计划等。

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

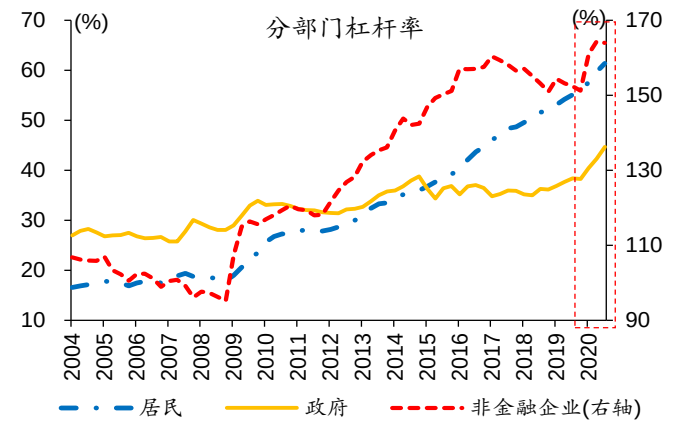
图4：美联储迅速将联邦基金目标利率降至 0-0.25%



数据来源：Wind、开源证券研究所

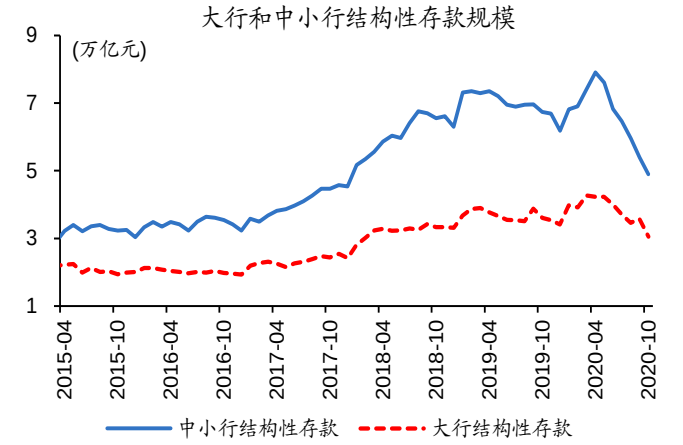
“后疫情”时代，政策“退潮”乃大势所趋，从“加”杠杆到“稳”杠杆，重心重回“调结构”、“防风险”。随着政策托底，实体杠杆率大幅提升，2020 年 3 季度达 270%，较 2019 年底抬升 25 个百分点，债务风险进一步累积。伴随经济逐步修复，政策“退潮”已然开始，5 月以来打击资金空转、地产调控“三条红线”，以及频繁提及的“防风险”、“稳”杠杆等，政策逐步回归“常态”。

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

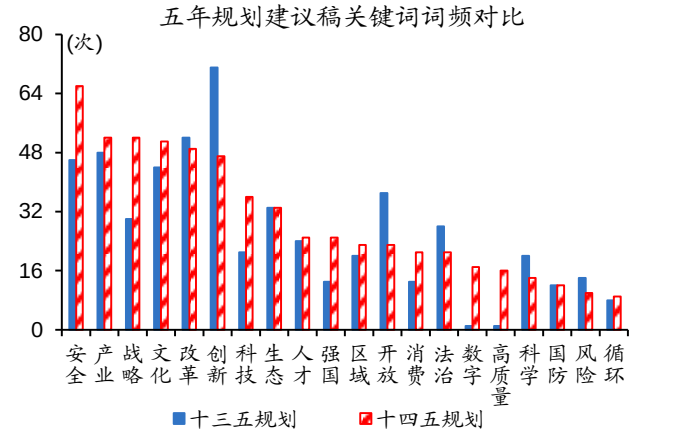
表1：7月底以来，当局频繁提及防风险、货币政策正常化等

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、向上倾斜的收益率曲线**，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、向上倾斜的收益率曲线**，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需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

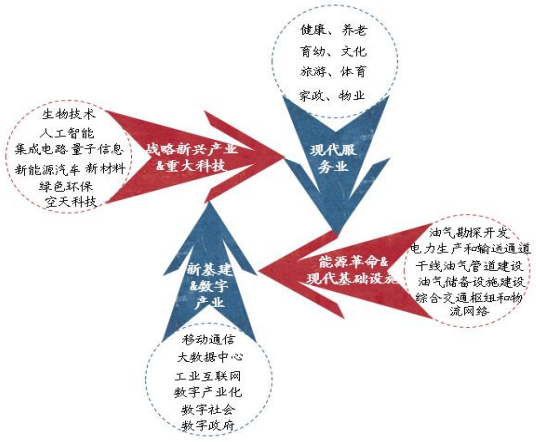
政策关注的焦点在于，经济的长期可持续发展，产业结构转型升级与安全等。近些年来，政策思路一脉相承，始终围绕加快经济结构转型升级展开，疫情期间亦不例外，注重宏观调控的跨周期设计与调节，并非"大水漫灌"式强刺激。从近期公布"十四五"规划建议可以看到，政策思路始终坚持"调结构"的方向，强调结构转型、产业升级、战略安全等。

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

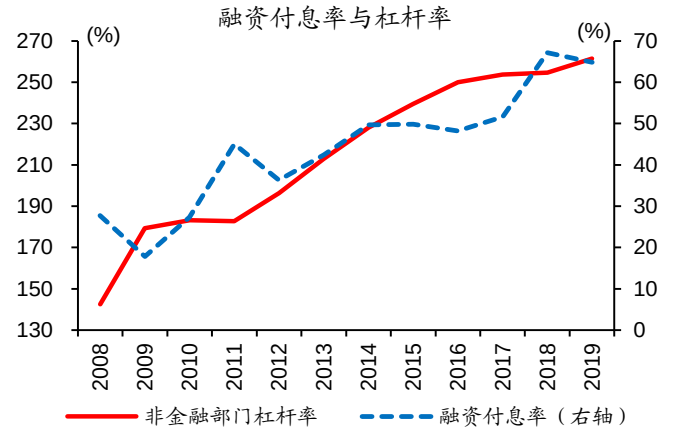


资料来源：新华社、开源证券研究所

1.2、 认清转型本质，方能理解当下政策内核

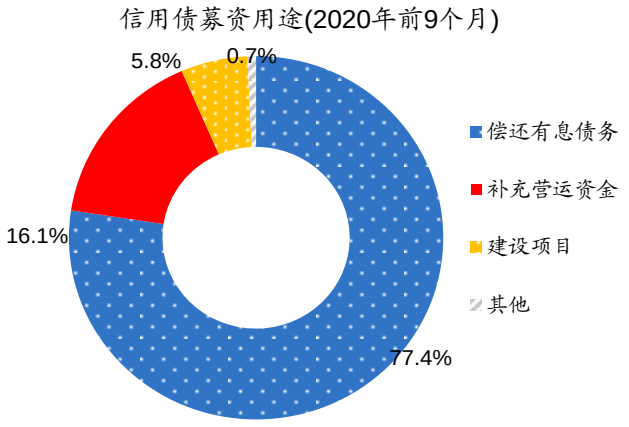
传统负债驱动型增长模式下，杠杆持续攀升、资金利用效率不断下降，并非长久之计。传统增长模式，属于典型的负债驱动型增长模式，会导致债务压力的不断累积，进而使得微观主体的现金流自由度不断受到挤压，资金利用效率、经济活力持续下降。2020 年前 3 季度，信用债募资用途中注明“借新还旧”的比例已接近 80%，其中，建材、钢铁、地产等传统行业超过 90%。城投平台借新还旧的比例具有类似特征，对传统增长模式依赖度高的区域“借新还旧”比例更高，如西部、东北等。

图9：杠杆持续攀升，资金利用效率不断下降



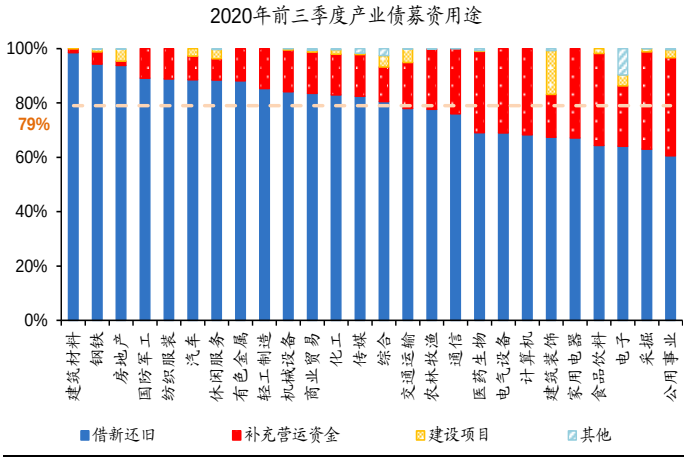
数据来源：Wind、CNBS、开源证券研究所

图10：信用债募资注明用途大部分用于“借新还旧”



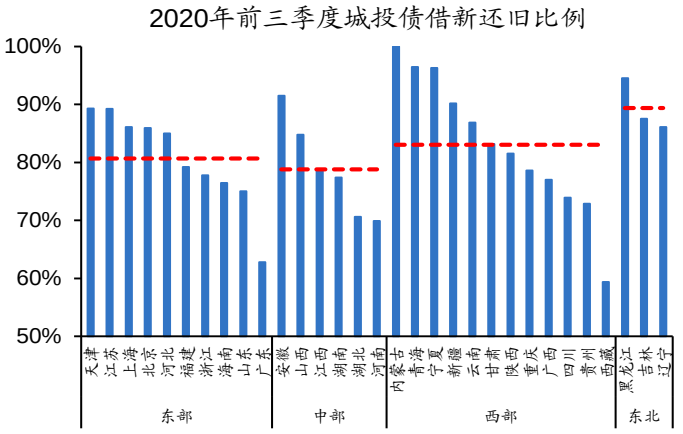
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

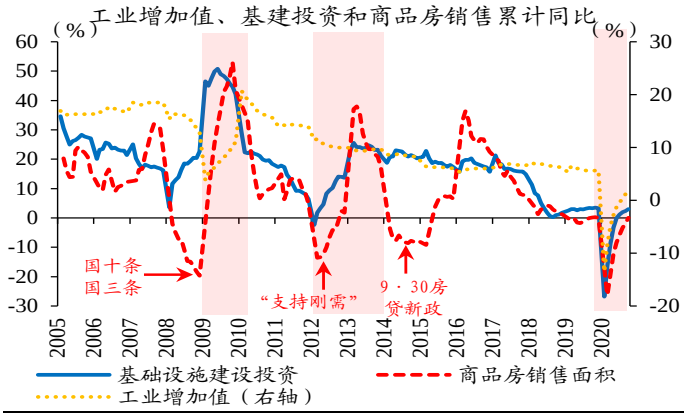
图12：西部城投债“借新还旧”比例居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

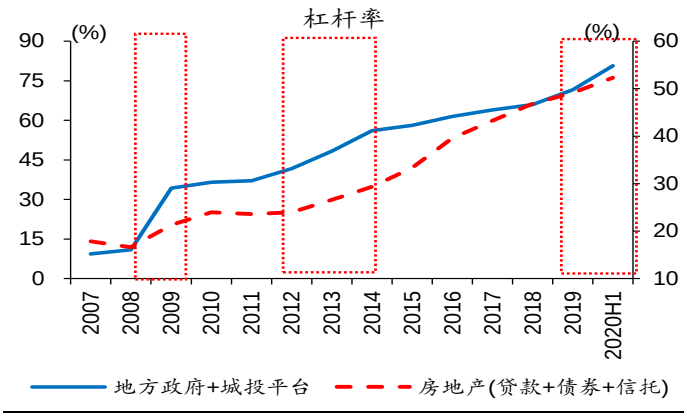
高杠杆压制下，房地产和基建，这两大传统增长模式下的“发动机”，逐渐失去活力。传统增长模式下，“基建”、“地产”作为稳增长常用的两大抓手，分别对应的是地方政府与居民的“加”杠杆行为。每次“稳增长”操作，都会带来相应杠杆率的抬升。传统周期下，基建发力主要借助城投平台和国企加杠杆实现，导致地方“隐性”债务规模，已显著超出“显性”债务规模。居民杠杆率的抬升，主要由按揭贷款推动；对中低收入、低收入群体的消费挤压显著，导致了社会矛盾与金融风险的累积。

图13：传统周期下，基建和地产是稳增长重要抓手



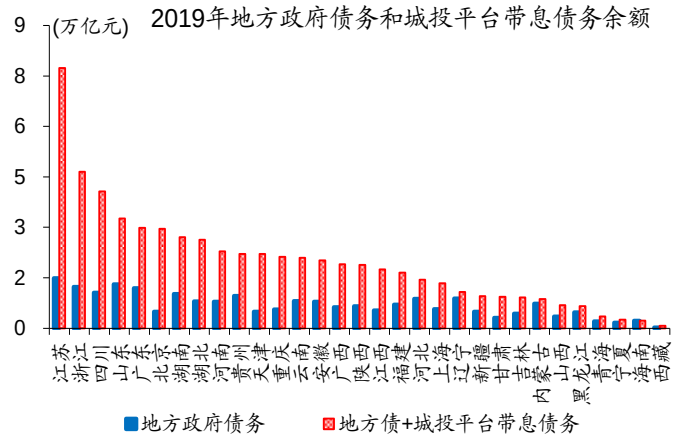
数据来源：Wind、新华社、开源证券研究所

图14：基建和地产加码，对应地方和房地产杠杆的抬升



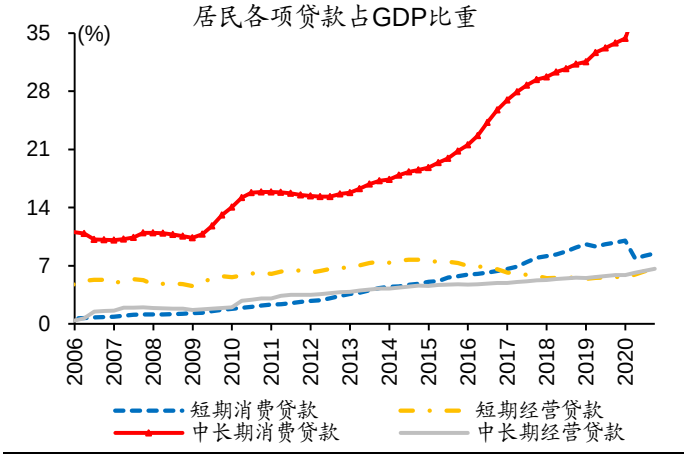
数据来源：Wind、CNBS、开源证券研究所

图15：地方债和城投平台带息债务远高于地方政府债务



数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

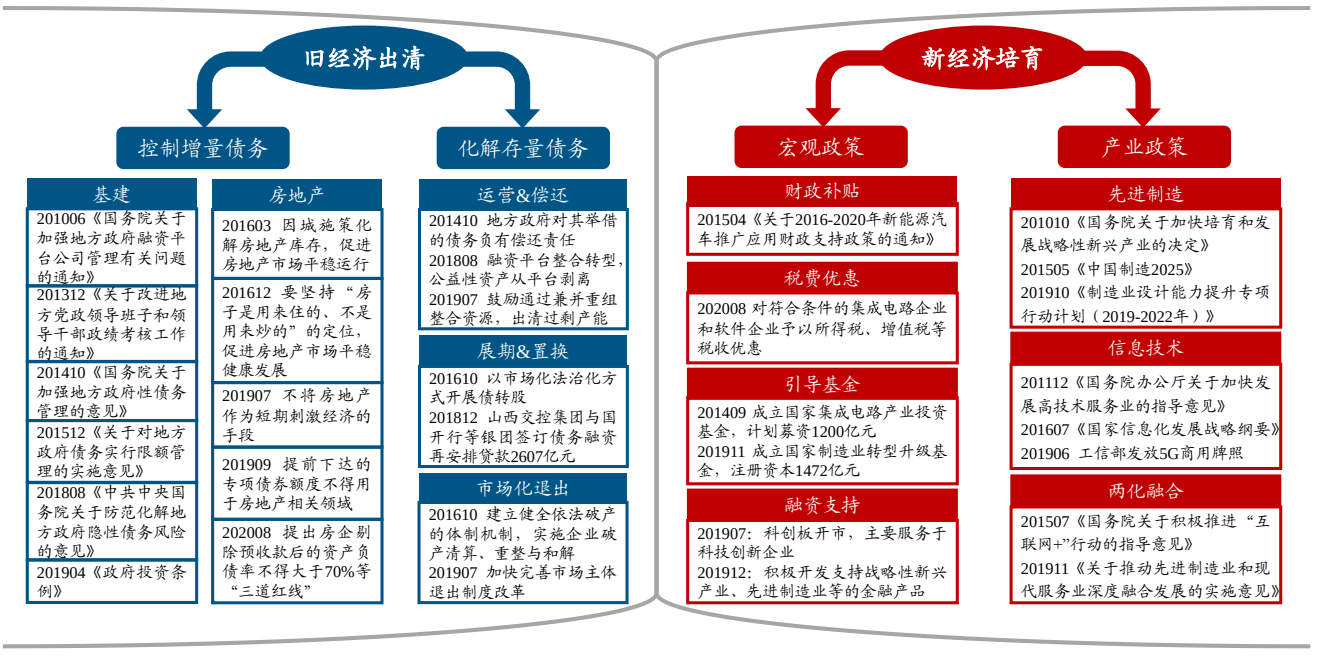
图16：住房按揭贷带动居民杠杆持续、大幅攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

打破旧有增长模式的“桎梏”，归根结底要靠转型过程中，新旧动能的加快切换，认清这一本质，方能真正认清当下政策思路。针对传统增长模式带来的债务压制，政策通过“控制增量”和“化解存量”两个维度，加快“旧经济出清”。包括，通过“预算管理”、“债务管理”等约束地方政府无序的投融资冲动，通过“房住不炒”、“因城施策”抑制地产市场投机行为等。与此同时，宏观政策、产业政策加快推动产业结构转型升级，通过税费优惠、融资支持等，加快先进制造等新动能培育。

图17：政策积极引导旧经济出清和新经济培育



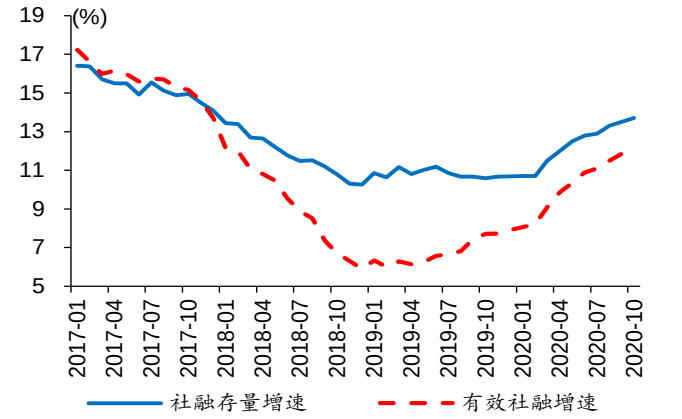
资料来源：中国政府网、财政部、新华社、开源证券研究所

2、 信用“收缩”之年，返璞归真

2.1、 2020 年信用显著扩张，得益于政策托底等

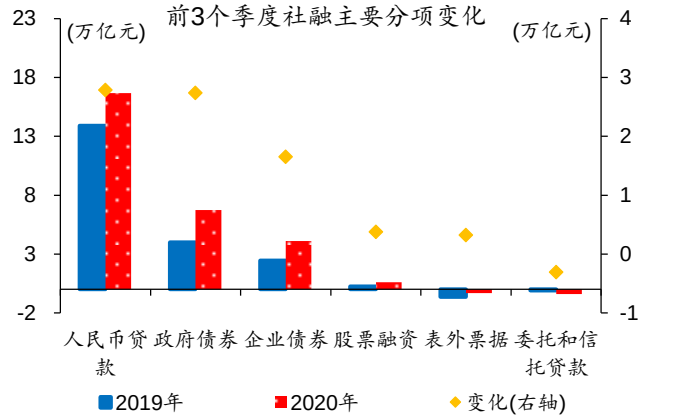
2020 年，信用环境超预期扩张，与政策“加”杠杆行为紧密相关。与主要经济体思路类似，中国也是通过政府“加”杠杆行为托底经济，表现为，财政大幅扩张与货币宽松。其中，前 3 季度[1]，政府债券同比多增 2.74 万亿元，占社融同比增量的 30%；城投债、基建三大行业的债券融资及中长期贷款，同比多增 1.52 万亿，占社融同比增量的 17%。政府相关的融资行为，对前 3 季度社融同比增量的接近 50%，是信用环境超预期主要贡献。

图18：年初以来，社融增速大幅抬升



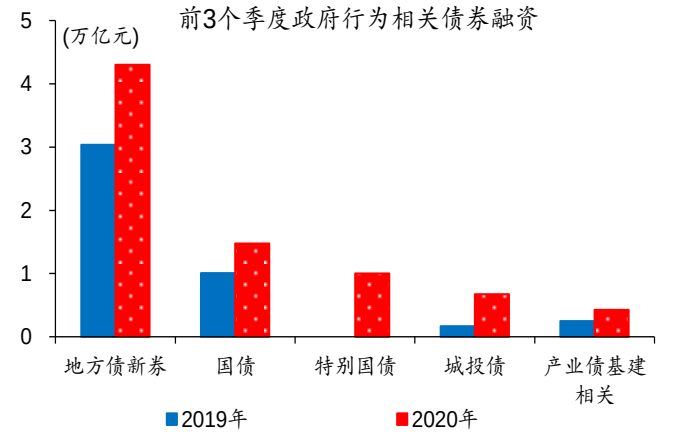
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：债券、贷款等对社融同比增量贡献居前



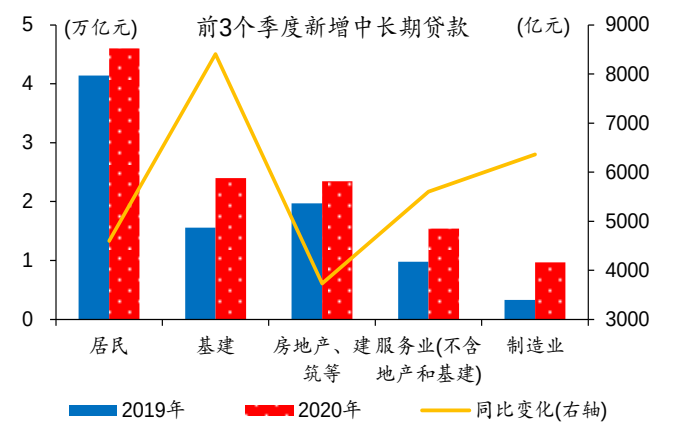
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：政府行为相关债券融资均不同程度扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：前 3 个季度，基建中长期贷款同比增幅最大



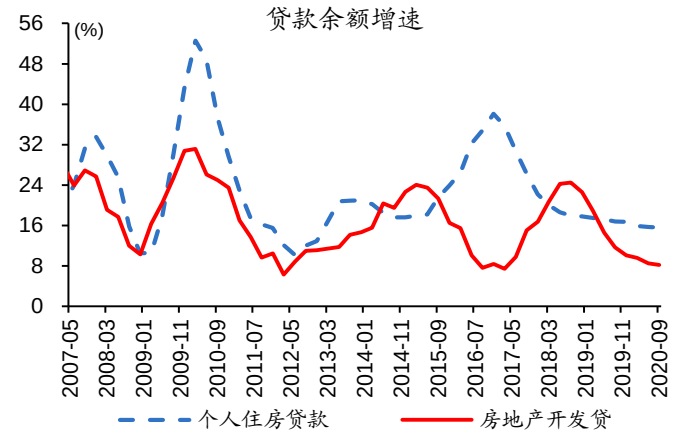
数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

非标融资压缩显著放缓，对信用环境的支持亦不能忽视。本轮信用扩张，除了债券和贷款，非标融资收缩放缓也有贡献，前 10 个月非标融资净收缩 3788 亿元、较 2019 年同期少减 1.1 万亿元；其中，委托贷款和表外票据融资好于 2019 年同期，

[1] 考虑到贷款分行业数据可得性与可比性，此处统一用 2020 年前 3 个季度数据。

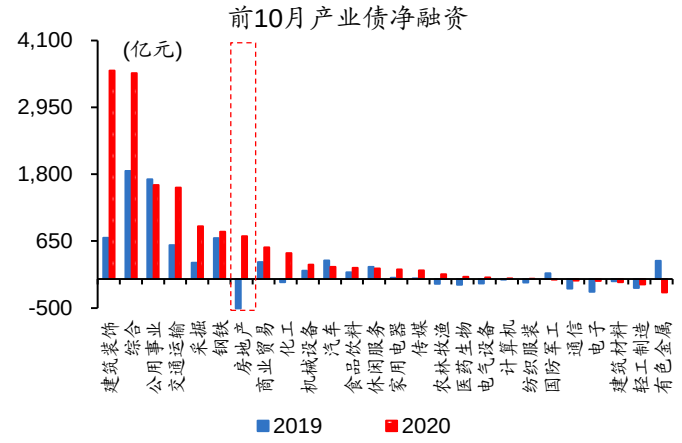
信托贷款收缩规模略大于 2019 年同期。非标融资收缩的放缓，或与疫情冲击下，资管新规过渡期延长、债务延期偿付和货币流动性宽松等措施有关。此外，房地产相关融资增长，也是年初以来信用扩张的重要因素。

图22：房地产开发贷增速回落放缓



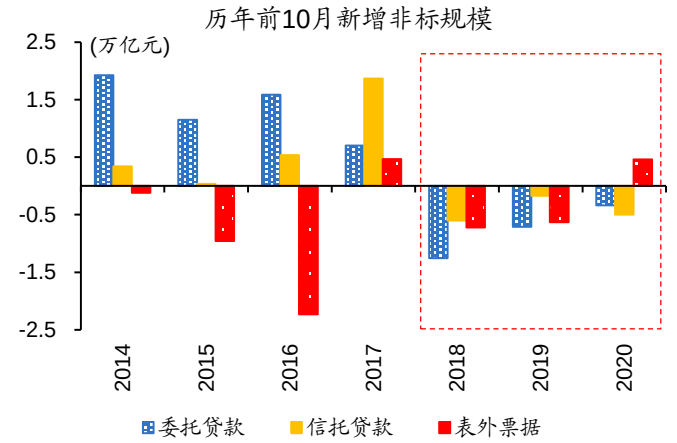
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：前 10 个月房地产债净融资显著高于 2019 年同期



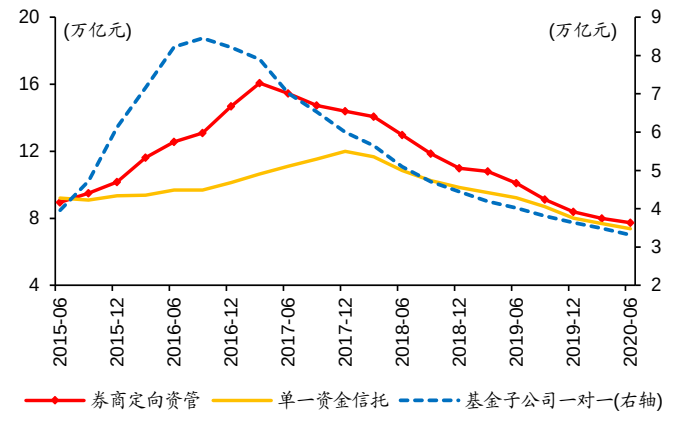
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：前 10 月委托贷款收缩放缓、表外票据实现净增



