日期：2021 年 03 月 15 日

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
Email： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号：S0870517070002

报告编号：

相关报告：

复苏之春

——2021 年宏观春季策略

■ 主要观点：

2021 年仍然是经济延续复苏的一年，并且由于基数的原因，经济增长走势会呈现出前高后低，全年的平均增速也将高于往年水平。

出口来看，海内外疫情的变化，使得中国全球制造中心的地位更加突出，并且随着海外经济的复苏，尤其疫苗陆续接种，当前的贸易态势仍将延续，出口强劲态势仍有望维持。投资方面，我们一直认为投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化。从投资的运行进程来看，去年二季度以来基建、制造业以及房地产投资都呈现了加速回升的趋势。房地产投资以及基建已实现转正。2021 年财政力度虽有退坡，但幅度较小，基本维持平稳，基建有望进一步受益。房地产投资虽然恢复最快，但楼市泡沫问题引发关注。调控升级背景下，房企更倾向于赶工促销回款，也有望支撑房地产投资的平稳。而制造业投资是此轮恢复中表现最慢，并且远未恢复到疫情前的水平。这也与疫情冲击下制造业受伤最重有关以及地产泡沫化的制约有关。但这也意味着制造业投资上升的空间最大。货币政策将更倾向于结构化，引导金融机构加大对制造业和小微企业的贷款支持，企业中长期贷款持续增加，制造业投资或有望持续修复。消费方面，消费的恢复偏慢一度引发市场关注，这或许与疫情冲击下居民收入下降以及消费意愿减弱有关。但随着经济的持续复苏，居民收入的回升以及各种促进消费的政策措施下，消费仍然有望维持平稳回升。

总体而言，经济运行从扰动模式恢复为正常平稳模式。2021 年中外疫情形势差异仍将决定全球经济格局，中国外需高位延续，在出口和投资带动下，工业保持了稳中偏升态势，整体经济运行延续平稳缓回升势头。2021 年 H2 后，伴随疫苗进展和进一步激励政策发挥效力，全球经济都将进入疫情后复苏时代。中国经济已率先进入了后疫情时代，防控常态化中各方面经济活动全面恢复，预计经济运行热度仍将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

目　　录

一、中国经济、金融形势分析 4
1. 经济恢复态势良好 4
2. 高 PPI、低 CPI 组合将延续 9
3. 特殊时期政策逐步退出 11
二、2021 年春季货币展望 12
1. 货币增长、信贷增长的组合形态将改变 12
2. 宽信用延续 13
3. 货币金叉或难确认 14
三、2021 年春季宏观经济展望 15
1.政策不急转弯 15
2.改革创新先行 16
3.复苏之春 16

图

图 1 复苏进程加快 4
图 2 规模以上主营业务收入、产成品存货增速（同比，%） 5
图 3 原材料库存、产成品库存、采购量指数（%） 5
图 4 房地产、制造业、基建投资增速（月，%） 6
图 5 社会消费品零售总额（同比，%） 6
图 6 进口、出口增速（同比，%） 7
图 7 进口、出口价格指数（%） 7
图 8 工业企业利润同比增速% 9
图 9 当前 CPI 变动走势（当月同比，%） 11
图 10 货币市场利率明显抬升（%，日） 12
图 11 金融机构超储率（%，季度） 12
图 12 中国信贷和货币增长的月度变化（同比/月，%） 13
图 13 中国信用增长的变化（%） 14
图 14 中国货币增长层次结构的变化（同比/月，%） 15
图 15 制造业投资待发力（%） 17
图 16 居民可支配收入（%） 18

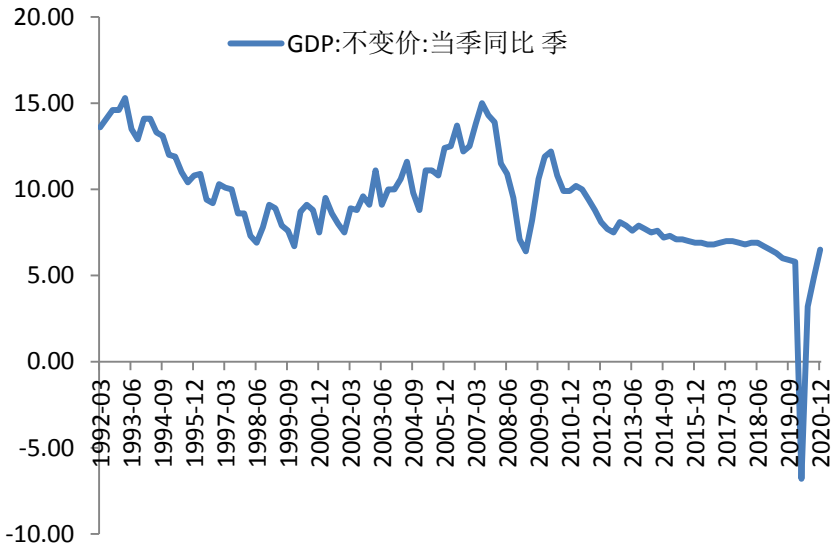
一、中国经济、金融形势分析

1. 经济恢复态势良好

1.1 复苏进程加快

2020 年初突如其来的新冠疫情对社会经济、人民生活都造成强烈了的冲击，中断了经济回暖的进程。疫情对供需两端均产生压制，生产停滞，需求萎缩。全国人民万众一心，排除万难，严防严控，在付出了巨大的代价后，疫情防控阻击战取得重大战略成果，人民生产生活秩序恢复井然，复工复产推进至复工满产，而经济运行也逐步走出疫情阴影，回归正常运行，四季度 GDP 为 6.5%，加快 1.6 个百分点，全年增长 2.3%，超出市场预期，实现圆满收官。

图 1 复苏进程加快

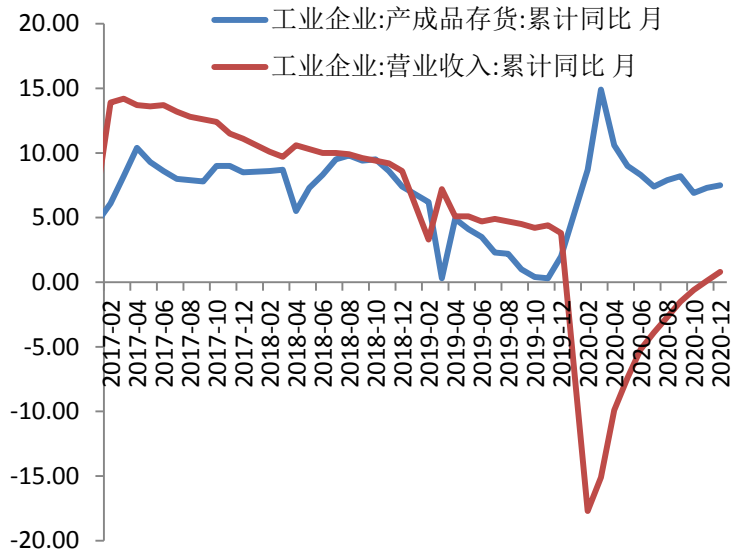


数据来源：上海证券研究所

1.2 供需双双回暖

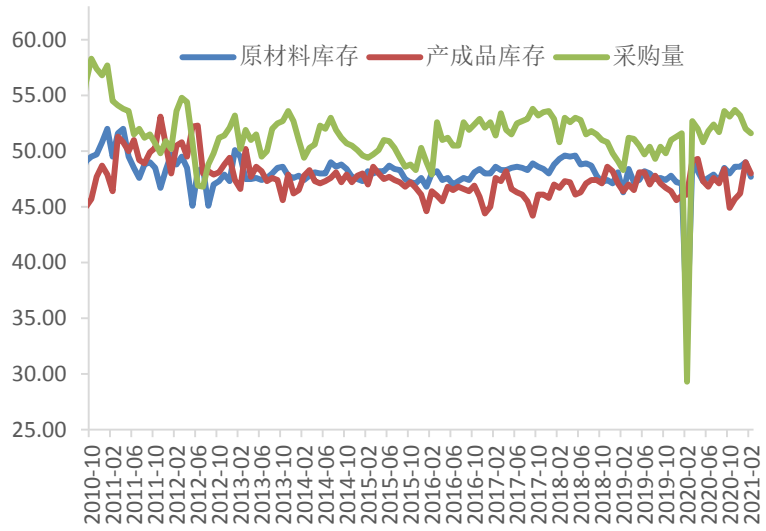
企业收入转正，库存下降。2020 年开年由于疫情的冲击，供需两端皆受冲击，产销备受冲击，收入大幅下滑，与此同时库存大幅回升。但随着疫情影响的消退，生产逐步恢复，需求回暖，库存快速消耗后，企业主动补库，采购量明显回升，库存增加，企业收入也在逐步回升。从最新的数据来看，企业收入已实现转正，而库存受春节假期影响有所回落。而此时库存的下降在 3 月将到来的产销旺季中将刺激企业主动补库。

图 2 规模以上主营业务收入、产成品存货增速（同比，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 3 原材料库存、产成品库存、采购量指数（%）

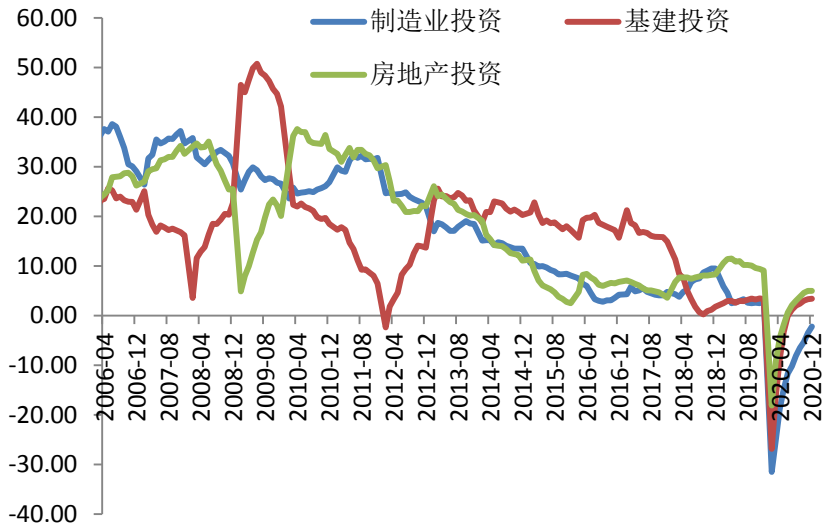


数据来源：Wind、上海证券研究所

仅制造业投资未实现转正。2020 年 1—12 月份，全国固定资产投资（不含农户）518907 亿元，比上年增长 2.9%，增速比 1—11 月份提高 0.3 个百分点。本月固定投资继续加快，基本符合市场预期。基建投资高点已过，且受天气寒冷以及疫情影响有所放缓。制造业投资下降 2.2%，降幅收窄 1.3 个百分点。出口拉动以及货币结构持续改善，尤其企业中长期贷款持续增加，而央行也在引导金融机构加大对制造业和小微企业的贷款支持，制造业投资修复持续，但慢于其余投资，年内仍未实现转正。从区域来看，东部地区持续加快，中部地区投资终于实现转正，西部与东北部地区投资维持正增长。

2020 年 1—12 月份，全国房地产开发投资 141443 亿元，比上年增长 7.0%，增速比 1—11 月份提高 0.2 个百分点，比上年回落 2.9 个百分点。房地产投资持续加快，即使在三条红线监管调控后仍显韧性。其中新开工降幅是持续收窄，而施工加快，拉动建筑安装投资。另外土地购置面积收窄，成交价款回升，也说明了当前房企的购地需求仍强。三条红线监管下，销售的回升使得房地产开发资金中定金以及预收款增长明显，满足了房企的资金需求，也支撑了房地产投资的韧性，符合我们此前的判断。

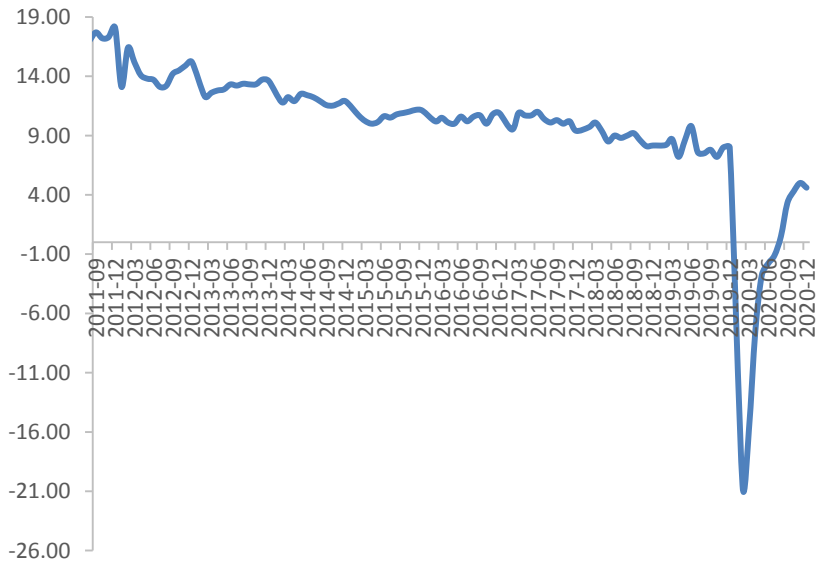
图 4 房地产、制造业、基建投资增速（月，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

消费增长偏弱。12月份，社会消费品零售总额40566亿元，同比增长4.6%，增速比上月回落0.4个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额35695亿元，增长4.4%。12月消费有所回落，远不及市场预期。其中服装、汽车、通讯器材等消费下降明显。12月消费或受到部分地区疫情反弹影响，且汽车消费下滑也对消费造成较大的拖累。房地产销售增长带来的下游消费家具、建材等则增长较快。

图 5 社会消费品零售总额（同比，%）

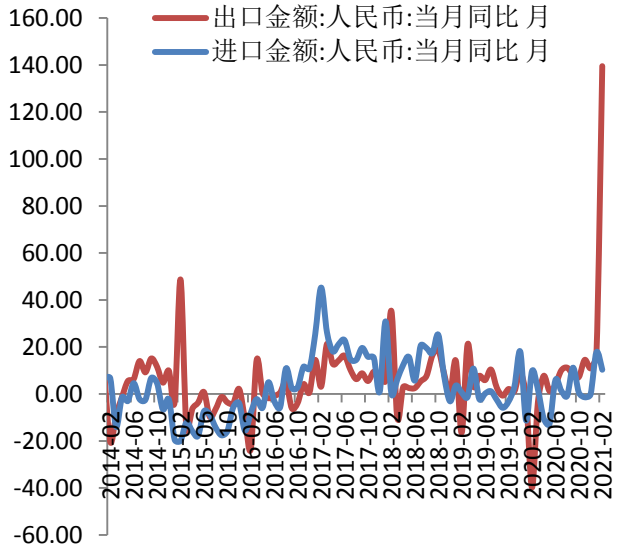


数据来源：Wind，上海证券研究所

出口实强，高顺差延续。2021年1-2月，我国外贸再创佳绩，顺差再创新高。出口同比增长50.1%，前值为10.9%。虽然由于去年疫情冲击所造成的低基数影响，今年数据高增已在预期之内，但实际表

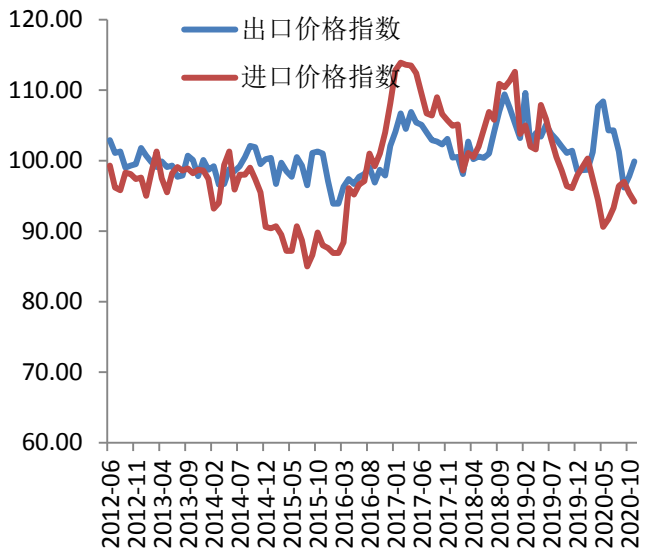
现仍然超出市场预期。但即使与疫情前2018或2019的同期基数相比，增速也在26%左右，也是创下了近几年新高，也说明了出口增长的实强。这一方面得益于疫情后海外经济的复苏，欧美日等发达国家近期的PMI指数均创下新高，外需显著回升。而另一方面，今年的“就地过年”政策也减弱了春节停工放假对外贸出口的影响。从国别来看，对主要国家出口均明显回升。从出口商品来看，劳动密集型产品以及机电产品出口明显增加。进口增长14.5%，前值为负，与疫情前水平相比增速在10%以上，进口方面去年的基数影响不大，这也说明了去年同期进口受疫情影响有限。从进口商品数量来看，除煤、汽车以外，其余商品进口数量均有所回升。从进口金额来看，由于近期大宗商品价格的回升，量价齐升下，除煤、汽车外，主要商品进口金额均有所回升。机电进口有所回升，由上月20.2%升至本月的25.4%。本月由于出口的强劲表现，顺差升至6758.6亿元，创下新高。

图 6 进口、出口增速（同比，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 7 进口、出口价格指数（%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

1.3 企业盈利持续改善

随着疫情得到有效控制，去年二季度以来各类经济行为主体的活动开始逐步复苏，且复苏速度较快，企业盈利明显恢复。2020 年规模以上工业企业 64516.1 亿元，比上年增长 4.1%，增速比 1-11 月份加快 1.7 个百分点，继 10 月份实现由负转正后稳步回升。全年利润呈现出“由负转正、逐季加快”的走势。2020 年，全国规模以上工业增加值比上年增长 2.8%，规模以上工业企业营业收入增长 0.8%。生产和销售稳定恢复，为利润增长提供了有力支撑。单月来看，12 月份，规模以上工业企业利润同比增长 20.1%，增速比 11 月加快 4.6 个百分点，继 5 月份实现月度增速由负转正后，连续 7 个月保

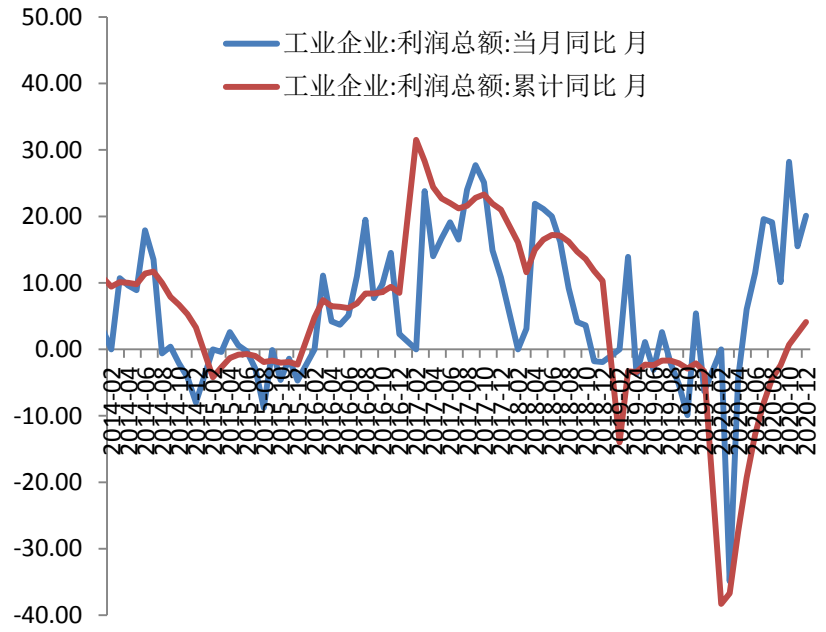
持两位数增长。

企业盈利能力有所增强，单位成本连续下降。在全年减税降费预计超 2.5 万亿元背景下，企业经营压力也得到有效缓解。2020 年，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 83.89 元，比上年下降 0.11 元，比前三季度下降 0.35 元。其中，四季度每百元营业收入中的成本同比下降 0.52 元，比三季度下降 0.65 元，连续两个季度同比、环比均下降。企业盈利能力明显提升。2020 年，规模以上工业企业营业收入利润率为 6.08%，比上年提高 0.2 个百分点；月度营业收入利润率自 5 月份以来连续 8 个月同比提高。

企业利润增长面扩大，制造业拉动作用明显。分行业看，2020 年，在 41 个工业大类行业中，有 26 个行业利润比上年增长，比前三季度增加 5 个，其中 15 个行业利润增速达到两位数，利润增长的行业面为 63.4%。分门类看，2020 年，制造业利润比上年增长 7.6%，增速比前三季度加快 6.5 个百分点，比规模以上工业增速高 3.5 个百分点，拉动全年规模以上工业企业利润增长 6.4 个百分点；采矿业利润下降 31.5%，降幅比前三季度收窄 5.7 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增长 4.9%，增速加快 2.3 个百分点。

企业亏损面逐季缩小，亏损程度不断减轻。2020 年末，规模以上工业企业亏损面为 17.3%，比 3 月末的 34.8%大幅下降 17.5 个百分点，比 6 月末、9 月末分别下降 8.7 和 4.7 个百分点。亏损企业亏损额比上年增长 2.8%，但增亏幅度比前三季度减少 15.3 个百分点。分季度看，亏损额呈现“由升转降、降幅扩大”的走势。一、二季度亏损企业亏损额分别增长 42.9%和 13.1%，三季度转为下降 21.4%，四季度亏损额进一步下降 33.0%。

图 8 工业企业利润同比增速%



数据来源：wind，上海证券研究所

2. 高 PPI、低 CPI 组合将延续

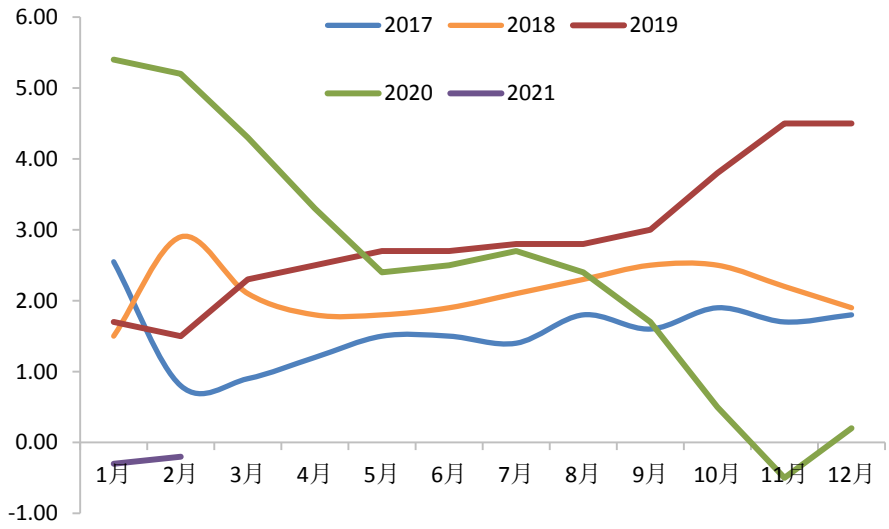
基数效应下，CPI 持续负增。从环比看，CPI 上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点。其中，食品价格上涨 1.6%，涨幅回落 2.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.30 个百分点。春节期间，部分食品价格季节性上涨，如水产品和鲜果价格分别上涨 8.7%和 6.1%，涨幅分别扩大 5.4 和 3.8 个百分点。反倒是猪肉由于生猪出栏的持续恢复，价格上月上涨 5.6%转为下降 3.1%。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.28 个百分点。从同比来看，由于去年高基数，CPI 下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。其中，食品价格由上月上涨 1.6%转为下降 0.2%，影响 CPI 下降约 0.05 个百分点。食品中，受去年同期基数较高影响，猪肉价格下降 14.9%，降幅比上月扩大 11.0 个百分点；鸡肉和鸭肉价格分别下降 8.7%和 2.6%，降幅均有收窄；羊肉、水产品和鸡蛋价格分别上涨 7.5%、5.9%和 4.3%，涨幅均有扩大。非食品价格下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点，影响 CPI 下降约 0.15 个百分点。非食品中，交通通信价格下降 1.9%，其中飞机票价格下降 28.2%，汽油和柴油价格分别下降 5.2%和 5.8%；教育文化娱乐、医疗保健价格分别上涨 0.6%和 0.3%。据测算，在 2 月份 0.2%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-1.8 个百分点，新涨价影响约为 1.6 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比由上月下降 0.3%转为持平。

工业品价格加速上涨。从环比看，PPI 上涨 0.8%，涨幅比上月回落

0.2 个百分点。受国际原油价格持续上行影响，国内石油相关行业价格继续上涨，石油和天然气开采业价格上涨 7.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 4.9%，化学纤维制造业价格上涨 3.6%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.1%，合计影响 PPI 上涨约 0.45 个百分点。随着国内需求上升，加之国际金属类大宗商品价格继续上涨，国内黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业价格分别上涨 5.9%、2.3%和 1.5%，合计影响 PPI 上涨约 0.24 个百分点。受天气转暖和春节假期因素影响，供暖及工业用电需求有所减弱，煤炭开采和洗选业价格上涨 1.6%，涨幅回落 4.8 个百分点；燃气生产和供应业价格由涨转降，下降 0.7%。从同比看，PPI 上涨 1.7%，涨幅比上月扩大 1.4 个百分点。其中，生产资料价格上涨 2.3%，涨幅扩大 1.8 个百分点；生活资料价格下降 0.2%，降幅与上月相同。主要行业中，价格涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 14.1%，扩大 4.2 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 12.1%，扩大 3.2 个百分点；煤炭开采和洗选业，上涨 10.9%，扩大 1.8 个百分点；化学原料和化学制品制造业，上涨 4.0%，扩大 2.8 个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降 6.4%，收窄 15.5 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 0.5%，收窄 8.5 个百分点。

虽然 CPI 同比在基数效应下继续萎缩，但从环比来看，部分食品仍呈现季节性上涨，但猪肉价格由于供给的好转反而有所下降。工业品则受大宗商品价格高位波动态势影响，延续了趋势性上涨，市场前期的通胀忧虑得到数据一定程度印证。从 2 月后期和 3 月前期的物价变动看，消费季节性回落趋势并没有改变，故而通胀忧虑不会实现。趋势上看，物价整体中延续低迷，消费品价格继续呈现轻微通缩，工业品则延续缓慢回升态势；受海外流动性泛滥影响，当经济基本面预期扭转后，金融属性强的大宗商品价格持续走高，并开始逐渐影响现货市场。受此影响，国内价格结构也开始发生转变，PPI 迅速回升，CPI 则延续低位，继续“伪通缩”。2021 年物价形态将由 2020 年的高 CPI、低 PPI 转变为高 PPI、低 CPI 组合。

图 9 当前 CPI 变动走势（当月同比，%）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

3. 特殊时期政策逐步退出

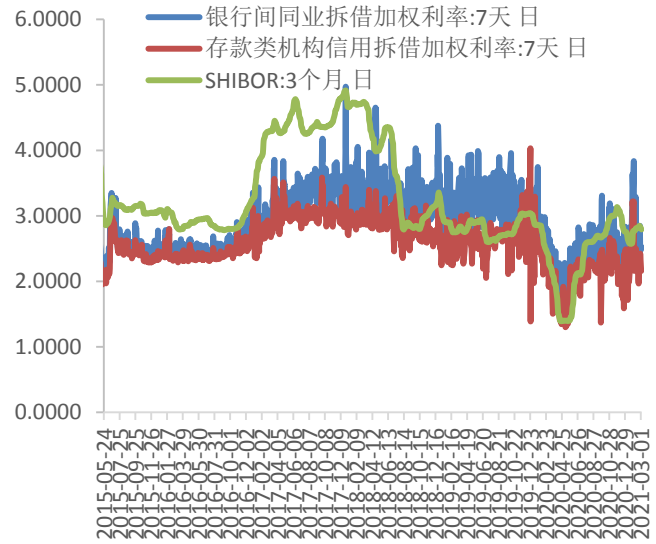
为对冲疫情影响，央行加大了逆周期调节力度，由合理充裕到更加灵活适度，先后降息、降准从量价两方面提供支持，流动性维持充裕。量上来看，今年以来三次降低存款准备金率释放了 1.75 万亿元长期资金，春节后投放短期流动性 1.7 万亿元。价格上来看，央行还引导了市场利率的下行。央行先后两次的调整政策利率，从价格上促进了资金的宽松，而 MLF 利率的调降，也带动了 LPR 报价的下行，实现了市场利率向贷款利率的传导，疏通了货币传导机制，推进两轨并一轨。另外央行还意外下调了超额准备金利率。超额准备金利率历来被视为利率走廊的下限，下限被打开，使得货币利率有了进一步下降的空间。隔夜直接破 1，并维持在 1 以下，其余期限也明显下台阶，流动性极度宽松。

但 5 月以来央行操作明显有所变化。首先是 4 月政治局会议提到的进一步降准降息落空，还连续暂停操作，MLF 也缩量续作，公开市场投放趋于谨慎，政策利率并未再进一步下调（除了 14 天逆回购补降 20BP，完善了政策利率的统一性）。在央行的偏紧操作下，资金利率明显回升，而央行更加明确了市场利率运行的锚——政策利率，也就是央行要引导市场利率围绕政策利率平稳运行，这也是市场利率长期运行的合意区间。

在 2021 年的中央经济工作会议中政策基调为连续性、稳定性以及可持续性。其中可持续性的要求就意味着随着政策回归正常化。一方面要保证对经济恢复的必要支撑力度，但危机期间的临时性政策随着经济恢复正常运行后，也势必面临退出。这时候政策的调整就要注意不能急转弯、不能断崖式退出，把握好政策的时度效。而在

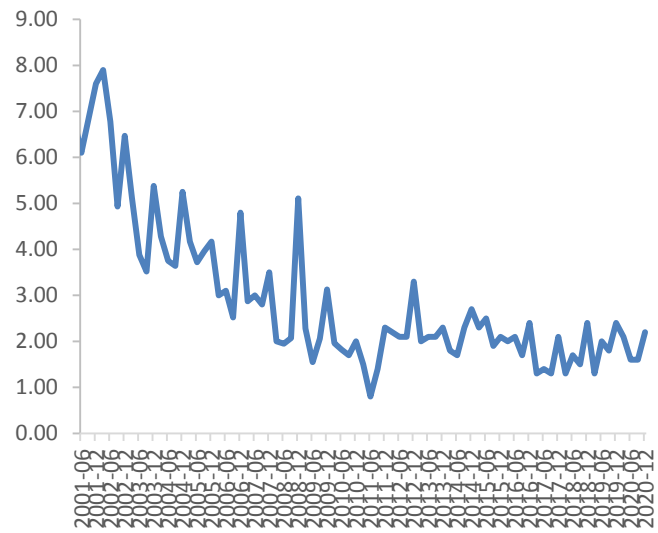
此前央行的多次市场沟通中也透露出政策退出是趋势，但要以稳为主，要保持相对谨慎和平稳的节奏。

图 10 货币市场利率明显抬升（%，日）



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 11 金融机构超储率（%，季度）



数据来源：Wind、上海证券研究所

二、2021 年春季货币展望

1. 货币增长、信贷增长的组合形态将改变

伴随经济和疫情形势的改变，央行多次表态要保持货币政策的稳定性，坚持货币政策的正常化，这实际上已向市场清晰的表明了政策指向：维持流动性环境平稳中缓缓后撤，稳中偏紧的货币环境重新成为政策偏好。央行前期虽然已明示疫情期间临时性的宽松政策将逐步退出，但发挥资本市场功能是政策架构中一直努力方向，货币政策边际回撤下的货币平稳，将会带来“宽信用”，从而流动性仍能保持偏松状态。体现货币政策变化的主要是信贷增长，货币增长受市场环境影响，波动较大；信贷平稳说明货币政策维持平稳的取向并没有改变。

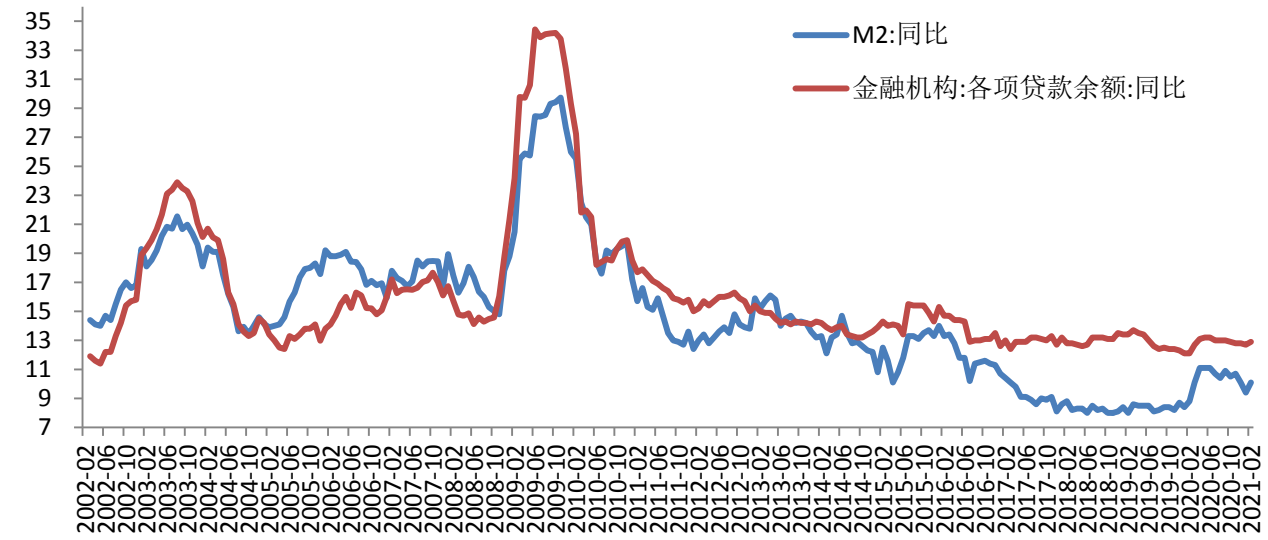
货币和信贷的增速间关系，实际上反映了经济运行状况和政策状态。在经济低迷时期，在货币当局的逆周期管理政策下，信贷增长将在宽松政策基调下较快增长；同时受非金融机构部门经营放缓的影响，同样信贷和信用创造下，货币创造效应下降，从而货币增长落后于信贷增长。在经济繁荣时期则会体现相反态势。我们将信贷增长超过货币增长的两者间组合状态，叫做“宽信贷、紧货币”，而将相反的组合名为“宽货币、紧信贷”。两种状态实际上反映了经济运行状况和政策的周期性应对变化。

中国在全球在率先进入后疫情时代，疫情对经济和社会的影响已完全处于可控状态，经济进入全面复苏，社会生活恢复正常。2020 年

4Q 后，中国经济已全面复苏和恢复正常，货币政策也在全球主要经济体中坚持了正常化的同时，开始逐步后撤。在货币领域的表现，自然会在货币、信贷增长的组合结构上表现出来：受货币政策临时性宽松边际后撤的影响，信贷增长稳中趋落，但市场经营主体活跃度的提高，使得金融机构同样信用创造带来的货币创造效应上升，使得两者间的差距缩小。但是，由于全球还处在疫情影响之中，世界经济环境还处困难期，中国楼市泡沫沉珂对经济内生活力影响正在显现，因而中国货币稳中偏紧格局只能时断时续进行。

由于中国经济持续回暖的态势没有改变，因此预期两者的差距仍会缩小，2021 年两者间将会处于胶着状态，但是否会形成稳定的“宽货币、紧信贷”组合，还有待后续经济和政策运行的变化。

图 12 中国信贷和货币增长的月度变化（同比/月，%）



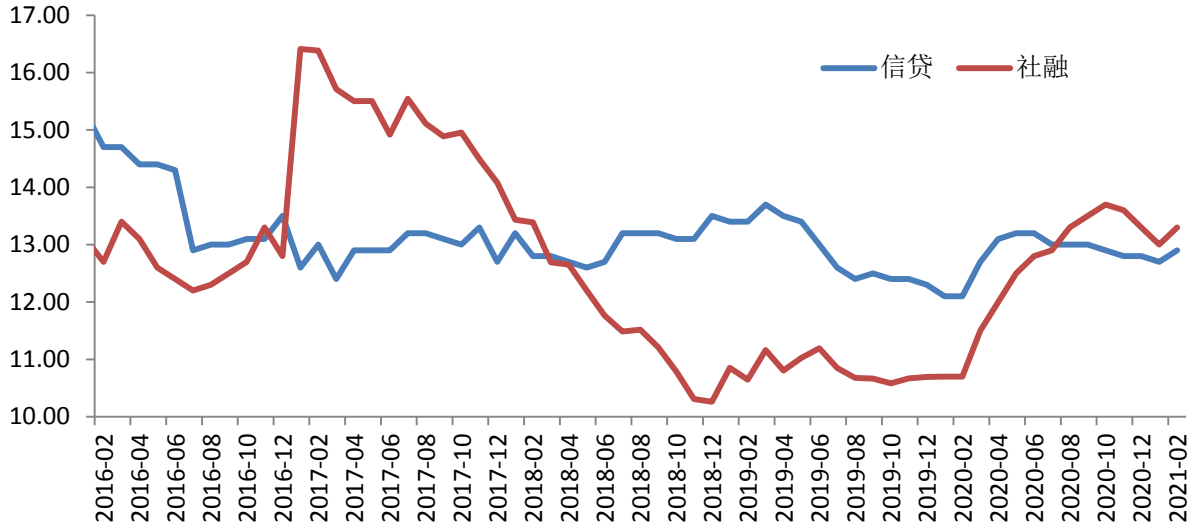
数据来源：Wind， 上海证券研究所

2. 宽信用延续

我们一直认为即使货币政策趋向边际后撤，造成货币环境稳中偏紧局面，由于资本市场功能发挥，宽信用将进一步得到发展，货币存量过多下，货币增量趋紧并不会对实体经济构成实质影响。传统的“宽信用”，是指信贷增速超越货币增速，此时市场能明显感受到货币环境的放松。但当下意义上的“宽信用”，是指社融增速超过信贷增速，即资本市场功能增强带来的金融发展和流动性宽松。通过发挥资本市场功能，提高货币积极性；这意味着未来货币积极性提高，有赖于货币中性下“宽信用”的发展！货币存量过分充裕的状态，使得随着结构性货币政策效力的逐渐发挥，资本市场在实体经济中的融资作用进一步增强，使得中国流动性环境得以实现“紧货币”的同时，“宽信用”得到发展。在发挥资本市场功能的导向下，经济的疫情后强劲反弹，信贷增长的放缓的同时，社融就继续

保持了增长回升的态势，就带来了“宽信用”局面的来临。随着经济进入后疫情时代，中国货币环境将重新回归中性，从而将带来“紧货币、宽信用”的完美组合状态。2020 年 8 月后，社融增长开始超越信贷增长，随后经管差距有所波动，但货币增长超越信贷增长的局面，一直未有改变。

图 13 中国信用增长的变化（%）



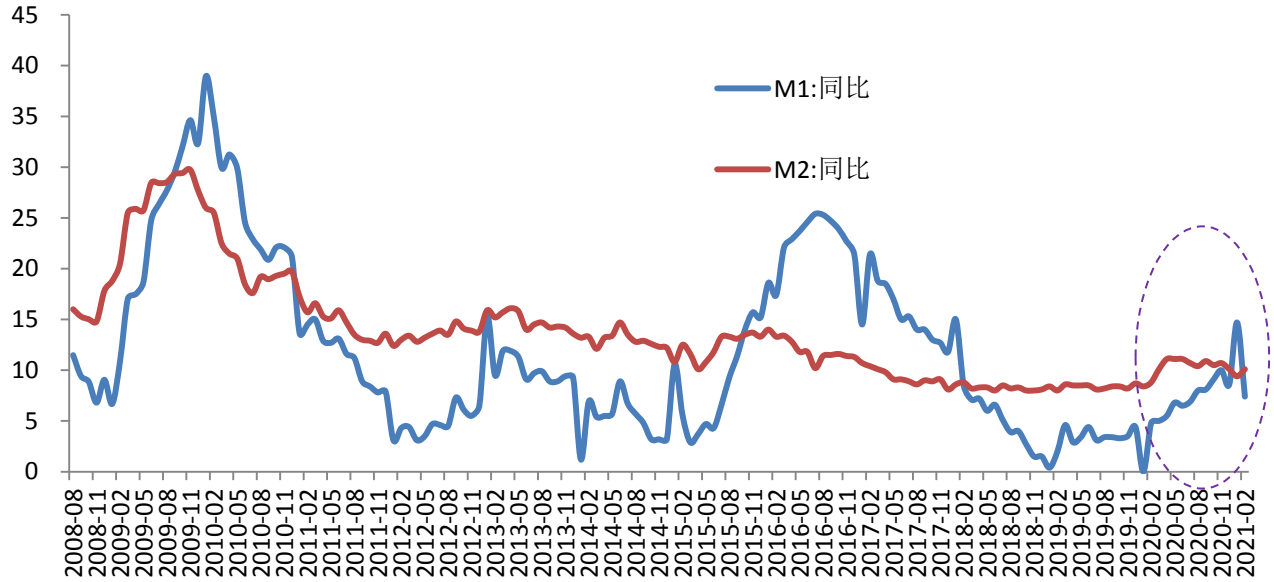
数据来源：Wind， 上海证券研究所

3. 货币金叉或难确认

2020 年以来货币增长最大的变化，不在于 M2 增长跟随因疫情改变政策的变化的，而在于货币层次结构的改变：M2 保持相对平稳的同时 M1 出现了了快速回升的态势。M1 超越 M2 的增长，通常被认为是一种“货币金叉”现象。当经济周期走出底部，处于上升阶段时，企业经营活力上升，货币活性增加，故而 M1 会快于 M2 上升，在统计上就会表现为 M1 上穿 M2 的“货币金叉”现象。

“货币金叉”意味着经济活力的上升，意味着经济周期性繁荣局面的到来。然而，中国经济要走出持续多年的底部，真正实现可持续增长，只有真正抑制楼市泡沫才能实现。从当前各种楼市调控措施看，楼市泡沫并未得到真正控制，经济内生活力仍待培育；使 M1 持续超越 M2 增长，成为一种趋势性特征，在经济层面，条件暂还不具备。2021 年 2 月末，中国广义货币 M2 增速提高至 10.1%，狭义货币增速 M1 回落为 7.4%，M1 再度回到了 M2 下方。

图 14 中国货币增长层次结构的变化（同比/月，%）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

三、2021 年春季宏观经济展望

1.政策不急转弯

两会期间的政府工作报告公布了去年的主要目标任务。从今年的目标预期来看，最大的特点就是基本回到了疫情前的水平，也就是与 2019 年的目标相当，这也体现出了经济回归正常化趋势。从经济增速目标来看，由于基数原因，今年 6%的目标完成的压力不大，说明也将有更大的空间来推动改革创新、结构调整，推动经济高质量发展，而另一方面也有利于前后目标的平稳衔接。而其余的通胀、就业、能耗的等目标与 19 年持平。

财政政策方面，在稳定宏观杠杆率的要求下，今年普遍预期财政力度边际退坡，但实际来看降幅低于市场预期，并且部分还有所增加。赤字率由 3.6%下降至 3.2%；财政赤字 3.57 万亿，仅下降 1900 亿元；新增专项债 3.65 万亿，下降 1000 亿元；不再发行特别国债。而中央预算类投资 6100 亿元，增加 100 亿元；2.8 万亿财政直达资金，而去年为 2 万亿。减税降费方面，今年没有提出具体目标，制度性的减税政策延续，而对应的是去年一些阶段性政策将退出。财政政策方面的变化充分反映了政策不急转弯的要求，并且也呈现出了结构性的调整。整体力度虽有下降，但仍需扶持的重点领域力度不降反升，如为对小微企业减税力度增加、财政直达资金明显上升、老旧小区改造数量提升至 5.3 万个。

货币政策方面，更多仍是定性的描述。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济

与防范风险的关系。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。结构性政策仍将持续，对小微企业的扶助力度继续增强，要求大型商业银行普惠小微企业贷款增长 30%以上，而去年的实际增速在 50%以上，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向小微企业、个体工商户、新型农业经营主体。要推动实际贷款利率进一步降低，较四季度货币政策报告中的“巩固贷款实际利率下降成果”要更积极一些。但结合今年的政策重点扶持方向来看，或更多侧重小微企业的融资成本下降。

2.改革创新先行

政府工作报告还安排了 2021 年的主要工作任务，并指出了具体的政策方向与重点细节。在宏观政策方面，宏观政策连续性稳定性可持续性，在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控。宏观政策要继续为市场主体纾困，保持必要支持力度，不急转弯，根据形势变化适时调整完善，进一步巩固经济基本盘。从后面对财政政策、货币政策以及就业政策的安排上都体现了其总体以稳为主，不急转弯，结构上相机调控，对需要扶持的领域扶持力度反而进一步增强。

在改革方面，提到了稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。在创新方面，提升科技创新能力，通过政府部门牵头，强化国家战略科技力量，实施好关键技术攻关工程，增加研究指出投入；同时还要通过市场化的机制如税收优惠，鼓励企业创新，加大研发投入。为稳定、优化供应链，提高制造业贷款比重，以支持其扩大制造业设备和技术改造投资，对先进制造业增加税收优惠。在扩大内需战略上，主要提到了稳定和扩大消费以及扩大有效投资。要稳定增加汽车、家电等大宗消费，稳步提高消费能力，改善消费环境。投资方面专项债额度优先支持在建工程，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，传统基建、新基建两手抓，基建有望在 2021 年继续发力。对外开放方面要深化多双边和区域经济合作，对于已签署的 RCEP 要争取今早生效，加快中欧投资协定签署，加快中日韩自贸协定谈判进程，积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定。

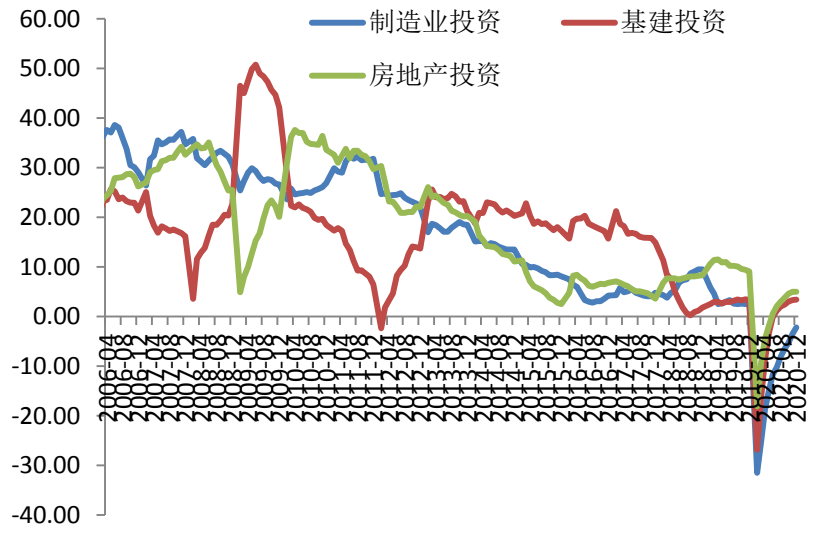
3.复苏之春

我们一直认为，疫情对经济的影响是短期的，疫情得到控制后，经济将在新形势下快速反弹。2021 年仍然是经济延续复苏的一年，并且由于基数的原因，经济增长走势会呈现出前高后低，全年的平均

增速也将高于往年水平。

出口来看，疫情之初，市场对于外需的萎缩极为担忧，但实际上海外疫情将增加中国经济的海外需求，海内外疫情的变化，使得中国全球制造中心的地位更加突出，并且随着海外经济的复苏，尤其疫苗陆续接种，当前的贸易态势仍将延续，出口强劲态势仍有望维持。投资方面，我们一直认为投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化。从投资的运行进程来看，去年二季度以来基建、制造业以及房地产投资都呈现了加速回升的趋势。房地产投资以及基建已实现转正。2021 年财政力度虽有退坡，但幅度较小，基本维持平稳，基建有望进一步受益。房地产投资虽然恢复最快，但楼市泡沫问题引发关注。调控升级背景下，房企更倾向于赶工促销回款，也有望支撑房地产投资的平稳。而制造业投资是此轮恢复中表现最慢，并且远未恢复到疫情前的水平。这也与疫情冲击下制造业受伤最重有关以及地产泡沫化的制约有关。但这也意味着制造业投资上升的空间最大。货币政策将更倾向于结构化，引导金融机构加大对制造业和小微企业的贷款支持，企业中长期贷款持续增加，制造业投资或有望持续修复。

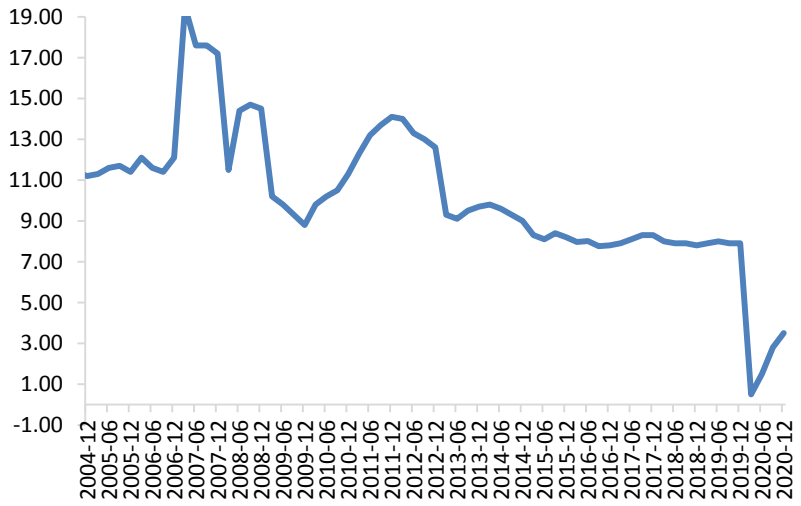
图 15 制造业投资待发力（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

消费方面，消费的恢复偏慢一度引发市场关注，这或许与疫情冲击下居民收入下降以及消费意愿减弱有关。但随着经济的持续复苏，居民收入的回升以及各种促进消费的政策措施下，消费仍然有望维持平稳回升。

图 16 居民可支配收入（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

总体而言，经济运行从扰动模式恢复为正常平稳模式。2021 年中外疫情形势差异仍将决定全球经济格局，中国外需高位延续，在出口和投资带动下，工业保持了稳中偏升态势，整体经济运行延续平稳缓回升势头。2021 年 H2 后，伴随疫苗进展和进一步激励政策发挥效力，全球经济都将进入疫情后复苏时代。中国经济已率先进入了后疫情时代，防控常态化中各方面经济活动全面恢复，预计经济运行热度仍将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。