

2021 年宏观经济：不确定中的猜想

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email: yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

核心观点：

2021 年是很难给出合理预期的一年。全球看，它无法匹配过往任何一年，进而找出相近的预期逻辑。说它与金融危机相似，全球的需求并没有因超前透支而受到根本性的打击。说它与危机后类似有宏观政策的持续性支持，今天各国的宏观政策已是捉襟见肘，连续多年的全球债务积累，其风险引爆的威力已不亚于当年的金融危机。可以说二战后这种全球性的疫情几乎没有疫后治理经验可参考。具体到国内，2021 年可谓是创新作为根本动力的“元年”。经济向高质量发展，将不再是边边角角的改动，而将可能是类比于改革开放的一大步。诚然，这其中并不全都是“新”，也包括对旧有制度的革新，旧发展模式的重新定位，以及对过往“欠债”的认知与处置等等。另外，既然是“元年”，还要加入旧有模式向新发展模式过渡的各种衔接性的思考。

因此，与其费力找寻 2021 年更像过往哪一年，不如将政府与市场，实体与金融各个领域对“新”的碎片式思考联系起来大胆猜想。2021 年“新”的过渡年，我们的认识是经济增速不宜过高，为各种不确定性留有余地。财政发债不宜收缩太多，不为投资稳增长，只为债务置换防风险。货币政策不宜找安慰，放低期望，反而可能有惊喜。乡村振兴不宜轻视，新一轮“土改”孕育着未来内循环的主要力量。外循环不宜只盯着开放，用进口增强全球对华的粘性可能更有效。投资不轻言牛熊，以“你方唱罢我登场”的理念理解已被轮番证明的“稳”字。总结起来即在各个领域中理解“稳中有新”的内涵。

风险提示：宏观经济政策的超预期退出。信用风险向政府隐性债务扩散。

目录:

| | |
|--------------------------------|----|
| 一、2021年经济增速目标 6.5%-7% | 3 |
| 自上而下的思路..... | 3 |
| 1.国际比较看经济增速..... | 3 |
| 2.“十二五”时期政策可持续性的担忧..... | 4 |
| 3.熨平经济波动..... | 6 |
| 4.突发性事件损耗..... | 6 |
| 二、宏观经济政策偏紧是基本预期，分歧在于收紧的程度..... | 8 |
| (一) 财政政策——重点是可持续性..... | 8 |
| 1.指标衡量债务空间..... | 8 |
| 2.要扭转“十三五”时期的债务扩张的“错觉”..... | 9 |
| 3.基建与债务风险的权衡..... | 10 |
| 4.偿还？置换？违约？..... | 12 |
| (二) 货币政策——随实际情况的“灵活多变”..... | 15 |
| 1.政策的定调..... | 15 |
| 2.纳入资产价格的通胀..... | 16 |
| 3.货币政策收紧与人民币汇率稳定..... | 18 |
| 4.信贷供需与风险控制看央行的货币政策..... | 22 |
| 5.信贷供求与货币政策的松紧选择..... | 23 |
| 6.M2 与社融增速预期..... | 24 |
| 7.对权益与固收市场配置的思考..... | 25 |
| 8.房地产信贷集中管理的影响有多大..... | 27 |
| 9.2021 年最为担心的全球性风险..... | 29 |
| 三、2021年宏观经济各项指标预期..... | 29 |

图表目录:

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1: 日本不变价 GDP | 4 |
| 图 2: 新加坡不变价 GDP | 4 |
| 图 3: 韩国不变价 GDP | 4 |
| 图 4: 德国不变价 GDP | 4 |
| 图 5: 全社会杠杆率与高净值人群可投资资产规模 | 8 |
| 图 6: 中国财富不平等状况 | 8 |
| 图 7: 基建增速与地方政府杠杆率 | 11 |
| 图 8: 按照支出法估计的纳入资产价格的 CPI | 17 |
| 图 9: 按照 DFI 估计的纳入资产价格的 CPI | 17 |
| 图 10: 全球 M2 与 CRB 金属、工业原料 | 18 |
| 图 11: 2021 年 CPI 预期 | 18 |
| 图 12: 2021 年 PPI 预期 | 18 |
| 图 13: 加权贷款实际利率 | 19 |
| 图 14: 对美贸易帐与利差的合成指标与人民币汇率 | 21 |
| 图 15: 美元指数与人民币汇率 | 21 |
| 图 16: 美财政部一般账户余额与美联储扩表趋缓 | 21 |
| 图 17: ICE 美元非商业净多仓与美元指数 | 21 |
| 图 18: 隔夜回购成交占比 | 22 |
| 图 19: 短期理财与票据融资套利 | 22 |
| 图 20: 短贷与票据融资同比变化 | 23 |
| 图 21: 银行间 7 天回购与政策利率的对比 | 23 |
| 图 22: 货币政策与信贷供需缺口 | 23 |
| 图 23: 10 年期国债收益率与 M2-PPI | 26 |
| 图 24: 上证 A 指与 M1-PPI | 26 |
| 图 25: 居民新增存款与住宅销售 | 29 |
| 图 26: 居民中长期贷款与住宅销售 | 29 |

一、2021年经济增速目标 6.5%-7%

自上而下的思路

1.国际比较看经济增速

从国内外宏观经济的发展经验来看，一国的经济增长归根结底对是包括人力、资本、土地、全要素生产率等资源禀赋排列组合的有效利用。在一个长周期中，资源禀赋的效率组合由最高向瓶颈逐级递减，最终在瓶颈期后走向全要素生产率的根本性变革提升，进而将资源禀赋进行重新排列组合，并开启下一个长周期。与之相对应的经济增长亦是如此，其同样跟随资源禀赋的效率降级逐步下降，在瓶颈期时进入所谓的等待跨越的“陷阱”关键期，并跟随全要素生产率的根本性提高，进入下一个增长极。

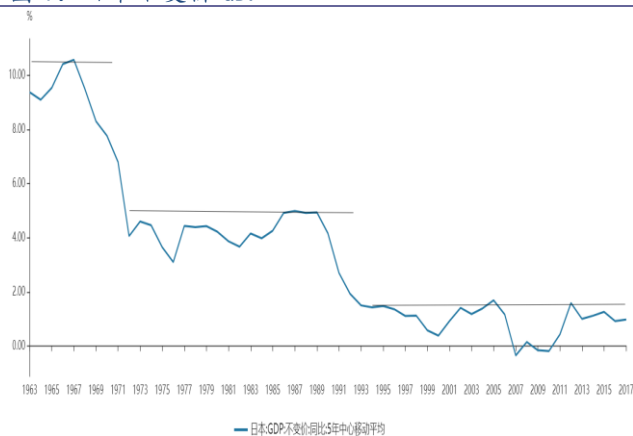
上世纪 90 年代，我国在经历了亚洲金融危机袭扰后，成功的实现了外需弥补内需，成为外贸拉动经济增长的外向型经济体。这与韩国、日本等亚洲外向型经济体发展路径类似。08 年金融危机后，国内投资需求、消费需求开始逐步对冲外需的收缩，得以持续维持经济的中高速增长。这个增长过程，亦是对充裕的劳动力、庞大的资本体量以及广袤的土地资源的效率最大化利用。当然也同样面临着在同等全要素生产率水平下的效率枯竭问题，即在人均 GDP 过 1 万美元时如何跨国“中等收入国家陷阱”。

因此，在类比国外发展经验时，我们应更多的寻求与我国发展模式类似的外向型经济体的增长经验。如日本、韩国、德国、新加坡等。此处我们重点考察这些外向型经济体在跨过“中等收入国家陷阱”时经济增速的变化，进而给出未来经济增长的参考区间。考虑到可比性，我们采用世界银行发布的购买力平价计算的各国不变价人均 GDP。2019 年中国人均 GDP 为 16116.7 国际元。分别对标日本的 1973 年，韩国的 1995 年，德国的 1979 年，新加坡的 1983 年。计算各国在此时间节点上，前后五年的年均 GDP 增速变化，日本由 6.7% 下滑至 3.6%，降幅为 3.1 个百分点。韩国由 8.6% 下降至 5.9%，降幅为 2.7 个百分点。德国由 2.9% 降至 1.3%，降幅为 1.6 个百分点。新加坡由 9.2% 下滑至 6.5%，降幅为 2.7 个百分点。各国前后五年的降幅均值在 2.5 个百分点左右。我国 2016-2019 年四年的年均增速为 6.7%，参考最低降幅，后五年的增速为 5.1%，参考平均降幅，后五年增速为 4.2% 左右，综合判断，“十四五”年均增速在 5% 左右，缓冲空间在 4.5%-5.5% 之间。

这个预期增速还有问题需要解决，就是 2035 年的远景规划目标。《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》全文 11 月 3 日公布，其中提出到 2035 年人均国内生产总值达到中等发达国家水平。习近平总书记在关于《规划建议》的说明时指出，到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、到 2035

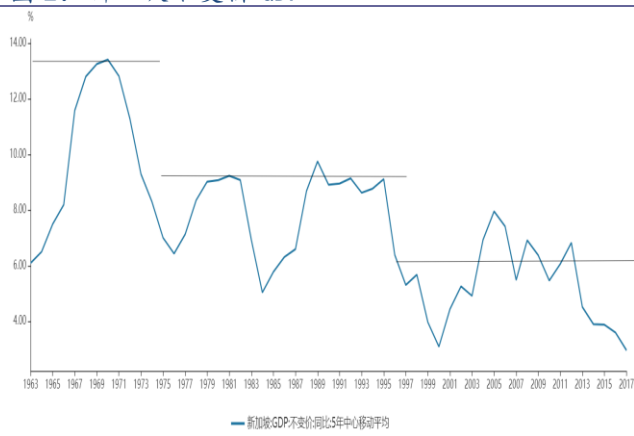
年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。我们在测算中，往往会根据 GDP 的一倍计算得出未来十五年，年均增速应为 4.73%，因此认为“十四五”的年均增速不应低于 5.5%。但如果以美元计值，恐怕就要考虑人民币汇率的问题。况且《规划建议》也是在与中等发达国家最对比。如果以美元计值，并计入人民币升值的因素，我们其实并不需要太高的年均增速。请注意，这是本篇报告第一次提到人民币升值的“优势”。

图 1：日本不变价 GDP



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 2：新加坡不变价 GDP



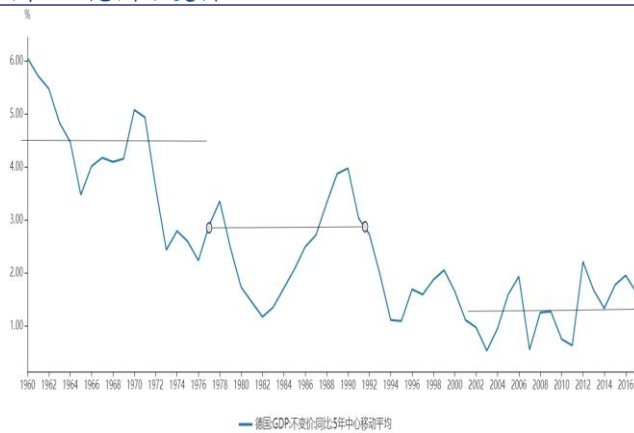
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 3：韩国不变价 GDP



