

宏观经济、政策重回常态，防风险或成为重点

——2021 年国债期货年度策略报告



李高锋

国债及固定收益研究员

从业证书：F3014109

投资咨询证书：Z0011852

电话：021-33666347

Email: ligf@dwqh88.com

【报告要点】

- 2020 年突如其来的新冠疫情对全球经济造成了重大影响，国内债券市场在超常规货币政策推动下一路走高，10 年期国债收益率在 4 月下旬下探至 2.48% 附近。但从 5 月开始，国内基本面改善预期开始不断强化，加上央行对超常规货币政策的逐步退出，10 年期国债收益率震荡回升，并在 11 月中旬升到 3.33% 的阶段高点。
- 对于 2021 年而言，综合考虑基数效应、企业信用风险以及银行不良贷款的影响，预计全年经济增速将明显高于 2020 年，节奏上料将呈“前高后低”走势，但进一步复苏的动力不足。
- 展望来年，核心通胀水平在消费恢复下预计有从低位小幅上行的可能，但猪肉价格仍将是拉动 CPI 回落的主要动力。预计猪肉价格在供给恢复下逐步回落，结合 CPI 历史环比数据的季节性规律，2020 年底附近 CPI 转负，而后走高到 6 月起再开始回落、震荡，全年呈 M 形走势，全年 CPI 同比低于 1%。
- 在新冠疫情的冲击下，2020 年宏观杠杆率由于分母端经济负增长、分子端对冲疫情影响的宽信用政策再次较快上行，到三季度宏观杠杆率上升 24.7 个百分点至 270.1%。经济企稳之后，对风险防控的关注度重新提升。
- 未来货币政策将以稳中偏紧为主，仅单纯比较收紧和放松两种方式的情况下，边际收紧的概率大于边际放松的概率；但大幅收紧或放宽货币政策的概率都不大。
- 从未来的政策方向来看，货币政策已经提前完成了向常态化的转变，财政政策明年也将向历史常态水平进行回归。但考虑到经济和就业的结构性问题仍然凸显，预计财政政策仍将有结构性发力空间。

【年度展望】

综合而言，国内经济增长料将回归常态，但进一步复苏的动力不足；在宏观杠杆率快速大幅升高的背景下，防风险重回重点。预计明年货币政策以稳中偏紧为主，财政政策回归常态。预计 2021 年 10 年期国债利率逐步震荡向下，重心下移，整体波动区间大致在 2.8-3.4% 之间。

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！

【目 录】

一、行情数据及市场回顾.....	1
二、宏观经济分析.....	1
1、明年房地产投资增速将逐步回落.....	2
2、基建保持低位增长.....	3
3、制造业投资将显著增长.....	4
4、出口增速难再进一步升高，进口回升仍有空间.....	5
5、消费增速仍有进一步回升空间.....	6
7、猪肉价格回落，通胀保持低位.....	7
三、政策面分析.....	8
1、宏观杠杆率升高，防风险重回重点.....	8
2、货币政策稳中偏紧.....	9
3、积极财政政策继续.....	10
四、人民币汇率难再走强.....	11
五、国债期货走势展望及操作策略.....	12

一、行情数据及市场回顾

2020 年突如其来的新冠疫情对全球经济造成了重大影响，国内债券市场在超常规货币政策推动下一路走高，10 年期国债收益率在 4 月下旬下探至 2.48% 附近。但从 5 月开始，国内基本面改善预期开始不断强化，加上央行对超常规货币政策的逐步退出，10 年期国债收益率震荡回升，并在 11 月中旬升到 3.33% 的阶段高点。从全年看，10 年期国债利率呈现“V”型走势，大致可分为三个阶段。

第一阶段为 2020 年 1 月至 4 月上旬，该阶段国内国债 10 年期收益率呈震荡下行趋势，年内的债券大牛市在这一阶段内。该阶段前期，“非洲猪瘟”、“中美贸易战”以及当时经济基本面带来的影响带动国债收益率持续下跌。而后新冠疫情在国内爆发，投资者对后期市场表现整体悲观；春节过后，开盘第一天股市大跌带动国债收益率大幅下行。随后国外疫情爆发，叠加央行实行宽松的货币政策，10 年期国债收益率持续走低。货币政策总量宽松，且重心由“宽货币”向“宽信用”过渡的总方向未变。

第二阶段为 2020 年 4 月中旬至 7 月上旬，该阶段内 10 年期国债收益率呈震荡上行趋势。总体上看，国债收益率的上行压力主要来自于货币政策未出现进一步宽松的趋势，叠加 5、6 月利率债供给大幅放量，7 月初央行连续暂停逆回购操作回笼资金，央行货币政策开始出现边际收紧的趋势，同时 6 月经济数据好转超预期，股市大涨导致投资者避险情绪减弱，奠定了该阶段 10 年期国债收益率上行的趋势。

第三阶段为 2020 年 7 月中旬至 2020 年 11 月下旬，该阶段 10 年期国债收益率呈先短期震荡下行后震荡上行的趋势。初期阶段，中美紧张关系升级，国内股市陷入调整提振避险情绪，大量资金涌入债券市场从而拉低债市收益率。至于震荡上行阶段，该阶段国内疫情已基本得到控制，经济逐步回暖，8、9 月连续两个月高频金融数据超市场预期，且利率债大规模放量，国内市场投资者风险偏好程度增加，市场情绪整体乐观。11 月上旬，继华晨集团违约后超短期融资券“永煤 SCP”违约，引发信用债市场中垃圾债出现集体下跌，引发市场对可能再次出现大规模违约潮的担忧，导致利率债一度惨遭抛售，进而导致 10 年期国债收益率达到阶段性 3.33% 的高点。

图 1：各期限国债利率走势

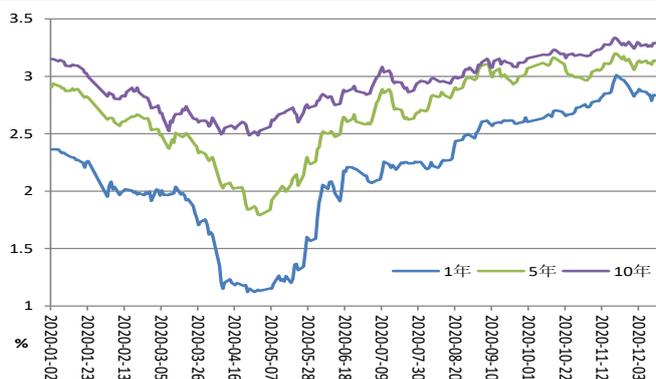
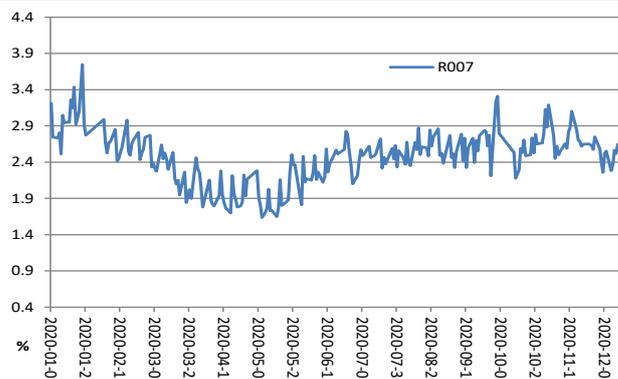


图 2：7 天质押式回购利率走势



数据来源：Wind，东吴期货研究所

二、宏观经济分析

2020 年受新冠疫情影响，国内经济增长整体呈现“前低后高”走势。回顾 2020 年国内经济表现，年初受新冠疫情影响，一季度国内经济供需双弱，各项经济指标均大幅回落。二季度随着复工复产等政策的持续推进，以及逆周期调节政策逐渐见效，国内经济增长逐渐恢复，GDP 同比增速由负转正。三季度，随着全球疫情防控见效以及海外主要经济体复工复产的持续开展，全球经济稳步复苏，国内经济内生动力延续修复。综合而言，一季度的新冠疫情对国内经济只是一次性的冲击，其后经济增速稳步回暖。

图 3：中国 GDP 增速走势

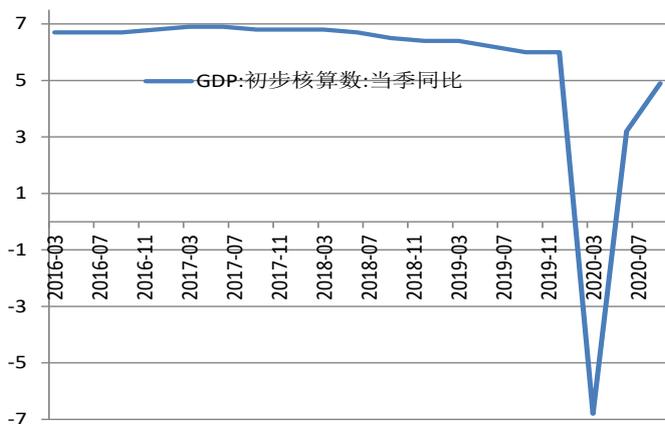
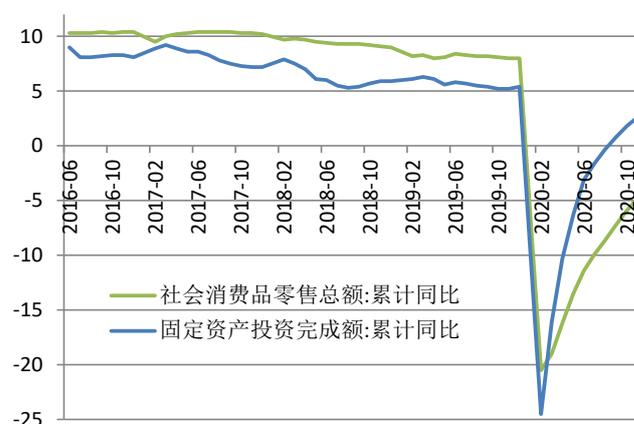


图 4：社会零售与固定资产投资累计增速走势



数据来源：Wind，东吴期货研究所

图 5：房地产、基建及制造业投资增速走势

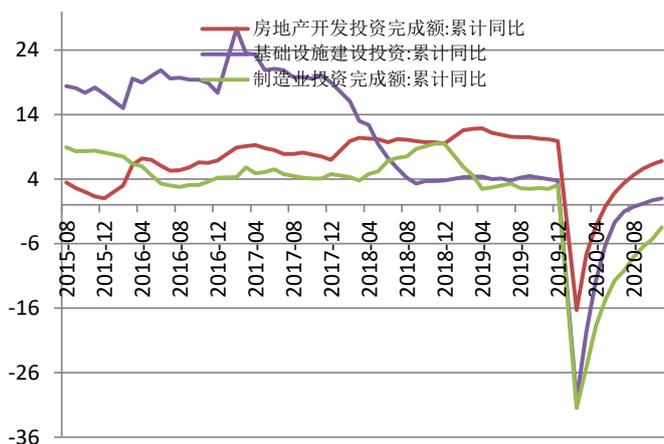


图 6：进出口累计同比走势



数据来源：Wind，东吴期货研究所

对于 2021 年而言，综合考虑基数效应、企业信用风险以及银行不良贷款的影响，预计全年经济增速将明显高于 2020 年，节奏上料将呈“前高后低”走势，但进一步复苏的动力不足。随着经济内生增长动力的持续修复，2021 年一季度国内经济增长大概率将回归常态化，考虑到 2020 年一季度国内经济增长的低基数，明年全年经济增长中枢料将明显高于 2020 年的水平。另一方面，随着经济基本面的持续修复，逆周期调节的政策力度料将有所松动，但考虑到当前中小企业生产经营仍有压力，后续若有贷款展期等政策的陆续退出，企业信用风险和银行不良贷款压力仍有一定的暴露可能，或将对国内基本面环境以及金融环境产生影响。综合考虑基数效应、企业信用风险以及银行不良贷款压力，预计 2021 年国内经济增长将呈“前高后低”走势。2021 年一季度 GDP 同比增速有望升至 20%附近，四季度预计将回归至常态化水平。

1、明年房地产投资增速将逐步回落

国内疫情高峰过后，地产企业有赶工交付需求，居民前期购房需求压抑集中释放带来住房市场短期景气度回升，地产投资快速回升。房地产投资从 3 月见底反弹，到 11 月底的累计投资增速升到了 6.8%，成为支撑经济回升的主要力量之一。但是房地产调控政策仍在趋严，政府设置了三条红线来约束房企的杠杆，三条红线是剔除预收款后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%、现金短债比小于 1 倍，除了三条红线，拿地销售比是否过

高和经营性现金流情况也将作为监管机构考察的重要指标。在房企融资三条红线的限制下，房企面临主动去杠杆的压力，因而虽然房地产的销售增速高增，但房地产资本开支速度明显放缓。11 月土地购置面积累计同比下跌 5.2%，跌幅较上月扩大 1.9 个百分点，资本开支明显下降。

融资收紧政策对房企拿地的影响已经所显现，土地购置费或将拖累明年地产投资的整体表现。2020 年 8 月以来房企拿地整体处于回落进程，考虑到当前融资政策的收紧态度仍将延续，后续房企拿地意愿可能仍将维持偏弱的水平。而土地购置费一般滞后于土地成交价款 2-3 个季度左右，明年上半年可能出现土地投资的触顶回落。对于建安投资而言，考虑到 8 月后房屋新开工面积增速仍在低位，到 11 月的累计增速为-2%，融资政策收紧已经沿着“拿地-开工”的经营链条逐渐传导，因而预计明年建安投资超预期高增的概率也不大。综合而言，明年地产投资或将呈前高后低走势，高点或出现在一季度，全年的增速或将略低于 2020 年。

图 7：房地产投资增速累计同比走势

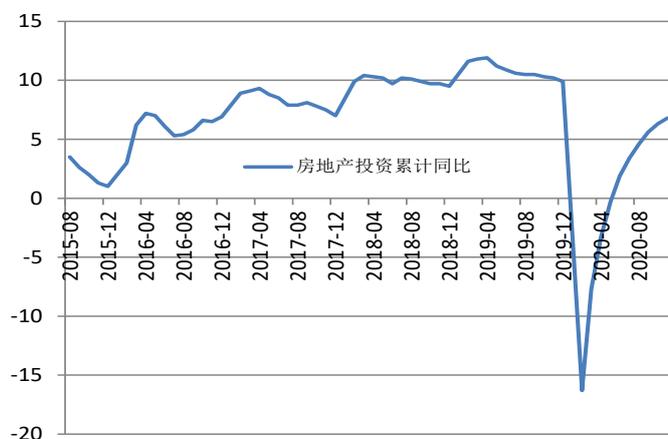
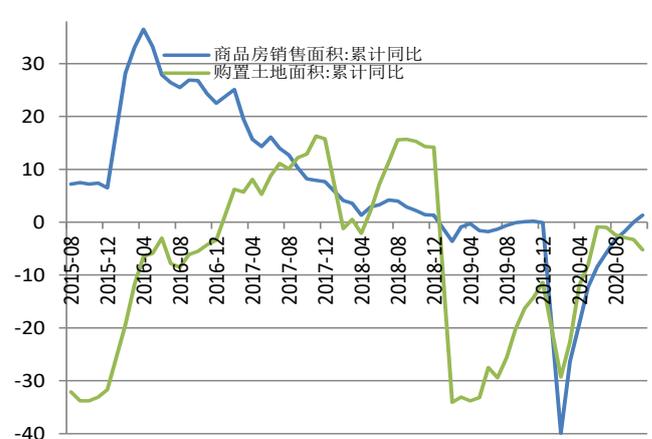


图 8：商品房销售面积与土地购置面积累计同比走势



数据来源：Wind，东吴期货研究所

图 9：土地购置费与土地成交价款累计同比走势

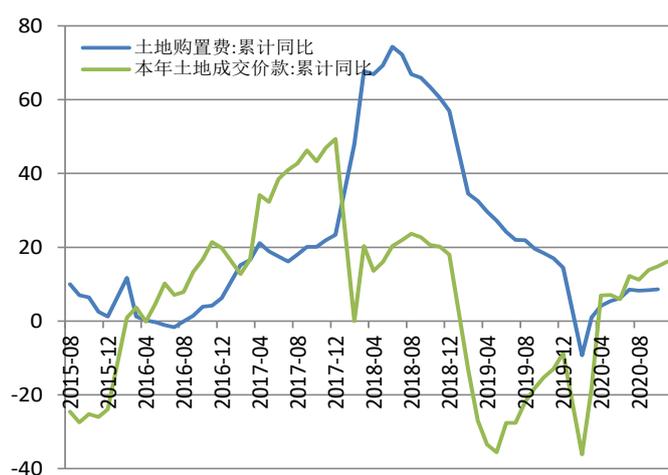
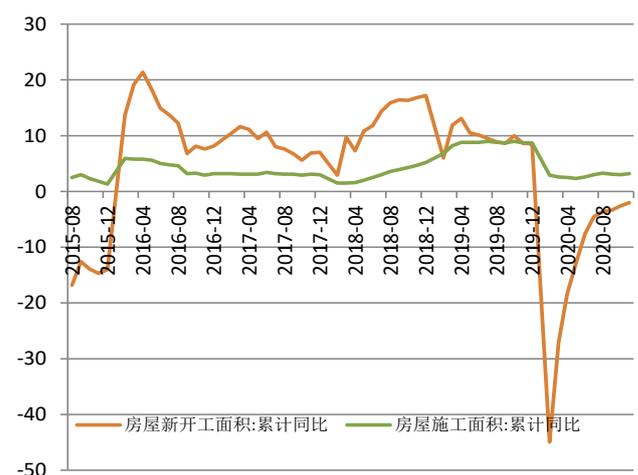


图 10：新开工面积与房屋施工面积累计同比走势



数据来源：Wind，东吴期货研究所

2、基建保持低位增长

今年国债、特别国债以及地方政府债合计净融资 8.5 万亿元，较去年多出 3.6 万亿元。今年预算内财政赤字为 3.6%，预算赤字规模为 3.76 万亿，较去年多增 1 万亿。若将转结余及调入资金以及政府性基金、国有资本预算及社保基金均考虑在内，今年实际财政赤字率可能达 11.4%，要较去年提高 6.5 个百分点。因而市场对全年尤

其是下半年基建投资增速预期较高，但下半年基建投资增速逐月回落，到 11 月底，广义的基建投资累计同比增速仅为 3.32%，显著低于了市场预期。

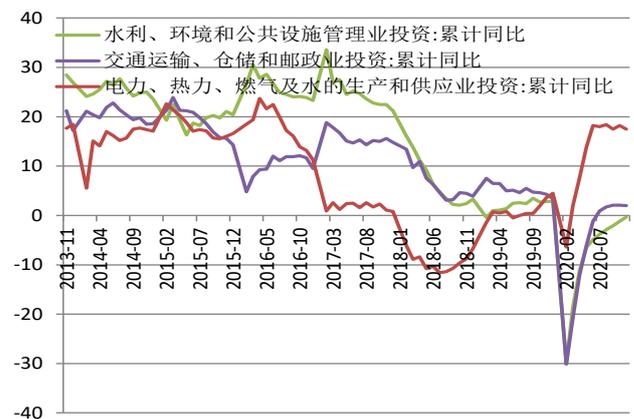
财政支出效率不高，隐性债务化解抑制了地方财力，导致基建投资偏弱。今年在疫情的冲击下，地方政府财力不足，因而地方上首先安排民生相关支出，以确保“六保”、“六稳”的任务，而基建相关支出增速则大幅下降。1-10 月中一般预算支出里面与基建相关的支出增速保持在-12%左右的低位，明显低于了总的财政支出增速。此外，隐性债券的化解也导致城投有息债务难以获得有效扩张，财政政策的乘数效应下降，不足以支撑基建投资增速持续回升。

2021 年专项债新增额度大概率少于今年，特别国债预计取消发行，优质基建项目亦难有明显增长，经济恢复常态对基建稳增长的主观需求下降，因此 2021 年基建投资增速难有明显改善。但明年是十四五规划的开局之年，规划建议稿提出要保持投资合理增长，加快补齐基础设施、市政工程等领域短板，推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设，加快建设交通强国，因此广义的基建投资亦难出现负增长的情况，预计可维持较低的个位数增长，节奏上一季度高增长，二三季度震荡为主。

图 11：基建投资累计同比



图 12：基建投资分项累计同比走势



数据来源：Wind，东吴期货研究所

3、制造业投资将显著增长

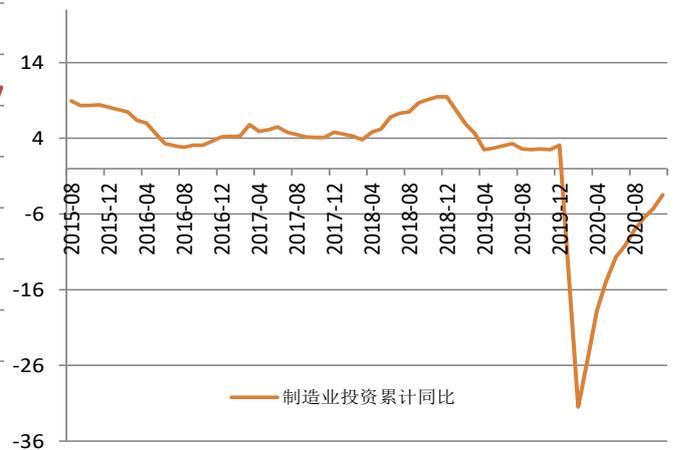
制造业投资主要受到产能利用率、盈利预期、融资成本综合影响。2020 年一季度受疫情影响，制造业企业产能利用率、盈利大幅下滑，投资增速亦大幅下行，二季度以来随需求逐步恢复，企业盈利自 5 月实现单月同比转正，产能利用率逐步提升，货币政策聚焦精准导向，引导资金更多的流向实体经济，深化贷款市场报价利率改革，引导贷款利率和企业融资成本下行，制造业投资降幅明显收窄并于 8 月实现单月增速转正，但因启动较晚，预计全年累计增速仍将为负增长。

展望 2021 年，在经济的内生修复、低基数的双重作用下，明年一季度将是制造业投资增速的高点，但进入下半年随着中小企业信用风险的逐步显露、及同比基数的逐渐抬升，制造业投资增速将回落。整体而言，内需仍有恢复空间，PPI、产能利用率仍有上行条件，企业融资成本仍将低位运行，企业盈利向好，疫苗落地提振企业家信心，BCI 企业投资前瞻指数自 5 月起整体走升，侧面印证未来 6 个月企业投资扩张的信心较高。但进入二季度后，随着再贷款、再贴现以及贷款展期等扶持政策的陆续期满退出，信用周期拐点可能来临，制造业特别是中小企业的信用风险值得关注，同时中小企业信用风险也可能逐渐向商业银行资产端传导，推升商业银行不良贷款压力并提升商业银行的风险偏好。综合来看 2021 年制造业投资稳健增长的确定性较强，预计全年同比增长显著高于今年，节奏上在基数效应下前高后低，逐季回落。

图 13: 工业产能利用率走势



图 14: 制造业投资累计同比



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

图 15: PPI (左)、工业企业利润总额累计同比 (右)

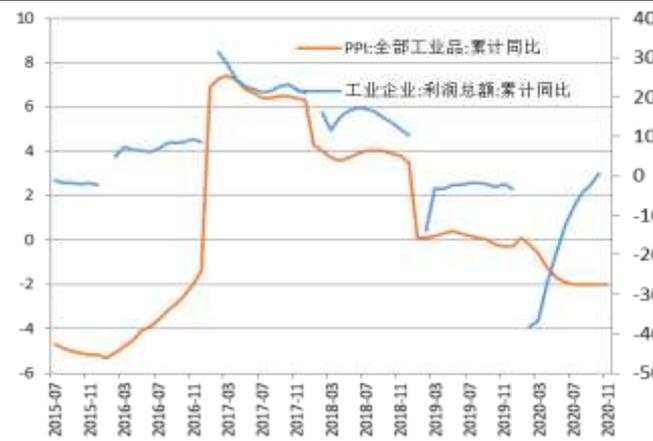
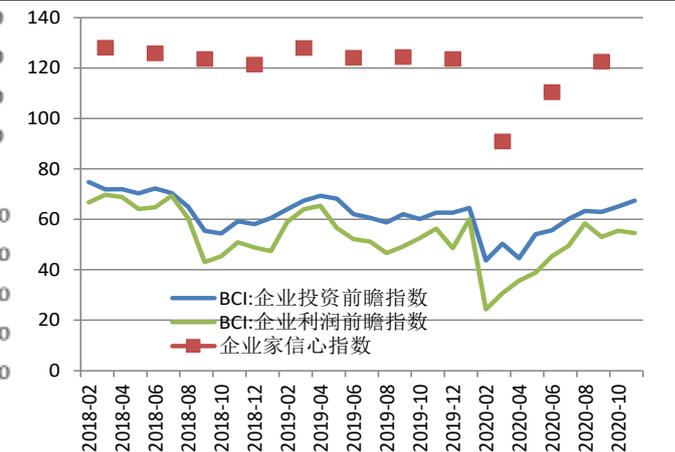


图 16: BCI 企业投资与利率前瞻指数



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

4、出口增速难再进一步升高，进口回升仍有空间

今年新冠疫情肆虐全球，但国内积极有序推动企业复工复产，制造业率先恢复。海外发达经济体通过财政政策大力支持居民消费，而制造业恢复情况欠佳，使得我国有效弥补了全球因疫情冲击造成的供给缺口，防疫物资、“宅经济”商品（笔记本电脑、平板电脑、家电等）先后有力拉动了出口的增长。下半年在海外疫情度过高峰后推动复工复产的背景下传统需求逐步恢复，我国其他传统产品出口也开始改善，成为拉动出口增长的主要力量。截止 11 月，出口累计增速为 2.5%，全年增速将高于 2019 年。

进口方面，由于疫情后我国复工复产推进迅速，疫情防控方面成果显著，国内产需恢复较快。从 PMI 进口分项的表现情况来看，5 月份开始 PMI 进口指数持续回升，反映出国内生产和需求的逐渐改善。同时由于 2020 年是中美第一阶段贸易协议的首年，受到疫情的影响今年年初中美第一阶段协议的履约也受到了一定影响，在国内基本面逐渐稳定之后，来自第一阶段协议履约的需求也使得我国进口受到了一定的支撑。从进口增速情况来看，今年 9 月份我国进口同比大幅反弹；截止 11 月，进口累计增速为-1.6%，9 月开始累计增速收窄较快。

展望 2021 年，疫苗上市、疫情缓解概率较高，全球经济复苏整体上支撑我国传统出口增长，海外供应链需要逐步渐进恢复，我国出口替代仍有时间窗口。但由于我国防疫产品出口增速预计将下降，抢占出口份额效应也逐步下降，同时人民币升值后出口竞争力下降，预计出口增速上半年高增，下半年转负，全年增速与今年相近。

而对于进口方面，2020 年中美第一阶段协议履约艰难，但中美双方已经针对为第一阶段协议履行创造条件达成共识，因此中美贸易协议或成为影响 2021 年进口走势的一项重要因素，协议履约或推动 2021 年我国进口延续改善态势。此外，人民币的升值及国内经济延续复苏，明年一般商品的进口仍会好于今年，整体进口增速将高于 2020 年。

图 17：进出口金额当月同比走势

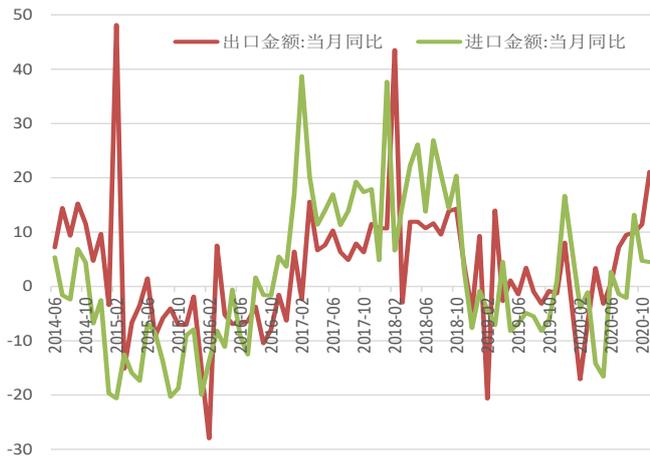
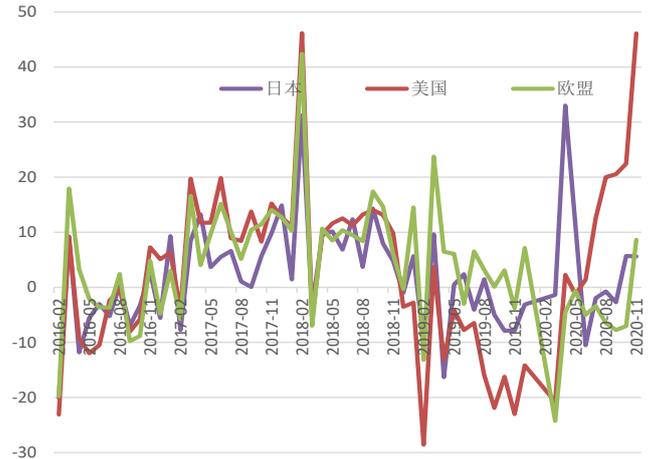


图 18：中国对欧美日出口增速走势



数据来源：Wind，东吴期货研究所

图 19：PMI 及生产、进口指数走势

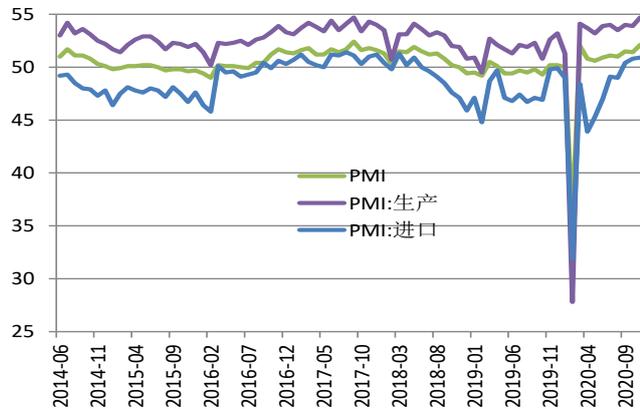
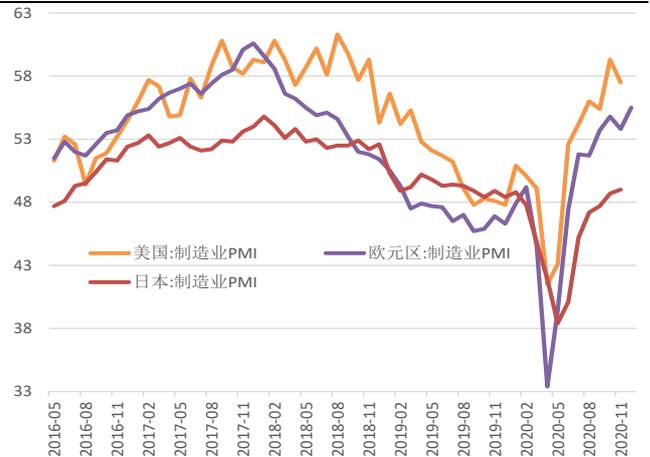


图 20：美日欧制造业 PMI 指数走势



数据来源：Wind，东吴期货研究所

5、消费增速仍有进一步回升空间

居民消费支出增速一般情况下主要受制于居民的收入增速，今年受疫情影响，居民收入增速在一季度大幅下降，二季度后逐步回升，居民消费支出波动趋势相同，但支出增速下滑幅度远大于收入，说明存在非收入因素影响了支出，主要是居民对疫情的主观担忧及政府疫情管控政策对部分消费场景的客观限制，导致居民存在没处消费的情况，如消费下滑较多的主要是接触性较高的消费领域。随着二、三季度疫情明显控制及管控政策放松，经济向好带来就业和收入改善，居民收支增速均开始回暖，但支出增速恢复斜率高于收入增速，支出与收入增速差值开始收窄，这一趋势预计在未来几个季度依然延续。此外，十四五规划建议稿中提出全面促进消费，因此明年的政策亦将在支持消费增长方面更加友好，再考虑到今年低基数影响，因此 2021 年居民消费支出、社会消费品零售总额可能回升到较高的增速水平，成为拉动经济增长的主要动力，节奏上前高后低，逐步回落。

图 21: 社会零售总额及分项当月同比走势

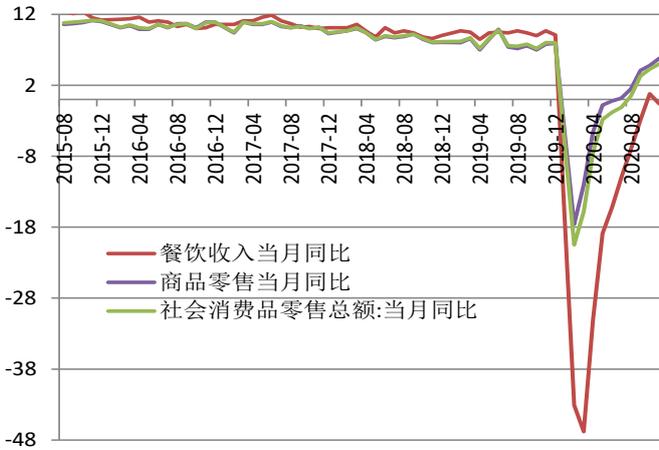
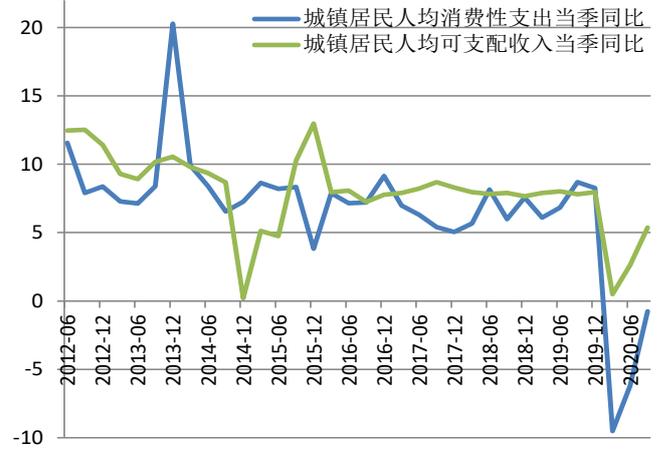


图 22: 居民人均可支配收入, 消费支出累计同比



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

综合而言, 随着经济内生增长动力的持续修复, 2021 年国内经济增长料将回归常态, 基数效应下一季度 GDP 同比增速将有明显升高, 但进入二季度之后, 随着逆周期政策力度的松动, 国内地产、基建以及中小企业均有一定的不确定性。综合考虑基数效应、企业信用风险以及银行不良贷款压力, 预计 2021 年国内经济增长将呈“前高后低”走势, 进一步复苏走强的动力不足。

7、猪肉价格回落, 通胀保持低位

今年以来 CPI 同比大幅回落主要受去年猪肉价格高基数影响, 6-7 月受到季节性因素和汛情影响出现阶段反弹。展望来年, 核心通胀水平在消费恢复下预计有从低位小幅上行的可能, 但猪肉价格仍将是拉动 CPI 回落的主要动力。预计猪肉价格在供给恢复下逐步回落, 结合 CPI 历史环比数据的季节性规律, 2020 年底附近 CPI 转负, 而后走高到 6 月起再开始回落、震荡, 全年呈 M 形走势, 全年 CPI 同比低于 1%。

图 23: CPI 同比走势

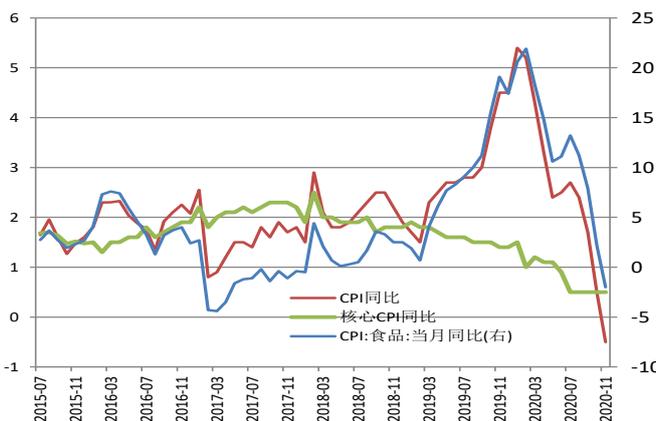
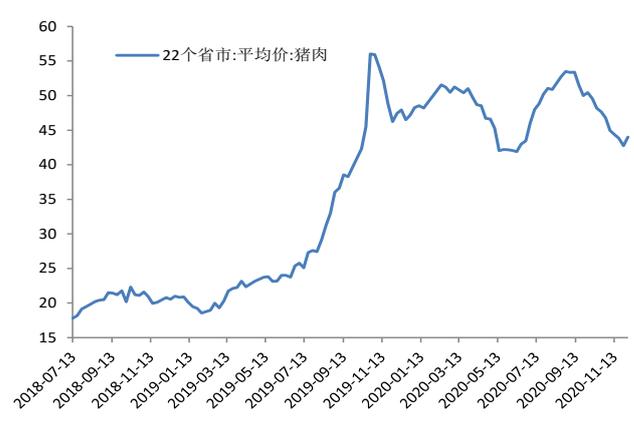


图 24: 猪肉价格走势



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

由于 PPI 走势与原油价格相关性极大, 因此对远月 PPI 走势的预测更多需要判断原油价格的走势。今年在疫情爆发初期的影响下, 全球经济活动停滞, 原油价格大幅下跌, 此后随经济活动的逐步恢复, 原油价格开始反弹。秋冬季节欧美地区虽然疫情出现反弹, 但对生产经营活动影响有限, 因此原油价格虽受到拖累, 但下跌幅度也有限, 但四季度由于去年高基数原因, PPI 或仍在 -2% 左右运行。目前原油价格仍处于历史低分位水平, 明年全球

经济大概率走向复苏，原油价格有望逐步上行，PPI 同比到明年二季度将转正，5-6 月呈现高点，此后回落，全年呈倒 V 形。

此外从货币供应量来看，M1 增速领先 PPI 同比约 9 个月，M1 增速的走高意味着城投企业、房地产企业资金开始宽裕，制造业企业投资意愿提升，对应基建投资、地产投资、制造业投资需求回升，提升生产资料的需求和价格。今年初以来 M1 增速触底反弹，有利于 PPI 走出通缩。

图 25: PPI 同比走势

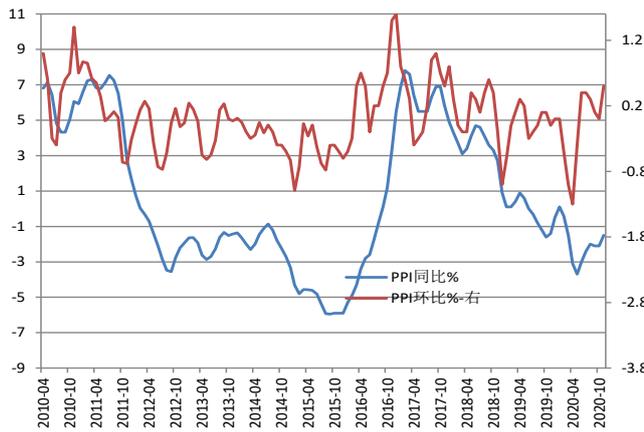
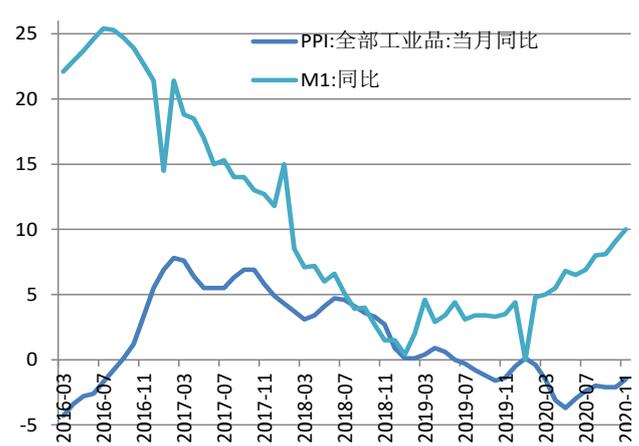


图 26: PPI 与 M1 同比走势



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

三、政策面分析

1、宏观杠杆率升高，防风险重回重点

疫情时期宏观杠杆率阶段回升，支持实体经济成效显著。过去几年，中国的宏观杠杆率总体是先上升再企稳。2015-2016 年中，伴随着房地产周期的扩张，中国宏观总杠杆率加速上升，其中居民和企业部门杠杆率在此期间都出现了加速上升，共同驱动国民经济杠杆率整体走高。此后在 2017 年提出了稳杠杆政策，随着政策重心向“防风险、去杠杆”倾斜，宏观杠杆率过快上升的势头得到了遏制，其中企业部门杠杆率从涨幅收窄转变为同比回落。2019 年，在年初社融信贷放量的驱动下，宏观杠杆率重新上升，其中企业部门杠杆率的降幅收窄、转为同比回升，居民部门杠杆率稳中有升、政府部门杠杆率涨幅扩大，共同驱动当年宏观杠杆率上升。

在新冠疫情的冲击下，2020 年宏观杠杆率由于分母端经济负增长、分子端对冲疫情影响的宽信用政策再次较快上行，到三季度宏观杠杆率上升 24.7 个百分点至 270.1%。央行调查统计司司长阮健弘指出，当前面临的是特殊情况，宏观杠杆率的回升是宏观政策支持疫情防控和国民经济恢复的一个体现，应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持。应该说这个政策现在已经取得了显著的成效，而且它向实体经济传导的效率已经明显得到了提升。

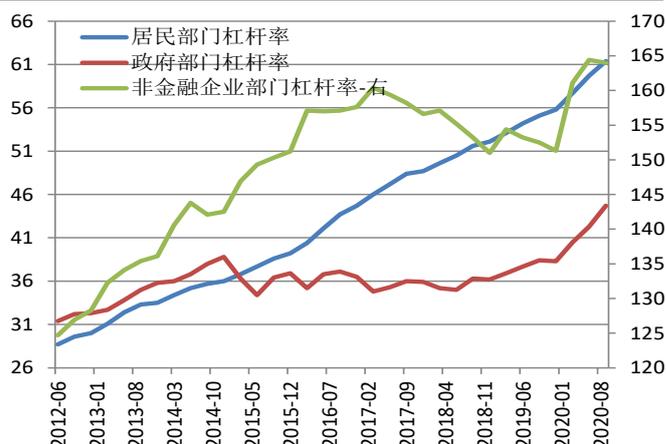
经济企稳之后，对风险防控的关注度重新提升。7 月 30 日，中共中央政治局会议指出，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。“跨周期”的说法首次出现在中央级别会议通稿中，体现相对于实现稳增长的逆周期调节而言，中央层面开始明确关注防风险。8 月 17 日，郭树清在《求是》发表题为“坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战”的文章指出，今年总体杠杆率和分部门杠杆率都会出现较大反弹，金融机构的坏账可能大幅增加。由于金融财务反应存在时滞，目前的资产分类尚未准确反映真实风险。10 月 21 日，易刚在 2020 金融街论坛年会表示，货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上。货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，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。

预计明年信用违约事件发生的频率和规模加大。今年疫情后积极的宏观政策掩盖了部分信用风险，在政策支持下各类造血能力不强的主体得以生存。明年在政策取向更为关注防风险后，宏观政策易紧难松，从长期的角度，对于实现我国经济的高质量增长具有重要意义，但在短期内也会造成实体经济面临一定的融资困难，微观层面的违约风险事件预计发生的频率和规模会相对加大。如 2021 年 3 月 31 日对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息优惠政策到期后，预计有部分企业贷款不能按时还本付息，银行的不良率将会提高。信贷和其他融资方式的风险是联通的，2020 年四季度出现的一系列信用债违约事件，是政策转向中性过程中的必然结果，2021 年会进一步扩大加剧。

图 27: 实体部门杠杆率



图 28: 居民、政府及非金融部门杠杆率



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

2、货币政策稳中偏紧

为对冲疫情的影响，央行加大了逆周期调节力度，由合理充裕到更加灵活适度。年初以来三次降低存款准备金率释放了 1.75 万亿元长期资金，春节后投放短期流动性 1.7 万亿元，保持了流动性的合理充裕。一季度末金融机构超额存款准备金率为 2.1%，比上年同期高出 0.8 个百分点。价格上，央行还多次下调政策利率，引导市场利率的下调，尤其是下调了超额准备金利率，一时间流动性极为宽松，隔夜利率跌破 1%。

随着经济逐步回归到正常状态，五月之后央行在公开市场的操作有所变化，虽然仍然维持灵活适度的基调，但重心已由灵活转向适度，这意味着货币政策从应对疫情的大幅宽松回归中性。6 月 18 日的陆家嘴论坛上，易纲行长表示要关注政策“后遗症”，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出，这标志着货币政策转向关注金融防风险和前期宽松政策的稳步退出退出。在 8 月 6 日央行的二季度货币政策执行报告中，央行不再提及及逆周期调节，而是寻求稳增长与防风险之间的平衡。央行表示将“引导市场利率围绕公开操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”。11 月 26 日，央行的三季度货币政策执行报告表示，既要保持流动性的合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不高大水漫灌，不让市场的钱溢出来。这体现出货币政策中性的态度。

看来年的政策方向，易纲在 2020 年金融街论坛上明确指出“货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，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。尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励，总体上有利于经济社会的可持续发展，有利于人民币资产的全球竞争力，帮助我们利用好两个市场、两种资源。在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率有所上升，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。”

从易纲行长的讲话来看，未来货币政策将以稳中偏紧为主，仅单纯比较收紧和放松两种方式的情况下，边际

收紧的概率大于边际放松的概率；但大幅收紧或放宽货币政策的概率都不大。一方面，当前宏观经济的结构性问题仍然严峻：截至 11 月，消费累计增速-4.8%，出口按人民币计是 3.7%，美元计为 2.5%，固定资产投资增速 2.6%。投资的结构问题也类似，虽然累积增速虽然已经回归到正增长，恢复到疫情前的水平，但主要靠房地产，制造业投资到目前为止仍然是-3.5%的累计增速。此外，就业的压力仍然存在，11 月的失业率仍然高于 2019 年水平，且和经济类似，就业的结构性问题压力并不小。考虑经济结构和就业问题之后，我们认为货币政策更应该以稳为主。另一方面，今年通过加大宏观杠杆率，使经济逐步企稳回升，在经济增长的内生动力逐步恢复的背景下，货币政策不再需要大幅放宽。在经济回暖的背景下，继续放宽货币政策，将使宏观杠杆率继续攀升，并使未来爆发更大的金融风险。

图 29：金融机构存款准备金率

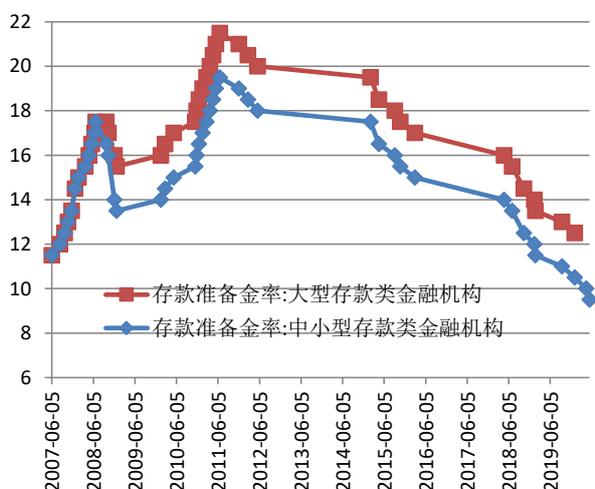


图 30：中期贷款便利利率



数据来源：Wind，东吴期货研究所

3、积极财政政策继续

今年为了应对疫情冲击，采取了积极的财政政策来应对。总财政赤字规模上，提升到 3.76 万亿，比 2019 年增加 1 万亿。此外，还发行了 1 万亿的特别抗疫国债。通过统筹财政收入、赤字、调用预算稳定调节基金，预算安排今年财政支出 24.8 万亿，比 2019 年增加了 0.9 万亿。另外，还进一步加大了减税降费、转移支付的力度等。从未来的政策方向来看，货币政策已经提前完成了向常态化的转变，财政政策明年也将向历史常态水平进行回归。但考虑到经济和就业的结构性问题仍然凸显，预计财政政策仍将有结构性发力空间。

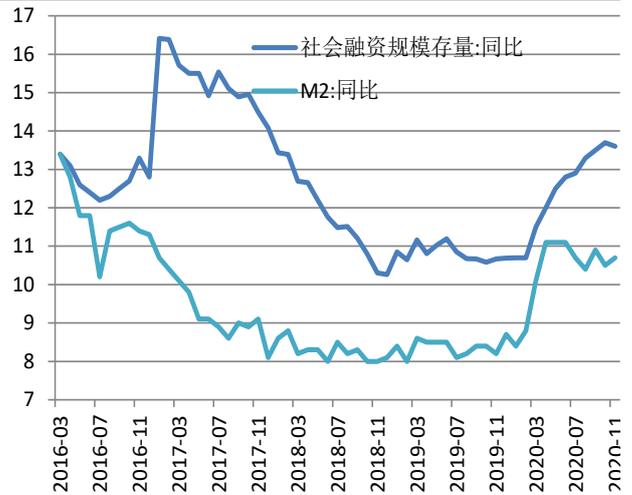
从宏观基本面的来看，今年财政政策大幅发力，最重要是在于对抗疫情所带来的负面冲击，起逆周期调节的作用，而现在中国经济继续向好的趋势较为确定，非常态化的政策需要逐步退出，向合理值进行回归。从宏观杠杆率来看，今年政府部门杠杆率上行明显。9 月地方政府部门宏观杠杆率上行至 25.6%，相比较 2019 年底提升 4.1 个百分点，中央政府部门宏观杠杆率上行至 19.1%，提升 2.3 个百分点，下半年在专项债发行的助力下，地方政府宏观杠杆率还会有进一步的提升。

结合货币政策与财政政策，预计明年社融增量和货币供应增量低于今年，社融存量增速从 13% 左右逐步回落至 10% 左右，M2 存量增速逐步从 10% 左右回落至 8% 左右。一方面，货币政策和财政政策向常态化回归，而今年政府债券的发行对社融增速影响度较大；另一方面，货币供应体系上，央行也明确提出“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”。我们倾向于认为，潜在增速水平将在 6% 以下，假设通胀因素在 2-3%，反映潜在产出的名义国内生产总值增速也很难系统性的高于 9%。

图 31: 财政收入与支出累计同比



图 32: M2 与社会融资规模存量增速同比走势



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

四、人民币汇率难再走强

2020 年,中美之间的 10 年期国债利差一度上升至 270 个 BP 左右的历史高位,主要是中国的货币政策正常化和美国宽松政策错位所致。展望来年,我们认为人民币走势可能受到美国经济复苏、“双循环”方针以及人民行政策改革的影响,预计人民币汇率不会过度走强。首先,若美国经济在长期逐渐修复,再次走向复苏,中美基本面之间的错位差将有所弥合,同时美国或将在经济复苏后退出量化宽松政策,人民币汇率仍将承受一定的压力。其次,在“双循环”方针的指导下,经常项目和资本项目仍需保持整体均衡,人民币汇率若过度走强可能会带来资本项目过强,对经常项目形成较大的压力,因此人民币汇率或不会在中长期持续走强。再次,在人民币升值最快时,央行宣布将下调远期售汇业务风险准备金率。10 月 14 日,央行货币政策司司长孙国峰在答记者问时也讲到:“汇率还是要由市场供求来决定,来发挥宏观经济和国际收支自动稳定器的功能。当然也要防止过度的加杠杆行为和过度的正反馈行为”。事实上,央行正是出于对人民币升值过程中投机行为的防范而采取了一定的应对措施。

图 33: 人民币汇率走势

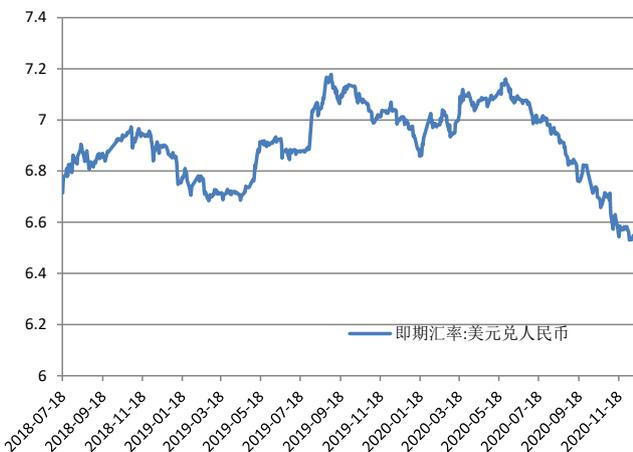


图 34: 中美 10 年期国债利差走势



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

五、国债期货走势展望及操作策略

2020 年突如其来的新冠疫情对全球经济造成了重大影响，国内债券市场在超常规货币政策推动下一路走高，10 年期国债收益率在 4 月下旬下探至 2.48% 附近。但从 5 月开始，国内基本面改善预期开始不断强化，加上央行对超常规货币政策的逐步退出，10 年期国债收益率震荡回升，并在 11 月中旬升到 3.33% 的阶段高点。

对于 2021 年而言，综合考虑基数效应、企业信用风险以及银行不良贷款的影响，预计全年经济增速将明显高于 2020 年，节奏上料将呈“前高后低”走势，但进一步复苏走强的动力不足。而核心通胀水平在消费恢复下预计有从低位小幅上行的可能，但猪肉价格仍将是拉动 CPI 回落的主要动力。预计猪肉价格在供给恢复下逐步回落，结合 CPI 历史环比数据的季节性规律，2020 年底附近 CPI 转负，而后走高到 6 月起再开始回落、震荡，全年呈 M 形走势，全年 CPI 同比低于 1%。

在新冠疫情的冲击下，2020 年宏观杠杆率由于分母端经济负增长、分子端对冲疫情影响的宽信用政策再次较快上行，到三季度宏观杠杆率上升 24.7 个百分点至 270.1%。经济企稳之后，对风险防控的关注度重新提升。未来货币政策将以稳中偏紧为主，仅单纯比较收紧和放松两种方式的情况下，边际收紧的概率大于边际放松的概率；但大幅收紧或放宽货币政策的概率都不大。货币政策已经提前完成了向常态化的转变，财政政策明年也将向历史常态水平进行回归。但考虑到经济和就业的结构性问题仍然凸显，预计财政政策仍将有结构性发力空间。

综合而言，国内经济增长料将回归常态，但进一步复苏的动力不足；在宏观杠杆率快速大幅升高的背景下，防风险重回重点。预计明年货币政策以稳中偏紧为主，财政政策回归常态。预计 2021 年 10 年期国债利率逐步震荡向下，重心下移，整体波动区间大致在 2.8-3.4% 之间。

免责声明:

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎!