晨会报告

国都证券研究所晨报 20210129

【财经新闻】

- 证监会部署资本市场改革重点 加快推动构建新发展格局
- 经参头版：分层分类深化国企混合所有制改革
- 政策信号密集释放 民间投资再加力

【行业动态与公司要闻】

- 聚焦基础攻关！工信部大力推动基础电子元器件实现突破
- 水泥“量价齐稳”需坚持错峰生产

【国都策略视点】

- 策略观点：政策回归常态，结构牛驱动力由提估值转至看业绩

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3505.18	-1.91
沪深 300	5377.14	-2.73
深圳成指	14913.21	-3.25
中小板综指	13030.98	-2.90
恒生	28550.77	-2.55
国企	11334.03	-2.72
恒生 AH 溢价	136.89	0.61
标普 500	3787.38	0.98
NASDAQ	13337.16	0.50
MSCI 新兴市场	1350.59	-1.52

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	公用事业	2818.55	0.07
2	传媒	3925.91	-0.65
3	商业贸易	1041.44	-0.73
4	建筑装饰	1492.50	-0.93
5	银行	2343.15	-1.00

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	52.09	-1.03
纽约期金	1841.80	-0.03
伦敦期铜	7904.00	0.78
伦敦期铝	1981.50	-0.30
波罗的海干散货	1470.00	-4.55

研究员 :王树宝
电 话： 010-84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号：S0940511080001
联系人 :傅达理
电 话： 010-87413172
Email： fudali@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】

■ 证监会部署资本市场改革重点 加快推动构建新发展格局

【上海证券报】2021 年证监会系统工作会议昨日召开。证监会党委书记、主席易会满在会上作了题为《把握新发展阶段 贯彻新发展理念 加快推动资本市场服务构建新发展格局》的工作报告。

此次会议对 2021 年资本市场改革、发展、稳定的重点任务作出了部署，提出要科学合理保持 IPO、再融资常态化，扎实推进全面深化资本市场改革开放落实落地，努力保持复杂环境下资本市场稳健发展势头，全面落实“零容忍”的执法理念和打击行动，坚决打赢防范化解重大金融风险攻坚战、持久战。

资本市场总体保持稳健势头

会议在总结 2020 年资本市场改革发展工作时指出，面对新冠肺炎疫情全球流行和复杂形势带来的严峻考验，证监会系统始终坚持稳中求进工作总基调，贯彻新发展理念，坚持“建制度、不干预、零容忍”，统筹推进防控疫情、深化改革、防范风险和支持经济社会发展各项工作，资本市场总体保持了稳健发展势头。

会议认为，证监会坚持特殊时期作出特别安排，体现了监管弹性和温度，强化 IPO、再融资和交易所债券市场融资功能，有力支持了实体经济加快恢复发展。

去年，资本市场实现正常开市和常态化运行，统筹推进投资端和融资端改革，以改革稳定市场预期；创业板改革并试点注册制、新三板改革、健全退市机制等一批标志性改革落地实施，国务院发布进一步提高上市公司质量的意见，权益类基金管理规模创历史新高；资本市场对外开放稳步推进，上市公司和投资者结构出现积极变化，市场韧性明显增强。

同时，资本市场打好防范化解重大金融风险攻坚战，上市公司股票质押风险化解取得实质性成效，债券违约、私募基金等重点领域风险总体收敛；证监会从严从重查处了一批大要案，市场法治建设和生态完善迈出重要步伐；科技监管组织架构体系进一步完善，监管效能也进一步提升。

资本市场风险挑战依然不少

在应对复杂严峻考验的实践中，证监会系统进一步深化了对做好资本市场工作的规律性认识。此次会议将其总结为如下四点：

旗帜鲜明讲政治是确保资本市场始终保持正确发展方向的根本保证；坚持“建制度、不干预、零容忍”是实现资本市场高质量发展的内在逻辑和必然要求；坚持系统观念是破解资本市场突出矛盾和问题的科学方法论；努力打造“忠专实”的干部队伍是资本市场监管事业长远发展的重要支撑。

会议指出，当前，我国经济发展稳定恢复态势不断得到巩固拓展，新发展格局的构建、供给侧结构性改革的深入推进以及有利的宏观政策环境，都为资本市场发展提供了坚实支撑。但也要清醒认识到，资本市场的内外部环境仍存在诸多不确定性，风险挑战依然不少，必须从“十四五”的中长期视角研判资本市场面临的新情况新变化新特点，坚持底线思维，增强忧患意识，着力把握好稳与进、系统统筹与重点突破、创新与监管、加大法规制度供给与狠抓落地见效的关系，努力实现资本市场高质量发展。

部署 2021 年资本市场重点工作

此次会议强调，做好今年的工作对资本市场“十四五”开好局、起好步意义重大，证监会系统要坚持稳中求进、稳字当头，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，服务新发展格局，坚持系统观念，更好统筹发展和安全，坚持“建制度、不干预、零容忍”，坚持市场化法治化国际化，坚持“四个敬畏、一个合力”，深化资本市场改革开放，稳步提高直接融资比重，着力提升资本市场治理能力。

会议部署了以下几个方面的重点工作：

合理确定资本市场重点支持的方向和领域，完善服务创新驱动发展的体制机制安排，主动服务经济社会发展全局；科学合理保持 IPO、再融资常态化，稳定发展交易所债券市场，完善商品及金融期货期权产品体系；完善科创属性评价标准，加强对拟上市企业股东信息披露监管，切实加强监管和风险防范，坚决防止资本无序扩张。

扎实推进全面深化资本市场改革开放落实落地。坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段三原则，做好注册制试点总结评估和改进优化，加快推进配套制度规则完善、强化中介机构责任等工作，为稳步推进全市场注册制改革积极创造条件；统筹抓好进一步提高上市公司质量意见和退市改革方案落地见效，严格退市监管，拓展重整、重组、主动退市等多元退出渠道；进一步深化新三板改革；突出放管结合，深化简政放权；稳步推进制度型对外开放，积极推进跨境审计监管合作，同时加强开放条件下的监管能力建设。

努力保持复杂环境下资本市场稳健发展势头。会议要求，贯彻“不干预”的理念，完善市场内生稳定机制。一方面，以更大力度推进投资端改革，加大权益类基金产品供给与服务创新力度，推动个人养老金投资公募基金政策尽快落地，优化中长期资金入市环境；另一方面，加强宏观形势的跟踪研判，密切关注市场流动性变化，严密监控资金杠杆水平，动态完善应对政策，严防跨市场跨领域跨境的交叉性、输入性风险，切实维护市场稳定运行。

全面落实“零容忍”的执法理念和打击行动，进一步依法从严打击证券违法活动，建立跨部委协调工作小组，加大对欺诈发行、财务造假、市场操纵等恶性违法违规行为的打击力度，对有关机构和个人的责任追究一抓到底。同时，贯彻落实新证券法和刑法修正案（十一），配合修订证券期货犯罪案件刑事立案追诉标准，出台欺诈发行股票责令回购等配套制度；推动期货法立法，加快推进行政和解办法、上市公司监管条例等法规制定；依法从严加强对上市公司、中介机构等各类市场主体的日常监管，优化市场生态。

坚决打赢防范化解重大金融风险攻坚战持久战。会议提出，要坚持标本兼治，消化存量和遏制增量并举，排好优先序、打好主动仗；稳妥化解债券违约风险，加大债券市场基础制度和法治供给，优化债券违约市场化处置机制，加强统一执法，严肃查处“逃废债”等违法违规行为；加快推进“伪私募”等相关风险的分批处置，严格落实私募基金底线性要求，建立部际联动、央地协作的风险防范处置机制，加快推动出台私募条例；强化场内外一致性监管，巩固深化股票质押风险处置成效。会同有关部门将各类金融活动依法全面纳入监管，消除监管真空。

加快推进科技和业务的深度融合。包括：聚焦“数据让监管更加智慧”的愿景，全面提升监管科技和行业金融科技发展水平；突出问题导向、应用导向和结果导向，夯实数据治理基础，扎实推进重点项目建设，强化科技对监管的有效支撑；加强证券期货行业科技发展的统筹规划，大力促进大数据、云计算、区块链、人工智能等创新科技在行业的推广应用，提升行业科技安全管理水平。

另外，此次会议还强调，要充分发挥全面从严治党的引领保障作用，以强有力的政治监督确保党中央重大决策部署不折不扣贯彻落实到位。坚持将金融领域反腐败工作与深化改革、完善制度、促进治理贯通起来，健全重要权力部门、关键岗位、重点人员的监督制约机制，加强对关键少数尤其是“一把手”的监督，做好金融反腐和处置金融风险统筹衔接，进一步强化监管和内部治理，深入推进党风廉政建设和反腐败斗争，营造风清气正的良好政治生态。

■ 经参头版：分层分类深化国企混合所有制改革

【经济参考报】混合所有制改革是国资国企改革的重要突破口。近年来，我国国有企业混合所有制改革取得了一系列积极进展。

当前，中央企业混合所有制企业的户数占比超过 70%，地方国有企业混合所有制户数占比 54%，电力、民航、电信、军工等重点领域的混合所有制改革试点稳步推进。至 2020 年底，上市公司已成为中央企业混改的主要载体，半数以上国有资本集中在公众化的上市公司，中央企业控股的上市公司资产总额、利润分别占央企整体的 67%和 88%。当前，中央企业所有者权益中引入社会资本形成的少数股东权益由 2012 年底的 3.1 万亿元增加到 2020 年的 9.4 万亿元，占比由 27%提升到 38%。

2020 年中央企业混改步伐明显加快，三分之二的中央企业引进了各类社会资本。2020 年 1-8 月，中央企业通过投资入股、并购重组、增资扩股等方式引入超过 1700 亿元的社会资本，同比增长 28%，投资入股超过 6000 家非公企业，投资总额超过 4000 亿元。此外，2020 年，中国诚通控股集团有限公司作为主要发起人成立了中国国有企业混合所有制改革基金，基金总规模 2000 亿元，首期募集资金 707 亿元，在基金层面实现了混合所有制，进一步拓宽了社会资本参与国企混合所有制改革的渠道。

混合所有制的深入推进，极大地发挥了非国有股东的积极作用，推动完善国有企业及其他企业的公司治理，助推各类所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。混合所有制改革过程中，国有企业加快深化三项制度改革，有的企业在加强业绩考核的同时实施员工持股等长期激励，有效促进了经营机制的市场化。国有企业混合所有制改革深入推进，在有效促进企业经营机制转换的同时，中央企业还通过产业链、供应链的合作，与地方国有资本、民营企业、中小企业协调发展，加快中央企业、社会资本整合，有效地发挥了国有资本的影响力和带动力。

下一步，要继续坚持因地施策、因业施策、因企施策，宜独则独、宜控则控、宜参则参，不搞拉郎配，不搞全覆盖，不设时间表，分层分类深化混合所有制改革。要重点推进国有资本投资、运营公司出资企业和商业一类子企业混合所有制改革，稳妥推进商业二类子企业混合所有制改革，规范有序推进具备条件的公益类企业投资主体多元化，加强对混改全过程的监督，切实防止国有资产流失。要通过进一步深化混合所有制改革，在推动中央企业与中小企业合作，加强与各类企

业进行股权融合、战略合作、资源整合，加强产业链供应链上下游协同，实现各类市场主体协同发展的同时，进一步推动混合所有制企业深度转换经营机制，成为依法自主经营、自负盈亏、自担风险、自我约束、自我发展的独立市场主体。

■ **政策信号密集释放 民间投资再加力**

【经济参考报】近日，各省密集发布的 2020 年经济“年报”显示，我国民间投资持续升温，不仅增速加快，而且投资项目规模扩大，占比上升。稳民间投资已经成为稳投资、稳增长的重要一环。

“十四五”开局之年，加力激发民间投资活力政策信号密集释放。从部委到地方正在加快部署，围绕降低民间投资成本、拓宽民间投资渠道、完善推介项目长效机制多箭齐发，打出新一轮政策组合拳。从吸引民资重点领域看，“两新一重”特别是补短板重大项目、新型基础设施建设等成为关键“落子”。

国家统计局数据显示，2020 年前 11 个月，我国民间投资增长 0.2%，增速实现年内首次转正。全年民间投资 289264 亿元，增长 1.0%。

“2020 年，随着一系列支持民营经济发展及减税降费等政策落地，民间投资正呈现稳步恢复态势，民营经济活力加速释放。”中国企业联合会研究部研究员刘兴国对《经济参考报》记者表示，民间资本是新增投资的重要贡献者，民间投资的增长对拉动社会投资总量增长具有重要影响。

中国国际经济交流中心经济研究部副部长刘向东也对《经济参考报》记者指出，民间投资在我国投资结构中占较大比重，对推动投资回升发挥重要作用。他还表示，民间投资更贴近经济生活和市场需要，有利于通过需求牵引优化投资结构，加快推动供给体系优化升级。

2021 年是“十四五”开局之年，大力补短板强弱项，进一步发挥投资关键作用，促进经济平稳健康可持续发展，民间投资仍大有可为。

在国家发展改革委 1 月 19 日举行的新闻发布会上，国家发展改革委政研室主任袁达表示，将完善向民间资本推介项目长效机制，支持民间投资参与补短板和新型基础设施建设。规范推广政府和社会资本合作（PPP）模式，吸引民间资本参与。引导银行积极增加民营企业信用贷款、中长期贷款规模和比例，降低民间投资负担。稳妥开展基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点，有效盘活存量资产，拓宽民间投资渠道。

记者注意到，在各省近期发布的政府工作报告中，不少对民间投资作出了制度安排，要求破除民间资本进入重点领域的障碍，激发民间投资活力。

贵州将 2021 年民间投资占固定资产投资比重 45%左右作为高质量发展的目标之一；广西提出，创新投融资方式，积极争取项目列入基础设施领域不动产投资信托基金试点，推广和完善 PPP 模式，进一步激发民间投资活力。山西提出，坚持项目为王，科学安排政府投资，充分调动民间投资积极性，聚焦“六新”突破、“两新一重”等领域，深入推进转型项目建设。

从各地披露信息看，“两新一重”是民间投资关键领域，不少地方明确了 5G 基站、大数据中心等项目建设规模。

“随着改革的不断推进、惠企政策的陆续出台与落地实施，民间投资面临的外部环境会得到进一步优化，不确定性因素的影响也将有所削弱或得到有效控制，民间投资发展机会将不断涌现，进而对民间投资增长起到很好的推动作用。”刘兴国说。

他还指出，民间投资对优化经济结构具有十分重要的意义。一方面，民间投资的增长，有助于促进公平竞争市场环境建设，更好促进资源优化配置；另一方面，民间资本对未来发展机会更具敏觉性，可以在发现和培育新兴产业方面发挥重要作用，为加快产业结构升级调整作出积极贡献。

【行业动态与公司要闻】

■ **聚焦基础攻关！工信部大力推动基础电子元器件实现突破**

核心元器件是产业发展的基础。数字时代，基础电子元器件意义格外重要。29 日，工信部对外发布《基础电子元器件产业发展行动计划（2021-2023 年）》，明确提出要面向智能终端、5G、工业互联网等重点市场，推动基础电子元器件产业实现突破，到 2023 年电子元器件销售总额达到 21000 亿元。

基础电子元器件广泛应用于智能终端、汽车电子、5G 通信等领域，发挥着关键作用。以多层片式陶瓷电容器为例，每台手机平均使用多层片式陶瓷电容器数量超过 1000 只，每辆新能源汽车使用量超过 10000 只。

工信部电子信息司副司长杨旭东表示，我国电子元器件本土供应链总体完善，产品门类较为齐全，但行业大而不强的问题依然存在。无论是技术水平还是产业化能力，都与国际先进水平存在差距。

“电子元器件包括电阻、电容、电感、电位器等，我们以行业发展急需、基础地位重要、市场潜力巨大的若干基础电子元器件为重点，加快推动产业发展。”杨旭东说。

工信部提出，到 2023 年，优势产品竞争力进一步增强，产业链安全供应水平显著提升，面向智能终端、5G、工业互联网等重要行业，推动基础电子元器件实现突破，并特别提出电子元器件销售总额达到 21000 亿元，充分满足信息技术市场规模需求。

此外，突破一批电子元器件关键技术，片式多层陶瓷电容器、光通信器件等重点产品专利布局更加完善，形成一批具有国际竞争优势的电子元器件企业，力争 15 家企业营收规模突破 100 亿元。

同时，从提升产业创新能力、强化市场应用推广、夯实配套产业基础、引导产业转型升级等七个方面明确重点工作。

工信部特别提出，将加大政策支持力度，鼓励制造业转型升级基金等加大投资力度，引导地方投资基金协同支持，鼓励社会资本参与，吸引多元化支持。同时优化产业发展环境，深化国际交流合作。

■ 水泥“量价齐稳”需坚持错峰生产

中国水泥协会最新数据显示，2020 年全国累计水泥产量 23.77 亿吨，同比增长 1.6%，增速较 2020 年 1 月至 11 月提高 0.4 个百分点，低于上年同期 4.5 个百分点；12 月份，全国单月水泥产量 2.13 亿吨，同比增长 6.3%，环比下降 12.3%。

2020 年受新冠肺炎疫情和汛情双重影响，水泥行业运行出现大幅波动。“其中一季度我国水泥产量同比下降 24%，创本世纪以来最大跌幅，二、三季度随着疫情得到有效控制，经济持续稳定复苏，基础设施建设快速恢复，水泥市场逐步好转，需求强势反弹，水泥产量增速由负转正。”中国水泥协会执行会长孔祥忠认为，2020 年水泥行业总体呈现了“量价齐稳”的态势，全年行业效益与上年基本持平。

孔祥忠表示，水泥企业有效执行产能减量置换和错峰生产等政策，为 2020 年实现行业效益稳增长目标提供了重要保障。“产能减量置换政策的有效落实使得行业新增产能总体得到了有效控制；各地通过开展错峰生产和行业自律，较好地实现了各区域市场供需动态平衡。”

此外，随着科技投入和数字化技术应用的普遍推广，水泥行业、企业的创新能力得到了迅速提升。2020 年中国水泥协会新制定了 8 项行业标准，创历年之最；数字化应用方面，水泥企业大力推进数字化转型，积极探索智能制造，打造智能化工厂。目前，水泥行业在管理、生产技术等方面的数字化应用已经迈上了一个新台阶。

从投资来看，在经历 2020 年前 2 个月的大幅滑落之后，水泥行业固定资产投资增速保持了努力回升的态势，全年达 51.89 万亿元，同比增长 2.9%，增速低于上年同期 2.5 个百分点。分地区看，东部地区投资同比增长 3.8%，中部地区增长 0.7%，西部地区、东北地区投资分别增长 4.4%和 4.3%。

尽管 2020 年水泥行业整体实现了健康平稳发展，西部地区、东北地区的投资也在提速，但孔祥忠表示，行业仍存在区域发展不均衡的问题，“南强北弱”的市场差异依旧突出。“客观上这种差异与我国各地区经济发展水平高度相关。此外，个别省份为追求投资盲目新增产能的情况依然存在。部分水泥企业错峰生产、产能置换等政策执行不到位，行业自律不足等现象时有发生。”

孔祥忠认为，东北和贵州等地区存在水泥需求不足等客观市场因素，但当地部分水泥企业格局不高、经营理念落后是主要原因。“建议企业要以常态化错峰生产新政为依托，以贯彻执行新政为抓手，强化行业自律意识，做好政策落实。同时，区域内大企业要做产业政策执行的表率，发挥引领作用。”

对于 2021 年水泥行业发展走势，孔祥忠认为，基于基础设施建设投资仍将为我国经济稳增长发挥重要作用，水泥市场需求仍能保持稳定。加之水泥错峰生产和产能置换两大产业政策保持延续，预计水泥行业效益将会继续保持平稳增长。

“但是，国家对生态文明建设要求不断提高，水泥行业面临的环境保护、节能减排低碳发展及协同处置任务会持续增加。”孔祥忠表示，按照“十四五”规划《建议》要求，水泥行业仍需不断加大科技投入，提升行业发展质量。今年水泥行业要启动碳达峰、碳中和工作，在维护市场公平竞争环境中尤其要注重反垄断和反不正当竞争行为。

目前，水泥行业产能严重过剩的局面没有改变，尤其是北方地区产能过剩矛盾更加突出，部分地区无序竞争导致区域性行业亏损，行业供给侧结构性改革任务依然艰巨，需要持续推进。此外，大企业集团经营理念存在差异，行业自律有待

深化。“这些情况都是水泥行业‘十四五’期间面临的挑战。”孔祥忠说。

【国都策略视点】

■ **策略观点：政策回归常态，结构牛驱动力由提估值转至看业绩**

1、经济恢复正常，政策回归常态。20 年上半年疫情冲击期的非常规对冲性宏观政策，取得了预期的“六稳六保”效果，但同时导致我国实体经济的宏观杠杆率大幅攀升，前三季度杠杆率累计上升 24.7 个百分点至 270.1%的历史新高，其中非金融企业、居民、政府部门的杠杆率各攀升 12.7、5.6、6.4 个百分点。

20 年底的中央经济工作会议提出，宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，并强调政策操作上不急转弯；对 21 年财政、货币政策的定调为：一积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作；二稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

2、宽货币宽信用已转为稳货币紧信用。近期发布的 12 月 M2、社融、贷款同比增速悉数回落，且两者明显回落 0.6、0.3ppt 至 10.1%、13.3%，收窄至 20 年 3、8 月水平；国内经济逐步恢复至疫情前水平，宽货币宽信用已转为稳货币紧信用，代表信用政策的社融累计同比增速已连续两月回落。

整体来看，我国金融环境的趋势变化，正由 20 年上半年的宽货币宽信用，转为 20 年 7-10 月的稳货币宽信用、11 月以来的稳货币紧信用；预计 21 年下半年若经济稳增长压力上升、通胀温和确定，届时或再度灵活边际调整为宽货币稳信用。

展望未来，21 年财政赤字率小幅下调，财政支出总规模稳中略降，地方政府债券、专项债发行规模收窄，从而拖累 21 年新增社融规模及其同比增速。从今年地方专项债提前下发额度及前置发行仍未如前两年启动可知，年初新增社融同比收缩压力仍将持续。展望全年，按保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配的定调，及 21 年我国名义 GDP 增速 10%附近测算，预计 21 年的 M2、社融存量同比增速预期目标，分别由 20 年的 10.5%、13.5%下调 1-2 个百分点至 9.5%、11.5%附近。

3、金融政策回归常态的影响一：金融政策回归常态，权益资产难以再提估值。

我们认为，稳货币紧信用趋势下，预计 21 年存款准备金率、MLF 及逆回购操作利率调整空间非常有限，市场资金利率料保持平稳，无风险利率波动区间大概率趋于收敛，预计 10 年期国债利率合理区间在 2.9%-3.4%。

20 年下半年随着国内生产生活恢复正常、经济逐季恢复常态，后疫情下政策逐步回归常态的趋势确定。中央明确定调政策操作不急转弯，预示政策退出节奏平缓，但政策转弯收紧趋势已定，流动性边际收敛对权益资产估值的压制持续存在，尤其是当前全 A 股、剔除金融两油的 A 股的滚动 PE 各为 23.9、39.9 倍，已位于近十年历史区间的 97%、83%分位数。稳货币紧信用周期，高估值难以继续提拔。

估值板块分布来看，消费高科技略高，中游制造合理传统周期偏低。从当前行业估值所处近十年历史分位数来看，市场普遍看好的消费板块估值多数已位于 85%分位数以上，科技板块估值普遍位于 60-80%分位数区间，建材机械化工军工等行业景气度向上的中游制造业普遍位于 30-70%，而传统周期板块估值仍位于历史分位数 30%下方。

4、金融政策回归常态的影响二：结构性信用政策有保有压，兴制造业抑房地产稳基建。20 年 11 月起社融增速已见顶连降两月，但结合企业、居民短期、中长期贷款当月同比变化可知，信用政策趋紧下结构性有保有压，可概括为“兴制造业抑房地产稳基建”。

1）实体企业中长期信贷连续十月同比增加，且近三月保持在 1500-1900 亿元的增量区间，未随信用收缩而明显减少；企业中长贷保持平稳增长，印证制造业投资增速回升态势可持续，为 21 年经济回升两大动力之一，结构性金融政策压降房地产、稳住基建投资，重点支持制造业与中小微企业；

2）居民中长贷同比变化连续三个月减少，12 月由正转负-432 亿元，表明房住不炒政策调控定力，预计在商业银行涉房贷款集中度新规下，居民中长贷增速趋降；

3）居民短贷同比变化近三月偏弱，短期或系互联网放贷平台整改所致，或拖累消费增速反弹，后续或需居民收入改善，助力可选与服务消费恢复至疫情前正常水平。

5、结构性牛市步入业绩驱动的下半场。随着 20 年 5 月货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用、中期内逆周期政策逐步退出下，20 年下半年起流动性驱动力边际收敛，明年甚至存在拐点性收紧压力。由此可判断，本轮结构性牛市第一阶段的驱动力，流动性充裕为主推动的估值修复动力已衰减。

本轮 A 股的结构性牛市，已由 18 年底至 20 年 6 月的提估值炒预期的上半场，自 20 年 7 月起切换至看业绩修估值的下半场；预计随着未来半年内宏观经济及上市公司业绩加速回升，近中期低估值的顺周期板块有望进入业绩与估值双升的戴维斯双击阶段而领涨；而中长期内的科技冠军、中上游制造业顺周期、可选消费白马股，业绩景气有望超预期上行，股价有望进入业绩快增而估值缓降的第二波上涨期。

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