粤开证券 YUEKAI SECURITIES

策略研究

【粤开策略深度】乘风破浪政策三重共振，否极泰来重回内生增长——2021 政策与经济展望

2020 年 12 月 03 日

分析师：陈梦洁
执业编号：S0300520100001
电话：010-64814022
邮箱：chenmengjie@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略】2020 年 12 月十大金股及市场展望》2020-11-30

《【粤开策略解盘】如何看待冲高回落之后的市场走势-1130》2020-11-30

《【粤开策略解盘】市场氛围活跃，沪指突破可期-1201》2020-12-01

《【粤开策略深度】以史鉴今，70-90 年代美股复盘启示》2020-12-01

《【粤开策略解盘】新高之后，趋势几何-1202》2020-12-02

投资要点

乘风破浪：政策面三重共振，有望推动市场上行

2021 年 A 股政策面预期向好，国内、国外和资本市场政策三重共振，有望推动市场上行。

国内政策方面，“十四五”规划将指明下个五年社会经济发展方向，创新支撑高质量发展，构建“双循环”新发展格局，同时各行业规划将在明年陆续出台，相关产业链有望迎来快速发展机会，科技领域中长期发展规划预计率先落地，**优先关注硬科技、新能源、大消费和高端装备制造相关板块投资机会。**

国外政策方面，美国大选尘埃落定，拜登将实施更加理性开放的外交态度，市场风险偏好短期上行，但也要注意拜登主张的对大企业加税政策，可能造成市场大幅波动影响。

资本市场政策方面，A 股改革持续推进，目前行业仍处监管宽松创新周期，直接融资比例提升利好资本市场，全面实施注册制和退市制度完善将显著提升上市公司质量，多层次资本市场建设也在逐步完善，有望提升市场热度，推动市场上行。

否极泰来：经济回归内生增长，财政与货币政策灵活、缓慢、有序回归常态

2021 年经济把握两条主线：

一是内外需提振，经济增长逐渐回归内生增长轨道，2020 年低迷需求的修复有望成为 2021 年增速的支撑，可选、服务类、汽车消费恢复，投资重心从基建、地产切换至制造业投资，出口增速在外部产业链复苏下预计略承压。21 年上半年经济在修复总基调和低基数下高增长，下半年增速放缓，经济增长中枢总体较疫情前略有回落，逐步回归到 5-6%左右的增速区间，**预计全年实现 8-10%的增长。**

二是财政、货币政策灵活、缓慢、有序回归常态。一方面，**财政收支压力和政府部门杠杆率的约束增大**，随着经济逐步回归内生增长轨道，财政、货币政策的边际效用递减，逐步向产业政策过渡，政策转向基于供给侧的结构改革和市场要素改革。另一当面，**财政、货币政策的退出将是灵活、缓慢、有序的。**从内部经济看，制造业和可选、服务消费能否提升还存在一定变数，就业和收入还有较大修复空间。从外部环境看，外需和外部产业链的恢复还需一段时间，同时，外部宽松的财政、货币政策可能给我国带来通胀、汇率、进出口等方面的压力，需要政策灵活应对。

风险提示

政策推进不及预期，外围环境超预期恶化

目 录

一、否极泰来：21 年经济由高至平回归内生增长，财政与货币政策灵活、缓慢、有序回归常态 4
（一）内外需提振，经济回归内生增长轨道 4
1、消费：消费以修复为主线，可选、服务、汽车是主驱动力 5
2、投资：经济回归内生驱动，投资重心从地产、基建切换至制造业 6
3、进出口：出口增速预计略降，汇率仍相对强劲 10
（二）财政、货币政策灵活、缓慢、有序回归常态 10
二、乘风破浪：政策面三重共振，有望推动市场上行 12
（一）国内：“十四五”规划指明社会经济发展方向，关注相关产业投资机会 12
1、整体规划：加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局 12
2、经济发展：更加注重经济发展质量，推进结构均衡 13
3、产业政策：关注新能源、大消费、硬科技和高端装备制造 14
（二）国外：美国大选尘埃落定，风险偏好短期上行 14
1、内政政策：加税调节贫富差距，提高最低工资水平 15
2、外交政策：多边主义，理性开放 15
3、市场影响：短期风险偏好提升，关注长期波动 16
（三）资本市场：政策宽松创新周期，市场改革持续推进 17

图表目录

图表 1： 2020 总需求断崖式下跌后逐步反弹，但与 GDP 增速差距仍大于疫前 4
图表 2： 社会消费品零售总额当月同比 9 月才开始转正、10 月环比快速反弹 5
图表 3： 限额以上零售总额：前期拖累的汽车消费有望在新能源汽车产业政策下走强，可选消费待提振 6
图表 4： 人均可支配收入累计同比增速有待提升 6
图表 5： 人均消费支出和人均可支配收入的偏离一定程度上受到贫富差距扩大、居民杠杆率持续上升的影响 6
图表 6： 固定资产投资累计同比：地产投资持续回升，基建投资仍低于预期 7
图表 7： 地产销售、新开工将继续支撑地产投资，但“345 融资新规“、限价调控限制了地产投资的增长空间 . 7
图表 8： 今年拿地火热将滞后体现在明年的地产投资的土地购置 7
图表 9： 开发贷款余额同比增长回落滞后限制 21 年地产投资的增长空间 8
图表 10： 专项债券超额发行但基建低预期，预计后续逐步落地 8
图表 11： 中长期企业贷款占比提升，企业投资信心提振 9
图表 12： 盈利修复叠加补库存趋势，将极大提升制造业投资需求和信心 9
图表 13： 出口超预期增长 10
图表 14： 20 年贸易差额表现亮眼 10
图表 15： 政府部门杠杆率逐步上升 11
图表 16： 政策利率回归常态 11
图表 17： “十四五”时期经济社会发展六大目标 13
图表 18： 近五届五中全会 GDP 增速目标和实际情况 13
图表 19： 拜登主要大选主张 15
图表 20： 最近十次美国大选后纳斯达克指数涨跌幅（%） 17

图表 21： 社会融资中股票与债券融资占比（%） 17
图表 22： 证券行业政策处于第三轮宽松周期..... 18
图表 23： 2020 年以来证券行业主要政策与事件..... 18
图表 24： 2020 年 A 股 IPO 融资金额创下近十年新高（截止 11 月末） 19

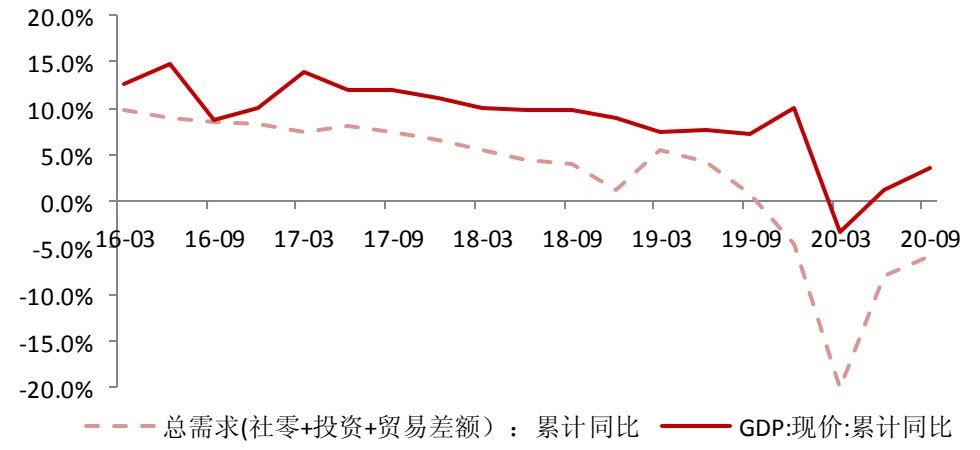
一、否极泰来：21 年经济由高至平回归内生增长，财政与货币政策灵活、缓慢、有序回归常态

2021 年经济把握两条主线：一是内外需提振，经济增长逐渐回归内生增长轨道，20 年低迷需求的修复有望成为 21 年增速的支撑，可选、服务类、汽车消费恢复，投资重心从基建、地产切换至制造业投资，出口增速在外部产业链复苏下略承压。21 年上半年经济在修复总基调和低基数下高增长，下半年增速放缓，经济增长中枢总体较疫情前略有回落，逐步回归到 5-6%左右的增速区间，预计全年实现 8-10%的增长。**二是财政、货币政策灵活、缓慢、有序回归常态。**一方面，财政收支压力和政府部门杠杆率的约束增大，随着经济逐步回归内生增长轨道，财政、货币政策的边际效用递减，逐步向产业政策过渡，政策转向基于供给侧的结构改革和市场要素改革。另一当面，财政、货币政策的退出将是灵活、缓慢、有序的。从内部经济看，制造业和可选、服务消费能否提升还存在一定变数，就业和收入还有较大修复空间。从外部环境看，外需和外部产业链的恢复还需一段时间，同时，外部宽松的财政、货币政策可能给我国带来通胀、汇率、进出口等方面的压力，需要政策灵活应对。

（一）内外需提振，经济回归内生增长轨道

2020 年新冠疫情在全球蔓延，经济短期休克停摆、居民收入大幅削减叠加出行限制等因素对内需和外需造成了极大的冲击。从数据上来看，2016 年以来总需求（社零+投资+贸易差额）的累计同比增长慢于 GDP 现价累计同比，金融危机后续影响和经济增速中枢下落、居民储蓄理念和保守消费意识根深固蒂、人口红利弱化后部分产业链外迁和出口支撑力度下降等因素，使得总需求增长相对疲弱，而新冠疫情的冲击加剧了这一趋势。2020 年一季度总需求出现了断崖式下跌，而后逐步反弹，但是与 GDP 增速的差距仍大于疫前的差距。**短期内，疫后需求与 GDP 同步反弹，是确定性趋势，但随着刺激政策效用退消后，总需求回到内生增长轨道，内外需求的原有困境叠加疫情对于全球总需求可能存在的永久性冲击，总需求增速放缓，且存在增速中枢下移的可能。具体则分别对应 2021 上半年在修复总基调和低基数下的高增长，和下半年的增速放缓，逐步回归到 5-6%左右的增速区间，预计全年实现 8-10%的增长。**

图表1：2020 总需求断崖式下跌后逐步反弹，但与 GDP 增速差距仍大于疫前



资料来源：wind、粤开证券研究院

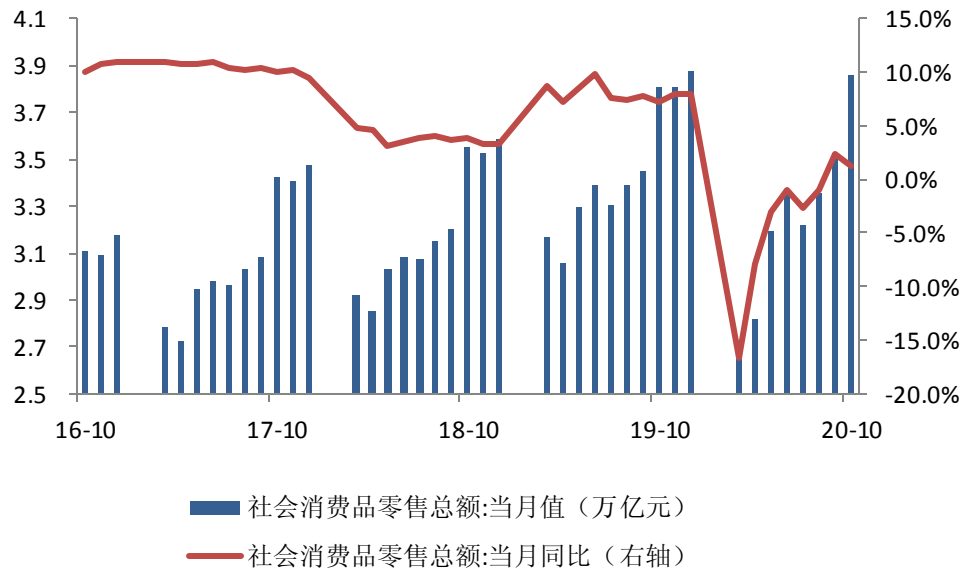
1、消费：消费以修复为主线，可选、服务、汽车是主驱动力

疫情复工后，消费恢复速度明显慢于生产修复，社会消费品零售总额当月同比到 9 月才开始转正，居民消费信心指数 9 月才回归到 120 以上，一定程度上符合居民疫情后持币防御心理提升、滞后消费的预期。一方面，我们可以看到 10 月社零环比出现较大反弹、10 月服务业生产指数首次超过规模以上工业增加值增速 0.5 个百分点，实物、服务消费开始出现较强的复苏势头，另一方面，收入回升并转化消费、社零、服务消费的反弹仍有较大的修复空间，为明年的经济增速回归提供了一定支撑。

从可支配收入看，三季度可支配收入累计同比增长接近 4%，远低于 2019 年 9%的增速水平，明年预计在基数效应下，陆续回到 7-8%的增速区间，但环比增长逐步放缓，**收入叠加消费信心提升有望进一步支撑明年的消费增长。从消费结构上看，近几年，占据限额以上消费大头的汽车消费由于补贴退坡等因素增长放缓，但今年以来新能源汽车政策频频利好，汽车消费有望继续成为消费增长的引擎。**11 月《新能源汽车发展规划》、《节能与新能源汽车技术路线图(2.0 版)》落地，明确提出“我国 2025/2030/2035 年三个时间点的年产销分别为 3200 万辆、3800 万辆、4000 万辆”以及“2035 年实现节能汽车与新能源汽车各占一半”的目标，由此测算，2020-2025 年，我国新能源汽车销量年均增速接近 40%。

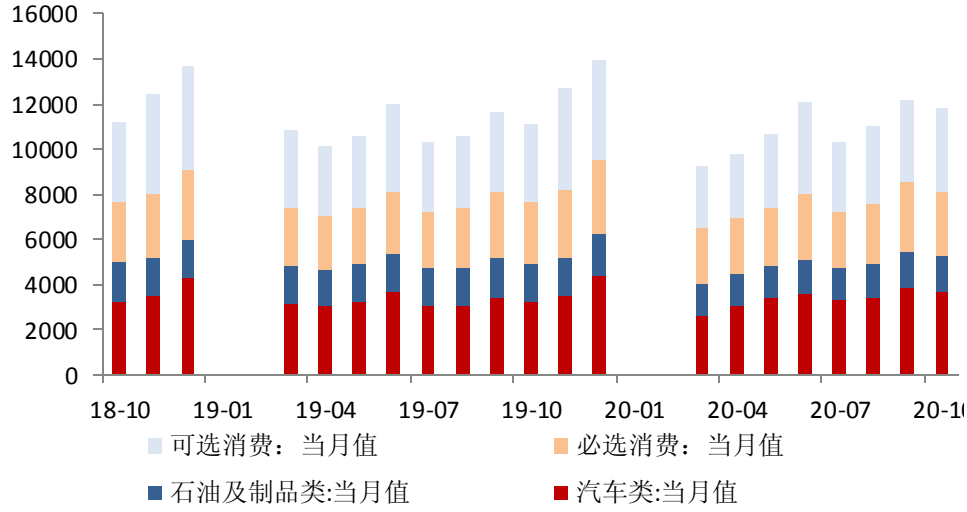
当然，我们也要看到消费增长的限制，一是经济中枢下行限制收入增速，二是居民部门的杠杠率已经从 14 年的 36%快速增长到 19 年的 56%,三是贫富差距进一步拉大，基尼系数 15-18 年有所回升。鉴于目前消费仍是相对疲弱，2021 年消费增长仍是以修复为主线，双循环下农村城市居民消费能力提升、新能源汽车、可选消费、服务消费提振是主要驱动力。

图表2：社会消费品零售总额当月同比 9 月才开始转正、10 月环比快速反弹



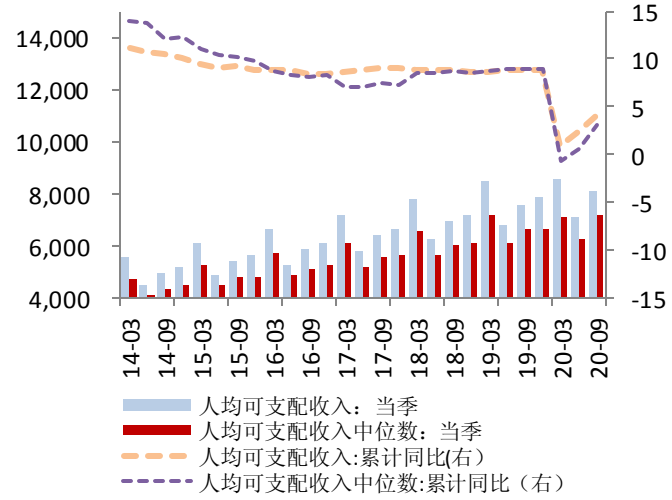
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表3：限额以上零售总额 :前期拖累的汽车消费有望在新能源汽车产业政策下走强，可选消费待提振



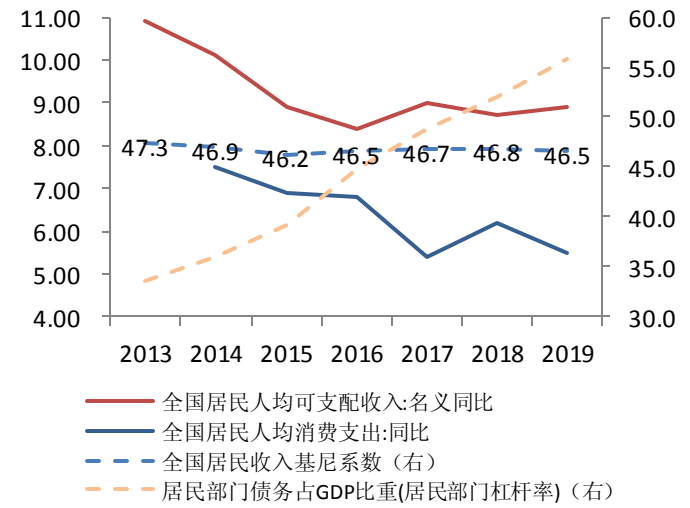
资料来源：wind、粤开证券研究院。必选消费（粮油食品、饮料烟酒、日用品、中西药）、可选消费（服装鞋帽、书报杂志、化妆品、家用电器、通讯器材、文化办公、金银珠宝、建筑装潢、家具、体育娱乐用品等）

图表4：人均可支配收入累计同比增速有待提升



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表5：人均消费支出和人均可支配收入的偏离一定程度上受到贫富差距扩大、居民杠杆率持续上升的影响



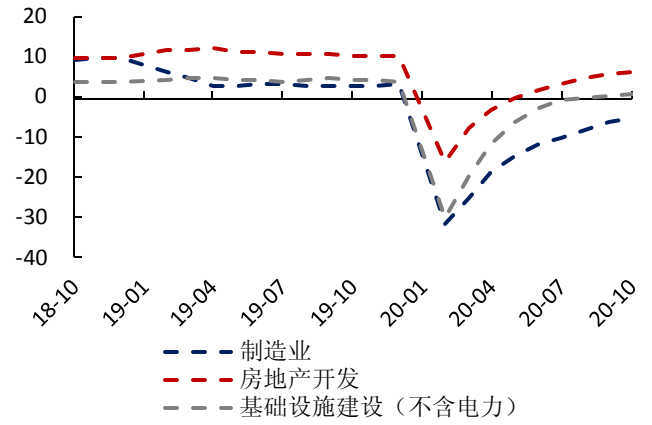
资料来源：wind、粤开证券研究院

2、投资：经济回归内生驱动，投资重心从地产、基建切换至制造业

今年地产投资增速在固定资产投资中表现亮眼，1-10 月累计同比增速 6.3%，二季度相对宽松的货币信用环境、LPR 下调带来房贷利率短期下行给予房企相对友好的内外

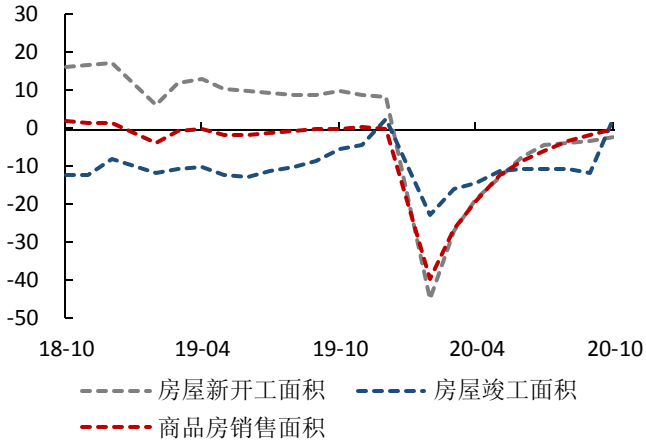
融资环境，下半年随着货币政策回归常态化、“345 融资新规”的出台、地区限价调控等，房企加快地产销售、新开工促进资金回流，一定程度上给予地产投资支撑，但增速斜率放缓。**2021 年预计地产投资总体增速整体回落至 5-7%区间，一方面，从地产投资结构上看，今年拿地火热将滞后体现在明年的地产投资的土地购置费中，另一方面，从资金层面看，货币政策回归常态化、“345 融资新规”的出台、地区限价调控延续，20 年 3 季度的地产开发贷款余额同比增长 8.2%，低于去年和前年同期的 11.7%、24.5%，外部融资的收紧也将滞后限制 21 年地产投资的增长空间。**

图表6：固定资产投资累计同比：地产投资持续回升，基建投资仍低于预期



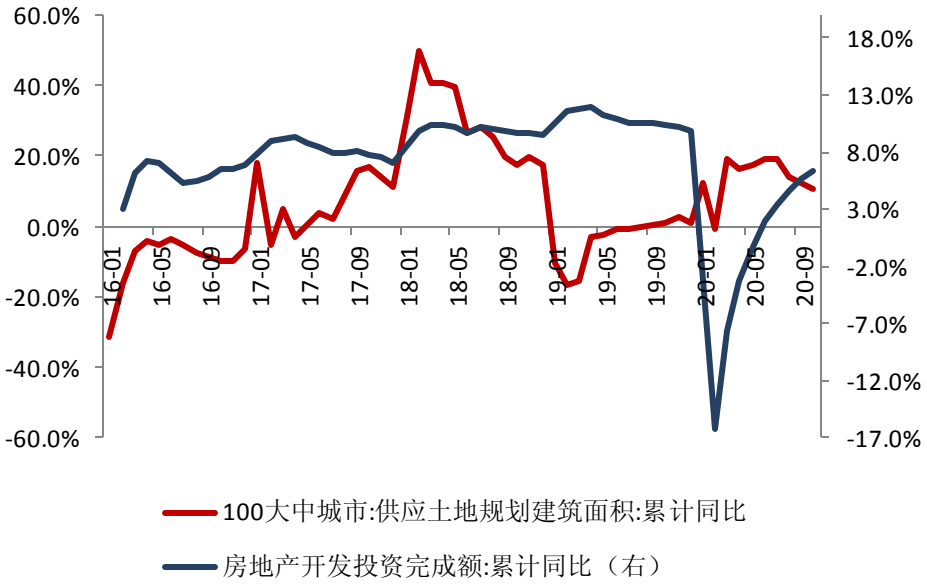
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表7：地产销售、新开工将继续支撑地产投资，但“345 融资新规“、限价调控限制了地产投资的增长空间



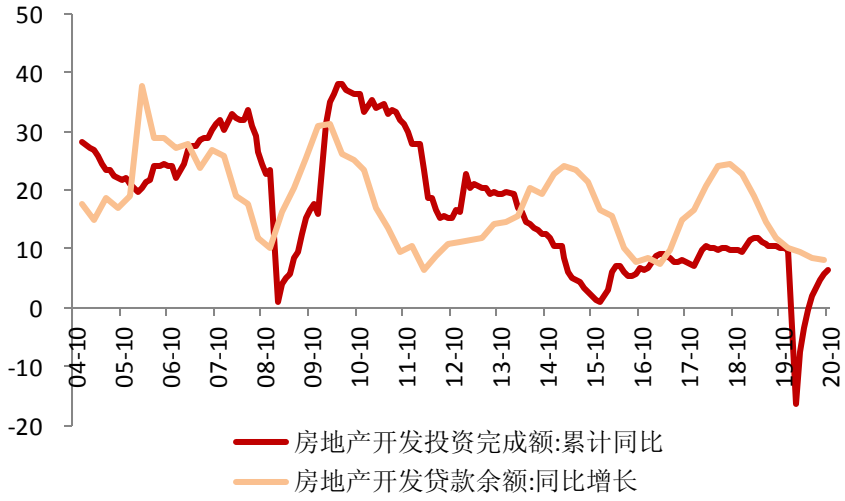
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表8：今年拿地火热将滞后体现在明年的地产投资的土地购置



资料来源：wind、粤开证券研究院

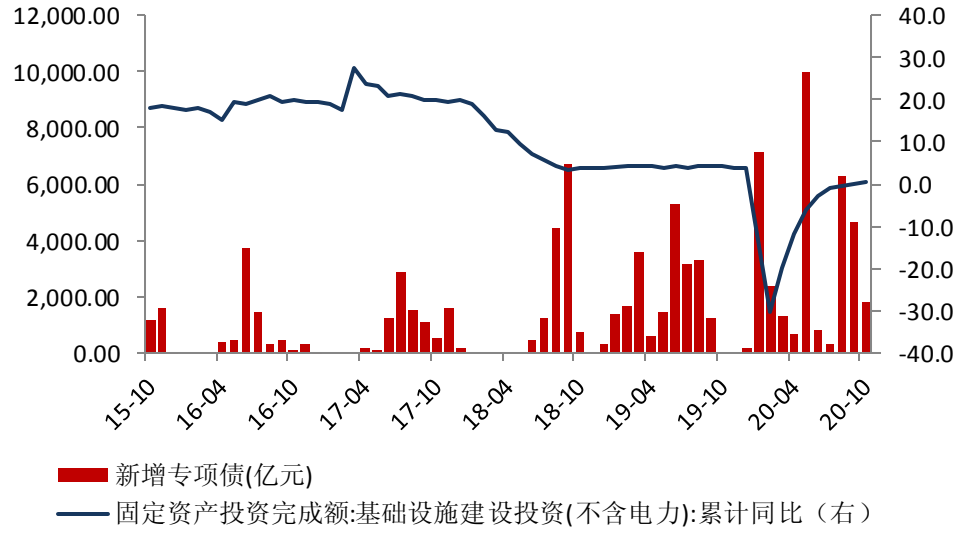
图表9：开发贷款余额同比增长回落滞后限制 21 年地产投资的增长空间



资料来源：wind、粤开证券研究院

今年在专项债券超额发行的情况下，基建投资增速整体仍低于预期，与经济复苏过程中优质项目仍较紧缺、财政压力下政府支出慎重、货币政策正常化、专项债资金投向向部分非基建领域倾斜有关。**基建投资具有政策扶持、逆周期调节等特性，展望 2021，一方面，今年专项债券有望在明年陆续落地，同时十四五规划开局之年对于新基建、重大项目的支持将对明年基建投资形成一定支撑，而另一方面，随着经济从外生刺激转回内生增长，财政政策大方向上的陆续退出、财政压力和政府债务的限制，政策对基建的投入力度减弱，预计基建保持在 1-2%的增速。**

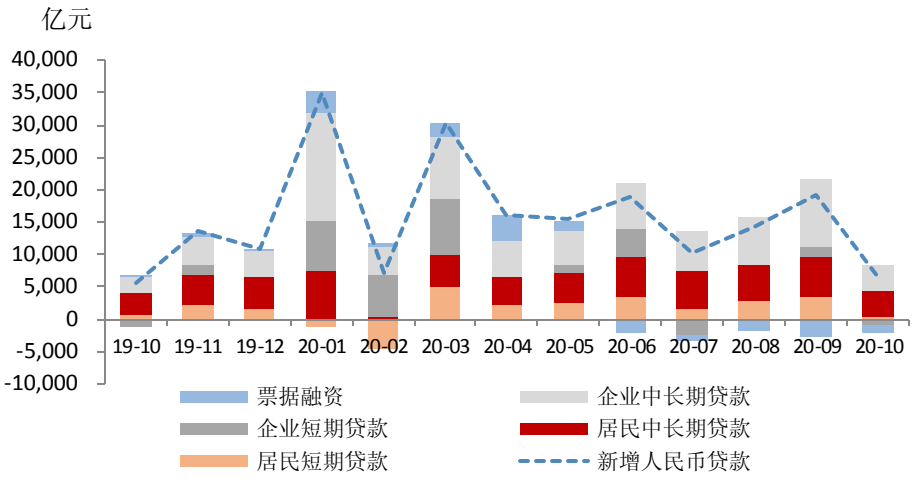
图表10：专项债券超额发行但基建低预期，预计后续逐步落地



资料来源：wind、粤开证券研究院

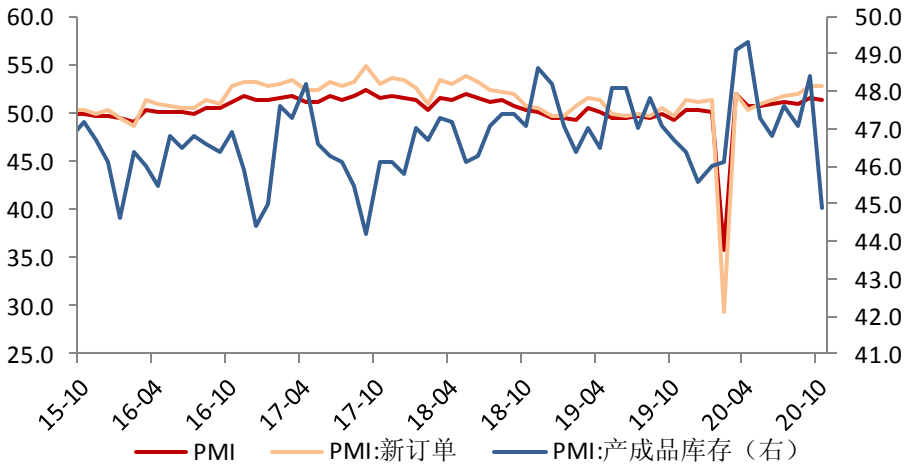
今年固定资产投资主要有地产、基建支撑，制造业投资是拖累项，10 月制造业投资累计增速仍未转正，2021 年预计随着地产调控继续收紧、财政政策陆续退出、经济重回内生驱动轨道、十四五规划政策红利落地，制造业的巨大修复空间将是固定资产投资增速的主力驱动，预计明年制造业投资保持 10%以上的增速，上半年由于低基数会出现双位数增长。第一，从企业投资信心来看，M1 增速持续提升，及企业中长期贷款占比提升，均表示企业投资信心在逐步增强。**第二，从企业盈利来看，**工业品价格 PPI 目前仍处在通缩状态，但下降幅度逐步收窄，且制造业 PMI 保持在荣枯线上，库存在疫情冲击下从被动去库存转到主动补库存，**预计 21 年需求端持续提振下，制造业盈利修复叠加补库存趋势将极大提升制造业投资需求和信心。第三，从融资环境来看，**货币政策回归常态化、未来信用风险集中滞后爆发的可能一定程度上会收紧民营企业的融资环境，但央行定向降准等结构性货币政策、产业政策将会持续支持民营企业融资。

图表11：中长期企业贷款占比提升，企业投资信心提振



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表12：盈利修复叠加补库存趋势，将极大提升制造业投资需求和信心



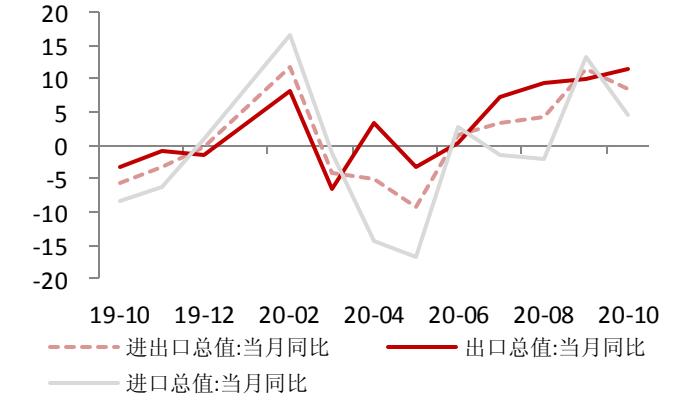
资料来源：wind、粤开证券研究院

3、进出口：出口增速预计略降，汇率仍相对强劲

今年疫后出口自 4 月开始有较大的反弹，大大超过市场预期，总体保持强劲，进口月开始反弹修复。防疫物资是出口强劲的主要贡献，但贡献力度已经在逐步下降，一方面由于国外疫情防控和复工逐步有序进行，另一方面外需修复，出口结构逐步均衡。**2021 年随着国外产业链陆续复苏，出口整体增速预计有所回落， RECP 对于与东盟、日本等国家贸易的促进、中国可能加入 CPTPP 对亚太乃至跨太平洋的经济合作的进一步深化、拜登刺激法案和缓和中美关系对于中美贸易关系的修复等多重因素利好未来进出口，进出口总额和结构逐步优化。内外需改善下，进口修复速度可能快于出口，贸易差额 21 年预计增速回落。**

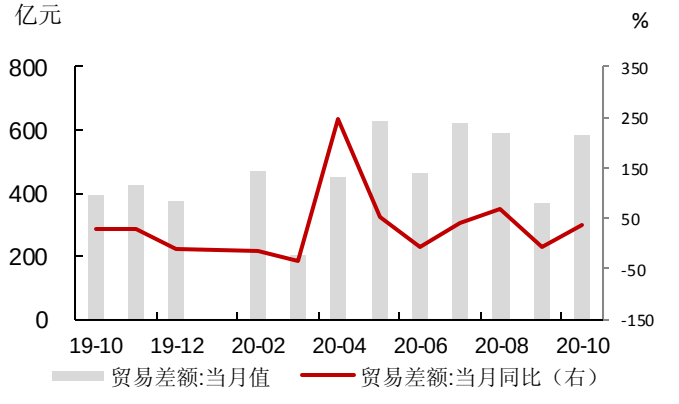
预计在中国率先修复、RECP 及 CPTPP 对于中外贸易的多重利好、拜登当选对于中美关系的修复及其刺激法案的施行、中美利差高位等因素下，**21 年人民币汇率仍较强劲，但增长空间受到进口增速修复、出口增速略微承压、海外经济修复下中国相对优势弱化等因素的限制。**随着央行通过外汇风险准备金率下调至 0%、淡出逆周期因子等措施维持汇率弹性，叠加复杂的国际政治经济形势，**汇率波动有所放大。**根据《2020 年三季度货币政策执行报告》，央行强调了汇率形成机制的市场化、加强对于市场预期的引导，预计未来汇率弹性和波动变大的同时，将会继续加强外汇市场自律机制和金融机构“风险中性”，减少企业杠杆炒汇、投机套利带来的信用风险，**汇率逐步走向市场化和规范化的统一。**

图表13：出口超预期增长



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表14：20 年贸易差额表现亮眼



资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）财政、货币政策灵活、缓慢、有序回归常态

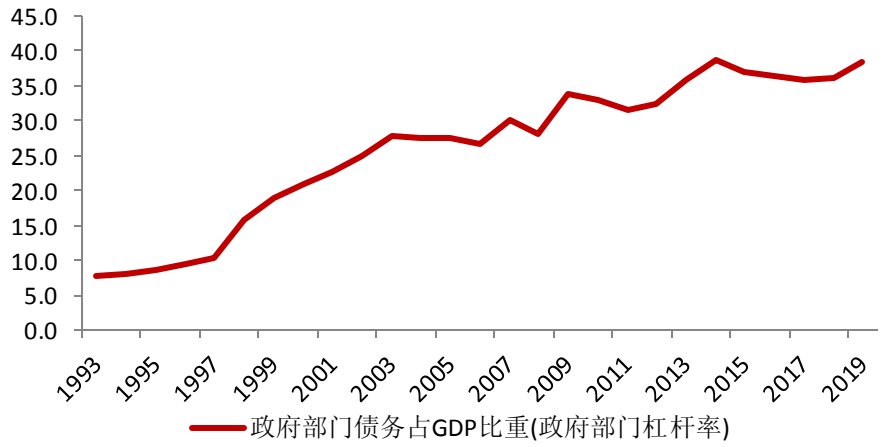
为了应对疫情冲击，今年政府部门先以宽松的货币政策和财政政策并举，在经济开始修复后，逐渐以积极有为的财政政策为主、稳健的货币政策为辅。**我们预计 21 年，货币政策继续保持常态化，财政政策陆续收紧，逐步回归常态化。首先，财政政策的发力受到财政收支压力和政府部门杠杆率的约束，**今年减税降费和疫情冲击对财政收入的削减、财政赤字率提升和财政支出的大幅增加，使得财政压力和政府部门债务增大，压缩未来财政政策施展空间。**其次，随着经济逐步回归内生增长轨道，一方面，财政、货币**

政策的边际效用递减，另一方面，财政、货币政策逐步向产业政策过渡，基于供给侧的结构改革和市场要素改革更为当务之急。

但是，财政、货币政策的退出将是灵活、缓慢、有序的。从内部经济看，经济仍以地产、基建为发力点，明年制造业和可选、服务消费能否提升还存在一定变数，国内的地产和其他企业信用风险、通胀压力仍存，就业和收入还有较大修复空间。**从外部环境看，防控疫情仍在攻坚之时，**外需和外部产业链的恢复还需一段时间，外部宽松的财政、货币政策可能给我国带来通胀、汇率、进出口等方面的压力，需要政策灵活应对。

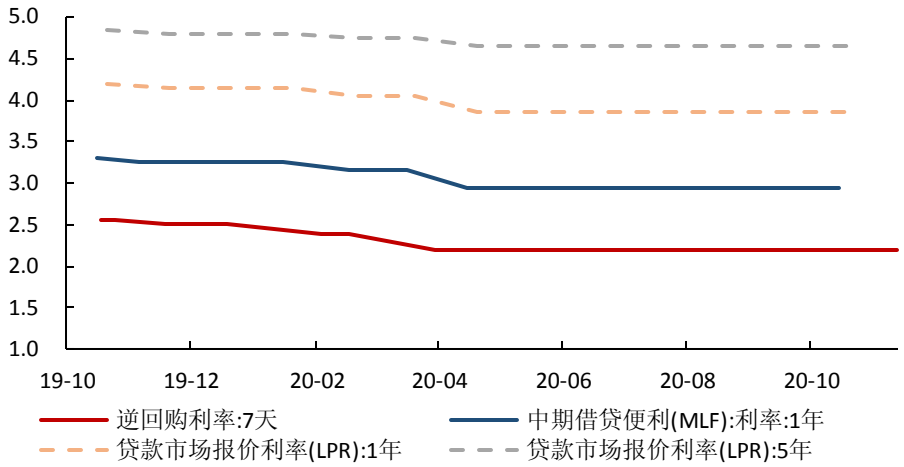
另外，根据央行货币政策司司长孙国峰提出的结构性流动性短缺的货币政策操作框架，"在维持适当的法定存款准备金率水平下，通过每日的公开市场逆回购操作提供短期流动性并持续培育短期政策利率，通过每月定时的 MLF 操作提供中期流动性并持续培育中期政策利率"，**在银行超储率较低且货币乘数较高的情况下，针对货币政策回归常态化过程中的超预期收紧，央行主要通过公开市场操作调节短期流动性。**

图表15：政府部门杠杆率逐步上升



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表16：政策利率回归常态



资料来源：wind、粤开证券研究院

二、乘风破浪：政策面三重共振，有望推动市场上行

2021 年 A 股政策面预期向好，国内、国外和资本市场政策三重共振，有望推动市场上行。

国内政策方面，“十四五”规划将指明下个五年社会经济发展方向，创新支撑高质量发展，构建“双循环”新发展格局，同时各行业规划将在明年陆续出台，相关产业链有望迎来快速发展机会，科技领域中长期发展规划预计率先落地，优先关注硬科技、新能源、大消费和高端装备制造相关板块投资机会。

国外政策方面，美国大选尘埃落定，拜登将实施更加理性开放的外交态度，市场风险偏好短期上行，但也要注意拜登主张的对大企业加税政策，可能造成市场大幅波动影响。

资本市场政策方面，A 股改革持续推进，目前行业仍处监管宽松创新周期，直接融资比例提升利好资本市场，全面实施注册制和退市制度完善将显著提升上市公司质量，多层次资本市场建设也在逐步完善，有望提升市场热度，推动市场上行。

（一）国内：“十四五”规划指明社会经济发展方向，关注相关产业投资机会

十九届五中全会于 2020 年 10 月 26 日至 29 日在北京召开，审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，会后发布了《十九届五中全会公报》。11 月 3 日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》发布。

全会深入分析了我国发展环境面临的深刻复杂变化，认为当前和今后一个时期，**我国发展仍然处于重要战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化。**当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革深入发展，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加。

我国已转向高质量发展阶段，制度优势显著，治理效能提升，经济长期向好，物质基础雄厚，人力资源丰富，市场空间广阔，发展韧性强劲，社会大局稳定，继续发展具有多方面优势和条件，同时我国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。

下面我们从整体规划、经济发展和产业政策三个维度解析“十四五”规划对市场影响。

1、整体规划：加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局

“十四五”规划的总纲要是以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，加快建设现代化经济体系，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，实现经济行稳致远、社会安定和谐，为全面建设社会主义现代化国家开好局、起好步。

十九届五中全会提出了“十四五”时期经济社会发展六大目标，对经济发展、改革开放、社会文明、生态文明、民生福祉和国家治理提出新要求：经济发展取得新成效；改革开放迈出新步伐；社会文明程度得到新提高；生态文明建设实现新进步；民生福祉达到新

水平；国家治理效能得到新提升。

对于二〇三五年远景规划，提出经济总量、经济体系、治理体系等九个方面目标：经济实力、科技实力、综合国力将大幅跃升；基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化；基本实现国家治理体系和治理能力现代化；建成文化强国、教育强国、人才强国、体育强国、健康中国；广泛形成绿色生产生活方式；形成对外开放新格局；人均国内生产总值达到中等发达国家水平；平安中国达到更高水平；人民生活更加美好。

图表17：“十四五”时期经济社会发展六大目标

目标	主要内容
经济发展取得新成效	在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥，国内市场更加强大，经济结构更加优化，创新能力显著提升，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，农业基础更加稳固，城乡区域发展协调性明显增强，现代化经济体系建设取得重大进展
改革开放迈出新步伐	社会主义市场经济体制更加完善，高标准市场体系基本建成，市场主体更加充满活力，产权制度改革和要素市场化配置改革取得重大进展，公平竞争制度更加健全，更高水平开放型经济新体制基本形成
社会文明程度得到新提高	社会主义核心价值观深入人心，人民思想道德素质、科学文化素质和身心健康素质明显提高，公共文化服务体系和文化产业体系更加健全，人民精神文化生活日益丰富，中华文化影响力进一步提升，中华民族凝聚力进一步增强
生态文明建设实现新进步	国土空间开发保护格局得到优化，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量持续减少，生态环境持续改善，生态安全屏障更加牢固，城乡人居环境明显改善
民生福祉达到新水平	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，全民受教育程度不断提升，多层次社会保障体系更加健全，卫生健康体系更加完善，脱贫攻坚成果巩固拓展，乡村振兴战略全面推进
国家治理效能得到新提升	社会主义民主法治更加健全，社会公平正义进一步彰显，国家行政体系更加完善，政府作用更好发挥，行政效率和公信力显著提升，社会治理特别是基层治理水平明显提高，防范化解重大风险体制机制不断健全，突发公共事件应急能力显著增强，自然灾害防御水平明显提升，发展安全保障更加有力，国防和军队现代化迈出重大步伐

资料来源：《十九届五中全会公报》、粤开证券研究院

2、经济发展：更加注重经济发展质量，推进结构均衡

十九届五中全会公报对于经济发展的描述与以往有所区别，对经济增长速度有所淡化，更加注重经济发展质量。与“十二五”公报中提出的“经济平稳较快发展”和“十三五”公报中的“经济保持中高速增长”不同，本次并未对经济发展速度做出描述，而是提出“在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥”，体现了对经济高质量发展的重视，对经济发展的结构、创新、协调和体系更加关注，预计具体的经济增长目标将在明年公布的规划全文中披露。

图表18：近五届五中全会 GDP 增速目标和实际情况

会议	GDP 目标增速（年均，%）	GDP 实际增速（年均，%）
十四届五中全会	8	8.3

会议	GDP 目标增速（年均，%）	GDP 实际增速（年均，%）
十五届五中全会	7	9.5
十六届五中全会	7.5	11.2
十七届五中全会	7	7.8
十八届五中全会	6.5 以上	大约 5.9

资料来源：国家统计局、粤开证券研究院

3、产业政策：关注新能源、大消费、硬科技和高端装备制造

十九届五中全会提出“十四五”时期“文明建设实现新进步，国土空间开发保护格局得到优化，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量持续减少”，我国作为全球能源消费和碳排放的第一大国，是全球气候治理的积极参与者，也为应对气候变化也做出了重要贡献。领导人在第 75 届联合国大会讲话提出了“中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”的目标。未来五年，我国新能源产业链有望迎来快速发展机会，目前我国已经具备完善的光伏新能源产业链，市场占有率也相对较高，从而具备较高的定价话语权，未来发展前景广阔。

“十四五”时期将全面促进消费，顺应消费升级的趋势，促进消费向绿色、健康、安全发展，发展服务消费，鼓励消费新模式新业态发展；推动汽车等消费品由购买管理向使用管理转变，促进住房消费健康发展；发展无接触交易服务，促进线上线下消费融合发展，开拓城乡消费市场；落实带薪休假制度，扩大节假日消费。随着“十四五”规划的顺利推进，我国将会培育世界上规模最庞大的中等收入群体，形成巨大的国内消费市场。我国目前消费占比和发达国家尚有一定差距，预计将有更多消费刺激政策出台，通过消费增长带动投资。**全面促进消费，拓展投资空间。**会议提出要以坚持扩大内需为战略基点，加快培育完整内需体系，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求。**要畅通国内大循环，促进国内国际双循环，全面促进消费，拓展投资空间。**

“十四五”期间将加快核心创新技术的突破进度，为经济高质量发展提供新动能，要发展现代产业体系，关注数字化和新能源等战略性新兴产业。全会提出，加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级。坚持把发展经济着力点放在实体经济上，继续支持实体经济发展，致力于经济脱虚向实。要坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，推进产业基础高级化、产业链现代化，**预计将继续大力发展高端装备制造行业，同时在目前领先的 5G 和人工智能领域继续发力，加速推进数字中国建设。**要提升产业链供应链现代化水平，发展战略性新兴产业，加快发展现代服务业，统筹推进基础设施建设，加快建设交通强国，推进能源革命，**预计新基建和轨道交通等领域也将迎来发展机会。**

根据过往几届五中全会流程经验，2021 年全国两会将正式通过并公布“十四五”规划全文；**2021 年下半年，各行业领域的“十四五”具体规划将逐步落地，科技领域中长期发展规划预计率先出台，将指明各行业未来五年发展方向，相关板块有望迎来投资机会，建议关注相应的重要时间节点。**

（二）国外：美国大选尘埃落定，风险偏好短期上行

2020 年美国大选由于疫情而增加了邮寄选票，导致各州开票时间偏慢，且形势不断逆转，拜登最终胜出，预计将在 2021 年 1 月 20 号宣誓成为美国第四十六任总统。长期

以来，拜登属于民主党中的温和派，但近期其政纲中已吸纳部分进步派主张。与特朗普过于简明的执政纲领不同，拜登的施政纲领非常详尽，涵盖疫情、财税、气候、能源、人权等议题。从内容来看，虽然出身温和派，但在当前进步派和激进派支持者日益增多的背景下，拜登的施政纲领也逐步吸收了部分左倾观点。

1、内政政策：加税调节贫富差距，提高最低工资水平

稳定经济和增加就业岗位方面，拜登承诺推出以清洁能源革命和交通设施改善为核心的两万亿基建计划，并提出 4000 亿美元的政府采购以推进"买美国货"落地、实现制造业回流和就业稳定增长。

财税政策方面，与特朗普延续其"减税"政策不同，拜登计划对富人和大公司增税以支付对公共服务的投资、同时通过税收抵免减轻工薪阶层税负，体现调节贫富差距的税收政策取向，彰显了一定的左派平等价值观。

在民生方面，拜登吸收进步派观点，主张大幅提高最低工资，延长疫情失业救济金方案，支持增加低收入地区学校的教育支出。

疫情及医疗政策方面，拜登主张建立全国性的检测和追踪机制，并主张恢复奥巴马医保法案。

种族和平权议题方面，拜登强烈反对种族歧视，主张在经济领域给予少数族群平等的待遇乃至扶持以增强其经济际遇来构建平等的基础，并旗帜鲜明地要求平等对待 LGBT 群体，这是民主党一贯价值观和政策主张的延续。

移民政策方面，拜登的主张与特朗普的极端化态度截然不同，他计划撤销特朗普的移民政策，终止特朗普政府歧视性的旅行和移民禁令。

2、外交政策：多边主义，理性开放

从整体对外政策来看，拜登并不会延续特朗普的"孤立主义"单边外交政策，将保持更加理性开放的外交态度。

在对华政策上，拜登当选并不会改变美国全面遏制中国发展的基本战略意图，但是拜登政府采取的方式或有所不同，延续特朗普的关税战措施的概率较低，而会坚定地向非关税贸易措施转变，包括通过联盟对抗、增加多边谈判、重新评估中国商品进口关税、对特定公司及个人实施制裁等。拜登认为，特朗普挑起的中美关税战实际上给美国本土的商品生产者带来了很大负担，拜登政府可能会降低一些现有的关税，使中美双方的关税门槛回到合理水平，尤其是针对美国公司和家庭难以寻找替代品的中国制造中间产品。但同时，拜登还承诺采取"积极的贸易执法行动"，打击不公平的贸易行为，尤其是知识产权盗窃，这些措施可能包括对违反合同的中国企业采取法律行动，或对被指控的中国公司或个人实施制裁，禁止它们进入美国市场。

图表19：拜登主要大选主张

政策主张	政策方向	拜登
财政政策	税收	把企业收入税从 21%提高至 28%，收入超过 1 亿美元的大企业承担 15%的最低税率；个人所得税从 37%调整至 39.6%；收入超过 100 万的人提高资本利得税
	基建	提出 2 万亿美元"气候与基建计划"，侧重清洁能源产业，通过建造现代道路、桥梁、高速公路、宽带等作为经济增长的新基础，并通过基建创造 500 万个岗位。
	财政刺激	2.2 万亿美元的财政刺激计划

货币政策	货币政策	对美联储减少干预
对外政策	对华政策	联合其他国家对抗中国，视中国为战略竞争对手，增加多边谈判和与华对话，重新评估中国商品进口关税
	对外贸易	多边自由贸易，反对加征关税，联盟施压不公平倾销；重新加入世卫组织，支持太平洋伙伴协定
	对外邦交	对外结盟，保持团结。结束阿富汗和中东战争，不支持军队完全撤出伊拉克，支持也门战战争；强制制裁朝鲜
	移民政策	改革移民制度，废除特朗普移民政策，撤销庇护申请的数量限制，结束边境国家紧急状态
就业民生	就业	计划将在未来四年创造比特朗普多 700 万个就业机会，并帮助美国人每年平均增加 4800 美元的税后收入。提高最低工资。延长此前冠状病毒救助法案中的 600 美元/月的失业救济金方案
	教育	增加低收入地区学校的教育支出，削减低收入水平学生贷款还款
	医保	支持奥巴马公私合营平价医疗体系
	安保	强化个人枪支武器的把控，强烈反对种族歧视
监管政策	科技	支持更严格的反垄断监管和在线隐私规定
	金融监管	强化金融监管
疫情	疫情防控	全民戴口罩，实现全民免费病毒检测、免费疫苗，建立全国性接触史追踪计划

资料来源：https://joebiden.com/joes-vision/、粤开证券研究院

3、市场影响：短期风险偏好提升，关注长期波动

对美国国内而言，拜登的当选短期内因其较严格的防疫措施可能会对美国国内需求造成一定抑制，但疫情得到有效控制后，更大规模的经济刺激会使经济有更高的修复斜率。截至 2020 年 11 月 3 日，美国新冠疫情确诊人数累计达到 947 万，死亡人数高达 23.3 万人，美国疫情大概率在明年持续。拜登上台后，会实施更为严厉的防疫措施，尤其是更加鼓励社交隔离等政策，这些政策将在短期内将对总需求造成抑制。

但是从长期看，有利于美国经济。一是严厉的防疫措施后，美国经济将有更加充分的回到正常秩序的条件。**二是**拜登和民主党倾向于更大规模的经济刺激。**三是**拜登政府通过增税并增加工薪阶层税收抵免的政策将在一定程度上缓和美国贫富差距扩大带来的矛盾；其更为温和的移民政策以及平等取向的种族政策，也会促使美国经济社会运行恢复秩序。**四是拜登计划中的对新能源、科技更多的关注，有利于提高美国长期的科技竞争力和经济基础的牢固性，推动经济长期增长。**

从资产配置来看，拜登获选后或将推出超过两万亿美元的财政刺激方案，推动美国经济复苏，且拜登的行为更可预期，重建美国共识、国际秩序重回规则导向、降低贫富差距解决结构性问题，**短期可能会提升市场风险偏好，利好股票市场。**但拜登主张的企业加税以及提升最低工资措施将显著提高企业经营成本，尤其是加强对科技企业避税监管(曾公开指责脸书等科技企业税收问题),叠加强化金融监管以及美联储的独立性增强，流动性推升的牛市不再，**或将对美股长期走势形成不利影响，甚至造成大幅波动。**

从过去十次美国大选后美股纳斯达克指数表现来看，整体走势较强。过去十次大选日后一月平均涨幅为-0.57%，而之后一个季度、半年和一年平均涨幅均为正值，分别是 3.12%、4.68%、14.85%，当然这与过去四十年美股的长期牛市有一定关系，但也体现了**大选结束后风险偏好回升带来的股市上行趋势。**

行业影响方面，拜登曾承诺“上台后第一天就要重返《巴黎气候协定》”，同时提出支持清洁能源革命，**加大气候与基建投资，整体利好新能源行业**；另外提出加强金融监管，或对金融行业发展不利。

图表20：最近十次美国大选后纳斯达克指数涨跌幅（%）

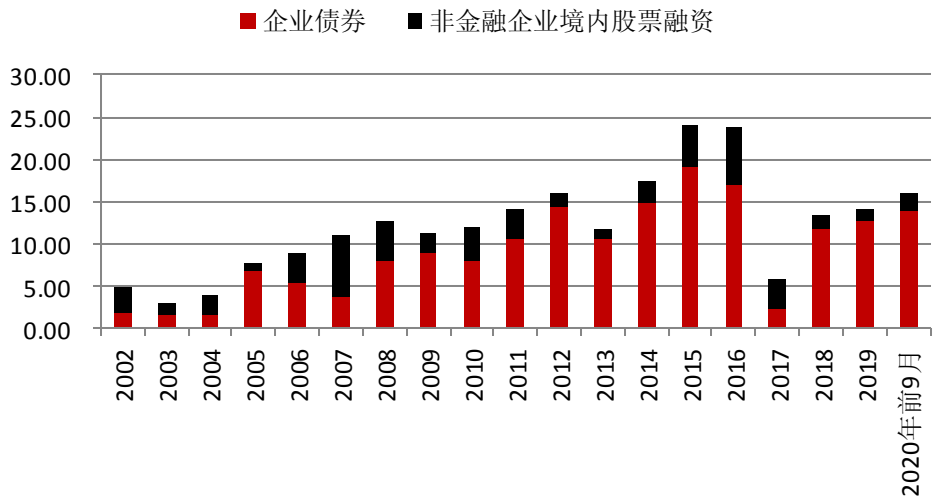
大选日	一月	一季	半年	一年
1980/11/4	6.75	-0.03	12.18	3.41
1984/11/6	-3.76	13.03	12.84	19.46
1988/11/8	-0.34	7.83	14.40	20.59
1992/11/3	8.03	15.50	8.86	27.22
1996/11/5	6.53	12.75	6.95	34.15
2000/11/7	-19.42	-22.63	-35.85	-46.21
2004/11/2	8.27	4.17	-2.94	8.31
2008/11/4	-16.26	-13.43	-0.41	19.07
2012/11/6	-0.35	4.38	12.63	31.08
2016/11/8	4.86	9.63	18.09	31.41
平均涨幅	**-0.57**	**3.12**	**4.68**	**14.85**

资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）资本市场：政策宽松创新周期，市场改革持续推进

当前，我国越来越重视资本市场建设，推出科创板、探索注册制、推动与境外资本市场互联互通等一系列改革措施，指向的都是更好地发挥资本市场为实体经济服务。监管层多次提出要提升直接融资比例，保持新股发行常态化，进一步优化并购重组、再融资、分拆上市等制度，充分激发市场活力；债券融资方面，积极推动公司信用类债券发行准入和信息披露标准统一，促进债券市场互联互通。从各种政策中，可以看出一个明显趋势，那就是越来越鼓励实体经济从债务融资转向股权融资。提高直接融资比例有助于优化金融结构，有效促进新经济行业发展。**2017 年以来，我国直接融资比例逐步提升，未来还将稳步上升，利好资本市场发展。**

图表21：社会融资中股票与债券融资占比（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

证券行业处于宽松创新监管周期。2000 年之后，证券行业经历了两轮完整的监管周期，2003-2007 年是第一个周期，主要政策为股权分置改革；2008-2014 为第二个周期，推出创新 11 条；目前行业处于第三个周期的宽松阶段，全面推行注册制，行业加速对外

开放加速，“深改 12 条”明确指出改革方向。

图表22：证券行业政策处于第三轮宽松周期



资料来源：粤开证券研究院

2020 年政策宽松预期持续，新证券法出炉提供制度基础保障，全面推行注册制增加资本市场容量，新三板深化改革完善多层次资本市场建设，全面对外开放促进行业高水平发展。

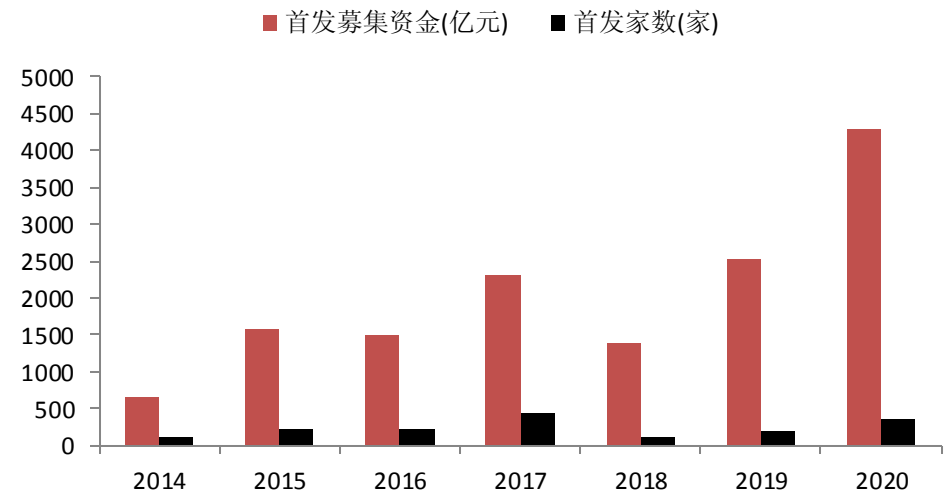
图表23：2020 年以来证券行业主要政策与事件

日期	政策/事件	主要内容
202003	新证券法自 2020 年 3 月 1 日起施行	要求分步实施股票公开发行注册制改革，落实好公司债券公开发行注册制要求，完善证券公开发行注册程序。新证券法进一步完善证券市场基础制度，有利于提高资本市场资源配置效率，为证券市场全面深化改革落实落地提供了法治保障。
202003	基金投顾业务试点	华泰证券、中信建投、国泰君安等 7 家券商成为首批获得基金投顾业务试点资格的证券公司，这是 2019 年 10 月证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》后，基金投顾业务试点资格正式落地
202005	修改证券公司分类监管规定	证监会就《关于修改<证券公司分类监管规定>的决定》公开征求意见，修改的主要内容包括进一步强化合规、审慎经营导向和进一步强化专业服务能力导向
202006	修改证券公司股权管理规定	证监会起草了《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》《关于修改<关于实施《证券公司股权管理规定》有关问题的规定>的决定》，向社会公开征求意见。《证券公司股权管理规定》及其实施规定主要修改以下内容：一是修改主要股东定义，二是适当降低证券公司主要股东资质要求，三是调整证券公司股权相关审批事项，四是进一步明确有关监管要求，五是精简申报材料。
202007	新三板精选层公开发行	颖泰生物、艾融软件于 7 月 1 日开启公开发行程序，7 月 7 日公告发行结果。7 月 2 日还有 3 家企业开启公开发行，分别是佳先股份、球冠电缆和同享科技
202008	创业板注册制首批企业上市	创业板注册制较科创板大幅降低投资门槛，一方面有望引入更多投资者参与，带来更多资金助力科技创新型企业发展，加大金融支持实体经济力度；另一方面加大交易限制放宽推广力度，提高投资者交易自主性，有望进一步完善资本市场制度建设，加速资本市场深化改革步伐

资料来源：证监会、sac、粤开证券研究院

国家目前在金融政策方面，积极推动降低各类企业的融资成本，并且能看到政策提高国内企业直接融资比例的想法。IPO 融资方面，科创板的推出，并且首先实行了注册制，接着创业板注册制也顺利落地，完成注册制发行后，只要符合条件的公司就能在创业板上市，这给了企业更好的，更便捷的融资渠道。**截止 2020 年 11 月末 A 股 IPO 融资金额超过 4200 亿元，创下近十年新高。在全面推行注册制背景下，预计 2021 年 IPO 规模还将继续上行。**

图表24：2020 年 A 股 IPO 融资金额创下近十年新高（截止 11 月末）



资料来源：wind、粤开证券研究院

除了 IPO 融资外，再融资的丰富化也给了需要钱的企业更多融资渠道。上市公司可以通过股权类融资，比如公开增发、非公开增发、配股等方式。债券类融资，比如发行公司债、资产证券化、可转债等方式进行融资。

创业板再融资新规出来以后，上市公司的再融资需求得到释放，也缓解了上市公司的现金流压力。企业利用资本市场做大做强，第一，可以通过直接融资获得较低资金成本的资金去发展新业务，从而使得新业务风险尽可能的分摊。第二，上市公司可以通过并购未上市企业去完成公司规模阶跃或新业务的拓展，资金来源也可以通过增发，从而降低了并购的风险。

从近期政策趋势热点来看，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局是“十四五”期间一项重要任务。资本市场改革持续推进，金融体系强化支持实体经济。市场端包括全面推行注册制、优化退市制度等；投资端包括全面对外开放、引入长期资金等；机构端包括支持金融行业做大做强、分类评价制度优化等。银行机构将继续加强支持实体经济，完善公司治理。

同时也要注意资本市场面临的风险。2021 年是资管新规过渡期最后一年，要注意资管产品清退或转型带来的流动性风险；随着经济复苏持续，货币政策将逐步回归常态化，流动性也有边际收紧的趋势；另外还要注意近期债券集中违约事件对市场带来的不利影响。

总体来看，“十四五”规划有望释放经济和改革方面的中长期利好，包括资本市场制度建设方面的利好，有利于资本市场的长期健康发展，A 股市场长期向好发展可期。

分析师简介

陈梦洁，2016 年加入粤开证券，现任高级策略分析师、行业比较及资产配置组负责人，证书编号：S0300520100001。

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com