西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

开局之年看什么？

——“两会”解读与近期宏观热点解析

西南证券研究发展中心
宏观研究团队

2021年3月

概 述

- **2021的开局之势如何？——情绪与数据。**消费方面，预期收入与消费一般成同向变动，储蓄意愿与消费增速方向相反，2020年四季度受散点疫情影响，央行调查显示，更多储蓄占比上升了1个百分点；贸易方面，2021年初进出口延续向好态势，呈现出“淡季不淡”的特点；土地成交方面，年初以来，100大中城市土地成交面积同比增速较2019年同期减少，2月土地溢价率显著高于1月，土地成交量与溢价率均是三线城市>二线城市>一线城市；物价方面，当前是生产资料上行，但生活资料平稳，且需求端还在恢复中，因此短期内传导效果有限。

- **政策博弈的长期与短期看点：地产与基建。**2021年初，针对结构性上涨，密集出台的调控政策使房地产市场短期降温，金融监管对房地产的态度是决定短期房价走势的关键，长期则取决于人口和土地供应情况。截至2020年末，专项债债务率达到143%，加杠杆约束力较大，2021年财政支出重点将有变化，基建相关支出占比有望实现较快上升。2021年将提高政府债券资金使用绩效，创新驱动发展，突出产业政策的战略引导作用。

- **全国“两会”与地方“两会”传递出的政策信号。**今年的经济增速目标定在6%以上，体现出对经济增速依然有底线要求，同时注重经结构优化；就业、通胀控制、能耗减排等分项指标与2020年相比都提出了更高要求，赤字率和地方专项债限额下调，普惠小微企业贷款增速下调，体现出疫情之后，政策实施走向“正常化”。“两会” 重点布局的领域包括：技术创新、“互联网+”、新基建、绿色经济等。

- **他山之石：老龄化下的产业发展方向与投资机会。**2000年底，中国已进入老龄化社会，2022年，中国老龄化将进入到难以逆转的加速期。目前，中国养老金体系由三大支柱组成，与欧美发达国家相比，结构失衡，未来第三支柱将是发展重点，根据发达国家运作经验，这将为股票和债券市场带来增量投资机会，涉及医疗、地产、金融、技术、护理、餐饮服务和文化娱乐等多个行业。

- **风险提示：政策收紧超预期，经济复苏不及预期。**

目　录

2021的开局之势如何？——情绪与数据

政策博弈的长期与短期看点：地产与基建

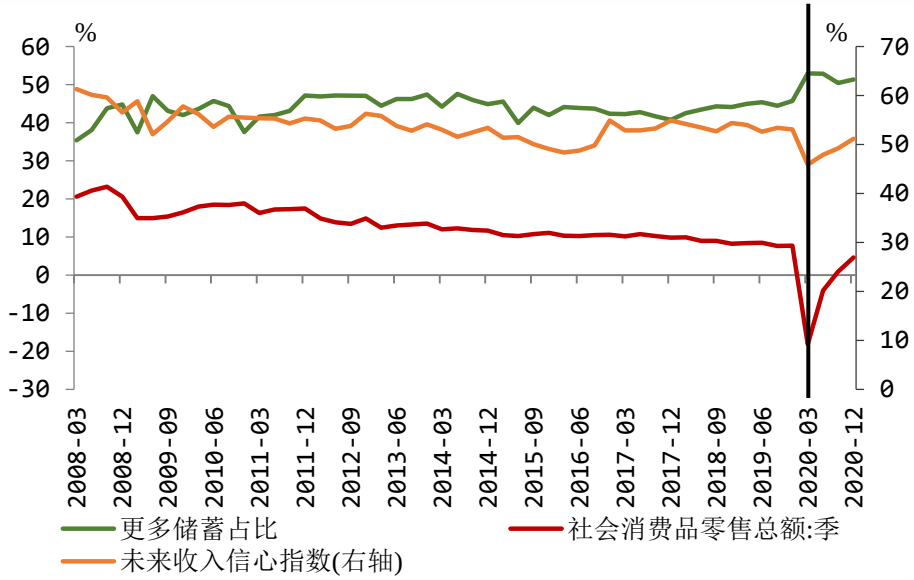
全国“两会”与地方“两会” 传递出的政策信号

他山之石：老龄化下的产业发展方向与投资机会

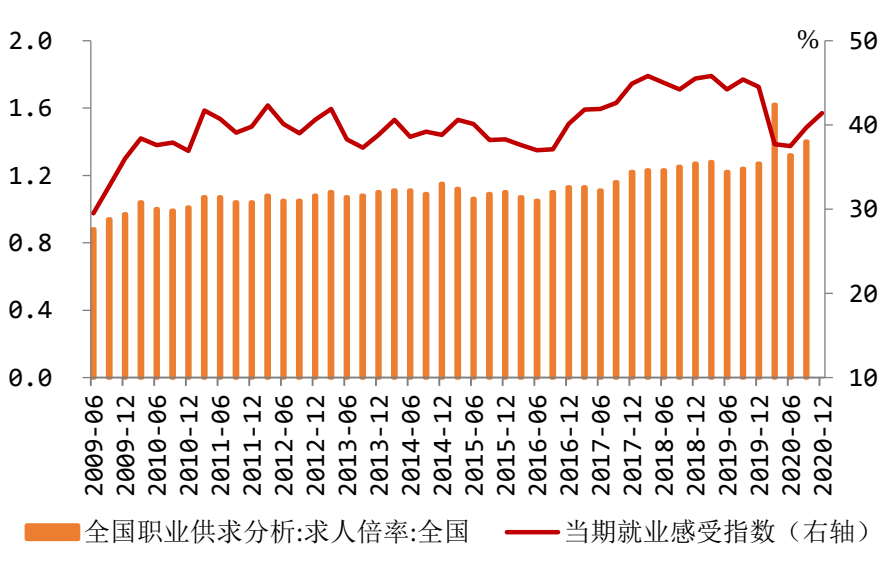
1 2021的开局之势如何？——情绪与数据：消费

- 2020年，社会消费品零售总额391981亿元，同比下降3.9%。2020年全国居民人均可支配收入名义增长4.7%，较2019年放缓4.3个百分点，加之受年初国内多地散点疫情影响，“春节效应”或减弱。12月份，社会消费品零售同比增长4.6%，较11月出现回落，除汽车外消费品零售额增长4.4%，增速较11月份加快0.2个百分点，但增幅边际放缓。
- 预期收入与消费一般成同向变动，储蓄意愿与消费增速方向相反，2020年四季度受散点疫情影响，央行调查显示，更多储蓄占比上升了1个百分点。

2020年末储蓄意愿略升



就业感受回升但与疫情前仍有差距



数据来源：Wind，西南证券整理

1 2021的开局之势如何？——情绪与数据：贸易

- 2021年进出口延续向好态势，主要受国内供需稳定恢复、海外经济体景气回升及基数效应影响。1-2月出口同比大增60.6%，进口同比增长22.2%；贸易顺差1032.6亿美元，去年同期为逆差72.1亿美元。整体呈现出增幅明显，“淡季不淡”的特点。
- 目前，我国制造业PMI仍在荣枯线之上，但已连续三个月回落，2月，新出口订单指数和进口指数分别为48.8%和49.6%，低于荣枯线。欧、美、日等主要发达经济体经济复苏预期不断向好，制造业景气度明显回升，美欧制造业PMI指数维持高位，2月美国、欧元区、日本PMI指数更是同时站上近年来的最高点。

疫情前、中、后的出口商品结构变化

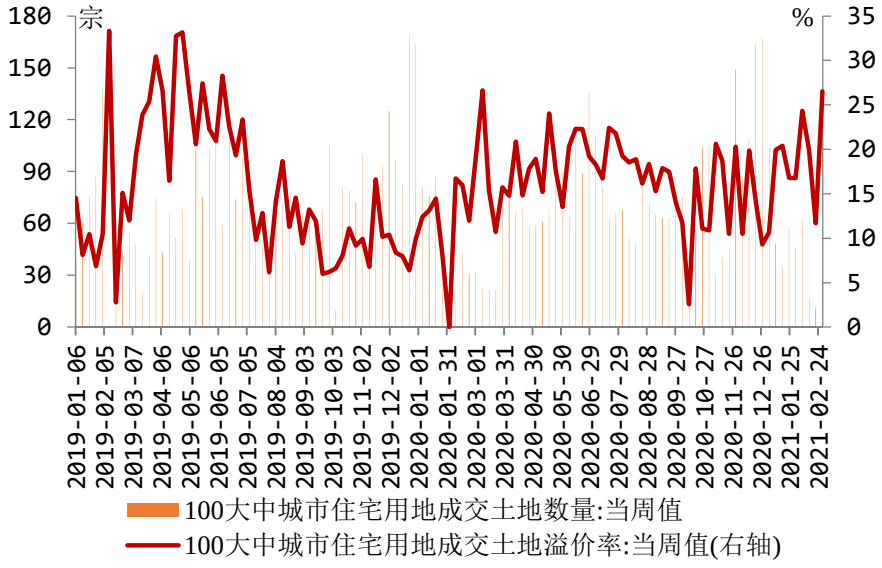
占比排序	2019年1-2月	2020年4月	2021年1-2月
1	自动数据处理设备及其部件（6.58%）	自动数据处理设备及其零部件（9.56%）	自动数据处理设备及其零部件（7.65%）
2	服装及衣着附件（5.88%）	纺织纱线、织物及制品（7.30%）	服装及衣着附件（5.13%）
3	手持无线电话机及其零件（5.87%）	集成电路（4.24%）	手机（4.89%）
4	纺织纱线、织物及制品（4.92%）	手机（4.02%）	纺织纱线、织物及其制品（4.72%）
5	集成电路（3.93%）	服装及衣着附件（3.37%）	集成电路（4.22%）
6	钢材（2.42%）	家用电器（2.59%）	家用电器（3.12%）
7	家具及其零件（2.34%）	钢材（2.37%）	塑料制品（2.98%）
8	汽车零配件（2.23%）	汽车零配件（1.99%）	汽车零配件（2.53%）
9	鞋类（2.12%）	家具及其零件（1.95%）	家具及其零件（2.35%）
10	塑料制品（1.86%）	音视频设备及其零件（1.87%）	钢材（1.89%）

数据来源：海关总署，西南证券整理

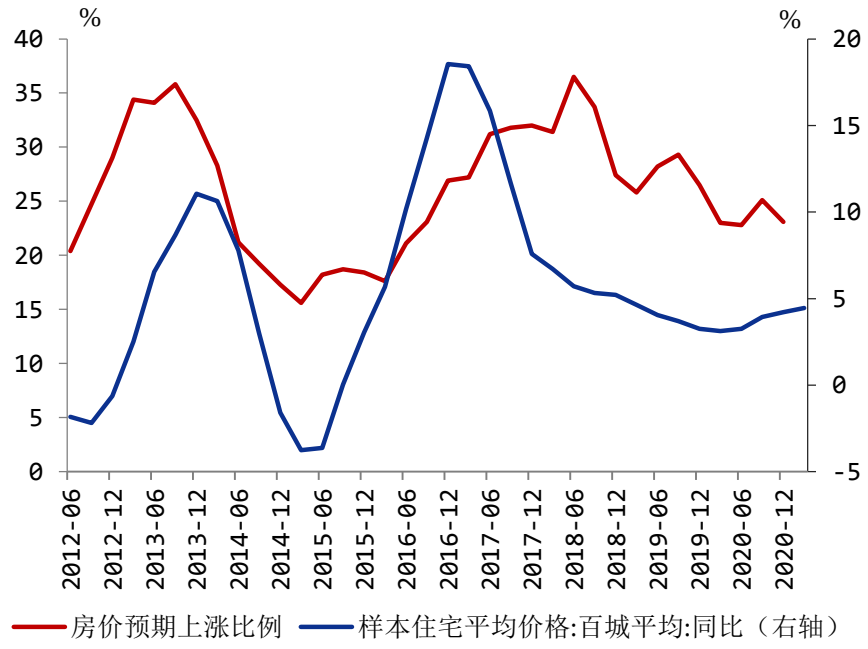
1 2021的开局之势如何？——情绪与数据：土地成交

- 按照住宅用地分类调控文件要求，22个重点城市实现“两集中”，2021年发布住宅用地公告不能超过三次。2月，多地发文明确今年将推行住宅用地“集中供地”模式，全年将分3批次统一发布住宅用地招拍挂公告。
- 截至3月7日，100大中城市土地成交面积9076.32万平方米，同比增速1.06%，较2019年同期减少2327.26万平方米，月环比降幅有所收窄；2月土地溢价率显著高于1月。土地成交量与溢价率均是三线城市>二线城市>一线城市。

土地溢价率与土地成交量



2月房价上涨预期占比回落

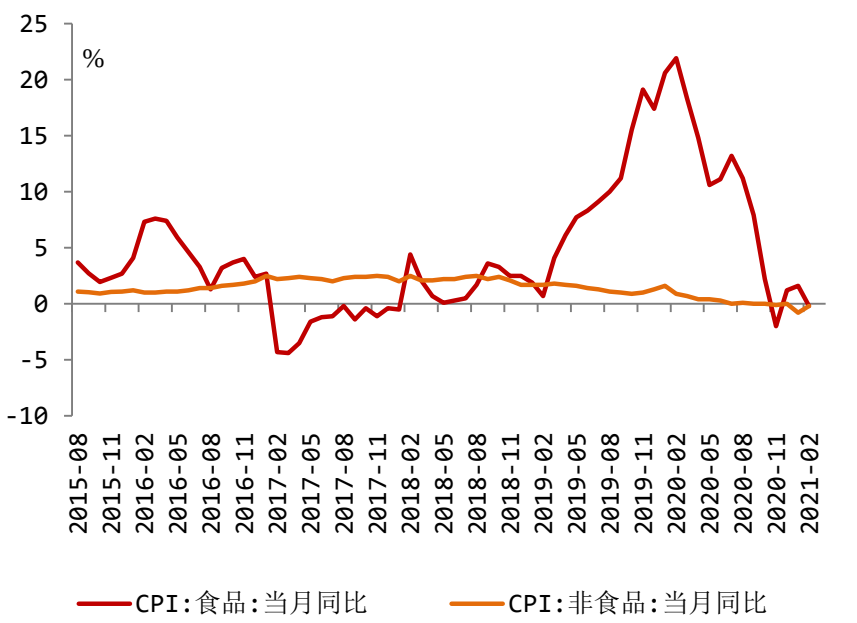


数据来源：Wind，西南证券整理

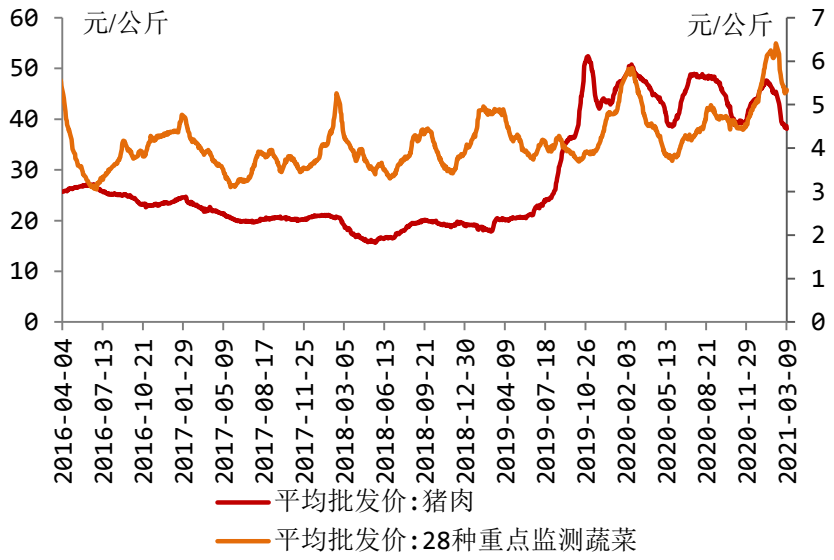
1 2021的开局之势如何？——情绪与数据：物价

- 2021年1月CPI和PPI数据以2020年为基期，是基期轮换后的首次数据发布，新基期中，食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权重调降，居住、交通通信、医疗保健权重调升，综合起来对总指数的影响相对较小。
- 农业部数据显示，节后国内猪肉价格连续数周出现回落。在经历了几轮猪周期后，散养淘汰，大中型养殖企业比例增加，行业集中度增强，供应节奏相对稳定。

2月食品价格回落



蔬菜、猪肉价格继续回落

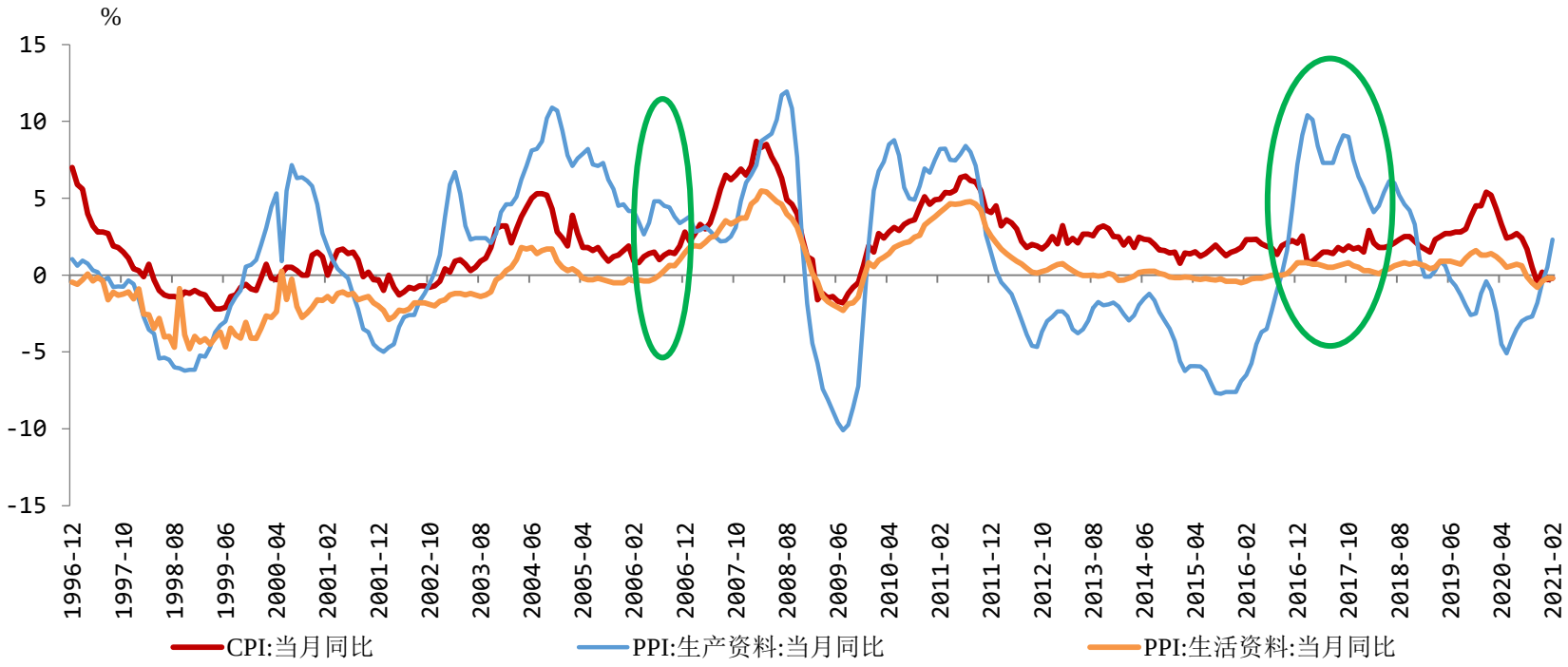


数据来源：Wind，西南证券整理

1 2021的开局之势如何？——情绪与数据：物价

- PPI的上涨向CPI的传导主要取决于生产资料上涨情况及需求状况，如果是生活资料先上涨，且消费需求较为旺盛，则PPI上升的传导效应较快，反之传导效应并不显著。而当前是生产资料上行，但生活资料平稳，且需求端还在恢复中，因此短期内传导效果有限。

PPI生活资料与CPI的一致性较强



数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

2021的开局之势如何？——情绪与数据

政策博弈的短期与长期看点：地产&新基建

全国“两会”与地方“两会”传递出的政策信号

他山之石：老龄化下的产业发展方向与投资机会

2 政策博弈的长期与短期看点：地产调控

- 7月22日至24日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平在吉林省考察。7月22日，习近平走进玉米地，了解农业科技研发利用、黑土地保护情况。采取有效措施切实把黑土地这个“耕地中的大熊猫”保护好、利用好，使之永远造福人民。

本轮地产调控三部曲



国务院副总理韩正主持召开房地产工作座谈会

抓紧建立住宅用地市场监测指标体系，定期公开各地土地储备和已出让土地建设进展情况；发挥财税政策作用，有效调节住房需求；着力解决城市新市民和年轻人住房问题

10个城市人民政府和住房城乡建设部、人民银行、自然资源部负责同志作了发言

住房城乡建设部、人民银行召开重点房地产企业座谈会

形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，监管层根据负债率为房地产企业划定“三道红线”，根据“踩线”的数量，房企被分为“红橙黄绿”四档，并以此来划定其融资时有息负债年增速的上限，从2021年1月1日起，并力争在3年内达标

自然资源部召开“有关贯彻落实2021年住宅用地供应分类调控工作”视频会议

各地进一步将住宅用地出让信息合理适度集中，重点城市要对住宅用地集中公告、集中供应，让各类市场主体和消费者充分掌握信息，形成合理预期；

22个重点城市实现“两集中”，2021年发布住宅用地公告不能超过三次

资料来源：中国政府网，西南证券整理

2 政策博弈的长期与短期看点：各地房地产调控举措

- 2021年以来，各地房地产调控密集，1月调控42次，2月调控45次。监管的内容主要集中在收紧租赁政策、冲击新秩序、增值税、房地产市场混乱等方面。调控举措使得房地产市场短期降温，此轮调控后金融监管对房地产的态度是决定短期房价走势的关键。长期则取决于人口和土地供应情况。
- 郭树清（3月2日）：房地产金融化、泡沫化的倾向还比较强，房地产仍是金融体系最大“灰犀牛”。

2021年以来房地产调控重点

重点城市	调控举措
北京	北严查经营贷，政府负责人表态绝不允许任何形式的投机炒房、渲染炒作，如出现局部量价上涨苗头，将迅速采取针对性调控措施，确保市场稳定。
上海	调控新政“沪十条”、法拍房列入限购、严打严控流入房地产的经营贷、新房首次采用“计分制” 认购、 “沪七条”
深圳	严格审查购房人资格，违规者三年内禁止购房，建立二手住房成交参考价格发布机制，堵漏通过结婚获得购房资格
广州	暂停“接力贷”，四大行房贷利率上调
东莞	调整商品住房限购年限：连续缴纳社保满三年；首付比例规定；加强新建商品住房价格指导与监管
杭州	司法拍卖遵循限购、严格防范经营贷、消费贷违规流入房地产市场、严厉打击房地产中介机构违法违规行为、规范房地产市场信息发布
无锡	开展房地产市场秩序整顿工作，规范二手房信息发布行为，建立二手住房价格信息发布机制

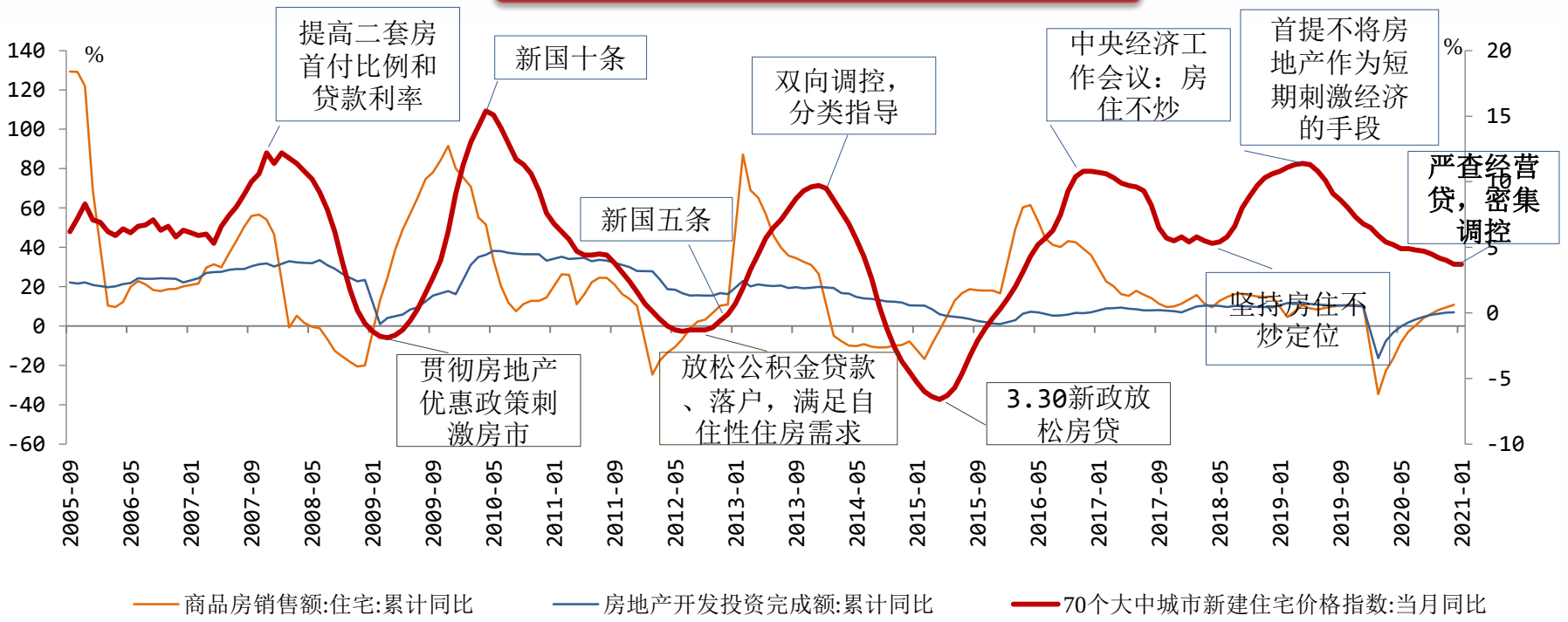
住建部：1月21日以来，住房和城乡建设部副部长倪虹带队到上海、深圳、北京、杭州、无锡调研督导政策落实情况
央行：加强房地产金融调控，牵头各部门加强对各类资金流入房地产的情况监测，形成重点房地产企业资金监测和管理规则等
自然资源部：重点城市要合理安排招拍挂出让住宅用地的时序，实行“两集中”同步公开出让，加大土地供应

资料来源：各地政府网，西南证券整理

2 政策博弈的长期与短期看点：房地产投资与销售

- 2005年以来，商品房销售额领先于房价上涨，每一轮房价上涨前都会有房地产调控，而调控后都出现了价格增速回落，投资与销售增速下滑。2021年初，70大中城市房价指数同比并未出现明显上行，针对结构性的上涨，密集出台的政策将对房价与销量产生明显抑制作用。
- 2021年房地产投资虽然仍将保持正增长，但或显乏力，即使是低基数下，全年增速也难回到2019年，预计增速区间5%-6%。

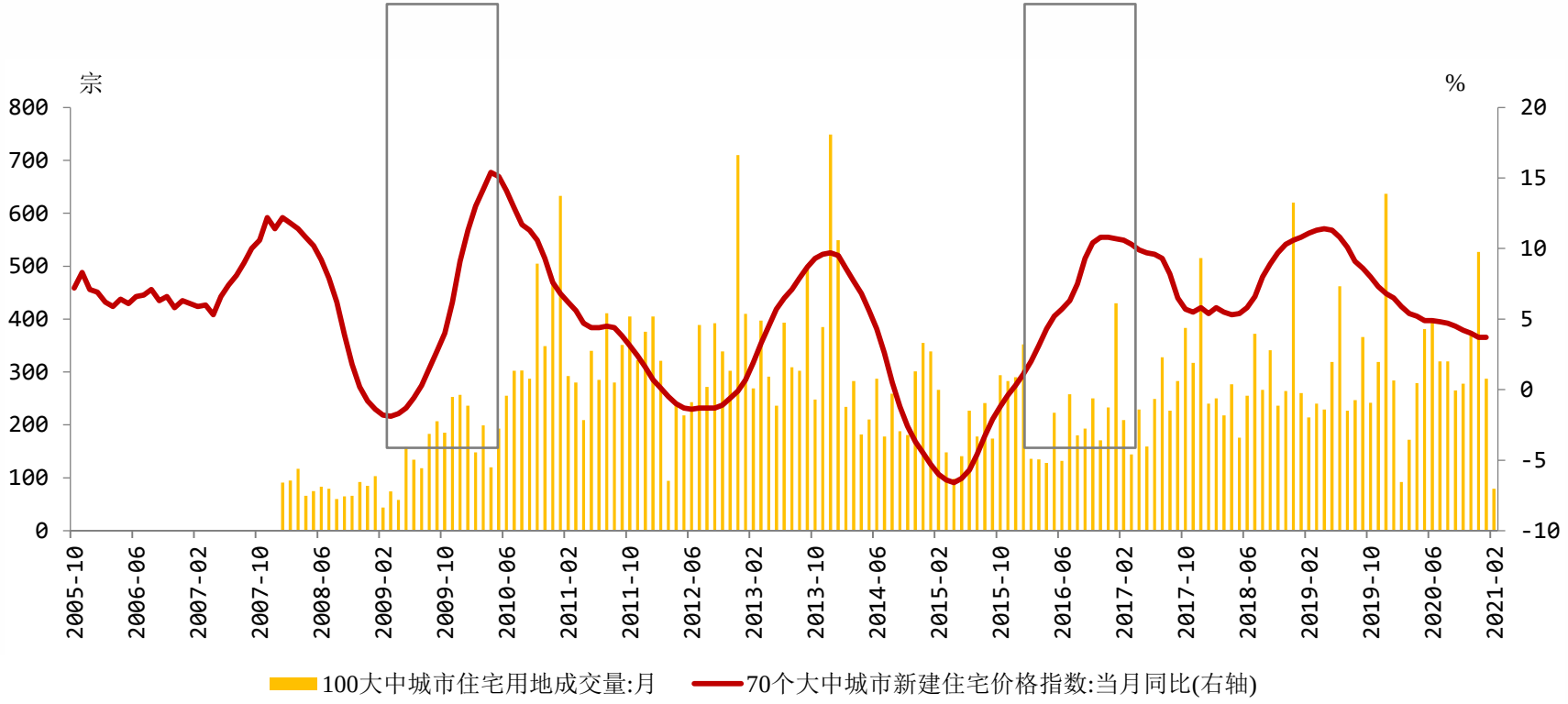
房地产调控与投资、销售增长率变动



数据来源：Wind，西南证券整理

2 政策博弈的长期与短期看点：土地供应

- 2007-2017年间，房价走势与土地成交量有一定的成反向关系，但2018年后住宅用地成交量持续上升，2020年虽然有疫情冲击，但成交量仅下滑2.02%。2020年，重点城市住宅用地供应量都超过了近五年平均完成交易量，大多数比2019年明显增加。
- **自然资源部**：我们要求各重点城市今年继续增加住宅用地供应量。（2021年2月）

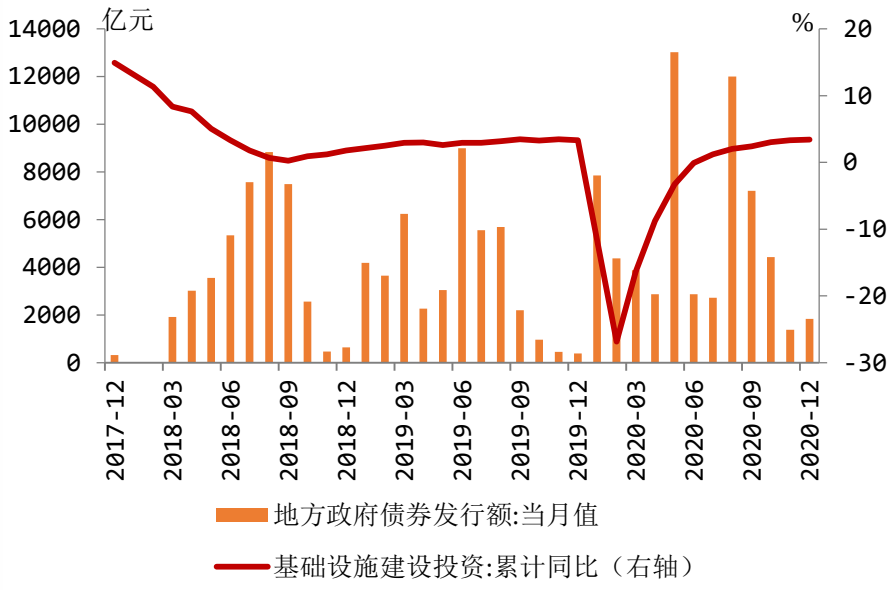


数据来源：Wind，西南证券整理

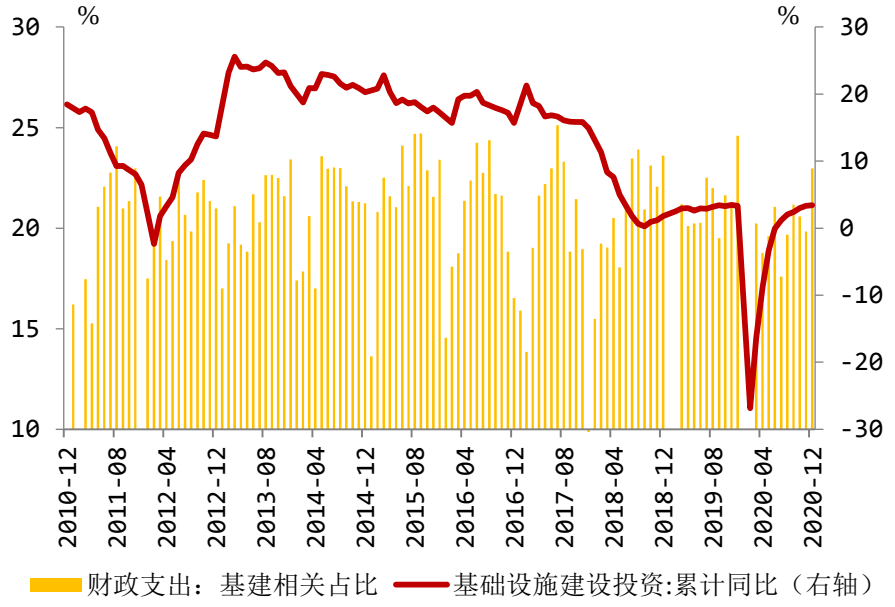
2 政策博弈的长期与短期看点：政府债务风险与基建投资

- 财政部数据显示，截至2020年末，专项债债务余额为12.9万亿，而2020年地方政府性基金收入为9万亿——专项债债务率（债务余额/政府性基金收入）达到143%，突破100%。专项债加杠杆约束力较大，主要是存量资金使用效率的提升。
- 2020年财政支出中与基建相关的支出（农林水、交通运输、环保50%、城乡社区事务50%）占比，较2019年下降，2021年财政支出重点将有变化，基建相关支出占比有望实现较快上升。

专项债发行与基建投资增速



财政支出与基建投资增速



数据来源：Wind，西南证券整理

2 政策博弈的长期与短期看点：专项债使用

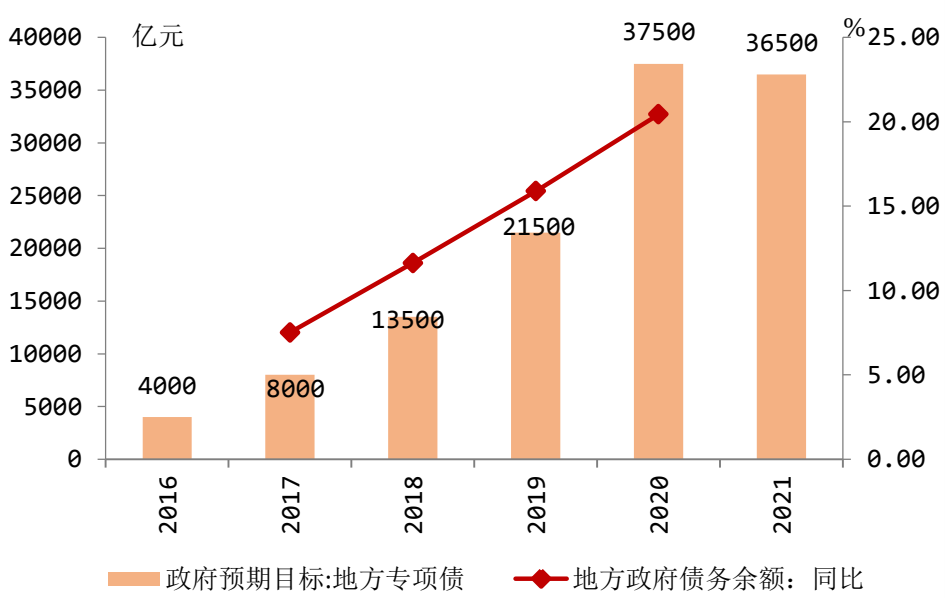
- 2021年加强专项债券管理，提高政府债券资金使用绩效。明确专项债券用途调整的程序、范围、时限、信息公开等要求，指导地方开展好相关工作，尽早形成实物工作量。
- 近期监管部门下发通知，要求通过完善信息化手段，对专项债项目实行穿透式监测，主要监测项目准备情况、项目建设情况、项目运营情况、项目专项收入情况。项目建设情况监测主要关注项目运营单位招投标情况、专项债安排、配套融资规模以及项目建设进度、实物工作量情况等。这有助于避免专项债资金闲置，加快项目建设进度。

专项债使用

2020年	2021年
交通、市政和产业园区基础设施，以及职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务领域（约占8成） 生态环保、农林水利、能源、冷链物流等领域（约占2成） 支持中小银行化解风险（2000亿，只使用了500亿左右）	交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、社会事业、城乡冷链物流设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、**保障性安居工程**等九大领域 不安排用于租赁住房建设以外的土地储备项目、不安排一般房地产项目、不安排产业项目

资料来源：财政部、发改委《关于梳理2021年新增专项债券项目资金需求的通知》，西南证券整理

地方债专项债发行目标与实际发行额



数据来源：Wind，西南证券整理

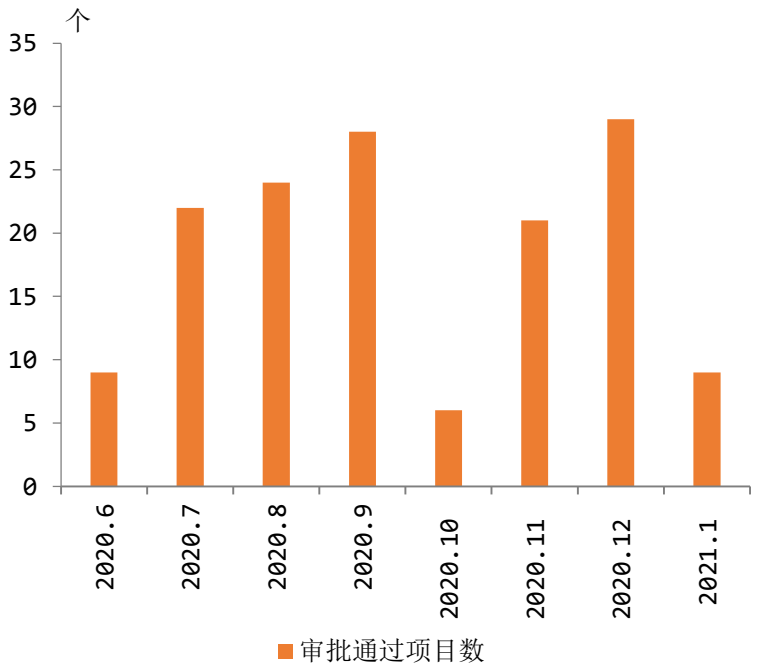
2 政策博弈的长期与短期看点：重大项目工程

- **发改委：**2021年优化投资结构方向，增强投资增长后劲，发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用，激发全社会投资活力，推进“十四五”重大工程项目建设，加大新型基础设施投资力度，推动重点城市群、都市圈城际铁路、市域（郊）铁路等建设，推进城镇老旧小区改造。
- 创新驱动发展，突出产业政策的战略引导作用。精准施策推动产业转型升级，实施好产业基础再造工程，推动先进制造业和现代服务业融合发展，推进国家战略性新兴产业集群发展工程，推动数字经济发展。

近半年发改委审批未通过项目

日期	项目名称	项目所在地
2021.1	中国中医科学院中药科技园一期工程 青蒿素研究中心及园区基础设施建设项目	北京
2020.12	西藏昂曲宗通卡水利枢纽工程	西藏
2020.8	华北电力大学16号学生宿舍楼	北京
2020.7	广州白云国际机场三期扩建工程项目	广州

2020年6月以来项目审批通过情况



数据来源：国家发改委，西南证券整理

目　录

2021的开局之势如何？——情绪与数据

政策博弈的长期与短期看点：地产与基建

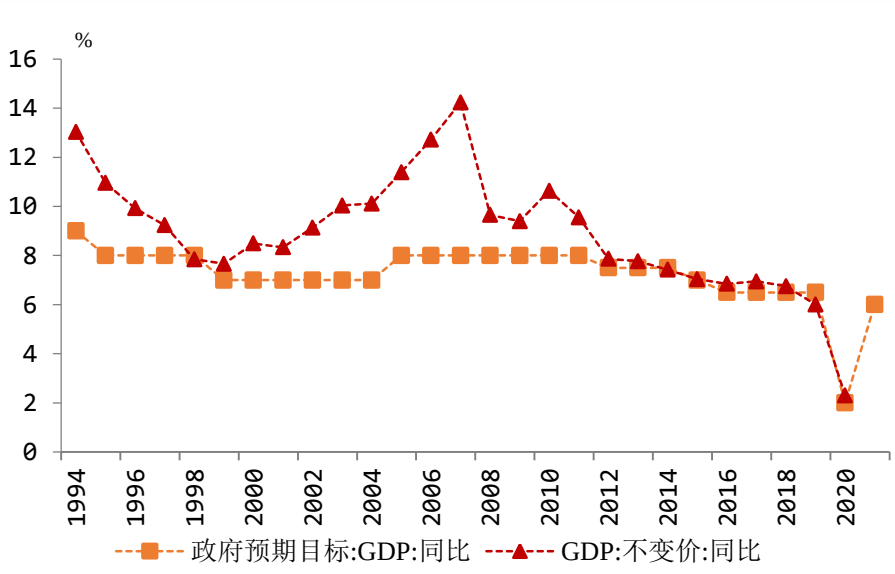
全国“两会”与地方“两会”传递出的政策信号

他山之石：老龄化下的产业发展方向与投资机会

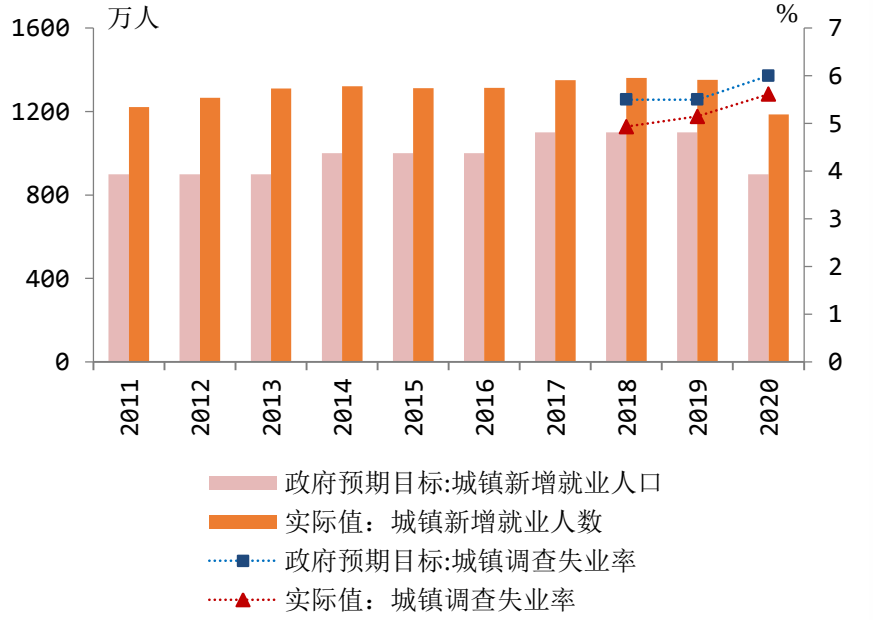
3 经济增速目标：以底线方式呈现

- 作为“十四五”的开局之年，今年的经济增速目标定在6%以上，这一目标设定，体现出两层含义：一，对于经济增速依然是有底线要求的；二，虽不追求增速，但对增长有信心，同时注重经结构优化。
- 虽然疫情拉低了2020年经济增长基数，但地方“两会”设定的2021年GDP增速目标与2020年目标相比增幅并不大，2021年地方GDP增速目标的均值为7.0%，仅比2020年6.5%的目标均值高0.5个百分点，低基数下今年各地方的目标设定总体偏保守。

2012年后实际经济增速与目标增速吻合度高



新增就业与调查失业率实际值优于目标值



数据来源：Wind、西南证券整理

3 经济增速目标：地方经济增速目标设定保守

- 31个省自治区直辖市“两会”公布的2021年GDP增长目标，与2020年相比，有23个省自治区直辖市上调了增速目标，另有8个省市目标基本持平。6%是各省市今年增速目标的底线。

省份	2020年GDP目标	2021年GDP目标	较上年目标相比	省份	2020年GDP目标	2021年GDP目标	较上年目标相比
广东	6%左右	6%以上	↑	重庆	6%	6%以上	↑
江苏	6%左右	6%以上	↑	云南	高于全国平均水平	8%以上	↑
山东	6%以上	6%以上	↑	广西	6-6.5%	7.5%以上	↑
浙江	6-6.5%	6.5%以上	↑	贵州	8%左右	8%左右	**持平**
河南	7%	7%以上	↑	山西	6.1%左右	8%	↑
四川	比全国高2个百分点	7%以上	—	内蒙古	6%左右	6%左右	**持平**
福建	7-7.5%	7.5%左右	**持平**	天津	5%左右	6.50%	↑
湖北	7.5%左右	10%以上	↑	新疆	5.5%左右	6.5%左右	↑
湖南	7.5%左右	7%以上	↓	黑龙江	5%左右	6%左右	↑
上海	6%左右	6%以上	↑	吉林	5-6%	6-7%	↑
安徽	7.50%	8%	↑	甘肃	6%	6.50%	↑
河北	6.5%左右	6.50%	**持平**	海南	6.5%左右	10%以上	↑
北京	6%左右	6 %以上	↑	宁夏	6.5%左右	7%以上	↑
陕西	6.5%左右	6.5%左右	**持平**	青海	6-6.5%	6%以上	**持平**
江西	8%左右	8%左右	**持平**	西藏	9%左右	9%以上	↑
辽宁	6%左右	6%以上	↑	**平均值**	6.50%	7.00%	↑

数据来源：各地政府工作报告、西南证券整理

3 经济增速目标：注重综合考量

- 就业、通胀控制、能耗减排等分项指标与2020年相比都提出了更高的目标要求，赤字率和地方专项债限额下调，普惠小微企业贷款增速下调，都体现出疫情之后，经济活动逐步回归常态，政策实施走向“正常化”。

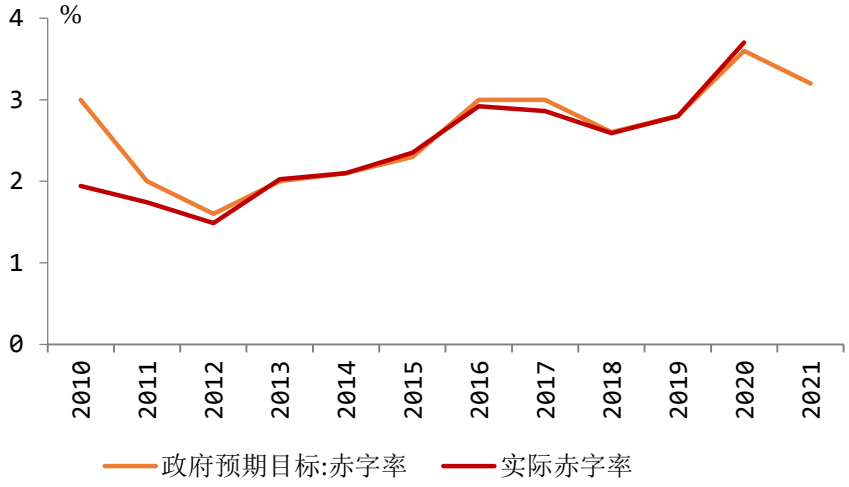
2020年目标	2020年完成情况	2021年设定目标
未提出经济增速具体目标	国内生产总值增长2.3%	国内生产总值增长**6%**以上
城镇新增就业**900万**人以上，城镇调查失业率**6%**左右，城镇登记失业率**5.5%**左右	城镇新增就业1186万人，年末全国城镇调查失业率降到5.2%，城镇登记失业率为4.24%	城镇新增就业**1100万**人以上，城镇调查失业率**5.5%**左右
进出口促稳提质，国际收支基本平衡	逆势增长、好于预期，并刷新历史纪录	进出口量稳质升，国际收支基本平衡
居民消费价格涨幅**3.5%**左右	居民消费价格涨幅为2.5%	居民消费价格涨幅**3%**左右
单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降	全国万元国内生产总值能耗比上年下降0.1%	单位国内生产总值能耗降低3%左右，主要污染物排放量继续下降
—	保持在1.3万亿斤以上	粮食产量保持在1.3万亿斤以上
财政赤字率拟按**3.6%**以上安排，地方政府专项债券**3.75万亿**元，中央预算内投资安排**6000**亿元	2020年，财政赤字率3.7%，地方政府发行新增专项债券3.6万亿元	财政赤字率拟按**3.2%**左右安排，地方政府专项债券**3.65万亿**元，中央预算内投资安排**6100亿**元
稳健的货币政策要更加灵活适度……大型商业银行普惠小微企业贷款增长**40%**以上	截至2020年底，5家大型商业银行普惠型小微企业贷款余额4.03万亿元，同比增长54.8%，各自增速均超过40%	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度……大型商业银行普惠小微企业贷款增长**30%**以上
新开工改造城镇老旧小区**3.9万**个	实际新开工改造城镇老旧小区4.03万个	新开工改造城镇老旧小区**5.3万**个

数据来源：《政府工作报告》、西南证券整理

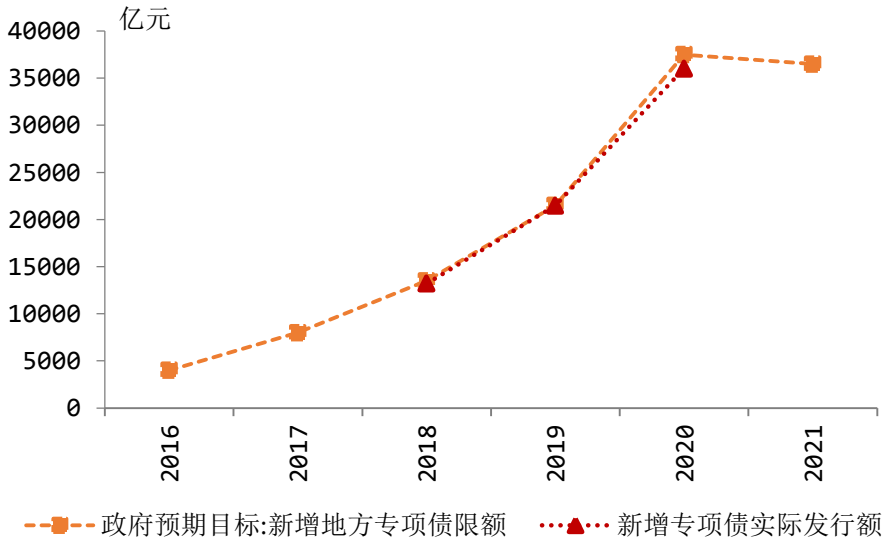
3 财政政策：赤字率与新增专项债限额双降

- 随着国内经济持续复苏，大规模财政刺激的必要性下降，加之需要为后续的不确定性预留政策空间，今年的预算赤字率较2020年有所回落，降至3.2%左右。
- 抗疫相关支出将逐步减少，科技、文教体育、农林水和新基建等领域的支出将显著增加，对基础领域的研究支持将有较快增长。
- 今年“十四五”重点领域项目和在建项目将获得更多支持。由于2020年专项债使用进度缓慢，配置效率偏低，2021年对专项债项目将实行穿透式监测，对项目的准备、建设、运营和收入情况进行全过程监测，避免专项债资金闲置，加快项目建设进度。地方专项债发行规模较2020年将有所下降，全年新增专项债规模将调低至3.65万亿元。

2013年以来预算赤字与实际赤字吻合度高



2021年新增专项债限额调降

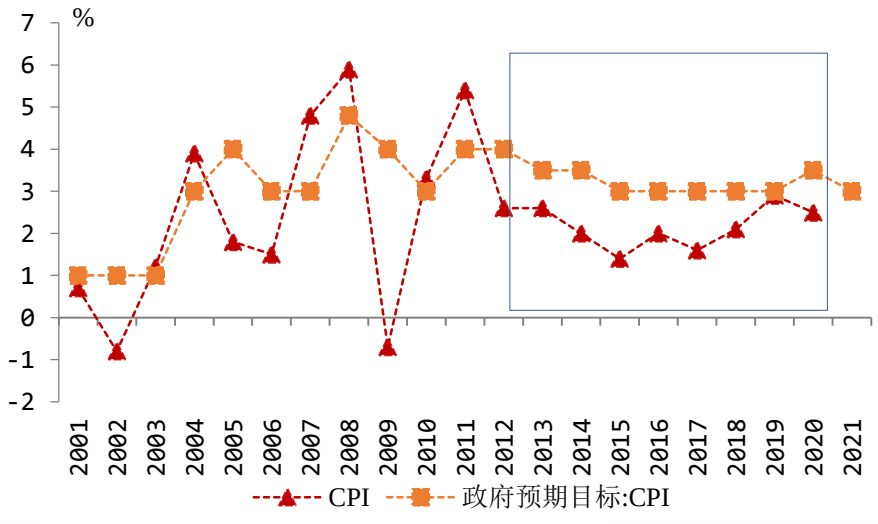


数据来源：Wind、西南证券整理

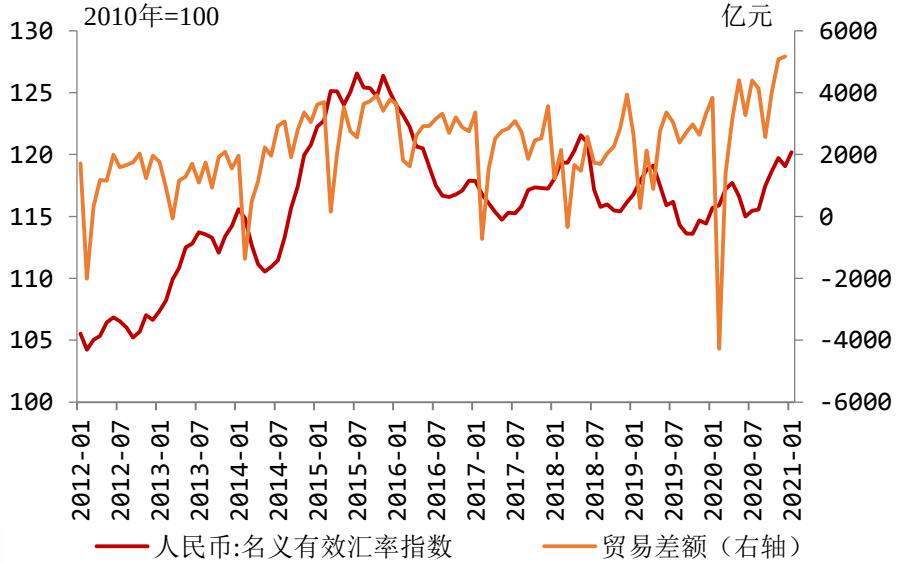
3 货币政策：稳步走向“正常化”，兼顾经济复苏与防风险

- 今年，疫情压力逐渐减弱，“两会”上对于货币政策的定调仍强调“稳字当头，不急转弯”，实施跨周期调控，防风险被再次提及，并增加防控外部金融风险的表述。在货币供应量方面，体现出“正常化”的、偏谨慎的政策导向。虽然今年市场化利率上行的预期非常强烈，但资金综合成本仍有压降空间。
- 物价稳定是货币政策核心的政策目标，2020年CPI同比上涨2.5%，超额实现年初政府工作报告设定的3.5%左右的目标。今年预计居民消费价格涨幅的目标会定在3%左右。
- 今年美国大幅宽松的货币政策可能会引发新一轮的跨境资本流动，加强宏观审慎管理，防止出现汇率单边预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

2012年以来CPI实际值低于预设目标



贸易差额与人民币汇率

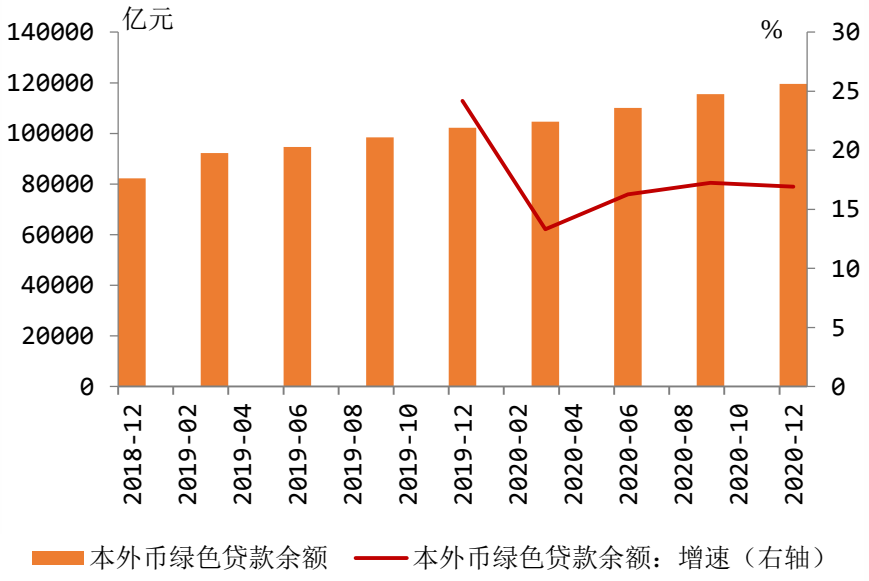


数据来源：Wind、西南证券整理

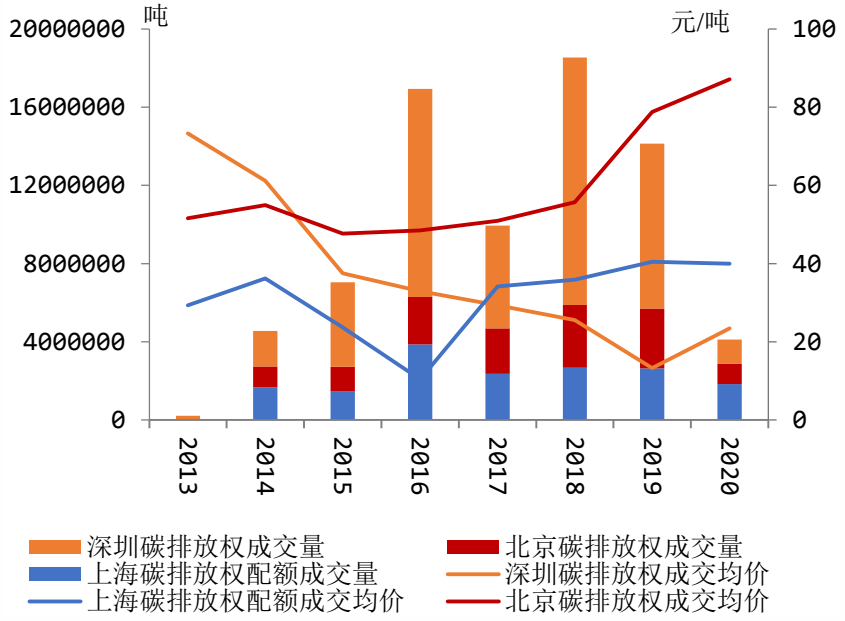
3 货币政策：发挥金融支持绿色发展的重要作用

- 2020年9月，习近平总书记郑重宣布“中国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和”，截至2020年末，六省（区）九地绿色金融改革创新试验区绿色贷款余额达2368.3亿元，占全部贷款余额的15.1%；绿色债券余额1350.5亿元。
- 今年“两会”上，绿色金融成为重点议题之一，围绕“资源配置、风险管理和市场定价”三个方面，推动碳达峰、碳中和目标的实现。

绿色贷款保持两位数增长



碳排放权成交量与成交价



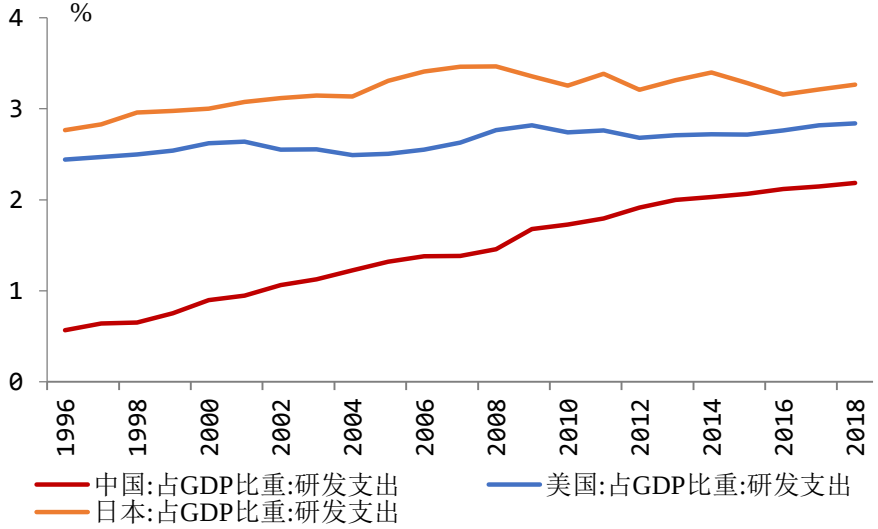
数据来源：Wind、西南证券整理

3 “两会” 重点布局的领域：技术创新

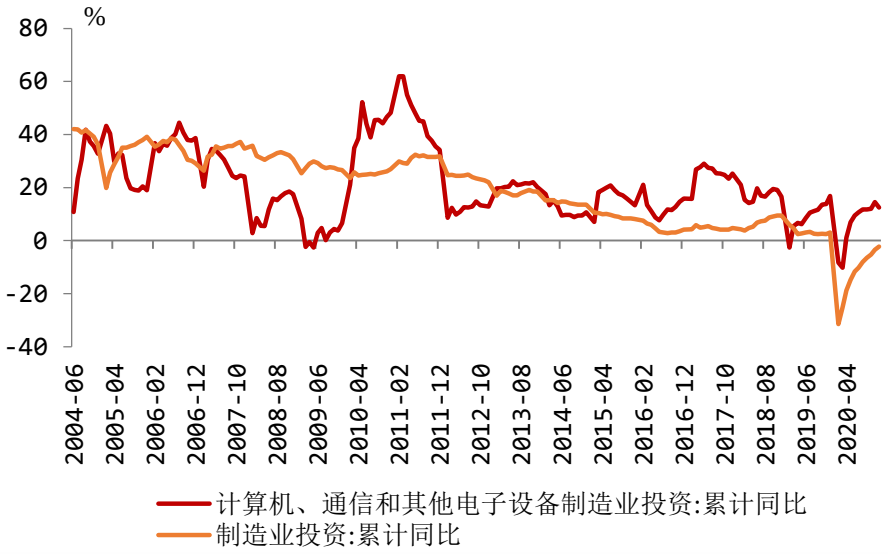
- 2020年，中国的全球创新指数排名14名，2021年政府工作报告中23次提到科技，创新驱动发展，促进科技创新与实体经济深度融合也是“十四五”时期主要目标任务。各地《政府工作报告》（除贵州放在第六项外）都将科技创新列为重点工作的前三项，多个经济发达地区还对研发经费支出占 GDP比重提出了超过2%的量化目标，上海最高为4.1%。同时，在基础研究领域的财政投入占比也较低，仅为应用研究的42%左右 。今年财政将加大基础研究投入，中央本级基础研究支出增长10.6%

- 高端制造业中的汽车、集成电路、高端装备等领域是多地2021年产业发展重点，可作为投资重点关注方向。此外，量子技术、人工智能、生命科学等前沿技术也被多次提及，掌握这些技术的龙头企业获得政策支持的可能性较大，可持续跟踪其业务发展潜力。

中国研发支出占比偏低



高技术制造业投资增速快于行业增速

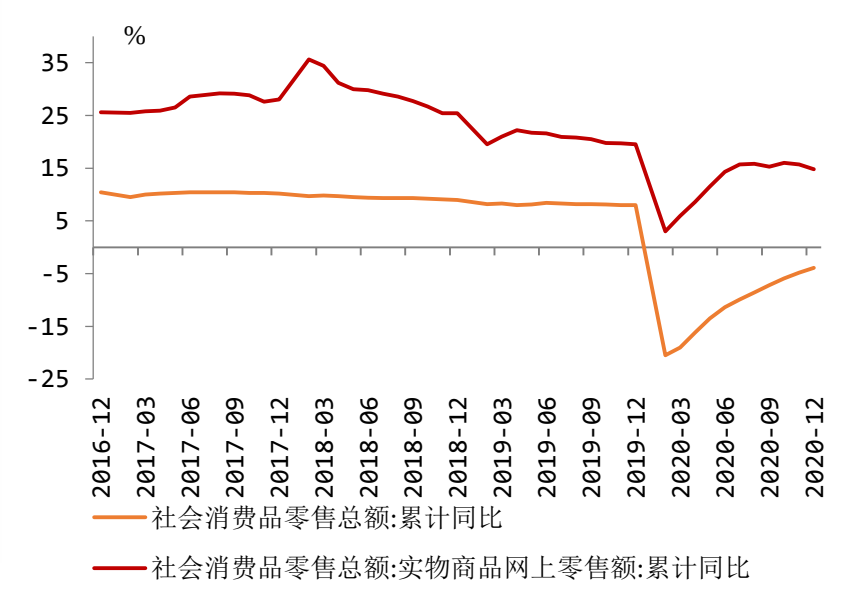


数据来源：Wind、西南证券整理

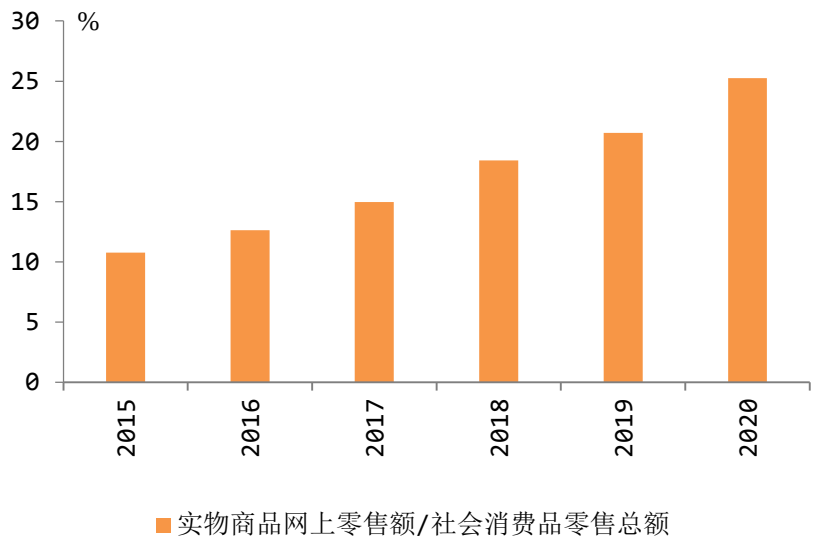
3 “两会” 重点布局的领域：扩内需之用好 “互联网+”

- 2020年受疫情影响，线下门店交易收缩，以互联网电商平台为主的线上新型消费迅速补位，2020年实物商品网上零售额约9.76万亿元，同比增长14.8%，占社会消费品零售总额的24.9%，较2019年升高4.2个百分点。
- 今年的重点在于推进线上线下更广更深融合，发展新业态、新模式，同时引导平台企业合理降低商户服务费改革，落实对“互联网+”的监管。

疫情后，线上消费恢复明显高于整体消费



实物线上消费占比逐年升高

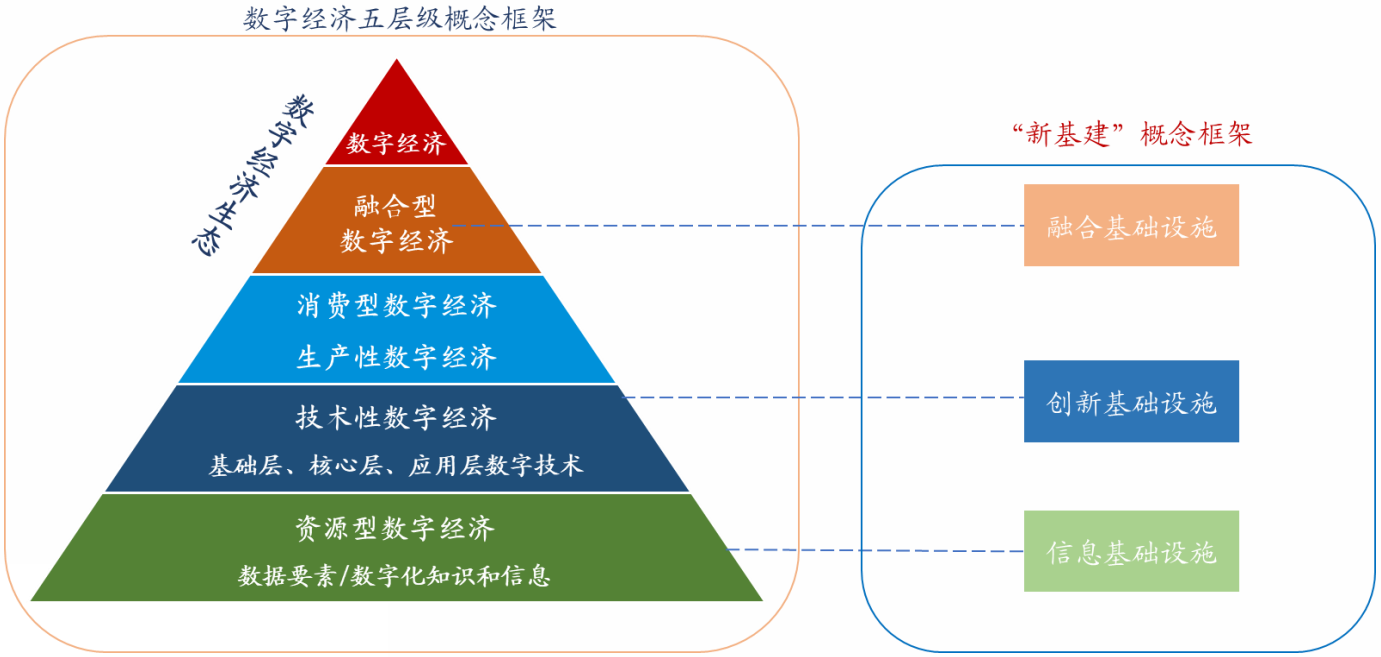


资料来源：Wind、西南证券整理

3 “两会” 重点布局的领域：扩内需之新基建

- 中央预算内投资安排6100亿元，继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进 “两新一重”建设,实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。
- 多地政府工作报告显示2020年经济总量实现正增长，数字经济的引擎作用功不可没，有15个省份将发展数字经济作为2021年的重要方向，而“新基建”典型代表领域中大多与数字经济发展有极大关联。目前已有20个省市明确了对5G+工业互联网方向的政策支持，地方“两会”中有26个省提及与新基建相关的建设，18个省市提及5G建设，有超过10个地区明确具体建设5G基站数量。

新基建与数字经济



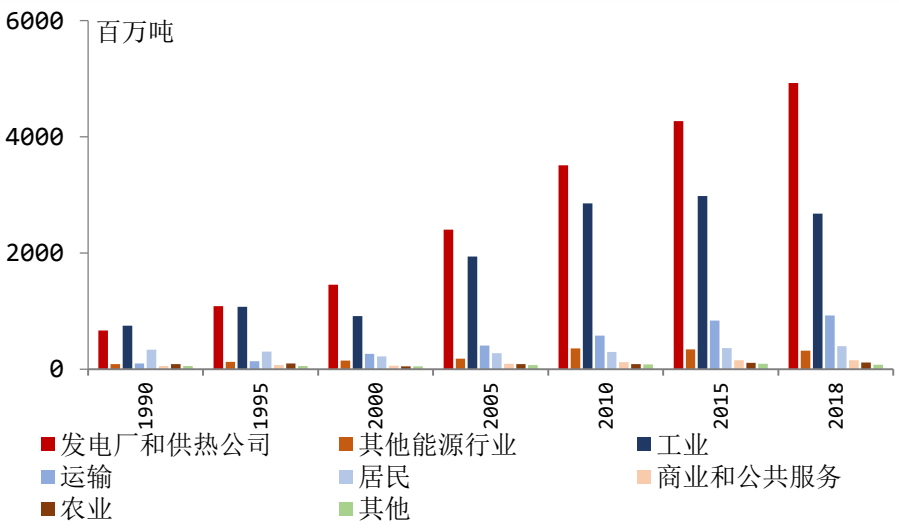
资料来源：《数字经济：新时代 再启航》，西南证券整理

3 “两会” 重点布局的领域：绿色经济

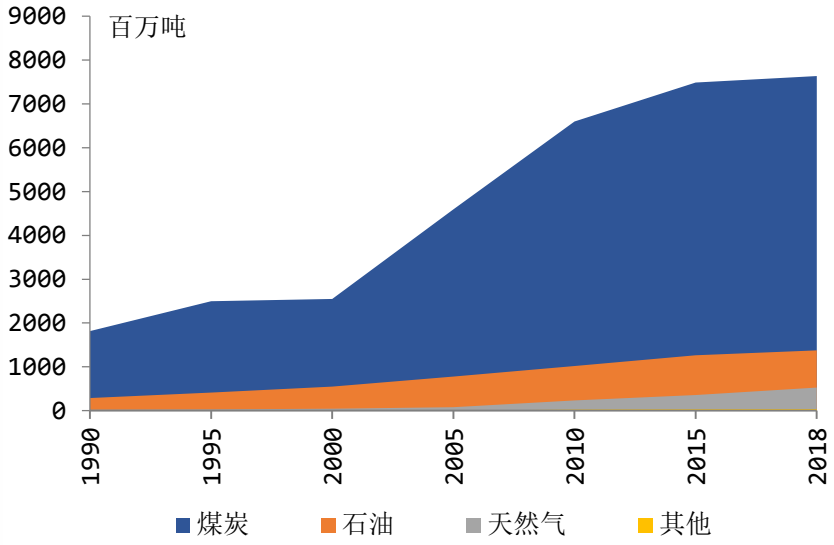
- 全国“两会”提出优化产业结构和能源结构，扩大环境保护、节能节水等企业所得税优惠目录范围，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，实施金融支持绿色低碳发展专项政策。地方“两会”上，“碳达峰”、“碳中和”成为高频词，多地提出明确的时间表、任务书，打造清洁能源产业集群，培育高质量发展绿色增长点。

- 到2025年，部分高新区实现碳达峰，培育一批具有全国乃至全球影响力的绿色发展示范园区和一批绿色技术领先企业。根据生态环境部预测，到2030年全国低碳产业的产值预计将达到23万亿元，对GDP的贡献率将超过16%。

我国各部门二氧化碳排放量



我国煤炭能源二氧化碳排放量占比突出



数据来源：国际能源署、西南证券整理

3 “两会” 重点布局的领域：绿色经济

- 当前，我国产业链的价值分布主要集中在资源型企业，在低碳经济发展过程中，我国要把产业链逐步引到高端产业，大力发展高端服务业，增强企业核心竞争力，最终实现我国产业结构的低碳化转型。
- 对于高碳行业，在大力发展工业化的同时，要不断提高能源消耗利用率，降低单位产值的能源消耗；对于低碳产业，应该给予更多的政策支持，实现清洁和可再生能源的利用，逐步替代传统高碳行业，建立低碳能源系统和技术系统及低碳产业结构。



资料来源：国家发改委，西南证券整理

目　录

2021的开局之势如何？——情绪与数据

政策博弈的长期与短期看点：地产与基建

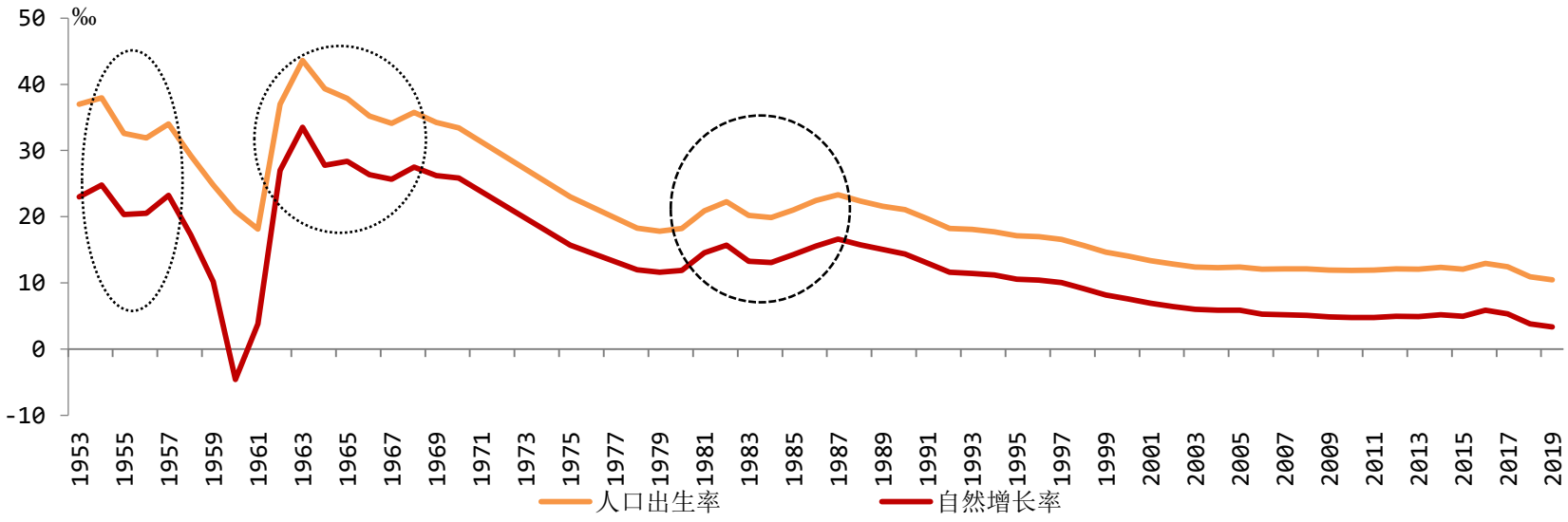
全国“两会”与地方“两会”传递出的政策信号

他山之石：老龄化下的产业发展方向与投资机会

4 中国人口结构与老龄化现状

- 根据联合国人口老龄化的标准，当一个国家或地区60岁以上老年人口占人口总数的10%，或65岁以上老年人口占人口总数的7%，即意味着这个国家或地区进入老龄化社会。2000年底，中国60岁及以上人口占总人口的10.46%，65岁以上老年人口占总人口的7.10% ，按照国际标准 ，已进入老龄化社会。
- 2019年末，中国60周岁及以上人口2.54亿，占总人口的18.1%，其中，65周岁及以上人口1.76亿，居全球首位，远超第二位，占总人口的12.6% ，高于世界平均水平（9.1%）。
- 2022年，建国后最高生育期（1962-1973年）出生的人口也将进入老年，生育率偏低叠加老年人口爆发性增长，中国老龄化将进入到难以逆转的加速期。

中国最高生育期人口即将步入老年

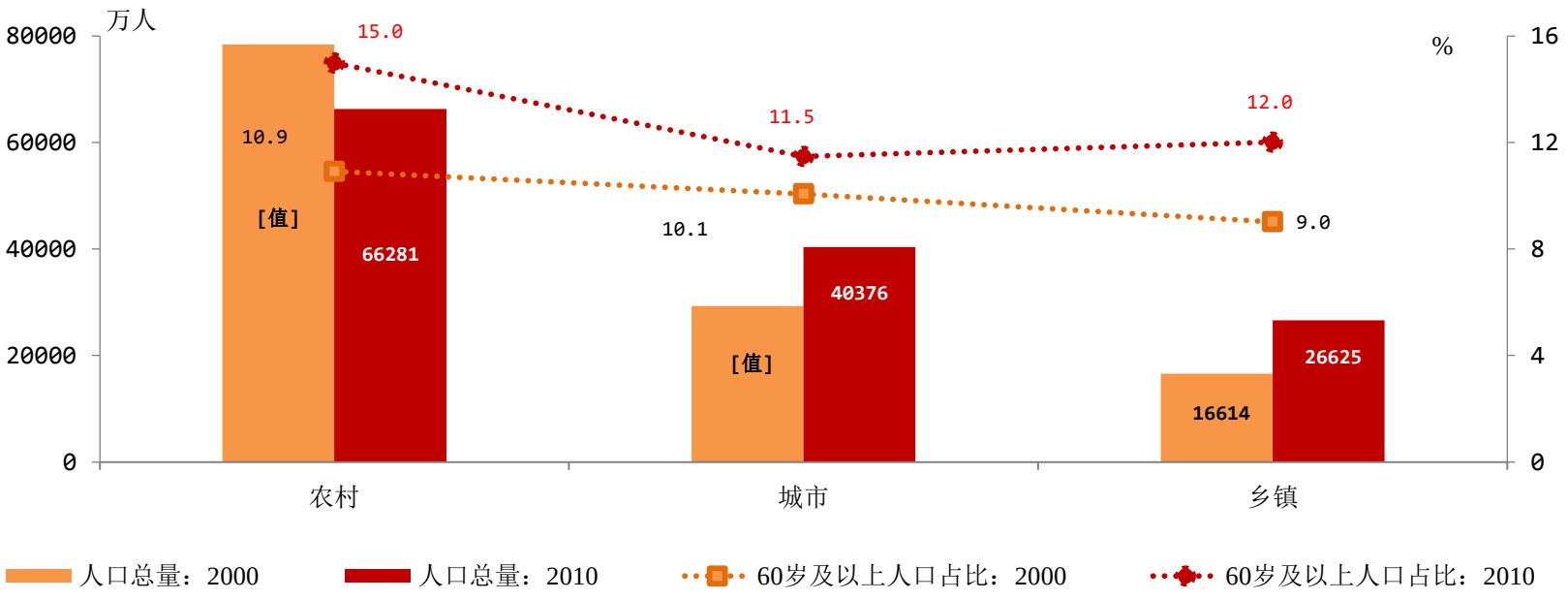


数据来源：Wind，西南证券整理

4 中国“未富先老”与老龄化的两个错位

- 改革开放以来，中国抚养比不断下降，2010年达到最低点34.2%，预计到2049年将会回升到66.7%（约三个劳动人口养活两个老人或小孩），当前劳动人口每年减少800万，老年人口增加1200万（2019年数据）。
- 改革开放以来，中国城镇化进程的地区差异、城乡收入差距与人口流动，使得当前中国老龄化社会呈现出两大错位：城镇化与老龄化错位、养老负担城乡错位。农村老龄化较城镇更为严重，农村老年人口抚养比高于城镇。

城乡社会老龄化错位，农村老龄化更为严重

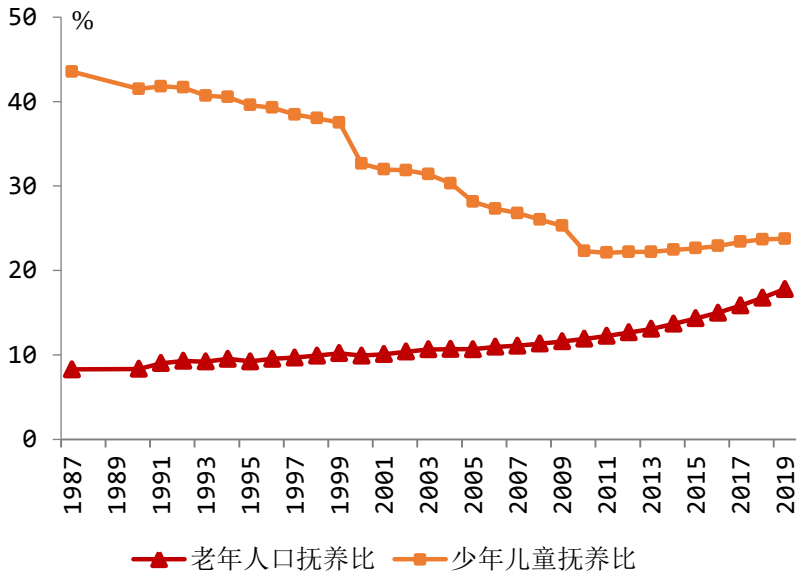


数据来源：国家统计局五普、六普，西南证券整理

4 中国老龄人口规模先升后降，抚养负担加重

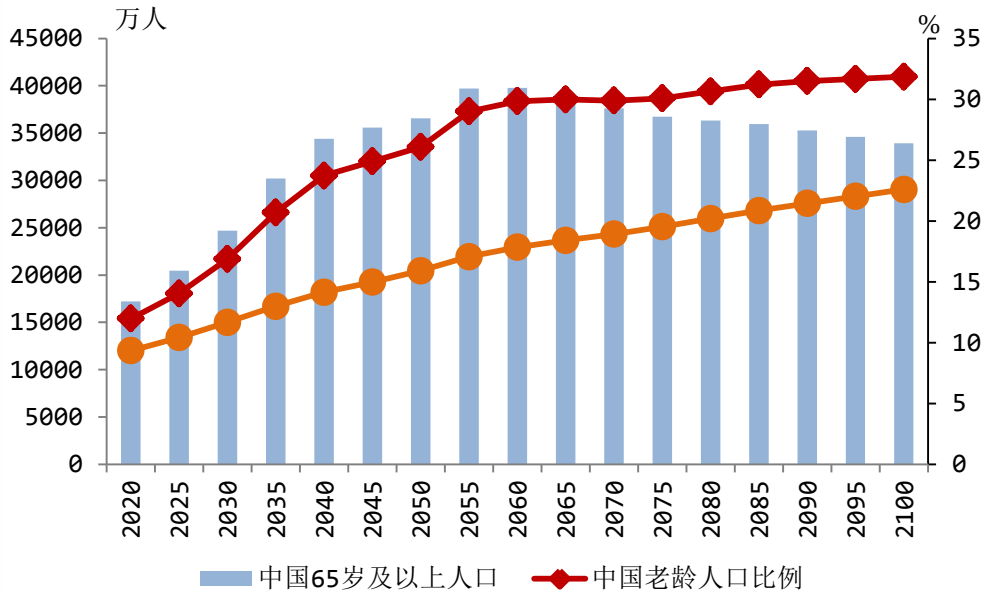
- 本世纪内中国老年人口规模先增后降，按60岁及以上来看，2035年将达到4.14亿左右，2055年达到峰值约4.88亿，随后缓慢下降，2100年仍在4亿以上。
- 本世纪末，中国每100名劳动年龄人口将要负担约58名65岁以上老年人口，劳动人口的抚养负担日益加重

中国老年人口抚养比持续上升



注：老年人口抚养比指某总人口中老年人口数与劳动年龄人口数之比。通常用百分比表示。用以表明每100名劳动年龄人口要负担多少名老年人。

中国老龄化问题将会贯穿整个21世纪



注：图中老龄人口比例是65岁以上人口占总人口的比例

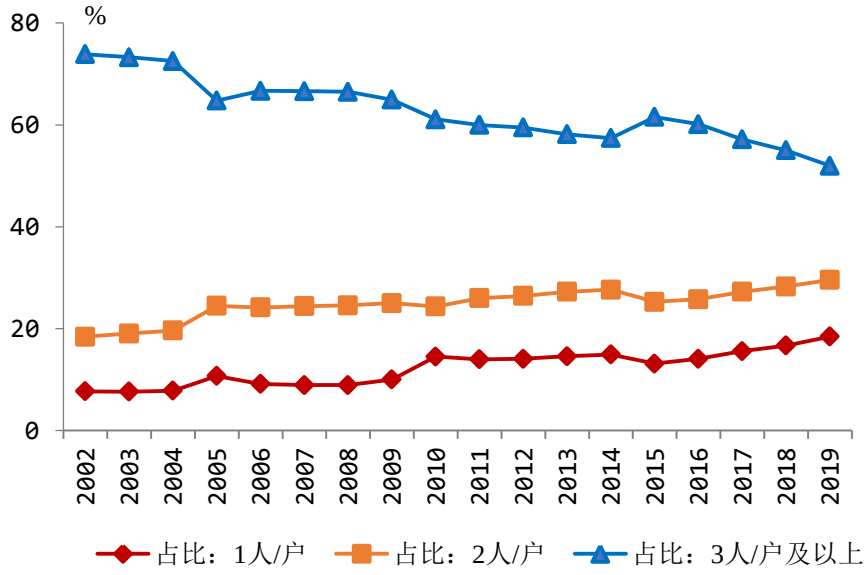
数据来源：Wind、《世界人口展望2019》，联合国经济和社会事务部，西南证券整理

4 快速老龄化下中国养老模式面临经济和精力双重压力

- 城市家庭：“四二一”和“四二二”的家庭结构下，独生子女一代在家庭养老上力不从心，城市家庭的经济支出和精力重心都向儿童倾斜。农村家庭：城市化的过程中，产生了大量的农村留守老人，传统的家庭养老模式和“养儿防老”的观念正在崩塌，经济能力成为家庭养老的首要问题。

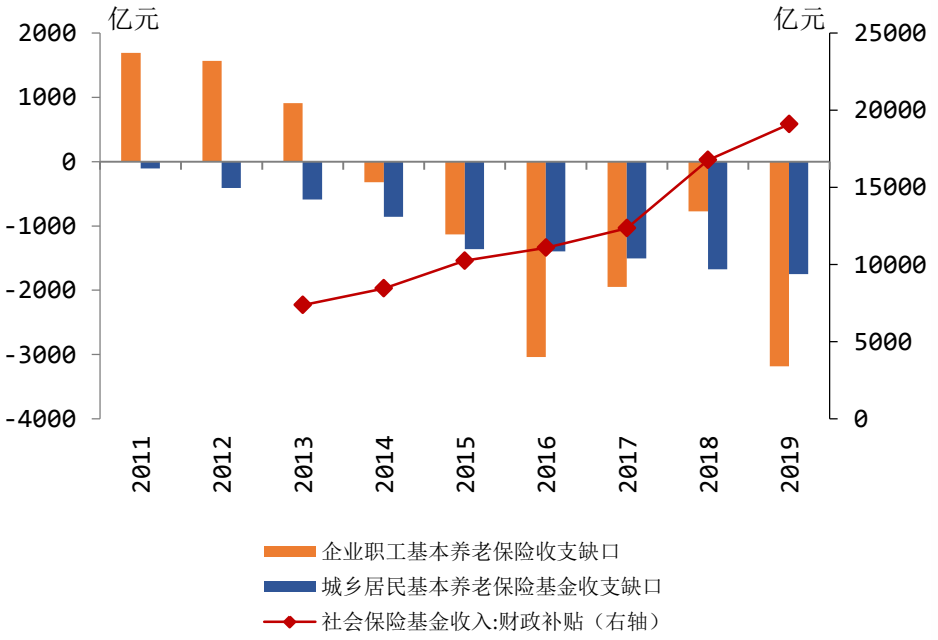
- 2019年末全国参加基本养老保险人数为96754 万人，比2018年末增加2461万人。中国养老金收支缺口持续扩大，2019年企业职工基本养老保险费收入与基本养老金支出缺口3181.33亿元，城乡居民基本养老保险费收入与基本养老金支出缺口1748.17亿元，缺口分别较2018年扩大了2,408.64和71.47亿元。

单身和丁克家庭占比上升



数据来源：中国统计年鉴，西南证券整理

中国养老金收支缺口扩大，财政补贴增加



数据来源：Wind，西南证券整理

4 解决方案：养老金三大支柱的占比调整

- 目前，中国养老金体系由三大支柱组成：一、基本养老保险基金，由政府主导；二、企业补充养老金，即企业年金和职业年金，企业年金规模较小，职业年金处于发展初期；三、个人储蓄型养老保险，包括商业养老保险、正在试点的个税递延养老保险 、公募养老目标基金等，目前仍处于初级发展阶段。
- 近年，中国第一支柱占比77.2%，第二支柱占比22.8%，第三支柱占比只有0.26%。美国的第一支柱（联邦退休金计划，OASDI）占比9.1%，第二支柱（企业年金）占比54.1，第三支柱（个人退休金计划）占比36.8%。

中国、美国、荷兰养老金三大支柱对比

养老金资产比较		第一支柱	第二支柱	第三支柱	合计
中国	规模（万亿美元）	0.88	0.26	0.003	1.14
	占GDP比重	7.00%	2.10%	0.03%	9.13%
美国	规模（万亿美元）	2.84	16.88	11.48	31.2
	占GDP比重	14.50%	86.20%	58.60%	159.30%
荷兰	规模（万亿美元）	0.38	0.95	0.57	1.9
	占GDP比重	43.20%	108.00%	65.30%	216.50%

注：表中数据为2018年数据值

数据来源：中国国家统计局、中国人力资源和社会保障部、荷兰国家统计局 、国家外汇管理局

4 解决方案：养老金投资管理

- 我国当前养老保险体系三个层次中，第一个层次基本养老保险，制度基本健全了，目前已覆盖近十亿人；第二层次企业年金、职业年金制度在逐步完善，目前已经覆盖5800多万人；第三层次的个人养老金制度还没有出台，总的考虑是，建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度。

第一支柱

投资情况	总额（亿元）	权益投资收益率
社保基金资产	26285.66	14.06%
基本养老保险基金资产	10767.80	9.03%

第二支柱

企业年金：覆盖面有限、增长速度缓慢、投资效果有限

职业年金：2014年10月开始，截至2019年5月底结余规模近6100亿元，目前已经覆盖5800多万人

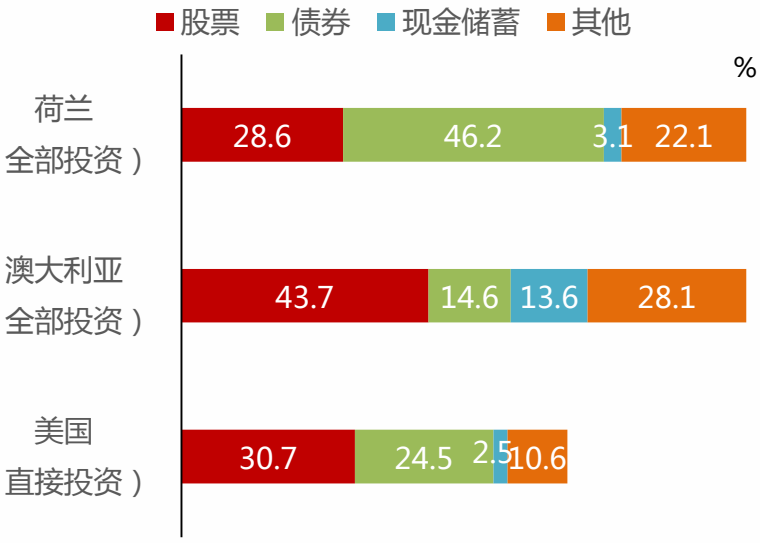
第三支柱

个人养老目标基金：

截至2019年12月16日，74只养老目标基金获批，其中64只产品已发行并宣布成立，发行总规模205.27亿元，认购户数104.07万户

数据来源：全国社会保障基金理事会，西南证券整理

荷兰、澳大利亚、美国二、三支柱投资分布

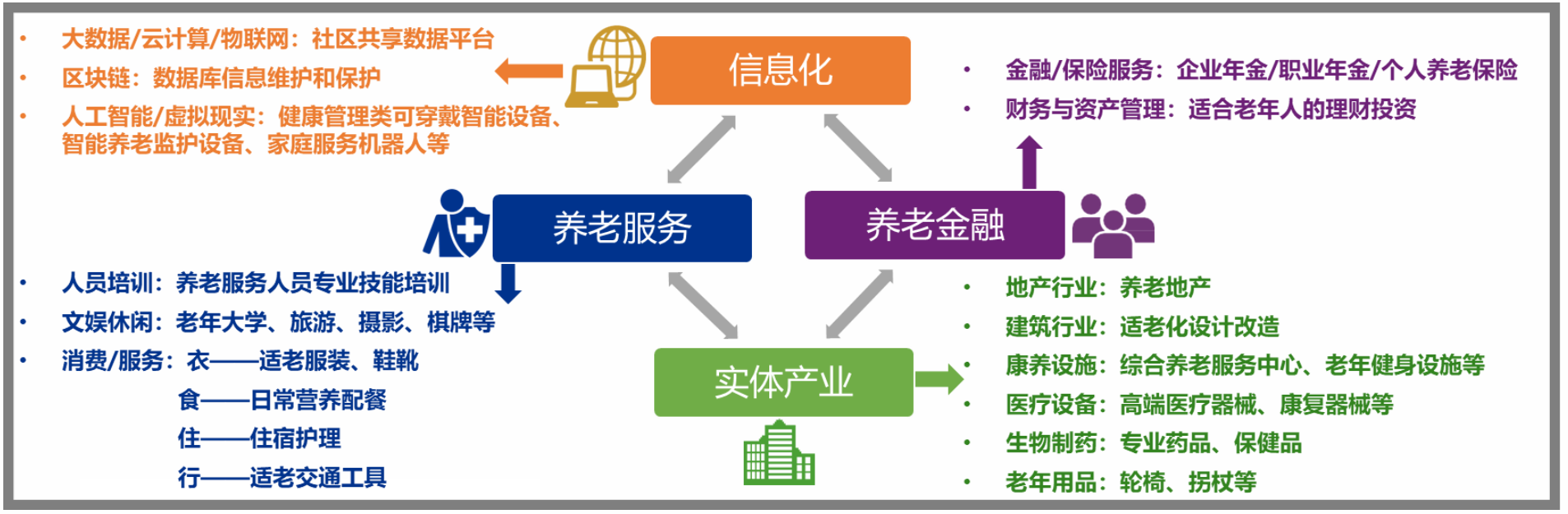


注：其他包括CIS、贷款、土地、对冲基金、私募股权基金等，
数据来源：经济合作与发展组织（OECD）等，西南证券整理

4 解决方案：中国养老产业投资建设方向

- 国家卫健委数据显示：2018年中国人均预期寿命为77岁（2019年提高到77.3岁），人均健康预期寿命仅为68.7岁，患有一种以上慢性病的老年人比例高达75%，失能和部分失能老人超过4000万。
- 新发展格局的战略基点是扩大内需，养老产业是典型的内需型产业，养老机构所在的社会工作行业内需率高达100%，该行业创造的最终产出完全供国内使用。养老产业与医疗、地产、金融、技术、护理、餐饮服务和文化娱乐等多个行业密切相连，包含软硬件两方面的建设。

中国养老产业体系与覆盖领域



资料来源：西南证券整理

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：叶凡
执业证号： S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦
电话：010-58251904
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼
邮编：200120

北京
地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502
邮编：100045

重庆
地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼
邮编：400023

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn