粤开证券 YUEKAI SECURITIES

宏观研究

【粤开宏观深度】五中全会公报解读及 11 月经济展望

2020 年 10 月 31 日

投资要点

分析师：李兴
执业编号：S0300518100001
电话：010-66235713
邮箱：lixing@ykzq.com

近期报告

《经济强势复苏的四大动力》2020-09-15
《分级的消费》2020-09-21
《继续复苏》2020-09-30
《消费分析手册》2020-10-12
《【粤开宏观】1-9 月工业企业利润点评：生产需求逐步恢复，盈利能力明显增强》2020-10-27

五中全会公报解读：推动高质量发展，加快建设现代化经济体系

十九届五中全会于 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》。“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。**

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。**其中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。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。**

重点行业规划方面，要加快发展现代产业体系，关注数字化和新能源等战略性新兴产业。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、新能源和轨道交通等领域也将迎来发展机会。**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。

根据过往几届五中全会流程经验，大会结束后一周内将发表《中共中央关于制定“十四五”规划的建议》；大会结束数日后，将发表领导人对“十四五”规划建议的说明，重点阐述“十四五”规划的主要变化。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，**建议关注相应的重要时间节点。**

制造业总体回暖，非制造业复苏加快

10 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.4%，比上月微落 0.1 个百分点，但自 3 月份以来连续位于临界点以上，制造业总体持续回暖；非制造业商务活动指数为 56.2%，比上月上升 0.3 个百分点，连续 8 个月高于临界点，**非制造业复苏步伐有所加快**；综合 PMI 产出指数为 55.3%，比上月上升 0.2 个百分点，**我国企业生产经营活动继续加快恢复。**需求持续回暖带动价格回升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 58.8%和 53.2%，分别高于上月 0.3 和 0.7 个百分点，均为近期高点。

猪肉带动 CPI 增速回落，生活资料、油价放缓 PPI 修复

生猪价格下调，食品对 CPI 的支撑作用减弱，核心 CPI 保持平稳，部分细项有待进一步修复。9 月 CPI 同比增长 1.7%，较上月回落了 0.7 个百分点，主要是生猪存栏、猪肉进口促进生猪供给加速，猪肉 CPI 同比由 8 月的 52.6%回调至 25.5%，带动食品 CPI 同比由 8 月的 11.2 下行至 7.9%，食品价格对整体 CPI 的支撑作用削弱。9 月不含食品和能源的核心 CPI 同比继续保持在 0.5%，与前两个月持平，整体物价水平保持平稳，部分细项有待进一步修复。生活资料、油价等放慢了 PPI 降幅修复进程。

需求端迸发活力，三驾马车逐步修复

人均可支配收入逐步回升，失业率环比改善，推动社会消费品零售额持续回暖。社会消费品零售额当月同比继 8 月首次转正后，9 月实现当月同比 3.3%，较前值增加了 2.8 个百分点，1-9 月社零累计同比增长 7.2%，较 1-8 月提升了 1.4 个百分点。**9 月受消费能力回升、开学物资、双节前购物需求等因素影响，饮料及烟酒、化妆品及金银珠宝、文化办公用品、汽车、日用品保持双位数高速增长。**

固定资产投资累计同比 9 月首次转正，其中，第一产业高速增长，第二、第三产业逐步恢复。9 月固定资产投资累计同比增速达 0.8%，实现年内首次转正，较 8 月累计同比增加了 1.1 个百分点。第一产业固资投资同比增速高达 14.50%，延续 8 月的双位数增长趋势，实现连续第四个月正增长。

货币信贷稳中向好，货币政策回归常态化

M2、M1 保持高速增长，剪刀差略微走阔，社融延续乐观。9 月 M2 同比增长 10.9%，较 8 月同比上涨 0.5 个百分点；M1 同比增长 8.1%，较 8 月同比上涨 0.1 个百分点。**从新增人民币存款结构看**，存款结构从财政存款向居民存款和企业存款倾斜，支撑 M2 保持较高增速。**从社融当月值结构看**，新增人民币贷款、政府债券支撑社融持续高位。**在新增人民币贷款细分中**，随着经济逐渐恢复，中长期贷款和公司贷款环比大幅增加，企业信心边际改善，信贷结构韧性增强。

总结展望

十九届五中全会为新时期经济社会发展指明了新方向，将开启社会主义现代化国家建设的新征程。体现了对经济高质量发展的重视，对经济发展的结构、创新、协调更加关注。

展望未来，需求端，消费预计强势修复，投资与进出口在一定区间内持续修复向好。消费方面，随着就业情况逐步改善、居民可支配收入回升，居民消费能力进一步增强，“双十一”刺激、地产手机年底加大促销有望带动四季度消费加速恢复。**地产投资方面**，在年末商品房促销的情况下，商品房销售市场的火热有望促进新开工恢复增速和房地产开发投资需求增加，但“345 融资新规“对房企融资的要求限制了地产投资的增长空间。**基建投资方面**，预计未来专项债的资金落地，基建投资将在一定区间内继续增长，但政府加强基建刺激经济的动力减弱。**制造业投资方面，**随着国内经济复苏，制造业投资预计延续环比改善趋势。**进出口方面，**预计未来在国内经济复苏确定性高于国外、央行维护汇率稳定的觉心，出口仍可保持较好增长，但是随着疫情下国外部

分具有比较优势的产业链恢复常态，央行下调远期售汇业务的外汇风险准备金率和淡出逆周期因子、政治风险对汇率可能带来的短期波动，出口保持高速增长的可能性有所回落。**货币政策回归常态化，货币信贷稳健增长。**货币信贷在经济修复下信贷结构持续改善，10 月专项债券发行完毕后，对社融形成一定冲击，但随着企业信心不断增强、政府对实体经济的扶持，信贷方面有望继续支撑社融。

风险提示：政策推进不及预期风险，经济大幅波动风险

目 录

一、十九届五中全会公报点评：推动高质量发展，加快建设现代化经济体系 6
二、前三季度经济增速由负转正，消费持续回暖 10
三、制造业总体回暖，非制造业复苏加快 12
四、猪肉带动 CPI 增速回落，生活资料、油价放缓 PPI 修复 13
（一）猪肉价格带动 CPI 同比增速回落，核心 CPI 保持平稳 13
（二）生活资料、油价等因素放缓 PPI 降幅修复 13
五、需求端迸发活力，三驾马车逐步修复 14
（一）就业、收入夯实消费能力，消费持续回暖 14
（二）固定资产投资首次转正，农业、地产投资突出 16
（三）进口出口双景气，贸易差额有所回落 18
六、货币信贷稳中向好，货币政策回归常态化 20
（一）M2、社融双向好，信贷规模、结构双改善 20
（二）LPR 利率 5 个月不变，货币政策回归常态化 21
七、总结展望 22

图表目录

图表 1： “十四五”公报与“十三五”公报主要对比 6
图表 2： “十四五”时期经济社会发展六大目标 8
图表 3： 近五届五中全会 GDP 增速目标和实际情况 8
图表 4： 近几届五中全会召开情况 9
图表 5： 国内生产总值（季度同比，%） 10
图表 6： 消费持续回暖，网上消费亮眼（%） 11
图表 7： 综合 PMI 产出指数（%） 12
图表 8： CPI 当月同比：食品、消费品、服务项目 13
图表 9： CPI 当月同比：不同细项 13
图表 10： PPI 当月同比：生活资料、生产资料 14
图表 11： 生活资料 PPI 当月同比：不同细项 14
图表 12： 生产资料 PPI 当月同比：不同细项 14
图表 13： PPI 当月同比：不同部门 14
图表 14： 城镇调查失业率 15
图表 15： 城镇居民人均可支配收入累计同比 15
图表 16： 社会消费品零售总额当月同比 15
图表 17： 不同商品零售总额 8、9 月同比 16
图表 18： 固定资产投资完成额累计同比：三大产业 16
图表 19： 固定资产投资完成额累计同比：三大投向 16
图表 20： 房地产开发投资累计同比：住宅、土地购置费 17
图表 21： 新开工面积、商品房销售面积累计同比 17

图表 22： 财政收入、财政支出与财政缺口 17
图表 23： 不同行业制造业固定资产投资累计同比 18
图表 24： 进口、出口金额当月同比 19
图表 25： 主要进口商品金额及环比 19
图表 26： 贸易差额及当月同比 19
图表 27： 主要出口商品金额及环比 19
图表 28： M2、M1 同比及剪刀差 20
图表 29： 社会融资规模当月值 20
图表 30： 新增人民币存款结构变动 20
图表 31： 社会融资规模当月值结构变动 20
图表 32： 新增人民币贷款：中长期及短期 21
图表 33： 新增人民币贷款：企业及居民 21
图表 34： 逆回购、MLF、LPR 利率 22

一、十九届五中全会公报解读：推动高质量发展，加快建设现代化经济体系

十九届五中全会于 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》。

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。

“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。

从发展规划来看，“十四五”规划与“十三五”规划有相同的地方，发展理念都是“创新、协调、绿色、开放、共享”，但具体规划有不同之处，如创新发展更加强调自主自立，提出“把科技自立自强作为国家发展的战略支撑”；协调发展提出“推动区域协调发展，推进以人为核心的新型城镇化”；绿色发展提出“促进经济社会发展全面绿色转型，建设人与自然和谐共生的现代化”等，对发展规划要求更加具体，更加符合新时代发展要求。

图表1：“十四五”公报与“十三五”公报主要对比

科目	十三五	十四五
发展环境	我国发展仍处于可以大有作为的重要战略机遇期，也面临诸多矛盾叠加、风险隐患增多的严峻挑战。我们要准确把握战略机遇期内涵的深刻变化，更加有效地应对各种风险和挑战，继续集中力量把自己的事情办好，不断开拓发展新境界	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，国际力量对比深刻调整**，和平与发展仍然是时代主题，人类命运共同体理念深入人心，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加
基本原则	坚持人民主体地位，坚持科学发展，坚持深化改革，坚持依法治国，坚持统筹国内国际两个大局，坚持党的领导	坚持党的全面领导，坚持和完善党领导经济社会发展的体制机制，坚持和完善中国特色社会主义制度，不断提高贯彻新发展理念、构建新发展格局能力和水平，为实现高质量发展提供根本保证。坚持以人民为中心，坚持新发展理念，坚持深化改革开放，坚持系统观念

科目	十三五	十四五
发展目标	经济保持中高速增长，在提高发展平衡性、包容性、可持续性的基础上，到二〇二〇年国内生产总值和城乡居民人均收入比二〇一〇年翻一番，产业迈向中高端水平，消费对经济增长贡献明显加大，户籍人口城镇化率加快提高。农业现代化取得明显进展，人民生活水平和质量普遍提高，我国现行标准下农村贫困人口实现脱贫，贫困县全部摘帽，解决区域性整体贫困。国民素质和社会文明程度显著提高。生态环境质量总体改善。各方面制度更加成熟更加定型，国家治理体系和治理能力现代化取得重大进展。	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；改革开放迈出新步伐，社会主义市场经济体制更加完善；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；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；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
发展理念	创新、协调、绿色、开放、共享	创新、协调、绿色、开放、共享
创新发展	把创新摆在国家发展全局的核心位置，不断推进理论创新、制度创新、科技创新、文化创新等各方面创新，让创新贯穿党和国家一切工作，让创新在全社会蔚然成风。必须把发展基点放在创新上，形成促进创新的体制架构，塑造更多依靠创新驱动、更多发挥先发优势的引领型发展	坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，**把科技自立自强作为国家发展的战略支撑**，面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康，深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，完善国家创新体系，加快建设科技强国。要强化国家战略科技力量，提升企业技术创新能力，激发人才创新活力，完善科技创新体制机制
协调发展	牢牢把握中国特色社会主义事业总体布局，正确处理发展中的重大关系，重点促进城乡区域协调发展，促进经济社会协调发展，促进新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展，在增强国家硬实力的同时注重提升国家软实力，不断增强发展整体性	全面实施乡村振兴战略，强化以工补农、以城带乡，推动形成工农互促、城乡互补、协调发展、共同繁荣的新型工农城乡关系，优化国土空间布局，推进区域协调发展和新型城镇化。坚持实施区域重大战略、区域协调发展战略、主体功能区战略，健全区域协调发展体制机制，完善新型城镇化战略，构建高质量发展的国土空间布局和支撑体系。要构建国土空间开发保护新格局，**推动区域协调发展，推进以人为核心的新型城镇化**
绿色发展	坚持节约资源和保护环境的基本国策，坚持可持续发展，坚定走生产发展、生活富裕、生态良好的文明发展道路，加快建设资源节约型、环境友好型社会，形成人与自然和谐发展现代化建设新格局，推进美丽中国建设，为全球生态安全作出新贡献	推动绿色发展，促进人与自然和谐共生。坚持绿水青山就是金山银山理念，坚持尊重自然、顺应自然、保护自然，坚持节约优先、保护优先、自然恢复为主，守住自然生态安全边界。深入实施可持续发展战略，完善生态文明领域统筹协调机制，构建生态文明体系，**促进经济社会发展全面绿色转型，建设人与自然和谐共生的现代化**。要加快推动绿色低碳发展，持续改善环境质量，提升生态系统质量和稳定性，全面提高资源利用效率
开放发展	顺应我国经济深度融入世界经济的趋势，奉行互利共赢的开放战略，发展更高层次的开放型经济，积极参与全球经济治理和公共产品供给，提高我国在全球经济治理中的制度性话语权，构建广泛的利益共同体	实行高水平对外开放，开拓合作共赢新局面。**坚持实施更大范围、更宽领域、更深层次对外开放**，依托我国大市场优势，促进国际合作，实现互利共赢。要建设更高水平开放型经济新体制，全面提高对外开放水平，推动贸易和投资自由化便利化，推进贸易创新发展，**推动共建“一带一路”高质量发展，积极参与全球经济治理体系改革**
共享发展	坚持发展为了人民、发展依靠人民、发展成果由人民共享，作出更有效的制度安排，使全体人民在共建共享发展中有更多获得感，增强发展动力，增进人民团结，朝着共同富裕方向稳步前进	改善人民生活品质，提高社会建设水平。坚持把实现好、维护好、发展好最广大人民根本利益作为发展的出发点和落脚点，尽力而为、量力而行，健全基本公共服务体系，**完善共建共治共享的社会治理制度，扎实推动共同富裕**，不断增强人民群众

科目	十三五	十四五
		获得感、幸福感、安全感，促进人的全面发展和社会全面进步

资料来源：新华社、粤开证券研究院

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。

图表2：“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

其中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。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3：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
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

对于二〇三五年远景规划，公报提出经济总量、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；平安中国建设达到更高水平；人民生活更加美好。

重点行业规划方面，要加快发展现代产业体系，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。公报指出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、新能源和轨道交通等领域也将迎来发展机会。**

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”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。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。

根据过往几届五中全会流程经验，十九届五中全会闭幕当天公布大会公报，简述对于“十四五”规划的建议；大会结束后一周内将发表《中共中央关于制定“十四五”规划的建议》；大会结束数日后，将发表领导人对“十四五”规划建议的说明，重点阐述“十四五”规划的主要变化。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，建议关注相应的重要时间节点。

图表4：近几届五中全会召开情况

会议	会议召开时间地点	主要内容
十五届五中全会	2000 年 10 月 9 日至 11 日在北京举行	审议并通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十个五年计划的建议》。强调我国将进入全面建设小康社会，加快推进现代化的新的发展阶段。今后五到十年，是我国经济和社会发展的重要时期，是进行经济结构战略性调整的重要时期，也是完善社会主义市场经济体制和扩大对外开放的重要时期。

会议	会议召开时间地点	主要内容
十六届五中全会	2005 年 10 月 8 日至 11 日在北京举行	审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》。强调要坚定不移地以科学发展观统领经济社会发展全局，坚持以人为本，转变发展观念、创新发展模式、提高发展质量，把经济社会发展切实转入全面协调可持续发展的轨道。“十一五”时期，必须保持经济平稳较快发展，必须加快转变经济增长方式，必须提高自主创新能力，必须促进城乡区域协调发展，必须加强和谐社会建设，必须不断深化改革开放。
十七届五中全会	2010 年 10 月 15 日至 18 日在北京举行	审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》。“十二五”规划的主基调是“加快经济发展方式转变”，从经济社会发展的主要矛盾和问题入手，在健全市场配置资源机制、加快调整国民收入分配格局、破除城乡二元体制、创新公共服务体制等方面，提出重大改革任务。全会提出，要坚持扩大内需战略、保持经济平稳较快发展，加强和改善宏观调控，建立扩大消费需求的长效机制，调整优化投资结构，加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长新局面。
十八届五中全会	2015 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十三个五年规划的建议》，对“十三五”规划的建议中提出了全面建成小康社会新的目标要求、“全面二孩”、新能源汽车推广计划等政策。全会提出了全面建成小康社会新的目标要求：经济保持中高速增长，在提高发展平衡性、包容性、可持续性的基础上，到二○二○年国内生产总值和城乡居民人均收入比二○一○年翻一番，产业迈向中高端水平，消费对经济增长贡献明显加大，户籍人口城镇化率加快提高。
十九届五中全会	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》，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。

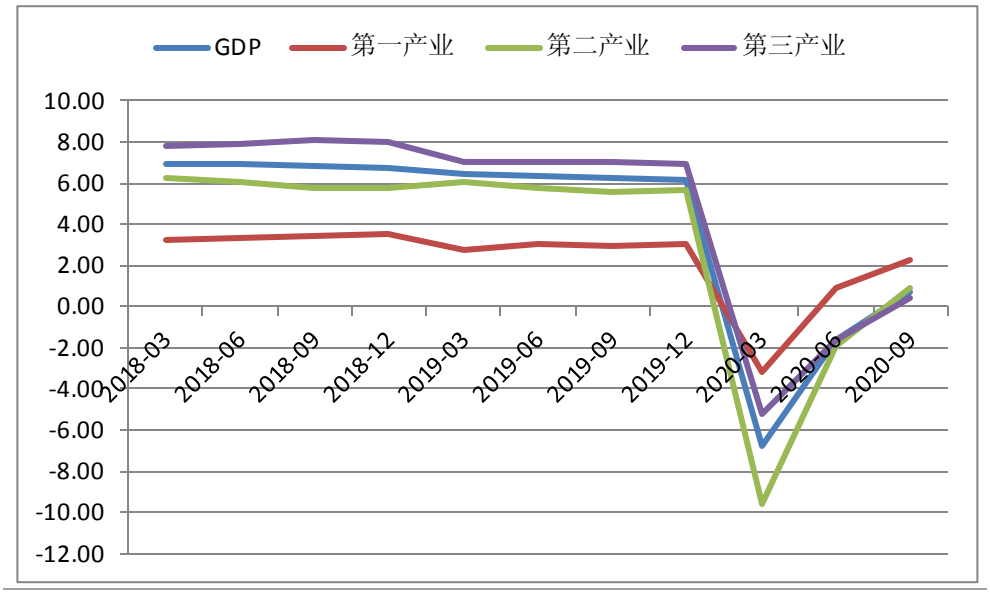
资料来源：公开资料整理、粤开证券研究院

二、前三季度经济增速由负转正，消费持续回暖

前三季度经济增速由负转正，供需关系逐步改善，市场活力动力增强，就业民生较好保障，国民经济延续稳定恢复态势。

前三季度国内生产总值 722786 亿元，按可比价格计算，同比增长 0.7%。分季度看，一季度同比下降 6.8%，二季度增长 3.2%，三季度增长 4.9%。**分产业看，农业生产形势较好，工业生产加快，服务业稳步复苏。**第一产业增加值 48123 亿元，同比增长 2.3%；第二产业增加值 274267 亿元，增长 0.9%；第三产业增加值 400397 亿元，增长 0.4%。从环比看，三季度国内生产总值增长 2.7%。

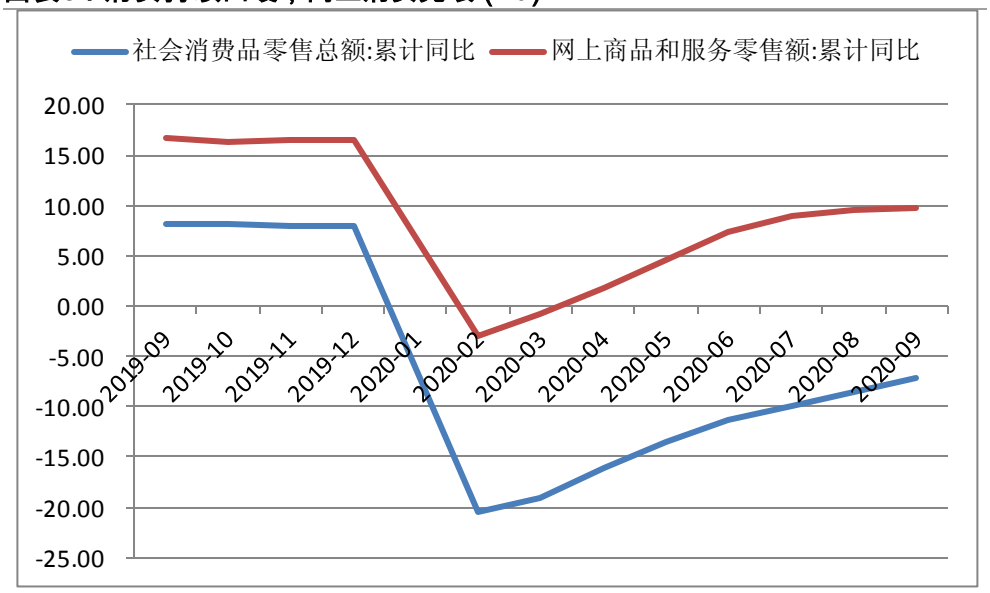
图表5：国内生产总值（季度同比，%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

消费持续回暖，网上消费亮眼。前三季度，社会消费品零售总额 273324 亿元，同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点；**其中三季度增长 0.9%，季度增速年内首次转正。**9 月份，社会消费品零售总额 35295 亿元，同比增长 3.3%，增速比 8 月份加快 2.8 个百分点，连续 2 个月增长。消费升级类商品销售较快增长，通讯器材类、体育娱乐用品类、化妆品类商品零售额分别增长 7.2%、6.8%、4.5%。**前三季度全国网上零售额 80065 亿元，同比增长 9.7%，增速比上半年加快 2.4 个百分点。**其中，实物商品网上零售额 66477 亿元，增长 15.3%，占社会消费品零售总额的比重为 24.3%。**网上消费受卫生事件影响较小，尤其在年初线下消费不便时期，部分线下消费需求转移到网上消费，四季度将迎来双十一和年底消费高峰期，网上消费还将继续增长，有望带动整体消费数据加速恢复。**

图表6：消费持续回暖，网上消费亮眼（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

三、制造业总体回暖，非制造业复苏加快

10 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.4%，比上月微落 0.1 个百分点，但自 3 月份以来连续位于临界点以上，**制造业总体持续回暖**；非制造业商务活动指数为 56.2%，比上月上升 0.3 个百分点，连续 8 个月高于临界点，**非制造业复苏步伐有所加快**；综合 PMI 产出指数为 55.3%，比上月上升 0.2 个百分点，表明我国企业生产经营活动继续加快恢复。

需求持续回暖带动价格回升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 58.8%和 53.2%，分别高于上月 0.3 和 0.7 个百分点，均为近期高点。

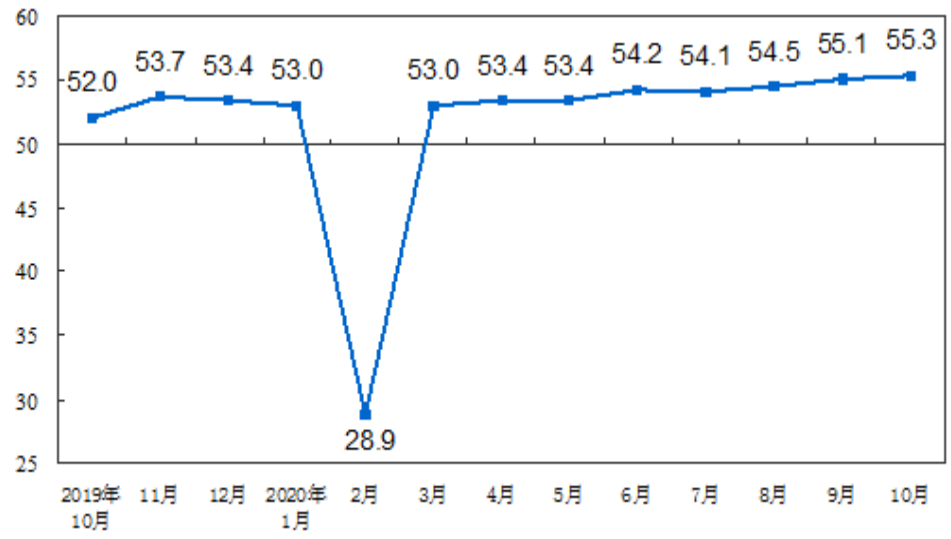
分企业规模看，大型企业保持增长，小型企业下降较快。大型企业 PMI 为 52.6%，略高于上月 0.1 个百分点；中型企业 PMI 为 50.6%，比上月微落 0.1 个百分点；小型企业 PMI 为 49.4%，比上月下降 0.7 个百分点，连续两个月处于 50 这一荣枯线之下。

分行业看，建筑业商务活动指数为 59.8%，低于上月 0.4 个百分点。服务业商务活动指数为 55.5%，比上月上升 0.3 个百分点。从行业情况看，铁路运输业、航空运输业、住宿业、电信广播电视卫星传输服务、文化体育娱乐业等行业商务活动指数位于 60.0%以上，资本市场服务等行业商务活动指数位于临界点以下。

值得注意的是，小型企业 PMI 连续两个月处于 50 这一荣枯线之下。小型企业 PMI 受关注，原因是它反映了中国广大小型企业的生存情况，涉及到就业等基本民生。保市场主体尤其是中小企业，是今年宏观调控的重点工作之一。前期各类纾困政策逐步见效，以及终端需求好转，都带动小型企业生产经营状况好转。大型、中型和小型三种规模的企业中，小型企业 PMI 的波动是最大的，这可能和官方 PMI 调查样本企业以大中型的央企、国企为主，小型企业样本占比少有关。因此，后续需要关注小型企业 PMI 好转的持续性，因为小型企业的生产经营状况是影响政策变化的重要因素之一。

总的来看，今年年内终端需求有望持续向好，经济复苏的趋势还将延续。

图表7：综合 PMI 产出指数（%）



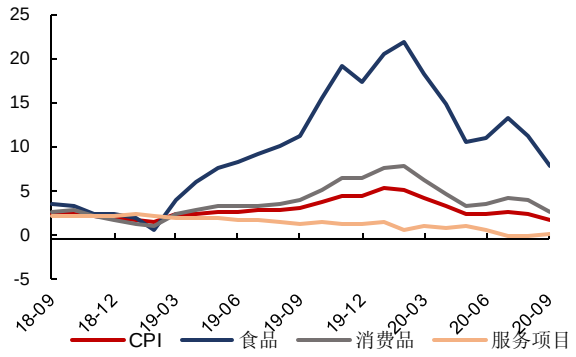
资料来源:国家统计局、粤开证券研究院

四、猪肉带动 CPI 增速回落，生活资料、油价放缓 PPI 修复

（一）猪肉价格带动 CPI 同比增速回落，核心 CPI 保持平稳

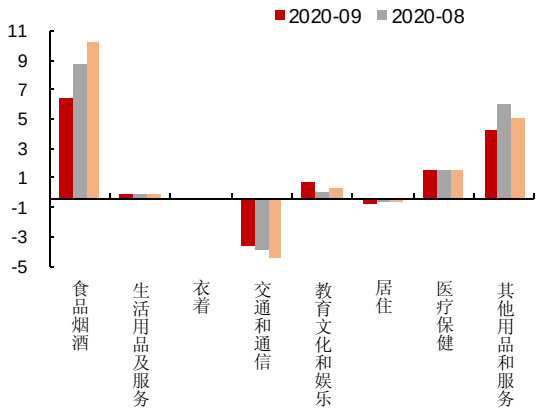
生猪价格下调，食品对 CPI 的支撑作用减弱，核心 CPI 保持平稳，部分细项有待进一步修复。9 月 CPI 同比增长 1.7%，较上月回落了 0.7 个百分点，主要是在生猪存栏、猪肉进口促进生猪供给加速的情况下，猪肉 CPI 同比由 8 月的 52.6%回调至 25.5%，带动食品 CPI 同比由 8 月的 11.2 下行至 7.9%，食品价格对整体 CPI 的支撑作用削弱。分项目来看，食品价格增速虽有放缓，但仍是 CPI 的主要拉升动力，消费品 CPI 同比增长 2.6% ,较上月回落 1.3 个百分点 ,服务项目同比增速 0.2% ,较 8 上月提升 0.3 个百分点。具体细项中，生活用品、衣着、交通和通信、居住等仍处在通缩状态，教育文娱受开学季和服务业的逐渐修复影响，9 月 CPI 同比分别为 0.7%、1.5%，较上月提升 0.7 个百分点和持平，9 月不含食品和能源的核心 CPI 同比继续保持在 0.5%，与前两个月持平，整体物价水平保持平稳，部分细项仍处于低迷，有待进一步修复。

图表8：CPI 当月同比：食品、消费品、服务项目



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表9：CPI 当月同比：不同细项

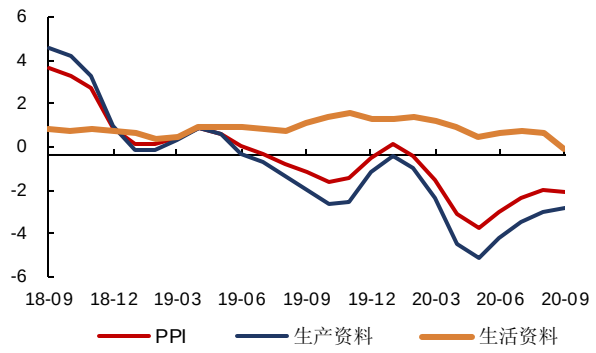


资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）生活资料、油价等因素放缓 PPI 降幅修复

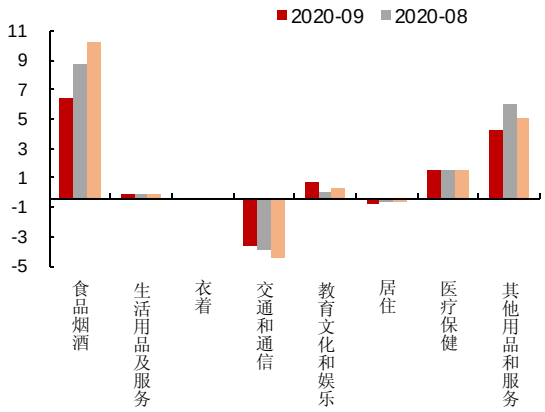
生活资料、油价等放慢了 PPI 降幅修复进程。9 月 PPI 同比下降 2.1%，较上月回落 0.1 个百分点，降幅略微走阔，生活资料、生产资料 PPI 同比分别为-0.1%、-2.8%，较上月回落了 0.7、收窄了 0.2 个百分点，生活资料 PPI 同比今年以来首次转负，放慢了 PPI 修复速度。从生产资料细项来看，食品 PPI 同比增速回落，衣着、一般日用品、耐用消费品 PPI 的降幅走阔，生活消费品价格的低迷持续传导至生活资料价格，仍存较大通缩修复空间。从生产资料细项来看 ,采掘、原料、加工 PPI9 月同比降幅分别收窄了 1、0.2、0.1 个百分点，国内地产、基建项目开展、供暖等用煤需求推动建筑材料、机械、冶金、煤炭及炼焦等生产资料 PPI 同比边际改善，但多数仍处于通缩状态，石油价格的波动下跌使得 9 月石油 PPI 同比降幅进一步扩大至 18.9%，极大地拖累整体 PPI 指数修复。

图表10：PPI 当月同比：生活资料、生产资料



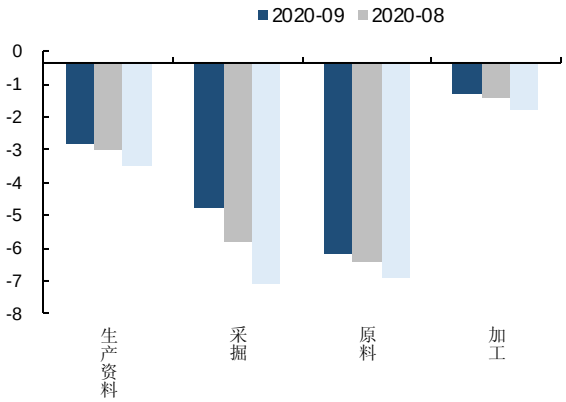
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表11：生活资料 PPI 当月同比：不同细项



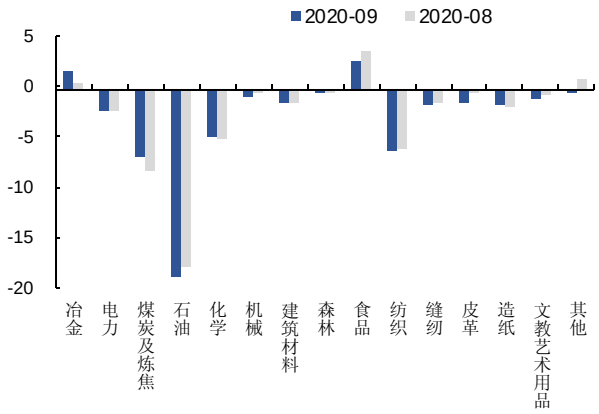
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表12：生产资料 PPI 当月同比：不同细项



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表13：PPI 当月同比：不同部门



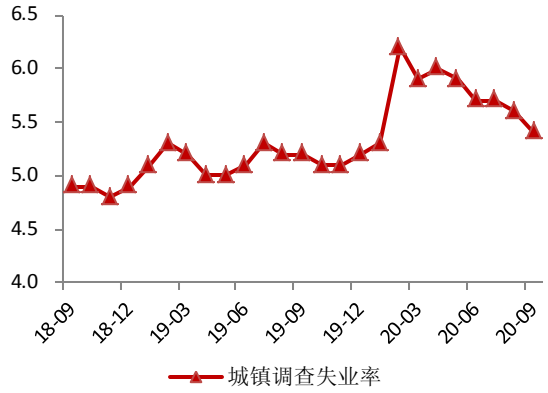
资料来源：wind、粤开证券研究院

五、需求端迸发活力，三驾马车逐步修复

（一）就业、收入夯实消费能力，消费持续回暖

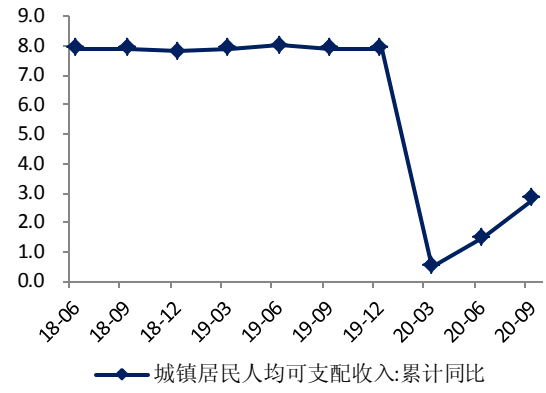
人均可支配收入逐步回升，失业率环比改善，推动社会消费品零售额持续回暖。三季度城镇居民人均可支配收入累计同比增加 2.8%，较上半年增加了 1.3 个百分点，9 月城镇居民失业率 5.4%，环比下降了 0.2 个百分点，延续四月以来就业改善趋势。社会消费品零售额当月同比继 8 月首次转正后，9 月实现当月同比 3.3%，较前值增加了 2.8 个百分点，1-9 月社零累计同比增长 7.2%，较 1-8 月提升了 1.4 个百分点，城镇、乡村社零同比均保持快速回升态势。

图表14：城镇调查失业率



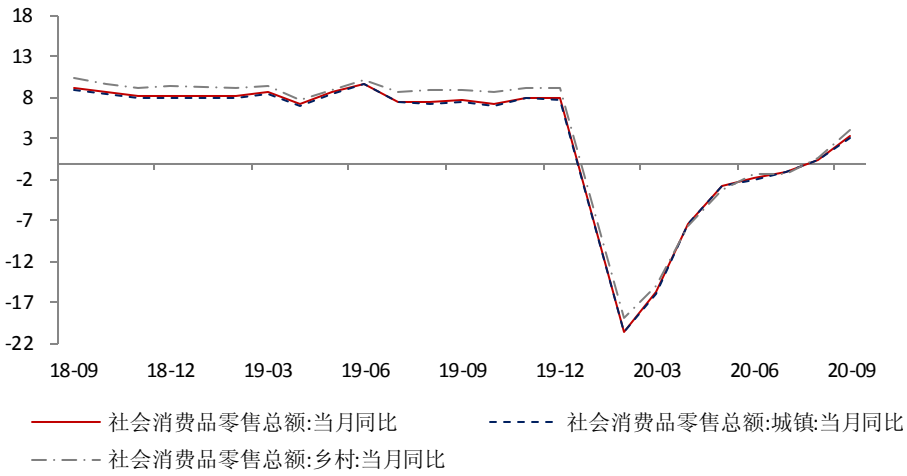
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表15：城镇居民人均可支配收入累计同比



资料来源：wind、粤开证券研究院

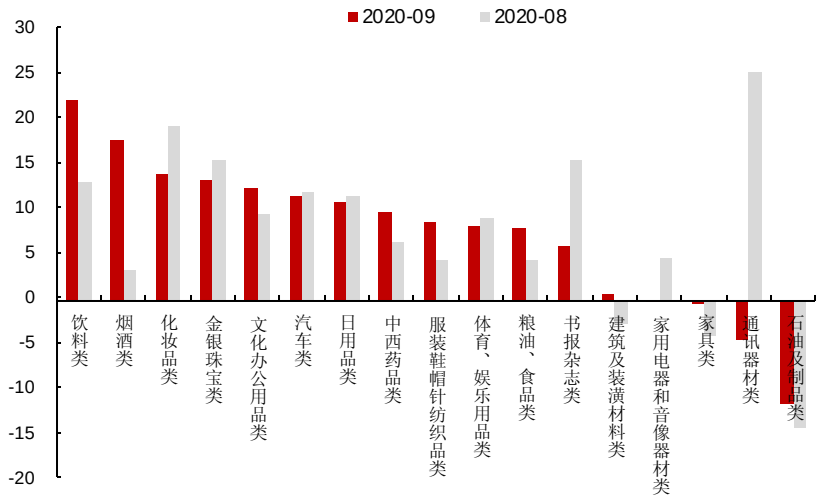
图表16：社会消费品零售总额当月同比



资料来源：wind、粤开证券研究院

9 月受消费能力回升、开学物资、双节前购物需求等因素影响，饮料及烟酒、化妆品及金银珠宝、文化办公用品、汽车、日用品保持双位数高速增长。国庆中秋双节驱动下，饮料、烟酒零售额 9 月同比增长 22.0%、17.6%，分别较 8 月同比提升了 9.1、13.5 个百分点，烟酒在所有品类同比增加幅度最高，9 月餐饮收入同比降幅进一步收窄至 2.9%，较 8 月同比提升 4.1 个百分点。开学季促进文化办公用品消费 9 月同比增长 12.2%，较 8 月同比增加 2.8 个百分点。汽车类零售额增长动能持续强劲，除汽车外消费品零售额同比在 9 月首次转正，其他可选消费，如化妆品、金银珠宝分别保持 13.7%、13.1%的高位增长，居民消费能力逐渐恢复。受疫情影响下苹果、华为等部分品牌手机发布延迟等因素的影响，9 月通讯器材类消费同比下滑 4.6%，较 8 月 25.1%的同比增速有较大回落。受地产调控、地产销售放缓影响，家用电器、家具、建筑装潢等消费虽有回升，但增速较低。**随着就业情况逐步改善、居民可支配收入回升，居民消费能力进一步增强，"双十一"刺激、地产手机年底加大促销有望带动四季度消费加速恢复。**

图表17：不同商品零售总额 8、9 月同比



资料来源：wind、粤开证券研究院

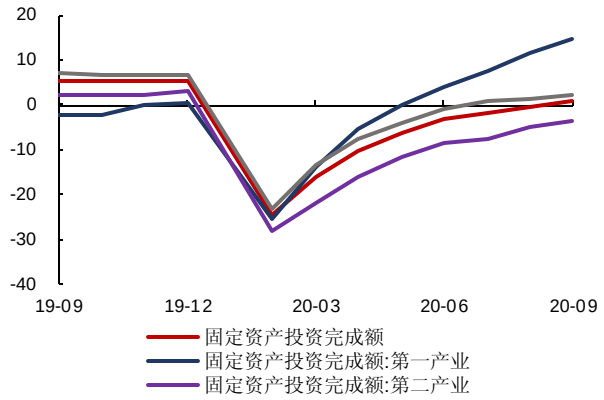
（二）固定资产投资首次转正，农业、地产投资突出

固定资产投资累计同比 9 月首次转正，其中，第一产业高速增长，第二、第三产业逐步恢复。9 月固定资产投资累计同比增速达 0.8%，实现年内首次转正，较 8 月累计同比增加了 1.1 个百分点。随着疫情和洪灾下全国各地统筹抓好农业农村各项工作、发改委农经司《关于增加“三农”重点领域专项债券投入的通知》的落实，用于农业农村的专项债券不断发行，9 月第一产业固资投资同比增速高达 14.50%，延续 8 月的双位数增长趋势，实现连续第四个月正增长。疫情复工后，居民消费能力回升和出行恢复，线下服务业、餐饮住宿、文化娱乐等行业陆续复苏，促进 9 月第三产业固资投资累计同比增长 2.3%，较 8 月累计同比增加了 0.9 个百分点。第二产业固定资产投资累计同比降幅收窄了 1.4 个百分点，但仍需一段时间回正。

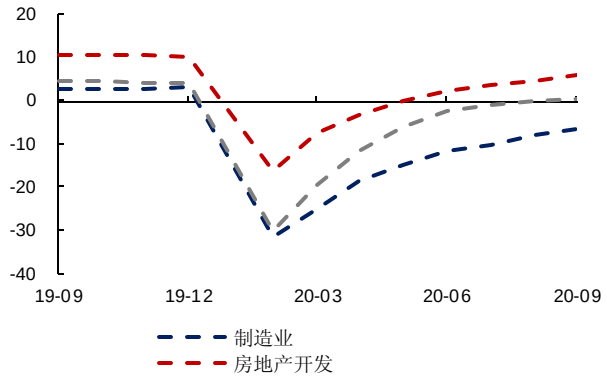
房地产投资延续增长态势，商品房销售持续火热有望进一步支撑新开工和房地产开发投资需求，但地产调控对融资和拿地的限制可能约束地产投资增长空间。9 月房地产开发投资累计同比增速 5.6%，较 8 月累计同比增加了 1.0 个百分点，其中，住宅开发投资、土地购置费累计同比分别增长了 6.1%、8.4%，分别较 8 月同比增加了 0.8、0.2 个百分点，对房地产开发投资快速增长形成一定支撑。9 月商品房销售面积、新开工面积累计同比降幅分别较 8 月收窄 1.5、0.2 个百分点，商品房单月销售面积在去年同期“金九银十”高基数的情况下仍能实现 7.3%的增长，环比增长了 25.1%，**在年末商品房促销的情况下，商品房销售市场的火热有望促进新开工恢复增速和房地产开发投资需求增加，但“345 融资新规”对房企融资的要求限制了地产投资的增长空间。**

图表18：固定资产投资完成额累计同比：三大产业

图表19：固定资产投资完成额累计同比：三大投向

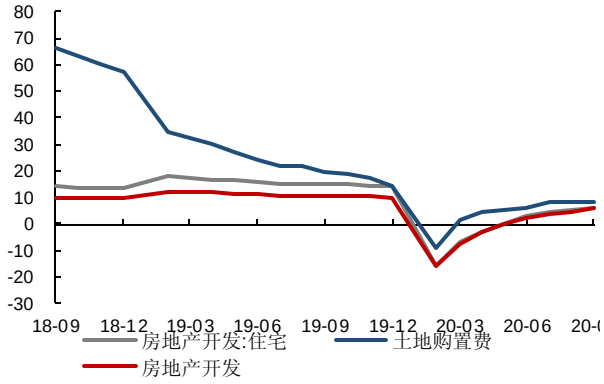


资料来源：wind、粤开证券研究院



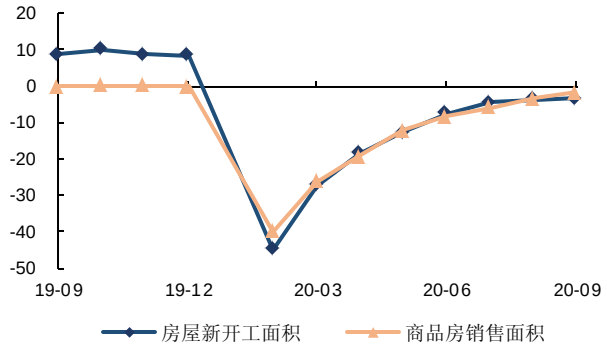
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表20：房地产开发投资累计同比：住宅、土地购置费



资料来源：wind、粤开证券研究院

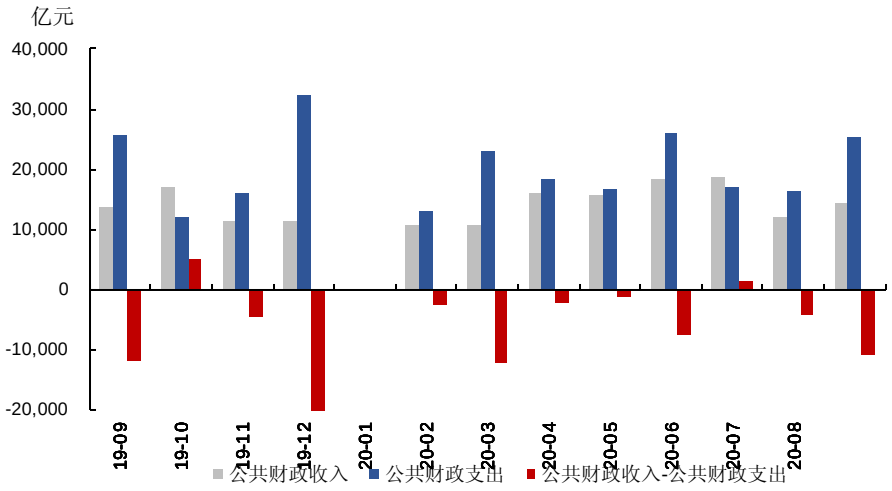
图表21：新开工面积、商品房销售面积累计同比



资料来源：wind、粤开证券研究院

基建投资累计同比增速首次转正，财政压力、专项债投向变化、经济复苏等因素致使基建投资整体低于预期。9 月基建固资投资累计同比增速达 0.2%，年内首次转正，较 8 月累计同比增加了 0.5 个百分点，但在今年专项债券大量发行的情况下，总体仍低于市场预期。基建投资低预期可能有如下原因，首先，财政压力和缺口不断加大，今年在疫情影响下，财政支出不断增加，9 月当月财政收入扣减财政支出的缺口达 1.1 万亿元，环比增长了 6643 亿元。其次，7 月 29 日，财政部发布《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》，加快地方政府专项债券发行使用，优化新增专项债券资金投向，使得部分专项债投向非基建领域。第三，随着经济持续复苏，政府加强基建刺激经济的动力减弱。预计未来专项债的资金落地，基建投资将在一定区间内继续增长。

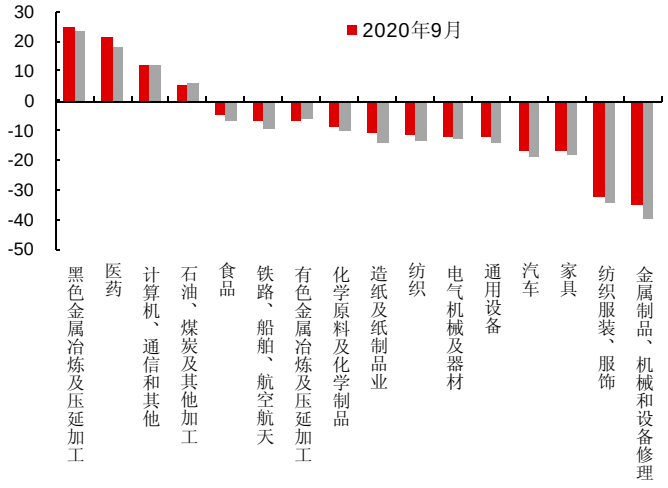
图表22：财政收入、财政支出与财政缺口



资料来源：wind、粤开证券研究院

制造业投资累计同比降幅持续缩窄，黑色金属冶炼加工、医药、计算机通信、石油煤炭加工等投资加速，多数细分行业仍存较大修复空间。9 月制造业固资投资累计同比降幅 6.5%，较 8 月累计同比收窄了 1.6 个百分点，其中，高技术制造业累计同比增长 9.3%，持续环比改善，新动能趋势显著。细分行业中，黑色金属冶炼加工、医药、计算机通信、石油煤炭加工等制造业累计同比保持双位数高增长行业中，食品、铁路航天、化学原料及制品、纺织、电气机械等均环比改善，但细分行业制造业大部分同比增速仍未转正，后续存在较大的修复空间。

图表23：不同行业制造业固定资产投资累计同比



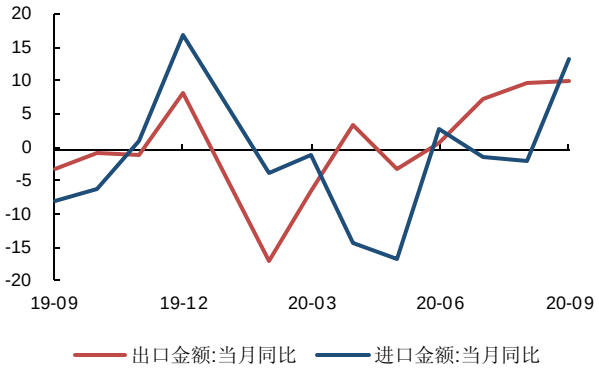
资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）进口出口双景气，贸易差额有所回落

进口和出口 9 月实现双景气，进口超市场预期。9 月进口同比增长 13.2%，较 8 月同比-2.1%增长了 15.3 个百分点，环比大幅增长 15%，超出市场预期，部分系经济恢复

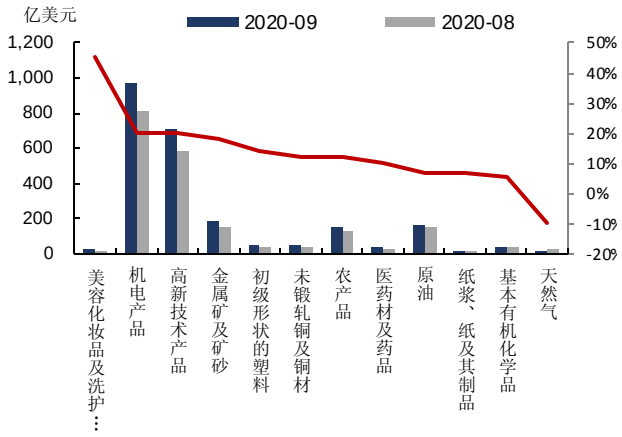
和居民消费能力增强带来的进口快速回升。细分主要进口商品，在海外陆续复工、国内汽车、半导体、医疗器械、机械设备、医药生物、通信、计算机等行业生产需求不断旺盛的情况下，机电产品、高新技术产品进口 9 月环比高速增长 19.9%、19.8%，对进口起到重要的拉动作用。9 月原油供给宽松带来原油价格结束四个月上涨势头，环比下降 7.5%，能源、有色、农产品等大宗商品价格回落，叠加国内农业供给因素，原油、农产品等商品进口保持较高增长。国内经济较快复苏带动需求回升，美容化妆品保持 45%的环比增长。

图表24：进口、出口金额当月同比



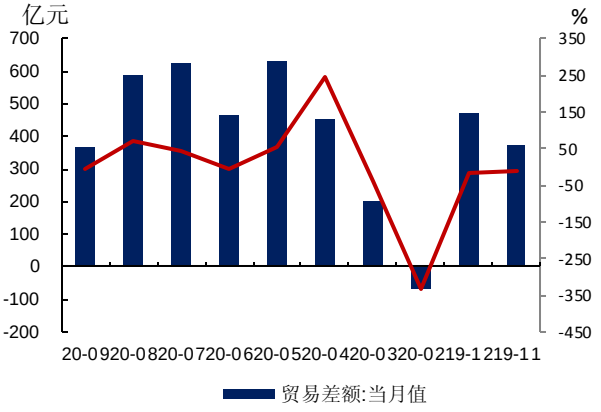
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表25：主要进口商品金额及环比



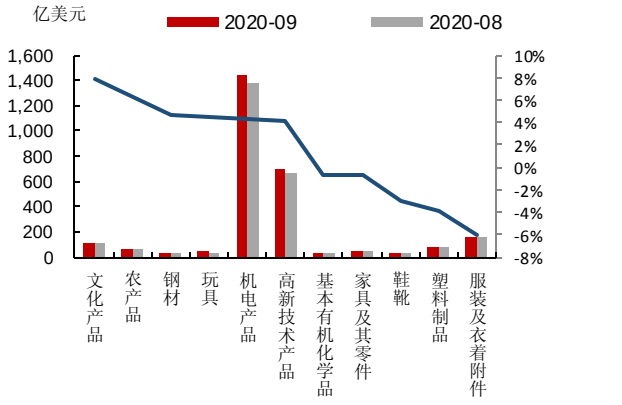
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表26：贸易差额及当月同比



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表27：主要出口商品金额及环比



资料来源：wind、粤开证券研究院

出口持续保持强劲，进口对冲下贸易差额 9 月有所回落。9 月出口继续保持 9.9%的强势增长，延续 7 月以来的高增长势头。细分主要出口商品，机电产品、高新技术产品高基数下仍然保持稳健的环比提升，部分首疫情反复拖累海外复工进度影响，替代效应仍存。文化产品、农产品、钢材、玩具出口保持较高增长，家具、鞋、服饰类环比下调。**预计未来在国内经济复苏确定性高于国外、央行维护汇率稳定的觉心，出口仍可保持较好增长，但是随着疫情下国外部分具有比较优势的产业链恢复常态，央行下调远期售汇**

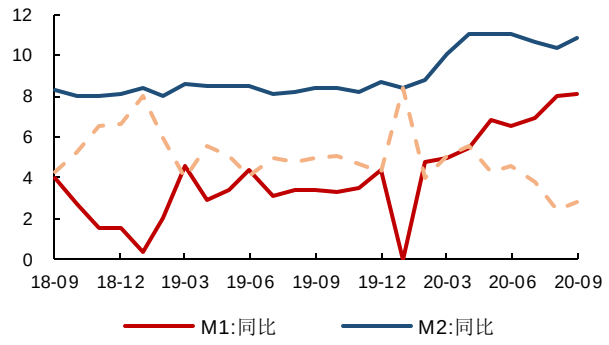
业务的外汇风险准备金率和淡出逆周期因子、政治风险对汇率可能带来的短期波动，出口保持高速增长的可能性有所回落。

六、货币信贷稳中向好，货币政策回归常态化

（一）M2、社融双向好，信贷规模、结构双改善

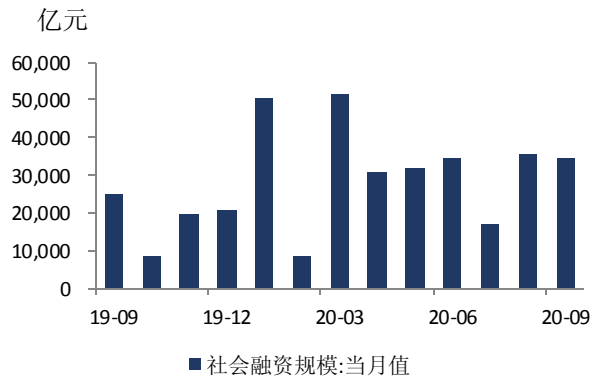
M2、M1 保持高速增长，剪刀差略微走阔，社融延续乐观。9 月 M2 同比增长 10.9%，较 8 月同比上涨 0.5 个百分点；M1 同比增长 8.1%，较 8 月同比上涨 0.1 个百分点。9 月 M2-M1 的剪刀差为 2.8%，剪刀差略微抬头，较 8 月同比增加了 0.4 个百分点。9 月社融新增 34800 亿元，环比少增 1023 亿元，同比多增 9658 亿元，同比增速 38.3%。

图表28：M2、M1 同比及剪刀差



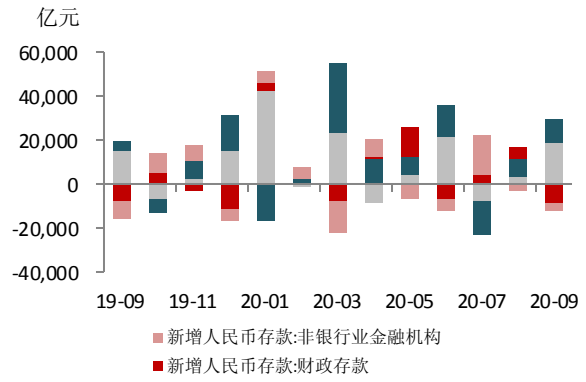
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表29：社会融资规模当月值



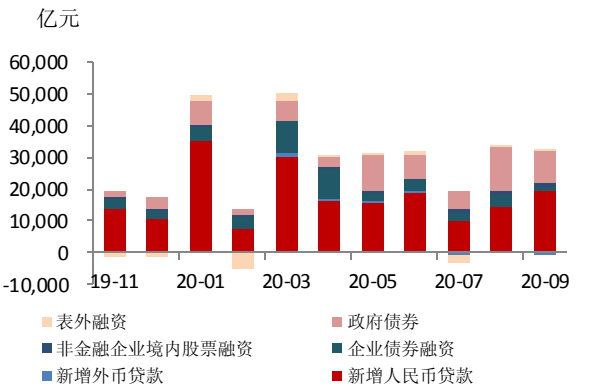
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表30：新增人民币存款结构变动



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表31：社会融资规模当月值结构变动



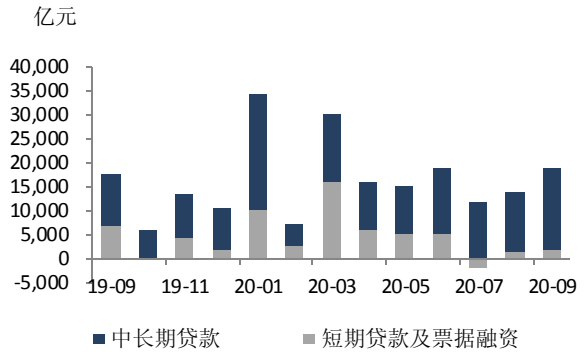
资料来源：wind、粤开证券研究院

从新增人民币存款结构看，存款结构从财政存款向居民存款和企业存款倾斜，支撑 M2 保持较高增速。9 月新增居民存款 19422 亿元，同比多增 4004 亿元，新增企业存

款 10109 亿元，同比多增 5201 亿元，财政存款单月减少 8317 亿元，同比多降 1291 亿元，系 9 月财政支出环比增加了 8834 亿元，财政存款向居民、企业倾斜，促进 M2 快速增长。

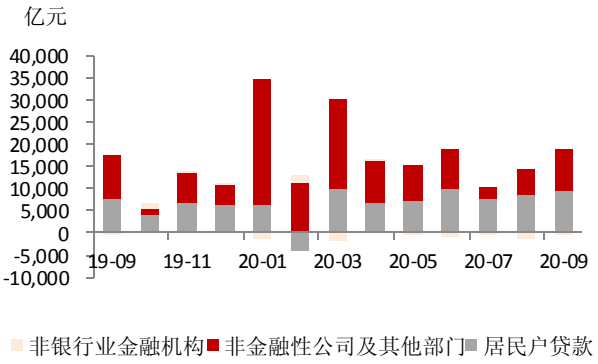
从社融当月值结构看，新增人民币贷款、政府债券支撑社融持续高位。新增人民币贷款 19171 亿元，分别同比和环比多增了 1559、4970 亿元，在政府促进实体经济政策和扶持中小微企业下，信贷增长态势迅猛。新增政府债券 10116 亿元，同比多增了 6339 亿元，环比略降 3672 亿元，仍处在高位，系专项债需在 10 月底发行完毕，政府加速发债节奏。**在新增人民币贷款细分中，随着经济逐渐恢复，中长期贷款和公司贷款环比大幅增加，企业信心边际改善，信贷结构韧性增强。**新增中长期贷款、短期贷款及票据融资 17042 亿元，2036 亿元，分别环比增加了 4219 亿元、821 亿元，新增非金融企业贷款和居民贷款 9458 亿元、9607 亿元，分别环比增加了 3661 亿元、1192 亿元。

图表32：新增人民币贷款：中长期及短期



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表33：新增人民币贷款：企业及居民



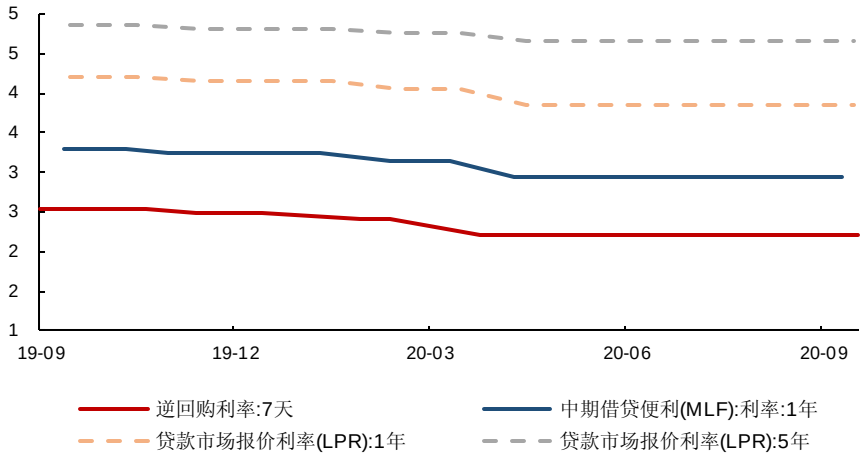
资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）LPR 利率 5 个月不变，货币政策回归常态化

9 月 21 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率（LPR），一年期和五年期贷款市场报价利率（LPR）分别为 3.85%和 4.65%，连续 5 个月不变。其他政策利率 MLF、7 天逆回购利率也保持 5 月持平趋势。对此，央行货币政策司司长孙国峰在国务院政策例行吹风会表示，LPR 每个月报价时都有几家报价行根据自身资金成本等因素调整报价，但由于最后算术平均值没有达到 0.05%的就近取整步长，所以使得最终发布的 LPR 没有变化。

货币政策回归常态化，坚持灵活适度、精准导向的货币政策。9 月底，央行货币政策委员会三季度例会指出，稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，综合运用结构性货币政策等多种货币政策工具，引导金融机构加大对实体经济的支持力度，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业，保持流动性合理充裕。**随着经济逐渐恢复，货币政策常态后，政策利率预计维持稳定，下调压力减小。**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”，**预计准备金全面下调的可能性削弱，央行可能通过定向降准等结构性货币政策进行定向领域的准备金下调，并主要通过公开市场操作调节流动性。**

图表34：逆回购、MLF、LPR 利率



资料来源：wind、粤开证券研究院

七、总结展望

十九届五中全会为新时期经济社会发展指明了新方向，将开启社会主义现代化国家建设的新征程。体现了对经济高质量发展的重视，对经济发展的结构、创新、协调更加关注。

展望未来，通胀端，预计 CPI 持续下行，PPI 持续修复。预计猪肉价格在供给不断增加下进一步下行，CPI 食品端支撑进一步削弱，而后续消费品和服务的恢复则有望提振 CPI。地产销售和地产开工的增加、基建项目的不断落地，有望继续修复生产资料 PPI，但石油等大宗商品价格的波动下降、猪肉价格对生活资料价格的压力等因素依旧是 PPI 回振的不利因素。

需求端，消费预计强势修复，投资与进出口在一定区间内持续修复向好。消费方面，随着就业情况逐步改善、居民可支配收入回升，居民消费能力进一步增强，"双十一"刺激、地产手机年底加大促销有望带动四季度消费加速恢复。**地产投资方面，**在年末商品房促销的情况下，商品房销售市场的火热有望促进新开工恢复增速和房地产开发投资需求增加，但"345 融资新规"对房企融资的要求限制了地产投资的增长空间。**基建投资方面，**预计未来专项债的资金落地，基建投资将在一定区间内继续增长，但政府加强基建刺激经济的动力减弱。**制造业投资方面，**随着国内经济复苏，制造业投资预计延续环比改善趋势。**进出口方面，**预计未来在国内经济复苏确定性高于国外、央行维护汇率稳定的觉心，出口仍可保持较好增长，但是随着疫情下国外部分具有比较优势的产业链恢复常态，央行下调远期售汇业务的外汇风险准备金率和淡出逆周期因子、政治风险对汇率可能带来的短期波动，出口保持高速增长的可能性有所回落。

货币政策回归常态化，货币信贷稳健增长。随着经济逐渐恢复，货币政策常态后，政策利率预计维持稳定，下调压力减小。预计准备金全面下调的可能性削弱，央行可能通过定向降准等结构性货币政策进行定向领域的准备金下调，并主要通过公开市场操作调节流动性。货币信贷在经济修复下信贷结构持续改善，10 月专项债券发行完毕后，对社融形成一定冲击，但随着企业信心不断增强、政府对实体经济的扶持，信贷方面有望继续支撑社融。

分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016 年 6 月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300518100001。

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