

# 研报精选

2021年4月26日 第21期

## 宏观专栏

### 户籍放松再进一步，你准备好了吗？

发改委提出城区常住人口300万以下城市落实全面取消落户限制。报告认为，户籍放松有望推动超2,000万新市民落户，相对看好海口、贵阳等省会城市及珠海、无锡等经济动能较强的II型大城市的长期发展潜力。

### “大财政”重启，低通胀一去不回

报告认为，美国大财政重启对其资本市场带来三重影响。一是通胀预期和股票估值波动性上升；二是市场偏向于配置短期债券，长期债券承压，收益率曲线或陡峭化；三是货币实际值上升，对股市整体带来支撑。

## 专题聚焦

### “绿色银行”路径及政策建议——碳中和主题报告

报告认为银行以及金融机构有必要明确定义机构层面的碳中和目标，实现金融机构的全面脱碳，其中自身脱碳是每个商业机构都需要实现的目标，而投融资脱碳可以检测并且推动整个经济体系碳中和进程。

### 网络音频迎来发展新起点，全场景应用潜力或释放——声音经济系列

2020年，疫情催化下网络音频行业快速发展，用户基数渗透扩张进入新阶段，头部玩家深入布局，音频差异化优势或将逐步显现，报告认为用户侧和内容供给侧双向发力有望带动市场进一步扩容。

## 宏观专栏

### 户籍放松再进一步，你准备好了吗？

户籍放松，又进一步。由于城区人口与常住人口、户籍人口统计口径不同，全面取消落户限制的63个II型大城市的画像（城区常住人口100~300万），可能与想象的不同，比如包含7个省会城市、10个城市城镇常住人口已超过500万等。同时，在2019年“要全面取消”及2020年“督促全面取消”的政策推动下，目前近40个城市已基本取消落户限制，2021年“落实全面取消”的提出，将有望进一步带动超过2000万新市民在城镇落户。

我国将步入“大城市化率”快速提升的发展阶段。目前我国表观城镇化率已达6成，国际经验显示，当城镇化率达到60%左右时，城市化率提升将更多由“大城市化率”拉动。往前看，我们认为人口规模在100~1000万城市是推动我国城镇化进程的主力军，取消这类城市的落户限制将是未来推进新型城镇化的关键。

对比发现，大城市在基础设施、公共服务领域还存在一定“短板”。我们按照人口规模将城市进行划分归类，可以发现：1）人口规模越大的城市，经济发展水平越高；2）500万人口以上城市的交通基础设施仍有提升空间，如城市轨道交通等；3）500~1000万人口的城市在教育、医疗等公共服务领域仍相对存在“短板”，有待进一步改善和扩容。

相对看好具备区位优势、经济动能较强的II型大城市。展望未来，伴随《任务》的进一步落实，考虑到63个II型大城市的区位优势及经济发展动能，我们相对看好海口、贵阳等省会城市及珠海、无锡等经济动能较强的II型大城市的长期发展潜力，推荐成为落户限制全面取消后的首选城市。

---

以上观点来自：2021年4月20日中金公司研究部已发布的《户籍放松再进一步，你准备好了吗？》

李南南 SAC执业证书编号：S0080118080023

吴慧敏 SAC执业证书编号：S0080511030004 SFC CE Ref: AUZ699

## 宏观专栏

### “大财政”重启，低通胀一去不回

西方宏观政策思维正在经历大变局，贫富分化以及货币政策低效的困境导致美国重启大财政。纵观西方经济史，宏观政策思维经历了几个轮回，主要体现在货币政策与财政政策重要性的交替。历史经验表明，货币扩张和金融自由化容易带来资产泡沫，加剧贫富分化，而财政扩张更倾向于带来实体通胀，并缓解贫富分化。1980年代以来，美国贫富分化愈演愈烈，加上近年来货币政策遇到瓶颈，效果日渐下降，财政政策的重要性明显提升，大财政时代重启。与货币政策相比，财政政策对增长、通胀、利率的含义有所不同，从而可能对主要资产价格产生深远的影响。

回顾美国财政百年史，其财政政策思维与经历了“平衡财政”与“功能财政”的几次轮回。具体而言：

- **20世纪初-1932年：追求财政平衡和预算控制政策的小政府。**联邦政府从成立之初，便呈现鲜明的小政府特征，恪守财政平衡，避免对经济的大规模干预。然而“大萧条”初期，政府试图维持财政平衡，甚至采取紧缩性举措，一定程度上助推了危机的深化。
- **1933-1980年：践行凯恩斯主义，财政重要性明显提升。**1933年罗斯福执政后实行“新政”，首次在美国经济实践中推行凯恩斯主义。此后，财政支出和国家干预，成为调控宏观经济的重要手段。但1970年代“滞胀”背景下，财政政策开始出现“失灵”。
- **1981-2008年：从支出扩张到减轻税负，美国向小政府回归。**1980年代，美国转变了财政政策思路，从凯恩斯主义的扩大政府开支、增加有效需求，转变为减轻企业和居民税负。1990年代，克林顿政府加税减支、控制赤字，甚至实现了短暂的财政盈余。
- **2009至今：财政重要性上升，新冠疫情之后从平衡财政向功能财政转变的信号比较明显。**2009年为应对金融危机，美国财政大幅扩张。

2020-21年，连续出台大规模政府支出计划、并筹划提高税收，不仅为了提振经济，也更加侧重财政的功能性，反映出财政思维的明显变化。

美国大财政时代重启，意味着未来较长时间内其通胀中枢较疫情之前上升。疫情爆发之后，美国财政赤字率大幅增加，同时美联储持有美债的比重明显上升，市场也因此担心美联储的独立性下降。财政决定物价理论在这个方面提供了一个视角，财政扩张（尤其是在央行配合的情况下）通过财富作用，可能导致通胀中枢上升，不过恶性通胀的可能性比较低。

美国大财政对其资本市场带来三重影响。一是通胀预期波动性上升，股市估值波动性也随之上升。二是在通胀面临上行风险的背景下，市场偏向于配置期限比较短的债券，这意味着期限比较长的债券承受的压力相对更大，收益率曲线或陡峭化。三是历史经验显示，在排除恶性通胀的情况下，伴随通胀上行的是货币实际值上升，对股市整体带来支撑。伴随通胀上升还有相对价格的变化，价格上升相对更快的行业股市表现或更亮眼。

---

以上观点来自：2021年4月23日中金公司研究部已发布的《“大财政”重启，低通胀一去不回》

张文朗 SAC执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

郑宇驰 SAC执业证书编号：S0080520110001

彭文生 SAC执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 专题聚焦

### “绿色银行”路径及政策建议

#### ——碳中和主题报告

《绿色金融：以引导促服务，化挑战为机遇》针对绿色金融现状、问题和建议做了详细描述，本篇报告主要回答银行机构的碳中和相关问题。报告认为，绿色金融是银行机构未来成长路径的X变量，头部银行应该把握住碳达峰、碳中和相关的投融资需求，提前布局防范环境风险。另外，建议银行机构建立适合智力资本驱动型的上层建筑以发展财富管理、理财资管等业务，推动非信贷相关的金融产品发展，最终助力中国绿色金融体系建立完善。

**碳达峰、碳中和所需投融资缺口庞大，绿色金融作为基础设施必须升级优化。**我们估算2021-2030年为达到“碳达峰”中国绿色投资年化需求约为2.2万亿元/年，2031-2060年实现“碳中和”的绿色投资年化需求约为3.9万亿元/年。中国绿色金融体系在过去有相当的发展，截止2020年，绿色金融规模超过12万亿元，但绿色金融体系仍有相当瓶颈需要突破，主要表现为供需缺口大、投放行业集中度高、绿色金融工具单一等。

**商业可持续性需要上层政策保障。**相比其他投融资工具，绿色信贷规模和贡献度较高，相当程度可以归因于绿色信贷标准的较早统一和中国融资体系结构性因素。向前看，绿色金融健康发展需要解决商业可持续问题，即，尝试将绿色金融正外部性合理转化为商业激励，使绿色金融项目综合收益率相当于一一般项目。其中，基于历史序列的绿色信贷不良率数据表现，其对应资本占用系数可以适当调整。另外，我们也建议：统一绿色金融标准、增强企业相关信息披露、丰富绿色金融市场等。

**“绿色银行”概念不局限于信贷投放，与轻资本运营和把握新机遇业务的思路一致。**我们此前一直强调，银行机构实际已经实现混业经营，通过财富管理、理财资管、投贷联动等业务板块推动中国融资体系变革。向前看，我们认为银行有几大可以着重发力的业务板块：1、发行绿色债券、绿色债券承销、

表内绿债投资；2、发行绿色理财产品，参与ESG投资；3、把握碳交易市场发展初期机会；4、投贷联动助力绿色产业科技创新。考虑300万亿元+的资产规模体量，我们认为银行建立全面绿色金融产品体系可以加快中国绿色金融更快升级优化，而其中理财资管、财富管理等业务板块属于智力资本驱动型业务，需要监管政策支持以建立适配的上层建筑。

银行以及金融机构有必要明确定义机构层面的碳中和目标，实现金融机构的全面脱碳。金融机构脱碳包含自身脱碳和投融资脱碳两方面，自身脱碳是每个商业机构都需要实现的目标，而投融资脱碳可以检测并且推动整个经济体系碳中和进程。



以上观点来自：2021年4月21日中金公司研究部已发布的《“绿色银行”路径及政策建议——碳中和主题报告》

张帅帅 SAC执业证书编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

严佳卉 SAC执业证书编号：S0080518110004 SFC CE Ref: BNF177

王瑶平 SAC执业证书编号：S0080517120002 SFC CE Ref: ALE841

## 专题聚焦

### 网络音频迎来发展新起点，全场景应用潜力或释放

#### ——声音经济系列

2020年，疫情催化下网络音频行业使用时长提升，智能配件快速普及和IoT场景消费快速发展，腾讯音乐、网易云音乐和字节跳动等巨头入局，网络音频行业迎来了发展新机遇，用户基数渗透扩张进入新阶段，音频差异化优势或将逐步显现，我们预计，用户侧和内容供给侧双向发力有望带动市场进一步扩容。

**用户高粘性特征明显，头部玩家深入布局。**1)时长变化：根据Questmobile，网络音频行业总使用时长份额目前相对较小，2021年2月为0.9%；在声音类娱乐细分行业中，在线音乐行业和网络K歌总使用时长受疫情影响有明显下滑，而网络音频行业总使用时长有所提升，其中平均人均月使用时长473分钟，高于在线音乐和网络K歌，用户具有较高粘性。2)竞争格局：2021年2月网络音频独立App移动端用户规模达1.54亿人；在线音乐平台2020年开始发力长音频领域，4Q20腾讯音乐长音频MAU已达9,206万人，超过喜马拉雅跃升至行业第一，而字节跳动旗下番茄畅听也取得快速发展，位居行业第三。我们认为，2021年音频行业竞争格局或将更为胶着，背靠较强的资金实力、内容储备、运营能力和流量优势，以头部玩家为代表的平台用户份额或持续提升。

**迎来发展新起点，全场景应用潜力初显。**根据艾瑞咨询，网络音频行业2020年市场规模272亿元，仅为在线视频的16%。网络音频行业在过往很长时间发展不温不火，我们认为主要局限于，1)渠道：我国音频内容消费习惯，从收音机时代到网络音频的渠道迁移过程中存在断层，电视机的普及很大程度上挤压了收音机使用份额，与此同时家庭汽车保有量普及率较低，没有实现如美国车载收音机普及弥合收音机被电视取代的渠道消退。2)内容：传统音频内容大多由其他文娱形式转录而来，信息和体验增量不明显，而国内广播电台数量较少且地域割据，依赖其直接的线上转型难度也较大。更便捷且具备性价比的智能配件普及和IoT场景消费潜力初显，为网络音频差异化使用场景提供基础，

网络音频的陪伴属性得到进一步加持。此外，我们认为如播客的PUGC音频原创内容较高的丰富度也或将调动用户积极性，内容供给有所增加。

**多元商业模式共存，市场规模仍有发展空间。**网络音频行业商业化模式主要分为会员订阅、单点付费、广告和直播打赏四种，而前三种模式也分别对应从重度到普通到轻度的受众适配程度。我们认为，网络音频行业或迎来发展新起点，1)短期来看，广告变现（激励视频等）可能是积累用户基数时期较为直接的商业化方式；2)中长期来看，针对不同客群的多元化变现模式可能共存。我们判断，随着头部玩家纷纷深入布局，2021-2022年行业用户基数有望继续扩张，行业规模或将经历从广告到会员订阅付费的分阶段驱动过程，网络音频行业市场规模有望取得进一步发展。



以上观点来自：2021年4月19日中金公司研究部已发布的《网络音频迎来发展新起点，全场景应用潜力或释放——声音经济系列》

张雪晴 SAC执业证书编号：S0080517090001 SFC CE Ref: BNC281

焦杉 SAC执业证书编号：S0080120060075

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.4.19 中国图说中国宏观周报：从行业数据看复苏分化
- 2021.4.19 中国宏观专题报告：延迟退休带来三重红利 | ——人口系列报告之二
- 2021.4.19 海外宏观简评：欧洲疫苗接种迎来转机
- 2021.4.20 中国宏观专题报告：图说中国2Q21
- 2021.4.21 海外宏观简评：从利息负担看美债利率隐含“上限”
- 2021.4.21 中国宏观热点速评：财政收缩减缓内需增长 | 1季度财政数据点评
- 2021.4.23 其他宏观专题报告：“大财政”重启，低通胀一去不回
- 2021.4.25 中国宏观简评：“紧信用、松货币”观点印证，未来如何看？ | 近期资金利率点评
- 2021.4.25 海外宏观周报：FOMC前瞻：美联储或延续鸽派基调
- 2021.4.25 中国图说中国宏观周报：下调全年GDP增速至8.5% | 2021年4月19-23日

### 策略及大宗商品

- 2021.4.19 海外中资股策略周报：盘整中等待新催化剂
- 2021.4.19 主题策略：如何看待近期北向资金净流入？
- 2021.4.19 全球资金流向监测：外资流入加速；互联互通双向重回流入
- 2021.4.22 主题策略：行业比较与配置策略月报：局部热点新方向开始浮现
- 2021.4.24 全球资金流向监测：外资34周流入中资股；北向单日流入创年初新高
- 2021.4.25 A股策略周报：逐步重回成长
- 2021.4.25 主题策略：公募基金2021年一季报回顾：均衡配置，加仓港股
- 2021.4.25 量化策略周报：量化策略周报（241）：盘整行情，耐心等待
- 2021.4.25 海外市场观察：如何刻画美国金融市场流动性？ | 2021年4月19日~4月25日
- 2021.4.25 海外中资股策略周报：逐步关注优质成长

### 固定收益

- 2021.4.19 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.4.19 固收+周报：超额险中求：雪球结构产品介绍与历史回测
- 2021.4.19 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.4.19 简评：市场波动较大，华融大跌后反弹 | ——中资美元债周报
- 2021.4.20 招投标备忘录：国开债21年第4、5、12期增发 | ——利率债招标分析
- 2021.4.20 招投标备忘录：付息国债20年第14、17期续发，农发债21年第1期、20年第10期增发 | ——利率债招标分析
- 2021.4.21 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报

- 2021.4.22 简评：晶科科技转债投资价值分析
- 2021.4.22 招投标备忘录：贴现国开债21年第7期新发、 付息国开债21年第2、5期增发 | ——利率债招标分析
- 2021.4.22 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.4.22 简评：绿债支持项目统一，助力市场规模化发展 | ——《绿色债券支持项目目录（2021年版）》简评
- 2021.4.23 招投标备忘录：贴现国债21年第19期新发 | ——利率债招标分析
- 2021.4.23 简评：混基规模反超债基，“固收+”回撤可控 | 债基2021年一季度点评
- 2021.4.23 简评：一周行业数据
- 2021.4.23 中国可转债策略周报：底部未到，但逐渐在变好
- 2021.4.23 中国信用策略双周报：山西煤炭企业债券走势探讨
- 2021.4.24 中国利率策略周报：货币政策预期差之下，银行配债需求会开始释放么？

## 行业

- 2021.4.19 银行：手续费科目驱动营收增长回正——美股四大行1Q21业绩追踪
- 2021.4.19 银行：1Q银行业数据说明了什么——银保监会新闻发布会点评
- 2021.4.19 节能环保：生态环保重大工程项目融资推进，行业扩容提质加速
- 2021.4.19 家电及相关：出海延续大趋势，内销需求温和复苏
- 2021.4.19 电力电气设备：北京储能电站事故有望促进行业规范发展
- 2021.4.19 主题研究：追“宗”系列 | 大宗投资前瞻：需求向好支撑铜铝价格，建材景气度持续上行
- 2021.4.19 汽车及零部件：华为赋能智能汽车，首款车型发布
- 2021.4.19 化工：浓缩的价格周期，无法浓缩的产能周期
- 2021.4.19 主题研究：光伏周报：上游报价维持涨势，电池片酝酿涨价
- 2021.4.19 汽车及零部件：新能源月度观察：销量攀升超过预期
- 2021.4.19 交通运输物流：双周报151期：集运美线再创新高，五一机票预定量价齐升
- 2021.4.19 传媒互联网：网络音频迎来发展新起点，全场景应用潜力或释放——声音经济系列
- 2021.4.20 主题研究：能源局发布新版风光开发建设意见稿，减补争议获修改
- 2021.4.20 机械：工业自动化延续高景气，新能源板块政策利好
- 2021.4.20 房地产：中金房地产周报#240：新房销售延续韧性，宅地成交同比跌幅收窄
- 2021.4.20 传媒互联网：3月电商数据：一季度或实现低基数下的加速增长；行业进入投入期
- 2021.4.20 传媒互联网：互联网月报：反垄断监管相继落地，行业长期基本面仍保持稳健
- 2021.4.20 博彩及奢侈品：澳门博彩云销雨霁，中场业务助推复苏

- 2021.4.21 银行：“绿色银行”路径及政策建议——碳中和主题报告
- 2021.4.21 科技：汽车电子：智能方案集中亮相上海车展，国产品牌实力攀升
- 2021.4.21 交通运输物流：3月快递业务量同比增长47%，单价降幅有所收窄
- 2021.4.21 科技：苹果产品注重美学创新，iPad Pro搭载Mini LED背光功能强劲
- 2021.4.22 主题研究：储能政策点评：征求意见稿出台，国内储能市场一触即发
- 2021.4.23 传媒互联网：基金1Q21传媒持仓分析：维持低配，偏向出版等防御赛道
- 2021.4.24 主题研究：十四五严控煤炭消费增长，全国碳市场交易蓄势待发
- 2021.4.24 医疗健康：龙头企业增长强劲，持续关注业绩期表现
- 2021.4.25 交通运输物流：快递龙头或迎来布局时机：从监管动向与海外经验看竞争
- 2021.4.25 交通运输物流：本地出行，众彩纷呈
- 2021.4.25 传媒互联网：国家版权局明确影视作品版权保护，网络视频版权生态或持续完善
- 2021.4.25 传媒互联网：周报：分众传媒1H21预告超预期，版权局明确影视作品版权保护
- 2021.4.25 科技：科技硬件周报（4/24）：半导体产能持续紧缺，上海车展广受关注
- 2021.4.25 软件及服务：从柏睿数据看国产数据库的破局之路
- 2021.4.25 房地产：1Q21基金持仓分析：A股仓位创历史新低，H股仓位边际提升

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn