中国银行 BANK OF CHINA 研究院

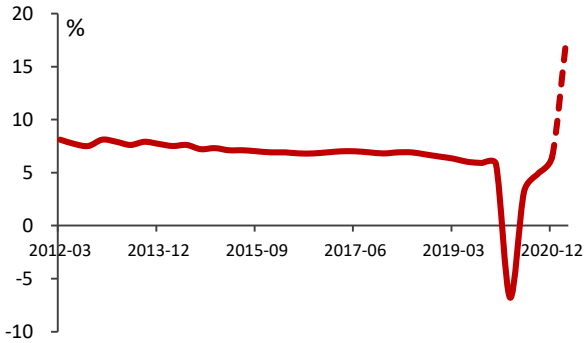
中国经济金融展望报告

2021 年第 2 季度（总第 46 期）　　报告日期：2021 年 4 月 1 日

要点

- 2021 年一季度，中国政府有效统筹疫情防控与经济社会发展工作取得积极成效，中国经济总体延续了 2020 年二季度以来的稳定复苏态势。预计一季度 GDP 增长 16.7%左右。
- 展望二季度，随着疫苗接种的逐步推开，全球经济复苏总体加快，出口将保持较高景气，国内疫情防控成果进一步巩固，中国经济将保持持续恢复态势。预计二季度 GDP 增长 8.2%左右。
- 当前中国经济全面恢复的基础尚不牢固，经济金融运行中仍存在诸多问题与风险，包括：短期输入性通胀风险，宏观杠杆率过快上升风险，信用风险持续暴露的风险，碳达峰、碳中和目标下绿色转型带来的潜在风险。
- 宏观政策将保持连续性稳定性和可持续性。财政政策注重提质增效和可持续性，推动降低政府杠杆率；货币政策坚持“稳”字当头，处理好恢复经济与防范风险的关系；持续推动内需恢复正常水平、激发市场主体活力，充分释放国内市场潜力；完善金融有效支持实体经济的体制机制，加强金融风险防范。

低基数下中国 GDP 季度增速大幅回升



资料来源：中国银行研究院

中国银行研究院
中国经济金融研究课题组

组　长：陈卫东
副组长：周景彤
成　员：李佩珈
梁　婧
范若滢
梁　斯
叶银丹
李义举
王梅婷
汪惠青
张　琰（东京分行）
袁哲航（中银基金）
周　斌（中银基金）
丁　孟（中银香港）

联系人：范若滢
电　话：010-66592780
邮　件：fanruoying@bankofchina.com

复苏基础有待夯实，调控政策不急转弯

——中国银行中国经济金融展望报告（2021 年二季度）

2021 年一季度，中国政府有效统筹疫情防控与经济社会发展工作取得积极成效，中国经济总体延续了 2020 年二季度以来的稳定复苏态势。尽管局部疫情反复给经济复苏带来一些扰动，但在低基数下主要经济指标均出现跳升。预计一季度 GDP 增长 16.7%左右。展望二季度，随着疫苗接种的逐步推开，全球经济复苏总体加快，出口将保持较高景气，国内疫情防控成果进一步巩固，需求将逐步向正常增长水平回归，中国经济将保持持续恢复态势。预计二季度 GDP 增长 8.2%左右。同时也要看到，当前中国经济全面恢复的基础尚不牢固，经济金融运行中仍存在诸多问题与风险，比如，短期输入性通胀风险，宏观杠杆率过快上升风险，信用风险持续暴露的风险，碳达峰、碳中和目标下绿色转型带来的潜在风险。未来，宏观政策将保持连续性稳定性和可持续性。财政政策注重提质增效和可持续性，推动降低政府杠杆率；货币政策坚持“稳”字当头，处理好恢复经济与防范风险的关系；持续推动内需恢复正常水平、激发市场主体活力，充分释放国内市场潜力；完善金融有效支持实体经济的体制机制，加强金融风险防范。

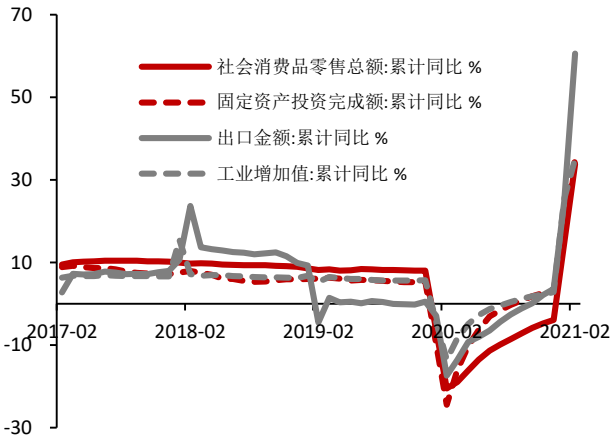
一、2021 年一季度经济形势回顾与二季度展望

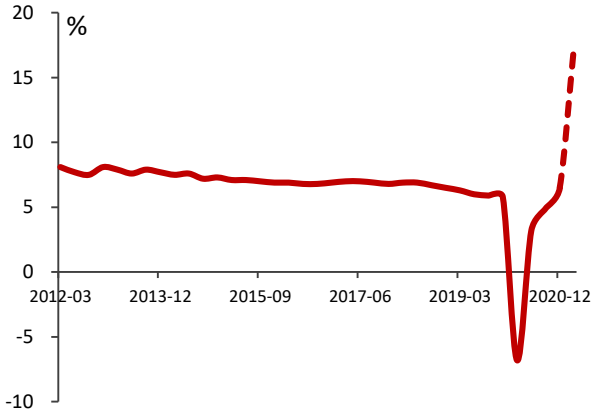
（一）2021 年一季度经济形势回顾

今年以来，虽然出现了一些局部性、散发性疫情，但疫情防控总体有效精准，政府出台促内需、稳外贸外资、激发市场活力等支持经济恢复的措施，保持了宏观政策的连续性稳定性，中国经济总体延续了 2020 年二季度以来的稳定恢复态势。就业市场保持稳定，2 月城镇调查失业率为 5.5%，虽然较上年末增加了 0.3 个百分点，但仍在今年政府预期目标（5.5%）之内。低基数下主要经济

指标均出现跳升（图 1），预计一季度 GDP 增长 16.7%左右（图 2）。经济运行主要呈现如下特征。

图 1：主要经济指标均出现跳升　图 2：低基数下中国 GDP 增速大幅回升





资料来源：Wind，中国银行研究院

1. 经济恢复存在不平衡性，需求端修复仍弱于供给端

消费保持回升趋势，但仍未恢复至疫情前水平。1-2 月份，消费同比增长 33.8%，较上年同期加快 54.3 个百分点，比 2019 年同期增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。其中，受疫情冲击较大的餐饮消费，1-2 月份两年平均下降 2%。这主要是由于就业和居民收入尚未恢复至疫情前的水平，制约居民消费能力和信心，年初部分地区疫情防控趋紧也对接触性消费带来一定影响。**高端消费恢复快于中低端消费。**1-2 月，限额以上单位消费品零售额增长 43.9%，快于社会消费品零售总额增速 10.1 个百分点，汽车、家具、通讯器材、建筑装潢等消费增速均高于 50%。消费复苏出现结构和区域不平衡主要与居民收入恢复的不平衡性有关。中国家庭财富指数报告[1]显示，不同收入家庭的疫后恢复情况差异较大，高收入家庭的财富和收入表现甚至好于疫前，低收入家庭恢复情况堪忧。同时，当前居民可支配收入的中位数增速不及人均增速，也反映出疫情导致收入差距

[1]《疫情下中国家庭的财富变动趋势（中国家庭财富指数调研报告 2020 年度）》，由西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心和蚂蚁集团研究院共同编制。

扩大的趋势。消费疲弱也能从核心 CPI（不包括食品和能源）涨幅偏弱得到印证，1-2 月份核心 CPI 下降 0.1%（图 3）。**投资增速恢复性反弹，**1-2 月份，固定资产投资（不含农户）同比增长 35%，比 2019 年同期增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。三大类投资中，房地产开发投资支撑作用仍较大（图 4），1-2 月份两年平均增速为 7.6%，而基建、制造业投资分别下降 1.6%、下降 3.4%，企业投资能力、投资信心仍有待恢复。**与消费、投资相比，供给端恢复较快。**1-2 月份，规模以上工业增加值同比增长 35.1%，较 2019 年同期增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，为 2015 年以来同期最高水平；服务业生产指数同比增长 31.1%，比 2019 年同期增长 14.1%，两年平均增长 6.8%。

图 3：核心 CPI 依然偏弱

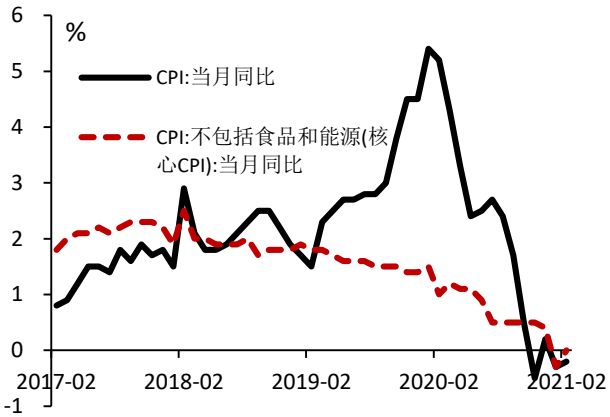
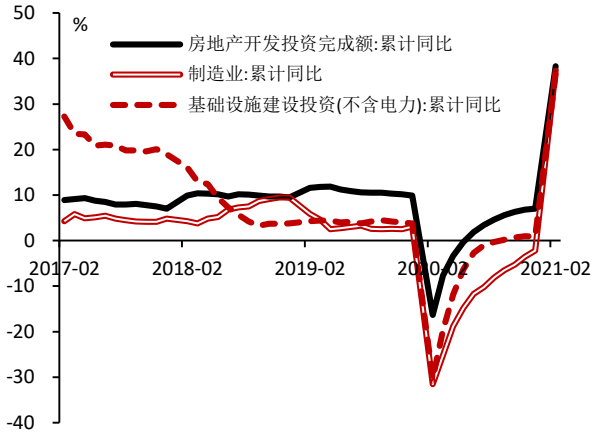


图 4：房地产开发投资支撑作用仍较大



资料来源：Wind，中国银行研究院

2．出口超预期强劲回升，对中国工业生产、经济恢复发挥较大带动作用

1-2 月份中国出口（以美元计，下同）累计同比增长 60.6%，两年平均增速为 15.2%，这主要是受海外经济复苏、海外疫情蔓延背景下国外生产订单回流国内、低基数等多因素影响。对主要贸易伙伴出口大幅增长，1-2 月份中国对东盟、欧盟、美国、日本出口分别增长 53%、62.6%、87.3%和 47.4%，两年平均增速分别为 20.1%、15.3%、16.4%和 5.6%。同时，防疫物资对出口的拉动作用持续且高技术和机电产品也呈现快速增长势头。1-2 月份，防疫物资（两类纺织

品和医疗仪器及器械）对出口增速的贡献率为 12%；机电产品、自动数据处理设备及其零部件、手机的出口增速分别为 64.7%、80%和 59.4%。在出口高增长带动下，工业出口交货值延续了去年 11 月份以来较快增长的良好势头，1-2 月份工业出口交货值同比增长 42.5%，对工业生产增长的贡献率达到 11.7%，两年平均增长 7.4%。其中，第一大出口行业电子行业出口交货值增长 48.3%；电气机械、汽车、通用设备、专用设备、金属制品等主要装备行业出口增速均超过 50%；在国外防疫抗疫产品需求拉动下医药制造业出口增长 92.2%。

图 5：乡村消费增速慢于城镇消费（%）

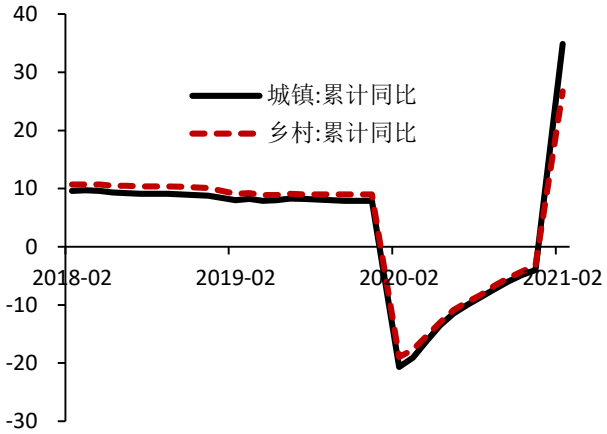
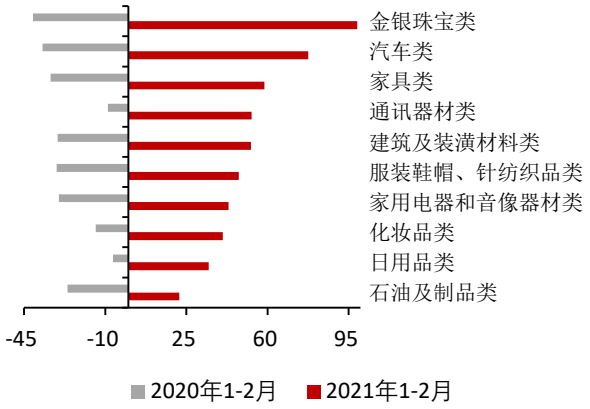


图 6：各类消费增速（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

3.“就地过年”对不同领域带来差异化影响

消费方面，一是“就地过年”带动城市消费快于乡村。1-2 月份，城镇社会消费品零售总额两年平均增长 3.4%，乡村社会消费品零售总额两年平均增长 1.3%（图 5）。**二是**本地消费表现好于异地消费，境外消费出现回流现象。受“就地过年”政策影响，电影娱乐等本地消费爆发式增长，春节黄金周电影票房较 2019 年同期增长 34%，而旅游、客运等跨区域消费明显下降，春运旅客发送量较 2019 年下降 70%左右。海外疫情蔓延促进部分消费需求回流，带动化妆品、金银珠宝等消费快速增长，1-2 月份其同比增速均超过 30%，两年平均增速分别为 9.9%和 8.2%。**工业方面，**“就地过年”利好企业开工生产和投资。根据中国国家统计

局对全国近 5000 家工业企业开展的开工情况快速调查显示，调查企业春节平均放假天数为 7.5 天，明显少于正常年份；员工到岗情况好于往年，调查企业中，近一半企业有超九成员工就地过年。**服务业方面，**“就地过年”抑制长途旅游等交通运输、住宿餐饮业恢复，但带动快递邮政业较快增长，国家邮政局快递大数据平台显示，2021 年春节期间，全国邮政快递业累计揽收和投递包裹 6.6 亿件，同比增长 260%左右。

专栏一：汽车消费高增长的原因

汽车是国民经济重要支柱产业，汽车产业链涉及面广、关联度高，对增加值、就业、税收的贡献都较大。中国汽车年消费额接近 4 万亿元，汽车产业相关税收超过 1 万亿元，汽车及直接相关产业从业人员超过 4 千万人，分别占消费总额、税收总额、全国城镇就业人口总数的 10%左右。因此，在经济下行压力较大时，政府往往会出台减免购置税、增加指标供给、推动汽车下乡等一系列政策措施，刺激汽车消费增长。例如，2008 年金融危机时期，中国实施了车辆购置税减免政策。从 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，1.6 升及以下排量乘用车由原来的 10%减为 5%，随后此政策又延长至 2010 年底，车辆购置税减按 7.5%征收。2020 年疫情暴发初期，增加新能源汽车指标供给等汽车促消费政策在全国范围内由点及面加快实施。2020 年下半年以来，汽车消费月度增速基本维持在 10%以上。本轮汽车消费的高增长主要有以下两方面的原因。

第一，疫情以来汽车限购政策边际放开有效促进汽车消费需求释放。当前北京、上海、深圳、广州、贵阳、天津、杭州、海南等地实施不同形式的汽车限购政策。清华大学汽车发展研究中心对北京、深圳和杭州进行抽样调查的数据显示，这三座城市由于限购政策被抑制的汽车需求约占当前其汽车销量的 7%左右。由此可见，这些大城市的较大一部分汽车消费需求被限购政策所抑制。

疫情以来，为提振汽车消费，多地纷纷推出汽车限购政策向引导使用政策转变、新能源汽车指标投放增加等一系列汽车促消费政策。例如，北京面向无车家庭一次性增发 2 万个新能源小客车指标；杭州增发 2 万个小客车指标；深圳增发 1 万个混合动力小客车指标并只用于新购车上牌；海南调整汽车摇号政策，允许在琼已购房产的非本省户籍人员参加。

从历史数据看，汽车消费对政策敏感性较高。对比历史上的汽车促消费政策（主要为购置税减免）和汽车消费数据发现，汽车消费对汽车促消费政策较为敏感。在历史上主要的两次车辆购置税减免时期（2009 年 1 月-2010 年 12 年，2015 年 10 月-2016 年 12 月），汽车消费平均月度增速分别为 30%和 10%左右。均月度增速分别为 30%和 10%左右。

第二，汽车消费的目标人群收入受疫情影响相对较小，豪车消费快速增长是带动本轮汽车消费上涨的重要力量。疫情对各收入群体的影响不均衡，汽车消费的目标人群主要为中高收入群体，其收入受疫情冲击相对较小，并在疫情缓解后恢复较快。从汽车消费增长结构来看，尽管各类车型消费都增长较快，但 SUV 以及宝马、奔驰、奥迪等豪车消费增速明显快于其他普通乘用车消费增速，是带动本轮汽车消费增长的重要力量。2021 年 1-2 月乘用车累计上牌量为 366.5 万辆，基本恢复至 2019 年同期水平（微降 0.5%），豪车上牌量则较 2019 年同期增长 27.9%，若将特斯拉和蔚来计算在内，增速更是达到 37.3%。豪车市场表现强劲既与高收入群体收入受冲击较小、高端车置换需求旺盛有关，也与“就地过年”、一线城市年末纷纷推出高端汽车促销政策有关。

2021 年，宏观政策对于汽车消费的支持仍在持续。2021 年各省政府工作报告中，近 20 个省对促进汽车消费作出详细部署。同时，2 月份商务部提出积极组织开展汽车下乡活动、鼓励限购地区号牌指标数量配置向新能源汽车倾斜、鼓励各地出台或延续新车购买补贴等。当前中国汽车保有量有所增加，尽管较之于 2010 年前后时期，新出台的汽车消费刺激政策的边际影响可能有所减弱，但依然能够在一定程度上提振汽车消费。

4. 创新动能不断增强，新产业、新业态继续较快发展

消费升级类商品销售、线上销售快速增长，1-2 月份，通讯器材类、体育娱乐用品类商品同比增速分别为 53.1%、45.6%，两年平均增速均为 18.2%；全国实物商品网上零售额同比增长 30.6%，两年平均增速为 16%。高技术产业投资较快增长，1-2 月份同比增长 50.1%，两年平均增长 11.0%。新产业、新产品增势明显。1-2 月份，装备制造业和高技术制造业增加值同比分别增长 59.9%、49.2%，两年平均增速分别为 10.2%、13%；新能源汽车，载货汽车，工业机器人，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备产量同比增速均超过 100%，两年平

均增速均超过 10%。

（二）2021 年二季度经济形势展望

展望二季度，尽管新冠疫情短期内仍将在全球蔓延，外部政经形势依然严峻复杂，经济全面恢复的基础尚不牢固，但随着疫苗接种的逐步推开，疫情全球蔓延势头将得到控制，全球经济总体加快复苏，出口仍将保持较高景气。国内疫情有效防控成果进一步巩固，需求将逐步向正常增长水平回归，居民消费能力和信心继续增强，线下消费加快回升，投资增长动力逐渐向制造业投资转变，内外需共同推动供给端加快增长，疫情带来的行业增长分化将逐步收敛。预计二季度 GDP 增长 8.2%左右，虽然由于基数原因低于一季度，但二季度两年平均增速将在 5.7%左右，要高于一季度。

1. 居民消费能力和信心继续增强，线下消费加快回升

一是居民消费能力和信心将随着经济持续恢复而进一步增强。中国家庭财富指数报告显示，家庭对二季度经济发展抱有信心，并对自己的财富和收入有较为乐观的预期。**二是**实体店客流加快回升，线上消费习惯有望保持。二季度，凭借气候转暖、疫苗普及率提高等有利因素，疫情对线下接触性消费的影响有望基本消除，实体店客流将加快回升。同时，消费者形成的“网上下单，配送到家”消费习惯有望继续保持，线上消费将保持两位数增长。2020 年下半年以来，在疫情常态化防控、线下消费回升的情况下，线上消费累计增速依然持续高于 14%。**三是**政策将继续为稳定和扩大消费创造良好条件。促消费是 2021 年内需政策的重点内容。除了继续促进就业、完善社保、优化收入分配外，2021 年《政府工作报告》还指出将通过完善物流、取消购买限制等措施，促进县域消费、汽车消费等加快增长。这些有利政策将进一步促进相关领域消费增长。综合以上因素，预计二季度消费增速为 15%左右。

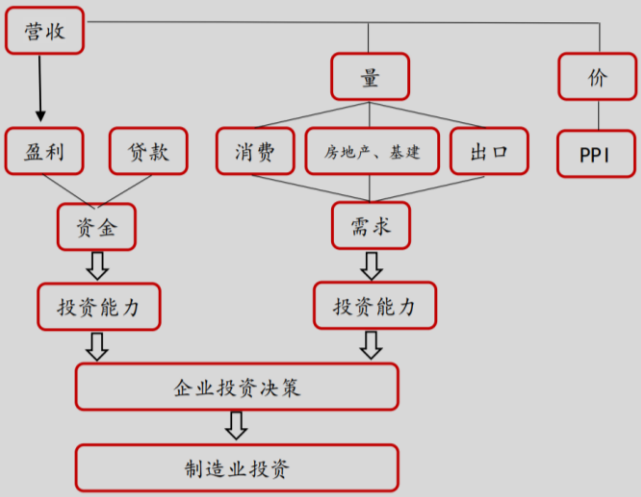
2. 投资将呈边际改善态势，增长动力逐渐向制造业投资转变

一是内外需进一步回暖、市场预期乐观、企业利润改善等多因素共同支撑制造业投资加快复苏。2021 年以来制造业 PMI 企业生产经营活动预期指数持续攀升，企业中长期贷款表现较好，预示着企业有较强的投资意愿和融资需求。此外，需求回暖、PPI 涨幅扩大带来企业盈利状况好转，2020 年下半年以来工业企业利润持续反弹，有利于企业投资活动逐步恢复。**二是**房地产投资保持韧性。信贷环境收紧制约了房地产投资的增长空间，但当前房地产销售市场表现较好（1-2 月商品房销售额同比增长 133.4%，两年平均增长 22.3%），销售回款及时补充了房地产企业的短期资金，预计二季度房地产投资增速将在高位企稳。**三是**基建投资增速将保持平稳。2021 年以来挖掘机销量大幅走高，2 月份挖掘机销量同比增长 205%，环比增长 44.4%，表明基建还在持续发力。二季度政府债券供给将增加，资金逐渐到位，有利于基建投资平稳增长。

专栏二：制造业投资的分析框架与趋势预判

固定资产投资中，制造业投资占比居首位，且市场化程度最高，分析制造业投资既有利于把握固定资产投资的整体趋势，也有利于考察经济复苏的内生动力。可从需求和资金两方面来进行分析，需求决定企业投资意愿，资金决定企业投资能力。

制造业投资分析框架



资料来源：中国银行研究院

需求方面，内外需均对制造业投资影响较大。从制造业 31 个子行业所处的产业链位置、出口依赖度等情况来看，汽车制造、食品制造、纺织服装等中下游制造业受消费的影响较为明显，随着居民收入水平提升、消费信心增强、促消费政策进一步落实，未来消费加速修复，这些行业投资增长有望加快。石油煤炭加工、金属制品业、电气器械等上中游制造业受房地产、基建的影响较为明显，考虑到房地产销售端强劲表现有利于投资端保持韧性，以及今年财政对基建的支持力度依然较大，这些行业投资将保持平稳。计算机、通信和其他电子设备制造业等出口依赖度高的制造业则受出口影响较为明显，疫情形势好转背景下海外需求回暖速度要快于供给恢复速度，出口仍将保持较高增速，利好相关行业投资。

资金方面，企业投资的资金来源由两大块构成：内源融资和外源融资，主要依靠企业自身利润和商业银行贷款。一方面，需求回暖、PPI 涨幅扩大带来企业盈利状况好转，2020 年下半年以来工业企业利润持续反弹；另一方面，信贷支持力度加大。企业内、外源融资情况均将得到改善，为制造业投资提供资金保障。

综合来看，企业投资意愿与能力均面临利好，2021 年制造业投资有望走强。

制造业主要子行业投资情况

	制造业主要子行业	出口依赖度	投资占比	2019 年增速	2020 年增速
下游：消费品制造业	农副食品加工业	3.19%	6.2%	-8.7%	-0.4%
	食品制造业	3.19%	3.0%	-3.7%	-1.8%
	纺织业	14.15%	3.6%	-8.9%	-6.9%
	纺织服装、服饰业	36.23%	2.6%	1.8%	-31.9%
	木材加工和木、竹、草制品业	19.29%	2.3%	-6%	-18%
	造纸和纸制品业	19.05%	1.6%	-11.4	-5.1%
中游：设备制造业	金属制品业	13.31%	5.4%	-3.9%	-8.2%
	通用设备制造业	16.72%	6.8%	2.2%	-6.6%
	专用设备制造业	11.51%	6.4%	9.7%	-2.3%
	汽车制造业	9.04%	6.8%	-1.5%	-12.4%
	电气机械和器材制造业	21.45%	6.9%	-7.5%	-7.6%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	46.43%	6.7%	16.8%	12.5%
上游：冶炼化工制造业	石油、煤炭及其他燃料加工业	2.94%	7.2%	12.4%	9.4%
	化学原料和化学制品制造业	8.17%	3.1%	4.2%	-1.2%
	橡胶和塑料制品业	8.17%	3.6%	1%	-1.2%
	非金属矿物制品业	5.74%	8.8%	6.8%	-3%
	黑色金属冶炼和压延加工业	4.05%	2.0%	26%	26.5%
	有色金属冶炼和压延加工业	4.05%	2.6%	1.2%	-0.4%

资料来源：中国银行研究院

3. 受外需回升、出口替代效应和基数效应支撑，出口仍将保持景气

一是全球经济继续复苏，外需回暖促进中国出口。2 月全球制造业 PMI 为 55.6%，环比上升 1.2 个百分点，欧盟和美国制造业 PMI 也均明显上升，需求回升将带动中国出口增长。预计二季度美国进口需求增长将是带动中国出口的重要因素。美国 1.9 万亿美元财政刺激对居民直接补贴金额为 9000 亿美元左右，密歇根大学 3 月份消费者信心指数报 83，高于预期值 78.5，预计居民消费将进一步增长；美国房屋销售量仍保持历史较高水平，1 月份成屋销售同比增长 13%（图 7），由此将增加中国家具家电、灯具等住房装饰产品的出口需求。随着下游库存快速下降向上游生产端传导，也将带动生产商补库存需求增加。**二是**出口替代效应将有所减弱，但海外供需紧张下替代效应仍有“粘性”。随着全球经济复苏和外需回暖，新兴市场国家出口大幅增长（图 8），欧盟工业生产不断恢复（图 9），中国出口替代效应将有所减弱。但短期内海外供需缺口仍然存在并继续支撑中国出口。例如，尽管 3 月美国产能利用率恢复到 75%，接近疫情前 76.4%的水平，但受需求扩张快于供给修复影响，供需缺口仍然存在（图 10），预计新一轮财政刺激计划下美国供需矛盾仍较为突出，继续带动中国替代性出口增加。**三是**海外新冠疫情确诊病例仍在增加，防疫物资和居家用品出口仍有韧性。尽管 2 月以来海外新增确诊病例连续数周下降，但截至 3 月 25 日，美国、法国等单日新增病例仍居高不下（分别在 5.59 万和 10.99 万例左右），欧洲多国将进入新一轮封锁，预计防疫物资和居家用品出口仍将保持一定增速。**四是**低基数仍是二季度出口保持较高增速的重要因素之一。2020 年二季度中国出口各月平均增速为下降 0.1%左右。总体预计中国出口仍将保持较高增速，二季度增长 25%左右。进口方面，去年二季度进口各月平均增速为下降 9.6%，同时，受今年中国经济持续修复，大宗商品价格上涨、工业生产持续向好等影响，预计二季度进口将保持高增长，增长 13%左右。

图 7:美国成屋库存与签约销售指数

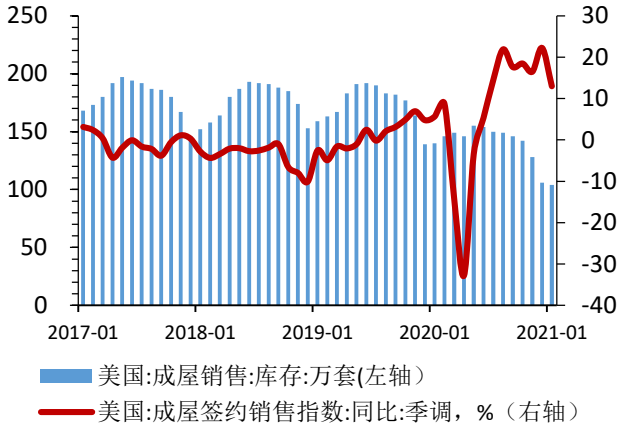


图 8：东南亚出口国、日韩出口增速(%)

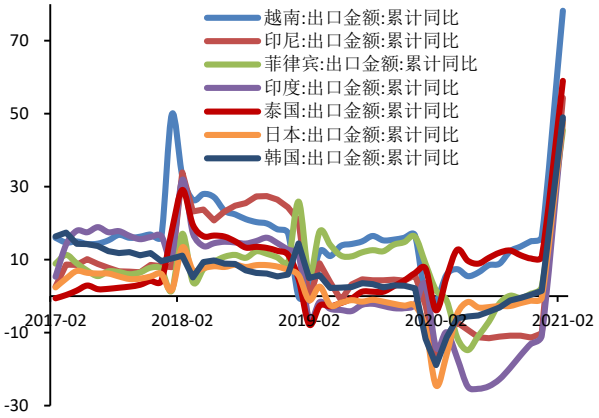


图 9:欧盟产出、消费增速（%）

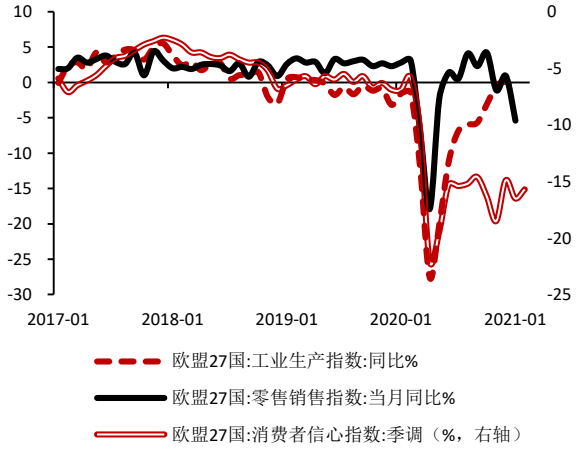
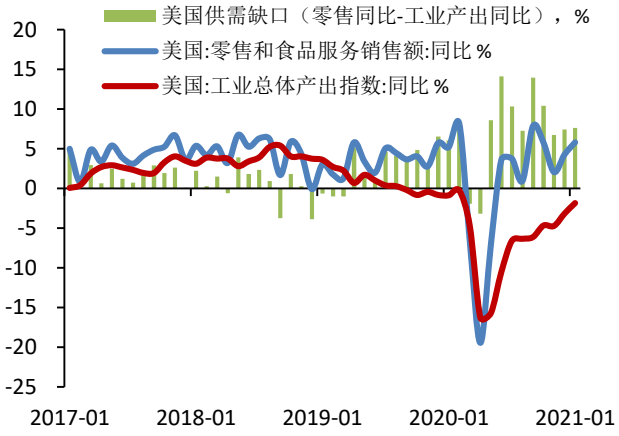


图 10：美国产出和消费增速（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 疫情带来的行业增长分化逐步收敛，内外需共同推动供给端加快增长

疫情变化、需求恢复程度是判断供给端增长的重要因素。展望二季度，随着疫苗接种的顺利推进，中国疫情将得到有效控制，需求端逐步向正常增长水平回归将推动供给端的加快增长，并呈现新特点。**一是**疫情带来的不同行业增长分化将逐步收敛。**工业方面，**前期疫情蔓延推动医药制造业、计算机通信电子设备制造业高增长，未来随着疫情好转，这两个行业增长动力将有所减弱，增速将较一季度的两年平均增速有所回落。受疫情冲击较大的食品、纺织等下游制造业增速将继续回升。**服务业方面，**受疫情冲击较大的住宿和餐饮业、租赁和商务服务业将加快恢复。疫情改变生产生活习惯，推动线上、数字化服务

业较快发展，信息传输、软件和信息技术服务业仍将保持两位数高增长。同时，受政策调整影响，上年表现较为突出的金融业、房地产业增速将总体平稳，甚至有所放缓。**二是**支撑供给端增长的需求动力逐步向内外需共同推动转变。二季度接触性生产生活活动将恢复正常，疫情对消费、投资等活动的制约将逐步消除，内需回升动力将强于一季度，这将带动工业生产增长。线下消费加快恢复带动消费品制造业加快增长，房地产市场仍有韧性，基建、制造业投资加快修复拉动中游设备类制造业增长。同时，考虑短期内海外市场供需缺口仍然存在，全球需求持续改善、中国生产和供应链优势仍将带动出口较快增长，出口对工业的带动作用仍将显现。服务业方面，随着需求回升、工业生产活动较快增长，批发和零售业、交通运输仓储邮政业将加快恢复。**三是**低基数影响仍然存在。2020 年二季度供给端总体还处于修复中，基数仍然偏低，工业增加值平均增长 4.4%，还未恢复往年正常水平，服务业增加值下降 1.6%。结合以上分析，预计二季度工业、服务业增加值增速将分别为 10%、7.7%左右。

5．CPI 温和上涨、PPI 涨幅扩大，物价结构性差异依然较大

一是在需求改善、翘尾因素等影响下，CPI 涨幅有望转负为正。经济复苏持续推进，需求改善将促进消费品价格回升。二季度翘尾因素将恢复正值（一季度为-1.15%，二季度为 0.66%），对 CPI 起到一定的抬升作用。但考虑到猪肉产业链逐渐恢复，中国应对非洲猪瘟能力提升，猪肉价格仍将处于下行通道，未来 CPI 上升动力并不强劲，将呈温和上涨态势。**二是**大宗商品价格持续上涨叠加上年低基数，PPI 涨幅将进一步扩大。随着疫苗推广加快、疫情形势好转，全球需求回暖，流动性宽松持续，将支撑大宗商品价格进一步上涨。2020 年二季度 PPI 涨幅明显下行，低基数效应将推动 PPI 增速中枢继续上移。预计二季度 CPI、PPI 涨幅分别为 1.7%和 4.3%左右。

二、2021 年一季度金融形势回顾与二季度展望

（一）2021 年一季度金融形势回顾

2021 年以来，随着疫情形势趋于缓和，中国金融政策更加注重防风险、调结构。一方面，在继续定向加大对普惠、小微企业等领域支持力度的同时，引导货币政策逐步向常态回归。另一方面，对房地产泡沫、消费贷乱象、平台经济垄断、债券市场风险等进行治理，出台了强化房地产贷款集中度、规范商业银行互联网贷款等监管办法，各地监管部门也开始严查消费贷流向等。与此同时，政府还围绕促进金融业高质量发展出台了一系列改革政策，包括且不限于深交所主板与中小板合并、新三板转板制度、全面落实公司发行公司债注册制改革等。这些政策为助力金融更好服务实体经济发挥了重要作用，也有助于更好防范化解金融风险。

整体来看，一季度金融市场运行呈现出“货币稳、利率升、汇率稳、A 股震荡”的特点。货币社融增速保持高位运行，信贷多增、债券少增，企业和居民部门中长期贷款双双多增，短期贷款少增。在经济信心增强、货币政策稳中趋紧等因素带动下，货币市场利率有所上行，对于普惠、小微领域的贷款利率稳中有降。人民币兑美元汇率改变了去年下半年以来单边升值态势，逐步呈现双边波动，3 月份已回归至上年年末水平，这主要与美元指数上行、中美利差收窄等因素有关。多空博弈之下，A 股市场改变了前期持续上扬的运行态势，出现了一定调整，但仍然在近年高位运行。

1．货币社融增速维持高位运行，信贷结构继续优化

一季度，广义货币供应量（M2）同比增速“先降后升”，整体看仍处于较高水平。截至 2021 年 2 月末，M2 同比增长 10.1%，比 1 月末高 0.7 个百分点，回到去年年末水平。M2 同比增速“先降后升”有两方面原因：**一是**年初以来财政资金投放节奏“先慢后快”。1 月份财政存款同比多增 7698 亿元，创历史新

高，财政支出速度明显慢于往年，与之相对应，企业、居民存款同比少增 2016 亿元。由于财政存款不在 M2 统计口径中，财政支出放慢拉低了 M2 增速。但在 2 月份，财政支出速度加快，企业、居民存款合计多增 6760 亿元，推动 M2 增速走高。**二是** 2 月份非银行金融机构存款大幅增加。2 月份，非银行金融机构存款规模同比多增 1.11 万亿元，1 月份则是减少 6821 亿元，也带动了 M2 增速回升。

新增社融规模继续走高，需关注债券融资同比少增现象。1-2 月，社融共新增 6.88 万亿元，同比多增 9570 亿元。主因在于信贷类资金同比大幅多增所致。其中，新增人民币贷款同比多增 9456 亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增 8100 亿元。需要注意的是，债券类资金同比明显少增。1-2 月企业债券、政府债券融资累计新增 5057 亿元和 3454 亿元，同比分别少增 2804、5983 亿元（图 11）。企业债券融资同比少增主要受两方面因素影响：**一是** 2020 年 11 月债市“违约潮”的影响还未完全消退，债市信心尚处于修复阶段。**二是** 1 月下旬起，市场利率有所上移，债券发行成本上升，一定程度上降低了企业发债意愿。政府债券融资同比少增与今年专项债额度下达时间较晚有关。

新增人民币贷款大幅增加，信贷结构持续优化。1-2 月，金融机构新增人民币贷款共计 4.94 万亿元，同比多增 6943 亿元（图 12）。出于“早放贷、早收益”的目的，一季度通常是金融机构全年信贷投放高峰，尤其 1 月份贷款投放占比长期维持在较高水平，2010-2020 平均为 15.22%。**经济前景预期看好，企业中长期融资意愿明显上升。**1-2 月新增非金融企业人民币贷款 3.75 万亿元，同比少增 2400 亿元，原因是企业短期贷款数量大幅减少。1-2 月企业短期贷款减少 5996 亿元，说明企业短期纾困资金需求下降。企业中长期贷款为 3.14 万亿元，同比多增 1.06 万亿元，2 月份更是同比大增 6843 亿元。企业贷款期限结构“短减长增”表明对经济长期发展前景看好，中长期资金需求动力充足。1-2 月固定资产投资同比增长 35%，出现明显反弹，实体经济融资意愿较强。**房地产交易**

回暖，居民中长期贷款增幅较大。1-2 月居民贷款同比多增 1.19 万亿元，原因是居民中长期贷款多增 5669 亿元，其中，2 月份多增 3742 亿元，增幅创下 2016 年以来新高。**一方面，**去年基数较低。受疫情影响，去年 2 月份线下看房几乎停滞，房地产交易受到较大影响，新增居民中长期贷款仅为 371 亿元。**另一方面，**“就地过年”政策带动房屋销售。今年部分城市春节期间房地产市场交易活跃度上升，民众利用春节假期看房、购房，也同步推动居民中长期贷款需求反弹。2 月份，30 个大中城市商品房成交面积比 2019 年 2 月增长了 20.96%，一线城市更是大涨 60.8%。

图 11：1-2 月新增社融变化（亿元）

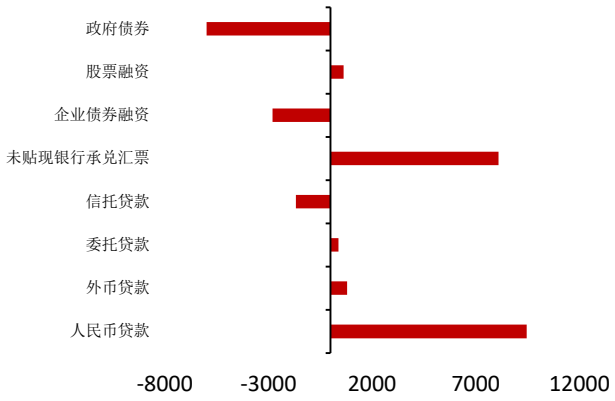
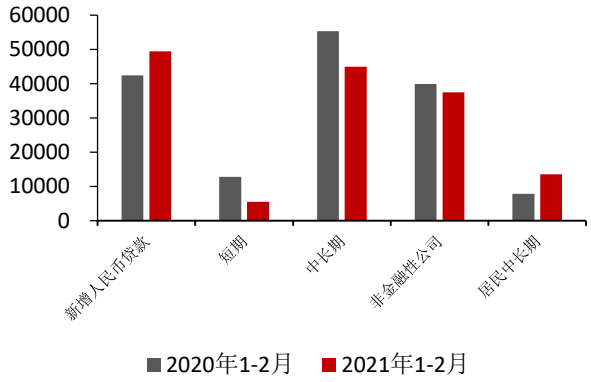


图 12：1-2 月新增人民币贷款及结构（亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 货币市场利率“先升后降”，企业融资成本继续下行

一季度，中国市场利率主要呈现如下特征：**一是**货币市场、债券市场利率整体有所上行。受经济逐步回暖、货币政策操作稳中偏紧等因素影响，货币市场、债券市场利率与去年同期相比均出现一定程度上升。2 月份同业拆借加权平均利率、质押式回购加权平均利率为 2.06%、2.1%，比上年同期高 23、29 个 BPs。截至 3 月 25 日，1 年期、10 年期国债收益率平均为 2.57%、3.2%，较去年一季度上升 55、36 个 BPs，1 年期、10 年期 AAA 级企业债收益率为 3.09%、4.08%，比去年一季度高 32、15 个 BPs，已接近 2019 年四季度水平。**二是**货币市场利率“先升后降”，利率振幅加大。1 月中下旬，货币市场利率全线走高，

DR007、7 天期 SHIBOR 一度突破 3%，R007 甚至触及近三年高位，直至 2 月中下旬开始回落并逐步趋稳。受此影响，一季度利率波动程度有所加大。截至 3 月 25 日，DR007、R007、7 天期 SHIBOR 标准差为 0.28、0.60、0.33（图 13），甚至高于去年一季度疫情最为严峻时期（三者分别为 0.26、0.35、0.33）。**三是**债市“违约潮”影响仍在，信用利差降幅较小。2020 年 11 月债市爆发的“违约潮”影响仍未消退，信用利差降幅不大。截至 3 月 25 日，一季度信用利差（1 年期 AAA 级企业债券收益率与 1 年期国债收益率之差）为 0.52%，与四季度相比仅下降 3 个 BPs，继续维持在较高水平。1-2 月，企业债券融资同比少增 2804 亿元，企业债融资环境尚未恢复。**四是**信贷市场利率继续下降，企业融资成本维持下行。在政策引导和监管机构鼓励商业银行将 LPR 内嵌入内部转移定价机制（FTP）的影响下，贷款利率隐性下限被打破，企业融资成本维持下行。截至 2021 年 2 月，1 年期、5 年期 LPR 分别为 3.85%、4.65%。2020 年 12 月末，金融机构人民币贷款加权利率为 5.03%，同比下降 0.41 个百分点，为近年新低。其中，一般贷款加权平均利率为 5.3%，同比下降 0.44 个百分点，企业融资成本降幅明显（图 14）。

图 13：货币市场利率变化（%）

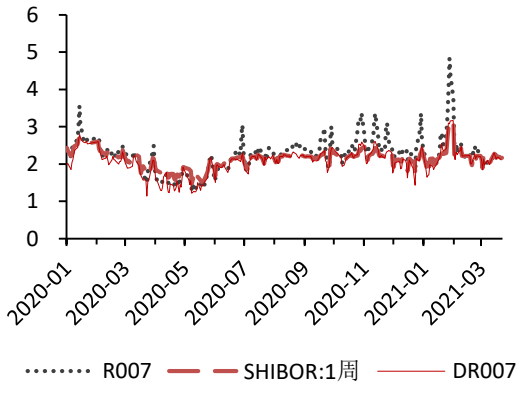
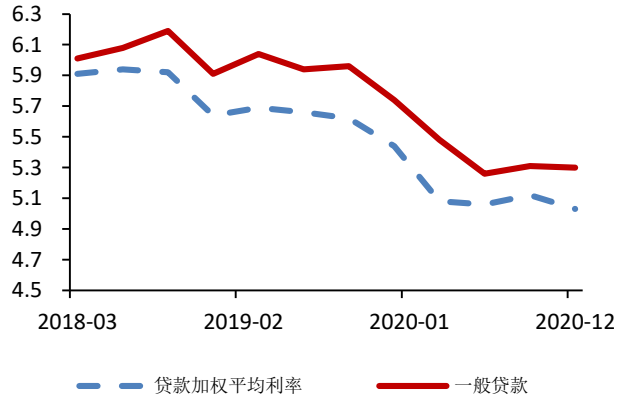


图 14：企业贷款利率变化（%）

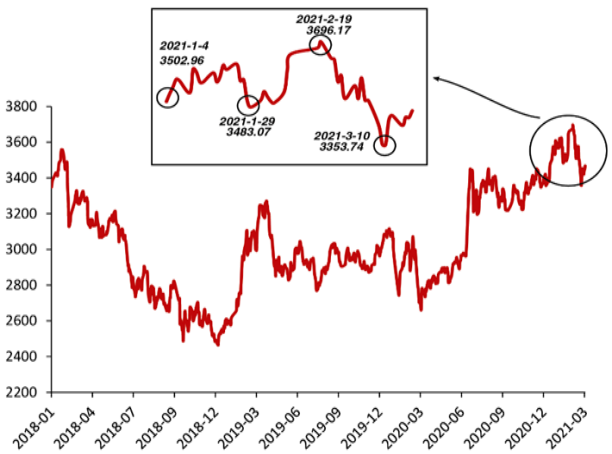


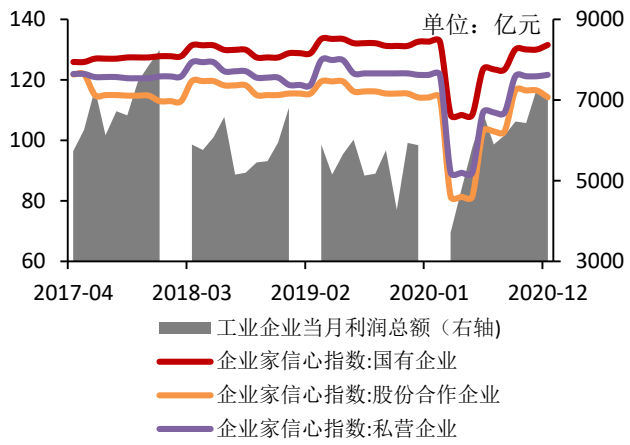
资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 多空力量博弈下 A 股震荡压力加剧

一季度，A 股波动较 2020 年下半年有所加大，1 月底和 2 月中旬出现两次明显下跌，整体呈“M”型走势。截至 2021 年 3 月 25 日，上证综指收于 3363.59 点，较今年年初下降了 3.98%，但整体仍处于近年高位（图 15）。**一是**企业经营能力持续恢复，为股市提供基本面支撑。2020 年下半年以来，中国逐渐走出疫情阴霾，企业盈利能力持续恢复。据统计，2020 年 12 月工业企业利润总额 7071.1 亿元，同比增长 20.18%；国有企业、股份合作企业、私营企业的企业家信心指数持续回升（图 16），为股市提供了良好的经济支撑。**二是**年初过快上涨叠加流动性收紧预期，引发市场在 1 月底回调。2021 年开年以来，A 股走势强劲，市场“畏高”情绪开始积累。央行公开市场操作持续净回笼导致流动性收紧预期强化，A 股于 1 月底开启第一轮下跌，医药、家电、白酒等大消费板块首当其冲。**三是**受美债收益率大幅上行影响，成长型股票估值遭到重创。2021 年 2 月以来，被广泛认定为“无风险收益率”的美国 10 年期国债收益率开始大幅上行。截至 2021 年 3 月 25 日已突破 1.7%，创去年 1 月末以来新高。受此影响，全球科技及高估值白马板块共振调整，中国股市相关板块也应声下跌。

图 15：上证指数走势　　**图 16：工业企业利润额和企业家信心指数走势**





资料来源：Wind，中国银行研究院

4．人民币汇率双向波动，走势保持稳定

2021 年以来，人民币兑美元汇率改变了 2020 年下半年以来的单边升值态势，开始呈现双向波动。2021 年 3 月 25 日，人民币兑美元汇率为 6.534，与上年末持平（图 17）。人民币兑美元汇率双向波动主要与以下因素有关：**一是**美元指数有所上行。随着疫苗不断推广，全球疫情形势有所好转，美国经济复苏预期强烈。截至 2021 年 2 月，美国制造业 PMI 指数为 60.8%，连续 9 个月处于扩张区间。加之欧洲经济复苏乏力，欧元兑美元汇率贬值等因素影响，美元指数逐步上行，人民币汇率升值压力减弱。截至 2021 年 3 月 25 日，美元指数达 92.88，较年初上涨 3.34%。**二是**跨境资本流入动力有所减弱。美国通胀预期上升导致长期债券收益率同步上行，中美利差有所收窄。截至 2021 年 3 月 25 日，10 年期中美国债收益率利差为 1.56%，较年初下降了 69 个 BPs。受此影响，中国跨境资本快速流入的趋势有所放缓，人民币升值压力减弱。年初至 3 月 25 日，陆股通项下的累计净流入仅 1034 亿元，与 2020 年四季度相比下降了 10.16%。但 2 月下旬以来，陆股通也出现流出压力加大的新现象。2021 年 2 月 25 日至 3 月 12 日，陆股通项下累计净流出 6 亿元，规模非常小。三是人民币预期稳定。2021 年 2 月，银行代客远期结售汇差额为 152.67 亿美元，与 1 月份相比增加了 31.81 亿美元，但与 2020 年 12 月的高点相比下降了 195.81 亿美元（图 18），升值预期开始减弱。2 月份结汇率为 67%，与 1 月份相比上升了 2 个百分点；售汇率为 61%，与 1 月份相比下降了 1 个百分点。结售汇率整体平衡，说明市场主体预期已趋于稳定。

图 17：人民币汇率与美元指数走势

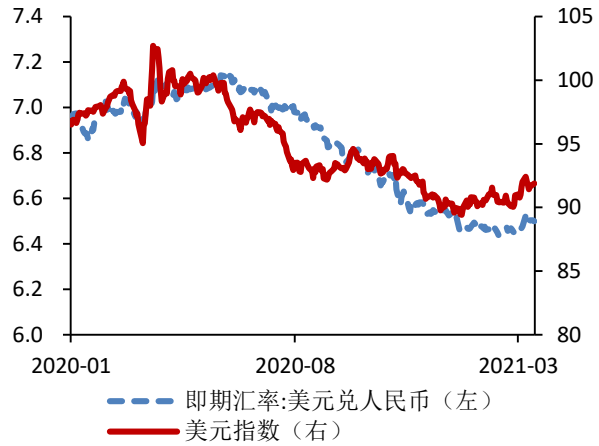
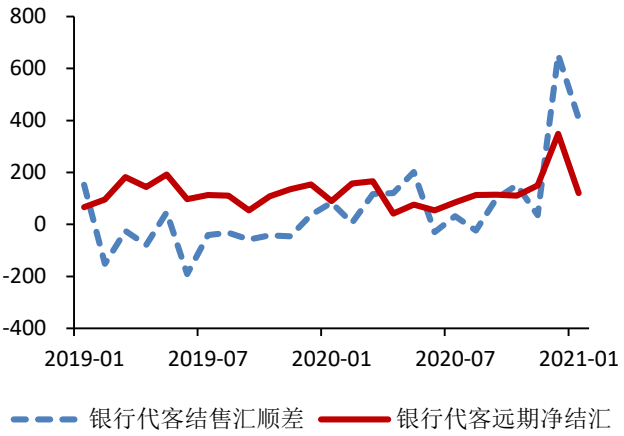


图 18：银行代客结售汇规模（亿美元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）2021 年二季度金融形势展望

1．货币社融增速将有所下降，货币市场利率保持平稳运行

2021 年《政府工作报告》提出“货币供应量和社会融资规模增速要与名义经济增速相匹配”“保持宏观杠杆率基本稳定”“大型商业银行普惠小微企业贷款增长 30%以上”等要求。这意味着货币社融增速仍将保持在一定水平，同时货币政策将继续加大对普惠型小微企业的支持力度。**一是**经济仍处于复苏阶段，货币政策助力经济增速回归正常区间。中国经济整体呈现稳中向好态势，但恢复基础尚不牢固，增长动力不足，企业尚未完全走出经营困境，1-2 月消费和投资等数据还未恢复至疫情前水平。货币政策将确保对实体经济的支持力度不出现明显下降，保证企业融资可得性，推动经济稳步复苏。**二是**高基数效应将有所显现，货币社融增速将稳步下降。2020 年货币政策发力较早，3 月份起货币社融增速已出现明显上升。考虑到今年经济环境整体改善，货币政策逆周期调控力度将有所下降，叠加高基数影响，预计二季度货币社融同比增速将有所下降，但增量仍会保持一定规模，确保连续性。**三是**继续加大对小微企业资金支持，普惠小微企业贷款增速保持高位。今年是连续第三年提出普惠小微贷款增速目标，金融机构，尤其是大型金融机构将继续加大对普惠型小微企业的支持

力度，并积极创新融资工具，保障小微企业融资环境的优化。**四是**流动性维持合理充裕，货币市场利率平稳运行。未来，流动性投放将更多与经济复苏节奏、实体经济需求相匹配，继续维持合理充裕。另外，在经济稳中向好背景下，预计降息可能性较小，逆回购、MLF 等工具利率大概率不做调整，央行将继续引导货币市场利率围绕政策工具利率平稳运行。

2．A 股步入平静期，关注国际市场调整带来的传导效应

二季度，预计 A 股调整压力有所减弱，整体将进入平静恢复期。一**是**宏观经济向好叠加资本市场改革红利，为股市提供基本面支持。一方面，中国投资增长动力逐渐向制造业转变， 需求逐步恢复到正常增长水平，经济增长动能充足，为股市发展提供坚实的基本面支撑；另一方面，推进注册制改革、完善退市机制，形成资本市场良性闭环，是 2021 年中国资本市场改革重点工作。年初以来，深交所主板与中小板合并、新三板转板制度落地、证监会发布 2021 年度立法工作计划等多项改革工作加快推进，更多绩差股、题材股等将及时退出市场，“改革牛”利好将持续释放。二**是**新基建、碳中和等政策催生股市价值回归。一方面，在美债收益率逐步陡峭化的背景下，“长久期”的成长股受挫，而“短久期”的价值股迎来利好。另一方面，受政策导向影响，2021 年新基建、碳中和的投资规模达数万亿元。综合以上因素，二季度钢铁、铝、煤炭、化工、公用事业等长期处在低估值区间的传统行业有较大的估值修复机会。三**是**流动性收紧预期渐消，市场悲观情绪缓和。随着 2 月底中央政治局会议与 3 月初政府工作报告定调货币政策“灵活精准、合理适度”，未来一段时间内，中国货币政策既要避免过度宽松，也要防止快速紧缩，维持“不偏不倚”的态势。受此影响，市场对通胀升温、政策收紧的担忧将逐渐消除。**四是**国际市场调整压力对 A 股产生影响。一季度末，美国的 1.9 万亿美元刺激计划进一步提升了市场通胀预期，美国国债收益率快速上升，资产价格承压，市场对泡沫破裂的担忧加剧。国际金融市场剧烈波动的风险增大，可能会对中国股市带来传染效应。

专栏三：关注近期部分国家国债收益率快速上升现象

2021 年以来，不少国家国债收益率上升明显。作为全球金融市场的风向标，美国国债收益率的上行更是引发了广泛关注。3 月中下旬，美国 10 年期国债收益率最高突破 1.7%，与 2 年期国债收益率的利差超过 150 个 BPs。对美国国债收益率的后续走势，市场存在许多争论。从理论角度分析，国债收益率走势主要受三方面因素影响。

一是经济增长和通胀预期。国债收益率通常会反映各界对一国未来通胀走势和经济增长的判断。本轮美国国债收益率上行主要以中长期国债为主。一方面，美联储在 2020 年 8 月开始实施“平均通胀目标”，意味着对通胀的容忍度有所上升。近段时间以来，全球大宗商品价格持续上涨，通胀预期不断强化。另一方面，2021 年以来，全球疫情得到一定控制，美国每日感染人数大幅下降，各界产生强烈的经济复苏预期，这也推动中长期国债收益率走高。

二是中央银行的货币政策。中央银行通过流动性投放能够影响利率走势，且大规模购买国债将直接压低国债收益率。面对此次美国国债收益率上行，美联储连续表态不会进行干预，并且确认宽松政策短期内不会退出，意味着此轮国债收益率上行并非政策影响的结果。

三是市场参与主体的资产配置行为。在金融全球化进程中，更多资产管理机构开始参与全球金融资产配置，国债作为无风险资产，通常是机构资产配置的重点。资产管理机构在二级市场的交易和买卖行为也会导致收益率曲线发生变化，大规模操作可能引发收益率出现震荡。在低利率环境下加大国债持有规模会产生潜在的利率风险，一旦利率上行会遭受较大的资产损失。2021 年以来，美国国债二级市场交易出现明显上升，1 月份国债日均交易额较 12 月大幅增加 1255 亿美元，2 月份继续增加 297 亿美元，但美联储持有的国债数量仍在上升。说明市场可能存在一定的国债抛售行为，这需要引起关注。

综合来看，此轮美国国债收益率上行主要受经济复苏和通胀预期影响，同时伴随着市场避险情绪上升带来的资产损失止损现象。针对国债收益率后续走势，一方面取决于疫情能否得到有效控制，经济回暖预期是否可以被确认。另一方面取决于市场情绪的稳定，如果经济复苏预期稳定，市场信心充足，国债收益率上行将更多反映经济基本面。反之，如果非经济因素占主导，国债收益率可能会更多受市场交易行为的干扰。

高度关注美国国债收益率继续上行引发的问题。一方面，美国国债收益率持续上升，会起到类似“加息”的效果。新兴市场国家将面临资本外流压力，或将引发金融市场动荡、汇率贬值等连锁反应。另一方面，新兴市场国家汇率贬值会提高进口产品价格，输入型通胀压力将上升，经济增长会受到影响。

3．人民币兑美元汇率或将延续前期窄幅波动行情

展望二季度，预计人民币兑美元汇率将延续波动行情，既难有明显贬值，也难有明显升值。**一是**中国经济基本面向好。中国经济仍处于加速复苏阶段，预计经济增速将回归至正常区间，这为人民币汇率的稳健运行奠定了良好基础。**二是**未来中美利差将保持稳定。虽然美国通胀预期升温，中美利差有所收窄，但中美利差依旧处于高位，中国资本市场吸引力仍然较大，资本流动整体将保持均衡态势。**三是**逆周期管理政策有助于外汇市场稳定。外汇市场逆周期政策的调整有助于合理引导外汇供求。1 月份，人民银行、外管局将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1，收紧了境内企业跨境融资上限，有助于降低跨境融资带来的人民币需求压力。未来，外汇管理政策将继续合理引导市场预期，保持外汇市场稳定。**但需要注意的是，未来人民币汇率走势也存在变数。**尤其中美关系不确定性仍然较大，拜登上台后中美关系尚未出现实质性改善。若中美冲突加剧，可能对人民币汇率带来一定的贬值压力。

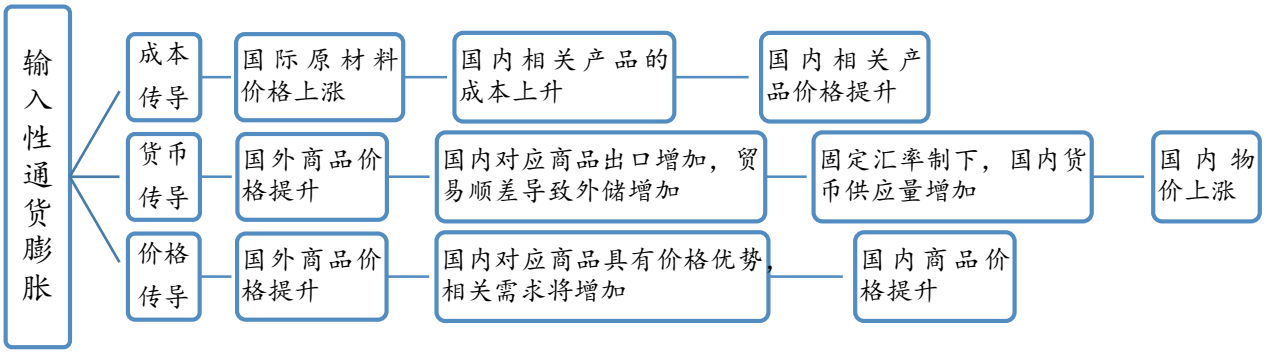
三、当前经济金融运行中值得关注的主要风险

（一）输入性通胀风险

近期国际大宗商品价格出现明显上涨，引发市场对于输入性通胀的担忧。自 2021 年以来，中国 PPI 上涨明显加快，创 2018 年 12 月以来新高。同时，通胀预期升温导致中国金融市场波动幅度加大。从输入性通胀的传导机制来看，主要通过成本、货币、价格三条传导渠道影响国内物价水平（图 19）。当前中国面临的输入性通胀压力，主要是成本传导渠道引起的，国际大宗商品价格上涨

带动国内石油相关行业以及黑色金属、有色金属相关行业价格走高，进而推动 PPI 增速中枢整体上移。随着新冠疫苗顺利推广，全球经济复苏促使需求升温，美国财政刺激政策加码及全球流动性宽松推高全球通胀预期，预计未来一段时间大宗商品价格仍有上涨空间，短期内需要关注输入性通胀风险，建议加强国际资本流动监测，适时进行市场预期管理，保持金融市场整体稳定。但长期来看，中国经济运行平稳、货币政策保持稳健，且上游原材料价格向下游消费品价格传导效果有限，输入性通胀引起国内通胀全面上涨的概率较小。

图 19：输入性通胀传导渠道



资料来源：中国银行研究院

（二）宏观杠杆率过快上升风险

在新冠疫情冲击下，逆周期调控政策推动宏观杠杆率快速攀升，2020 年末宏观杠杆率为 270.1%，较上年回升 23.6 个百分点，为 2010 年以来最高涨幅。各部门杠杆率均有所上升，居民、非金融企业、政府部门杠杆率分别上升 6.1%、10.4%、7.1%。经济仍处于修复中，杠杆率过快上升将加剧债务风险积累。**一是**当前中国经济发展面临疫情和外部不确定性，经济修复的基础尚不牢固，中小微民营企业还未恢复元气和活力，部分依靠信贷得以生存但缺乏盈利能力的企业或面临较大偿债压力和债务违约风险。**二是**地方政府短期内债务风险升高。2021 年地方偿债规模将超过 2.5 万亿元，城投债到期、回售规模将超 3.3 万亿元，地方财政收支压力仍然较大，或使地方政府增加对隐性负债的依赖，加大

隐性债务违约风险。**三是**居民偿债负担增加。部分负债消费主体存在非理性，存在过度借贷，同时部分居民以消费贷或经营贷形式获取资金投入房地产市场，这将加大居民潜在债务风险。

（三）信用风险持续暴露的风险

一是为克服疫情影响纾困实体经济的各项政策将陆续退出，部分中小企业经营风险或将有所加大。**二是** 2020 年债市“违约潮”的影响仍未消退，企业债券融资规模同比出现萎缩，融资压力加大会影响企业偿付能力。截至 3 月 15 日，信用债违约金额为 396.81 亿元，违约债券共 34 只，预计二季度信用债违约金额将继续上升。**三是**银行不良贷款形成速度有所加快，银行资产质量管理仍然面临不小的压力。

（四）碳达峰、碳中和目标下绿色转型带来的潜在风险

2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和的目标对中国经济绿色转型发展提出了新要求，这将带来一场广泛而深刻的系统性变革，低碳转型相关产业将迎来大发展。但是，在此过程中也需注意潜在的转型风险。**一是**传统产业在低碳转型过程中的信用风险敞口增大。碳中和目标下，高污染、高碳排放企业不仅面临原有高碳资产被搁置乃至贬值的风险，而且短期内绿色转型导致的经营成本也会增加，进而影响其盈利能力和财务状况，导致信用风险上升。**二是**绿色高科技类企业的持续经营风险值得关注。发展节能减排、绿色低碳等技术的企业多属于高科技企业，具有资金需求大、前期投入高、回收周期长等特征。然而部分地区绿色发展政策的持续性、执行能力和支持力度存在不足，相关企业在融资和经营过程中受到阻力，可持续经营的难度增大。

表 1：2021 年二季度中国经济金融主要指标及预测（%）

指　　标	2018 (R)	2019 (R)	2020 (R)	2021		
				Q1 (E)	Q2 (F)	全年 (F)
GDP	6.6	6.1	2.3	16.7	8.2	8.8
规模以上工业增加值	6.2	5.7	2.8	25.0	10.0	10.0
服务业增加值	7.6	6.9	2.1	12.8	7.7	8.1
固定资产投资额（累计）	5.9	5.4	2.9	22.0	11.5	9.4
消费品零售总额	9.0	8.0	-3.9	30.0	15.0	13.0
出口	9.9	0.5	3.6	40.0	25.0	10.0
进口	15.8	-2.7	-1.1	19.5	13.0	9.0
居民消费价格指数（CPI）	2.1	2.9	2.5	-0.1	1.7	1.4
工业品出厂价格指数（PPI）	3.5	-0.3	-1.8	1.5	4.3	3.1
广义货币（M2，期末）	8.1	8.7	10.1	9.8	9.5	9.0
社会融资规模（存量，期末）	10.3	10.7	13.3	13.2	13.0	12.0

资料来源：中国银行研究院

四、宏观经济政策取向

当前中国经济正面临疫情冲击后的恢复期、经济发展阶段的跨越期、世界政经格局的调整期新“三期叠加”的挑战。虽然经济反弹力度较大，但经济复苏的基础仍有待夯实。宏观政策将保持连续性稳定性可持续性，不急于转弯，根据国内外形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点。

（一）财政政策注重提质增效和可持续性，推动降低政府杠杆率

一是财政政策将保持可持续性，抓紧落实《政府工作报告》部署的重点任务。财政支出重点方向仍是保就业保民生保市场主体，政府将尽快落实压降中央财政支出和扩大财政直达资金范围，尽快下达中央预算内投资、转移支付、地方政府专项债等资金，加强对促进重点人群就业、义务教育和基本医疗等领域的补短板资金支持。精准有效落实小微企业减税降费政策，重点推进新的结构性减税举措落地，尽快实施制造业企业研发费用加计扣除比例政策，缩短结算期限。**二是**财政政策将控制新增债务规模，保证宏观债务水平可控。考虑到

部分地方政府债务负担过重，新增隐性债务情况仍然存在，以及今年安排地方政府一般债 8200 亿元、专项债 3.65 万亿元，地方政府债务规模和杠杆率短期内仍有上升压力，预计财政政策将严控部分高债务地方政府的债务率和新增隐性债务，逐步压缩化解重点地区的地方政府隐性债务，使政府杠杆率有所降低。

（二）货币政策坚持“稳”字当头，处理好恢复经济与防范风险的关系

一是在稳健总基调基础上，坚持总量平衡的调控思路。引导信贷、社会融资规模增速逐步回归至常态区间，确保金融支持力度与今年《政府工作报告》设定的经济增长目标相匹配，保证资金支持力度短期内不出现明显下降，保证政策的连续性和稳定性，更好与经济增长的节奏相契合。**二是**强化精准导向，引导资金流向政策重点支持领域。加大对中小企业等薄弱环节的定向支持力度。通过继续实施延期还本付息等方式，引导和鼓励金融机构加大对民营企业、普惠型中小企业等领域的资金投放；疏堵结合，严控资金流向，防止资金“脱实向虚”。强化宏观审慎监管力度，落实好房地产贷款集中度管理，强化信贷投放考核，建立更加顺畅的“引流”机制，防止资金过度流入房地产市场和股市。**三是**深化利率市场化改革，推动企业综合融资成本稳中有降。强化 LPR 应用覆盖面，继续推动商业银行将 LPR 嵌入内部转移定价机制（FTP）中，打破隐性利率下限约束；发挥存款利率体系的“压舱石”作用，强化行业自律机制，加强存款利率自律管理，优化银行负债成本控制，理顺利率传导机制，严格管控不规范存款产品创新，维护市场正常经营秩序，避免恶意竞争，推动企业融资成本下降。

（三）消费政策注重激发县域消费潜力，投资政策聚焦“两新一重”和民生领域

消费方面，未来政策将加快推动线上线下消费深度融合，并通过完善城乡流通体系，以丰富的线上产品供给和便捷的物流服务激发县域和农村地区消费

潜力。同时，有条件的地区将率先试点实施汽车限购政策向引导使用政策转变、加大新能源汽车指标投放力度、逐步取消对二手车交易的不合理限制，更多城市将加快停车场、充电桩等配套设施建设，促进汽车消费稳定增长和绿色化转型。

投资方面，基建投资将继续加大对交通、能源、水利、信息网络等“两新一重”领域支持力度。同时，更多资金将投向惠及面广、需求大的民生领域，老旧小区改造、县域公共服务设施建设等将提速。房地产政策将继续坚持“房住不炒”主基调，并综合运用加大土地供应、安排专项资金、实施集中建设、增加保障性租赁住房和共有产权房等多种手段，解决大城市住房问题。

（四）完善金融有效支持实体经济的体制机制，加强金融风险防范

一是持续鼓励金融机构支持实体经济发展。未来监管政策将侧重支持高科技、先进制造、民营小微企业、绿色发展等领域，出台相关法规激励金融机构加大对这些领域的支持力度，促进经济的高质量发展。**二是**加大对重点金融风险的防范。**房地产方面，**全面落实“房住不炒”，及时遏制各类资金违规流入房地产市场的现象。督促商业银行严格落实房地产贷款集中度管理等监管要求，并强化资金贷后管理，确保合规经营，以推动房地产市场平稳发展。**商业银行资产质量方面，**前瞻性做好不良贷款处置工作，继续鼓励银行加快对不良资产的核销，及时计提拨备，对冲潜在风险，稳定银行资产质量。**债券市场方面，**加强债券市场建设，提高“逃废债”违法成本，强化信息披露和评级制度建设，维护债券市场稳定发展。**三是**加强各类新型金融风险防范。利用金融科技手段加大对科技平台公司、加密货币等金融创新行为的监管。同时，强化反垄断和防止资本无序扩张，维护公平竞争的市场环境。

（五）以重点领域改革为抓手，持续激发市场主体活力

一是持续深化“放管服”改革，改善市场主体营商环境。将加快推进行政

许可事项清单管理，推出涉企审批减环节、减材料、减时限、减费用等具体措施。在放宽市场准入方面，将实施工业产品准入制度改革，推进汽车、电子电器等行业生产准入和流通管理全流程改革。在便利企业开办的同时更加注重完善破产企业尤其是中小微企业退出配套政策，将实行中小微企业简易注销制度，建立企业破产和退出状态公示制度，完善管理人制度。在有条件的地区开展要素市场化配置改革试点示范，推动土地、劳动力、资本、技术、数据等要素市场化改革。加强数字政府建设，建立健全政务数据共享协调机制，年底前将实现工业产品生产许可证、就医结算备案、社保卡申领、户口迁移等 74 项事项异地办理。**二是**持续推动降低企业特别是中小企业经营成本。今年将继续通过能源、交通、电信等行业改革推动降低企业用电、交通、通信等成本。将持续治理乱收费，在全国开展涉企违规收费专项检查，规范交通、税务、应急等领域执法，继续清理规范重点领域收费。同时，加大对中小企业的支持，今年中小企业宽带和专线平均资费将再降 10%，鼓励受疫情影响较大的地方对承租国有房屋的服务业小微企业和个体工商户减免租金。

五、专题研究

专题一： 全球“芯片荒”的原因、影响与对策

自 2020 年下半年开始，全球半导体行业开始出现缺货现象，并由个别种类、个别用途的芯片逐步蔓延至各品类全面缺货。2020 年 12 月，媒体报道称上汽大众、一汽大众等车厂由于芯片供应不足将进入停产状态，尽管两家企业都回应交付没有受到影响，但根据媒体后续采访，汽车芯片的短缺已经成为行业普遍现象。2021 年一季度，小米、三星等手机品牌商先后表示芯片处于“极度短缺”状态，预计中低端机型的生产将受到影响，甚至连部分旗舰芯片也存在缺货问题。为什么全球会出现“芯片荒”？“芯片荒”对于科技行业乃至整个制造业存在怎样的影响？中国相关行业应如何应对“芯片荒”的问题？本文将围绕上述三个问题进行简要分析。

（一）全球“芯片荒”的原因

1．2015-2019 年投资欠缺

全球晶圆厂在 2015-2019 年扩产不足，尤其是 8 英寸等成熟制程。全球芯片制造龙头台积电通常采取较为激进的折旧策略，设备折旧完成后即对成熟制程降价以打击竞争对手，导致 8 英寸晶圆等成熟制程利润有限，晶圆产能整体呈现出由 8 英寸向 12 英寸转移的趋势。根据 IC Insights 统计，2009-2019 年，全球共关闭了 100 座晶圆代工厂，其中 8 寸晶圆厂为 24 座，占比 24%，6 寸晶圆厂为 42 座，占比 42%（图 20、21）。目前 8 寸设备主要来自二手市场，数量较少且价格昂贵，设备的稀缺钳制着 8 寸晶圆产能的释放。8 寸晶圆通常对应 90nm 以上制程，在这些制程下生产的功率器件、CIS、PMIC、RF、指纹芯片及 NOR flash 等产品产能被明显限制。

图 20：晶圆代工厂关厂情况（分晶圆尺寸）

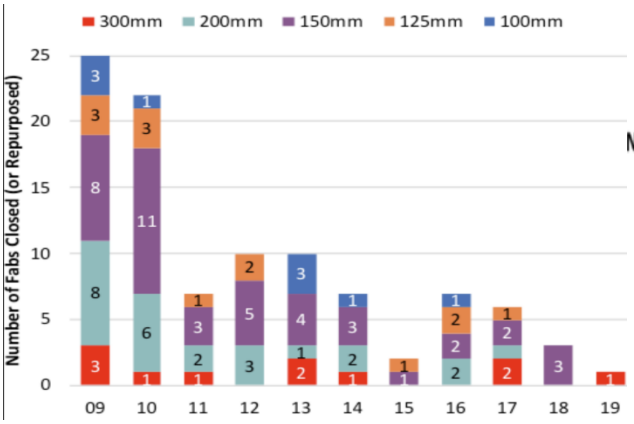
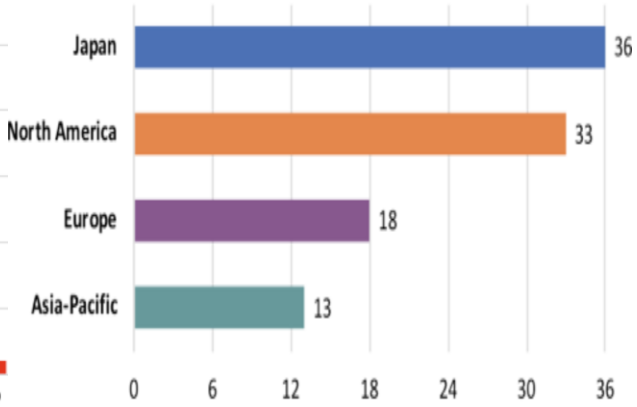


图 21：2009-2019 年晶圆代工厂关厂情况（分区域）



资料来源：IC Insignts，中银基金

尽管晶圆厂近期已经开始扩产，但扩产主要以 12 寸为主，8 寸晶圆代工厂产能未见明显扩张；同时，晶圆厂扩产周期通常在 12-24 个月，故 2021 年产能紧张的状况大概率会持续到全年。根据 Gartner 此前分析，未来三年晶圆代工厂新增产能将以 12 寸为主，2020 年全球 8 寸代工年产能约 3229 万片，相对 2019

年仅新增 94 万片，预计 2020-2023 年 CAGR 仅为 2%，产能增长非常有限。

2．以智能化为代表的新一轮科技创新下，5G、新能源车提振芯片需求

以 5G 为代表的新一轮科技创新，带动了人工智能、物联网、云计算、新能源汽车等新兴技术应用，显著提振芯片需求。我们预计，2021 年芯片行业需求增长将主要受五大因素驱动：（1）经济复苏带来的消费需求反弹；（2）英特尔将发布新一代服务器 CPU 架构，带动服务器需求提升，继而拉动 CPU、存储等芯片需求；（3）云计算、人工智能和机器学习的持续渗透；（4）5G 驱动的移动需求增长，预计 5G 手机存量将从 2020 年的 2 亿台增长到 2021 年的大约 5 亿台；（5）新能源汽车渗透率提升、自动驾驶等级提升带动相应芯片需求旺盛。

随着 5G 通讯逐步的完善铺设以及技术成熟，企业及数据中心对 AI、云等一系列新应用的需求不断提高，也进一步驱动了服务器市场需求及市场的增长。预计全球服务器的出货量将会在 2020 年达到 1141.5 万台，而随着 5G 的逐步铺设，在 2021 年将会继续保持约 10%的增长，相关品类的芯片有望受到需求拉动迎来持续高景气。根据市场调研公司 Tractica 的数据，2019 年全球人工智能芯片市场规模为 110 亿美元，同比增长 115%，未来四年行业将维持高增速，2018 年至 2023 年 CAGR 将能达到 46%，对应 2023 年市场规模 343 亿美元。

图 22：全球人工智能芯片市场规模及增速

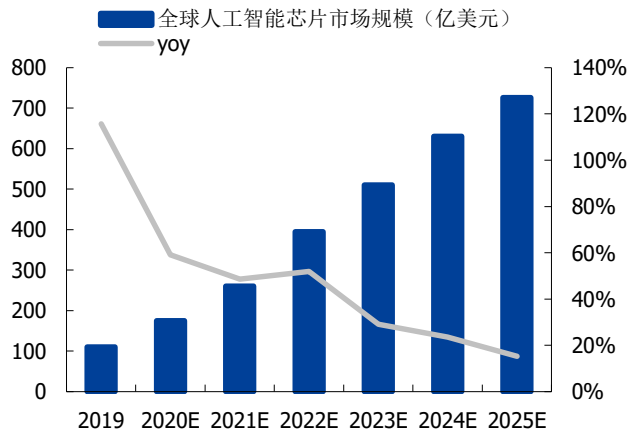
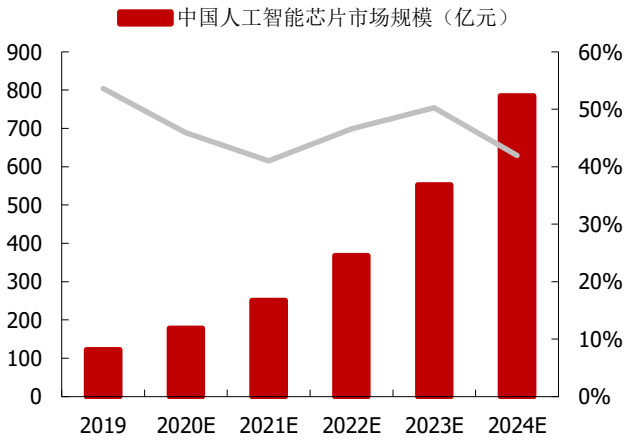


图 23：中国人工智能芯片规模及增速



资料来源：Tractica，前瞻产业研究院，中银基金

存储芯片龙头美光预计，2020 年 DRAM 的 Bit 需求增长 10-20%，NAND 的 Bit 需求增长 25%；2021 年 DRAM 的 Bit 需求增长 20%，NAND 的 Bit 需求增长 30%，预计 2021 年下半年开始向 DDR5 过渡。

智能手机市场，5G 手机 PMIC 及 RF 芯片用量翻倍，Nor Flash、摄像头 CIS 等产品用量继续增长。2021 年在经济回暖带来居民消费意愿提升以及 5G 换机潮下，预计全球手机出货量将出现反弹，相比 2020 年增长 10%以上。

新能源汽车加速渗透，自动驾驶级别持续提升。由于电池、电机、电控系统替代机械动力和传动系统，新能源汽车单车相比传统汽车所需要的芯片数量显著增加，功率半导体等细分品类用量增长 10 倍以上。另一方面，随着自动驾驶等级的不断提升，汽车使用的处理芯片、存储芯片、CIS 及激光器等传感芯片均呈现显著增长。根据世界先进统计，2020 年每辆新车含有的半导体芯片价值约 500 美元，2021 年将提升至 600 美元，增长约 20%。随着新能源汽车和自动驾驶的进一步普及，汽车对于芯片需求的大幅拉动已成定局。

3．新冠疫情、极端气候导致供应链不稳定

新冠疫情对于半导体行业的供需两端都产生了一定影响。2020 年一季度，东南亚各国在新冠疫情冲击下相继宣布进入不同程度的封禁状态，多家 IDM、晶圆代工和封测企业被迫关闭，产品发货普遍推迟；韩国龟尾工业园包括三星电子、LG 在内的多家企业的 2400 多名员工被要求在家自我隔离，面板驱动芯片、存储芯片等生产受到影响。在疫情扩散到欧美后，欧美地区的半导体产能同样受到短期影响。

在需求侧，疫情导致全球汽车销量骤降，汽车整车厂及其零件供应商大幅减少半导体采购，类似情况亦发生在家电等行业。同时，居家政策刺激了个人电脑、游戏机等娱乐需求，消费电子半导体采购增加，导致半导体产能在 2020 年上半年向消费电子产品倾斜。在 2020 年下半年汽车等可选消费需求显著恢复

后，相关厂商芯片库存迅速下降，而半导体产能又难以快速再分配，导致结构性供不应求。

雪灾、地震等自然灾害进一步加剧了芯片供给紧张。2021 年一季度，德州大雪部分影响了三星 Line S2 的 12 寸产能，该厂于 2021 年 2 月 17 日，因受电力短期影响，暂时停工、关闭。根据 TrendForce，三星 Line S2 月产能约占全球 12 英寸产能 5%，受寒潮影响约占全球 12 寸产能的 1-2%。三星 Line S2 产能 11/14nm 以生产高通 5G 射频芯片为主，28-65nm 客户包括三星 LSI 产品，此外客户还包括英特尔、特斯拉以及瑞萨等汽车芯片。

受地震影响，2 月 14 日，日本芯片制造商瑞萨电子公司宣布暂停其茨城工厂的运作，以对其洁净室进行检查。瑞萨电子是全球十大半导体芯片供应商之一，业务覆盖的移动通信、汽车电子和 PC/AV 等产品获得了全球最高市场份额。

4．地缘政治影响部分厂商扩产

2020 年 12 月 18 日，美国商务部正式发布公告，将中芯国际正式纳入“实体清单”。根据公告，在列入实体清单后，美国出口商必须向美国政府申请许可证后才能继续向其供货，其中针对先进工艺节点制程半导体产品的所需物品的出口供应，美国政府将优先采取“推定拒绝”政策，即原则上不批准出口许可。中芯国际在 2020 年前三季度的资本开支就高达 224.8 亿，若中芯国际无法顺利购买半导体生产设备，其产能扩张能力将受到明显限制，影响全球半导体制造能力供给。

（二）全球“芯片荒”的影响

1．芯片、电子元器件的涨价潮

本轮半导体涨价潮是在疫情复苏背景下，部分应用品类受创新、复苏需求拉满代工产能，从而使其他应用品类拿不到新增产能、传导涨价趋势。电子制

造企业为了争抢供给持续增加备货，也导致供给紧张向其他电子元器件传导。

全球主要晶圆代工产能持续紧张，涨价趋势未见缓解。2020 年三季度，台积电、联电等已将 8 寸晶圆代工价格调涨 10%-20%；同年 12 月，台积电又被传出将于 2021 年开始，取消 12 寸晶圆的接单折扣，影响制程包含 7nm、10nm、28nm、40nm 及 55nm 制程等。据 Counterpoint 最新预测，2021 年晶圆出货量和出货价格都将出现两位数的增长（表 2）。

表 2：目前部分半导体产业链涨价一览

品类	厂商	涨价情况
MCU、模拟	NXP	全线调涨产品价格（可能 5%起跳，部分产品需要客户签一年的 NCNR 协议）
	ST 意法半导体	自 2021 年 1 月 1 日起，提高所有产品线价格
	MICROCHIP	2021 年 1 月 1 日开始，对所有交付期不到 90 天的未交付订单，"不取消一不重新计划"窗口延长到 90 天
	航顺	2020 年 11 月 10 日起，EEPROM（24Cxx 系列）、NOR FLASH（25Qxx 系列）、LCD 驱动系列全系上涨 10%-20%
	DIODES	2021 年 1 月 1 日起提高部分产品的价格
	TI	供不应求的状况愈加明显、某些料号紧缺涨价
	瑞萨	2021 年 1 月 1 日起，涨价 15%-100%
	微盟电子	2020 年 11 月 30 日起，上调公司产品价格
	矽力杰	大多数产品订货周期为至少 14 周，2021 年 1 月 1 日后订单如果要求的交付计划低于交货期需增加 10%的加急费
	富满电子	2021 年 1 月 1 日开始，所有产品含税价格在现行价格基础上统一上调 10%，所有未交付完的订单系统将做取消
	必易微电子	2020 年 11 月 3 日起，部分产品系列涨价 0.01 或 0.015 元
	芯茂微电子	2020 年 12 月 7 日起，部分产品单价上调 15%（含未交付订单）
	希尔电子	2020 年 12 月 1 日起上调产品价格 10%
	捷捷微电子	2020 年 11 月 16 日起，芯片产品售价上涨 15%-30%，成品器件售价上涨 10%-20%
功率	华微电子	2021 年 1 月 1 日交货起，产品涨价 10%
	士兰微	2020 年 12 月 9 日起，SGT MOS 产品的价格本月提涨 20%
	新洁能	2021 年 1 月 1 日起，产品价格将根据具体产品型号做不同程度的调整
数字	Qualcomm	全系列物料交期延长至 30 周以上，CSR88 系列交期已达 33 周以上
音频 IC	AKM	产品线几乎全部都在涨，涨幅在几倍到几十倍不等。以 AK4452VN-L 为例目前涨幅在 60-80 倍之间
通信、驱动 IC	Realtek	物料订货交期已经延长到 2021 年 3 月以后，市场价格每天都在呈上升趋势的变动
代工	联电	供应链透露，预计 2021 年 1 月起将向所有客户调涨报价，涨幅 5～10％不等
LTCC	华新科	订单能见度超过三个月，价格走势视市场供需而定
覆铜板	建滔	覆铜板产品 FR4 每张上调 10 元人民币，相当于目前均价约 6%。包括本次提价，自 7 月 1 日首次加价以来已提价逾 30%
封测	日月光	调涨 2020 年第四季新单及急单封测价格，上涨幅度约 20%至 30%，2021 年第一季调涨价格 5-10％

资料来源：元器件网，中银基金根据产业报价整理

Nor Flash 供不应求，价格有望持续向上。Nor Flash 受益于 5G 带动，供不应求。华邦电、旺宏在 2021 年一季度涨价 5%-10%，预计供需局面将进一步加紧，2021 年二季度涨幅有可能进一步提高。

2．影响或限制终端生产

受芯片短缺影响，部分车企被迫减产。目前，12 寸晶圆对应的车载 MCU、CIS 以及 8 寸晶圆的 MEMS、Power 等芯片较为紧缺。以 MCU 为例，瑞萨、恩智浦、英飞凌三家的车载 MCU 市占率合计约 80%，但此业务大多以 fab-lite 形式运营，大部分交由台积电生产。据媒体报道，戴姆勒、大众、日产、本田、通用等汽车大厂近期由于车用芯片短缺宣布减产，本田汽车和日产汽车合计预计到 2021 年一季度将减少销售 25 万辆汽车，通用汽车预计芯片短缺将使其今年的收益减少 15-20 亿美元（表 3）。根据咨询公司 AlixPartners 预计，本次供应紧张将导致 2021 年全球汽车行业的汽车产量比计划减少 150-500 万辆。为应对当前紧张局面，台积电、联电、世界先进等晶圆制造厂表示将加速生产汽车芯片。预计车用芯片供应需要到 2021 年下半年才有望恢复。

表 3：汽车品牌受“芯片荒”影响情况

汽车品牌	受“芯片荒”影响情况
FCA	将推迟墨西哥托卢卡工厂复产计划，同时停止安大略省布兰普顿工厂的克莱斯勒300、道奇Charger和道奇Challenger的生产
通用汽车	堪萨斯州费尔法克斯（Fairfax）工厂和安大略省英格索尔（Ingersoll）工厂的停工期将至少延长至4月中旬，墨西哥圣路易斯波托西将延长至3月底，巴西圣保罗的格拉瓦泰工厂将在4月和5月停产
丰田	将削减德克萨斯州圣安东尼奥工厂的全尺寸皮卡坦途的产量
日产	计划2021年1月将奥帕玛工厂的Note产量从最初计划的15000台削减至5000台
本田	2021年1月将首先将减少生产约4000台汽车
保时捷	预计芯片短缺可能会影响公司运营数月
大众	第一季度将削减100,000辆汽车的产量，主要位于德国北部的工厂

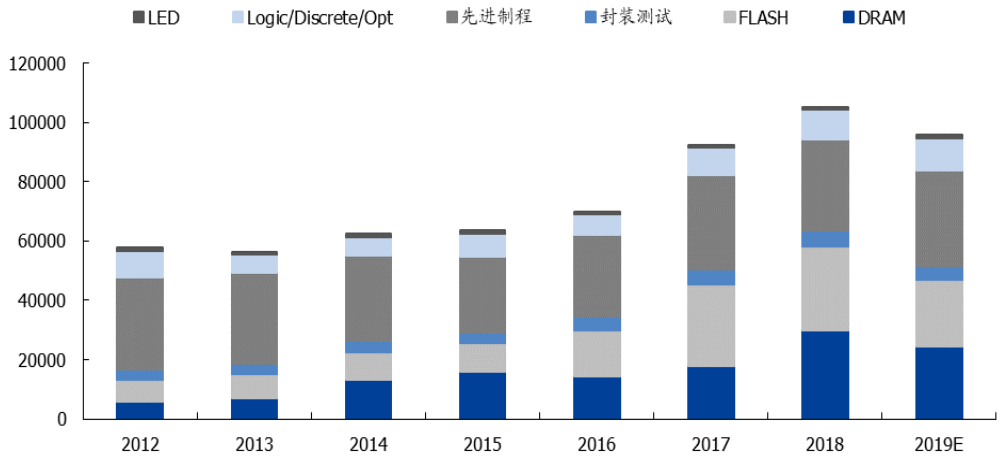
资料来源：半导体行业观察，华盛顿邮报，中银基金

芯片短缺逐渐向消费电子蔓延，游戏机及高端手机受影响。索尼近日表示，由于生产瓶颈，该公司可能无法在今年生产出足够的 PS5 游戏主机来满足用户的需求。苹果表示其高端 iPhone 的销量亦受到零部件短缺的限制。半导体行业的两大巨头恩智浦和英飞凌纷纷表示，芯片供应限制已经不仅局限于汽车行业。

3．刺激产业重视半导体投资

产能紧张传导至晶圆代工扩产，晶圆代工厂 2021 年资本开支密集上升。从资本支出角度而言，台积电从 2020 年 170 亿美金增长到 250-280 亿美金，联电从 2020 年 10 亿美金增长到 15 亿美金，华虹从 2020 年 11 亿美金增长到 2021 年 13.5 亿美金，中芯国际 2021 年资本维持高位，达到 43 亿美金（图 24）。晶圆厂普遍加大投资、提升产能以满足下游需求。

图 24：全球半导体资本开支（百万美元）



资料来源：SEMI，中银基金

根据 Counterpoint 预测，全球领先的晶圆代工厂将在 2021-2023 年之间进行大规模的半导体设备投资，当前的行业热潮有望成为新一轮产业跃升的开端。AMAT 亦在法说会中乐观展望，认为全球将踏入 10 年以上的半导体投资周期，目前还处于初始阶段。

4．终端产品被迫涨价或延迟发货，进而影响需求

在芯片缺货和涨价背景下，手机、汽车、家电等终端消费产品都将面临涨价或延迟发货。例如，美的冰箱在 3 月初通知，冰箱价格上涨 10%-15%，而其他品类的冰箱、洗衣机、空调产品的涨幅也超过 10%；红米 K40 等新型号手机在上市后就面临缺货。尽管商品涨价和缺货暂未成为普遍现象，但如果芯片紧缺的状态持续，价格向消费者传导并进一步影响需求的情形可能发生。

5．上游行业产能利用率提升，营收持续增长

根据 SEMI 统计，2020 年硅片出货总量达到 12407 百万平方英寸，同比增长 5%。尽管受到新冠疫情影响，但 2020 下半年行业增长依然强劲，全年硅片行业营收 112 亿美金，维持高位。根据集邦估计，2021Q1 全球前十大晶圆代工厂营收将达 225.9 亿美元，同比增速 20%（图 25）。2021Q1 全球晶圆代工产能紧张，营收均同比有所增长（图 26）。

图 25：2021Q1 全球十大晶圆代工厂营收　图 26：全球主要晶圆厂生产能力

表、2021年第一季全球前十大晶圆代工业者营收排名预测（单位：百万美元）

Ranking	Company	1Q21E	1Q20	YoY	M/S
1	台积电(TSMC)	12,910	10,310	25%	56%
2	三星(Samsung)	4,052	3,660	11%	18%
3	联电(UMC)	1,603	1,402	14%	7%
4	格芯(GlobalFoundries)	1,469	1,355	8%	7%
5	中芯国际(SMIC)	1,059	905	17%	5%
6	高塔半导体(TowerJazz)	345	300	15%	2%
7	力积电(PSMC)	340	283	20%	2%
8	世界先进(VIS)	327	260	26%	1%
9	华虹半导体(Hua Hong)	288	203	42%	1%
10	东部高科(DB HiTek)	197	189	4%	1%
	前十大合计	22,590	18,867	20%	100%

注：
(1)三星计入System LSI及晶圆代工事业部之营收
(2)格芯计入IBM业务收入
(3)力积电仅计入晶圆代工营收
(4)华虹半导体仅计算财报公开数字
Source: 各厂商；TrendForce整理, Feb., 2021

(Monthly Installed Capacity in Dec 2020, 200mm-equivalents)

2020 Rank	2019 Rank	Company	Headquarters Region	Dec 2019 Capacity (K w/m)	Dec 2020 Capacity (K w/m)	Yr/Yr Change	Share of Worldwide Total	Inclusion or Exclusion of Capacity Shares from JV Fabs
1	1	Samsung*	South Korea	2,935	3,060	4%	14.7%	
2	2	TSMC	China Taiwan	2,505	2,719	9%	13.1%	+ shares of SSMC & VIS
3	3	Micron	North America	1,841	1,931	5%	9.3%	
4	4	SK Hynix	South Korea	1,743	1,878	8%	9.0%	
5	5	Kioxia/WD	Japan	1,406	1,598	14%	7.7%	

资料来源：TrendForce，IC Insights，中银基金

台积电 2021 年 1 月份收入同比增长 22%，2020Q4 华虹半导体 8 寸产能利用率 104.4%，12 寸产能利用率 75.5%。公司展望未来一段时间，8 寸景气度将有望保持持续，且 12 寸投产进展超市场预期。

（三）全球“芯片荒”应对之策

1．加大晶圆厂投资

据 SEMI 估计，2017 年至 2020 年间全球将有 62 座新的晶圆厂投入营运，其中在中国大陆的新厂有 26 座，占新增晶圆厂的比重高达 42%。根据已经披露的国内规划在建的晶圆厂投资规划统计，国内晶圆厂投资额将持续增长，并且随着国内对于半导体制造国产替代的需求增加，未来可能还会有新增的投资项目。加大国内半导体产能投入，有助于发挥与国内芯片设计公司的协同效应，持续追赶世界先进半导体制造水平，纾解芯片产能紧张。

图 27：国内晶圆厂规划投资额

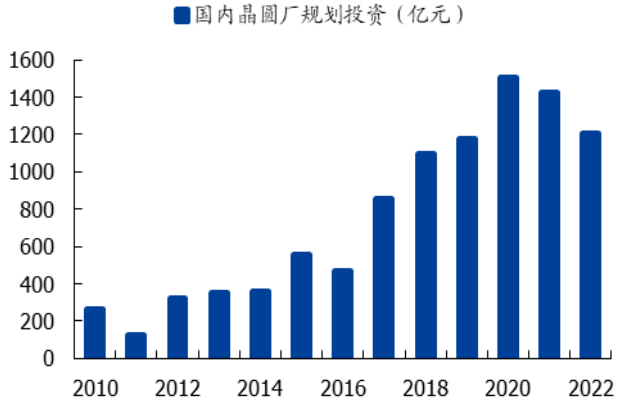
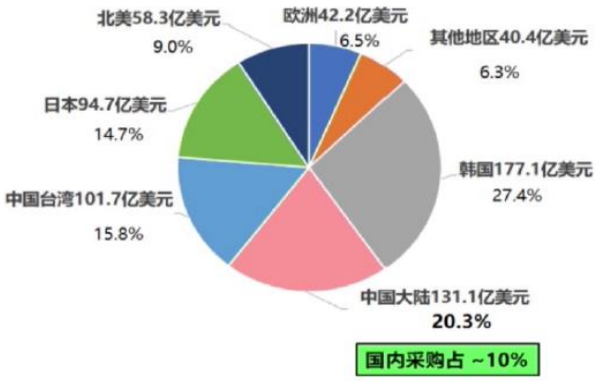


图 28：2018 年全球集成电路前段设备市场分布

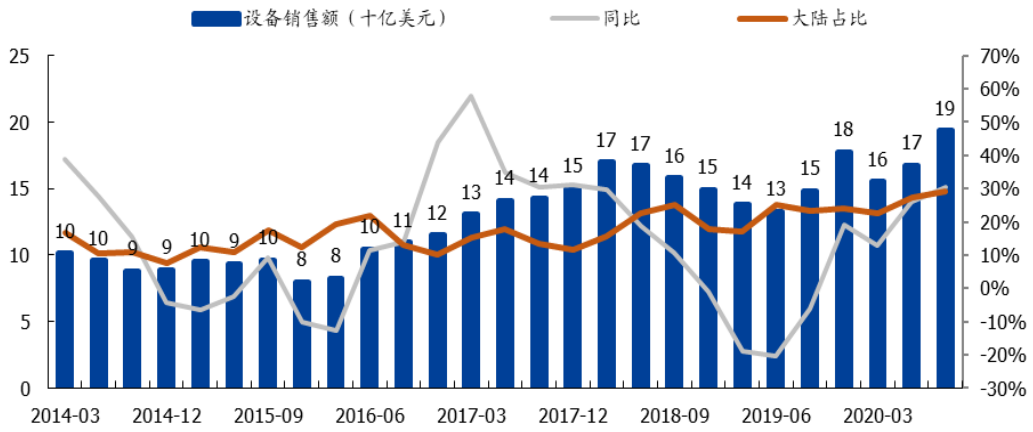


资料来源：wind，SEMI，中微公司，中银基金

2．扶持国内半导体设备、材料公司

北美半导体设备出货额创历史新高。半导体设备投资同比增速在 2019H2 拐点已经出现并持续上行。2020 年前三季度全球半导体设备销售额分别为 156、168、194 亿美元，同比 22%、27%、29%，增长明显，其中 2020Q3 单季度半导体设备销售额创历史新高。根据 SEMI 预测，2021 年全球半导体设备销售额有望创下年度新高，达到 688 亿美元（图 29）。

图 29：全球半导体设备销售额（十亿美元）



资料来源：SEMI，中银基金

中国大陆半导体设备市场在全球比重中逐步提高。根据 SEMI，大陆设备市场在 2013 年之前占全球比重为 10%以内，2014-2017 年提升至 10%-20%，2018 年之后保持在 20%以上，2019-2020 年份额加快上行。大陆设备市场需求近两年同样高速增长，2020 年前三季度中国市场半导体设备销售额分别为 35 亿、46 亿、56 亿美元，同比分别增长 48%、37%、63%，增速明显高于全球。2020 年三季度，中国半导体设备销售在全球的销售占比达到 29%，创历史新高。

当前国内已经涌现出一批在半导体材料的不同领域已有所建树的公司，从材料端成本占比最大的硅片，到美国高度垄断的 CMP 材料，均实现了一定的技术突破，并且部分厂商已实现了稳定的原材料的出货，可以看到中国半导体材料板块正在多个细分领域收获成果。

半导体设备、材料是半导体生产不可或缺的基础，也是半导体产业链上被“卡脖子”的关键环节。加大扶持半导体设备、材料企业，对于中国实现半导体产业链自主可控、避免国内芯片制造企业产能扩产受制于人意义重大。

3．加速国产替代，加强和海外非美国产业链的合作

面对地缘政治给中国大陆厂商带来的芯片供应不稳定性，以华为为代表的

行业龙头过去两年多时间逐渐加大了对国内厂商的扶持力度。此前国内通信及家电龙头厂商对供应商资质非常严格，对于众多电子元器件公司，只有进入行业前三才能成为龙头厂商的合格供应商。但从过去一年的产业跟踪来看，华为、中兴、美的等厂商大幅放开了对国内有潜力供应商的认证条件，加速国产芯片替代。尽管国内科技企业在2020年经历了更进一步的制裁措施，产业链存在一定不确定性，但是国产替代的窗口期已经完全打开，半导体国产化时不我待。

另一方面，欧洲、日本等地区受地缘政治因素影响相对较小，对于大陆半导体产业链的态度偏向中性，与这些地区的设备、材料供应商加强互信合作，也是避免地缘政治因素影响供应链安全和稳定的重要手段。

4．加强产业链信息传导，减少结构性失衡

纵观本次“芯片荒”，汽车等终端厂商在疫情影响下的大幅砍单和去库存是导致供需结构性失衡、并进一步传导至整个半导体产业的重要原因。随着中国在半导体行业的话语权不断提升，产业链逐渐完整，理顺上下游信息传递、均衡晶圆制造厂产能分配，对于减少类似上述结构性失衡具备重要意义。5G科技创新带来了物联网、工业互联网、AI、大数据等新兴信息化产业的发展，若能将这些技术应用在半导体产业链，减少产业链上下游信息差，一定程度上指导企业生产、备货，或将有利于维护供应链稳定。

（四）结语

总体来看，尽管存在科技创新对于半导体需求的拉动，但本轮“芯片荒”产生的主要原因还是在疫情、极端气候、地缘政治等因素影响下产生的供需结构性失衡，半导体行业本就自然存在周期性，而供需失衡将本轮景气向上周期进一步放大。随着新增产能逐渐投放，“芯片荒”必然会迎来逐步纾解；但同时也警示我们，作为电子制造大国，如果不能实现上游芯片设计与制造、以及更上游的半导体设备及材料的自主可控，未来仍有较大概率出现产业链受制于人

的状况。加大半导体产能投资、实现全产业链自主可控依然任重道远。

专题二：完善延迟退休政策，应对人口快速老龄化

2021 年《政府工作报告》指出，实施积极应对人口老龄化国家战略，以“一老一小”为重点完善人口服务体系，推动实现适度生育水平，逐步延迟法定退休年龄。3 月 12 日公布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中明确提出，按照“小步调整、弹性实施、分类推进、统筹兼顾”等原则，逐步延迟法定退休年龄，促进人力资源充分利用。延迟退休政策是应对人口老龄化的重要举措，也是缓解劳动力短缺、释放老龄社会人口红利的必然选择。

（一）延迟退休政策的意义

1. 适应人口快速老龄化的发展趋势

中国的人口年龄结构正处于快速老龄化进程中，人口平均寿命从上世纪 60 年代不超过 50 岁，到 2018 年已增长至 76.7 岁（图 30），与此同时，65 岁以上老年人口占总人口的比例从建国初期的 4.4%上升至目前的 12%左右，并预计将在 2060 年达到近 30%（图 31），人口老龄化速度超过世界其他国家。老龄人口基数大、发展速度快将给中国经济发展带来重大负担，可能带来社会需求下滑、投资趋弱等风险。

图 30：中国人口平均寿命（岁）

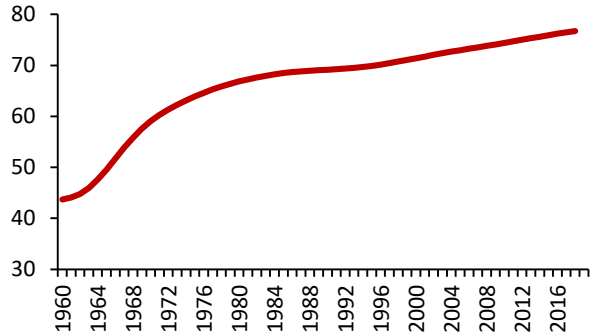
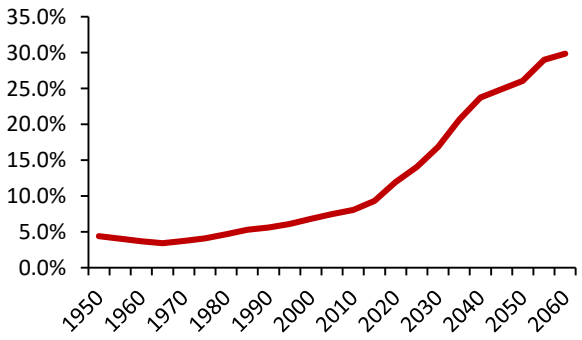


图 31：中国 65 岁以上人口占比（%）

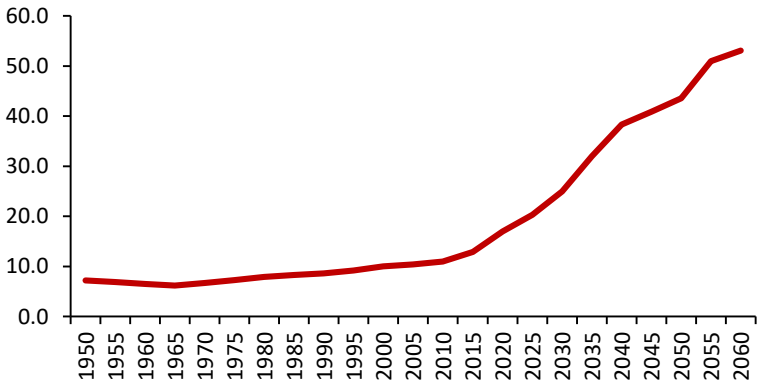


资料来源：世界银行，联合国（2019）

2．增强社会保障的可持续性

随着老龄化程度的加深，社会保障可持续性的压力增大。从老年人口抚养比来看，中国 65 岁以上人口与 15-64 岁人口之比，从 2000 年的 10%上升至目前 17%左右，并预计将在 2050 年突破 50%，将远高于世界平均水平（图 32）。中国社科院报告预测显示，2019-2050 年全国城镇企业职工基本养老保险基金当期结余将在 2028 年出现赤字并不断扩大，财政负担增加。从国际实践来看，当现役的劳动人口已经无法支撑同时代快速增长的老龄人口，社保支出将大大超过政府所收缴的社保费用，社保资金的缺口主要由中央和地方政府的财政资金填补，由此成为政府财政恶化的原因之一。延迟退休政策的推出，对于减轻社会养老负担、优化社会保障制度，有着重要意义。

图 32：人口抚养比变化（%）



资料来源：联合国

3．充分利用人力资源，缓解劳动力缺口

中国 15-59 岁之间的劳动年龄人口从 2010 年左右开始下降，近五年来下降了约 2000 万，人口红利不断衰减。根据联合国预测，中国劳动年龄人口下降幅度将在 2050 年之前呈现逐年扩大趋势，劳动力缺口正在不断扩大（图 33）。此外，随着中国人口健康寿命的延长，劳动力质量包括教育水平和经验技能水平正在提高。如图 24 所示，2015 年受过高中以上教育的人口较五年前有显著增加。按照原有条件设定的退休时间，并不能反映人力资源的真实状况，延迟退

休时间，将有效地挖掘老龄化社会中的劳动力价值潜能，激发经济增长活力。

图 33：中国劳动人口下滑

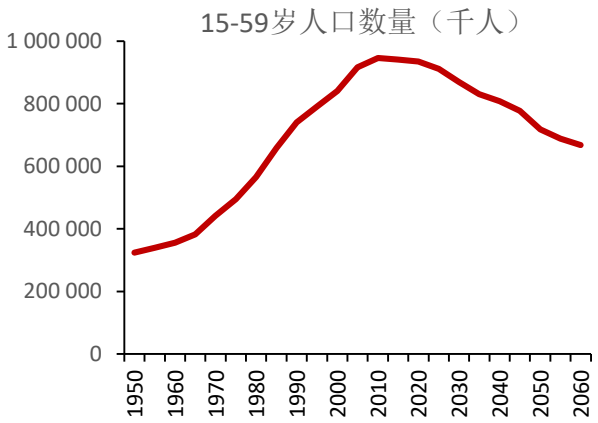
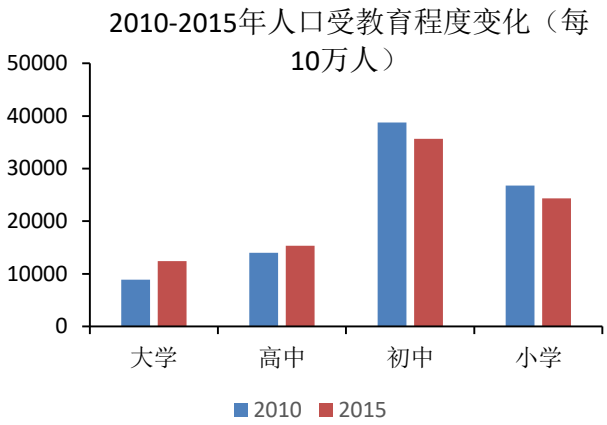


图 34：中国劳动力教育水平提高



资料来源：联合国，中国国家统计局

4．增加老龄群体收入，满足老后需求

与发达国家不同，中国的老龄化呈现“未富先老”的特征。统计显示，中国家庭总资产的分布按户主年龄先增加后减少，户主年龄为 56~64 岁的家庭户均总资产最高，而户主在 65 岁以上的家庭不及 36-45 岁的家庭（图 35）。从发达国家来看，日本 60 岁以上人口持有日本三分之二的金融资产，70 岁人口持有超过 40%的金融资产和超过 50%的有价证券，而美国户主年龄为 65-74 岁的家庭户均总资产最高（图 36）。延迟退休将有利于提高老年群体收入，满足老年人多方面的消费需求，提高老年群体生活质量。

图 35：中国家庭总资产按户主年龄分布

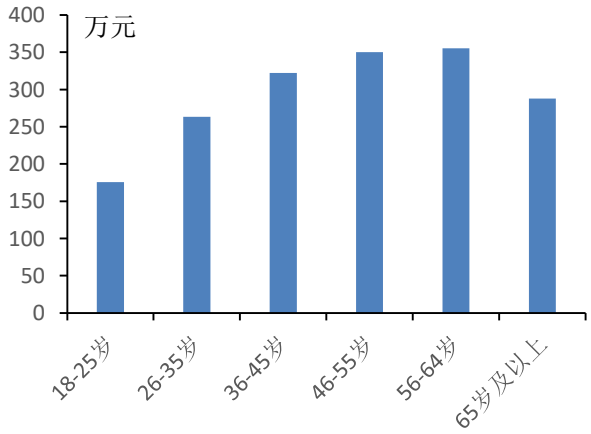
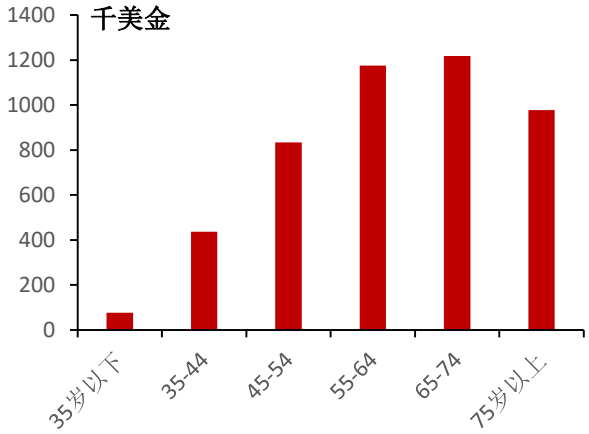


图 36：美国家庭总资产按户主年龄分布

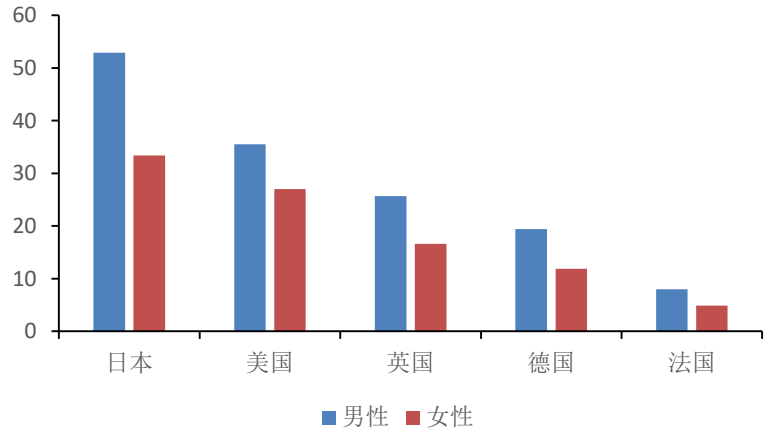


资料来源：中国人民银行，美联储

（二）以日本为例看延迟退休政策的国际经验

日本是著名的超高龄社会，65 岁以上老龄人口占总人口的比率，1970 年为 7%，2010 年达到 23%，日本政府于 1986 年开始实《老年人雇佣安定法》，对企业雇用老年人进行要求，鼓励老年人推迟退休。现阶段日本 65-69 岁人口平均就业率超过 43%（图 37），远远高于其他国家。总体而言，日本的延迟退休政策主要有以下几个方面特色：

图 37：65-69 岁人口就业率（%）



数据来源：日本金融厅

1．不断完善老年雇佣制度

为了保障老年人的工作权益，日本从 1986 年以后多次对《高龄者雇佣安定法》进行修订，经历了将退休年龄统一设定为 60 岁，逐步上调为鼓励工作至 65 岁、70 岁，制定了较为细致完善的制度。最近新修订后的主要措施包括：**一是**不设置固定的退休年限。如果员工有工作意愿，企业有义务雇佣其继续工作，2021 年 4 月开始将可以工作的年龄提高到 70 岁。**二是**对中高年龄 45-65 岁的劳动者给予再就业的指导和帮助。企业在解雇这个年龄段的员工时，有义务为他们提供就业援助。**三是**企业必须定期向政府的职业介绍机构报告关于高龄者雇佣的情况。同时，设立了三种不同的奖励条件，对于雇佣特定老年劳动者的企业，给予 10 万-100 万日币的奖励。

2．多管齐下，打造适于老年人的工作环境

日本政府长期将打造适于老年人工作的社会环境作为工作重心之一，推动与企业共同改革劳动力市场，力求消除对老年人的就业歧视，主要措施包括：改善工作条件，充分考虑到老年人的身心特征，对公共设施和劳动设施进行适老化改造；强化老年人雇佣相关的劳动纠纷治理机制和明确司法解决途径；为老年人提供就业辅导和信息咨询服务，并给予激励和补助政策；组织政府和民间团体，对老年人的劳动技能进行培训；推动弹性工作时间制度；对老年人的工作经验和能力进行评估，通过“银发人才中心”等机构，推荐合适的就业岗位；鼓励老年人进行创业，并向老年创业者提供优惠的贷款政策。

3．改善民生和福利政策，解决老年人就业的后顾之忧

日本的延迟退休政策并不是单独孤立的一项政策，而是作为政府解决老龄化问题系列政策的组成部分，与对老年人的社会福利其他环节密切相关，形成互动。例如，日本推行的长期照护保险和全民医疗保险制度，完善的医疗保障制度为老年人延长工作年限提供身心健康支持。再如，年金制度设计也与退休政策相关联，日本老年人原则上从 65 岁开始领取年金，对于选择推迟至 66 岁以上开始领取年金的老年人，每月会比从 65 岁开始领取获得额外的奖励，推迟领取的时间越长则可获得的金额越多；反之，如果在 65 岁之前领取，将会减少相应的数额。这对鼓励老年人继续工作至 65 岁或更久，形成了一定的激励作用。

（三）中国应对老龄化的政策建议

第一，根据国情，做好政策的平稳过渡和衔接。中国目前的退休政策已实施时间较长，且中国老龄人口数量庞大，历史情况复杂，需做好政策的衔接和调整。从日本经验来看，可以根据实际情况，逐步完成对相关制度的修改和完善，在充分考虑和尊重老龄劳动者意愿的基础上，对于具体措施保持一定的弹性空间，供老年群体适应过渡。也可以考虑先在建立试点，明确并完善实施细

则、相关标准等内容，并逐渐在全国推广。

第二，出台相关配套政策，解决后顾之忧。延迟退休政策的出台需要做好相关政策的配套，完善的社会保障是应对老龄化的基础，应加快建立健全养老金制度，完善构建长期照护保险等医疗保险制度，为老年人延迟退休消除后顾之忧。同时也应考虑到增加幼儿照料等设施，防止因为无法解决年轻家庭的育儿问题，影响父母延迟退休的意愿。

第三，创造适于老年人就业的社会环境。创造无年龄歧视的劳动环境，改善老年人的劳动条件，除了需要改善工作场所、劳动安全设施与卫生等硬件设施之外，还必须建立一个适于发挥老年人经验和特长的“软环境”，在全社会树立爱老、敬老意识，为老年劳动者提供关爱。在雇佣形式、务工条件和劳动报酬等方面维护社会公平，并完善相关纠纷处理机制。老年劳动者因脑力、体力下降，也是劳动伤害的易发人群，需建立健全的劳动保障制度，防范并处理好职业病危害。

第四，充分发挥政府和市场的不同作用，统筹完善延迟退休体制。借鉴日本经验，一方面，需发挥政府的政策引领作用，加强制度建设，对于雇佣老年人企业可以给予一定的激励政策，激发企业的积极性。另一方面，市场和企业是雇佣老年人的主体，要鼓励市场参与主体充分发挥各自特长，发掘老年人力资源，优化老年劳动力供需对接机制，通过职业介绍机构等为老年人就业提供信息和支持。

第五，完善教育和培训体系，帮助老龄人跨越知识鸿沟。加强职业教育和培训服务，对老年人在工作中遇到的实际问题给予帮助，针对不同老年人的经验和背景特点，帮助老年人消除知识和技术的鸿沟，切实提高劳动参与率，通过职业咨询、资格技能认证等形式，提高老年人融入新工作环境的能力，更好地发挥自身价值。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



研究院
中国北京市复兴门内大街**1**号
邮编：**100818**
电话：**+86-10-66592780**
传真：**+86-10-66594040**