循环发力，再创均衡

——川财“双循环”系列深度之二

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ “双循环”发力，国内经济逐步恢复

投资、贸易均对 GDP 形成支撑。三季度国内 GDP 增速实现 4.9%，环比再度回升 1.7 个百分点，投资、贸易均对 GDP 形成支撑。一方面，三季度国内固定资产投资同比增速转正，在新老基建提振下，扩内需政策稳步收效；另一方面，三季度国内出口贸易额达 5 万亿，创下年内季度新高，防疫、医疗物资等特定产品出口强劲，助长国内经济恢复的先发优势。

关注消费对内需的支撑作用。展望全年，当前国内经济基本面持续向好的确定性较强，除贸易、投资项外，消费有望成为四季度乃至明年一季度的增量点。一方面受疫情影响，当前实物商品网上零售额在社会消费品零售总额中所占比重已达 24.3%，线上消费有望成为经济回升过程中的增量点。此外当前居民消费潜力有待释放。二、三季度以来，居民存款规模同比明显增长，居民可支配收入同比增速回暖至 3%以上，四季度乃至 2021 年消费数据存在超预期表现的可能性。

❖ 关注“十四五”的四条主线

从“十四五”规划的主要目标看，公报特别强调“经济发展新成效”。“十四五”期间，高质量发展被赋予更多的意义。一方面公报强调，要更多发挥增长潜力，建设更加强大的国内市场，夯实“国内大循环”的主体地位。另一方面，公报也指出要通过提高创新能力，提高产业基础、产业链的现代化水平，从而使我国经济结构更加优化。

以“新经济”为载体，深度加强科技创新。当前我国技术动能正持续升级，战略新兴产业、高新技术产业已成为我国经济增长的新动力。“十四五”期间以数字经济、新能源、5G、工业互联网为代表的“新经济”有望加速迈进。

“新消费”是扩内需的要求。今年以来，尽管消费因疫情受到较大冲击，但在“保民生”政策的引导下，流动性以多种渠道向居民部门补贴，基于网络数字技术的新型消费空间广阔。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”，并提出加速“新型消费基础设施建设”，预计“十四五”期间消费升级将对内需形成明显支撑。

“新型城镇化”为成渝经济圈注入新动能。截至 2019 年，“十三五”城镇化目标已超额完成，回顾 2020 年政府工作报告提出的“两新一重”，新型城镇化再度获得市场聚焦，有望成为助推实现城镇化的新动力。继长三角、粤港澳以后，成渝双城经济圈同样有望在“十四五”期间成为中国最具代表性和发展潜力的增长极，后续“新型城镇化”有望在成渝地区全面铺开，为消费、制造等区域优势产业注入新动能。

❖ **风险提示：**外部市场冲击风险，下游需求持续低于预期。

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	2020/10/30

分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001

chenli@cczq. com

联系人

陈琦

证书编号：S1100118120003

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、“双循环”发力，国内经济逐步恢复 4
1.1 GDP 已连续两个季度实现正增长 4
1.2 借力“内循环”，固定资产投资维持较强韧性 5
1.3 “内循环”创造工业品需求 9
1.4 “双循环”发力，出口贡献较快经济增速 10
二、关注“十四五”的四条主线 13
2.1“新型消费”有望成为后续新增量点 13
2.2 “新型城镇化”为成渝经济圈发展带来新动力 14
2.3 以“新经济”为载体，深度加强科技创新， 16
2.4“新金融”有望多层次铺开 18
风险提示 21

图表目录

图 1：我国 GDP 率先转正 4
图 2：固定资产投资累计同比增速转正 5
图 3：制造业降幅持续收窄 6
图 4：工业品价格逐步回暖 6
图 5：政府对铁路建设投资的目标创近年新高 6
图 6：财政赤字目标创近年新高 7
图 7：专项债计划额度创历史新高 7
图 8：基建投资三季度末转正 7
图 9：铁路固定资产投资略高于去年同期 8
图 10：地方政府专项债三季度加速发行 8
图 11：二季度起新基建相关行业固定资产投资增速迅速回升 8
图 12：工业增加值持续回暖 9
图 13：制造业增加值增速较为突出 9
图 14：上游行业增加值延续正增长 10
图 15：上游周期品价格持续增长 10
图 16：新基建相关行业增加值增速表现较好 10
图 17：高技术产品进口量增加 10
图 18：近 6 个月出口增速持续上涨 11
图 19：对欧美出口金额持续改善 11
图 20：东盟当前已成为我国最大贸易方 11
图 21：二季度起口罩等防疫物资出口量显著增加 12
图 22：居民存款与线上消费具备较高的正相关性 14
图 23：“十三五”城镇化目标已实现 14
图 24：“十三五”各地区城镇化 14
图 25：2019 年末外资在我国各部门中所占比例 18

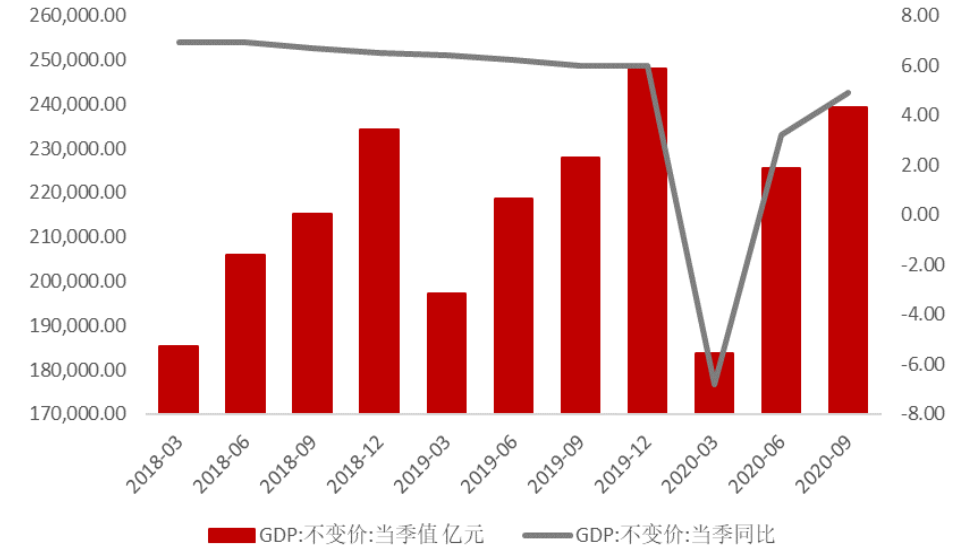
一、“双循环”发力，国内经济逐步恢复

1.1 GDP 已连续两个季度实现正增长

我国经济基本面持续修复，二、三季度 GDP 转正。下半年以来，国内生产、投资及消费表现共同回暖，国内 GDP 增速进一步回正，我国经济基本面率先修复，10 月 19 日，国家统计局公布数据，前三季度国内生产总值 722786 亿元，前三季度累计增速转正。

投资、进出口支撑 GDP 增速修复。三季度国内 GDP 增速实现 4.9%，环比再度回升 1.7 个百分点，投资、贸易均对 GDP 形成支撑。一方面，三季度国内固定资产投资同比增速转正，在新老基建提振下，扩内需政策稳步收效；另一方面，三季度国内出口贸易额达 5 万亿，创下年内季度新高，防疫、医疗物资等特定产品出口强劲，三季度出口表现延续正增长。

图 1： 我国 GDP 率先转正



资料来源：wind，川财证券研究所

展望全年，当前国内经济基本面持续向好的确定性较强，除贸易、投资项外，消费有望成为四季度乃至明年一季度的增量点。一方面受疫情影响，当前实物商品网上零售额在社会消费品零售总额中所占比重已达 24.3%，随着居民消费意愿的持续回补，线上消费有望成为经济回升的增量点。

另一方面，当前居民消费潜力有待释放。年内基建、地产投资韧性凸显，在上游周期行业增加值持续改善的同时，CPI 结构显示部分消费品表现仍较疲软，

投资或对部分居民消费资源形成挤占。二、三季度以来，居民存款规模较好增长，居民可支配收入同比增速回暖至 3%以上，当下经济基本面持续修复，消费数据存在超预期表现的可能性。

1.2 借力“内循环”，固定资产投资维持较强韧性

固定资产投资增速年内首度转正。三季度末，国内固定资产投资累计同比增速转正，三大产业投资增速均持续改善，“内循环”发力背景下，国内投资上行趋势明确。9 月固定资产投资累计同比上涨 0.8%，较 1-8 月回升 1.1 个百分点，年内首度转正。

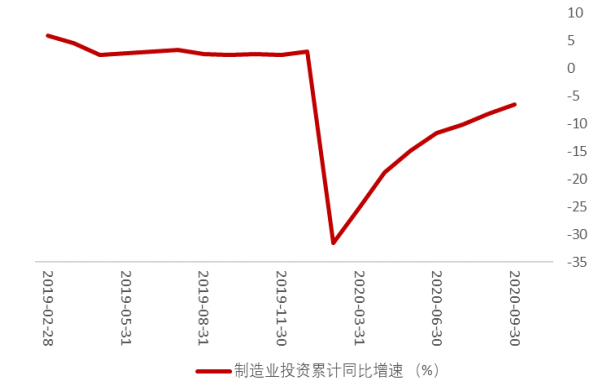
图 2： 固定资产投资累计同比增速转正



资料来源：wind，川财证券研究所

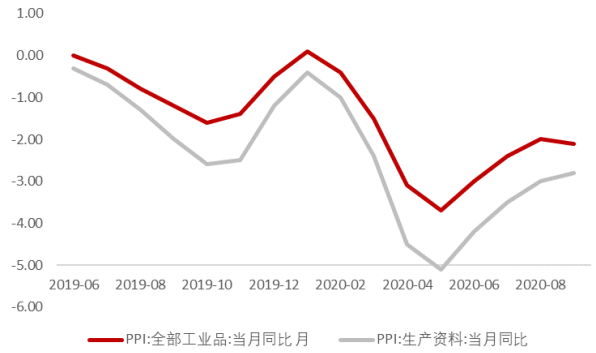
制造业投资仍较弱势，但企业资本开支意愿逐步增强。尽管三季度国内第二产业投资增速仍为负，但国内制造业投资正在持续修复，企业加大资本开支的意愿逐步上升。从产业特点看，当前小微、民营企业在我国制造业中占比仍然较高，对海外需求较为敏感。从数据看，9 月国内制造业 PMI 指数中的中小企业景气度回升至荣枯线以上，工业品价格同样有所改善，国内制造企业的再生产、投资意愿持续回暖。

图 3： 制造业降幅持续收窄



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

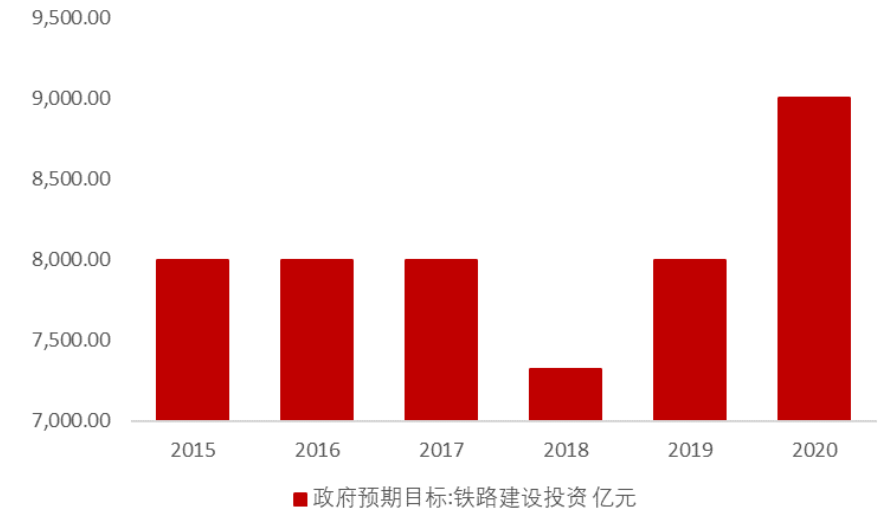
图 4： 工业品价格逐步回暖



资料来源：通联数据，川财证券研究所，单位：%

“内循环”持续发力，“新老基建”扮演重要角色。今年以来，国家持续强调“两新一重”，新老基建在“内循环”中扮演重要角色。一方面国家发改委上调基建项目相关的政府预期目标，为基建项目创造较大需求；另一方面政府工作报告加大财政空间，如特别抗疫国债、财政赤字及地方政府专项债，为基建项目提供较大的资金增量。

图 5： 政府对铁路建设投资的目标创近年新高



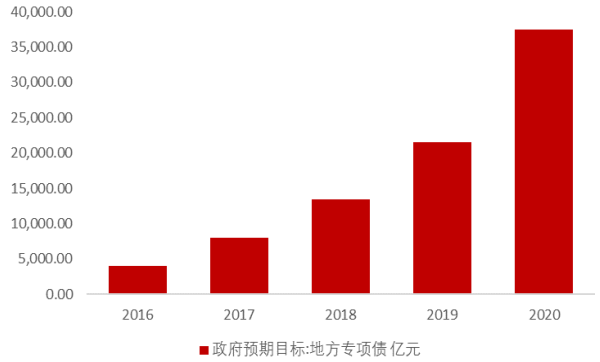
资料来源：wind，川财证券研究所

图 6： 财政赤字目标创近年新高



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 7： 专项债计划额度创历史新高

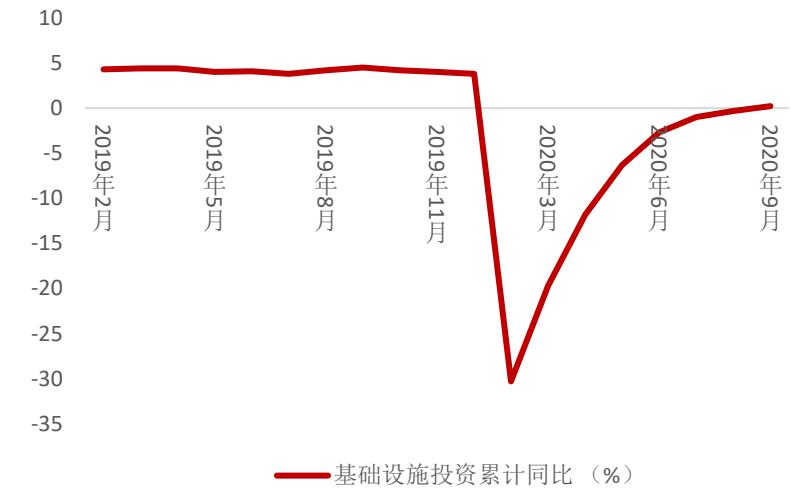


资料来源：通联数据，川财证券研究所，单位：亿元

三季度国内基建投资持续回升。三季度国内基建投资表现延续改善，基建方面 9 月基建投资累计同比增速转正，较 1-8 月改善 0.5 个百分点，道路运输业、铁路运输业及水利管理投资均延续上行。

从传统基建的上游指标看，工程机械工业协会数据显示，三季度纳入统计的 25 家挖掘机制造企业各类挖掘机销售量同比增速超 50%，印证传统基建项目的较高增速，基建对国内经济的支撑作用有望延续。

图 8： 基建投资三季度末转正



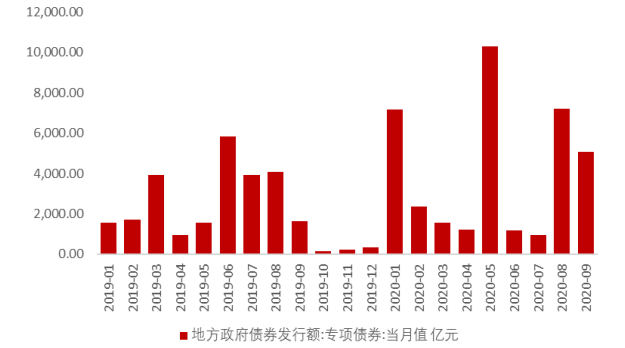
资料来源：wind，川财证券研究所

图 9： 铁路固定资产投资略高于去年同期



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

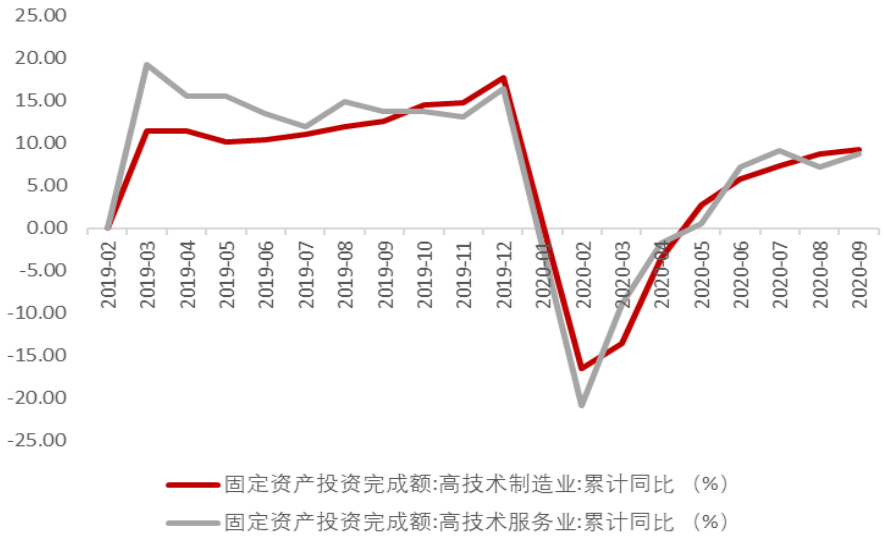
图 10： 地方政府专项债三季度加速发行



资料来源：通联数据，川财证券研究所，单位：亿元

“新基建”高增速特点持续凸显。新型基建方面，三季度政策对新型基建进一步倾斜。9 月 9 日国常会进一步提出加速“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、消费数据共享等重点措施，后续新基建投资增速有望进一步加快。在行业方面，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增速实现较快增长。在疫情冲击下，产业转型发展的动力明显加快，二季度以来，以互联网经济为代表的新动能逆势成长，在助力疫情防控、保障居民生活、促进经济增长方面都发挥了非常积极的作用。

图 11： 二季度起新基建相关行业固定资产投资增速迅速回升



资料来源：wind，川财证券研究所

展望 2021，我国宏观杠杆率将逐步回归合理，财政赤字、地方政府专项债规模或有收敛，但基建投资韧性有望维持。一方面今年国内基建项目全面铺开，基建项目资金需求较为旺盛。另据我们测算，2020 年全年，除地方政府专项债及特别国债外，国内约有 6 万亿左右贷款及预算内资金投入基建项目，而这类资金项目韧性较强，有望对年内基建投资形成有效支撑，预计 2021 年全年基建增速有望维持在 4.5%。

1.3 “内循环”创造工业品需求

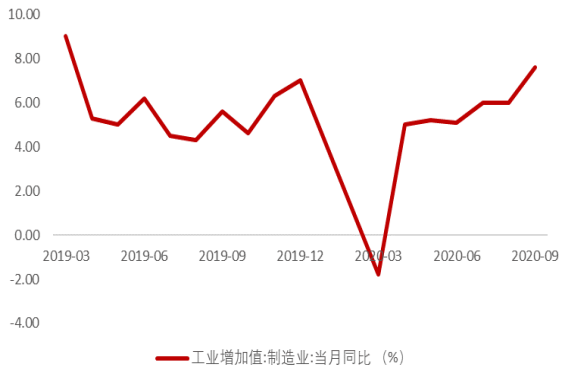
工业增加值持续增长，制造业加速修复。三季度我国工业增加值延续回升态势，在扩内需政策的提振下，制造业增加值表现较好，三季度同比增速持续高于 6%。着眼最新一期数据， 9 月制造业增加值同比增长 7.6%，较 8 月再度回升 1.6 个百分点，与 PMI 库存、需求数据的持续修复表现一致；三季度国内制造业供需两端共同回暖，制造业增加值增速明显修复。

图 12： 工业增加值持续回暖



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

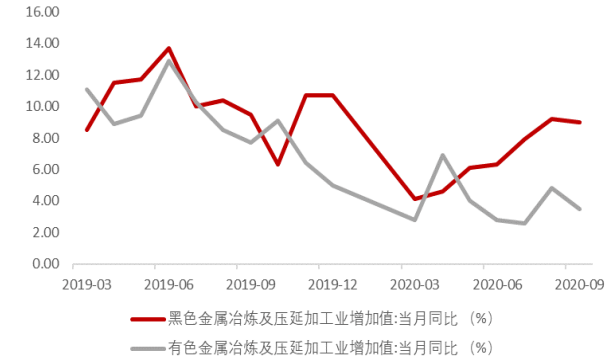
图 13： 制造业增加值增速较为突出



资料来源：通联数据，川财证券研究所，单位：亿元

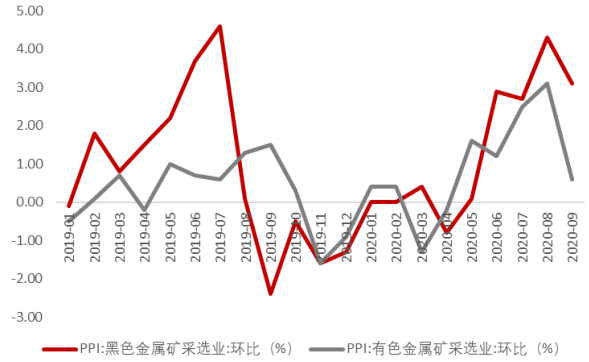
“新老基建”支撑工业品需求持续回暖。传统基建方面，三季度上游周期行业增加值表现持续较好，在 PPI 数据整体下调的背景下，上游周期品价格表现稳定，印证内需状况较好。黑色、有色金属冶炼和压延工业增加值均延续较高增速，9 月钢材、水泥及有色金属产品增加值分别增长 12.3%、6.4%和 7.3%，基建对周期商品需求提振作用仍存。

图 14：上游行业增加值延续正增长



资料来源：wind，川财证券研究所，统计局未公布 1、2 月数据

图 15：上游周期品价格持续增长

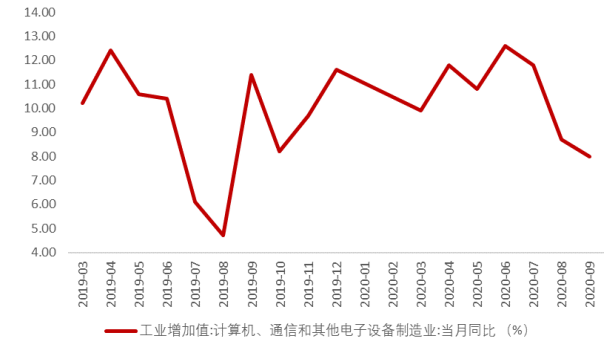


资料来源：通联数据，川财证券研究所，统计局未公布 1、2 月数据

新基建方面，三季度计算机、通信和其他电子设备制造业同比增速维持在 10%左右，高技术制造业及传统基建相关的装备制造业延续较快增长。当前我国处于新旧动能转换时期，叠加政策助推，新兴行业增速率先回正，并维持较高增速；今年以来，国内高新技术产品进口量持续增长，一定程度上可以印证国内“新基建”需求持续增长。

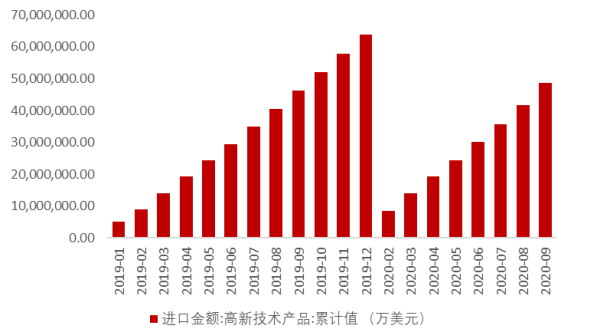
展望 2021 年，“新老基建”对国内工业品需求的支撑作用有望维持；新型城镇化、新消费也将对工业品价格形成支撑，工业增加值持续向好的趋势较为确定，叠加今年较低的基数表现，工业增加值全年同比增速有望维持在 7%左右。

图 16：新基建相关行业增加值增速表现较好



资料来源：wind，川财证券研究所，统计局未公布 1、2 月数据

图 17：高技术产品进口量增加



资料来源：通联数据，川财证券研究所，统计局未公布 1、2 月数据

1.4 “双循环”发力，出口贡献较快经济增速

二、三季度出口对国内经济拉动作用显著。第三季度出口 5 万亿元，同比增长 10.2%，创下季度历史新高。截至三季度末，我国出口已连续 6 个月实现正增

长，9 月出口增速环比再度加快 0.4 个百分点，出口回暖趋势明确。

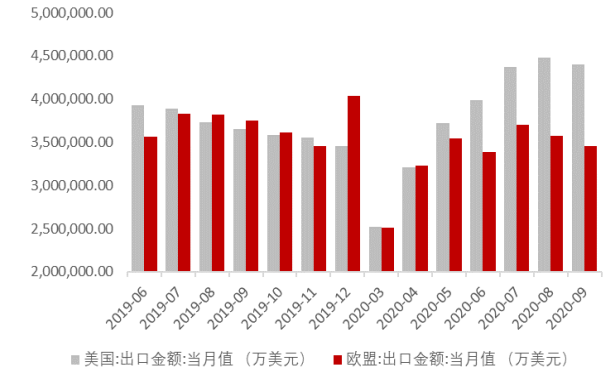
从出口国别看，三季度我国对发达经济体、新兴经济体出口表现均持续回暖。以最新单月数据为例，9 月我国对欧盟、美国的出口累计同比增速分别为 3.1%和-0.8%，环比再度改善 1 和 2.8 个百分点。新兴市场方面，9 月我国对东盟商品出口的累计同比增速为 4.9%，较 8 月再度加快 1.2 个百分点。

图 18：近 6 个月出口增速持续上涨



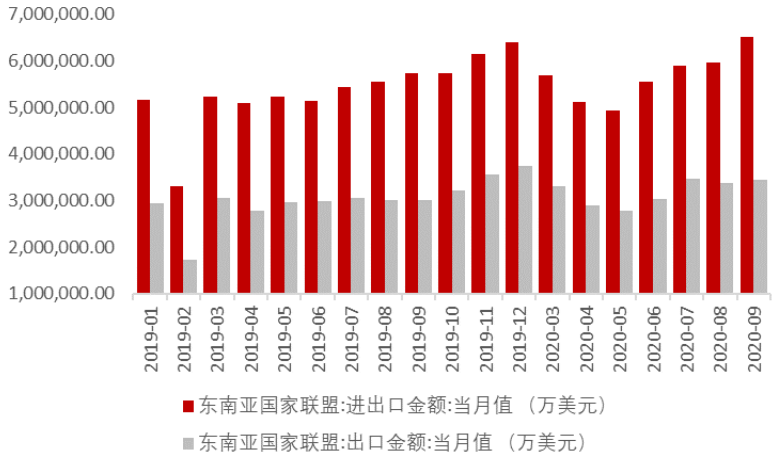
资料来源：wind，川财证券研究所，统计局未公布 1、2 月数据

图 19：对欧美出口金额持续改善



资料来源：wind，川财证券研究所，统计局未公布 1、2 月数据

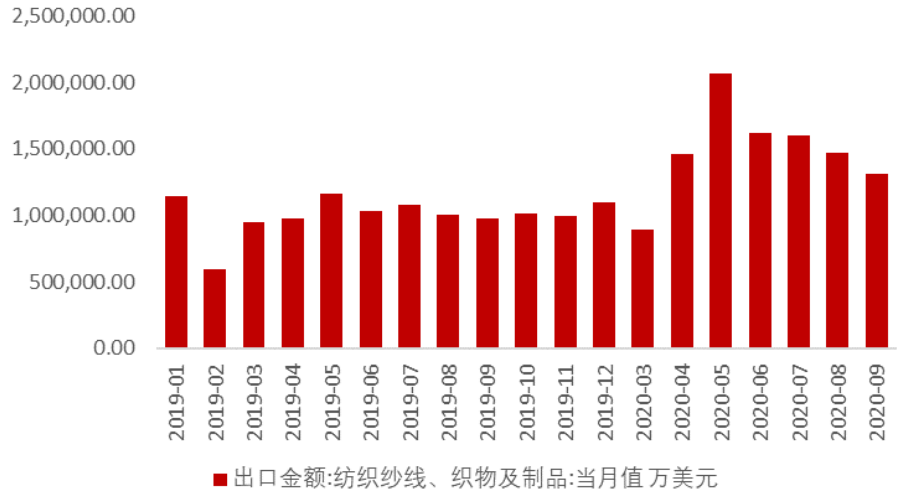
图 20：东盟当前已成为我国最大贸易方



资料来源：wind，川财证券研究所

防疫、医疗设施支撑产品出口。着眼外需，当前国内制造业 PMI 新出口订单指数已回归荣枯线以上，印证特定产品出口强劲。国内防疫、医疗物资产能扩充，拉动前三季度出口增长 2.2 个百分点，贸易出口表现较好。

图 21：二季度起口罩等防疫物资出口量显著增加



资料来源：wind，川财证券研究所

产品结构印证“出口替代”。疫情下的“替代效应”也是我国三季度出口表现较好的重要原因。前三季度我国机电产品出口增速环比提升 5.5 个百分点，笔记本电脑、家电等产品出口同比增速均超 17%，汽车零部件、化工品出口也有所改善；其主要由于疫情期间欧洲、北美地区主要制造国产能出现缺位，国内相关产品的“出口替代”作用显现。

表格1. 2020 年三季度国内出口结构变动

产品大类	在出口总量中占比提升
机电、音像设备及零件	3.89%
纺织原料及纺织制品（含口罩）	3.50%
杂项制品（家具、玩具）	1.94%
橡胶及制品（医用手套）	0.84%
光学、医疗等仪器（医疗器械）	0.56%
化学工业及其相关工业的产品	0.23%

资料来源：wind，川财证券研究所整理；

但值得注意的是，当前欧美国家疫情仍有反复，生产重启的不确定性仍然较强，海外订单的回补状况仍需观察，展望 2020 年四季度乃至 2021 年一季度出口仍有望维持韧性。

展望 2021 年，随着海外疫情得到有效控制，出口替代、防疫物资对国内出口的支撑作用或将走弱。但同时疫情影响下的海外订单，有望逐步回补，我们预

计 2021 年全年出口金额有望维持在 24.5 万亿美元。

二、关注“十四五”的四条主线

回顾十三五时期，国家出台 165 项重大工程项目，从科技创新、结构升级、基础设施、生态环保、民生改善五大方面展开。“十四五”时期是我国由全面建成小康社会向基本实现社会主义现代化迈进的关键时期，科技的角色无可替代，以科技、新能源为主要工具的新型城镇化、新基建及新消费均有望在”十四五”期间获得显著增长。

今年以来，政策端持续聚焦资本市场改革开放，中长期有助于推动“双循环”格局形成。此外，为合理解决我国日益显现的老龄化问题，我国养老、社保制度逐步优化，在我国资本市场发展中的积极作用同样值得关注。

2.1“新型消费”有望成为后续新增量点

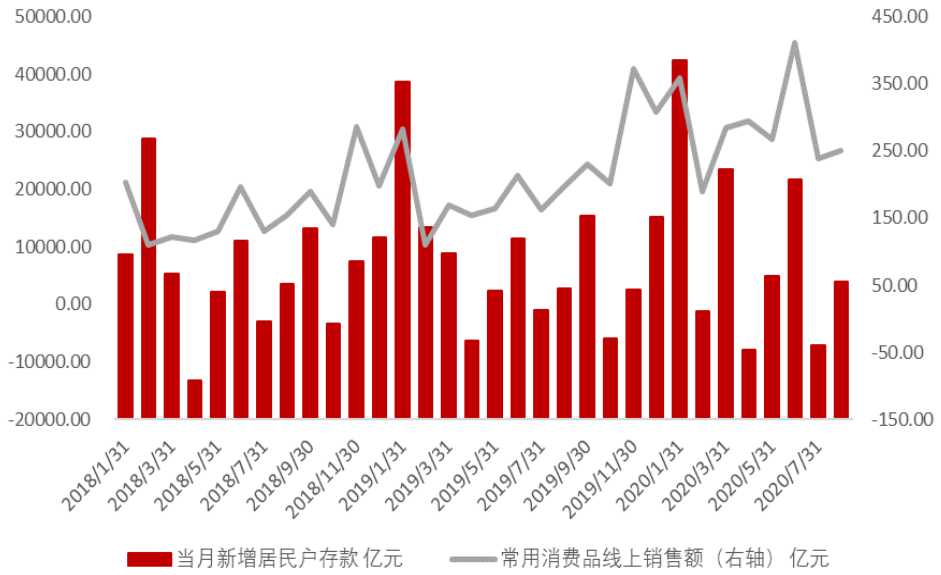
政策对新型消费早有扶持。早在 2020 年 9 月，政策连续提出“构建现代流通体系”及“带动新型消费”。9 月 9 日财经委会议提出，要“建设现代综合运输体系”，加速高铁、国际航空等货运和国际航空等货运通道建设，进一步建成安全高效的物流网络，并特别强调要“支持关系居民日常生活的商贸流通设施改造升级”，国内物流行业有望再度加速发展，有助于对线上消费形成有力保障。

“新消费”是扩内需的要求。今年以来，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；此外，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。

居民消费能力有所提升。2020 年前三季度国内居民存款同比增长 37.29%，居民的消费能力有所提升。从最新一期数据看，9 月居民、企业部门存款规模均有上升，当月分别增加 4004 亿元和 5201 亿元；在 9 月新增的存款规模中，居民户存款占比 65.77%。值得一提的是，年初流动性环境较为充裕，企业、政府

杠杆率共同抬升；但在“保民生”政策的引导下，流动性以多种渠道向居民部门补贴，国内消费潜力有望对内需形成有效提振。

图 22：居民存款与线上消费具备较高的正相关性

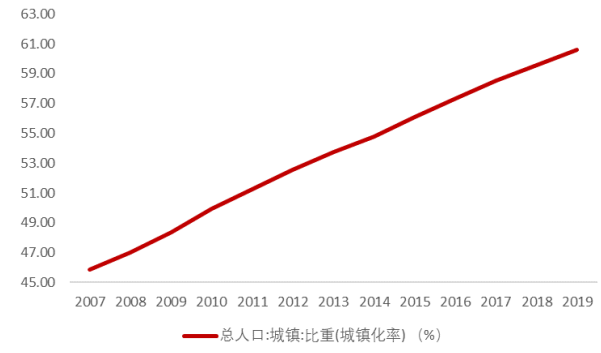


资料来源：wind，川财证券研究所

2.2 “新型城镇化”为成渝经济圈发展带来新动力

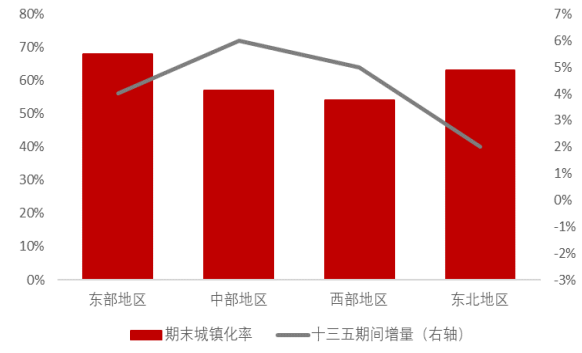
“新型城镇化”是进一步实现城镇化的新动力。2019 年末全国常住人口城镇化率达 60.6%，已实现“十三五”规划中 60%的目标。依据“十三五”规划，截至目前，我国已在全国范围内完成 19 个城市群编制，已有 11 个城市群规划已获得国务院批复，进一步实现城镇化需求新动力。

图 23：“十三五”城镇化目标已实现



资料来源：wind，川财证券研究所，统计局未公布 1、2 月数据

图 24：“十三五”各地区城镇化



资料来源：wind，川财证券研究所，统计局未公布 1、2 月数据

2020 年政府工作报告提出“两新一重”，新型城镇化再度获得市场聚焦。回顾近年政策，国家着力推动区域一体化深度发展，京津冀、长三角一体化、粤港澳大湾区及成渝双城经济圈有望成为中国最具代表性和发展潜力的四个增长极，“十四五”规划对城镇化加速深化，新型城镇化有望进一步深化。

表格2. 十三五规划对城镇化的相关要求

推进新型城镇化	
加快农业	统筹推进户籍制度改革和基本公共服务均等化，健全常住人口市民化激励机制，推动更多人口融入城镇。
优化城镇化布局和形态	加快构建以陆桥通道、沿长江通道为横轴，以沿海、京哈京广、包昆通道为纵轴，大中小城市和小城镇合理分布、协调发展的"两横三纵"城市化战略格局。
建设和谐宜居城市	转变城市发展方式，提高城市治理能力，加大"城市病"防治力度，不断提升城市环境质量、居民生活质量和城市竞争力，努力打造和谐宜居、富有活力、各具特色的城市
健全住房供应体系	构建以政府为主提供基本保障、以市场为主满足多层次需求的住房供应体系，优化住房供需结构，稳步提高居民住房水平，更好保障住有所居。
推动城乡协调发展	推动新型城镇化和新农村建设协调发展，提升县域经济支撑辐射能力，促进公共资源在城乡间均衡配置，拓展农村广阔发展空间，形成城乡共同发展新格局。
推动区域协调发展	
深入实施区域发展总体战略	深入实施西部开发、东北振兴、中部崛起和东部率先的区域发展总体战略，创新区域发展政策，完善区域发展机制，深入实施区域发展总体战略进区域协调、协同、共同发展，努力缩小区域发展差距。
推进长江经济带发展	坚持生态优先、绿色发展的战略定位，把修复长江生态环境放在首要位置，推动长江上中下游协同发展、东中西部互动合作，建设成为我国生态文明建设的先行示范带、创新驱动带、协调发展带。
推动京津翼协同发展	深入实施区域发展总体战略，首都为核心的世界级城市群，辐射带动环渤海地区和北方腹地发展。进区域协调、协同、共同发展，努力缩小区域发展差距。坚持优势互补、互利共赢、区域一体，调整优化经济结构和空间结构，探索人口经济密集地区优化开发新模式，建设以推动京津翼协同发展。
拓展蓝色经济空间	坚持陆海统筹，发展海洋经济，科学开发海洋资源，保护海洋生态环境，维护海洋权益，建设海洋强国

数据来源：中国政府网，川财证券研究所

“旧城区改造”为“新型城镇化”提供更多空间。今年以来，国家全面推进旧城区改造，并确立 2020-2025 年的旧改目标，要求“十四五”期末基本完成旧改任务。从政策层面看，7 月 20 日国务院发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，要求到“十四五”期末，结合各地实际，要力争基本完成城镇老旧小区改造任务。

表格3. 旧城区改造五年规划

时间	目标
2020 年	新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户
2022 年	基本形成城镇老旧小区改造制度框架，政策体系和工作机制
“十四五”期末（2025 年末）	结合各地实际，要力争基本完成 2000 年底前建成需改造城镇老旧小区改造任务

2.3 以“新经济”为载体，深度加强科技创新

2.3.1“新基建”

科技“新基建”成为拉动经济增长的重要动力。在 9 月 11 日的科学家座谈会上，习近平总书记指出，加快科技创新是实现人民高品质生活的需要，为满足人民对美好生活的向往，必须推出更多涉及民生的科技创新成果。

当前国际技术环境更新迭代加快，全球产业链升级趋势凸显。为增强国内经济韧性、在国际技术竞争中取得先发优势，我国技术动能持续升级，战略新兴产业、高新技术产业成为我国经济增长的新动力。2020 年疫情对国内经济的扰动明显，基建 “扩内需”的重要作用被再度强调；除传统基建外，5G、工业互联网等新基建也进一步获得政策聚焦。

技术和数据要素有望进一步实现市场化配置。在 2020 年重磅发布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》中，文件从市场基础制度层面保障技术要素的市场化配置，进一步完善知识产权保护及运用制度，并强调加大对技术要素的人才及资本支持。

在数据要素方面，文件从监管层、企业端两方面加速数据要素的市场化配置；此外，2020 年 5 月工信部再度发布《关于工业大数据发展的指导意见》，从技术手段、定价机制、交易规则等多个方面着手，激发工业数据市场活力，促进数据市场化配置，预计“十四五”期间，以新基建为载体的技术和数据要素有

望进一步实现市场化配置。

表格4. 《关于工业大数据发展的指导意见》主要内容梳理

重点工作领域	主要任务
加快数据汇聚	推动工业数据全面采集，支持设备数字化改造，实现数据全面采集。 加快工业设备互联互通。 推动工业数据高质量汇聚；支持企业建设数据汇聚平台，实现多源异构数据的融合和汇聚。 统筹建设国家工业大数据平台。
推动数据共享	推动工业数据开放共享；共建安全可信的工业数据空间。 激发工业数据市场活力；建设可信的工业数据流通环境。
完善数据治理	开展数据管理能力评估贯标。 推动标准研制和应用。 加强工业数据分类分级管理。
强化数据安全	构建工业数据安全管理体系；全面保障数据安全。 加强工业数据安全产品研发，培育良好安全产业生态。
促进产业发展	突破工业数据关键共性技术。 打造工业数据产品和服务体系。 着力构建工业数据创新生态。
加强组织保障	健全工作推进机制。 强化资金人才支持。 促进国际交流合作。

数据来源：川财证券研究所据公开数据整理

2.3.2 新能源

结构转型升级，新能源行业是大势所趋。为促进可再生能源高质量发展，2020年1月财政部、发展改革委、国家能源局印发了《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》（财建〔2020〕4号，以下简称4号文），明确了可再生能源电价附加补助资金结算规则。在此前相关文件的基础上，此次《通知》设定了风电、海上风电、光伏发电、生物质发电等各类项目全生命周期合理利用小时数，有助于新能源行业进一步规范发展。值得注意的是，4号文对光伏合理利用小时设定较高，受合理利用小时限制压缩补贴的项目少，对光伏产业链有所利好。当前各国对可再生能源重视程度提升，我国正值“十四五”规划窗口期，行业整体预期较好；光伏产业链短期业绩具备强支撑，平价进程推进打开行业长期成长空间。

2.3.3 数字货币

政策、技术双发力，数字货币试点开启。从特点看，数字货币汲取了部分电子货币与

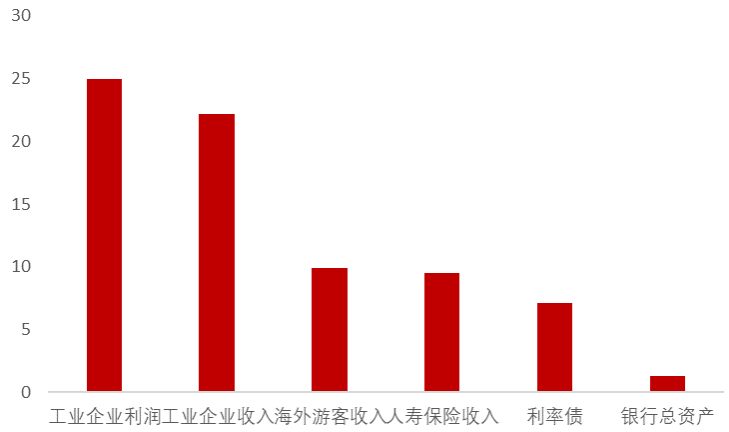
虚拟货币的优势，基于双层投放架构，影响银行端与用户端。央行先将数字货币以 100%准备金兑换给商业银行或其他金融机构，再通过金融机构向社会公众进行发放法定数字货币。央行数字货币运行的核心要素为“一币、二库、三中心”，需要负责央行数字货币设计、数字货币发行、信息认证登记分析等；就商业银行而言，需负责数字货币商业银行数据库管理、数据货币发放；就用户端，主要包括硬件终端与软件端钱包，用于进行数字货币的交易与储存。

当前我国数字货币试点已正式开启，深圳市罗湖区政府、央行深圳市中心支行、深圳市政务服务数据管理局、工商银行深圳市分行、农业银行深圳市分行、中国银行深圳市分行、建设银行深圳市分行合作推出系列促销费活动，首次面向在深个人发放总额 1000 万元的数字人民币红包。在 10 月 22 日的 2020 金融街论坛年会上，中国人民银行数字货币研究所所长穆长春表示，深圳的数字货币试点利用的是较为简单的智能合约，实现现实支付功能，之后会利用相对丰富的技术，预计“十四五”期间，政策、技术有望共同发力数字货币建设。

2.4“新金融”有望多层次铺开

资本市场改革开放有助于“双循环”共同发力。当前间接融资仍是我国社会融资的主体，发展直接融资对于国内经济转型升级意义显著。一方面资本市场的持续改革有助于资本要素市场化配置；今年以来，国家不断完善资本市场制度，创业板注册制光速落地。10 月 9 日国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，提出了六个方面 17 项重点举措，其中特别提出“支持优质企业上市；全面推行、分步实施证券发行注册制”，后续资本市场的融资功能有望进一步获得保障。

图 25：2019 年末外资在我国各部门中所占比例



资料来源：wind，川财证券研究所

另一方面进一步实现资本市场对外开放，有助于促进资本双向流动，促进“双循环”共同发力。今年以来，国家对于金融机构的外资持续限制有所放开，并积极引导海外资金入市。预计在”十四五”期间，资本账户、利率制度改革将继续推进，引导境外投资者持续增持国内资产，使得金融进一步扶持实体经济。

表格5. 近十年资本市场对外开放进程梳理

日期	发布机构	文件或措施	意义
2010 年 6 月	央行	《中国人民银行关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》	我国债券市场首次正式对外开放。
2012 年 7 月	央行、外管局	《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》	确定 QFII 资金的投资范围
2013 年 3 月	央行	关于合格境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》、《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》	QFII、RQFII 获准进入银行间市场
2015 年 7 月	央行	关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事项的通知	境外央行、国际金融组织、主权财富基金获准进入国内债市，投资者进一步丰富
2016 年 12 月	深交所、联交所	深港通正式启动	交易结算活动遵守交易结算发生地市场的规定及业务规则
2018 年 6 月	外管局	《合格境外投资者境内证券投资外汇管理规定》	取消 QFII 资金汇出 20%的要求，增强境外投资者的境内投资意愿
2019 年 6 月	香港金融管理局	沪港通和深港通资金兑换优化安排	其北向通即沪股通和深股通的投资者可以通过指定的香港银行，以在岸价兑换人民币和进行外汇风险对冲
2019 年 9 月	外管局	取消 QFII 和 RQFII 的投资总额度限制，并通过取消单家境外机构投资者额度的备案和审批程序	为境外投资者在境内投资债券和股票提供便利
2020 年 5 月	央行、外管局	《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》	简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，进一步便利境

	外投资者参与我国金融市场。

资料来源：wind，川财证券研究所整理；

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