晨会报告

国都证券研究所晨报 20210302

【财经新闻】

- 证券时报：继续优化个税制度增加民众获得感
- 证券日报头版：单月逾两百万投资者入市，A 股期待投资者结构优化
- 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】

- 重磅！国家电网发布“碳中和”路径图
- 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：两会展望——宏观政策总量稳定结构优化

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：继续优化个税制度增加民众获得感

证券时报头版发布评论表示，又到了一年一度的全国两会时刻。来自社会各界的代表委员们济济一堂、共商国是。在正式会议召开前，一些代表委员也公开了他们的相关建议，这其中，有关个税的话题，总能引发舆论的高度关注。

这是有道理的，2018 年个税征收方式调整，起征点提高到了 5000 元的水平，以及增加了多个抵扣项目，实实在在地给了“打工人”一笔实惠。符合相关应税门槛的群体仍有数千万，加上背后的家庭，影响的人群以亿计，堪称国民话题。纵观代表委员们历年关于个税的建议，大多集中在继续提高起征点、降低最高档税率等方面。一些明星企业家，还发出了个税 1 万元、甚至 3 万元起征的呼声，整体来看，与国民经济发展相契合，“降低税负水平”是讨论个税话题的主旋律。

不过，财税问题有着高度的系统性和专业性，民众期望和财税平衡之间，需要寻求最大公约数。上一次调整前，相关部门广泛征求了民意，最终形成了目前的个税征收机制，包括记者在内的相当一部分人，切实享受了减税降负的红包利好。但站在当下回溯过往，彼时的政策出台比较急迫，一些细节直到几个月后才予以明确。随着经济发展、民众收入和社会消费水平的提升，相关政策也的确有着继续优化的讨论空间。比如，最高档的个税税率为 45%，剔除以高福利闻名的北欧等国家，这个比例在世界上亦处于较高水平，对于科技竞争环境下中国吸引全球的优秀人才，存在一定掣肘。此外，关于年终奖、上市公司股权激励等收入，按照此前财政部给出的方案，是延续此前的优惠举措，为时 3 年；期满后，相关收入将纳入年度收入总额中统一匡算。从整体情况来看，除却一些特殊行业或工种，多数人在过去 3 年，享受了年终奖个税优惠的福利。但今年期满之后，这项福利是否继续存在，将有着很大的疑问。一些接受记者采访的财务人员就坦言，新规下很苦恼——要么企业增加成本，要么员工降低收入。

对于个税未来的改革方向，财政部部长刘昆此前曾表示，“十四五”时期将进一步完善综合与分类相结合的个人所得税制度，适时推进个人所得税改革修法，合理扩大纳入综合征税的所得范围，完善专项附加扣除项目，完善吸引境外高端人才政策体系。结合国家继续实施减税降费政策的背景，诚以为，个税的起征点、年终奖优惠延续等问题，可制定一套类似于社保、公积金缴纳基数的动态调整机制，及时给民众以充分、理性的预期。而在畅通国内国际双循环的大背景下，适当、合理地减税，也是扩大内需、拉动内循环的重要注脚。

（来源：证券时报）

■ 证券日报头版：单月逾两百万投资者入市，A 股期待投资者结构优化

近日，资本市场以实实在在的投资者数据证明了自己“顶流”的地位。

中国结算发布最新的投资者统计数据显示，截至今年 1 月末，投资者数量达 17986.92 万，A 股投资者逾 17925.22 万。其中，1 月份单月新增 209.43 万投资者（自然人 209.05 万，非自然人 0.38 万），这也是自 2020 年 7 月份后，单月新增投资者数量再破 200 万。与之相呼应的数据是，今年以来的 36 个交易日中，有 21 个交易日沪深两市合计成交额破万亿元（1 月份的 20 个交易日中，有 16 个交易日破万亿元）。

笔者认为，上述投资者开户和成交的流量数据，印证了资本市场深化改革和提升上市公司质量等政策对投资端信心的激发，也是未来进一步提高直接融资比重的流动性基础。不过，不可忽视的是，从自然人投资者与机构数量对比、增速对比来看，A 股市场投资者结构还有优化空间。

首先，1 月份开户数快速增加，展现了投资者对于参与资本市场投资活动的积极态度，同时也表现出对于分享资本市场改革发展红利的信心。

去年以来，顶层设计多次聚焦资本市场发展，新证券法实施以来资本市场投资者保护获得更充分重视，注册制由增量向存量成功推进，提高上市公司质量升级至 40 余个省部级行政单位协同推进，中介机构责任继续压实，对外开放水平稳步提升……资本市场改革逐步深化、市场生态优化、融资端活力增强，投资端财富效应进一步显现。因此，新投资者“跑步进入”资本市

场有着相当的合理性和必然性。

当然，开户仅仅是投资的前置性条件，对于资本市场投资端“流量变现”的能力，仍需结合成交、估值等数据进一步观察。

其次，投资者积极入市为提高直接融资比重夯实了基础，也为资本市场进一步服务实体经济高质量发展提供了流动性保障。

《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》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。

此外，证监会去年 10 月份提出的“十四五”时期资本市场六方面重点工作中，第一个方面也是“着眼于提高直接融资比重，加快完善多层次资本市场体系，进一步畅通直接投融资入口，不断完善有利于扩大直接融资、鼓励长期投资的制度安排” 。

对于资本市场而言，投融资需要不断达成更高水平的动平衡。提高直接融资比重，为融资端规划了发展蓝图，而投资端也需要对此作出相应响应。直观来看，投资端流动性的增加有两个路径：其一是存量投资者的增量资金或财富增值；其二则正是新增投资者入市带来的增量资金。相对而言，市场对投资者数量变量的观测更为直观，因此将其视为流动性和市场信心的重要“风向标”之一。

第三，资本市场投资端最终呈现的力量，是资金的合力，甚至可能容纳了部分投资者的非理性拉动力。因此，相对于数量的快速增加，资本市场更需要质量持续提升、结构不断优化的投资者。

衡量投资者质量有多个视角，包括专业知识储备、获得信息能力、资金的长短期限属性、抗压能力等方面。综合来看，机构投资者在普遍意义上更具优势，这也是为什么政策面持续推动中长期机构投资者入市。

不过，从 1 月份的新增投资者数量来看，当月新增机构投资者大幅弱于自然人投资者，两者的入市数量比为 1:550，而去年 12 月份该比值为 1:323。虽然从更具“话语权”的持股市值来判断，机构投资者与自然人投资者的差距并不如数量般悬殊，但投资者结构显然仍存在优化空间。

笔者认为，新增投资者快速入市虽然无疑能够给资本市场带来流量红利，但是也在一定增度上增加了不确定性风险，只有与优质投资理念共舞，将“流量”进化为“质量”，新增投资者才能真正成为资本市场高质量发展的基石。（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】

■ 重磅！国家电网发布“碳中和”路径图

作为中国最大的能源公司之一——国家电网在 3 月 1 日公布了其自身的“碳达峰、碳中和”行动方案。

为了实现行动方案的目标，国家电网设置了电网建设、协调调度和交易机制、节能提效、公司自身减排、技术创新和国际合作六个方面 18 项举措，对未来的“碳中和”路径进行了细致的要求。

今年 1 月 18 日，辛保安正式履职国家电网董事长、党组书记，成为了两年时间内国家电网第四任“一把手”。他面对的不仅是国家电网持续深化改革、实现高质量发展的任务，更肩负着在“碳中和、碳达峰”目标下电力企业变革的重任。

辛保安表示，实现“碳达峰、碳中和”目标，必将为我国加快能源清洁低碳转型、抢占能源电力工业世界制高点提供强劲动力，国家电网将努力当好能源清洁低碳转型的“引领者”“推动者”“先行者”。

而这一行动方案，就是国家电网交出的首份路径图。

电力企业需实现脱碳

2020 年下半年，“碳达峰、碳中和”目标的提出，让中国的许多行业都面临着低碳转型的压力。国家电力投资集团给出了明确的“碳中和”行动方案，中石化、中海油、中国大唐等能源央企也随后宣布启动“碳中和”规划。

随着中国经济结构的转型升级，电力在全部能源负荷中占比也将越来越高，在所有行业可实现的全面脱碳情景中，电力的脱碳都必须先于更大范围的整体经济脱碳。因此，电力系统未来十年的发展，对于中国在 2030 年前实现碳达峰和在 2060 年或更早时间实现碳中和目标至关重要。

也是因此，作为中国最大的电力企业、全球财富 500 强排名第三的国家电网集团，其向碳中和转型的行动，在某种意义上也关乎中国整体“碳达峰、碳中和”任务的进程。

而在国家电网明确的六大方面中，能源互联网的建设及推动网源协调发展和调度交易机制优化尤为关键。

依据《方案》，国家电网将加快构建坚强智能电网，加大跨区输送清洁能源力度，保障清洁能源及时同步并网，支持分布式电源和微电网发展，加快电网向能源互联网升级。

在这些举措的加持下，新增跨区输电通道以输送清洁能源为主，“十四五”规划建成 7 回特高压直流，新增输电能力 5600 万千瓦。到 2025 年，公司经营区跨省跨区输电能力达到 3.0 亿千瓦，输送清洁能源占比达到 50%。

到 2030 年，公司经营区风电、太阳能发电总装机容量将达到 10 亿千瓦以上，水电装机达到 2.8 亿千瓦，核电装机达到 8000 万千瓦；经营区分布式光伏达到 1.8 亿千瓦。

同时，加强“大云物移智链”等技术在能源电力领域的融合创新和应用，促进各类能源互通互济，源网荷储协调互动，支撑新能源发电、多元化储能、新型负荷大规模友好接入。加快信息采集、感知、处理、应用等环节建设，推进各能源品种的数据共享和价值挖掘。到 2025 年，初步建成国际领先的能源互联网。

而在电网协调调度方面，将持续提升系统调节能力，优化电网调度运行，并发挥市场作用扩展消纳空间。

《方案》表示，“十四五”期间，加大抽水蓄能电站规划选点和前期工作，再安排开工建设一批项目，到 2025 年，公司经营区抽水蓄能装机超过 5000 万千瓦。积极支持煤电灵活性改造，尽可能减少煤电发电量，推动电煤消费尽快达峰。支持调峰气电建设和储能规模化应用。积极推动发展“光伏+储能”，提高分布式电源利用效率。

加快全国碳市场建设

值得一提的是，对于煤电的限制，将会很大程度上帮助“碳达峰、碳中和”目标的尽早实现，而在这方面，需要加强政策对于市场的引导。

“在碳达峰和碳中和的目标指引下，现阶段任何新建煤电投资形成的资产都有可能阻碍这一目标的实现，或必须被迫在远早于其使用寿命结束的时间关停，这不但将造成投资资源的浪费，也对电力系统脱碳带来更多挑战。”落基山研究所电力部门高级咨询师曹艺严告诉记者，“因此，符合中国长期碳中和目标的合理策略，应确保中国所有新建发电装机基本为零碳清洁能源。”

《方案》倡议，实现“碳达峰、碳中和”，事关经济社会发展全局和长期战略，需要全社会各行业共同努力。要按照全国一盘棋，统筹好发展与安全、政府与市场、保供与节能、成本与价格，研究制定政府主导、政策引导、市场调节、企业率先、全社会共同参与的国家行动方案，整体实施、持续推进。

曹艺严认为，为了确保可再生能源的快速发展和成本的进一步下降，有必要通过多样的采购形式，继续为可再生能源发电企业的大部分发电量提供长期稳定的价格保障。

而《方案》则建议，需完善市场机制和价格财税政策，建设全国统一电力市场，健全能源电力价格合理形成和成本疏导机制。健全辅助服务市场交易机制，引导火电机组主动参与系统调节。完善抽水蓄能电价形成和容量电费分摊机制，建立储能电站投资回报机制。通过价格机制，调动用户节能降耗和参与需求侧响应的积极性。

同时，基于电力市场化改革成果，加快全国碳市场建设，全面实行碳排放权市场化交易。充分考虑碳市场对于电力市场的影响，发挥两个市场相互促进、协同互补作用，提高清洁能源的市场竞争力。

（来源：Wind）

■ 万亿新风口来了！基础设施公募 REITs 试点渐行渐近

一款能够盘活优质资产、带动扩大基建设领域有效投资的金融投资品——基础设施领域不动产投资信托基金（REITs)目前正在紧锣密鼓、有序推进当中。这将成为股票、债券、现金之外新的大类资产配置类别。

“开展基础设施公募 REITs 试点，有利于深化金融供给侧改革，进一步增强资本市场服务实体经济能力，提升股权融资比重，拓宽社会资本投资渠道。”在 2 月 25 日召开的“REITs 聚势 产业乘风”大湾区基础设施 REITs 发展论坛上，中国证监会副主席李超表示，希望各方凝聚共识、形成合力，共同推进试点工作，并及时总结经验，完善法律制度供给和相关制度安排，促进 REITs 市场制度化、规范化发展。

据了解，围绕公募 REITs 落地的多项配套规则 1 月 29 日已正式发布，深交所基础设施公募 REITs 技术系统正式上线，审核业务系统、信息公开网站和网下发售系统将自 3 月 1 日起启用。据深交所负责人介绍，公募 REITs 已进入首批试点项目正式实施阶段。有业内人士预计，按照目前的进度，首批公募 REITs 项目或将于 2021 年上半年与投资者见面，2021 年或将是境内公募 REITs 的产品元年。

什么是公募 REITs?

REITs 英文全称为 Real Estate Investment Trusts，是指在证券交易所公开交易，通过证券化方式将具有持续、稳定收益的不动产资产或权益转化为流动性较强的上市证券的标准化金融产品。

作为国际通行的配置资产，基础设施 REITs 具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点，能有效盘活存量资产，填补当前金融产品空白，拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重，增强资本市场服务实体经济质效。

国家发展和改革委员会投资司副司长韩志峰指出，REITs 可以为基础设施产业聚发展之势。首先，REITs 能够为基础设施产业提供资本退出渠道，有利于吸引社会投资；其次，基础设施 REITs 可以为基础设施资产提供定价之锚，引导资源配置。最后，发行基础设施 REITs 有利于加强基础设施项目的运营管理，提高管理效率。

配套规则时间轴

从去年年中至今，围绕公募 REITs 落地的配套规则可谓是紧锣密鼓的发布。

2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发改委印发《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》，并颁布配套指引，明确在重点领域以个案方式先行开展基础设施 REITs 试点。

2020 年 8 月 3 日，国家发展改革委办公厅发布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》；8 月 7 日，证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》。

去年中共中央办公厅、国务院办公厅印发《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案(2020-2025 年)》，支持深圳在资本市场先行先试、依法依规开展基础设施领域不动产投资信托基金试点。

2020 年底，中国基金业协会发布了《公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引（试行）》和《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引（试行）》两项配套自律规则。

交易所方面围绕业务、规则和技术的准备也已就绪。沪深交易所、证券业协会 1 月底发布了公募 REITs 业务的七大配套规

则，规范基础设施公募 REITs 上市审核、持续监管及交易运行等。

中国证券登记结算有限责任公司也在近日发布了《公开募集基础设施证券投资基金登记结算业务实施细则（试行）》、《中国证券登记结算有限责任公司上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金登记结算业务指引（试行）》和《中国证券登记结算有限责任公司深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金登记结算业务指引（试行）》等通知。

公募 REITs 已进入首批试点项目正式实施阶段

深交所高度重视 REITs 产品研究与创新，初步形成国内规模最大、不动产类型覆盖全、市场引领效应强和多元化投资者聚集的特色私募 REITs 板块，为基础设施公募 REITs 试点创造了良好生态环境。

公开信息显示，国内首单私募 REITs、首单物流仓储私募 REITs 等市场标杆产品均在深交所推出。截至目前，深交所已累计发行 50 单私募 REITs 产品、发行规模突破 1000 亿元，市场占比近六成。

据深交所负责人介绍，目前，公募 REITs 已进入首批试点项目正式实施阶段。深交所基础设施公募 REITs 技术系统正式上线，审核业务系统、信息公开网站和网下发售系统将自 3 月 1 日起启用，将为国内首批基础设施公募 REITs 产品平稳发行上市提供有力技术保障。

基础设施公募 REITs 是境内创新型金融产品，确保公募 REITs 试点平稳落地，更需要市场各参与方齐心推进。深交所负责人表示，希望充分发挥原始权益人、基金持有人的作用，形成有效的协同和制衡机制，切实提升基础设施项目的运营管理水平。

根据基础设施公募 REITs 试点流程安排，项目由各省级发改委推荐至国家发改委，国家发改委再将符合条件的项目推荐至证监会、深沪交易所履行注册、审查程序。据了解，目前各家机构也在积极准备中。业内预测，基础设施公募 REITs 首批推荐项目或将于上半年发行落地。

大湾区 REITs 资产或可达 34 万亿

REITs 发源于 20 世纪 60 年代的美国 ，并在 20 世纪 90 年代后进入快速发展期，目前全球多个国家已经建立了 REITs 市场。就香港市场来看，截至 2020 年 11 月末，香港上市交易的 REITs 产品共有 11 只，其中有 1 只市值超过一千亿港元，另有 4 只市值超过 100 亿港元。

香港交易所董事总经理兼内地业务发展主管毛志荣指出，发展 REITs 要把握“两个要求和一个关键点”，两个要求，其一是租金收入，底层资产最核心的是要有租金收入。其二是 REITs 的结构，不管以公司型还是信托型的结构，都需要能够将绝大部分利润以分红的形式分配给 REITs 份额的持有人。一个关键点是管理人，不动产在进入 REITs 以后将由专业的管理公司来管理，所以管理人、管理公司的专业经验非常重要。

而新加坡方面，新加坡交易所董事总经理陈庆介绍，截至今年 1 月份，在新加坡交易所上市的 REITs 达到了 43 只，总市值近千亿美元。这些 REITs 产品的底层资产覆盖了医疗、酒店、产业园区等领域，有 10 只产品涵盖了中国大陆的资产，其中有 4 只产品是纯中国发行人的资产，而且这些资产的表现和收益都非常亮眼。

而在粤港澳大湾区方面，深创投与北大汇丰商学院联合开展研究，并发布的《粤港澳大湾区不动产市场研究（2020）》报告显示，经初步推算，粤港澳大湾区可通过 REITs 盘活的不动产规模达 34 万亿元，包括交通基础设施、产业园等。假设从上述 34 万亿元人民币的存量基础设施中，筛选出 5%-10%的资产进行 REITs 运作，对应的 REITs 市场规模将一举超过日本，形成全球排名第二的 REITs 市场，仅次于美国。

（来源：Wind）

【国都策略视点】

■ 策略观点：两会展望——宏观政策总量稳定结构优化

1、近期美债利率或转为窄幅震荡，阶段性缓和估值修正压力。随着主要经济体新冠疫苗接种进程推进、疫情趋势缓和，全球经济正进入供需同步复苏期，叠加拜登政府加大财政刺激规模，美债利率已于 20 年 8 月自历史底部趋势回升至当前 1.5%附近；

近期展望，由于疫情缓解尚待确认，欧美经济复苏位于早中期阶段，预计今年上半年美联储宽松货币政策指引难以调整；随着这一波 10 年期美债利率快速上行后，综合判断 3-5 月 10 年美债利率或维持在 1.5%附近窄幅震荡，全球资产估值下修压力有望阶段性缓和。

随着欧美经济后疫情下的复苏至中后期（结合中国后疫情复苏进程，预计时间为 21Q3-Q4），预计 10Y 美债利率大概率趋势上行至高位区间 1.5-2.5%震荡，届时或触发全球股指趋势性回调。

2、复盘历史数据：一般美债利率高位区间震荡时，股指释放趋势调整压力

美债利率作为全球资产定价的重要基准，上行至 1.5%上方关口后，是否意味着全球资产估值泡沫破裂临界点已至？复盘过去 15 年美债利率-恒指/沪深 300 的走势相关性曲线，小结出一般规律如下：

1）股指阶段见顶下跌期，一般对应美债利率高位区间盘整期，底层逻辑是经济复苏中后期+政策加快收紧，需要提示的是，10Y 美债利率高位区间随美国经济增速中枢下行而下移，过去 15 年分别对应 3-4%、2-3%；

2）股指阶段触底上涨期，一般对应美债利率低位震荡期，底层逻辑是经济下行中后段+政策发力宽松；

3、近期市场展望：两会窗口期有望阶段反弹

近期展望，3 月上中旬全国两会窗口期，宏观政策有望保持平稳，流动性短期无忧；而围绕十四五规划的产业政策预期上升，上市公司年报、季报业绩预告整体呈现加速回暖态势，叠加国内疫情连续多日好转、春节消费娱乐数据呈现复苏态势。以上宏观政策较为平稳、中观行业景气改善、微观企业盈利好转的背景下，近期股指快速调整后，预计两会期间有望反弹。

全球新冠疫苗接种进展顺利，日新增确诊数趋势回落。从目前主要经济体的新冠疫苗接种启动约五周的进度来看，英国、美国、德国居前，截止 2 月 24 日，每百人新冠疫苗接种量依次为 27.86、19.87、6.62 剂次，全球、中国（截至 2 月 9 日）各为 2.85、2.82 剂次。按过去十周的疫苗接种进度来看，预计进展领先的美国、英国的达到群体免疫的 70%疫苗接种率粗算，预计尚需 3-5 个月左右，即在 21 年 5-7 月时点或基本能实现群体免疫的接种率。

全球疫情已转为持续缓和期：1 月中旬起欧美重视科学防控，叠加疫苗接种计划的实施，双管齐下后疫情趋势显著缓和，日新增病例已自 1 月初的近 90 万例顶点回落至目前的 30-40 万区间，按期间日均下降例数、并参考近一个半月的疫苗接种进度线性推测，乐观预计全球疫情有望于二季度大为缓解，届时日新增例数有望降至万级别以内。

4、两会展望：宏观政策总量稳定结构优化

本周全国两会召开在即，市场对中央政府工作报告中关于 21 年经济工作目标、宏观政策、重点任务、主要举措等具体规划与阐述，及十四五规划和二〇三五年远景目标纲要，均高度关注。结合 20 年底中央经济工作会议的宏观政策定调，预计：一宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性；积极的财政政策要提质增效、更可持续，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度；二政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系；三深入推进重点领域改革，依靠创新推动实体经济高质量发展，坚持扩大内需这个战略基点，全面实施乡村振兴战略，实行高水平对外开放。

以推动高质量发展为主题、以深化供给侧结构性改革为主线，中央明确提出把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，把扩大内需作为战略基点，把安全发展贯彻到发展各领域和全过程；未来经济增长预期保持平稳较快增长（未来 15 年 GDP 年均增速 4.7%），强化科技创新与扩大内循环的产业政策。

风险提示：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