国内外补库存开启，关注上游行业利润增长

——2021 年跨年宏观环境展望

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ **年末制造业景气度回升，国内生产持续恢复，**

制造业生产整体修复。2020 年 3 月以来，制造业生产指数持续较高，国内企业生产活动维持活跃。且值得注意的而是，四季度制造业生产经营活动预期指数一度接近 60%，创 2018 年以来新高，企业投资、再生产意愿较强，中长期有望带动企业加大资本投入，拉动投资指标进一步改善。

传统、新兴行业共同拉升工业增速。2020 年工业增速持续改善，新老基建相关行业表现突出。当年四季度规模以上工业增加值增速同比恢复至 7%以上，工业增速有望持续修复。且值得一提的是，四季度装备制造业增加值持续回暖，传统基建开工“淡季不淡”。战略新兴产业方面，2020 年四季度国内新能源汽车，工业机器人，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备，集成电路产量同比增速均超 20%，新能源汽车增速持续高于 90%。高技术附加值产业一季度有望继续贡献工业增速。

❖ **2020 年出口超预期表现，一季度有望维持韧性**

一季度海外补库有望开启，“出口替代”逻辑有望维持。2020 年外贸进出口持续向好，连续 10 个月实现正增长。虽然 12 月出口增速环比回落 7.4 个百分点，但出口数据回暖趋势不改变。从出口国别看，12 月我国对欧盟、美国的出口延续改善。新兴经济体中，我国对东盟的出口表现也延续较强。

当前海外、国内企业开启主动补库，带动国际大宗商品价格明显上涨。但在疫情的影响下，海外生产端恢复较慢，短时间供给难以跟上补库节奏，国内商品“出口替代”的逻辑有望延续，支撑一季度外部需求。

❖ **一季度大宗商品价格有望延续上行，关注上游周期行业表现**

四季度以来，工业生产者出厂价格降幅持续收窄，需求、成本端共同支撑 PPI 数据改善。一方面国内需求持续回暖，带动工业品价格上行；而另一方面，随着海外补库周期的开启，国际大宗商品价格延续上涨，工业生产成本压力或传导至产品端。

2020 年 12 月，国内规模以上工业企业利润表现分化明显。得益于大宗商品价格上涨，石油、煤炭、化工、有色等中上游行业利润增速明显加快，其中石油和天然气开采业和煤炭开采和洗选业利润同比分别增长 139%和 44.6%。考虑到一季度大宗商品价格仍将有望上行，关注上游周期行业业绩超预期表现。

❖ **风险提示：**海外疫情超预期发展，国内消费需求持续低于预期。

证券研究报告

所属部门	总量研究部
川财一级行业	总量研究
川财二级行业	宏观经济
报告类别	宏观深度
报告时间	2021/1/28

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

陈琦
证书编号：S1100520120001
chenqi@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、 生产：生产持续恢复，制造业景气回升 4
1.1 前瞻性指标显示制造业景气度持续回升 4
1.2 工业生产持续回暖，制造业增加值增速加快 4
二、投资：基建、地产推动内需，制造业投资持续改善 6
三、外贸：一季度出口有望维持韧性 7
四、物价：CPI 一季度或延续增长，关注大宗商品价格上涨 9
五、流动性拐点已来，一季度信用环境将维持常态 10
六、疫情催生新消费模式 12
附件： 14
风险提示 18

图表目录

图 1：PMI 生产持续修复 4
图 2：补库存趋势显现 4
图 3：工业增加值恢复良好 5
图 4：高技术产业增加值表现较好 5
图 5：传统基建相关产业同样维持高增速 5
图 6：制造业增加值是重要增量 5
图 7：M1 增速印证企业活期存款上行 6
图 8：基建投资上行趋势明确 6
图 9：地产投资对固定资产投资也有支撑 6
图 10：制造业投资年内持续改善 7
图 11：民间投资年内首度转正 7
图 12：出口维持高增 8
图 13：PMI 新出口订单持续回暖 8
图 14：东盟贸易额稳健发展 8
图 15：对欧美出口年末回暖 8
图 16：口罩带动纺织品出口活跃 8
图 17：机电产品出口持续增加 8
图 18：年底 CPI 增速小幅回升 9
图 19：12 月 CPI 七大分项环比有升有降 9
图 20：年底 PPI 增速显著回升 10
图 21：上游行业价格表现较好 10
图 22：M2 增速小幅走弱 11
图 23：M1 增速维持韧性 11
图 24：社融年内维持较高增速 11
图 25：地方政府债融资规模持续较高 11

一、 生产：生产持续恢复，制造业景气回升

1.1 前瞻性指标显示制造业景气度持续回升

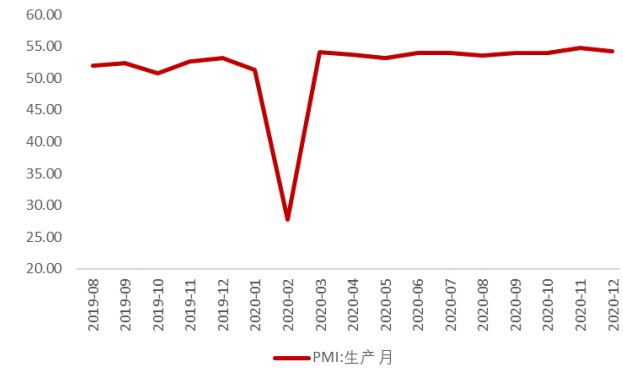
制造业整体修复，但小型制造企业经营压力仍需关注。尽管四季度制造业PMI指数整体小幅下降，但自3月起，制造业PMI持续位于荣枯线以上，制造业景气度回暖趋势明显。

从不同规模企业的表现看，小型制造企业经营压力有所上升。一方面，四季度大、中型企业PMI指数持续改善，均保持在荣枯线以上，经营状况平稳。

另一方面，四季度三个月中，小型企业PMI指数两度低于荣枯线，海外疫情反弹或对小型企业景气度有所压制。在海外疫情的影响下，部分国内制造企业面临进口原料采购周期加长、运输成本增加等压力，小型企业经营改善放缓。

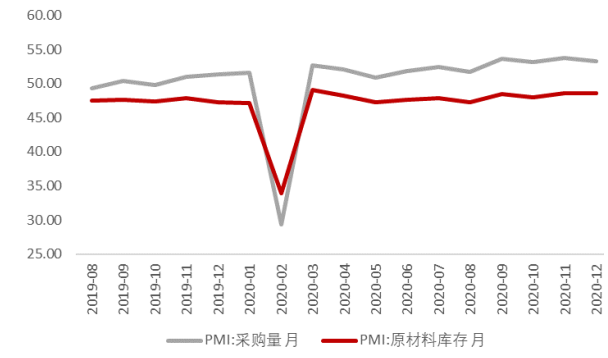
生产方面，2020年3月以来，制造业生产指数持续较高，国内企业生产活动维持活跃。且值得注意的而是，四季度制造业生产经营活动预期指数一度接近60%，创2018年以来新高，制造企业投资、再生产意愿较强，中长期有望带动企业加大资本投入，拉动制造业投资指标进一步改善。

图 1： PMI 生产持续修复



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 2： 补库存趋势显现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

1.2 工业生产持续回暖，制造业增加值增速加快

工业增速持续改善，新老基建相关行业表现突出。四季度规模以上工业增加值增速同比恢复至7%左右，工业增速持续修复。值得一提的是，四季度，装备制造业增加值持续回暖。“新老基建”仍是四季度工业增长的重要支点，

战略新兴产业方面， 10 月、11 月国内新能源汽车，工业机器人，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备，集成电路产量同比增速均超 20%，新能源汽车增速持续高于 90%。

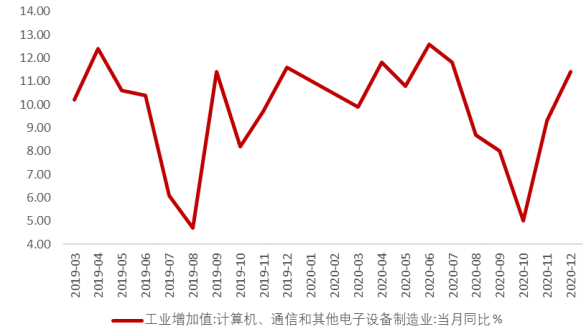
传统基建方面，四季度周期品冶炼加工行业增加值延续较好表现，10 月、11 月黑色、有色金属冶炼和压延工业增加值延续正增长，此外，钢材、水泥及有色金属产品增加值也维持较高增速。

图 3： 工业增加值恢复良好



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

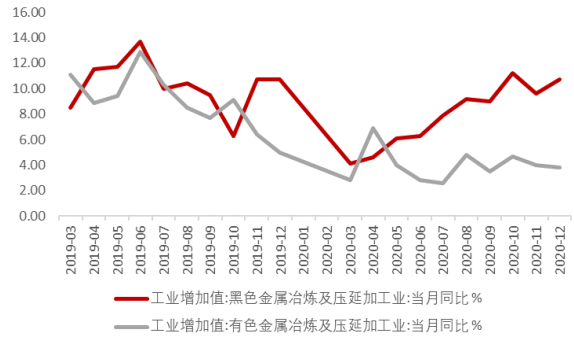
图 4： 高技术产业增加值表现较好



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

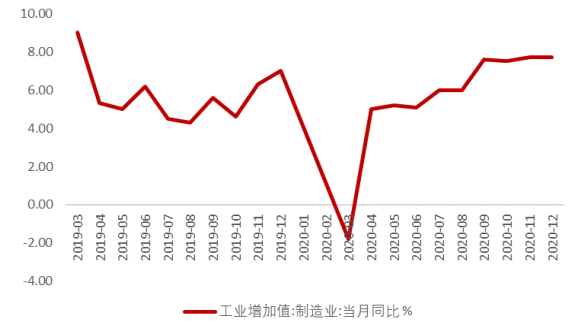
制造业增长势头良好。制造业是四季度工业生产修复的重要推动力；截至 12 月底，高技术制造业和装备制造业已成为国内工业增长的重要增量点，同比增速分别为 7.1%、6.6%，快于规模以上工业 4.3 和 3.8 个百分点。从具体产品的产量看，2020 年国内工业机器人、新能源汽车、集成电路、微型计算机设备同比分别增长 19.1%、17.3%、16.2%、12.7%，新兴产业对工业增速的提振较为明显。

图 5： 传统基建相关产业同样维持高增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 6： 制造业增加值是重要增量

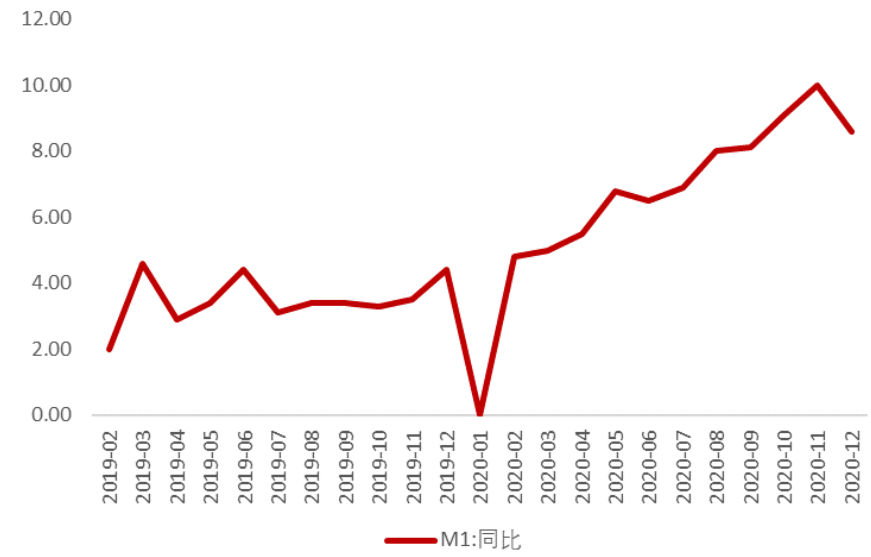


资料来源：wind，川财证券研究所

此外，四季度 M1 维持较高增速，企业支票存款规模维持较高，印证企业生产

意愿较为强劲，增速有望持续修复。

图 7： M1 增速印证企业活期存款上行

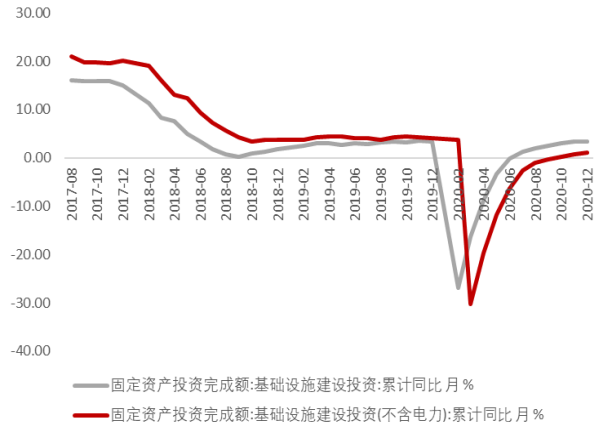


资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

二、投资：基建、地产推动内需，制造业投资持续改善

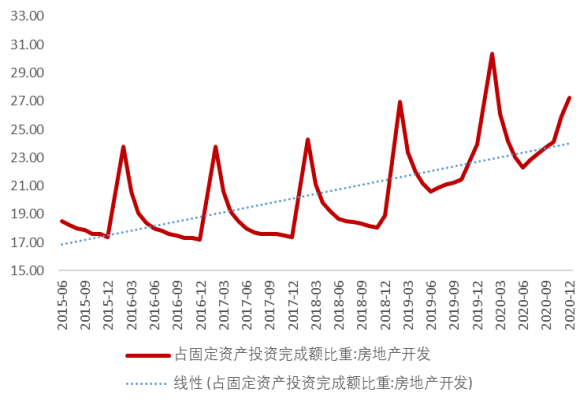
固定资产投资上行趋势明确。2020 年全年，国内基建投资表现延续改善。基建、地产是年内内需的重要支撑力。值得一提的是，从环比速度看，12 月国内固定资产投资增速实现 2.32%，较 11 月小幅放缓，固定资产投资的单月表现或与地产、基建开工的季节性走弱相关。

图 8： 基建投资上行趋势明确



资料来源：wind，川财证券研究所

图 9： 地产投资对固定资产投资也有支撑



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

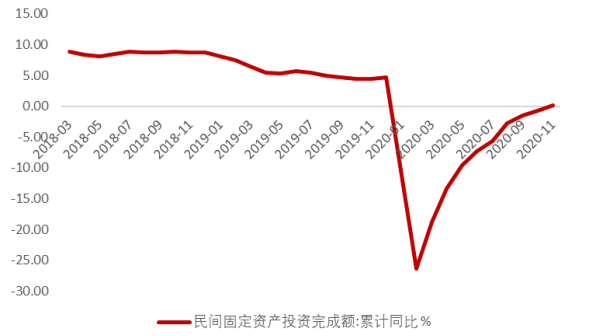
一如我们在上文所提的观点，四季度，尽管国内第二产业投资增速仍为负，但 12 月同比降幅继续缩窄，制造业投资的显著回暖趋势延续，对工业投资增速有所支撑。第三产业投资增长较快，四季度以来，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资增速同比均高于 20%。民间投资增速同样于 11 月转正，固定资产投资有望延续较好表现。

图 10：制造业投资年内持续改善



资料来源：wind，川财证券研究所

图 11：民间投资年内首度转正



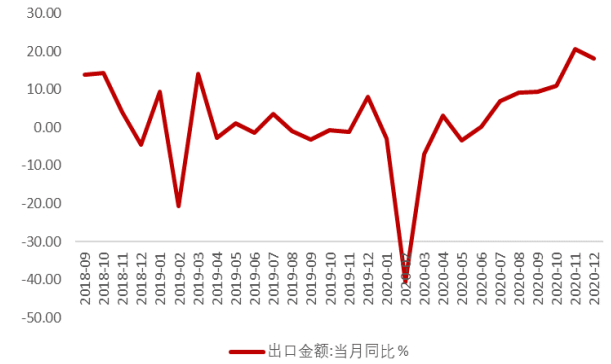
资料来源：wind，川财证券研究所

三、外贸：一季度出口有望维持韧性

年底出口维持韧性，对美出口占比小幅回暖。2020 年外贸进出口持续向好。当前我国出口已连续 10 个月实现正增长，虽然 12 月出口增速环比回落 7.4 个百分点，但出口数据回暖趋势不改变。从出口国别看，12 月我国对欧盟、美国的出口累计同比增速分别为 6.7%和 7.9%，环比分别改善 1.0 和 2.2 个百分点，其中对美出口商品同比增速明显回升。

新兴市场方面，12 月我国对东盟商品出口的累计同比增速为 6.7%，较上月再度加快 0.9 个百分点。东盟、欧盟、美国、日本和韩国是当前我国前五大的贸易伙伴，12 月进出口分别为 7.68、7.06、6.31、3.18 和 2.77 万亿美元，贸易伙伴更趋多元化。值得一提的是，12 月以来，对美出口商品同比增速明显回升，单月金额首度突破 500 亿美元。

图 12：出口维持高增



资料来源：wind，川财证券研究所

图 13：PMI 新出口订单持续回暖



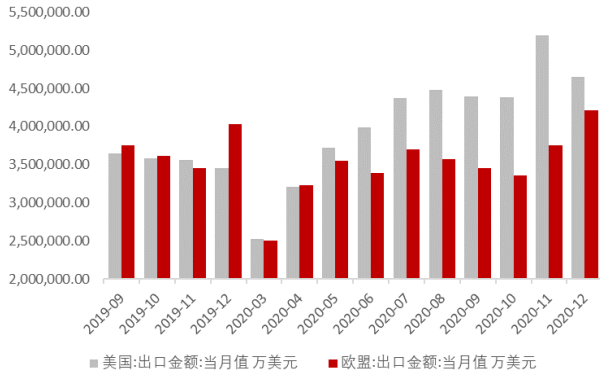
资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 14：东盟贸易额稳健发展



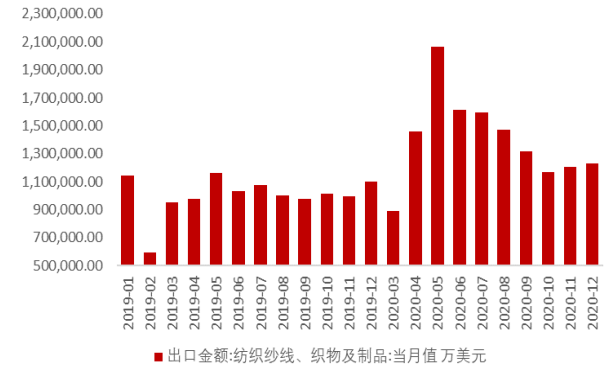
资料来源：wind，川财证券研究所

图 15：对欧美出口年末回暖



资料来源：wind，川财证券研究所

图 16：口罩带动纺织品出口活跃



资料来源：wind，川财证券研究所

图 17：机电产品出口持续增加



资料来源：wind，川财证券研究所

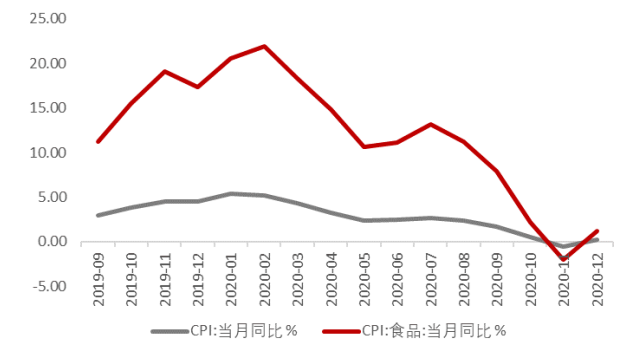
2021 年上半年出口有望维持韧性。疫情下的“替代效应”也是我国出口表现较好的重要原因。去年我国机电产品出口额同比增长 5.7%，环比提升 1.4 个百分点，其中家用电器出口金额累计同比增长 23.5%;疫情期间欧洲、北美地

区主要制造国产能缺位，国内相关产品对海外需求缺口有效补充。当前尽管海外疫情明显反弹，但四季度 PMI 新出口订单指数延续回升，预计 2020 年，我国口罩等纺织品出口同比增速有望达 35%，防疫、医疗物资对出口数据表现支撑有望维持。

四、物价：CPI 一季度或延续增长，关注大宗商品价格上涨

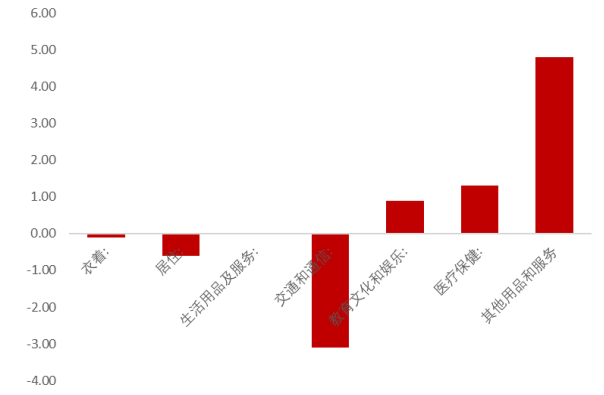
畜肉项干扰消退，年底 CPI 数据结构优化。12 月 CPI 同比涨幅为 0.2%，较 11 月上行 0.7 个百分点。在猪肉供给改善及去年同期高基数的共同影响下，CPI 上行趋势放缓。尽管 12 月食品项价格同比再度上涨 0.2%，但畜肉仅影响 CPI 上行 0.04 个百分点，鲜菜、鲜果是短期食品项价格上行的主要动力。预计在节假日临近及北方低温天气持续的影响下，年初食品价格有望受到需求端提振而持续环比回升。同比数据方面，一季度 CPI 数据增速或延续负增长，主要由于 2020 年同期的低基数。

图 18：年底 CPI 增速小幅回升



资料来源：wind，川财证券研究所，单位:%

图 19：12 月 CPI 七大分项环比有升有降



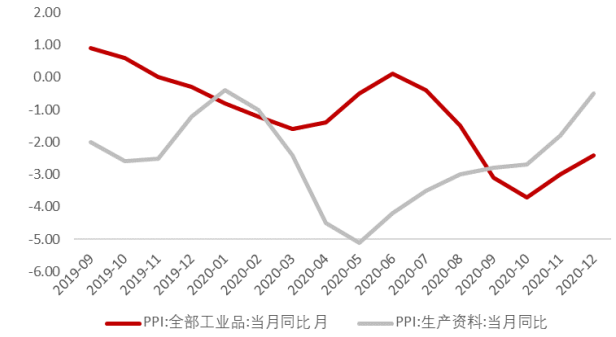
资料来源：wind，川财证券研究所，单位:%

12 月七大分项价格环比三涨两平两降，消费需求温和回升。据高频数据显示，12 月前三周乘联会乘用车零售销量同比增速为 33%，当前国内乘用车销售良好复苏，带动交通和通信价格环比上行 0.9%。

年末 PPI 降幅收窄，大宗商品价格有望延续上行。12 月工业生产者出厂价格表现平稳，同比下降 0.4%，降幅再度收窄 1.1 个百分点，需求、成本端共同支撑 PPI 数据改善。据前瞻数据显示，12 月 PMI 出厂价格指数环比上升 2.4 个百分点，与 PPI 数据表现一致。究其原因，一方面国内需求持续回暖，带动工业品价格上行；而另一方面，国际大宗商品价格延续上涨，工业生产成

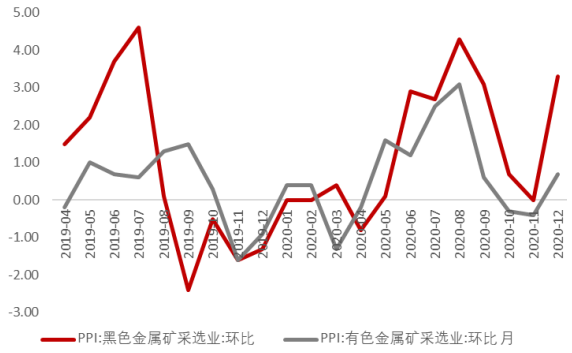
本压力或传导至产品端。

图 20：年底 PPI 增速显著回升



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 21：上游行业价格表现较好



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

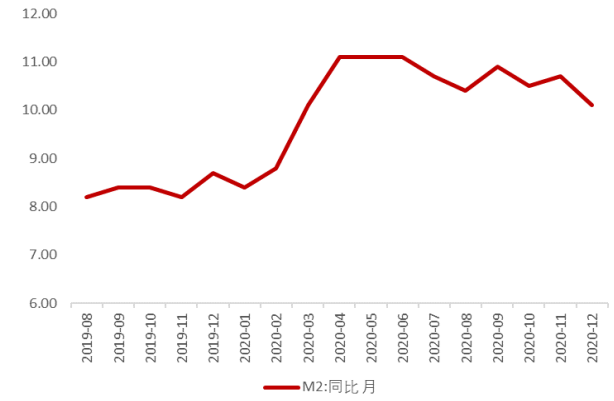
预计 2021 年一季度，工业生产购进价格将延续上行。首先，后疫情时代海外经济体补库开启，直接提振原材料需求；其次，部分生产国疫情影响尚未消退，产能缺位引发部分商品阶段性的供给收缩；此外，在“弱美元”的大背景下，以美元定价的大宗商品，易迎来上行周期。后续 PPI 数据观测需考虑汇率及原油价格变动。

2020 年 12 月，国内规模以上工业企业利润表现分化明显。得益于大宗商品价格上涨，石油、煤炭、化工、有色等中上游行业利润增速明显加快，其中石油和天然气开采业和煤炭开采和洗选业利润同比分别增长 139%和 44.6%。考虑到一季度大宗商品价格仍将有望上行，关注上游周期行业业绩超预期表现。

五、流动性拐点已来，一季度信用环境将维持常态

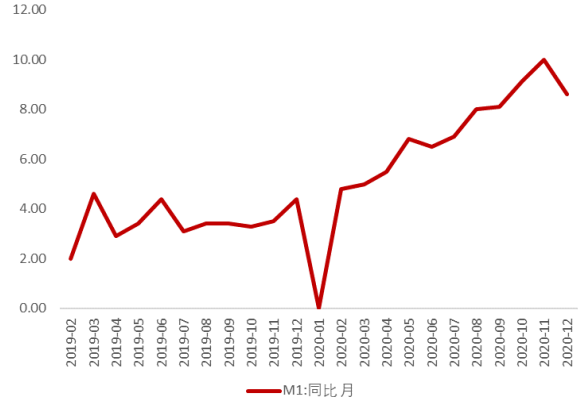
年末 M2 增速回落，流动性拐点已来。截至 12 月末，M2 同比增速有所回落，环比下行 0.6 个百分点。央行在 12 月加大了公开市场投放的力度，流动性保持较为宽松的状态，由于前月财政支出加快，加之 12 月政府债券增加，12 月出现 M2 小幅回落。在 M1 方面，随着企业经营利润的修复，M1 保持上行趋势，同比增长 8.6%，虽然增速比上月有所回落，但比上年同期高 4.2 个百分点，企业活力继续恢复。从需求角度看，M1、M2 同比增速的剪刀差增长 1.5 个百分点，但工业品需求的回暖趋势仍较明确。从银行体系的功能看，2020 年一季度以来，M0 增速较为稳定，侧面反映出年内银行体系对实体经济的扶持效率较高，对企业流动性环境着意维护。

图 22： M2 增速小幅走弱



资料来源：wind，川财证券研究所

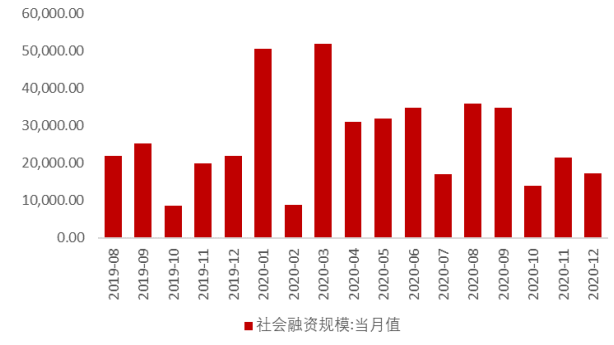
图 23： M1 增速维持韧性



资料来源：wind，川财证券研究所

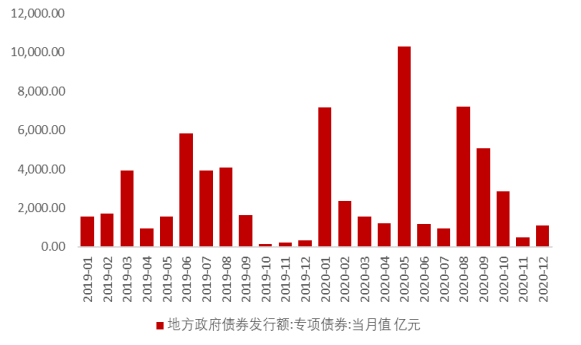
直接融资在企业融资结构中占比上升。截至 12 月末，国内社融存量同比增长 13.3%，环比下行 0.3 个百分点，社融同比仍维持较高增速。从结构来看， 2020 年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 57.5%，同比低 8.3 个百分点；政府债券占比 23.9%，同比高 5.5 个百分点；非金融企业境内股票融资占比 2.6%，同比高 1.2 个百分点。2020 年政府债务净融资规模达 8.34 万亿元，同比多 3.62 万亿元，企业债券净融资 4.45 万亿元，同比多 1.11 万亿元。2021 年以来，政策全面推进资本市场改革开放，直接融资在企业融资结构中地位有望持续提升。在社融增速整体回落的大背景下，一季度社融结构有望迎来调整。

图 24： 社融年内维持较高增速



资料来源：wind，川财证券研究所，单位，亿元

图 25： 地方政府债融资规模持续较高



资料来源：wind，川财证券研究所

一季度货币政策或更注重结构性。政策方面，2021 年央行工作会议指出，强调“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，与此前中央经济工作会议对货币政策的要求一脉相承。在总量上，会议提出，2021 年广义货币和社会融资

规模增速要与名义经济增速保持基本匹配，年内流动性总量有望逐步回归正常化，国内信用环境稳健运行。

结构方面，央行提出要加大对“国民经济重点领域和薄弱环节”的支持力度，强调发挥好结构性货币政策工具和信贷政策精准滴灌作用。一方面央行提出，今年要延续实施普惠小微企业贷款延期还本付息及普惠小微企业信用贷款两项货币政策工具；2021 年央行有望更多以“精准直达”的方式改善小微企业融资环境。

货币政策有望向重点领域倾斜。今年以来，政策着重支持经济结构调整。央行多次特别提出，要引导金融机构加大对“三农”、科技创新、绿色发展等重点领域的支持力度。此前中央经济工作会议提出要通过适度的支出强度，为国家重大战略任务提供财力保障，并特别点出数字经济、新型基础设施等重点行业，后续货币政策有望进一步向战略新兴产业、新型城镇化建设、碳达峰碳中和等重点领域倾斜。

六、疫情催生新消费模式

全年消费相对弱势，但网上消费较好增长。在一季度疫情防控的影响下，2020 年社会消费品零售总额增速下滑，其中，百货店、专业店和专卖店零售额较 2019 年分别下降 9.8%、5.4%和 1.4%。

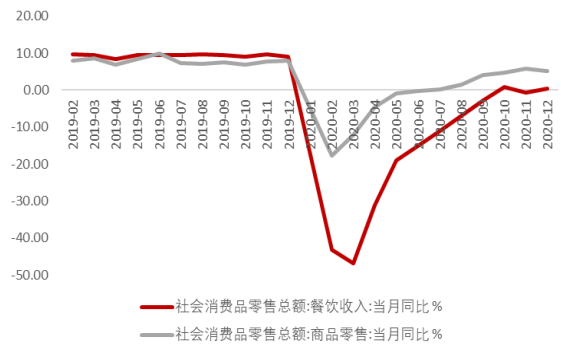
疫情防控加速新型消费模式发展，2020 年网上零售在社会消费中占比持续提升。2020 年全年，全国网上零售额较上年增长 10.9%，其中，实物商品网上零售额增长 14.8%，在社会消费品零售总额中占比达 24.9%。在就地过年的影响下，新型消费占比有望持续稳定。

图 26： 社零数据温和修复



资料来源：wind，川财证券研究所，单位，亿元

图 27： 餐饮、零售消费缓慢修复



资料来源：wind，川财证券研究所

政策带动新型消费，加速新兴产业发展。尽管消费因疫情收到较大冲击，但基于网络数字技术的新型消费潜力正在加速释放。9 月 9 日国常会提出鼓励“市场主体加快创新，更大释放内需”。会议要求推动新型消费扩容提质，加速无接触消费、线上教育诊疗等创新消费发展。其次，国常会加速“新型消费基础设施建设”，包括推动 5G 网络、物联网优先覆盖重点区域、加快农村商贸流通升级、推进智能终端、消费数据共享等措施。今年以来，“两新一重”被反复强调，新老基建对内需的支撑作用凸显；此次国常会提出“新型消费基础设施建设”，并要求引导传统消费带动新型消费，预计后续消费升级将对内需形成进一步支撑。此外，国常会明确提出要“促进新业态新模式带动新型消费的税收政策”，鼓励金融机构创新措施降低移动支付费用成本，预计后续消费相关产业的综合成本也有望进一步下行。

附件：

中共中央关于十四五规划的建议划重点		
	十三五	十四五
经济发展的主要目标	经济保持中高速增长	经济发展取得**新成效**
发展环境	发展不平衡、不协调、不可持续问题仍然突出，主要是发展方式粗放，创新能力不强，部分行业产能过剩严重，企业效益下滑，重大安全事故频发；城乡区域发展不平衡；资源约束趋紧，生态环境恶化趋势尚未得到根本扭转；基本公共服务供给不足，收入差距较大，人口老龄化加快，消除贫困任务艰巨；	发展不平衡不充分问题仍然突出，重点领域关键环节改革任务仍然艰巨，创新能力不适应高质量发展要求，**农业基础还不稳固，城乡区域发展和收入分配差距较大**，生态环保任重道远，民生保障存在短板，社会治理还有弱项
进出口	加快对外贸易优化升级，从外贸大国迈向贸易强国	立足国内大循环，发挥比较优势，**协同推进强大国内市场和贸易强国建设**，以国内大循环吸引全球资源要素，充分利用国内国际两个市场两种资源，积极促进内需和外需、进口和出口、引进外资和对外投资协调发展，促进国际收支基本平衡
民生	就业比较充分，就业、教育、文化、社保、医疗、住房等公共服务体系更加健全，基本公共服务均等化水平稳步提高	实现**更加充分更高质量就业**，居民收入增长和经济增长基本同步，**分配结构**明显改善，基本公共服务均等化水平明显提高，**多层次社会保障体系更加健全，卫生健康体系更加完善**
战略新兴产业	实施智能制造工程，构建新型制造体系，促进新一代信息通信技术、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新	加快壮大**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、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业。**推动**互联网、大数据、人工智能**等同各产业深度融合，推动先进制造业集群发展，构建一批各具特色、优势互补、结构合理的战略性新兴产业增

	材料、生物医药及高性能医疗器械等产业发展壮大。	长引擎，培育新技术、新产品、新业态、新模式。促进**平台经济、共享经济健康发展**。鼓励企业**兼并重组**，防止低水平重复建设。
消费	发挥消费对增长的基础作用，着力扩大居民消费，引导消费朝着智能、绿色、健康、安全方向转变，以扩大服务消费为重点带动消费结构升级。促进流通信息化、标准化、集约化。	**全面促进消费。增强消费对经济发展的基础性作用，**顺应**消费升级**趋势，提升传统消费，**培育新型消费**，适当增加公共消费。**健全现代流通体系。**发展服务消费，放宽服务消费领域市场准入。完善节假日制度，落实带薪休假制度，扩大节假日消费。培育国际消费中心城市。改善消费环境，强化消费者权益保护。
科技	发挥科技创新在全面创新中的引领作用。推进有特色高水平大学和科研院所建设，鼓励企业开展基础性前沿性创新研究，重视颠覆性技术创新。实施一批国家重大科技项目，在重大创新领域组建一批国家实验室。积极提出并牵头组织国际大科学计划和大科学工程。	**强化国家战略科技力量。制定科技强国行动纲要**，健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，**打好关键核心技术攻坚战**，提高创新链整体效能。瞄准**人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海**等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目
基建	拓展基础设施建设空间。实施重大公共设施和基础设施工程。实施网络强国战略，加快构建高速、移动、安全、泛在的新一代信息基础设施。加快完善水利、铁路、公路、水运、民航、通用航空、管道、邮政等基础设施网络。加强城市公共交通、防洪防涝等设施建设。实施城市地下管网改造工程	构建系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的**现代化基础设施体系**。系统布局**新型基础设施**，加快**第五代移动通信、工业互联网、大数据中心**等建设。加快建设**交通强国**，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度。加强**水利基础设施**建设，提升水资源优化配置和水旱灾害防御能力

能源	推进能源革命，加快能源技术创新，建设清洁低碳、安全高效的现代能源体系。提高非化石能源比重，推动煤炭等化石能源清洁高效利用。加快发展风能、太阳能、生物质能、水能、地热能，安全高效发展核电。加强储能和智能电网建设，发展分布式能源，推行节能低碳电力调度	推进能源革命，**完善能源产供储销体系**，加强国内油气勘探开发，加快油气储备设施建设，加快全国干线油气管道建设，建设智慧能源系统，优化电力生产和输送通道布局，**提升新能源消纳和存储能力，**提升向边远地区输配电能力
房地产	深化住房制度改革。加大城镇棚户区和城乡危房改造力度	**坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，**促进房地产市场平稳健康发展。**有效增加保障性住房供给，**完善土地出让收入分配机制，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给
银行体系	健全商业性金融、开发性金融、政策性金融、合作性金融分工合理、相互补充的金融机构体系。构建多层次、广覆盖、有差异的银行机构体系，扩大民间资本进入银行业，发展普惠金融，着力加强对中小微企业、农村特别是贫困地区金融服务	建设**现代中央银行制度**，完善货币供应调控机制，稳妥推进**数字货币**研发，健全市场化利率形成和传导机制。构建金融有效支持实体经济的体制机制，提升**金融科技**水平，增强金融普惠性。深化国有商业银行改革，支持中小银行和农村信用社持续健康发展，改革优化政策性金融
资本市场	积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率。开发符合创新需求的金融服务，推进高收益债券及股债相结合的融资方式	**全面实行**股票发行**注册制**，建立**常态化退市**机制，提高直接融资比重。推进金融双向开放。**完善现代金融监管体系**，提高金融监管透明度和法治化水平，完善存款保险制度，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，对违法违规行为**零容忍**

财政政策	深化财税体制改革。建立事权和支出责任相适应的制度，适度加强中央事权和支出责任。调动各方面积极性，考虑税种属性，进一步理顺中央和地方收入划分。建立规范的地方政府举债融资体制	**建立现代财税金融体制。**加强财政资源统筹，加强中期财政规划管理，**增强国家重大战略任务财力保障**。推进财政支出标准化，强化预算约束和绩效管理。明确中央和地方政府事权与支出责任，**健全省以下财政体制**，增强基层公共服务保障能力。**健全政府债务管理制度**

风险提示

外部市场冲击风险

外部市场发生黑天鹅事件造成剧烈波动

价格风险

主要工业原料超预期调整

需求风险

下游需求低于预期

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本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，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399