

明年宏观的两条主线

证券研究报告
2020 年 11 月 30 日

作者

回顾近几年，每年都有一到两条宏观主线会对全年的资产价格走势产生重要影响。例如 18 年的主线是内部的去杠杆和外部的贸易战，19 年的主线是内部重新允许宏观杠杆率小幅上升和外部中美摩擦主战场从贸易转向科技，今年的主线当属新冠疫情。明年的宏观主线可能也在于内外两方面，内部是稳定宏观杠杆率，外部是海外疫苗和疫情。

第一条主线，今年国内宏观杠杆率上升幅度超过 25%，明年大概率要严控杠杆率。按照当前的货币政策取向静态外推，明年杠杆率走平或小幅回落的概率更大。但政策会根据基本面的情况动态调整，这就涉及到海外疫苗和疫情这第二条主线，因为明年内需高位回落的概率较大，但出口外需很大程度上受到海外疫情影响。

如果海外疫情被疫苗有效控制后进入复苏阶段，供给的复苏弹性大概率高于需求，对国内出口的影响总体偏逆风。因此，明年 2 季度后可能面临内外需同步回落的局面，经济可能重新出现下行压力。一般来说，央行观察到这种变化之后，如果 PPI 没有快速超预期上升，政策取向会从中性偏紧开始调整，最终情景可能接近杠杆率走平或小幅上升。如此，则基本面的回落可能相对温和、流动性边际改善、无风险利率重新下移。

风险提示：国内经济复苏力度超预期；疫苗研发进展超预期/不及预期

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

回顾近几年，每年都有一到两条宏观主线会对全年的资产价格走势产生重要影响，即便年内会有节奏、风格、突发事件等方面的变化，整体仍然不会偏离宏观主线的映射。例如 18 年的主线是内部的去杠杆和外部的贸易战，引发基本面和风险偏好的快速回落，结果是股票单边下跌、债券从熊市转牛；19 年的主线，一是内部重新允许宏观杠杆率小幅上升，属于对 18 年的适度纠偏，二是外部中美摩擦主战场从贸易转向科技，因此缓和了信用风险、改善了风险偏好，同时资本市场改革和科技自主创新深入人心，结果是股票触底反弹，尤其科技成长明显跑赢，债券仍是牛市为主但兑现过程相当波折。

今年的主线当属新冠疫情，但也要一分为二的看，一是上半年国内疫情，引发国内经济衰退和流动性宽松，结果是高估值的科技成长和必需消费继续跑赢，债券迎来本轮牛市最后一段行情；二是下半年海外疫情，疫情失控使出口订单大量进入国内，引发国内经济超预期复苏、人民币汇率升值和流动性持续收紧，结果是股票风格逐渐均衡并进一步向顺周期转换，债券则进入熊市调整。

从已有信息推断，明年的宏观主线可能也在于内外两方面，内部是稳定宏观杠杆率，外部是海外疫苗和疫情。

第一条主线，今年国内宏观杠杆率上升幅度超过 25%，约等于过去 5 年之和，所以明年大概率要严控杠杆率。央行在 Q3 货币政策执行报告中也明确提及，下一阶段“要保持宏观杠杆率基本稳定”。“基本稳定”本身也有三种可能，小幅上升、走平和小幅回落，三种情景对明年信用环境和基本面走势的映射也有一定区别。

如果小幅去杠杆，参考 2018 年全年杠杆率降低了 1.9%，假设明年稍缓和些降低 1.5%，社融增速会回落约 3%，全年新增社融较今年减少 4.1 万亿，减少量会相对均匀的分布在房地产、政府部门和一般企业上。所以这将是全方位、带有内生性的信用收缩，而不仅仅是高基数下数据读数的回落，那么对于基本面的映射可能是内需从高位快速回落。目前市场对基建和地产的高位回落预期比较一致，但是对制造业资本开支有一定期待。考虑到今年杠杆率上升的 25% 中接近 12% 由企业部门贡献，而且当前制造业企业的现金流情况也跟疫情之前有一定差距，因此虽然现在制造业产能利用率在高位，近月利润也有明显改善，但是在债务负担加重、资金周转偏紧和信用收缩的环境下，叠加建筑业上游需求的回落，制造业出现强资本开支的难度比较大。

如果杠杆率走平，社融增速会回落 2.5%，新增社融少增约 2.4 万亿，主要施加在房地产和政府部门；如果允许杠杆率上升 1-2%，社融增速会回落 2%，新增社融少增约 0.6 万亿，除了施加在房地产和政府部门之外，一般企业的净融资还可以小幅增长，这种情景下企业的信用风险和经营压力会相对缓和。

如果按照当前的货币政策取向静态外推（隐性加息、MLF 替代超储、结构性政策退出），则明年出现杠杆率走平或小幅回落的概率更大。但政策是相机抉择的，会根据基本面的情况动态调整，所以需要结合后续的基本面走势进行判断。这就涉及到海外疫苗和疫情这第二条主线，因为明年内需高位回落的概率较大，但出口外需很大程度上受到海外疫情影响，有一定不确定性。

首先要理解当前国内出口高景气是供给侧和需求侧的共同结果。现有讨论多以供给侧为主，海外疫情削弱产能，发达国家产能可能只有疫情之前的 70%，因此大量订单进入国内；但是需求侧的问题同样重要，以美国为首的发达经济体依靠大规模财政刺激保持了居民购买力，零售商品的需求增速反而比疫情之前更高，因此在收缩的产能和旺盛的需求之下，国内出口份额提升战胜了海外总需求的收缩，带来了出口高增长。这意味着反过来说，一旦海外疫情被疫苗有效控制后进入复苏阶段，供给侧的复苏弹性大概率要高于需求侧，对于国内来说，出口份额回落可能战胜海外总需求回升，对出口的影响总体偏逆风。

当然这里会存在结构性差异，国内部分商品的出口份额在疫情之前就在稳步提升，那么疫情起到了加速效果，疫情之后这部分订单的粘性相对较高，例如机械设备和零件、汽车和零部件、部分化工产品等；但还有一部分商品的出口份额此前就在持续回落，那么疫情可能只是带来订单的阶段性回流，不会逆转原有趋势，例如纺织服装、家具等。这与国内比较优势的变化有关。

所以对于明年出现内外共振导致国内经济超预期情景，可能存在两个问题。一是时间问题，内需预计从年初开始高位回落，海外疫苗的量产、采购和接种则需要一个过程，中性预期海外复苏斜率最大的时间可能在2季度以后，因此从时间上看不属于同步的复苏共振，本质上因为防疫效果的差异导致今年内外经济周期错位，明年会继续错位。二是途径问题，常规的内外共振是外需改善带来国内出口回升，从而贡献经济增长，但是与国内相反，疫情对发达国家供给侧的冲击要大于需求侧，因此海外复苏是供给复苏弹性大于需求，整体不利于国内出口。

至于一些疑虑，例如对我们形成中低端出口替代的新兴市场尤其是东南亚国家，可能会因为财政困境导致疫苗采购不及时，而发达国家会很快接种，这样对我们的出口仍然有利。但简单计算可知，几个主要东南亚国家每年因为疫情损失的GDP约为疫苗采购成本的30-40倍，再考虑到全球产业链地位和发达国家恢复后的旅游业需求，这个经济账不难算。所以只要疫苗产能足够，新兴市场疫苗接种滞后于发达经济体的时间可能不会太久。

因此，明年2季度之后我们可能会面临内需和外需同步回落的局面，经济可能重新出现下行压力。一般来说，央行观察到这种变化之后，如果PPI读数没有快速超预期上升，则政策取向可能会从当前和未来一段时间的中性甚至略偏紧开始慢慢调整，例如使流动性价格重新回到政策利率中枢，加大长期低成本资金的投放，甚至在超储率持续处于历史低位的情况下进行25BP的小幅降准，这样最终的情景可能会接近杠杆率走平或小幅上升。如此，则基本面的回落可能相对温和、流动性边际改善、无风险利率重新下移。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1184

