晨会报告

国都证券研究所晨报 20210407

【财经新闻】

- 引导金融机构坚守自身定位、找准着力点，银保监会绘就金融服务乡村振兴“路线图”
- IMF 上调今年全球经济增长预期至 6%

【行业动态与公司要闻】

- 中国汽车产业缺“芯”如何破局
- 外资加仓势头强劲，债市开放持续升级

【国都策略视点】

- 策略晨报：基本面改善超预期窗口期，市场超跌反弹有望延续

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	3482.97	-0.04
沪深 300	5140.34	-0.41
深证成指	14083.34	-0.28
中小综指	12428.77	0.28
恒生指数	28938.74	0.00
恒生中国企业指数	11217.41	0.00
恒生沪深港通 AH 股溢价	133.29	0.20
标普 500	4073.94	1.35
纳斯达克指数	13698.38	1.62
MSCI 新兴市场	1346.91	0.65

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	国防军工	1011.38	1.50
2	汽车	2323.58	1.36
3	钢铁	2066.75	1.25
4	轻工制造	1586.40	1.23
5	计算机	2233.64	1.17

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	59.20	-3.33
纽约期金	1744.40	0.81
伦敦期铜	9040.00	2.67
伦敦期铝	2260.00	1.35
波罗的海干散货	2092.00	——

研究员 :韩保倩

电 话： 010-87413610

Email： hanbaoqian@guodu.com

执业证书编号： S0940519040002

联系人：王景景

电 话： 010-84183383

Email： wangjingyi@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ 引导金融机构坚守自身定位、找准着力点，银保监会绘就金融服务乡村振兴“路线图”

【上海证券报】近日，银保监会下发《关于 2021 年银行业保险业高质量服务乡村振兴的通知》，为金融业高质量服务乡村振兴部署“路线图”。

根据要求，银行保险机构应坚守自身定位，按照错位竞争策略，找准服务乡村振兴的着力点。

其中，开发银行和政策性银行要坚守开发性、政策性金融定位，加大对“三农”重点领域的中长期信贷支持，加大转贷资金对乡村振兴的投入力度。大中型商业银行要在服务对象、服务领域、网点布局、产品设计等方面提升差异化竞争能力。农村中小银行机构要坚守支农支小定位，深化改革，充分发挥深耕当地的优势，不断提高“三农”金融供给能力。同时，鼓励开发适合乡村振兴的商业保险产品，政策性保险要积极争取财政支持政策，完善产品条款，科学拟定费率，更好发挥保险功能作用。

如何引导银行保险机构提升服务乡村振兴的效能？监管部门提出，应鼓励银行业金融机构建立服务乡村振兴的内设机构，完善专业化工作机制，从信贷审批流程、授信权限、产品研发、经济资本配置、内部资金转移定价、人员配备、考核激励、费用安排等方面予以政策倾斜。

比如，鼓励会管银行给予普惠型涉农贷款不低于 75BP 的内部转移定价优惠。鼓励设立三农金融事业部的商业银行将分支机构乡村振兴相关指标考核权重设置为不低于 10%，鼓励其他商业银行加大对分支机构乡村振兴相关指标的绩效考核权重。银行业金融机构要持续完善“三农”金融尽职免责制度，合理界定尽职认定标准和免责情形，切实将涉农信贷不良容忍度政策嵌入内部考核评价之中。

在关键领域，监管部门要求银行保险机构应加大金融供给。一是优先支持国家粮食安全战略。抓住种子和耕地两大核心，持续加大对三大主粮生产和“菜篮子”工程的信贷、保险服务供给等。二是助力补齐农业农村基础设施短板。积极服务新型城镇化建设，开发符合新型城镇化需求的金融产品和融资模式等。三是创新服务新型农业经营主体和农户。大力发展农业供应链金融，重点支持县域优势特色产业，带动农民分享产业增值收益等。

在服务乡村振兴的过程中，保险保障的作用将进一步凸显。根据监管要求，下一步将推动农业保险“提标、扩面、增品”。比如，扩大三大粮食作物完全成本和收入保险试点范围；积极拓展产粮大县农业大灾保险覆盖面，提高养殖大县的养殖险覆盖面和保障程度，健全农业再保险制度；鼓励因地制宜发展地方优势特色农产品保险，探索开发收入保险、气象指数保险等新型险种。同时，提升农村地区人身保险发展水平，积极发展面向低收入人群的普惠保险；鼓励发展针对县域居民的健康险业务，扩大健康险在县域地区的覆盖范围。

通知重点提到了备受业内关注的“加强差异化监管考核引领”相关要求。首先，明确涉农信贷差异化考核目标。2021 年，银行业金融机构要单列同口径涉农贷款和普惠型涉农贷款增长计划，力争实现同口径涉农贷款持续增长，完成普惠型涉农贷款差异化考核目标。2020 年末，普惠型涉农贷款在各项贷款中占比较高或者普惠型涉农贷款增速较突出的银行业金融机构，可向监管部门申请适当放宽考核要求。

其次，完善监管激励约束机制。各级监管部门要定期考核涉农金融相关目标计划的完成情况。对于完成情况较好的银行业金融机构，采取多种形式给予正向激励；对未完成考核指标且差距较大的银行业金融机构，视情况采取系统内通报、下发监管提示函、约谈高管、现场检查、调整监管评级等措施，督促其加大工作力度。

此外，因地制宜探索金融服务乡村振兴的有效途径，打造不同特点的样本，形成示范引领作用。

同时，加强“三农”金融风险监管。各级监管部门要督促银行业金融机构加强涉农信贷的贷后管理，避免信贷资金被挪用；控制对农村地区“两高一剩”行业、房地产等领域信贷投放，严禁新增地方政府隐性债务；引导银行业金融机构及时通过催收、核销、转让等多种渠道化解存量涉农不良贷款；切实纠正对农业经营主体过度授信、违规收费等行为；持续加大农业保险监管力度，维护市场秩序，保障广大农户合法权益。

■ IMF 上调今年全球经济增长预期至 6%

【经济参考报】4 月 5 日至 11 日，国际货币基金组织（IMF）和世界银行春季会议召开。国际货币基金组织 4 月 6 日发表的《世界经济展望》报告和 2021 年 4 月《全球金融稳定报告》上调今明两年世界经济增长预期，同时警告要避免金融脆弱性成为危机后的遗留问题。

经济增长预期上调

《世界经济展望》报告指出，全球经济复苏正在加速。报告预计，2021 年和 2022 年，全球经济增长预计将分别达到 6%和 4.4%，高于此前该组织的预期值。

不过国际货币基金组织指出，全球经济前景仍存在高度不确定性，复苏将呈现分化态势，这种分化不仅存在于国与国之间，也存在于一国的不同地区，来自于疫情的损害也仍将持续。全球经济复苏的分化将使发展中国家和其他国家间在生活水平方面的差距比疫情前预计的更大。

美国经济增长将超过其他发达国家。在新兴市场和发展中经济体，中国在 2020 年已经恢复到疫情之前的 GDP 水平，然而，许多其他国家将一直到 2023 年才能恢复这一水平。与疫情前相比，不同的经济复苏途径可能会在发展中国家和其他国家之间造成更大的生活水平差距。2020-2022 年新兴市场和发展中经济体（不包括中国）累计人均收入损失与疫情前预测相比将减少 20%，而发达经济体损失预计将相对较小，为 11%。报告警告说，这种情况削弱了减贫的成果。

未来的经济发展将取决于公共卫生危机的发展路径、政策行动的有效性、金融状况和商品价格的演变、经济的调节能力等。这些驱动因素及其相互作用将决定经济复苏的步伐和中期复苏程度。报告认为，当复苏势头加快，经济货币政策态势需要收紧时，可能会对新兴市场产生不利的溢出效应，特别是对其中负债高，融资需求大的经济体影响更为明显。

警示金融脆弱性

同一天发布的《全球金融稳定报告》指出，各国为应对疫情而推出的超常规政策措施创造了宽松的融资环境，为实体经济提供了支持，帮助抑制了金融稳定风险。经济前景的改善明显减轻了不利后果。

但报告也同时指出，疫情期间采取的措施可能会产生意想不到的后果，如市场估值过高和金融脆弱性上升。不断上升的金融脆弱性如果得不到解决，可能会成为结构性的遗留问题。未来的 GDP 增长仍面临显著的下行风险。

报告分析称，自 2020 年第三季度以来，在经济快速复苏和政策支持延续的预期下，多国股市大幅上涨，当前市值远高于基本面模型所显示的水平。虽然盈利预期有所改善，在基本面持续改善的背景下，利率的逐步上升可能受人欢迎，但若利率，尤其是实际利率持续快速上升，可能会导致市场风险的重新定价以及融资环境的突然收紧。这种收紧可能与高企的金融脆弱性相互作用，进而影响市场信心并危及宏观金融稳定，尤其是在新兴市场。

此外，发达和新兴市场经济体的复苏进程预计将不同步且出现分化。新兴市场存在大规模对外融资需求，因此面临着艰巨的挑战，一旦融资环境变得不那么有利，可能引发大规模的证券投资资本外流；如果美国利率持续上升导致风险重新定价和融资环境收紧，则更是如此。

在疫情之后，很多国家的企业部门将会债台高筑，而不同规模、不同部门的企业之间存在显著差异。在复苏期间，对遭受重创的借款人信用质量和盈利前景的担忧，可能对银行的风险偏好产生不利影响。

在银行层面，得益于 2007-2008 年全球金融危机后采取的监管改革，银行在疫情暴发前拥有较充裕的资本和流动性缓冲，且到目前为止表现依然稳健。但在经济复苏阶段，银行能在何种程度上继续提供信贷，仍有待观察。报告认为，各国逐步退出支持性政策，可能对部分银行产生重大影响，很可能会降低其贷款意愿。此外，对大多数银行而言，贷款损失的不确定性和微弱的盈利前景，可能阻碍其通过大量消耗资本缓冲来支持经济复苏。对于融资选择有限且更依赖银行信贷的企业来说，这些约束可能尤为令人担忧。

政策合作至关重要

报告认为，针对当前经济复苏仍存在高度不确定性，且金融脆弱性依然严峻的局面，各国政策制定者迫切需要采取行动，避免金融脆弱性成为遗留问题。政策制定者应尽早采取行动，收紧部分宏观审慎政策工具，同时避免普遍收紧融资环境。他们也应为修复资产负债表提供支持，进而促进可持续和包容性的经济复苏。

在企业层面，超常规的政策支持帮助其缓解了疫情的影响。具有入市融资能力的大企业利用有利的环境发行债券来应对流动性压力。然而，宽松的融资环境导致企业杠杆累积，这使政策制定者一方面需要在短期内刺激经济活动，另一方面需要应对脆弱性的上升和未来经济增长的下行风险。

IMF 强调称，在可持续和包容性的经济复苏企稳之前，持续的政策支持仍然至关重要。在央行实现政策目标前，仍需保持宽松的货币政策，并且要迅速采取行动，防止金融脆弱性变得根深蒂固，并演变成遗留问题。在金融部门，为了避免过度的顺周期性，提供有关预期损失拨备的监管指引仍然很重要，但这种拨备计提应受到监管审查。抗疫取得成功的国家应保持或仅逐步放宽对资本分配的限制，并开展监管压力测试，以确保银行保持充足的资本。

在新兴和前沿市场经济体中，一些国家可利用宽松的融资环境改善其债务结构；对于入市融资渠道有限的国家，可能需要得到国际社会的更多援助；其他面临沉重债务负担的国家应从更深层次的债务重组中获益。

IMF 认为，在国际上，强有力的国际合作对实现可持续发展至关重要，这将保证新兴市场经济体和低收入发展中国家继续缩小其与高收入国家之间生活水平的差距。IMF 说，需要确保全球范围内疫苗生产和普遍分发及价格合理，包括为新冠肺炎疫苗实施计划（COVAX）设施提供充足的资金，以便所有国家迅速而果断地击退疫情；国际社会还需要共同努力确保财政拮据的经济

体充分获得国际流动性，以便可以继续提供所需的医疗保健、其他社会福利和发展所需的基础设施支出；各国还应密切合作，加倍改善气候状况；需要强有力的合作来解决潜在的经济问题、贸易和技术摩擦；国际税收政策则应继续把重点放在限制跨境利润转移、避税和逃税上。

【行业动态与公司要闻】

■ 中国汽车产业缺“芯”如何破局

【经济参考报】近日，蔚来汽车宣布因芯片短缺暂停生产 5 天。芯片短缺等情况正逐步演变成为困扰全球汽车行业发展的巨大阻碍。芯片短缺对汽车行业发展和汽车消费将带来怎样的影响？中国汽车产业该如何破解缺“芯”之痛？

汽车行业缺“芯”很难过

中国汽车工业协会数据显示，2021 年 2 月，我国汽车产销分别达 150.3 万辆和 145.5 万辆，环比下降 37.1%和 41.9%。

“汽车产销环比下降，芯片短缺是其中原因之一。”中国汽车工业协会副秘书长李邵华说。

蔚来汽车相关负责人表示，目前，芯片短缺情况超出此前预估，蔚来正密切关注行业供给情况，积极协调供应链资源。

“电子行业芯片短缺，从全球范围看，汽车行业受到的影响比较明显。”中国汽车工业协会副总工程师许海东此前表示。

近期，吉利、丰田、大众等多家车企也都因缺少芯片导致产能降低。据业内人士透露，芯片短缺将可能影响国内某知名整车企业今年近 40%的计划产量。

专家表示，中国是全球最大的集成电路市场，所需芯片大量依赖进口，芯片短缺对国内电子企业将带来不利影响。

“目前，汽车企业缺乏的大部分是入门级芯片，比如汽车驾驶辅助系统、电子助力转向和电子控制单元等。”乘用车市场信息联席会秘书长崔东树表示，高端芯片也存在“卡脖子”现象，制约汽车消费和行业发展。

芯片为什么不够用了

“随着社会智能化程度的不断提升，集成电路作为智能设备最关键的组成部分，需求持续旺盛。”工业和信息化部运行监测协调局局长黄利斌表示，疫情带动了线上交流需求，智能芯片的需求也快速上升，全球主要集成电路制造生产线均出现产能紧张的情况。

同时，随着 5G、人工智能、新能源和智能网联技术在汽车领域的逐步应用，汽车行业芯片的应用呈现出成倍增长的趋势。

“芯片产能的增长没有完全匹配汽车需求的增长。”李邵华表示在受疫情影响最严重的去年一季度，汽车产销量大幅下降，芯片需求骤减，车企包括零部件企业撤销大量汽车芯片订单。而到去年三、四季度，随着中国汽车市场的快速恢复，由于芯片行业的生产周期原因，汽车企业的新增订单被安排在后面，就造成了从去年四季度开始出现的汽车芯片紧张的情况。

“由于汽车芯片成本低、技术老旧等因素，产能扩张速度相对较慢，国内市场需求大，供应方面挑战不小。”崔东树表示，欧洲和东南亚疫情、日本地震、美国暴风雪等不可抗因素，使得当地半导体生产企业出现减产、停产等情况，加之 PC、Pad 等消费电子产品芯片需求的大幅增长，多重因素导致芯片供应不足的问题雪上加霜。

业内人士分析认为，目前，汽车芯片的供应缺口和恢复周期依然不清晰，全球汽车整车、零部件企业对预期仍不乐观，从而出现汽车行业恐慌性的囤货现象，也成为加剧芯片短缺的原因之一。

“汽车芯片的短缺是市场供需不平衡的问题，短时间内无法通过非市场手段来解决。”李邵华预测，2021 年中国汽车产销受芯片短缺影响，会呈现前紧后松的态势，下半年汽车产销随着芯片短缺问题的缓解有望有所提升。

向“自主可控”迈进

“此次，芯片短缺暴露了我国汽车制造领域的短板。”一位资深业内人士表示，当前汽车芯片绝大多数依靠进口，越是技术难度高、工艺复杂的芯片，越依靠进口，有的国产整车品牌 90%的芯片都来自进口。

专家表示，当前，我国汽车半导体产业发展挑战依然严峻，标准体系和验证手段缺失，尤其在车规级芯片上更加明显；国内汽车行业缺少综合性原始创新能力，其中包括对整车和芯片行业起到纽带作用的关键零部件企业。在芯片行业，国内仍需要具有垂直整合能力的芯片企业，来破解汽车和芯片两个行业之间不衔接的局面。

李邵华认为，我国车规级芯片要实现自主可控，应对标准法规技术体系进行完善，推动行业融合发展；聚焦如新能源、智能网络等重点领域，营造好的芯片行业和汽车行业协同发展的环境，针对存储、计算、控制等各类芯片，形成分别突破、协同发展的良好格局。

崔东树建议，应推动建立行业精准预测体系，增大芯片库存储备，以抵御风险；加强标准制定，推动加大国产芯片供给，将进一步稳固我国汽车产业供应链。

工信部副部长辛国斌表示，近期汽车芯片供应短缺既是全球共性问题，也反映出我国自主供给能力不足的深层次矛盾。汽车芯片是关乎产业核心竞争力的重要器件，需要统筹发展和安全，坚持远近结合、系统推进，提升全产业链水平，有力支撑汽车和半导体产业高质量发展。

“推动车规级芯片实现国产化应用，应从整体发展上考虑建立保护机制。”李邵华说，保护研发成果，发展自主可控，也应加大对芯片“引进来”的力度。汽车芯片的短缺，以及汽车芯片国产化问题，长期来看仍将是我国汽车产业链的明显短板，加速推进中国汽车产业链的自主可控将是重中之重。

■ 外资加仓势头强劲，债市开放持续升级

【中国证券报】据中国证券报报道，中国外汇交易中心 6 日公布的数据显示，今年 1 月至 3 月，境外机构在银行间市场累计净买入 4946 亿元中国债券，同比增 173.41%。继去年境外机构净增持逾万亿元中国债券后，外资在今年一季度加仓中国债券的势头依然强劲。专家分析，高企的中外利差、不断加深的开放程度、持续优化的市场机制为外资流入创造了良好条件，外资持续加仓势头将延续。

外资增持势头延续

近年来，境外机构增持我国债券势头越来越强劲。2020 年更是在利差、汇率等因素综合作用下达到了新高度，当年境外机构净增持逾万亿元中国债券，持有的存量规模突破 3 万亿元大关。截至今年 2 月末，境外机构持有 3.57 万亿元中国债券。

中金公司固定收益研究负责人陈健恒表示，2020 年，境外投资者净增持中国债券的体量创下历史新高，境外机构进入中国债券市场的步伐加快。除了市场体量大、利率水平相对其他主要经济体更高等因素外，我国债券逐步纳入全球重要债券指数、海外监管要求及鼓励政策均起到了推动作用。

作为债市开放的重要成果之一，3 月末，富时罗素确认自 10 月 29 日开始将中国国债纳入富时世界国债指数(WGBI)。这标志着中国债市对外开放取得了阶段性成就。下一步，债市开放可能转向“南向通”的打开以及“北向通”的进一步升级等。

今年一季度，外资延续了近年来的加仓势头。中国外汇交易中心数据显示，今年 1 月至 3 月，境外机构在银行间市场累计净买入 4946 亿元债券，同比增 173.41%。从净增持量来看，境外机构在 1 月净增持中国债券规模近 2230 亿元。此外，因春节假期因素，2 月交易日减少，但当月净增持规模接近 900 亿元，高于去年同期。

人民币资产吸引力强

中国债券持续吸引外资流入，主要原因之一是利差诱人。近几年，负利率债券席卷欧洲，美国、日本等主要经济体基准利率也处于历史低位，中国债券特别是利率债较高收益率、较低风险等优势对外资极具吸引力。

尤其是 2020 年，全球主要经济体央行采取了宽松货币政策以对冲疫情影响，美国、欧盟等主要经济体债券收益率下行。由于防疫成效明显，经济率先复苏，中国货币政策较早退出应急模式并逐步回归常态，这导致中外利差进一步上行。中美 10 年期国债利差在当年 10 月最高升至 250 基点附近。

汇率波动也影响外资买债行为。近年来，人民币对美元汇率双向波动特征增强，去年 6 月至 12 月，人民币对美元汇率大幅升值，也吸引了外资大举流入。

就今年 1 月至 2 月的表现来看，中美利差收窄、人民币汇率波动加大并未改变外资持续加仓势头。分析人士认为，这主要是因为中国经济前景良好，中外利差仍处较高水平，人民币对美元汇率保持稳定。

开放持续深化

外资持续加仓的背后是中国债市对外开放程度持续深化。专家预计，外资投资人民币资产的便利化程度将持续提升。

自 2010 年允许部分境外机构通过代理人模式进入中国银行间债券市场以来，10 多年间，债市开放从探索阶段步入加速期。2013 年，合格境外机构投资者(QFII)获准进入银行间市场；2016 年，境外机构投资者可以直接进入银行间债券市场(CIBM)；2017 年，债券通中的“北向通”正式启动；2020 年，人民银行会同相关部门密集出台政策措施，包括整合入市渠道、提升金融基础设施服务水平、提高债券市场流动性、完善风险对冲机制等，优化了境外机构各投资环节操作流程。

开放程度深化、市场机制优化的成果之一，就是中国债券相继被纳入主流国际债券指数。

今年 3 月末，继中国债券纳入彭博巴克莱全球综合指数(BBG)、摩根大通全球新兴市场多元化指数(GBI-EM)之后，富时罗素也确认将于 10 月 29 日起将中国国债纳入富时世界国债指数(WGBI)。完成纳入后，中国国债在 WGBI 中的权重将达到 5.25%。机构预计，这将带来超千亿美元的被动资金流入。

陈健恒表示，此次纳入确认后，意味着中国债券已经完成全球三大债券指数的全部纳入，标志着中国债市对外开放取得了阶段性成果，“北向通”部署已基本完成。下一步，债市开放可能转向“南向通”的打开以及“北向通”的进一步升级，包括鼓励境外机构参与

信用债市场、进一步放开回购市场和衍生品市场等。

【国都策略视点】

■ 策略晨报：基本面改善超预期窗口期，市场超跌反弹有望延续

1、经济恢复好于预期。3 月中采制造业 PMI 环比大幅反弹 1.3 个百分点至近一年高位 51.9，中型、小型企业反弹显著，均在 2.0 个百分点及以上至荣枯线上方；新订单、生产、原材料库存等分项指数悉数回升 0.7-2.1 个百分点不等。虽然 3 月制造业 PMI 回升整体符合春节后的季节性规律，且今年“就地过年”下利于复工，持续性有待观察，但此前环比连降三月后的大幅反弹，仍好于预期。

此外，随着国内疫情的稳定改善，对服务消费的制约影响也逐步减弱；3 月非制造业商务活动指数环比大幅反弹 4.9 个百分点至 56.3%，创近一年次高水平，结束此前环比连降三月态势，预计随着疫情显著缓和、疫苗接种加快，服务消费回暖可期。这一点从清明假期出游的火热得到印证：今年清明节假期全国国内旅游出游 1.02 亿人次，按可比口径同比增长 144.6%，恢复至疫前同期的 94.5%；同时，今年清明假期电影累计票房 8.22 亿元，创历史新高。

4 月中旬将密集公布 3 月货币社融、工业、投资、消费等月度宏观数据，及一季度 GDP 增速，届时将进一步验证经济基本面走势研判、宏观政策调整预期。

2、企业盈利回升超预期。统计局公布 21 年前 2 月规模以上工业企业实现营收、利润各同比增长 45.5%、1.79 倍，剔除去年同期低基数效应，利润较 19 年前 2 月增长 72.1%，近两年平均复合增长 31.2%；其中，出口优势行业（计算机、通信和其他电子设备制造业，装备制造业）、上游原材料行业企业的利润增速领涨，同比增速高达数倍至数十倍不等；同时，工业企业盈利能力显著反弹，前 2 月营业收入利润率 6.60%，同比提高 3.15 个百分点。前 2 月工业经营业绩与盈利能力的大幅反弹，反应了国内外市场需求恢复稳定、今年“就地过年”下的生产旺盛、中上游行业价格上涨等有利因素。

结合前 2 月工业企业的经营业绩来看，预计 21Q1 上市公司业绩同比增速将大幅反弹，预计全 A、全 A（剔除金融两油）的单季度净利润同比增速高达+30%、+100%附近，其中工业板块或高达+200%以上，消费、TMT 同比增速在+50%附近。从已经发布一季报业绩预告的近 270 家上市公司来看，其中 95%的公司均以预增、扭亏等预喜为主，且预告增速下限的中位数达 113%；4 月中上旬期季报高增窗口期，超跌反弹行情可期。

3、二季度货币信用政策或易紧难松。拉长周期来看，当月新增融资同比已自 19 年 11 月起持续多增（仅 20 年 2 月、12 月疫情、信用债违约及表外收紧显著扰动下同比少增），近十六个月新增社融月均同比多增 6749 亿元；其中放量多增高峰在 20 年 3-9 月的政策支持发力、疫后经济恢复期，期间月均多增 1.25 万亿元，20 年 10 月至今回落至月均 2283 亿元。

近日央行货币政策委员会 21 年一季度例会公告的措词，较 20 年四季度例会存在边际变化与些微调整，整体对经济恢复前景更为积极、而对稳健的货币政策更侧重合理适度或边际收缩。具体而言，一对经济恢复信心有所增强，指出国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，但经济恢复进程仍不平衡，境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻；

二稳健货币政策基调更趋中性边际收缩，表述为“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”，删除了此前多次重申部分“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”。

预计 3 月起社融增速趋势回落。近中期展望，结合 20 年 3-9 月的社融显著放量多增，预计 3 月起新增社融同比或存在萎缩压力，表征资金需求边际变化的新增社融同比增量或进入尾声期，该判断与国内经济季度环比动能即将于 21Q1 回归正常增速 1.5%一致。中期展望，21 年稳杠杆防风险为两大重点任务，按保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配的中央定调，并结合 21 年我国名义 GDP 增速 10%附近测算，预计 21 年的 M2、社融存量同比增速预期目标，分别由 20 年的 10.1%、13.3%下调 1-2 个百分点至 9.0%、11.0%附近。

整体来看，我国金融环境的趋势变化，正由 20 年上半年的宽货币宽信用，转为 20 年 7-10 月的稳货币宽信用、20 年 11 月以来的稳货币紧信用；预计 21 年二季度为本轮 PPI 上行峰值区间 5-6%，届时货币信用政策更易紧难松。21 年下半年若经济稳增长压力上升、通胀回落温和，届时或再度灵活边际调整为适度宽货币稳信用。

风险提示：疫苗进展不及预期经济复苏延后，国内外流动性边际超预期收紧等风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明
本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。 本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。 根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上