数据来源：Wind、开源证券研究所

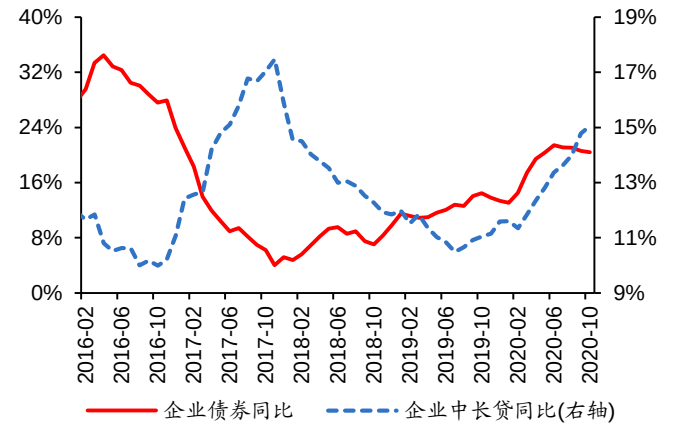
图25：近年来通道类资管持续收缩、2020 年明显放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

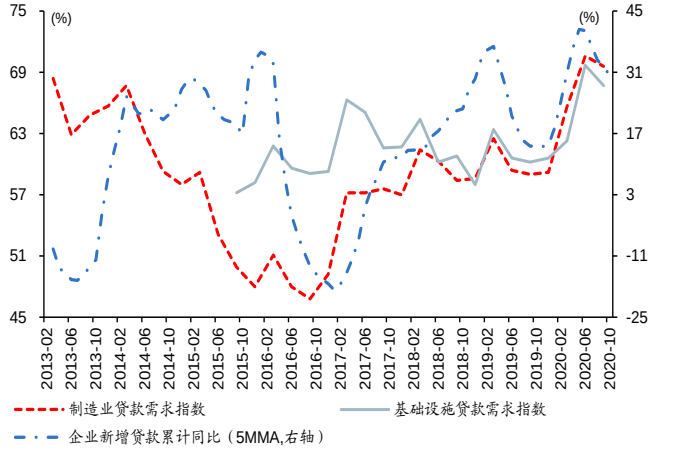
伴随政策逐步回归“常态”，信用修复最快的阶段已经过去，部分融资渠道已经出现修复放缓的迹象。3 季度以来，企业中长期贷款余额增速的斜率，已经开始“变浅”，企业债券融资和居民中长期贷款已出现回落，而信托贷款收缩幅度有所扩大。预计 2020 年底前后，政府杠杆行为对信用派生的拉动减弱、非标收缩加速、地产调控等影响下，信用“收缩”通道即将开启。

图26：企业中长贷增速斜率“变浅”、企业债券增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：3季度贷款需求指数有所回落



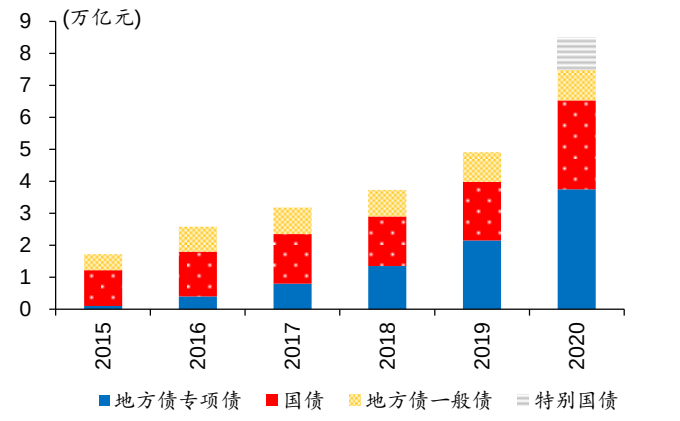
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 从“加”杠杆到“稳”杠杆，2021年或为信用“收缩”之年

2021年，政策“退潮”下，信用收缩通道或已然打开，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。

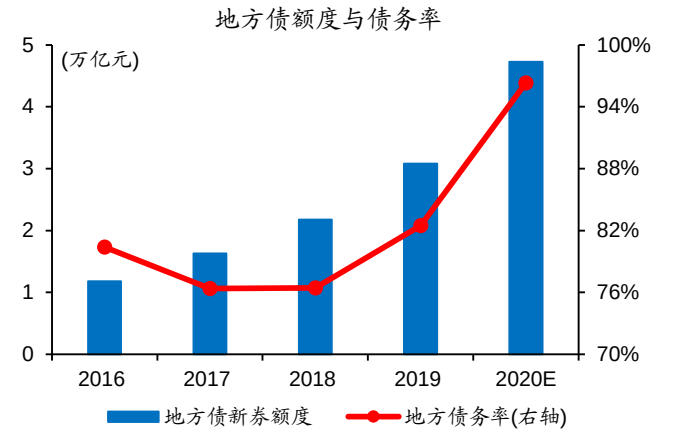
从“加”杠杆到“稳”杠杆，政府行为对信用环境的拉动，趋于减弱。2020年提高赤字率、特别国债与专项债的大幅扩容等，更多是特殊时期的应急手段、并非常态。伴随着政策回归“常态”，2021年相较2020年，国债发行量或明显回落。2020年，地方债大幅扩容，导致地方债务率飙升，已接近财政部此前拟定的100%预警线，意味着2021年地方债大幅扩张难以为续。近期财政部等多次强调，加强地方政府隐性债务常态化检查、有效遏制隐性债务增量等，也会对地方加杠杆冲动形成压制。

图28：2020年国债和地方债规模均明显扩张



数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

图29：地方债务率的大幅抬升或掣肘地方政府举债空间

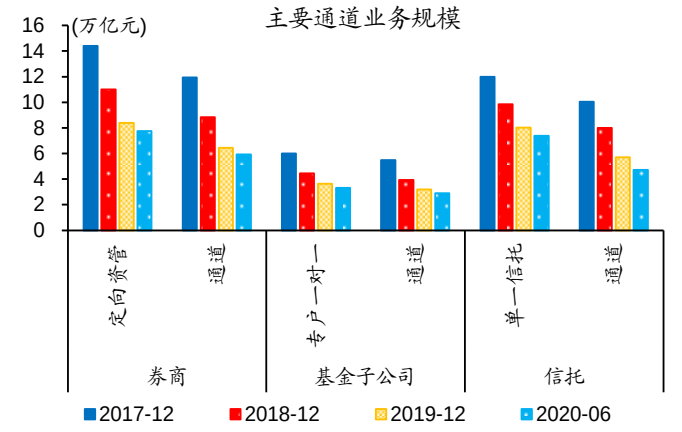


数据来源：Wind、开源证券研究所

随着资管新规过渡期的临近，资管产品收缩压力趋于加大，或加速非标融资的收缩。资管新规过渡期延长至2021年底，并不涉及监管标准的变动，券商定向资管、

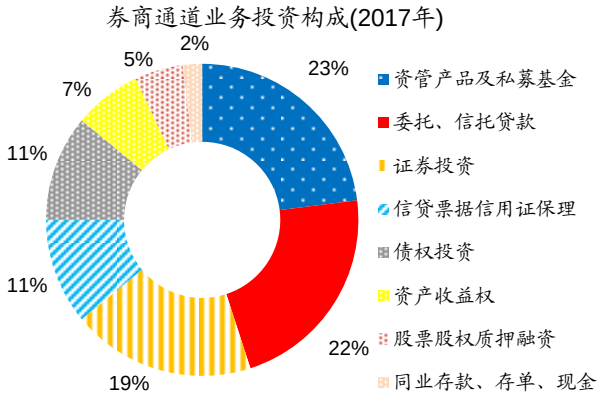
单一资金信托等以通道业务为主的产品调整压力较大。截至 2020 年 6 月，通道余额或超 13.5 万亿元，其中券商、信托和基金子公司通道分别为 5.9 万亿元、4.7 万亿元和 2.9 万亿元。通道业务，大多直接或间接投资非标资产，其规模收缩或加大非标融资收缩压力(详细分析参见《2021 年，或为信用收缩之年》、《非标收缩的压力》)。

图30：通道剩余规模或超过 13.5 万亿元



数据来源：Wind、资管行业统计年鉴、中证网、开源证券研究所

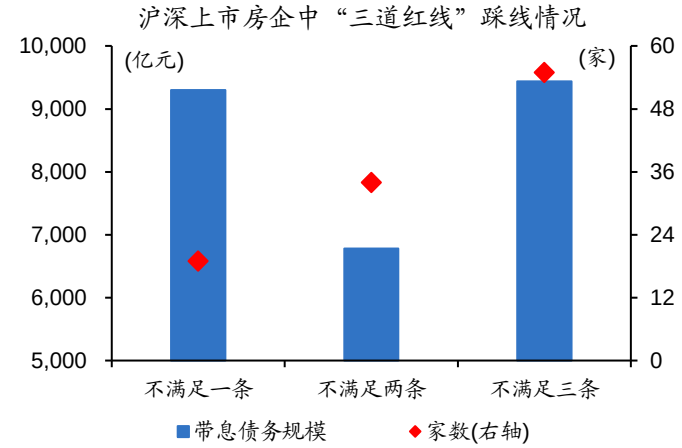
图31：券商通道业务主要投向非标资产



数据来源：Wind、资管行业统计年鉴、开源证券研究所

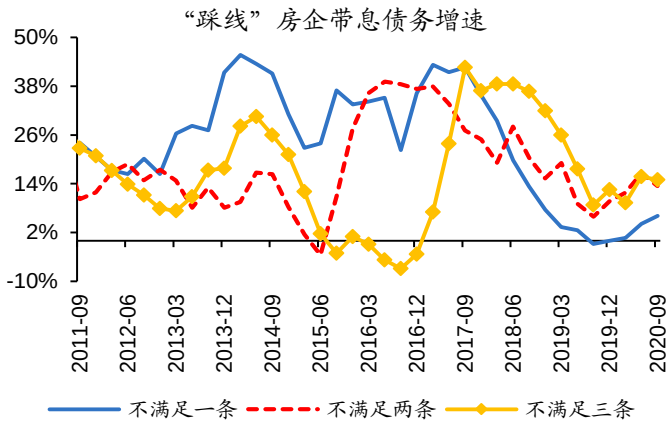
“三条红线”等地产调控政策，对地产链条的融资影响也可能逐步显现。8 月住建部和央行召开重点房地产企业座谈会，表示已经形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，对房企杠杆等设定“三道红线”约束。2019 年 A 股上市房企年报数据显示，“三道红线”[2]中不满足一条、两条和三条的房企分别有 19 家、34 家和 55 家，截至 2020 年 3 季度末的带息债务增速分别为 6%、13%和 15%，后两类显著高于监管要求的 5%和 0%限制，调整压力相对较大。此外，部分城市地产销售相关政策的影响，也可能对居民贷款产生影响。

图32：不满足“三条红线”的上市房较多、带息债务较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：踩“三条红线”房企带息债务增速更高



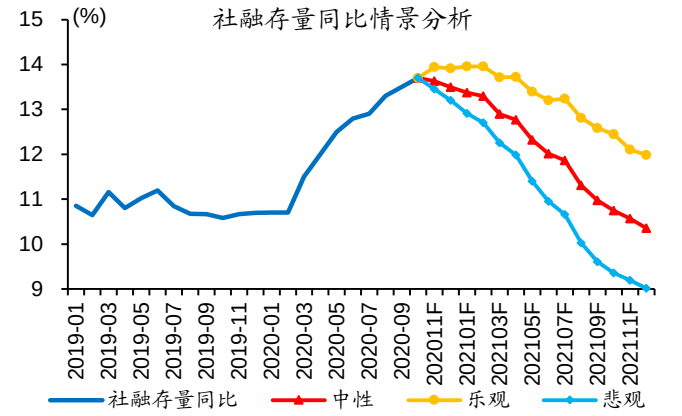
数据来源：Wind、开源证券研究所

2021 年，或为信用“收缩”之年，社融增速或回落至 10%左右；2020 年底前后，

[2]剔除预收款后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%、现金短债比小于 1.0 倍。

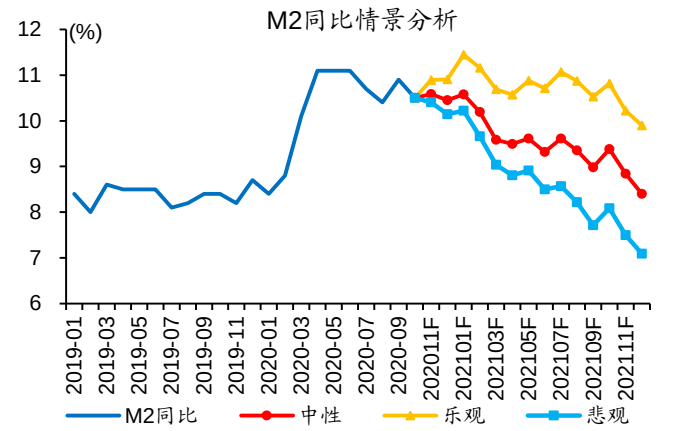
信用收缩通道或即将开启。政策“退潮”下，杠杆行为的拉动减弱、非标规模的加速收缩等，或成为 2021 年信用收缩的主要驱动力。中性情境下，信用环境的拐点将出现在 2020 年底前后；以社融增速为锚，2021 年或将回落至 10%左右，较 2020 年显著回落 3 个百分点左右；M2 增速或回落至 9%以内，较 2020 年回落约 2 个百分点。

图34：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

图35：中性情景下，M2 增速或回落至 9%以内



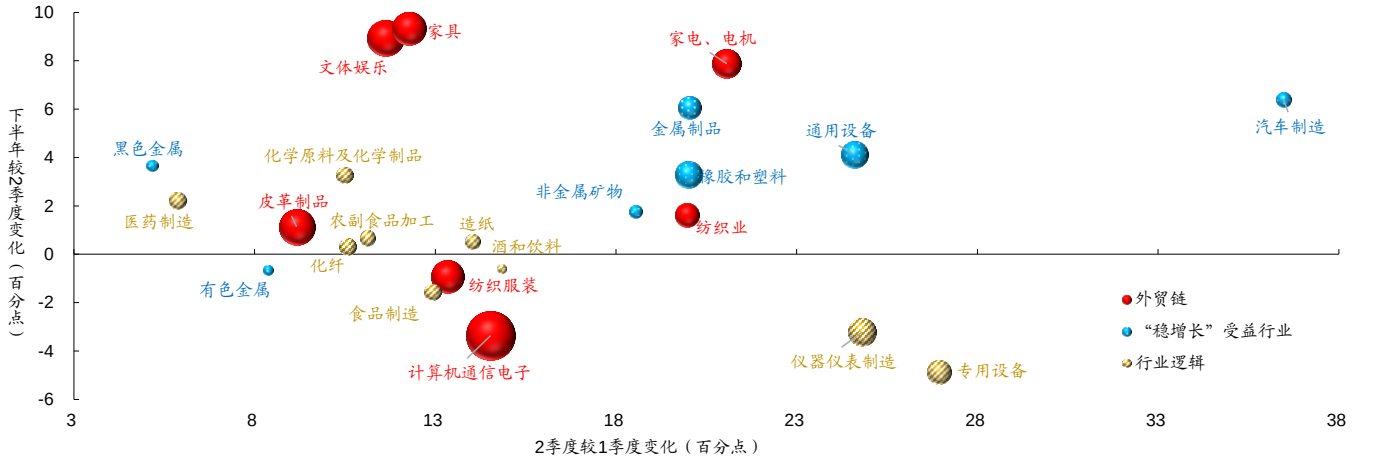
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 从“错位”到“收敛”，结构分化进一步加大

3.1、 疫情冲击下，经济从“错位”到“收敛”

2020 年经济的主要支撑逻辑包括，稳增长及其“外溢”效应、外需支撑下的出口链景气等。前者以基建、地产、汽车等相关产业链条为代表，如黑色金属、有色金属、金属制品、非金属矿物、通用设备、汽车制造等；后者以纺织业、电子设备等产业链为代表，最早受益如防疫物资、“宅经济”相关，随后到线下消费、后地产等。此外，部分行业还兼具了行业“自身”的逻辑支撑，比如医药制造、化工等。

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[3]

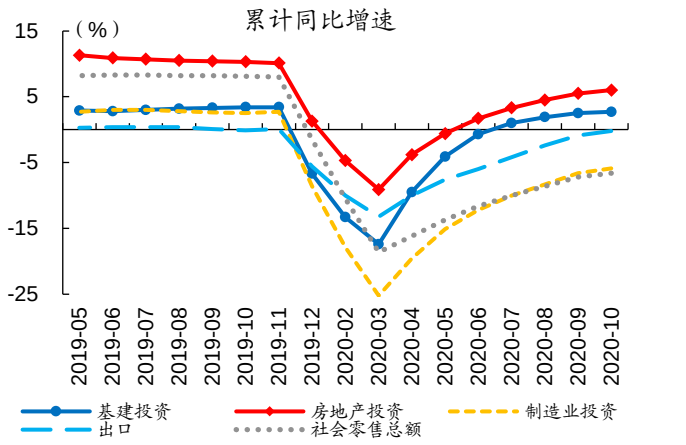


数据来源：Wind、开源证券研究所

[3] 球体的大小代表该行业对出口依赖度（出口交货值/营业收入）。

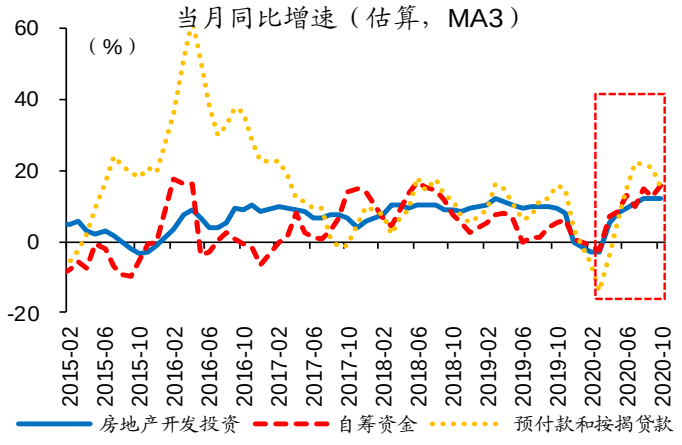
基建、地产的景气修复，得益于托底政策及“外溢效应”，其投资增速的高点或皆已出现。3 月以来，得益于政策支持，基建投资快速提升，截至 5 月单月增速已修复至 11%左右，创近年来的新高，是基建项目施工强度最大的阶段。伴随经济活动的逐步修复，基建投资增速有所回落。宽松的融资环境下，地产销售和投资行为快速修复，7、8 月伴随新一轮政策调整，建安投资增速高点或也已出现在 8 月前后。

图37：基建和地产投资修复较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

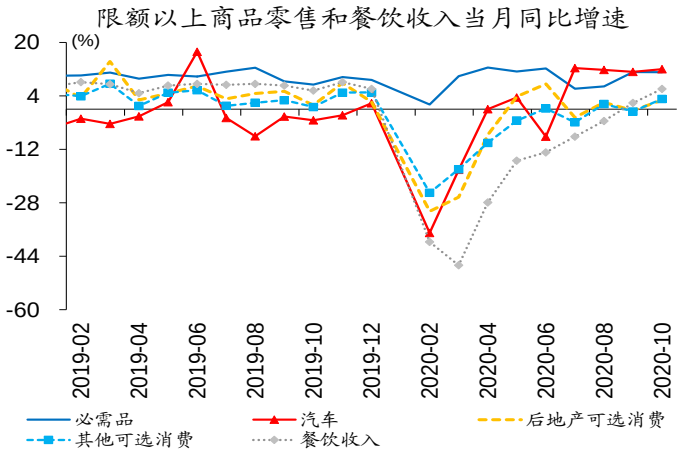
图38：销售回款和自筹资金修复较快，支持地产投资



数据来源：Wind、开源证券研究所

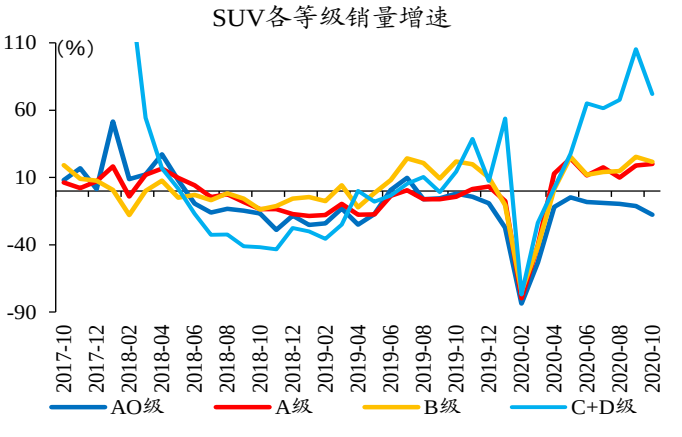
汽车等可选消费品在 2020 年的“结构性”修复，部分受益于托底政策“外溢效应”。汽车消费增速，4 月已恢复至 2019 年同期水平，7 月以来销量增速连续 4 个月实现两位数增长。其中，高端车型的销售改善最为显著，或部分受益于政策支持。诸如，部分地方政府推动的汽车补贴、牌照供给增加等促销费政策，以东部沿海省份为代表。另外，部分汽车品牌打折力度较大，对汽车消费也起到了一定支持。

图39：汽车和后地产可选消费，修复相对较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：高端车受益于稳增长“外溢效应”，销售相对较好

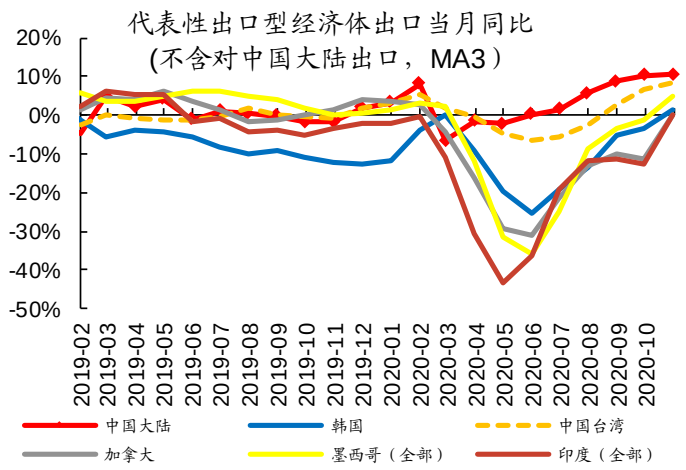


数据来源：Wind、开源证券研究所

2 季度以来，中国出口增速的显著改善，与疫情背景下，主要经济体供需“错位”紧密相关。2 季度，中国出口增速异军突起、重回正增长，与疫情“错位”下，中国产能的“替代效应”有关；中国在欧美、日韩、东盟、金砖中的进口份额，2 季度较近年同期大幅抬升 4 个百分点，对出口增速的拉动超过 20 个百分点。年中以来，伴

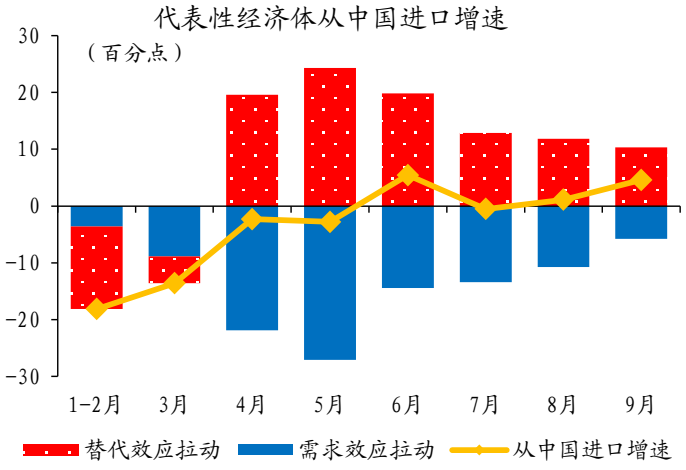
随部分经济体复工复产，“替代效应”支持减弱，“需求效应”支撑体现。以对美出口为例，7 月以来疫情压制减弱，带动中国对美出口增速快速修复，截至 10 月已修复至 11.4%的增速，服装鞋靴、机械、汽车零部件等为代表。

图41：中国出口领先于海外经济体修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：“替代效应”对 2 季度出口拉动显著、3 季度减弱



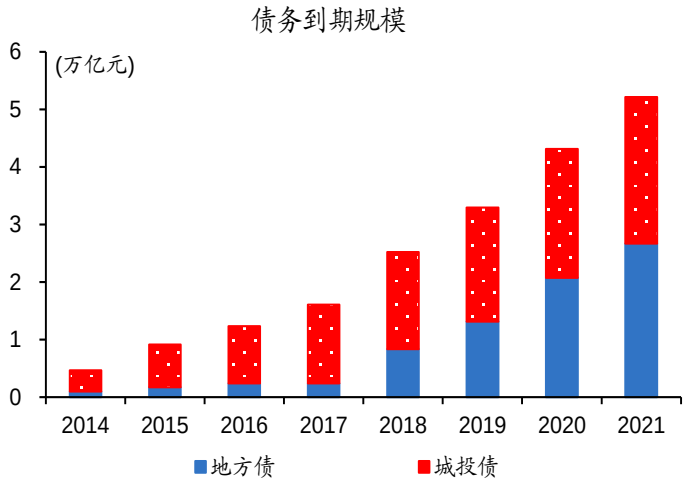
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 政策“退潮”下，经济结构分化进一步加大

疫情冲击下，海内外修复节奏“错位”；政策的重心不同，又导致政策“退潮”的先后、力度亦有所区别。进而使得 2021 年内外需走势将出现背离。信用“收缩”背景下，国内传统经济动能压制明显，而“转型”相关产业等仍将保持高“成长”性，行业、公司之间的分化或进一步加大。主要经济体库存周期重启等，将带动全球经济加快修复；“需求效应”的改善与“替代效应”的衰减，会导致出口链的分化。

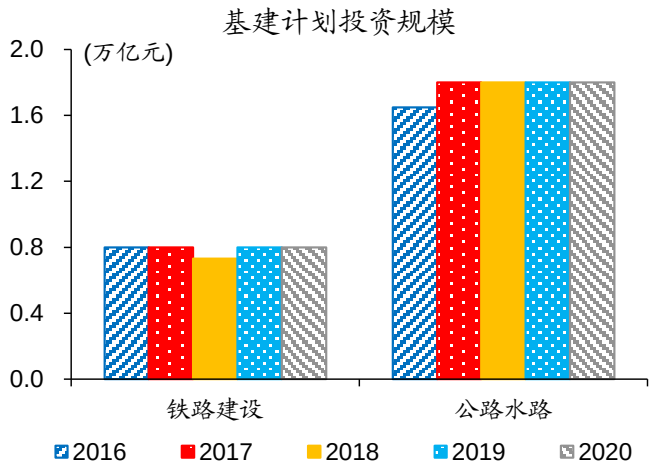
政策“退潮”下，“稳增长”支撑逻辑将有所减弱；叠加居民收入修复，需求修复结构或有所变化，线下消费等前期修复不足、未来弹性可期。随着债务压力加大、防风险加强等，地方“加”杠杆的能力和意愿或减弱；而政策“调结构”思路下，以“铁公基”为代表的传统优质项目可能较难出现大幅扩张，叠加资金支持的减弱，或使得基建投资压力上升。“三道红线”等调控下，部分房企缩减拿地支出等，对新开工和投资等的影响可能逐步显现。传统增长动能减弱的同时，前期修复较慢的线下消费等，将随着居民收入改善等继续修复，尤其是中低收入群体相关大众消费等。

图43：2021 年地方债和城投债到期压力上升



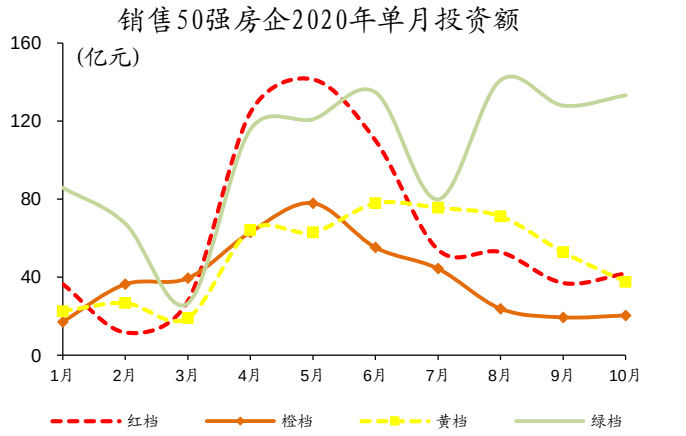
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：近年来“铁公基”计划投资规模基本不变



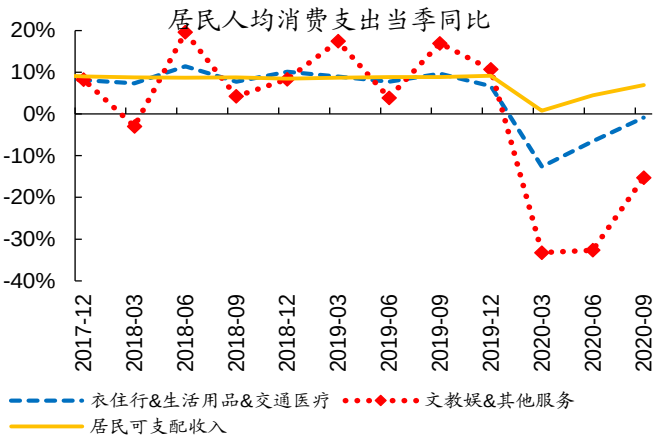
数据来源：交通运输部、开源证券研究所

图45：“三道红线”出台以来，房企拿地规模明显缩减



数据来源：Wind、开源证券研究所

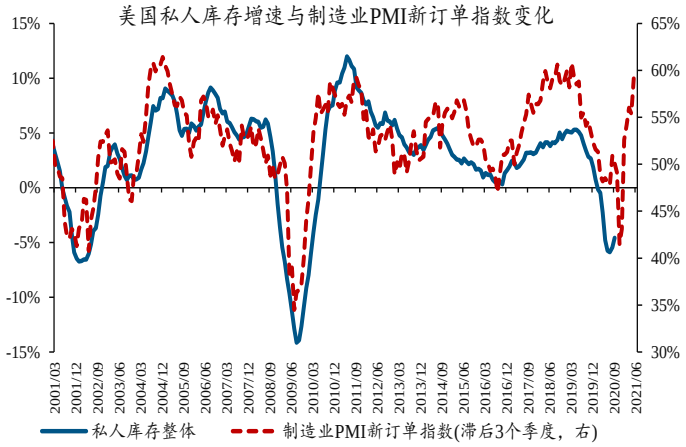
图46：线下服务消费相关活动修复较为缓慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

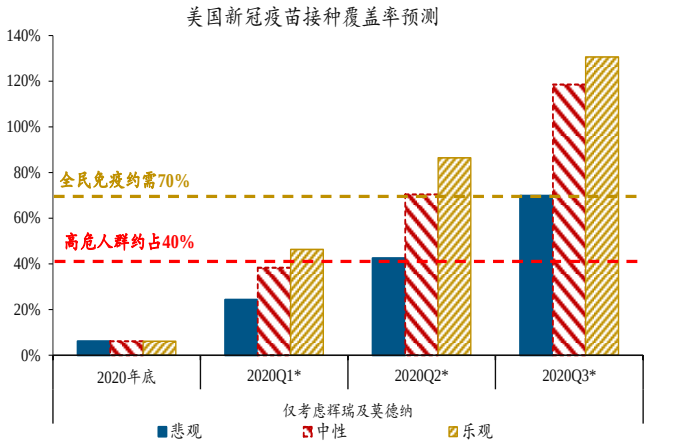
美国等主要经济体库存周期的重启，以及疫苗的大规模推广，将带动全球经济加快修复。作为全球经济的“火车头”，美国的库存周期已经重启。7 月以来，美国库存同比增速自历史极低位的-5.9%止跌反弹，持续抬升；库存领先指标制造业 PMI 新订单指数，也大幅反弹至 67.9%，刷新 2005 年以来新高。疫苗研发的进展顺利、有望在 2021 年大规模推广，会进一步加快全球经济的修复。从主要疫苗产商的产能规划及订单分布来看，美国大概率在 2021 年 1 季度前后完成高危人群的接种，2 季度接近全民免疫目标；欧盟、日本、加拿大等，也能在 2、3 季度完成高危人群接种。

图47：美国库存领先指标制造业 PMI 新订单大幅反弹



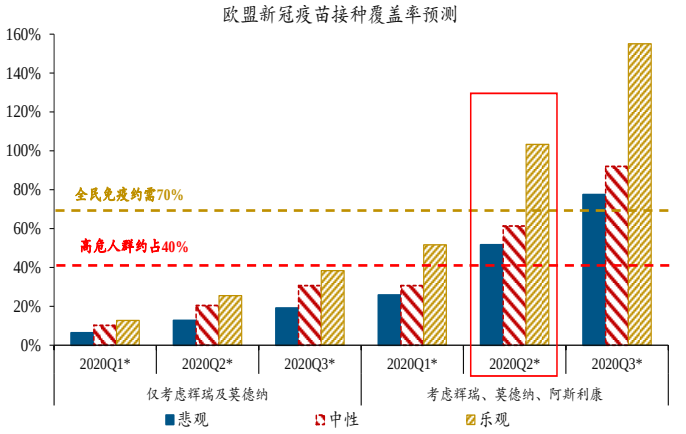
数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：美国有望在 2021 年 Q1 前后完成高危人群的接种



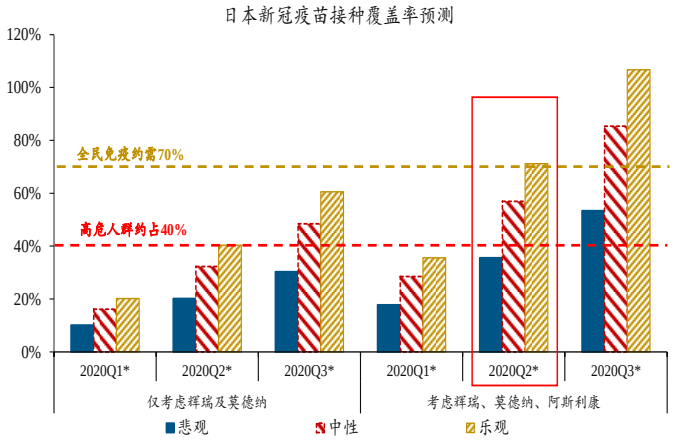
数据来源：NY Times、各大疫苗厂商、开源证券研究所

图49：欧盟有望在 2021 年 Q2 前后完成高危人群的接种



数据来源：NY Times、各大疫苗厂商、开源证券研究所

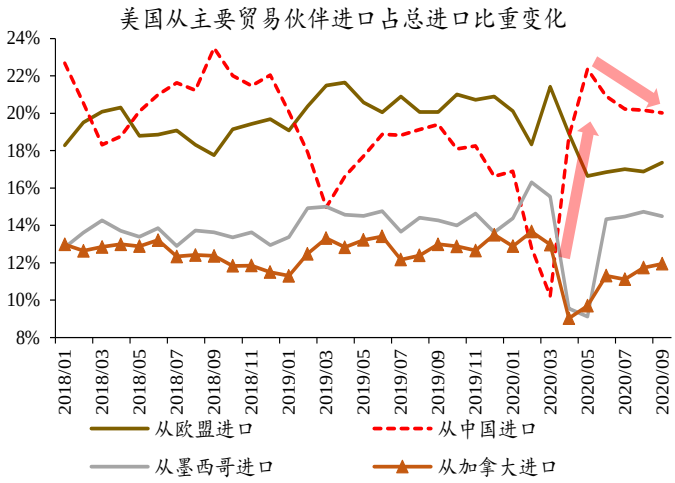
图50：日本有望在 2021 年 Q2 前后完成高危人群的接种



数据来源：NY Times、各大疫苗厂商、开源证券研究所

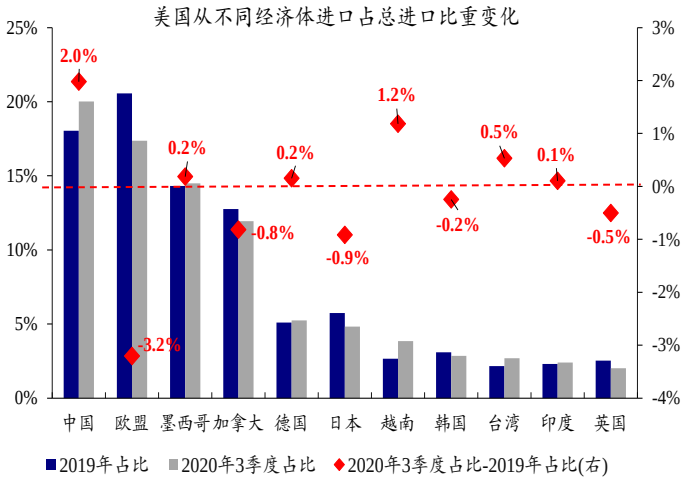
伴随疫情“错位”影响消退，出口链的支撑将由订单的“替代效应”驱动，过渡至“需求效应”的支持；服务于美欧生产活动的出口贸易行为等，值得重点关注。7 月以来，因疫情再度反弹拖累欧盟等生产型经济体的复产进程，“替代效应”对中国出口支持的衰减较慢。但随着疫苗大规模推广、带动欧盟等复产进程逐渐加快，中国出口链的支撑或将由前期的“替代效应”驱动，过渡至“需求效应”的支持。考虑到美欧等生产端的修复弹性较大，以及生产需求对应的中国部分中上游行业出口的“替代效应”已基本消失，未来重点关注中国这些服务于美欧生产活动的行业出口表现。

图51：6月以来，中国出口的“替代效应”开始减弱



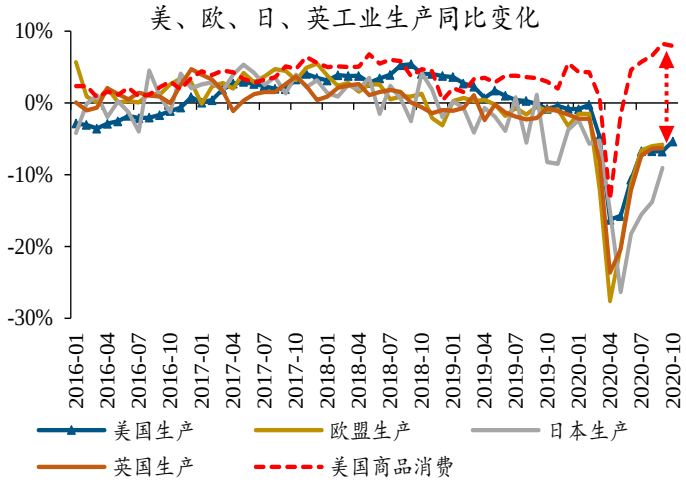
数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：因欧盟等复产较慢，中国出口替代效应依然存在



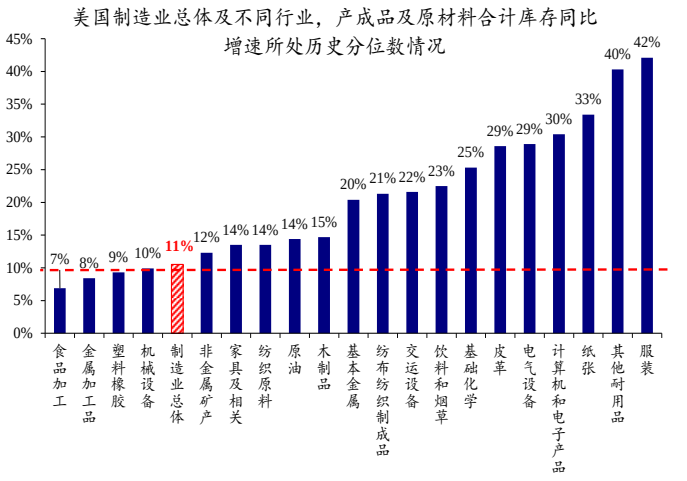
数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：疫苗的大规模推广，将推动美欧日等复产加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

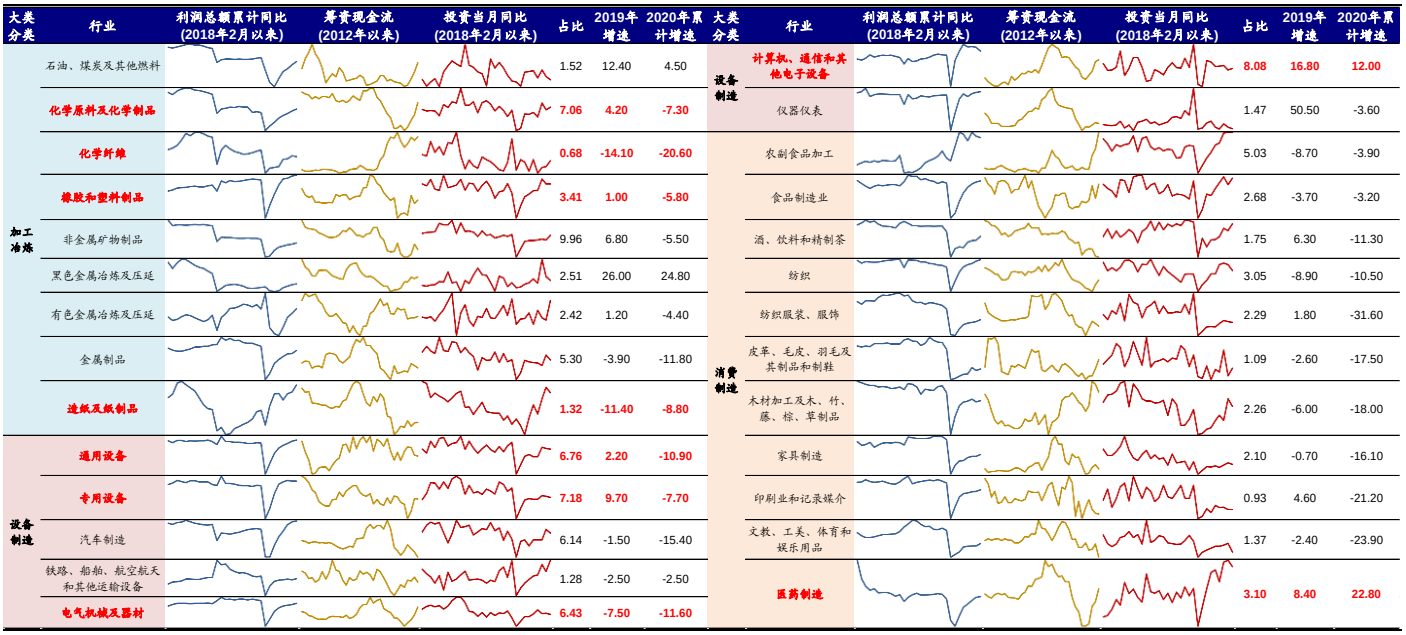
图54：美国多个行业产成品及原材料库存处于历史低位



数据来源：Wind、BEA、开源证券研究所

海内外修复节奏“错位”，与国内政策“退潮”，或使得国内经济结构进一步分化，部分有“自身”逻辑支持的行业修复或延续。随着海外“替代效应”消退、国内传统经济动能的减弱，部分前期受益于出口链和稳增长的行业，或面临驱动回归；而信用“收缩”，对部分传统负债驱动行业的压制，也可能逐步显现。同时，一些受益于“后疫情”时代需求改善，及供需格局优化的行业，可能相对容易走出“独立”的趋势，以中上游化工、造纸、机械和设备制造等为代表的部分行业，可以持续关注。

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



数据来源：Wind、开源证券研究所

综上所述，我们对 2021 年主要经济指标预测如下：

表2：2021 年，主要经济指标预测[4]

主要指标	2018 年	2019 年	2020 年 10 月	2020 年 E	2021 年 E
实际 GDP 累计同比(%)	6.6	6.1	0.7	1.6	**8.6**
工业增加值累计同比(%)	6.2	5.7	1.8	2.6	**7.6**
固定资产投资累计同比(%)	5.9	5.4	1.8	2.5	**5.0**
制造业投资累计同比(%)	9.5	3.1	-5.3	-3.8	**8.0**
房地产投资累计同比(%)	9.5	9.9	6.3	8.0	**5.0**
建安投资累计同比(%)	-3.2	7.9	5.3	5.6	**0.5**
土地购置费累计同比(%)	57.0	14.5	8.6	12.0	**16.0**
基建投资累计同比(%)	1.8	3.3	3	3.5	**1.5**
出口累计同比(%)	9.9	0.5	0.5	2.4	**7.5**
社会消费品零售总额同比(%)	9.0	8.0	-5.9	-4.0	**12.0**
CPI 同比(%)	2.1	2.9	3.0	2.6	**1.6**
PPI 同比(%)	3.5	-0.3	-2.0	-2.0	**1.0**

数据来源：Wind、开源证券研究所

[4] 已公布数据中，2020 年实际 GDP 为 3 季度值，其余为 10 月值。

4、 研究结论

（1）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。

（2）“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”。

（3）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。

（4）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。

（5）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。

（6）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。

5、 风险提示

疫情二次爆发，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

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