

风物长宜放眼量

金信期货研究院

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

内容提要

今年疫情冲击下，债市走出了超预期的牛市和熊市行情，收益率曲线经历了从牛陡向熊平的切换。从经济基本面来看，疫情重创下全球陷入严重的经济衰退，而较好的疫情控制和逆周期政策的快速加码使得中国经济实现正增长。随着逆周期政策的逐步退出，经济修复主线从逆周期向顺周期转换，经济增长的驱动力量从逆周期的地产基建向顺周期的消费、制造业转换，顺周期部门将成为明年经济修复的主力。

消费场景约束的打开有望继续推动服务业和社交经济消费向正常化回归，企业补库存周期有望带动制造业投资加速，出口端将继续成为经济增长的正向推动力量，海外经济修复叠加库存回补下明年我国出口仍有支撑。而逆周期部门逐渐退出，房企融资“三道红线”下房地产去金融化步伐加快，广义财政收敛下基建温和增长。

随着疫情和经济发展的阶段变化，央行货币政策重心不断调整，从“勇于担当”到“不缺不溢”，货币政策退出方向明确，节奏上仍保持相机抉择。宏观杠杆率约束下 2021 年货币政策趋于收敛，但双支柱框架弱化货币政策去杠杆压力，货币政策依然保持相机抉择的方向，2021 加息概率不高。

2020 年疫情应对下财政政策积极发力，而随着经济增长转向顺周期部门，逆周期力量逐渐退出，财政也将重新回到平衡框架，明年政府信用扩张大概率将放缓。考虑政府信用扩张放缓、政策收敛下金融条件弱化、商业银行资本金约束等影响，2021 年社融增速或收敛至 11%-12% 区间。

策略建议

当前利率水平回到 19 年四季度高点，对经济基本面修复以及货币政策收敛已有相对充分的定价，尽管经济修复方向不改和货币政策中性决定债市逆风仍未结束，但利空因素的充分定价下利率继续上行空间相对有限，利率处于磨顶状态，债券性价比抬升下配置价值显现。明年经济增速前高后低+社融回落+债市供求改善，利率中枢趋于下行，关注明年一季度末至二季度信用收缩节奏带来的债市转机。政策相机抉择熨平经济周期，债市波动趋于收敛，明年长端收益率保持在 3.0%-3.4% 区间运行。

风险提示

再通胀超预期，海外经济恢复超预期，货币政策收紧超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



扫码关注获取更多资讯

目录

一、 疫情冲击下超预期的债市牛熊	3
二、 经济修复主线从逆周期向顺周期转换	5
2.1 新冠疫情下经济修复趋势被打断	5
2.2 经济修复主线从逆周期向顺周期转换	6
1) 消费继续向正常化回归	7
2) 企业补库存周期有望带动制造业投资加速.....	9
3) 出口仍将成为支撑经济修复的力量	10
4) 房地产去金融化在路上，广义财政收敛下基建温和增长.....	12
三、 货币政策保持中性，财政政策重回平衡框架	15
3.1 货币政策从“勇于担当”到“不缺不溢”	15
3.2 2121 年货币政策：宏观杠杆率是约束，相机抉择是方向.....	16
1) 宏观杠杆率攀升成为货币政策的约束，货币政策趋于收敛.....	16
2) 双支柱框架弱化货币政策去杠杆压力	17
3) 货币政策相机抉择，2121 年加息概率不高.....	17
3.3 2021 年财政政策重回平衡框架	19
3.4 信用扩张拐点确认	21
四、 债市展望：逆风未消，拐点可期	22
4.1 经济修复方向不改和货币政策中性决定债市逆风未消.....	22
4.2 市场充分预期下利率继续上行空间有限，债市拐点可期.....	23
4.3 债券性价比抬升下配置价值显现	24
4.4 政策相机抉择熨平经济周期，债市波动趋于收敛.....	25
五、 风险提示	26
重要声明	27

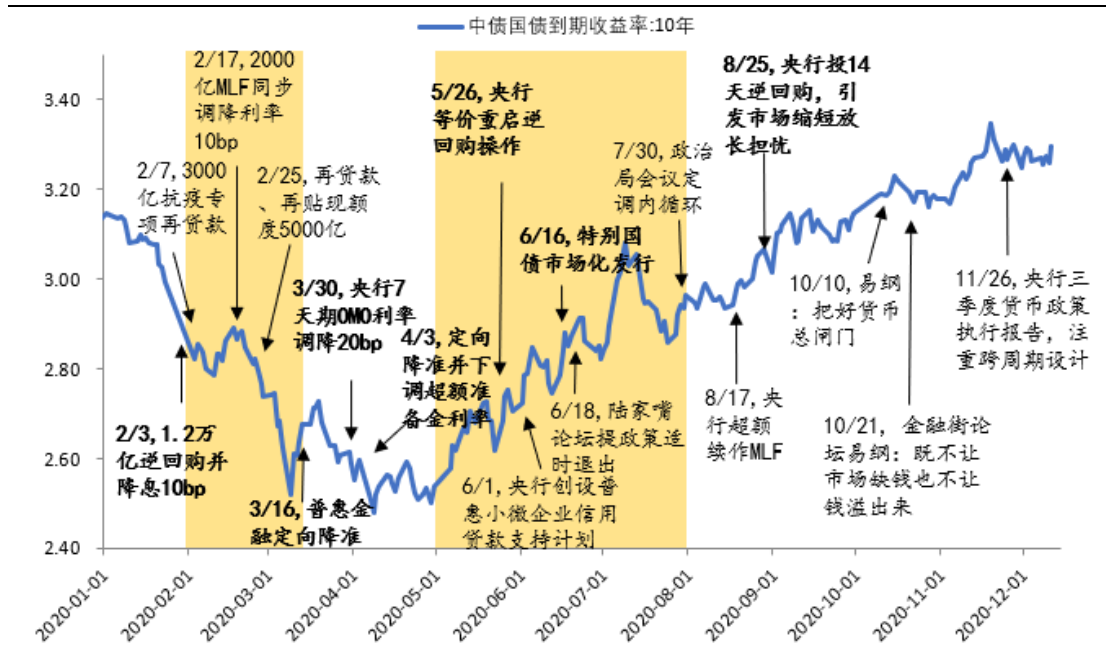
一、疫情冲击下超预期的债市牛熊

今年疫情冲击下，债市走出了超预期的牛市和熊市行情，具体来看可以分为两阶段：

1) 疫情冲击下供给和需求同时受到冲击，引发全球经济衰退担忧，叠加国内和海外极度宽松的流动性，收益率快速下行，且收益率曲线快速牛陡。

2) 5月份以来，随着国内疫情逐渐受控、复工复产逐渐加快影响，经济基本面渐进修复冲击债牛核心，叠加货币政策向常态化回归，收益率快速上行，且在资金面边际收敛下收益率曲线快速熊平。同时财政政策发力下利率债供给放量，而银行中长期负债缺乏下需求承接不足，供求矛盾加剧债市调整幅度，收益率曲线回到接近去年四季度高点水平。

图 1：2020 年疫情冲击下，债市走出了超预期的牛市和熊市行情（%）

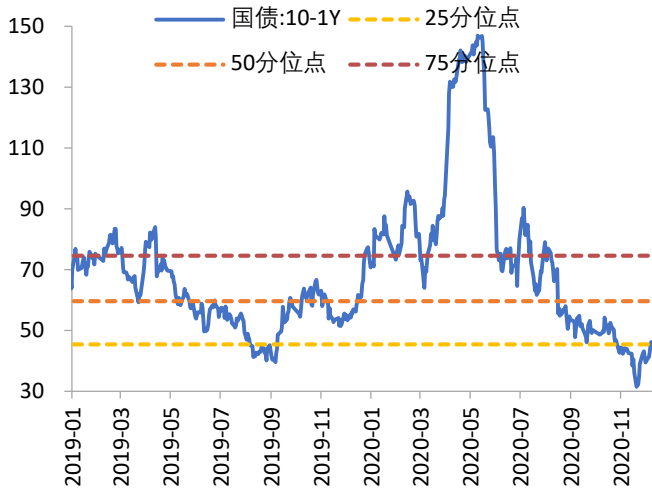


资料来源：Wind，金信期货研究院

7月以来的利率债供给压力冲击下，收益率曲线“熊平”进一步演绎，反映供求矛盾下的流动性悲观预期。在5、6月货币政策和资金面向常态化回归后，货币政策基调保持“中性”不变，但利率债的供给放量下资金利率持续边际抬升，加之央行公开市场操作谨慎，市场资金面预期逐渐悲观，收益率曲线快速熊平。

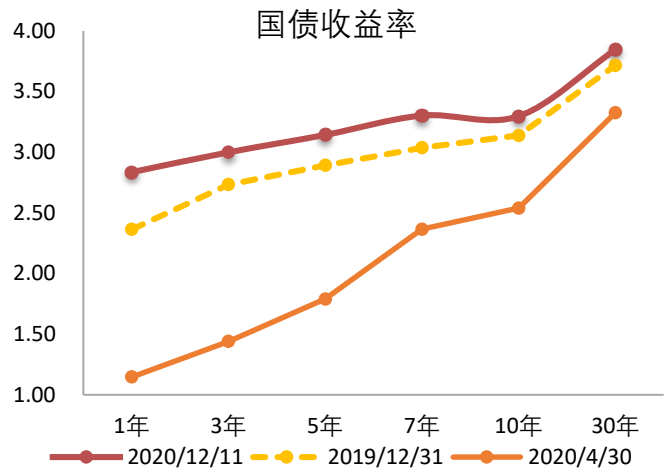
银行中长期负债端不足下同业存单利率快速上升并偏离政策锚，资金面预期悲观下长短端利差继续走平。按照此前的窗口指导要求，结构性存款规模“9月底前压降至年初水平，12月底前压降至年初的2/3水平”，结构性存款年底压降任务仍然较大，因此作为银行主要的负债来源之一，同业存单发行需求快速放量，存单利率快速走高并在11月底突破3.3%的高位，超出MLF利率约40个bp。在此背景下，央行也通过持续投放超预期的MLF操作呵护中长期流动性，同业存单利率向MLF利率逐步收敛。

图 2: 国债 10-1Y 长短端期限利差 (bp)



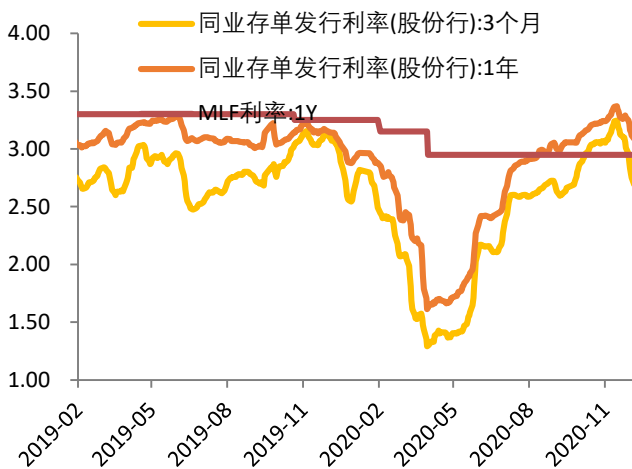
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 3: 国债收益率曲线 (%)



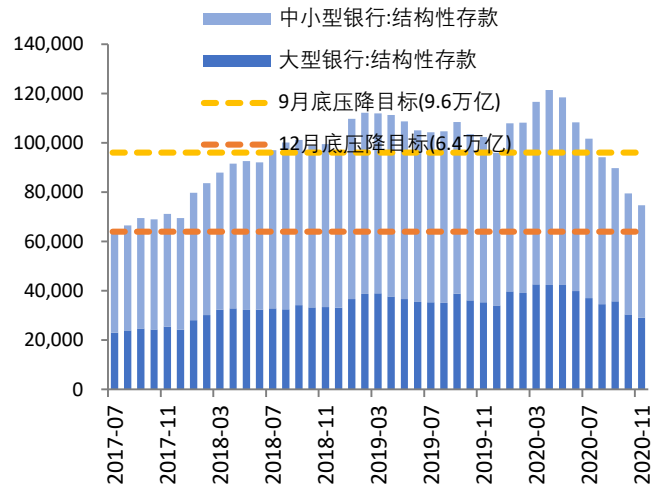
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 4: 同业存单发行利率突破 MLF 利率向上 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

