供需表现强劲，经济延续复苏

——宏观月报

报告要点：

- **PMI 创年内新高，预示基本面持续向好**

11 月中采制造业 PMI 指数为 52.1%，较上月上升 0.7 个百分点，高于市场预期，连续 9 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 56.4%，较上月上升 0.2 个百分点。原材料价格涨幅较大，出厂价格协同上行。各规模企业景气度均回升，服务业持续改善。

- **CPI 同比转负，PPI 温和修复**

11 月 CPI 同比-0.5%（前值+0.5%），较上月回落 1 个百分点；环比-0.6%（前值-0.3%），较上月回落 0.3 个百分点。11 月 PPI 同比-1.5%（前值-2.1%），较上月回升 0.6 个百分点。其中猪肉价格回落带动 CPI 由涨转跌；伴随国内市场需求持续回暖，工业品出厂价格回升，PPI 延续修复趋势。

- **工业增加值维持高增，制造业加速回暖**

11 月规模以上工业增加值同比增长 7.0%，增速较上月提升 0.1 个百分点；1-11 月工业增加值累计同比增长 2.3%，较上期回升 0.5 个百分点。行业大类看，制造业维持高增，公用事业回暖，采矿业小幅放缓，高技术产业大幅回升，单月同比创下年内新高。

- **消费延续修复，投资、进出口整体位于高景气区间**

11 月社零继续回升，同比增速为 5.0%，增速较上月加快了 0.7 个百分点。必选消费稳定增长，可选品消费维持高景气，其中汽车连续高增，餐饮消费小幅回落。投资方面，制造业投资加速修复，11 月医药制造业投资加速增长、计算机设备维持高增，有色冶炼，专用设备，通用设备大幅回暖；地产销售增速小幅回落，房地产投资仍有韧性；基建回升速度略低于市场预期。进出口方面，11 月我国进出口数据表现亮眼，总值为 4607.2 亿美元，同比增长 13.6%，位于年内高位。其中出口受需求回暖影响保持强劲，增速远超预期；进口受海外疫情反复及国内补库需求边际减少影响增速稳中有降。

- **信贷社融高增，结构持续优化**

11 月社融余额同比增速 13.6%，M2 当月同比增速 10.7%，新增人民币贷款 14300 亿元。社融延续高增，信贷仍为重要支撑，政府债券对社融的影响边际缩小。企业及居民中长期贷款边际回暖，信贷结构持续优化。虽然表外融资及政府债券融资的下滑或将影响社融增长，但随着信贷维持相对强劲以及信用债风波后债券发行边际回升，年内社融或仍能保持高增。

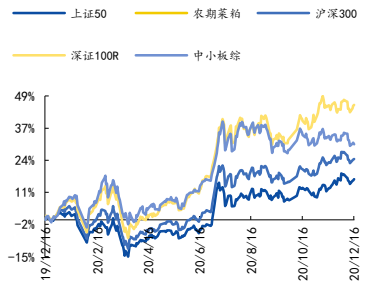
整体上看，11 月宏观经济延续复苏趋势。PMI 创年内新高，通胀整体温和。从供给侧角度看，工业增加值维持高增，制造业加速回暖。需求侧角度看，消费延续修复，投资、进出口整体位于高景气区间。同时在适度灵活的稳健货币政策引导下，信贷社融保持高增，结构持续优化。预计伴随制造业强劲修复与地产投资维持韧性，居民消费需求回暖叠加出口持续高增，12 月宏观经济将继续向好，同时货币与财政政策预计也将进一步回归常态，建议后续重点关注 12 月中央经济工作会议。

风险提示：新冠疫情超预期发展，政策超预期收紧，海内外经济超预期下滑

主要数据：

上证综指：	
深圳成指：	13751.09
沪深 300：	4953.87
中小盘指：	4379.46
创业板指：	2760.64

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元宏观-可选消费持续向好，制造业投资加速修复-11 月经济数据点评》2020.12.16

《国元宏观-以后迎新生，结构与复苏-2021 年宏观与大类资产展望-PPT 版》2020.12.11

报告作者

分析师 徐颖
执业证书编号 S0020520070001
邮箱 xuying@gyzq.com.cn
电话 021-68880637-2174

内容目录

1. PMI 创年内新高，基本面持续向好 4
1.1 PMI 处年内高点，供需协同改善 4
1.2 原材料价格涨幅较大，出厂价格协同上行 4
1.3 各规模企业景气度均回升，服务业持续改善 5
2. CPI 同比转负，PPI 温和修复 5
2.1 猪肉价格回落带动 CPI 由涨转跌 5
2.2 工业品出厂价格回升，PPI 延续修复趋势 6
3. 11 月工业增加值维持高增 7
4.消费：可选维持高景气，餐饮小幅回落 8
5.投资：制造业投资加速修复 9
6.贸易：出口远超预期，进口稳中有降 11
6.1 出口增速远超预期 11
6.2 进口增速稳中有降 11
7.货币金融：信贷社融高增，结构持续优化 12
7.1 M2 维持高增，M1 边际上升 12
7.2 中长期贷款边际回暖，信贷结构持续优化 13
7.3 社融延续高增，信贷仍为重要支撑 13

图表目录

图 1：PMI 总指数、生产与新订单 4
图 2：中采 PMI 分项 4
图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数 5
图 4：各规模企业景气度均回升 5
图 5：服务业持续回升 5
图 6：11 月 CPI 同比由涨转跌 6
图 7：11 月核心 CPI 环比小幅回落 6
图 8：猪肉价格同比继续回落 6
图 9：猪肉拉动 CPI 回落 6
图 10：11 月 PPI 同比回升 7

图 11：主要行业 PPI 累计同比 7
图 12：11 月工业增加值维持高增 8
图 13：高技术产业增速大幅回升 8
图 14：医药景气度进一步提升 8
图 15：主要工业品产量仍处于高增区间 8
图 16：11 月社零继续修复 8
图 17：必选消费回升 8
图 18：消费升级类产品是社零增长的主要拉动项 9
图 19：固定资产投资完成额继续回升 10
图 20：房地产投资有韧性 10
图 21：制造业投资加速修复 10
图 22：房地产累计销售面积转正 10
图 23：办公楼投资回升较快 11
图 24：商品房销售面积继续回升 11
图 25：进出口仍位于高景气区间 12
图 26：机电产品增速边际回升 12
图 27：对美出口增速大幅上行 12
图 28：部分大宗商品进口增速边际回落 12
图 29：M1 与 M2 剪刀差边际收缩 13
图 30：新增人民币存款情况 13
图 31：居民中长期贷款仍维持高景气度 13
图 32：企业中长期贷款边际回升 13
图 33：社融增速延续高增 14
图 34：表内融资边际回升 14

1. PMI 创年内新高，预示基本面持续向好

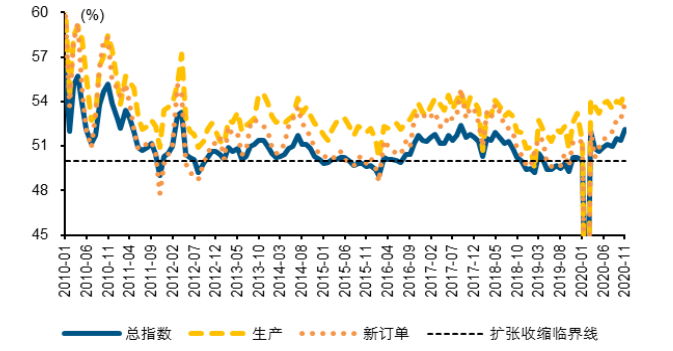
1.1 PMI 处年内高点，供需协同改善

11 月中采制造业 PMI 指数为 52.1%，较上月上升 0.7 个百分点，高于市场预期，连续 9 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 56.4%，较上月上升 0.2 个百分点。综合 PMI 产出指数为 55.7%，较上月上升 0.4 个百分点。

从细分项来看，11 月生产指数为 54.7%，较上月增长 0.8 个百分点；新订单指数为 53.9%，较上月增长 1.1 个百分点，其中新出口定单指数上行 0.5 个百分点至 51.5%。生产指数与新订单指数均为年内高点，工业生产延续良好趋势。内需方面受益于经济基本面持续修复，整体呈现企稳向好的趋势；外需方面海外因疫情反弹供给能力受限，我国发挥替代优势，工业企业生产能力持续修复形成较强的出口供给能力，拉动出口订单持续改善。

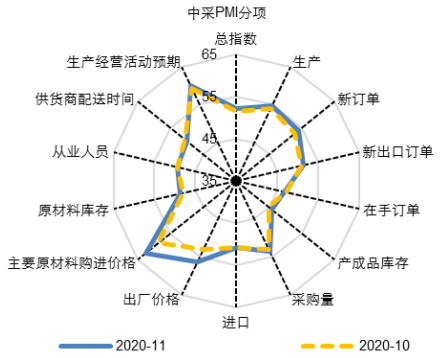
在库存方面，原材料库存指数上升 0.6 个百分点至 48.6%，处于年内高点；产成品库存指数上升 0.8 个百分点至 45.7%。伴随着经济企稳回暖与需求端进一步改善，工业企业或将逐步从被动去库存转为主动补库存阶段。在就业方面，从业人员指数小幅上升 0.2 个百分点至 49.5%，从业人员分项维持稳定。

图 1：PMI 总指数、生产与新订单



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：中采 PMI 分项

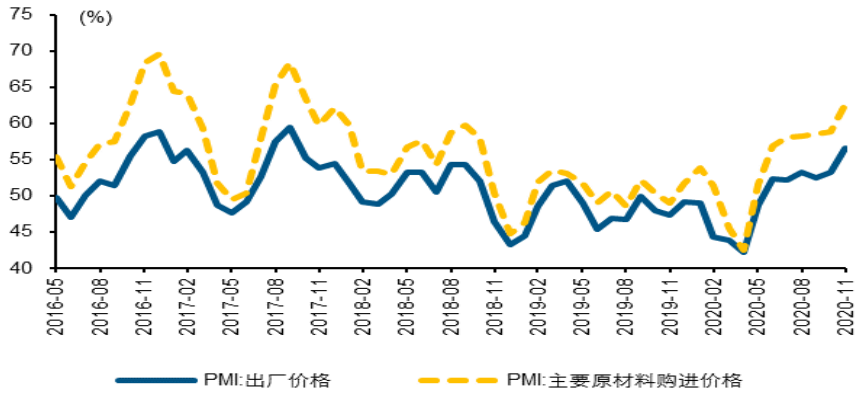


资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2 原材料价格涨幅较大，出厂价格协同上行

11 月价格指数明显上行。受近期大宗商品价格上涨以及企业生产、采购活动增长影响，原材料价格较上月增长 3.8 个百分点至 62.6%，出厂价格较上月增长 3.3 个百分点至 56.5%，均位于年内高点。在下游行业需求拉动下，石油煤炭等上游原材料价格涨幅较为明显。终端需求逐渐改善的情况下，上游原材料价格上涨或对中下游制造业形成压力。

图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数



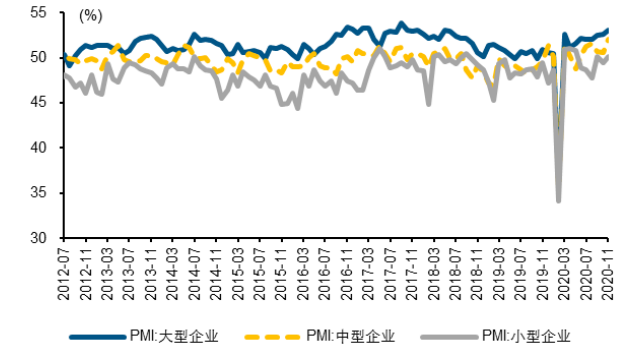
资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.3 各规模企业景气度均回升，服务业持续改善

11 月大中小型企业制造业 PMI 分别为 53.0%、52.0%、50.1%，较上月分别上升 0.4、1.4、0.7 个百分点。大、中型企业 PMI 指数均为年内高点，企业景气度持续向好。伴随前期出台的支持政策效果显现以及市场需求持续改善，小型企业 PMI 较上月有所回升，站上荣枯线。

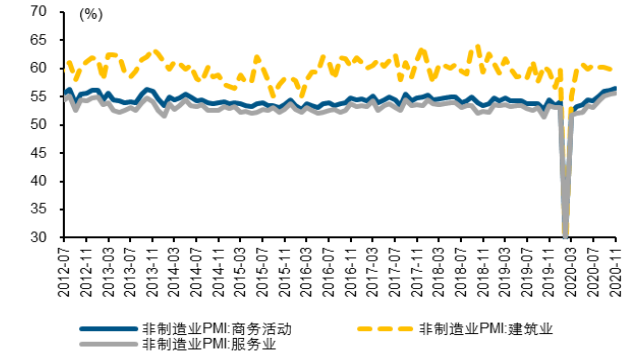
非制造业 PMI 指数为 56.4%，较上月上升 0.2 个百分点，延续稳中向好态势。其中服务业 PMI 指数为 55.7%，较上月上升 0.2 个百分点。建筑业 PMI 指数为 60.5%，较上月上升 0.7 个百分点。服务业方面，在疫情防控常态化态势下，经济基本面持续修复，居民消费需求回暖，餐饮、旅游、交通等行业迎来较高景气度。

图 4：各规模企业景气度均回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 5：服务业持续回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2. CPI 同比转负，PPI 温和修复

2.1 猪肉价格回落带动 CPI 由涨转跌

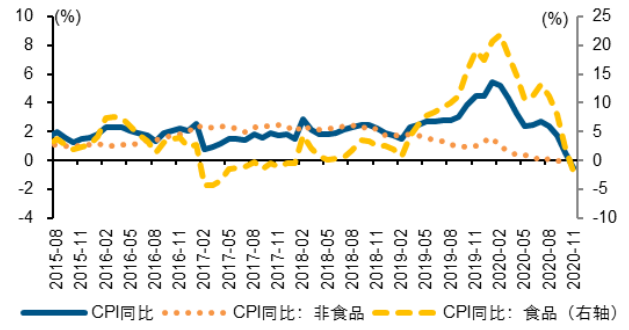
国家统计局 12 月 9 日公布数据显示，11 月 CPI 同比-0.5%（前值+0.5%），较上月回落 1 个百分点；环比-0.6%（前值-0.3%），较上月回落 0.3 个百分点。11 月 PPI 同

比-1.5%（前值-2.1%），较上月回升 0.6 个百分点；环比变动 0.5%（前值 0%），较上月回升 0.5 个百分点。CPI 略低于市场预期，PPI 基本符合市场预期。

11 月食品 CPI 同比-2%，增速较上月回落 4.2 个百分点；非食品 CPI 同比变动-0.1%，增速较上月回落 0.1 个百分点。核心 CPI 同比+0.5%，涨幅已连续 5 个月相同。

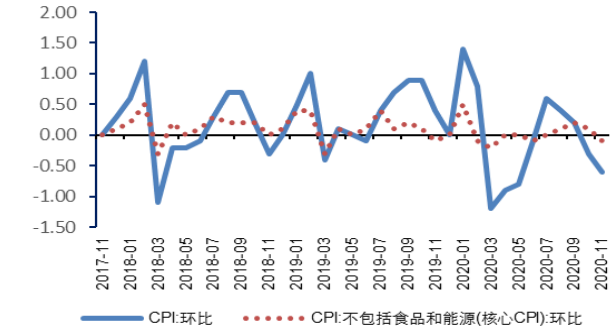
11 月食品烟酒类价格同比-0.7%，影响 CPI 下降约 0.24 个百分点，是带动 CPI 由涨转跌的主要因素。食品中猪肉价格同比-12.5%，影响 CPI 下降约 0.6 个百分点；鲜菜价格同比+8.6%，影响 CPI 上涨约 0.2 个百分点。生猪生产持续恢复，猪肉价格环比下降 6.5%；鲜菜供应充足，价格环比下降 5.7%。其他七大类中，教育文娱，医疗保健需求继续恢复，价格小幅上行；房租价格同比下降 0.6%仍在低位；受旅游淡季影响交通和通信价格同比下降 3.9%。

图 6：11 月 CPI 同比由涨转跌



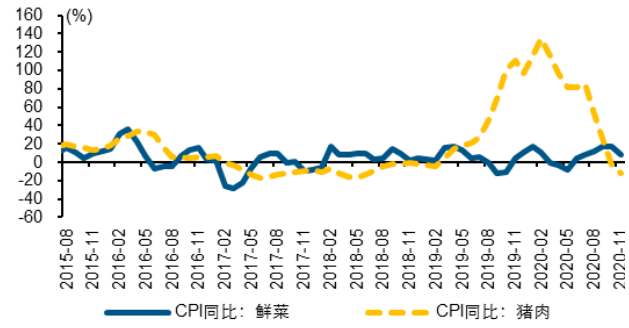
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 7：11 月核心 CPI 环比小幅回落



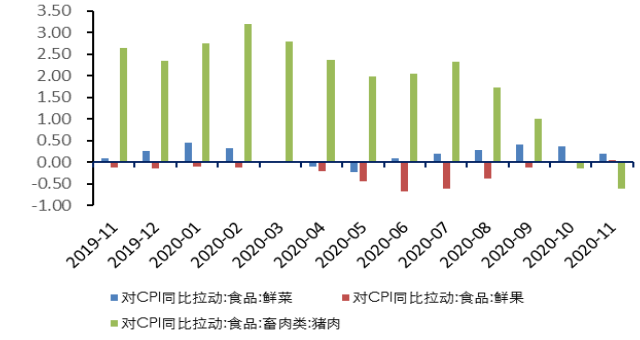
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 8：猪肉价格同比继续回落



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 9：猪肉拉动 CPI 回落



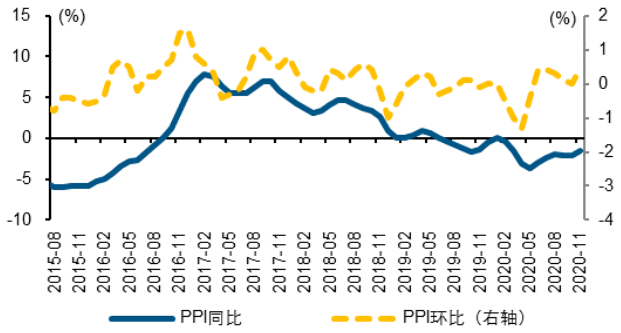
资料来源：Wind，国元证券研究中心

2.2 工业品出厂价格回升，PPI 延续修复趋势

11 月全国 PPI 同比下降 1.5%，环比上涨 0.5%。其中生产资料价格同比-1.8%，降幅较上月收窄 0.9 个百分点；环比+0.7%，涨幅较上月扩大 0.6 个百分点；PPI 生活资料价格同比-0.8%，降幅较上月扩大 0.3 个百分点；环比由上月-0.1%转为+0.1%。

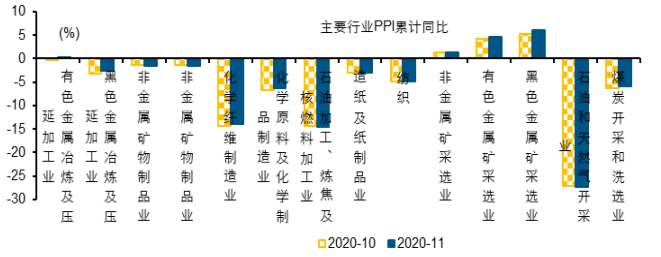
受国际原油价格上涨等因素影响，石化产业链出厂价格环比回升。细分行业看，化学原料和化学制品制造业（+2.2%），化学纤维制造业（+1.9%），石油、煤炭及其他燃料加工业（+1.7%），石油和天然气开采业（+0.9%）。供暖需求增加推动相应燃料价格上行，其中燃气生产和供应业（+2.8%），煤炭开采和洗选业（+2.2%）。其他行业中，金属相关行业价格由降转升，黑色金属冶炼和压延加工业（+1.5%），有色金属冶炼和压延加工业（+1.1%）。

图 10：11 月 PPI 同比回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 11：主要行业 PPI 累计同比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

预计年内 CPI 仍将处于低区间，PPI 温和修复趋势不变。年内非食品方面，消费延续回暖趋势，但受疫情影响的刚需已基本释放、未来疫情防控常态化及旅游淡季等影响，短时间难以大幅上行。食品方面，猪肉产能恢复推动价格进一步回落；但冬季为猪肉消费旺季，需求增长将对猪肉价格形成支撑。从 PPI 看，国内市场需求持续回暖，带动相关产业工业品价格回升。国际原油价格本月有所上行，将带动石化产业链价格回升；同时受美可能出台财政刺激政策、疫苗研制与投放等利好消息影响，全球经济复苏期望增强，预计 PPI 年内将维持温和修复趋势。

3. 11 月工业增加值维持高增

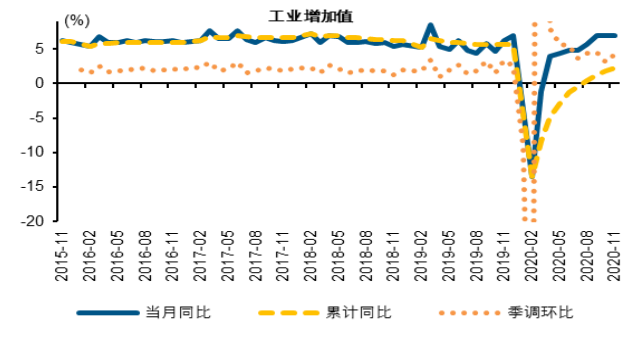
11 月规模以上工业增加值同比增长 7.0%，增速较上月提升 0.1 个百分点；1-11 月工业增加值累计同比增长 2.3%，较上期回升 0.5 个百分点。工业增加值增速符合市场预期。

行业大类看，制造业维持高增，11 月同比增 7.7%，增速较上月加快了 0.2 个百分点；采矿业增加值同比增 2.0%，增速较上月放缓了 1.5 个百分点；公用事业增 5.4%，增速较上月回升了 1.4 个百分点。高技术产业工业增加值同比增 10.8%，增速较上月大幅回升 4.5 个百分点，单月同比增速创下年内新高。子行业看，上游行业小幅回落，欧美疫情恶化带动医药高增（+13.6%）；汽车（+11.0%）、电气设备（+18%），金属制品（+13.8%）仍处于高景气区间。制造业投资加速修复带动专用设备（+10.5%）电子设备（+9.3%）较上月分别回升了 2.5、4.3 个百分点。

从主要工业品看，11 月发电量同比上升 6.8%，增速较上月大幅回升 2.2 个百分点；钢材产量当月同比上升 10.8%，增速较上月小幅回落 3.4 个百分点；水泥产量当月同比上升 7.7%，增速较上月回落 1.9 个百分点；汽车产量当月同比上升 8.1%，增速较

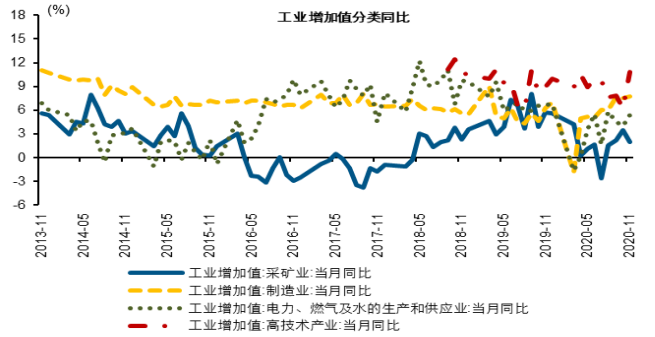
上月回落 3 个百分点。主要工业品整体仍处于高增区间。

图 12：11 月工业增加值维持高增



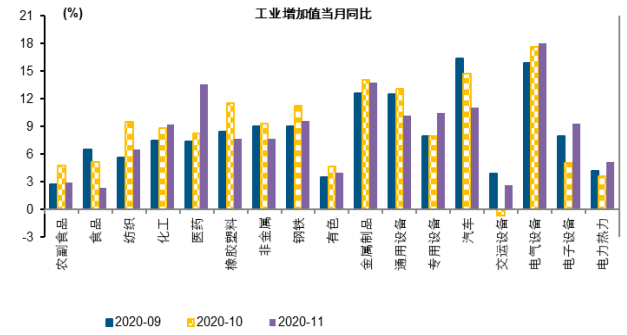
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：高技术产业增速大幅回升



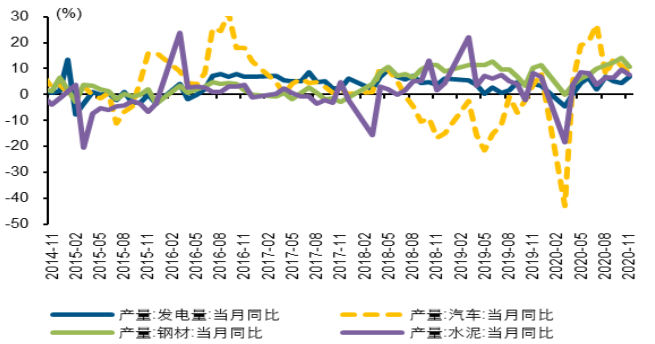
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 14：医药景气度进一步提升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 15：主要工业品产量仍处于高增区间



资料来源：Wind，国元证券研究中心

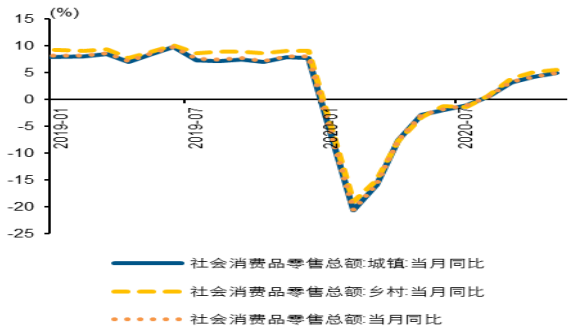
4.消费：可选维持高景气，餐饮小幅回落

11 月社零同比增速为 5.0%，较上月回升了 0.7 个百分点，符合市场预期。1-11 月社零累计同比增速为-4.8%，较 1-10 月回升了 1.1 个百分点。社零继续回暖。

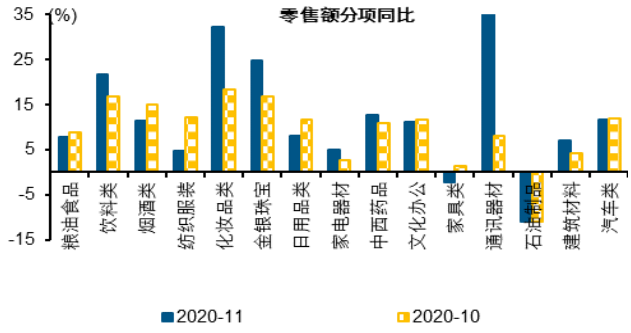
必选消费平稳，可选消费维持高景气。必选品中限额以上粮油食品（+7.7%）、日用品（+8.1%）增速较上月小幅下滑；可选品中汽车（+11.8%）连续 5 个月高增长。受消费升级以及网络购物节促销影响，化妆品类（+32.3%）、金银珠宝（+24.8%）、通讯器材（+43.6%）增速继续向好。海外疫情再次爆发，餐饮服务小幅回落，同比增速较上月下行 1.4 个百分点至-0.6%，再度转负。

图 16：11 月社零继续修复

图 17：必选消费回升

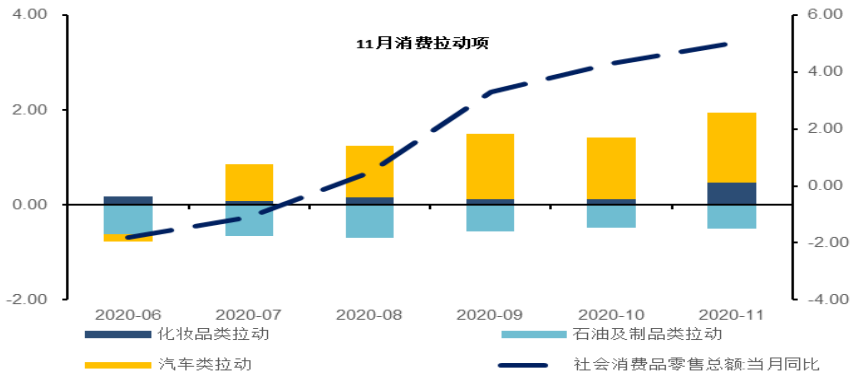


资料来源：Wind，国元证券研究中心



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 18：消费升级类产品是社零增长的主要拉动项



资料来源：Wind，国元证券研究中心

5.投资：制造业投资加速修复

1-11 月全国固定资产投资同比增长 2.6%，较 1-10 月回升了 0.8 个百分点，符合市场预期。

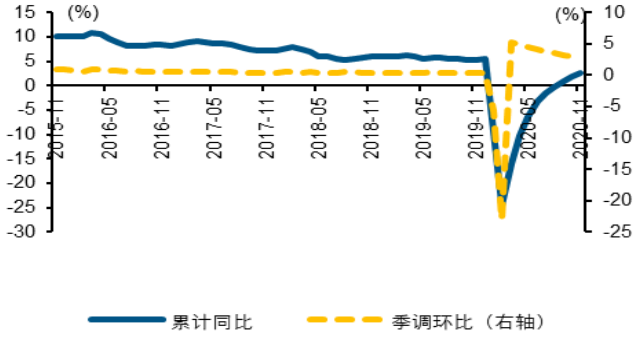
制造业投资加速修复。1-11 月，制造业投资累计增速回升至-3.5%，降幅较 1-10 月收窄了 1.8 个百分点。1-11 月高新技术制造业投资同比增长 12.8%，较 1-10 月份提高 2.8 个百分点，增速进一步加快。细分行业看，11 月医药制造业投资加速增长、计算机设备维持高增，有色冶炼，专用设备，通用设备大幅回暖。伴随工业企业利润的持续修复以及欧美进入主动补库存周期，预计制造业投资的恢复趋势有望延续。

房地产投资仍然强劲。1-11 月房地产开发投资累计同比增长 6.8%，较 1-10 月回升了 0.5 个百分点，11 月房地产投资同比增 11.5%，仍处于年内高位区间。分类别看，住宅投资、办公楼、商业地产同比分别增 7.4%、4.2%、下降 1.9%，分别较 1-10 月回升了 0.4、0.7 和 0.9 个百分点。1-11 月土地购置面积同比下降 5.2%，较 1-10 月回落了 1.9 个百分点。需求端看，1-11 月商品房销售面积同比增长 1.3%，较 1-10 月回升了 1.3 个百分点；单月看，11 月地产销售面积增长 12.5%，较 10 月回落了

3.2 个百分点，但仍处于年内高增区间。其他指标看，1-11 月房屋施工面积同比增长 3.2%，较 1-10 月份回升 0.2 个百分点；房屋新开工面积同比下滑 2.0%，较 1-10 月回升了 0.6 个百分点；1-11 月房屋竣工面积下降 7.3%，较上期降幅收窄 1.9 个百分点。房地产投资仍有韧性，但是考虑到房地产融资政策边际收紧，土地购置面积已经加速回落，预计将抑制房地产投资未来回升幅度。

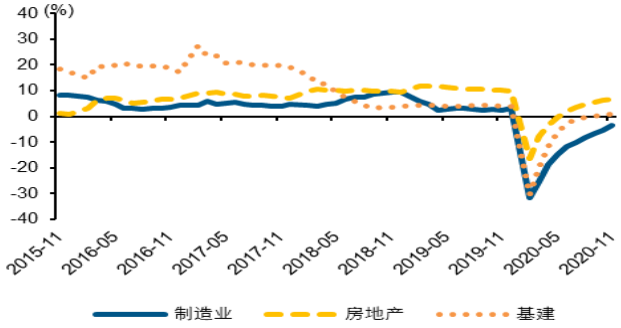
基建投资增速小幅放缓。1-11 月基建投资同比增长 1.0%，增速较 1-10 月回升了 0.3 个百分点，10 月单月同比增 5.9%，较上月回落 1.4 个百分点。地方政府今年可能会在稳增长方面有所克制，而将主要精力放在明年，以做好“十四五”的开局工作。

图 19：固定资产投资完成额继续回升



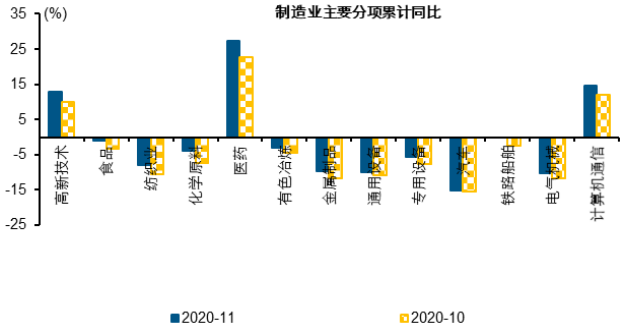
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 20：房地产投资有韧性



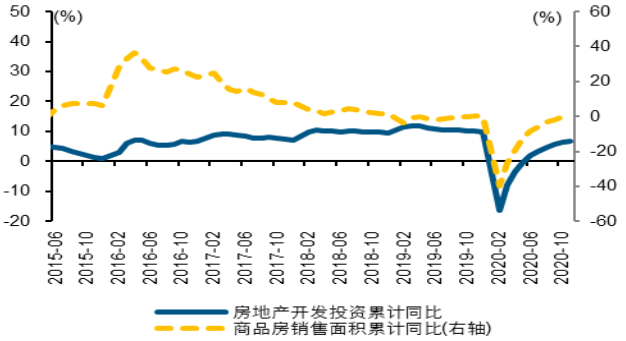
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 21：制造业投资加速修复



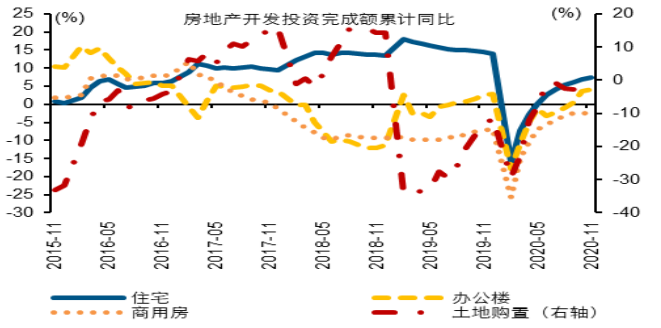
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 22：房地产累计销售面积转正



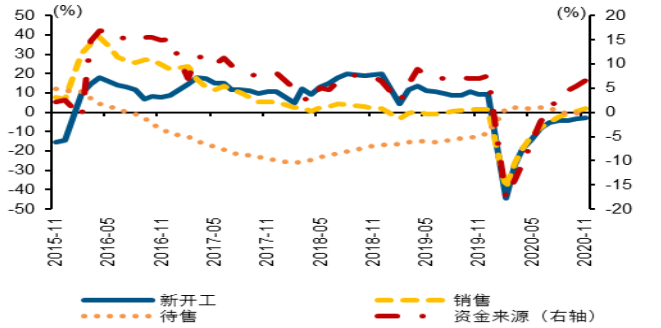
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 23：办公楼投资回升较快



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 24：商品房销售面积继续回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

整体看，11 月经济数据符合市场预期，消费升级类可选商品高增带动消费持续复苏，工业生产稳步回升，制造业投资加速修复，预计明年一季度我国经济整体维持加速复苏趋势。

6.贸易：出口远超预期，进口稳中有降

根据海关总署统计，11 月我国进出口总值为 4607.2 亿美元，同比增长 13.6%，位于年内高位。其中出口 2680.7 亿美元，同比增长 21.1%，较上月大幅上升 9.7 个百分点，远超市场预期；进口 1926.5 亿美元，同比增长 4.5%，略高于预期增速，较前值 4.7%出现小幅回落；贸易差额为 754.3 亿美元，较上月小幅上升。

6.1 出口增速远超预期

11 月出口仍保持强劲，数据远超市场预期。从国别来看，11 月我国对美国、日本、韩国、欧盟与东盟的出口增速分别为 46.1%、5.6%、9.5%、8.6%、10.0%，除对日本小幅回落外均出现不同幅度的回升，其中对美国的出口同比增速大幅上行，较上月大幅上升 23.6%，对欧盟出口同比增速年内首次转正。从出口产品类别上看，随着海外疫情的持续发酵，海外各国对包括医疗仪器与器械在内的医疗物资需求仍然旺盛；同时伴随海外经济的边际复苏，海外工业企业开始主动补库；叠加政策维持宽松，尤其是美国财政赤字化的进一步实施，包括机电产品以及汽车、家具、塑料制品在内的多种消费品出口均出现大幅回暖，出口强劲势头仍然延续。

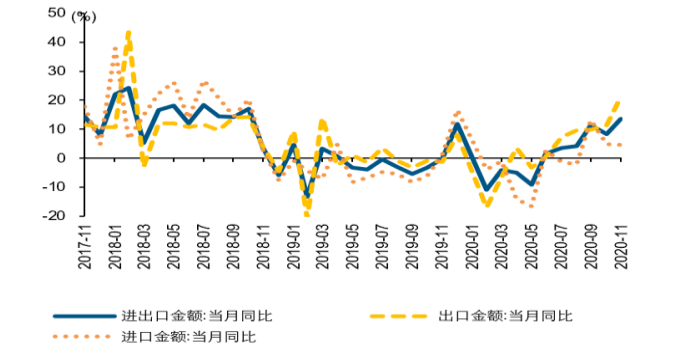
6.2 进口增速稳中有降

11 月进口数据稳中有降，数据略高于市场预期。从进口产品类别上看，11 月大豆、铜进口增速出现较大幅度回落，钢材进口增速出现小幅回升；原油进口增速仍然为负。我们认为 11 月进口稳中有降或一是因为在经济复苏，消费回暖的大背景下，部分工业企业已出现数月的大量提前备货补库情况，进口需求因此出现边际减少；二是由于海外新冠疫情反复，可能影响了海外的供给能力；同时叠加国内生产景气度的提高对国外供给所形成的替代，进口需求出现边际回落。

整体上看，11 月我国进出口数据表现亮眼，仍位于高景气区间，其中出口数据远超预期，处于年内峰值。展望后续，伴随我国经济的边际回暖，海外经济开始复苏以及海外工业企业逐步进入补库周期，同时考虑到 12 月海外节假日或将促进居民消费。预计我国年底进出口数据仍将维持较高景气度，建议后续重点关注疫苗接种进展情

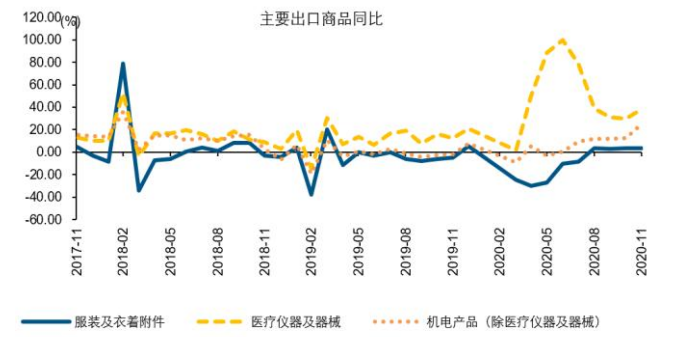
况，海外疫情边际变化以及美国财政货币化是否仍将延续。

图 25：进出口仍位于高景气区间



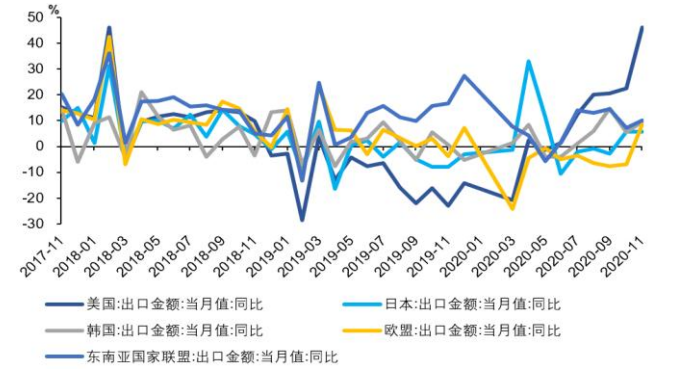
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 66：机电产品增速边际回升



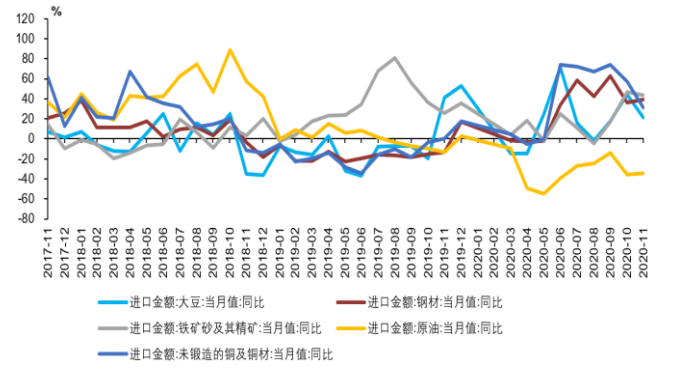
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 27：对美出口增速大幅上行



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 28：部分大宗商品进口增速边际回落



资料来源：Wind，国元证券研究中心

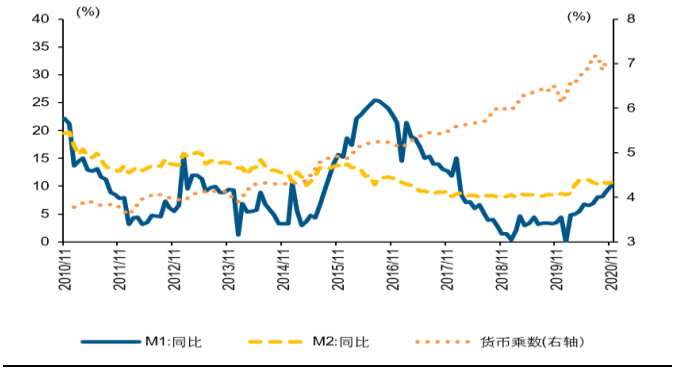
7.货币金融：信贷社融高增，结构持续优化

7.1 M2 维持高增，M1 边际上升

11 月 M2 当月同比增速 10.7%，增速较上月小幅回升 0.2 个百分点，比去年同期高 2.5 个百分点；M1 当月同比增速 10.0%，增速较上月上升 0.9 个百分点，比去年同期高 6.5 个百分点。可以看到随着实体经济活力的进一步改善，M1 同比增速出现边际上升；同时伴随投资回升，M2 增速小幅回升，M1 与 M2 剪刀差边际收缩。

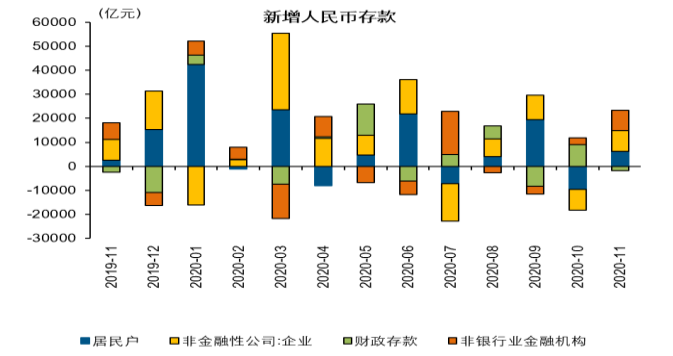
11 月人民币存款增加 21000 亿元，其中居民存款增加 6334 亿元，同比增加 3868 亿元，企业部门存款增加 8483 亿元，同比减少 173 亿元，非银金融机构存款增加 8516 亿元；同时可以看到 11 月财政存款减少 1857 亿元，财政投放力度加大。

图 29：M1 与 M2 剪刀差边际收缩



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 30：新增人民币存款情况

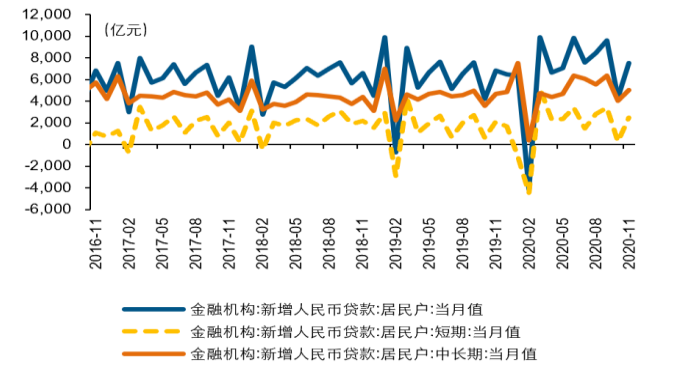


资料来源：Wind，国元证券研究中心

7.2 中长期贷款边际回暖，信贷结构持续优化

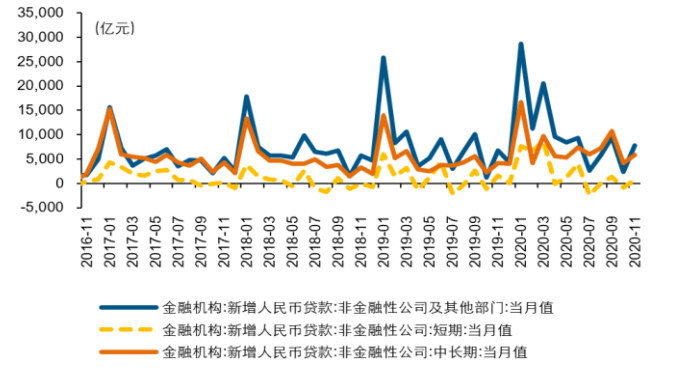
11 月份新增人民币贷款 14300 亿元，相比去年同期多增加 400 亿元。（1）居民层面，新增居民贷款 7534 亿元，比去年同期多增 703 亿元。新增居民中长期贷款 5049 亿元，比去年同期多增 360 亿元，仍维持高景气度，房地产销售持续向好。（2）企业融资层面，新增企业贷款 7812 亿元，比去年同期多增 1018 亿元，其中企业中长期贷款新增 5887 亿元，较去年同期多增 1681 亿元，企业中长期贷款的边际增长体现制造业企业在基本面向好条件下对于融资需求的提升；同时企业短期贷款新增规模较去年同期减少 909 亿元，商业银行通过中长期贷款支持实体经济的趋势预计将进一步延续。

图 31：居民中长期贷款仍维持高景气度



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 32：企业中长期贷款边际回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

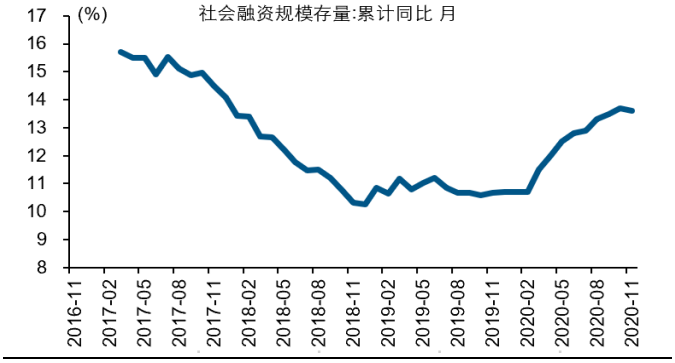
7.3 社融延续高增，信贷仍为重要支撑

11 月社融余额同比增速 13.6%，较上月小幅回落 0.1 个百分点。当月社融规模增量为 2.13 万亿，比去年同期多增 1363 亿元。从细分项来看，表内融资方面，新增人民币贷款 1.53 万亿元，仍是社融重要支撑。政府债券当月融资 4000 亿元，比去年同期多增 2284 亿元，伴随政府专项债的发行完毕，政府债券对社融的影响边际缩小。

当月表外融资减少 2044 亿元，同比减少 981 亿元，其中当月未贴现银行承兑汇票融

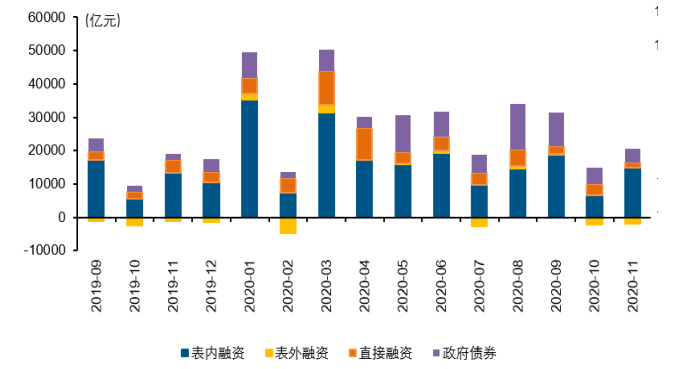
资减少 626 亿元，同比减少 1196 亿元，或归因于经济向好与打击资金空转力度的延续。委托贷款及信托贷款融资规模继续下滑，预计随着房地产政策的趋紧，二者净融资额或将进一步减少。直接融资方面，当月企业债券融资为 862 亿元，比去年同期减少 2468 亿元，信用债风波的持续发酵影响了企业债券的发行，预计随着政府发声稳定市场预期，债券融资将边际回升。

图 33：社融增速延续高增



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 34：表内融资边际回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

整体上看，11 月份社融与信贷数据仍表现亮眼。随着经济复苏与年底财政资金的进一步投放，12 月 M2 增速或维持相对高位。企业及居民中长期贷款边际回暖，信贷结构持续优化。社融延续高增，信贷仍为重要支撑，政府债券对社融的影响边际缩小。虽然表外融资及政府债券融资的下滑或将影响社融增长，但随着信贷维持相对强劲以及信用债风波后债券发行边际回升，年内社融或仍能保持高增。

风险提示：新冠疫情超预期发展，政策超预期收紧，海内外经济超预期下滑

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188