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 4：德国不变价 GDP



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2. “十二五”时期政策可持续性的担忧

“十二五”时期，正值 08 年金融危机的爆发及余震期，我们在 2009-2010 年采取了“四万亿计划”维稳经济增长。不变价 GDP 增速由 9.4% 回升至 10.6%。之后 11 年重新下行至 9.6%，12 年下行幅度较 11 年扩大 0.7 个百分点至 7.9%。之后持续下行至 16 年，

随着房地产去库存全年经济增速收至 6.85%。彼时最主流的说法是经济“L”型寻底。一个明显的趋势是，“十二五”时期，经济增速的变化与金融危机后的主要对冲工具——基建走势基本保持一致。而宏观经济走势跟随基建出现大幅波动也与当期财政债务扩张空间有很大的关系。

我国基建投资的资金来源一般为中央预算资金+地方配套资金。根据之前《预算法》的规定，地方政府不得进行赤字预算安排，地方发债只有得到财政部的明确批准才可进行，但这种发债相对比较困难。作为应对措施，地方政府设立平台公司。通过这些平台公司，地方政府避开了发债约束。这种做法在“四万亿计划”之时变本加厉，维稳经济增长，配套中央投资资金，地方债务快速累积。根据国务院发展研究中心的解读，2009 年的贷款有百分之四十流向了地方政府的融资平台。

地方政府在改革开放后，获得过两次财权，一次是改革开放初期至 94 年分税制改革前的“大包干”制度下的税费权，另一次则是金融危机后的发债权。二者同样是筹集财政收入，但在风险控制上有根本的区别。地方政府债务扩张初期，稳增长效果显著，全口径基建累计增速由 2008 年的 2 月末的 3.56%，迅速拉升至 2009 年 6 月末的 50.78%。地方政府的这种负债暗含着政府的财力担保，最终的负责人则理所当然的指向中央财政，因此，不断增加的地方债务让中央也越来越担心。2011 年，审计署对地方政府债务开始审计，对地方债务扩张的监管，也导致基建增速连续快速下滑至 2012 年 2 月末的-2.36%。2012 年的基建投资低增速也导致 2012 年经济增速出现了 1.7 个百分点的大幅下滑。之后地方发债重新扩张，基建增速进一步回升至 2013 年 3 月的 25.6%。这种基建投资带动经济增长的大起大落，也逐步扩大了对地方发债的容忍度，基建投资增速开始进入缓慢下行的平稳期，至 2015 年年末，基建投资增速下滑至 17.29%。

基建投资的连年高速增长，离不开背后地方债务不断扩张的支持。中央不断出台新的措施期望稳定地方债务扩张的规模。除了对地方政府债务的连续审计外，中央在修改预算法，允许地方赤字预算的基础上，试图将地方隐性债务扩张显性化，以便于地方债务监督与风险控制。因此在 2015 年，对截至 2014 年年底的地方隐性债务开启了三年置换工作。彼时楼继伟部长也对控制地方债务提出了四项措施：一是规模控制，督促地方政府落实限额管理，地方政府的债务余额不得突破已经批准的限额。二是落实偿债责任，督促地方政府统筹预算资金，偿还政府存量债务，必要时可处置政府资产。全国人大规定地方政府债务由省级发行，所以责任在省，如果有些县的债务率过高，那么这个省就有责任。三是发行地方政府债券，置换到期债务，降低利息负担，缓解当期的偿债风险。四是鼓励地方将有收入来源的项目通过政府和社会资本合作的模式进行改造，也可以化

解一部分存量债务。

站在“十二五”当期，在不允许地方显性发债的情况下，“四万亿计划”“用力过猛”，对于地方扩张隐性债务的态度也在无奈与防范之间徘徊，这也导致彼时政策空间相对狭窄的困境。之后，地方债务所谓“开前门，堵后门”的赤字预算，也并没有取得应有之效，反而经过“十三五”时期的显性、隐性双向扩张，我们似乎已经对地方政府债务的风险“视而不见”，认为其“大而不能倒”，抱着“法不责众”的心态以所谓“系统性风险”将地方隐性债务国债化。

诚然，目前没有合适的案例或经验供我们参考，进而判断债务多少可视为上限。但我们起码可以预测，按照目前政府的显性与隐性债务总额，最保守的估计，一年付息也在5万亿左右。其规模几近年税收收入的三分之一。我们也起码可以看到，在2019年的基础上，扩张了1.6万亿的专项债，也仅实现了基建投资年度4%左右的增长。且国企违约也已出现，国企违约实际反应的是地方财力紧张的事实。所以在这种情况下，参考“十二五”的经验，也不该继续实施大规模的刺激措施，应尽量节省财政政策空间留备后用。

3.熨平经济波动

我们目前使用的衡量国家经济整体状况的指标——国内生产总值，是指一个国家（或地区）所有常驻单位在一定时期内生产活动的最终成果。即年度GDP的统计代表着年度国内企业生产的总和。再从供需匹配的角度，产出扣除存货后，GDP也代表着年度国内的总需求。经济的平稳运行，也是供需平稳匹配的过程。而经济大起大落，则可能导致企业对供需预期出现偏差，生产经营发生混乱，造成了资源大量浪费和损失。

此次新冠疫情，并不同于08年金融危机。08年金融危机是需求长期透支的结果，因此危机后需求恢复困难，供给与低位需求相匹配，同样产出难以实现快速回升。而新冠危机，并非需求透支，其危机后的恢复相对金融危机更快。因此，这时政策应快速“填谷”，将产能维持在相对正常的水平，以备需求恢复后不至出现供小于求的通胀高企。

新冠这种不同与金融危机的特征，很可能导致在危机过后经济出现大起大落的情况。即如果在危机过后的需求快速恢复期，政策仍进行同向刺激，则有透支需求的可能，产出也将跟随需求的高企上升至较高的水平。这种供需的高位平衡可能反向绑架政策，因为政策后续一旦退出，则经济大落。而绑架政策成功，则埋下经济危机的隐患，且在旧有经济模式下的高增长，也不利于经济转型升级。

4.突发性事件损耗

当危机爆发时，无论是何种影响，终究会有短期无法修复的损耗，或为生产要素间的重新排列组合，或为需求端的结构性变化。如08年金融危机，海外需求遭受断崖式打

击，外需恢复困难，净出口拉动经济增长的模式被迫向内需转化，以政府投资为主的内需扩张成为稳增长的主要抓手。政府投资固然有效，但政府投资带动的地方政府债务累计很快就上升到了风险认知临界点。扩内需开始向消费转移，提高职工工资，提高社会保障“三条线”的保障水平，保护职工的合法权益等屡被提及，有利的一面是消费对 GDP 的贡献逐步提高，不利的一面是，人口数量红利渐失，资本的作用逐步被强化，全社会杠杆开始快速累计，财富分化加剧，导致消费升级可持续性不足（从单个产品观察，消费升级由高收入者尝试消费，然后逐步向中高及中等收入者下沉普及，进而将升级固化为常态。因此，财富分化加剧并不利于消费升级的可持续发展。美国在消费升级之初基尼系数仅有 0.39，德国则始终保持在 0.3 以下）。2020 年在面临新冠的冲击后，新的变化仍在发生。财富分化导致消费开始向高端及必选消费两端扩张，而整体消费能力下降。资本加杠杆的空间狭窄，进而加速改革向“共富”以及寻求提高“全要素生产率”转变（线上消费仅是加快现有消费能力进一步满负荷释放）。两次危机对我国而言，几乎都是供需结构的根本性转变，根本转变则意味着利好长期，也意味着短中期内的根本性“损耗”。

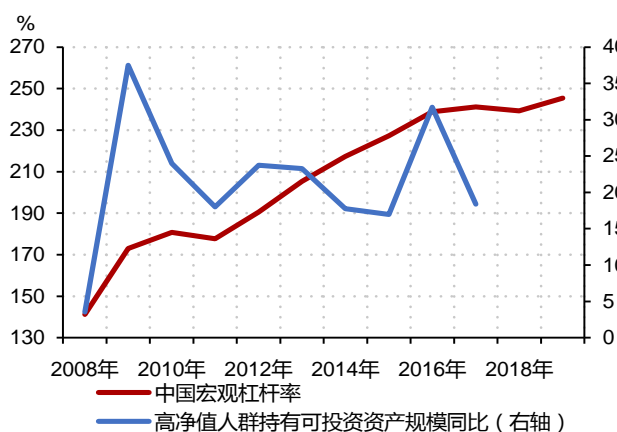
从 GDP 增速观察，08 年金融危机爆发前后两年，年均增速下降 3.5 个百分点。且再难回归 10% 以上的增速。2020 年，即便新冠冲击影响更为短暂，但从 GDP 的绝对数增长来看，假设 2021 年取得 9% 左右的增速，GDP 的绝对值相较于 2020 年将实现 8 万亿的增长，这种增长规模一方面远高于“十三五”时期平均 5.2 万亿的增长水平，另一方面，假设 2022 年经济重回 5%—6% 的增速，绝对增长将较 2021 年收缩 2—3 万亿。这里不管 2020 年有没有低基数的问题，起码产出会发生不正常的相对收缩，并不利于企业的正常生产经营活动的开展。从这个角度看，2021 年 7%—7.5% 的增速更合理。如果是 7.5% 的增速，2020 年与 2021 年两年平均增速为 5%。而假设 2020 年没有新冠发生，依据 2019 年 6.1% 的增速，2020 年与 2021 年两年平均增速也基本就在 5.8% 左右。前后 0.8% 左右的下滑，应属于“突发性事件损耗”范围。

综上，在这种突发事件的短期冲击后，宽松的政策应随即考虑退出，一是让供需两端快速重回市场化的平衡，不参杂政策的进入或退出问题，便于企业的相机决策。二是适当压制旧有经济产出，促进资源禀赋向创新领域集中。三是节省政策空间，为后续可能出现的黑天鹅事件做准备。

最后，重温习总书记在 2013 年 9 月出访土库曼斯坦前，接受土库曼斯坦、俄罗斯、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦五国媒体联合采访时的回答：“中国经济基本面良好，今年上半年中国国内生产总值增长 7.6%，与其他国家相比，经济增长处于高

