国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

十四五规划：构建中国经济发展新格局

总量研究中心
宏观经济组
分析师：边泉水
执业编号：S1130516060001
[redacted]
[redacted]S1130518030001
联系人：邸鼎荣，杨一凡

DATE： 10.19, 2020

主要内容 - I

- **百年未有之大变局，中国和美国的变与不变。**中国经济的崛起，为百年未有之大变局的最大事件。中美当前的经济结构以及相互融合度，决定了中美大概率不会走向“修昔底德陷阱”。当前中国与美国都发生了部分变化，也存在不变的部分。对中国而言，不变的是，增长格局与改革方向；变化的是，中国模式优势凸显。对美国而言，不变的是，二战以后坚持的理想主义和现实主义相结合的外交原则；变化的是对华策略，美国逐渐开始以冷战思维遏制中国。我们认为，与苏联不同，美国目前对中国采取的冷战思维不一定有效。短期看，中美关系急速恶化，但我们认为大选后触底可期。中长期来看，无论是民主党还是共和党都会采取强硬措施，中美关系将持续存在不确定性。

- **十四五规划主题是构建经济发展新格局，重点包括三条主线：主线一：内循环为核心的消费主线。**过去中国经济增长依赖出口，基建和房地产等固定资产投资模式。当前正在逐步转向以消费为主的新增长模式；**主线二：科技创新，提高全要素生产率。**内部来看，单纯依靠增加要素数量驱动经济增长的“外延型”经济增长方式已经无法满足我国的需求，需要依靠科技创新将我国转为“内涵型”增长模式。外部来看，中美脱钩、产业转移等问题，也需要加强自身科技能力建设；**主线三：绿色经济，促进新能源革命。**发展绿色经济，提高可再生能源比例，提高能源质量，促进新能源革命，提高发展的质量。**经济增长方面，十四五规划经济增长目标预计在5%左右，2035年GDP再翻一番。**

- **构建消费大市场，提升居民消费能力。** 2011年以来，最终消费支出对经济增长的拉动作用开始超过资本形成总额，消费在经济增长中的作用越来越大。未来五年，要通过改革让居民能消费、愿消费、敢消费。优化收入分配结构，改善居民消费环境，提升商品的品质和服务供给，不断完善社会保障体系，增加居民消费意愿。

- **科技创新，进一步提高全要素生产率。**集中攻克“卡脖子”领域技术，加快制造业转型升级。加大在基础研究、前沿科技领域研究和存在瓶颈的技术攻坚方面的投入（例如芯片和半导体、软件、精密机械、精细化工、先进机器人技术、新材料、航空航天技术等），重点支持“四基”领域（核心基础零部件、关键基础材料、先进基础工艺、产业技术基础等。

主要内容 - II

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **区域协调发展，突出重点重点城市群。**1）长三角：长三角各个地区充分发挥各自优势，加强经济联合。长三角城市群跨域治理；2）珠三角：粤港澳大湾区将城市群跨域治理与进一步深化改革扩大开放紧密结合，推动区域公共服务资源的共建共享与互联互通，加速要素的自由流动和资源配置效率的提升；3）成渝城市群：成渝城市群位于丝绸之路中的重要经济腹地，是西部地区对外开放的重要支点。

- **深化金融体系改革，强化支持实体经济。**1）深化金融体系改革。十四五期间将推进金融供给侧结构性改革，同时加速推进金融服务业开放，使得金融供给多元化，强化金融支持科技行业发展；2）深化资本市场改革。预计未来将围绕融资端、投资端和机构端加速改革。其中，融资端（注册制改革）；投资端（拓宽长线资金入市）；机构端（增强国内金融机构的竞争力）。3）进一步完善银行体系。银行系统将继续强调脱虚向实、防范化解风险、完善公司治理，制造业贷款比例或进一步提高。

- **货币财政政策相协调，财政继续加杠杆，货币结构性放松，优化税收降低融资成本。**十四五期间，货币政策将会坚持常态化操作，以结构性宽松为主。以支持重点领域和薄弱环节为发力点，为扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务提供更大力度的支持，为可能的风险应对保留足够的政策空间。财政继续加杠杆，预计财政赤字率、政府杠杆率将进一步上升。税收结构将进一步优化，为完善税制并调整房地产市场供需平衡，预计未来五年会稳妥推进房地产税立法。

- **要素市场改革取得进展，改善居民企业和政府之间关系。**改革开放是从放开商品市场开始的，要素市场放开相对偏慢，且当前部分要素仍然是管制型市场。从收入分配角度来看，要素市场改革滞后相对有利于企业部门，对居民部门造成一定压制。要素市场改革重点包括：优化土地市场要素，促进人口城镇化；引导劳动力市场改革，结构和质量两手抓；推进资本要素、技术要素和数据要素的改革。

- **加强国际联系，学习做一个有影响力的大国。**在全球低增长、低通胀、低利率的大背景下，中国优势凸显，未来在全球舞台上，我国将继续学习做一个有影响力的大国，在全球事务中发挥更加积极作用。中日韩推进“自贸伙伴关系”，合作前景广阔。中欧在“后疫情时代”拥有广泛合作空间。 “一带一路”推动加速中国产业改革和升级。

目 录

1、百年未有之大变局，中国和美国的变与不变----------P5

2、十四五规划主题：构建经济发展新格局----------P16

3、构建消费大市场，提升居民消费能力----------P25

4、科技创新，进一步提高全要素生产率----------P38

5、区域协调发展，突出重点重点城市群----------P49

6、深化金融体系改革，强化支持实体经济----------P56

7、货币财政政策相协调，优化税收降低融资成本----------P65

8、要素市场改革，改善居民企业和政府之间关系----------P71

9、加强国际联系，学习做一个有影响力的大国----------P78



一、百年未有之大变局，中国和美国的变与不变

本章要点

- **中国经济的崛起，为百年未有之大变局的最大事件。**一个新崛起的大国必然会挑战现存大国，而现存大国也必然会回应这种威胁，两者的矛盾“多数”最终通过战争解决。中美当前的经济结构以及相互融合度，决定了中美大概率不会走向“修昔底德陷阱”。

- **中国的“变”与“不变”。**1）不变：增长格局与改革方向没有变化。中国经济增长格局保持稳定向好，未来将继续通过科学技术的推动发展生产力，推动社会发展。经济潜在增速会下降，但总体经济增长态势仍会维持稳定；2）变：中国模式优势凸显。疫情给了中国模式空前地展现机会。中国模式强大的组织能力，动员能力和协调能力抗疫效果显著。

- **美国的“变”与“不变”。**1）不变：外交原则保持理想主义和现实主义结合，二战之后美国跃升成为经济、政治、军事方面的超级大国，一直坚持这一外交思想；2）变：对华策略发生改变。美国逐渐开始以冷淡思维遏制中国。近年来，美中两国围绕贸易、投资和技术的争端越来越大，美国尤其在信息分享和科研合作等方面态度冷淡，推动中美经济“脱钩”。

- **美国目前采取的冷战思维不一定有效。**1）中美对抗不同于美苏冷战；2）六十年代以来，美国、苏联经济增长出现分化，苏联国力开始衰弱；3）美苏当年经济融合程度比较低，现在中美两国经济融合程度高。

- **中美关系未来走向探讨：中短期触底可期，长期形式依然严峻。**中短期看，中美关系急速恶化，但我们认为触底可期。长期来看，无论是民主党还是共和党都会采取强硬措施。未来中美关系也取决于上方应对。

中国经济的崛起，为百年未有之大变局的最大事件

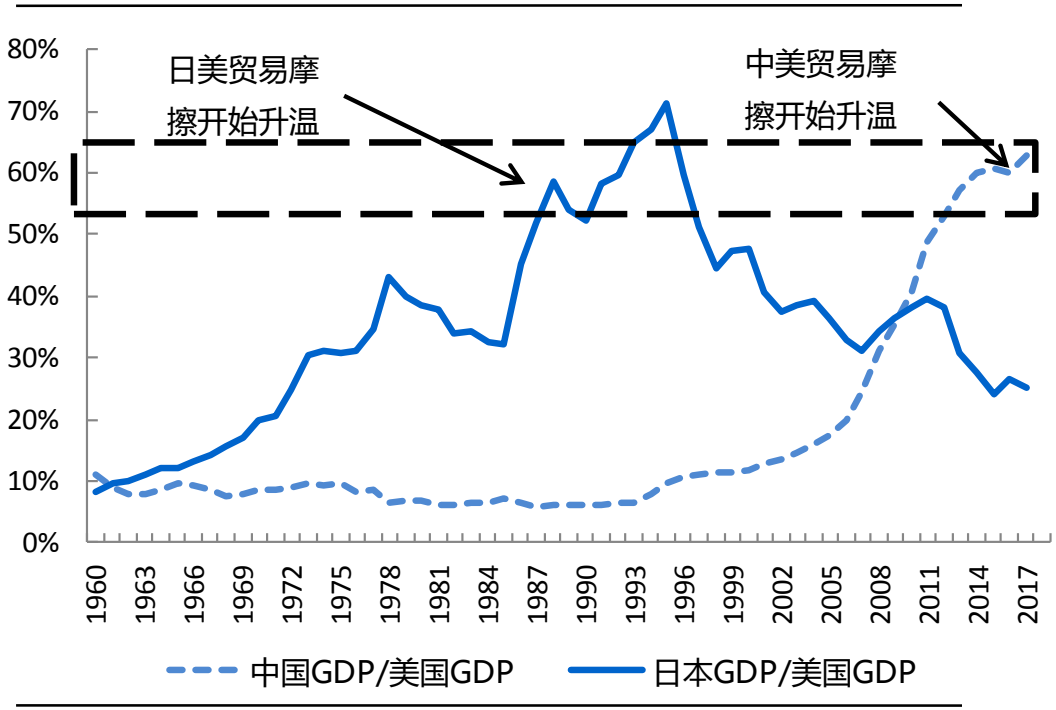
修昔底德陷阱：

- 一个新崛起的大国必然会挑战现存大国，而现存大国也必然会回应这种威胁，两者的矛盾“多数”最终通过战争解决。中美当前的经济结构以及相互融合度，决定了中美大概率不会走向“修昔底德陷阱”。

国际秩序面临的挑战：

- 欧美等发达国家经济发展速度放缓，亚洲为主的新兴经济体发展势头强劲。
- 美国推行单边主义和霸凌主义，在疫情关键时刻退出世界卫生组织，世界面临着民粹主义和新保守主义的重大挑战。
- 世界治理体系和权力秩序的改变导致现在的国际秩序不适用于中国，必然会引起矛盾。

图表 当GDP总量占比达到美国55%-65%时，贸易摩擦开始升温



资料来源：Wind，国金证券研究所

中国的“变”与“不变”

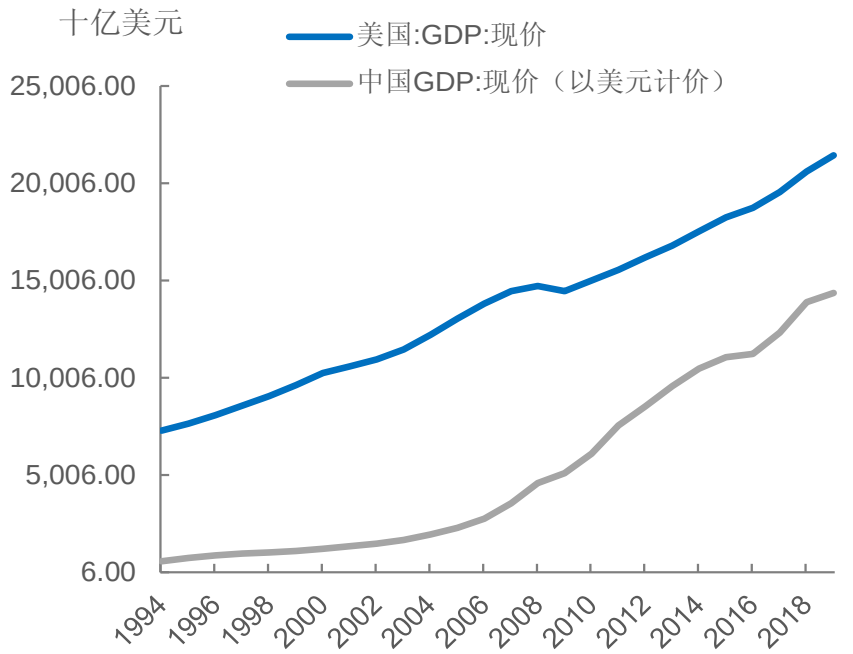
不变：增长格局与改革方向没有变化

- 中国经济增长格局保持稳定向好，未来将继续通过科学技术的推动发展生产力，推动社会发展。
- 向前看，经济潜在增速会下降，但总体经济增长态势仍会维持稳定。

变：中国模式优势凸显

- 疫情给了中国模式空前地展现机会。
- 中国模式强大的组织能力，动员能力和协调能力抗疫效果显著
- 中国模式是什么？以公有制为主体，多种所有制共存的经济模式为基础，实行双调控模式即国家调节加市场调节。

图表　中国与美国GDP差距在缩小



资料来源：Wind，国金证券研究所

美国的“变”与“不变”

不变：外交原则保持理想主义和现实主义结合，二战之后美国跃升成为经济、政治、军事方面的超级大国，一直坚持这一外交思想，具体如下：

- 理想主义是美国追求全球建立一个民主平等的价值观，价值观与体制的异同决定了美国对一个国家的总体态度。
- 现实主义则是保持经济利益。联合价值观同质的国家，保持对价值观异质国家的实力优势，以更好地维护美国自身的国家利益。

变：对华的策略

- 美国逐渐开始以冷淡思维遏制中国。近年来，美中两国围绕贸易、投资和技术的争端越来越大，美国尤其在信息分享和科研合作等方面态度冷淡，推动中美经济“脱钩”。
- 中美关系的“变”与“不变”：短期来看，双方模式不会变，中美竞争将进一步加剧。

图表 美国对外经济战略的主要类型

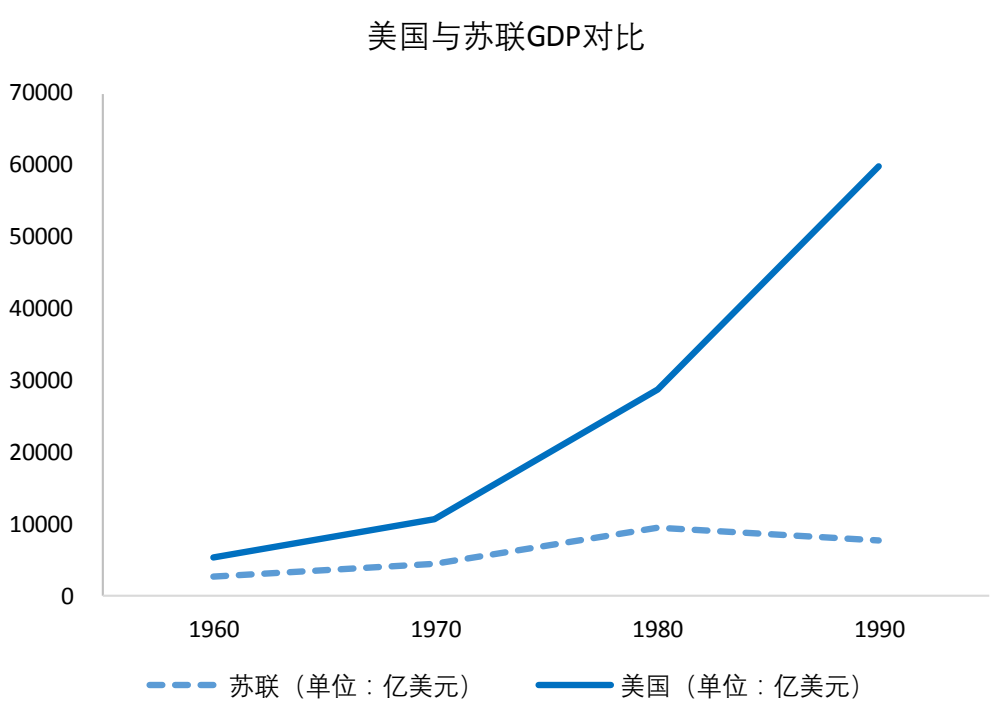
政策类型	身份定位	主要方式	案例
经济援助	盟友、朋友	单边支付	马歇尔计划
经济联合	盟友、朋友	特惠和深度合作	北美自贸区、TPP
经济竞争	朋友、伙伴	不对等互惠	支持中国入世
经济接触	伙伴、对手	对等公平交易	美日贸易冲突
经济脱钩	对手、敌人	斩断经济联系	中苏分裂
经济遏制	对手、敌人	相互打击对方	美苏经济冷战

资料来源：Wind，国金证券研究所

美国目前采取的冷战思维不一定有效

- **中美对抗不同于美苏冷战。**苏联主动寻求与美国展开全面对抗，包括开展军备竞赛和意识形态对抗，而中国现在积极与美国寻求谈判与合作。当前国际环境发生变化，与美苏冷战时期不同，美国缔结盟友与中国开展阵营式对抗的可能性很小。
- **六十年代以来，美国、苏联经济增长出现分化，苏联国力开始衰弱。**从图中可以看出，苏联与美国经济差值不断扩大，经济增长出现分化。
- **美苏当年经济融合程度比较低，现在中美两国经济融合程度高。**中美之间的经济和人员联系非常深入，中美两方在竞争中合作，在合作中竞争。当今世界，各国的政治自主性意识已得到极大发展，在经济全球化深入发展背景下，欧亚等地区国家在中美之间绝对性选边站队的可能性较小。

图表 六十年代以来，美国、苏联经济增长出现分化



资料来源：联合国，国金证券研究所

中美摩擦之贸易战：中美关系仍存在不确定性

- **2020年1月15日，中国和美国签署中美第一阶段经贸协议，延续近两年贸易冲突暂告一段落。**
- 但疫情发生以后，中美之间的冲突有所升温，特别是在香港国安法通过以后，美国在多方面对中国施压。
- **中美关系的不确定性是未来需要关注的重要风险点。**因此，从货币政策角度来看，当前货币政策要为中美关系的异常变动，预留相应的政策空间。

图表　近期中美冲突有所加剧

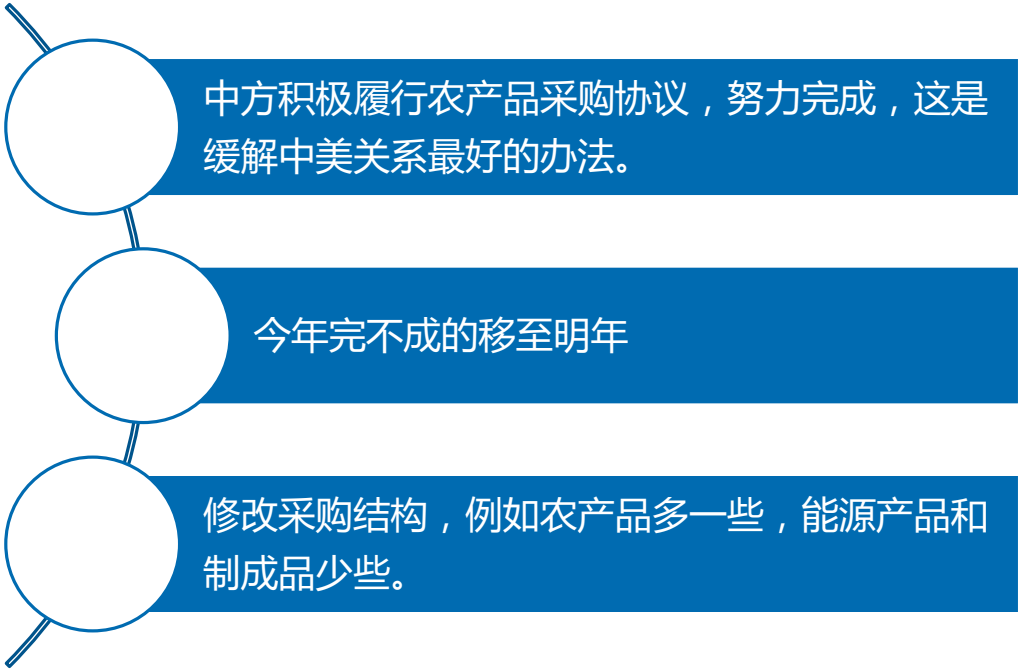
日期	中美关系
2020年9月18日	美国商务部发布通告，称将于9月20日起开始对微信Wechat实施全面禁令，从11月12日起对Tiktok实施禁令细则
2020年9月15日	美国在5月15日下发的对华为芯片管制升级令正式生效，5家芯片供应商，台积电、高通、联发科、三星及SK海力士、美光等公司不再为华为供货。
2020年8月26日	美国国务院、商务部宣布将24家中国企业列入制裁“实体清单”，原因是这些企业“帮助中国军方在南海修建人工岛”。
2020年7月14日	美国总统特朗普在白宫玫瑰园举行的新闻发布会上宣布已签署“香港自治法案”
2020年6月26日	美国国务院宣布对中方有关涉港官员等实施签证限制
2020年6月3日	美国运输部宣布，自6月16日起暂停所有中国航空公司往返中美的客运航班，后修改为每周运营两班。
2020年5月12日	中国国务院关税税则委员会公布第二批（600亿美元商品）对美加征关税商品第二次排除清单。
2020年4月24日	美国联邦通信委员会（FCC）向“中国政府拥有”的4家通信公司，发出“自证”命令。
2020年3月6日	美国贸易代表办公室(USTR)公布了对3000亿美元加征关税商品清单项下的产品第一批排除公告
2020年2月21日	中国国务院关税税则委员会公布第二批（600亿美元商品）对美加征关税商品第一次排除清单。
2020年2月1日	中国国务院关税税则委员会宣布按照防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情进口物资免税政策；已加征税款予以退还。
2020年1月15日	签署中美第一阶段经贸协议，即《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》

资料来源：Wind，国金证券研究所

中美摩擦之贸易战：贸易采购问题发酵可能在10月

- **发酵原因之一：**美方依然努力维持这一协议，希望中方继续采购，但今年在疫情的影响下基本是完不成的。
- **发酵原因之二：**第一阶段协议是特朗普竞选较为重要的砝码，美国政府高度关注。
- **大选投票（11月）前夕，特朗普政府更关注经济，而将协议完成不理想作为替罪羊。因此贸易采购问题可能在10月发酵，这是风险点，不排除恢复关税和新增关税的可能性。**

图表 中方可能的应对措施



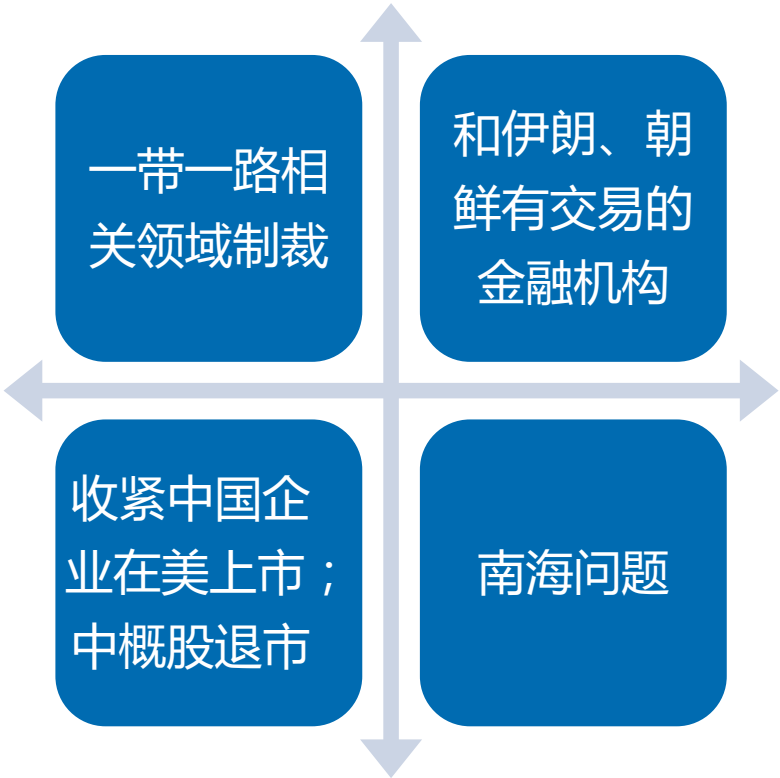
资料来源：公开资料，国金证券研究所

中美摩擦之金融战：全面制裁不太可能，局部制裁可能性大

金融战总体结论：

- **（1）全面金融制裁不太可能，中期来看都不太可能。历史上来看都没有。全面制裁是伊朗和朝鲜。**
- **（2）部分金融制裁有可能：对股份制银行进行制裁，而对国有银行制裁比较慎重。**
- **（3）美方制裁是逐步升级，从小到大。**
- **（4）香港问题是本次制裁的切入点（新冷战的标志），主要是香港的金融制裁。**

图表 其他领域金融战



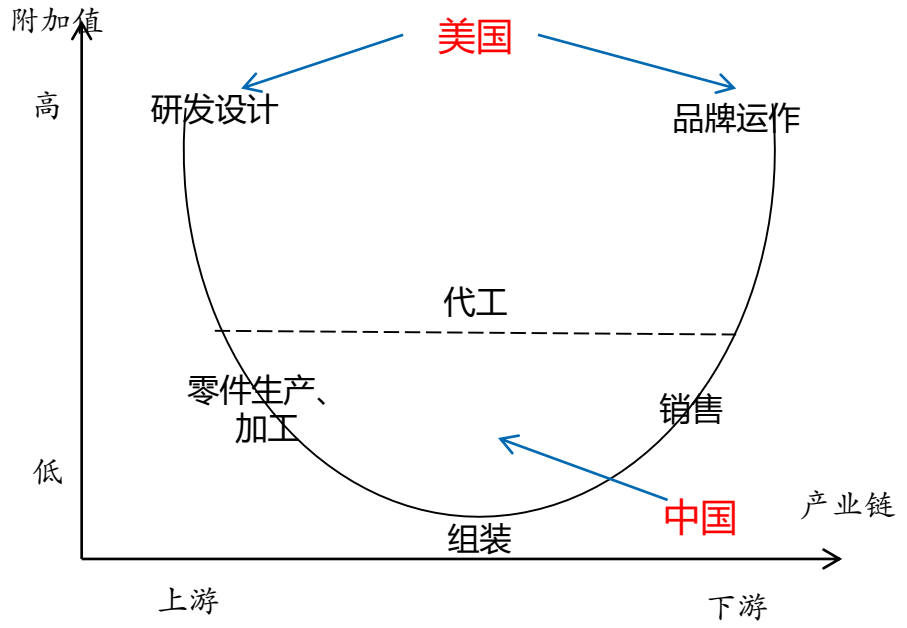
资料来源：公开资料，国金证券研究所

中美摩擦之科技战：围绕新疆、南海、科技标准制定、专利等问题展开

科技战是中美斗争的核心，美方在科技方面的制裁主要表现在以下几个方面：

- （1）新疆纺织企业被美国制裁；
- （2）南海问题相关企业成为重点打击的对象；
- （3）高科技领域，标准制定的争端，例如美方瞄准《中国标准2035》；
- （4）涉及专利窃取、假冒伪劣产品（输美的），尤其是互联网平台相关的，美国将全方位研究、调查和报告。
- （5）高新技术产业链例如芯片产业链、汽车产业链、先进制造产业链等受到美国技术封锁。

图表 美国在科技产业链两端，对中国进行技术封锁



资料来源：公开资料，国金证券研究所

中美关系未来走向探讨：中短期触底可期，长期形式依然严峻

国金证券 SINOLINK SECURITIES

中短期看，中美关系急速恶化，但我们认为触底可期。

- 原因在于：今年是大选年，民主党和共和党比谁对中国更严厉，在美国国内疫情、经济、种族等问题难以解决，候选人甩锅中国以转移内部矛盾并拉拢选票。
- 大选之后，中美关系将稍有缓和，但只是策略性缓和。

长期来看，无论是民主党还是共和党都会采取强硬措施。

- 美国两党已达成对华强硬共识，中美贸易摩擦有长期性和日益严峻性，由贸易战上升到金融战、科技战、地缘政治站、国际规则站、舆论战等全方位博弈。

图表 民主党和共和党对华政策本质区别

民主党（拜登）

- 侧重制度，可预期

共和党（特朗普）

- 侧重经济和金融，不好预期

资料来源：公开资料，国金证券研究所



二、十四五规划主题：构建经济发展新格局

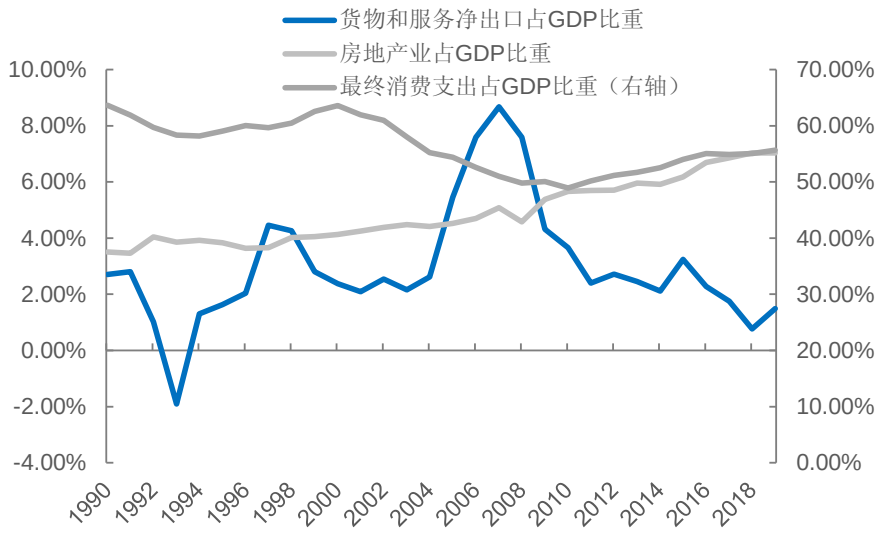
本章要点

国金证券 SINOLINK SECURITIES

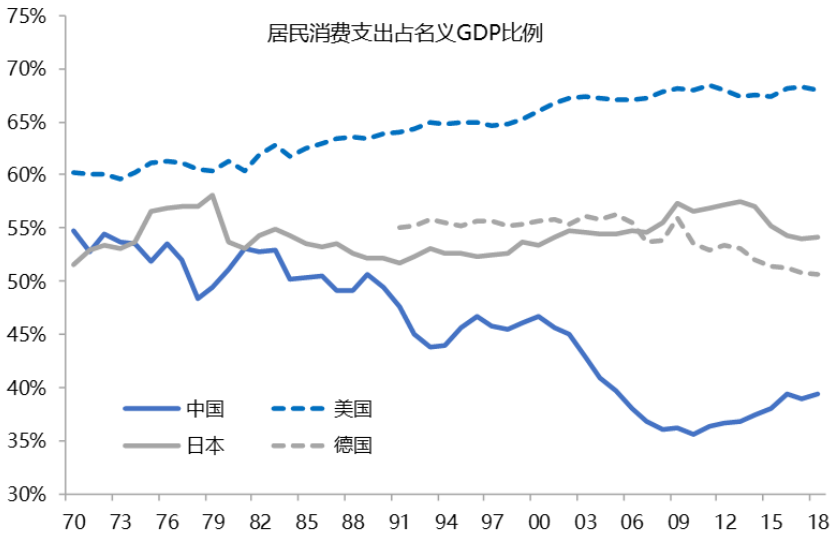
- **十四五规划主题是构建经济发展新格局。重点包括三条主线：1）内循环为核心的消费主线；2）科技创新，提高全要素生产率；3）绿色经济。**
- **主线一：内循环为核心的消费主线。**过去中国经济增长依赖出口、基建和房地产等固定资产投资模式。当前正在逐步转向以消费为主的新增长模式。未来五年，要通过改革让居民能消费、愿消费、敢消费；优化收入分配结构，改善居民消费环境，提升商品的品质和服务供给，不断完善社会保障体系，增加居民消费意愿。
- **主线二：科技创新，提高全要素生产率。**内部来看，单纯依靠增加要素数量驱动经济增长的“外延型”经济增长方式已经无法满足我国的需求，需要依靠科技创新将我国转为“内涵型”增长模式。外部来看，中美脱钩、产业转移等问题，也需要加强自身科技能力建设，发展高端制造、智能制造，推动中国经济由量大转向质强，提高全要素生产率。
- **主线三：绿色经济，促进新能源革命。**发展绿色经济，提高可再生能源比例，提高能源质量，促进新能源革命，提高发展质量。
- **十四五规划经济增长目标预计在5%左右，2035年GDP再翻一番。**党的十九大报告指出，中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和战略目标。长远看，随着潜在增速的回落，会淡化经济增长目标。

主线一：内循环为核心的消费主线

图表　出口、房地产、消费占GDP的比重



图表　与美国、日本、德国相比，我国居民消费率偏低



- **旧增长模式：**过去中国经济增长依赖出口，基建和房地产等固定资产投资模式。
- **新增长模式：消费未来空间打开。**我国居民消费占GDP的比重不高。美国消费占GDP的比重维持在85%到90%之间，欧盟消费占GDP约为80%，日本约为76%，而我国则在50%至60%徘徊。
- 消费具有较大提升空间，未来五年，一方面是要通过改革让居民能消费、愿消费、敢消费。优化收入分配结构，改善居民消费环境，提升商品的品质和服务供给，不断完善社会保障体系，增加居民消费意愿。
- 当前我国政府消费在经济总量，特别是在最终消费支出总量中占据了相对较大的比重。

资料来源：wind，国金证券研究所

主线一：内循环为核心的消费主线

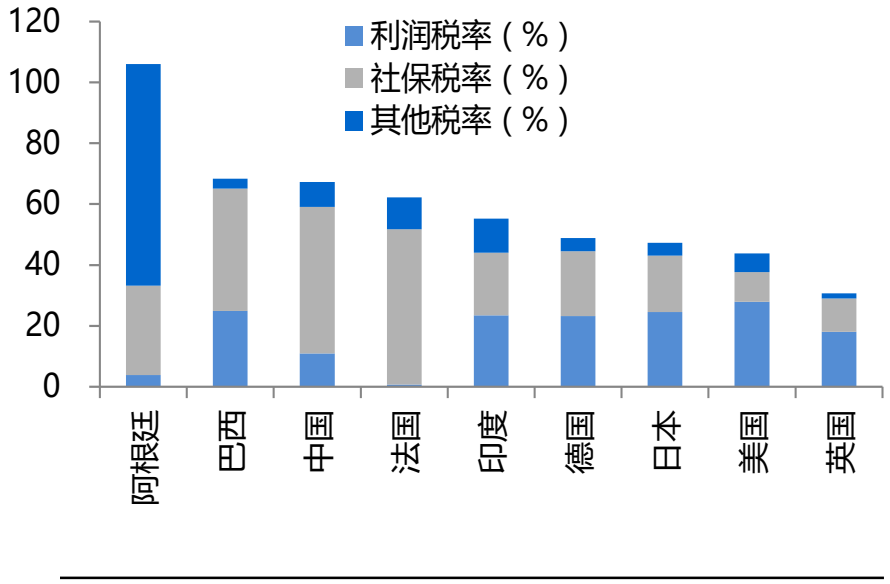
我国居民消费率为什么不高？

- **居民消费占比低。**我国居民消费占GDP的比重仅为39%。相比之下，韩国居民消费占GDP的比重为49%，日本居民消费占GDP的比重为56%，而美国居民消费占GDP的比重高达68%。**居民消费率的差别背后折射的是收入分配的巨大差异。**人均可支配收入较少，所以没钱消费。
- **贫富差距和人口老龄化拖累消费。**出生率的大幅下降拖累中国经济发展。

如何提升居民消费率？

- **除要素市场改革外，降低税率，提高居民收入，加大政府消费支出。**
- **提高消费意愿。**对不同的产品给予消费补贴这在过去促消费政策中使用频繁，如家电、汽车下乡等。

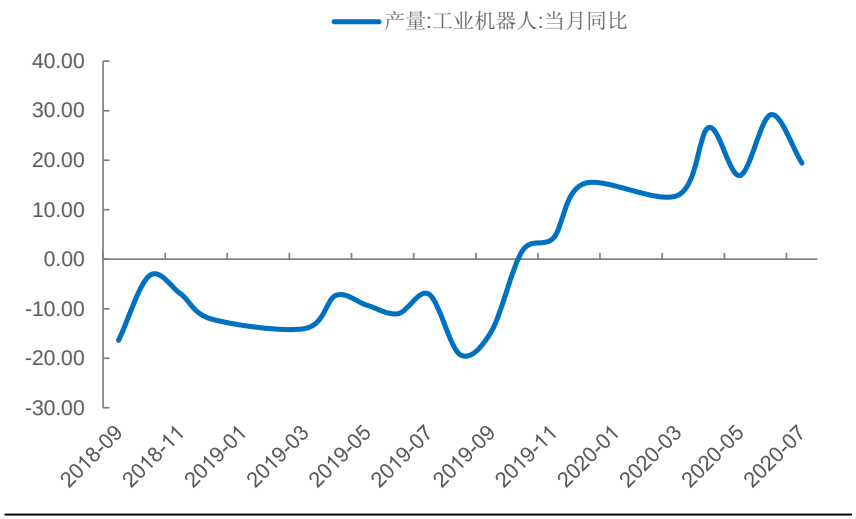
图表 我国综合税率较高，减税可刺激消费



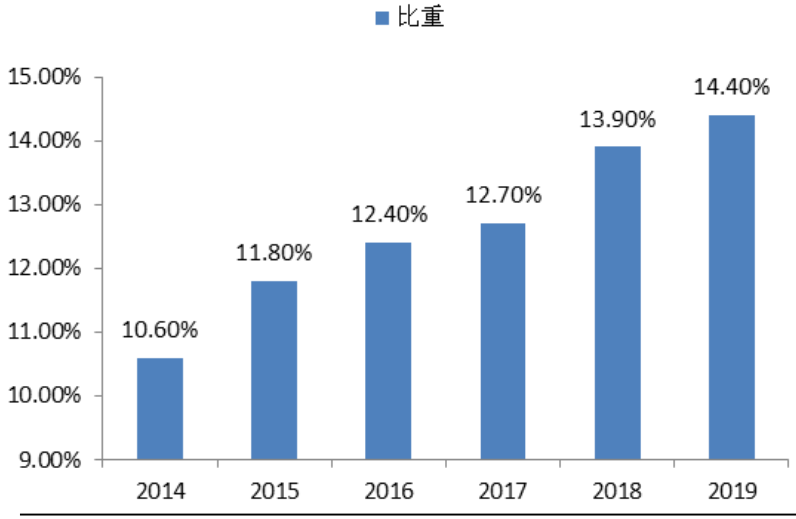
资料来源：wind，国金证券研究所

主线二：科技创新，提高全要素生产率

图表 工业机器人产量近年来同比快速上升（%）



图表 国内高端制造业占全部增加值的比重逐年增加



集中攻克技术“卡脖子”领域：

- 要加大在基础研究、前沿科技领域研究和存在瓶颈的技术攻坚方面的投入（例如芯片和半导体、软件、精密机械、精细化工、先进机器人技术、新材料、航空航天技术等），**重点支持“四基”领域（核心基础零部件、关键基础材料、先进基础工艺、产业技术基础等）。**
- 通过国家基础研发体系促进创新驱动发展，增强知识产权保护，为科研人员提供更多激励措施。

加快制造业转型升级：

- 加强自主创新，发展高端制造、智能制造，推动中国经济由量大转向质强。

资料来源：wind，国金证券研究所

主线二：科技创新，提高全要素生产率

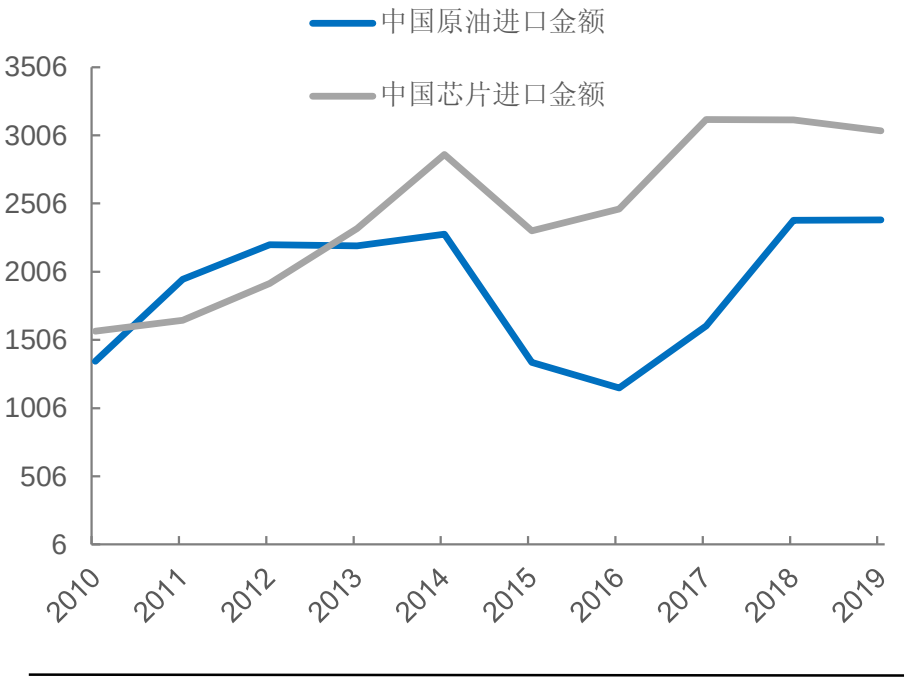
内因：产业结构不适合消费需求：

- 单纯依靠增加要素数量驱动经济增长的“外延型”经济增长方式已经无法满足我国的需求，面对国内消费不振和投资需求降低等多重因素，需要依靠科技创新将我国转为“内涵型”增长模式，通过技术进步、劳动者素质提高和全要素生产率改进等方式，促进经济高质量发展。

外因：中美脱钩与产业转移：

- 中国总体上高度依赖美国技术，处于技术净进口的被动地位。
- 中美科技摩擦近些年愈演愈烈，从2018年中兴事件开始，美国几次加码，禁止华为购买基于美国软件或技术，中美科技局部脱钩。
- 中美贸易战加速了中国产业外迁，而高端制造业的转移门槛较高，为我国产业结构转型升级留下时间空间。

图表 中国原油和芯片进口金额对比（亿美元）



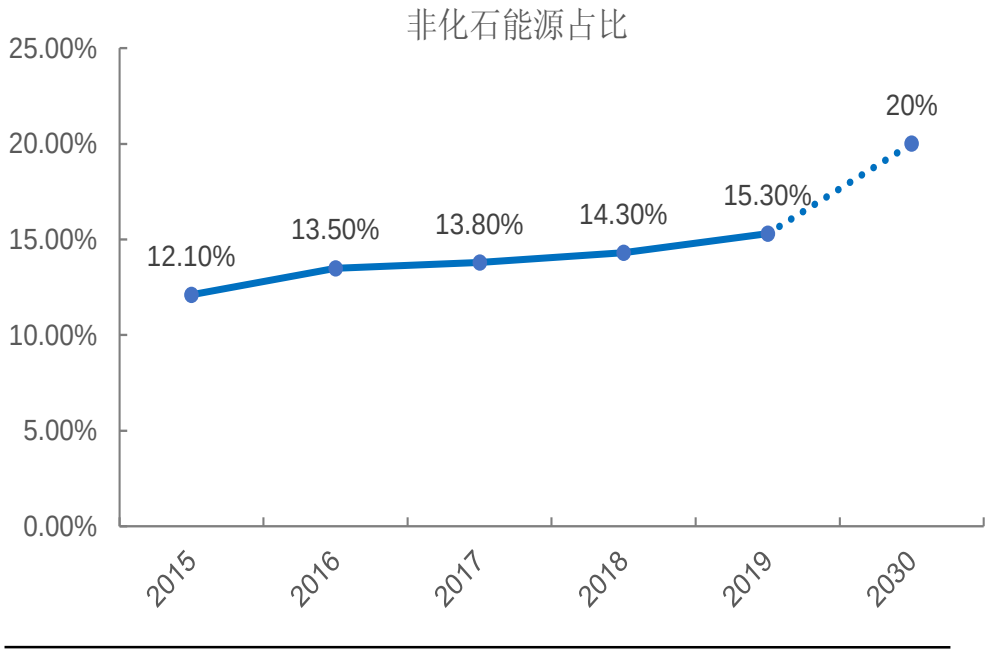
资料来源：wind，国金证券研究所

主线三：绿色经济，促进新能源革命

发展绿色经济，提高可再生能源比例，提高能源质量，促使新能源革命，具体表现在下面几个方面：

- **供给端**来看，风电、光电成本下降很快，发展潜力很大。
- **需求端**来看，节能潜力更大，需要加强终端用户节能技术研究。当前我国能源结构以煤炭为主，较为不环保，未来将逐步转型。
- **新能源革命**：第一是向可再生能源发电转型，第二是把建筑转化为微型发电厂，即分布式可再生能源，第三是储能，这是新能源的关键，用氢气、电池等技术来存储间歇式能源，第四是发展能源互联网技术，第五是电动汽车成为用能、储能并回馈能源终端。

图表 非化石能源占比将逐步提升



资料来源：wind，国金证券研究所

经济增长：十四五规划经济增长目标预计在5%左右

十四五规划经济增长目标预计在5%左右。长远看，随着潜在增速的回落，会淡化经济增长目标。

- 一方面是疫情和国际不稳定性的影响，另一方面是国内人口老龄化和科技受限抑制了中国经济的潜在增长率，预计十四五规划会设置一个较低的经济增速目标，而重点将放在内循环和产业的结构性改善。
- 提高城镇化率、促进消费、加大就业、完善社会保障体系、增加科研支出等或将代替经济增长速度，成为下一个五年的重点。
- **预计十四五规划将明确2020至2035年GDP翻一番目标。**根据计算，平均GDP增速为4.7%；2035年中国人均GDP将达到3.5万美元左右，进入世界高收入国家之列。

图表 中国2020-2050年（潜在）经济增长率（%）

年份	Maddison	PWT 9.0	平均值
2021-2025	5.14	6.00	5.57
2026-2030	4.49	5.15	4.82
2031-2035	3.68	4.19	3.94
2036-2040	3.19	3.61	3.40
2041-2045	3.29	3.63	3.46
2046-2050	2.84	3.11	2.98

来源：白重恩，张琼. 中国经济增长潜力预测：兼顾跨国生产率收敛与中国劳动力特征的供给侧分析[J]. 经济学报，2017，4: 1–27.

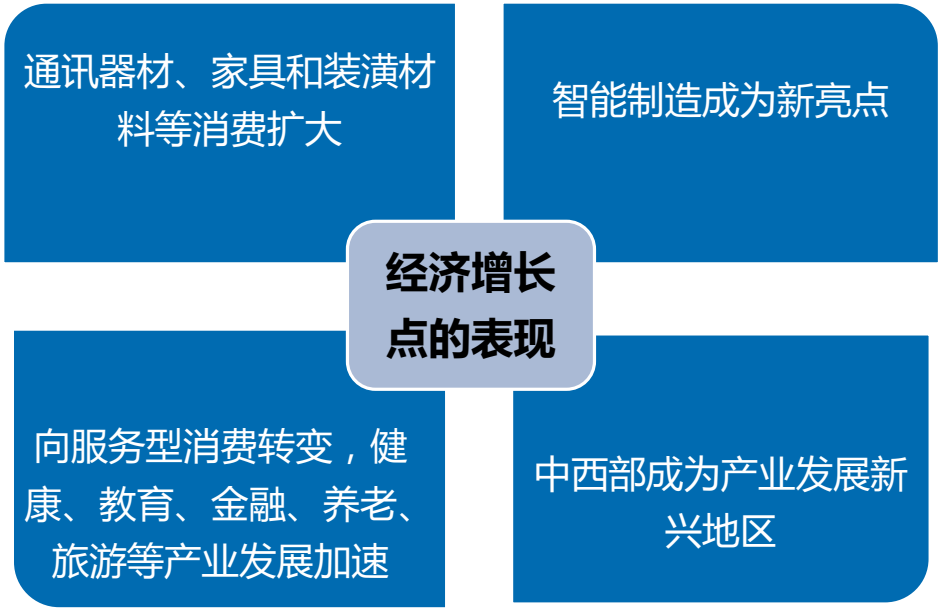
资料来源：公开资料，国金证券研究所

经济增长：中国经济内在发展的逻辑是高质量发展

党的十九大报告指出，中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和战略目标。

- 中国经济从2010年第二季度以来，连续40个季度出现下滑。下滑时间如此之长，说明中国经济已不是周期性变化因素，而是结构性变化。
- 未来将调动和集中更多社会资源，加大研发投入，进一步提升研究与试验发展（R&D）经费占GDP 的比重。

图表 新产业高质量发展正在成长



资料来源：公开资料，国金证券研究所



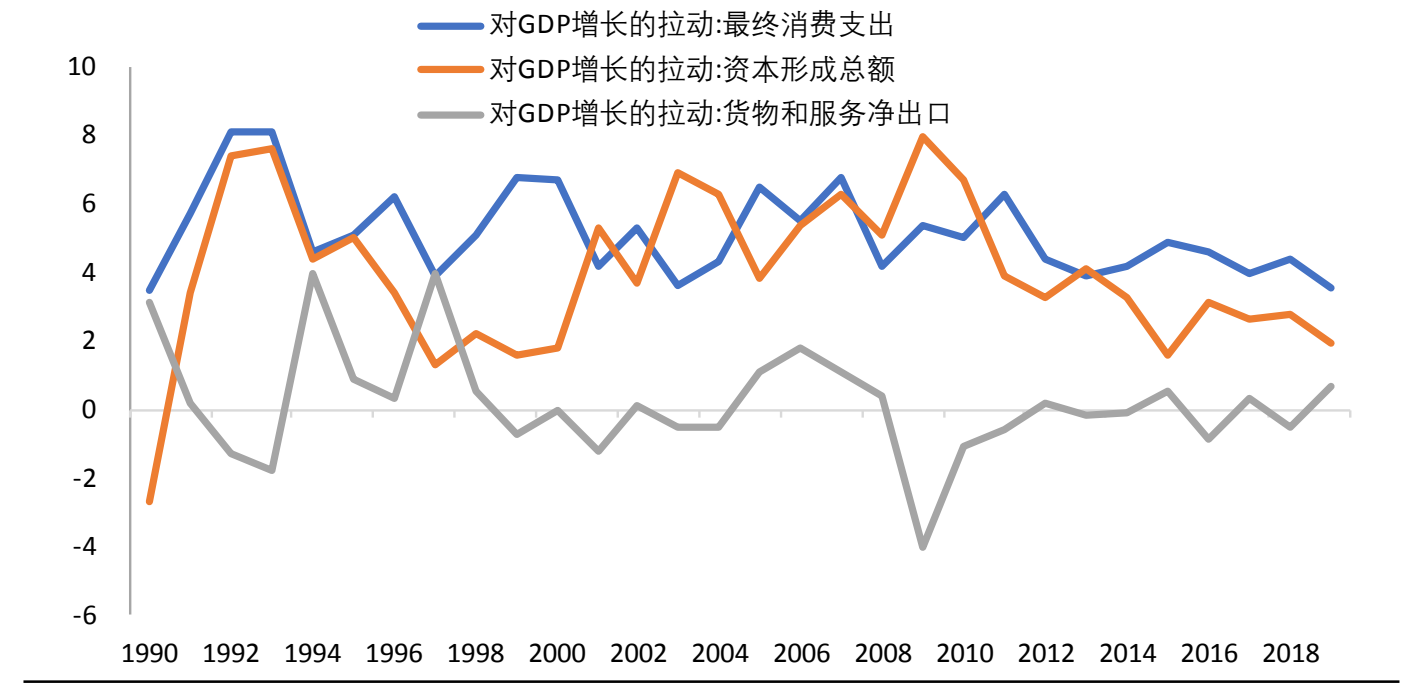
三、构建消费大市场，提升居民消费能力

本章要点

- **内循环为核心的消费主线。**过去中国经济增长依赖出口，基建和房地产等固定资产投资模式。当前正在逐步转向以消费为主的新增长模式。未来五年，要通过改革让居民能消费、愿消费、敢消费。优化收入分配结构，改善居民消费环境，提升商品的品质和服务供给，不断完善社会保障体系，增加居民消费意愿。
- **消费在经济增长中的作用越来越大。**2011年以来，最终消费支出对经济增长的拉动作用开始超过资本形成总额，消费在经济增长中的作用越来越大。其中2018年最终消费支出拉动GDP增长3.5个百分点，资本形成总额拉动GDP增长1.9个百分点，消费对GDP拉动接近于投资的两倍。
- **我国居民消费率相对偏低，近年政府支出规模有所扩张。**我国居民消费率相对偏低。居民消费率为居民消费支出在GDP中所占比重，与其他国家相比，我国居民消费率较低。近年来，我国政府支出规模有所扩张。适当增加公共消费，可以更好发挥公共消费的带动和牵引作用。
- **如何构建消费大市场?**
- 1）通过政府部门让利，适当降低居民储蓄率，提高消费能力，2010年以来，我国居民储蓄率有所下降，但绝对量来看依然处于较高水平；2）减税降费。减税降费降低了企业负担，增加了居民的可支配收入，有利于企业和居民扩大消费；3）进一步完善社会保障体系，让居民敢消费，完善社会保障制度，促进居民消费增长。4）加强转移支付。通过政府的转移支付来扩大全社会的消费需求，尤其是提高中低收入人群服务的社会消费需求。5）缩小收入不平等差距与扩大政府消费。

消费在经济增长中的作用越来越大

图表 消费在经济增长中的作用越来越大（%）



- **2011年以来，最终消费支出对经济增长的拉动作用开始超过资本形成总额，消费在经济增长中的作用越来越大。**其中2018年最终消费支出拉动GDP增长3.5个百分点，资本形成总额拉动GDP增长1.9个百分点，消费对GDP拉动接近于投资的两倍。

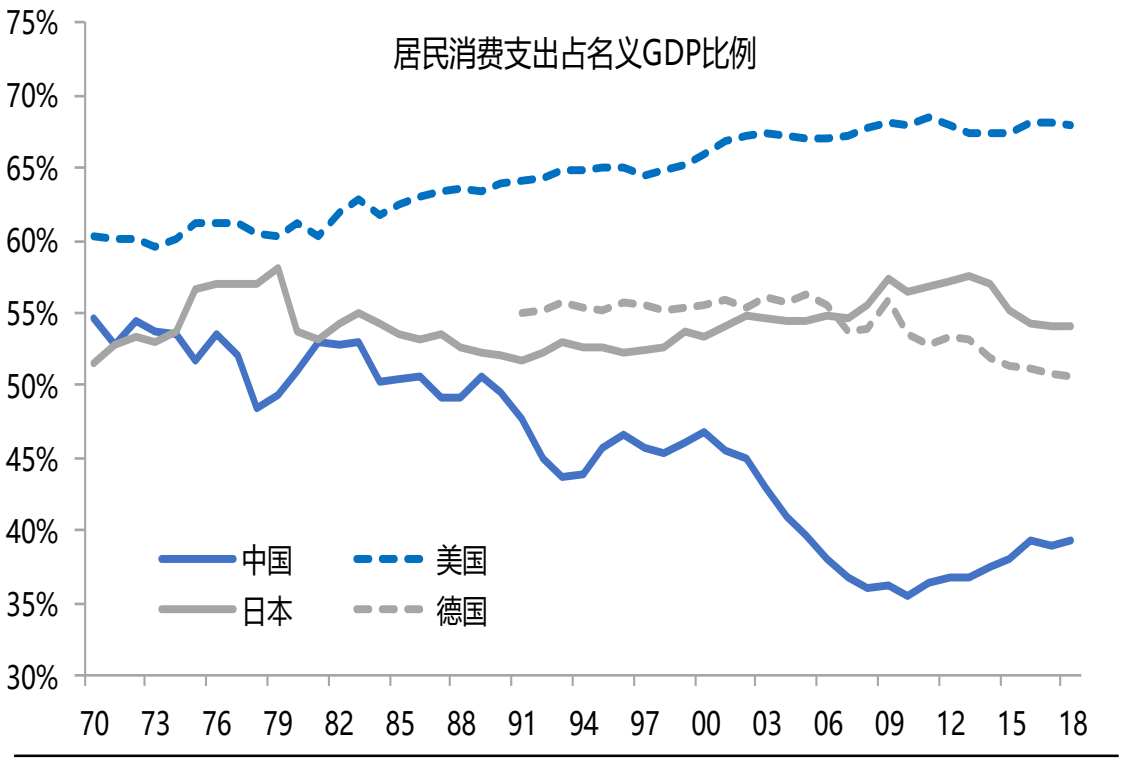
资料来源：Wind，国金证券研究所

国际比较来看，我国居民消费率相对偏低

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **我国居民消费率相对偏低。**居民消费率为居民消费支出在GDP中所占比重，与其他国家相比，我国居民消费率较低。2019年我国居民消费率为39.3%，美国为68.0%，日本为54.1%、德国为50.6%。改革开放之前，由于我国人均收入水平较低、收入分配不合理、社会安全网络不够健全、消费习惯和文化的特点，我国居民消费和政府消费水平偏低。改革开放后，价格管制放开，居民消费有所上升。
- 纵向看，受2009年金融危机影响，我国居民消费率低点为2010年（35.6%），此后虽有所回升，但与历史数据相比，仍处于偏低水平。

图表 与美国、日本、德国相比，我国居民消费率偏低

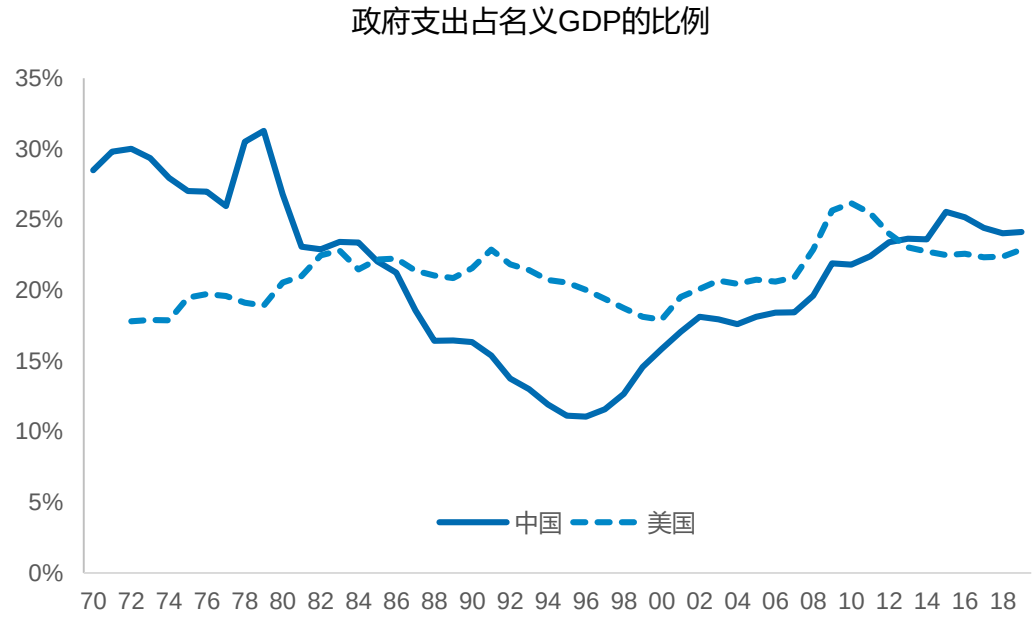


资料来源：Wind，国金证券研究所

政府支出规模有所扩张

- **近年来，我国政府支出规模有所扩张。**与美国相比较，此前我国政府支出较低。2012年我国政府支出占GDP比重为23%，美国政府支出占GDP比重为24%。近年来我国政府消费率呈现上升趋势。2019年我国政府支出占GDP比重为24%（美国为23%），政府支出规模有所扩张。
- **4月17日政治局会议明确提出“适当增加公共消费”。应对疫情，除了增加基础设施建设等公共投资以外，适当增加公共消费，可以更好发挥公共消费的带动和牵引作用。**公共消费主要包括政府部门在社会性公共服务以及自身行政管理费用方面的支出，其主要目的是为居民提供基本的社会公共服务并维持政府机构的正常运转。

图表 近年来，我国政府支出规模有所扩张



资料来源：Wind，国金证券研究所

如何构建消费大市场？

国金证券 SINOLINK SECURITIES

■ **消费是民生之本，占支出法统计的GDP总值54%，同时也是各项衍生服务业的基础。**现阶段疫情冲击下，我国经济也受到严重冲击。而消费对经济有绝对的推动作用，消费能促进经济发展、也带动了资金的流通、消费可以刺激社会市场、提供更多的就业机会、进一步推动社会经济的发展。

■ 因此，采取必要措施构建消费大市场对我国经济的恢复和“双循环”格局的推动是非常有必要的。

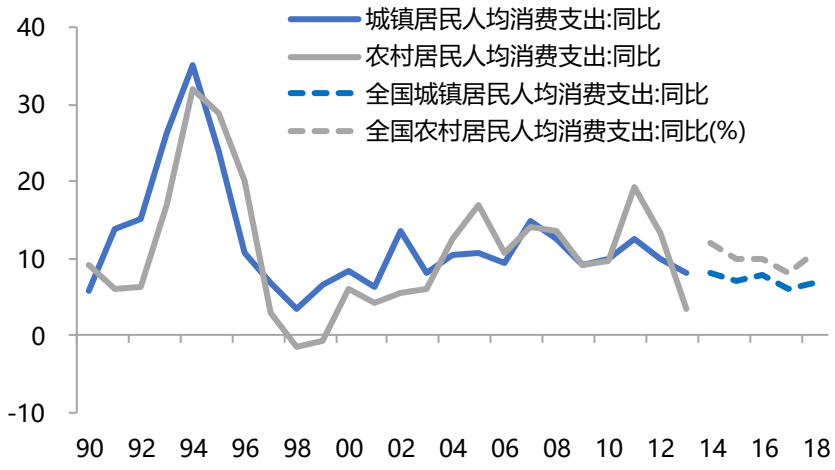
如何构建消费大市场？

1	政府部门要让利
2	提高城乡居民收入水平
3	缩小收入不平等差距
4	扩大政府消费
5	降低居民杠杆率
6	稳就业、保民生

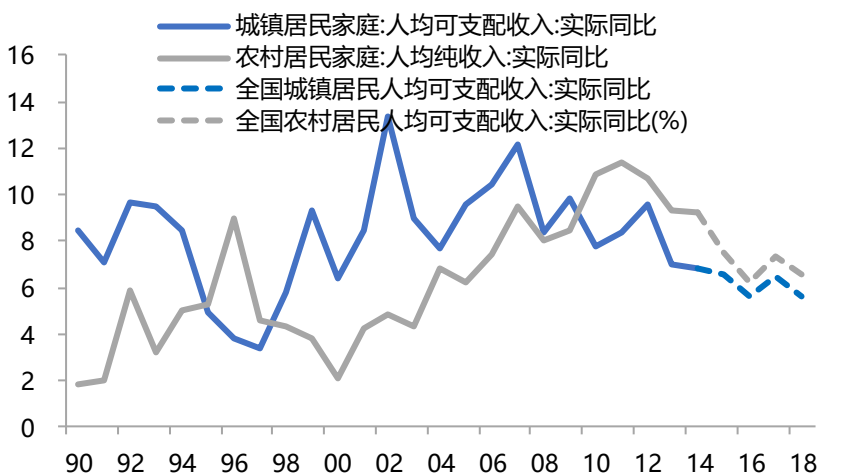
资料来源：Wind，国金证券研究所

构建消费大市场，政府在其中可以发挥重要作用

图表　2014年以来农村居民消费支出增速明显高于城镇



图表　2010年以来，农村居民收入增长明显高于城镇



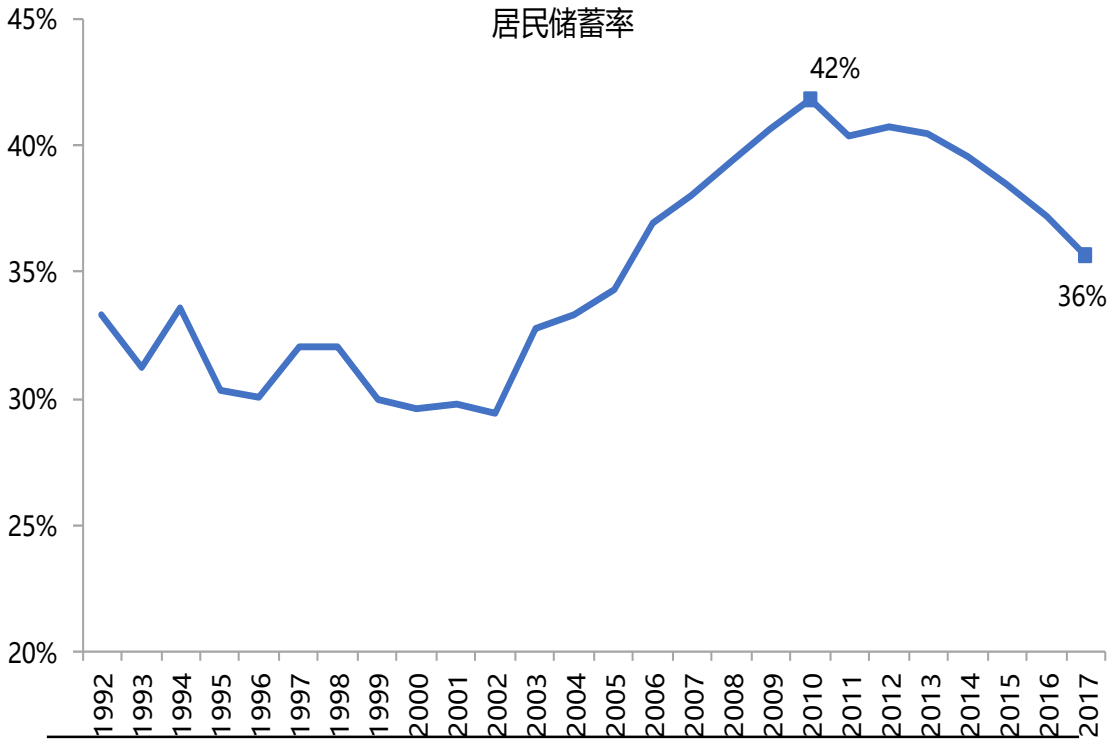
- 比较城镇与农村消费可以看到，2014年以来农村居民消费支出增速明显高于城镇，**其中很重要的一个原因在于随着新农合、新农保（2009年）的实施，农村居民可支配收入得到了提升。**
- 收入的快速增长能带动消费的增长，因此提高消费的重点在于增加居民可支配收入，政府在其中可以发挥重要作用。

资料来源：Wind，国金证券研究所

政府部门让利—适当降低居民储蓄率

- **2010年以来，我国居民储蓄率有所下降，但绝对量来看依然处于较高水平。**
- 较高的储蓄率水平也对我国投资增长起到了一定的支撑作用。此外也从侧面体现了我国仍然处在由投资拉动经济到消费拉动经济的转变过程中，未来消费增长仍有较大潜力和空间。
- 为构建消费大市场，政府部门应当采取措施降低居民储蓄率，从而扩大居民消费。

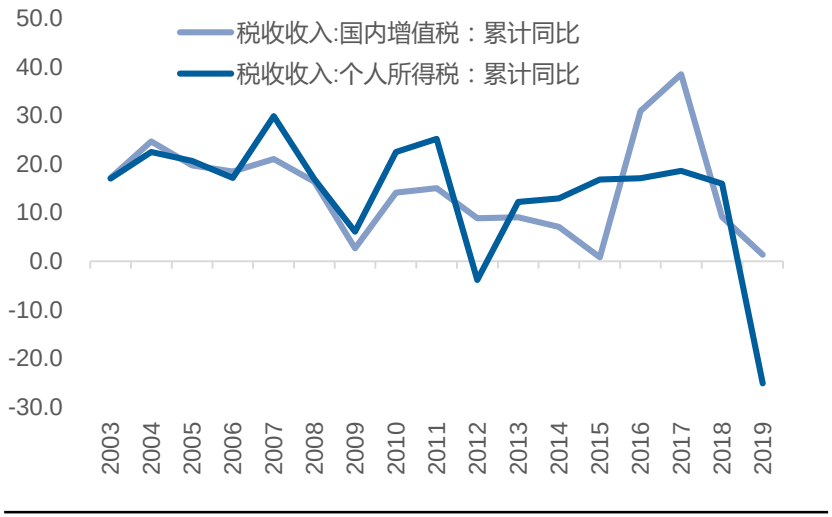
图表 2010年以来，我国居民储蓄率有所下降，但绝对量依然处于较高水平



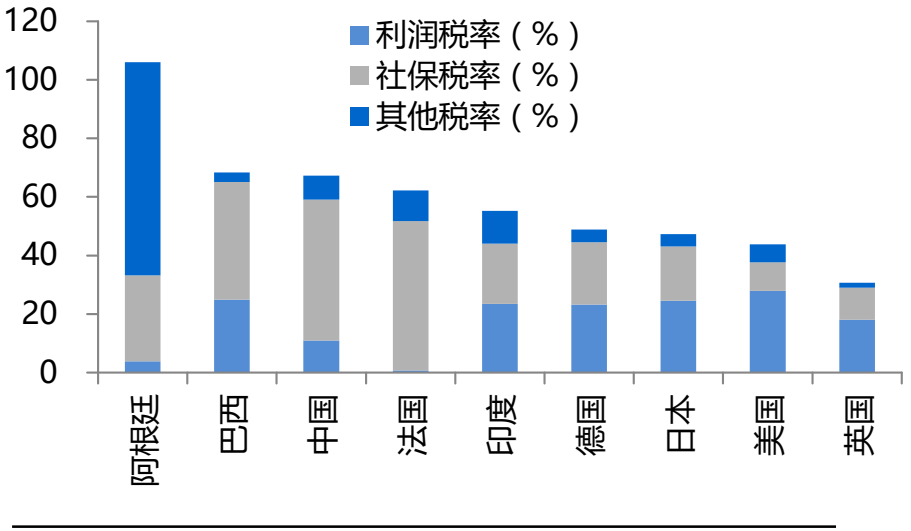
资料来源：Wind，国金证券研究所

政府部门让利—减税降费

图表 个人所得税收入和增值税收入增速明显下降（%）



图表 我国综合税率高于大部分发达国家



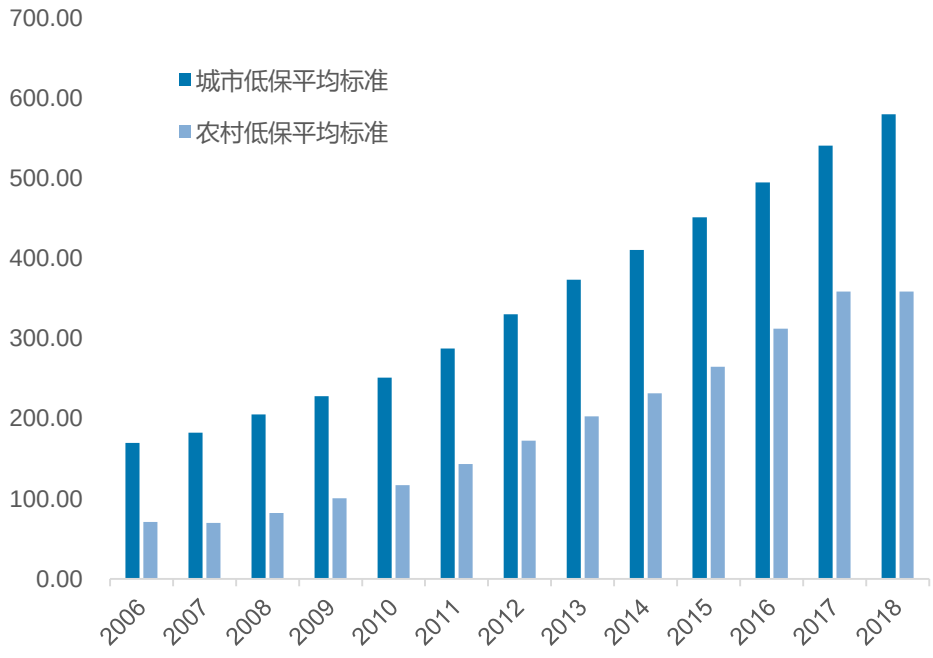
- 2019年减税降费的规模大约为2.4万亿元，其中企业减税2万亿元，居民减税4千亿元。综合税率高于大部分发达国家，表明我国居民和企业的负担依然较高，减税降费仍有空间。
- 减税降费降低了企业负担，增加了居民的可支配收入，有利于企业和居民扩大消费，提高我国消费率水平，构建消费大市场。

资料来源：Wind，国金证券研究所

政府部门让利—完善社保体系

- **进一步完善社会保障体系，让居民敢消费，完善社会保障制度，促进居民消费增长。**
- 1.尽量营造一个让劳动者没有后顾之忧的社会消费环境。
- 2.重点解决社会保障基金不足问题，扩大覆盖面的同时，加大征缴力度和提高统筹层次，加快立法进程，强化征缴手段。
- 3.充分发挥社会保障基金促进消费增长的作用。
- 4.要切实保障职工的基本医疗需求，使职工的基本生活需要得到较好的保障，完善城镇居民最低生活保障制度。

图表 低保平均标准逐步提高（元）

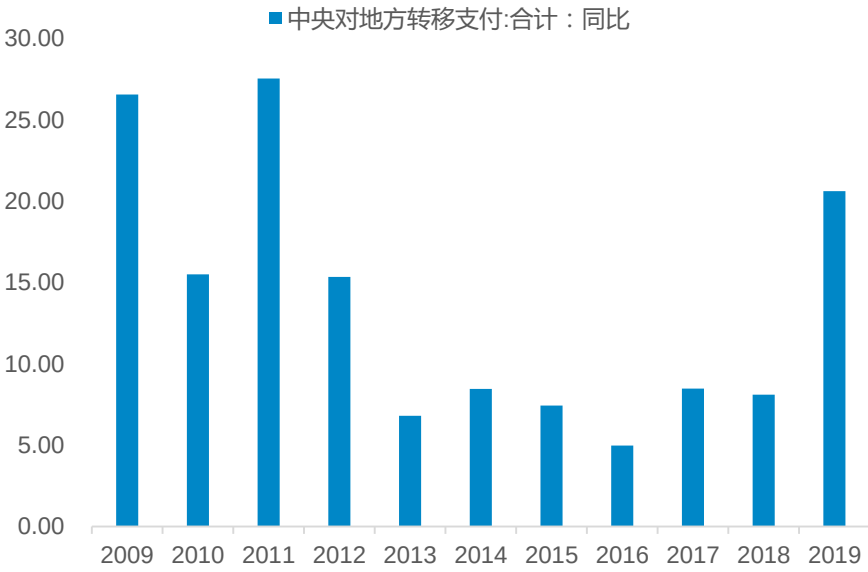


资料来源：Wind，国金证券研究所

政府部门让利—加强转移支付

- **通过政府的转移支付来扩大全社会的消费需求，尤其是提高中低收入人群服务的社会消费需求。**
- 转移性支付政策的消费性补贴是为了保证低收入者的利益，通过对基本生活物品进行补助、对最低生活标准进行保障的转移支付手段之一。
- 政府可以通过发放消费券等形式刺激消费，带动相关低收入者的消费。

图表 我国转移支付水平有待提高（%）

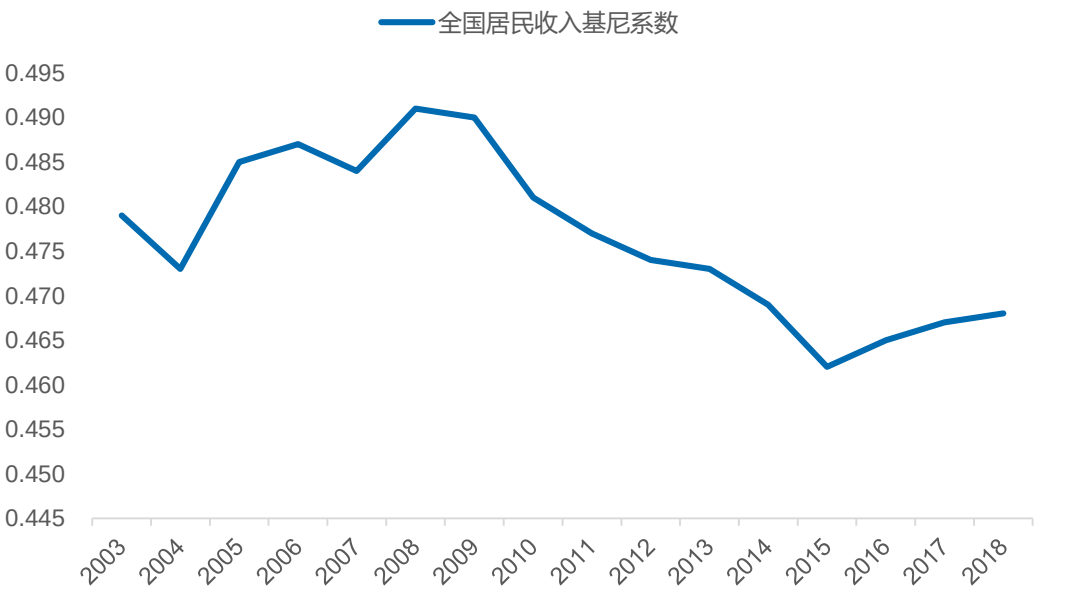


资料来源：Wind，国金证券研究所

构建消费大市场—缩小收入不平等差距

- **我国基尼系数在不断下降，但仍处于较高水平，收入不平等问题仍比较严峻。**
- 要尽快在全国660多个城市和1000多个县级政府所在镇全部建立起城镇居民最低生活保障制度，使全体城镇贫困人口的基本生活得到保障。同时，通过强化再分配的调节功能，缩小社会不同群体之间的收入差距，保障低收入者的基本生活需要，提高居民收入的总体消费倾向。

图表 全国居民收入基尼系数

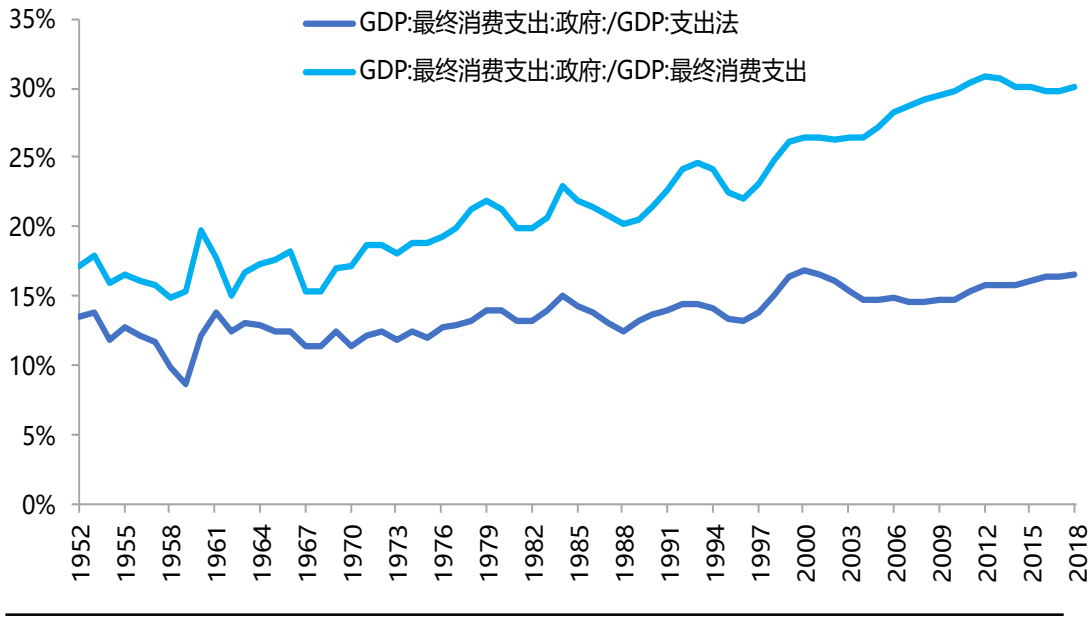


资料来源：Wind，国金证券研究所

构建消费大市场—扩大政府消费

- 政府消费占最终消费比重接近三成，且主要集中在社会公共服务方面，**政府消费的增加可以对居民消费产生“挤入效应”，促进居民消费。**
- 预计公共消费将主要集中于公共管理、卫生、教育、养老、科技、城市基础设施服务等方面，优化公共服务供给机制，发挥公共消费的带动和牵引作用。与此同时，增加政府消费也需要扩大一般预算支出，即狭义财政也需要有所扩张。

图表 政府消费在经济总量中占据了相对较大的比重（%）



资料来源：Wind，国金证券研究所



四、科技创新，进一步提高全要素生产率

本章要点

- **科技创新，提高全要素生产率。**内部来看，单纯依靠增加要素数量驱动经济增长的“外延型”经济增长方式已经无法满足我国的需求，需要依靠科技创新将我国转为“内涵型”增长模式。外部来看，中美脱钩、产业转移等问题，也需要加强自身科技能力建设，发展高端制造、智能制造，推动中国经济由量大转向质强，提高全要素生产率。
- **借鉴：美国新经济时代，科技创新成为经济增长的主要动力。**由于日本和欧洲在20世纪70-80年代经济的迅速崛起，导致美国经济在世界总产值中所占的份额不断下降，综合竞争力日益衰退。美国选定了微电子和新能源等一批发展潜力较大的高科技，加快高科技的发展。
- **创新驱动：我国新经济占比提升，对GDP拉动相对明显。**根据统计局数据，2019年我国“三新”经济增加值相当于GDP的比重为16.3%，比上年提高0.2个百分点。2019年，新经济对拉动实际GDP同比1个百分点，其中新经济制造业拉动0.7个百分点，新经济服务业拉动0.3个百分点。虽然新经济在经济总规模中占比相对较小，但是对于经济的拉动作用是相对明显的。
- **科技创新重点方向：集中攻克“卡脖子”领域技术，加快制造业转型升级。**加大在基础研究、前沿科技领域研究和存在瓶颈的技术攻坚方面的投入（例如芯片和半导体、软件、精密机械、精细化工、先进机器人技术、新材料、航空航天技术等），重点支持“四基”领域（核心基础零部件、关键基础材料、先进基础工艺、产业技术基础等。加强自主创新，发展高端制造、智能制造，推动中国经济由量大转向质强。

科技创新，提高全要素生产率

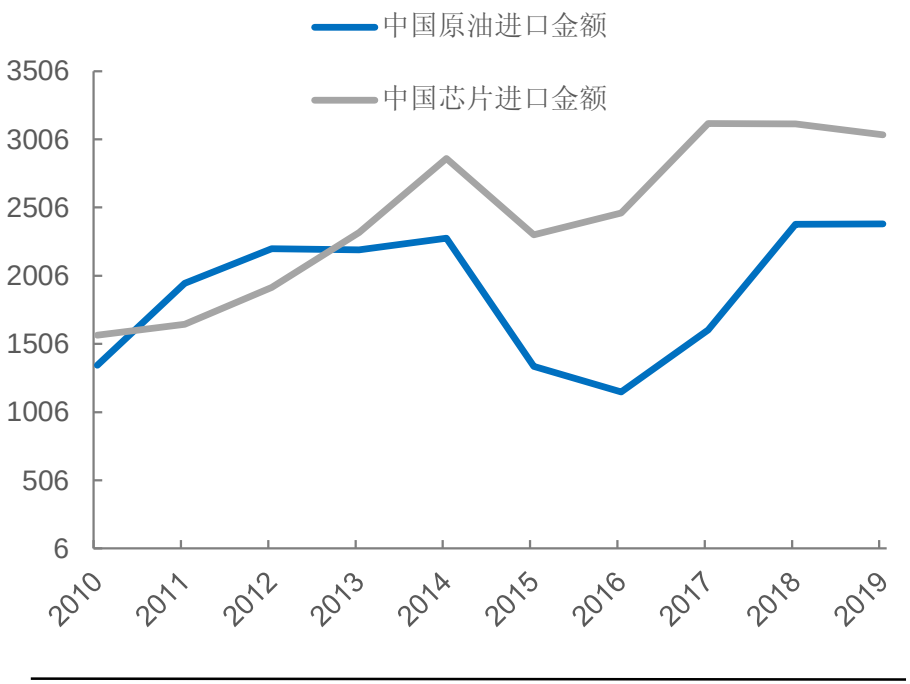
内因：产业结构不适合消费需求：

- 单纯依靠增加要素数量驱动经济增长的“外延型”经济增长方式已经无法满足我国的需求，面对国内消费不振和投资需求降低等多重因素，需要依靠科技创新将我国转为“内涵型”增长模式，通过技术进步、劳动者素质提高和全要素生产率改进等方式，促进经济高质量发展。

外因：中美脱钩与产业转移：

- 中国总体上高度依赖美国技术，处于技术净进口的被动地位。
- 中美科技摩擦近些年愈演愈烈，从2018年中兴事件开始，美国几次加码，禁止华为购买基于美国软件或技术，中美科技局部脱钩。
- 中美贸易战加速了中国产业外迁，而高端制造业的转移门槛较高，为我国产业结构转型升级留下时间空间。

图表 中国原油和芯片进口金额对比（亿美元）



资料来源：wind，国金证券研究所

借鉴：美国新经济时代，科技创新成为经济增长的主要动力

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 由于日本和欧洲在20世纪70-80年代经济的迅速崛起，导致美国经济在世界总产值中所占的份额不断下降，综合竞争力日益衰退。美国选定了微电子和新能源等一批发展潜力较大的高科技，加快高科技的发展。
- **20世纪美国信息产业主要经历了三个阶段。**1）1977年-1985年经历了技术创新累计。2）1985年-1990年的小型技术开始成熟，主要包括个人电脑。3）1990年-2000年，信息产业快速发展，因特网带动了其他产业的发展，并提振了劳动生产率，为美国后续经济蓬勃发展打下了基础。

图表 按行业组别以美元计算的增加值占本地生产总值的百分比

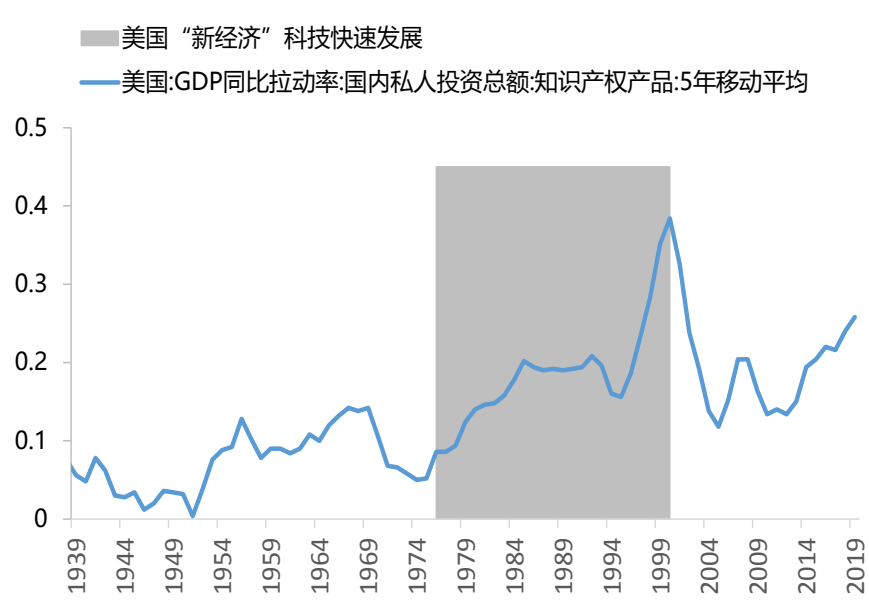
	1987	1992	1995	1997	2000
GDP	100	100	100	100	100
私营部门	86.1	85.5	86.6	87.3	87.7
公用事业	2.6	2.5	2.5	2.2	1.9
制造业	17.1	15.7	15.9	15.4	14.5
建筑	4.6	3.7	3.9	4.1	4.4
零售贸易	7.4	6.8	7.0	6.9	6.7
信息技术	**3.9**	**4.0**	**4.2**	**4.2**	**4.7**
专业和商业服务	8.7	9.9	10.0	10.8	11.6
教育、医疗保健和社会帮助	6.0	7.3	7.2	6.9	6.9

资料来源：Wind，国金证券研究所

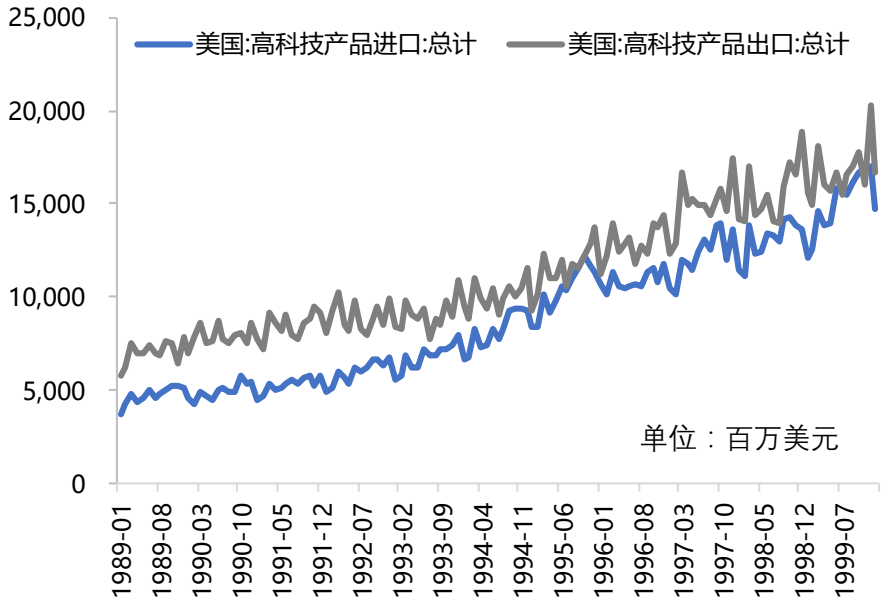
借鉴：美国新经济时代，科技创新成为经济增长的主要动力

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 美国私人投资中的知识产权产品在90年代对GDP拉动较大



图表 美国高科技产品在90年代出口高于进口

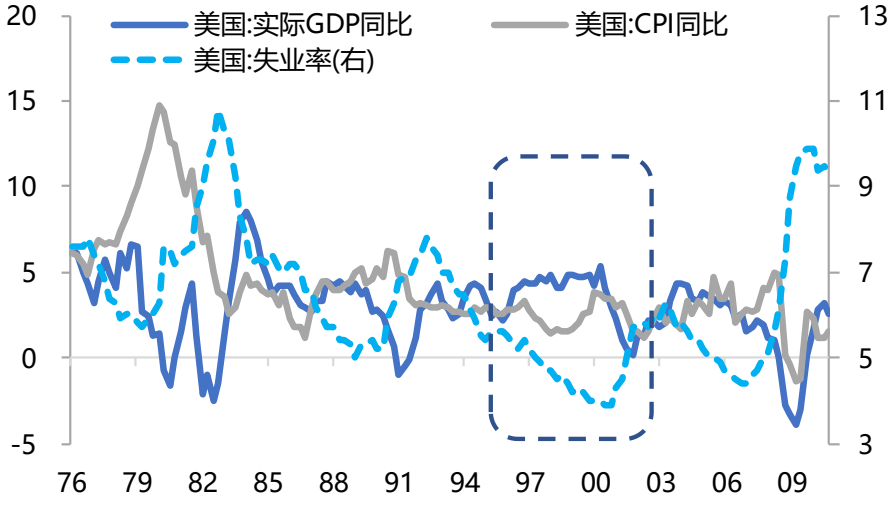


- **巨额的研发投入，有力地促进了美国科学技术的发展。**美国政府通过有效地配置高科技资源，使其快速转化为产品，为企业带来效益，企业根据市场需求，通过高新技术优化其产品，带来生产效率的提升。近30年来，美国的研究和开发经费占GDP的比例一直较高。
- **美国在高技术领域拥有的竞争优势确保了对外贸易的重要地位。**在21世纪之前，美国高科技产品的出口大于进口，在一定程度上缓解了其他货物贸易的逆差，吸引了大量的国际资本流入美国市场，确保了当时政府坚强的强美元，也对美股形成利好。

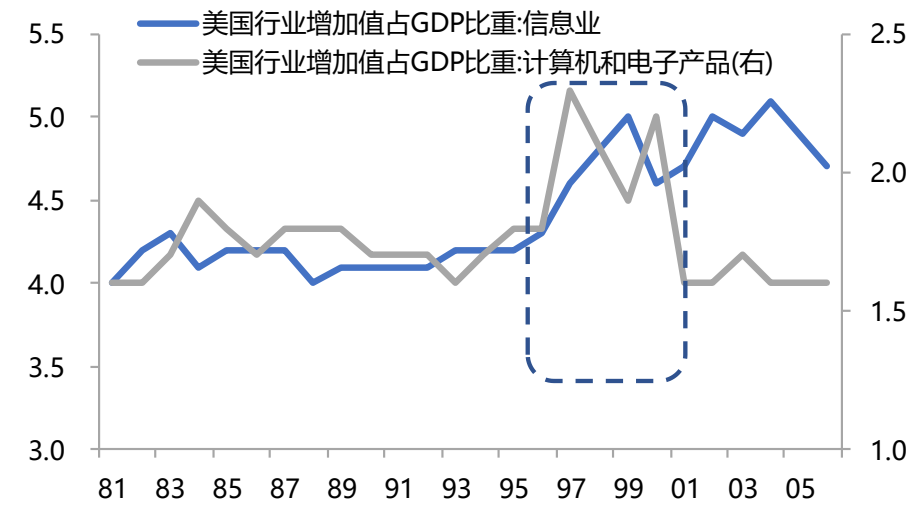
资料来源：Wind，国金证券研究所

借鉴：美国新经济时代，科技创新成为经济增长的主要动力

图表　90年代美国“高增长、低通胀、低失业”新经济时期 (%)



图表　90年代美国信息通信技术为核心行业的快速发展 (%)



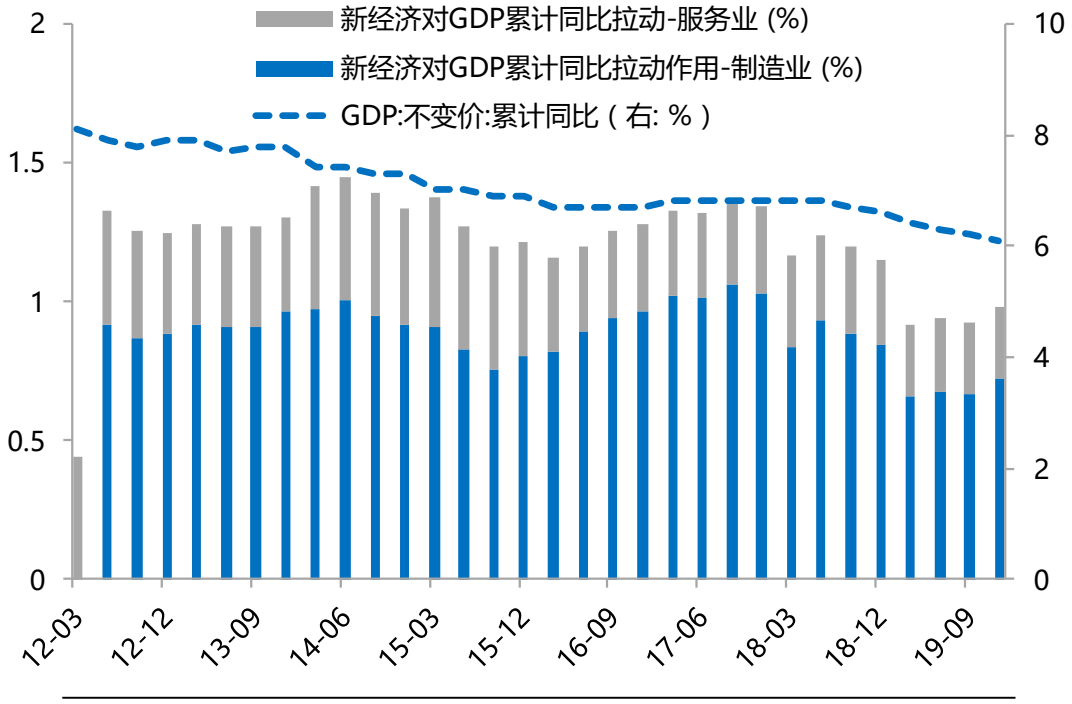
- **美国的新经济是指1991年4月至2000年5月实现的长达110个月的经济繁荣**，期间美国的GDP平均增速达3.8%，而通胀只有2.7%，失业率低至3.9%，为“高增长、低通胀、低失业”的新经济时期。
- 支撑这一阶段大繁荣的是以信息通信技术为核心行业的快速发展，期间，信息通讯行业占GDP比重平均为6.3%，其中，信息业增加值占GDP比重平均为4.4%，计算机与电子产品增加值占GDP比重平均为1.9%。

资料来源：Wind，国金证券研究所

创新驱动：我国新经济占比提升，对GDP拉动相对明显

- 根据统计局数据，2019年我国“三新”经济增加值相当于GDP的比重为16.3%，比上年提高0.2个百分点；按现价计算的增速为9.3%，比同期GDP现价增速高1.5个百分点。其中，新经济制造业占GDP比重为7.1%；新经济服务业占GDP比重为8.6%。
- 2019年，新经济对拉动实际GDP同比1个百分点，其中新经济制造业拉动0.7个百分点，新经济服务业拉动0.3个百分点。
- **虽然新经济在经济总规模中占比相对较小，但是对于经济的拉动作用是相对明显的。**

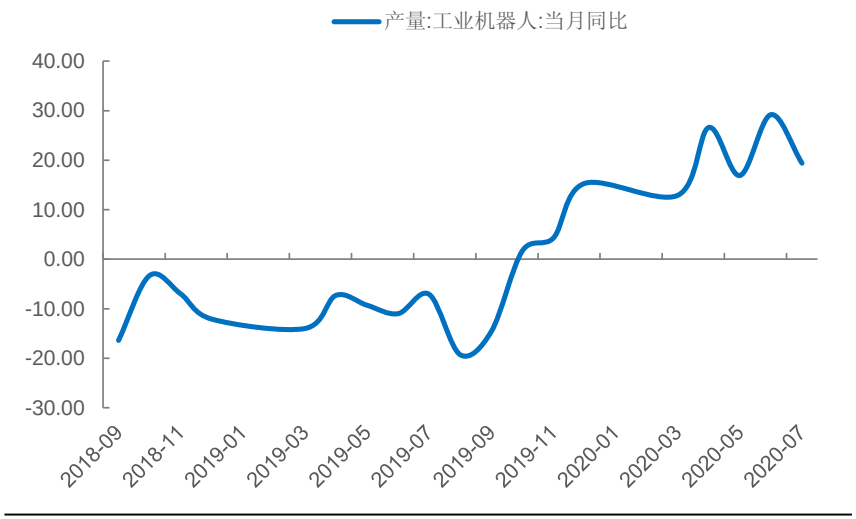
图表　新经济对我国GDP的拉动作用



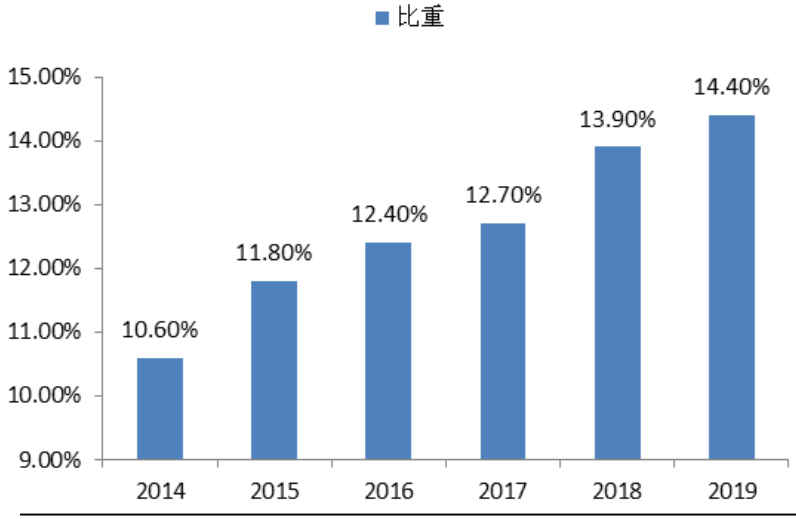
资料来源：Wind，国金证券研究所

科技创新：集中攻克“卡脖子”领域

图表 工业机器人产量近年来同比快速上升（%）



图表 国内高端制造业占全部增加值的比重逐年增加



集中攻克技术“卡脖子”领域技术：

- 要加大在基础研究、前沿科技领域研究和存在瓶颈的技术攻坚方面的投入（例如芯片和半导体、软件、精密机械、精细化工、先进机器人技术、新材料、航空航天技术等），重点支持“四基”领域（核心基础零部件、关键基础材料、先进基础工艺、产业技术基础等），
- 通过国家基础研发体系促进创新驱动发展，增强知识产权保护，为科研人员提供更多激励措施。

加快制造业转型升级：

- 加强自主创新，发展高端制造、智能制造，推动中国经济由量大转向质强。

资料来源：wind，国金证券研究所

科技创新：信息技术得到广泛应用

- **信息通信等高新技术应用增强了我国信息获取能力、响应速度以及财富资源积累。**新经济的发展加剧了对于科技信息技术、生物技术、数字经济、健康产业等方面的需求。21世纪将是科技飞速发展的时点，是一个更加注重创新的世纪。
- **此次疫情也使人们更清楚地认识到科技发展的重要性。**未来，无论从政策还是从经济、金融、社会共识等多个方面，支持和推动科技创新和应用必要性和迫切性更加明显。

图表 我国信息技术得到广泛应用



资料来源：公开资料，国金证券研究所

科技创新：数字经济渗透率加速提升

- **在当前经济背景下下，数字经济加速下沉，在多数行业和产业当中加速渗透。**
- **政策支持。**政策对于新基建的支持力度加大，7大新基建领域3项（大数据中心、人工智能和工业互联网）与数字经济相关。
- **数字经济能够优化生产要素的资源配置效率，同时也可以作为一种资本积累。**从技术上来说，随着计算能力的逐渐强大，数字经济能够大大降低企业或者产业之间的交易成本，从而带动效率提升。从资本积累的角度来说，数据成为企业最重要的资产，信息和如何使用信息是成功的关键。

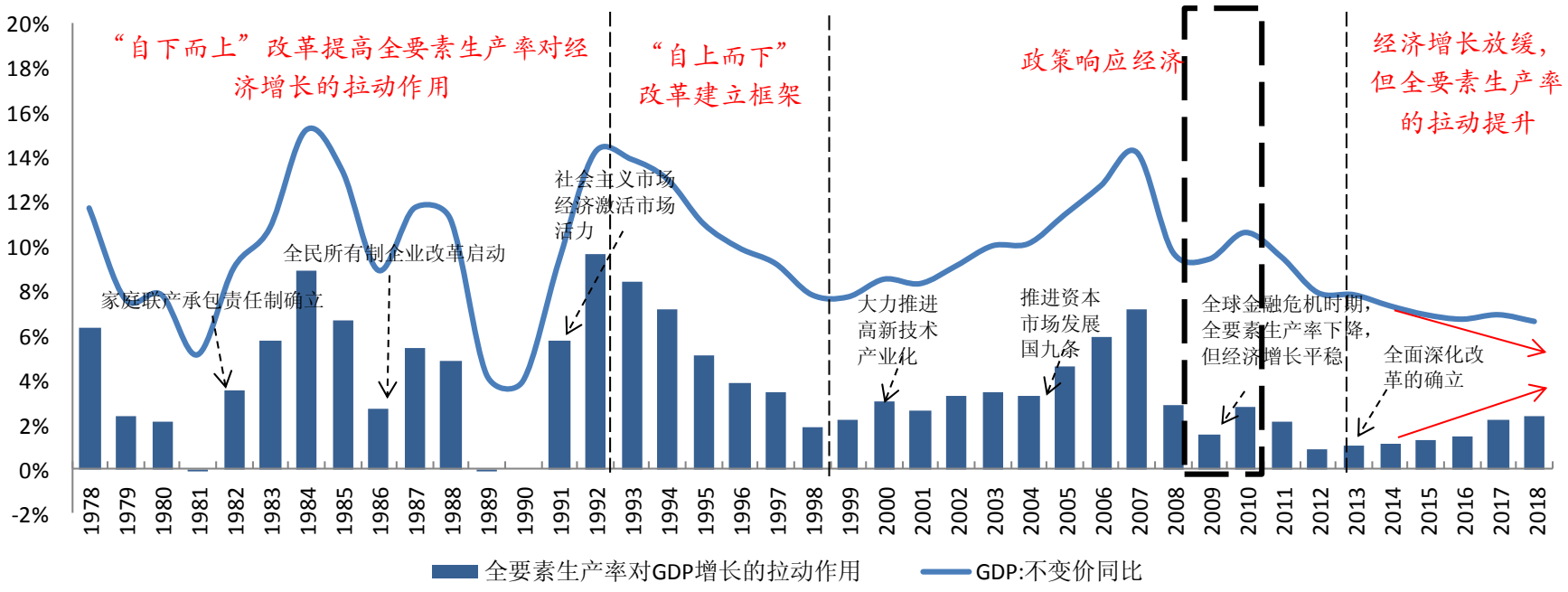
图表 数字经济与工业经济的区别

区别	工业经济	数字经济	数字经济代表性企业
基础设施	铁公鸡	云网端	平台类：阿里巴巴、腾讯、百度；共享类：摩拜、滴滴；工业类：特斯拉汽车、西门子；社交类：新浪、腾讯；生活服务类：美团、大众点评、携程；文化类：抖音；电商类：阿里巴巴、京东
生产工具	机械工具	智能工具	
生产资料	物质和原材料	数据、数字化内容	
分工方式	线型分工	平台/网络协作	
生产模式	标准化、规模化	定制化、多样化	

资料来源：公开资料，国金证券研究所

科技创新，进一步提高全要素生产率

图表　科技创新，进一步提高全要素生产率（%）



- 我们认为当前是第二次改革开放的契机，新时代改革开发将坚持以效率优先为核心抓手，通过支持科技创业行业发展，进一步提高全要素生产率，促进经济高质量发展，实现经济发展方式的转型升级。

资料来源：Wind，国金证券研究所

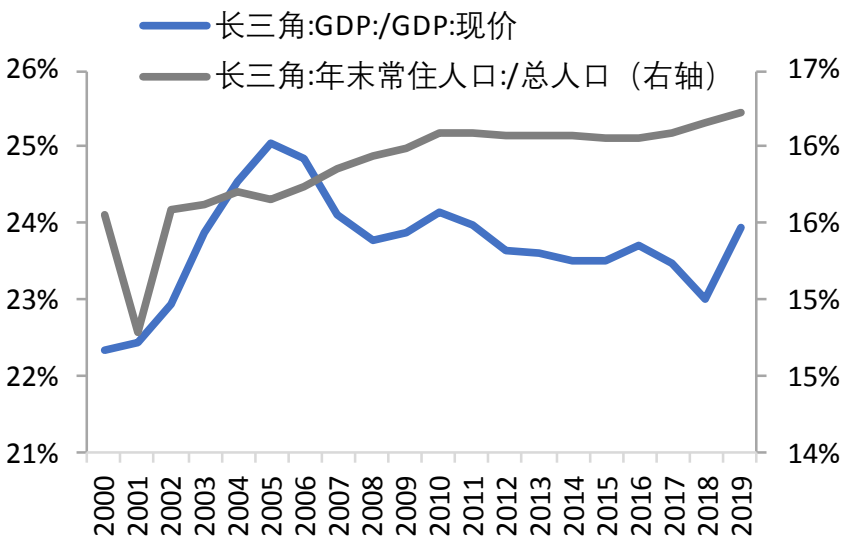


五、区域协调发展，突出重点重点城市群

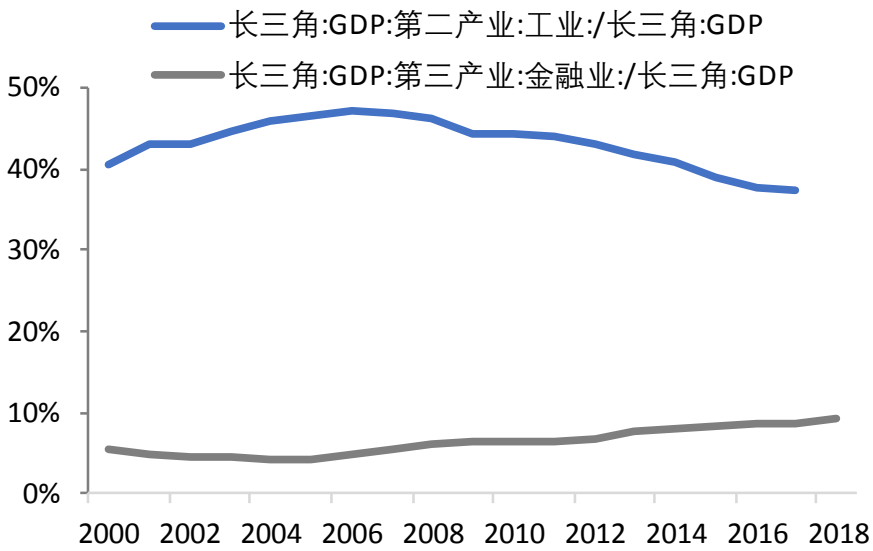
- **长三角人才吸引促进一体化发展。**长三角各个地区充分发挥各自优势，加强经济联合。上海市作为长三角核心城市，人才资源以及各种经济要素优势较明显；江苏省在先进制造业和生产服务的优势，其技术专业人才的储备庞大；浙江省经济体量较大，布局互联网金融，科技创新优势显著；安徽在加快中小城市产业中积极引进高质量人群，长三角区域在竞争合作和互相弥补的总基调下，推动产业升级。
- **珠三角城市群跨域治理。**《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》（2008-2020）提出了三角洲的战略定位：探索科学发展模式试验区、深化改革先行区、扩大开放的重要国际门户、世界先进制造业和现代服务业基地和全国重要的经济中心。随后，粤港澳大湾区将城市群跨域治理与进一步深化改革扩大开放紧密结合，推动区域公共服务资源的共建共享与互联互通，加速要素的自由流动和资源配置效率的提升。
- **成渝城市群一体化实现区域协调发展。**成渝城市群是西部大开发的重要战略支撑。成渝城市群位于丝绸之路中的重要经济腹地，是西部地区对外开放的支点，重庆和四川是“一带一路”和长江经济带联结点的特殊区位，发展该区域能够促进东西互联，解决区域发展不平衡的问题。

长三角人才吸引促进一体化发展

图表 长三角区域人口与GDP占比



图表 长三角金融业占比逐步上升



- **“人口红利”向“人才红利”发展。**随着科技的迅速发展，我国传统劳动力市场的相对优势开始逐步减弱，随着人口红利的消退，需要提高人才资源的质量。近年来，长三角地区人口占总人口数稳步上行，推动长三角地区综合实力。
- **长三角各个地区充分发挥各自优势，加强经济联合。**上海市作为长三角核心城市，人才资源以及各种经济要素优势较明显；江苏省在先进制造业和生产服务的优势，其技术专业人才的储备庞大；浙江省经济体量较大，布局互联网金融，科技创新优势显著；安徽在加快中小城市产业中积极引进高质量人群，长三角区域在竞争合作和互相弥补的总基调下，推动产业升级。

资料来源：Wind，国金证券研究所

长三角一体化的四个阶段

图表 长三角一体化经历的四个阶段

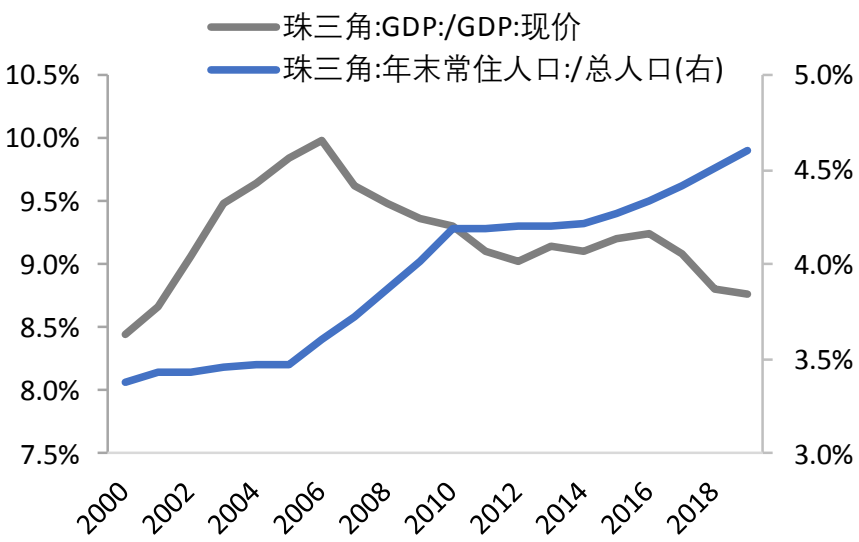
日期	包含的城市	具体内容
1982-1986	上海、苏州、无锡、常州、南通和杭州、嘉兴、湖州、宁波和绍兴	规划协调阶段，确立了长三角一体化的理念和制度平台，包括两省一市省长会议制度和十市市长联席会议制度。在会议的推动下制订了《上海经济区发展战略纲要》和《上海经济区章程》，确定了交通、能源、外贸、技术改造及长江口、黄浦江和太湖综合治理等为规划重点，并提出了十大骨干工程。在“上海经济区”的制度框架下实现了大城市国营企业和江浙地区乡镇企业之间横向配套合作，完成技术转移和产业转移。
1992-2002	上海、南京、苏州、无锡、常州、扬州、镇江、南通、杭州、嘉兴、湖州、宁波、绍兴和舟山	要素合作阶段，成立了“长江三角洲城市经济协调会”，每两年召开一次会议。利用浦东开放的优惠政策以及上海的国际影响力大力吸引外资及技术引进，长三角区域合作由过去单一的横向配套协作逐步向按照市场配置资源的要求整合生产要素的方向发展，不断拓展区域合作的广度和深度；由过去单一的生产加工销售逐步向商贸、旅游、产权、生态、金融和科研等方面发展。
2003-2018	上海、南京、苏州、无锡、常州、扬州、镇江、南通、杭州、嘉兴、湖州、宁波、绍兴、舟山、台州、合肥、盐城、马鞍山、金华、淮安、衢州、芜湖、滁州、淮南、丽水、温州、徐州、宿迁、连云港、铜陵、安庆、池州和宣城	机制对接阶段，在产业合作领域，三省一市合作共建产业园区、产业转移、建立产业合作基金等形式逐步深化合作；在旅游合作领域，三省一市旅游部门就区域旅游一体化合作问题进行深入研究，在共享旅游资源、共同打造旅游品牌产品、共同举办营销活动，认定旅游标准与标识，共同推进旅游执法等方面不断推进合作；在环保合作领域，开展加强区域大气污染控制、健全区域环境监管联动机制等使长三角地区环境保护合作进去实质性启动阶段；在教育合作领域通过高层论坛推进教育改革与发展进程；在医疗服务合作领域在全国率先推出医疗保险跨省转移机制；在社会保障合作领域积极推进长三角社会保障体系的对接。
2018-	上海、浙江、江苏、安徽	更高质量一体化国家发展战略阶段，确认将支持长三角洲区域化一体化发展并上升为国家战略，同“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设相互配合，完善中国改革开放发展空间布局。

- **8月20日，领导人在合肥主持召开扎实推进长三角一体化发展座谈会并发表重要讲话。**确定了长三角一体化的战略定位。通过创新方式方法，对重点领域和重点区域进行突破，以点带面加快一体化进程。当前战略实施成果已经显现，在这次疫情防控和恢复经济过程中，一体化机制和互联互通基础设施发挥了作用。

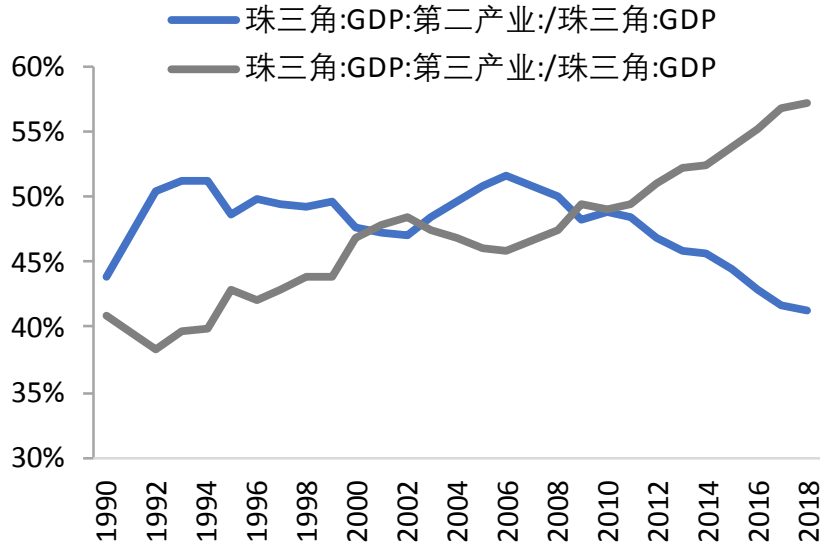
资料来源：公共信息整理，国金证券研究所

珠三角城市群跨域治理

图表 珠三角人口与GDP占全国GDP比重



图表 珠三角第三产业占比上升

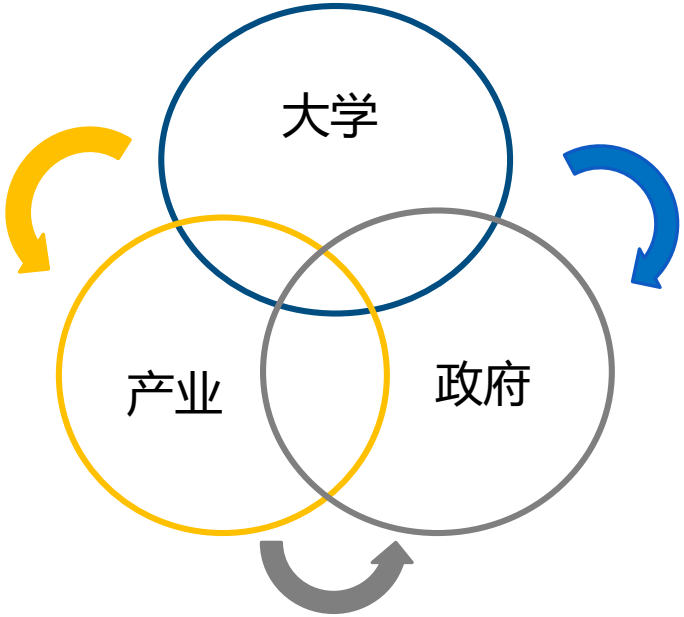


- **珠三角地区加强城市群跨域治理。**《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》（2008-2020）提出了三角洲的战略定位：探索科学发展模式试验区、深化改革先行区、扩大开放的重要国际门户、世界先进制造业和现代服务业基地和全国重要的经济中心。随后，粤港澳大湾区将城市群跨域治理与进一步深化改革扩大开放紧密结合，推动区域公共服务资源的共建共享与互联互通，加速要素的自由流动和资源配置效率的提升。据显示截至2018年，珠三角常驻人口占全国人口4.52%左右。截至2019年，珠三角GDP占全国GDP的比重在９％左右。

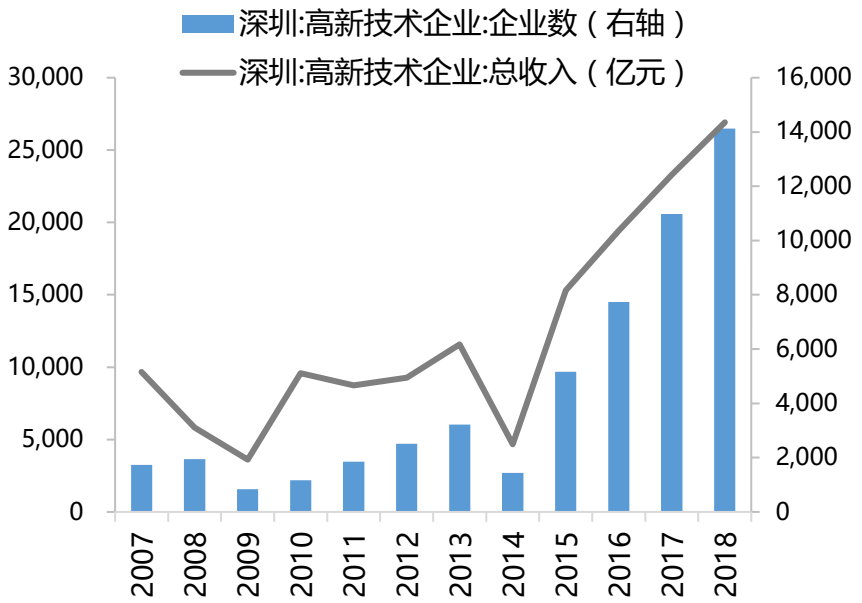
资料来源：Wind，国金证券研究所

珠三角依托高校和高新技术带动产业升级

图表 珠三角才培养、创新研究和社会服务于一体



图表 深圳高新技术在2015年开始突飞猛进

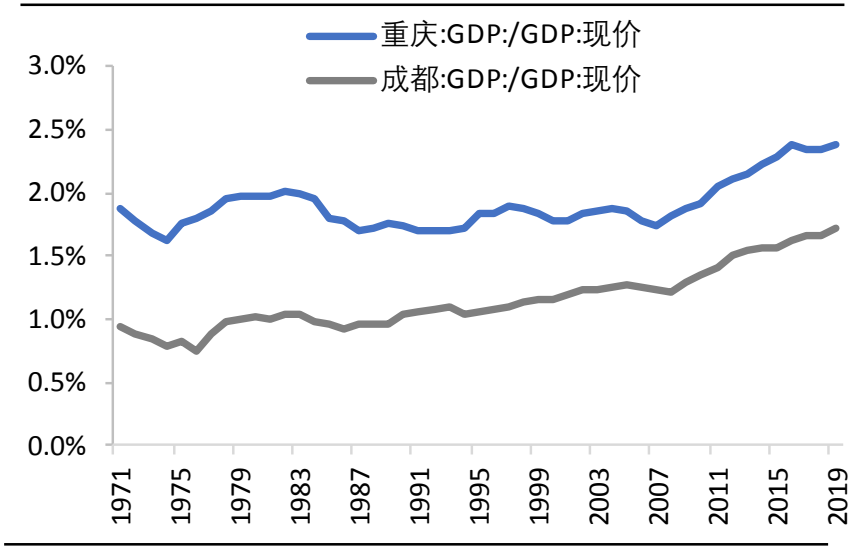


- **区域创新资源集中在广州和深圳，对其他地区的经济带动影响加强。**广东主要通过高校培养人才，并将大学、产业和社会服务协互相协同，最终转化成为市场导向型产业需求的地区。其中广州和深圳的产业结构主要通过先进制造业和现代服务相结合。数据显示，深圳高新技术企业总收入在2018年同比增长15.7%，广州高新技术企业总收入在2018年同比增长34.06%。两大城市是珠三角地区对外的主要窗口，并通过其自身经济增长溢出效应，带动周边地区产业发展。

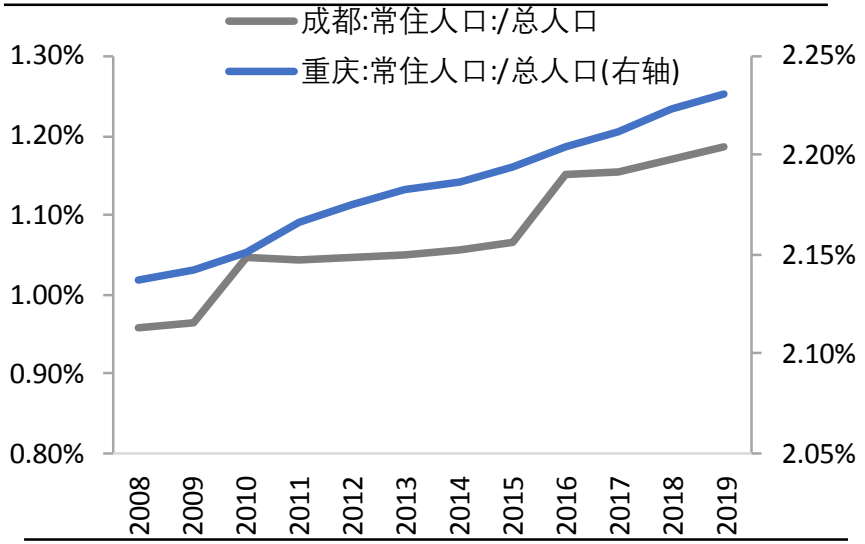
资料来源：Wind，国金证券研究所

成渝城市群一体化实现区域协调发展

图表 成都和重庆GDP占全国比重上行



图表 成都和重庆人口比例上行



- **成渝城市群是西部大开发的重要战略支撑。**成渝城市群位于丝绸之路中的重要经济腹地，是西部地区对外开放的支点，重庆和四川是“一带一路”和长江经济带联结点的特殊区位，发展该区域能够促进东西互联，解决区域发展不平衡的问题。
- **首先，加速解决基础设施问题。**西部陆海新通道、两地间的铁路、港口、航空枢纽、保税港、自贸区以及新区建设等都会快速发展。
- **其次，成渝地区双城经济圈发展产业协作度也在将有所提升。**近年成渝地区电子信息产业发展较强，两地产业相关系数上行，通过生产要素的深度融合，建设世界级电子信息和装备制造产业集群。产业同质构成了成渝对外竞争的规模优势扩大。

资料来源：Wind，国金证券研究所



六、深化金融体系改革，强化支持实体经济

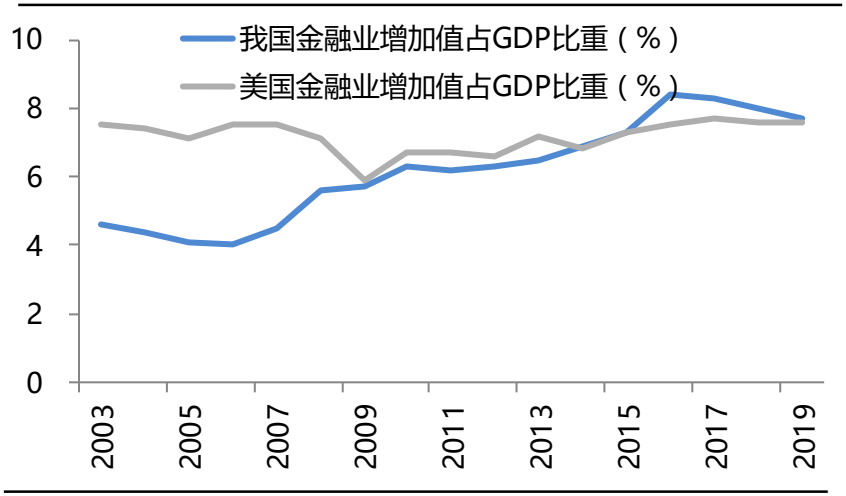
本章要点

国金证券 SINOLINK SECURITIES

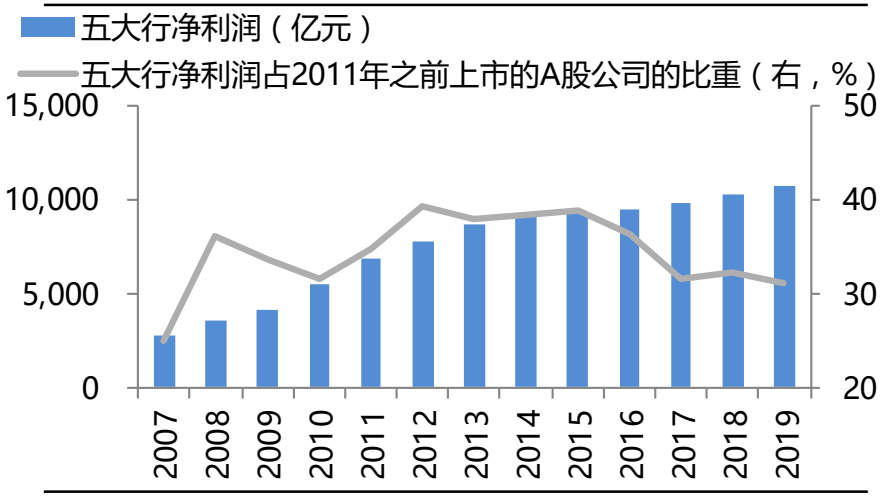
- **长期以来，我国金融体系存在两个突出问题：**一是银行等金融机构存在垄断地位，获取了较高的收益；二是金融体系结构不合理，主要依赖间接融资，直接融资比重偏低，难以有效支持科技行业发展。
- **借鉴：80-90年代，美国金融体系，支持科技行业发展。**美国80-90年代金融体系，包括货币、财政一系列政策，有效支持了科技行业发展，对于我国当前是很好的借鉴。第一，科技创新需要政策性金融的大力支持；第二，科技创新离不开完善的信用担保体系；第三，成熟的资本市场体系和科技发展相辅相成。
- **金融体系改革重点方向：**
- **1）深化金融体系改革。**针对我国金融体系长期存在的结构性失衡、中小微企业融资难、金融产品多样化程度不足等问题，十四五期间将推进金融供给侧结构性改革，同时加速推进金融服务业开放，使得金融供给多元化，强化金融支持科技行业发展。
- **2）深化资本市场改革。**预计未来将围绕融资端、投资端和机构端加速改革。其中，融资端（注册制改革）；投资端（拓宽长线资金入市）；机构端（增强国内金融机构的竞争力）。
- **3）进一步完善银行体系。**银行系统将继续强调脱虚向实、防范化解风险、完善公司治理，制造业贷款比例或进一步提高。

长期以来，我国金融体系存在两个突出问题

图表 我国金融业增加值占GDP比重较高



图表 银行利润占比较高



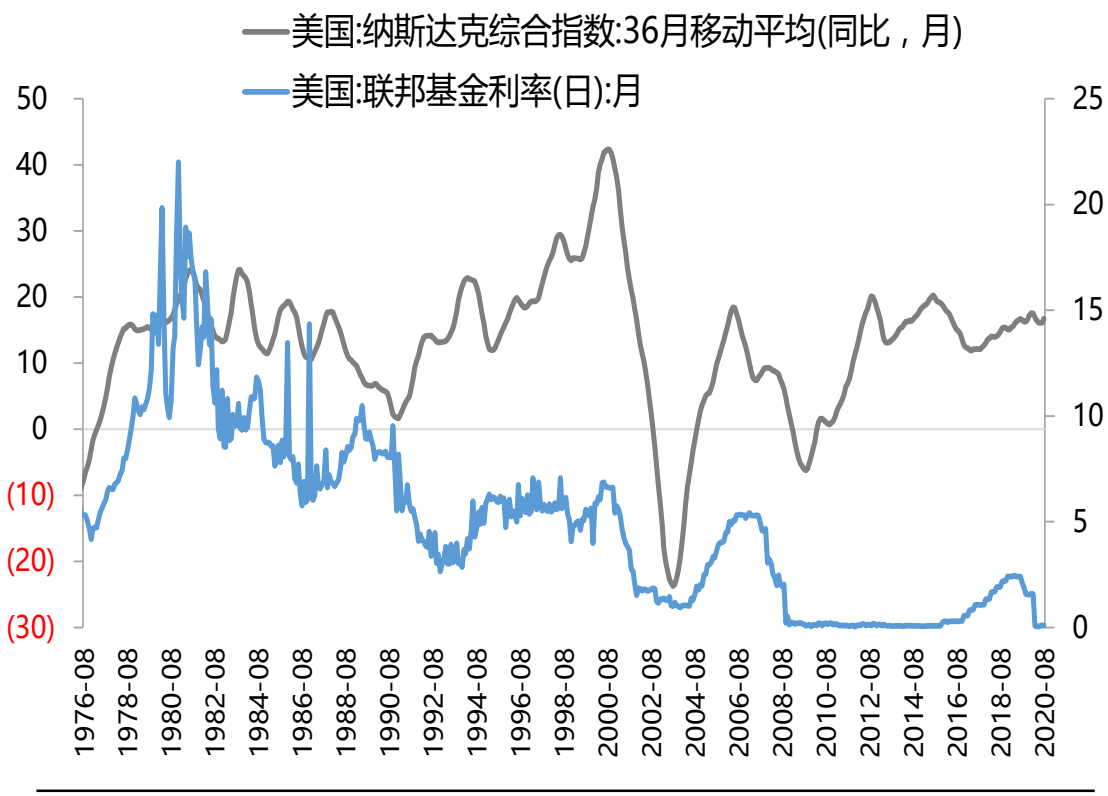
- **长期以来，我国金融体系存在两个突出问题：**
- 一是银行等金融机构存在垄断地位，获取了较高的收益；
- 二是金融体系结构不合理，主要依赖间接融资，直接融资比重偏低，难以有效支持科技行业发展。

资料来源：Wind，国金证券研究所

借鉴：80-90年代，美国金融体系，支持科技行业发展

- **美国80-90年代金融体系，包括货币、财政一系列政策，有效支持了科技行业发展，对于我国当前是很好的借鉴。**
- **货币政策虽有波动，但整体利率回落。**从80年代开始，联邦基金利率开启了震荡下调的趋势。
- **财政政策为主要支持。**1981年里根担任总统后，主张供给学派的政策主张，开始了大规模的减税计划，同时准予企业加速折旧，另外对新设备增加税收抵免额。
- **90年代初，克林顿政府明确科技将作为国家经济的重要发展的产业。**克林顿在93年和96年分别提出了“国家信息基础设施”建设计划”和“下一代因特网”计划，明确了科技将作为国家经济的重要发展的产业，并成功将服务贸易知识产权保护纳入世贸组织的管辖范围，借此来保护美国的科技创新和发展带来的受益。

图表 美国联邦基金低位带动股票市场受益



资料来源：Wind，国金证券研究所

借鉴：美国政府支持科技企业创新的财税金融政策

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 美国政府支持科技企业创新的财税金融政策

日期	颁布法案	具体内容
1981年	《经济复兴税法》	投入符合一定条件的小企业的股本所获得资本收益实行不低于5年的5%税收豁免;对于新购机器设备, 折旧年限超过5年的设备减税10%, 折旧年限3至5年的设备减税6%, 折旧年限低于3年的设备减税2%。
1982年	《小企业发展法》	联邦各部门的年度拨款资金中, 必须有2.5%用来资助小企业的R&D项目, 其中研究经费超过1亿美元的部门必须要将财政预算的1.3%用于支持小企业的发展。
1986年	《联邦技术转移法》	给予联邦研究所与其他研究机构鉴定共同研究合同，设立联邦研究所技术转移集团，商业部帮助其他部门积极应用有关发明商品化和共同研发开发方面的专业知识。
1988年	《国内税收法》	企业研究费用如有比上年增加的部分, 其中的20%可直接冲抵应税所得额。若企业的研发费用超过前一年或几年的平均值时, 超出部分可享受25%的所得税抵免。用于技术更新改造的设备投资可按其投资额的10%抵免当年应缴所得税。如果企业委托大学或科研机构进行基础性研究, 研发费用的65%可直接从应纳所得税中抵免。
1990年	《美国技术政策》	积极推进政府与企业、企业与企业之间的合作研发, 促进军民两用技术的开发, 重视技术的推广应用和研究成果的商品化。
1993年	《技术为经济增长服务：增强经济实力的新方针》	进一步明确加强信息通讯产业建设，重视新技术领域的拓展。

- **美国政府通过直接投入和间接引导支持科技创新企业。**比起货币政策，财政政策更能够直接影响到市场，除了对从事创新研究的中小企业给予税收支持，也鼓励社会各界向基础性研究捐款，成功实现科技创新后，引导科研成果尽快转化为产业化的产品和服务。

资料来源：公共信息整理，国金证券研究所

借鉴：美国政府支持科技企业创新的政策对我国启示

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **首先，科技创新需要政策性金融的大力支持。**财政政策作为政府宏观调控的重要手段，具有较强的引导资源配置的作用，美国政府通过鼓励股权投资和担保贷款等拓宽了小企业的融资渠道，也吸引了一定的私营部门投资和商业银行信贷资金等参与到中小企业的科技创新中来，加速了科技行业的发展，并促使科研成果转化为经济效益。

- **第二，科技创新离不开完善的信用担保体系。**为适应不同科技创新的阶段，美国政府构建了多元化的科技金融服务，有效地降低了金融机构的贷款风险，解决了中小企业由于无实物抵押等原因无法从金融机构获得贷款融资问题融资。

- **第三，成熟的资本市场体系和科技发展相辅相成。**一方面，美国凭借完善和成熟的资本市场推动了科技创新活动的快速发展。另一方面，高科技产业也和资本市场和风险市场互相联合，形成有效的优胜劣汰筛选机制，推动美国经济整体高质量的发展。

深化金融体系改革

- 十三五主要强调丰富金融机构体系、健全金融市场体系、改善金融监管框架，当前来看，要加强金融服务实体的能力，使得金融体系在双循环的背景下发挥更大的作用，**预计金融改革在十四五规划中的地位将明显提升。**
- 针对我国金融体系长期存在的结构性失衡、中小微企业融资难、金融产品多样化程度不足等问题，**十四五期间将推进金融供给侧结构性改革，同时加速推进金融服务业开放，使得金融供给多元化，强化金融支持科技行业发展。**

图表 从“两个方面”推进金融服务业开放

一方面

- 未来要加快发展民营银行和村镇银行等，重点发展多层次资本市场，扩大直接融资比例。

另一方面

- 2018年起中国开启新一轮的金融开放，习近平主席提出金融业要加大开放的力度， 未来也将继续保持开放的态势，为发展更高水平开放型经济服务。

资料来源：Wind，国金证券研究所

深化资本市场改革

预计未来将围绕融资端、投资端和机构端加速改革。

- **融资端方面**，全市场注册制或可在2021年运行，促进市场优胜劣汰，提升服务实体经济的能力；海外经济的摩擦预计将持续为海中概股的回归提供便利的通道。
- **投资端是提升市场活跃度的关键**，长线资金入市渠道的拓宽（放宽外资持股上限、提高养老金入市比例）和金融工具的丰富将有利于更好的发货资本市场的投资功能，提高市场韧性。
- **机构端改革方面**，预计十四五期间将继续支持头部券商发展、扩展资本金补充渠道、适度提高杠杆比例等，抬升国内金融机构的竞争力，发挥桥梁作用。

图表　深化资本市场改革



资料来源：Fed，Sec，国金证券研究所

进一步完善银行体系

- **银行系统将继续强调脱虚向实、防范化解风险、完善公司治理，制造业贷款比例或进一步提高。**
- 促进脱序向实并畅通货币政策的传导机制是银行体系一直以来的改革基调，《健全银行业保险业公司治理三年行动方案（2020-2022年）》的出台意味着国家将加强金融监管，适应经济增速放缓、金融开放加速、金融科技应用的新格局。

图表 “十四五”期间可能的措施



资料来源：公开资料，国金证券研究所



七、货币财政政策相协调，优化税收降低融资成本

本章要点

- **借鉴：需要重视货币超发带来的金融不稳定。**美国货币超发已经向通胀转向金融市场不稳定、通胀消失。目前中国货币超发不严重，货政策力度明显低于金融危机时刻，但仍需重视货币政策协调。在货币政策实施时需要加入金融稳定的考量，以防止用力过猛。

- **十四五期间，货币政策将会坚持常态化操作，以结构性宽松为主。**以支持重点领域和薄弱环节为发力点，为扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务提供更大力度的支持，为可能的风险应对保留足够的政策空间。

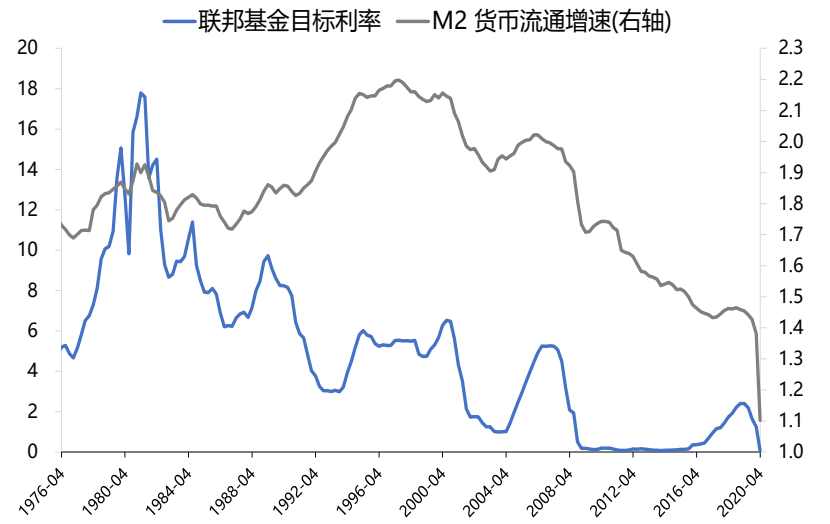
- **十四五期间，财政继续加杠杆，预计财政赤字率、政府杠杆率将进一步上升。**一方面，化解隐性债务的过程中，城投平台的债务融资能力可能会下降，财政政策阶段性扩张的需求更加强烈；另一方面，在老龄化与潜在增速下降的压力下，需要优化财政收支结构，适当增加政府支出。

- **十四五期间，税收结构将进一步优化，逐步推出房地产税。**一方面要从减轻企业税费并降低融资成本，为企业减负；另一方面预计会继续推动结构性的减税，调整税收结构，从目前间接税为主体的税制结构，向间接税与直接税并重转变。为完善税制并调整房地产市场供需平衡，预计未来五年会稳妥推进房地产税立法。

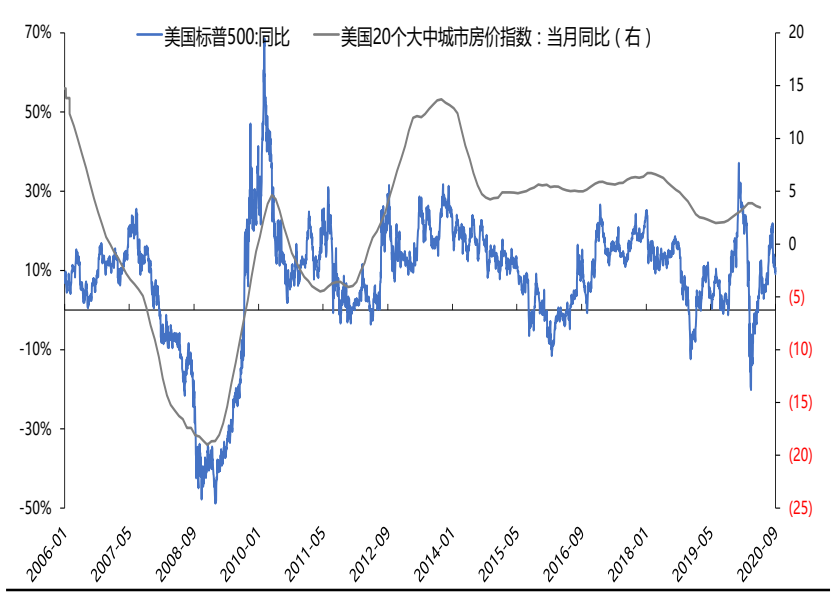
借鉴：需要重视货币超发带来的金融不稳定

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 M2流通增速在08年之后震荡下行



图表 金融危机后，美国股市和房地产指数经历了快速反弹



- **美国货币超发已经向通胀转向金融市场不稳定、通胀消失。**借鉴美国刺激危机后，次贷危机后由于利率调控机制的改革，货币乘数大幅下滑，导致信用货币派生受阻，非常规货币对实体经济的提振有限，更多的流入到房地产和股市等资产投资，加剧了贫富差距差距，在造成通胀不平等的同时，流动性过剩带来的资产市场非理性繁荣也不断催生资产泡沫。
- **目前中国不存在货币超发，货政策力度明显低于金融危机时刻，但仍需重视货币政策协调。**在货币政策实施时需要加入金融稳定的立法考量，以防止用力过猛。

资料来源：Wind，国金证券研究所

常态化货币政策服务于实体经济

- **新形势下的货币政策要努力服务于实体经济，将继续坚持常态化操作。**
- **“十三五”规划纲要**提出“我国将继续推动货币政策由数量型为主向价格型为主转变，进一步发展金融市场，完善国债收益率曲线，继续改善金融生态环境，进一步疏通利率传导机制。”
- 当前，我国采用的**“量”和“价”的调控相结合，以“量”为主的货币政策。**随着国内外经济金融形势的发展变化，强化“价”的必要性在上升。
- **十四五期间，货币政策将会坚持常态化操作，以结构性宽松为主**，以支持重点领域和薄弱环节为发力点，为扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务提供更大力度的支持，为可能的风险应对保留足够的政策空间。

图表 我国 “量”和“价”调控相结合，以“量”为主的货币政策

结构上

- 央行或将进一步创新货币政策工具，综合运用再贷款再贴现、定向降准、直达实体经济的货币政策工具等，继续发挥结构性货币政策工具的精准导向作用，运用直达实体经济的货币政策工具继续支持中小微企业、制造业、基础设施建设、科技创新、“三农”等领域，防止资金空转套利等行为，促进经济金融平稳运行。

价格上

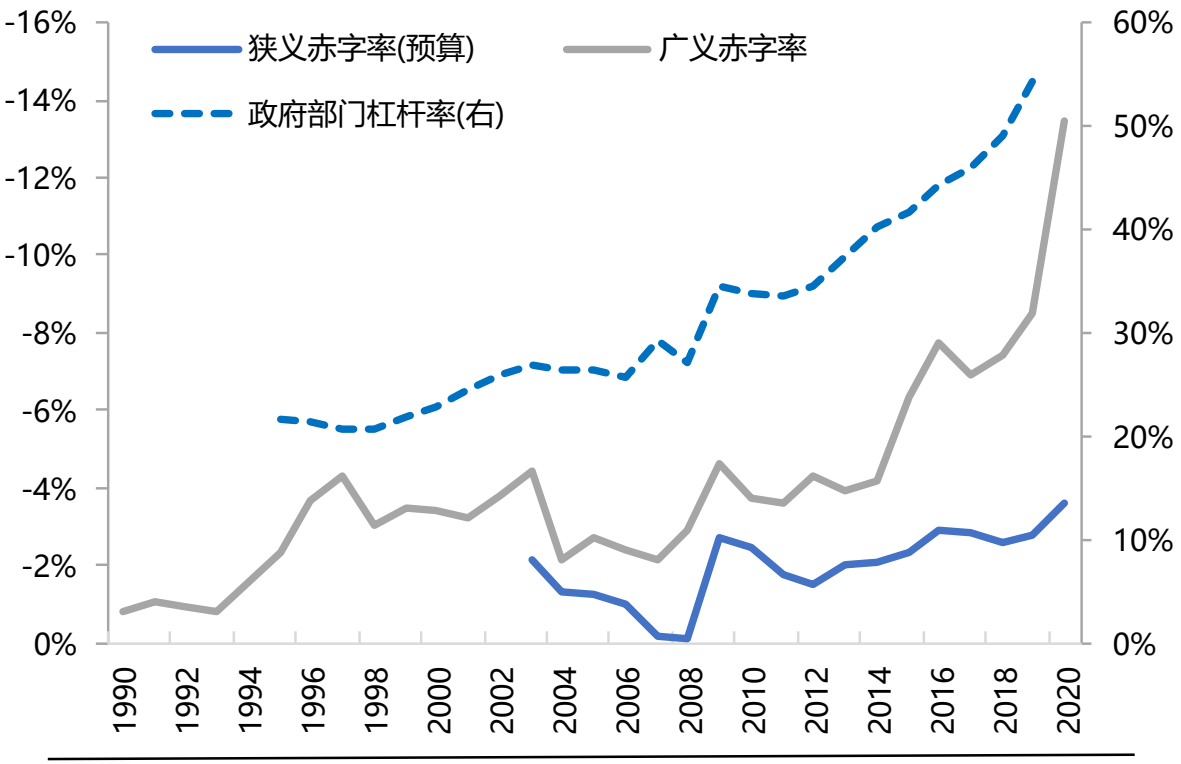
- 在2019年LPR改革的作用下，继续深化存款利率市场改革畅通货币政策传导渠道，引导社会融资成本下降。综合看，货币政策要与财政政策、产业政策、就业政策等宏观政策相结合，共同为实体经济提供支持。

资料来源：Wind，国金证券研究所

财政政策积极有为，政府杠杆率进一步上升

- **十四五期间，财政政策积极积极有为，预计财政赤字率、政府杠杆率将进一步上升。**
- 2020年为应对疫情，政府将财政赤字率从2.8%提高至3.6%以上，赤字规模比2019年增加1万亿元，达到3.76万亿元。
- **未来看，宏观杠杆将由企业部门向政府部门转移。**政府有化解企业债务和隐性地方政府债务的必要性，在化解隐性债务的过程中，城投平台的债务融资能力可能会下降，将使财政政策阶段性扩张的需求更加强烈，所以杠杆或债务由非金融企业部门向政府部门转移，政府杠杆率和财政赤字率预计在未来几年将会继续保持高位。
- 另一方面，在老龄化与潜在增速下降的压力下，需要优化财政收支结构，适当增加政府支出。

图表 我国财政赤字率、政府杠杆率逐步上升

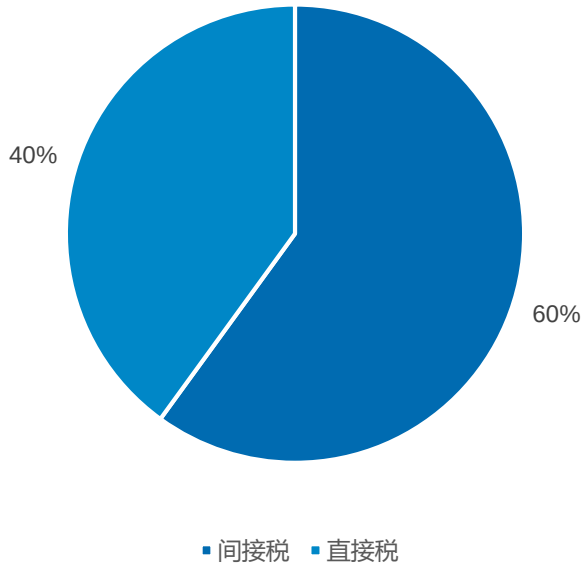


资料来源：Wind，国金证券研究所

改善税收结构，推出房地产税

- **我国直接税中个人所得税的占比远小于企业所得税。直接税比重偏低是我国税收结构的问题。**据财政部公开的2019年度数据，我国间接税占比达到60%左右（国内增值税、消费税、关税、车辆购置税等），直接税收入占40%（企业所得税、个人所得税），而以美国为例，70%以上的税收都是来自直接税。
- **十四五将继续改善税收结构，一方面要从减轻企业税费并降低融资成本，为企业减负，另一方面预计会继续推动结构性的减税，调整税收结构，从目前间接税为主体的税制结构，向间接税与直接税并重转变。**
- **为完善税制并调整房地产市场供需平衡，预计未来五年会稳妥推进房地产税立法。**政府坚持房住不炒的定位，预计十四五期间将会起草房地产税法草案，落实税收法定，保持房地产健康稳定发展，防止资金过度流入，进而稳定经济。

图表 我国2019年直接税与间接税占比



资料来源：Wind，国金证券研究所



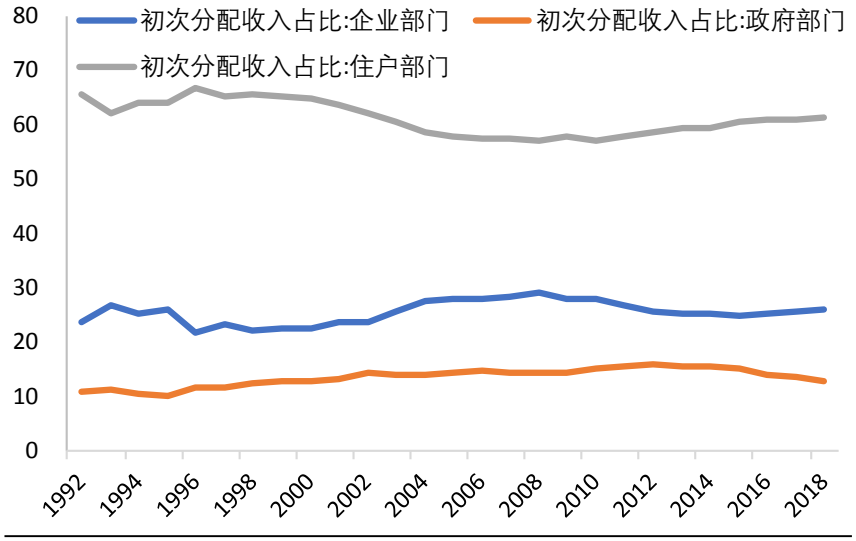
八、要素市场改革取得进展，改善居民企业和政府之间关系

本章要点

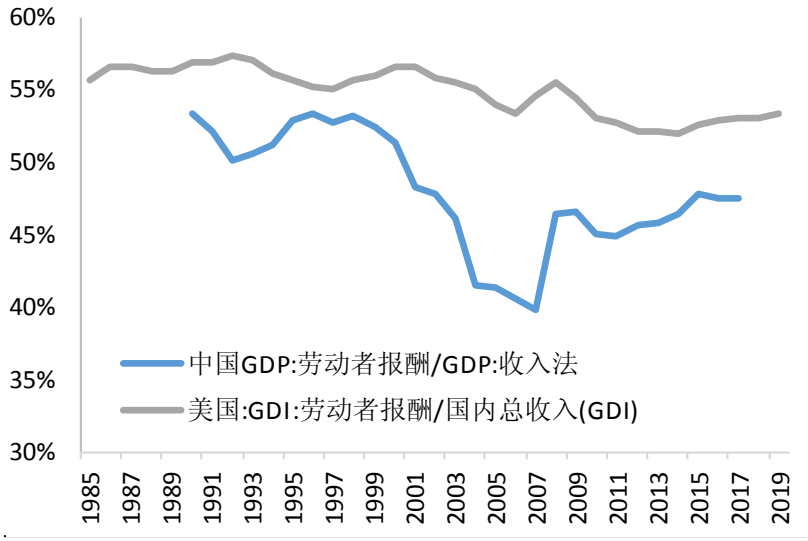
- **要素市场改革的必要性。**改革开放是从放开商品市场开始的，要素市场放开相对偏慢，且当前部分要素仍然是管制型市场。从收入分配角度来看，相对有利于企业部门，对居民部门造成一定压制。从收入法GDP来看，我国劳动者报酬占比也相对低于美国，2017年我国劳动者报酬占比为48%，美国为53%。
- **要素市场化改革提速推进，协同提高生产力。**2020年4月9日，中共中央、国务院发布发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，指出要健全劳动、资本、土地、只是、技术、管理、数据等生产要素市场的机制，充分发挥市场在资源配置中的作用。
- **优化土地市场要素，促进人口城镇化。**短期来看，集体建设用地入市价格及收益分配的土地问题亟待解决。长期需要关注扩大城市土地市场化出让，产业用地多元化供给，土地管理机制及政府角色转变等方面。推动不同产业用地合理转换，满足产业升级对空间及用地的需求。
- **引导劳动力市场改革，结构和质量两手抓。**引导劳动力要素畅通流动和高质化。人口问题的本质是年龄结构问题，改善的关键在于生育。同时叠加社会保障制度的改革和农村转移人口市民化的步伐，努力释放人口潜力，形成全国统一的劳动市场。此外，十四五期间教育服务的对象和需求也将呈现新的特征，仍然需要进一步加大教育服务的资源投入。
- **推进资本要素、技术要素和数据要素的改革。**资本要素改革：围绕融资端、投资端和机构端。技术要素改革：产权激励和促进转化。优化数据市场要素中的资源配置和共享。

要素市场改革的必要性

图表 我国初次收入分配结构（%）



图表 我国劳动者报酬占比相对低于美国



- 改革开放是从放开商品市场开始的，要素市场放开相对偏慢，且当前部分要素仍然是管制型市场。从收入分配角度来看，相对有利于企业部门，对居民部门造成一定压制。
- 从收入法GDP来看，我国劳动者报酬占比也相对低于美国，2017年我国劳动者报酬占比为48%，美国为53%。

资料来源：Wind，国金证券研究所

要素市场化改革提速推进，协同提高生产力

- 2020年4月9日，中共中央、国务院发布发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，指出要健全劳动、资本、土地、只是、技术、管理、数据等生产要素市场的机制，充分发挥市场在资源配置中的作用。
- 十九大报告也指出，要“推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率”，并强调，“经济体制改革必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点，实现产权有效激励、要素自由流动、价格反应灵活、竞争公平有序、企业优胜劣汰”。

图表 要素改革主要内容



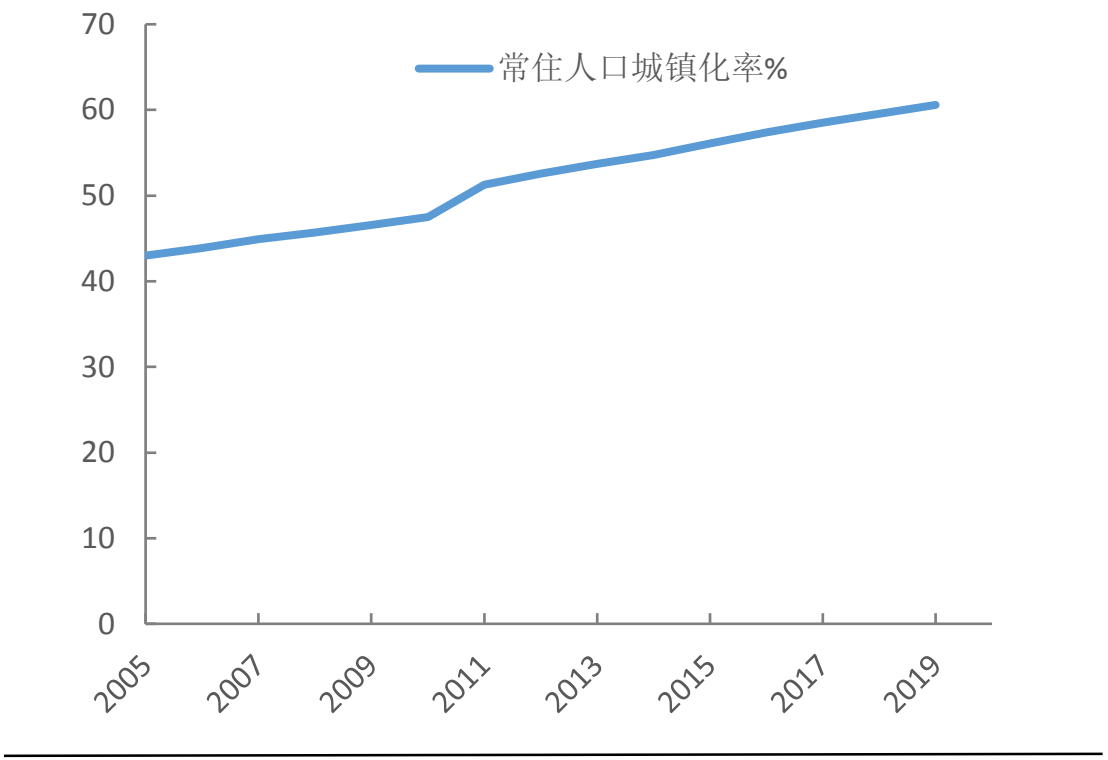
资料来源：公开资料，国金证券研究所

优化土地市场要素，促进人口城镇化

土地要素市场化：多元化市场供应、促进城乡统一

- 2020年3月30日，国务院出台关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见，土地改革进入实施阶段。
- 短期来看，集体建设用地入市价格及收益分配的土地问题亟待解决。
- 长期需要关注扩大城市土地市场化出让，产业用地多元化供给，土地管理机制及政府角色转变等方面。推动不同产业用地合理转换，满足产业升级对空间及用地的需求。

图表 我国城镇化率逐步提升

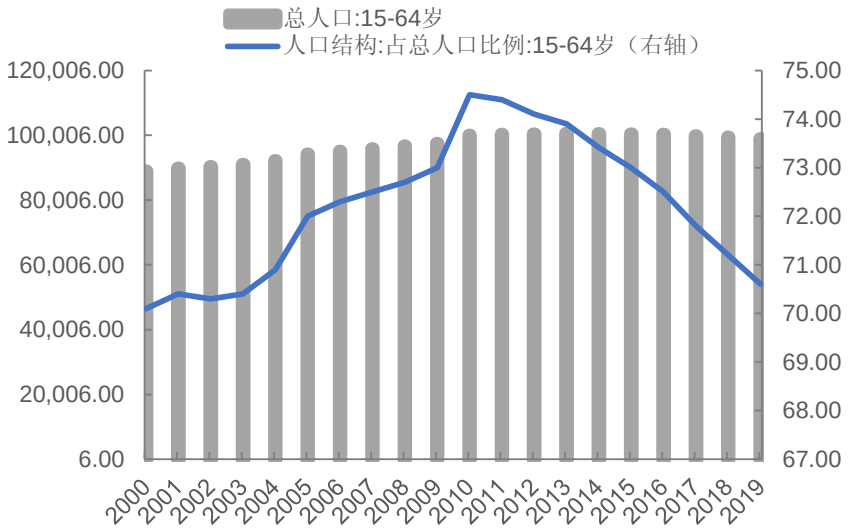


资料来源：公开资料，国金证券研究所

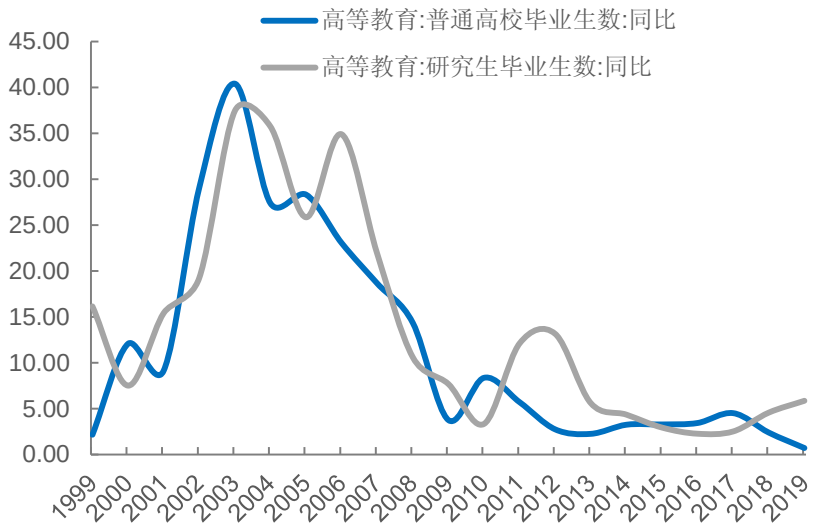
引导劳动力市场改革，结构和质量两手抓

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 我国人口老龄化严重



图表 推进人才红利，加大教育资源投入，提升高等教育比例（%）



引导劳动力要素畅通流动和高质化：

- 人口问题的本质是年龄结构问题，改善的关键在于生育。同时叠加社会保障制度的改革和农村转移人口市民化的步伐，努力释放人口潜力，形成全国统一的劳动市场。
- 十四五期间教育服务的对象和需求也将呈现新的特征，仍然需要进一步加大教育服务的资源投入，扩大教育服务的公平性和开放性，改善教育服务过程，深化教育体制改革，从“教育大国”走向“教育强国”，更好发挥教育服务在民生保障中的作用。

资料来源：公开资料，国金证券研究所

推进资本要素、技术要素和数据要素的改革

资本要素改革：围绕融资端、投资端和机构端

- 融资端：全市场注册制或可在2021年运行；海外经济的摩擦将持续为中概股的回归提供便利。
- 投资端：长线资金入市渠道的拓宽和金融工具的丰富将有利于更好的发货资本市场的投资功能。
- 机构端：支持头部券商发展、扩展资本金补充渠道、适度提高杠杆比例等，可抬升国内金融机构的竞争力。

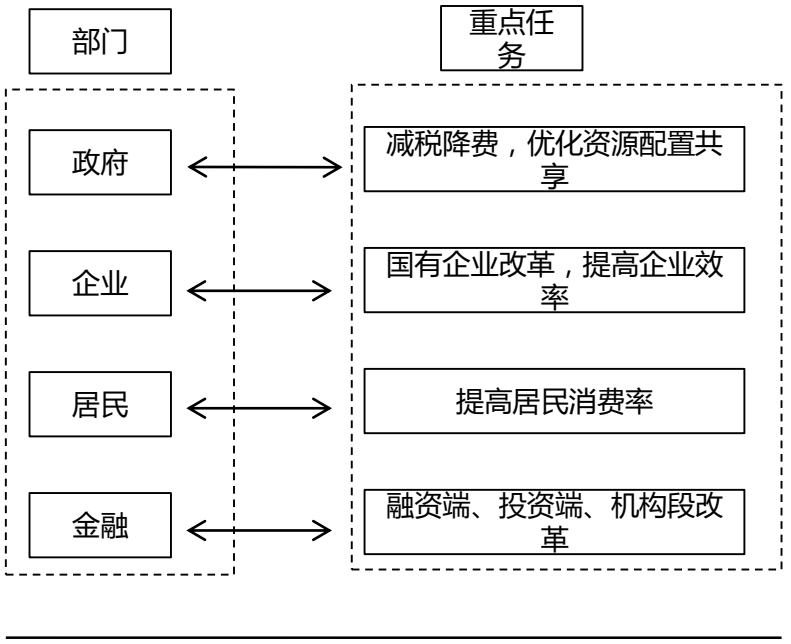
技术要素改革：产权激励和促进转化

- 健全知识产权保护机制和对科研人员的激励机制。
- 注重科技成果在市场的有效投放，提高科技成果转化。

优化数据市场要素中的资源配置和共享：

- 加强对数据资源的利用，培育新模式；同时要注重对数据资源隐私和安全的保护。
- 推动政府公开数据有效流动，使得更多的数据资源得到有效利用，提高社会效益。

图表 政府、企业、居民和金融四大部门联合推动要素市场改革



资料来源：公开资料，国金证券研究所



九、加强国际联系，学习做一个有影响力的大国

本章要点

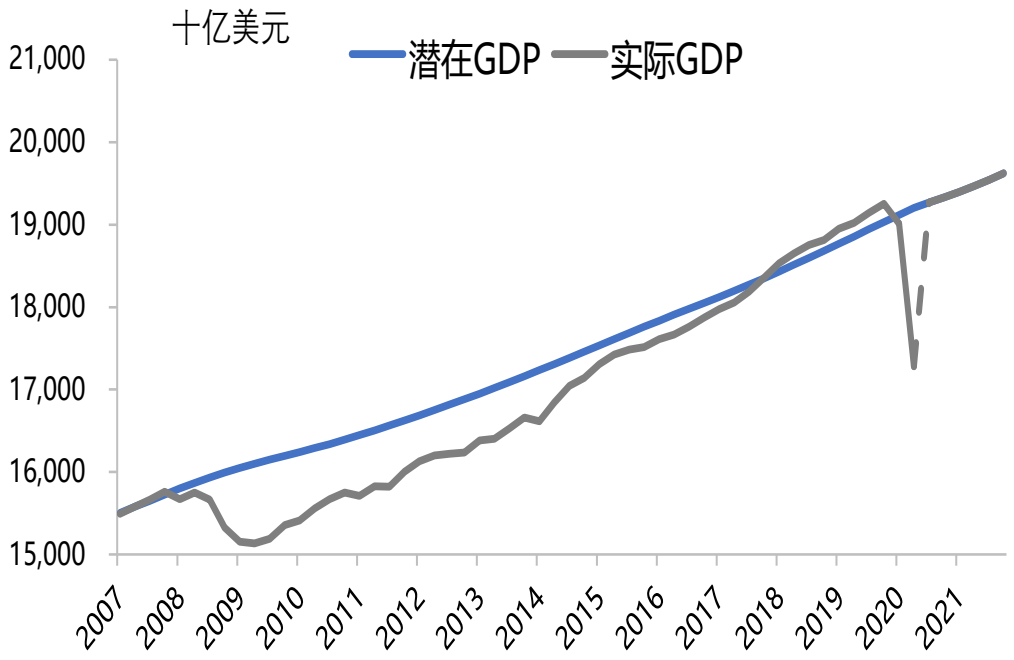
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **加强国际联系的背景：在全球经济面临“三低三高”，中国经济继续保持中高速增长。** “三低”：低增长 、低通胀和低利率。08年金融危机后，世界主要经济体依然陷入低利率的环境，全球资本投资和需求下降，拉低了全球经济的潜在增速。 “三高”：高债务、高失业、高风险。为应对金融危机，各国央行采取的低利率和财政刺激等措施导致政府债务和企业部门债务快速攀升。
- **中日韩推进“自贸伙伴关系”，合作前景广阔。**疫情发生后，中日韩三国携手防控，三国关系升温。“山川异域、风月同天” “道不远人、人无异国”。单边主义和贸易保护的抬头，将推动区域和全球一体化进程。
- **中欧在“后疫情时代”拥有广泛合作空间。**欧盟是中国最大的贸易伙伴，中国是欧盟第二大贸易伙伴。作为世界主要经济体，中欧在“后疫情时代”拥有广泛合作空间。中欧合作以及沿线公路、铁路运输的发展，将对我国中西部内陆地区的发展具有重要的意义。
- **“一带一路”推动加速中国产业改革和升级。**一带一路不仅将欧洲经济圈和太平洋经济圈从陆地上连接，而且推动形成了巨大的太平洋盆地经济圈；促进全球经济周期趋同，能够更好地协调政策；通过创新合作方式，能够开展政策协调，在保障贸易通畅之外，也能够起到防风险的作用。
- **未来在全球舞台上，我国将继续学习做一个有影响力的大国，在全球事务中发挥更加积极作用。**

背景：全球经济面临“三低三高”

- **“三低”：低增长 、低通胀和低利率。**08年金融危机后，世界主要经济体依然陷入低利率的环境，全球贸易和地缘政治因素不确定性上行，实体经济和金融市场信心比较脆弱，导致全球资本投资和需求下降，拉低了全球经济的潜在增速。长期结构性问题（全球化、人口和科技）以及利率调控机制的改变导致信用货币派生受阻，带动通胀整体下行。
- **“三高”：高债务、高失业、高风险。**为应对金融危机，各国央行采取的低利率和财政刺激等措施导致政府债务和企业部门债务快速攀升。根据IIF的数据显示，疫情引发的经济衰退将全球债务占GDP的比重从2019年的4Q的320%上升到2020年1Q的331%，创历史新高。与此同时，美国等发达股价股市估偏高，在分子段企业利润并没有等比例上行的背景下，资本市场的脆弱性将被进一步放大。

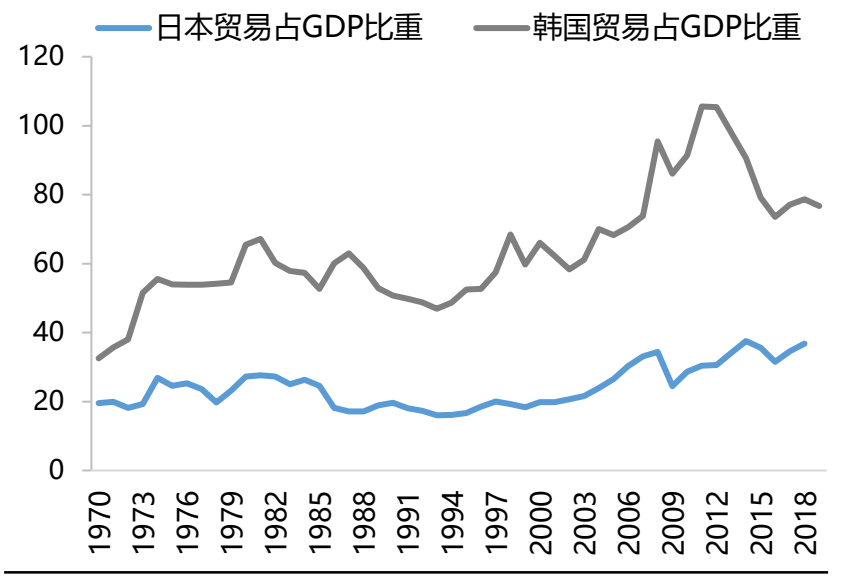
图表 美国08年之后的10年潜在GDP增速高于实际GDP增速



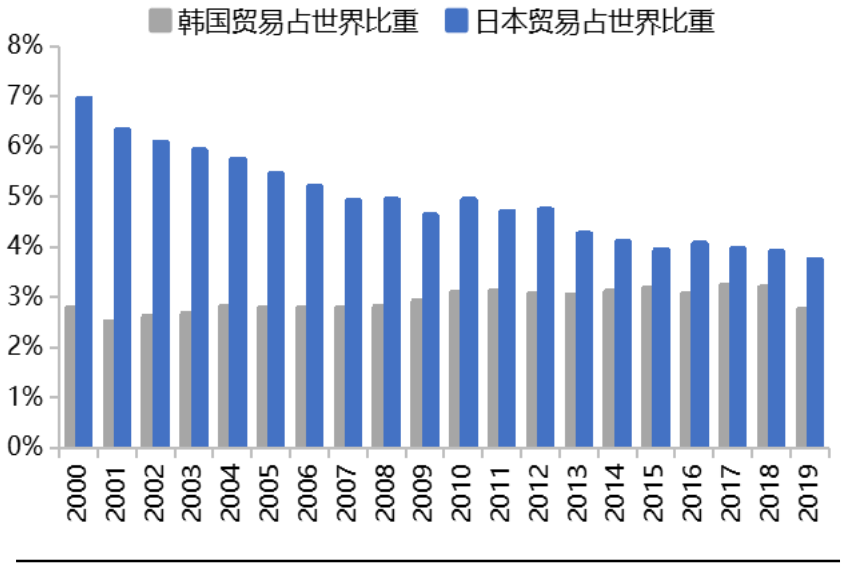
资料来源：St. Louis Fed，国金证券研究所

中日韩推进“自贸伙伴关系”，合作前景广阔

图表 日本和韩国贸易占自身GDP比重（%）



图表 中日韩在全球贸易中占比

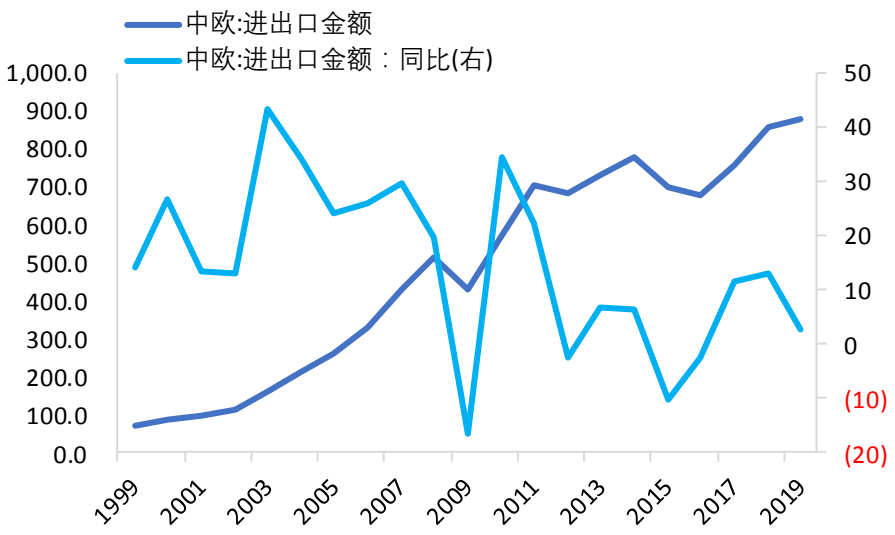


- **疫情发生后，中日韩三国携手防控，三国关系升温。**“山川异域、风月同天”“道不远人、人无异国”。
- **单边主义和贸易保护的抬头，推动区域和全球一体化进程。**中美关系恶化对日韩的冲击较大，主要由于日韩通过国际分工生产的产品占国家整体出口产品比重的绝大多数。RCEP各方正积极为年内如期签署协定作准备。一是进一步加强抗疫合作；二是推进经贸务实合作；三是推动区域和全球一体化进程。
- **国内国际双循环，将进一步推进贸易投资自由化。**RCEP的签订意味着中日韩的关税壁垒和非关税壁垒将被去除，各国充分利用个自优势，中国能够在亚太地区获得核心市场。

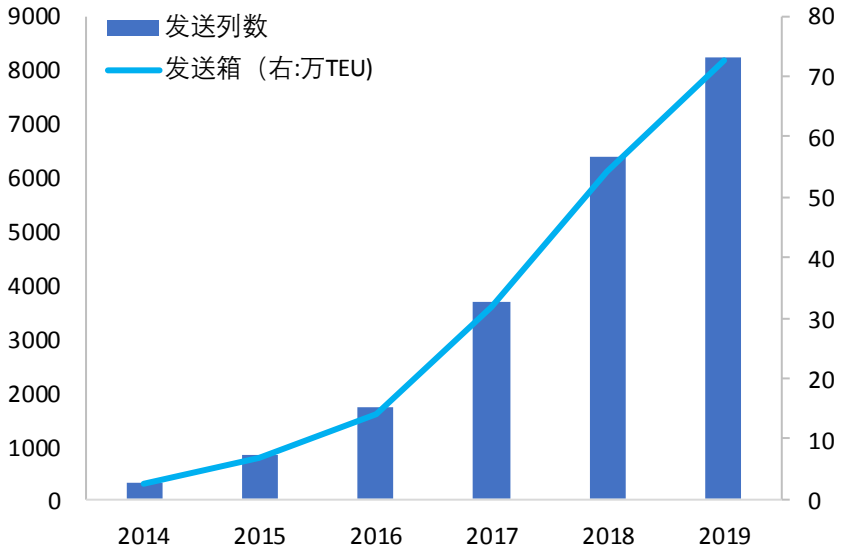
资料来源：世界银行，国金证券研究所

中欧在“后疫情时代”拥有广泛合作空间

图表　中欧进出口总额（十亿美元）及同比（%）



图表　“中欧班列”历年开行运量（万TEU）



- **欧盟是中国最大的贸易伙伴，中国是欧盟第二大贸易伙伴，**经贸关系极其活跃。其中“中欧班列”的开通更是促使双边贸易快速发展，中欧班列目前国内开行中欧班列的城市已经达到71个，到达欧洲已有19个国家67个城市。
- **作为世界主要经济体，中欧在“后疫情时代”拥有广泛合作空间。**双方不仅可以加强经贸合作，拉动世界经济复苏，在合作应对新冠疫情、发展绿色低碳经济和数字经济、推动可持续发展等方面也大有可为。
- **中欧合作以及沿线公路、铁路运输的发展，将对我国中西部内陆地区的发展具有重要的意义。**

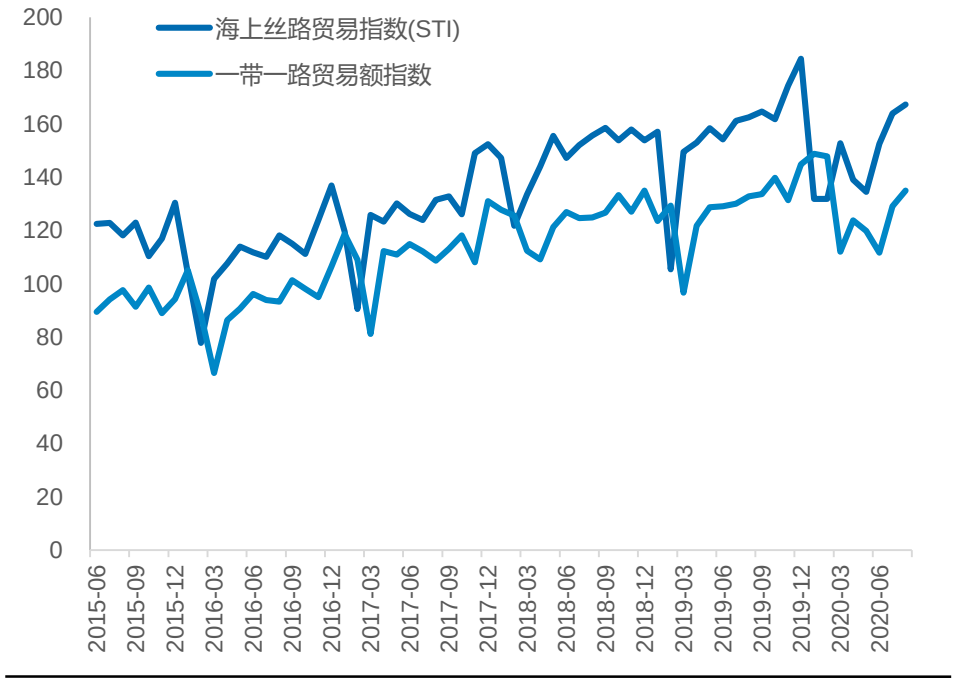
资料来源：wind，中铁集装箱，国金证券研究所

“一带一路”推动加速中国产业改革和升级

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **一带一路，重塑全球经济格局。**一带一路不仅将欧洲经济圈和太平洋经济圈从陆地上连接，而且推动形成了巨大的太平洋盆地经济圈。
- **一带一路促进全球经济周期趋同，能够更好地协调政策。**一带一路通过创新合作方式，能够开展政策协调，在保障贸易通畅之外，也能够起到防风险的作用。
- **人民币国际化应在“一带一路”沿线国家率先实施，促使人民币国家化加速。**
- **“一带一路”帮助吸引国际资本和汇聚金融资源，提升中国在全球的话语权和影响力。**一带一路增进了多个国家多个资本市场的对边交流，增加了合作的机会。

图表 一带一路以及海上丝路贸易指数

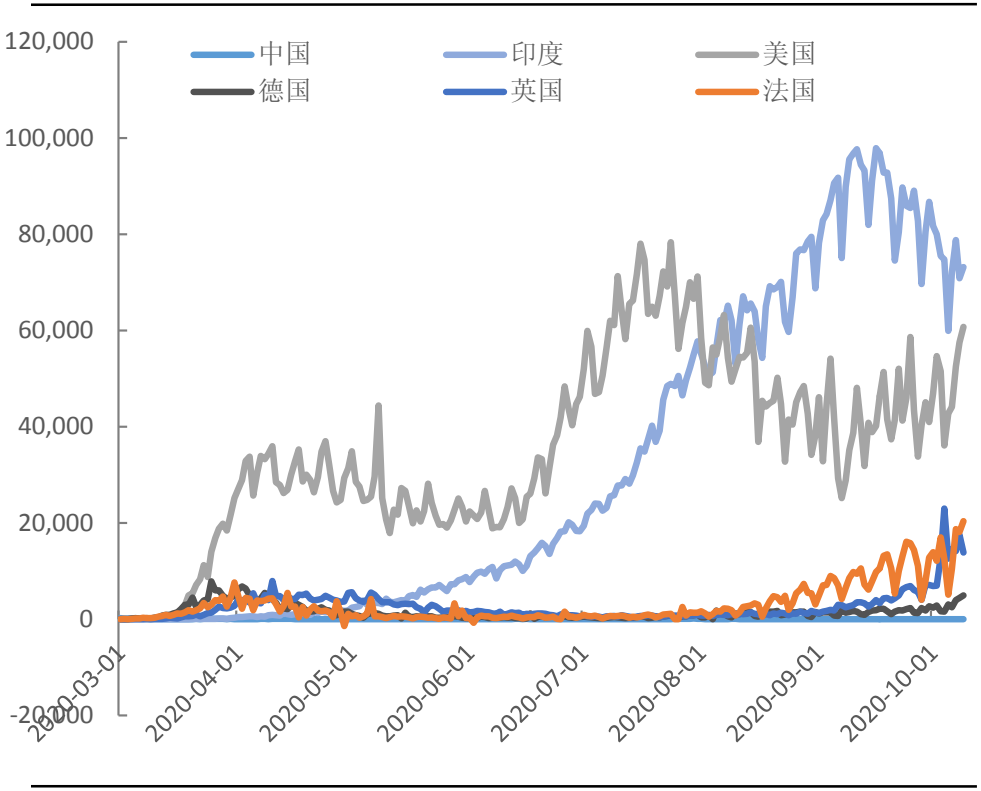


资料来源：Wind，国金证券研究所

学习做一个有影响力的大国

- **中国快速控制疫情，展现了一个负责任大国的形象。**在疫情刚爆发的时刻，迅速封城，全力抗疫，疫情在两个月内迅速控制下来，全国各地陆续复工复产复学。而全球疫情至今胜利节点犹未可知，中国持续对其他国家施以援手，向多国捐赠物资，彰显大国担当。
- **经济方面中国积极参与全球治理。**面对全球前景不明确和世界秩序的不稳定，中国未来发展形势持续向好，综合国力的提升也使得国际地位和全球影响力持续增强。**政治方面，我国具有很强的组织动员能力和高度凝聚力。**
- **未来在全球舞台上，我国将继续学习做一个有影响力的大国，在全球事务中发挥更加积极作用。**

图表 世界各国新冠肺炎当日新增确诊（人）



资料来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；
- 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
- 部分行业受到负面影响远超预期；
- 中美冲突进一步升级，两国关系有所恶化；
- 国内政策力度低于预期等。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

THANKS

2020/10/19

国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn