国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20210111

【财经新闻】

- 货币政策要“稳”字当头 持续激发市场主体活力——中国人民银行行长易纲谈 2021 年金融热点问题
- 2021 年减税降费持续推进 更深层红利可期
- 首席经济学家把脉全球经济 内需拉动中国经济继续领跑

【行业动态与公司要闻】

- 多地勾勒 2021 年新兴产业发展施工图 新能源、生物医药、集成电路等成部署重点
- 促消费政策加力 2021 年汽车市场有望正增长

【国都策略视点】

- 策略观点：头部公司泡沫化初期，破裂或待美元趋紧

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3570.11	-0.17
沪深 300	5495.43	-0.33
深圳成指	15319.29	-0.24
中小板综指	13298.03	-0.12
恒生	27878.22	1.20
国企	10955.55	1.47
恒生 AH 溢价	139.84	-0.89
标普 500	3824.68	0.55
NASDAQ	13201.98	1.03
MSCI 新兴市场	1353.53	2.36

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	传媒	3416.81	3.10
2	通信	1496.68	2.10
3	计算机	2989.00	1.82
4	汽车	3569.76	1.28
5	商业贸易	1604.12	1.26

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	52.73	3.55
纽约期金	1849.90	-3.39
伦敦期铜	8084.50	-1.07
伦敦期铝	2016.00	-0.54
波罗的海干散货	1606.00	10.91

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】

■ 货币政策要“稳”字当头 持续激发市场主体活力——中国人民银行行长易纲谈 2021 年金融热点问题

【新华社】2021 年是“十四五”开局之年。作为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，中国金融政策的一举一动都备受关注。

今年我国的货币政策走向如何？怎样持续激发市场主体活力？如何织密金融安全网？中国人民银行行长易纲日前就 2021 年金融领域热点问题，接受了新华社记者采访。

货币政策要“稳”字当头

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。2021 年人民银行如何实施好稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度？

“2021 年货币政策要‘稳’字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。”易纲表示，在总量方面，综合运用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持广义货币（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。在结构方面，发挥好货币政策工具精准滴灌作用，加大对科技创新、小微企业、绿色发展等重点任务的金融支持。同时，深化利率汇率市场化改革，巩固贷款实际利率下降成果，增强人民币汇率弹性。

疫情期间特殊的、阶段性的政策在完成使命后将退出，如何避免政策退出的叠加效应？

对此，易纲表示，中国没有采取零利率甚至负利率，也没有实施量化宽松政策，是少数实施正常货币政策的主要经济体之一，一直以来也没有“大水漫灌”。因此，对于中国的货币政策而言，退出问题较小。

宏观杠杆率增速预计今年回到基本稳定轨道

受疫情影响，2020 年上半年我国宏观杠杆率阶段性上升。新的一年，人民银行将如何平衡恢复经济和防范风险？

“从宏观上，要稳住宏观杠杆率。”易纲表示，2020 年，疫情冲击使 GDP 增长率较低，使得我国宏观杠杆率，也就是总负债和 GDP 之比明显上升。去年第三季度以来，宏观杠杆率增速已经放慢，预计今年可以回到基本稳定的轨道。

易纲强调，在支持实体经济发展的同时,注意防范金融风险的积累。要稳妥处置个体机构风险和重点领域风险，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，进一步压实各方责任，补齐监管制度短板。风险处置过程坚持依法合规、稳妥有序。完善风险处置长效机制，多渠道补充中小银行资本金。加强行为监管，严肃查处违法违规行为。

支持好实体经济特别是小微企业发展

金融系统始终关注小微企业、个体工商户等市场主体的发展，2020 年已实现向实体经济让利 1.5 万亿元的目标。

今年如何提升金融服务的普惠性，更好地支持实体经济、特别是小微企业的发展？

易纲表示，金融系统将进一步强化金融有效支持实体经济的体制机制，按照市场化、法治化、国际化原则，健全具有高度适应性、竞争力、普惠型的现代金融体系，完善激励约束机制，设计和创新结构性货币政策工具，继续支持好实体经济特别是小微企业的发展。今年将重点做好四方面工作：

——继续实施普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划，两个工具支持力度保持不变。继续运用普惠性再贷款再贴现政策，引导金融机构加大对“三农”、小微和民营企业等领域的支持力度。

——持续开展商业银行中小微企业金融服务能力提升工程，支持商业银行扩大“三农”、小微企业、制造业贷款投放。鼓励银行综合评价小微企业信用风险水平，降低对抵押担保的依赖。

——继续发挥民营企业债券融资支持工具引领作用，支持银行发行小微专项金融债券，推广供应链票据和应收账款确权，促进企业发债融资。引导市场推出更多供应链金融产品，支持产业链上下游小微企业融资。

——健全农村金融服务体系。做好巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接金融服务，保持对脱贫地区金融帮扶政策总体稳定。加大对种业发展等农业重点领域的信贷投放。拓宽农业农村抵质押物范围，优化风险评估机制，支持符合条件的主体通过股权、债券等直接融资。

继续深化利率汇率市场化改革

存量浮动利率贷款定价基准转换已在 2020 年顺利完成，近期人民币汇率走势也引起了较多关注。2021 年，利率和汇率市场化改革还将推出哪些举措？

易纲介绍,2021 年人民银行将进一步疏通 LPR 向贷款利率的传导渠道,通过深化 LPR 改革推动存款利率的逐步市场化。加强对互联网平台存款和异地存款的管理，维护存款市场秩序，稳定银行负债成本。进一步健全央行政策利率体系和货币市场基准利率。

“2020 年人民币汇率弹性增强，较好地起到了宏观经济和国际收支自动稳定器的作用，提高了货币政策自主性。”易纲认为，去年人民币汇率有所升值，主要是中国经济基本面的反映。中国率先控制住疫情、率先复工复产、率先实现经济正增长，基本面好于其他主要经济体。同时，人民币汇率呈现较强走势也和美元指数走弱有关。

易纲表示，2021 年将继续坚持市场在人民币汇率形成中发挥决定性作用，优化金融资源配置。坚持有管理的浮动汇率制度。注重预期引导。实现人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

继续推动金融高水平对外开放

过去一年，中国金融市场对外开放的节奏未被疫情打乱，惠誉成为第二家进入中国的国际评级公司、中国债券纳入富时罗素指数有了明确时间表……下阶段，人民银行将如何继续推动金融高水平对外开放？

“金融业开放是构建新发展格局的必然要求。”易纲表示，下一步，全面实施准入前国民待遇加负面清单管理制度，切实转变开放理念，推动系统化、制度化开放。进一步完善金融领域各项配套制度，促进监管模式和制度体系与国际通行规则接轨。统筹推进金融业开放、人民币汇率形成机制改革和人民币国际化。

扩大开放之后，相应的金融监管必须跟上。易纲强调，要构筑与更高水平开放相适应的监管框架和风险防控体系。加强监管协调，形成监管合力。完善跨境资本流动监测，提高金融监管的专业性和有效性，维护好金融稳定。

发挥好金融支持绿色发展的三大功能

中央经济工作会议提出做好碳达峰、碳中和工作。金融业在服务绿色发展、促进相关目标实现方面有哪些安排？

易纲认为，实现碳达峰、碳中和目标，意味着我国在产业结构、能源结构、投资结构、生活方式等方方面面都将发生深刻转变。服务好碳达峰、碳中和的战略部署，是今年和未来一段时期金融工作的重点之一。

“中国的绿色金融起步较早，已经有了比较好的基础。目前，中国绿色贷款余额超过 11 万亿元，居世界第一。绿色债券余额 1 万多亿元，居世界第二。”易纲表示，下一步，关键是做好绿色金融政策设计和规划，发挥出金融支持绿色发展的三大功能——资源配置、风险管理、市场定价。

为此，他提出，要逐步完善绿色金融体系的五大支柱。一是健全绿色金融标准体系，做好统计、评估和监督等工作；二是完善金融机构监管和信息披露要求，对社会公开披露碳排放信息；三是构建政策激励约束体系，增加碳减排的优惠贷款投放，科学设置绿色资产风险权重等；四是不断完善绿色金融产品和市场体系，发展绿色信贷、绿色债券、绿色基金等产品，建设碳市场，发展碳期货；五是加强绿色金融国际合作，绿色金融标准要“国内统一、国际接轨”，争取年内完成《中欧绿色金融共同分类目录》。

■ 2021 年减税降费持续推进 更深层红利可期

【经济参考报】在日前召开的全国税务工作会议上，我国减税降费成绩单正式发布：2020 年，为应对新冠肺炎疫情冲击，我国连续发布实施了 7 批 28 项减税降费措施，税务部门全力确保政策红利直达市场主体，全年新增减税降费超过 2.5 万亿元，为 399 万户纳税人办理延期缴纳税款 292 亿元。过去五年，我国累计减税降费超过 7.6 万亿元。

业内指出，2020 年减税降费成效显著，有力服务“六稳”“六保”大局，支撑我国经济率先实现正增长。2021 年，我国将持续推进减税降费政策，伴随制度性减税降费政策的持续实施、税收营商环境的进一步优化，叠加累积效应越来越明显，更深层次的减税红利可期。

“减税降费”成为近年来我国财税政策的核心关键词之一。数据显示，“十三五”期间，全国新增减税降费累计超过 7.6 万亿元，累计办理出口退税 7.07 万亿元，有效激发了市场主体活力，新办涉税市场主体 5745 万户，较“十二五”时期增长 83%，为稳住就业和经济基本盘作出了积极贡献。

从全国各地情况看，减税降费政策有效帮助广大市场主体特别是中小微企业减轻负担，留住了青山。“1218 万元出口退（免）税款及时到账，再加上 2020 年上半年阶段性减免社保费 700 万元，真金白银有效缓解资金压力，让我们优化产品结构、扩大内销市场更有底气。”万力轮胎股份有限公司企业财务部部长詹技术说。

盐津铺子食品公司财务人员李玲算了一笔账：2019 年盐津铺子集团共享受各项税费减免 3691 万元，2020 年共享受各项税费减免 4988 万元。“如此之大的税费优惠政策力度，让企业资金活力得到充分释放，智能升级进程加快、信心更足。”李玲说。据介绍，2020 年前 11 月公司各项研发投入已超过 3000 万元。尽管 2020 年年初产品销售受到一定冲击，但从 4 月开始实现正增长，前三季度营业收入刷新了最佳年度成绩单。

这只是享受到减税红利的亿万市场主体的一个缩影。不少企业反映，2020 年受到疫情冲击，减税降费“及时雨”帮助企业渡过难关，“真金白银”助力企业克服疫情影响、逆势前行以创新转型开辟新蓝海。

“减税降费作为逆周期调节政策，在我国经济社会发展中发挥了巨大作用，尤其是在去年疫情大考背景下，减税降费政策有效应对了经济下行压力。”国家会计学院财税政策与应用研究所所长李旭红对《经济参考报》记者表示，2020 年减税降费成效显著，主要体现在应对疫情冲击的背景下，及时出台支持实体经济发展、促进新动能成长以及服务中小企业的有关税费减免政策，减轻了企业的资金压力，保住了就业，有利于社会稳定及经济恢复。

李旭红指出，大力推进非接触式办税、个人所得税手机 APP 自动汇算、专用发票电子化改革等多项便民措施，解决了疫情期间纳税人的燃眉之急，提高了办税效能。运用现代化的税收治理理念和大数据分析，服务于宏观经济决策及地方经济建设，充分检验了我国在“十三五”期间现代征管改革的成效，为“十四五”时期在税收治理能力提升的基础上实现税收治理体系现代化奠定重要基础。

展望 2021 年，在“十四五”开局之年，减税降费政策将如何推进？中央经济工作会议明确，完善减税降费政策。

全国财政工作会议指出，持续推进减税降费，保持政策的连续性。全国税务工作会议指出，2021 年，进一步巩固拓展减税降费成效促进完善现代税收制度，助力高质量发展。继续抓实抓细延续实施和新出台的税费优惠政策落实，持续优化推动政策红利直达市场主体的机制和做法。

助力减税红利的进一步深度释放，全国税务工作会上还传递出推进税收信息化建设、优化税收服务的信号。会议指出，建成并上线全国统一的电子发票服务平台，逐步稳妥扩大改革试点范围。继续落实深化“放管服”改革和优化税收营商环境五年方案，连续第 8 年开展“便民办税春风行动”，深化办税缴费便利化改革，推进税费服务智能化升级，创新税费服务个性化措施，更大激发市场主体活力和发展内生动力。

中国财政科学研究院院长刘尚希指出，今年的减税降费应该和税制的完善结合起来，通过税制改革来完善减税降费，推进结构性减税降费。

李旭红表示，今年减税降费更着力于提质增效，政策的持续将对经济的恢复及市场主体的解困发挥积极作用。在她看来，目前疫情的影响并未完全过去，中小微企业、电影行业等压力仍然很大。因此，应该保障政策的延续性，给予经济恢复的周期。此外，应综合考虑财政更可持续和构建新发展格局的需要，推进结构性减税，使直接税、间接税相对均衡，同时，统筹税与费的综合税负。

中国社科院财经战略研究院副研究员蒋震对《经济参考报》记者表示，去年我国减税降费政策的实施对宏观经济起到了重要的支撑作用，尤其是拉动消费、投资、稳定就业方面政策效果明显。今年减税降费的重点首先是巩固住前期政策的效果，同时更加强调精准。例如，重点针对小微企业、科技研发企业等，根据行业特点、企业经营需求，在充分总结前期经验的基础上，再谋划研究出台有针对性的新举措。

蒋震同时指出，除了税费之外，还要继续关注降低企业经营中全口径的各项成本，特别是制度性交易成本。围绕激发市场活力，让多项成本下降并行，这样才能让企业真正感到“解渴”，更有获得感。

■ 首席经济学家把脉全球经济 内需拉动中国经济继续领跑

【上海证券报】1 月 9 日至 10 日，数十位来自国内外金融行业的首席经济学家齐聚 2021 年中国首席经济学家论坛年会，为全球及中国经济“研判把脉”，并给出“首席方案”。

首席经济学家们整体看好 2021 年经济表现，认为今年是全球经济复苏年，中国经济将继续领跑。

渣打银行中国首席经济学家丁爽认为，支撑“2021 年全球经济复苏”这一论点的依据，主要基于三个主要假设。一是接种疫苗的逐步推进，这是全球经济复苏的重要条件。二是政策不急转弯，包括全球主要经济体的财政政策和货币政策。第三是全球减少了很多不确定性，风险溢价有所下降。“目前，这三个前提条件，很大程度上已经在资产价格中得到反应。”

瑞银中国首席经济学家汪涛亦表示，2021 年全球经济复苏的动力，主要来自于疫苗应用的推进，疫情有望得以控制，消费拉动经济。瑞银中国预测，2021 年全球经济增速有望达到 4%以上，中国经济增速有望达到 8.2%。

摩根士丹利中国首席经济学家邢自强的预测更为乐观。他表示，2021 年是全球经济同步复苏年，特别是消费需求反弹带动国际贸易反弹，预计中国经济增速有望达到 9.2%。

在经济增长引擎方面，首席经济学家们认为，内需是拉动中国经济的重要因素；投资方面，基础设施投资和房地产投资，对经济增长的贡献的边际效应正逐渐减少。但预计企业投资，在 2021 年仍会出现较为强劲的反弹。

“整体看，我们对中国的消费增长仍十分看好。”花旗中国首席经济学家刘利刚表示，在其对 2021 年中国经济增长 8.2%的预测中，消费对 GDP 增速的贡献应该有 6 个百分点。“今年是‘十四五’规划的第一年，双循环新发展格局不断推进，中国消费占 GDP 的比重会显著提升。”

如何看待“双循环”新发展格局？中国社科院金融所副所长张明认为，可以分为两方面来看。一方面，建立以“内循环”为主体的发展格局，有三大支柱——消费扩大升级、产业结构升级和技术创新、要素自由流动和区域一体化；另一方面，如何实现内外互促，可以从贸易、金融、开放等方面进行思考。

在广发证券全球首席经济学家沈明高看来，“内循环”一定是以人民币为中心，这是人民币国际化的重要载体和机遇。一旦人民币资产回报提高，资本的流入会更加顺畅，这也会吸引未来国际资产配置投资时外资的流入。

【行业动态与公司要闻】

■ 多地勾勒 2021 年新兴产业发展施工图 新能源、生物医药、集成电路等成部署重点

“十四五”开局之年，地方正加快勾勒新兴产业发展路线图。据《经济参考报》记者不完全统计，目前已有安徽、湖南、湖北、山东、云南等逾 10 个省份在省委经济工作会议中明确新兴产业规划和部署，包括重点发展新材料、生物医药等产业，加快培育世界级战略性新兴产业集群，进一步壮大发展新动能，增强产业链供应链自主可控能力等方面。同时，包括千万级财政资金、千亿级基金在内的多路新增资金正加速向新兴产业集结。

多位专家表示，新兴产业作为先导性产业，有利于地方树立新一轮产业发展优势，开拓新的增量市场空间，对未来经济社会发展具有很强的乘数效应。各地在谋划新兴产业发展“施工图”时，也要注意因地制宜做好统筹布局，整合创新资源，补短板强弱项，避免同质化无序竞争的低水平重复建设。

多地加码布局新兴产业

岁末年初，多地省委经济工作会议密集召开，其中新兴产业成为部署重点。

例如，山东提出要以更大力度推进新旧动能转换。落后产能淘汰要再加严，传统产业改造要再加力，新兴产业培育要再提速，产业生态优化要再深入。湖南明确要在培育发展新动能上见到新气象。推动全生产要素良性循环，推动数字经济、新兴产业良性发展等。山西提出，通过把基础产业作为重要支撑持续做强做优，把新兴产业作为战略重点不断培育壮大，推动建链延链补链强链。

一批新兴产业集群将蓄势崛起。安徽提出要以“增强产业链供应链自主可控能力”为基础，实施产业链补链固链强链行动，扎实推进“个十百千”工程，推动传统产业改造升级，培育世界级战略性新兴产业集群，打造具有重要影响力的新兴产业聚集地。

“加快布局和发展新兴产业有助于增强产业链供应链自主可控能力，是地方树立产业核心发展优势，实现‘换道超车’的重要方向。同时通过发展新兴产业，能够带动传统产业的转型升级，助推传统产业的质量变革、效率变革和动力变革。”中国电子信息产业发展研究院规划所区域发展研究室主任侯彦全表示。

当前新兴产业已成为有力推动产业结构转型升级、引领高质量发展的重要力量。中国信通院数据显示，预计至 2025 年底，新兴产业增加值占 GDP 比重将达到 20%左右，成为“十四五”时期推动经济高质量发展的支柱性产业。

值得关注的是，5G、集成电路、新材料、生物医药等正成为多方布局新兴产业的重点领域。记者获悉，工信部将加快打造 5G、集成电路、工业互联网、人工智能、高端装备、新能源与智能网联汽车、生物医药及高端医疗装备等新兴产业链，构建未来竞争的新优势。地方上，云南提出推动新材料、生物医药产业、现代物流业等新兴产业加快发展，尽快形成多点支撑、多业并举、多元发展的新兴产业发展格局。

新一轮产业项目密集落地

在发展规划密集发布的同时，新一轮新兴产业项目也在快马加鞭地部署和落地。

1 月 9 日，2021 年常州市首个超百亿重大项目落户常州国家高新区，涉及绿色健康产业、战略性投资产业等四大板块。1 月 5 日，北京经开区新年首个集成电路重大项目开工。此前数日，15 个集成电路项目集中签约落户厦门海沧，总投资超 150 亿元，达产后年产值超 250 亿元。此外，安徽日前举办“十四五”产业发展投资交流会，提出将加快实施重大新兴产业工程，深入推进“三重一创”建设，加快发展新一代信息技术、人工智能、新材料、新能源汽车和智能网联汽车等十大新兴产业。

项目的部署与落地离不开资金支持，当前多路新增资金正加速涌向新兴产业。财政金融方面，合肥近日再添 4 个市级战略性新兴产业基地，涉及信息技术、节能环保、新材料等领域，每个基地将获得 3000 万元资金支持。天津日前出台《天津市金融支持制造业发展的指导意见》，提出对符合产业政策要求和重大发展战略的制造业行业企业积极加大信贷投放，助

力做强做优集成电路、航空、生物医药等战略性新兴产业，力争制造业企业贷款增速高于各项贷款增速。

社会资本也进一步调动起来。日前总规模 2000 亿元的中国国有企业混合所有制改革基金成立，该基金首期募集资金 707 亿元，重点聚焦核心领域和核心技术的混合所有制改革，重点布局科技创新领域、产业链关键领域等新兴产业。浪潮集团所属浪潮云也发起 50 亿元工业互联网产业生态基金，重点支持工业互联网、智能制造等新兴产业发展。

强化统筹避免无序竞争

在业内专家看来，各地在谋划新兴发展“施工图”时，也要注意因地制宜做好统筹布局，补短板强弱项，避免同质化无序竞争的低水平重复建设。

“不少地区仍然在沿用过去发展传统产业的路径和思维来推进新兴产业发展，例如，过度追求规模优势、过度集聚各类要素等。”中原银行首席经济学家王军表示，一方面要提升新兴产业集聚的规模和质量，避免出现多点开花、大而不优、产能过剩等问题。另一方面，以政府优惠政策引导新兴产业发展需要适度，避免产业依赖政府补贴引起周期性波动、甚至陷入发展困境。同时注重发挥市场配置资源的决定性作用，在竞争和开放合作中实现区域协同和产业协同，必要时限制投机和跟风潮流。

侯彦全建议，各地适时编制各自产业发展指导目录，引导地方产业链差异化发展。围绕重大项目招商，鼓励跨区域城市间探索建立合理的招商引资联动、项目准入联审、协作利益联接等机制，推动协同招商引资、协同政策制定、协同平台打造。此外，围绕产业链合理分工与协作，深入推动区域间创新链分工、价值链互动，积极开展产业集群跨区域培育，着力打造特色突出、错位竞争的区域产业协同发展新格局。

适应新兴产业发展壮大的投融资体系也需进一步完善。王军表示，需以“市场主导、政府引导”为原则，更多地调动社会资本的投资积极性，鼓励包括民营企业在内的所有企业进行投资，让市场更好地发挥资源配置的决定性作用。

据悉，未来我国将进一步营造新兴产业创新发展的良好环境。记者获悉，下一步工信部将针对新兴产业发展中存在的一些突出问题，鼓励引导企业兼并重组，整合创新资源，实现规模化发展，提升竞争力。同时强化统筹规划，避免同质化无序竞争的低水平重复建设，坚持鼓励创新和审慎包容的原则，从市场准入、人才培养、金融服务、政策创新等各个方面加大支持力度，强化政策协同，形成促进新兴产业发展的合力。

■ 促消费政策加力 2021 年汽车市场有望正增长

汽车促消费政策持续加力。在近期商务部等 12 部门联合出台促进汽车消费政策后，天津等地陆续出台了新的促汽车消费措施。中国汽车工业协会预计，2021 年中国汽车市场将小幅正增长。

商务部等 12 部门日前联合印发了提振大宗消费、重点消费和释放农村消费潜力的若干措施，鼓励汽车限购城市优化限购措施，增加号牌指标的投放。此外，为了促进农村市场消费，将开展新一轮汽车下乡和以旧换新，鼓励有条件的地区对农村居民购买 3.5 吨及以下货车、1.6 升及以下排量乘用车，对居民淘汰国Ⅲ及以下排放标准汽车并购买新车，给予补贴等。

地方政府也在加大新一轮促汽车消费的政策力度。天津市日前对进一步促进汽车消费的补充措施面向社会公开征求意见。根据新的政策，2021 年计划新增小客车个人增量指标配置额度 35000 个。放宽个人增量指标申请资格，放宽京、冀户籍以外的非天津市户籍人员参与小客车个人增量指标竞价条件等。

根据中国汽车工业协会统计的重点企业旬报情况预估，2020 年 12 月，中国汽车行业销量预估完成 280.2 万辆，同比增长达到 5.4%。2020 年全年，中国汽车行业累计销量预估完成 2527.2 万辆，同比下降 1.9%。

2020 年，新冠肺炎疫情对中国汽车产业造成了重大影响。在国内疫情得到有效控制后，中国汽车业克服了国内外供应链断裂和零部件短缺的困难，迅速恢复生产。在国家一系列政策支持下，汽车产销两旺，连续 9 个月实现正增长，月度生产创历年新高。

尤其是新能源汽车，在补贴大幅退坡的不利因素下，在 2020 年 2 月之后，销量逐月攀升。2020 年前 11 个月，新能源汽车销售完成 110.9 万辆，同比增长 3.9%，成为中国汽车市场首个实现增速由负转正的细分领域。2020 年全年新能源汽车销量将达到 130 万辆。

中国汽车工业协会副秘书长叶盛基预计，2021 年我国新能源汽车销量增速很可能超过 30%，达到 180 万辆。中国汽车工业协会预计，2021 年中国汽车市场将实现缓慢正增长，汽车销量预计将达到 2630 万辆，同比增长预计在 4%左右。

【国都策略视点】

■ 策略观点：头部公司泡沫化初期，破裂或待美元趋紧

1、部分头部公司正进入估值泡沫化初期阶段。2020 年 12 月 25 日至今 A 股跨年行情如期而至，十个交易日内主要股指普涨 6-12%，其中表征科技成长、消费白马、周期蓝筹头部公司股指集体领涨，创业板 50、深证 100、中证 100、沪深 300 大涨 13-10%，而表征尾部企业的国证 2000、中证 1000 同期各-0.4%、+1.4%，头部、尾部上市公司表现显著分化。

驱动近期头尾部公司表现加剧分化的原因？主要包括：一是年底流动性投放好于预期，央行超额续作 MLF、公开市场连续三个月各净投放 5300、6300、6700 亿元，以舒缓前期高等级地方国企债违约产生的融资趋紧压力，短端货币市场资金利率重回近半年低位水平；二是近期明星公募基金发行火热，20 年 10 月至今的三个半月股票、混合型基金共发行了 5500 亿份，岁末年初入市建仓，从而强化原有持仓股票的上涨行情；三拜登确认当选下届美国总统、且民主党掌控参众两院，从而使得拜登政府的宽货币、扩财政的政策主张有望顺利实施，刺激美股创历史新高，提升全球风险偏好，近半个月陆股通北上资金累计净流入 500 亿元，推升 A 股头部公司上涨行情。

在欧美疫情仍未防控见效前，预计宽松政策延续，美元流动性充裕；而我国经济修复领先，正处于后疫情恢复的中后加速修复期，基本面上行支撑结构性牛市下半场，按“估值修复—业绩增长与提估值-估值泡沫化”的牛市三阶段行情来看，当前 A 股市场的白马龙头股正步入第三阶段的泡沫化初期。

按当前国内无风险利率 3.0-3.3%计算，国内资金对绩优白马股估值容忍的合理值为 30-40 倍；而当前基金绩优的绩优股或白马龙头股的整体 PE（TTM）已 37 倍，已逼近对估值的合理容忍度上限；因此可以判断，当下头部-尾部企业的加剧分化的跨年行情，正推升白马龙头股进入泡沫化初期阶段。

2、头部与尾部企业表现分化能否持续？—近十年大小盘风格指数走势对比及其逻辑简析

以中证 100、沪深 300 为代表的大盘风格指数，以中证 500、中证 1000 为代表的小盘风格指数，近十年两者走势经历了同步-分化-同步-加剧分化的四个阶段，具体走势对比、差异幅度及其驱动逻辑简析如下：

1）16 年以前，大小盘走势基本同步，且小盘较大盘指数相对收益 50-100%；指数走势同步且小盘风格强于大盘风格指数，驱动逻辑主要为 4G 为首提振的移动互联网科技成长领涨、中小投资者直接入市炒小炒题材氛围较浓；

2）16 年 1 月底至 18 年 1 月底，大盘指数涨而小盘指数震荡下跌，风格持续分化两年，大盘较小盘指数相对收益 30-65%；指数分化驱动逻辑主要为供给侧改革、资本市场开放红利引入境外资金；

3）18 年 1 月末至 20 年 7 月中旬，大小盘风格回归同步，期间大盘较小盘指数相对收益 10%以内；指数基本同步的驱动逻辑主要为中美贸易摩擦、宏观去杠杆等系统性压力；

4）20 年 7 月中旬至今，大盘趋势走强而小盘震荡下跌，两者明显分化，且 10 月中旬以来加剧分裂，5 个月内大盘较小盘指数相对收益高达 30-45%；指数加剧分裂的驱动逻辑主要为注册制常态化发行扩容至创业板（近日媒体报道或于今年两会后全市场推广注册制发行）、退市新规下尾部企业壳资源价值丧失、居民入市方式改以积极认购基金为主，定价权转移至机构，从而强化行业龙头或蓝筹白马马太效应。

综合判断，以上注册制全面实施下新股发行常态化、退市新规下的上市公司宽进宽出，及机构定价权提升两大趋势，叠加我国经济增速趋势放缓、存量模式竞争加剧下利于头部企业，预计头尾部企业表现分化已成大势。我们预计，中期导致头部企业相对收益下降的风险因素，或主要源自头部企业的估值显著泡沫化、美元无风险利率显著上行。

3、未来半年重点关注的两大关键变量：疫情防控与疫苗接种效果、中美货币政策转向信号

1）国内宏观政策显著转向信号：最敏感时段分别在国内经济内生修复动力持续性确认，全球疫情控制逐步见效、欧美经济确认复苏趋势，最大概率分别在 4 月中旬、6-7 月年中前后；

2）美元宽松政策逐步退出：若疫苗大规模接种后美国疫情防控见效，经济修复动力与趋势确立，则美联储大概率考虑逐步退出非常规宽松政策，届时美元流动性趋紧，对全球资产价格会带来估值收缩压力；

3）近中期 A 股两大杀估值风险：一是国内外政策转向收紧压力，导致无风险利率上升，引发高估值的白马股或大幅杀跌。拜登赢得下任美国总统后，美国民主党横扫参众两院，大幅提升市场对于下届美国政府加大财政刺激方案通过实施的预期，已推升长端 10Y 美债利率近日快速重回 1.0%上方，创 20 年 3 月 20 日以来新高；中期来看，若未来拜登主政下的美国疫情防控与新冠疫苗接种有效快速落实，则疫情曲线回落下美国经济修复预期升温，或将推动 10Y 美债利率继续上升至疫情暴发前的 1.5-2.0%区间，突破 1.5%阈值后，境外资金对 A 股白马龙头股的估值容忍度或将大幅下修。

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