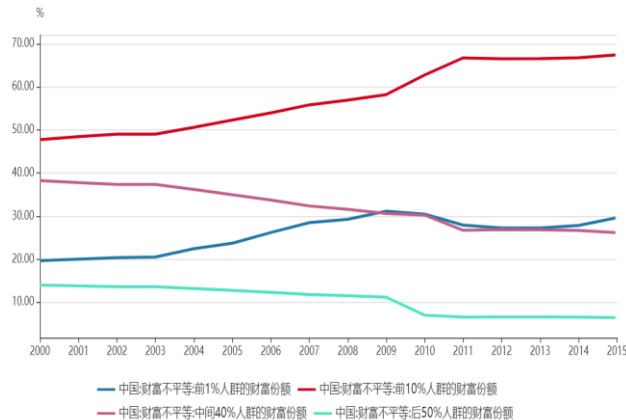
水平。如果我们继续以往的发展方式，我们会有更高的增长率。但是，在宏观经济政策选择上，我们坚定不移推进经济结构调整，推进经济转型升级，宁可主动将增长速度降下来一些，也要从根本上解决经济长远发展问题。因此，这样的增长速度，是良性调整的结果”。

图 5：全社会杠杆率与高净值人群可投资资产规模



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 6：中国财富不平等状况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

偏

二、宏观经济政策偏紧是基本预期，分歧在于收紧的程度

(一) 财政政策——重点是可持续性

1. 指标衡量债务空间

我们现在讨论的政府债务可持续性时，首先应明确政府债务指的是显性债务还是隐性债务，还是综合债务。中央财政在谈到政府债务风险时往往仅指显性债务，因为隐性债务是非政府必须承担偿还义务的债务。

仅讨论显性债务，从衡量指标看，我国国债+地方政府显性债务（一般债+专项债）2020年余额约为45.5万亿。按此债务总额，**负债率**约为44%（马约警戒线为60%），**债务率**约为120%（政府债务/政府综合财力，此处政府综合财力汇总了一般公共财政收入+政府性基金+国有资本经营收入，2020年约为37万亿）（IMF参考指标为90%-150%）。**偿债率**是当年财政还本付息总额与政府综合财力的比值，根据WIND公布的数据，2020年政府显性债务还本规模为5.1万亿，2021年为6.1万亿。根据公共财政支出的债务付息支出，2020年国债与地方政府一般债付息额为1万亿左右。债务平均收益率约为3%左右。以3.5%计专项债平均收益率，专项债年付息额约为4500亿左右。加总2020年显性债务还本付息额为6.55万亿。2020年偿债率约为17.7%，以20%的警戒线观察，仍在

安全边际以内。但 2021 年，即便假设付息没有增加，偿债率也会超过 20%。**债务依存度**是衡量财政支出中对债务融资的依赖度。因财政的公共财政收支与政府性基金收支资金调用难以完全区分，我们将其加总观察。2020 年，财政支出年终完成预算 24.76 万亿的可能性不大，预期应在 24.2 万亿左右，那么除赤字以外的公共财政收支缺口将减少 8000 亿左右。但除赤字外的公共财政收支缺口弥补实质上大部分并非发债所得，所以并不应计入当期债务，2020 年实发债务规模应以 8.5 万亿计。因此，2020 年债务依存度预期应为 24.9%，超出了 20% 的警戒线。考虑到 2020 年的特殊情况，2021 年预期发债规模将收缩 2-2.5 万亿，假设财政支出规模略增加至 35 万亿，债务依存度也有够到 20% 的可能。

从以上政府显性债务衡量指标看，各项指标虽还没有超出国际公认的警戒线，但可继续扩张的空间着实不大。如果再叠加隐性债务（此处仅以市场预期的最低规模 30 万亿计）2020 年负债率将达到 72.6%。债务率其中涉及到政府综合财力的变化，隐性债务也应计入政府综合财力，此处我们计入国内贷款的预期 2.8 万亿，城投债按照 WIND 的口径 1.6 万亿，信托融资按照 2019 年的同期涨幅计入 8500 亿。PPP 项目支出原则上 10% 的部分源于财政支出，剩余部分为社会融资，因此在测算政府综合财力时不予计入。综上，政府综合财力估测为 42.25 万亿。债务率为 178.7%，偿债率涉及到隐性债务的还本付息计算，此处仅计算城投债的还本额度，并以 3A 级一年期的城投债收益率 2008-2020 年收益率的平均水平 4% 测算利息支出。还本支出 2020 年将扩大至 7.8 万亿，付息支出将上升至 2.65 万亿。保守估计的偿债率为 24.7%。债务依存度按照债务率中的各项测算计算结果为 32.5%。可以看出，很保守估计的结果，叠加隐性债务后，衡量政府发债的各项指标均已大幅超出国际所谓的警戒线。从这个角度讲，政府已没有太多债务扩张的空间。

2.要扭转“十三五”时期的债务扩张的“错觉”

报告在上面部分已经分析了“十二五”时期对地方债务扩张的担忧。隐性债务扩张作为难以进行严格监管与统计的风险，除了频率越来越高的审计外，理想的做法就是允许地方发债，用显性债务替代隐性债务。一来债务规模统计更为准确，二来有严格的预算约束。因此，我们制定了三年的隐性债务替换计划，且认为将按照理想的过程逐步化解隐性债务风险，但结果却是先行债务与隐性债务的双双扩张。“十三五”时期给我们的错觉就是，财政的债务是可以无限制扩张的。“十二五”就已经天天再说风险，而且还有实际行动化解风险，“十三五”时期也并没有看到政府债务扩张有所收敛。尤其是市场在预期政府投资时，仅考虑多少基建的增长能拉动多少的 GDP，已很少考虑其对应的财政债务扩张还有多少空间。

债务扩张还有多少空间确实不好回答，但我们也确实已经看到国企违约。国企违约并不简简单单是企业的问题。从市场化结果看，永煤违约后，近两个月内地方企业甚至包括地方政府隐性发债均受到影响而暂停发债。虽然12月28日，河南投资集团2020年第二期短期公司债发行，但1年期短债票面利率3.44%，对比剩余年限在0.96年的“16豫投债”到期收益率2.8903%，高出55bp。相较于5月发行的“20豫投S1”1.79%的收益率几近翻倍。从政企关系看，地方国企肩负着稳定地方经济增长、为地方财政筹集税收的重任，如此地方政府也有保护当地国有企业的责任。财政部部长刘昆在12月3日《建立现代财税体制》一文中表示，“强化国有企事业单位监管，依法健全地方政府及其部门向企事业单位拨款机制，严禁地方政府以企业债形式增加隐性债务”，地方政府与地方企事业单位的关系可见一斑。国企违约有整体中断地方辖内债券融资、抬升融资成本的风险，地方政府若还有能力救助就不应试图点爆风险，由此其实也折射出了地方政府债务的困境。

3. 基建与债务风险的权衡

我国是世界上少有的能够组织巨大财力并用于公共消费与投资，发挥明显财政政策效应的国家，中国财政承担的经济职能比例超过50%，相比于美、日两国更能体现出集中力量办大事的优势。在经济职能当中，财政有减税降费激发市场活力的作用，有兼顾二次公平激发消费潜力的效应，也有直接作用于投资拉动经济增长的能力。撇开二次公平的效率的问题，政府投资与减税降费并不能简单的说谁好谁坏，这是财政在不同阶段面对不同实际问题的不同选择。政府投资直接作用于经济，在经济遇到危机时，作为短期稳经济的工具更为必要。减税降费则间接作用于经济，属于后危机时期刺激实体企业自我修复的有力工具。二者应灵活配合，互相留有空间、余地，这也更能体现出财政政策调节的结构性。但实际情况却是金融危机后，我们完全将结构性的财政政策用作总量型工具，持续在拉动基建投资稳增长。

基建投资的效率高不高？实际上，2015年—2018年，财政每年都有一部分债务扩张在填补“四万亿”投资计划的旧账——隐性债务显性化。这个趋势并没有因为第一轮债务置换结束而终结。这就是为什么我们始终没有对基建投资增速给出过高预期的主要原因，这也导致了减税降费迟迟落不到实处。2018年启动三年减税降费，根据我们的测算，2019年减税降费才有实质性落实，结果是一下挤空了地方财政的减收空间。2020年同样提出了大规模的减税降费，但若不是社保“慷慨解囊”，恐怕减税降费又要大打折扣。我们认为，现在财政政策不能“急转弯”，不是还想搞多大的基建，实则是前期积累的债务风险的需求。

图 7：基建增速与地方政府杠杆率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

因此，如果单纯的为基建投资增速预期。我们认为 2021 年专项债可缩减至 2.95-3.15 万亿。比 2020 年的专项债规模有所收缩。专项债缩量支持之下，我们可能会寻找 2020 年有没有留下财政的资金放到 2021 年用？

首先，2020 年年初，地方两会中出现“零基预算”这个概念。“零基预算”与“基数预算”是两种相对的预算编制方法。“基数预算”的预算方法一般是在上年预算收支的基础上适当增加一定的比例进行预算编制。“零基预算”则不以任何年份为参考，从实际需求出发编制年度收支预算。“零基预算”这个特点理论上要求其预算收支可以高于以往年份，也可以低于以往年份，视具体情况而定。也就是说，假设今年有未使用资金，也会在实际预算当中体现，而非是实际预算外再加一部分。正如收支平衡通知的明确表述“对可暂缓实施的项目、因疫情影响支出进度、支出重点发生变化的资金，以及尚未支付使用的各类专项资金，要按照能压则压、能减则减、能收则收的原则，取消对非重点、非刚性项目资金安排”。“对于上年列入年初预算的预计结转资金与实际结转资金规模差异较大的，相应减少 2021 年预算安排。对于预计结转资金规模较大的项目，2021 年预算要减少安排或不再安排”。

其次，不能简单的用基建投资高低判断财政资金的使用情况。一方面，今年公共财政支出压降应是大概率事件。按照我们在 7 月时的判断，24.76 万亿的公共财政预算支出，可能会压降到 24-24.2 万亿左右。另一方面，基建投资更多的对标政府性基金支出，上半年政府性基金支出同比增速为 21.6%，弥补了公共财政支出的下滑。因此基建投资在二季度有较好的表现。下半年政府性基金支出增速仅为 1.8%，基建投资增速不及预期也属正常。且我们前面也说到政府显性债务发行还可能违规清理前期的旧债。因此，并不能

简单的认为基建投资没有大幅增长，财政的资金就没有完全使用。二者没有对等关系。根据财政部 12 月 15 日公布的数据，截至 11 月 30 日，全国累计发行新增专项债券 3.55 万亿元，发行进度 95%，已发行专项债券资金已支出 3.32 万亿元，占发行规模的 94%。可见，并不存在所谓的大量结余财政资金的问题。

第三，财政预算收支差额为 6.76 万亿，如果年末财政支出压降至 24-24.2 万亿，财政收支差额可能仅为 6-6.2 万亿，这不代表财政还有发力的余地。我们一再强调，财政收支差额除赤字外的部分非发债筹资，是财政三本账的资金调用。缺口缩小并不代表财政留有发力的余地，只能说明其他收入组织有困难或支出方向超出了预期，使账目之间的资金调用出现了问题，压缩了财政开支。

第四，财政有没有结转结余资金给 2021 年用？我们认为在中央对地方的直达资金上有可能。因为中央此次直达资金有特殊转移支付的部分，资金未必能在特殊要求的方向上全部支出，我们之前预期是会将此部分结余资金全部收回中央重新分配，这也是我们此次重点讨论的部分。因为决算通知特别提到“继续做好直达机制工作，年底前确实难以用完的资金和抗疫特别国债预留机动资金，按规定结转至下年使用”。收支平衡预算同时提到“抗疫特别国债资金要根据实际需要合理安排支出进度，年底前确实难以用完的项目资金可结转至下年安排使用，未分配下达的预留机动资金可结转下年用于平衡预算。特殊转移支付、均衡性转移支付、县级基本财力保障机制奖补资金等一般性转移支付当年未使用完毕的，可结转下年使用”。财政部的文件中明确了两件事情，一是直达机制将常态化。二是直达资金未使用完可以结转至下一年使用。根据我们的估计，这部分结转结余资金最多不超过 880 亿。没有必要再纠结还有多少资金能拉动基建投资增长，况且除了显性债务，恐怕 2021 年也将对基建的另一功臣——隐性债务实施最严格扩张的监管。

综上，我们认为 2021 年全年基建增速应尽量争取 1.5% 左右的增长。全年的节奏也不应简单依据 2020 年的基数判定为前高后低（一季度基数太低，没必要基建再加持，这也可能是不提前发债的原因），应向全年平均，并适当偏向扩张下半年的投资支出。

4. 偿还？置换？违约？

国企违约着实让我们重新认识了地方与国企的偿债能力。我们认为在今年这种特殊的情况下，地方政府有通过税收调节将自身的收支压力向国企转嫁的嫌疑，导致企业非市场化的经营。在债务风险上，地方政府与地方国有企业有捆绑的可能。2020 年 12 月 23 日，财政部部长刘昆在《人民日报》发文，“严禁地方政府以企业债形式增加隐性债务”。我们认为今年财政的工作重点是化解风险，债务风险化解大致可以分为清点整合、

严控源头、部分置换、筹资偿还几个环节。对于权益市场更应该关注的是债务偿还环节。

首先，2015年启动置换时就强调要严控新增隐性债务，时至今日也没有实现，反而越滚越大。事实证明不管怎么化解，控制不住新增，还的就没有借的快。而从2020年12月至今刘昆部长对隐性债务的表态越来越具体，特别禁止地方政府通过银行、企业等渠道新增债务，可见2021年控隐性债务源头决心很大，力度可能不亚于2018年，这可能会对基建投资不是很有利，但应有缩减债务供给的效果，有利于固收市场。

其次，对于置换，要把握原则上应是“救急不救穷”。在此基础上如果启动大规模置换，将引发地方严重的道德风险，控源头也将再成“一纸空文”。况且一旦大规模置换开始，整体债务规模显性化，政府债务指标有大幅超标的可能。有了这个前提，我们看目前市场关注的三种置换模式。

镇江模式。2019年1月江苏镇江设想的由国开行介入，以低成本的国开行贷款置换隐性债务的模式。后续跟进的还有江苏南京、南通，湖南湘潭、常德，贵州遵义，湖北武汉。这种模式的核心在于债务的以长置短，以低息置换高息，降低债务的增速，预防失控。设想很好，但需要在隐性债务不再扩张的理想环境中运行。一旦遇到危机，政策性银行的化债合作很可能向低成本新增扩容转变。因此，2020年12月，刘昆部长在《建立现代财税体制》一文中明确指出“开发性、政策性金融机构等严禁向地方政府违规提供融资或配合地方政府变相举债”。刘坤部长的发文应并非堵死政策性金融机构帮助处理地方隐性债务的通道，严禁“违规”融资和“变相举债”，这里严禁的是新增，而非化解存量，但要考虑项目现金流、抵质押物等再进行审慎授信。这个帮助化解债务的操作有新的难度，虽然不算全禁，但如果项目有良好的现金流和真实抵质押物，地方也没有必要急于寻求政策性银行的帮助。

建制县债务置换。2019年监管部门推出建制县发行政府债置换隐性债务的试点方案。置换资金在债务系统中作还本处理。纳入试点的主要是贵州、云南、湖南、甘肃、内蒙古、辽宁6省份的部分县市。市县一级部分允许置换根源是财政事权与财权不对等，事权下放，财权上收，越往下的层级压力越大。市县一级依靠每年仅有的财力清偿多年事权下压举借的债务不现实。从这个角度看，试点扩围有其合理性。允许部分建制县置换隐性债务发生在2019年，也会引发对扶贫的猜想，但经过2020年扶贫收官攻坚的一年，也没有看到试点扩围，那么在2020年扶贫已取得决定性成就之后，以这个理由扩围可能性就更小了。另外，权责划分上，市县一级的债务化解责任在省级，债务化解的首先是债务整合。山西在2019年的化解公路债务过程中，首要任务就是资产与债务合并重组。各自为政的举债上项目，有的资产并不差，但资产过于分散，融资没有优势，成本过高，

实践中其债务化解效率低于整合后的山西交控。因此，市县债务应由升级统筹，而不是各自为政。试点没有连续扩围也是“救急不救穷”的原则体现。

再融资债券。再融资债券初衷是为偿还到期地方政府债券而发行的地方政府债券，即“借新还旧”债券。因此再融资债券一直是“偿还债务到期本金”。2020年12月地方再融资债券用途“偿还政府存量债务”的表述，言外之意，即用于偿还隐性债务本金。再融资债券的会不会大规模用于偿还隐性债务本金，其应有两个限额要求。财政部在2020年地方政府债券发行管理办法中明确表示地方财政部门应当在国务院批准的分地区限额内发行地方政府债券。新增债券、再融资债券、置换债券发行规模不得超过财政部下达的当年本地区对应类别的债券限额或发行规模上限。也就是说，财政每年对再融资债券有限额要求，这是第一个限额。再融资债券为隐性债务偿还融资，除非相应体量的旧显性债务自行偿还，否则势必产生新增显性债务。如果地方当年新增显性债务按限额全部发行，将导致地方新增一般债或专项债超过当年允许的发行限额。这是第二个限额。也就是说，再融资可以偿还隐性债务本金，前提是有对等的显性债务自行偿还，或者地方用于经济建设的显性债务大幅收缩，将发债空间让于隐性债务置换。前者没有必要，后者可能导致基建投资有大幅下行的风险。因此，有效的利用再融资债券置换隐性债务，需要财政部将债务限额与上限之间的空间放开，也要为新增显性债券限额留出一部分特殊的空间，这样或可为隐性债务置换最高腾出3.2万亿的额度。如果再融资可以放行，可以不再担心违约的问题。

因此，如果如我们上文所说，2021年的财政主要聚焦是在严控隐性债务的情况下，化解债务偿还的风险，那么放出一部分新增额度用于置换未尝不可，鉴于此，我们认为可以提升专项债额度至3.5-3.7万亿左右。额度比2020年低，发出了财政政策“转弯”的信号，拿出一部分置换隐性债务，有利于配合严控隐性债务继续“隐性增长”。

第三，不管怎么置换，终究还是政府债务，区别在于融资成本下降，但治标不治本。本质上化解债务还是要涉及到偿还问题。对于地方政府来讲，经历了连续减税降费、突发疫情影响后，想靠结余资金已没有可能。那就只能在变现资产与违约间权衡。如何权衡？

2020年12月23日，贵州茅台公告，根据贵州省国资委的相关通知要求，茅台集团拟通过无偿划转方式将持有的公司5024万股（占贵州茅台总股本的4.00%），划转至贵州省国有资本运营有限责任公司（贵州国有资本公司）。2019年同样是12月，贵州茅台同样根据贵州省国资委要求，控股股东茅台集团通过无偿划转的方式，将持有的贵州茅

台 5024 万股（占总股本 4%），转让给贵州国有资本公司。2020 年贵州茅台三季报显示，贵州国有资本公司持有公司股份的比例为 2.67%，约 3348 万股，这意味着贵州国资公司在三季度减持 1676 万股，随后四季度进一步减持贵州茅台至 858 万股。贵州国有资本公司为贵州省财政厅旗下贵州金融控股的全资子公司，其承担省委、省政府下达的重大民生工程和重点项目建设投融资业务，国有资源及资产经营管理，开展金融股权投资、基金管理与资产管理业务等。2020 年 12 月 24 日，古井贡酒公告：近日，公司接到控股股东安徽古井集团有限责任公司（以下简称“古井集团”）的通知，亳州市国有资产监督管理委员会（以下简称“亳州市国资委”）持有的古井集团 60%股权划转至亳州市国有资本运营有限公司（以下简称“国资运营公司”）的工商变更登记手续已经办理完毕。本次公司控股股东国有股权无偿划转完成后，国资运营公司持有古井集团 60%的股权，成为上市公司间接控股股东。

除了划转股权至特殊机构——地方国有资本运营公司外，还有上市公司大股东将上市公司股权无偿划转至地方财政厅，如老白干酒 2020 年 12 月 25 日公告，衡水市财政局将通过衡水市建设投资集团有限公司持有的老白干集团国有股权的 10%无偿划转给河北省财政厅持有。上港集团 1 月 6 日公告，同盛集团将持有的公司 4.86%的股权无偿划转给上海市财政局持有等。股权划转财政厅的理由是充实社保基金，上港集团明确委托上海国有资本投资有限公司进行专户管理。

社保有缺口，隐性债务也要偿还，我们曾预期 2020 年是处置隐性债务的大年，奈何疫情突袭，因此将处置预期顺延至 2021 年。处置并不代表要快速、全额偿还，处置是要将所有债务清点分类，然后筹集资金偿还，通过置换展期，市场化运作剥离，毫无办法违约。如果我们预期违约应是尽量不会发生的，那么变现偿还就是更通顺的路径，2021 年或时间再长一点的逻辑是否应该是“上市+变现”？

（二）货币政策——随实际情况的“灵活多变”

1.政策的定调

每年 3 月“两会”的财政预算草案基本能够定调一年的财政政策，且财政政策收紧预期基本已成共识，只是收缩预期上下一两千亿的差别。货币政策不同，一来货币政策每时每刻都可能跟随实际经济情况发生变化。二来货币政策预期管理仍不完善，反向预期的情况时有发生。如 2018 年 12 月 14 日，央行 7 天逆回购操作利率上调 5BP，21 日中

央经济工作会议通稿对货币政策的定调是“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”。3月22日，央行7天逆回购操作利率再上调5BP。4月17日，央行降准1个百分点。4月23日，政治局会议召开，货币政策定调改为“保持货币政策稳健中性”，“稳健”向“稳健中性”表述发生转变。但6月24日依然迎来了降准0.5个百分点的货币政策操作。诚然，2018年的货币政策操作不乏有中美贸易战的原因，但起码从表述以及后续的实际施政上，我们没能看出明确的对应关系。2020年4月17日，政治局会议对货币政策的表述是“稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行”。从这个表述起码我们没有看到有收紧的迹象，但后续央行却开始了一轮流动性的短期收紧操作，DR007由1.2%一直上行至11月13日的2.6%。

2021年的货币政策从中央经济工作会议看，预期相对模糊，虽然要求“不急转弯”，但也拿掉了“流动性合理充裕”以及“降低融资成本”的表述。12月25日，央行四季度例会再次提到了“保持流动性合理充裕”。市场对货币政策的偏紧预期缓和。2021年1月4日，央行召开工作会议，部署2021年的十项重点工作，其中“流动性合理充裕”再一次消失。从定调上看，仍然难以捉摸。2021年开年，央行也暂停了2019年以来的开年即降准的操作，同时仍在逆回购市场上大幅回收流动性。这很可能也源于春节延后至2月，同时疫情散点式反复，春节提现预期大幅缩减所致。预期难料，就从中期目标观察货币政策。

2. 纳入资产价格的通胀

货币政策最终反应在货币供给的变动，货币投放后去向难以准确把握，注定了货币政策的总量性。总量型的货币政策最终一定显现的是总量性的调控结果。全球央行的货币宽松最终的显现是资产价格的繁荣，我们同样如此。2020年货币政策再迎宽松，资本市场、房地产市场同时获益。而从货币政策的中间目标通胀水平看，反而体现出了通缩的现象。因此，原央行行长周小川提出要将资产价格纳入通胀考量。

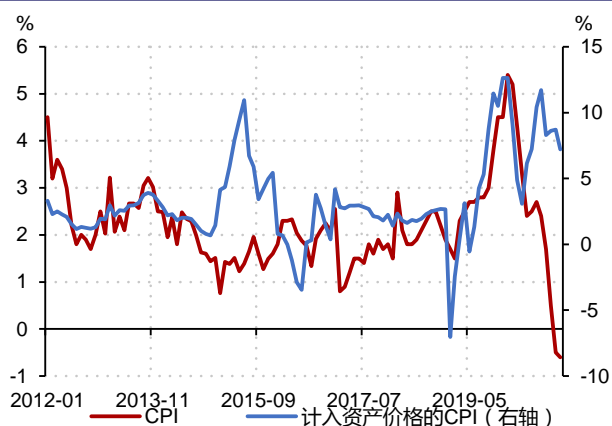
为什么要将资产价格计入通胀？弗里德曼的经典论断“一切通胀都是货币现象”。随着现代金融的蓬勃发展，这个货币现象已不再完全是央行供应“通货”的结果，而应该是一种更为广泛的金融现象。即金融资产的扩张同样会引发价格的同步上行。另外，通胀变动过大，可能通过改变居民的购买预期，进而引发消费的大幅波动。从居民对价格感受的角度，金融资产的繁荣最终导致收入向可参与资产投资的部分居民集中，这降低了其他大部分居民的相对购买能力。因此，将资产价格纳入通胀考量并非无理可循。

提到资产价格，最为广泛的投资市场莫过于房地产、股票、债券。这三项价格纳入CPI，如何确定权重？我们采用两种方法估计。第一种是支出法。即购房及购买股票、债券的支出占人均可支配收入的比重作为各种资产的权重，计算出各项资产权重后，剩余的部分做为传统CPI的权重计算。此方法我们按照年度测算权重，每一年权重均不同。

第二种是动态因子指数法 DFI。DFI 将商品或资产价格变动分解为共同成分和特质成分，即 $P = \sum \omega \pi + \sum \omega \delta$ ， π 表示商品价格中的共同成分， δ 表示价格变动中的特质成分。此方法的估计就是要得到价格中的共同成分，其特殊成分加权平均和则等于零，即 $\sum \omega \delta = 0$ 。遵循这个思路，我们运用方差加权价格指数法来确定各资产的权重。此方法计算的权重，我们分两种情况讨论，一是依据 2012-2020 年的时间序列数据计算一个整体的权重，此权重在各年份间不发生变化。二是分年度计算各类资产每一年的权重，再进行加总。

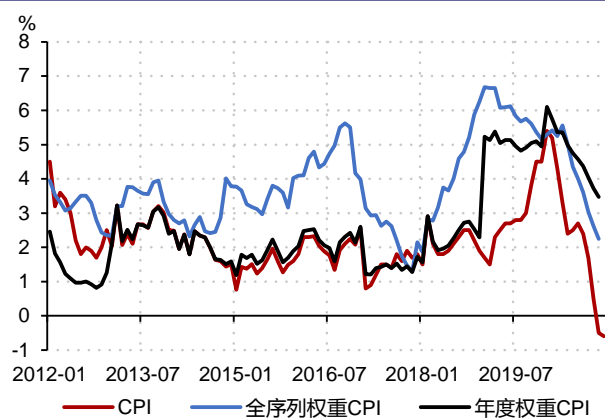
数据选择：购房支出我们选择 2012 年-2020 年的住宅销售数据，股票及债券我们选择流通市值的环比增加值替代。房地产价格采用 70 大中城市新建商品房住宅价格，股票价格采用上证 A、深证主板、创业板、中小板、科创板按照流通市值加权平均。债券采用中债综合指数。

图 8：按照支出法估计的纳入资产价格的 CPI



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 9：按照 DFI 估计的纳入资产价格的 CPI



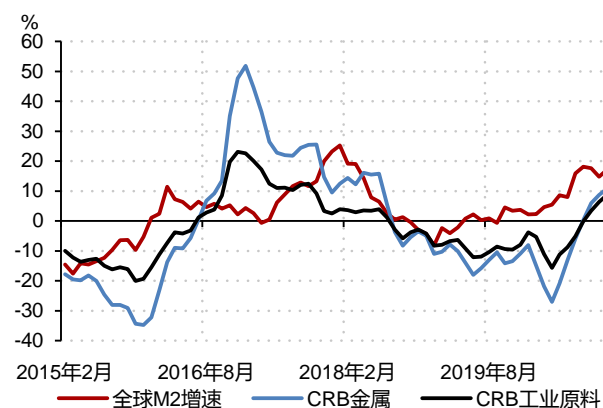
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

从

估计结果观察，计入资产价格后，无论用那种方式测算，通胀都高于现行CPI衡量的通胀水平。尤其从支出法的角度衡量，通胀下行的趋势仍不明显。2021年的通胀预期我们无法合理预估资产价格的变化，但以目前CPI的分项权重，计入猪肉价格春节上行影响（1月预期猪肉价格环比增速6.9%），3月CPI就有再次转正的可能。PPI则计入全球货币宽松对大宗商品的影响（1月全部工业品环比增速0.43%），在2月大概率将实现转正，

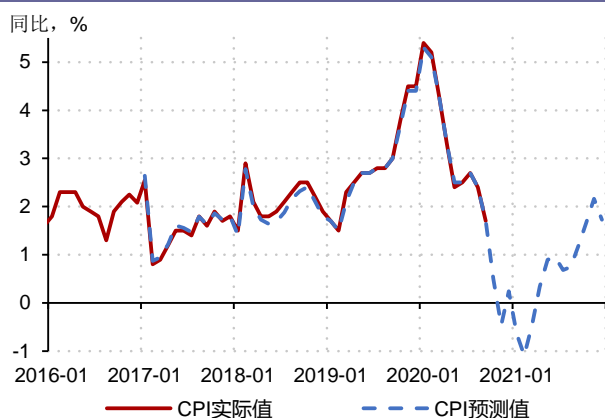
随后可能在5月高探3.7%后逐步下行。

图 10: 全球 M2 与 CRB 金属、工业原料



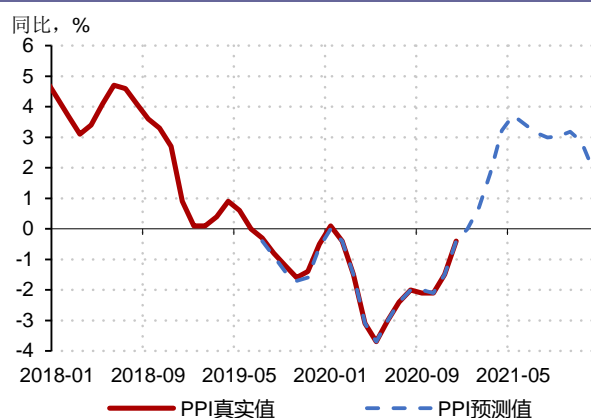
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图 11: 2021 年 CPI 预期



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图 12: 2021 年 PPI 预期



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

可

由此可见, 即便不计入资产价格, 仅以央行关注的 PPI 观察通胀, 2021 年也并不是没有通胀上行的风险。尤其在 2 季度, PPI 可能行至全年最高水平, CPI 也可能迎来年内第一波高点。货币政策会不会前瞻性操作, 只要有偏紧的理由就值得关注。

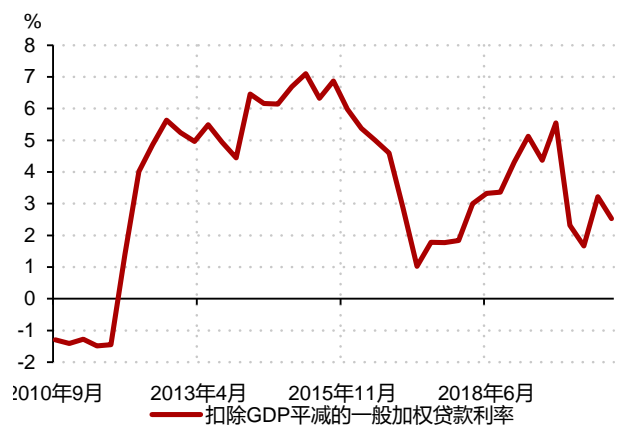
3. 货币政策收紧与人民币汇率稳定

对于货币政策的偏紧预期, 更多的担心可能集中在支持实体融资以及人民币汇率两个方面。首先, 我们应该明确所有对央行货币政策定调, 如“‘稳’字当头、政策的稳定性”等, 对标的都是实体经济, 我们市场需要在实体漏出的部分考虑流动性。对于实体经济的支持, 央行四季度例会与央行 2021 年工作会议同时谈到“延续实施普惠小微企业贷款延期还本付息和普惠小微企业信用贷款两项直达实体经济的货币政策工具。继续

运用普惠性再贷款再贴现政策，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度”。但与 2020 年工作会议中强调的“千方百计降低企业融资成本”不同的是，2020 年的中央经济工作会议没有再提及，央行四季度例会的表述也仅为“巩固贷款实际利率水平下降成果”，而在 2021 年央行工作会议通稿中，此表述再一次消失。

“巩固贷款实际利率水平下降成果”并不一定代表名义利率也会继续下调，首先要明确的是，此处强调的是实际利率。实际利率即为扣减通胀后的利率水平，通胀上行同样意味着实际利率的下降，且对实体经济仍有结构性的“宽信用”政策。因此，以支持实体作为货币政策不会收紧的理由，逻辑性不强。

图 13: 加权贷款实际利率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

再看人民币汇率。提到人民币汇率，关注度较高的是人民币兑美元的汇率。因此，理论上，贸易帐、货币供给、利差、经济增长预期、美元汇率等因素都会引发汇率变动。其中，因贸易帐与经济增长、货币供给与利差均有相关性。所以我们集中考虑贸易帐、利差、美元汇率以及货币供给对人民币汇率的影响。

贸易帐。2020 年出口表现可谓大超预期，国外疫情爆发初期，抗疫物资出口对常规出口形成了有效替代，在国外救助刺激频出以及经济短暂恢复的双重影响下，抗疫物资、远程办公、电子产品、生活必需品开始多头上升。11 月更是在海外圣诞节，消费需求集中爆发下，创出了 2011 年以来同期单月同比的最高水平。这种贸易顺差可不可持续？2020 年出口最大的贡献是我国疫情率先得到控制，除抗疫物资外，其他产品出口订单也在向中国集中，转移至中国的订单甚至可以不受人民币汇率升值的困扰。但全球疫情趋势一旦逆转，人民币汇率升值的影响将可能快速显现，即便人民币汇率因美元升值再次

贬值，就目前情况看，也难回到 2020 年年初至年中 7% 左右的局面，因此我们认为 2021 年年中可能将会迎来出口的转折点。若如此，贸易顺差促使人民币汇率升值的局面同样可能发生逆转。这是阻碍人民币升值的一个因素。

美元与利差。对人民币升值的判断离不开对美元继续贬值的预期。美国新一轮刺激措施带动的美联储扩表，美国疫情加重导致的美国经济回暖再次放缓，甚至 2021 年的恢复不及全球其他主要经济体的预期，促成了对美元疲软的预判。

我们认为，美国 9000 亿刺激计划已出，规模中规中矩，市场表现平淡，美元主要受英国顺利脱欧导致的英镑汇率上行影响，出现小幅贬值。佐治亚州最后两个参议院席位花落民主党，民主党可谓大获全胜。市场最大的预期应该是新一轮刺激措施，正如拜登参议院竞选的最后几天在佐治亚州说道：如果获胜，那张 2000 美元的经济刺激支票将立即送出去，以帮助那些真正有困难的人。按照拜登竞选期间的政策主张，蓝潮席卷国会后最大的两个预期是加税与更大规模的刺激。这两项政策主张对市场的影响相对矛盾，更大规模的刺激意味着美联储的继续扩表，加税又意味着对经济的结构性打击。因此，在佐治亚州结果出来之前，美股鉴于对加税的担忧先行下跌。当下，民主党已拿下参议院，特朗普又准备顺利过渡政权，市场的表现却是美国 10 年国债收益率上行，稳定在 1% 以上。美股上涨，黄金下跌。这似乎并不符合市场对美联储扩表的预期，通胀的预期，对加税的预期。怎么理解？

拜登在民主党掌握参议院后，公布 1.9 万亿美元的刺激方案，如果走立法程序，需要 2/3 的参议员赞成，这恐怕将受阻于参议院。如果走预算调节程序，只需简单多数原则，但必将削减其他刺激计划的开支。这完全不同于美联储 4 月开始的急速扩表。且从美联储 12 月会议纪要来看，美联储已经开始考虑缩减 QE，只是会效仿 2013-2014 年平缓递减（2013 年美联储资产购买仍在增加，2014 年 1 月美联储资产购买增速开始下降，同年 10 月宣布停止新增购买金融资产，仅以到期本金进行再投资，2017 年 10 月才开始削减资产规模）。因此，刺激计划导致的美联储扩表预期也应该被淡化。通胀预期实际源于美债交易预期，实际按照美联储对 2021 年的预期，PCE 物价指数同比仅为 1.8%，因此通胀预期同样非主要矛盾。而加税预期在没有进一步的官方信息之前，其预期只在民主党对国会的掌控确认之前的短期内有效，后续预期再起要等待拜登政府的跟进表态。

那么什么才是短期的主流因素？美国经济复苏！黄金价格在拜登被国会认定为新一届美国总统后下跌，很好的诠释了此刻市场交易遵循的是“金发姑娘原则”。即美国经济复苏，同时通胀还不高，美联储也没有进一步松紧的意外动作，近乎理想的经济增长状态。

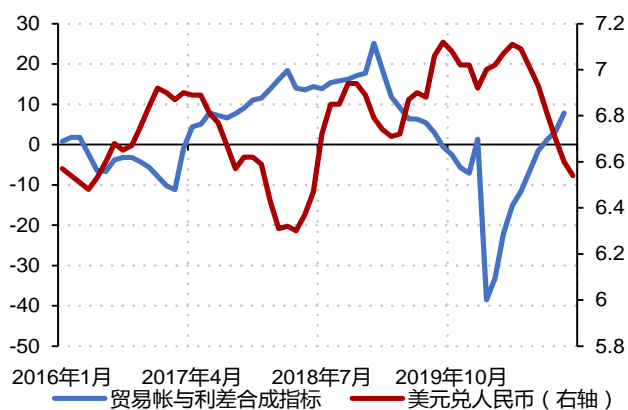
另外，从美元目前的投资仓位情况看，非商业净多头持仓创下了2008年以来的极低水平。历史上唯一一次突破下行是在金融危机之时。全球疫情逐步进入控制阶段，目所能及的最危急时段正在过去，净多头持仓转而增加的概率更大。

如果短期内全球交易的主逻辑是美国经济复苏，美元升值以及美债收益率上行导致的中美利差收窄，同样不支持人民币继续升值。这是阻碍人民币升值的另一个因素。

一个长期逻辑。进口扩大可能是大趋势。我们一直在谈“双循环”，对于“外循环”的支撑，我们认为加大改革开放的力度仅是“外循环”的一方面，外循环不是单方面的意愿，而是我与海外的双向互动。因此，需要加大国外对华的依赖，增强海外对华的粘性。最有力的工具，莫过于十四亿人口的超级市场。加大进口的力度，一方面按需消费全球的优质产品，可以满足人民日益增长的美好生活需要。另一方面让海外生产无法脱离中国市场，进而增强与中国的货物、服务、投资互动。从这个角度看，人民币长期升值反而是我所愿。

综上，首先货币政策重回偏紧导致人民币升值并没有必然的协同效应。其次，短期内有其他阻碍人民币升值的因素在，货币政策收紧并不必然导致人民币升值。第三，人民币升值有利于扩大进口，反而有利于支撑“外循环”。最后，不能忽略央行还有逆周期调节因子这个工具。结论：人民币汇率并不是央行货币政策转向的主要阻力。

图 14：对美贸易帐与利差的合成与人民币汇率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 15：美元指数与人民币汇率



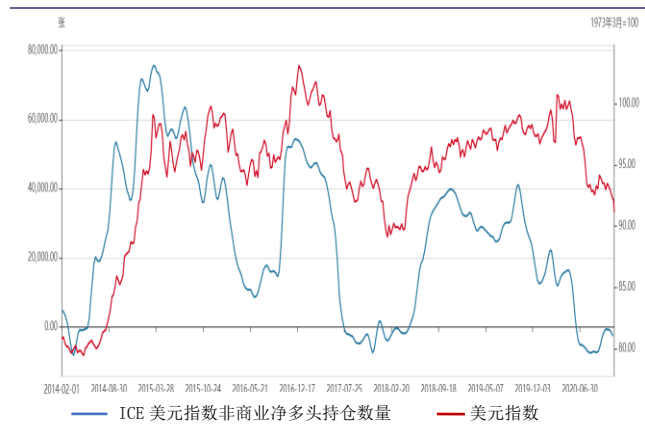
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 16：美财政部一般账户余额与美联储扩表趋缓

图 17：ICE 美元非商业净多仓与美元指数



资料来源: wind, 太平洋研究院整理



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

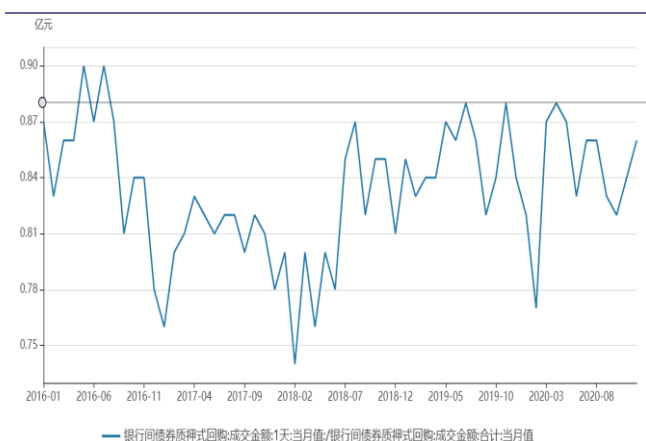
4. 信贷供需与风险控制看央行的货币政策

央行货币政策除考虑对经济的调控外，也兼顾对风险的防范。风险防范中，中长期有杠杆风险，短期有资金空转的风险防范。中长期的杠杆风险资管新规等已经做出了直接或间接的控制。短期资金空转封信啊防范，我们借鉴 2020 年 4 月开启的一轮短期防范资金空转的经验判断。首先，从隔夜回购成交占比看，2020 年 10 月较 4 月占比下降 6 个百分点，12 月回升 4 个百分点，2021 年开年的几个交易日，隔夜回购成交量有再次逼近 4 月高点的趋势。其次，从短期理财预期收益率与票据融资成本套利情况观察，2020 年 4 月后二者的利差已经有了明显的收窄，政策性利率目标指标 DR007 对票据利率影响明显。2021 年开年 DR007 利率再次回到 7 天逆回购操作利率之下，票据利率跟随下行可能性较大，短期理财与票据融资利差可能再次走扩。第三，短贷+票据融资的增速 2020 年 4 月后持续下滑，截至 12 月可以说没有风险预警的必要，但有没有再次上行的可能？或者说 1 月有没有再次防资金空转的必要？

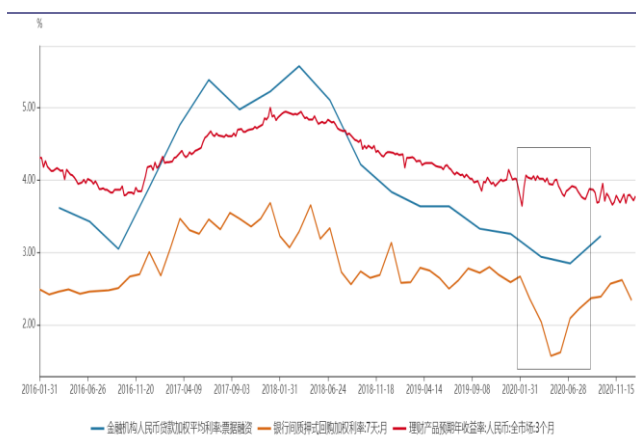
我们需要讨论一种情形，央行 2021 年没有仿照 2019-2020 年开年即降准（与春节假期时点延后，同时疫情导致春节取现预期大幅下降有关），且一直在通过逆回购回收流动性，但短期利率并不太受影响，反映市场流动性仍然相对充裕。这是不是表明 1 月实体放贷情况并不乐观，商业银行流动性淤积。在这种情况下，票据融资的规模往往会较同期正常水平出现放大，2020 年 12 月就有票据融资扩张的苗头。商业银行流动性淤积也同样可能导致短期杠杆水平走升。这种趋势需要警惕。

图 18: 隔夜回购成交占比

图 19: 短期理财与票据融资套利

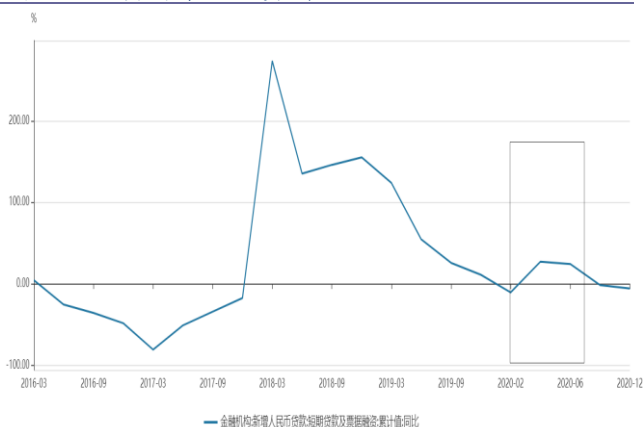


资料来源: wind, 太平洋研究院整理



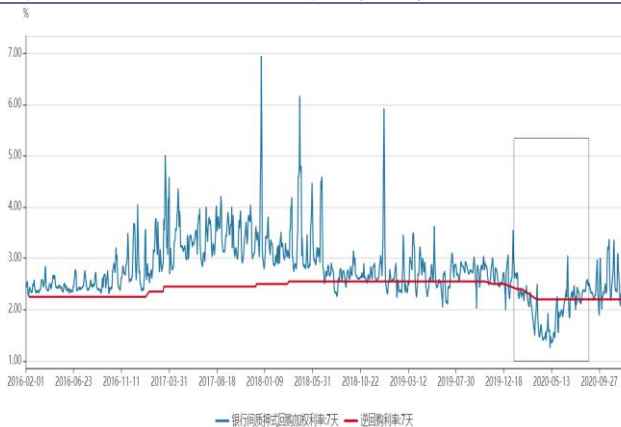
资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图 20: 短贷与票据融资同比变化



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图 21: 银行间 7 天回购与政策利率的对比

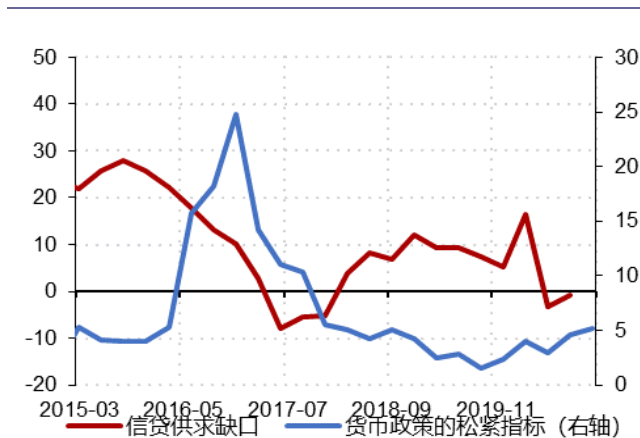


资料来源: wind, 太平洋研究院整理

5. 信贷供求与货币政策的松紧选择

货币政策更关注实体经济,这是不争的预期前提。我们将货币政策的操作工具:MLF、法定存款准备金、逆回购利率做指标合成,考察起于信贷供求的关系。从下图观察,短期货币政策仍有从紧的可能。

图 22: 货币政策与信贷供需缺口



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

综合以上的讨论, 我们认为央行在一季度末二季度初有升息的可能。

6.M2 与社融增速预期

对于货币供给的预期, 参考 2021 年 1 月 13 日, 央行货币政策司司长孙国峰在《中国人民银行政策研究》发表的论文《健全现代货币政策框架》一文对货币供给的表述。其中孙国峰提到: “过去在高速增长阶段, 我国经济潜在增速较高, 实际增速围绕潜在增速波动, 因此设定 M2 和社会融资规模增速的数字目标, 或者参考上年实际值测算是可行的。随着我国转向高质量发展阶段, 潜在增速有下降趋势, 如果继续按照过去的实际值来设定 M2 和社会融资规模增速的数字目标, 就可能导致货币信贷与经济运行偏离, 形成过度宽松的局面, 也不利于稳定宏观杠杆率。进入新发展阶段, 有必要优化货币政策中介目标的锚定方式, 保持 M2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配, 将其作为健全现代货币政策框架的重要内容”。

“在操作上, 理解这一中介目标 (M2 与社融) 锚定方式要把握以下几点。一是“基本匹配”不意味着“完全相等”。M2 和社会融资规模增速可以根据经济形势和宏观经济治理需要略高或略低于名义经济增速, 体现逆周期调节; 二是要综合考虑名义经济增速、潜在产出和经济增速目标。在高质量发展阶段, 实际的名义经济增速和反映潜在产出的名义经济增速应当大体一致。但在受到严重冲击时, 名义经济增速可能会偏离反映潜在产出的名义经济增速, 货币政策就要参照后者, 支持经济增长回归潜在增速。同时, 在操作中还要考虑经济增速目标。三是基本匹配是中长期概念, 不是短期概念。体现在操作上, 是按年度做到基本匹配, 而不是每个季度甚至每个月都要匹配, 以保持政策连续性、稳定性和可持续性”。

“近年来, 人民银行保持 M2 和社会融资规模平均增速与名义经济增速基本匹配,

2018-2019 年实现了大致相当”。

这段话我们的理解是，首先，货币供给要参考名义 GDP、潜在产出与经济增长目标，其中名义 GDP 在遭受严重冲击时，可能偏离名义潜在经济增速，因此应参考名义潜在增速的变化。其次，我们现在是高质量发展阶段，原先（2018 年以前）的货币供给增速确定方法的参考价值渐失。第三，不能造成过度宽松，不利于稳杠杆的局面。第四，2018 年与 2019 年的匹配是合适的。第五，货币供给的增速不是单季度匹配，是跨周期的调节。

结合以上认识，我们分三种情况讨论。第一种情况。如果单年讨论，2021 年潜在的名义 GDP 大致在 8% 左右应该是只高不低的。那么参考 2018-2019 年的情况，2021 年的社融增速应为 8.5%-10%，M2 增速应在 7.5%-8%。第二种情况。如果按照两年讨论，2018-2019 年，因当时经济没有遭受严重冲击，我们以名义 GDP 替代名义潜在增速，两年增速为 18.6%，M2 为 17.5%，社融为 22%。即 M2 低于名义经济增速 1 个百分点，社融高出 3.5 个百分点左右。2020-2021 年，名义潜在增速我们仍以每年 8% 测算，两年增速为 16.6%，M2 就以 16.6% 计算，那么 2021 年的增速仅为 6% 左右。社融则以加 3.5 个百分点测算，2021 年增速同样为 6% 左右。当然按照跨周期调节的理念，2020 年的货币供给扩张，同样可以放在未来五年慢慢消化，因此我们也给出第三种在未来五年逐步消化的情况。假设 2020 年潜在名义潜在增速仍为 8%，此处不计入疫情影响的原因是 2021 年会对 2020 年的“缩水”有所对冲，两年平均维持在正常水平。假设与 2020 年名义潜在增速对应的 M2 增速应为 8.5%，社融增速应为 10.5%（参考 2018-2019 年）。由此我们可以计算得出，2020 年 M2 多增 3.18 万亿，社融多增 7 万亿。要在未来五年平衡对冲，也要计入 2020 年多增部分未来五年的增长，即 M2 多增 4.32 万亿，社融多增 10.8 万亿。在平均到五年，每年 M2 应缩量 1 万亿，社融应缩量 2.15 万亿。综上，按照第一种情形，在 2021 年正常 M2 增速 8%，社融 9% 的情况下，减去相应的缩量，最终 M2 增速应为 7.5%，社融增速应为 8.2%。

三种计算方法，假设颇多，如此测算，只是为了对货币供给的方向与程度给出大致的感觉。供参考。

7.对权益与固收市场配置的思考

由 2021 年 1 月资金淤积情形演变的一个全年逻辑。就是经济在不刺激的情况下，会恢复到什么程度。市场目前普遍对 2021 年经济增速给出了较高的预期。我们能预期到，施政者同样会将预期计入政策参考目标进行施政考量。报告第一部分我们已经阐述了保持经济稳定运行施政情形。那么如果政策刺激逐步抽离，靠实体经济的自我动能，经济又会有怎样的表现。经济有怎样的表现决定了信贷需求的水平。2020 年实体经济主要依

靠基建、房地产、汽车、出口需求恢复支撑。2021年，我们认为基建与房地产增速都将出现不同程度的下滑，汽车消费的支持政策由“下乡”替代“8省35地”的刺激措施，可能还会有所增长。净出口可能在进口增加与人民币相对2020年升值的影响下走弱。如此，我们对“信用收缩”的担忧则发生在需求端，而非供给端。这么看来，商业银行流动性淤积的情况可能贯穿全年。

这种情形类似于2018年。2018年是资管新规与隐性债务压减方案出台之时，而2021年是资管新规到期与隐性债务的处置大年，2018年是预期影响，2021年是实质性影响。2018年对经济增长的拉动，消费增长做大，投资次之（基建下滑），净出口出现转为负向拉动。新增贷款增加，社融持续下滑，完全抵消了信贷的增长。当然，不同之处在于央行在2018年实施了加息+三次降准的操作，2018年也是本轮中美贸易争端的起点。

我们不主张简单回溯，历史有重复，但是年年有不同。一方面，对于中美贸易争端，可以将其归纳为风险事件。单论中美贸易争端，我们期望有改善，起码从目前的情况看，应该不会再坏。会不会有其他风险事件出现，主观上不希望有。另一方面，2018年央行采取了加息+三次降准的操作，2021年多次降准的概率目前看不大。但应该明确的是2018年虽然央行有多次降准，但货币供应M2依然仅取得了8.1%增速，持平于2017年，创1986年以来最低年度增速。究其原因来看，从货币供给的角度，2018年央行实质上就开启了信号式宽松+实质性收紧的操作，因此，虽然有三次降准对冲了风险，但也有央行基础货币回笼的反向操作。从货币需求角度，表外融资收缩，实体经济接续疲弱。固收市场的表现除风险事件影响外，实则受益于实体收缩快于货币供给收缩。

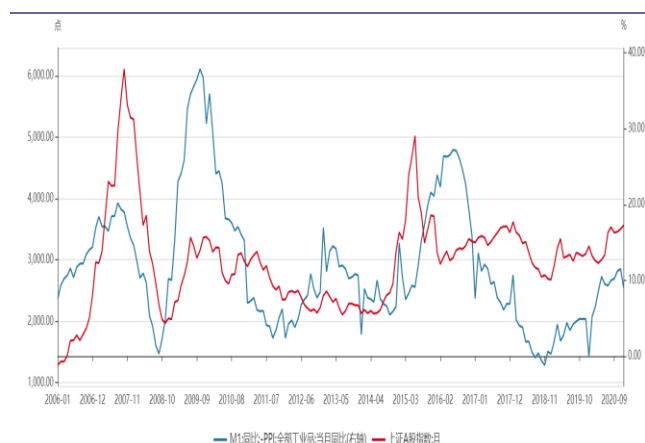
我们看好2021年固收市场的大趋势，但除了大的趋势外，固收市场尤其是利率债还要关注新债供给。如果按照我们仅对基建的预期，政府债供给可能6万亿就够了，但要加入隐性债务置换的考量，政府债供给达到7万亿以上也有可能。如果是第二种情形，可能要改变目前的三个预期。其一，1月末将迎来新一轮地方债额度的下达。即便如此发债节奏较2020年也出现了后移。因此其二，政府债的发行可能集中在1季度末到3季度初，如果在2季度叠加央行货币政策的从紧，利率债的机会可能会后移至8月左右。其三，如果政府债因隐性债务置换扩大供给，那么可以顺势提升风险偏好，对于“违约”的担心将大大减弱。如此信用债的机会凸显。

图 23: 10 年期国债收益率与 M2-PPI

图 24: 上证 A 指与 M1-PPI



资料来源: wind, 太平洋研究院整理



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

权益市场我们认为情况完全不同，无法追溯类似哪一年。最大的变化在于权益市场这个融资工具对国企改革的重要性发生了实质性的变化，它首先要求的是一个平稳的市场，大幅波动最后会削弱资金进入市场的信心，不利于国企改革的完成。即便我们上面提到可能会发生“减持+上市”的情况，也是在稳定的市场波动下完成。若如此，还是回到了结构性的投资方向选择问题。此处我们试图提供几个选择条件供参考。第一是建筑相关，在3月财政预算草案出台之前，有基础与预期支撑。第二是灵活运用国企改革的契机——市场维稳，权重股的波段操作。第三依然是军工，应作为2021年的避险资产进行资产配置。第四，春节后的消费，尤其是受疫情影响的消费。国内疫情实质性基本已得到控制与消灭，春节假期将是最大的一个担忧点，全年最差的情况也可能就在春节后出现。国外一季度以后，疫情控制的消息可能也会频现。因此，受疫情影响的餐饮、服装、传媒可能都会有较好的预期提升，还有家具、家电等房地产相关产品的出口同样可能出现扩张。第五，农村，2020年可谓是农村新一轮“土改”的元年，中长期很值得关注。短期内尤其是物流、种子与农耕自动化设备（《上海市推进农业高质量发展行动方案2021-2025年》，计划提高农业智能化生产水平，到2025年打造10万亩粮食生产无人农场。量虽不大，但是趋势）。今年除汽车下乡外，消费的刺激可能还会向农村下沉，利于农村物流的扩张。种子关乎安全问题，这条线可能贯穿全年。第六，关乎安全问题的还有新能源、“卡脖子”的技术。安全问题尤为重要，是为了应对风险事件做准备。行业选择再以波动平稳（你方唱罢我登场的理念）与“减持+上市”两个逻辑做前提来选择微观企业，可能更为合理。供参考。

8. 房地产信贷集中管理的影响有多大

对于房地产的判断，总体上我们一直是从财政收入需求的角度入手。2020年国有土

地使用权出让收益预算为 6.5 万亿，较 2019 年 5.2 万亿的预算高出 7000 亿。2021 年预期在 6.5-7 万亿左右。叠加 2021 年房地产总体定调上没有发生变化，对于 2021 年的房地产的总体判断我们认为并不会差。但从具体政策调控来看，确实有三个担忧，一是对于加息的预期。二是房地产税推动立法。三是央行对房地产信贷的调控。加息预期上面已经探讨过了。对于房地产税立法并不意味着会立刻实施，因此，立法的影响并非实质性而是预期性的。甚至我们认为在推动房地产税立法的同时会相应的出对冲政策，以达到对房地产“稳”的调控。目前最为担心的可能就是央行的信贷管控。

2020 年最后一天，央行与银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，对商业银行房地产总体贷款的占比以及个人房地产按揭贷款占比给出了具体的红线。从上市银行的具体情况看，触及红线的商业银行相对较少，总体上对房地产贷款的影响不大。按照大型银行与中小型银行的信贷占比简单测算加权红线应在 31.5% 以上。截至 2020 年 9 月，房地产贷款余额占比为 28.83%，这样对比似乎不会有大的影响。起码只要每年的新增房地产贷款不再超过加权红线，余额就不会超标。截至 2020 年 9 月的新增房地产贷款在新增贷款中的占比为 27.2%，从总量角度观察确实问题不大。问题可能就出在个人房地产贷款新增占比上，个人贷款余额占比的简单加权红线应该在 25.5% 以上，而截至 2020 年 9 月的个人贷款余额占比为 19.83%。理论上余额仍有扩张空间。而个人按揭新增信贷（以居民中长期贷款计）2020 年年终占比为 30.31%，已经超出了加权红线。这里同样会衍生出如下两种情况：

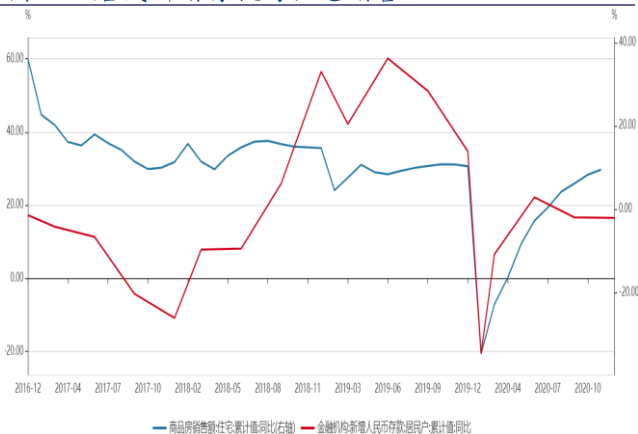
一是央行要求目前个人按揭贷款占比未达到上限的商业银行也不允许再超出现行比例扩张。那么新增居民按揭贷款 2021 年起码要压缩 4 个百分点以上。这将明显影响部分住宅购置需求，需求可能再次向一二线集中。这种对需求的影响引发的联动效应是：一来可能打击地方的国有土地使用权出让收入，结构性分化将得到强化，不仅影响政府性基金收入，甚至可能对未来房地产税的征收产生结构性影响，造成“强者恒强”的局面。二来房地产上游行业可能将受到连带影响，这将强化需求端“信用收缩”的逻辑。

二是央行允许未达上限的商业银行继续扩张直至上限。那对于有余额空间的商业银行，短期内恐怕也不敢做“出头鸟”，加大按揭信贷的投放节奏预期最早也将延后至 3 月。总体上这种情形并不会对 2021 年的房地产需求产生较大影响，有的只是节奏问题。

另外，还有一个问题需要考量，2017 年以后，住宅销售的走势与居民中长期贷款的走势开始出现偏离，与居民存款走势逐步趋同。这是否也表明不使用按揭信贷或者房抵贷的购房需求在扩大。

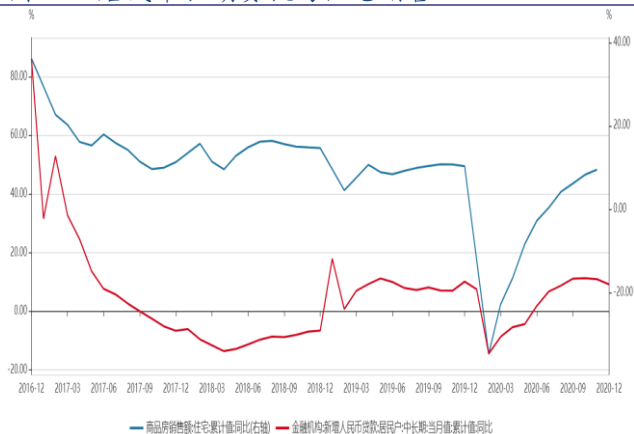
综上，我们对 2021 年的房地产给出保守预期，继续坚定看好向一二线的集中。

图 25: 居民新增存款与住宅销售



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图 26: 居民中长期贷款与住宅销售



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

9.2021 年最为担心的全球性风险

2020 年的全球货币宽松带来两个现实问题，一是对于通胀高企的担忧。另一个是全球债务的加速扩张。根据国际金融协会（IIF）最新发布的信息，疫情发生以来，全球债务水平飙升，2020 年增加了 17 万亿美元，达到 275 万亿美元。这一增长很大程度上是由于政府借款大幅增加所致。全球政府债务与 GDP 之比从 2019 年的 90% 升至 2020 年的近 105%。我们一直认为，全球债务在绑架全球央行的货币政策，全球债务高企导致央行货币政策难以实质上从紧。往年来看，这种循环问题不大，因为金融危机，带来的是过热需求的一次性剪灭，与长时期的慢恢复。因此，大的逻辑上讲全球央行的宽松，并未出现高通胀，甚至经常会发生通缩的担忧。而 2020 年则不同，全球范围的经济衰退并非过热式的透支需求导致，其恢复也并不困难，那么全球的超限额宽松，就可能会导致 2021 年债务高企与通胀的矛盾真正显现。该紧还是该松，稍有不慎，一次全球性的债务危机不是没有可能。

三、2021 年宏观经济各项指标预期

最后，结合以上的分析给出 2021 年经济各项指标的预期值：

| 名义 GDP | 消费 | 房地产投资 | 制造业 | 基建 | 净出口 | PPI | CPI | M2 | 社融 |
|--------|------|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|
| 7.5 | 15.5 | 6.5 | 8 | 1.5 | 5 | 2.5 | 0.7 | 8 | 9 |
| | 14 | 7.5 | 15 | 2 | 10 | 2.5 | 0.7 | | |
| 8 | 16 | 6.5 | 15 | 2 | 15 | 2.5 | 0.7 | 8.5 | 10 |
| | 17.5 | 6.5 | 10 | 2 | 8 | 2.5 | 0.7 | | |
| 8.5 | 19 | 7 | 12 | 2 | 10 | 2.8 | 0.7 | 8.5 | 10.5 |
| 9 | 20.5 | 7.5 | 15 | 2 | 15 | 3 | 0.7 | 9 | 11 |

注：表中数据皆为同比增速。

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|--------------|-----|-------------|---------------------|
| 院长助理兼全国销售负责人 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 北京地区销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | Guoyu@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18520786811 | zhafll@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjw@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。