

固定收益研究/年度策略

2020年11月15日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 SAC No. S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张亮 SAC No. S0570518110005
研究员 021-28972035
zhangliang014597@htsc.com

王菡婷 SAC No. S0570520020001
研究员 021-38476079
wangwanting014808@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：票息为盾，精选为矛》2019.11
- 2《固定收益研究：全局着眼，个券着力》2019.11
- 3《固定收益研究：滞胀表象，枕戈待旦》2019.11

在短期逆风中迎接中期转机

2021 年宏观利率展望

2021 年利率债展望：在短期逆风中迎接中期转机

2020 年疫情是主线，经济从休克到修复、货币政策由松转中性、利率债供给是核心因素。2021 年，顺周期力量接棒推动经济修复是主背景，资金面“不缺不溢”，利率供求有所好转，债市在短期逆风中孕育中期转机。社融、经济、通胀数据等指向债市机会尚需等待，而经济见顶回落、信用收缩显现、美国大选后政策及外资力量等可能成为转机触发剂，等待存单“锚”切换到资金“锚”。2021 年债市表现可能重演 2019 年走势，波动空间有限，一季度末到二季度是转机敏感时点，全年十年期国债或在 3%-3.4% 区间运行。

经济增长：顺周期力量接棒

2020 年疫情的休克效应导致世界经济陷入严重衰退，得益于疫情控制效率与逆周期政策有效对冲，中国仍将实现正增长。展望明年，经济继续修复的动能不弱，出口有望维持韧性、消费和制造业存在修复空间，同时逆周期政策也将有序退出，预计财政回归正常化、房地产去金融化一以贯之，经济主线向顺周期力量切换。明年 GDP 同比将在低基数上迎反弹，季调后环比或呈先强后弱态势，伴随经济修复，明年上半年也将进入温和再通胀阶段。而海外疫情发展与财政刺激、国内地产韧性与政策态度将是影响经济演绎路径的重要因素。

货币政策与流动性：“不缺不溢”

从“勇于担当”到“功成身退”，货币政策危机应对模式已结束。展望明年，经济延续修复、通胀温和抬升、人民币汇率升值的状态之下货币政策处于相对舒适区间。双支柱框架的强化使得单靠紧货币政策倒逼去杠杆的压力在降低。后疫时代政策退出是方向，但节奏相机抉择，加息和升准概率都不大，再贷款等逐步退出，降准替换 MLF 是中性政策。存单利率接近顶部，明年一二季度定价逻辑或将切换到回购利率。银行间流动性“不缺不溢”，关注信用分层，实体流动性受制于信用扩张放缓，股市则需关注宏观流动性及解禁压力。

供求分析：边际改善

供给方面，财政政策正常化，预计明年赤字率回归 3.0%，特别国债和地方专项债也可能缩量，预计明年政府债券净供给规模下降至 6.61 万亿，结构上超长期限地方债供给规模将下降。需求方面，大行资产扩张预计仍不弱，中小行有缩表压力；外资对中国债券仍有增持空间；保险机构保费增长将修复，“开门红”对超长利率债有较好需求；理财是最大的不稳定因素，一是面临资管新规整改压力，二是现金管理类理财管理办法出台制约中长期债需求。单纯从供求因素看，整体上明年利率债需求好于信用债。

债市研判：可能重演 2019 年

当前的利率回到 19 年四季度高点，对基本面和货币政策不利变化已经有所反应。从社融增速、经济增长和通胀走势看，转机仍需要时间。但上述利空因素已基本 price in，货币政策不会重演 13、17 年倒逼去杠杆一幕，利率供求有好转，超调风险不大。可能的超预期因素在于：信用收缩程度、通胀水平、中美关系、理财整改进程等。等待市场的定价锚从存单转为资金面，届时曲线可能陡峭化，息差交易回归。明年利率债运行可能接近 2019 年，波动空间较小，我们预计十年期国债向下 3.0%、向上 3.4%，曲线先平后陡。信用面临低利差难题，转债转为平淡，善用衍生品增厚收益。

风险提示：通胀担忧超预期；信用违约风险向流动性风险传导；“拜登交易”超预期。

正文目录

宏观经济：顺周期力量接棒	3
结构：经济增长的驱动力增多	3
2020 年的两个“超预期”	3
房地产去金融化一以贯之	8
顺周期部门将成为主力军	9
行业：沿着物理距离和政策脉络推演	13
政策：财政回归正常化	14
外部：政经环境双改善，但不要期待过高	15
自我修复+疫情防控+财政刺激共同决定美国明年的经济修复速度	15
美国经济的长期增长潜力有望提升	17
拜登政府的对华政策仍旧强硬，但可预见性增强	17
GDP：基数效应下同比大增，更关注季调后环比	19
通胀：疫后温和再通胀	20
货币政策与流动性：“不缺不溢”	23
疫情中的央行：从“勇于担当”到“功成身退”	23
双支柱框架得到进一步深化	24
跨周期及经济修复延续之下的政策目标再平衡	26
退出的方向明确，政策如何选择？	28
2021 年流动性展望	29
银行间流动性：资金面“不缺不溢”	29
实体流动性：政策退潮下提防信用收缩	32
资本市场流动性：关注宏观流动性及解禁压力	33
供求分析：供求矛盾有所改善	35
债券供给：财政扩张放缓，利率债供给缩量	35
投资者行为：利率需求力量或强于信用	36
2021 年利率债展望：转机可期，伺机而动	40
当前估值与位置	40
尚欠火候，但转机可期	41
债市熊转牛拐点仍需等待	41
等待“预期之内”的利空充分释放	44
2021 年有哪些债市熊转牛的触发剂值得关注？	45
等待存单“锚”切换到资金“锚”	45
政策再平衡，类似 2019 年震荡格局再现？	47
节奏与空间判断	47
哪些因素可能超预期？	49
操作建议：伺机而动	50
风险提示	52

宏观经济：顺周期力量接棒

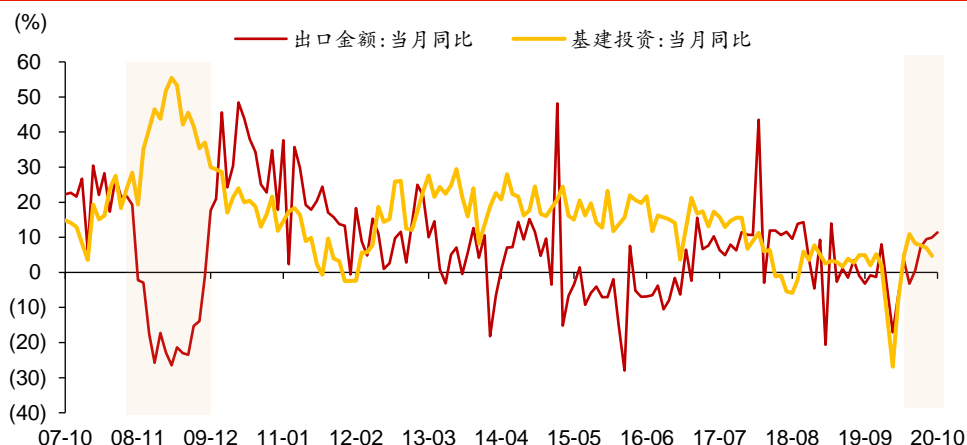
2020 年，世界经济经历了百年一遇的严重衰退，各国纷纷采取措施利用逆周期的力量，以政策的确定性抵御疫情和经济的不确定性。从疫情控制情况和社融增速等判断，中国经济渐进修复、再通胀大概率继续推进，顺周期的消费和制造业仍有修复空间。经济进一步修复的动能不弱，叠加低基数效应，经济也将从低谷向原本的周期趋势回归。从监管机构与政策角度看，更多的政策（尤其是财政）将在明年回归正常化、常态化。经济修复速度也更多依赖消费、出口和制造业投资等顺周期动能而非逆周期政策。所以，我们认为 2021 的经济主线是经济和政策都从逆周期向顺周期力量转化。

结构：经济增长的驱动力增多

2020 年的两个“超预期”

对了经济修复的方向，错了修复的结构。2020 年新冠疫情全球肆虐，各国防疫封城措施给经济按下暂停键，IMF 预测今年全球 GDP 同比下降 4.4%（10 月预测值），为近四十年统计以来的首次负增长。而为对冲疫情影响，财政扩张史无前例，预算赤字率突破 3%、发行抗疫特别国债。相应地，类似于 2008-09 年“出口低迷、基建扩张”的组合也自然成为社会各界一致预期。然而现实恰相反，二季度净出口对 GDP 已是正向拉动、三季度出口增速已超越疫情之前，但基建投资却迟迟乏力，三季度甚至被制造业投资追赶。整体上，经济如期渐进修复，但基建弱、出口强的结构与预期相去甚远。

图表1：疫情时期“出口强劲、基建乏力”的组合与金融危机时期完全相反



资料来源：Wind，华泰证券研究所

全球经济衰退背景下，我国出口逆势上涨，下半年增速甚至好于疫情之前。究其原因，欧美财政刺激维护了居民消费能力，我国疫情控制和政策聚焦保全了企业供给能力，而疫情相当于一次“供给侧出清”，削弱了全球其他区域的供给能力。国内外供需错位推动我国出口逆势上扬，全球供给中心的地位至少在短期得到了进一步强化。

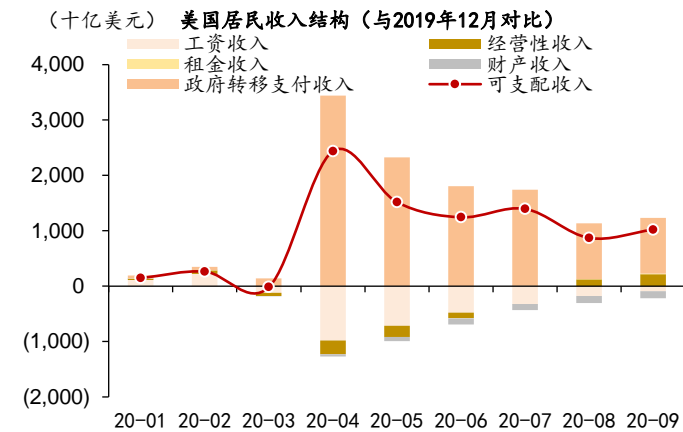
具体而言：

第一，疫情爆发导致抗疫物资、居家办公等需求激增，口罩和医疗器械等产品出口加速上扬，此外，电子产品出口因居家隔离需求亦有亮眼表现。

第二，欧美大规模财政刺激支撑了消费能力，外需对我国出口的拖累快速缩窄。如美国在疫情后对居民部门进行了大额财政转移支付，包括直接的现金支票和额外失业保险等，转移支付金额甚至高于居民工资收入的下降幅度，对维持居民消费能力稳定起到了重要作用。

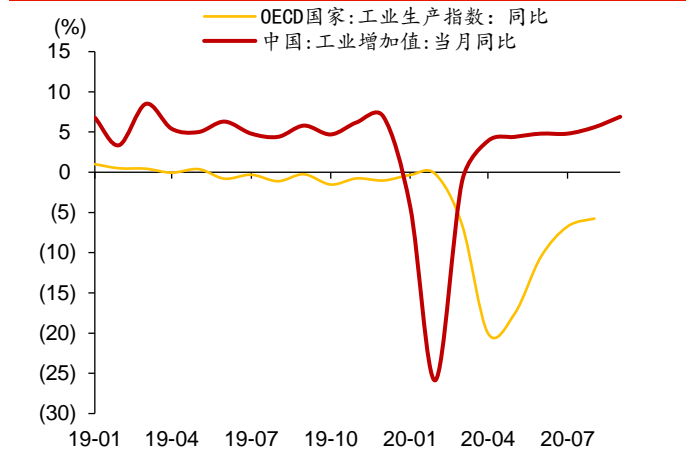
第三，中国供应链修复和响应远快于全球平均水平（尤其是好于其他的新兴市场国家），拉动我国替代性出口大幅增长，体现为海外疫情爆发后我国商品在主要贸易伙伴进口金额的占比大幅提升。

图表2: 美国财政转移支付支撑居民收入增长



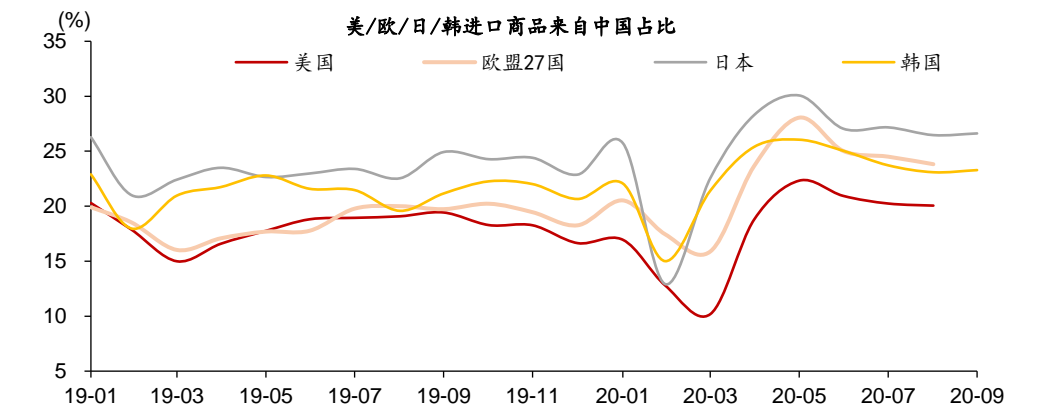
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 供给能力错位



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

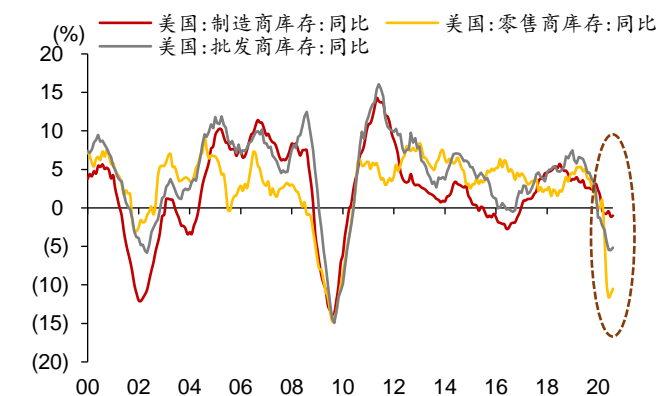
图表4: 我国出口份额在疫情后大幅提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

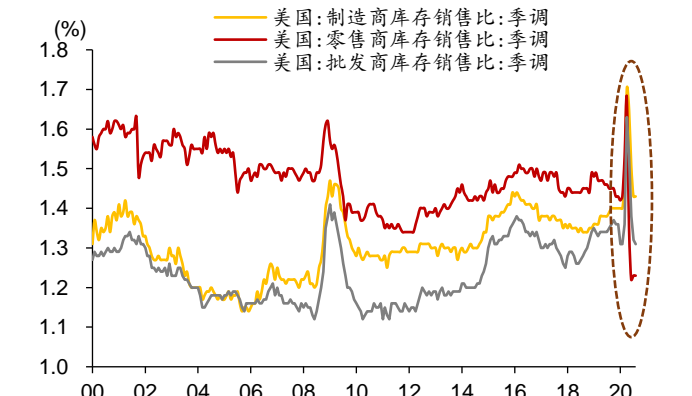
后续来看, 海外补库存需求或支撑明年我国出口。疫情冲击之后, 发达经济体需求修复快于供给, 使得产能缺口不断扩大, 尽管从我国增加了进口份额, 但是仍然难以阻止库存下降。库存销售比也经历了疫情初期销售停滞带来的攀升以及后续经济修复阶段的快速下滑。从制造商、批发商和零售商三大层次的库存增速来看, 当前均出现一定的筑底和拐点迹象, 意味着后续美国补库存动力较强, 从而支撑明年我国出口维持高位。结构方面, 零售商库存增速下降幅度最大, 而制造业库存下滑幅度相对温和, 但也接近 10 年来的最低水平。

图表5: 疫情以来美国库存增速大幅降低



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

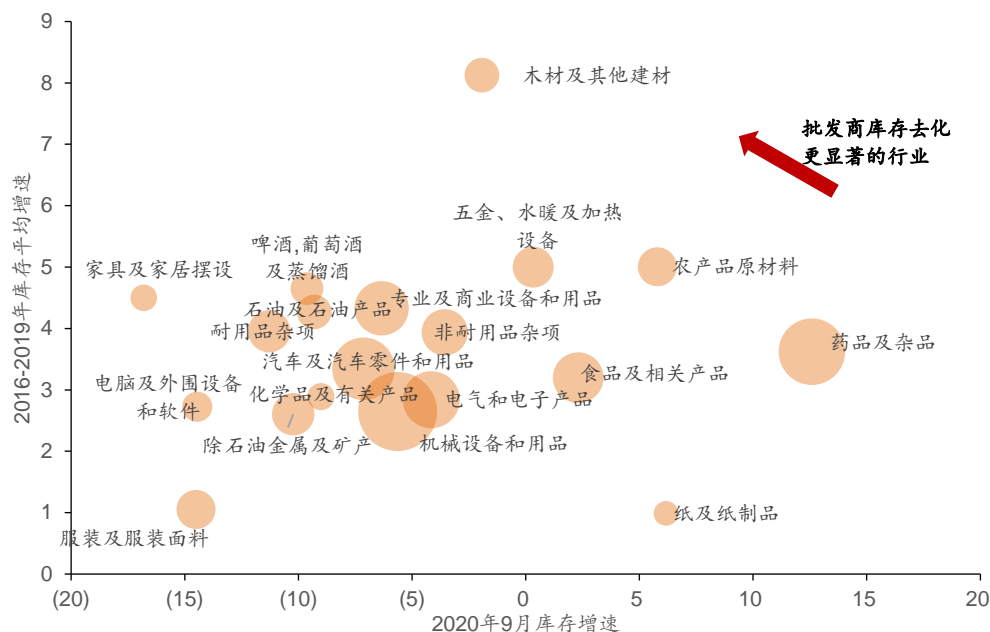
图表6: 疫情以来美国库存销售比攀升后快速下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

海外批发商、零售商补库存对应我国消费品出口。批发商、零售商的库存增速下降程度超过制造商库存增速下降程度，反映进口商品的库存下降幅度超过本土制造商品，从而拉低了总的批发零售库存水平。后续来看，海外即将迎来圣诞节元旦假期，消费品需求旺盛，批发零售库存尤其是进口商品的批发零售库存去化较为完全，后续进口商品的强烈补库存需求使得我国消费品出口仍有进一步上涨动力。结构上看，家具及家居物品、木材及其他建材、电脑及外围设备和软件等耐用品的补库存需求强于食品、药品等非耐用品。

图表7：美国分行业批发商库存增速对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

海外制造业补库存对应着我国原材料等中间品出口。从美国制造业库存和制造业新增订单的相关关系看出，库存筑底而需求（新订单）反弹成为补库存的起点。当前正对应库存去化且新订单恢复的时点，后续来看，美国制造业存在一定的主动补库存意愿。但疫情后美国制造业库存增速下降幅度较为有限，且库存销售比仍高于疫情前，说明美国本土制造业的库存筑底仍需观察。且疫情冲击下经济不确定性增加、产能受到被迫压制或仍是企业补库存的阻碍因素。

图表8：当前美国制造业库存去化且新订单恢复

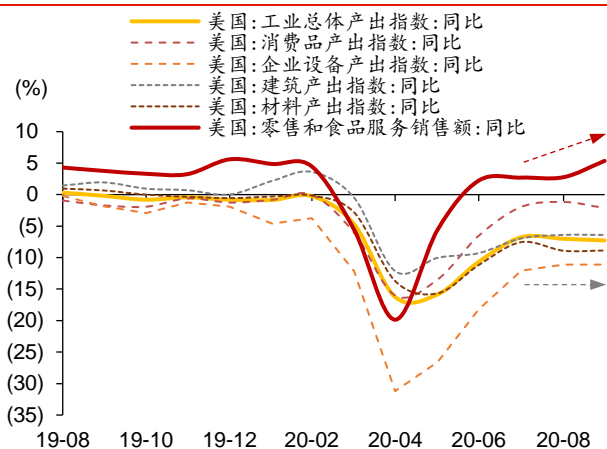


资料来源：Wind，华泰证券研究所

因此,美国批发商和零售商有较强烈的针对进口商品的补库存需求,支撑我国消费品出口;而制造业已处于库存去化尾部阶段,对我国中间品进口或逐渐增强。美国补库存周期下我国出口不存在大幅降低的基础。

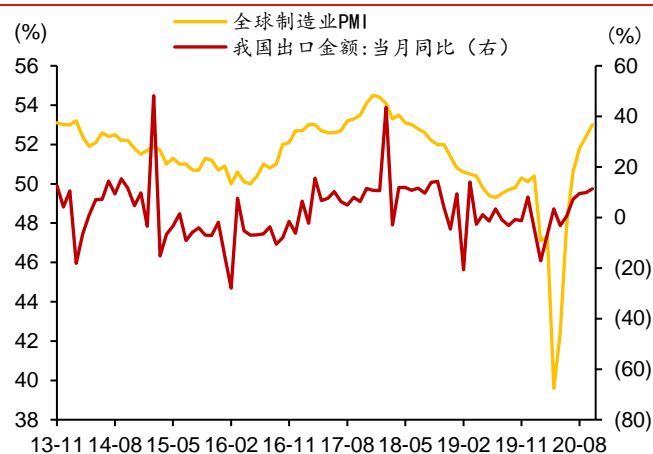
进一步地,根据全球经济及供求恢复的情况判断,我们认为中国后续进出口存在三个阶段:
第一阶段:供求错位阶段。今年至明年上半年,全球供求错位的局面或在一定程度上延续。需求层面,明年外围经济复苏是大概率事件,IMF 预测明年全球 GDP 增长 5.2% (10 月预测值)。欧美财政刺激也将支撑外需恢复,拜登当选总统,美国有望通过新一轮的财政刺激法案(尽管其规模或取决于是否形成分裂国会),欧洲复苏基金也将于明年正式投放资金。供给层面,疫情仍有不确定性,生产受扰动较大,我国替代性出口优势有随着外部产能恢复而逐渐削弱的风险,但基于新兴市场国家疫苗覆盖率受限等因素,明年上半年我国出口份额仍有望好于疫情之前。

图表9: 美国消费持续修复而工业生产修复略停滞



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 全球制造业景气度回升拉动我国出口增长



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

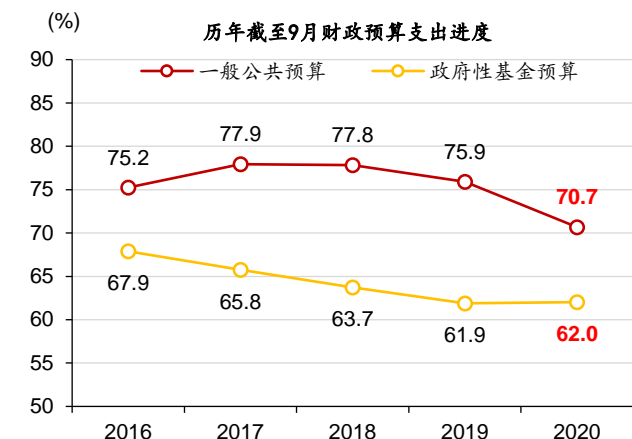
第二阶段:供求逐步恢复阶段。根据新冠疫苗研发进展,部分有效疫苗投入大规模使用可能尚需等到明年二季度,新兴市场国家批量投入使用的时间可能相对更长。因此,明年下半年后,伴随疫苗投入使用、疫情逐渐得到控制的过程,全球供给修复有望加快,从而使得供求错位的局面快速缓和,我国出口增速可能于高位回落,但大幅下降的概率仍然较低。

第三阶段:供给替代阶段。随着群体免疫在全球范围内得到建立,疫情在全球范围内得到控制,全球经济运行恢复至常态,则后疫情时代逆全球化进度可能加快,使得我国面临产业链转移和出口份额流失的压力,从而在长期影响我国的贸易局面。

预计明年出口韧性仍强、进口改善,贸易差额或略高于今年。我们对明年出口保持相对乐观预期,上半年重点仍是海外补库存和需求恢复、下半年逐渐切换至供给恢复逻辑。预计明年出口增速在 12.3% 左右(预计 2020 年为 2.5%),并呈现前高后低走势。海外产能恢复与国内消费增长推动进口改善,预计明年进口增速恢复至 17.3%(预计 2020 年为 -1.6%)。综合预计明年贸易差额为 5168 亿美元,较今年(预计为 4781 亿美元)有所扩大。

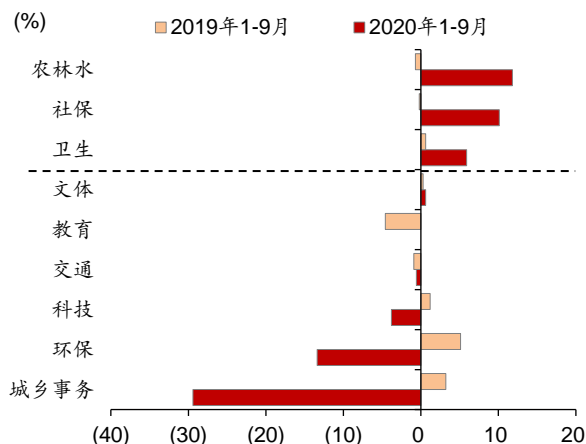
与出口相对应的是,基建不及预期。今年基建投资有两个特征:一是全年增速总体不高,显著弱于同期地产投资、远不及过去几轮稳增长压力下的基建扩张速度;二是下半年投资增速持续放缓,反弹预期迟迟未能兑现。事后看,基建乏力背后有诸多因素,包括财政支出进度慢、一般公共预算对基建支持力度下降,专项债用作资本金的比例并不高、棚改债解禁与补充银行资本金导致额度分流,还存在洪涝灾害等非经济因素的扰动。但其实背后是优质项目不足、专项债制度待完善、政府任务重心转变等,地方事权财权不匹配、激励机制待重建更是根源。

图表11：今年财政支出进度慢于历史同期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：今年一般公共预算重点支持防疫、就业与脱贫



注：数值为财政支出各分项累计同比扣除同期合计支出累计同比，体现相对快慢

资料来源：Wind，华泰证券研究所

具体而言：

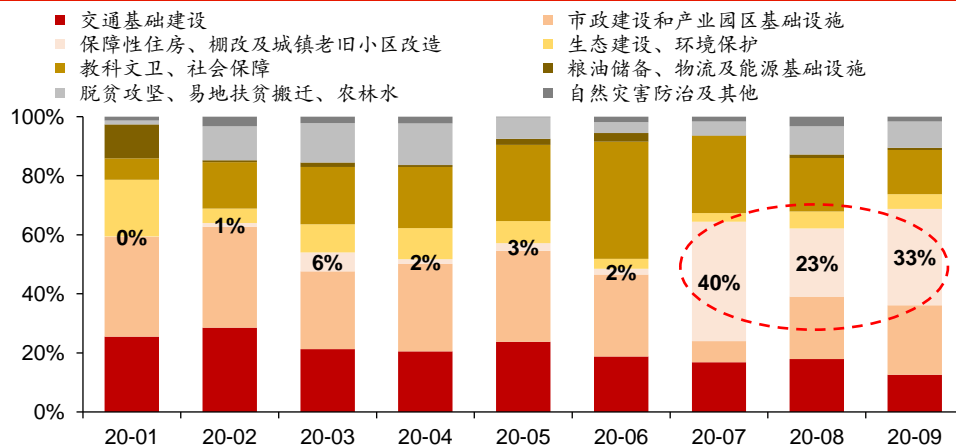
第一，今年看似赤字率有提升，但财政收入下滑后补缺口压力大，而政府工作任务优先级是防疫、就业与脱贫，决定财政支出的侧重。今年一般公共预算与专项债投向都有朝科教文卫、社会保障、脱贫攻坚等领域倾斜。

第二，优质项目不足的前提下，专项债投向分流、压减基建类份额。年中专项债政策调整，恢复棚改债发行并分出 2000 亿元用于补充中小银行资本金，表面是为避免棚改存量项目烂尾以及化解中小银行风险，本质上是真正符合专项债发行条件的基建项目难觅。

第三，专项债制度不完善导致金融机构介入时存在顾虑，用作资本金使用比例低。今年前三季度专项债用作资本金的比例不足 10%。专项债申报方案中收益多有虚增，能用于偿还市场融资的收入较少，而后者并无政府兜底，受偿顺序也无明确的政策规定，影响金融机构介入意愿，缺少回报率高的项目还是根本。

第四，稳增长与防风险重心再平衡，外需好转后对基建托底诉求降低。年中政治局会议表示经济好于预期、提出稳增长和防风险长期均衡，专项债管理使用趋于谨慎，项目新开工节奏放缓。而 5-6 月份之后，外需强劲增长，导致对基建托底的压力大为降低。

图表13：专项债投向分布情况



资料来源：财政部，华泰证券研究所

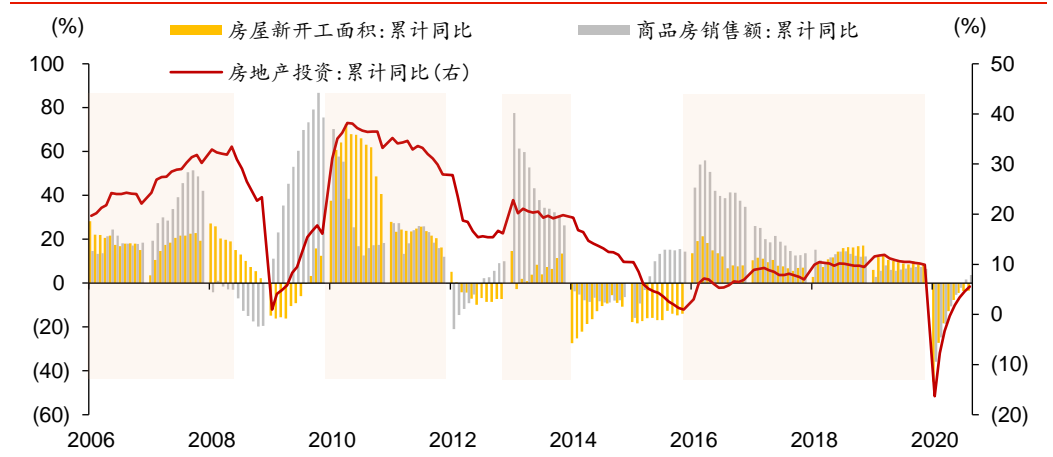
根源上，地方事权财权不匹配、激励机制待重建。自 2018 年以来，基建疲态与政策诉求持续背离，强基建久盼而未至。一方面是地方财权与事权不匹配没有从根本上解决。08-09 年、12-13 年强基建的背后是城投债务，15-16 年是借政府购买服务等手段变相融资，历次基建扩张都离不开政府隐性债务膨胀。近年来严肃财政纪律、强调政府债务风险底线，表外财政表内化，虽然开正门创设专项债，但要求严苛、规模与当年隐性债务仍相去甚远，因此基建增速难以回到过去的高度。另一方面，十九大以来中央更重视高质量发展，各省市逐步取消 GDP 考核目标、强化风险意识，这可能导致地方惰政现象。

预计明年基建投资表现温和。其一，明年全球疫情、经济与政治环境有望好转，GDP 将在低基数上实现“反弹”，政策天平预计更倾向于防风险、调结构，广义财政收敛并降低对基建投资支持。其二，前述弱基建的根源因素预计不会有较大变化。其三，今年新开工项目仍会继续推进、明年十四五规划开局亦有新项目补充，因此也不会有断崖式下行风险。此外，经验上五年规划的首年不足以带来基建乐观预期（06 年/11 年/16 年基建投资增速均较前一年放缓）。我们预计明年基建（含电力）增速在 5% 左右（预计 2020 年约 4%）。

房地产去金融化一以贯之

本轮地产强周期自 2016 年延续至今。16 年受益于货币化棚改去库存，销售回款大大充盈房企的在手现金，库存消化也提振了房企拿地与开工意愿，房地产迎来景气周期。但与之相伴的房价大涨有悖于“房住不炒”，17 年以来地产调控频频收紧，市场对地产预期偏悲观。事实上，18 年至今地产韧性持续较强，背后是经济下行、货币宽松，而房地产对流动性非常敏感。在实体回报率低与流动性充裕的环境下，投资房地产仍是优选策略，因此即便近年来屡受政策打压，楼市销售额依然维持正增长，进而房企保持新开工强度不减。

图表14：本轮地产强周期自 2016 年延续至今（剔除疫情期间干扰）

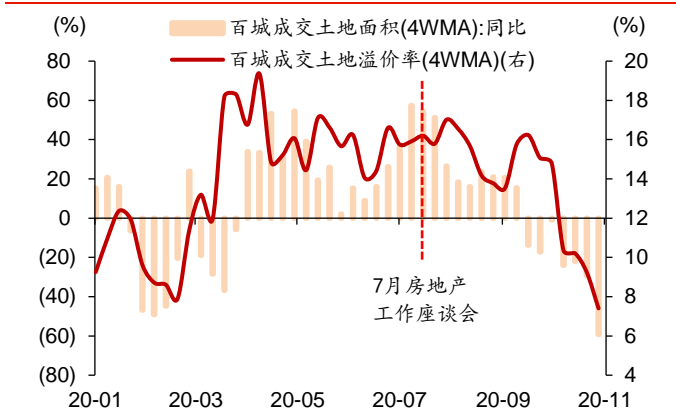


资料来源：Wind，华泰证券研究所

近期房地产去金融化步伐加快。今年疫情倒逼货币政策宽松，再次无意点燃房地产市场，房屋销售显著强于消费，地产投资成为今年表现最好的需求变量，但这也加速了地产金融政策出台节奏。一是房企融资“三道红线”规则浮出水面，相较于此前监管从渠道端限制资金流入地产，这次是从房地产企业自身出发，直接限制有息债务增长，影响更加直接。二是房地产金融宏观审慎管理完善趋严，央行提及逐步实施房地产贷款集中度、居民债务收入比、房地产贷款风险权重等政策工具，这将约束居民加杠杆，对地产销售有较大影响。这两道政策相当于从融资与销售两端全面控制流入地产领域的金融资源，意义深远。

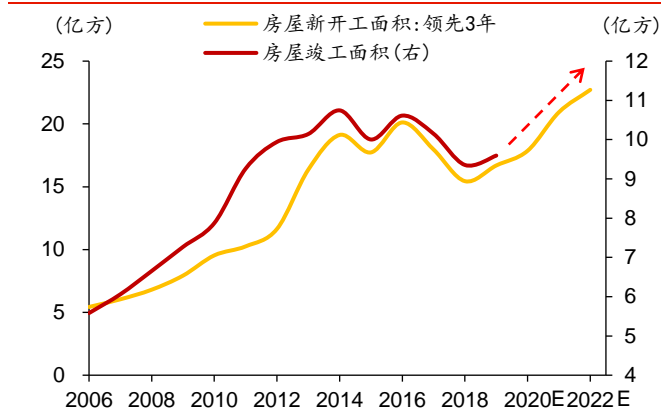
短期房地产行业或迎来新一轮洗牌，未来格局趋于固化，弯道超车难度加大。随着“三道红线”规则落地，房地产金融红利的时代成为过去，以融资驱动的外生增长模式难以为继，规模与金融资源无法再划等号。负债率低、存货周转能力强的企业有望保持良性发展，而触及红线的企业，短期面临着降杠杆的难题，加快销售回款、引入战略投资者、剥离不良资产或是可选项，预计并购重组可能涌现，房地产行业可能在未来 3-5 年加速洗牌。而“三道红线”基本堵住了房企在短期依靠杠杆扩张规模的发展路径，未来行业格局或趋于固化。

图表15: 政策收紧后, 房企拿地持续放缓



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 明年地产竣工潮值得期待



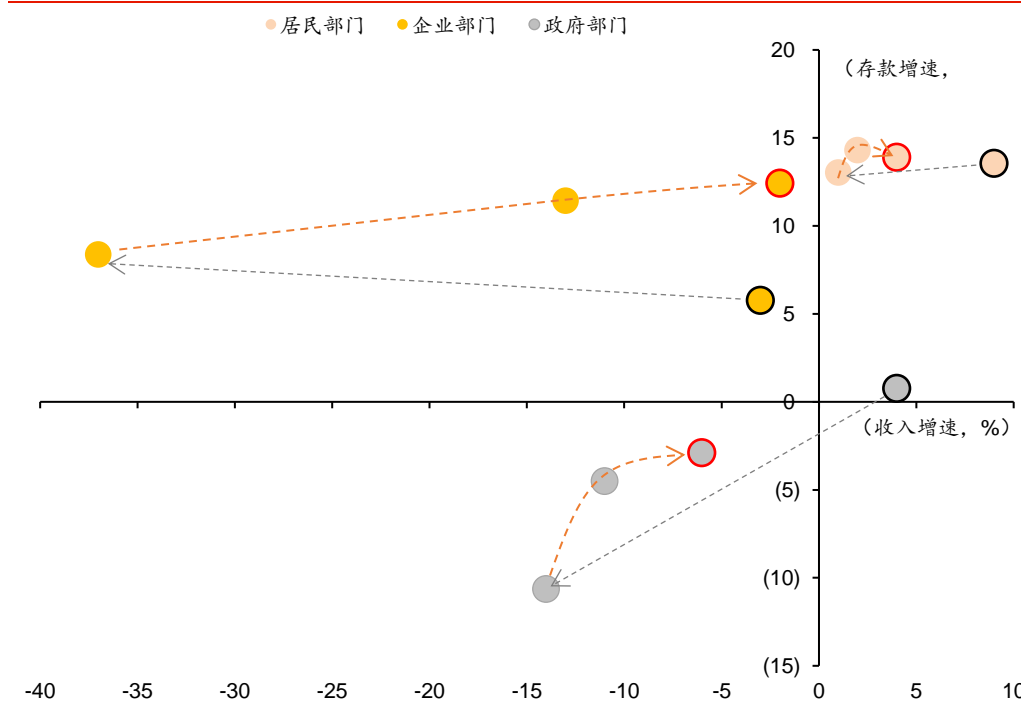
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

预计地产投资强周期迎来拐点。去金融化政策加码之下，房屋销售与新开工压力已初显。销售端，国内货币政策易紧难松，流动性与利率环境趋于不利，支撑近三年地产韧性的核心逻辑被打破，居民杠杆大幅攀升也诱使房地产金融审慎政策趋严。开工端，“三道红线”抑制房企规模扩张，降杠杆成为短期任务重心，拿地开工的能力与动力均不足。无论是前瞻指标还是政策环境都不友好，投资放缓的可能性较高。不过，本轮是政策压抑下的弱化，而非高库存导致的内生投资动力不足，政策拿捏松紧，也不至于令地产投资过快下行给实体经济造成过度伤害。我们预计明年地产投资增速在5%左右（预计2020年约6%）。

地产竣工潮可期, 后周期消费行业迎来利好。从开工到竣工领先3年左右的周期时间推算，今明两年应当是竣工大年。但因政策收紧，下半年房企减缓了竣工环节投资，并且之前棚改债停发也可能导致部分地产项目停缓建等。但竣工存在交房期限客观约束而不会无限推迟，明年竣工潮值得期待，地产后周期消费存在利好逻辑。

顺周期部门将成为主力军

图表17: 三大部门收入与存款在疫情前后恢复状况



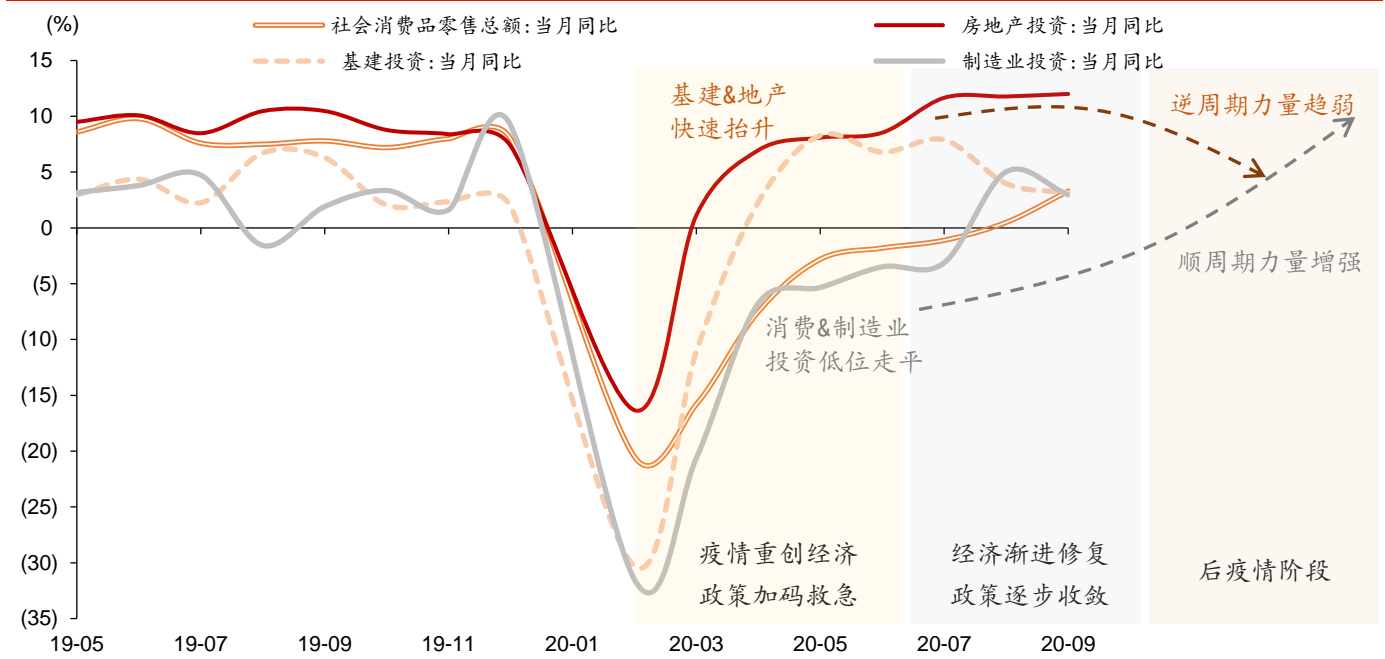
注:居民/企业/政府部门收入分别用居民人均可支配收入/工业企业利润/一般公共预算收入累计同比指标代替;黑色边框点为2019年Q4状态,红色边框点为2020Q3状态,虚线连接点依次为2020Q1/Q2的状态。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

顺周期部门将接棒逆周期部门，成为驱动明年经济修复的主力军。从疫情前后三大部门的现金流（收入衡量）与资产负债表（存款衡量）的相位变化来看：1）居民部门在疫情期间最为稳定，收入增速下滑但还保持正增长、存款亦保持高增长，不过收入增速尚未回到疫前水平；2）企业部门疫情期间波动剧烈，疫情之初收入大幅下滑，但目前收入已回到疫情前的水平、存款更是出现大量淤积；3）政府部门在疫情期间收入下滑有主动（减税降费）与被动（经济减速）两方面因素，而在大量政府债补充的情况下，财政存款依然负增长，体现了积极财政对企业与居民部门的支持。

这说明，一是居民消费能力不足为虑，主要是消费场景不足和意愿不强，储蓄率攀升。“消费意愿”关键在于就业市场稳定、收入预期改善，正随着经济复苏而持续好转；二是企业部门修复情况最佳，部分行业收入状况已好于疫情之前，孕育着资本开支动能；三是政府部门较疫前状态仍有较大距离，需要开源节流、减缓逆周期力度。明年看，经济顺周期的修复、而非政策与资金驱动，将成为疫后宏观主线。

图表18：从逆周期切换至顺周期逻辑

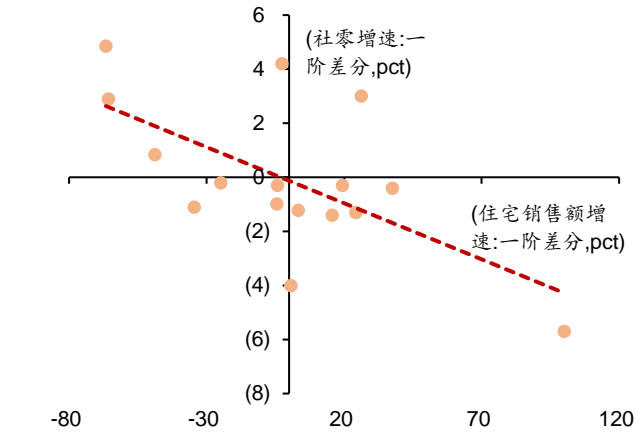


资料来源：Wind，华泰证券研究所

消费继续向常态复苏可预期。一是，国内疫情稳定，疫苗研发与产能优势更能保障国内处在无疫环境，有利于各线下业态恢复常态，居民消费活动不受场景限制，而海外疫情复杂性仍有利于消费回流；二是，企业部门顺周期修复，有利于改善居民部门就业与收入状况，消费潜力有望释放；三是，抑制地产销售对消费有提振作用，历史数据可佐证；四是，“十四五”加快构建国内大循环的顶层设计上，扩大消费市场的改革政策预计频现。我们预计明年社会消费品零售增速高达16.3%（预计2020年约-3.7%），两年复合增速约5.8%。

结构上关注社交经济概念、地产后周期、可选消费板块。疫情环境消费呈现的结构特征是，1）必选消费与“宅经济”概念商品（手机、电脑等线上经济载体）表现占优；2）汽车受益于政策刺激与股市赚钱效应，下半年亦有亮眼反弹；3）“社交经济”概念消费（装扮类、线下体验类）疫情之初降幅最大，随疫情好转弹性也最强；4）地产后周期消费整体低迷，与竣工不足相印证。明年沿着上述主线看，宅经济（透支）继续向社交经济（回补）切换，地产后周期消费有望随竣工潮兑现而有较强表现，汽车等可选消费板块弹性仍优于必选。

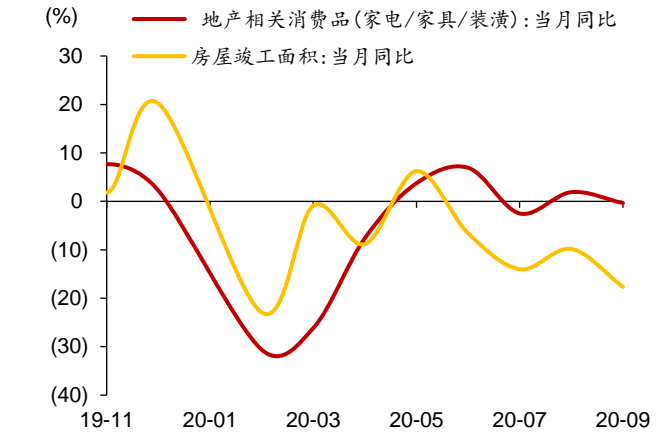
图表19: 地产销售与居民消费增速存在反向关系



注: 样本区间为 2004 年至 2019 年

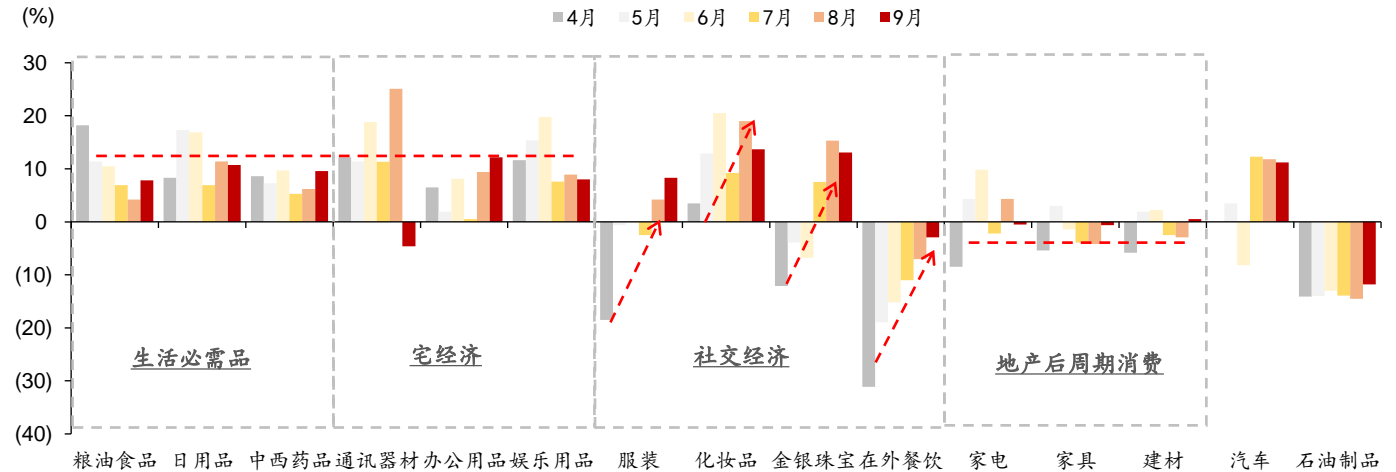
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 今年地产后周期消费受竣工不足拖累



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 限额以上企业零售额同比增速

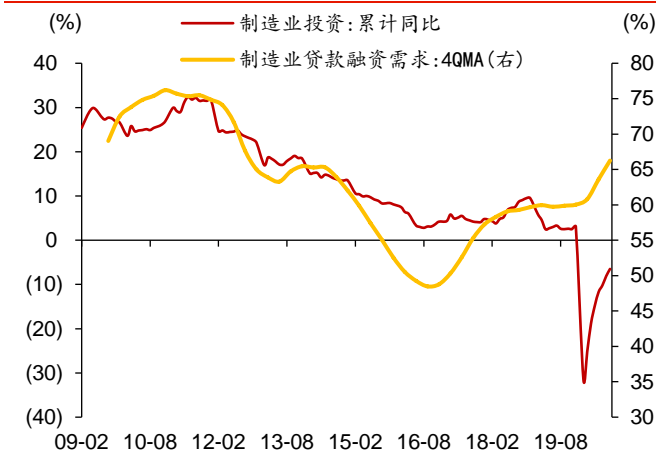


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

制造业投资有后劲。一是，企业资本开支的前端指标——需求、盈利、库存与产能渐次修复。利润改善、库存筑底以及产能恢复有助于改善企业投资意愿；二是，制造业中长期融资持续放量，预示制造业投资修复前景较为乐观；三是，近期 FDI 快速增长，制造业产能出现内流趋势，国内健全供应链、加大新型基建投入，有利于持续吸引外商投资；四是，疫苗出现、中美贸易摩擦风险降低等有助于提振企业家投资信心。不过，明年阶段性减税政策到期、融资环境趋紧、逆周期力量减弱等，或逐渐弱化制造业改善动能。我们预计明年制造业投资增速达 13.8%（预计 2020 年约-4%），两年复合增速约 4.5%。

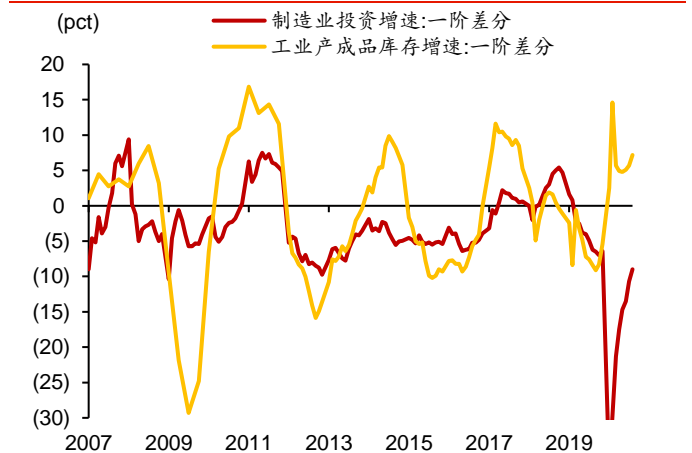
结构上关注盈利可持续、政策利好、补库意愿较强的行业。从盈利角度，出口产业链与下游消费品制造业存在内生扩产动力；从政策角度，科技创新相关的中游设备类行业投资可能受引导扶持；从库存角度，通用设备、电气设备、医药以及汽车制造业率先进入补库存阶段，下游农副加工、食品饮料等消费类行业的库存也处于去化尾声阶段。

图表22： 制造业融资需求旺盛预示资本开支动能



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23： 库存周期与资本开支周期同步

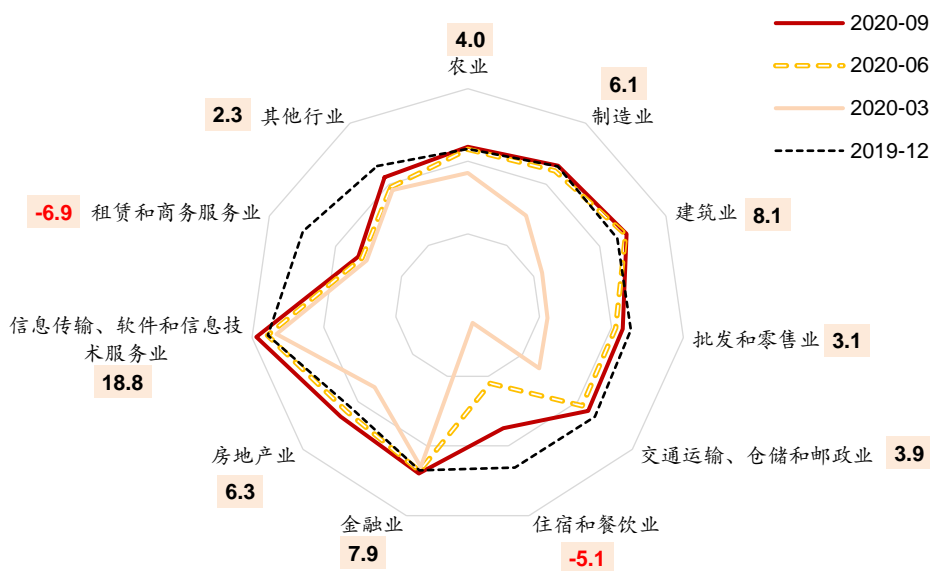


资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业：沿着物理距离和政策脉络推演

疫情导致 GDP 在一季度“挖深坑”，二季度起渐进修复，但结构分化突出，距离政策越近的行业修复越好，越受益于疫情的行业修复越好，越偏向供给的行业修复越好，物理距离要求越远的行业修复越好。例如建筑业、房地产业受益于逆周期政策，信息技术服务业因疫情居家利好线上经济，均已显著优于疫情之前；农业、制造业等偏向供给的行业也基本完成修复；批发零售、交运仓储等社交距离要求适中的行业恢复接近常态；而商务服务、住宿餐饮等社交距离较近的行业压力依然显著。

图表24：“冷热不均”的修复（分行业实际 GDP 增速）



注：标签内为 2020 年第三季度行业不变价 GDP 同比增速

资料来源：Wind，华泰证券研究所

展望明年，经济运行中的疫情主线将会淡化，物理距离差异下的行业分化可能逐渐收敛，而顺逆周期需求力量切换将令各行业沿新的逻辑演绎，具体而言：

制造业：随着逆周期力量弱化，上游材料类行业生产动力可能趋弱，而消费与制造业投资有望成为明年经济主要驱动力，中游设备类、下游消费类行业存在继续改善空间。其中，汽车、电子等消费升级行业，地产后周期和出口产业链行业值得关注，新能源、通信、环保、军工等设备类行业在十四五规划的引导支持下，有望维持较高景气度。

建筑业：施工需求主要源于基建和房地产投资，今年在逆周期政策推动下表现强于疫情之前，但明年逆周期政策收敛，预计基建温和、地产放缓，弱化建筑业表现。

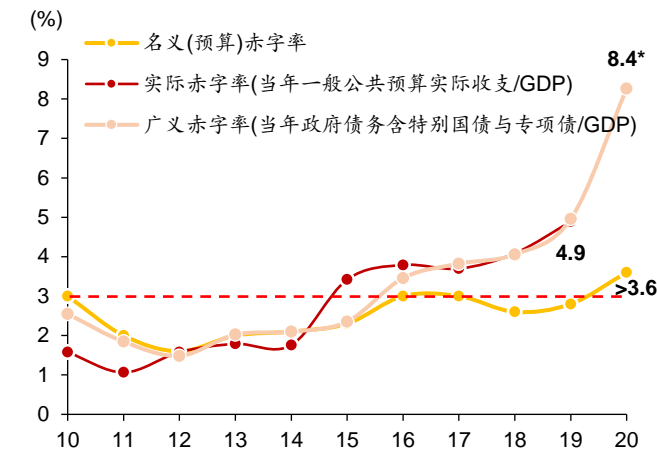
房地产与金融业：短期可能受到房地产去金融化的相关政策冲击，而发展资本市场、金融对外开发等政策利好金融业发展，间接融资结构优化、直接融资份额提升是趋势。

信息服务业：受益于疫情期间线上业态的加速发展，仍具有前景优势。鉴于 5G 行业的战略地位，十四五对科技创新、数字化的重视，信息服务业有望保持较高的增速水平。

批发零售、交运仓储、住宿餐饮、租赁商务：均与线下活动有关，受疫情扰动大，随疫情稳定而渐进恢复。但明年国际航空、游轮等客运需求可能还难以恢复至常态。

政策：财政回归正常化

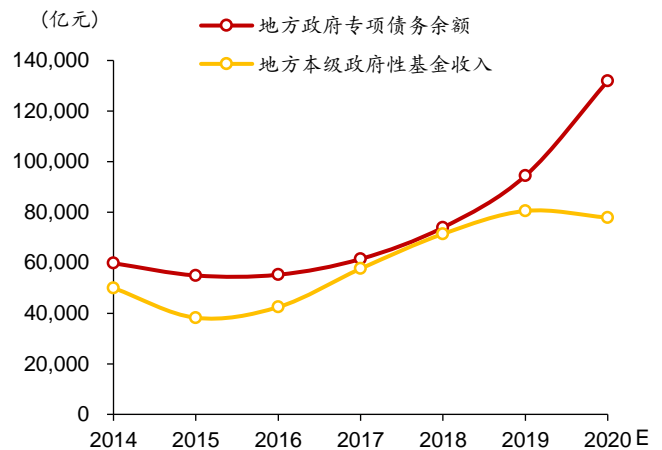
图表25：今年预算赤字率突破 3%，广义赤字率大幅攀升



注：2020 年 8.4% 名义预算赤字率为预测值

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26：地方专项债务余额与基金收入规模裂口加大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

疫情的特殊性对应非常规的宏观政策，而随着疫情影响消退，政策也或回归正轨。今年疫情发生初期，传统宽松手段之外，央行罕见下调超储利率、创设直达实体的新型货币政策工具，财政亦史无前例将预算赤字率上调至 3% 以上、发行抗疫特别国债。随着国内疫情稳定、经济好转，货币政策年内已回归中性。明年随着疫苗上市，全球疫情周期有望步入后半段，经济复苏使得维持“规模性政策”的必要性下降。并且，今年财政扩张导致政府杠杆率大幅攀升，加大了财政风险、透支未来财政空间。预计明年政策重点将是财政回归正常化。

一般公共预算角度，赤字率可能回到 3%，特别国债或退出。赤字是公共财政的收支轧差，发行国债来弥补，而抗疫特别国债也是限定用途的财源补充方式。从支出端看，新冠疫情消退、脱贫攻坚任务完成、调查失业率回到 5.5% 以下，意味着防疫、扶贫、就业与社保等今年重点开支需求都会被动缩减；从收入端看，阶段性税费减免政策完成使命后退出，疫后经济修复也带来税基扩大，为财政增收提供基础。因此，赤字规模自然存在缩减空间，分母名义 GDP 亦会有较大增幅，预算赤字率 3% 足以满足社会运维需求（估测规模约为 3.36 万亿），特别国债亦没有继续追加的必要，这也是传递国内经济回归正常化的信号。

政府性基金预算角度，新增专项债规模可能收缩。专项债是新预算法实施以来，地方政府扩基建的重要融资工具，主要由项目收益偿还、纳入政府性基金预算管理。我们预计明年专项债额度可能缩减至 3.25 万亿左右，基于以下理由：一是，今年专项债有部分额度可理解为对冲疫情带来的负面影响，明年不再需要如此规模的财政刺激；二是，专项债资金是根据项目的建设周期逐步投入而非一次性用尽，无需担忧新增资金规模减少导致项目烂尾的情况（分期建设-筹资项目除外）；三是，财政风险的角度，政府性基金是项目收入不足时，偿还专项债的劣后补偿，其收入规模会约束专项债的限额扩充。近两年地方专项债务余额快速增长且与基金收入缺口放大，加大了未来还款压力、压缩了发债空间。

地产压抑可能加大明年土地财政压力，房产税或有新进展。房地产去金融化的背景下，房企拿地趋于理性，土地财政难免承压，近期土地市场降温是佐证。相应地，如何扩大财源也将成为重要议题。《十四五规划建议》中提及要“健全地方税、直接税体系，适当提高直接税比重”，暗含房产税或在十四五期间有新进展，短期可能增加热点城市试点。

总体而言，明年利率债供给规模可能下降（我们预计政府债 6.61 万亿左右，较今年减少 1.9 万亿）。基建投资力度或边际弱化，减税政策到期或给企业生产、投资带来可控影响。预算赤字率重回 3% 能够释放积极信号，提振微观主体信心，亦利好人民币汇率。

外部：政经环境双改善，但不要期待过高

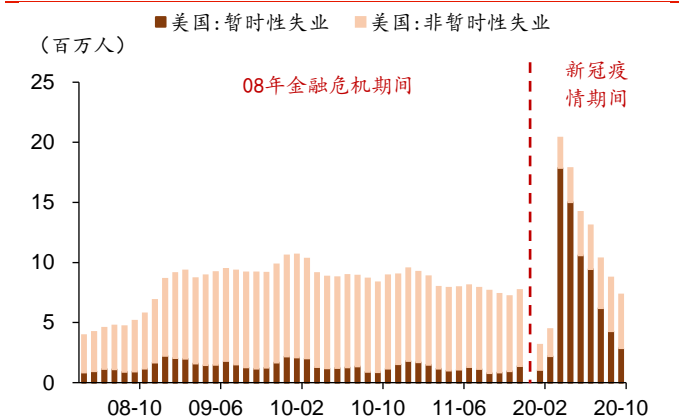
外部环境方面，美国大选之后美国权力格局发生改变。参议院选举结果有待明年 1 月乔治亚州的决选结果，拜登+分裂国会将是未来两年美国政府的大概率组合。对我国而言，美国新政府上台后，三个关键问题与我国经济密切相关：（1）拜登+分裂国会下明年美国经济的修复速度（对应我国外需）如何；（2）拜登政策下的美国长期增长潜力如何；（3）拜登政府的对华政策（对华态度、关税、全球化等）将对我国产生何种影响。

自我修复+疫情防控+财政刺激共同决定美国明年的经济修复速度

明年美国的经济增速或取决于三大要素：（1）美国经济的自我修复动力；（2）拜登疫情防控对经济修复的影响；（3）财政刺激谈判的进展。

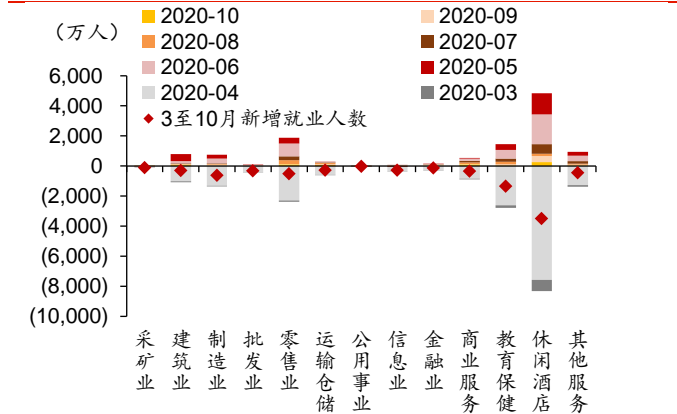
美国经济的自我修复动力尚佳，但需警惕疫情和财政刺激谈判缺席的影响。供给端，美国当前失业以暂时性失业为主，后续暂时性失业仍存一定的修复空间，或支撑失业率继续下行。但当暂时性失业基本修复至疫情前水平后，非暂时性失业自疫情冲击以来恢复速度较为缓慢，后续修复路径仍不明朗，休闲酒店、教育保健等行业的失业受到疫情的严重冲击，至今仍与疫情前存在较大差距，拖累总体就业水平。疫情和疫苗进展仍是决定服务业非暂时性失业修复的关键。

图表27： 美国临时性失业正快速修复



资料来源：Wind，华泰证券研究所

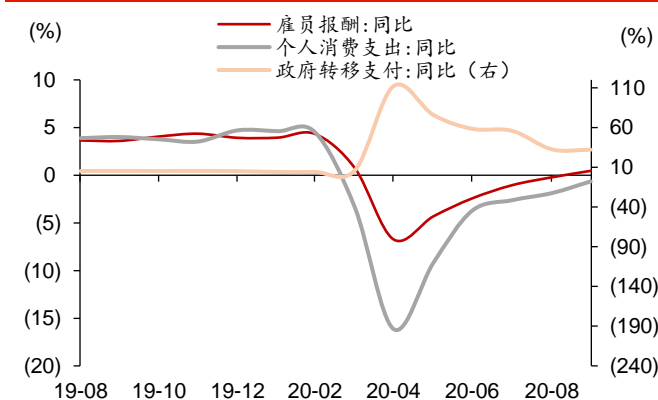
图表28： 美国教育保健、休闲酒店等服务业的失业人数相对更多



资料来源：Wind，华泰证券研究所

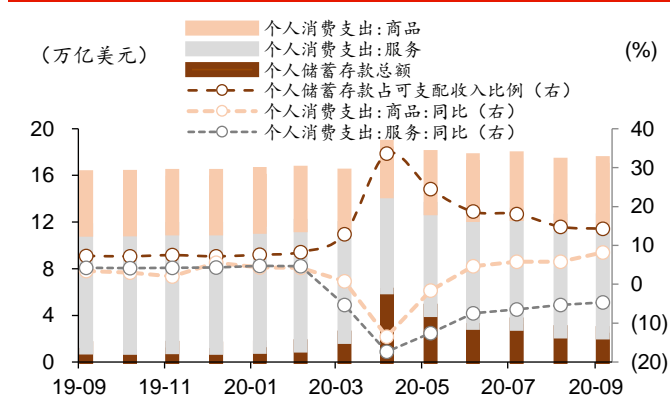
需求端，随着就业市场的快速修复，美国居民部门雇员报酬收入已恢复正增长，且政府转移支付叠加高储蓄率使得居民部门积累了较高的富余收入，有利于对后续收入下滑风险进行一定的缓冲，居民消费料不会出现大的滑坡。此外，当前商品消费支出同比已基本恢复至疫情前水平，服务消费支出维持负增长，拖累个人消费支出增长。而疫情未得到完全控制之前，服务业消费料难以完全修复至疫情前水平。因此，若疫情持续时间过长，财政刺激退出过早，需求端修复的动力也将受到影响。

图表29： 美国工人工资已经恢复正增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30： 政府转移支付和高储蓄率下民部门积累了较高的富余收入



资料来源：Wind，华泰证券研究所

拜登政府的疫情防控措施预计不会使得美国经济再现第二季度的深坑，但或使得美国经济修复出现阶段性放缓。根据拜登表态，其就职后会加大对于疫情防控的投入。我们认为，拜登政府直接封锁经济的可能性较大，将更多采用全民戴口罩、加强检测与追踪，管控重点疫区，加快疫苗发放等措施进行疫情防控，且为密集室内场所的开放制定统一的标准。其政策预计不会使得经济大幅衰退，但对经济修复速度或仍产生相对可控的影响。

图表31： 拜登关于就职后疫情防控措施的表态

措施	拜登（团队）表态
全民戴口罩	敦促全民戴口罩
快速检测追踪	发起由政府支持的检测项目，提供更广泛的快速检测，建立接触者追踪机制
分级封锁措施	分级封锁措施，全国的社区基于不同的疫情严重程度，采取不同程度的封锁措施
支持疫苗发放	投资 250 亿美元用于疫苗的生产和分发

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

拜登+分裂国会的权力组合或使得明年美国只能通过较小规模的财政刺激，具体政策或集中于企业支持和就业支持层面。后续看，特朗普拒绝承认败选的可能性提高，白宫的精力或集中在大选结果的争议方面而无意推动新的财政刺激计划，年内达成新一轮财政刺激的概率较小。展望明年，若拜登当选总统，但国会分裂，则共和党在财政刺激方面向拜登妥协的概率较低，此种情形或意味着财政刺激谈判或搁置更多的时间，且最终更可能由拜登和民主党向共和党妥协，则最终财政刺激规模可能向共和党提议的不足 1 万亿美元趋近。

具体财政刺激政策方面，商品消费已经基本修复至疫情前水平，但服务业消费仅依靠政府补助仍难以修复，有效控制疫情才是关键，下一轮财政刺激直接发放现金支票的概率较低。而对大型企业和中小服务业进行支持以抑制企业裁员，维护居民工资收入正常增长，并给予合适的失业保险，从而呵护居民部门消费能力，仍是必要之举。因此，我们认为，新一轮财政刺激或仍将囊括《CARES》法案中的额外失业救济、薪酬保障计划 PPP、航空业等大型企业支持、州政府支援、税收延期等政策，但金额可能大幅缩减，且直接发放现金支票的选择或许并不必要。

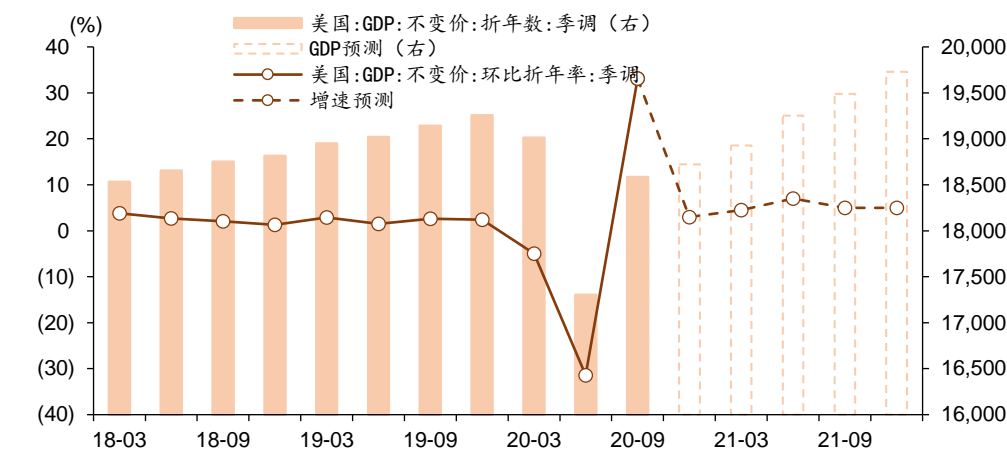
图表32： 美国《CARES》法案主要纾困政策到期日

财政刺激政策	到期日
直接发放支票	一次性发放结束
额外失业救济额度（PUC）	2020 年 7 月 30 日，特朗普行政令延迟 6 周
扩大失业救济范围（PUA）	2020 年 12 月 31 日
额外 13 周失业救济（PEUC）	2020 年 12 月 31 日
薪酬保障计划（PPP）	2020 年 8 月 8 日
航空业支持计划	2020 年 9 月 30 日
州政府拨款	已发放，仅可用于 2020 年 12 月 31 日前的财政支出
工资税延期	2020 年 12 月 31 日
主街贷款计划（MSLP）	2020 年 12 月 31 日

资料来源：United States House of Representative，华泰证券研究所

综合而言，我们预计今年四季度和明年一季度或是美国经济的相对低点，但经济自我修复能力仍能支撑经济维持环比正增长。经济仍需财政刺激计划对失业保险、受疫情冲击企业等关键领域进行额外支持，从而维护就业市场与居民收入，服务业消费仍需要疫情防控和疫苗的效果作为保证。明年二季度后，随着疫苗投入使用、财政刺激推出等预期落地后，有助于推动美国经济增速进一步加快，我国外需将同步快速增长。美国 GDP 水平值或在明年二季度至三季度回到疫情前水平。货币政策方面，永久性失业和顺周期住房通胀仍将对失业率和通胀形成一定的拖累，失业率和通胀或在美联储允许的范围内波动，明年美国货币政策料维持宽松，支持美债利率走向熊陡。

图表33： 美国实际 GDP 展望



资料来源：Wind，华泰证券研究所

美国经济的长期增长潜力有望提升

拜登政府的政策主张有利于提升美国长期经济增长潜力。第一，拜登及其幕僚团队普遍支持发展科技创新，有利于提高美国的全要素生产率。第二，拜登支持在教育、医疗和住房等方面促进社会平等，维护中低收入阶层利益，有利于提高美国的整体消费倾向，促进消费增长。第三，拜登政府将对种族问题给予更多关注，且对移民继续持开放态度，有利于在一定程度上缓解美国社会面临的种族问题，构建美国的长期竞争优势。第四，拜登政府主张缓和美国与盟国之间的紧张关系，有利于美国继续主导发达经济体。

拜登政府的对华政策仍旧强硬，但可预见性增强

我们对拜登及其幕僚对于全球化、关税以及中国问题的态度和政府主张进行梳理。

全球化和关税：关于是否支持全球化，拜登幕僚之间存在明显分歧，拜登、杰克·苏利文等保持谨慎的全球化态度，支持制造业回流，而史蒂夫·里切蒂、杰夫·齐恩茨、珍妮弗·希尔曼等自由主义者推崇全球化和自由贸易带来的利益，支持继续推动全球化，以充分享受全球化对生产效率的有益作用。关税层面同样存在分歧，自由主义者提倡低关税甚至零关税，而安东尼·布林肯、杰克·苏利文等表示关税政策可以继续实施。因此，关于美国制造业回流的程度，以及中美之间的关税是否降低，后续还存在一定的不确定性。

对华态度：拜登的热门外交团队人员中不乏奥巴马时期亚太再平衡战略的参与者，如布林肯，同时有多位奥巴马时期的高级外交顾问，其对华立场惊人的一致，均将中国视为有力的竞争对手。因此，拜登幕僚在对华问题上存在几个相对可靠的关键立场：

- (1) 排斥冷战，尽量避免与中国脱钩，政策可预见性增强；
- (2) 在与中国维持稳定关系的同时，通过周边邻国如印度、韩国、日本对中国进行遏制，同时加强军事威慑；
- (3) 团结发达经济体和新兴市场盟友，对中国进行集体性的压制；
- (4) 打击中国主导的国际联盟，如一带一路、RCEP 等；
- (5) 发展本国科技、清洁能源等，以保证美国在长期竞争中的科技领先地位，同时在国际规则框架内对中国科技发展和科技企业进行打击；
- (6) 主导全球规则制定，倒逼中国对等开放，在更多领域进入中国市场。

图表34： 拜登幕僚外交团队的政策主张

外交主要幕僚	政府履历	政策主张
安东尼·布林肯 (国务卿热门人选)	前总统奥巴马国家安全顾问, 前总统奥巴马副国务卿	<ul style="list-style-type: none"> 奥巴马亚太再平衡战略参与者, 利用中国周边个别国家和地区来制衡中国。 综合使用军事威慑与预防性外交手段, 既要避免不必要的军事介入, 也不能全盘撤离原有势力影响范围。 不能放弃自由贸易和国际贸易机制, 以防止竞争对手而非美国塑造新的全球经济规则。 中美第一阶段贸易协议无法解决系统性问题, 关税政策可以继续利用。
苏珊·赖斯(国务卿热门人选)	前总统奥巴马国家安全事务助理	<ul style="list-style-type: none"> 致力于减贫的人道主义立场, 对所谓“坏政权”进行严厉打击。 推动实现了联合国对伊朗和朝鲜的制裁, 对利比亚和科特迪瓦进行人道主义干预。
汤姆·多尼伦	前总统奥巴马国家安全顾问	<ul style="list-style-type: none"> 奥巴马政府亚太再平衡的著名倡导者, 主张将资源从阿富汗、中东和欧洲转移至亚洲。 与中国建立稳定、富有成效和建设性的关系, 但同时制衡中国。 公开警告中国从事网络间谍活动, 谴责对机密商业信息和专有技术的有针对性的盗窃。 批评特朗普政府与中国的贸易战, 呼吁采取更广泛的战略, 植根于对美国科学, 教育, 基础设施, 联盟和人才的再投资, 包括通过欢迎移民, 增加美国影响力。
埃利·拉特纳	前副总统拜登国家安全事务助理	<ul style="list-style-type: none"> 避免新冷战, 将中美关系定义为新的竞争关系, 反华军事联盟、地理遏制战略或全面经济战争等冷战政策既不适合, 也不太可能成功。 采取多种战略, 通过推动创新的方式努力提升美国国内实力, 同时在气候变化和防扩散等领域与中国展开合作。
杰克·苏利文	前副总统拜登的国家安全顾问	<ul style="list-style-type: none"> 拒绝新自由主义, 对自由贸易持审慎态度, 关税政策是可行的。 提倡产业政策, 支持制造业回流。 联合盟友国家, 在“人权”、“知识产权”方面制裁中国。
库尔特·坎贝尔	前总统奥巴马国务院亚洲事务最高官员、拜登竞选团队高级顾问	<ul style="list-style-type: none"> 吸取冷战教训、拒绝冷战思维。一方面, 打造可持续军事能力对中国形成威慑, 另一方面作为大国将继续维持自己在亚太地区的军事存在, 继续在该地区的主要水道执行任务并维持自己的联盟体系和伙伴关系。 构建对等的美中关系, 要求中国对等开放, 知识产权保护等制度应与国际接轨。 不单纯反华, 但重视民主, 反对非民主体制。
杰弗里·普雷斯科特	前总统奥巴马国家安全委员会顾问、前副总统拜登的国家安全顾问	<ul style="list-style-type: none"> 特朗普贸易战对美国经济造成了损害, “第一阶段”协议并未为美国带来实质利好。 特朗普在国际舞台上不负责任的行为有损美国的国际声誉, 有损美国国家长期利益。 反对中国对美国企业的网络盗窃。 团结其它西方国家, 动员全球一半的经济力量, 同中国的贸易进行抗衡。 在美国进行重大投资, 以支持美国的劳动力, 保持美国技术的领先地位。

资料来源：US White House, 华泰证券研究所

因此, 拜登政府执政之下, 中国长期面临的外部压力仍难以缓和。一方面, 更多发达经济体或加入对抗中国的阵营, 另一方面, 美国在军事威慑上的压力或有所增大。长期来看, 美国发展自身科技创新并在国际规则内对中国进行科技遏制, 中美长期竞争格局不变, 且拜登政府的外交政策对于中国在国际组织和国际治理中的话语权同样不利, 一带一路、亚投行等由我国主导的国际协定和国际组织或面临挑战。

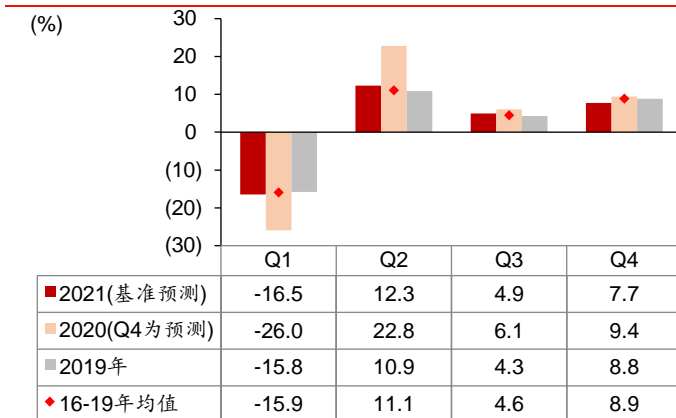
但短期来看, 政策可预期性增强, 对中国的外部环境存在一定利好。对等开放和更多领域的开放增加我国市场竞争, 我国的得失或取决于管理层和企业层面的具体应对。贸易关税和逆全球化方面存在不确定性, 但从拜登幕僚表态来看, 关税至少不会进一步增加, 贸易条件进一步恶化的可能性降低。拜登胜选对于中国市场的另一个好处在于有悖于国际规则的黑天鹅事件的概率降低, 我国面临的不确定性降低, 市场波动可能减小。

GDP：基数效应下同比大增，更关注季调后环比

GDP 同比高开低走无悬念，季调后环比更关键。基于上述内外环境与经济各部门的动态推演，我们预计明年实际 GDP 季调后的环比修复动能呈现“先强后弱”态势。上半年强于季节性以反映经济仍处在顺周期恢复通道，消费与制造业投资预计成为复苏后半段的主要驱动力量，同时出口面临的环境依然有利。而下半年环比弱于季节性以反映政策退出压抑经济内生动能，地产投资下行与海外产能恢复可能成为拖累国内经济的主要因素。**定量测算，我们预计明年 GDP 同比约 9.5%（4 个季度依次为 19.0%、8.8%、7.6%、5.9%），今年 GDP 同比约为 2.3%（四季度为 5.5%），两年复合增速约 5.8%。**

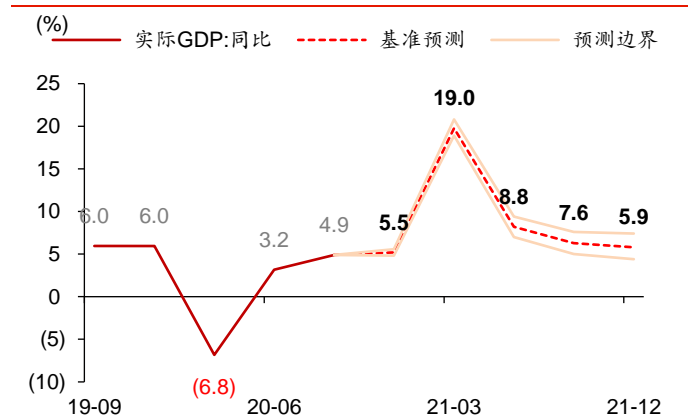
明年经济向上超预期的情景包括：1) 疫苗产能投放与海外疫情恢复好于预期，无疫环境加速外围复苏进度；2) 美国基建刺激规模超预期、库存周期加速回补；3) 基建项目资金陆续到位，后劲强于预期，地产投资韧性再次超预期；4) 财政政策保持积极宽松的态势。**向下超预期的风险包括：**1) 病毒变异并继续扩散，国内外疫情反复；2) 美国分裂国会导致基建刺激计划不及预期；3) 外围产能恢复快于预期，订单回流抑制出口；4) 房地产去金融化导致地产投资过快下行；5) 货币与财政政策退出过快，近期的信用事件引发信用收缩，压制经济内生修复动能。

图表35：实际 GDP 环比预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表36：实际 GDP 同比预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

明年两会可能不设 2021 年 GDP 具体目标。2020 年由于疫情给经济带来较大不确定性，两会未设定 GDP 目标。明年是疫后首年，GDP 增速预计在低基数上出现较大幅度反弹，目标设定在潜在增速或过高数值都没有意义，预计依然不设具体目标。明年政策重心将从稳增长转向防风险与调结构，GDP 增速可能不是政策关注重点。

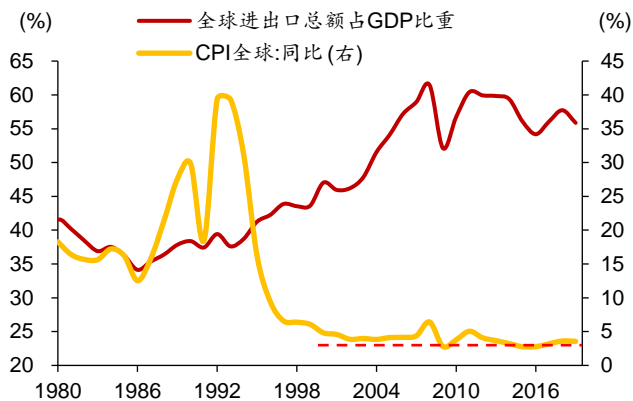
十四五规划对经济目标更重视质量、淡化速度。近三次五年规划的经济目标表述分别是，十二五“经济平稳较快发展”（GDP 年均增速目标设定为 7%），十三五“经济保持中高速增长”（预期 6.5%以上），十四五“经济发展取得新成效”，表述上弱化速度要求，而是强调质量效益与持续健康。总书记在《建议》说明时也表示，规划目标要更加注重经济结构优化，引导各方面把工作重点放在提高发展质量和效益上。

不过，隐含增速目标依然存在，十四五 GDP 增速预期或在 5%以上。一是《建议》提出社会主义现代化远景目标至 2035 年人均国内生产总值达到中等发达国家水平。“中等发达国家”并非国际标准概念，按目前发达国家人均 GDP 2 万美元的最低门槛，静态隐含未来 15 年 4.3%以上的名义复合增速，但标准动态变化，更重要的是在全球相对增速而非绝对增速。二是总书记在《建议》说明中提及，“文件起草组认为到‘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。”第一个目标易于实现，2019 年我国人均 GNI 为 10,410 美元，世界银行现行高收入国家标准的人均 GNI 为 12,535 美元，隐含未来 5 年 GNI 达 3.1%以上的名义复合增速；第二个翻番目标意味着未来 15 年 GDP 或人均收入的复合增速在 4.7%以上，考虑到老龄化等问题，经济增速难免渐下台阶，下一个五年可能会预期 GDP 复合增速在 5%以上。

通胀：疫后温和再通胀

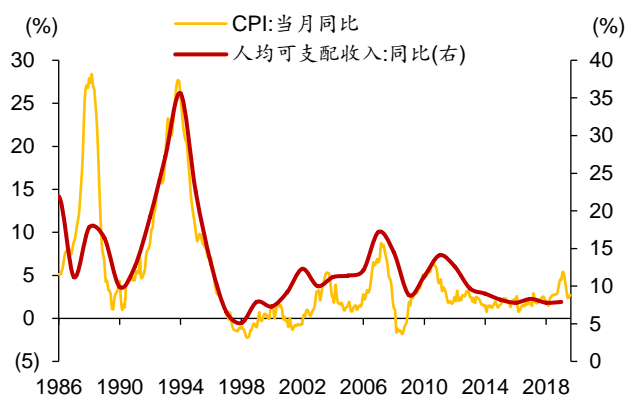
随着全球进入疫后复苏阶段，通胀担忧也在升温。通胀背后是总供给与总需求的动态平衡。回顾过去几十年全球无通胀的原因：供给方面，一是经济全球化加剧要素竞争、稳定供给体系，中国加入全球分工是重要推动力；二是科技进步、互联网发展提高了全要素生产率，在线与共享类经济使得提供商品服务的边际成本大大降低。需求方面，贫富差距拉大，工会力量削弱，劳动报酬低增长，货币宽松的结果是贫富差距进一步拉大，需求增长较缓慢。

图表37： 全球化与通胀中枢



资料来源：Wind，华泰证券研究所

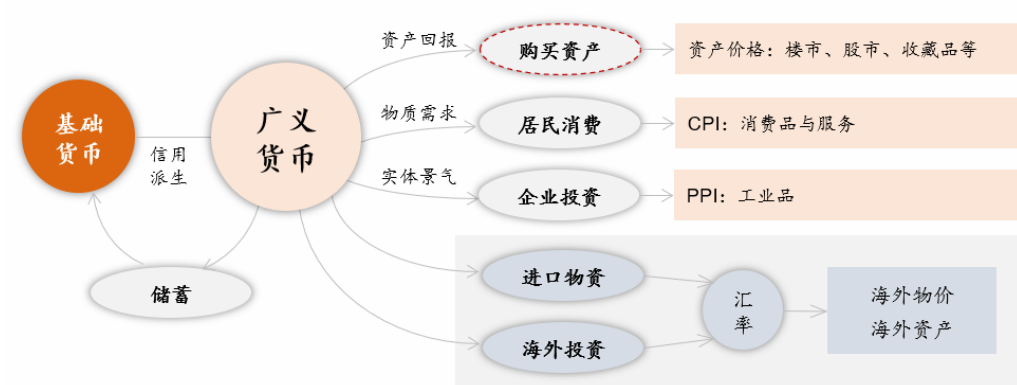
图表38： 收入与通胀



资料来源：Wind，华泰证券研究所

“大放水”会否必然引起大通胀？疫情期间全球央行货币宽松、主要经济体 M2 增速创次贷危机以来新高，引发通胀担忧。但流动性到通胀的传导存在路径选择问题。传统意义的通胀是货币流向实体的体现。当货币形成消费或实体投资需求，而产能无法及时满足，就会引发物价上涨压力。但本轮货币政策宽松，尤其是美联储，着眼点在金融系统和居民部门基本生存能力。虽然美国居民可支配收入增加，但更像是一次性提升，不具有可持续性，也没有形成工资螺旋上升预期，反而对消费提振作用有限。以国内数据为例证，16 年 1 月至 20 年 9 月的时间区间，M2 累计涨幅为 55%、CPI 为 12%、百城房价均价为 43%。可见，资产对于货币引流影响较大，放水后的资产价格泡沫比通胀问题更值得“担忧”。

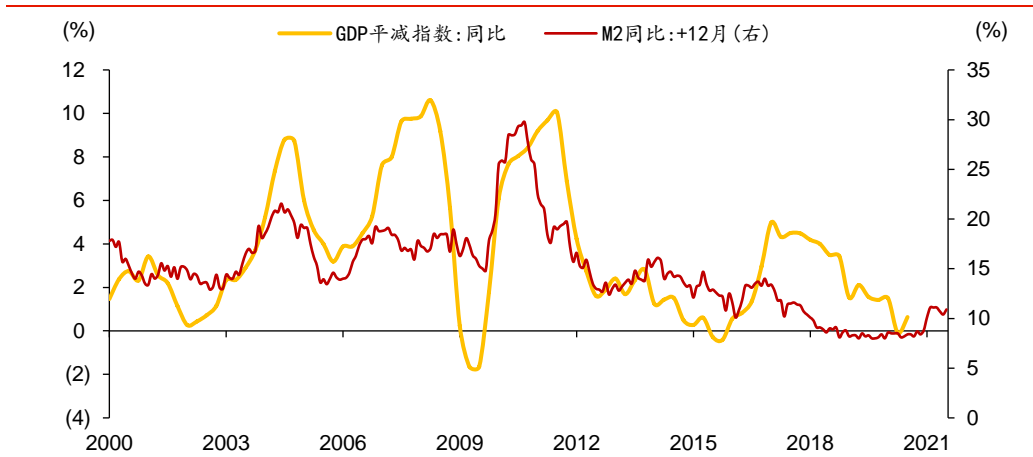
图表39： 货币的不同“流向”



资料来源：华泰证券研究所

何时进入再通胀回升期？虽然放水未必带来大通胀，但毕竟有利于推动经济复苏、从通缩重返温和通胀的轨道上。经验显示，M2 增速领先通胀约 1 年左右。其背后的传导逻辑在于：经济下行周期，央行释放流动性、监管放宽约束条件，推动银行信贷投放。政府部门逆周期发力，而企业与居民部门出于对实体经营风险的担忧、抗通胀的考虑，倾向于将低成本资金投向房地产等，助推房企库存去化与开工意愿。随着基建与房地产投资拉动建筑业、制造业等需求、改善居民就业与收入，企业资本开支与居民消费意愿开始增强。而总需求改善往往快于制造业产能扩张，物价会出现阶段性上涨压力。上述逻辑在今年经济动态演绎中得到印证，明年上半年可能进入再通胀的主要阶段。

图表40: M2 领先 GDP 平减指数大约 1 年



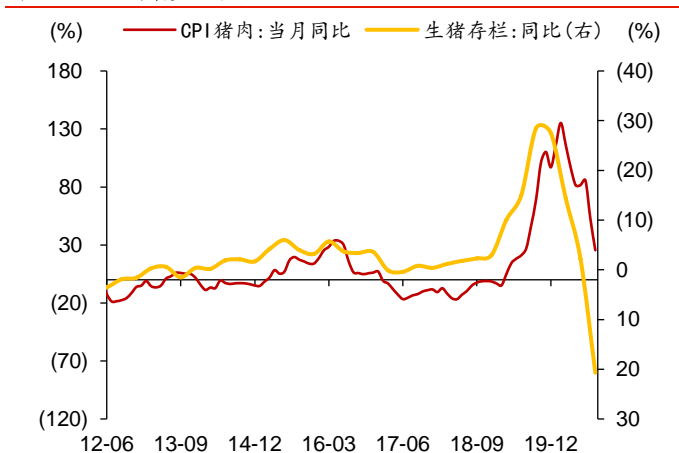
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

CPI: 收入缓增+猪周期下行=温和再通胀。宏观环境看,本轮宽信用力度远不及 09 年(当时 M2 与社融增速均达 30%以上),失业率仍低于自然水平、收入增长相对缓慢,尤其是中低收入家庭资产负债表待修复(高低端消费存在分化现象),总需求还难以膨胀。并且今年政策重点落在保市场主体,经济潜在供给能力未受疫情过度破坏(据市场监管局,今年 9 月末全国登记在册市场主体较去年底增长 9%),减缓供求错配阶段的通胀摩擦,因此疫后的再通胀压力或可控。

明年猪周期处在下行阶段,估测拉低 CPI 中枢约 1 个百分点。猪周期通常独立于经济周期。今年猪价整体处于高位震荡的平台阶段,四季度供求格局加快切换、猪周期步入后半段。从能繁母猪与生猪存栏恢复情况看,明年猪价有望呈波动走低态势,我们估测猪价会拉低明年 CPI 中枢约 1 个百分点(预计今/明年底农业部口径猪肉价格分别下降至每公斤 37/26 元,测算明年 CPI 猪肉同比权重在 4%左右, CPI 猪肉折算系数按 0.8)。

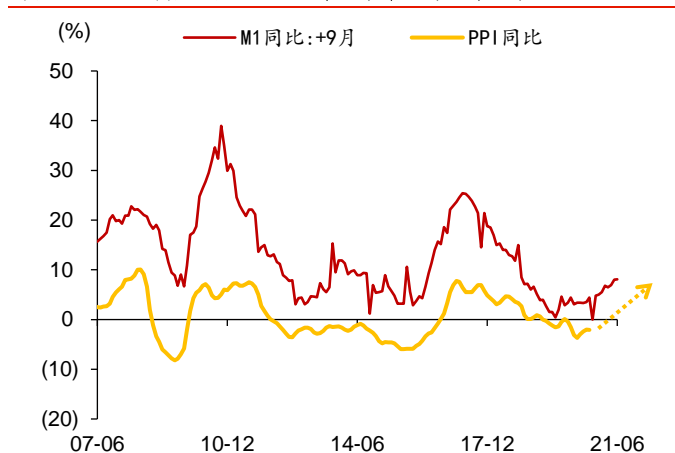
定量分析,明年 CPI 中枢水平可能在 1.9%左右。1) 单纯季节性测算明年 CPI 中枢在 1.6%左右, 2) 非食品端以次贷危机期间的表现为参考,测算拉高 CPI 约 1.3 个百分点, 3) 食品端测算猪价影响拉低 CPI 约 1 个百分点。节奏上,明年 1 月是低点,上半年呈逐步走高态势,年中高点或在 3%左右。

图表41: 猪周期步入下行阶段



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42: M1 前瞻预示 PPI 至明年上半年保持回升态势



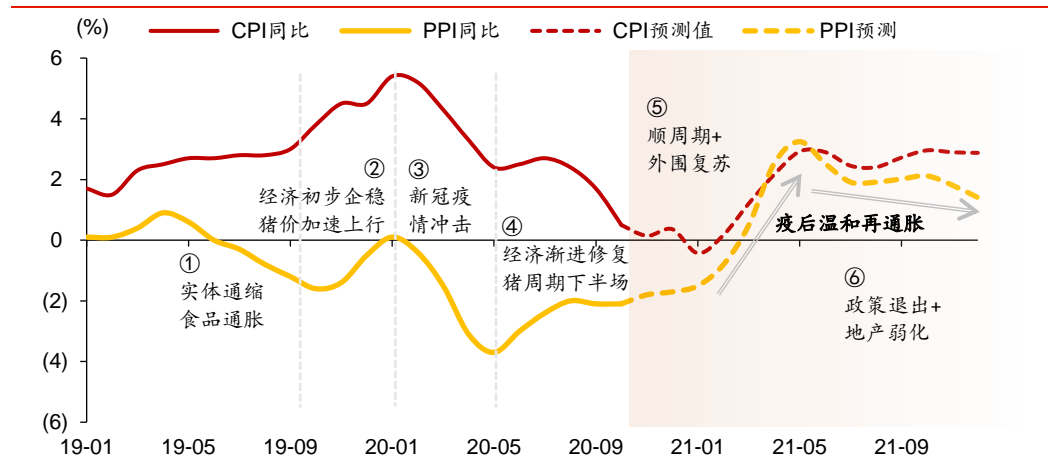
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

PPI：外围复苏+地产压抑=低中枢反弹，大宗商品是上行风险。明年全球大概率处在复苏阶段，疫苗上市有望提振经济乐观预期，PPI 中枢或明显上移，M1 也前瞻预示 PPI 至明年上半年保持回升态势。

谨慎情景：考虑到疫苗产能、公平问题与欧美人群接种意愿等，预计疫情还不会在明年消失，对全球经济回暖力度形成压制，美国可能出现分裂国会，继而影响基建刺激规模，同时国内宏观政策有序退场，可能出现地产走弱与基建收敛的组合，弱化经济动能，我们预计明年 PPI 中枢在 1.5% 左右。

乐观情景：疫苗投产接种进度较快，打开海外经济修复的桎梏，叠加欧美基建扩张，可能触发一轮全球补库存周期共振，将对大宗商品带来更强提振，预计 PPI 中枢可能达到 2.3% 左右。节奏上，明年一季度末有望初步回正，二季度进入快速上行期，下半年走势主要取决于内部地产压力与外部复苏强度。

图表43：CPI 与 PPI 预测（谨慎情景）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

货币政策与流动性：“不缺不溢”

疫情中的央行：从“勇于担当”到“功成身退”

2020 年的货币政策脉络可以大体分为四个阶段：

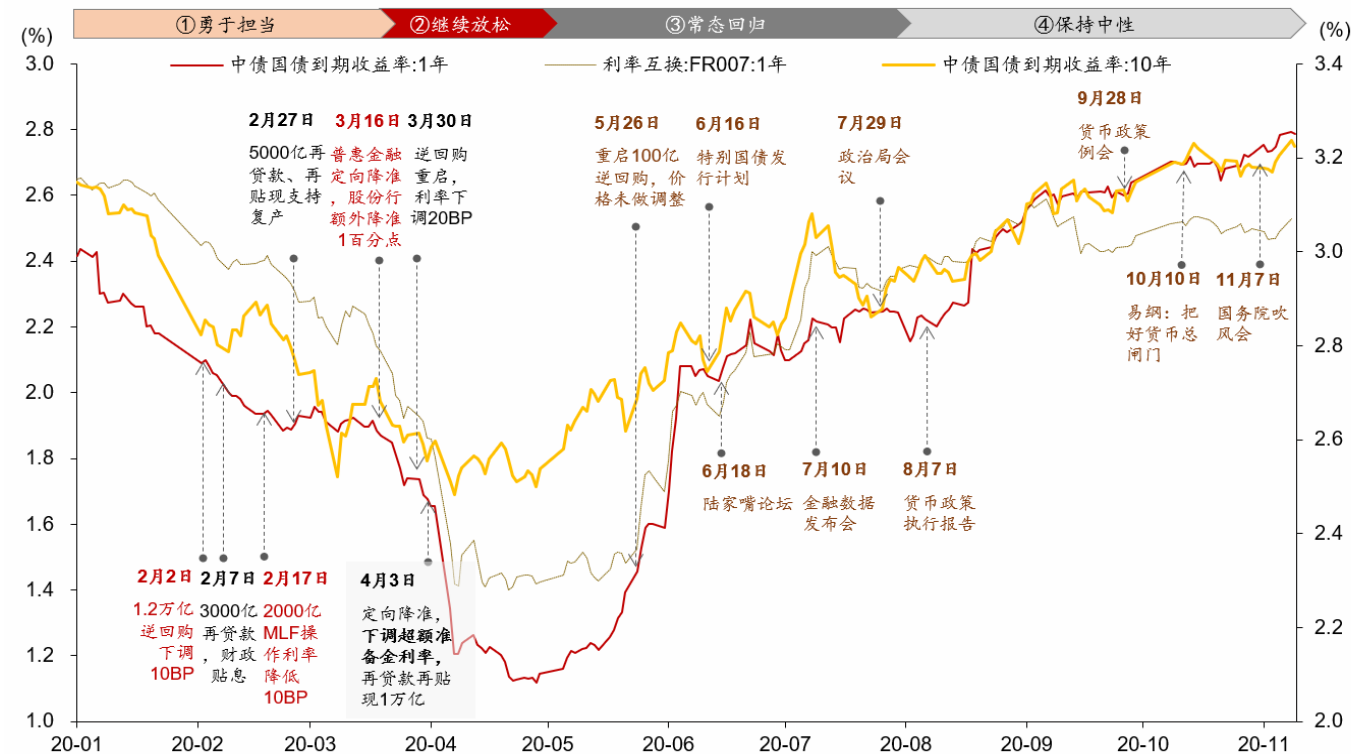
第一阶段（1 月底~3 月中）：勇于担当。疫情引发经济休克效应，需要用政策的确定性对冲疫情的不确定性。疫情暴发初期，货币政策的主要着力点在稳定市场预期，支持疫情防控工作。为防止疫情冲击向金融体系蔓延，央行在春节后首个交易日大规模投放流动性，并降低公开市场操作利率，第一时间保证银行间资金面稳定。在支持实体企业方面，央行首先通过 3000 亿专项再贷款（财政贴息 50%），对直接参与抗击疫情的企业定向投放，有力支持了医疗和生活物资保障任务。随后又增加 5000 亿元再贴现再贷款，重点用于加大对中小微企业复工复产的金融支持措施。

第二阶段（3 月中~4 月底）：继续放松。国内疫情蔓延势头得到初步控制、进入有序复工复产阶段，但海外疫情开始爆发。此时货币政策重心开始转向支持实体经济发展，灵活性明显提高。3 月 27 日政治局会议定调加大宏观政策调节和实施力度。随即货币政策就做出响应，定向降准 1 个百分点，同时将超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。4 月 20 日央行再次增加第三批 1 万亿元普惠性再贷款再贴现额度，支持银行加大对涉农、小微和民营企业的信贷投放力度。

第三阶段（5 月初-8 月初）：常态回归。国内疫情防控取得重大阶段性成果，生产生活秩序加快恢复阶段，此时利率过低带来的空转套利、房价上涨引起监管关注，货币政策开始向中性回归。5 月初北京解封两会召开日期确定，标志着疫情防控进入新阶段。5 月底 100 亿逆回购为标志，市场对流动性预期开始出现逆转，随后两会上总理指出“空转套利”问题，紧货币担忧进一步升温。直到 6 月中旬，陆家嘴论坛正式确认了货币政策转向的信号，市场对流动性预期彻底逆转。与此同时央行开始在公开市场回收流动性，资金面“由奢入俭”，快速收敛至疫情前水平。

第四阶段（8 月初至今）：保持中性。资金利率重定价完成，货币政策 DR007 正围绕 OMO 政策利率波动，处于一个央行较为合意的水平。结构性存款压降、到期量大等原因导致存单连续提价，MLF 利率成为国股行存单利率下限。在这种情况下，资金利率和短端利率波动都会减弱并有所企稳，资金面处于紧平衡状态。

图表44：今年货币政策的脉络：四个阶段



资料来源：Wind，华泰证券研究所

疫情改写市场剧本，需要用政策宽松的确定性对冲疫情的不确定性，但非常规政策需要可逆。债市年初的“剧本”是全球经济复苏、国内库存周期触底，如果不是疫情爆发，债市很可能以震荡偏弱的行情结束长达两年的债牛，而货币政策当时面临的是宏观杠杆率高企、汇率贬值和蠢蠢欲动的通胀，无疑会倾向于从“结构性宽松”中逐步退出。然而疫情的爆发重挫全球经济，推动货币政策大幅放松并催生了本轮债市行情。本质上，疫情的爆发使得宽货币的步伐被动延长，而到疫情逐步好转，经济渐进重启之后，货币政策自然会更快地退出。

从“勇于担当”到“功成身退”，货币政策危机应对模式结束，5月底开始逐步趋于常态回归。货币政策回归常态的标志性事件是5月底央行出隔夜“疑似”受到指导，5月26日央行重启100亿元逆回购宣示价格信号。直到8月份，公开市场操作结束净回笼，转为适度呵护银行间市场资金面，MLF也保持着超额续作的投放节奏；从价的层面来看，5月至今公开市场操作利率按兵不动，DR007也在6月底就回归到了7天逆回购利率附近。尽管同业存单利率仍在上行通道，但其背后是主要是结构性存款压降的结果。整体来看，货币政策已经完成了中性回归的过程，今年底到明年可能都不会有更大波动，政策重心将会逐渐转向平衡资金面、降低实体成本、稳定杠杆率等。

双支柱框架得到进一步深化

宏观审慎首次写入《人民银行法》意味着什么？今年11月《中国人民银行法》迎来十七年来首次大修，在十四五开局之际，央行最高法的修订显得尤为意义重大。本次修订对央行的职责作出了重要调整，最核心的就是从法规上明确了“货币政策目标+宏观审慎目标”的双支柱框架。事实上，早在2009年三季度货币政策执行报告，央行就首次提出“要将宏观审慎管理制度纳入宏观调控政策框架”，此后便开始了长足的探索和实践，16年正式提出MPA框架，但本次修订是将宏观审慎首次从法律上明确定位，是双支柱框架的进一步深化。

宏观审慎监管吸取了次贷危机后的教训，针对“金融稳定”目标，着眼点是金融周期和资产价格。次贷危机的教训是货币派生出来后有两个流向——实体经济或虚拟经济，而资产泡沫的危害不亚于通胀。值得注意的是，今年《商业银行法》也迎来时隔五年的首次修订。在资本与风险管理部分，新增了将央行的 MPA 纳入法律框架，确定其重要的法律地位。新增系统重要性商业银行接受人民银行并表监管，执行附加监管要求的条款。整体上都是配合央行宏观审慎监管的开展。

房地产“三道红线”、资管新规等都是宏观审慎的重要环节，央行的微观监管职能大大增强。2017 年开始，一行三会着手推进资管新规，旨在防范影子银行风险、抑制同业套利。2020 年央行牵头对房地产融资进行监管，“三道红线”标志着房地产去金融化开始。资管新规、房地产三道红线等政策其实都是宏观审慎的重要环节。这些政策在金融机构、融资主体等环节进行直接监管，从宽信用的各个环节抑制套利和杠杆，从而有效降低了系统性金融风险发生的可能。而更深远的意义在于，央行的微观监管职能大大增强，这一点也在《人民银行法》的修订意见中得以明确。

双框架更趋成熟，央行不需要像 13、17 年一样通过紧货币倒逼去杠杆。以往的教训是，矫枉容易过正，否则就不足以逆转加杠杆等趋势。2013 年 8 号文开启了对同业创新和非标的监管，“620 钱荒”成为债市走熊的触发剂，以此为转折点，金融稳定开始成为货币政策的重要目标之一。2016-2017 年银行理财等通过委外等形式继续助长了金融加杠杆行为，在此背景下央行重启 14 天逆回购，货币政策“缩短放长”，通过抬高负债成本、推出 MPA 并压缩同业理财等手段推动金融防风险、去杠杆。不难看出，13 年和 17 年货币政策的重心都是在遏制类信贷和金融杠杆膨胀，而打头阵的往往是流动性率先收紧，针对性不够强的同时容易导致超调。目前杠杆率仍是货币政策的一大约束，但与前两轮不同，央行的机构监管职能更强，政策配合性更好，单纯靠紧货币倒逼去杠杆的压力有所降低。

图表45：《中央银行法》与《商业银行法》修订内容

《商业银行法》（修改建议稿） V.S. 《商业银行法》（2015修正）	《中国人民银行法》（修订草案征求意见稿） V.S. 《中国人民银行法》（2003修正）
<ul style="list-style-type: none"> 由九章95条修改至十一章127条 完善商业银行类别，扩大立法调整范围。明确村镇银行法律地位，为未来出现的新型商业银行预留法律空间。 完善商业银行市场准入条件，增加对股东资质和禁入情形的规定。就商业银行分类准入条件作出授权性规定。就引导商业银行专业化发展、差异化风险监管要求等作出具体规定。 完善商业银行公司治理。新设第三章“商业银行的公司治理”，吸收现行监管制度中的有益做法，参考国际经验，落实商业银行公司治理要求。 强化资本与风险管理。新设第四章“资本与风险管理”，落实《巴塞尔协议III》资本监管要求，确立资本约束原则，明确宏观审慎管理与风险监管要求。 完善业务经营规则，突出金融服务实体经济。原第三章、第四章整合充实为第五章“业务经营规则”。完善商业银行业务范围与业务规则。明确区域性商业银行的本地化经营要求，推动商业银行立足当地、回归本源。尊重商业银行自主经营权和市场主体地位，减少不必要的行政约束，提升金融服务实体经济能力，删除原第三十六条借款人原则上需提供担保的规定；修改利率规定，允许双方自主约定存贷款利率；确立授信审查尽职免责制度；延长商业银行处置担保物时限要求；删除企业仅能开立一个基本账户的规定。 规范客户权益保护。新设第六章“客户权益保护”，对商业银行营销、信息披露、风险分级与适当性管理、个人信息保护、收费管理等客户保护规范作出具体规定。 健全风险处置与市场退出机制。将原第七章整合充实为第九章“风险处置与市场退出”，参考国际准则，总结我国银行业处置经验，建立风险评级和预警、早期纠正、重组、接管、破产等有序处置和退出机制，规范处置程序，严格处置条件，完善职能分工。对结算最终性、终止净额结算、过桥商业银行作出规定。 加大违法处罚力度。扩充违规处罚情形，增设对商业银行股东、实际控制人以及风险事件直接责任人员的罚则。引入限制股东权利、薪酬追索扣回等措施，强化问责追究。提高罚款上限，增强立法执行力和监管有效性。 	<ul style="list-style-type: none"> 由八章52条修改至九章73条： 对央行的职责作出了重大的调整，增加了以下几个方面的职责： 拟订金融业重大法律法规草案和制定审慎监管基本制度的职责。赋予央行金融领域的立法权和执法权。 制定和执行货币政策、信贷政策，负责宏观审慎管理； 负责金融控股公司等金融集团和系统重要性金融机构基本规则制定、监测分析与并表监管，牵头交叉性金融业务的基本规则制定和监测评估； 负责系统性金融风险防范和处置； 牵头国家金融安全工作协调机制，组织实施国家金融安全审查工作； 牵头负责重要金融基础设施建设规划并统筹实施监管； 负责金融标准化和金融科技工作，指导金融业网络安全和信息化工作，指导监督金融业关键信息基础设施安全保护工作，制定金融数据安全监管基本规则； 反恐融资； 管理征信业和信用评级业，推动建立社会信用体系； 制定金融消费者保护基本制度，牵头建立金融消费者保护协调机制。 设立国务院金融稳定发展委员会，建立金融业协调机制。国务院金融稳定发展委员会统筹协调金融改革发展和稳定工作，办公室设在中国人民银行，协调建立中央与地方金融监管、风险处置、金融消费者权益保护、信息共享等协作机制。 增加宏观审慎目标作为央行两大核心政策目标之一。 正式将数字人民币纳入法定货币形式。 增加央行监督管理措施一章，保证央行履行监管职责的合法性和有效性，赋予央行与其职责相应的执法权，提高监管效率。 货币政策工具表述修改：新增对信用社、政策性银行、开发性银行提供贷款；“中央银行基准利率”修改为“中央银行政策利率”；删除公开市场操作的对象（国债、其他政府债券和金融债券及外汇）。 大幅度加大处罚力度。

资料来源：华泰证券研究所、《中国人民银行法》及《商业银行法》征求意见稿

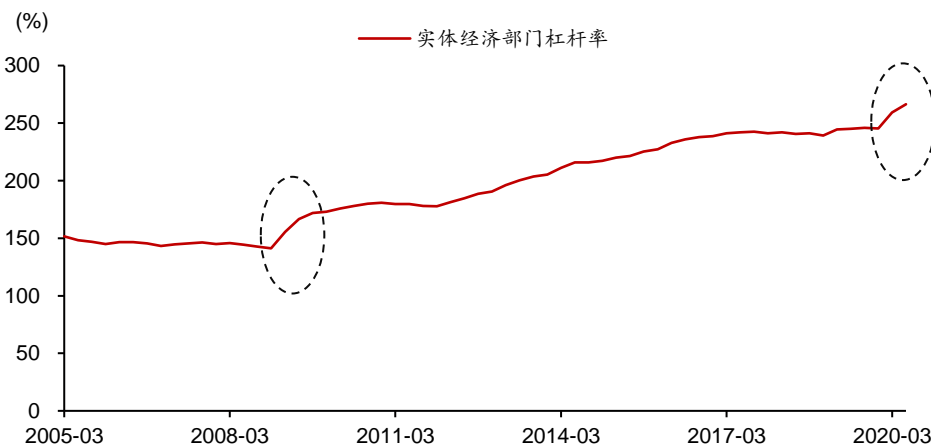
跨周期及经济修复延续之下的政策目标再平衡

四大目标仍是理解明年货币政策取向的关键。我国货币政策目标可以归纳为四个方面：经济增长、金融稳定、通货膨胀、外汇收支平衡。简单回顾历史上的货币政策目标：2013 年金融稳定是核心。2015 年实体通缩、过剩产能问题推动货币政策放松。2016 年底，金融加杠杆之后，货币政策逐步收紧，并在 2017 年掀起了同业去杠杆的大幕，金融稳定显然是核心。2018 年，金融去杠杆从同业业务向实体部门扩散，叠加贸易摩擦重创实体经济，央行开启新一轮宽松，结构性调控、相机抉择的特征更明显，并一直延续至 2019 年。2019 年一季度货币政策在经济企稳、房价上行、中美贸易判断取得进展情况下一度收紧，但随后中美贸易摩擦升级，货币政策重新回到相机抉择的框架中。如果没有新冠疫情的发生，2020 年很可能是宽货币渐进退出的剧本，毕竟 19 年底社融增速、库存周期等都出现企稳反弹的迹象，然而新冠疫情突发改写市场剧本，宽松周期被迫延长，加上疫情本身的特点，使得本轮货币政策的退出更加迅速。

今年年底至明年一季度可能会维持经济延续修复、通胀温和抬升、人民币汇率升值的状态，货币政策处于相对舒适区间。首先，社融增速还处于扩张的后期，可能要在明年二季度才会出现快速下行。基数效应之下一季度是 GDP 同比最高点，随后出现回落，但仍有望保持在 6% 以上，疫情消退后经济大概率会回到潜在产出水平。其次，通胀并非市场的主要矛盾，据我们测算，CPI 上半年因基数扰动存在冲高压力、下半年温和放缓，PPI 继续温和回升，明年年中高点或达 2% 以上，整体上通胀不会成为货币政策的制约。最后汇率方面，美国财政刺激加码+全球总需求恢复对人民币汇率偏正面，央行外汇风险准备金降至 0，乘机回归常态。整体上目前的宏观经济处于宽松后周期的“惯性阶段”，货币政策已经完成了逆周期调节的任务，经济依靠内生动力修复，不需要大规模放水；同时经济远没有达到过热，因此也没有加速收紧的紧迫感。货币政策处于相对舒适区间，维持目前状态是最好的选择。

宏观杠杆率可能成为货币政策的重要约束，但目前宏观经济尾部风险仍存，货币政策尚难将去杠杆作为重心。尽管与全球其他经济体相比，中国央行的宽松尤为克制，但降准、降息、再贷款等操作还是不可避免地带来宏观杠杆率上升的问题，相应地货币政策也要开始把握稳增长和防风险的平衡。但整体上看，目前经济还未完全恢复至疫情之前，美国大选悬而未决，全球疫情进入二次爆发，宏观经济尾部风险仍在，货币政策需要保持相对灵活性，还未到去杠杆阶段。10 月底的金融街论坛上易纲行长也指出：宏观杠杆率维持在一个合理的“轨道”上，而不是“水平”上，表明监管态度还算温和，货币政策的重心还未到去杠杆阶段。明年上半年，名义 GDP 快于社融增速，也有助于阶段性降低宏观杠杆率。因此，去杠杆是约束，但尚不是核心目标。

图表46：今年上半年宏观杠杆率抬升 21 个百分点

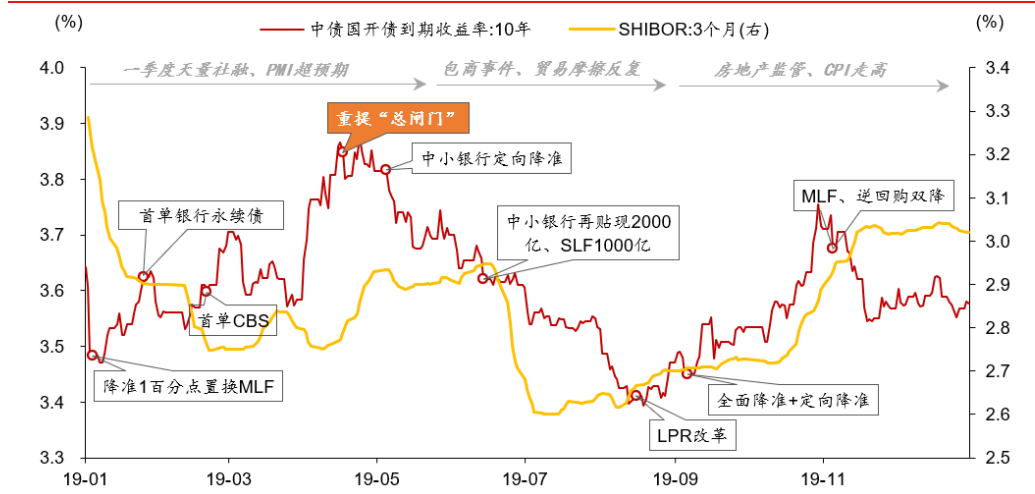


资料来源：Wind，华泰证券研究所

跨周期设计与调节意味着政策要为未来留有空间，针对短期因素但也要兼顾长期问题。“跨周期调节”的表述在今年 7 月政治局会议首次提出，宏观调控跨周期是相对于传统的逆周期调节而言的，针对短期因素但也要兼顾长期问题，不能透支未来政策空间。由于我国的宏观调控除了以财政政策和货币政策为主要手段，还要以国家发展规划为战略导向，因此货币政策除了总量适度之外，还要注重结构调整与优化。具体而言，我们认为货币政策的跨周期调节无非在于两方面：总量上的适度和结构上的优化调整。从这一点来看，明年的货币政策很难宽松。但另一方面，经济内生增长动力还在恢复过程中，中美、疫苗等不确定性仍存，小微、民营企业等仍需要支持，央行短期也不会贸然收紧。明年一季度需要观察经济修复情况、宏观杠杆率、房价等因素后进行动态调整。

整体上，明年的货币政策预计与 2019 年相似，取向回归稳健中性，相机抉择特征明显。明年货币政策的重心可能还是在稳增长，但与 2018 年和 2020 年不同，目前经济有内生性回升的动力，而且货币政策也完成了使命，“功成身退”。后续制约宽信用的堵点在于银行资本金、微观主体活力等环节，而这些问题可能更多需要改革和创新的手段解决，更需要财政政策和监管政策的配合。整体而言，明年的货币政策取向回归稳健中性，更接近于 2019 年，保持流动性的合理充裕和持续推动 LPR 改革降低实体企业成本是主要任务，而面对中美脱钩等宏观不确定性，政策相机抉择的特征会更加明显。

图表47： 2019 年货币政策相机抉择特征明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

哪些因素可能促成货币政策进一步收紧？

(1) 房价快速上涨。房地产仍是货币政策的重要约束，今年房地产融资政策收紧，但主要针对的还是房地产企业投融资，对于真正决定房价的“供需”环节，尚未有实质性的监管政策出台。在理财净值化后居民的高收益资产进一步减少，不排除资产配置向房地产倾斜的可能，从而造成房价快速上涨，届时货币政策将会面临收紧压力。

(2) 新冠疫苗效果和进展超预期，经济修复更稳固。如果新冠疫苗的效果和进展超预期，年初可以大规模量产，则疫情对经济的抑制作用将进一步淡化。如果海外经济也加快修复，则内需和外需将形成共振。考虑到各国在应对疫情时已经出台大规模的刺激政策，因此不排除经济短期过热的可能。

(3) 宏观杠杆率继续上升。本轮宏观杠杆率上升是逆周期调节的结果，并不源于空转套利，政策会有一定的容忍度。

反过来，哪些因素可能促成货币政策放松？

(1) 近日的信用风险事件持续发酵并引发流动性冲击。11 月 12 日永煤（未上市）事件持续发酵，信用事件频发且多为地方国企，引发信用债市场悲观情绪及连锁反应。以往经验来看，债务风险往往会通过债基赎回、对手方风险和质押券门槛提升等向流动性风险转化，类似 2018 年的信用违约潮和 2019 年包商事件的结合体，则货币政策有必要短期通过放松加以干预。

(2) 人民币汇率继续升值。在人民币兑美元突破 6.7 后，央行当即宣布将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调为 0，意味着央行对汇率的快速升值已经开始做出反应。如果人民币升值压力过大，央行就有可能主动或被动的通过降低中美利差等方式加以应对。

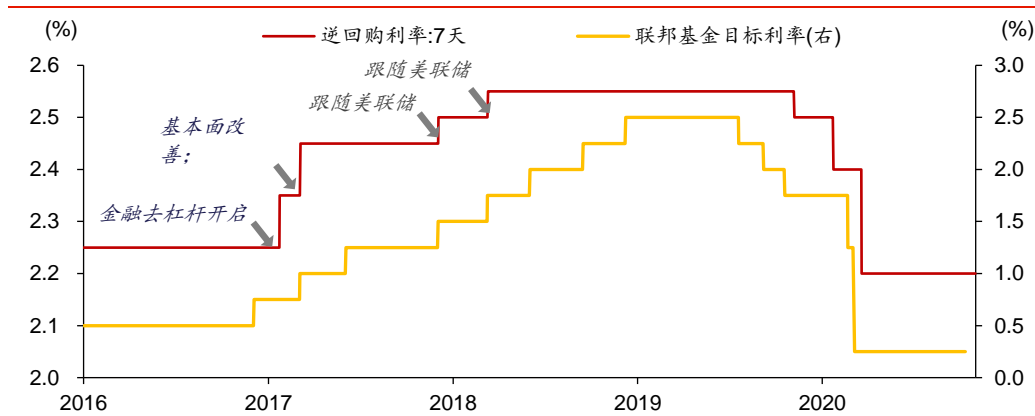
(3) 中美摩擦或疫情再现。此前拜登曾表示若当选将取消特朗普政府对中国商品加征的关税。从近期的资本市场表现来看市场似乎对民主党执政下的中美关系更为乐观。但在全球化红利消退和中国不断崛起的大背景下，中美冲突将会长期存在，只是表现形式和竞争领域有所不同，美国压制中国的思路不会因为执政党更换而改变。民主党在意识形态等方面更加咄咄逼人，对中国内政问题干涉不断，不排除引发新的冲突。

(4) 社融快速下行。货币政策回归中性和财政扩张边际放缓可预期，但社融并不只有供给因素，融资需求是否维持强劲是未知因素。此外制约明年社融增长的因素还有银行资本金不足、小微贷款延期到期带来的违约率担忧等等，加上今年高基数效应，不排除社融出现快速、大幅下行的可能，届时央行可能提升超储率水平予以对冲。

退出的方向明确，政策如何选择？

退出是方向，但节奏相机抉择，加息和升准概率都不大。自今年 5 月货币政策出现转向以来，央行在多个重要会议上提出过“非常时期的货币政策要逐步退出”。目前资金面已经回归常态，市场可能担心明年有加息等动作。我们认为，明年加息或升准的概率均不高：首先，基本面还未完全恢复至疫情之前，外需、房地产、中美关系等仍是宏观经济的“尾部风险”，降成本的压力仍存。其次，回顾历史上准备金率和政策利率的上调，都是在经济过热期，从央行的目标选择和决策机制来看，“预防式”上调的可能性也不大；最后，从历史上看公开市场操作利率与美联储联动性比较强，目前似乎还看不到美联储在明年加息的基础。

图表48： 历次加息的背景

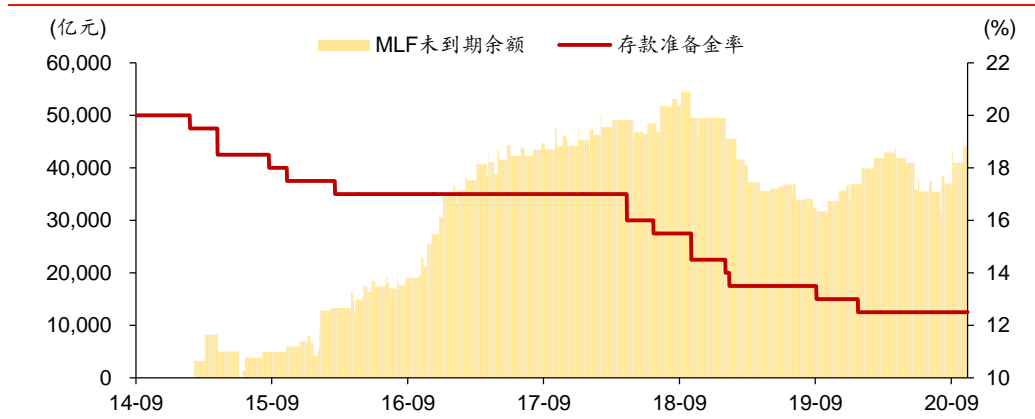


资料来源：Wind，华泰证券研究所

再贷款、再贴现和直达实体工具可能需要逐步退出。今年疫情以来我国货币政策有两个主线，第一是正常的货币政策逆周期调节，通过总量、价格、结构工具来提供对实体经济的支持，使货币信贷能够为经济复苏提供足够的支持。第二则是针对疫情出台的一些特殊的、阶段性的货币政策工具。例如用于支持医疗物资和生活物供应的 3000 亿元专项再贷款、5000 亿元支持复工复产的再贷款再贴现政策，以及 6 月 1 日出台的两项直达实体货币政策工具。这些措施都是针对疫情的特殊情况和不同的特点设计的，而当疫情结束后，这些工具自然也要退出。对于债券市场而言，这些“非常时期工具”的退出会直接导致基础货币减少，进而导致超储率降低。

从全年看不排除降准的可能，但降准更多是替代 MLF 并补充流动性的手段，信号意义或降低。我们认为明仍存在一次或一次以上降准的可能，但即便出现，也很难解读为宽货币的信号。事实上在 2018 年，央行就通过降准置换 MLF 等方式逐步实现降准对 MLF 的替代，明年一季度社融增速预计不低，仅靠每月一次的 MLF 操作可能难以补充银行对长期资金的需求。而且 MLF 如果规模过高，操作难度增大，一级交易商也会面临抵押品不足等高问题，定向降准可能再次出现。

图表49：存款准备金率与 MLF 存量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

LPR 转换工作继续推进，以改革方式降成本。今年 LPR 改革成效比较显著，据央行副行长刘国强表示，9 月份新发放普惠小微贷款平均利率为 4.92%，比上年 12 月下降 0.96 个百分点。尽管 5 月以来 LPR 利率已连续 5 个月按兵不动，但存量贷款转换的过程本身就有助于企业融资成本降低。明年降低实体经济融资成本预计仍将是核心主题。

2021 年流动性展望

银行间流动性：资金面“不缺不溢”

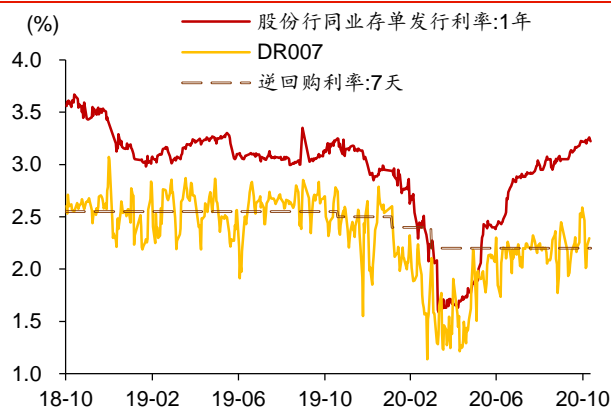
简单回顾今年流动性的几个脉络：

(1) 3-4 月份银行间极度宽松，以隔夜定价：疫情爆发后货币政策大幅宽松，回购利率不断降低，此时市场的定价基础是隔夜利率，信用利差和期限利差不断压缩。4 月初超储利率下调之后打开利率走廊下限，隔夜回购利率最低一度下行至 0.6% 以下，进一步打开了市场对于利率下行的空间判断。但事后来看，下调超储利率更核心的用意可能是降低银行放贷的机会成本，倒逼银行支持实体经济；

(2) 5 月份之后，DR 和 R 开始向逆回购利率收敛。5 月开始以 100 亿逆回购为标志，货币政策开始回归中性。随着公开市场从净投放转为净回笼，DR007 和 R007 迅速收敛至 7 天逆回购利率，隔夜回购成交金额也标志着债市杠杆快速下降，市场“由奢入俭”；

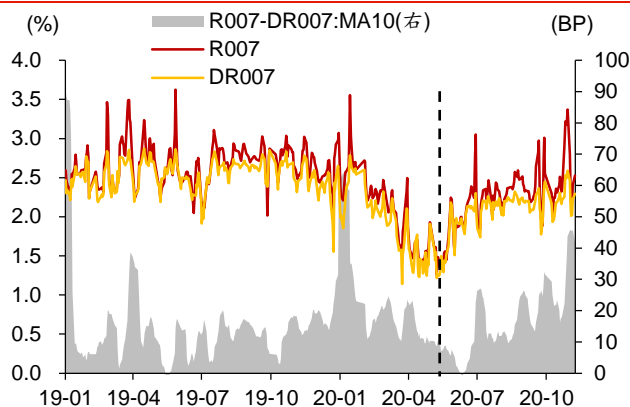
(3) 6 月份之后，DR、R 出现分化，定价逻辑转向存单。6 月初，DR007 已经路上行至 2.2% 左右，与 7 天逆回购相持平，随后 DR007 一直在政策利率附近波动，处于相对合意的水平。但存单利率却持续上行，成为中长端利率的重要制约。与此同时 DR 与 R 之间的利差也不断增大。而之所以出现这样的现象主要是由于 5 月以来结构性存款不断压降，银行负债稳定性大幅下降，只能通过发行存单、减少融出的方式稳定负债端。

图表50: DR007、逆回购利率与存单利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

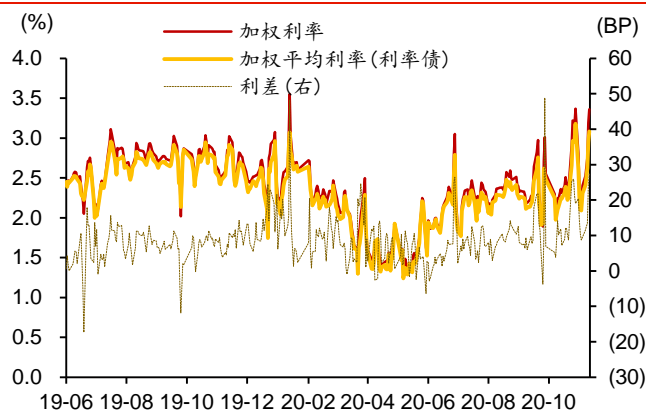
图表51: R007 与 DR007 利差也随资金面收敛走扩



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

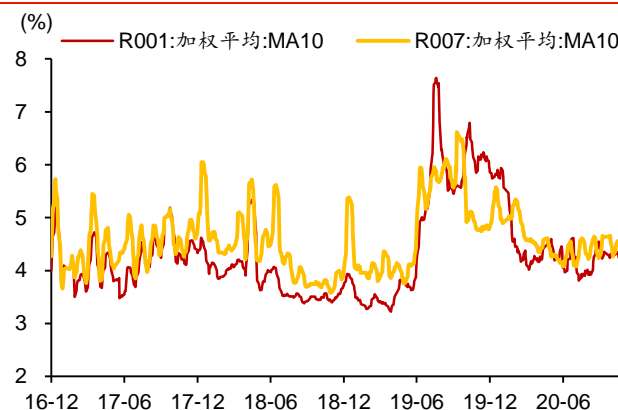
(4) 11 月份信用违约事件发酵可能加剧资金面的分层。6 月份以来资金面分层现象开始出现, R 与 DR 利差明显拉大, 根源在于货币政策收敛、结构性存款压降等导致商业银行开始面临缺存款、缺指标(流动性指标)等问题。而近期信用风险事件频发, 引发信用债市场悲观情绪, 信用债短期质押困难导致非银机构资金面紧张, 进一步加剧资金面分层现象。若悲观情绪继续蔓延, 则不排除出现类似去年 6 月份包商(未上市)事件下流动性梗阻等现象的可能。

图表52: R007 与利率债融资利差拉大



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

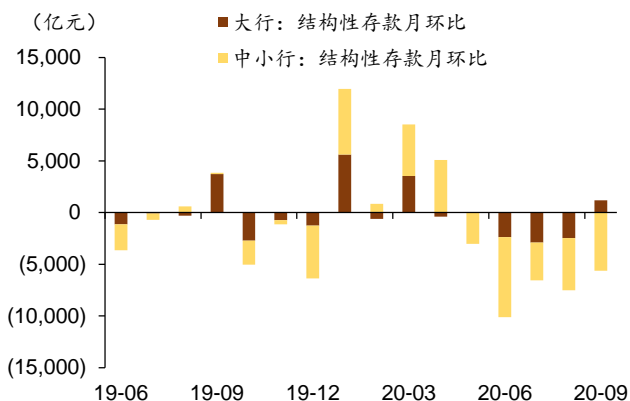
图表53: 包商事件影响下, 上交所协议式回购利率快速上行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

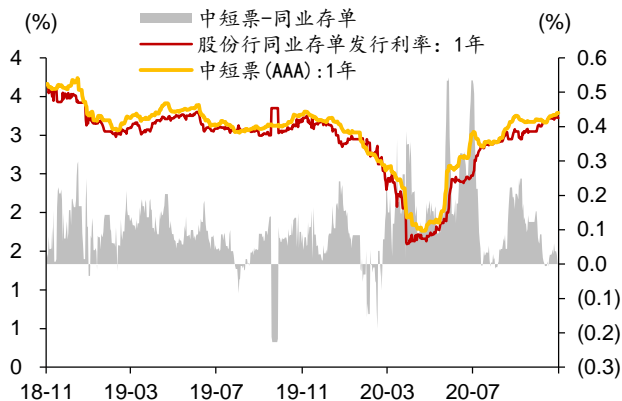
存单利率已经接近顶部区域, 是债市关键制约因素, 明年二季度债市定价逻辑或将切换至回购利率。目前 1 年期国股行同业存单发行利率在 3.2% 以上, 对债市利率下行起到了很大的制约作用。但我们认为可能已经到偏极限水平, 一方面国股行存单利率已经超过 MLF 利率 25bp, 另一方面即便不考虑资本占用和质押融资能力, 利率也开始高于短融。鉴于股份制行仍面临结构性存款压降、流动性指标等压力, 四季度到明年上半年存单利率大概率会在高位震荡。但从全年看, 一旦资金稳定性好转, 届时债市定价逻辑将会从存单重新回到回购利率。

图表54： 5 月开始结构性存款持续收缩，尤以中小行为主



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表55： 同业存单与利率债、信用债对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

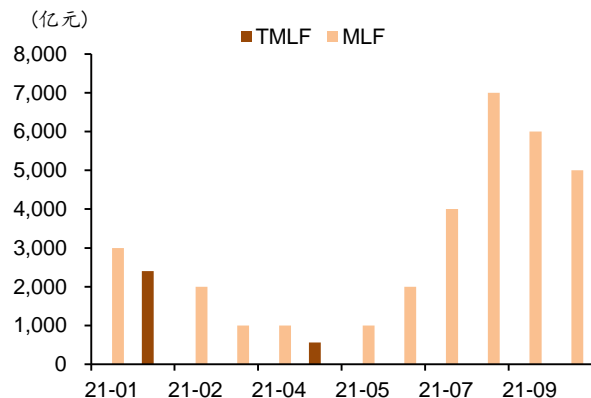
目前货币政策的基调仍中性，资金面整体保持“不缺不溢”，但收紧的概率仍略大于重新放松。在今年10月金融街论坛上，易纲行长指出“既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来”，我们认为这是未来一段时期内资金面最佳概括。这意味着短期内很难看到大规模的宽松政策，中性回归的步伐还要在一定时期内延续，但对于降低融资成本、中小企业融资等薄弱环节的支持方面还要保持相对灵活性。

（1）逆回购操作仍是熨平短期波动的主要手段，回购利率预计维持稳定。今年下半年国债和地方债发行规模较大，市场曾一度预期央行会通过降准进行对冲，但实际央行主要采取了逆回购等短期手段调节资金面。我们认为逆回购操作将会进一步常态化，一方面逆回购更为灵活，可以配合财政资金的收支节奏，另一方面也可以增强央行对短端资金的调控能力，从而使资金利率围绕政策利率平稳波动。

（2）MLF到期时点平滑，资金面集中性风险降低，长期资金利率有望企稳。今年公开市场操作的另一大特征是MLF操作日期统一为每月15号，这也意味着明年的MLF到期分布会比较平均，不会存在个别时点叠加缴税对资金面造成显著冲击的情况。而在结构性存款压降完成之后，MLF对银行负债成本的牵引作用无疑会更强，长期资金成本也有望企稳。

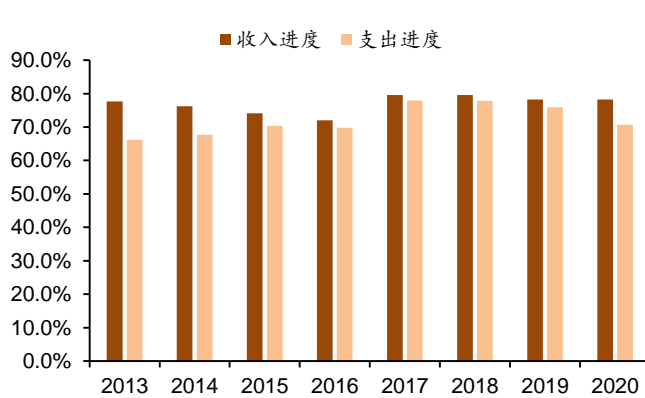
（3）财政存款扰动有所减弱？今年政府类债券发行量大，但财政支出进度偏慢，年初截至9月财政支出累计同比增速仅为-1.90%，远未达到3.76%的年度支出增速预算目标，对资金面扰动影响大。明年财政常态回归，财政存款扰动可能稍有好转。

图表56： 2021 年 MLF 到期时点分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表57： 1-9 月财政支出和收入进度



资料来源：Wind，华泰证券研究所

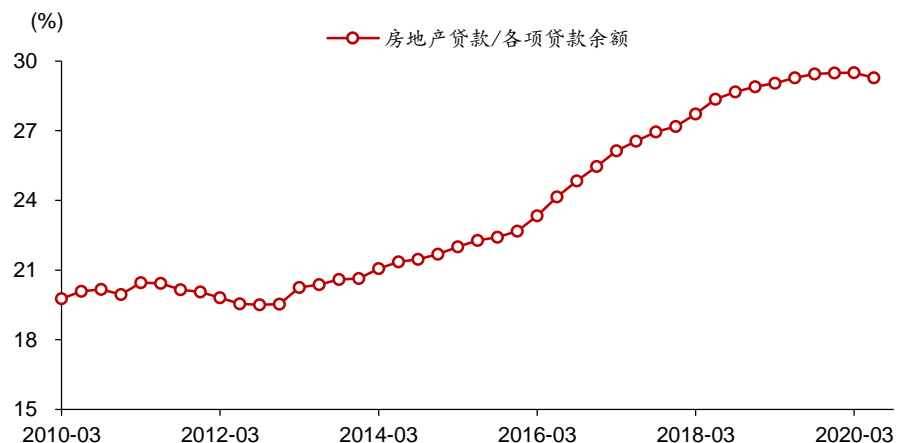
实体流动性：政策退潮下提防信用收缩

量的层面，我们预测明年社融规模或下降至 33 万亿左右，社融增速预测 11.2% 左右，较今年下降近 2.5 个百分点。主要基于以下几点逻辑判断：

首先，随着疫情和经济好转，明年大规模财政刺激的必要性本身在下降，加之主权评级等顾虑，明年政府信用扩张大概率将放缓。第一，明年赤字率是政府面临的显性约束，财政赤字率大概率从 3.6% 向 3.0% 回归，特别国债规模也有可能大幅降低甚至取消。第二，政府性基金的收入规模约束发行专项债的空间（专项债额度分配与政府性基金收入挂钩，主要是约束地方债务风险问题），今年专项债发行规模大幅增加，导致未来还款压力比较大，明年地方专项债额度预计也将有明显减少。第三，专项债募集资金的支出节奏主要根据项目建设周期而定，今年发债融入的资金尚未完全使用，所以也不存在明年债券资金减少导致项目缺钱烂尾的情况。

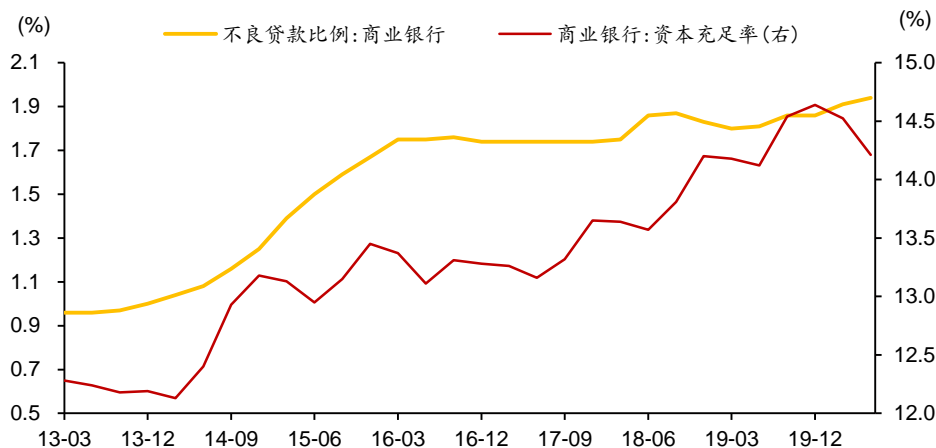
其次，房地产去金融化导向，房地产链条信用扩张将放缓。房地产是疫情以后经济修复的重要推动力，甚至一度出现局部过热的情况。而今年下半年以来房地产政策明显收紧，“三条红线”标志着房地产去金融化的开始。若限制了房地产融资增长，首先是遏制了两大加杠杆主体——房企与居民；其次，地产相关产业需求难免受波及，其融资需求也或主动收缩；再次，房产与地产价值趋于稳定，作为抵押物的信用放大效应也会弱化。与信用收缩相对应，经济也难免承压。房地产市场走弱会对企业中长期贷款和居民中长期贷款形成一定拖累，从而导致社融增速承压。当然从长远角度看，房地产去金融化是从供给侧改革、再到双循环发展格局必须迈出的重要一步。

图表58： 房地产贷款占比接近 30%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三，商业银行正在面临资本金约束、缺存款问题，信贷展期三月底到期。今年以来，银保监会对拨备覆盖率等监管指标要求进行了审慎下调，商业银行的不良资产处置进度有所加快。然而，在加大信贷投放支持实体企业以及向实体经济让利的政策目标下，未来不良贷款上升压力仍然较大，商业银行需要为长期资产质量做好准备，其有补充一二级资本的需求。但明年永续债发行难度或较大，主要源于在落实资管新规净值化转型与非标压降等要求的过程中，会计处理和期限匹配难题难以解决，理财承接永续债的能力大为下降。此外，货币政策大概率维持中性偏紧的状态，流动性很难回到今年上半年的宽松水平，总量的收缩意味着银行对负债的争夺力度依然会很大，从而制约信贷投放能力。而诸多信贷都展期到明年三月底，坏账等风险会不会暴露值得关注。

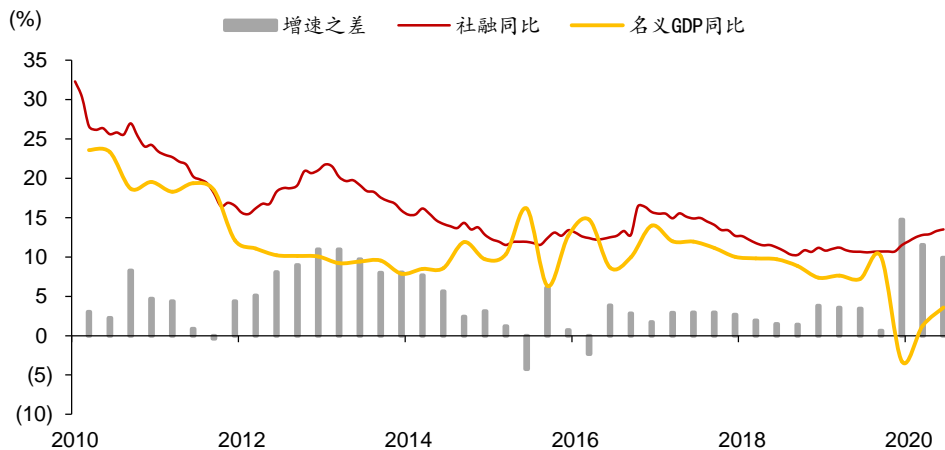
图表59：今年上半年商业银行不良贷款率上升，资本充足率下降

资料来源：Wind，华泰证券研究所

第四，近期信用风险事件的发酵也会产生信用收缩效应。近期信用事件频发，且多为地方国企，尤其是 11 月 12 日永煤事件持续发酵，引发信用债市场悲观情绪及连锁反应，包括基金产品净值大跌甚至面临赎回压力、部分信用债被一刀切、债券市场融资受阻等。后续在监管层介入、货币政策等呵护下，悲观情绪有望缓解，但是本次事件的影响可能持续较长时间。尤其是信用债定价体系恐面临重估压力，企业融资成本尤其是信用债融资成本可能面临上升压力，这也会对明年的信用扩张产生一定拖累。

资本市场流动性：关注宏观流动性及解禁压力

信用扩张速度放缓，整体宏观流动性环境弱化。今年的主题是全球流动性充裕之下寻找相对确定性资产，而明年主题很可能是宽松政策集体退潮，信用扩张放缓。上半年疫情冲击之下，融资条件宽松导致资金面明显好转，并向股市等资产溢出。明年经济修复，而融资条件回归常态，宏观流动性状况转弱。对各类资产而言，宏观流动性收紧都不是一个友好的信号，但如前所述，中国的货币政策退出已经基本完成，社融增长放缓但没有断崖式下行风险，宏观流动性对股市不会形成明显拖累，预计资金面将会继续表现为存量博弈特征。

图表60：社融-名义 GDP

资料来源：Wind，华泰证券研究所

人民币升值与对外开放不断推进，外资流入仍是积极因素。今年疫情爆发以来，中国疫情控制得力，生产生活率先恢复，人民币兑美元汇率不断升值。展望明年，美国财政刺激+疫苗等有望带动美国经济修复，但民主党上台后中美贸易关系可能有所缓和，中国经济增速不弱，人民币汇率有望继续升值，中美利差也大概率维持在高位，有助于吸引外资流入。此外，2018 年以来，我国资本市场对外开放呈现加速的态势，一方面不断放宽外资投资中国资本市场的门槛，另一方面中国股票和债券相继被纳入主要国际指数，预计明年资本市场对外开放的步伐会进一步加快，从而带来更多被动配置资金。

房地产去金融化导致高收益资产减少，理财净值化改造进入收官之年，有利于降低权益市场的机会成本。地产和城投过去为市场提供了大量的高收益资产（非标等），但今年房地产“三道红线”规则从资金需求端约束了房企增加有息债务，是从源头上限制高收益资产创造的规模与速度，这也将会加剧资产荒问题。这种情况下，保险及银行理财等或需要调整资产配置方向，其中保险等存在加大权益和超长利率债配置的诉求，理财有压力尝试“固收+”策略。而明年还是资管新规过渡期的最后一年，理财等产品在收益率降低的同时还要加紧净值化，可能会降低客户对理财产品的认可度，从而有利于降低权益市场机会成本。当然，长期看，REITs 等资产能否补齐空白值得关注。

股市 IPO 加速和和解禁潮可能是股市流动性的最大利空。首先，全面注册制改革仍将稳步推进，明年 IPO 节奏大概率还会加速。2020 年 9 月以来，金融委、证监会等部门已经多次提及全面推行注册制以继续提升直接融资比例。创业板已经试行，预计这种导向不会改变，明年 IPO 继续加速是大概率事件。其次，今年再融资放宽及下半年的大盘 IPO 都会在明年转化为解禁压力，尤其是 6 月、10 月、11 月、12 月可能会连续出现解禁高峰。其中 TMT、医药、电新等新经济板块的解禁压力将最为集中。总之，至少目前来看，供给冲击将是明年股市较为明确的压制因素。

供求分析：供求矛盾有所改善

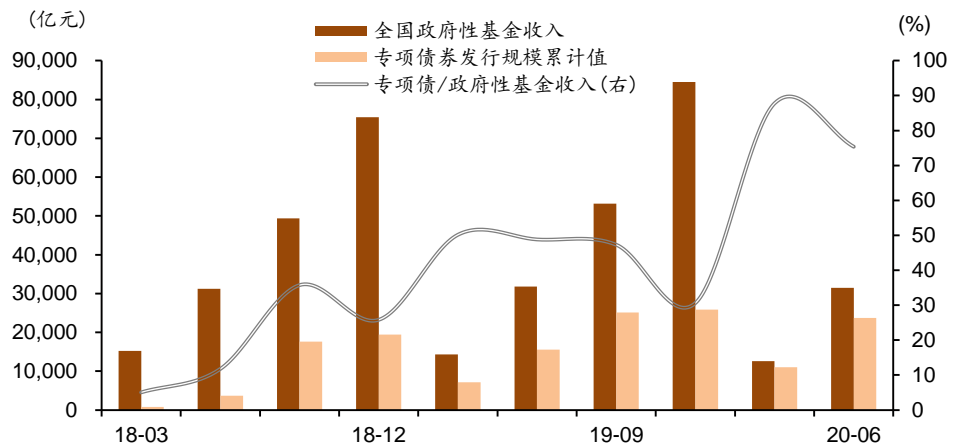
债券供给：财政扩张放缓，利率债供给缩量

2020 年面对新冠疫情的冲击，积极财政政策发力明显，其中赤字率首次提升至 3.6% 以上，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。而伴随着疫情和经济好转，明年大规模财政刺激的必要性本身在下降，加之主权评级等顾虑，明年政府信用扩张大概率将放缓。

第一，明年赤字率是政府面临的显性约束，财政赤字率大概率从 3.6% 向 3.0% 回归，特别国债规模也有可能大幅降低甚至取消。

第二，政府性基金的收入规模约束发行专项债的空间（专项债额度分配与政府性基金收入挂钩，主要是约束地方债务风险问题），今年专项债发行规模大幅增加，导致未来还款压力比较大，明年地方专项债额度预计也将有明显减少。

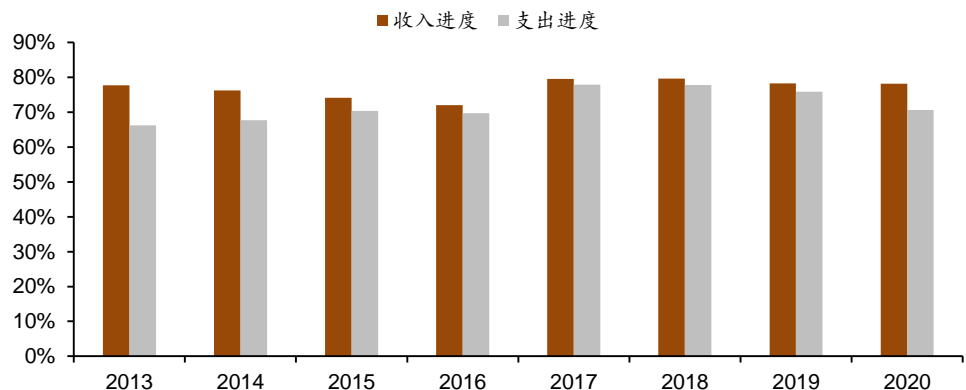
图表 61：专项债在政府基金收入占比不断提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三，2020 年公共财政支出和政府性基金支出预算分别为 24.785 万亿和 12.6124 万亿，其中前三季度公共财政支出和政府性基金支出分别达到预算安排的 71% 和 62%，四季度财政净支出空间达到 5.5 万亿。反映财政预算空间较为充足，这导致明年继续扩大赤字规模和预算空间的必要性有所下降。

图表 62：2020 年 1-9 月财政支出进度明显偏慢

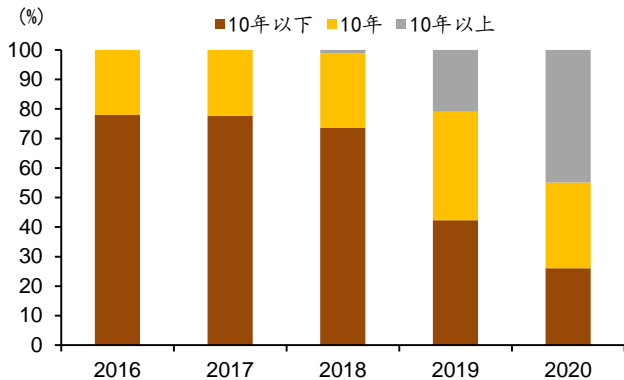


资料来源：Wind，华泰证券研究所

总量上，中性预测下，我们预计明年政府债券净供给规模可能下降至 6.6 万亿左右，相比今年减少近 2 万亿。

而从结构上看，明年超长期限地方债供给规模可能下降。今年地方债的发行期限大幅拉长，10 年及以上期限一般债和专项债占比分别高达 74% 和 85%，而到了明年我们预计长期限地方债占比会明显降低。首先，财政部在《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》中提及，10 年以上（不含 10 年）新增一般债券发行规模应当控制在当年新增一般债券发行总额的 30% 以下（含 30%）。其次，2021 年利率中枢预计高于今年，降低长期限地方债比例有助于降低融资成本。结合前文对新增一般债和专项债规模的测算，我们预计 2021 年长期限一般债和专项债的规模较今年有明显减少。

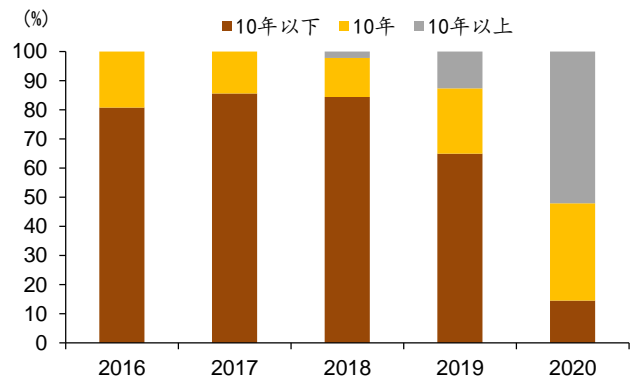
图表 63： 新增一般债中长期限地方债占比变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：2020 年数据截止 10 月底

图表 64： 新增专项债中长期限地方债占比变化



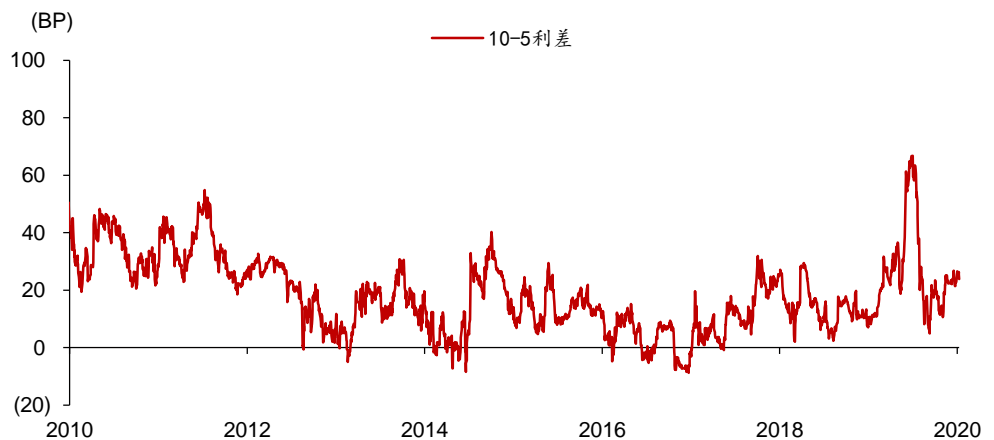
资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：2020 年数据截止 10 月底

投资者行为：利率需求力量或强于信用

2020 年投资者行为经历了做陡曲线与供求矛盾两个阶段。3-4 月份，受极度宽松货币政策以及外资增持影响，收益率曲线大幅陡峭化，做陡曲线成为诸多投资者的操作策略，5 年国债利率大幅下行至 1.8% 的历史最低位，10 年国债下行相对克制，10 年与 5 年国债利差最高上行至 75BP。而 5 月份之后，伴随着货币政策收敛以及财政政策开始发力，流动性预期发生根本性逆转，收益率曲线从“牛陡”转向“熊平”。尤其是 7 月份之后，信贷扩张放缓、结构性存款压降等导致商业银行开始面临缺存款问题，供求矛盾一度成为债市的核心逻辑。9 月 3 日，5 年与 10 年国债利差最低仅 2BP，表明市场的流动性悲观预期和供求矛盾演绎到极致。

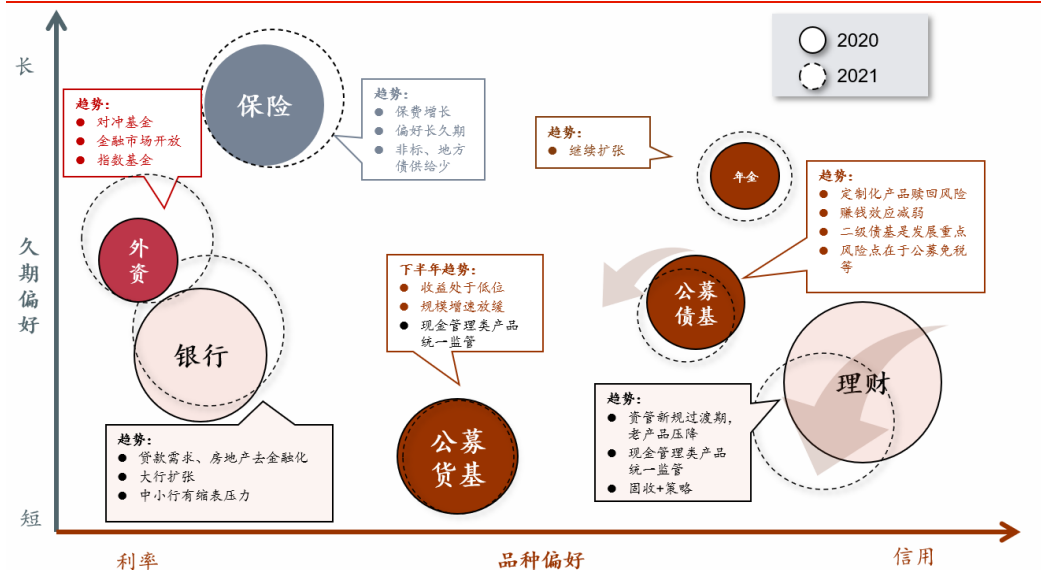
图表 65： 10 年与 5 年国债利差大幅走阔后极度平坦



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2021 年供求矛盾预计有所缓解，利率债供给压力相比今年将有所降低，而利率债需求力量会有边际改善。

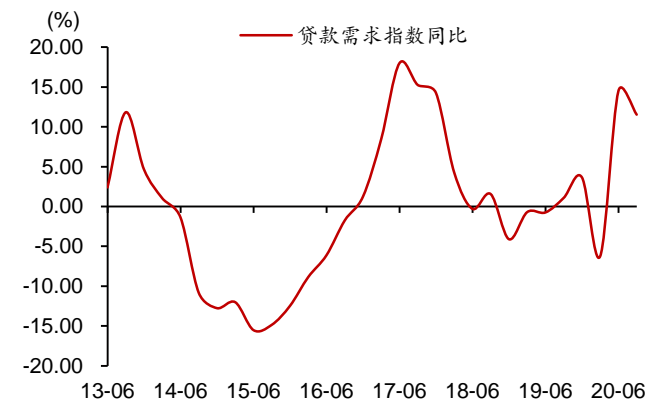
图表66： 2021 年投资者行为变化趋势



资料来源：华泰证券研究所

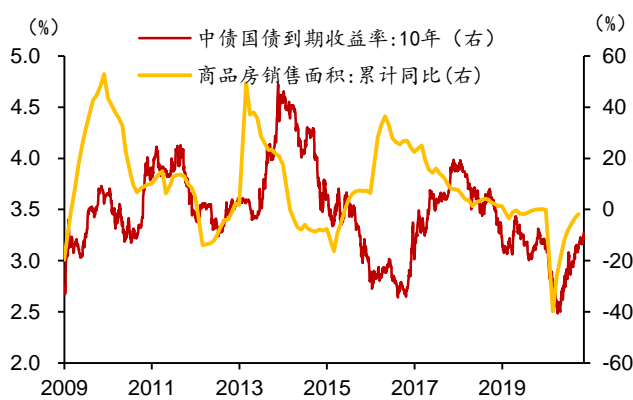
首先，银行自营方面，关注实体融资需求变化，房地产去金融化、政府类信用收缩是**有利因素**。今年下半年以来，伴随着疫情和经济逐步修复、融资成本大幅降低，实体融资需求较为强劲，企业和居民中长期贷款增长较快。明年上半年，出口、制造业预计增长强劲，实体融资需求预计仍处于高位，这不利于银行自营对债券的配置。不过如果明年二季度到下半年，房地产去金融化政策下房企、居民融资走弱，政府类信用扩张减弱，如果叠加央行货币政策适度放松，届时有利于银行表内对债券的增持。

图表67： 实体融资需求仍较为强劲



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表68： 房地产销量与十年国债利率



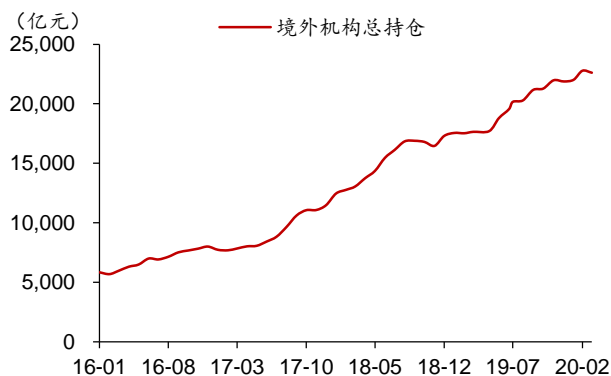
资料来源：Wind，华泰证券研究所

对于大行而言，明年资产扩张预计仍不弱，但地方债对国债配置的挤压会大为缓解，表内存款成本也有望缓解。从去年开始，大行面临各种小微、民企等考核指标，大量抢夺小行项目，加上今年下半年以来实体经济明显修复，实体信贷需求强劲，因此大行的信贷增长情况良好。而地方债、特别国债等供给旺盛，远超年初列支计划，债券被动增持压力较大。不过，明年财政扩张放缓，地方债对国债配置的挤压会有所缓解。此外，值得关注的是，在经历了今年的宽松货币政策以及结构性存款监管之后，大行表内存款成本出现了较为明显的下行，这有利于明年银行自营增加对利率债的持仓。

对于中小行而言，缺资产与负债压力同时存在。中小行的处境较为尴尬，一方面，中小行信贷资源缺乏，小微、民企信贷项目也被大行抢夺，加剧了中小行缺资产的问题。尤其是农商行等对债券投资具有较强需求，摊余成本法债基对中小行具有较强吸引力。另一方面，结构性存款监管导致中小行面临存款流失的风险，好在今年底结构性存款压降进入尾声。

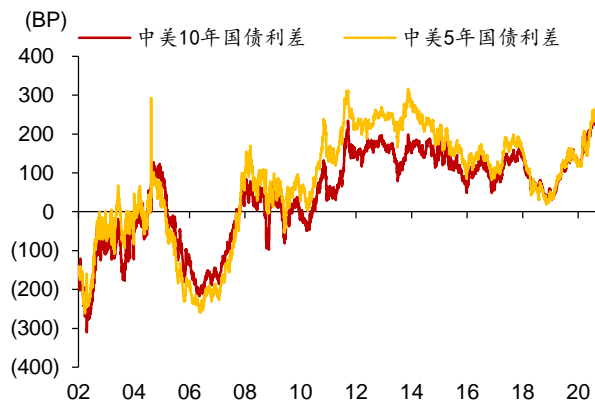
其次，外资对中国债券仍有增持空间，明年关注中国债券纳入富时罗素指数的影响。2020 年初以来，外资对中国债券的增持力度达到近几年新高，前九个月外资增持幅度超过 7500 亿元，这主要源于中美利差维持高位、人民币快速升值以及中国债市持续对外开放。我们对明年境外机构增持中国债券仍持乐观态度。首先，“双循环”战略之下，中国金融市场对外开放与人民币的跨境支付结算将持续推进，这有利于外资持续增加对中国债券的配置。其次，明年 10 月份中国债券将开始正式纳入富时罗素指数，分 12 个月进行。完全纳入后，中国债券的指数权重可能达到 5.7%，WGBI 的跟踪资金规模约为 2.5 万亿-3 万亿美元，纳入 WGBI 将吸引 1400 亿-1700 亿美元外资流入。

图表69： 2020 年外资加快增持中国债券



资料来源：Wind，华泰证券研究所

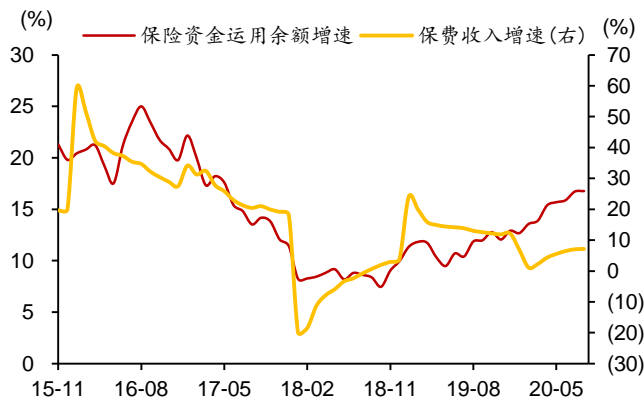
图表70： 五年和十年期中美利差处于历史最高水平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

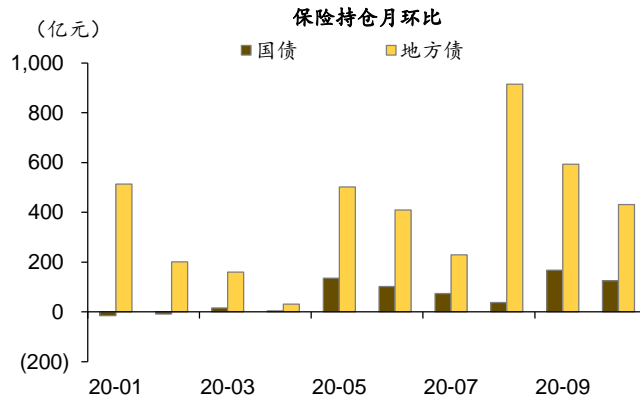
第三，保险机构保费增长将修复，“开门红”对超长利率债有较好需求。今年受疫情冲击，保险机构线下展业受阻，导致保险增长较为缓慢。我们预计明年初，保险机构“开门红”的诉求较为强烈。且今年的部分保费也预留到“开门红”进行释放，届时保险机构的保费配置需求将较为强烈。同时，保险机构资产端久期短于负债端久期，对于长久期资产的需求将有所上升，而明年地方债等供给减少，长周期地方债占比可能也会下降，因此保险机构对超长利率债预计有较好需求。

图表71： 保险保费收入缓慢恢复



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表72： 保险机构大幅增配地方债，少配国债



资料来源：Wind，华泰证券研究所

不过 2021 年债券需求端的风险仍值得警惕，尤其是信用债。第一，资管新规过渡期延长到明年底，明年理财的整改压力仍不容忽视。明年是资管新规过渡期最后一年，当前存量理财产品整改压力仍大，不少商业银行选择提前终止产品以应对监管与盈利压力。对于国有大行而言，由于子公司成立较早等因素，整改节奏相对较高，不过受历史包袱较重（比如非上市股权、长期非标、永续债）影响，明年的整改压力较大。对于股份制行而言，其压降整改形势更为严峻，受穿透管理影响，理财委外账户在投资范围、品种等方面需要做出诸多调整。总体而言，此前理财凭借资金池和预期收益特征长期作为债市的稳定器，而随着过渡期的整改压降以及净值化转型，未来反而可能给债市带来重大的不确定性。受监管影响，债市的信用利差、期限利差以及评级间利差都面临潜在的理财需求冲击，信用债品种尤甚。

第二，现金管理类理财管理办法明年预计也将出台。2019 年末，现金管理类理财规模为 4.16 万亿，占净值化产品规模的 41%，投资范围相对较为宽泛。而根据此前人民银行与银保监会发布的《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》，未来现金管理类理财的监管力度将明显趋严，不论是投资范围，还是组合期限、流动性与杠杆要求，均参考货基进行监管，这将对现金管理类理财规模带来明显的冲击。若严格按照《征求意见稿》要求进行整改，那么非标、长久期信用债、利率债、二级资本债等资产的投资都将受到严格限制，现金管理类理财只能更多地转向配置存款、货币市场工具、存单以及短久期债券等资产，此时中短端品种债券的需求扰动必然会有所加剧，同时现金管理类理财产品收益率的下行自然也不可避免。

在《征求意见稿》中，过渡期截止日设置为 2020 年底，预计正式办法对于过渡期的设置将与资管新规趋同，调整为 2021 年底。由于产品的整改需要预留一定的时间，因此预计监管部门会加快步伐出台正式办法，届时随着监管的靴子落地，现金管理产品的转型将加剧债券市场的需求扰动。

第三，国企信仰破灭之后，信用债需求力量萎缩、收益率要求抬升。近期的信用违约事件如果不能得到妥善解决，无疑将导致信用债需求力量萎缩，地方国企、相关行业信用债信用利差的整体抬高。

2021 年利率债展望：转机可期，伺机而动

当前估值与位置

绝对收益率水平：达到 2019 年四季度“锚”，历史水平的可比性不高。经过近半年的调整，债市当前绝对利率水平已经回归至历史 25%分位左右，但时过境迁，可比性不强。2019 年四季度仍是重要的“锚”，与当时相比，目前仍有三个因素对债市更为有利（基本面、政策利率与中美利差）。长期看，随着经济向潜在增速回归，利率中枢或难以进一步上移。

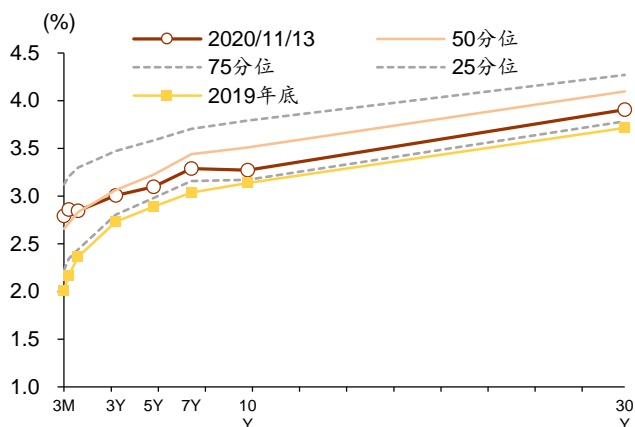
息差：回升至中性偏高水平，但资金稳定性不高。短端利率维持稳定，信用债等息差水平有所回升，尤其是存单-回购利率的套息机会增强，但考虑资金稳定性不高，杠杆操作的实际仍需要等待；

期限利差：收益率平坦化，中短端相对价值稍好。长端（5 年及以上）已经处于历史较低水平，而中短端（5 年以下）相对偏高，导致收益率曲线较为平坦；

信用利差：处于历史低位。信用债市场分化依旧明显，如果考虑增值税因素，目前中高等级信用利差处于历史底部，相对性价比较差；

相对价值：相对海外市场仍有吸引力，相对股市基本平衡。中美利差处在近 20 年高位，考虑到对冲成本之后，中国债市较海外债市仍具备吸引力。从沪深 300 股息率/10 年期国债收益率来看，股债性价比已经从 5 年滚动中位数水平向偏债倾斜，但整体处于平衡状态。

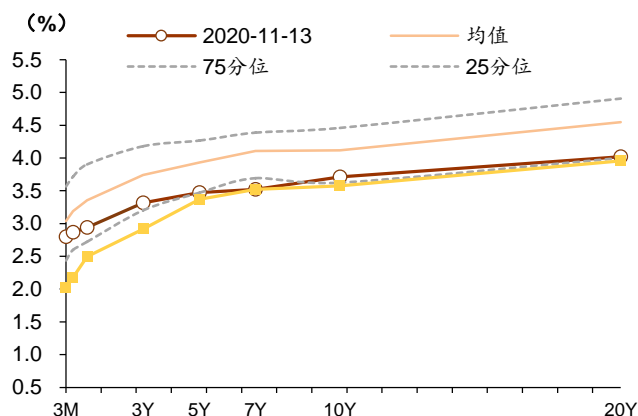
图表 73： 相对 2007 年以来历史水平，中短端国债安全边际有所修复



注：数据截至 2019 年 11 月 15 日。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

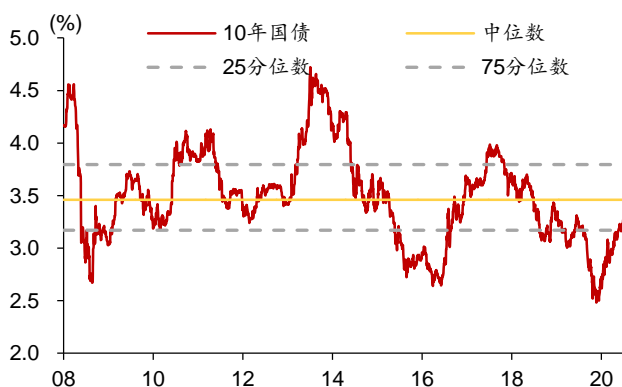
图表 74： 国开债收益率水平仍然较低



注：数据截至 2019 年 11 月 15 日。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 75： 10 年期国债收益率较低点回升，但仍在历史 25 分位数以下



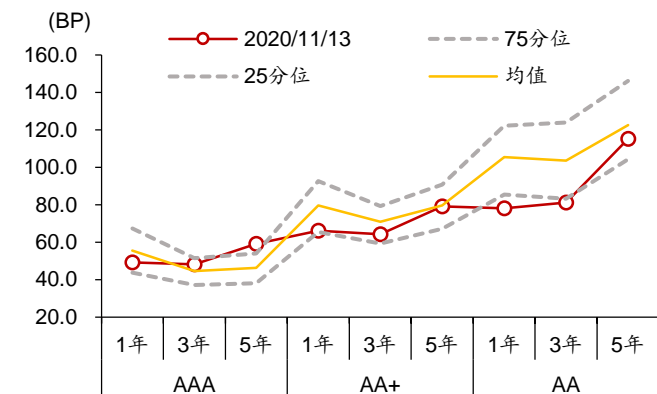
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 76： 1 年期国债收益率接近历史中位数水平



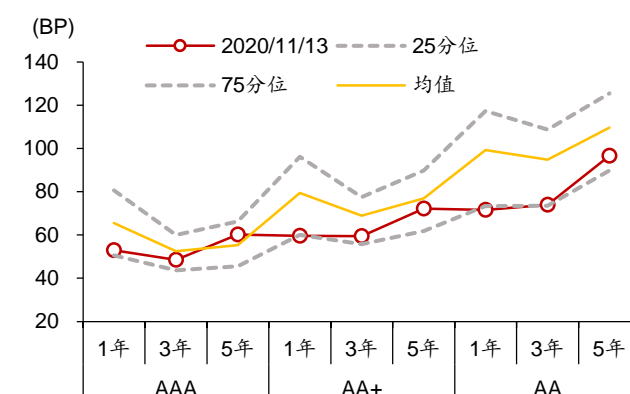
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表77： 相对 2015 年以来历史水平，中票-国开利差偏低



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表78： 城投-国开利差结论与中票基本类似



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表79： 沪深 300 股息率/10 年期国债收益率接近 5 年滚动中位数



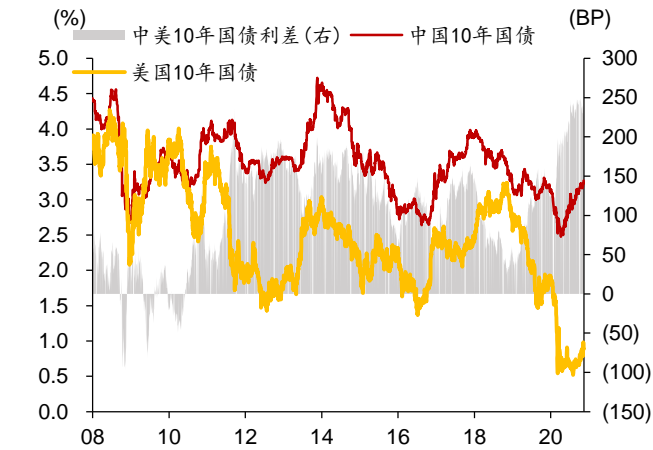
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表80： 沪深 300PE(TTM)倒数与国开利差也接近中性水平



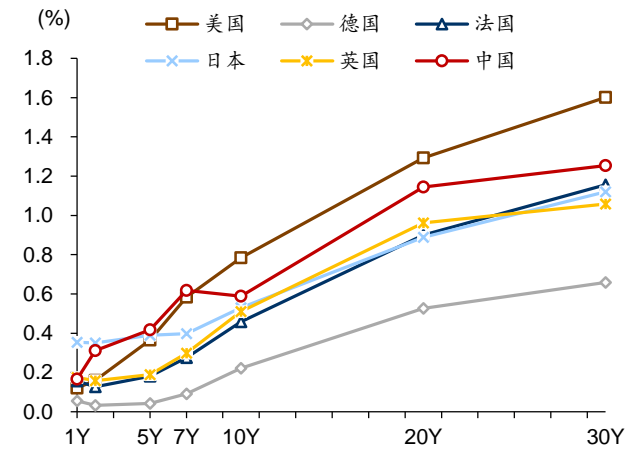
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表81： 中美利差处在近 20 年高位



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表82： 美元计价的各国国债收益率曲线（使用 1 年期外汇掉期对冲）



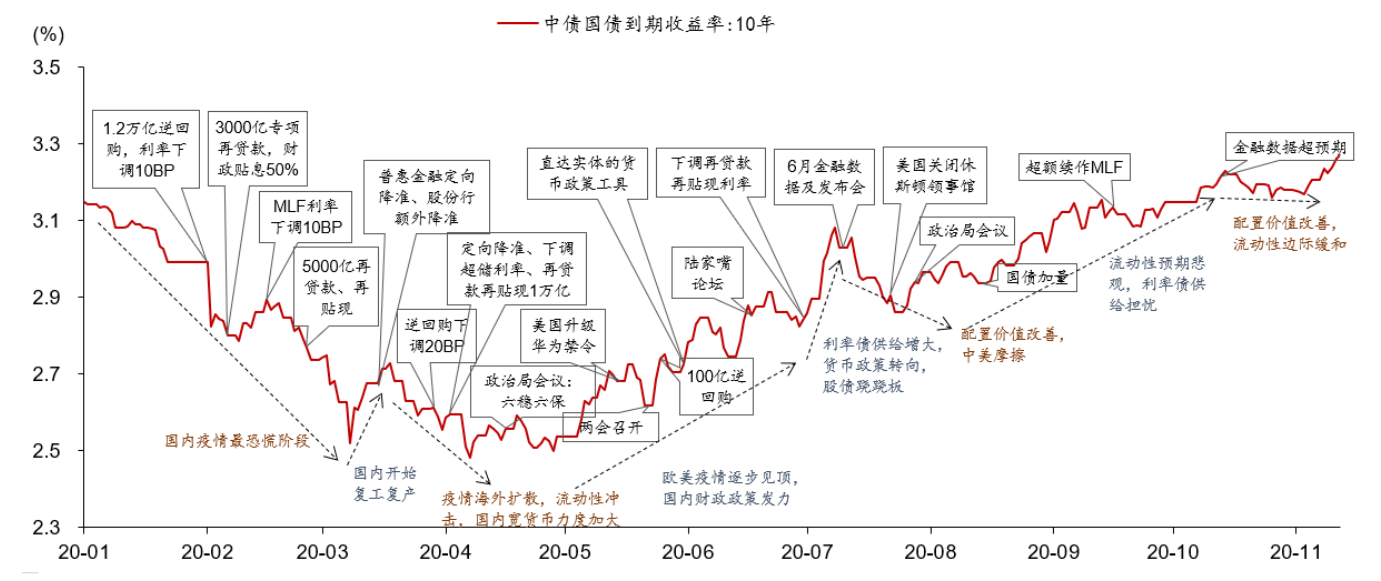
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

尚欠火候，但转机可期

债市熊转牛拐点仍需等待

本轮债市调整始于今年 5 月份，根源在于国内疫情逐步得到控制，基本面进入渐进修复趋势，同时货币政策转为中性引发债市重定价，而财政政策发力、供求矛盾放大了债市的调整幅度。目前收益率曲线已经回到接近去年四季度高点的水平，债市基本完成对基本面和资金利率的重定价。今年四季度债市也出现了一轮不小的交易性行情，那么本轮债市趋势是否已经出现逆转？

图83：2020 年十年国债利率走势回顾



资料来源：Wind，华泰证券研究所

首先，从历轮债券熊市的对比来看，本轮债券熊市在时间和空间上看似还欠点火候。从幅度来看，本轮债券熊市中，1年和3年国债利率调整幅度已经非常接近前几轮熊市，但是7年和10年调整幅度明显不及前几轮熊市。而从持续时间来看，本轮债券熊市自4月底以来持续了148个交易日，远远不及前几轮熊市。

图84：本轮熊市中长端利率调整幅度、持续时间不及历轮熊市（BP）

	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	持续时间（交易日）
2006-2007	226	224	210	191	175	444
2009-2011	305	274	274	194	146	662
2012-2013	205	212	176	166	148	341
2016-2017	171	152	153	144	135	320
2020.4-今	177	165	141	92	76	153

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：截止2020年11月15日

其次，从趋势上看，历史上债市熊转牛都会伴随着基本面、金融稳定等强力因素出现，并以货币政策的转向为直接触发剂。从基本面、货币政策等角度出发，本轮债市趋势逆转还需要时间和契机，我们提供以下四个方面的观察。

第一，疫苗投产将强化经济修复预期，GDP在基数效应下，明年一季度才达到最高点。新冠疫苗有望在今年年底投产，会进一步增强经济修复预期，尤其是明年年初海外经济将再次重启，届时海内外经济预计仍将共振。而在基数效应之下，明年一季度大概率是GDP同比增速最高点，好在市场对此已经有所准备。基准预测之下，明年一季度实际GDP增速可能在20%左右，随后出现回落，但仍有望保持在6%以上。值得注意的是，明年GDP高增速更多是源于基数效应。随着疫情逐渐平息，国内宽松政策也会逐渐退出，经济大概率会回到潜在产出水平。我们认为四季度到明年多数时间，经济增速仍处于恢复期，且不低于潜在增速5%-6%的水平。

第二，一般经验来看，社融进入收缩的中后期，债市才会迎来大的转机。社融增速可能在今年四季度才见顶，从社融对基本面的领先性来看，明年一季度基本面修复的趋势仍将延续。社融的拐点还没有出现，目前仍在扩张的后期。一般历史经验看，需要到收缩的中后期债市才会迎来大的转机。

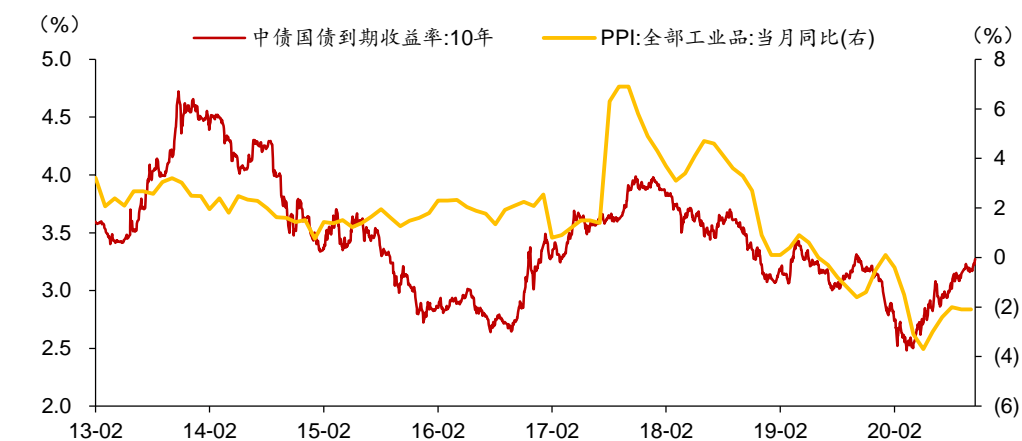
图表85：社融增速与国债利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三，我们测算 PPI 在明年二季度之后才会见到高点，以往 PPI 与债市至少是同步指标。三季度社融强劲有望继续助推经济修复，而 M1 增速持续上扬亦前瞻预示 PPI 渐进回升的态势。四季度基建提速、外需改善、大选落定与疫苗出现的可能组合有利于 PPI 继续回暖，但由于政策力度减弱与欧洲二次疫情等影响，预计上行节奏偏温和。明年上半年在基数扰动、产能约束与疫苗投产的阶段，PPI 将阶段性冲高，明年年中高点或达 3% 以上。而从历史经验来看，债市与 PPI 展现出较强的同步性，因此在 PPI 回落之前债市拐点还需时间。

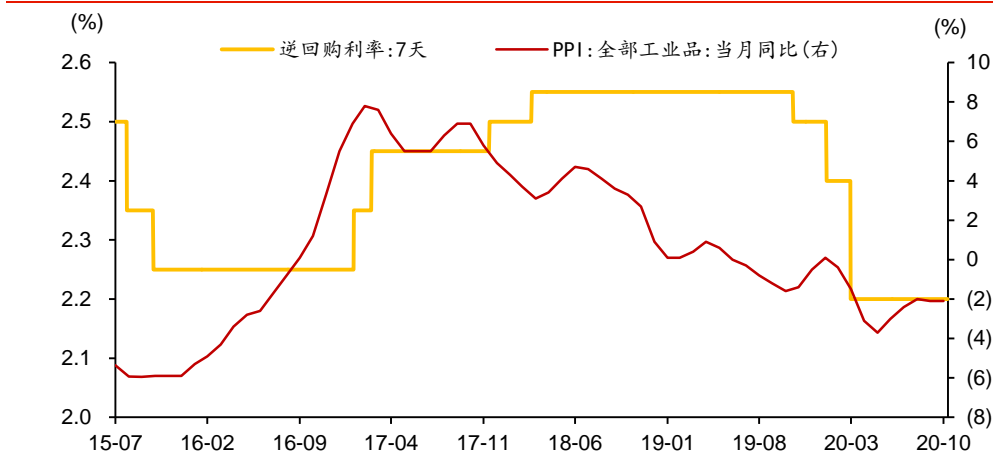
图表86：PPI 与十年国债利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第四，货币政策退出是方向，节奏相机抉择，中期不排除进一步收紧的可能。今年 6 月份陆家嘴论坛上，监管层首次释放货币政策退出的信号。在 11 月国务院吹风会上，监管再次释放货币政策退出的信号，其中刘国强副行长提到“退出是迟早的，也是必须的，但是退出的时机和方式需要进行认真评估，主要是根据经济恢复的状况进行评估”。实际上，央行货币政策 5 月底逐步从“危机模式”中逐步退出，但后续政策调整要充分评估。目前货币政策的基调仍中性，现阶段保持当前的状态或为最好选择，但逐步收紧的概率大于重新放松，资金面“不缺不溢”，未来存在进一步收紧的可能。

图表87： PPI 与逆回购利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

不难看出，基本面走势和货币政策仍是决定债市中长期趋势的关键。目前经济渐进修复大概率继续，货币政策保持偏中性态度的概率较高，债市趋势逆转还需要时间和触发剂，但市场对此是否也已经给予充分反映了？

等待“预期之内”的利空充分释放

经过 5 月份以来利率的快速上行之后，债券估值已经对基本面复苏和货币政策收敛进行了较为充分的定价。债市的利多因素正在积累，本轮利率继续上行的空间预计较为有限，长端利率回不到历史中枢水平之上，2021 年可能是债市的弱转机之年。

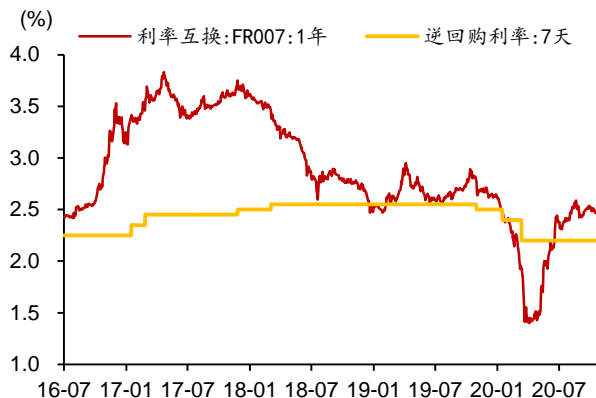
第一，从基本面角度来看，明年 GDP 等同比改善存在低基数，季调环比变化更值得关注。按照 IMF 的预测，中国明年 GDP 有望达到 9.2%，明年一季度得益于低基数效应冲破 10% 也几无悬念。当然，真正决定利率水平中的中长期因素其实是资本回报率，名义 GDP 在正常情况下是资本回报的替代指标，但在疫情扰动下，名义 GDP 受基数效应的扰动更大，指示作用失效。因此，GDP 走势对方向仍有指引，但绝对水平不具有太强可参考性，更重要的是季调环比等。不需要过度担心明年一季度 10% 以上 GDP 增速对利率的带动作用。

与此同时，今年下半年以来逆周期调节力度已经放缓，制约基本面向上修复的空间。今年下半年以来，政策层多次释放了货币政策重心微调、宽货币“中病即止”的信号，诸如“货币政策更加灵活适度，现在更加强调‘适度’这两个字”、“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”等，金融数据显示出了较为明显的政策收敛的迹象。此外，房地产政策自今年下半年以来也明显收紧，包括深圳等多地相继升级限购限贷政策、二季度贷政策执行报告提出要实施好房地产金融审慎管理制度、“三条红线”等。从房地产市场的表现来看，今年三季度以来，房地产新开工、施工等已经出现了一定程度的弱化，显示房地产政策收紧对基本面的制约已经有所显现。

第二，我们认为市场对货币政策收敛也有了较为充分的预期。今年 5 月底以来，以 100 亿逆回购为标志，货币政策进入逐步收敛的趋势之中，流动性预期逆转，回购利率向常态回归。尤其是 7 月份以来，同业存单持续提价，存单利率目前已经上行至 3.2% 以上。IRS 与政策利率的利差回到 19 年以来的新高，SHIBOR 利率互换与 FR007 的利差也达到偏高水平，均反映市场对货币政策和流动性收敛有了较为充分的预期。

第三，本轮债券熊市中货币政策倒逼去杠杆的压力可能会弱化。今年下半年以来，货币政策收敛，且面临宏观杠杆率、房价等约束增多，明年将进入稳杠杆的阶段。不过与往年相比，由于双支柱框架得到进一步深化，央行具备了机构监管的职能，因此去杠杆不需要依靠货币政策的单打独斗。

图表88: FR007 与逆回购利率利差



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表89: SHIBOR 利率互换与 FR007 利差达到偏高水平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

第四, 利率债供求矛盾对债市的压制明年预计会有所缓和。如前所述, 2020 年债市行情反转的一大因素在于 5 月份之后财政政策发力, 利率债供给压力陡然增大, 而需求端则面临银行配债额度捉襟见肘、资管新规监管等制约, 供求矛盾放大了债市的调整幅度。而明年财政扩张放缓, 利率债供给压力减弱, 银行、保险等配债力量预计也会有所修复。

2021 年有哪些债市熊转牛的触发剂值得关注?

第一, 基本面无疑决定大方向, 经济增速高点在明年一季度出现。尤其是“房住不炒”之下, 房地产融资政策收紧已现, 房地产链条对经济的拉动作用明年可能弱化。外需补库存需求在未来一两个季度后也有可能弱化。时间上经济增速的同比和环比双弱化可能在明年二季度到来。

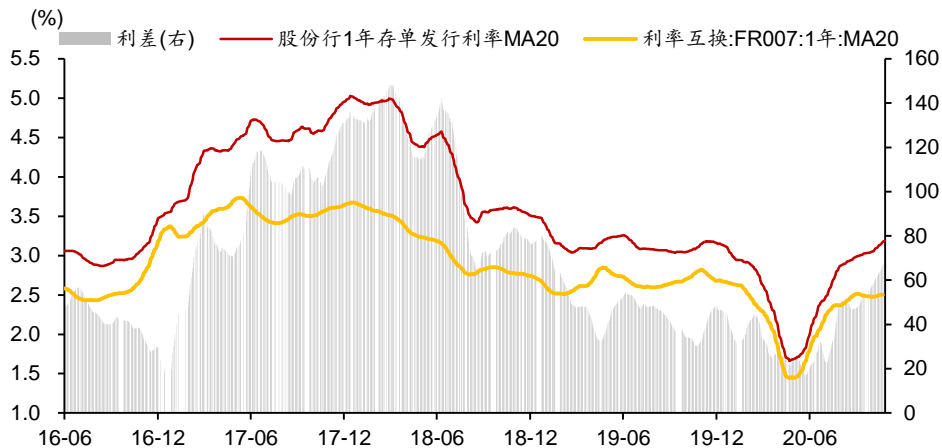
第二, 中美关系及股市表现。新冠疫情影响淡化之后, 中美关系成为金融市场最大的不确定性来源。目前美国大选尘埃落定, 美媒报道拜登成功当选新一任美国总统, 市场对中美关系缓和产生乐观预期。但是中美关系也可能难见明显缓和, 这无疑也会对明年的经济增长预期和政策摆布产生影响, 也会对股市等风险资产风险偏好产生冲击。未来会不会重演 2018 年的一幕仍存在不确定性。

第三, 社融增速如果急转直下也可能引发货币政策的转向。明年二季度社融面临高基数效应, 加上信用风险事件发酵、银行体系缺存款、缺资本恐引发信用收缩效应, 政策债务扩张明年也大概率放缓。届时央行为支持社融保持合理增速, 就需要提供基础货币或更高超储水平, 从而带来资金面的好转。

第四, 本轮信用风险超预期扩散。近日的信用事件如果无序扩散, 将导致宏观的信用收缩作用, 投资者信用下沉行为收敛, 从而在短期冲击之后利好利率债。

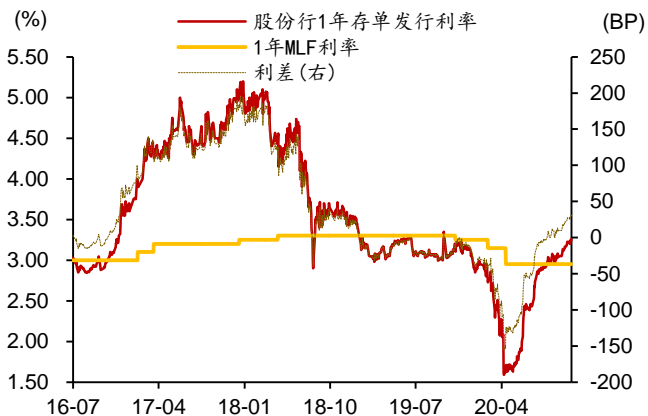
等待存单“锚”切换到资金“锚”

今年下半年以来, 受货币政策收敛、结构性存款压降、财政支出偏慢等因素影响, 存单利率持续上行。同业存单作为收益率曲线上重要的节点, 同时也是银行的主要负债来源之一, 其价格对债券利率的影响非常关键。在今年下半年存单利率持续上行的过程中, 存单利率成为债券收益率重要的“锚”。

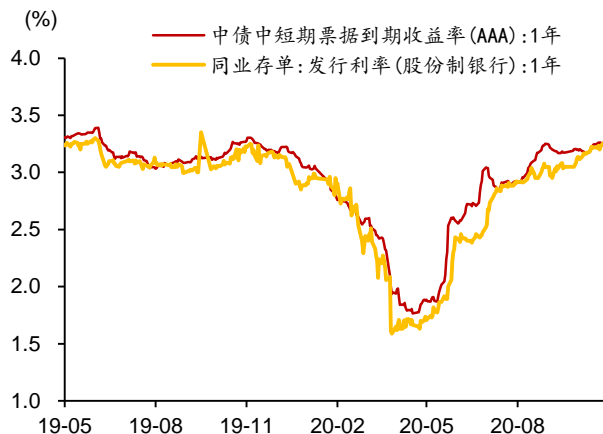
图表90：存单利率与 IRS

资料来源：Wind，华泰证券研究所

目前存单利率仍有上行压力，但可能正在接近顶部区域。首先，存单利率与 MLF 接近 30bp 的利差。货币政策执行报告明确市场利率要围绕着 OMO 和 MLF 利率波动，30BP 的利差可能已经达到上限。其次，存单的绝对收益率水平和息差空间明显提升，近期国股行存单利率达到 3.20%，已与一年期 AAA 短融利率持平，息差空间也上行至 18 年四季度以来新高。因此，我们认为存单利率可能已经达到至少接近阶段性高点，核心还是看 MLF 能否持续、充分满足银行的负债端需求。

图表91：存单与 MLF 利差上升至 2018 年四季度以来新高

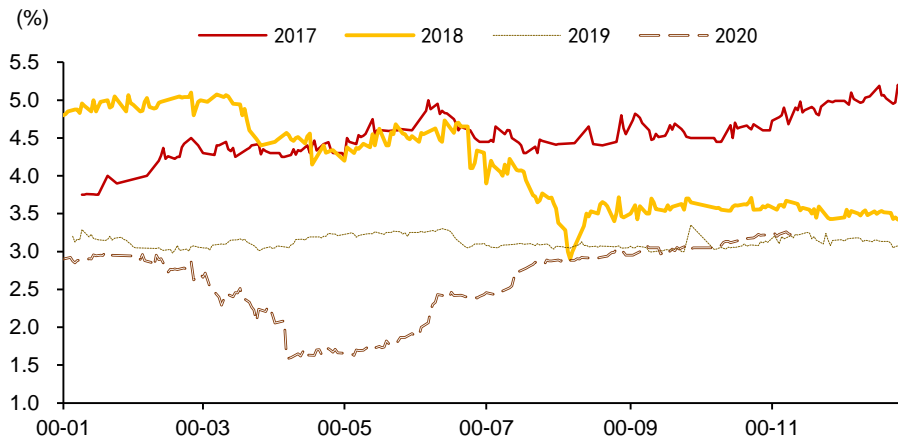
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表92：股份行存单利率超过 1 年 AAA 信用债利率

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计明年上半年可能出现存单利率的拐点，在此之后债券定价可能由存单“锚”逐步切换到资金“锚”。第一，年底财政存款投放有助于缓解商业银行负债端缺长钱的问题。第二，跨年之后，存单到期压力预计会有明显缓解。其次，社融增速正在接近顶部区域，明年一季度商业银行资产端扩张压力预计会有所缓解。最后，存单配置价值已经明显提升，而年初债券配置力量会有所回升，一旦存单发行放量，则存单利率的拐点可能也会出现。在存单利率拐点出现之后，债券定价“锚”可能将逐步由存单切换到回购利率，则利率的下行空间可能也将逐步会打开。当然，存单利率的趋势性下行仍然需要等待货币政策转松的信号才会出现。

图表93： 存单利率的季节性



资料来源：Wind，华泰证券研究所

政策再平衡，类似 2019 年震荡格局再现？

2021 年债市拐点仍需等待，空间不悲观，全年机会的大小仍取决于政策的变化。从历史经验来看，债市趋势性机会的来临离不开货币政策宽松的配合。

今年宏观政策积极应对疫情冲击，明年将是政策再平衡的一年。今年新冠疫情的突然爆发改变了宏观政策的摆布，货币政策、财政政策相继发力，以支持稳增长、保主体，但导致的结果是宏观杠杆率显著攀升。而伴随着疫情逐步得到控制，经济活动进入逐步恢复正常期，政策大方向上要重回正轨，面临再平衡的压力，实际上，5 月份之后货币政策已经从“危机模式”中逐步退出。明年宏观政策整体上要继续回归正轨，财政扩张无疑将逐步放缓，货币政策也将继续“功成身退”。

货币政策方面，可能与 2019 年相似，取向回归稳健中性，相机抉择特征明显，操作空间有限。在 11 月份国务院例行吹风会上，刘国强副行长提及“退出是迟早的，也是必须的，但是退出的时机和方式需要进行认真评估，主要是根据经济恢复的状况进行评估”，同时提出“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”，表明货币政策退出是方向，但节奏相机抉择。稳增长可能还是明年货币政策的重心之一，但与 2018 年和 2020 年不同，目前经济有内生性回升的动力。整体而言，明年的货币政策取向回归稳健中性，更接近于 2019 年，保持流动性的合理充裕和持续推动 LPR 改革降低实体企业成本是主要任务，而面对中美脱钩等宏观不确定性，政策相机抉择的特征会更加明显。

政策相机抉择之下，2019 年是债券牛市之后的“平年”。2019 年是典型的震荡市，背后的逻辑在于：内外因素对冲、与防风险对冲，导致经济有下行压力，但无断崖式下行风险；政策相机抉择非单边走势，货币政策整体保持定力；机构负债成本高限制下行空间，缺资产限制上行空间。

2021 年债市面临的环境可能与 2019 年相似，可能是债券熊市之后的“平年”。首先，经济基本面仍有修复的空间，但是我们认为市场已有较为充分的预期，同时逆周期调节政策较早收敛制约经济向上修复的空间。其次，国内疫情控制较好，宏观政策向常态回归，货币政策以稳为主。第三，货币政策中性，封杀利率下行空间，而供求矛盾边际缓解等也制约利率的上行空间。

节奏与空间判断

从节奏上看，没有了疫情等冲击，明年利率债小波段为主，波动空间收窄，可预测性较弱。具体而言：

情景一：按照 GDP 走势，利率似乎也应该是前高后低走势，年底到一季度继续磨顶，一季度末到二季度大概为出现弱转折；

情景二：地方债发行节奏、本轮信用违约等影响不小。明年一季度的一大变数在于明年地方债的额度是否会在今年四季度提前下发，这决定了明年一季度利率债供给以及社融走势。而近日的信用违约如果无需扩散并引发流动性风险，利率债可能受到连带并提前见顶。

相比而言，空间的判断更重要，十年国债利率底部可能在 3.0% 左右，高点或在 3.4% 左右，谨防信用连锁反应、经济超预期等引发的超调。

1、十年期国债 3.0% 可能是明年利率的低点。2020 年 4 月中是利率债各方因素配合最好的时点，宏观经济预期、货币政策预期、利率债供给等，当时十年国债利率最低下行至 2.5% 以下。疫情、经济、政策三周期拐点出现后，MLF 利率保持 2.95%，存单利率横亘在 3.2% 附近，十年期国债想重回 3.0% 之下都有难度。

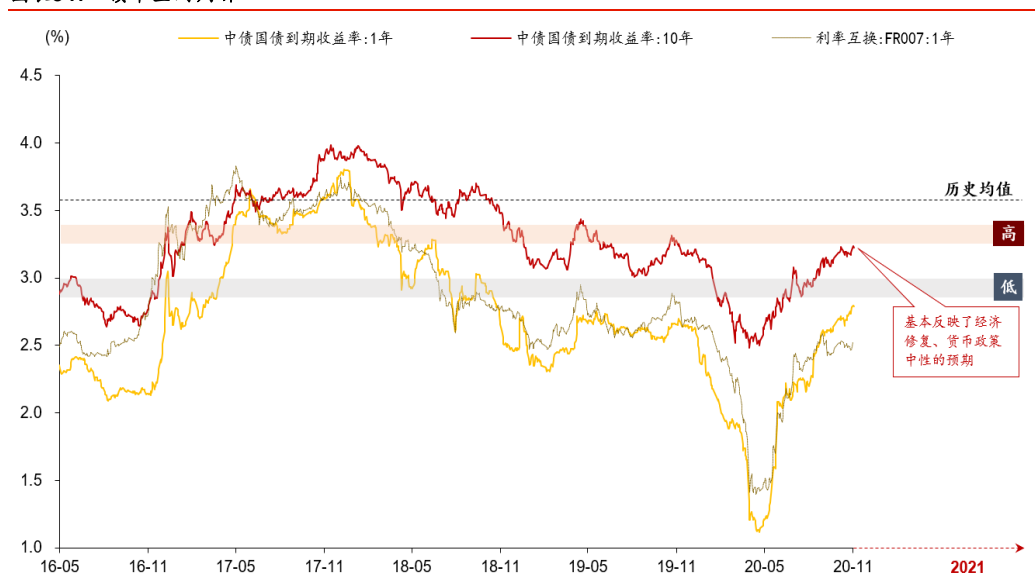
2、3.4% 左右预计为本轮利率的高点。我们 6 月 7 日和 7 月 19 日分别在《2020 年中利率展望：渐进修复定方向，内生不足定空间》、《债券策略周报：再谈债市的两个“锚”》中提及，今年债市存在两个重要的“锚”，其中第二个“锚”是去年四季度的高点，我们认为这是偏极限的水平。相比去年四季度，至少有三个因素比现在对债市更“不利”：1、经济当时憧憬库存周期，目前经济仍处于修复过程中；2、OMO 利率和资金利率都比现在高 30+bp；3、中美利差在去年四季度要明显更窄。去年四季度十年国债、国开债利率高点分别为 3.2-3.3% 和 3.7-3.8%，在我们看来，考虑到上述差别，该位置可能是未来债市偏极限的水平，至少在该位置上，市场已经较为充分的反映了诸多谨慎甚至悲观预期。

从今年下半年的市场表现来看，三年和五年国债利率在 7 月中和 9 月中两次接近去年四季度的“锚”之后出现回落。10 月中利率在达到该“锚”之后再次出现回落，进一步印证了我们对于这一点位判断的有效性。我们认为，经济基本面与货币政策是债市最大的“地心引力”，这一“锚”对于明年债市仍有参照价值。

3、3.5% 是历史均值水平，在经济向高质量发展的过程中，政策刺激力度有限，宏观经济向上弹性不足，货币政策单打独斗倒逼去杠杆的压力减弱，十年期国债利率达到该位置将具备较强的配置价值，10 年期国债利率预计难以有效突破该点位。

4、当前十年期国债 3.27% 水平（2020/11/13）已基本反映了经济修复、货币政策中性的预期。债市在该位置对基本面利空因素反映较为钝化，如果 FR007 1Y IRS 能稳定在 2.5% 附近，OMO 利率保持稳定，那么当前 5、10 年国开、国债收益都已处于可接受的范围内。

图表94： 债市空间判断



资料来源：Wind，华泰证券研究所

哪些因素可能超预期？

利率超预期上行的因素：

第一，拜登交易+疫苗量产，海外经济重启，与国内经济形成共振。拜登当选后如果推出大规模财政刺激并引发再通胀，近期疫苗研制传来积极消息，明年疫苗大概率能实现量产，届时海外经济重启，其内生的消费、投资需求也有望得以释放，对外需产生拉动。因此，明年内需和外需仍然存在小共振的可能，对债市造成更大的压力。

第二，PPI 回升幅度超预期，通胀担忧超预期。海外发达经济体在今年经历了历史上最大规模的信用扩张，一旦明年海外疫情得以控制，其内生的消费、投资需求得以释放，海外经济体进入补库存周期，带动全球大宗商品价格大幅回升。在这个过程中，国内 PPI 回升幅度也可能超预期，且明年上半年 PPI 冲高之后回落幅度可能低于预期，则届时通胀担忧将发酵，引发收益率曲线的陡峭化。

第三，宏观杠杆率攀升会不会制约货币政策值得关注，有可能导致资金面超预期紧张。货币政策重心目前已经转向金融防风险、宏观去杠杆等。央行在国务院吹风会上表示货币政策的大方向仍是继续退出，至少在明年上半年货币政策收紧的概率大于放松的概率。这个过程中，资金利率中枢仍有抬升的空间，且波动可能加大，局部时点甚至可能超预期紧张。值得关注的是，一旦央行启动首次加息，可能就不止一次，届时市场悲观情绪可能再次发酵，引发债市的超调。

第四，理财整改压力阶段性超预期。资管新规过渡期延长到明年年底，但是当前过渡期的理财压降压力仍然非常大。各家银行都在上报整改计划，未来逐季考核的可能性较大。对于资管机构而言，长久期非标及非上市股权等资产的处置难度不小，老账户的逐步压降导致配债力量出现萎缩。明年是过渡期的最后一年，理财整改压力可能阶段性超预期，进而导致利率出现超调。

利率超预期下行的触发因素：

第一，地产等引发的信用收缩效应超预期。今年七月份以来，房地产政策明显收紧，房地产去金融化可能成为未来几年的主线之一。而房地产政策收紧对房地产企业拿地、新开工等负面影响已经显现，明年房地产可能经济的重要拖累项。如果房地产回落幅度超预期，叠加本次信用违约扩散、明年一季度末债务展期不确定性，带动实体融资需求和金融数据明显下行甚至信用收缩，那么货币政策紧缩的压力弱化，商业银行表内配债力量将有明显改善，从而带来利率的超预期下行。

第二，外资增持力度超预期。在中国债券市场对外开放、中美利差处于高位的背景下，中国债券对外资仍然具有较强吸引力。明年中国债券将正式纳入富时罗素指数，跟随富时罗素指数进入中国债券市场的资金更多，且纳入节奏更快。此外，海外养老金等对中国债券的兴趣也明显提升。考虑到外资在中国债市尤其是国债中的占比已然不低，外资的增持可能导致利率下行幅度超预期。

第三，中美关系或疫情再次出现超预期变化。新冠疫情影响淡化之后，中美关系成为金融市场最大的不确定性来源。目前美国大选尘埃落定，美媒报道拜登成功当选新一任美国总统，市场对中美关系缓和产生乐观预期。但是中美关系不确定性较大，也可能难见明显缓和，这无疑也会对明年的经济增长预期和政策摆布产生影响，也会对股市等风险资产风险偏好产生冲击。未来会不会重演 2018 年的一幕仍存在不确定性。

第四，美国迟迟不能推出新一轮刺激计划。从而导致全球经济出现下行压力，美联储继续采取宽松姿态。

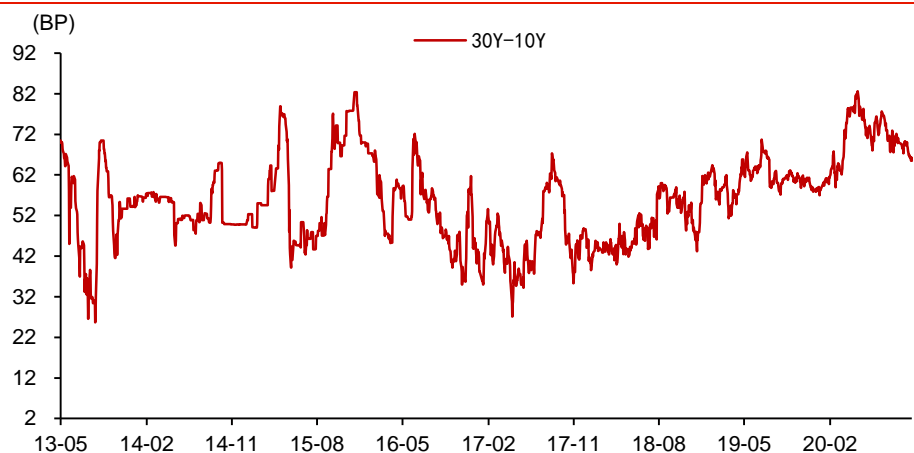
第五，信用违约冲击演化为流动性冲击，利率债连带受伤。在债基赎回或者市场担心对手方风险的过程中，利率债反而由于流动性好等原因，首当其冲，不排除会意外超调。

操作建议：伺机而动

配置盘开始逢高收集筹码，交易盘防守反击、伺机而动。如前所述，2021 年可能是债券市场的转机之年，利率高点可能在明年一季度出现，因此明年一季度预计是配置盘收集筹码的阶段。交易盘继续采取防守反击策略，一旦利率临近 3.3-3.4% 关键点位，可参与交易性机会。时间点上，明年一季度末是债市潜在变盘敏感时点。不过货币政策保持中性情况下，明年可能是震荡市，利率波动空间有限。

品种上，关注超长利率债配置价值。首先，财政部在《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》中提及，10 年以上（不含 10 年）新增一般债券发行规模应当控制在当年新增一般债券发行总额的 30% 以下（含 30%），因此明年超长期地方债发行量占比预计会有明显减少。其次，保险机构明年初“开门红”面临较大配置压力，尤其是资产久期短于负债久期，超长利率债将成为保险机构青睐的资产。最后，海外养老金等机构对于超长利率债也有较强的兴趣。从时间上看，明年年初和四季度可能是超长利率债表现较好的时点。

图表95：30 年与 10 年国债利差处于历史偏高水平



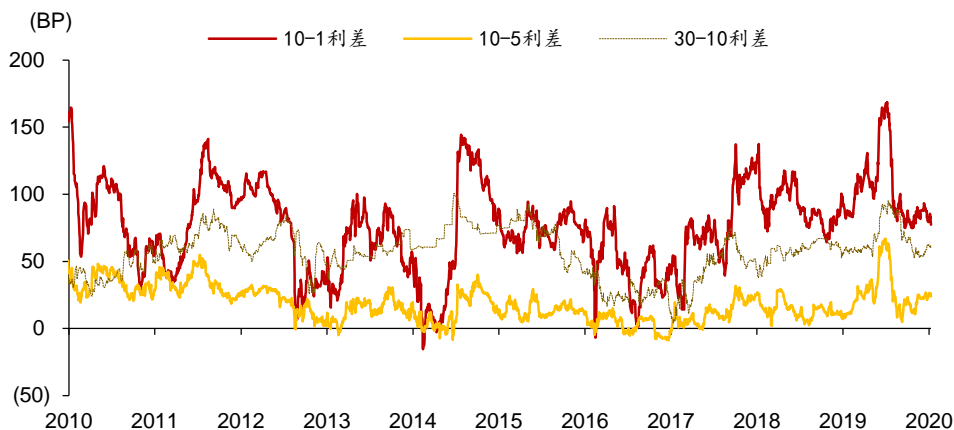
资料来源：Wind，华泰证券研究所

同业存单相对投资价值初现。明年受资管新规过渡期到期，以及现金管理类理财管理办法出台影响，投资者对于存单等短久期资产的需求预计较强。而目前存单利率与 MLF 接近 25bp 的利差，其绝对收益率水平不输一年期 AAA 短融，息差水平也处于较高位。此外，同业存单还有风险占用低、质押能力强等特点。

3、5 年利率债受外资盘影响较大。2020 年 5 月初前后，外资盘积极买入 3、5 年曾打出利率低点。明年在人民币升值、中美利差仍大、对外开放加强的大环境下，外资力量更加值得关注，可能是重要的交易机会来源。

整体看，存单+超长利率债哑铃型组合做配置，3、5 年品种有交易价值。

曲线形态方面，预计明年难以一个趋势贯穿始终，期限利差走阔是大方向，但从平坦到陡峭需要时间。今年下半年收益率曲线大幅“熊平”，源于流动性预期反转，供求矛盾发酵。当前 5-10 年利差仍处于 20BP 的历史偏低水平，5-10 年曲线非常平坦反映的是流动性悲观预期和供求矛盾。中短期看，货币政策难以明显放松，但长端受经济增长预期和供求等多方面因素冲击，预计整体平坦。直到定价从存单“锚”向资金“锚”切换之后，中短端利率的下行空间打开，债市有可能进入阶段性的牛陡机会。而 30-10 年利差随着超长端供求关系的好转，有可能趋于平坦。

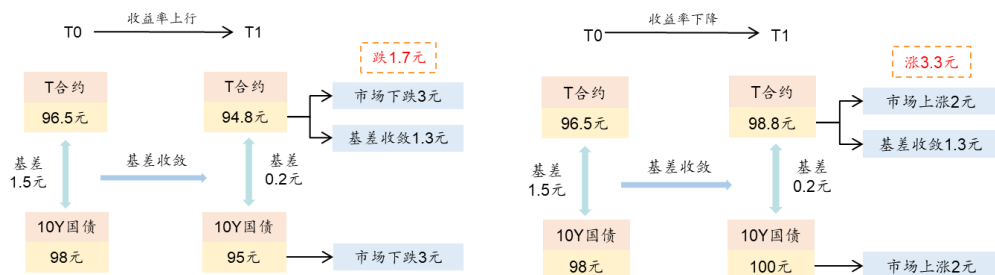
图表96： 收益率曲线较为平坦

资料来源：Wind，华泰证券研究所

息差有恢复，杠杆等时机。目前中短端利率债息差空间均恢复到较高水平，以 5Y 国开与 Repo 利差来看，二者稳定中枢在 40-60bp 之间，而目前利差已稳定在 60bp 以上，短端一年期国开债与 Repo 利差也反弹至 30bp 以上。只不过，目前市场尚未形成资金面的稳定预期，存单仍是债市面临的重要锚。若明年存单利率拐点出现，由存单“锚”逐步切换到资金“锚”，则中短端利率债的息差将具有吸引力。而考虑到货币政策短期看不到大幅放松可能，甚至存在进一步紧缩的压力，因此杠杆的操作空间预计较为有限。

信用债在“低利差”时代，只能寻找结构性机会。宏观环境有助于企业盈利和现金流改善，但融资条件弱化，理财整改不利于需求端，信用债与 LPR 等仍无优势，国企及城投信仰破灭挑战值得关注。城投债需防范监管政策边际收紧、流动性收缩带来的估值风险，我们建议从流动性溢价“网红”地区、边际改善幅度三个方向进行挖掘。产业债关注疫情后修复较快的主体机会，民企市场风险偏好无明显改善，警惕“僵尸”国企风险，提防中小银行二级资本债等风险。地产债融资的“三条红线”限制了企业长期的杠杆增长，AAA 头部房企优势可持续，建议关注骑乘收益投资机会，此外，“小而美”的房企在区域深耕、股东支持等方面具有优势。

衍生品方面，从今年的对冲失败案例中吸取教训，建议明年关注多头替代策略增强收益。在今年 5 月，以 IRS 进行套保失效，源于 IRS 套保面临的三大陷阱（参见 2020 年 10 月 29 日研报《IRS 套保的三大陷阱》）。2021 年，我们认为多头增强策略值得关注。国债期货属于天然的贴水市场，在贴水结构下，利用基差收敛的特性，可采用多头替代策略增强收益。普通的多头替代策略仅关注期债的流动性及保证金优势，但对于已有 10Y 活跃券的账户来说，基差临近交割日收敛的特性可以为其增厚更多的收益，抵御市场的短期波动。具体而言，即在基差超过 1 元的情况下建仓（头寸上为“卖出现券+买入期债”，这既是多头替代的头寸，也是做空基差的头寸），在基差收敛至 0.2 元附近平仓，这样不论市场涨跌，基差每一次收敛都将带来 0.8 元的收益。

图表97： 基差收敛所带来的收益

资料来源：华泰证券研究所

风险提示

- 1、通胀担忧超预期。**核心 CPI 和 PPI 目前处于筑底阶段，预计后续将进入上行阶段，尤其是疫苗推出、海外经济重启后，海内外经济共振压力可能导致通胀担忧超预期。
- 2、信用违约风险向流动性风险传导。**近期信用违约事件频发，可能导致资管产品面临赎回压力，进而向流动性风险传导。
- 3、“拜登交易”超预期。**目前美媒报道拜登当选新一任美国总统，虽然两会处于分裂状态，但是大选落定之后明年美国仍有可能推出新一轮财政刺激计划，届时“拜登交易”可能卷土重来。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲、张亮、王菀婷，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张继强、芦哲、张亮、王菀婷本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司