晨会报告

国都证券研究所晨报 20210304

【财经新闻】

- 证券时报头版：趁势而上“十四五”，砥砺奋进现代化
- 证券日报头版：提高直接融资比重，塑造多元化资本形成机制
- 经参头版：推动改革在新发展阶段打开新局面

【行业动态与公司要闻】

- 12 亿美元买光刻机，中芯国际签大单，上海临港也发布了重磅规划
- 万亿新风口来了！基础设施公募 REITs 试点渐行渐近

【国都策略视点】

- 策略观点：经济恢复已至中后期，制造业投资与可选消费后劲可期

研究员：王树宝
电　话：010- 84183369
Email：wangshubao@guodu.com
执业证书编号：S0940511080001
联　人：苏国印
电　话：010- 84183274
Email：suguoyin@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】

■ 证券时报头版：趁势而上“十四五”，砥砺奋进现代化

证券时报头版发文表示，今天，随着全国政协十三届四次会议在京开幕，中国再一次进入“两会时间”。代表委员们汇聚一堂，就贯彻新发展理念、构建新发展格局、推动中国经济高质量发展献计献策。

中国抗击新冠肺炎疫情取得重大成果，全球经济逐步进入后疫情时代；“十三五”圆满收官，脱贫攻坚战取得了全面胜利；“十四五”开局，全面建设社会主义现代化国家新征程开启。在这一重要的时间节点上，未来一年乃至几年我国经济工作如何谋篇布局、开拓前行，更加受到瞩目。

今年两会的一项重要内容，是审查、讨论“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要（草案）。纲要是指导今后 5 年及 15 年国民经济和社会发展的纲领性文件，确定有关量化指标，为全国人民制定更加明确、更加便于落实的工作目标。

“十四五”时期，我国将跨越中等收入门槛并成为高收入国家，2035 年将基本实现社会主义现代化。这是一个切实可行的目标，当然也是一个需要不懈奋斗才能实现的目标。2020 年，我国人均 GDP 再次超过了 1 万美元，尽管不排除国际公认的高收入国家标准日后有微调可能，但“十四五”期间只要保持每年 5%以上的增长率，就可以越过中等收入区间，进入高收入国家行列。但这仅仅是我们事业奋斗的第一步，我们的远景目标是人均 GDP 达到中等发达国家水平。据北大光华管理学院测算，保持正常的发展速度，2035 年人均 GDP 可以达到 2 万美元以上，实现社会主义现代化。

目标激动人心，规划脚踏实地。“十四五”是我国经济趁势而上的重要阶段，去年通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，从科技创新、产业发展、国内市场、深化改革、乡村振兴、区域发展、对外开放等 12 个方面明确了思路，作出了部署。“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要将准确评估国际国内环境的客观形势，考虑有利因素和不利因素，更加注重经济结构优化，更加注重提高发展质量和效益。这份纲要经审议后，全国人民就有了中期和远期蓝图和路线图，今后不仅心中有目标，而且更知道劲往何处使，力往何处用。

今年是“十四五”规划开局之年，具有承前启后的重要意义，去年底中央经济工作会议为今年部署了强化国家战略科技力量、增强产业链供应链自主可控能力、强化反垄断和防止资本无序扩张等八项重点任务。这八项任务考虑周全，重点突出，不仅为今年的经济工作指明了方向，也考虑到了为今后 5 年发展打下良好基础。

既已踏上征途，就要埋头奋斗。面对复杂而又不断变化的环境，当下我们要保持政策的稳定性和连续性，处理好推动高质量发展和防范化解风险的关系，踏踏实实做好 2021 年工作，完成经济工作会议制定的八项重点任务，同时稳扎稳打推进“十四五”规划落地实施。

（来源：证券时报）

■ 证券日报头版：提高直接融资比重，塑造多元化资本形成机制

证券日报头版发文称，全国两会周期开启，投资者十分关注与资本市场有关的政策动向。党的十九届五中全会提出“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”；中央经济工作会议强调“促进资本市场健康发展，提高上市公司质量”“激发全社会投资活力”，都突显了资本市场在经济发展大局中的作用。进一步完善基础性制度，改善市场生态，优化资本形成机制，势在必行。

2 月 26 日，证监会新闻发言人谈到近期排队上市企业数量较多时指出，这一方面是我国经济转型发展和高质量发展成果的客观反映，另一方面是资本市场改革成效的直接体现，反映出各方对资本市场的信心。市场有需求，参与主体有信心，资本形成有空间，这是进一步提高直接融资比重、提升融资质量的良好基础。

客观来看，我国直接融资在全社会融资总额中的比重还比较低。从存量看，2020 年末社会融资规模存量为 284.83 万亿元。

企业债、政府债、非金融企业境内股票三项余额相加为 81.93 万亿元，占比 28.8%。如果只算企业债和非金融企业境内股票两项余额，占比仅为 12.6%。从增量看，2020 年社会融资规模增量累计为 34.86 万亿元，企业债占比 12.8%，政府债占 23.9%，非金融企业境内股票融资占 2.6%。无论从存量看，还是从增量看，社会融资中各类贷款占比仍是大头，直接融资占比偏小。而直接融资中，债券融资占比大，股权融资占比很低。

提高直接融资比重，优化融资结构，需要继续发展好债券融资，同时扩大股权融资规模。目前，我国拥有超大规模的市场体量，产业升级势头强劲，宏观政策环境、营商环境不断向好，有超过 4 亿人的中等收入群体、新生投资队伍日渐壮大，国内资本市场的国际吸引力有所增强，提高直接融资比重面临难得的历史机遇。但也要看到，由于间接融资长期居于主导地位，发展惯性很强，资本市场发展还不够充分，特别是行业主体的总体实力、层次分布、资本文化等都还存在短板，提高股权融资比重要向改革要动力，要不断“过市场关”。

促进多层次市场发展，促进资本形成机制更加完善，第一是全面实施股票发行注册制，拓宽直接融资入口。在进一步深入评估科创板、创业板试点注册制情况的基础上，稳步在全市场推行注册制。以注册制带动发行、上市、交易、持续监管等基础制度改革，为更多优质企业融资和发展营造良好环境和机制。

第二是完善场内、场外相互协调促进的多层次资本市场体系。既要深化沪深交易所主板、科创板、创业板改革，增强包容性、适应性和创新性，激发市场主体依法公平竞逐的活力；也要深化新三板改革；还要鼓励区域性股权交易市场、柜台交易市场规范发展。规范发展的场外市场，可以为中小企业提供更有针对性的服务，有助于降低它们的股权融资成本。要畅通各层次市场之间的转板机制，形成错位互补、能上能下的塔型网状体系，促进各类资本形成和流动。要健全场外市场的法治化监督机制、惩戒机制。

第三是加快推进债券市场互联互通，丰富债券品种。要完善债券发行注册制，深化交易所与银行间债券市场基础设施相互贯通和统一，促进资本有序流动和竞逐。拓展资产证券化产品模式，扩大基础设施领域公募不动产投资信托基金试点范围，扩大知识产权证券化覆盖面等。打破债券刚性兑付，强化信息披露和行业自律，完善法治基础上的市场化风险化解机制。

第四是大力推动长期资金入市，塑造多层次、多元化的资本形成体系。鼓励现有证券公司、公募基金、私募基金发挥主力军作用。放宽公募基金的投资选择权，实行长周期考核。进一步丰富私募基金体系层次，畅通募、投、管、退、监等各环节。鼓励不同规模、不同管理模式、不同投资侧重、不同投资周期的投资主体依法经营，形成资本进出有序、畅通循环的网络化格局。

鼓励各类合格投资主体投小、投早、投科技。建立符合中国实际情况的价值投资激励机制，在会计、审计、财税、信用考核、声誉激励等方面，优化制度设计，坚持问题导向，鼓励市场创新，加快形成多层次、多元化的资本形成机制。在此基础上，鼓励储户通过多渠道将储蓄转化为投资。
（来源：证券日报）

■ 经参头版：推动改革在新发展阶段打开新局面

经济参考报头版刊文称，春节刚过，中央层面召开的第一次会议就聚焦“改革”。中央全面深化改革委员会第十八次会议部署 2021 年工作要点，明确提出了今年的改革目标、改革原则、改革着力点和改革方法论，强调要发挥全面深化改革在构建新发展格局中的关键作用。

过去一年，面对错综复杂的国内外形势、应对统筹疫情防控和经济社会发展异常繁重的工作，改革作为应对变局、开拓新局的重要抓手，充分发挥了突破和先导作用，全面深化改革取得重大进展。

今年是“十四五”规划实施的开局之年，也是迈上建设现代化国家新征程的起步之年。深入学习宣传贯彻党的十九届五中全会精神，科学把握新发展阶段、深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局。今年的改革就要围绕落实新发展理念、构建新发

展格局、推动高质量发展等战略目标任务来展开。要发挥全面深化改革在构建新发展格局中的“关键”作用，就是要把全面深化改革与贯彻新发展理念、构建新发展格局紧密结合，紧紧扭住构建新发展格局目标任务推进创造性、引领性改革，以完整、准确、全面贯彻新发展理念更加精准地出台改革方案，以更深层次改革、更高水平开放服务经济社会发展大局，以制度优势应对风险挑战冲击。

发挥全面深化改革在构建新发展格局中的关键作用，必须十分清晰地认识新发展阶段全面深化改革的指向性、针对性、精准性和着力点。会议重点强调了要围绕实现高水平自立自强、围绕畅通经济循环、围绕扩大内需、围绕实现高水平对外开放、围绕推动全面绿色转型五个方面深化改革。这五个方面集中体现了“十四五”时期经济社会发展主要任务和重大部署，是中央经济工作会议确定的今年经济工作重点。这五个方面也都是目前制约我国发展的突出矛盾，是必须要啃的改革硬骨头，必须要攻克的改革难关，更是完整、准确、全面贯彻新发展理念的关键所在。

今年的改革着力点必须与此紧密配套、环环相扣。只有通过深化改革坚决破除影响和制约创新发展、协调发展、绿色发展、开放发展、共享发展的一系列体制机制障碍，才能顺畅地构建起新发展格局，才能将贯彻新发展理念落到实处，才能实现高质量发展、促进中国经济行稳致远。

正确的改革思维和改革方法至为关键。会议强调了改革的系统观念、改革的辩证思维、改革的创新意识、改革的钉钉子精神。正确的改革思维和方法是我国改革开放 40 多年来的智慧结晶，也是党的十八大以来全面深化改革取得历史性伟大成就所再次证明了的成功经验。必须明确，我国改革已经从前期夯基垒台、立柱架梁，到中期全面推进、积厚成势，再到加强系统集成、协同高效，蹄疾步稳、有力有序解决各领域各方面体制性障碍、机制性梗阻、政策性创新问题的新阶段。

当前全面深化改革的方向目标清晰、战略部署明确、方法路径高效，最重要的是要把加强改革系统集成、推动改革落地见效摆在更加突出的位置。强调系统集成，就是要切实加强党对全面深化改革的集中统一领导，强化政治眼光、全局视野和系统思维，发挥改革整体效应；强调落地见效，就在于一分部署，九分落实，要落实落细改革主体责任，抓好制度建设和制度执行，推动解决实际问题。

（来源：经济参考报）

【行业动态及公司要闻】

■ 12 亿美元买光刻机，中芯国际签大单，上海临港也发布了重磅规划

3 月 3 日，上海临港新片区发布《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区集成电路产业专项规划（2021-2025）》，提出了这一目标。

2020 年，上海张江的集成电路产业规模刚突破 1000 亿元。而上海张江拥有中芯国际、华虹集团、紫光展锐等知名企业，占据了上海集成电路产业的“半壁江山”。

这意味着，上海临港新片区的目标，是要在五年内再造一个张江。

3 日晚间，处于上海张江的中芯国际，也迎来了久违的好消息——中芯国际与阿斯麦签下大单，订购 12 亿美元光刻机！

据了解，临港新片区已引进华大、新昇、格科、闻泰、中微、寒武纪、地平线等 40 余家行业标杆企业，初步形成了覆盖芯片设计、特色工艺制造、新型存储、第三代半导体、封装测试，以及装备、材料等环节的集成电路全产业链生态体系。

《规划》指出，到 2025 年基本形成新片区集成电路综合性产业创新基地的基础框架；到 2035 年，构建起高水平产业生态，成为具有全球影响力的“东方芯港”。

从产业规模看，到 2025 年，集成电路产业规模突破 1000 亿元，芯片制造、装备材料主导地位进一步加强，芯片设计、封装测试形成规模化集聚。

从技术创新看，到 2025 年，先进工艺、成熟工艺、特色工艺进入国际前列，EDA 工具、光刻胶、大硅片等关键“卡脖子”技术产业化取得突破，2 种以上关键装备进入全球领先制造企业采购体系。

从企业培育看，到 2025 年，引进培育 5 家以上国内外领先的芯片制造企业；形成 5 家年收入超过 20 亿元的设备材料企业；培育 10 家以上的上市企业，围绕 5G、CPU、人工智能、物联网、无人驾驶等细分领域发展壮大一批独角兽设计企业。

此外，《规划》还提出，汇聚超过 2-5 万名硕士以上学历的集成电路从业人员，实现园区集成电路产业投资强度 1500 万元/亩，产出强度 1500 万元/亩。

在集成电路产业规划上，临港新片区非常重视“高端引领”和“全产业链发展”。在具体发展领域非常重视已经形成的特色工艺和第三代半导体产业优势，并寻求新应用领域及增量增长。

在芯片制造环节，《规划》指出，临港新片区要积极承担国家战略，追踪国际先进工艺演进，以发展先进工艺和特色工艺为两大重点，打造上海芯片制造新高地。积极对接引进国内最先进工艺线放大项目，推进磁存储器（MRAM）、3DNAND、半浮栅等新型存储项目落地，提升新片区芯片制造产业能级，夯实产业基础。打造国内特色工艺生产高地，坚持市场需求与技术开发相结合，推动 BCD、IGBT、CIS、MEMs 等特色工艺研发与产业化，支持细分领域 IDM 项目建设。推动化合物半导体产业实现由国内引领向国际领先跨越。推进 6 英寸、8 英寸 GaAs、GaN 和 SiC 工艺线建设，面向 5G、新能源汽车等应用场景，加快化合物半导体产品验证应用。

在芯片设计方面，《规划》强调通过结合新片区产业特色，突出新应用领域及增量增长，发展芯片设计业。重点支持 EDA 设计工具及关键 IP；智能网联新能源汽车、工业互联网、高端装备等临港重点产业配套关键核心芯片；高端芯片，面向 AI、5G 射频、功率芯片、相变存储器（PCRAM）、阻变存储器（RRAM）等上海尚未有显着布局的新兴领域实现增量发展。

在配套措施方面，《规划》提出，完善多元化投融资体系，引导长期资金投入。扩大产业基金规模，争取国家基金、上海集成电路产业基金等对新片区重点企业、重大项目的支持。加强与科创板战略对接，支持符合条件企业上市直接融资，提升企业自我造血能力。发展知识产权质押等特色科技金融业务，推动投贷联动等金融创新，研究制定针对集成电路企业的长期、低息贷款政策，支持企业拓展海外融资渠道等。

中芯国际 12 亿美元买光刻机

中国集成电路看上海，上海集成电路看张江。未来上海的集成电路，会要看临港吗？

上海张江，占了上海市集成电路产业的“半壁江山”，并且形成了最为完整的集成电路产业链，中芯国际、华虹宏力、华力微电子、华大半导体、紫光展锐、上海微电子装备、盛美半导体等知名企业均位于张江。

根据“浦东发布”，目前，张江集聚了集成电路设计、芯片制造、封装测试、设备材料等企业共 200 余家，2020 年产业营收规模首超千亿元，达到 1027.88 亿元，同比增速高达 22.5%。

2020 年，张江注册资本超过 5000 万元的内资新设大项目共有 72 个，合计注册资本 185.21 亿元，其中集成电路和新能源汽车领域共新增注册资本 115.3 亿元，占全年新增内资的 36.5%。

上海张江的集成电路产业有如此声色，不得不提 20 年前中芯国际的进驻。2000 年，张汝京来大陆投资，探索中国大陆第一

座集成电路 8 寸厂应当建在哪里时，时任上海市经委副主任的江上舟听说后，立刻邀请他到上海建厂，中芯国际的第一座厂最终落户上海张江高科技园区。

如今，中芯国际最先进的生产线 12 英寸芯片 SN1 项目也在张江开工建设，这是中芯国际 14 纳米及以下先进工艺研发和量产的主要承载平台。

3 月 3 日晚，中芯国际发公告称，公司于 2 月 1 日与阿斯麦（ASML）上海签订了经修订和重述的阿斯麦批量采购协议，将采购协议的期限延长一年至 2021 年 12 月 31 日。根据批量采购协议，公司已就购买用于生产晶圆的阿斯麦产品（即光刻机）与阿斯麦集团签订购买单，订单金额 12 亿美元。

荷兰公司阿斯麦是全球最大的光刻机制造商，光刻机是芯片制造所需的关键设备。中芯国际一直是阿斯麦在中国区的客户。对于这项 12 亿美元订单包含的产品、机器型号，公司尚未公布。

“制造”是整个集成电路产业链的“牛鼻子”，对上服务生产设计企业，对下带动原材料和设备企业。中芯国际的到来，很快为张江吸引来产业链上下游的配套产业。这也是临港新片区在集成电路产业规划中格外重视芯片制造环节的原因。

集成电路是人才密集型产业，根据安居客统计，2020 年以来上海张江房价呈走高趋势，已经接近 8 万/平方米，未来张江的用工成本以及人才留居成本可能不像以前那样有优势，临港新片区在人才、土地等政策方面有很大空间。

张江和临港这一北一南两片区域，绘制了上海浦东集成电路产业的发展蓝图。在 2021 年上海两会期间，上海市政协委员方奇钟还建议，张江和临港要增进南北联动、做大做强。

（来源：Wind）

■ 上海进一步加强房地产市场管理，对优先购买新房实施 5 年限售

3 月 3 日，上海市住房和城乡建设管理委员会等联合发布《关于进一步加强本市房地产市场管理的通知》指出，实施住房限售。对按照优先购房政策购买的新建商品住房，在购房合同网签备案满 5 年后方可转让。

通知强调，强化住宅用地供应管理，及时公布住宅用地供应计划和存量住宅用地信息。加大商品住宅用地供应力度，保障性住房用地“应保尽保”，单列租赁住房用地计划。压实各区主体责任，量化地价调控目标，合理制定土地出让方案，稳定市场预期，严防高溢价，坚决遏制非理性拿地。

通知要求，深化完善房价地价联动机制。在房价地价联动的基础上，商品住宅用地出让实行限价竞价。通知要求，严格新建商品住房价格备案管理。各区应切实承担起新建商品住房项目价格备案管理的主体责任，指导开发企业合理定价，对定价过高的项目，坚决予以调整。

关于进一步加强本市房地产市场管理的通知

各有关单位：

为落实《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》（沪建房管联〔2021〕48 号），进一步加强土地市场和商品住房市场管理，着力稳地价、稳房价、稳预期，确保本市房地产市场平稳健康发展，现就有关事项通知如下：

一、强化住宅用地供应管理。及时公布住宅用地供应计划和存量住宅用地信息。加大商品住宅用地供应力度，保障性住房用地“应保尽保”，单列租赁住房用地计划。压实各区主体责任，量化地价调控目标，合理制定土地出让方案，稳定市场预期，严防高溢价，坚决遏制非理性拿地。

二、深化完善房价地价联动机制。在房价地价联动的基础上，商品住宅用地出让实行限价竞价。竞买人在参与商品住宅用地竞拍前，应签署知晓出让地块房地联动房价查询结果以及理性竞价的承诺书，承诺书纳入土地出让合同。对非理性竞价的企业，规划资源、房屋管理等部门联合约谈警示，后续加强土地出让合同履约、金融信贷、税收、房屋销售等监管。

三、严格新建商品住房价格备案管理。各区应切实承担起新建商品住房项目价格备案管理的主体责任，指导开发企业合理定价，对定价过高的项目，坚决予以调整。市房管部门进一步强化新建商品住房项目价格备案复核，坚决防止上市销售项目备案价格过高。

四、强化商品住房交易管理。进一步优化房屋交易网签备案制度，拓宽网签备案数据应用范围。加强部门间信息共享，通过大数据筛查、专项检查等方式，加大税收征管、购房资金核查和新购住房抵押监管的力度。

五、进一步加强房地产中介管理。持续整顿规范房地产中介经营行为，着力加强房地产信息服务平台监管。规范二手住房价格等信息发布行为，严格房源核验，未经核验不得发布房源挂牌信息。严肃查处诱导虚高价格挂牌、哄抬房价、借机炒作、扰乱市场等行为。

六、严格规范企业购买商品住房。全面执行关于规范企业购买商品住房（包括新建商品住房和二手住房）的规定，严格审核企业购买的商品住房再次上市交易的年限限制。在新建商品住房项目开盘销售时，居民选房购房优先于企业。

七、实施住房限售。对按照优先购房政策购买的新建商品住房，在购房合同网签备案满 5 年后方可转让。
（来源：Wind）

【国都策略视点】

■ 策略观点：经济恢复已至中后期，制造业投资与可选消费后劲可期

1、从增速来看，国内经济逐季恢复至疫情前水平，但环比动能趋缓。从经济同比增速来看，4Q20 单季度经济增速已恢复至近两年新高；经济环比动能而言，20 年二季度国内复工复产、复商复市前中期的经济环比恢复强劲，2Q20 季调环比增速达+11.6%，而三季度起经济恢复逐步转入中后期，经济环比动能趋缓，20 年 3Q、4Q 季调环比增速依次放缓至+3.0%、+2.6%，但仍远高于前五年同季环比增速均值+1.5%、+1.5%，表明后疫情下国内经济恢复动能仍强于常态水平，预计有望持续至 2Q21。

同时，从制造业 PMI 读数走势来看，也进一步印证以上判断；中采制造业 PMI 在 18 年底至 19 年 10 月大部分月份位于荣枯线 50 下方（主要系新出口订单疲软、企业去库存拖累），而自 19 年底开始回升至 50 上方，仅 20 年 2 月受国内新冠疫情暴发与强力防控影响骤降至 35.7，而 20 年 3 月起迅速反弹至 50 上方，并至今已连续 12 个月位于荣枯线 50 上方，且基本保持在 51-52 近八年高位区间。然而，制造业 PMI 环比连降三月，新近公布的 21 年 2 月 PMI 环比继续回落 0.7 个百分点至近九个月最低值 50.6。

2、从结构来看，驱动力由 20 年的房地产投资、出口转换至 21 年的可选与服务消费、制造业投资及企业补库存。20 年国内经济自疫情中恢复超预期的驱动力主要源自房地产投资韧性、出口增速超预期（填补海外疫情持续加剧下的供需缺口）；具体从投资、消费、工业生产三大经济数据来看：

1）投资端：基建低位平稳、制造业持续回暖、房地产韧性仍可期。20 年固定资产投资累计同比增速+2.9%，呈现逐月回升态势，但仍低于疫情前两年 5-6%增速区间；细分来看，20 年基建、制造业、房地产累计投资增速各为+0.9%、-2.2%、+7.0%，分别较 19 年回落了 2.9、5.3、2.9 个百分点。动态趋势来看，三大投资回暖随疫情不同阶段而恢复节奏各异：基建投资发挥了疫情冲击前期的经济稳定作用，而国内后疫情中后期基建投资回升动能平缓，而制造业投资在疫情前期恢复较为缓慢但持续性更稳定；同时房地产投资韧性足，即疫情前期冲击最小，但恢复较快且稳中缓升。

预计 21 年随着工业企业盈利逐季改善，金融支持实体经济的定向精准政策落地见效，叠加企业补库存，制造业投资有望继续回升+10%上方附近；基建投资受财政总支出力度稳中略降，低基数下有望反弹至+5.0%附近；而房地产投资韧性虽好，但受去年连续出台的“三道红线”、“商业银行房地产贷款集中度新规”等新政，预计房地产投资增速稳中缓降至 5%下方附近。综合而言，21 年制造业投资增速有望显著反弹，提振固定资产投资增速回升至+8.5%附近。

2）消费端：可选与服务消费恢复平稳，也更具持续性。20 年受疫情冲击，城镇居民人均可支配收入实际、名义累计同比+1.2%、

+3.5%，较 19 年显著回落 4.4、3.8 个百分点，并创近二十年增速新低；以上收入增速显著下降压力，使得 20 年城镇居民人均消费性支出实际、名义累计同比-6.0%、-3.8%，均较 19 年大幅下降 11 个百分点左右。

以上城镇居民可支配收入压力下的支出减少，叠加局部疫情屡有反复制约了服务消费的稳定修复，使得 20 年社会消费品零售总额同比下降 3.9%；展望 21 年，随着就业改善、居民可支配收入回升及疫情影响弱化，预计被压制或延后的消费有望释放，重点为家装家具家电、汽车、服装等可选消费，及餐饮、酒店旅游、教育、影视文化等服务消费。预计 21 年消费增速有望转正并大幅反弹至+15%附近。

3）工业生产已恢复至疫情前水平之上，21 年前高后低整体显著反弹。生产供应端方面，工业生产已基本恢复至疫情前水平，叠加出口形势好于预期的拉动，工业增速已恢复至疫情前水平之上。展望 21 年，预计工业增速呈现前高后低走势，上半年在低基数及出口延续高增长驱动下，预计工业增加值有望保持在双位数以上恢复性高增长；而下半年低基数效应消失、且届时海外疫情大幅缓和后的自我生产供应能力提升，出口增速回落，工业增速回落至中低个位数；预计工业增速有望从 20 年的+2.8%，显著反弹至 21 年的+8.5%附近。

3、21 年经济增速前高后低，全年显著反弹。展望 2021 年，随着国内外新冠疫苗大规模接种的逐步推广，预计疫情防控压力对社会经济活力恢复的约束趋于缓解，从而有望为 21 年全球经济的恢复创造必要条件。从驱动力结构来看，21 年我国经济进一步恢复动能主要包括：可选与服务消费回暖、制造业投资回升、企业补库存。

具体经济增速方面，20 年前低后高的基数效应下，预计 21 年季度 GDP 同比增速前高收低，21 年一、二、三、四季度的实际 GDP 同比增速预计为 19.0%、8.0%、6.2%、5.6%附近，预计 21 年实际、名义 GDP 同比为+9.0%、+10.0%附近。

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、海外市场大幅震荡等风险。

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