

### 中信证券研究部



诸建芳  
首席经济学家  
S1010510120003



程强  
首席宏观分析师  
S1010520010002



刘博阳  
宏观分析师  
S1010518040001



吴宇晨  
宏观分析师  
S1010521010001



玛西高娃  
宏观分析师  
S1010520100001



联系人：都业达

### 核心观点

我们认为，当前经济运行尚在恢复进程中，大宗商品价格快速上涨的负面影响在可控范围内，预计二季度之后 PPI 上涨压力将有所减轻，PPI 向 CPI 的全面传导较难发生。这种情况下，总量政策的主要目标仍然会聚焦在稳增长上，下半年经济会更多依靠内生动力的修复实现稳中加固。制造业投资、服务性消费、商品出口三个积极因素可能会成为结构亮点。放眼中长期，预计后疫情时代中国经济将出现五大趋势性变化：一是中国制造业在规模优势的基础上逐渐呈现出技术优势；二是服务业以结构升级助力提升劳动收入和全要素生产率；三是产业链的竞争力成为左右出口趋势的决定性力量；四是地方政府行为从更重基建转向更重产业；五是总量政策操作从“逆周期”向“跨周期”转型。

### ■ 下半年经济将稳中加固

- 当前经济运行仍有三重“不均衡”。一是不同行业间生产恢复的“不均衡”，受疫情影响更大的租赁和商务服务业以及住宿和餐饮业，距离完全恢复尚需时日；二是内外需求恢复的“不均衡”，1-4 月的经济数据显示“外需旺、内需稳”；三是不同规模企业之间景气程度表现的“不均衡”，大型企业持续处于扩张区间，但小型企业的整体恢复节奏仍然较慢。
- 通胀走势是影响下半年经济运行非常重要的变量。我们综合判断，大宗商品价格快速上涨的负面影响应该是可控的。二季度之后 PPI 上涨压力预计将有所减轻，原因包括三个方面：一是全球供需错配的格局将有所改善；二是全球流动性环境将在临近年末时出现边际变化；三是预计部分工业品受国内供给因素所推动的上涨趋势难以持续，未来政策会在有序推进“碳达峰、碳中和”和避免价格快速上涨的负面影响之间寻求一个平衡。这种情形下，PPI 向 CPI 的全面传导较难发生，我们预计尽管 CPI 中枢将会逐季抬升，但相对温和可控。
- 在“经济尚未恢复至常态、通胀风险相对可控”的情况下，总量政策的主要目标仍然会聚焦在稳增长上。预计货币政策下半年将维持松紧适度，宏观流动性回落幅度趋缓，政策利率大概率不会发生变化，中性的货币政策有望维持，对宏观经济的影响预计也偏中性。财政政策的基本取向在年中不会有明显调整，并且财政政策将更注重资金使用的统筹，保民生保基本，缓解地方政府债务压力，维持对经济的适度支持。
- 制造业投资、服务性消费、商品出口三个积极因素将推动经济稳中加固。我们预计二季度将是今年环比增长最快的时期，相比一季度，很可能在出口不差、消费继续恢复的基础上，制造业投资稳步赶上。从两年平均同比增速的角度估算，预计今年的四个季度会呈缓步回升的态势，即一季度是全年的低点，高点很可能在下半年甚至更晚出现，具体取决于全球经济复苏对中国的拉动效果。

### ■ 后疫情时代中国经济的五大趋势性变化

- 中国制造业在规模优势的基础上逐渐呈现出技术优势。据世界银行数据显示，我国自 2010 年制造业增加值超过美国后，已经连续 11 年成为全球最大制造业国家。中国制造业规模优势已经在全球遥遥领先，与此同时，从规模优势向技术优势的升级已经在发生。2020 年我国高技术制造业实现利润占规模以上工业企业的比重为 17.8%，比 2019 年提高了 1.9 个百分点，但是相较世界主要发达国家，这一比重仍有较大的提升空间。未来我国想继续巩固并提升制造业在全球产业链中的竞争力，发挥技术

优势将是我国制造业发展的必由之路。我们预计在政策的加持下，中国制造业将迈向更“高精尖”的发展轨道。首先，“十四五”规划提出“保持制造业比重基本稳定”这一要求就意味着制造业的转型升级和结构优化；其次，伴随着全球经济下行所导致的逆全球化思潮抬头，全球产业链面临着加速重构的可能，这就要求我国制造业发展更注重科技创新，以应对“卡脖子”难题；最后，努力实现“碳达峰、碳中和”目标，将深刻促进我国能源结构变革，也将直接促进光伏、新能源汽车等产业的发展。

- **服务业以结构升级助力提升劳动收入和全要素生产率。**过去 40 年我国服务业发展较快，承担了就业“蓄水池”的功能。2019 年，我国服务业对 GDP 增长的贡献率达到 59.4%。90 年代服务业就业人数占全部就业人口的比重为 20% 左右，2019 年该比重已经上升至 47.4%。未来的服务业发展，一方面更多依托为制造业提供高端全面的服务，生产服务业潜力巨大；另一方面更多依托更精细、更个性的需求升级，加速商业模式变革。虽然以往服务业的人均工资水平高于制造业，然而服务业内部的极差却很大。目前低收入的服务业正在从全社会劳动收入的“拖累项”转变成“助推项”。服务业越来越呈现线上线下融合、精细化提升等特点，客观上创造了一些劳动密集型的相对高收入岗位，与此同时，部分劳动力也从低端制造业岗位流入新业态的服务业领域，这一趋势与工业领域的“机器换人”结合在一起，既提高了服务业的收入水平，也提高了工业的生产效率。因此，随着服务业结构的升级，全社会的劳动收入和全要素生产率都得到了提升。
- **产业链的竞争力成为左右出口趋势的决定性力量。**疫情冲击下，全球各国均开启了货币大幅宽松的进程，这样“冲击—宽松”的经济政策路径发展下去，长期来看，全球总需求的弹性会有所扩大，一国的供给能力将成为影响出口的核心变量，对于中国来说，生产“替代效应”将持续带动出口高增。完备的产业链体系才能实现资本品、中间品和消费品的多元化出口，中国正是基于产业链的优势，才能实现无论全球供给是中断还是恢复，可能都不缺订单的情形。华东地区是我国制造业的主要阵地，也是出口类制造业能够进一步走向高质量发展的战略依托。我们预计，在这一地区还将涌现出很多优秀企业，有望在全球打响中国制造、中国创造的品牌。
- **地方政府行为从更重基建转向更重产业。**基建贯穿我国地方发展黄金二十年，但传统基建空间和回报率逐年下降。近几年来，地方政府行为的转型已经开始逐步显现，一方面是出于对更可持续的财政收支的行为匹配；另一方面也是对更可持续的城市发展、更需侧重的民生建设予以进一步的关注和加大支持。在“十四五”期间地方政府的行为转型预计将主要呈现两个大的特征，一是更注重“城市更新”，强调用综合的、整体性的观念和行动计划来解决城市存量发展过程中遇到的各种问题；二是更积极地参与到产业的培育、深度融合发展等层面，从单一的产业发展的“旁观者”和“秩序维护者”转变为产业发展的“引路人”和“推动者”。
- **总量政策操作从“逆周期”向“跨周期”转型。**2020 年 7 月政治局会议提出“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”，跨周期政策的设计首次被高层提及，我们认为这体现出了整体政策思路的主要变化。相对于传统的“逆周期”调节，“跨周期”的宏观调控更进一步，是对“逆周期”的完善与升级。“跨周期”蕴含了政策“稳定、连贯、更可持续”的特征。“跨周期”的财政政策将更注重放水养鱼支持经济、时间换空间化解债务；“跨周期”的货币政策将围绕建设“现代央行制度”要求，加强结构性工具的设计与储备，珍惜我国的正常利率空间，在“稳增长”与“防风险”中找平衡。

## 目录

下半年经济将稳中加固.....	2
三重“不均衡”显示当前经济运行还没有回到常态 .....	2
通胀走势是影响下半年经济运行非常重要的变量 .....	3
维持稳定可预期的货币财政政策 .....	5
制造业投资、服务性消费、商品出口三个积极因素将推动经济稳中加固 .....	8
后疫情时代中国经济的五大趋势性变化 .....	12
一、中国制造业在规模优势的基础上逐渐呈现出技术优势 .....	12
二、服务业以结构升级助力提升劳动收入和全要素生产率 .....	16
三、产业链的竞争力成为左右出口趋势的决定性力量 .....	21
四、地方政府行为从更重基建转向更重产业 .....	25
五、总量政策操作从“逆周期”向“跨周期”转型 .....	29

## 插图目录

图 1：各部门 GDP 增速恢复状况（2021Q1） .....	2
图 2：需求侧观察，投资与消费仍在修复期，出口部门表现亮眼 .....	3
图 3：自 2020 年四季度以来，PMI 显示，小型企业整体恢复仍慢于中大型企业 .....	3
图 4：PPI 同比增速与 CRB 综合指数 .....	4
图 5：核心 CPI 与人均居民可支配收入增速存在一定相关性 .....	5
图 6：春节后央行操作大体呈“宽货币”态势 .....	6
图 7：以 M2 及社融衡量，信用端已开始逐步向常态回归 .....	6
图 8：特征一：社融增速年内回落的最快时期预计在上半年，下半年有望企稳 .....	6
图 9：特征二：调整后社融年际变化占 GDP 比重预计将继续下行，但仍高于 2018-2019 年水平 .....	6
图 10：特征三：企业中长期贷款表现强劲，预计整体信贷需求仍然偏旺 .....	6
图 11：尽管预期政策利率不变，但首套房贷利率预计年内将延续小幅上行 .....	6
图 12：2021 年新增专项债规模适度减少，1-4 月专项债发行显著缓于预期 .....	7
图 13：城市更新类项目成为亮点 .....	7
图 14：2021 年财政政策不急转弯、缓慢退坡，实现跨周期调节 .....	8
图 15：一般公共预算支出兜牢基层“三保”底线 .....	8
图 16：预计房地产企业将加快建安工程以适应长效调控机制，为地产投资韧性提供支撑 .....	9
图 17：当前制造业企业生产经营预期明朗乐观，预期角度，前期表现疲弱的小企业已开始逐步恢复 .....	9
图 18：年初局部地区的疫情逐步消散后将重复去年 Q3-Q4 的变化 .....	10
图 19：经济增速下行叠加居民收入分化，整体消费也呈现下行趋势 .....	10
图 20：美欧产能利用率恢复放缓，但中国全球出口份额仍然维持高位 .....	10
图 21：美国企业疫情期间大量破产，考虑到产能利用率已基本恢复，整体供应能力提升的空间有限 .....	10
图 22：年内三大动能对经济的支撑 .....	11
图 23：相较于基数扰动较大的同比增速，今年 GDP 增长更需关注其环比增速及两年平均增速 .....	11
图 24：医药、计算机以及专用制造业等高技术制造业的投资增速高于制造业投资的平均水平 .....	12
图 25：近几年来，我国制造业投资结构已经处于调整进程中 .....	13
图 26：在政策有支持、市场有需求的背景下，航空产业园数量持续增长 .....	14
图 27：我国航空装备产业规模持续扩大，自 2017 年起年均增速保持在 10%以上 .....	14
图 28：能源结构变革，也将直接促进光伏、新能源汽车等产业的发展 .....	16
图 29：1995 年全球各个国家人均 GNI 与服务业增加值比重的关系 .....	17
图 30：2019 年全球各个国家人均 GNI 与服务业增加值比重的关系 .....	17
图 31：中国三大产业增加值占 GDP 的比重 .....	17
图 32：中国居民人均现金支出中服务消费的比重 .....	17
图 33：2019 年全球 104 个国家人均 GNI 和服务业就业比重关联 .....	18
图 34：我国三大产业就业占全部就业的比重 .....	18
图 35：我国服务业各细分行业近 14 年就业人员平均增速 .....	19
图 36：第二、三产业人均工资变化 .....	20
图 37：2005-2019 年各细分行业人均工资平均复合增长率 .....	20



图 38: 三大产业与第二产业中制造业的劳动生产率变化 .....	20
图 39: 服务业细分行业的劳动生产率比较 .....	21
图 40: 中国出口份额快速扩大带动上海出口集装箱运价指数上升 .....	22
图 41: 中国出口份额上升, 中国出口显著好于全球 .....	22
图 42: 目前疫情已经持续一年多, 全球日新增确诊病例受到不同国家疫情的反复影响呈现波浪式变动 .....	22
图 43: 不同国家的疫情升级大概率会促使短期内中国出口进一步增加 (2019 年中国出口国家占比) .....	22
图 44: 中国产业链完备, 疫情背景下生产品和消费品出口增长齐头并进 .....	23
图 45: 中国消费品和资本品的出口份额一降一升, 但占比均较大 .....	23
图 46: 2020 年 Q2-Q3 美国对中国进口中工业供应品的增长最快 .....	23
图 47: 中国工业增加值规模全球第一, 且增速较快 .....	24
图 48: 19 世纪末以来我国工业门类的数量持续增长 .....	24
图 49: 1912 年中国工业产值主要贡献来自华中地区 .....	25
图 50: 2017 年中国工业产值主要贡献来自华东地区 .....	25
图 51: 伴随基建投资规模趋于饱和, 基建增速逐步走出高增长期 .....	26
图 52: 政府部门债务占 GDP 比重仍在逐年上行 .....	26
图 53: PSL 的大量发行较显著地支撑了 2014-19 年的棚改进程 .....	26
图 54: 老旧小区改造为代表的城市更新将接力棚改, “十四五”期间计划改造 21.9 万个老旧小区 .....	26
图 55: 城市更新的范畴更广, 纳入了老旧小区改造和特定城市建成区改造 .....	27
图 56: 城市群与都市圈发展进一步加快, 各地区域之间的协同效应有望进一步增强 .....	29
图 57: 货币政策“跨周期”在今年的三个结构性目标 .....	32

## 表格目录

表 1: 主要宏观经济指标预测 .....	1
表 2: “十三五”与“十四五”在产业规划方面主要内容对比 .....	14
表 3: 服务业细分行业分类标准 .....	18
表 4: 不同阶段围绕城市更新、棚户区改造及老旧小区改造的各个目标 .....	27
表 5: 货币政策跨周期最早在 2020 年 7 月开始提及 .....	31

表 1：主要宏观经济指标预测（同比，%）

指标	2019		2020				2021				
	全年	一季度	二季度	三季度	四季度	全年	一季度	二季度 E	三季度 E	四季度 E	全年 E
<b>实际 GDP</b>											
同比读数	6.0	-6.8	3.2	4.9	6.5	2.3	18.3	8.3	6.7	5.3	9.0
相对于 2019 年的两年平均复合增速							5.0	5.7	5.8	5.9	5.6
<b>工业增加值</b>											
同比读数	5.7	-8.4	4.4	5.8	7.1	2.8	24.5	9.3	7.2	4.9	10.5
相对于 2019 年的两年平均复合增速							6.8	6.8	6.5	6.0	6.6
<b>社会消费品零售总额</b>											
同比读数	8.0	-16.6	-3.8	-0.4	3.2	-3.9	33.9	15.7	14.5	11.4	17.8
相对于 2019 年的两年平均复合增速							5.7	5.5	6.8	7.2	6.4
<b>名义固定资产投资</b>											
同比读数	5.4	-16.1	3.6	7.1	8.4	2.9	25.6	6.5	1.9	1.0	5.9
相对于 2019 年的两年平均复合增速							2.7	5.0	4.5	4.6	4.4
<b>房地产</b>											
同比读数	9.9	-7.7	8.0	11.9	11.0	7.0	25.6	10.2	2.3	1.2	7.9
相对于 2019 年的两年平均复合增速							7.7	9.1	7.0	6.0	7.4
<b>基建</b>											
同比读数	3.3	-16.4	8.1	6.4	5.8	3.4	26.8	-1.4	0.3	1.2	3.2
相对于 2019 年的两年平均复合增速							3.0	3.2	3.3	3.5	3.3
<b>制造业</b>											
同比读数	3.1	-25.2	-5.0	1.6	8.7	-2.2	29.8	14.4	8.5	3.3	10.9
相对于 2019 年的两年平均复合增速							-1.5	4.3	5.0	6.0	4.1
<b>出口（以美元计）</b>											
同比读数	0.5	-13.3	0.1	8.8	16.7	3.6	49.0	30.0	23.0	8.0	25.0
相对于 2019 年的两年平均复合增速							13.7	14.1	15.7	12.3	13.8
<b>进口（以美元计）</b>											
同比读数	-2.7	-2.9	-9.7	3.2	5.0	-0.8	28.0	41.6	25.4	23.0	29.0
相对于 2019 年的两年平均复合增速							11.5	13.1	13.8	13.6	13.1
<b>CPI</b>											
	2.9	5.0	2.7	2.3	0.1	2.5	0.0	1.5	1.6	2.5	1.4
<b>PPI</b>											
	-0.3	-0.6	-3.3	-2.2	-1.3	-1.8	2.1	7.4	5.8	4.2	4.9
<b>人民币贷款(万亿元)</b>											
	16.8	7.1	5.0	4.2	3.4	19.6	7.7	4.7	4.2	3.5	20.0
<b>新增社融(万亿元)</b>											
	25.6	11.1	9.8	8.8	5.2	34.9	10.2	8.3	8.8	5.3	32.6
<b>社融存量同比</b>											
	10.7	11.5	12.8	13.5	13.3	13.3	12.3	11.4	11.3	11.3	11.3
<b>M2</b>											
	8.7	10.1	11.1	10.9	10.1	10.1	9.4	7.9	8.0	8.3	8.3
<b>7 天 OMO 利率</b>											
	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>一年期 MLF 利率</b>											
	3.25	3.15	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95
<b>存款准备金率</b>											
	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

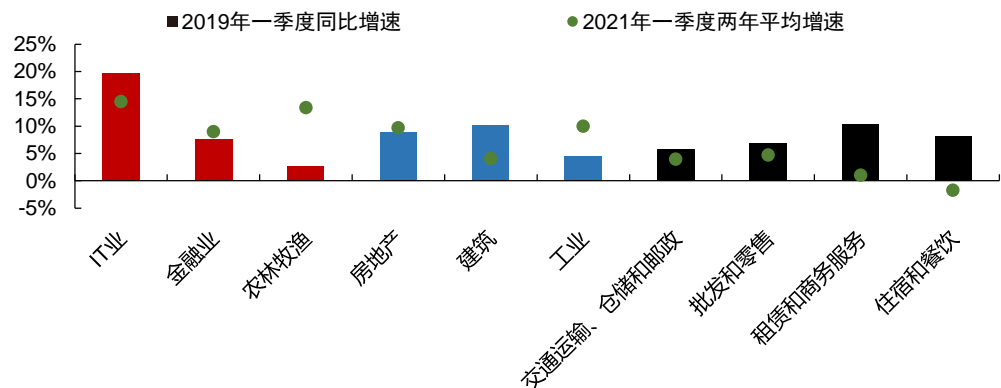
## ■ 下半年经济将稳中加固

### 三重“不均衡”显示当前经济运行还没有回到常态

2021 年一季度，GDP 增长 18.3%，两年平均增长 5%，意味着去除掉基数因素影响后这一增长水平略强于去年三季度，但是明显弱于去年四季度；环比增长 0.6%，比往年平均水平明显偏低，主要还是受到了冬季局部地区疫情的影响。结构上，经济运行还呈现出三重“不均衡”：

**一是不同行业间生产恢复的“不均衡”。**按照疫情影响的程度，我们将各主要行业分为三类，第一类为受疫情影响较小的行业，包括 IT 业、金融业、农林牧渔业；第二类为受疫情生产侧影响较大的行业，包括房地产业、建筑业、工业；第三类为受疫情需求侧影响较大的行业，包括交通运输、仓储和邮政业、批发零售业、租赁和商务服务业以及住宿和餐饮业。以 2021 年一季度的两年平均各行业 GDP 名义增速与 2019 年同期增速相比较，可以看到，第一类和第二类行业在今年第一季度的增长已经基本处于疫情前的增速区间之中（除建筑业外），而第三类行业中，尤其是租赁和商务服务业以及住宿和餐饮业，由于其对社交接触的需求更大，距离完全恢复尚需时日。

图 1：各部门 GDP 增速恢复状况（2021Q1）

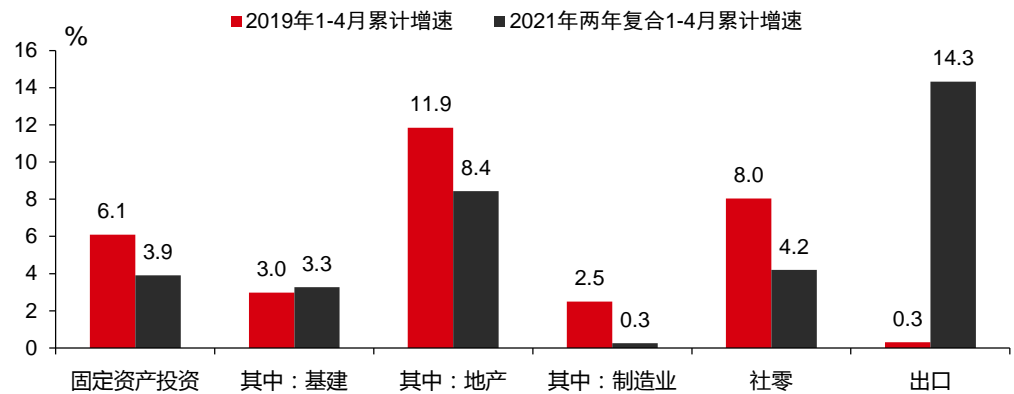


资料来源：Wind，中信证券研究部

注：红色为受疫情影响较小的行业；蓝色为受疫情生产侧影响较大的行业；黑色为受疫情需求侧影响较大的行业，增速均为 GDP 现价计算

**二是内外需求恢复的“不均衡”。**从“三驾马车”的动能恢复情况来看，1-4 月外需表现十分亮眼，两年平均累计增速达到 14.3%，显著高于 2019 年同期接近 0 增长的水平；而投资和消费目前仍在修复期，仅逆周期政策下的基建投资增速略好于疫情前的增长水平，消费与整体固定资产投资增速尚未恢复到 2019 年同期水平。

图 2：需求侧观察，投资与消费仍在修复期，出口部门表现亮眼



资料来源：Wind，中信证券研究部

三是不同规模企业之间景气程度表现的“不均衡”。从中采制造业 PMI 可以看到，尽管整体制造业 PMI 持续处于景气区间，但若以企业规模评估，小型企业的整体恢复节奏仍然较慢，去年四季度至今，有四个月继续位于收缩区间，而大型企业则持续处于扩张区间，这显示出不同规模企业之间的修复分化。

图 3：自 2020 年四季度以来，PMI 显示，小型企业整体恢复仍慢于中大型企业

指标	2021年4月	2021年3月	2021年2月	2021年1月	2020年12月	2020年11月	2020年10月
制造业PMI	51.1	51.9	50.6	51.3	51.9	52.1	51.4
生产量 (25%)	52.2	53.9	51.9	53.5	54.2	54.7	53.9
新订单 (30%)	52.0	53.6	51.5	52.3	53.6	53.9	52.8
供应商配送时间 (-15%) *	48.7	50.0	47.9	48.8	49.9	50.1	50.6
从业人员 (20%)	49.6	50.1	48.1	48.4	49.6	49.5	49.3
原材料库存 (10%)	48.3	48.4	47.7	49.0	48.6	48.6	48.0
进口	50.6	51.1	49.6	49.8	50.4	50.9	50.8
出口	50.4	51.2	48.8	50.2	51.3	51.5	51.0
现有订货	46.4	46.6	46.1	47.3	47.1	46.7	47.2
产成品库存	46.8	46.7	48.0	49.0	46.2	45.7	44.9
采购量	51.7	53.1	51.6	52.0	53.2	53.7	53.1
主要原材料购进价格	66.9	69.4	66.7	67.1	68.0	62.6	58.8
生产经营活动预期	58.3	58.5	59.2	57.9	59.8	60.1	59.3
大型企业整体PMI	51.7	52.7	52.2	52.1	52.7	53.0	52.6
中型企业整体PMI	50.3	51.6	49.6	51.4	52.7	52.0	50.6
小型企业整体PMI	50.8	50.4	48.3	49.4	48.8	50.1	49.4

资料来源：Wind，中信证券研究部

## 通胀走势是影响下半年经济运行非常重要的变量

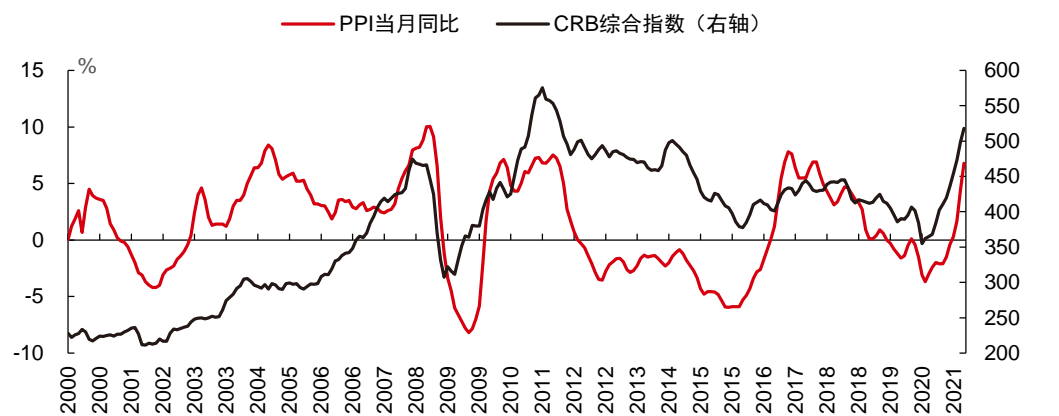
春节之后，大宗商品涨价就成为市场热议的话题，也基本主导了大类资产轮动，反映在宏观指标上是 PPI 同比增速在经历了去年的通缩之后快速上涨。3 月 PPI 环比上涨 1.6%，4 月同比增长 6.8%，皆创下近四年以来的最高值。低基数、全球工业品供需错配、流动性充裕、政策限产等因素均推动了大宗商品价格的快速上涨。在 4 月通胀数据中，我们已经观察到上游原材料涨价对经济的负面影响：PPI 中的生活资料同比上涨 0.3%，较前值扩大了 0.2 个百分点，电冰箱、洗衣机、电视机、笔记本电脑和自行车等工业消费品的价格普遍环比上涨，涨幅在 0.6%-1.0% 之间，价格自上而下的传导开始发生。生产过程中使用了较多钢和铜等原材料的下游企业，由于可以进一步挤压的利润空间相对有限，因此陆续开始上调产品的出厂价格，上调幅度普遍在 8%~12% 之间。还有一些中小企业，由于定价权



相对有限，无法实现价格成本的转嫁，只能采取暂时性停工停产的办法避免损失，一定程度上可能减少工业生产和固定资产投资的需求。

5月19日国务院常务会议指出，要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，针对市场变化，突出重点综合施策，保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传导。5月下旬大宗商品价格出现了普遍回调，接下来的通胀走势将直接影响宏观经济的运行。（1）如果大宗商品价格的回调只是暂时性、阶段性的，后续继续创新高，那就有可能压缩下游企业的利润和资本开支，导致内需的恢复不及预期，因为在供给刚性的情形下，价格和需求是相互影响的，需求好推动价格上升，反过来价格上升到一定程度又会压制需求。（2）如果上游涨价推动了CPI的上行，诱发全面通胀的可能性，那货币政策的核心目标可能也要从稳增长转向防通胀，利率环境和流动性环境都会随之变化。（3）如果大宗商品价格能够回到一个合理水平，那阶段性涨价可能不会对经济产生明显冲击，经济可能仍会在制造业投资和服务性消费的带动下继续恢复。

图4：PPI同比增速与CRB综合指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

我们综合判断，大宗商品价格快速上涨的负面影响应该是可控的。我们预计PPI将在今年5-6月达到高点，接近8%的水平，3季度同比均值仍将在5.8%左右的较高水平，4季度回落至4.2%。PPI上涨压力将有所减轻的原因主要有三个：

一是，预计供需错配的格局将有所改善。当前疫情更多集中在印度等地区，南美等大宗商品原产国的疫情控制相对较好，产能正在逐步恢复，同时，预计欧美发达国家年内经济环比高点也出现在2-3季度，中国内需则相对稳定增长，因此供需错配的格局将在下半年有所改善；

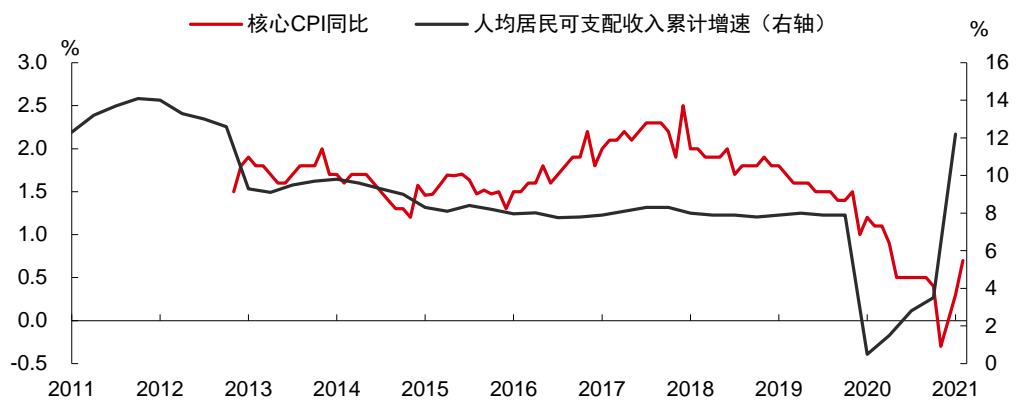
二是，预计全球流动性环境将在临近年末时出现边际变化。美联储货币政策的调整行动以及调整预期直接影响全球流动性格局，根据我们的判断，美联储将在8-9月份向市场释放未来缩减QE的预期，4季度公布细节计划，年底或明年初执行。同时中国社融增速预计也在下半年处于年内相对低位，因此流动性边际收紧以及这一预期将会制约到大宗商品价格的持续上涨；

三是，预计部分工业品受国内供给因素所推动的上涨趋势难以持续。从目前来看，PPI的快速上行也有我国“碳达峰、碳中和”政策部署下钢铁等产业限产政策预期的影响，4月政治局会议提及“有序推进碳中和长期目标”，我们认为未来政策会在有序推进“碳达峰

峰、碳中和”和避免价格快速上涨的负面影响之间寻求一个平衡，因此受国内供给因素影响较大的工业品涨幅预计也难以持续。

我们也认为，虽然核心 CPI 或将超预期上涨，但 PPI 向 CPI 的全面传导较难发生。背后的原因仍然主要是猪肉价格的拖累。今年前四个月，CPI 均值仅有 0.2%，其中 1、2 月同比为负，整体水平较低。短期低通胀的原因包括去年初的高基数、猪周期下行和经济复苏不均衡导致的服务业价格低迷等。预计今年剩余月份，CPI 中枢将会逐季抬升，4 季度均值或接近 2.5%，全年均值为 1.4%，具体分项上，预计食品价格和非食品价格将出现较为明显的分化。这样一个价格水平，仍是相对温和可控的，还不会整体性成为宏观运行的风险因素。

图 5：核心 CPI 与人均居民可支配收入增速存在一定相关性



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 维持稳定可预期的货币财政政策

我们预计，通胀压力在二季度之后会逐渐减弱，在“经济尚未恢复至常态、通胀风险相对可控”的情况下，总量政策的主要目标仍然会聚焦在稳增长上，努力促进疫情后的经济运行稳中加固。

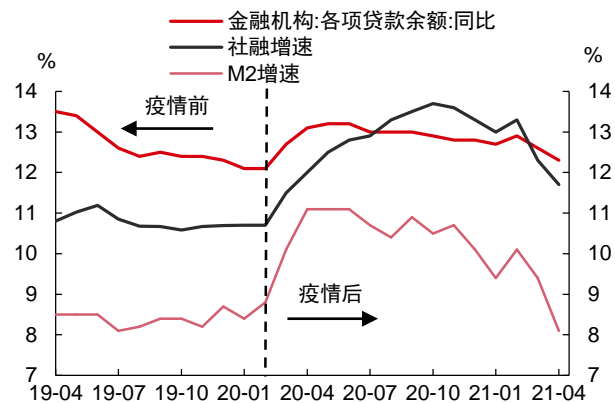
预计货币政策下半年维持松紧适度，宏观流动性回落幅度趋缓。春节后，央行以每日OMO 操作 100 亿元的方式维持公开市场流动性的合理宽裕，以 DR007 衡量，其利率波动基本处于 7 天 OMO 利率的下方，呈现“宽货币”的态势。而与此同时，以 M2 及社融增速衡量，两者已经开始呈现逐月回落趋势，其中社融增速 4 月已经回落至 11.7%，较去年末回落了 1.6 个百分点；而 M2 增速也回落至 8.1%，较去年末回落了 2.2 个百分点。我们认为这一货币与信用趋势的“分化”并不相矛盾。货币端的“松”，既有年初以来整体利率债市场供给压力偏小的原因，也有自去年 11 月起信用债及城投债区域压力增加所带来的央行“稳货币”需求增加的原因；而信用端的“紧”，则是一个自然回归的过程，从目前的趋势来看，社融的回落幅度仍在市场的预期之内，银行信贷相对仍然保持稳健，只是财政端的同比扩张速度有所滞后，一定程度拖累了社融表现。

图 6：春节后央行操作大体呈“宽货币”态势



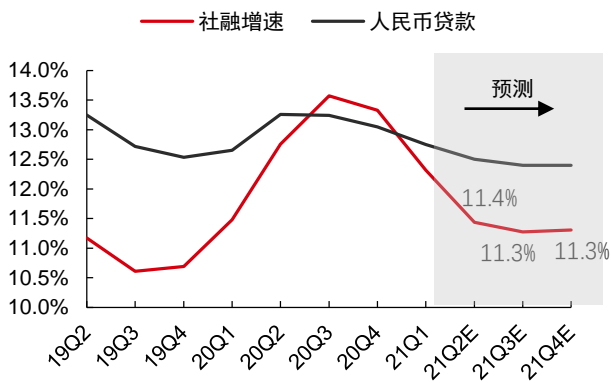
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：以 M2 及社融衡量，信用端已开始逐步向常态回归



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：特征一：社融增速年内回落的最快时期预计在上半年，下半年有望企稳



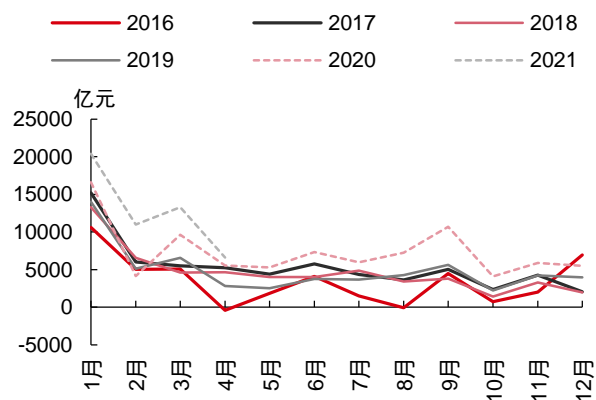
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

图 9：特征二：调整后社融年际变化占 GDP 比重预计将继续下行，但仍高于 2018-2019 年水平



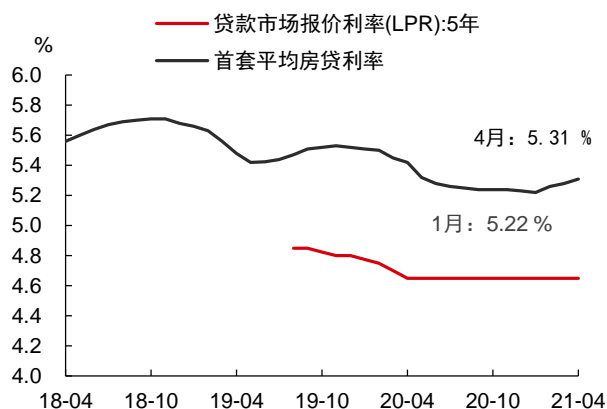
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

图 10：特征三：企业中长期贷款表现强劲，预计整体信贷需求仍然偏旺



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：尽管预期政策利率不变，但首套房贷利率预计年内将延续小幅上行



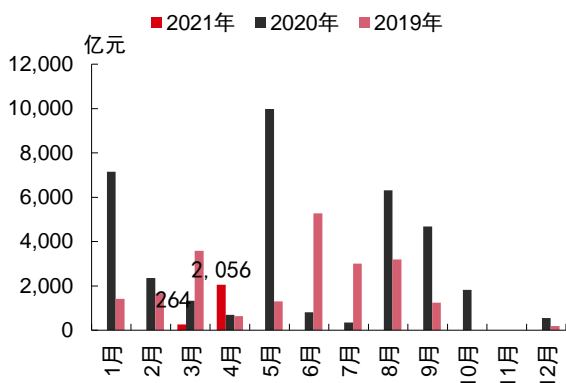
资料来源：Wind，中信证券研究部

尽管面临 PPI 暂时性高企的压力，也有“房住不炒”的政策目标，我们仍然预计下半年政策利率大概率不会发生变化。原因在于需求端并未持续的过热，CPI 并不具备高通胀的基础。而从地产调控角度来看，我们认为维持资产价格的相对稳定是今年央行的结构性目标之一，但这并不一定需要触发政策利率的实质变化予以实现。从过去四个月的首套房贷利率可以看到（图 11），5 年期 LPR 利率并未发生调整，但首套平均房贷利率已经开始趋于上行，我们认为这一趋势还将延续，但并不意味着政策利率需要予以调整。因此，整体来看，我们仍然预计央行将大概率保持 OMO、MLF 等利率不变，存款准备金率调整的概率也相对较低，以体现政策“不急转弯”的特征。

**预计货币政策将继续维持中性，对宏观经济的影响预计也偏中性。**整体来看，我们预计 2021 年全年社融净增量规模将较去年略有回落，总规模在 32 万亿左右，对应年末社融增速在 11.3%左右，较去年末回落约 2 个百分点，与去年末我们给出的预测大体一致。与此同时，这样的趋势和幅度还可能将呈现出三点特征：1）年内社融回落最快的时期已经到来，后续回落的幅度将显著放缓，三四季度可能持平企稳；2）信用周期尽管开始趋于回落，但以社融占 GDP 比重的净变化衡量，预计 2021 年末的相对水平仍将高于 2018-2019 年时期，不必过于担忧这一回落力度对经济的过高冲击；3）信贷层面关注企业中长期贷款高增的结构性亮点，预示信贷需求仍然向好。基于这样的三个特点，我们认为全年货币政策对宏观经济的影响将偏中性。

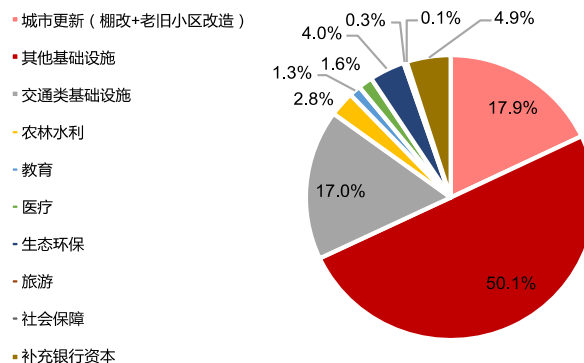
**一般来说，财政政策的基本取向在年中不会有明显调整，今年最大的变化是专项债发行节奏后移。**根据财政预算计划，2021 年新增专项债券安排 3.65 万亿元，比上年减少 1000 亿元。1-4 月地方政府专项债券发行 2320 亿元，仅占全年计划的 6.4%（2020 年 1-4 月占全年的 32%，2019 年 1-4 月占全年的 23.2%），发行进度显著慢于预期。我们认为，适度减少新增专项债券规模以及发行节奏后移的主要原因是已发行的专项债券规模较大，政策效应在今年仍将持续释放。在当前整体地方专项债发行节奏偏慢的背景下，我们预计下半年将加快发行，而且节奏上，可能在三、四季度平滑供给，助力地方政府重大投资项目有序推进。

图 12：2021 年新增专项债规模适度减少，1-4 月专项债发行显著缓于预期



资料来源：Wind，中信证券研究部

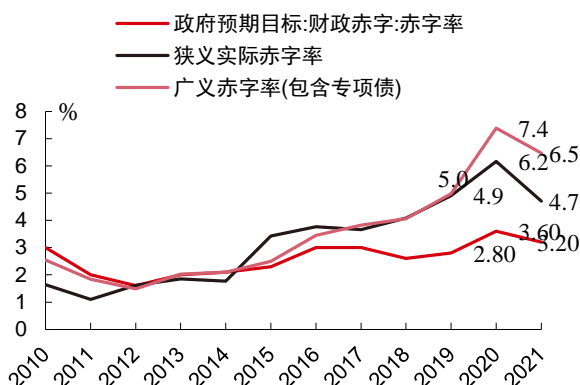
图 13：城市更新类项目成为亮点



资料来源：Wind，中信证券研究部；基于 2021 年 1-4 月数据测算

**整体财政政策将更注重资金使用的统筹。**比如针对一般公共预算，统筹资金重点支持民生领域。4 月 30 日中共中央政治局会议强调财政政策要“兜牢基层‘三保’底线”，从 2021 年一季度财政支出来看，社会保障和就业、教育、卫生健康三项社会性公共服务支出占比最高，合计占 42%，且支出增速较高，两年平均累计增速分别为 2.8%、2.8%以及 6.5%；而基建相关的城乡社区事务、农林水事务、交通运输等支出项目均出现不同程度的下降，两年平均累计增速分别为-14.4%、-4.5%、-12.3%。比如在专项债的发行和使用上，统筹资金将重点支持“城市更新”，将老旧小区改造、城市绿化、城市基础设施升级、新基建等工作打包起来予以支持。

图 14：2021 年财政政策不急转弯、缓慢退坡，实现跨周期调节



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：一般公共预算支出兜牢基层“三保”底线

支出项目	占比	1季度累计增速	2年平均累计增速
社会保障和就业	18%	6.1%	2.8%
教育	15%	13.8%	2.8%
卫生健康	9%	8.3%	6.5%
城乡社区事务	8%	-4.1%	-14.4%
农林水事务	6%	-5.5%	-4.5%
交通运输	5%	-7.8%	-12.3%
债务付息	3%	27.4%	15.4%
科学技术	3%	6.3%	-7.5%
节能环保	2%	9.0%	-3.8%
文化旅游体育与传媒	1%	13.7%	1.7%

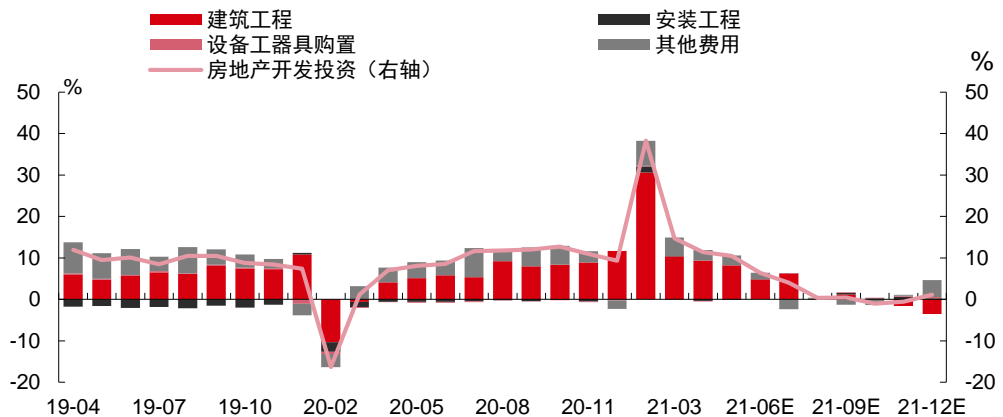
资料来源：Wind，中信证券研究部

## 制造业投资、服务性消费、商品出口三个积极因素将推动经济稳中加固

这样的财政货币金融环境下，基建投资、地产投资都将比较有韧性，但较难录得超预期的增速。考虑到全年地方政府专项债额度安排 3.65 万亿，仅仅比去年疫情冲击的特殊时期少了 1000 亿，再加上去年比较充裕的专项债资金部分在今年仍然发挥作用，因此基建投资的资金来源仍有一定保障，我们维持此前对基建投资增速的判断，预计全年投资增速或为 3.2%，并且预计年内的基建投资节奏可能有所加快。自 2020 年下半年以来，房地产长效调控机制不断完善，包括“三条红线”的地产公司融资政策、“控制新增涉房贷款比例”的银行贷款政策、22 个重点城市“两集中”的住宅土地供应政策等政策的陆续出台，房地产市场的各个环节受到了全方位的调控，在这样的背景下，预计房地产企业将加快建筑工程和安装工程等环节，以促成期房交付，从而加快资金回流。可以看到 2021 年一季度房地产固定资产投资中建筑工程累计同比增长 34.3%（相较于 2019 年同期两年平均增速为 10.3%），预计年内建筑工程项的增速都将保持在较高水平，并且随着施工环节的推进，安装工程项的投资增速也将有所上行。因此，即便土地购置费这块可能在未来存在一定下行压力，我们预计年内地产投资增速仍将保持韧性。



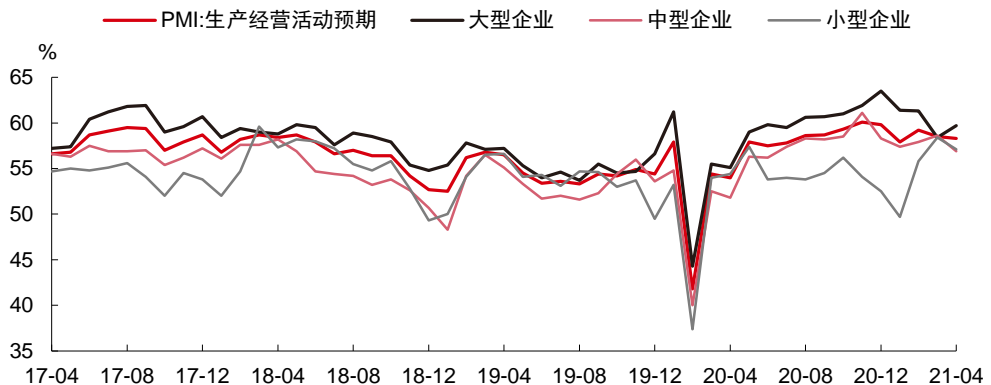
图 16：预计房地产企业将加快建安工程以适应长效调控机制，为地产投资韧性提供支撑



资料来源：Wind，中信证券研究部估算、预测

**支撑经济运行“稳中加固”的重要变量一是制造业投资。**自 2020 年下半年以来，我国制造业企业就保持了较高的盈利水平，并且随着国内经济稳定，海外经济陆续复苏，市场的整体需求稳步回升，2021 年 1-4 月 PMI 数据中的平均生产经营活动预期指数为 58.5%，位于历史较高水平，表明企业对未来的生产经营抱有良好预期。同时可以观察到自 2020 年下半年以来，企业中长期贷款持续大幅上升，也反映了制造业企业较为强烈的融资意愿，我们预计年内制造业投资增速或将攀升至 10.9% 左右。

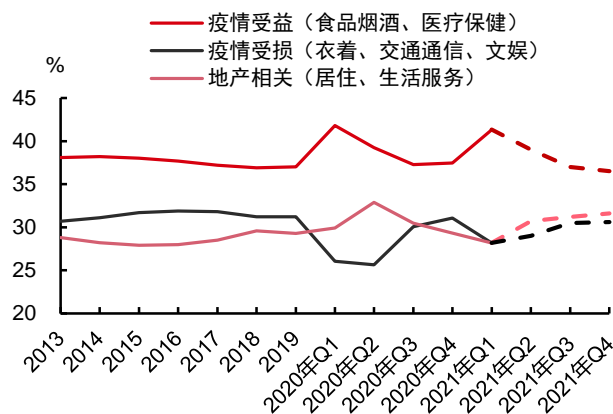
图 17：当前制造业企业生产经营预期明朗乐观，预期角度，前期表现疲弱的小企业已开始逐步恢复



资料来源：Wind，中信证券研究部

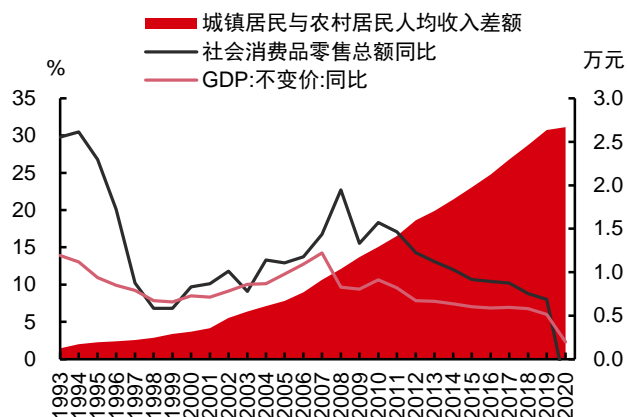
**支撑经济运行“稳中加固”的重要变量二是服务性消费。**尽管整体消费增速仍可能低于疫情前水平，但服务性消费预计将超预期修复。年初受到局部地区疫情的影响，整体消费受到了明显的冲击，1-2 月社消的两年复合增速为 3.1%，较去年 11 月高点的 5% 显著回落。消费支出结构上，受益于疫情的食品饮料和医疗保健支出占比上升，受疫情不利影响的衣着交运和文娱支出占比下降，但回落幅度弱于去年，而地产相关的支出占比并没有显著提升。3 月开始消费的恢复速度有所提升，预计后续消费支出结构的变化可能重复去年下半年的情形，今年二三季度的服务性消费预计将显著恢复。与此同时，我们认为餐饮、旅游、酒店、航空、汽车、家电、服装等相关行业的消费增长将表现亮眼。但整体来看，考虑经济增速的下行叠加居民收入的持续分化，预计消费在中长期仍将呈现下行趋势，后续消费恢复的高点也难以超过疫情前的水平。

图 18：年初局部地区的疫情逐步消散后将重复去年 Q3-Q4 的变化



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

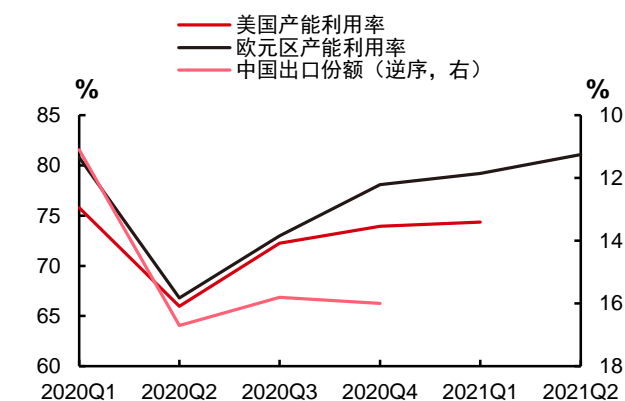
图 19：经济增速下行叠加居民收入分化，整体消费也呈现下行趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部

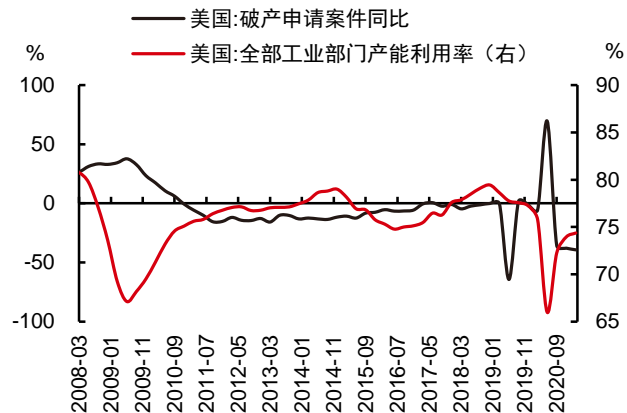
支撑经济运行“稳中加固”的重要变量三是外需拉动下的出口持续高景气。1-4 月，出口景气超预期的强劲主要还是来自海外需求旺盛叠加供给增长有限。美国的产能利用率较 2019 年底的水平已经恢复了 96%，欧元区的产能利用率也回到了 2019 年底约 98% 的水平，且今年以来恢复的速度显著放缓。整体来看一季度海外供应能力复苏较为有限，出口的高增长主要来源于需求端受益于疫情改善带来的积极变化。从中国出口金额的变动来看也是同样的结论。2020 年二季度以来伴随着海外产能利用率的快速回升，中国的出口份额也出现了明显下降，但预计三季度开始出口份额将小幅回升。目前来看海外供给短期内完全恢复到疫情前水平的可能性较低，一方面，生产停滞时间过长导致海外供应端产能被部分出清，美国企业破产申请增速在疫情中显著上升，去年三季度开始已基本趋于稳定，出清的产能年内很难快速恢复；另一方面，美国等主要需求国家疫情后的财政补贴还在持续，部分居民的复工意愿较低，因此短期内供给恢复的空间也不大。因此整体来看，我们认为海外供给恢复弹性较小，在海外需求持续扩张的情况下出口将维持高位，预计全年增速将达到 20% 以上，为近年以来的最高增速水平。

图 20：美欧产能利用率恢复放缓，但中国全球出口份额仍然维持高位



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021Q2 数据截至 2021 年 5 月 1 日

图 21：美国企业疫情期间大量破产，考虑到产能利用率已基本恢复，整体供应能力提升的空间有限



资料来源：Wind，中信证券研究部

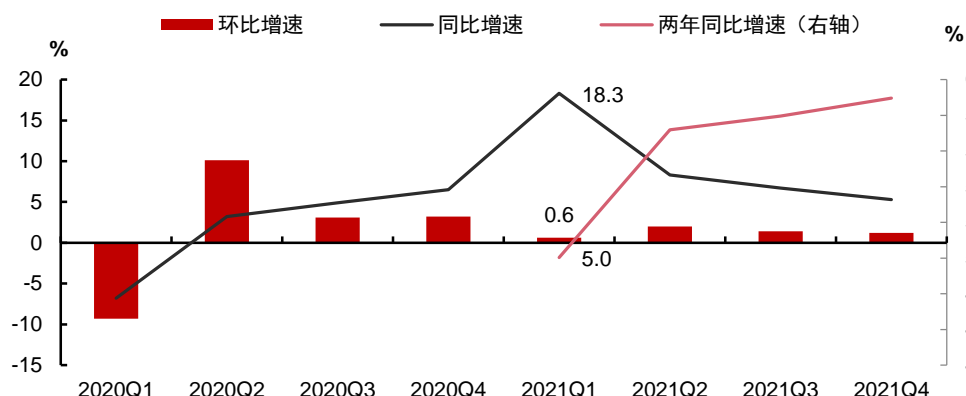
图 22：年内三大动能对经济的支撑



资料来源：中信证券研究部绘制

综合来看，以经济的环比增速观察，预计二季度是年内高点；而从两年平均增速角度，经济则将呈现逐季回升态势。从全年的维度，我们认为二季度应该将是今年环比增长最快的时期，因为二季度相比一季度，很可能在出口不差、消费继续恢复的基础上，制造业投资稳步赶上，再考虑到一季度受冬季局部疫情影响形成的低基数，二季度的环比增长应该明显高于往年平均水平，至少可能在 2% 左右，而三四季度环比增长速度可能逐步向 2017-2019 年的平均水平回归；另一方面，从两年平均同比增速的角度估算，也就是去掉去年基数扰动以后的同比增速，我们认为今年的四个季度会是缓步回升的态势，一季度是全年的低点，高点很可能在下半年甚至更晚出现，具体取决于全球经济复苏对中国的拉动效果。

图 23：相较于基数扰动较大的同比增速，今年 GDP 增长更需关注其环比增速及两年平均增速



资料来源：Wind，中信证券研究部预测（注：国家统计局每个季度会根据季节调整模型自动修正结果，对近一年各期国内生产总值环比增速进行修订；2021Q2 及之后的数据为中信证券研究部预测）

## 后疫情时代中国经济的五大趋势性变化

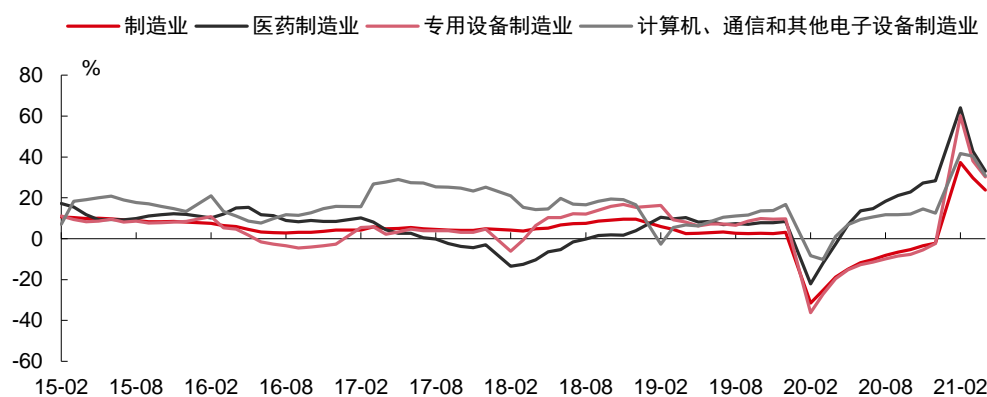
### 一、中国制造业在规模优势的基础上逐渐呈现出技术优势

#### 中国制造业规模优势已经在全球遥遥领先

据世界银行数据显示，我国自 2010 年制造业增加值超过美国后，已经连续 11 年成为全球最大制造业国家，2020 年我国的工业增加值更是达到了 31.31 万亿元，占全球制造业份额约 28% 以上，并且由于近年来我国工业增加值增速基本保持在 6% 以上，而美国、欧洲主要国家如德国等国家的工业增加值增速普遍维持在 2%~4% 的区间，因此预计这一比重仍将持续扩大。另外，从品类上看，根据工信部的数据，前我国已经拥有 41 个工业大类、207 个工业中类、666 个工业小类，具备了世界上最为完整的工业体系。在 500 多种世界主要工业产品当中，中国有 220 多种工业产品的产量居全球第一。

由于中国制造业的体系完备，因此除了一些极端情形外，无论经济运行处于什么相态，往往制造业中都能挖掘出结构亮点。比如，自 2020 年下半年以来，虽然在需求尚未有效修复的情况下，邻近居民消费端的行业提价较为困难，从两年平均复合增速的角度可以看到，纺织服装、服饰业，家具制造业，印刷和记录媒介复制业等行业的盈利同比增速尚位于负增长区间。但是，在上游涨价的背景下，与大宗商品价格密切相关的行业利润较好，与此同时，成长类的制造业（受经济周期波动制约小，未来成长空间较大的行业）包括医药制造业、专用设备制造业、食品制造业、仪器仪表制造业等营收利润率达到了 8% 以上。并且到 2021 年一季度，医药制造业，专用设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业的投资增速明显好于全口径的制造业投资增速。在这些向好行业的拉动下，整体上，2020 年工业企业盈利维持在两位数的增长，2021 年一季度整体的工业企业利润同比增长 1.37 倍，较 2019 年相比两年平均增速为 22.6%。

图 24：医药、计算机以及专用制造业等高技术制造业的投资增速高于制造业投资的平均水平

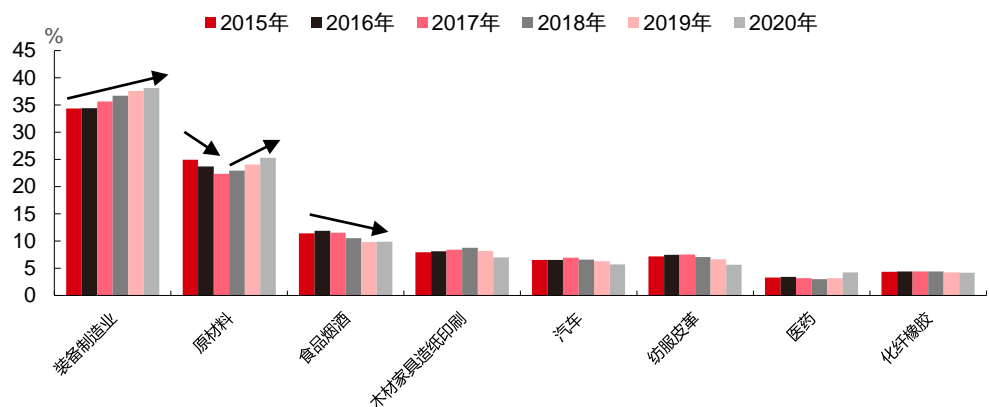


资料来源：Wind，中信证券研究部

## 从规模优势向技术优势的升级已经在发生

2020 年我国高技术制造业实现利润占规模以上工业企业的比重为 17.8%，比 2019 年提高了 1.9 个百分点，表明我国制造业结构的不断优化升级，但是相较世界主要发达国家，这一比重仍有较大的提升空间，根据世界银行的数据显示，2018 年制造业竞争力全球第一的德国，中高技术制造业增加值占其国内制造业总增加值的 61.7%，即便制造业竞争力弱于德国的日本，这一比重也达到了 56.6%。中高技术制造业比重偏低，也使得我国制造业的利润空间相对有限，从而极大地制约了我国人均制造业增加值，同样据世界银行数据显示，2018 年我国的人均制造业增加值为 2726 美元，而同年德国、美国和日本分别达到了 9148 美元、6762 美元和 7556 美元，因此未来我国想继续巩固并提升制造业在全球产业链中的竞争力，重点建设中高技术产业，在保持规模优势的同时，发挥技术优势将是我国制造业发展的必由之路。

图 25：近几年来，我国制造业投资结构已经处于调整进程中



资料来源：Wind，中信证券研究部估算

实际上，近几年来我国制造业固定资产投资结构已经处于调整进程中了。在图 25 中，我们估算了各类制造业行业固定资产投资占全部制造业投资份额的比重（为了更清晰的展示结论，我们对制造业 32 个行业进行了聚类），可以看到不同行业的投资所占的份额自 2015 年以来已经呈现出了分化的趋势。

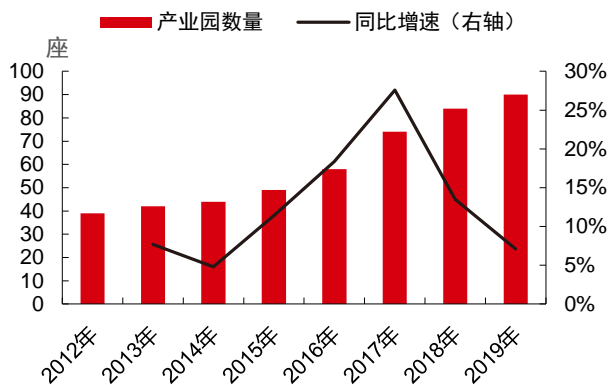
一方面，装备制造业（包括通用设备，专用设备，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备，电气机械及器材，计算机、通信和其他电子设备，以及仪器仪表制造业等 7 个行业）在整体制造业固定资产投资中的占比最大，并且仍在呈现逐年上升的趋势，自 2012 年的 33.4% 逐步增长到 2020 年的 38.1%，原材料制造业（主要包括石油、煤炭，化学原料及化学制品，黑色金属，有色金属，非金属矿物等 5 个行业）在经历“去产能”后，投资占比也逐步上升，这些投资可能更多来自于设备更新和技改升级，我们预计“十四五”期间，随着对高技术行业的投入增加以及能耗标准的提升，这部分行业的投资份额仍有望进一步提升。

作为一个典型例子，近年来航空装备制造业就迎来了蓬勃发展，趋势性上升特征明显超过了周期性波动的特点，是典型的“成长类制造业”行业，预计后续市场空间也将迎来持续的扩容。研发、生产航空航天装备是发展航空航天经济的前提和基础，并且在全球政



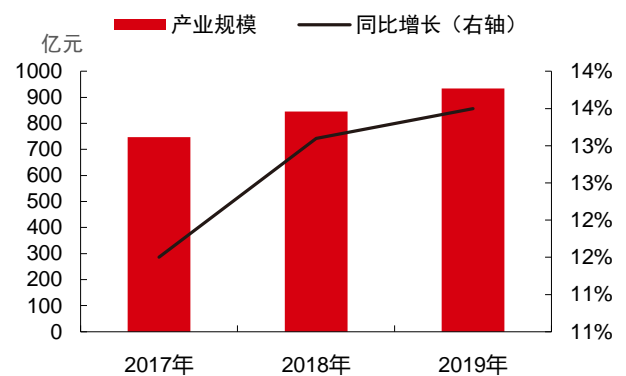
治经济格局复杂多变的背景下，发展航空装备制造业对保障战略运输安全、空间安全都有重要意义，因此，无论是《中国制造 2025》国家行动纲领，还是“十四五”规划，都将航空装备列入战略新兴产业重点方向，为航空装备制造业的发展带来了新的市场机遇。在政策有支持、市场有需要的背景下，我国航空产业园的数量持续增长，至 2019 年底全国已经有 90 余家航空产业园区，主要集中在山东、江苏等地，并且我国航空装备的产业规模持续扩大，自 2017 年起，年均增速保持在 10% 以上。尽管 2019 年航空装备产业规模仅为 934 亿元左右，但是由于航空装备制造业产业链条较长、技术含量较高的特点，对上中下游产业都具有了明显的拉动作用，例如在民用飞机产业化、航空发动机自主发展、航空材料和基础元器件自主制造、航空科研试验基础设施建设、通用航空制造与运营服务协同发展等多领域的技术溢出效应尤为明显，有望成为我国未来经济增长和基础创新的引擎。正是类似航空装备制造业这样新型的高技术产业，成为了推动我国制造业持续向好的边际力量。

图 26：在政策有支持、市场有需要的背景下，航空产业园数量持续增长



资料来源：前瞻网，中信证券研究部

图 27：我国航空装备产业规模持续扩大，自 2017 年起年均增速保持在 10% 以上



资料来源：前瞻网，中信证券研究部

## 政策加持下，中国制造业将迈向更“高精尖”的发展轨道

“十四五”期间，政策对制造业发展的谋篇布局也将迈入新阶段。在《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》中，我国提出了深入实施制造强国战略，将“坚持自主可控、安全高效，推进产业基础高级化、产业链现代化，保持制造业比重基本稳定，增强制造业竞争优势，推动制造业高质量发展”。

表 2：“十三五”与“十四五”在产业规划方面主要内容对比

	具体领域	“十三五”规划	“十四五”规划
制 造 强 国 战 略	产业基础能力建设	引导制造企业延伸服务链条、促进服务增值。推进制造业集聚区改造提升，建设一批新型工业化产业示范基地，培育若干先进制造业中心	提升产业链供应链现代化水平。要求形成具有更强创新力、更高附加值和更安全可靠产业链供应链。推动制造业补链强链，优化区域产业链布局等
	产业转型升级	通过技术、标准、并购等方式实现传统产业的转型升级	提出推动制造业优化升级，并针对不同类型产业的发展进行规划。一方面，推动培育先进制造业集群和集成电路等新兴产业创新发展；另一方面，通过产业布局优化和结构调整、扩大优质产品供给等方式改造提升传统产业
	质量建设	单独列出加强质量品牌建设的内容。要求实施质量强国战略，通过法律保护、企业	通过建设智能制造示范工厂，完善智能制造标准体系，深入实施质量提升行动，推动制造业产品“增品种、提品质、创品牌”。

具体领域	“十三五”规划	“十四五”规划
	监督、监管体系建设等途径提高产品质量。更多强调利用行政手段提升产品质量	更多强调通过产业技术提升改善产品质量
降低成本	降低实体经济企业成本，通过简政放权、减税降费、创新直接融资和降低成本水平等方式为企业减负	强化要素保障和高效服务，巩固减税降费成果，拓宽制造业直接融资和间接融资途径。降成本的着力点从行政化手段为主转向市场化手段为主
战略性新兴产业	指标要求	战略性新兴产业增加值占 GDP 比重达到 15%
	发展规划	战略性新兴产业增加值占 GDP 比重超过 17%
服务业	生产性服务业	促进生产性服务业专业化
	生活性服务业	提高生活性服务业品质
现代化基础设施		生产性服务业融合化发展，推动生产性服务业向专业化和价值链高端延伸。聚焦提高产业创新力、要素配置效率、增强全产业链优势、现代服务业与先进制造业、现代农业深度融合等
		生活性服务业品质化发展，新增推进数字化智能化改造和跨界融合，线上线下全渠道满足消费需求
		新增现代化基础设施体系的有关内容，将规划建设 5G 等新型基础设施、建设交通强国和构建现代能源体系，以打造系统完备、高效使用、绿色智能、安全可靠的现代化基础设施体系

资料来源：《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，中信证券研究部

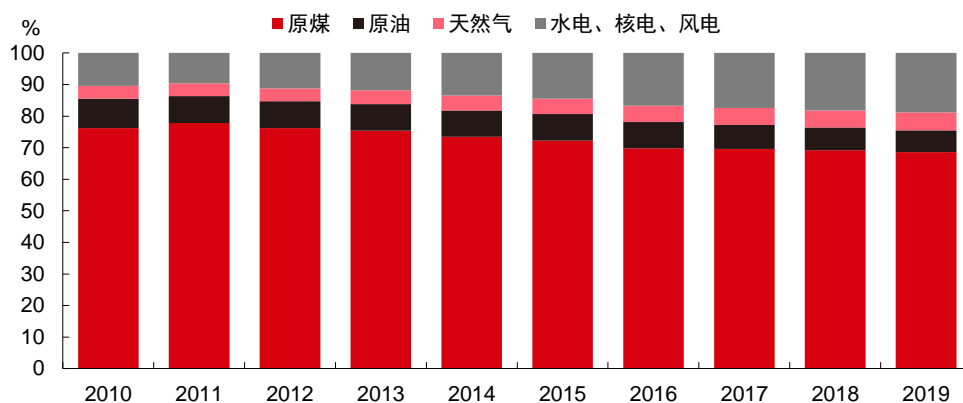
**第一，在经济保持中高速增长，并逐步转向高质量发展阶段的背景下，“保持制造业比重基本稳定”这一要求就意味着制造业的转型升级和结构优化。**从总量上看，我国工业的规模逐年增加，“十三五”期间，工业增加值由 23.5 万亿元逐步增加至 31.3 万亿元，绝对规模连续 11 年稳居世界最高。但从占比来看，制造业在我国经济中的比重逐年走低，以现价计量，我国制造业占 GDP 的比重由 2015 年的 29.0% 逐年下降至了 2020 年的 26.2%。诚然，制造业占 GDP 的比重下降具有一定的客观性，例如随着产业的分工深化，制造业中的部分环节将被分离出来，并形成生产性服务业，这就使得制造业比重会随着经济的发展和深化而有所下降，从美国、欧洲、日本等国家的发展历程来看，也大体呈现这样的规律。但是，我国目前仍然是发展中国家，工业化进程还尚未结束，国内的产业链、供应链仍存在短板和断点，因此工业发展仍有巨大的发展空间，在这种情况下，要求保持制造业比重基本稳定，就意味着不能沿着此前的发展路径，向附加值较低的劳动密集型产业和加工贸易型产业要发展空间，而应该逐步增强先进制造业的比重，预计制造业投资中将更多的向设备更新、技改升级倾斜，从而推进产业基础高级化、产业链现代化，推动制造业的转型升级和结构优化。

**第二，伴随着全球经济下行所导致的逆全球化思潮抬头，全球产业链面临着加速重构的可能，这就要求我国制造业发展将更注重科技创新，以应对“卡脖子”难题。**目前，我国的产业链主要着重培育应用环节，在针对上游研发的环节上尚有不足，导致关键原材料、零部件等有所缺失，产业链面临着一定的风险。为了应对这样的风险，预计我国在深入实施制造强国战略方面，将重点提升产业链、供应链的现代化水平，培育先进制造业集群，推动集成电路、航空航天、船舶与海洋工程装备、机器人、先进轨道交通装备、先进电力装备、工程机械、高端数控机床、医药及医疗设备等产业创新发展。同时，还将发展壮大战略性新兴产业，“十四五”规划要求战略新兴产业增加值占 GDP 的比重进一步增加，由 15% 增加值 17%，在聚焦于新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新

能源汽车、绿色环保等战略新兴产业的同时，前瞻谋划类脑智能、量子信息、基因技术、未来网络、深海空天开发、氢能与储能等前沿科技和产业变革领域。

**第三，努力实现“碳达峰、碳中和”目标，将深刻促进我国能源结构变革，也将直接促进光伏、新能源汽车等产业的发展。**目前我国已经处在了能源结构的变革期。2020 年全国能源消费总量约为 497714 万吨标准煤，较 2010 年 360648 万吨标准煤仅增长了 38%，即全国能源消耗的增幅明显弱于全国经济总量增长的幅度，表明从总量口径上而言，我国经济所使用的能源结构已经向清洁能源转变。2020 年 12 月，中央经济工作会议首次提出“做好碳达峰、碳中和工作”，这将进一步加快我国能源结构的变革，预计高碳排放、高耗能企业的投资节奏将明显放缓，而光伏发电、风力发电、新能源汽车等行业将迎来发展的黄金期。

图 28：能源结构变革，也将直接促进光伏、新能源汽车等产业的发展



资料来源：Wind，中信证券研究部

预计在我国制造业发展的新阶段，在政策支持、市场广阔、企业创新等多重因素共同驱动下，中国制造业将逐步形成自身的技术优势。实际上，受益于我国完整的产业链条，我国在一些高技术制造业方面的比较优势已经开始逐步显现，以新能源汽车行业为例，目前我国已经建立起了初步的比较优势，2020 年我国的电动车销量以 137 万辆的好成绩遥遥领先，明显好于德国（40 万辆）、美国（30 万辆）以及英国（20 万辆）等国家。2020 年 11 月，《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》正式通过，文件提出从鼓励创新、加快建设基础设施等多方面支持新能源汽车产业的发展，计划到 2025 年中国新能源汽车新车销量占比达到 20% 左右，而 2021 年一季度我国国内新能源汽车销售比重约为 8.6%，因此后续新能源汽车行业仍将迎来持续的蓬勃发展。

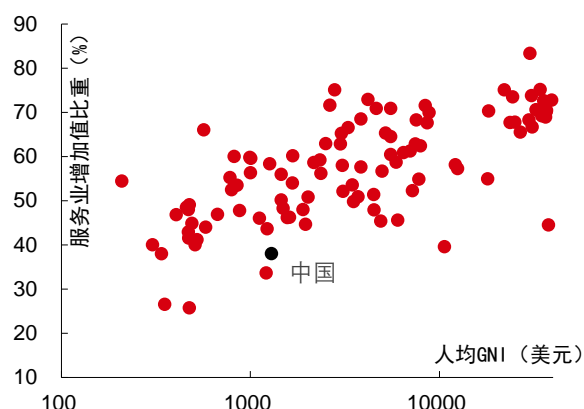
## 二、服务业以结构升级助力提升劳动收入和全要素生产率

### 过去 40 年我国服务业发展较快，承担了就业“蓄水池”的功能

从经验研究的角度，国际上很多国家都呈现随着经济总量和人均收入的上升，产业发展重心逐步从农业向工业和服务业转移的特征，特别是当工业化推进到一定阶段，服务业产出和就业比重出现明显上升。世界银行数据显示，1995 年，中国人均 GNI 为 1209 美元，全球 105 个国家的服务业增加值比重与人均 GNI 呈正相关关系。2019 年，中国人均

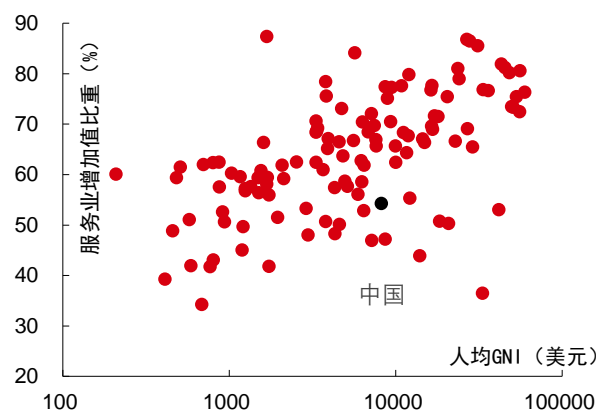
GNI 达到 8223 美元，全部 105 个国家的人均 GNI 与服务业增加值比重同样表现出正相关关系，而且在同一时间截面的人均收入更高的国家，这种正相关性更为明显。按照刘易斯的“二元结构”理论，在存在农村剩余劳动的前提下，工业和服务业部门不仅是先进生产力的代表，而且是解决这些剩余劳动力就业问题的重要依托，特别是服务业部门，由于其细分行业众多、对劳动力的需求相比工业部门更大，更多承担了吸纳就业的作用。

图 29: 1995 年全球各个国家人均 GNI 与服务业增加值比重的关系



资料来源: World Bank, 中信证券研究部

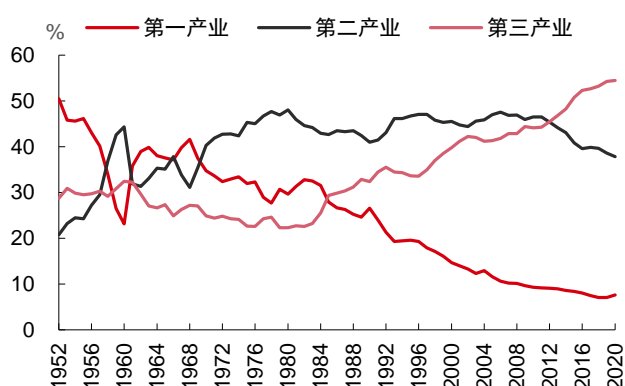
图 30: 2019 年全球各个国家人均 GNI 与服务业增加值比重的关系



资料来源: World Bank, 中信证券研究部

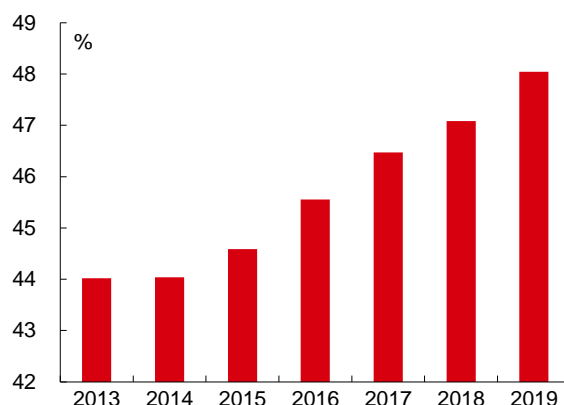
我国改革开放之后的 40 多年，大体也呈现了这样的特点：服务业对经济增长的贡献作用越来越大。2019 年，中国服务业增加值占 GDP 的比重为 53.9%，明显高于农业(7.1%)和工业 (39.0%)，服务业对经济增长的贡献率达到 59.4%。自 2015 年以来，批发零售业和住宿餐饮业等传统产业对 GDP 增长的拉动作用明显减弱，而信息传输、软件和信息技术服务业、金融业和交通运输、仓储和邮政业等高端服务业对 GDP 增长的拉动作用逐渐增强。

图 31: 中国三大产业增加值占 GDP 的比重



资料来源: Wind, 中信证券研究部

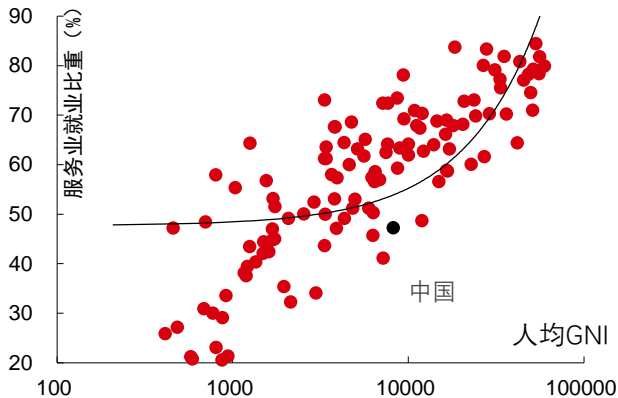
图 32: 中国居民人均现金支出中服务消费的比重



资料来源: Wind, 中信证券研究部

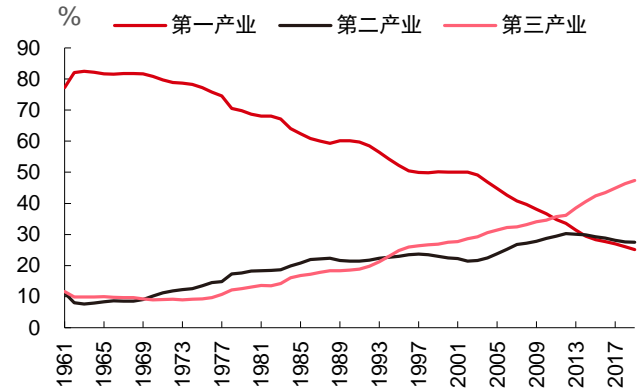
无论是国际经验还是我国实践，服务业对于居民就业都存在重要意义。全球国家的历史数据表明，随着人均收入代表的经济发展水平的不断增长，与服务业就业比重呈现正相关性。我国数据显示，90 年代服务业就业人数占全部就业人口的比重占 20% 左右，2019 年该比重已经上升至 47.4%。

图 33：2019 年全球 104 个国家人均 GNI 和服务业就业比重关联



资料来源：World Bank，中信证券研究部

图 34：我国三大产业就业占全部就业的比重



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 我国服务业未来发展的新机遇：为生活提供更精细个性的服务、为生产提供更高端全面的服务

根据行业细分属性的差异，服务业可划分为生产服务业、消费服务业、公共服务业三大类。从细分行业的角度，根据国家统计局发布的《三次产业划分规定》，服务业可分为 18 个子行业。

表 3：服务业细分行业分类标准

行业大类	行业性质	细分行业
生产服务业	为保持工业生产过程的连续性、促进工业技术进步、产业升级和提高生产效率提供保障服务的行业。例如通信服务、信息服务、研发设计服务等；	交通运输仓储和邮政业、信息传输计算机服务和软件业、金融业、租赁和商业服务业、科学研究技术服务和地质勘探业
消费服务业	为适应居民消费结构升级趋势、满足消费者多样化服务需求、直接面向消费者的行业。	批发零售业、住宿餐饮业、房地产业、居民服务和其他服务业、文化体育和娱乐业
公共服务业	有政府介入，使用公共权力和公共资源向公民所提供服务的行业	水利环境和公共设施管理业、教育、卫生、社会保障和社会福利业、公共管理和社会组织

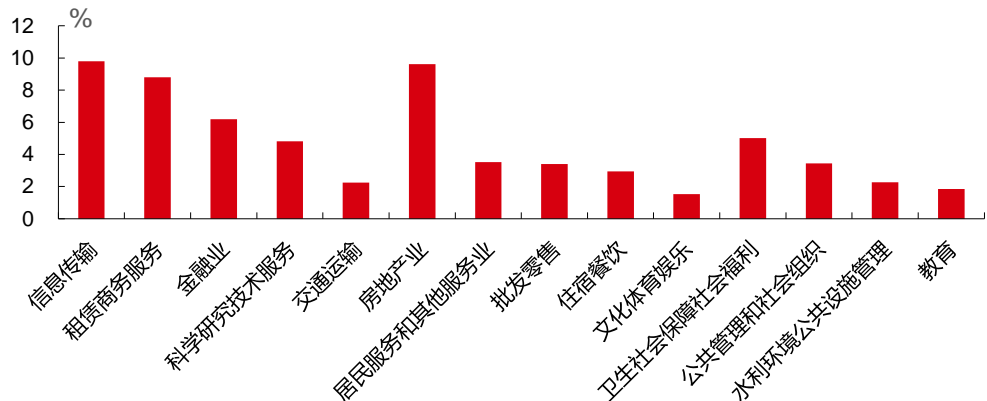
资料来源：国家统计局《三次产业划分规定》，中信证券研究部

服务业发展将更多依托为制造业提供高端全面的服务，生产服务业潜力巨大。2006 年起，我国开始公布城镇各行业的就业人员数量。三大类服务业中，2006 年至 2019 年，生产服务业就业人员平均增长速度最快，消费服务业和公共服务业平均增速较为接近。其中，生产服务业中，信息传输、计算机服务和软件服务业就业人数 14 年平均增长 9.8%，为所有服务业中的最高水平。其次为租赁商务服务，平均增长 8.8%，金融业为 6.2%，科学研究技术服务为 4.8%。消费服务业中，房地产为 9.6%，其余消费服务业细分行业平均增速均低于 4%。公共服务业就业增长相对较慢，其中最快的卫生、社会保障和社会福利业增速也仅有 5%。我们认为，细分行业就业的变动也体现出我国服务业结构发展的一般趋势。随着工业化程度提升，我国生产服务业的劳动力需求快速增长，也一定程度上有助



于工业劳动生产率的进一步提升。

图 35：我国服务业各细分行业近 14 年就业人员平均增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

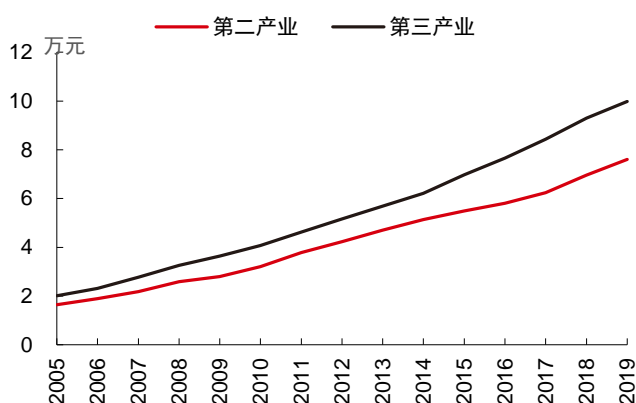
服务业发展也将更多依托更精细、更个性的需求升级。这次疫情加速了很多服务性行业商业模式的变革，例如线上医疗、电子商务平台、远程视频等相对新兴的服务业态迅速增长。此次疫情所带来的服务行业线上线下相结合、精细化程度愈发提高的转变将不会是短期的，而是长期趋势。我国有高达 9.4 亿的互联网网民数量和超过 11 亿的移动互联网月度活跃用户规模，其中网络支付用户规模达 8.05 亿，在线医疗用户规模达 2.76 亿，远程办公用户规模达 1.99 亿，网上外卖用户规模达 4.1 亿，网约车用户规模达 3.4 亿，相关服务领域的需求市场仍然非常广阔。人工智能训练师、老年人能力评估师、医美消费等新兴服务业的特点在于对需求人群的精准画像，同时也依托于居民收入不断提升所涌现出的更加高端化的需求。

### 服务业升级将对劳动收入和全要素生产率起到明显推动作用

以往虽然服务业的人均工资水平高于制造业，然而服务业内部的极差却很大，比如过去 15 年，人均工资复合增速最低的两个分别是住宿餐饮业、居民服务和其他服务业，而复合增速最高的两个分别是批发零售业和教育行业，同属于服务业。如果从微观调研来看，信息技术服务业、金融业的绝对收入水平仍属于高收入行业，而一般性的生活服务业的人均收入水平却较低。

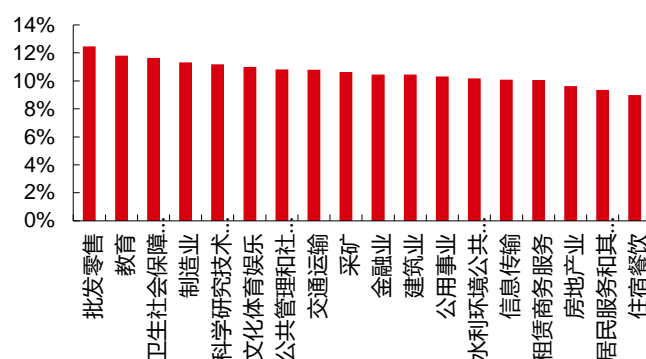
统计数据上看，2005 年我国城镇第二产业和第三产业人均年工资分别为 1.65 万元和 2.01 万元，2019 年最新数据显示，二者分别提升至 7.61 万元和 9.99 万元。且 15 年间，服务业人均工资始终高于工业。从第二产业和第三产业细分行业来看，我们计算了近 14 年来的年度人均工资增长率，发现 2014-2015 年前后，各个行业的人均工资增速基本从此前的两位数逐步回落至一位数，这与我国经济增速中枢逐步回落的时间点基本一致。而此后近 3 年间，第二产业中采矿业、制造业和公用事业的人均工资增速仍保持相对高位，这可能是由于第二产业劳动力减少同时产出增长带来的劳动收入提升，同时公共服务业如教育、居民服务、卫生、公共管理的人均工资增速也依然保持两位数增长，公共服务业大多属于国家公共部门，对工资收入存在一定保护机制。但是，生产服务业中各行业人均工资增速中枢却显著低于上述两类行业。

图 36：第二、三产业人均工资变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

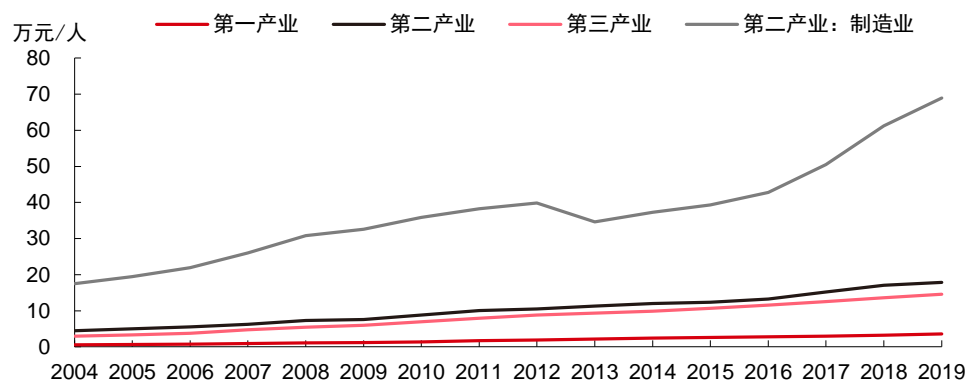
图 37：2005-2019 年各细分行业人均工资平均复合增长率



资料来源：Wind，中信证券研究部

低收入的服务业正在从全社会劳动收入的“拖累项”转变成“助推项”。随着工业领域中“机器换人”的深化，第二产业从业人员会有所减少，产出效率将有所提升，因此能够促进从业人员收入的上涨。其次，部分劳动力从低端制造业岗位流入新业态的服务业领域，特别是集中于生产服务业，为工业领域提供专业化服务。同时，近年来服务业呈现线上线下融合、精细化提升等特点，客观上创造了一些劳动密集型的相对高收入岗位。另外，这些相对高收入的岗位其实劳动强度也比较大，很多采用“计件工资”的形式，应客观看待多劳多得的现象。总体而言，劳动力在不同行业之间的流动并不会降低整体收入水平，反而对全社会劳动收入有提升效果。

图 38：三大产业与第二产业中制造业的劳动生产率变化



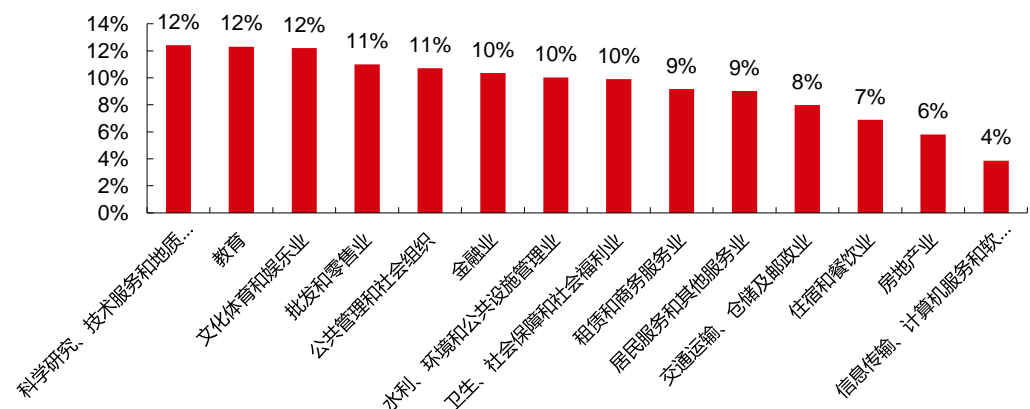
资料来源：Wind，中信证券研究部

从我国的三大产业劳动生产率的变动历程来看，自 2004 年以来，三大产业劳动生产率均在稳步提升，但第二产业略高于第三产业，第一产业劳动生产率上升最为平缓。其中，第二产业中，制造业劳动生产率的绝对水平和增速都快于第二产业整体和第三产业。2013 年之后，制造业劳动生产率再度经历了一轮快速的上升。我们认为这可能是由于 2010 年之后，我国适龄劳动力人口出现下降，同时也倒逼制造业转型升级速度加快所引发的劳动生产率快速上升。从服务业的细分行业性质划分来看，2000 年以后，消费服务业的劳动生产率上升幅度最高，其次是生产服务业，最后是公共服务业。从细分行业来看，近 15

年以来劳动生产率的复合增速数据显示，科学研究、技术服务最高，其次是教育、文化娱乐、批发零售等，其他高端服务业例如信息传输、租赁和商务服务业等偏低。

随着服务业的结构升级，劳动生产率将会逐步摆脱较低的水平，逐步向工业靠拢，进一步抬升全社会劳动生产率水平。从发达国家的经验来看，在整体产业结构转型的过程中，服务业将是继制造业之后出现的另一高端领域，不仅仅意味着服务业增加值在比重上会实现对第二产业的替代，也意味着劳动生产率和增长效率上的更替。服务业会逐渐向高端服务业和知识密集服务业发展，实现在知识生产配置和人力资本积累升级功能上的有效发挥。

图 39：服务业细分行业的劳动生产率比较



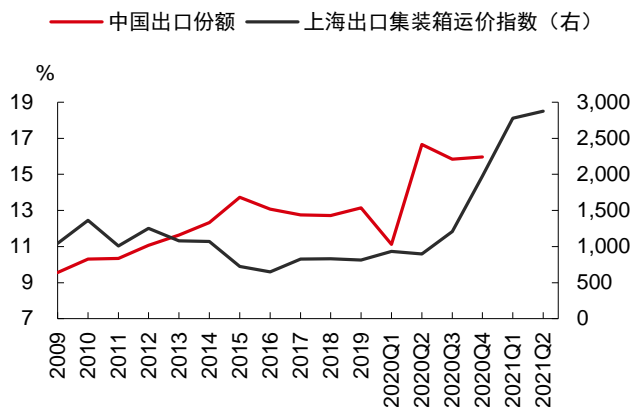
资料来源：Wind，中信证券研究部

### 三、产业链的竞争力成为左右出口趋势的决定性力量

#### 疫情改变了出口的分析逻辑：从需求分析到供给分析

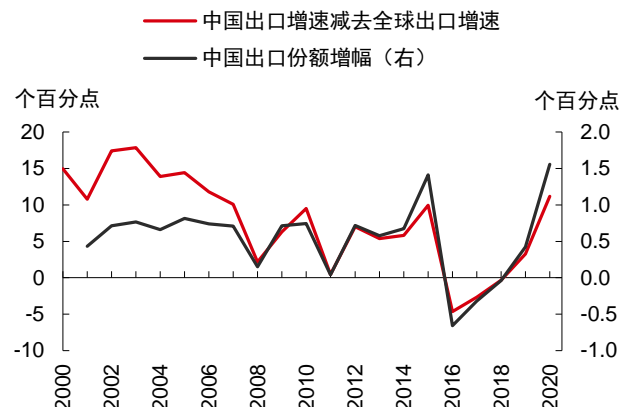
疫情冲击下，全球各国均开启了货币大幅宽松的进程，这样“冲击—宽松”的经济政策路径发展下去，长期来看，全球总需求的弹性会有所扩大，一国的供给能力将成为影响出口的核心变量，对于中国来说，生产“替代效应”将持续带动出口高增。2020 年随着疫情在全球范围内的大规模蔓延，各个国家的生产能力受到较为严峻的冲击，同时也阻碍了集装箱在港口流动的效率和全球物流运输效率。得益于有效的管控措施，中国率先走出疫情并承担起全球生产中心的角色，“替代效应”促使中国全球出口份额在 2020Q2 达到历史性高点 16.7%，随后在海外疫情逐步改善复产复工的背景下，缓慢下降到 2020Q3 的 15.8%，2020Q4 又进一步提升到 16%。对应的 2020 年中国出口增速也在全球出口下跌 7.5% 的背景下实现了 3.6% 的正增长，且高于疫情前 0.5% 的水平。因此在疫情的冲击下，供给能力成为决定出口的核心变量。

图 40：中国出口份额快速扩大带动上海出口集装箱运价指数上升



资料来源：Wind，中信证券研究部

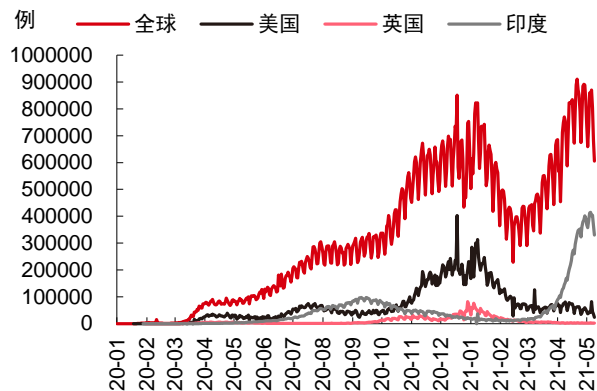
图 41：中国出口份额上升，中国出口显著好于全球



资料来源：Wind，中信证券研究部

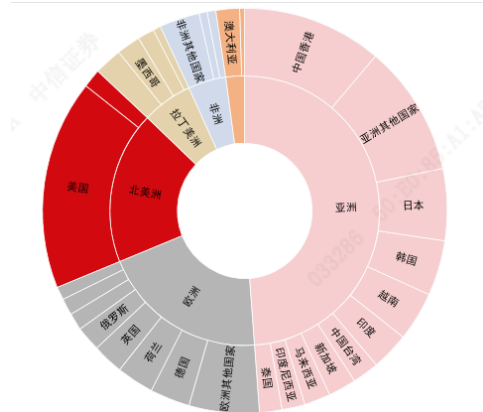
疫情已经持续一年多时间,且仍不断在不同地区变异升级,对全球供给体系造成冲击,未来短期内出口的高低仍然主要依靠供应能力的强弱。尽管当前疫苗仍在大规模注射中,但考虑到疫苗注射进度,预计人口规模众多的发展中国家后续疫情风险仍相对较高,同时考虑到病毒变异等情况,预计全球供应能力短期也难以回到疫情前水平。在这样的背景下,供应能力的强弱仍然是未来短中期内决定出口的主导力量。对中国来说,考虑到海外供给恢复的弹性显著下降、财政补贴促使居民工作意愿下降等问题,海外供应能力能否在长期内实质性恢复仍然存在疑虑,因此中国出口份额很可能在长期内继续维持一个上行的趋势。

图 42：目前疫情已经持续一年多，全球日新增确诊病例受到不同国家疫情的反复影响呈现波浪式变动



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 43：不同国家的疫情升级大概率会促使短期内中国出口进一步增加（2019 年中国出口国家占比）



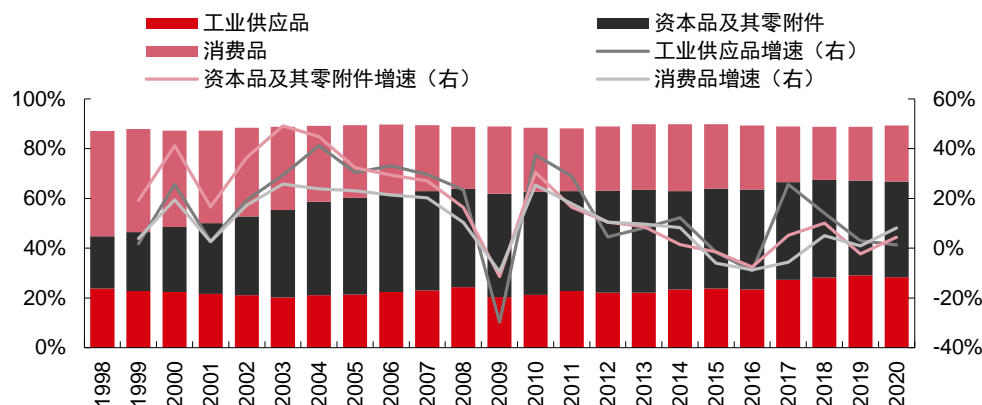
资料来源：Wind，中信证券研究部

具有完备的产业链体系才能实现资本品、中间品和消费品的多元化出口

我国的出口结构中，资本品及其零配件、消费品及工业供应品占比前三，总占比约为 88%左右，其余三项的食品饮料、燃料和运输设备占比较低且变动幅度不大。资本品出口占比在 1998-2009 年间逐年上升，后维持在 40%左右水平；与此同时，消费品占比逐年下降至 22.5%；工业供应品占比波动上升，2017 年起占比超 25%。2020 年尽管受疫情影响，中国出口总体保持小幅增长，结构没有发生显著变化，主要出口类别的增速基本延续

先前趋势。在我们强调的出口看供给能力的转换中，中国由于产业链的完备，无论全球供给是中断还是恢复，可能出口都不缺订单。

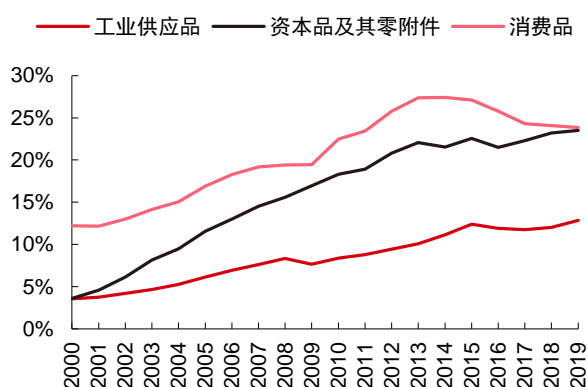
图 44：中国产业链完备，疫情背景下生产品和消费品出口增长齐头并进



资料来源：UN COMTRADE，中信证券研究部

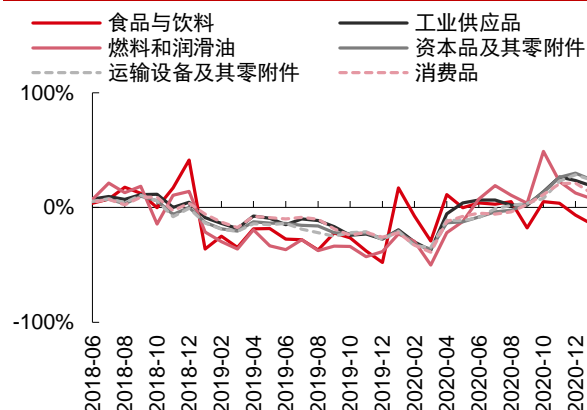
历史上，中国消费品出口全球份额较高，但近些年资本品份额也在持续上升接近消费品份额水平，工业供应品的全球份额也在快速上升，因此海外生产和消费复苏均对中国出口有拉动。2013 年，中国消费品出口份额达到最高为 27%，随后呈现逐步下降的趋势。而资本品和工业供应品的全球出口份额在持续上升，截止 2019 年，中国资本品的全球出口份额为 24%、工业供应品为 13%、消费品为 24%。中国出口的消费品的可能主要是技术含量较低、增加值较低的商品，例如 2019 年，我国出口产品中，羽绒制品和人造花（HS67）、雨伞（HS66）的全球出口份额分别为 78.6%和 77%。但资本品的技术含量和增加值相对较高，因此消费品和资本品出口份额的变化也显示出国内产业布局的调整。

图 45：中国消费品和资本品的出口份额一降一升，但占比均较大



资料来源：UN COMTRADE，中信证券研究部

图 46：2020 年 Q2-Q3 美国对中国进口中工业供应品的增长最快



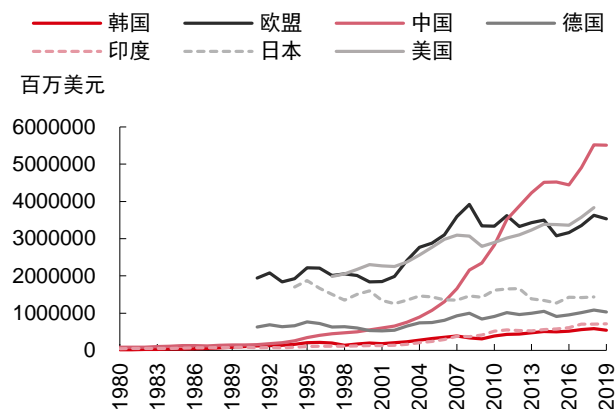
资料来源：UN COMTRADE，中信证券研究部



## 未来出口持续向好将继续得益于强大的工业体系

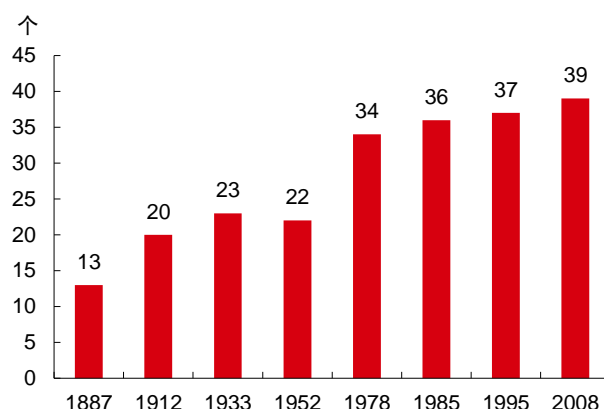
过去 70 年中国工业增加值增长超 970 倍，形成了独立完整的现代工业体系。根据管汉晖、刘冲、辛星（2020）研究显示，中国的工业门类数量从建国后到改革开放前经历了快速的发展和丰富，中国工业门类的数量从 1952 年的 22 个增加到 1978 年的 34 个。后随着工业结构进一步发展完善，当前我国已经拥有 41 个工业大类、207 个工业中类、666 个工业小类，是全世界唯一拥有联合国产业分类中所列全部工业门类的国家。<sup>1</sup> 向后看，疫情或逆全球化下的贸易摩擦均会对一国的生产能力造成短期的冲击，只有工业体系健全、产业链完备的国家才能将风险转化为机遇。

图 47：中国工业增加值规模全球第一，且增速较快



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 48：19 世纪末以来我国工业门类的数量持续增长



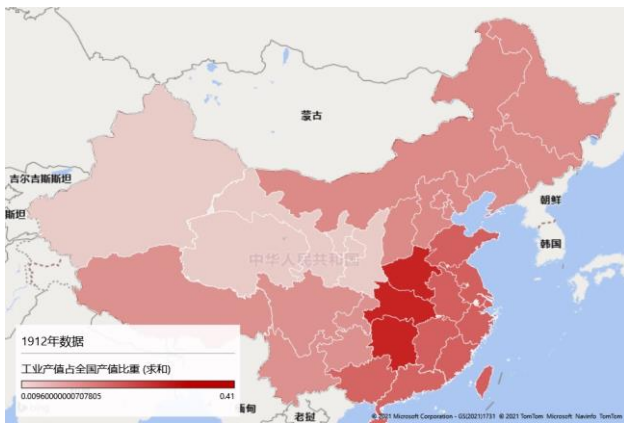
资料来源：管汉晖、刘冲、辛星（2020）<sup>2</sup>，中信证券研究部

从中国工业产值的内部贡献来看，主要贡献地区经历了由华中向华东的迁移，且华东地区贡献突出，对全国工业总产值的贡献约为四成。考虑到中国历史变迁的因素，中国工业产值的主要贡献地区也经历从华中地区转向东北地区，进一步转向华东地区的迁移。2017 年，华东地区工业产值比重约为 40%，紧随其后是华中、华南、华北、西南、东北和西北，占比分别为 14%、14%、12%、9%、6%和 5%。华东地区是我国制造业的主要阵地，也是出口类制造业能够进一步走向高质量发展的战略依托。我们预计，在这一地区还将涌现出很多优秀企业，有望在全球打响中国制造、中国创造的品牌。

<sup>1</sup> 来自新华社，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1645185269822325735&wfr=spider&for=pc>

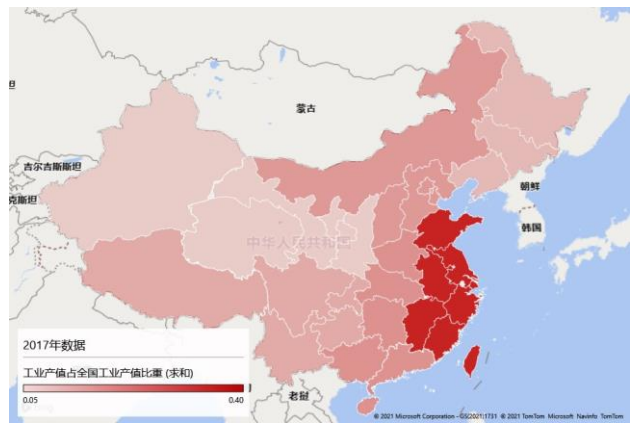
<sup>2</sup> 管汉晖、刘冲、辛星，中国工业化：过去与现在（1887-2017），经济学报，2020 年 9 月

图 49：1912 年中国工业产值主要贡献来自华中地区



资料来源：管汉晖、刘冲、辛星（2020），中信证券研究部

图 50：2017 年中国工业产值主要贡献来自华东地区



资料来源：管汉晖、刘冲、辛星（2020），中信证券研究部

#### 四、地方政府行为从更重基建转向更重产业

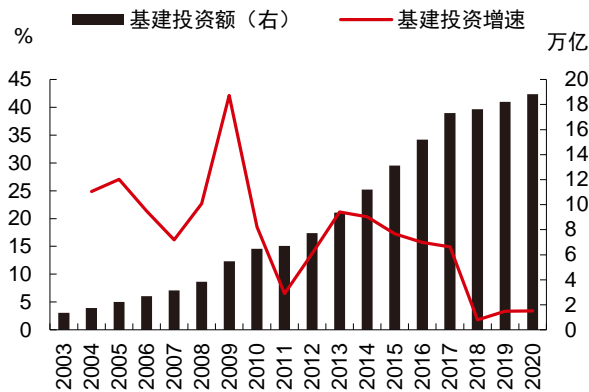
##### 基建贯穿我国地方发展黄金二十年，但传统基建空间和回报率逐年下降

基础设施建设具有较强的外部性，即创造经济效益，又带来社会效益。在过去的近二十年间，我国的基础设施建设得到了较大发展，基建投资总规模从 2003 年的 1.36 万亿快速攀升至 2020 年末的 18.8 万亿<sup>3</sup>（图 52），对我国经济增长起到了至关重要的作用。但伴随基建的快速发展，铁路、公路、机场等基础设施逐步完善，传统基建的空间已经开始逐步缩小，自 2018 年以来，我国基建投资增速已经回落至 3% 左右，我们预计 2021 年的基建投资增速可能也将在 3% 左右，维持中低速增长水平。另一方面，基建投资对地方政府配套融资的需求在过去二十年间持续维持高位，但伴随优质项目储备的减少，新建设的基建投资回报率也将面临压力，进而造成部分地方财政的还款付息压力有所增大。以政府部门债务衡量，我国政府部门宏观杠杆率已经从 2000 年的 20.8% 上升至 2020 年的 45.6%（图 53），而若以广义政府杠杆率衡量，这一比例的上升幅度将更为显著。因此，地方政府行为的转型势在必行。

从我们的视角观察，近几年来，地方政府行为的转型已经开始逐步显现，一方面是出于对更可持续的财政收支的行为匹配；另一方面也是对更可持续的城市发展、更需侧重的民生建设予以进一步的关注和加大支持。在“十四五”期间，预计地方政府的行为转型将主要呈现两个大的特征，一是更注重“城市更新”，强调用综合的、整体性的观念和行动计划来解决城市存量发展过程中遇到的各种问题，促进城市可持续发展，以存量更新代替单一的外扩式增量发展；二是更积极地参与到产业的培育、深度融合发展等层面，从单一的产业发展的“旁观者”和“秩序维护者”转变为产业发展的“引路人”和“推动者”，加大对产业投资的支持力度，在更好地实现财政收支的可持续目标的同时，也为地方经济寻找新的转型突破口予以助力。

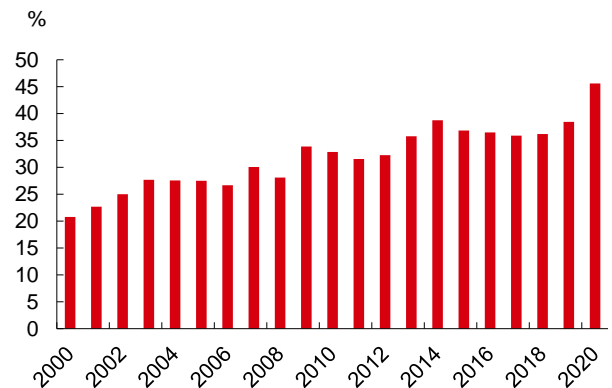
<sup>3</sup> 2018-2020 年的基建投资规模为中信证券研究部使用同比数据推算的估计值

图 51: 伴随基建投资规模趋于饱和, 基建增速逐步走出高增长长期



资料来源: Wind, 中信证券研究部估算, 18-20 年基建投资额为估算值

图 52: 政府部门债务占 GDP 比重仍在逐年上行

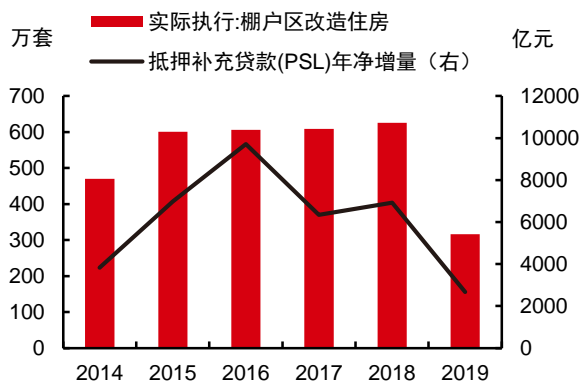


资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 从“棚改”到“城市更新”，地方政府聚焦城市发展新方向

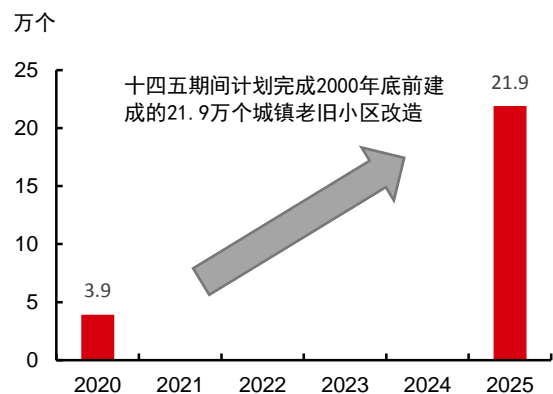
在“十三五”期间, 改善居民居住条件尤其是三线及以下的城市建设是主要任务之一。因此棚户区改造作为重要的抓手经历了一轮快速发展的阶段。通过“棚改”进行城镇化建设, 解决使用年限已长、基础设施简陋、房屋功能不全等问题, 切实提高了居民居住质量, 同时带动了商品房销售和去库存, 对地产投资提供了有力的支撑。而经过多年努力, 棚户区改造已经基本接近尾声, 整个“十三五”期间, 我国完成城镇棚户区住房改造超过 2100 万套, 很大程度帮助城市界面的更新完善。往后看, 我们认为我国将逐步进入存量更新的新时期, 在这一时期, 如何做好“城市更新”工作就成为了地方政府的新议题。我们认为未来一段时期, 以城市地区“老旧小区”改造为抓手之一的城市更新将成为接力“棚改”的重要发展方向之一, 成为地方政府聚焦城市发展的新方向。《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》也提及, 在“十四五”期间计划完成 2000 年底前建成的 21.9 万个城镇老旧小区改造, 基本完成大城市老旧厂区改造, 改造一批大型老旧街区, 因地制宜改造一批城中村等重要目标。

图 53: PSL 的大量发行较显著地支撑了 2014-19 年的棚改进程



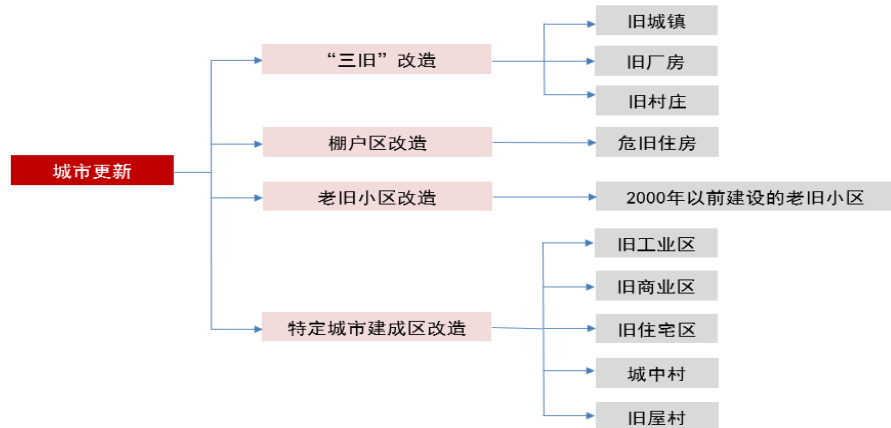
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 54: 老旧小区改造为代表的城市更新将接力棚改, “十四五”期间计划改造 21.9 万个老旧小区



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 55：城市更新的范畴更广，纳入了老旧小区改造和特定城市建成区改造



资料来源：中信证券研究部绘制

**推进城市更新的内涵是兼顾改善市民住区条件与城市文化协调发展，进一步优化改善民生条件，促进经济与社会和谐发展。**相比于“旧改”、“棚改”，城市更新作为土地再利用和城市再开发的周期性复杂过程，与不同时期经济发展水平、城市化过程所处阶段的城市发展目标和需求之间存在紧密联系，可以达到提升城市宜居性、绿色可持续性、安全性和提升城市治理现代化水平等多个目标。城市更新是指在特定城市建成区（包括旧工业区、旧商业区、旧住宅区、城中村及旧屋村）内，根据城市规划和规定程序进行综合整治、功能改变或者拆除重建的活动。城市更新也是从既有城区以人为本的城镇化质量提升和城市文化合理利用角度出发，对城区的公共设施、既有建筑、存量建设用地等按照提高城市发展质量、兼顾改善市民住区条件与城市文化协调发展的原则，进行科学、合理和有效的稳步更新。城市更新在不同阶段有着不同的发展意义。我国早期提到的概念更多是“三旧”改造，现在其内涵已扩展到城市结构、功能体系及产业结构的更新与升级等多方面的内容，广义的城市更新将包括“三旧”改造、棚户区改造、特定城市建成区改造以及后续将大力推进的老旧小区改造等几大部分（图 56），实质上是对城市空间结构的重新布局、土地资源的重新开发、经济利益的重新分配和区域功能的重新塑造，合理的更新规划能够创造更大的区域发展协同性，同时改善居民居住环境，提升地方人力资本效率，而在一些提升类改造层面（尤其是老旧小区改造层面），还能够通过让渡老旧小区物业服务、停车收费、增值服务以及让渡经营性资产等方式引进社会资本对小区进行“投资、建设、运营”合作的模式，使得财政投入更可平衡，帮助实现地方财政的优化和聚焦。

表 4：不同阶段围绕城市更新、棚户区改造及老旧小区改造的各个目标

类别	不同阶段	主要内容
城市更新	“十三五”期间	2019 年 12 月，中央经济工作会议首次强调了“城市更新”这一概念，会议提出“要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房”。
	“十四五”期间	政府工作报告指出，“十四五”时期要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈。实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。 《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》提出，要加快转变城市发展方式，统筹城市规划建设管理，实施城市更新行动，推动城市空间结构优化和品质提升。加快推进城市更新，改造提升老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村等存量片区功能，推进老旧楼宇改造，积极扩建新建停



类别	不同阶段	主要内容
棚户区改造		车场、充电桩等。
	“十二五”期间	2013 年，国务院提出“棚户区改造是重大的民生工程和发展工程，要重点推进资源枯竭型城市及独立工矿区棚户区、三线企业集中地区的棚户区改造，稳步实施城中村改造”。 2015 年《国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》提出制定城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设三年计划，全国改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房 1800 万套。
	“十三五”期间	到 2020 年，中国基本完成现有的城市棚户区、城中村和危房改造。
	“十四五”期间	“十四五”规划未设新的棚改目标，整体上各城市将结合城市住房实际情况，单独合理安排棚改计划，预计总规模较以往将明显缩减。
老旧小区改造	“十三五”期间	2019 年 7 月，中央政治局会议提出实施城镇老旧小区改造等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。 2019 年 9 月中央财政城镇保障性安居工程专项资金首次将老旧小区改造纳入支持范围。
	“十四五”期间	2021 年 3 月 12 日，《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》提出，“十四五”期间计划完成 2000 年底前建成的 21.9 万个城镇老旧小区改造，基本完成大城市老旧厂区改造，改造一批大型老旧街区，因地制宜改造一批城中村。

资料来源：《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中信证券研究部

## 地方国资平台加快转型，都市圈和产业发展迎来新机遇

在过去几年当中，地方政府针对自身区域经济和产业的培育，已经逐步从单一的产业发展的“旁观者”和“秩序维护者”转变为产业发展的“引路人”和“推动者”，而地方国资平台也逐步从原先的“管企业”向“管资本”转型，逐步加大了对产业的投资。而这一趋势在全国各个都市圈效应加快集聚的大背景下，预计还将显著加快，从而提升各个地方的比较竞争优势，带来产业发展的新机遇。

**随着国资平台从“管企业”向“管资本”转型，预计地方政府将显著加大对产业投资的聚焦力度。**自 2017 年 4 月起，国务院办公厅下发《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》，加快实现以管企业为主向以管资本为主的转变。各个地方政府国资委也将出资人职责中有关国有资本运营方面的权力逐步下放到国资投资运营平台。通过赋予国有企业更多的经营自主权，一方面能够更进一步地加强国有企业经营决策机制、收益分配机制、考核激励机制，另一方面也能够加强国有企业对于产业趋势、投资机会的把握，以及多样合作方式的探索。同时，近年来，我国地方政府投资基金也呈现快速发展态势，从省市级并逐步延伸至区县级。据发改委统计，截至 2019 年末，地方政府出资产业投资基金数额日益扩大，共计 1400 多支基金、融资规模超过 4 万亿元。在过去的几年间，我们观察到上海、深圳和合肥等地均走在地方政府转型以及产业投资的前列。以上海为例，早在 2013 年，上海已经开始设立国资运营平台投资决策委员会，并改组上海国盛（集团）有限公司以及上海国际集团有限公司作为国有资本运营平台，开启“管资本”之路。2016 年，上海国资委系统企业已经累计投资 1.1 万亿元，其中 72% 投向战略性新兴产业、先进制造业、现代服务业、基础设施与民生保障领域，同时上海地方国有企业的收入与利润也保持了较快增长，企业平均工资水平与缴纳税费也保持快速上升态势。而从近期其他省份的最新规划可以看到，各地均在结合自身区位优势，积极开始面向战略性新兴产业布局，譬如，广东省将继续做强电子信息产业、汽车产业和生物医药产业；湖南省将重点围绕工程机械、轨道交通、航空动力三大产业打造具有全球影响力的产业集聚；而河南省则将重点推动装备制造、绿色食品、电子制造、现代轻纺等产业的固链强链等。往后观察，我们



预计伴随整体国有企业改革的加速推进，更多地方政府将进一步加快改革与转型步伐，并扩大对于产业投资的投入，增强国有资本投资回报率水平，同时丰富政府收入来源，进而促进和加速地方区域经济的发展。

图 56：城市群与都市圈发展进一步加快，各地区域之间的协同效应有望进一步增强



资料来源：《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》

此外，城市群与都市圈发展的加快融合也将孕育更多区域投资机会，加速各地政府的产业投资步伐。从“十四五”规划中可以看到，未来五年是城市群与都市圈进一步大力发展的五年，京津冀、粤港澳大湾区、长三角等区域将进一步迎来更深层的融合发展；同时西部大开发、东北振兴、中部地区崛起等区域战略也将进一步予以体现。此外，针对大中城市，规划也提及要“充分利用综合成本相对较低的优势，主动承接超大特大城市产业转移和功能疏解，夯实实体经济发展基础。立足特色资源和产业基础，确立制造业差异化定位，推动制造业规模化集群化发展”。整体来看，区域战略的进一步加快也将孕育出更多的产业投资机会，而区域间的产业融合更需要不同地方政府之间进行更为完善的顶层设计与部署，同时跨区域的产业集群建设也有赖于各地政府之间的竞合加速。在这一过程中，我们认为地方政府能够在这一次大的产业投资机遇下扮演相对以往更为重要的角色，从而也能够加速其对产业投资侧重的转型步伐，整体产业投资也将迎来新的战略机遇。

## 五、总量政策操作从“逆周期”向“跨周期”转型

### “跨周期”的特征：更注重中长期、更偏向结构性

2020 年 7 月政治局会议提出“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”，跨周期政策的设计首次被高层提及，我们认为这体现出了整体政策思路的主要变化。相对于传统的“逆周期”调节，“跨周期”的宏观调控更进一步，是对“逆周期”的完善与升级，通过以财政政策和货币政策为主要手段，叠合与就业、产业、投资、消费、区域等政策的协同发力，更全面的宏观政策部署和设计将加强对经济结构的调整与优化，推动经济高质量发展，服务于我国实现社会主义现代化的中长期发展目标。

“跨周期”蕴含了政策“稳定、连贯、更可持续”的特征。就目前的情况看，宏观政策“逆周期”调节仍是防止短期疫情冲击演变为趋势性影响的必要举措。但也需要避免的是不合意的短期逆周期调节所引发的中长期问题，特别是在海外疫情快速蔓延所产生的“逆全球化”、“贸易保护主义”以及产业链供应链断裂等不确定性加剧的背景下。“跨周期”政策部署可以从更为中长期的角度出发，综合权衡我国客观面临的中长期内外经济环境、贸易环境、社会发展特征、大国博弈方向、科学与技术发展趋势等多个层面问题，以注重推动结构性转变为落脚点，权衡政策的设计与部署。在经济增长低于潜在增速的时期，政府倾向于保持货币和财政政策的适度宽松，结构性的改革措施推行会放缓；而当经济增长高于潜在增速的时期，政府倾向于保持略紧的货币和财政政策，加快推行结构性的改革措施。因此，在这一框架下，我们认为财政政策将更为主动作为，精准有效；货币政策则将更为完备，充分平衡“稳增长”与“防风险”两大目标，并做好与各个部门的有机协同。

### 财政政策“跨周期”：放水养鱼支持经济，时间换空间化解债务

财政资金力争在提升科技创新能力、优化产业结构方面可以起到“四两拨千斤”的撬动作用：一方面与企业、学校等形成合力加大基础研究力度，基础研究是创新的源头活水，但目前我国研发投入中用于基础研究的比例（仅为 6%左右）与发达国家相差较多，基础研究普遍需要长周期持续投入，跨周期财政政策有利于强化财政在中长期对基础研究的支持；另一方面，通过减税降费、专项补助、政府投资基金等方式引导资本资源流向战略新兴产业，例如加大对集成电路、软件等产业税收优惠力度，延长新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税政策至 2022 年底，支持制造业高质量发展，推动产业链供应链优化升级。

创新财政资金直达机制来保基本，促进区域差异缩小。面临疫情冲击，我国在去年创新实施新增财政资金直达机制。2021 年财政资金直达机制常态化实施，中央财政直达资金范围扩大，涉及中央财政资金 2.8 万亿元（2020 年 2 万亿），将直接用于基层财力保障的一般性转移支付、年初可直接分配的中央和地方共同财政事权转移支付、具备条件的专项转移支付纳入直达机制范围。常态化直达机制有利于促进区域均衡，加快资金拨付使用效率。此外，未来的财政政策将更向民生领域重点倾斜。首先，提高公共服务水平，加大中央对基层政府提供基本公共服务的财力支持；其次，加大对教育、卫生等领域的支出，加强社会保障体系；再次，针对贫富差距等问题，建立现代财税体制，推动公平合理收入分配格局。

针对地方政府隐性债务问题，更多采用以时间换空间的思路，在更长期的维度去缓释压力。“跨周期”政策设计要求财政政策保持对经济必要支持力度的同时，必须采取举措积极稳妥化解存量隐性债务，为下一次可能的经济增速下行压力预留政策空间。我们认为，这集中体现为“严控增量+存量缓释”的具体做法。后续来看，预计新增地方政府专项债额度会趋势性增加，逐渐成为地方政府融资的主要法定来源，也只有在地方政府专项债的存量余额相比隐性债务的存量余额明显更大的时候，隐性债务的“打破刚兑”才不会引发系统性金融风险。存量缓释也会在更长的时间内去谋划，这其中可能会穿越几轮经济周期，针对各个地区的不同特点，可能也会灵活采用政策性金融、银行授信、资本市场工具等组合方式分散债券到期时间、降低付息成本。

## 货币政策“跨周期”：珍惜正常利率空间

就货币政策而言，我们认为“跨周期”的政策部署将主要围绕在建设“现代央行制度”的要求下，加强结构性工具的设计与储备，珍惜我国的正常利率空间，在“稳增长”与“防风险”中找平衡。实质上，在疫情期间，相较于海外央行的大幅政策利率下调以及显著的扩表行为，我国央行保持了较强的政策定力，坚持不搞大水漫灌，实施结构性的货币政策，也充分显现了跨周期宏观调控下兼顾短期和长期的结果，同时也取得了良好成效。

表 5：货币政策跨周期最早在 2020 年 7 月开始提及

时间	文件/会议	主要内容	边际变化
2020.7.30	中共中央政治局会议	首次提出“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”，“货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。宏观经济政策要加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。”	首提
2020.8.6	2020 年第二季度中国货币政策执行报告	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。	处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。
2020.10.29	《“十四五”规划和二〇三五年远景目标的建议》	加强国际宏观经济政策协调，搞好跨周期政策设计，提高逆周期调节能力，促进经济总量平衡、结构优化、内外均衡。	跨周期和逆周期相结合，并非对立关系
2021.3	《“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要》	完善宏观调控政策体系，搞好跨周期政策设计，提高逆周期调节能力，促进经济总量平衡、结构优化、内外均衡。保持流动性合理充裕，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。	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
2021.3.24	中国人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度例会	搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，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，保持宏观杠杆率基本稳定。	把握好政策时度效，保持宏观杠杆率基本稳定

资料来源：中国人民银行，中国政府网，中信证券研究部

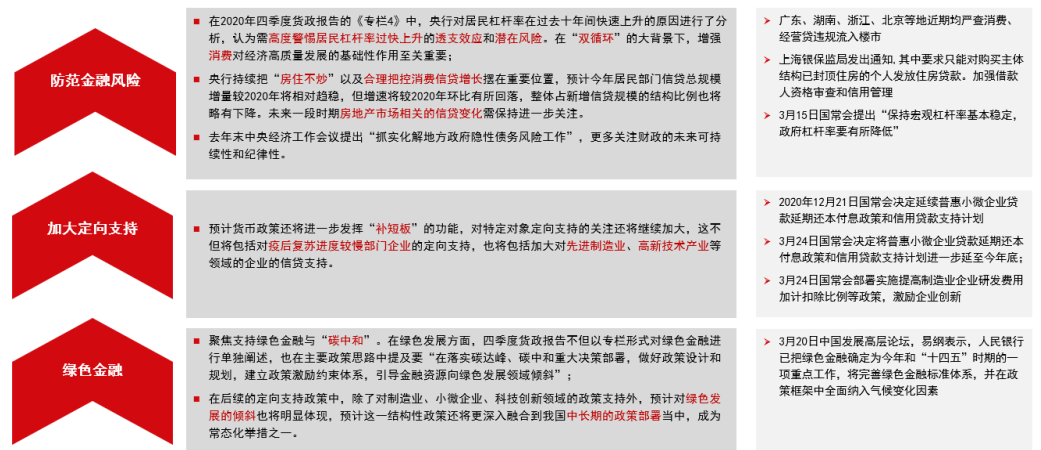
现代货币政策框架包括优化的货币政策目标、创新的货币政策工具和畅通的货币政策传导机制。在目标上，货币政策将坚守币值稳定的最终目标，同时，进一步确立保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配的中介目标，将在长期稳住货币总量。2020 年中央经济工作会议、《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》提出，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，因此，这也更清晰明确地界定了货币政策框架的“锚”。这一中介目标锚定方式，具有多重优点，一是有利于搞好跨周期政策设计，在长期将稳住货币总量；二是其也有利于根据宏观经济形势变化，使 M2 和社会融资规模增速向反映潜在产出的名义经济增速靠拢，为实施宏观政策提供更加科学合理的“锚”；三是确立这一目标还能够有利于引导市场形成理性、稳定的预期；四是这一目标的设定也内嵌了稳定宏观杠杆率的机制，有利于实现稳增长和防风险长期均衡。

在创新的货币政策工具和畅通的货币政策传导机制上，央行也进一步明确了以 OMO 和 MLF 利率作为中期政策利率、以 LPR 作为信贷市场的定价基准的发展方向，同时珍惜正常利率空间，这对于央行施行跨周期政策的效用将起到积极作用。在与健全市场化利率形成和传导机制、完善货币供应调控机制形成有机整体上，近年来，中国人民银行深化利率市场化改革，推动完善贷款市场报价利率(LPR) 形成机制，货币政策传导效率明显提升。在 2019 年央行开始推进实施 LPR 改革后，以一年期 LPR 利率引导短期贷款利率、以五



年期 LPR 利率引导中长期贷款利率的基本框架已经逐步完成，LPR 作为信贷市场的定价基准，具有调节信贷供求，进而影响货币供应的重要作用，保持 LPR 在合理水平有利于稳住货币供应的“锚”，这对更好地实现“跨周期”政策的效用将起到十分积极的作用。同时，在新冠疫情时期，在海外央行大多将其政策利率调至 0 利率甚至负利率的背景下，我国央行仍依旧珍惜正常利率空间，保持 LPR 利率的适度调整，也是跨周期政策调节体现之一，相对正常的利率水平也为我国货币政策在针对未来经济变化的相应调节中提供了“安全垫”，使得我国的货币政策工具箱“依旧充裕”。而在中期政策利率端，央行还通过完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的政策利率体系，引导 DR007 为代表的市场利率围绕政策利率为中枢波动，通过逐步形成了在每月月中固定时间开展中期借贷便利(MLF) 操作、每日连续开展公开市场操作的惯例，央行将在定期操作中连续释放央行政策利率信号，从而更好地引导市场利率围绕政策利率波动，继而提高货币政策传导的效率，以此调节资金供求和资源配置，给予市场稳定、透明的政策信号，从而实现货币政策目标。

图 57：货币政策“跨周期”在今天的三个结构性目标



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部绘制

此外，从最近一段时间的货币政策部署上观察，我们认为央行还加强了对结构性目标的部署，这对于“跨周期”政策的周期间政策衔接将起到十分积极和重要的作用，也能够避免传统总量型货币政策工具“大收大放”的粗放特点，使得宏观调控更精准、更有效。在结构性工具运用上，中国人民银行完善了中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制，抓准作为货币创造直接主体的银行，以永续债为突破口，促进银行多渠道补充资本；同时通过持续健全结构性货币政策工具体系，设计再贷款、再贴现等结构性货币工具，结合激励相容机制，将流动性的量价与银行贷款创造存款的行为联系起来，引导金融资源流向科技创新、小微企业、绿色发展等国民经济重点领域和薄弱环节，促进提升经济发展的可持续性和韧性。在今天的结构性目标中，无论是进一步的“延迟还款付息”、完善绿色金融标准体系、延续信用贷款支持计划，还是加强对贷款用途的监管等措施，我们认为针对防范金融风险、加大对“补短板”领域和对高技术产业的支持、以及绿色金融层面，货币政策均发挥了积极的结构性作用，充分做到了在稳增长与防风险当中找平衡，同时加大与多个部门政策相协调，以支持高质量发展。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。(MCI) P 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。