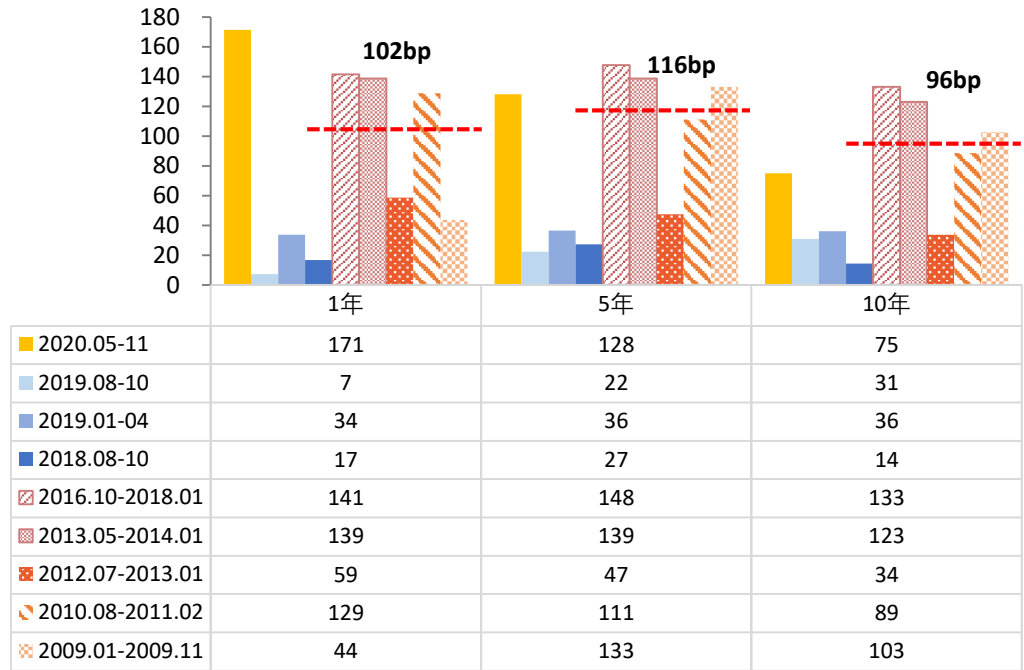
图 5: 商业银行面临结构性存款压降压力 (亿元)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

5 月以来本轮债券熊市调整幅度不小, 对比以往几轮熊市以及近一年来债市调整阶段的利率上行幅度, 其中中短端收益率回调幅度 (1 年期 171bp, 5 年期 128bp) 已超出过去几轮熊市上行均值, 10Y 国债收益率上行幅度 (65bp) 仍然不及前几轮熊市, 反映本轮债熊的核心矛盾仍然在于资金面的收敛, 而经济基本面仍然在潜在增速之下运行, 长端收益率调整幅度并不小。

图 6：往轮债市调整利率上行幅度对比 (bp)



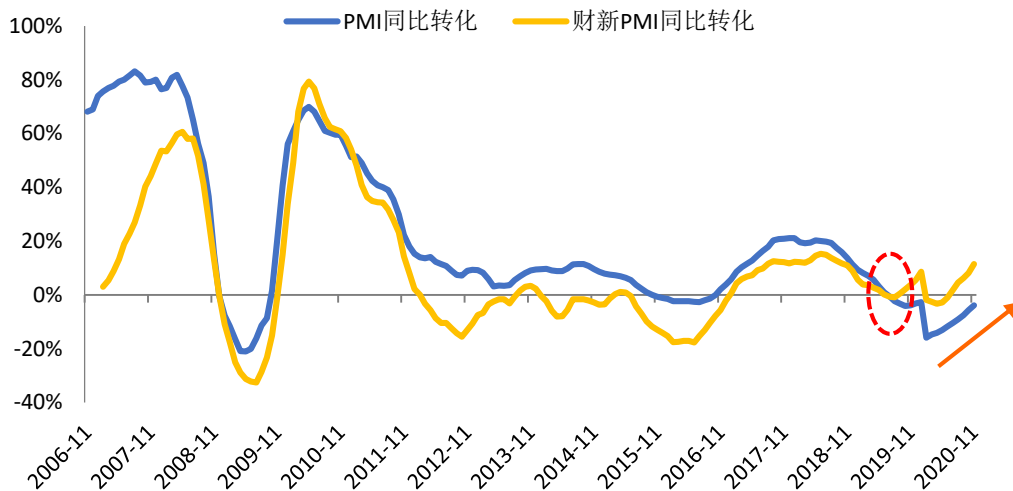
资料来源： Wind，金信期货研究院

二、经济修复主线从逆周期向顺周期转换

2.1 新冠疫情下经济修复趋势被打断

早在 2019 年 10 月，PMI 同比转化已首现底部回升趋势，从 2018 年四季度开始到 2019 年上半年的信用扩张支撑新一轮的经济复苏，并伴随库存周期的见底回升。但随着疫情的到来，经济活动停摆下 PMI 指数断崖式回落，经济复苏的趋势被打断。随着国内疫情逐步消退、经济渐进修复下，复苏周期二次启动。

图 7：新冠疫情下经济修复趋势被打断（%）



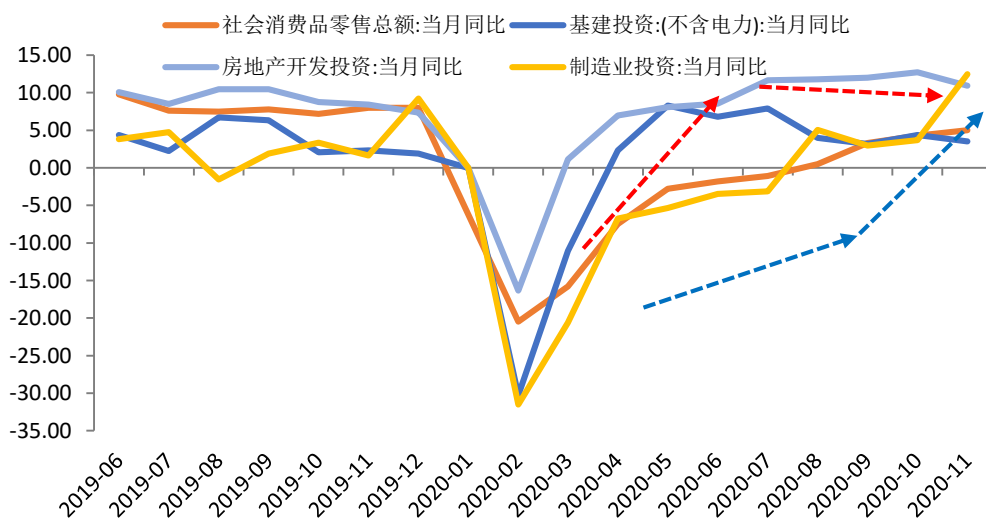
资料来源： Wind，金信期货研究院

2.2 经济修复主线从逆周期向顺周期转换

疫情重创下逆周期政策快速加码，逆周期部门快速回升拉动疫后经济修复，基建和地产投资当月同比率先回升转正，而以消费和制造业为首的顺周期部门增速低位走平。

而随着经济的逐渐修复，逆周期政策逐步收敛，货币政策重回常态化，房地产“三道红线”去金融化在路上，基建地产投资增速上行放缓，顺周期部门将接棒逆周期部门，消费继续向正常水平回归，制造业投资增速明显加快，11月当月同比快速回升至10%以上。经济的修复主线逐渐从逆周期向顺周期切换，顺周期部门将成为明年经济修复的主力。

图 8：经济修复主线从逆周期向顺周期转换（%）



资料来源： Wind，金信期货研究院

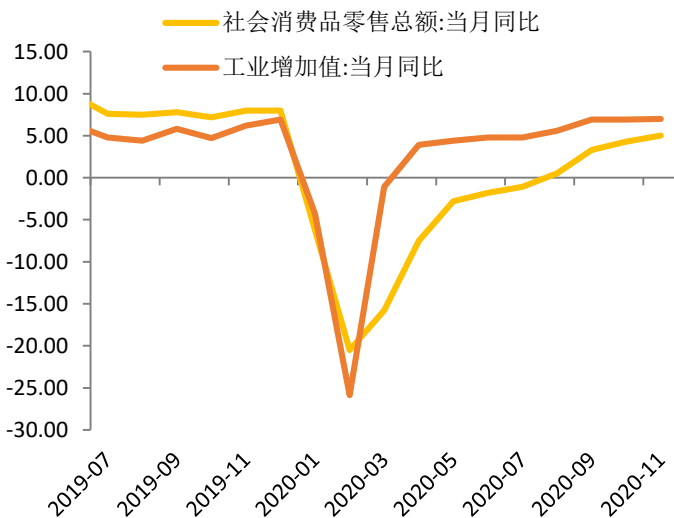
1) 消费继续向正常化回归

疫情防控常态化下线下服务业复苏偏弱，消费仍未恢复正常，而随着疫情影响逐渐消退，线下消费逐渐回暖，失业率回落至 5.5%以下推动收入预期改善，叠加明年疫苗接种后消费场景约束的打开有望继续推动服务业和社交经济的修复。从必选消费和宅经济概念向可选消费和社交经济概念切换的格局有望延续，竣工加速下地产后周期消费也或将同步回升。

今年二季度以来，在疫情得到基本控制后，国内复工复产推进下供给端率先修复，工业生产快速回升，但相比之下由于受到疫情防控常态化下保持社交距离的约束，线下服务业恢复偏慢，叠加失业率攀升下收入预期走弱，居民消费恢复缓慢，目前仍未恢复至去年年底水平，尤其是线下餐饮收入增速明显弱于商品零售，截止 11 月餐饮收入当月同比仍然在零值附近。

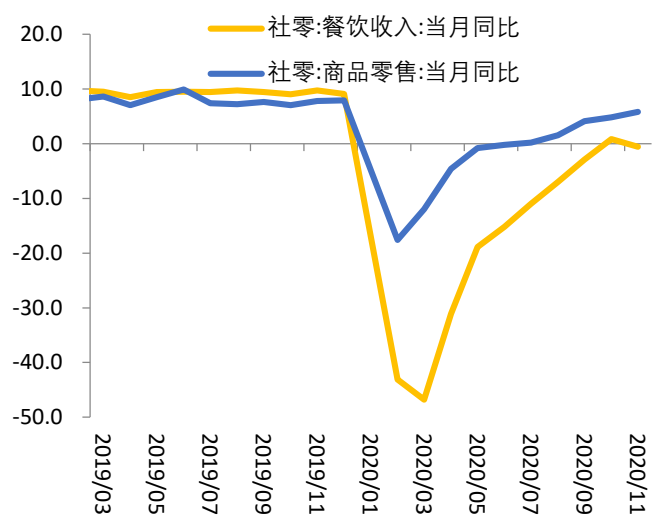
疫情影响下 2020 年消费结构分化显著，二季度必选消费呈现明显韧性，粮油食品、日用品保持较高增速，且受保持社交距离影响，“宅经济”消费表现较好，通讯器材疫情以来持续保持两位数增速增长。而受益于政策刺激和经济修复，三季度以来可选消费逐渐恢复，汽车单月销售增速超出 10%，以社交经济概念为主的服装、化妆品等消费增速也明显回升，而今年由于受到竣工放缓拖累的地产后周期消费也有望随着竣工的加速同步回升。

图 9：供给端修复快于需求 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 10：线下餐饮收入增速明显弱于商品零售 (%)



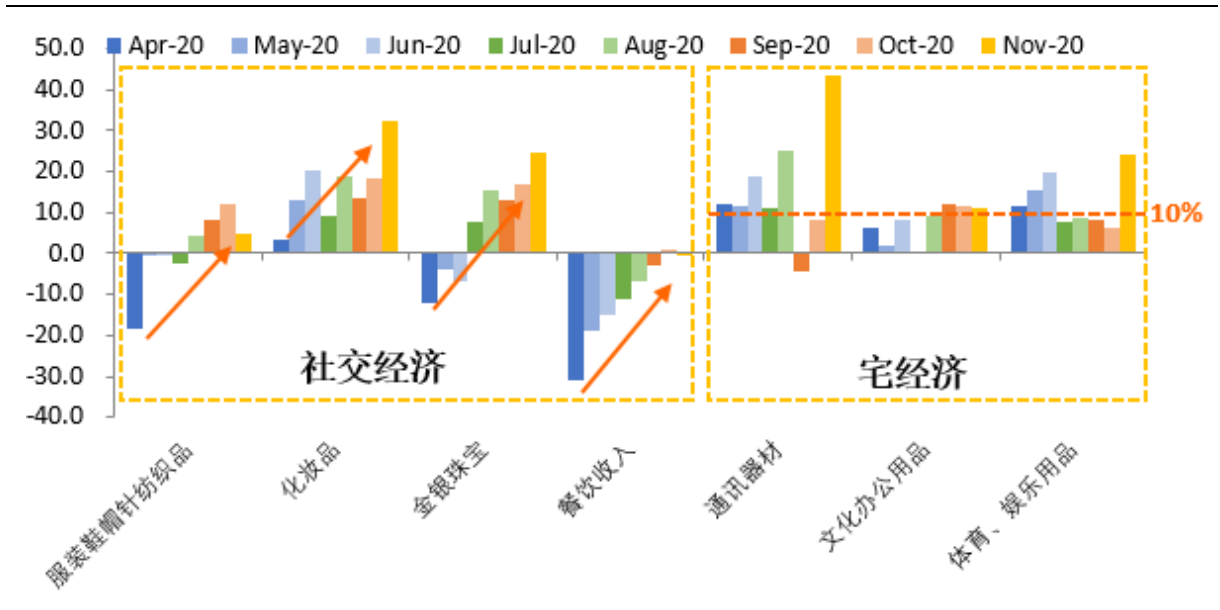
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 11: 疫情影响下 2020 年消费结构分化显著 (%)

