日期：2021 年 02 月 02 日

货币趋势性平稳 物价季节性波动

——2021 年 1 月份宏观经济数据预测

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点

1 月份宏观数据预测：CPI=0.4，PPI= -0.3，出口= ，进口= ，顺差= （USD）亿，M2=10.0，M1=8.0，新增信贷 33000 亿，信贷余额 12.5，工业 ，消费 ，投资 。

市场看法：物价延续低迷，外需保持繁荣

整体上看，市场认为经济运行特征不变：物价延续低迷，外需维持较高增速，预示政策倾向的货币环境重现边际后撤态势。本 1 月份公布的宏观经济数据只有物价、进出口和货币，因而市场关注重心实际上集中在物价和货币上。从机构间预测的分布情况看，机构间的预期分歧维持了偏高态势，机构对价格前景和代表政策的货币环境变化，分歧都比较大。市场并未形成通胀预期，货币缓回落的主流预期不变。

我们看法：基数效应下经济高增速实为平稳

虽然疫苗各国均陆续推出，但受产量限制影响，大规模接种还待时日；全球疫情仍未结束，海外疫情只是控制住了恶化，连缓解态势都未形成。受海内外疫情形势差异，出口需求延续保持了旺盛状态，工业经济也得以继续保持繁荣，投资也进入赶工结束后的平稳回升状态；货币在稳健政策基调下，重新回归稳中偏紧状态。叠加季节性因素和货币充裕的双重影响，短期物价环比上涨明显，但在基数效应下，CPI 同比值仍平稳。宏观调控的政策基调在渡过疫情扰动后，逐渐恢复正常，财政宽松和货币平稳的组合不变。经济改善为资本市场的中长期向好局面奠定了基础，短期受流动性边际变化影响，调整或有出现。

房地产市场：泡沫再起，调控加码

2020 年末和 2021 年开年之际，多地楼市泡沫再现，上海、杭州、深圳等地的楼市泡沫再度搅动市场，引发市场恐慌。为避免楼市泡沫风险无限上行，真正将中央政策落实到位，多地出台了多项楼市调控“打补丁”措施。针对楼市局面，调控渐成体系化：三道红线是针对企业的，房贷集中度（即上限控制）是针对银行的；长效机制是针对政府的。由于资本对房地产市场的依赖，地方政府、银行、资本等各方对楼市利益的高度一致性，楼市价格在各方努力下维持坚挺。

政策平稳，市场波动

财政宽松和货币平稳的组合不变。经济改善也为资本市场的中长期向好局面奠定了基础。海外疫情第二波对资本市场的影响趋于弱化，中国经济回暖延续和政策平稳的市场预期较为充分，前期资本市场运行表现逐渐回升在经历一段时期后，或转平稳，市场或在波动中保持平稳偏暖态势。货币市场流动性在中性趋紧政策影响下，短期波动也将增加。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法： 物价延续低迷，外需保持繁荣

按《证券市场周刊》远见杯项目组对 2021 年 1 月份中国经济数据的提前预测 POLL，整体上看，市场认为经济运行特征不变：物价延续低迷，外需维持较高增速，预示政策倾向的货币环境重现边际后撤态势。本提前预测为上期（2020 年 12 月份）数据未公布前完成，由于避免了近期经济数据对情绪的影响，该预测（1 月份经济数据）较好地体现市场上机构对经济短期前景的真实看法。1 月份公布的宏观经济数据只有物价、进出口和货币，因而市场关注重心实际上集中在物价和货币上。从机构间预测的分布情况看，机构间的预期分歧维持了偏高态势，机构对价格前景和代表政策的货币环境变化，分歧都比较大。本次 POLL 表明，市场并未形成通胀预期，货币缓回落的主流预期不变。12 月份实际 CPI 为 0.2，实际数字高于超出市场预期较多，因而市场对物价前景预期应已有修正——收缩幅度收窄；从商品期货变化看， PPI 回升态势已明确，因而 PPI 虽然预期也和 CPI 类似，但回升方向明确。货币预测的差异也仅在于回落幅度，稳中偏降的方向预期一致。

我们看法：基数效应下经济高增速实为平稳

虽然疫苗各国均陆续推出，但受产量限制影响，大规模接种还待时日；全球疫情仍未结束，海外疫情只是控制住了恶化，连缓解态势都未形成。冬春之际气候有利疫情生发；人员有季节性流动增加也不利于疫情控制。为此，各国都加强了社会隔离性控制措施；中国疫情虽然已处于可控状态，正式进入后疫情时代，但为保障疫情控制效果，也采取了减少人员流动、加强监测等控制措施，经济、社会生活不可避免受到影响。受海内外疫情形势差异，出口需求延续保持了旺盛状态，工业经济也得以继续保持繁荣，投资也进入赶工结束后的平稳回升状态；货币在稳健政策基调下，重新回归稳中偏紧状态。

叠加季节性因素和货币充裕的双重影响，短期物价环比上涨明显，但在基数效应下，CPI 同比值仍平稳。宏观调控的政策基调在渡过疫情扰动后，逐渐恢复正常，财政宽松和货币平稳的组合不变。经济改善为资本市场的中长期向好局面奠定了基础，短期受流动性边际变化影响，调整或有出现。

1 月高频数据分析

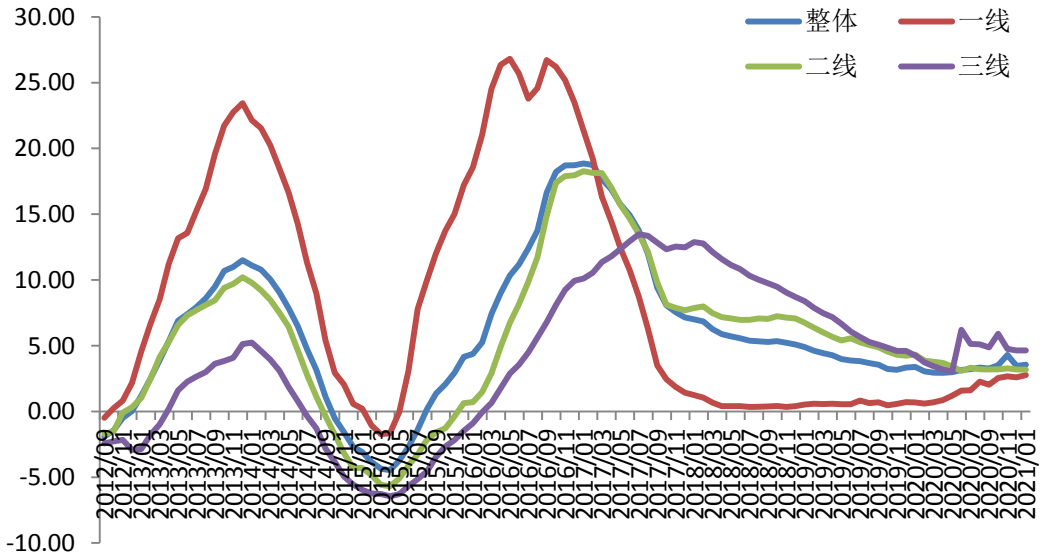
房地产市场：泡沫再起，调控加码

2020 年末和 2021 年开年之际，多地楼市泡沫再现，上海、杭州、深圳等地的楼市泡沫再度搅动市场，引发市场恐慌。为避免楼市泡沫风险无限上行，真正将中央政策落实到位，多地出台了多项楼市调控“打补丁”措施。1 月 23 日，深圳住建局发布了《关于进一步加强我市商品住房购房资格审查和管理的通知》，强调商品住房购房资格审查，进一步严厉打击“代持”等炒房现象；一旦违规，购房者在深圳将被暂停买、卖房 3 年。1 月 29 日，上海银保监局印发通知，再次强化“房住不炒”的定位，并对个人住房信贷管理工作提出了进一步要求：会严格管控个人住房贷款的发放，后续房贷将重点支持购买首套自住房的贷款需求，同时需要满足条件还包括房屋类型为中小户型、建筑结构已经封顶。1 月 21 日，上海发布楼市新政，包括将增值税征免年限从 2 年提高至 5 年；夫妻离异 3 年内购房商品房，住房套数按离异前家庭总套数计算等。1 月 27 日，杭州从住房限购、住房限售、税收调节和无房家庭认定标准及高层次人才优先购房政策等方面进一步加强调控；杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组发布《关于进一步加强房地产市场调控的通知》《通知》主要从五方面来加强杭州房地产市场的调控。一是增加二手房交易成本，调节税收：明确在本市限购范围内，个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整为 5 年。二是限售升级,加紧住房限售。规定新建商品住房项目公证摇号公开销售中签率小于或等于 10%的，自取得不动产证之日起 5 年内不得转让，优先满足无房家庭购房需求的热点商品住房项目，购房人以优先购买方式取得的商品住房，自取得不动产证之日起 5 年内不得转让。三是关闭投机通道，加强了住房限购标准。规定落户本市未满 5 年的，在本市限购范围内限购 1 套住房，还规定将本市限购范围内住房赠与他人的，赠与人须满 3 年才可以购买限购范围内的住房，受赠人家庭必须符合本市住房限购政策(不含遗赠)。四是人才限购升级，完善高层次人才优先购房政策，高层次人才转让本市限购范围内住房的，必须在本市限购范围内无自有住房记录满 3 年方可享受高层次人才优先购房。五是调整无房家庭的认定标准，从 2018 年 4 月 4 日后转让本市限购范围内住房的，在本市限购范围内无自有住房记录满 3 年，才能认定为无房家庭。

在中央一再强调宏观风险和市场严控情况下，地方利益、资本利益和市场惯性仍推动了楼市的上扬，“树可以长到天上去”的市场和社会预期仍占有较大席地。疫情后楼市成交持续活跃，疫情期间压制的成交需求在疫情解除初期得到集中释放；另外，疫情带来的货

币宽松直接刺激了楼市投机热情。针对楼市局面，调控渐成体系化：三道红线是针对企业的，房贷集中度（即上限控制）是针对银行的；长效机制是针对政府的。由于资本对房地产市场的依赖，地方政府、银行、资本等各方对楼市利益的高度一致性，楼市价格在各方努力下维持坚挺。

图 1：中国百城房价指数延续上升态势（当月同比，%）

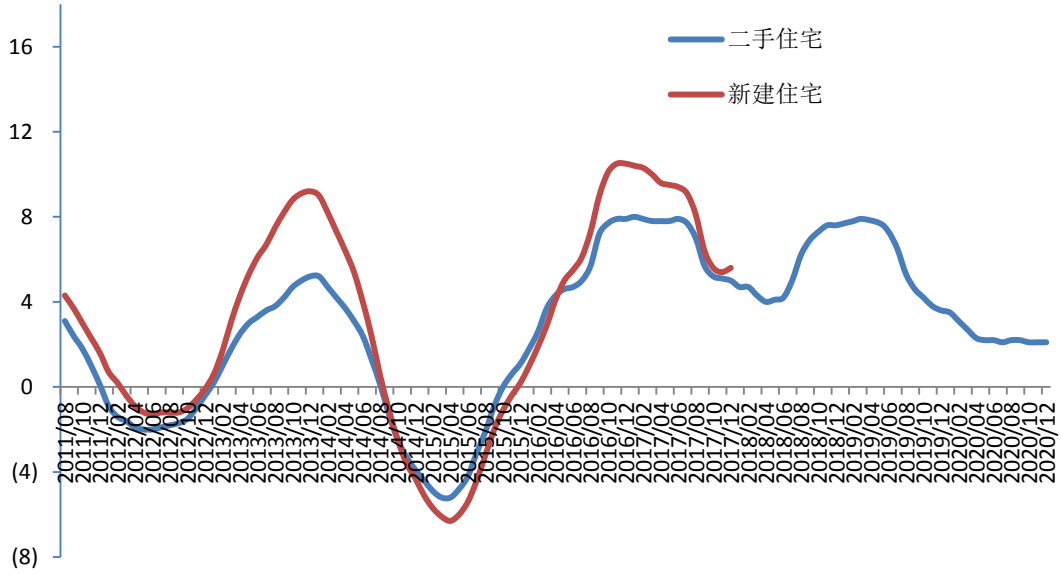


数据来源：wind，上海证券研究所

2020 年 12 月份， 70 个大中城市房地产市场价格稳中略涨。各线城市商品住宅销售价格环比涨幅总体稳定。初步测算，12 月份，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，北京、上海和广州分别上涨 0.3%、0.2%和 0.7%，深圳下降 0.1%。二手住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.5%、0.6%、0.7%和 0.5%。31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均上涨 0.1%，涨幅均与上月相同。35 个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.1%和 0.2%，涨幅均与上月相同。

各线城市商品住宅销售价格同比涨幅有扩有落。12 月份一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 3.9%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格同比上涨 8.6%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 4.0%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 2.2%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 3.5%和 1.4%，涨幅比上月分别回落 0.3 和 0.1 个百分点。

图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

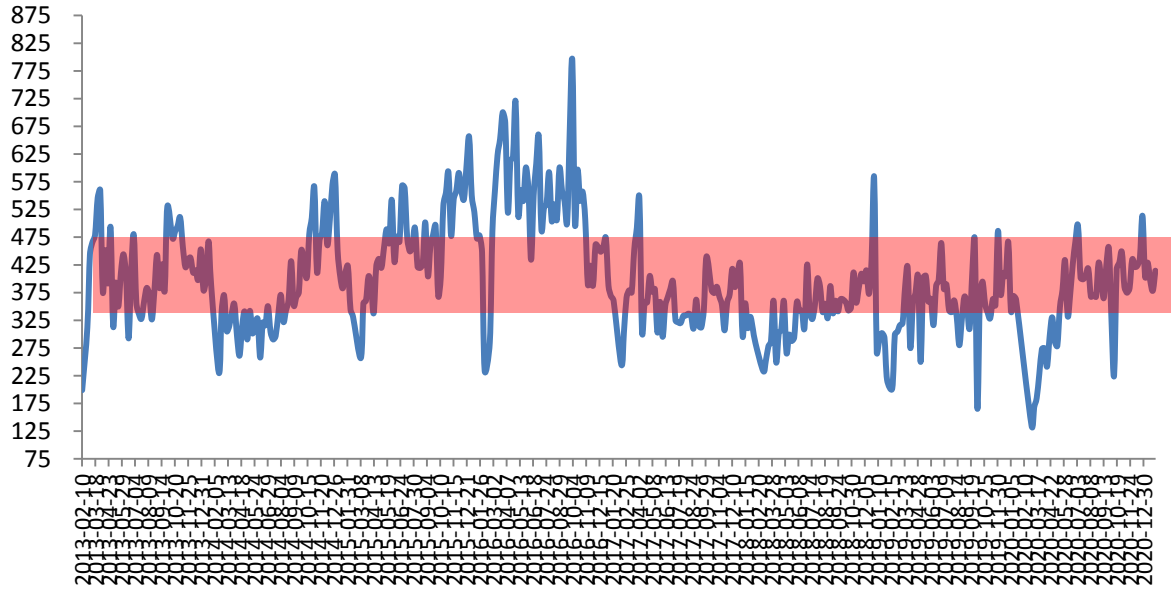
12 月 31 日，为落实党中央、国务院实施好房地产金融审慎管理制度的要求，推动金融供给侧结构性改革，促进房地产和金融市场平稳健康发展，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，建立了银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度。《通知》明确了房地产贷款集中度管理制度的机构覆盖范围、管理要求及调整机制。综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。

2020 年 12 月 2 日，央行副行长明确表态“坚决抑制房地产泡沫”；12 月 30 日，央行联合银保监会出台房地产贷款集中度管理措施；加之之前的“三道红线”融资新规，显然中国管理部门先拆“雷”压风险、再挤泡沫的政策倾向已然明晰。然而，尽管产业层面的“三道红线”融资新规、金融层面的房地产融资上限管理、政府层面的长效机制等楼市调控“三位一体”体系趋完善，货币政策也延续中性稳健，但在货币过分充裕环境下，楼市泡沫对中国经济转型升级的阻碍，由于利益格局调整的复杂性，即使在中央长期严厉调控下，仍难得到有效压制。

市场预期和楼市调控政策目标间仍存较大差距，11 月楼市成交活跃局面再趋上行。2020 年 3 季度后，楼市成交已回升至疫情前水准基础上，呈现走稳迹象--2017 年以来持续在新的区间平稳运行。疫情后的货币放松，让市场再趋活跃，泡沫再度扩大，市场成交延续上扬，年中前后恢复正常，并维持偏高态势。2021 年 1 月份，全国

30 大中城市的周成交规模平均为 404.5 万方，上月为 449.0 万方，2020 年同期为 357.8 万方-扣除春节因素影响。从月度波动上看，2020 年下半年后楼市活跃逐步上升；从整体走势上看，成交持续位于疫情前的正常区间的上方，表明楼市活跃度仍然较高，调控政策还不得放松。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会高位延续，楼市成交新平衡区或抬升到新阶梯高度，高房价对实体经济的伤害必将进一步加大。

图 3：30 个大中城市房屋成交维持高位（日均/周，万平米）

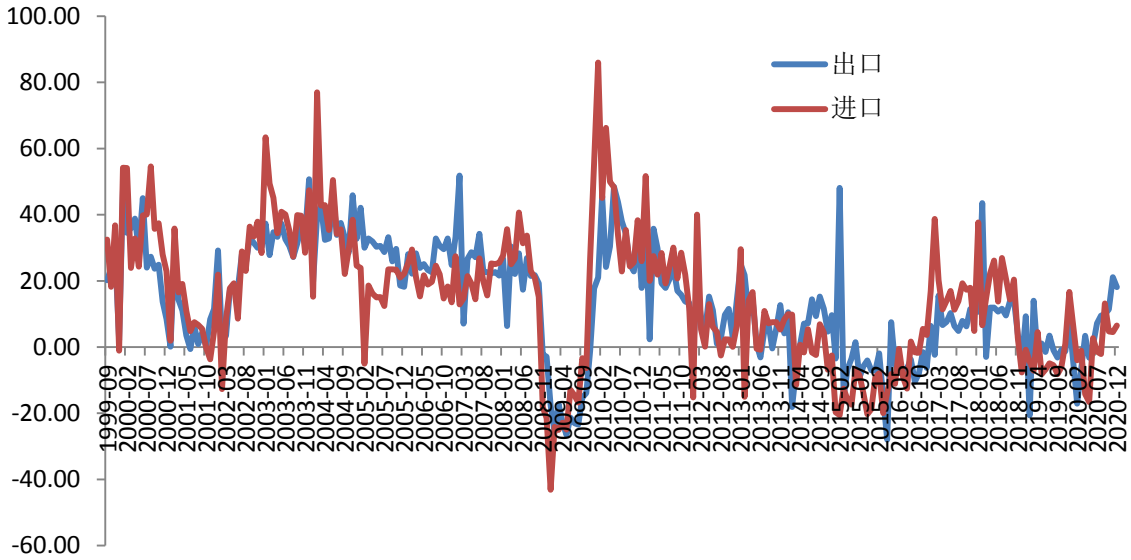


数据来源：wind，上海证券研究所

出口繁荣维持，或达中短期规模顶点

外贸外资增长好于预期，在全球贸易和跨境投资大幅萎缩的情况下，2020 年我国货物进出口总额创历史新高，比上年增长 1.9%。海外疫情对当地经济社会生活的影响仍比较严重，全球生产重心仍集聚于中国。从外贸发展实际情况看，繁荣顺差预期已取代了前期的“衰退式”顺差预期，疫情使全球经济重心加速趋向中国成为市场共识。中外疫情控制形势差异，将增加中国经济的海外需求。只要海外疫情第二波延续，中国经济的海外需求保持旺盛趋势就将延续。据海关统计，2020 年，我国货物贸易进出口总值 32.16 万亿元人民币，比 2019 年增长 1.9%。其中，出口 17.93 万亿元，增长 4%；进口 14.23 万亿元，下降 0.7%；贸易顺差 3.7 万亿元，增加 27.4%。进出口规模和国际市场份额再创历史新高。2020 年，我国外贸经历了一季度大幅震荡后快速回稳，进出口规模逐季攀升，全年进出口总值超过 32 万亿元，创历史新高。

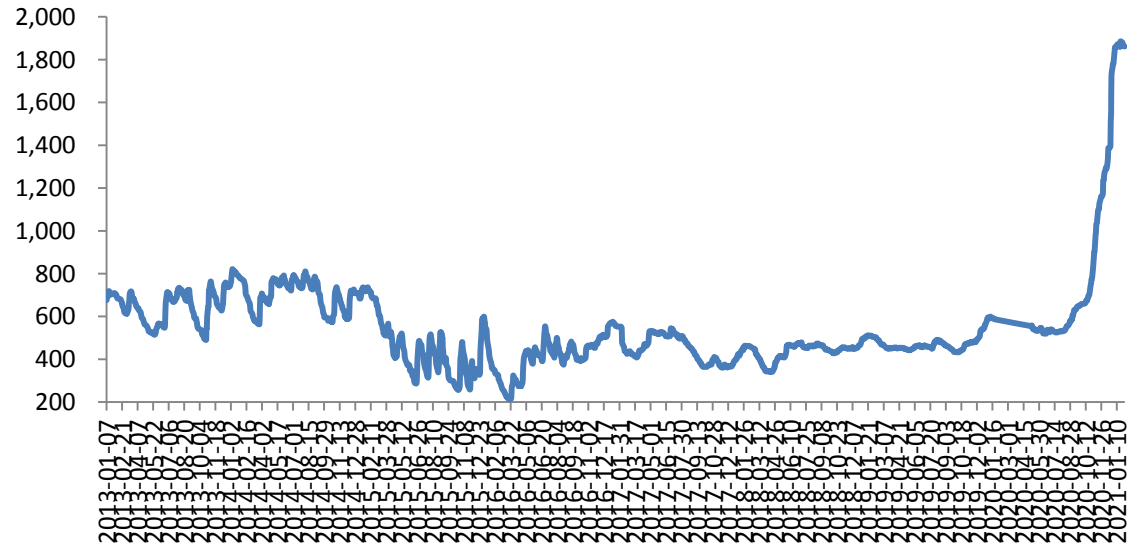
图 4：中国进出口增速变化（当月同比）



数据来源：wind，上海证券研究所

出口增速维持高位，进口则受集装箱限制和海外生产受限、以及大宗商品价格平稳的影响，保持相对稳定，仍将处在低位。2020 年 12 月，美元计出口当月同比增长 18.1%，进口当月同比增长 6.5%，外贸延续繁荣局面。出口的旺盛需求来源显然是中外疫情控制不同态势的结果，海外维持对中国制造防护装置及居家工作设备的高额需求。海外对中国商品需求的暴增，也导致了中国外贸发展的短期失衡——进口增长相对平稳下，外贸顺差快速上升。出口繁荣带动了中国制造业繁荣的同时，也减少了刺激政策出台的必要性，为中国宏调政策的平稳，创造了条件。

图 5：北方国际集装箱运价指数(TCI)



数据来源：wind，上海证券研究所

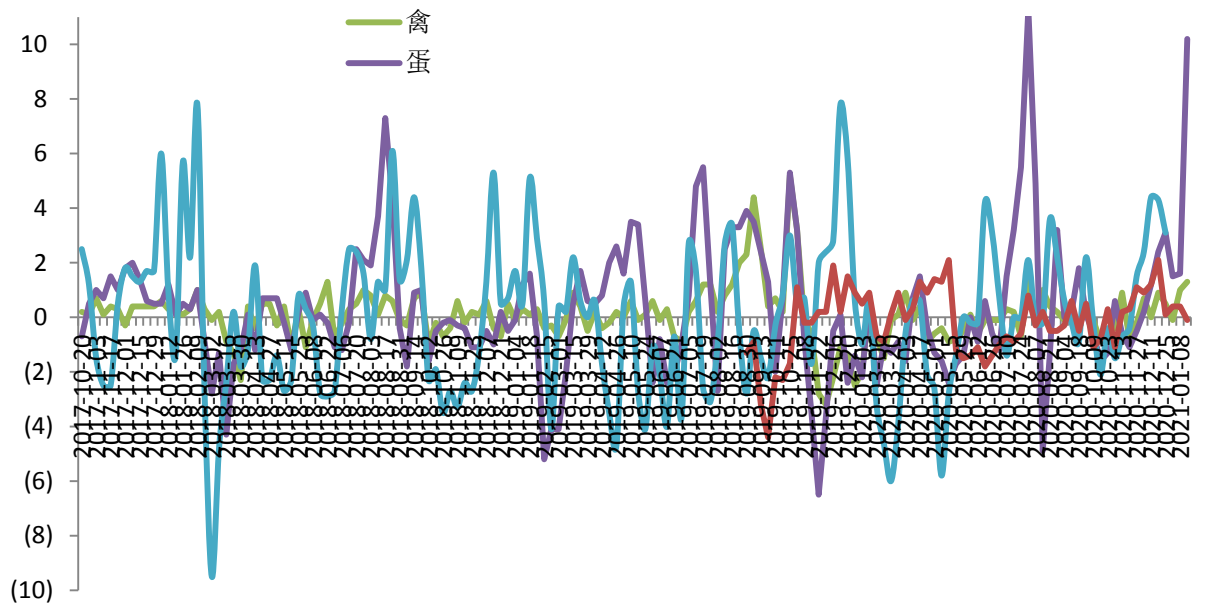
价格维持低位，通缩预期消退

12 月份实际 CPI 同比为 0.2，加之春节前价格的季节性上涨，市场通缩预期因此大为消退； PPI 低迷走势延续仍是市场主流看法，但由于近期大宗商品价格上涨，PPI 环比也维持了缓升态势。但笔直仍然认为，经济低迷时期“防通缩”应为价格管理主要方向，2021 年全年价格仍将维持低迷态势。

2020 年，CPI 从高点逐步回落，PPI 从低位稳步回升，全年物价走势基本平稳，CPI 月度同比前高后低。分月看，同比总体呈前高后低走势。前两个月，受新冠疫情、“猪周期”和春节等因素叠加影响，猪肉等食品价格上涨较快，带动 CPI 上涨较多，同比分别上涨 5.4%和 5.2%；随着疫情防控形势持续向好，生猪产能不断恢复，各项保供稳价措施持续发力，CPI 涨幅从 3 月份开始回落；6、7 月份，由于高温和降雨等极端天气影响，涨幅略有扩大；8 月份 CPI 继续回落，至 11 月份转为下降 0.5%。全年扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 0.8%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。

PPI 整体先降后升。2020 年，PPI 下降 1.8%，降幅比上年扩大 1.5 个百分点。分月看，年初受疫情等因素影响，工业品需求低迷，2 月份起 PPI 环比和同比进入下降区间；随着国内疫情防控形势持续向好，工业生产稳定恢复，基建和房地产投资持续发力，加之部分国际大宗商品价格波动上行，6 月份起 PPI 环比止降转涨，同比降幅稳步收窄。12 月份，PPI 环比上涨 1.1%，为 2017 年 1 月份以来最大涨幅；从绝对价格看，已大体接近疫情冲击前的水平。

图 6：商务部食用品价格指数季节性回升（各类别/周环比，%）

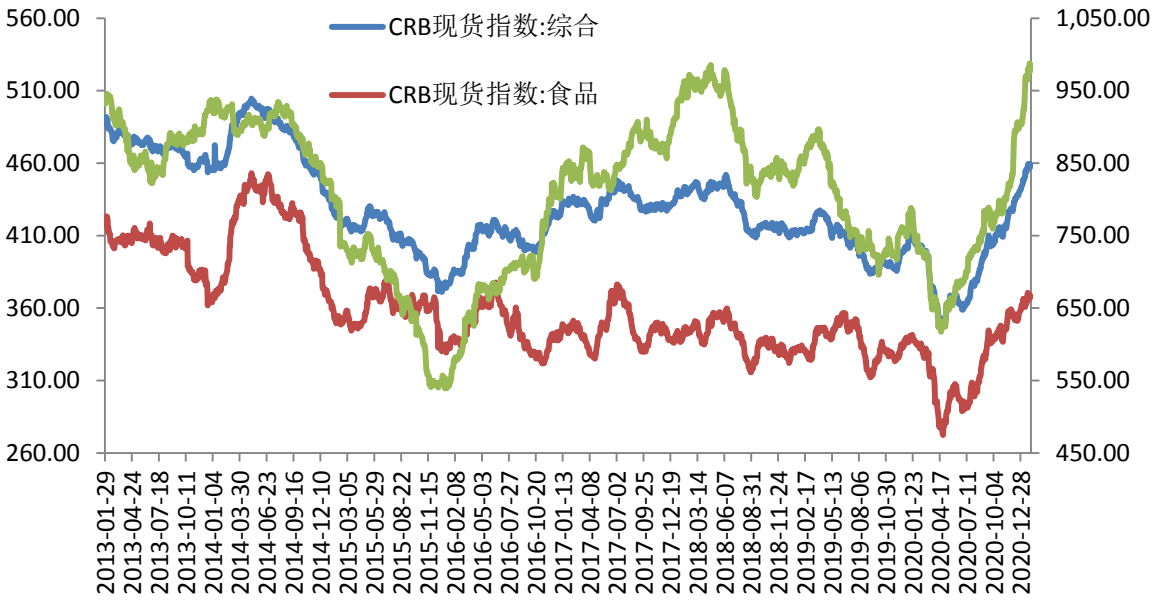


数据来源：wind，上海证券研究所

石油、钢材和煤炭等相关行业价格下降。2020 年，受国际原油价格震荡下跌叠加疫情等因素影响，国内石油相关行业价格总体下行。石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业等石油相关行业价格全年平均降幅在 5.9%—27.4%之间，合计影响 PPI 下降约 1.27 个百分点，占 PPI 总降幅的七成。疫情严重冲击钢材需求，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比从 2 月份起由涨转降，随着需求逐步恢复，加之成本因素推动，9 月份起走出下降区间，四季度涨势加速，全年平均下降 2.1%，影响 PPI 下降约 0.12 个百分点。煤炭整体供大于求，全年平均下降 5.4%，影响 PPI 下降约 0.13 个百分点。

其他主要行业价格有涨有跌。2020 年，受牲畜屠宰、植物油加工和饲料加工等价格上涨影响，农副食品加工业价格上涨 4.8%；文教工美体育和娱乐用品制造业、酒饮料及精制茶制造业、医药制造业、食品制造业价格涨幅在 0.6%-3.3%之间。上述五个行业合计影响 PPI 上涨约 0.36 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.8%。装备制造业价格总体平稳，其中铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业价格上涨 0.4%，仪器仪表制造业价格上涨 0.2%；计算机、通信和其他电子设备制造业价格下降 1.5%，汽车制造业价格下降 0.4%。

图 7：大宗商品走势延续上涨



数据来源：wind，上海证券研究所

1 月份宏观数据预测

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对 12 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1 2021 年 1 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外）

预计公布日期	项目	本月预测	上月实际	上月预测	去年同期
1/31	PMI	52.0	51.9	52.0	35.7
2/1	财新 PMI	53.5	53.0	53.5	40.3
2/10	CPI 涨幅%	0.4	0.2	-0.1	5.4
	PPI 涨幅%	-0.3	-0.4	-1.3	0.1
	出口增速%		18.1	17.3	-17.1
	进口增速%		6.5	4.5	-4.0
	贸易顺差（亿美元）		781.7	800	-69.2
	当月投资（计算数）%		8.9	12.6	-25.7
	当年累计%		2.9	4.0	-24.5
	工业增加值%			9.0	
	当年累计%			3.0	
2/19	M2 增速%	10.0	10.1	10.5	12.1
	M1 增速%	8.0	8.6	11.0	0.0
	信贷新增（10 亿元）	3300	1260	1200	3340
	信贷增速	12.5	12.8	12.8	12.1
	消费增速%		4.6	4.6	-20.5
	当年累计%		-3.9	-4.5	-20.5
4/16	1 季度 GDP 增速%	上月预测：13.0		本月调整：13.0	
	当年累计%	上月预测：9.5		本月调整：9.5	

数据来源：上海证券研究所。

食用农产品价格季节性回升，生产资料价格趋势改变

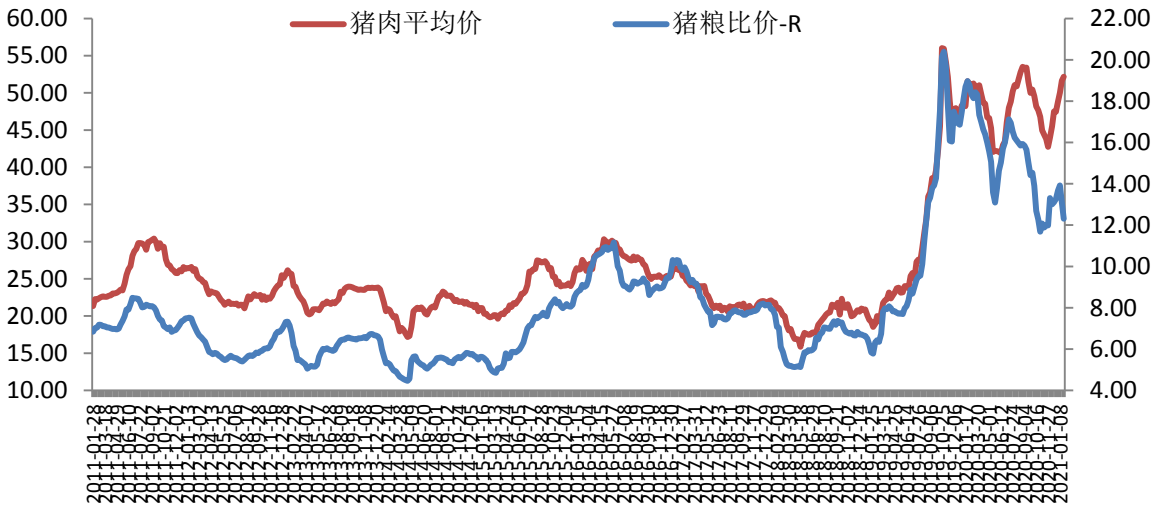
12 月，猪肉价格季节性回升，结束前期的持续缓回落态势；其它食用品整体看呈季节性回升态势，但回升力度偏弱。未来 CPI 同比值在基数效应下，年内通胀下行趋势不变。

据商务部监测，2020 年 12 月 28 日至 2021 年 1 月 3 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 2.4%，生产资料市场价格比前一周下降 0.1%；1 月 4 日至 10 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 1.9%，生产资料市场价格上涨 0.5%；1 月 11 日至 17 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 2%，生产资料市场价格下降 0.3%；1 月 18 日至 24 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 0.5%，生产资料市场价格上涨 0.5%。

CPI 环比回升主要是受季节性因素影响；叠加疫情冲击，1 月份的环比回升幅度或超出正常年份；但在基数作用下，同比仍将保持平

稳。从分类别的影响看，食品价格是影响 CPI 走势的主要因素，食品价格季节性因素明显，1 月份季节性回升力度明显偏强，说明疫情对经济的影响仍然存在。随着生猪生产持续向好，各项保供稳价措施不断发力，猪肉价格同比涨幅逐步回落，绝对价格水平也恢复呈现季节性波动趋势。12 月份，食品烟酒类价格同比上涨 1.4%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 0.44 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 6.5%，影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点；鲜果价格上涨 6.5%，影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点；水产品价格上涨 1.7%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；畜肉类价格上涨 0.6%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点，其中猪肉价格下降 1.3%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点；蛋类价格下降 10.8%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点全国猪肉平均价格 12 月底为 51.65 元/公斤，1 月底为 54.22 元/公斤，涨幅和绝对水平均较高。

图 10：猪肉价格持续回落后走稳（全国，元/公斤）



数据来源：商务部，上海证券研究所

宏观数据对经济和资本市场的影响

经济暖、政策稳的市场预期已打满

市场对中国经济前景预期进一步趋暖：冬春际疫情的零星案例，虽对正常的经济和社会生活带来了影响，但由于应对措施已成形，并且社会有高度一致的预期，疫情防控措施对经济影响比较有限，经济运行整体上仍表现为稳中趋升态势。市场对中国经济中长期前景将趋平稳的预期仍然不变，短期的高增长主要是基数效应的结果，下半年经济增速将快速回落。货币政策稳健中性的基本预期也维持不变，“稳中偏紧”是市场最基本预期。

场整体上认为经济已渡过疫情冲击后的反弹阶段，已转平稳，2021

年的高增长只是基数低而已。从分项指标看，工业、消费和外贸的增长预期基本平稳，出口仍是上半年中国经济繁荣景气的主要维持力量。随着疫苗普及开来的海外疫情冲击在下半年逐渐缓和，出口需求旺盛状态在 2-4Q 后或趋缓和，届时楼市泡沫对中国经济的损害作用或进一步体现。整体看，海外疫情恶化并没有影响市场对中国经济的预期，，忧虑情绪略有上行，表明悲观情绪仍部分存在，乐观情绪有所缓和。

政策平稳，市场波动

尽管短期价格高涨，但经济低迷时期通胀不会持续，价格管理主要应着眼于“防通缩”，未来通胀的回落或再超市场预期。对于货币政策市场预期仍为宽松状态后撤继续，表明市场虽然认为收紧幅度非常缓和，但还未结束，同时一个显著变化是——市场利率体系已进入平衡区；降息和降准的预期短期仍无起色。整体而言，财政宽松和货币平稳的组合不变。经济改善也为资本市场的中长期向好局面奠定了基础。

综合来看，海内外疫情不同的防控态势，改变了中国经济运行的格局：外需持续强劲为中国经济增添了新动力。 “直达实体”的货币政策使得稳健货币政策基调下，金融领域的“宽信用”仍有望得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。海外疫情第二波对资本市场的影响趋于弱化，中国经济回暖延续和政策平稳的市场预期较为充分，前期资本市场运行表现逐渐回升在经历一段时期后，或转平稳，市场或在波动中保持平稳偏暖态势。货币市场流动性在中性趋紧政策影响下，短期波动也将增加。

分析师声明

胡月晓

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。