当月同比		Nov-20	Oct-20	Sep-20	Aug-20	Jul-20	Jun-20	May-20	Apr-20	Mar-20
生活必需品	粮油食品	7.70	8.80	7.80	4.20	6.90	10.50	11.40	18.20	19.20
	饮料	21.60	16.90	22.00	12.90	10.70	19.20	16.70	12.90	6.30
	日用品	8.10	11.70	10.70	11.40	6.90	16.90	17.30	8.30	0.30
	中西药品	12.80	10.80	9.60	6.20	5.30	9.70	7.30	8.60	8.00
社交经济	服装鞋帽针纺织品	4.60	12.20	8.30	4.20	-2.50	-0.10	-0.60	-18.50	-34.80
	化妆品	32.30	18.30	13.70	19.00	9.20	20.50	12.90	3.50	-11.60
	金银珠宝	24.80	16.70	13.10	15.30	7.50	-6.80	-3.90	-12.10	-30.10
	餐饮收入	-0.60	0.80	-2.90	-7.00	-11.00	-15.20	-18.90	-31.10	-46.80
宅经济	通讯器材	43.60	8.10	-4.60	25.10	11.30	18.80	11.40	12.20	6.50
	文化办公用品	11.20	11.70	12.20	9.40	0.50	8.10	1.90	6.50	6.10
	体育、娱乐用品	24.00	6.30	8.00	8.90	7.60	19.80	15.40	11.60	-7.10
地产后周期消费	家用电器和音像器材	5.10	2.70	-0.50	4.30	-2.20	9.80	4.30	-8.50	-29.70
	家具	-2.20	1.30	-0.60	-4.20	-3.90	-1.40	3.00	-5.40	-22.70
	建筑及装潢材料	7.10	4.20	0.50	-2.90	-2.50	2.20	1.90	-5.80	-13.90
其他	汽车	11.80	12.00	11.20	11.80	12.30	-8.20	3.50	0.00	-18.10
	石油及制品	-11.00	-11.00	-11.80	-14.50	-13.90	-13.00	-14.00	-14.10	-18.80

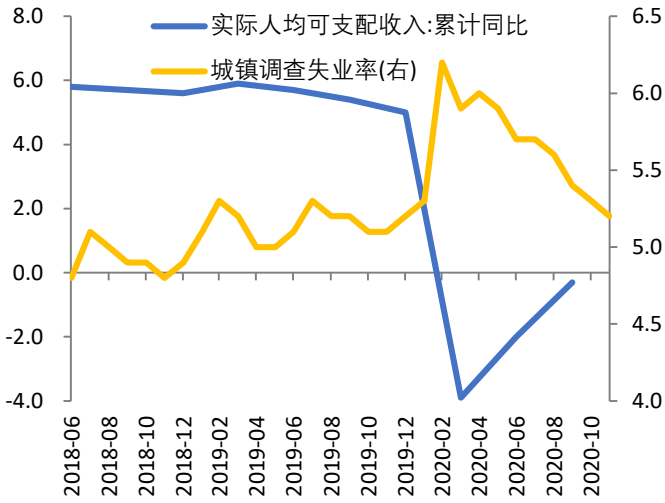
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 12: 三季度以来可选消费逐渐恢复, 宅经济向社交经济概念切换 (%)



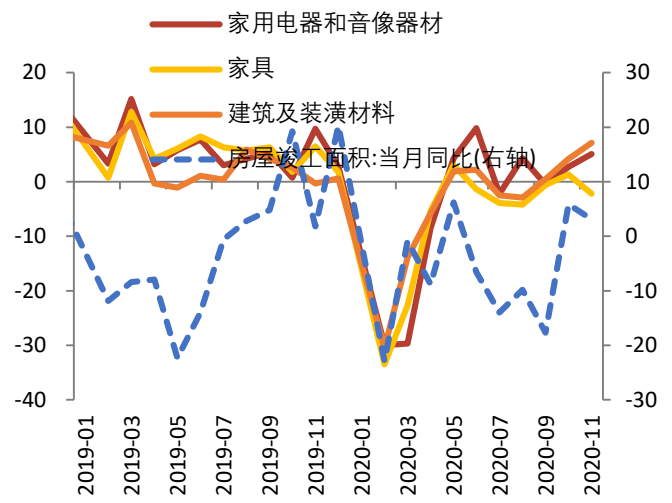
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 13: 失业率和可支配收入 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 14: 竣工加速下地产后周期消费有望回升 (%)



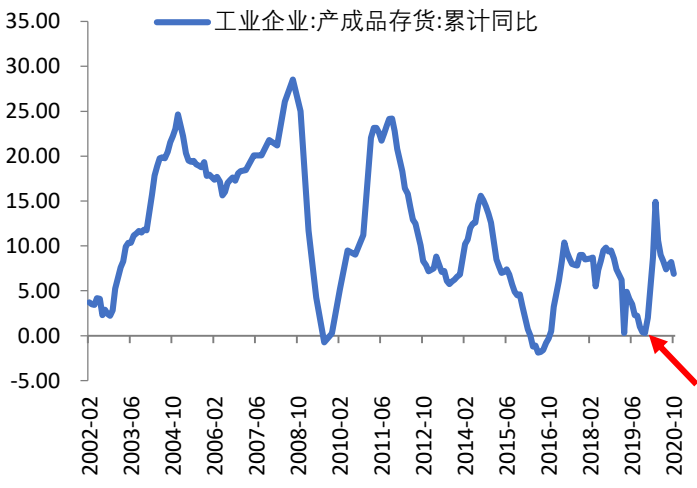
资料来源: Wind, 金信期货研究院

2) 企业补库存周期有望带动制造业投资加速

疫情冲击下，原本的制造业补库存周期被打断。2019 年 11 月工业企业产成品库存增速曾一度触底，并在工业品价格回升和 M1 改善下呈现补库启动迹象，但受新冠疫情影响，今年一季度库存快速被动积压达到 14.9% 的高位，而后在经济逐渐修复和需求回升下震荡回落。

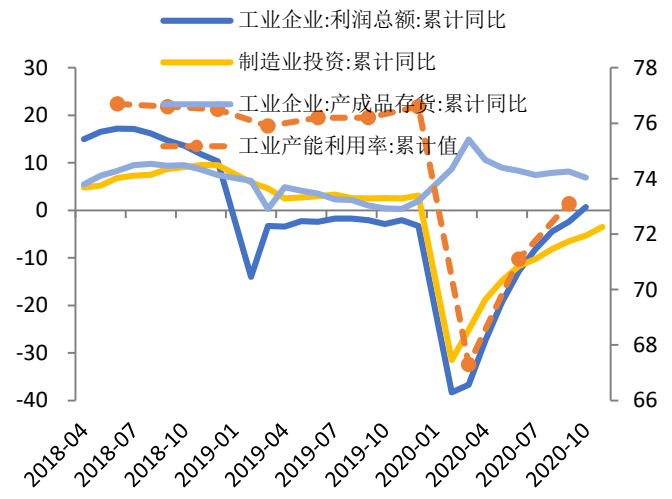
我们看好制造业补库存周期对投资端的拉动，一方面，作为企业资本开支的前端指标，需求、盈利、库存与产能均有所修复，随着库存筑底和制造业利润的改善有助于提振企业投资意愿，叠加工业品价格回升周期和“新订单-库存”的持续走高，企业补库存需求回升；其次，制造业中长期融资持续增长，M1 增速保持上行，实体流动性的改善增强企业资本开支能力；最后疫苗落地有助于海外经济修复不确定性的消除，全球需求的回升下有望带动相关制造业链条的出口，并进一步增强企业资本开支。

图 15: 制造业补库存周期被打断 (%)



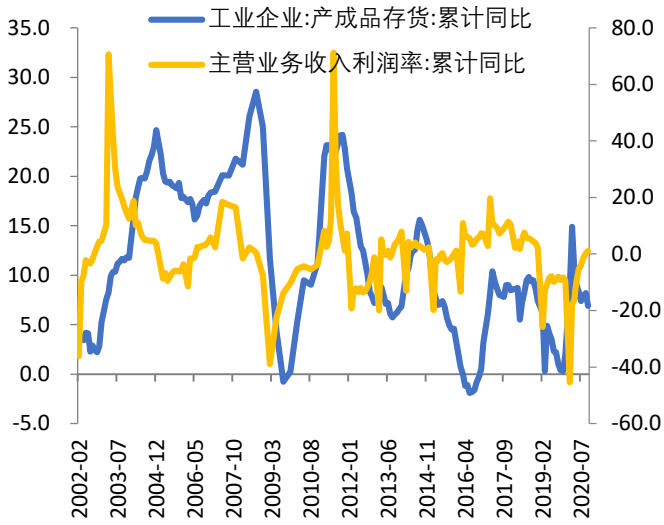
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 16: 需求、盈利、库存与产能渐次修复 (%)



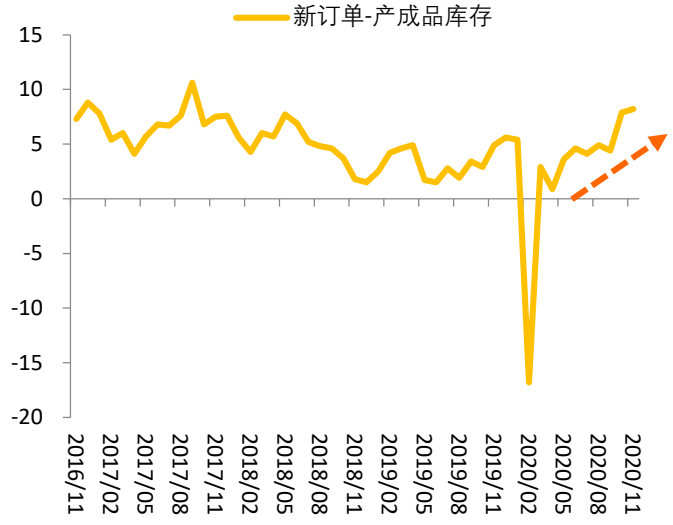
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 17: 利润率改善带动库存筑底回升 (%)



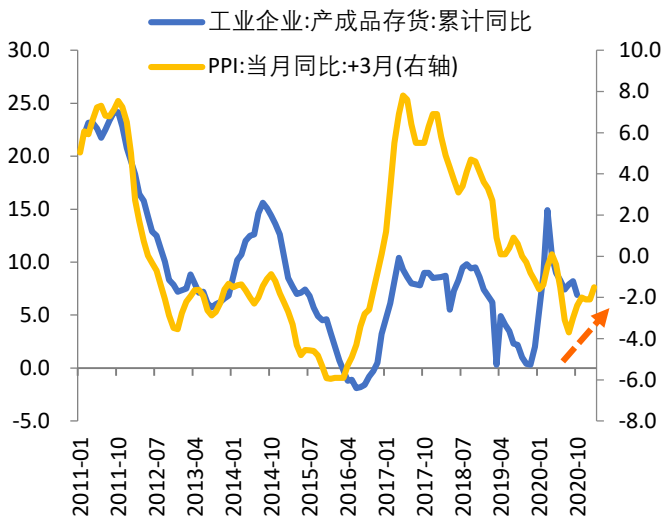
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 18: “新订单-库存”持续走高 (%)



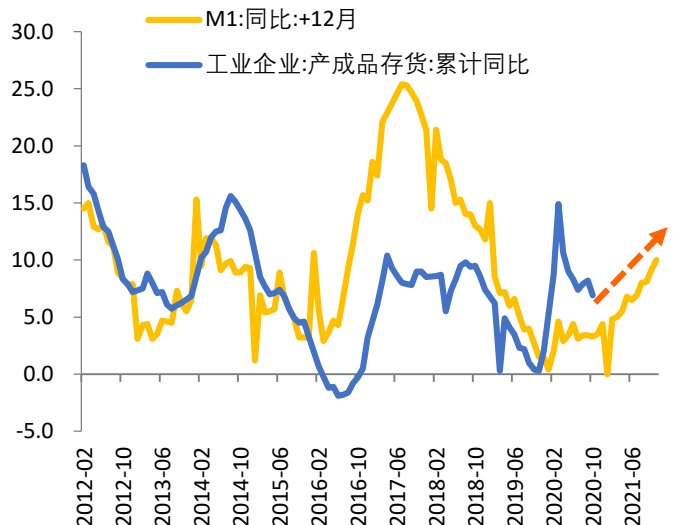
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 19: 工业品价格 VS 产成品库存 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 20: M1 VS 产成品库存 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

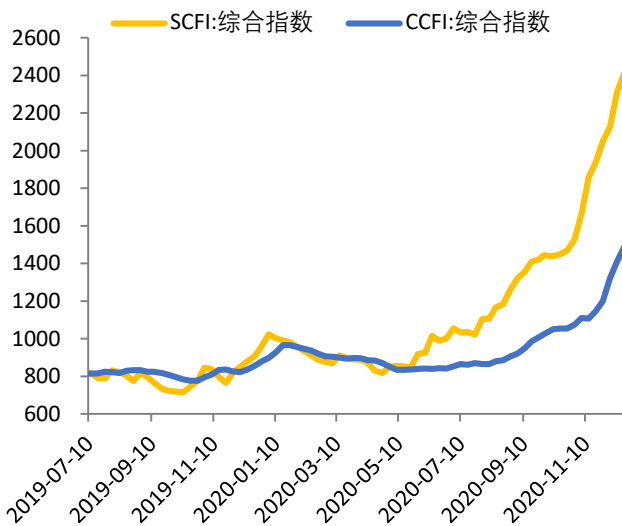
3) 出口仍将成为支撑经济修复的力量

全球供需错配下 2020 年中国出口超预期。今年在新冠疫情的全球蔓延下，海外经济衰退下外需转弱，但我国出口却超预期逆势上涨，并快速修复至好于疫情前的状态，主要原因在于疫情导致的海外生产活动的停摆带来了全球供需的重分配，而中国较早控制住了疫情蔓延，全面复工复产下供给端迅速恢复，订单的回流效应下带动了国内出口份额的上升，并逆势推动出口增速的快速回升。同时欧美大规模财政刺激支撑居民消费，也支撑了外需的韧性。

外需回暖及海外补库存需求下明年我国出口仍有支撑。不同于我国疫情受控后供给回升显著快于需求的修复结构，海外受反复封城以及大规模财政刺激的影响，需求修复快于供给，导致库存的快速下降。尽管市场存在全球供需错配逐渐恢复正常后国内出口份额面临回落的担忧，但在全球经济逐渐修复下，明年海外尤其是美国制造业补库存需求的高企将有望继续支撑国内的出口保持较高增长。

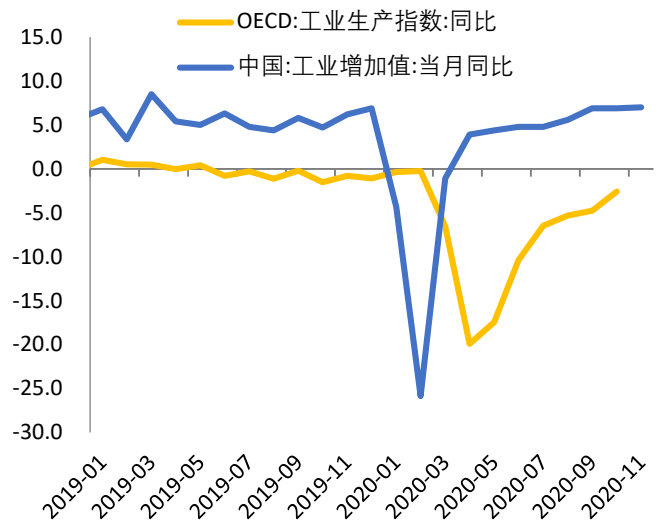
美国制造业补库存有望带动中国出口和全球贸易共振。由于美国是中国一大主要的出口国，因此中国出口从历史上看基本同步于美国进口增速，而美国的进口增速又受到其制造业库存周期的影响，美国的制造业补库存周期往往对应了美国进口增速的回升阶段。当前美国制造业库存自今年年初快速下滑后，目前已处于底部区域，随着明年美国经济的修复，制造业补库存周期的启动有望带动中国、韩国、东南亚等地的出口增长。

图 21：出口集装箱运价指数



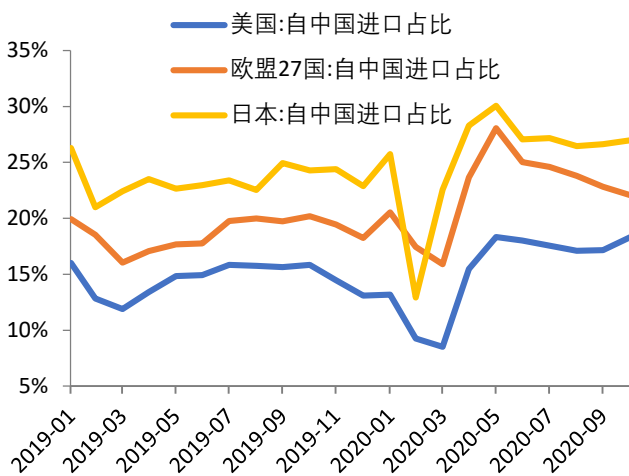
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 22：中国工业生产恢复快于 OECD 国家 (%)



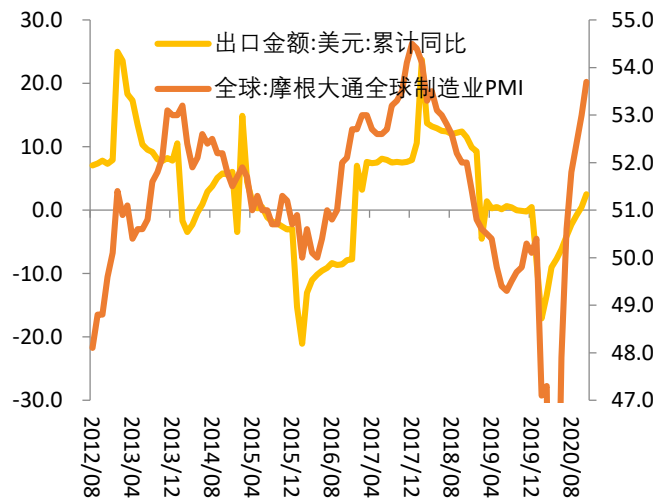
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 23：全球供需错配下中国出口份额回升 (%)



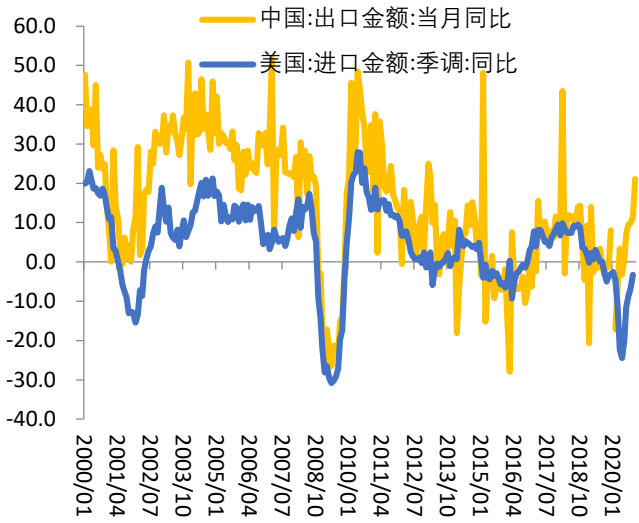
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 24：外需回暖支撑明年出口 (%)



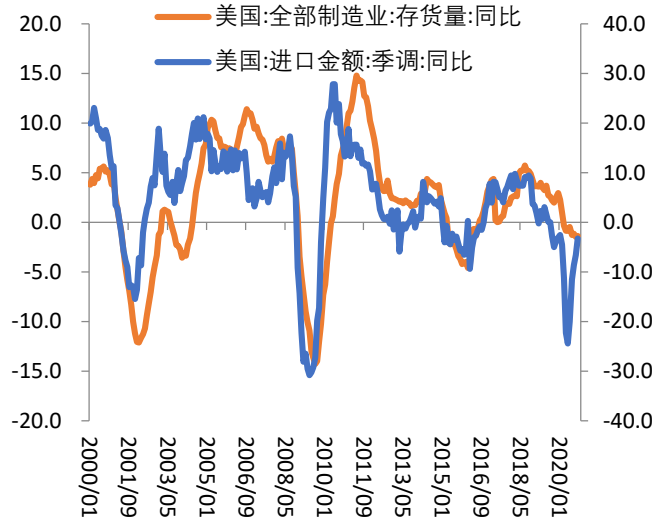
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 25: 中国出口基本同步于美国进口增速 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 26: 美国制造业补库存有望带动进口回升 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

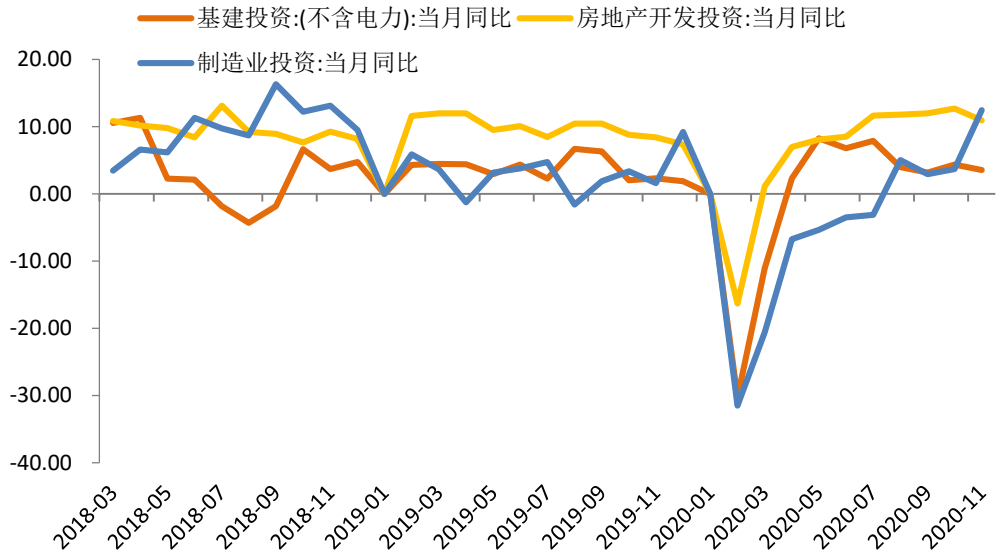
4) 房地产去金融化在路上, 广义财政收敛下基建温和增长

逆周期政策加码下, 宽松的宏观融资环境推动商品房销售走高。今年疫情爆发触发逆周期政策加码, 地产和基建投资成为支撑经济从疫情中恢复的主要部门, 尤其是房地产投资成为今年需求端表现最好的分项, 三季度以来保持 10% 以上的当月增长速度, 从 16 年以来的地产回升周期再次被拉长, 今年逆周期政策加码下宽松的宏观融资环境是推动商品房销售走高的主因。疫情下货币政策的宽松带来居民对于资产价格升温的预期, 叠加房贷利率下行, 推动居民购房热情, 居民中长贷保持高位。

在此背景下, 房企融资“三道红线”政策出台, 房地产去金融化步伐加快, 从限制房地产企业有息债务增长方面约束房企融资及规模扩张, 地产前端的拿地随即回落, 并对未来的新开工增速形成向下压力, 房地产投资增速大概率趋于放缓。

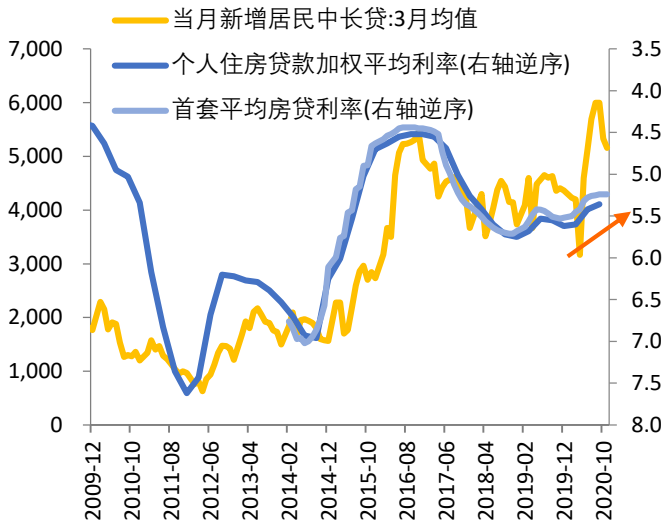
但对于房地产投资我们并不悲观, 销售回款诉求、低库存环境以及竣工周期下, 房地产投资仍将保持一定韧性。首先, 从销售端来看, 偏空因素在于极度宽松的宏观融资环境已实现向常态化的率先回归, 货币政策易紧难松, 三季度加权平均贷款利率小幅回升, 房贷利率下行对居民加杠杆的拉动有所减弱, 但在房地产融资政策的持续收紧下, 资金来源的压力使得房企销售回款诉求增强, 降价促销等手段下商品房销售仍有一定支撑。其次, 在 15 年以来的地产库存去化后, 当前房地产广义库存仍然处在阶段性低位, 因此房地产内生投资动力仍有支撑。最后, 我们看好明年的地产竣工, 近几年地产后端施工放缓下累积了较多的待竣工项目, 由于交房的客观约束, 以新开工领先竣工约 3 年的建设周期时间来推算, 未来两年竣工需求继续走升, 明年地产竣工加快下有望对建安增速形成支撑, 增强房地产投资的韧性, 并对地产后周期消费形成相应拉动。

图 27: 固定资产投资分项: 当月同比 (%)



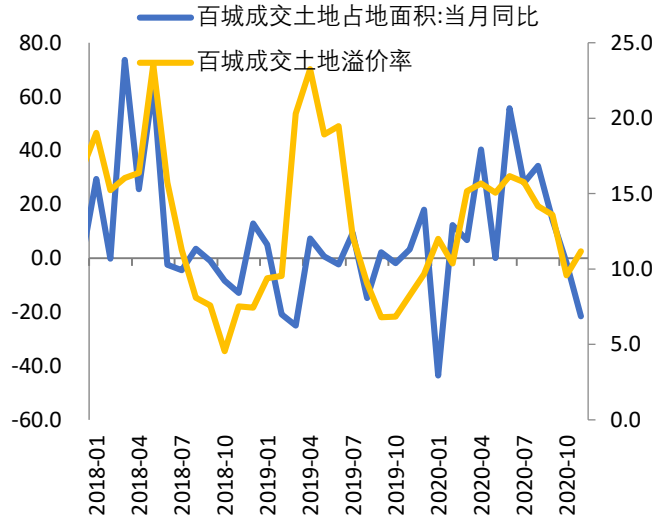
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 28: 房贷利率下行拉动居民购房 (%)



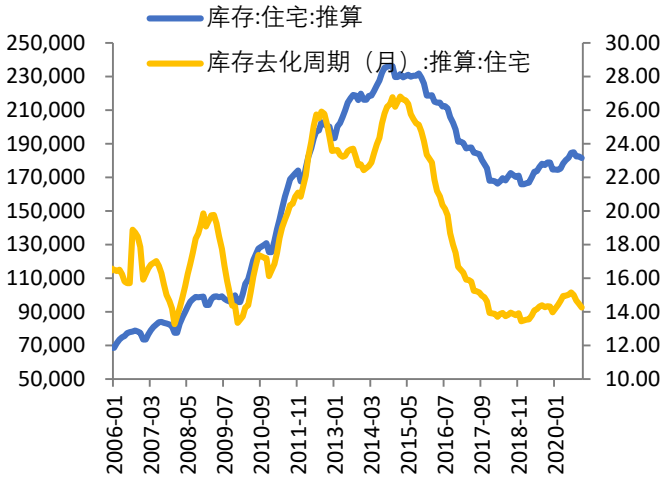
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 29: 房企融资“三道红线”下前端拿地回落 (%)



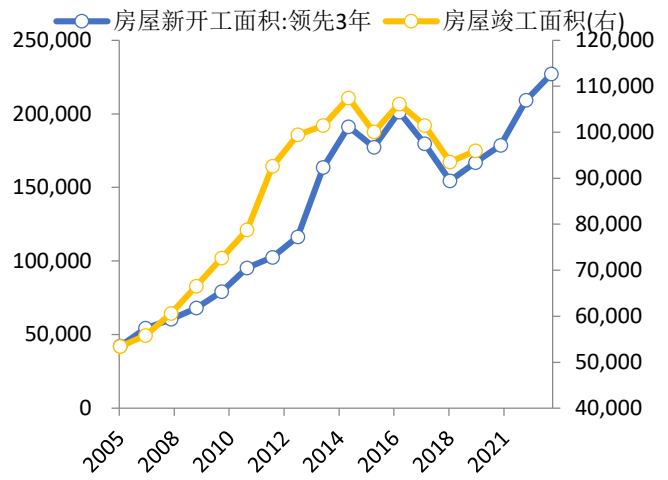
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 30: 房地产广义库存仍然偏低



资料来源：Wind，金信期货研究院

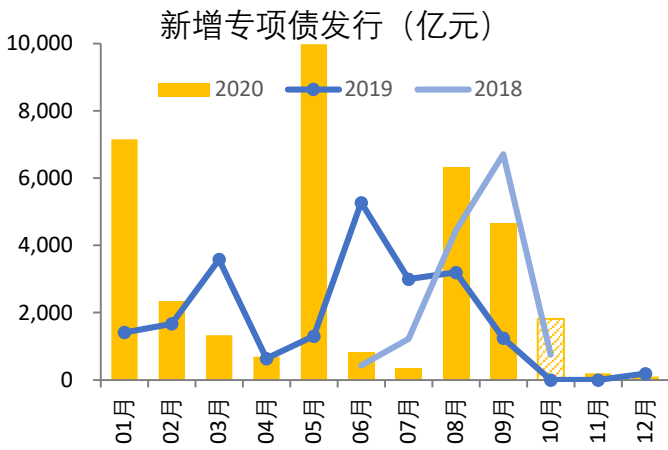
图 31: 历史新开工上行有望带动明年地产竣工



资料来源：Wind，金信期货研究院

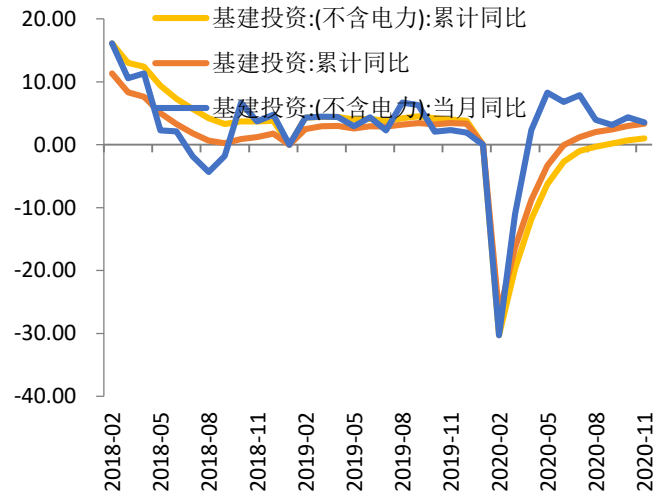
广义财政收敛下基建温和增长。一方面，经济修复下明年政策稳增长压力减弱；另一方面，考虑债务风险和财政的可持续性，明年广义财政大概率收缩，基建投资增速支撑减弱。但财政收敛并不代表紧财政，稳杠杆定位以及十四五规划下新型城镇化、大都市圈以及其他重大项目的补充下，基建投资大概率保持温和增长。

图 32: 新增专项债发行（亿元）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 33: 基建投资增速（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

三、 货币政策保持中性，财政政策重回平衡框架

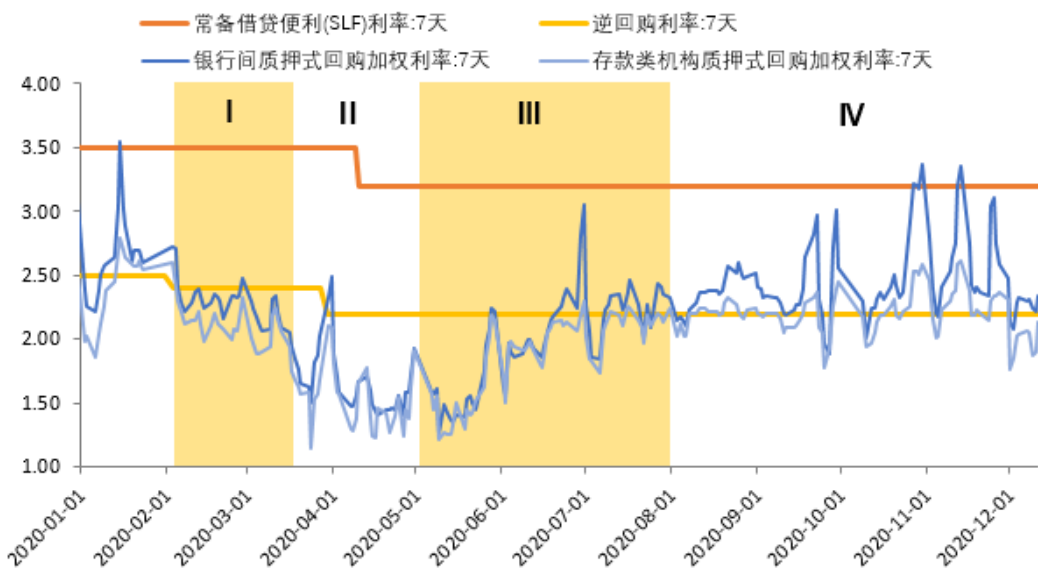
3.1 货币政策从“勇于担当”到“不缺不溢”

随着疫情和经济发展的阶段变化，央行货币政策重心不断调整，从疫情初期的“守正创新、勇于担当”、到疫情初步控制后加大宽松力度支持实体经济发展、再到疫情基本得到控制后的常态化回归、和经济渐进修复下的“不缺不溢”，货币政策退出方向明确，节奏上仍保持相机抉择。

具体来看，今年货币政策取向可以分为这几个阶段：

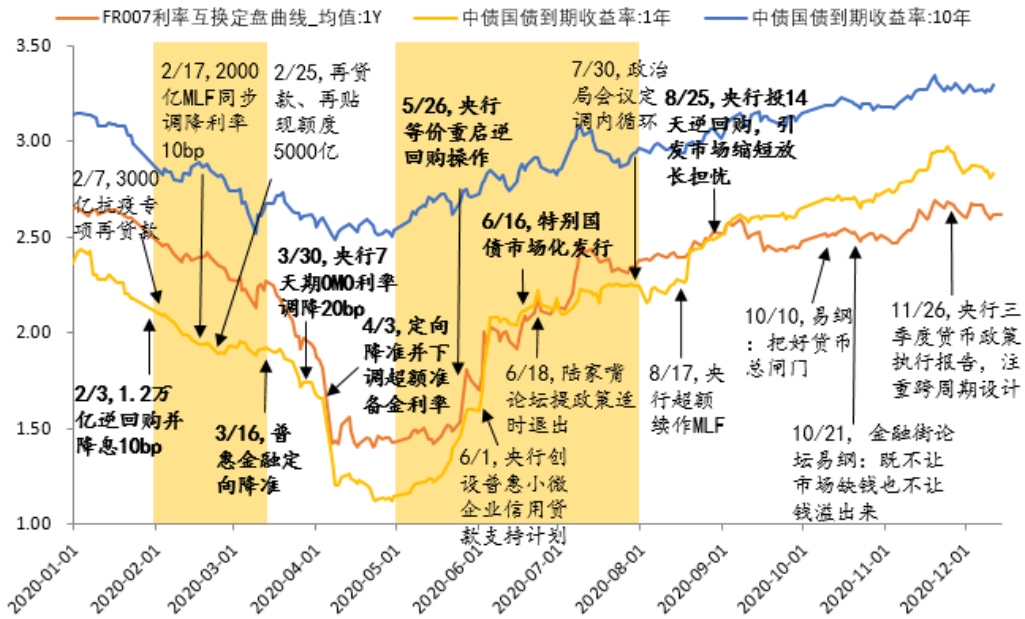
- 1) **疫情初期，货币政策“勇于担当”，承担逆周期调节作用。**货币政策重在稳定市场预期，公开市场大规模投放+降低操作利率+对抗疫企业定向投放专项再贷款资金，以实体纾困结构性为主。
- 2) **国内疫情初步控制，海外疫情爆发，货币政策延续宽松，重在支持实体经济发展。**国内复工复产逐渐开启，但海外疫情爆发下引发美联储大幅降息，3.27 政治局会议提出加大宏观政策对冲力度，货币政策随即加大宽松力度，定向降准 1 个百分点，同时下调超额存款准备金率从 0.72%到 0.35%。
- 3) **国内疫情基本得到控制，货币政策常态化回归。**国内生产生活秩序加快恢复，利率过低催生金融空转套利问题，宽货币转向宽信用，5 月底央行等价重启 100 亿逆回购+6 月初央行创设普惠小微企业信用贷款支持计划+6 月中旬陆家嘴论坛央行行长提政策适时退出，正式确认了货币政策的常态化回归，资金利率向政策利率回归。
- 4) **货币政策保持中性，“不缺不溢”。**随着资金利率完成重定价，DR007 围绕逆回购政策利率中枢波动，市场货币政策预期趋于一致。而在结构性存款压降、年末到期量较大、以及超储率偏低下银行中长期负债不足的影响下，存单利率一度快速上行，资金面呈现紧平衡状态。

图 34：货币政策从“勇于担当”到“不缺不溢”（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 35: 货币政策从“勇于担当”到“不缺不溢” (%)



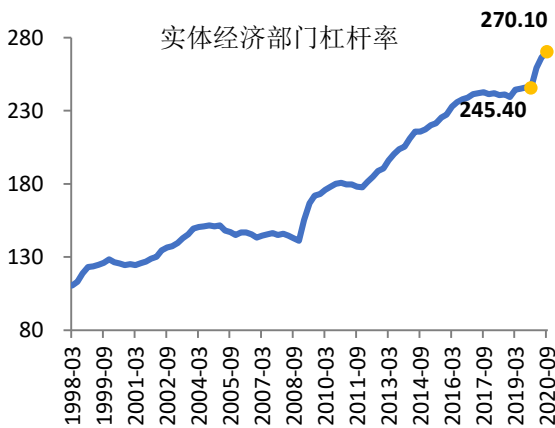
资料来源: Wind, 金信期货研究院

3.2 2121 年货币政策: 宏观杠杆率是约束, 相机抉择是方向

1) 宏观杠杆率攀升成为货币政策的约束, 货币政策趋于收敛

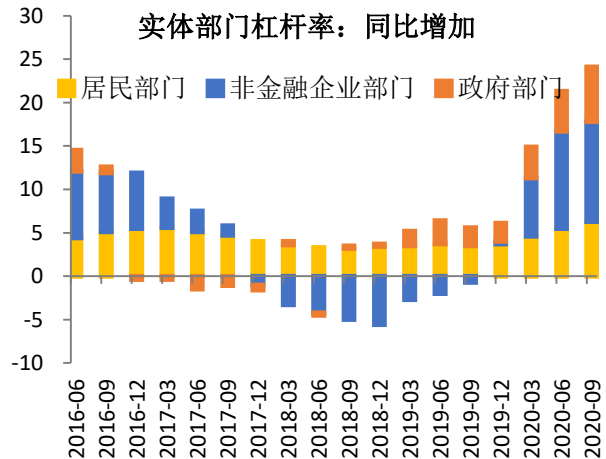
为应对疫情冲击, 今年货币与财政的双宽政策下国内实体经济部门杠杆率快速攀升, 前三季度宏观杠杆率大幅上升 24.7 个百分点, 其中企业部门和政府部门是加杠杆主力。而随着经济的渐进修复, 货币政策年内已率先常态化回归, 明年政策重心将回归至宏观稳杠杆, 央行三季度货币政策执行报告也指向保持宏观杠杆率基本稳定是下一阶段的主要政策目标之一。

图 36: 宏观杠杆率攀升成为货币政策的约束 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 37: 企业和政府部门大幅加杠杆 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

但稳杠杆并非意味政策的快速收紧，至少今年年底至明年一季度，货币政策仍然处于相对舒适的中性区间。首先，经济基本面仍然处于渐进修复状态，经济内生动力仍在恢复，宏观经济的尾部风险仍存，货币政策不能贸然收紧；其次，金融街论坛上易纲行长发言称：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。可见监管态度仍着重于“稳”字，并强调做大分母 GDP 对稳定宏观杠杆率的作用，而非一味的分子端的收缩。

2) 双支柱框架弱化货币政策去杠杆压力

不同于 13 年（“620 钱荒”）和 17 年（重启 14 天逆回购“缩短放长”）央行通过紧货币倒逼去杠杆，当前央行监管职能更强，央行双支柱调控框架下资管新规以及房地产“三道红线”都将成为宏观审慎的重要部分，从金融机构和融资主体端直接监管，从而抑制套利行为和金融杠杆，实现防范金融风险的政策目标。

同时，11 月《中国人民银行法》的修订也从法规上明确了央行“货币政策目标+宏观审慎目标”的双支柱框架，以往通过紧货币倒逼去杠杆的必要性显著弱化。

图 38：央行“货币政策目标+宏观审慎目标”的双支柱框架进一步深化

	货币政策	宏观审慎政策
政策着力	经济周期	金融周期
政策锚定	通货膨胀、经济增速	资产价格、广义信贷
政策工具	存款准备金率、存贷款基准利率 (LPR 利率)、公开市场操作及利率 (OMO&MLF)	MPA(宏观审慎评估体系)、资管新规、房地产“三道红线”
政策目标	物价稳定、经济增长、逆周期调节	金融稳定、金融去杠杆、防范金融风险

资料来源：Wind，金信期货研究院

3) 货币政策相机抉择，2121 年加息概率不高

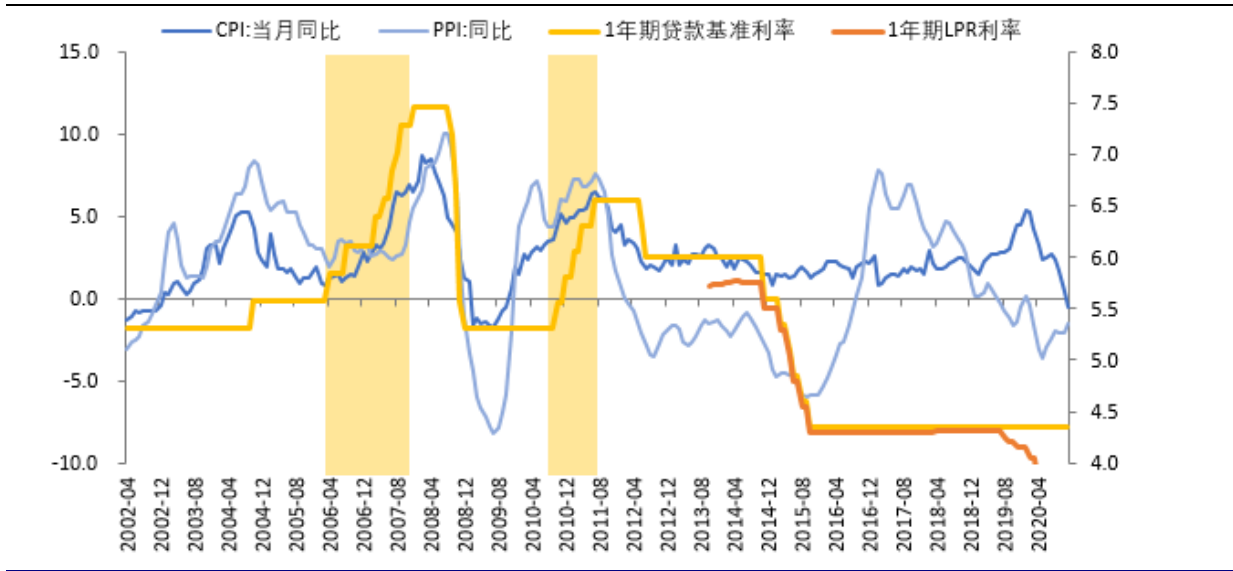
从过去的经验来看，加息周期往往对应国内通胀周期或海外加息周期。

- 1) 如 2017 年对应的是美联储加息周期和国内金融去杠杆下的国内加息周期的重合。一方面，如前所述，在双支柱框架下宏观审慎政策成为防范金融风险的主要手段，央行收紧货币政策倒逼去杠杆的必要性下降。另一方面，从当前美国经济基本面来看，目前还看不到美联储加息的基础。

2) 2006 年和 2010 年，都对经济过热带来的通胀周期，CPI 和 PPI 同时快速上行并超出 3% 的阈值。而通胀也并非主要矛盾，根据我们的测算，未来在国内顺周期部门的修复、全球经济复苏节奏加快、以及疫苗增强经济修复动能下，需求端有望回升，CPI 明年 1 月份低点后或将逐步回升，PPI 回升周期也有望延续。但受制于国内政策收敛以及居民收入增长偏弱下总需求恢复偏慢的影响，叠加明年猪周期下行阶段的压制，明年 CPI 大概率进入温和再通胀趋势，且 PPI 在年中达到高点后也面临回落压力，CPI 与 PPI 并不会触及货币政策转向的阈值。

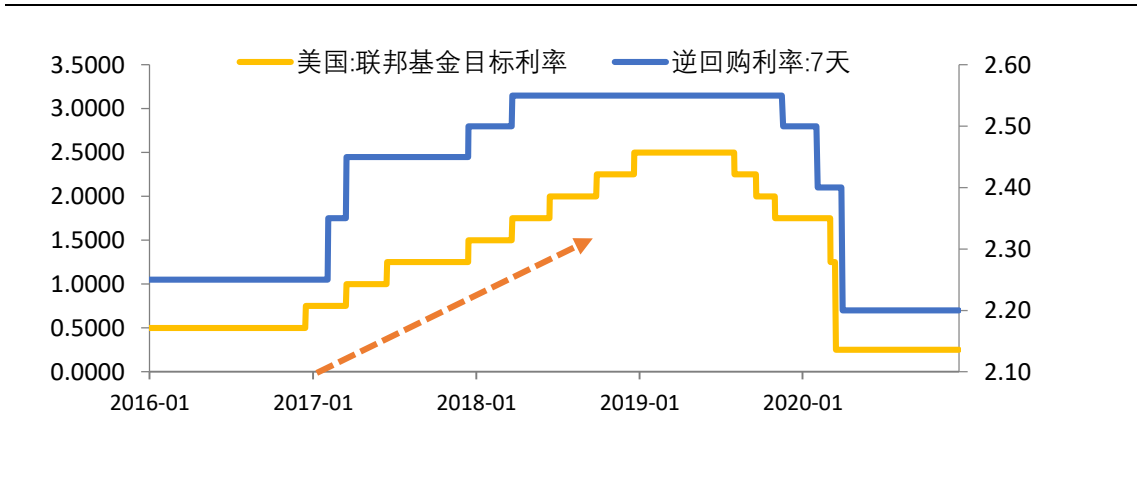
因此当前来看，货币政策并不满足加息的条件，叠加当前经济基本面并未恢复至疫情之前，实体降成本目标下仍需保持 LPR 利率的稳定，“不缺不溢”仍将继续成为货币政策的主要关键词，逆回购操作将进一步常态化，熨平资金面短期波动的同时也保持相机抉择，仍需在明年经济修复节奏、宏观杠杆率、房价、信用收缩节奏等因素下进行动态调整。

图 39：加息周期往往对应国内通胀周期（%）



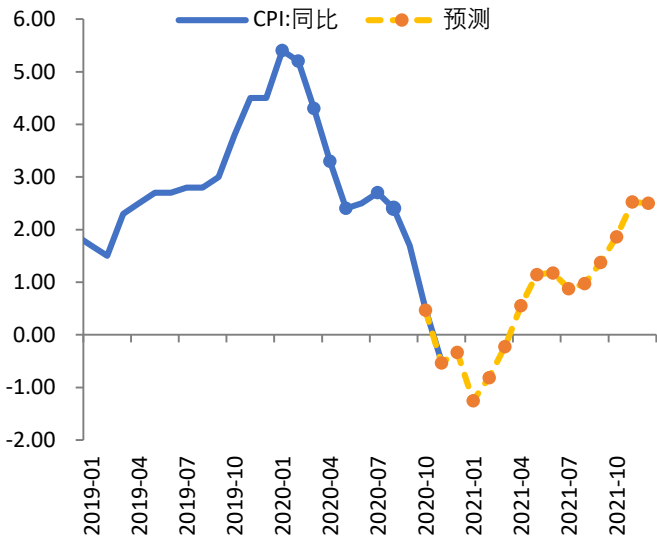
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 40：央行加息周期往往对应海外加息周期（%）



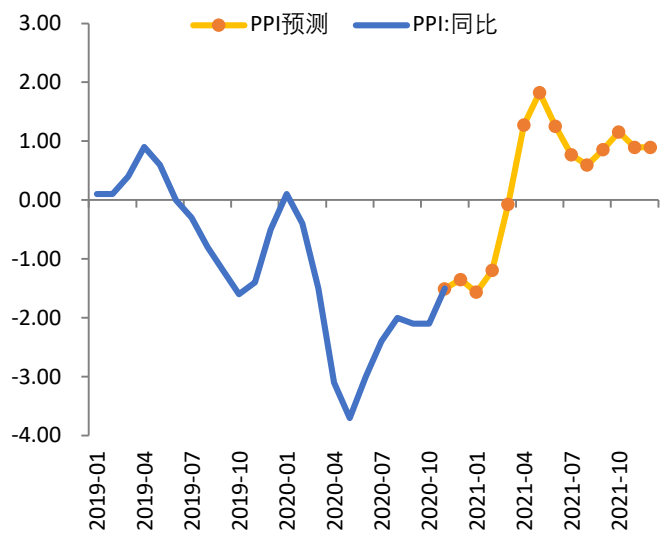
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 41: 明年 CPI 进入温和再通胀 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 42: PPI 至明年年中维持上行趋势 (%)

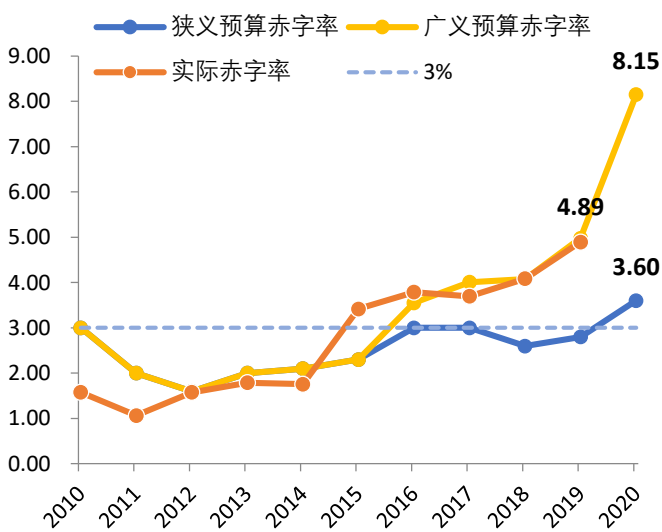


资料来源: Wind, 金信期货研究院

3.3 2021 年财政政策重回平衡框架

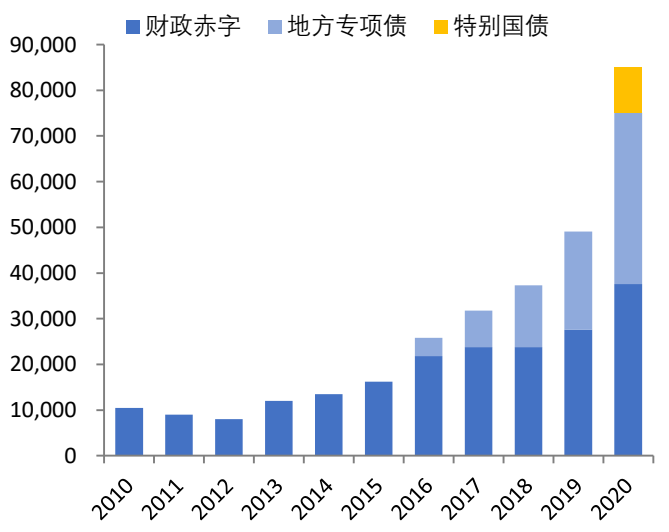
2020 年疫情应对下, 财政政策积极发力, 赤字率首次提升至 3.6% 以上, 突破了 3% 的赤字红线, 财政赤字预算 3.76 万亿, 另安排 1 万亿特别国债, 3.75 万亿地方专项债, 广义预算赤字率高达 8% 以上。

图 43: 2020 年疫情应对下, 财政政策积极发力 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 44: 广义财政扩张加快 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

而随着经济增长转向顺周期部门，逆周期力量逐渐退出，财政也将重新回到平衡框架，明年政府信用扩张大概率将放缓：

- ◆ 赤字率依然是政府的显性约束，财政赤字率大概率从 3.6% 向 3.0% 回归
- ◆ 特别国债发行规模大概率取消
- ◆ 地方政府专项债新增额度收敛至 3-3.2 万亿

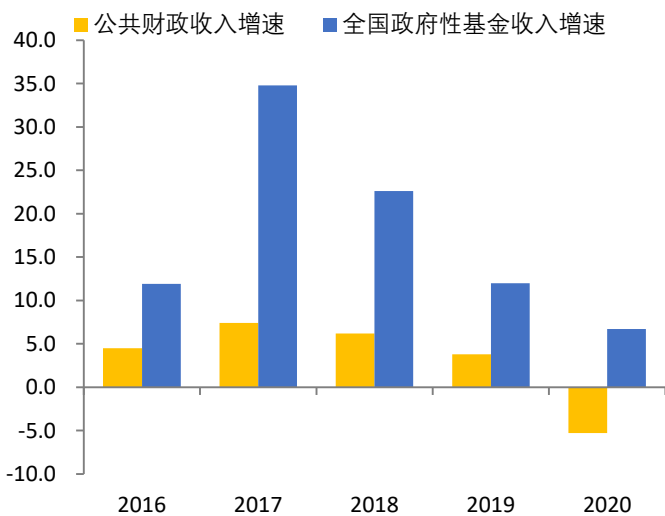
首先，经济复苏下周期性财政赤字明显收缩，规模性财政刺激必要性下降。2020 年，受经济下滑影响，税收收入和土地出让收入被动下滑，财政赤字补缺口压力增大，带来周期性财政赤字的被动扩张。根据测算，即使财政支出保持不变，今年由于收入下滑带来的周期性被动财政赤字扩张也超出了 2 个百分点。而随着经济的逐渐修复，明年经济增长和税收收入的回升下，周期性财政赤字将明显压缩，大规模的财政刺激的必要性下降。

其次，考虑债务风险和财政的可持续性，专项债新增规模大概率收缩。一方面，今年政府杠杆率大幅攀升，增加了债务风险。另一方面，由于专项债的还本付息主要来自项目收益，因此对于项目收益的要求较高，而当收入不足时，政府性基金收入将成为偿还专项债的劣后补偿，所以其收入规模将制约专项债限额的增长。2019 年来，专项债新增额度快速增长，地方政府专项债务余额也相应增长，但土地出让收入走弱下地方政府性基金收入增长放缓，两者裂口持续扩大，还款压力的加大制约了未来专项债发行的空间。

此外，从支出的角度来看，今年政府工作的优先级是防疫、就业与脱贫，因此一般公共财政支出向社会保障和就业、卫生健康等领域倾斜，而对基建领域的支持力度下降。随着疫情的消退和调查失业率回到 5.5% 以下，防疫、扶贫、就业与社保等支出将相应压缩，支出端压力也有所减轻。

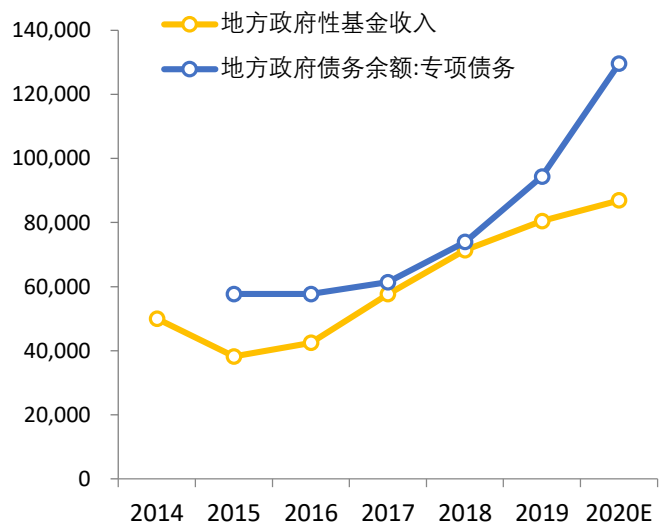
但财政收敛并不代表紧财政，如前所述，由于经济修复下税基扩大带来财政的增收效应，周期性财政赤字将明显收缩，因此财政支出仍然得到相应保障，隐含的财政刺激仍有望保持积极基调。

图 45：财政收入下滑下周期性赤字被动扩张 (%)



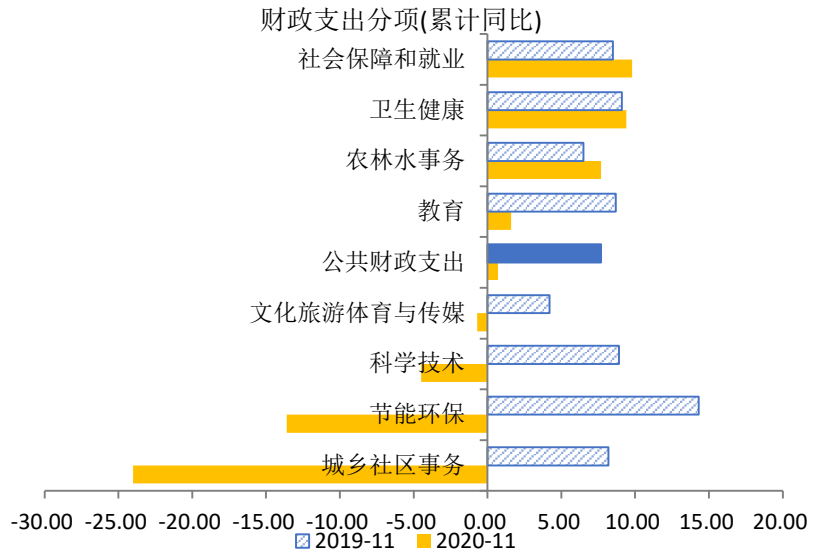
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 46：政府性基金收入制约专项债限额增长 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 47：财政支出侧重社会保障和就业、卫生健康等领域（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

3.4 信用扩张拐点确认

考虑到明年政府信用扩张放缓、政策收敛下金融条件弱化、商业银行资本金约束等影响，2021 年社融增速或收敛至 11%-12% 区间，关注明年尤其是二季度信用收缩的节奏。11 月社融增速如期回落，印证社融拐点的出现，但信贷增长整体不弱，结构向好，依然维持年内社融增速缓步回落的判断。

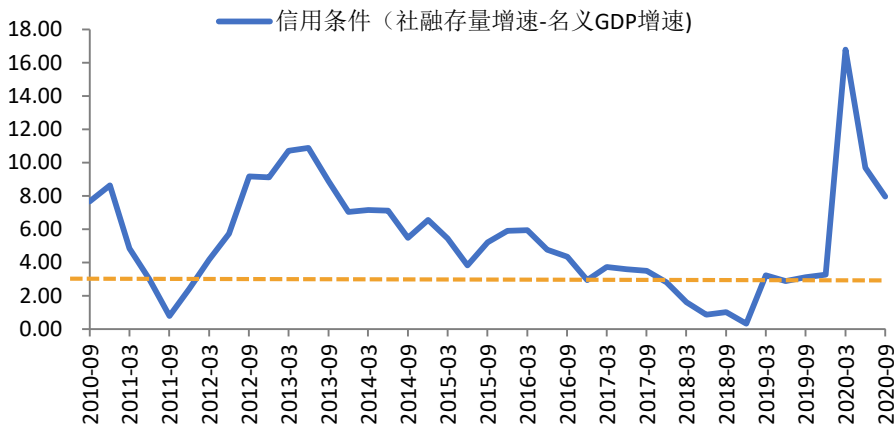
从政策角度看明年社融：如何理解“反映潜在产出的名义国内生产总值增速”？

10 月 21 日易纲行长在 2020 年金融街论坛上提出，“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”。这句话在一定程度上给予了市场预测明年社融增速的锚。

什么是“反映潜在产出的名义国内生产总值增速”？按照定义应为潜在名义 GDP 增速，是实际 GDP 的潜在水平+当年通胀水平。人民银行 2019 年一季度货币政策执行报告指出，“初步估算，我国潜在经济增速近十年来有所下行，当前经济实际增速与潜在增速相近，产出缺口接近为零，实体经济供需基本平衡，失业率、通胀水平总体保持稳定”。即潜在产出增速应在 6%-6.5% 附近波动，反映潜在产出的名义国内生产总值增速”大约在 8%-9% 附近。

如何匹配？社融=GDP+加点，“名义 GDP 加点”的匹配准则下，合理的货币供应量理论上应满足实际增长、通胀补偿和货币深化速度。2019 年“社融存量增速-名义 GDP 增速”在 3% 左右，四个季度分别为 3.2%、3.0%、2.7%、2.9%。按照“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”这个原则，以 2019 年高于名义增长 3 个点作为一个参照，社融存量增速在 11-12% 是合理情形。

图 48：信用条件 (%)



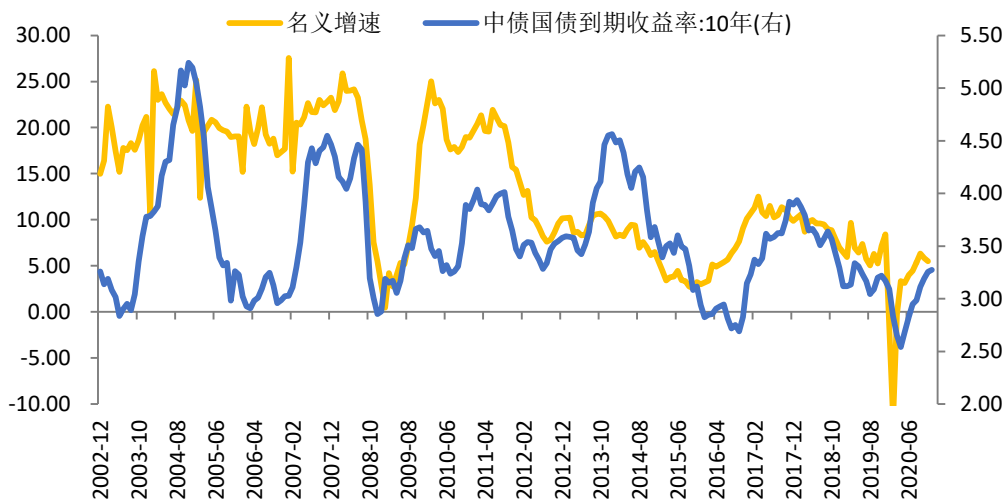
资料来源： Wind，金信期货研究院

四、 债市展望： 逆风未消， 拐点可期

4.1 经济修复方向不改和货币政策中性决定债市逆风未消

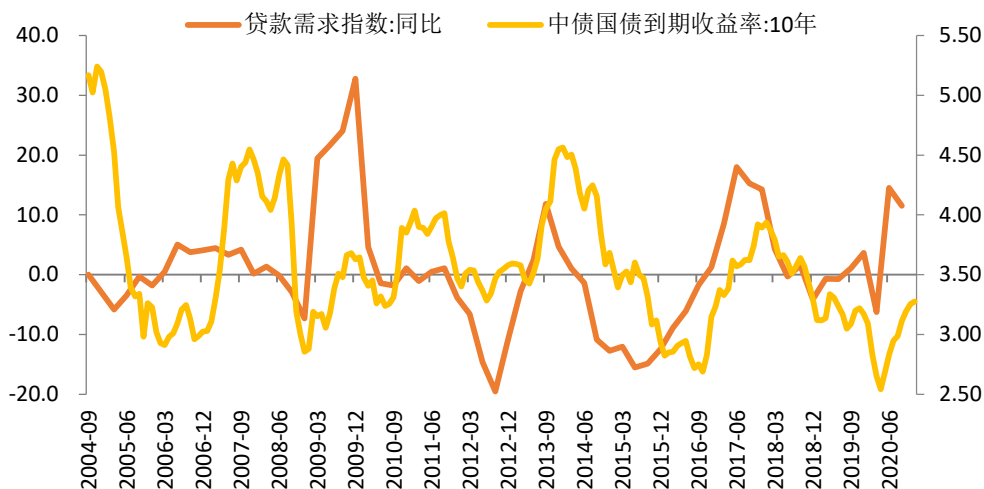
长端收益率受中长期资本回报率、即名义 GDP 增速因素的影响，经济增速决定利率的方向，经济基本面修复和货币政策常态化回归是本轮债市调整的核心。当前经济仍然维持修复的方向，GDP 在基数效应下明年一季度料将达到最高点，信贷需求仍然保持较高区间，信用扩张初现拐点，但从历史经验来看，债市往往在社融收缩的中后期才会迎来较大的转机，社融的快速回落仍需要融资条件的进一步收缩，叠加政策退出方向下货币政策易紧难松，经济增速上行下长端利率上行趋势未改。

图 49：经济基本面继续向潜在增速回归决定债市逆风仍未结束 (%)



资料来源： Wind，金信期货研究院

图 50: 信贷需求的变化领先于债市的拐点 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

4.2 市场充分预期下利率继续上行空间有限，债市拐点可期

但今年 5 月份利率快速上行,对经济基本面修复以及货币政策收敛已有相对充分的定价,从 8 月份以来长端利率上行幅度逐轮收窄,未来利率继续上行空间相对有限。2021 年经济增速前高后低和社融顶点显现后信用收缩风险下,债市或迎转机机会。

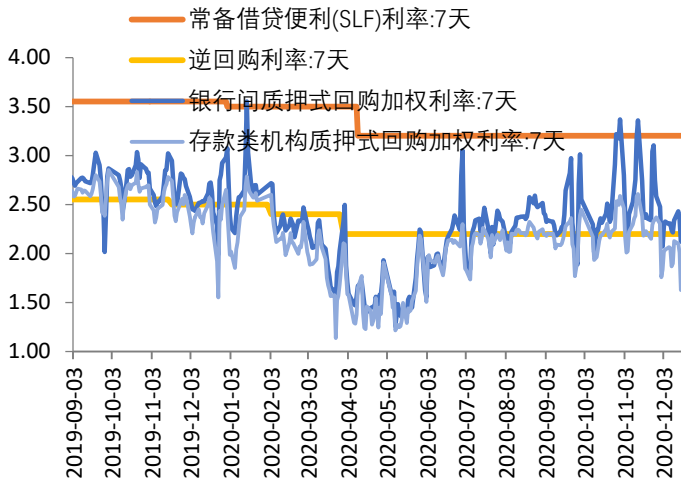
一方面,经济修复从逆周期向顺周期部门转换,经济结构变化影响债市融资需求,尽管明年一季度 GDP 或呈现两位数的高增长,但主要是受到了低基数的影响,环比增速更值得关注,且今年下半年以来政策逐步收敛,货币政策率先完成向常态化的回归,金融条件收敛,房地产调控政策加码,逆周期调节力度明显收敛下经济修复节奏放缓,且地产和基建投资增速的放缓对债市融资需求的影响更大。

另一方面,货币政策收敛预期已有较为充分的定价,以等价投放 100 亿逆回购为信号开启的货币政策常态化回归下,DR007 回到政策利率附近波动,IRS 与政策利率的利差回到 19 年以来的新高,反映市场对货币政策和流动性收敛预期较为充分。

且在央行双支柱政策框架下货币政策收紧压力弱化。不同于往轮熊市后期货币政策超预期收紧以倒逼去杠杆,在央行深化宏观审慎与双支柱框架的背景下,明年政策稳杠杆取向向下货币政策收紧压力弱化,债市末端调整也相应趋于弱化。

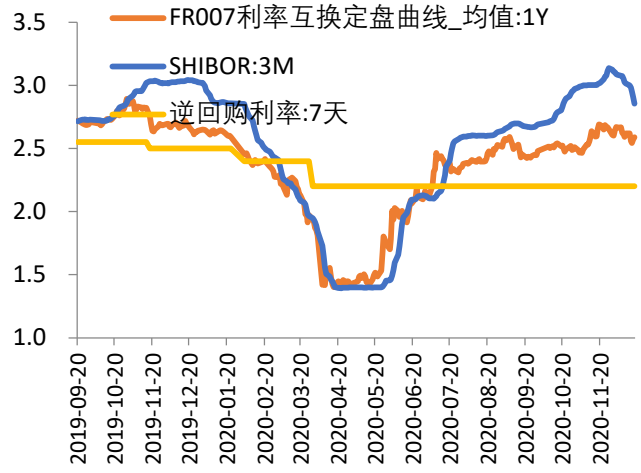
此外,2021 年利率债供给压力趋于缓和下债市供求状况改善。今年广义财政发力下政府债券发行规模放量,尤其是三季度利率债供给压力增加以及银行缺乏中长期负债下导致需求端的承接不足,供求矛盾放大债市调整幅度,而随着明年广义财政收敛的方向,利率债供给压力有所缓和,债市供求状况有望得到改善。

图 51: DR007 回到政策利率附近波动 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 52: 市场流动性收敛预期较为充分 (%)



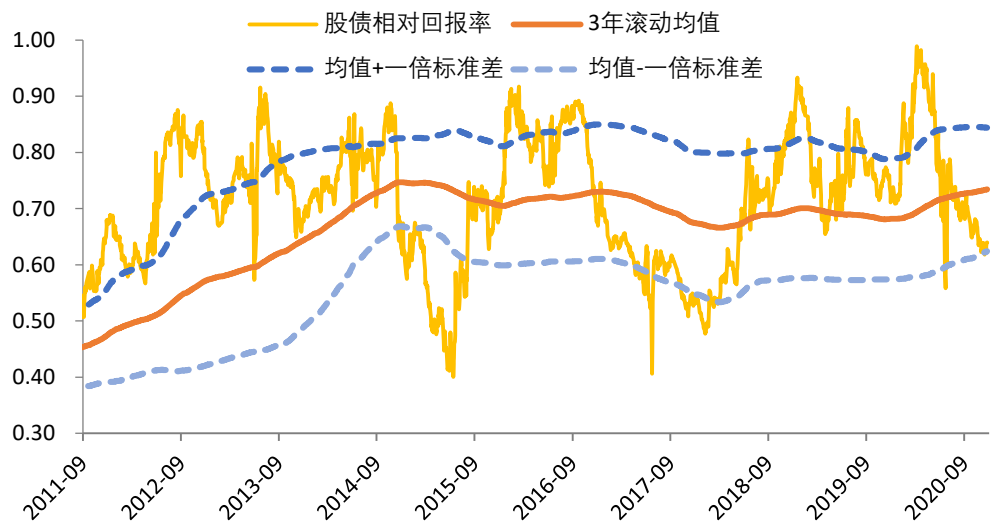
资料来源: Wind, 金信期货研究院

4.3 债券性价比抬升下配置价值显现

当前利率债相比股票性价比明显抬升。从“沪深 300 股息率/10 年期国债收益率”来看，当前股债性价比位于其均值-一倍标准差位置，处于区间内低点水平，反映当前利率债性价比明显抬升，从以往熊牛拐点经验来看，债市性价比抬升也是熊转牛的一大条件，股债性价比低点通常对应后续经济走弱、央行放松，并对应股债强弱切换。

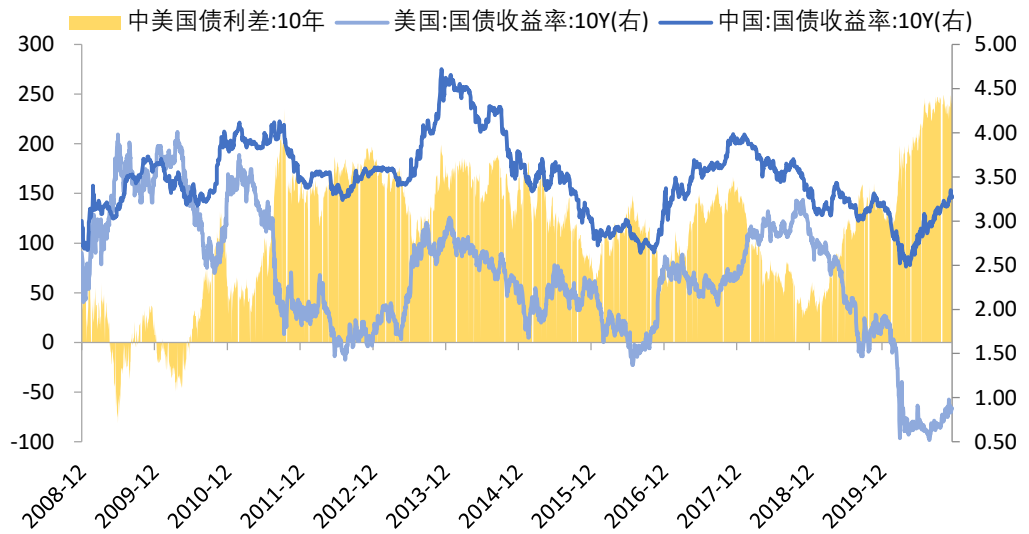
中美利差维持高位，外资流入仍可持续。横向比较来看，大规模的货币和财政的双宽下，今年美债收益率长期维持于低位，中美利差上行至 240bp 的高位，全球视角内中国也是为数不多的债券收益率回归去年四季度水平的国家，国内利率水平对外资吸引力较高。

图 53: 利率债性价比提升



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 54: 中美利差位于绝对高位 (bp, %)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

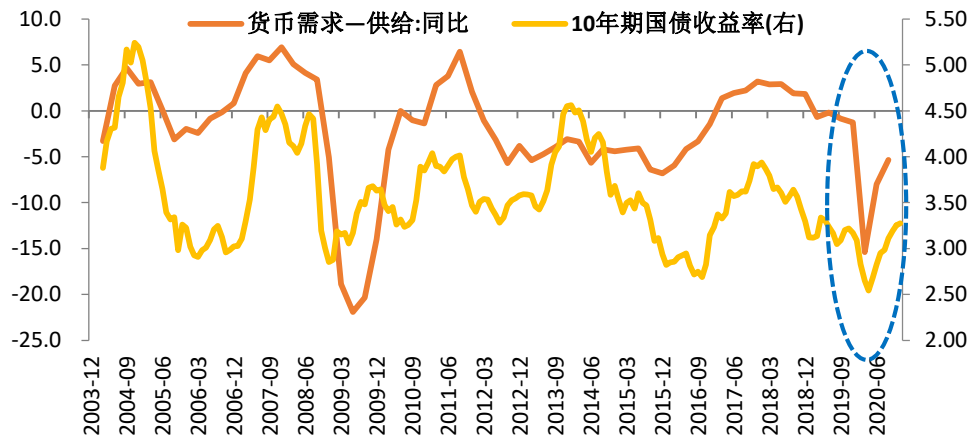
4.4 政策相机抉择熨平经济周期，债市波动趋于收敛

从节奏上，明年一季度 GDP 高点的一致预期下当前利率仍处于磨顶状态，关注明年一季度末至二季度信用收缩的节奏，或将带来债市的转机。

从空间上看，我们判断明年长端收益率保持 3.0%-3.4% 的震荡区间。首先，根据经济仍未恢复至常态以及政策利率今年下调 30 多 bp 来看，我们认为去年四季度的利率高点依然是债市重要的锚，3.4% 左右预计为本轮利率上行的高点。从近期债市表现来看，长端收益率在接近利率锚水平后通常迎来一波小幅下行的行情，也反映该利率水平仍然是重要的参考锚。

其次，我们判断十年期国债 3.0% 可能是明年利率的低点，作为重要的中长期负债之一，同业存单将 2.95% 的 MLF 作为利率中枢，9 月初以来 1 年期同业存单发行利率保持在 3.0% 以上运行，仍将制约长端收益率的下行空间。

图 55：货币供需仍未恢复至疫情前水平（%）



资料来源： Wind，金信期货研究院

五、风险提示

再通胀超预期，海外经济恢复超预期，货币政策收紧超预期

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。