

从新闻数据看时事热点之“内循环”

——“数据观市”系列研究之一

金融工程深度

传统的量价、财务数据中的有效信息正在被各类模型逐渐挖掘殆尽，而另类数据则开始受到越来越多的关注。在实际投资中如何应用另类数据所蕴含的信息？本篇报告为“数据观市”系列研究的第一篇报告，从新闻数据出发，对时事热点题材进行分析解读。

为减轻国际贸易波动对我国经济的影响，我国提出了“内循环”的概念，力图拉动内需、加速国产替代，达到供需平衡。本文基于新闻热度统计，以供给侧改革案例作为历史参照，浅析市场对内循环的关注热度，梳理其涉及到的相关行业、个股标的，为投资者提供参考。

分析师

董天韵 (执业证书编号：S0930519070002)
 021-52523682
dongty@ebcn.com

刘均伟 (执业证书编号：S0930517040001)
 021-52523679
liujunwei@ebcn.com

- ◆ **从新闻数据看时事热点：**热点题材往往可以带动相关行业、个股的阶段性走势，受到投资者的广泛关注。通过对新闻数据的处理、统计，我们可观察到热点题材的热度变化、不同类型媒体对其关注程度，以及与其相关联的行业、个股情况，可以帮助投资者更好地理解热点事件对资本市场的影响。
- ◆ **“供给侧”案例解读：相关行业超额收益需待具体政策执行落地。**我们对“供给侧”相关新闻热度及重点行业的股价表现进行分析，可发现新闻热度对相关行业的投资决策有一定参考价值：政策执行落地时相关行业会出现显著超额收益，而空有“口号”的新闻热度并不一定能决定行业涨跌。从相关个股表现来看，供给侧改革初期热度最高时，“供给侧”概念个股表现出显著的超额收益，但超额收益仅持续一个月。热度消退后概念股策略表现不佳。
- ◆ **以史为鉴：从“供给侧”到“内循环”。**“内循环”可以看作是“供给侧”政策的一种延续，其对于整体经济、资本市场的影响或与“供给侧”政策相似。根据统计，“内循环”总体热度低于“供给侧”初期，或因其概念过于宽泛，且涉及到的行业广泛，尚未出台明确规划。但由于“供给侧”的历史经验，“内循环”已引起券商研究的高度关注，建议投资者持续关注“内循环”热度变化及其推进情况。
- ◆ **“内循环”热点行业、个股梳理。**“内循环”概念提出不久，总体新闻热度仍较低。但我们依照“供给侧”热度的攀升经验，随着具体规划措施的发布，“内循环”新闻热度或将持续上升。当前热点行业包括**房地产、计算机、农林牧渔、机械设备、交运、汽车等**，前十热度的股票（银行、非银除外）分别为：**中国中免、贵州茅台、五粮液、智飞生物、海康威视、百联股份、珀莱雅、歌尔股份、凯撒旅业、恒瑞医药**。
- ◆ **风险提示：**新闻数据基于通联数据库，底层数据存在覆盖度不全或录入不及时的风险。报告结论均基于历史数据与模型，模型存在失效的可能，历史数据存在不被重复验证的可能。同时最终组合仅针对特定场景，未必适用于其它时期。

目 录

1、 从新闻热度看时事热点	4
1.1、 新闻媒体分类	4
1.2、 新闻热度统计	5
1.3、 行业及个股关联	5
2、 新闻热点解读案例：供给侧改革	5
2.1、 总体新闻热度分析	5
2.2、 “供给侧”重点行业复盘分析	7
2.3、 “供给侧”热点个股表现	10
3、 以史为鉴：从“供给侧”到“内循环”	11
3.1、 “内循环”提出背景：减轻外贸波动冲击	11
3.2、 受券商研究关注，但总体新闻热度仍较低	14
3.3、 涉及行业广泛：制造、消费均密切相关	16
3.4、 “内循环”热点个股梳理	18
4、 风险提示	19

图目录

图 1：“供给侧”新闻数量统计：新闻总量	6
图 2：“供给侧”新闻数量统计：分媒体	7
图 3：“供给侧”新闻数量统计：券商公众号	7
图 4：“供给侧”新闻数量统计：分行业	7
图 5：“供给侧”新闻数量统计：重点行业	7
图 6：“供给侧”新闻数量统计：钢铁	8
图 7：“地条钢”新闻数量统计	8
图 8：“供给侧”新闻数量统计：采掘	9
图 9：煤炭行业热点关键词数量+指数相对收益曲线	9
图 10：过去一个月新闻热点个股组合回测结果	10
图 11：“供给侧”概念股等权组合净值曲线	11
图 12：“供给侧”概念股热度（关联新闻数量）	11
图 13：GDP 增速、进出口金额占比	12
图 14：进出口贸易额当月同比增速（%）	12
图 15：美国个人消费支出（不变价）：季调	13
图 16：OECD 消费者指数：月调	13
图 17：中国对外进口额前十产品（亿美元）	14
图 18：中国对外出口额前十产品（亿美元）	14
图 19：“供给侧”新闻热度	15
图 20：“内循环”新闻热度	15
图 21：上证综指历史走势	15
图 22：“供给侧”新闻数量统计：分媒体	16
图 23：“内循环”新闻数量统计：分媒体	16
图 24：“内循环”新闻数量统计：分行业	17

表目录

表 1：新闻媒体分类	4
表 2：供给侧改革进程梳理	6
表 3：敏感性测试：超额收益	10
表 4：敏感性测试：信息比	10
表 5：“供给侧”概念股名单（2016-01-31）	11
表 6：“双循环”的提出时间	13
表 7：“供给侧”VS“内循环”热点题材对比	16
表 8：“内循环”概念股名单（2020-08-20）	18

传统的量价、财务数据中的有效信息正在被各类模型逐渐挖掘殆尽，而另类数据则开始受到越来越多的关注。在实际投资中如何应用另类数据所蕴含的信息？本篇报告为大数据解读系列研究的第一篇报告，从新闻数据出发，对时事热点题材进行分析解读。

近年来，世界经济持续低迷，英国脱欧、中美贸易争端、新冠疫情蔓延等事件给全球经济带来了较高的不确定性。在此背景下，我国提出了“内循环”的概念，拉动内需、加速国产替代，以减轻国际贸易波动对我国经济的影响。本文基于新闻热度统计，以供给侧改革案例作为历史参照，浅析市场对内循环的关注热度，梳理其涉及到的相关行业、个股标的，为投资者提供参考。

1、从新闻热度看时事热点

热点题材往往可以带动相关行业、个股的阶段性走势。由于经济环境、政策导向的变化，一些原先不受关注的行业可能会获得新的发展机遇，从而影响市场预期。因此新闻热点题材往往受到投资者的广泛关注。

基于通联数据新闻数据库，我们可以对热点题材进行热度统计、并关联到相关行业、个股，分析时事热点对相关标的股价表现的影响，为投资决策提供参考。

1.1、新闻媒体分类

为了观察不同类型媒体对热点题材的关注程度，我们首先对新闻媒体进行了人工分类，将数据库中的新闻媒体分为财经媒体、官方媒体、行业媒体、券商研究、外媒、一般网络媒体等：

我们提取了通联数据新闻数据库中 2011 年 1 月至 2020 年 8 月的新闻数据，依据普通新闻主表的新闻发布来源，可获取对应新闻的发布媒体。由于数据库中原始新闻媒体为新闻抓取数据，其中存在部分无效媒体及未知媒体。因此我们首先对这部分新闻数据进行过滤剔除后，得到约 20 万条新闻数据。我们根据媒体性质及其主要发布新闻类型对上述新闻发布来源的 216 家新闻媒体进行分类，媒体类别见表 1。

表 1：新闻媒体分类

媒体类别	代表媒体	媒体属性
财经媒体	新浪财经、搜狐财经等	网络或实体财经媒体
官方媒体	人民日报、新京报等	政府官方媒体或信息平台
行业媒体	中国能源网、中国建材报等	某一行业相关的新闻媒体
行业消息	中国煤炭资源网等	某一行业相关的门户网站
券商研究	中信证券、申万宏源等	券商机构
外媒	路透社中文网、FT 中文网等	国外媒体
一般网络媒体	澎湃新闻、新浪博客等	综合类网络新闻媒体
其他媒体	数码之家、创业邦等	论坛、个人网站或公众号等

资料来源：光大证券研究所整理

1.2、新闻热度统计

- **热点题材挖掘：**由于新闻数据多为文本型不规范化数据，数据量较大，因此我们以新闻标题中的关键词出现的次数作为相关概念热度。例如我们可通过对 wind 全部概念列表中的概念题材进行统计，得到热点题材在不同时期的热度变化。我们也可以通过分词并统计新闻标题中词频较高的词汇，挖掘当前热点。
- **重点事件热度统计：**对于需要重点分析的事件，如“供给侧”、“内循环”等热点事件，我们可以通过统计新闻摘要中相关关键词的新闻数量及其转载量表示新闻热度，进而统计出市场在不同时段对重点事件的关注度。

1.3、行业及个股关联

- **新闻行业分类：**我们依据通联数据新闻数据库中新闻分类表的行业分类名获取对应新闻的行业分类。由于该字段在数据库中行业分类标准为中万一级行业分类，我们在对新闻行业分类时直接采用这一分类标准，以便于分析不同行业的新闻热度变化，进而判断不同行业在相关热点题材上的新闻热度。
- **新闻个股关联：**依据通联数据新闻数据库中新闻关联公司及情感得分表、普通新闻主表，以及证券主表，将新闻与对应的股票相关联，获得不同股票的新闻数量及其转载数量，以两者之和代表个股新闻热度，进而分析市场对个股的关注程度和预期。

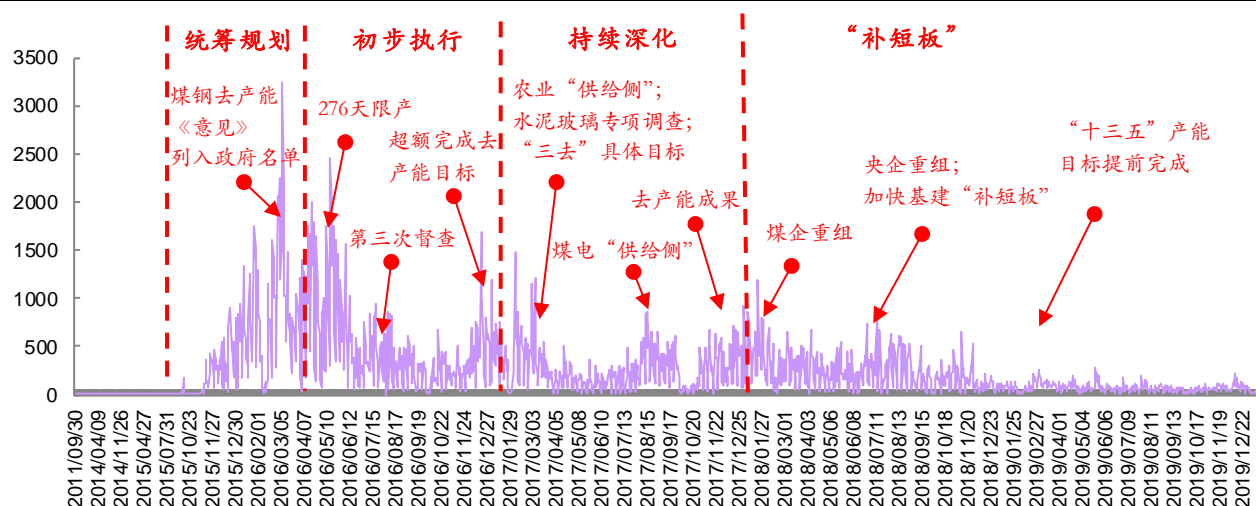
2、新闻热点解读案例：供给侧改革

以供给侧改革为例，我们可通过新闻数据观察供给侧改革过程中市场关注程度的变化与相关行业的股价表现之间的关联。为观察供给侧改革前后相关新闻热度的变化情况，同时保证观测区间尽可能完整，我们统计了发布区间为 2011 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日的新闻数据。

2.1、总体新闻热度分析

我们以新闻摘要中包含“供给侧”及相关关键词的新闻数量及其转载量表示新闻热度，进而衡量媒体在不同时段对供给侧改革的关注度。基于上文对媒体分类的规则，我们统计得到不同媒体的新闻数量占比，以观察在供给侧改革推进过程中，媒体对其关注程度的变化。

图 1：“供给侧”新闻数量统计：新闻总量



资料来源：通联数据，光大证券研究所绘制(2011/9/30-2019/12/31)

提出规划目标、每年公布改革成果时新闻热度较高。根据供给侧改革的推进情况，我们可大致将其可分为以下几个阶段：提出-统筹规划、具体措施初步执行、改革深化阶段、“补短板”阶段。从新闻热度来看，提出-统筹规划阶段、具体措施初步执行阶段新闻热度最高；此外每年年末至年初公布上年改革成果、提出下年规划时同样具有较高的新闻热度。2018年起，中美贸易争端等事件给全球经济带来了较高的不确定性，市场的关注热点逐渐转移，供给侧改革新闻热度显著下降。

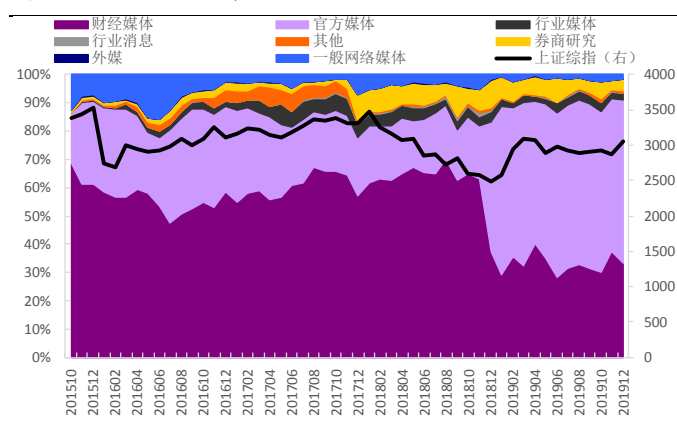
表 2：供给侧改革进程梳理

阶段	相关事件
统筹规划阶段 (2015 年 11 月至 2016 年 3 月)	1 月国务院常务会议确定化解钢铁煤炭行业产能措施； 2 月国务院发布《意见》关注钢铁、煤炭去产能； 3 月“供给侧”被正式列入政府工作报告。
具体措施初步执行 (2016 年 3 月至年末)	发改委等 4 部委提出煤炭 276 天限产； 多地政府出台降低成本举措； 煤炭、钢铁和水泥行业出台去产能指导方案； 煤炭钢铁行业开展离职员工安置工作； 国务院三次大督查，督查组数量升至 20 个； 当年钢铁、煤炭 4500 万吨和 2.5 亿吨目标超额完成。
改革持续深化 (2017 年)	2017/1/3 “一号文件”：提出农业“供给侧” 2017/2，国务院多部门联合水泥玻璃去产能专项督查； 2017/3，两会提出“三去”具体目标； 2017/8，16 部委通知煤电“供给侧”改革 发改委：将出台政策推动煤电联营； 2017 年钢铁退出产能 1.7 亿吨，煤炭退出 8 亿吨； 工业企业“去杠杆”资产负债率下降，宏观杠杆率涨幅降低
“补短板”阶段 (2018 年起)	2018/1，12 部委推动煤炭企业兼并重组； 7 月 38 家央企重组，43 家央企出现重大人事变动； 7 月中央政治局会议强调“补短板”，要加快基建投资； 多部委和地方政府出台政策稳投资“补短板”； 8 月国新会：加强基础设施领域； 2018 年钢铁、煤炭产能减少 3500 万吨、2.7 亿吨，提前完成“十三五”目标； 商品房待售面积比上年末减少 6510 万平方米； 水泥熟料产能减少 5400 万吨

资料来源：通联数据，光大证券研究所整理

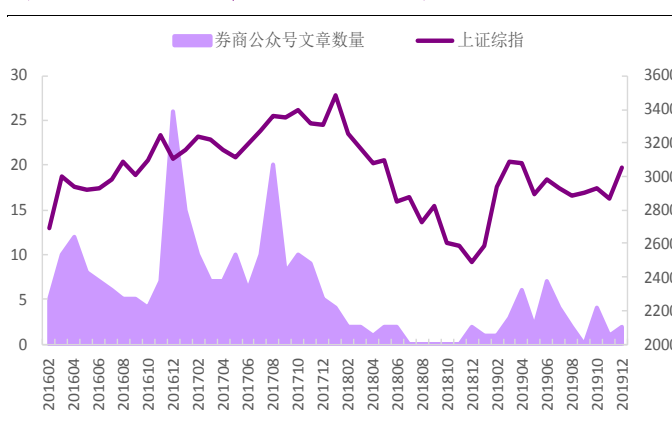
“供给侧”相关新闻以官方媒体+财经媒体为主体，2018 年末财经媒体关注度下降。“供给侧”新闻主要依靠官方媒体发布+财经媒体转载形成热度，在 2018 年 10 月前财经媒体占比高达 60%-70%，官方媒体占比达到 20%-30%。此后，受到中美贸易争端等不确定因素影响，媒体关注点开始转移：财经媒体占比下滑至 30%左右，而官方媒体占比增长至 60%-70%。其他类型媒体总体占比较少，其中 2016 年 12 月前网络媒体占比较高（10%左右）。2016 年第四季度开始，由于“供给侧”具体政策的落实和对行业影响的逐渐显现，机构对其关注度上升，券商有关研究报告的占比呈增加趋势，最终达到 10%左右。上证指数的走势与券商公众号文章数量存在一定的相关性。

图 2：“供给侧”新闻数量统计：分媒体



资料来源：通联数据，光大证券研究所(2015/10-2019/12)

图 3：“供给侧”新闻数量统计：券商公众号



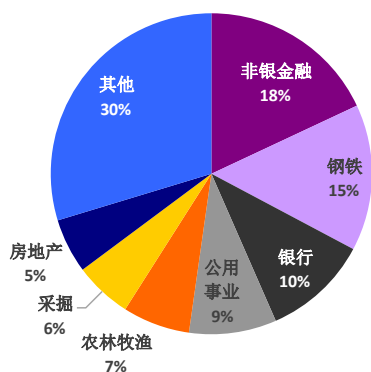
资料来源：通联数据，光大证券研究所(2016/2-2019/12)

左轴单位：条

2.2、“供给侧”重点行业复盘分析

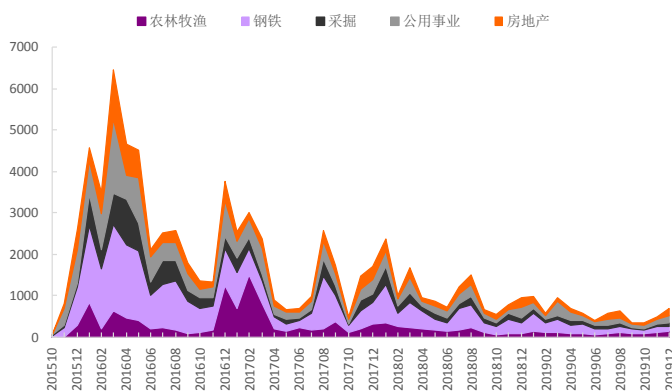
根据上文对供给侧改革相关事件的梳理，与供给侧改革密切相关的行业包括钢铁、煤炭、电力、农业、房地产等，与行业新闻热度数据吻合：为分析供给侧改革进程中，不同行业的新闻热度变化，我们将新闻数据关联匹配至申万一级行业分类。根据新闻数据，“供给侧”新闻热度最高的 5 个相关一级行业（银行、非银除外）包括：钢铁、公用事业、采掘、农林牧渔、房地产。

图 4：“供给侧”新闻数量统计：分行业



资料来源：通联数据，光大证券研究所(2015-2019)

图 5：“供给侧”新闻数量统计：重点行业



资料来源：通联数据，光大证券研究所(2015/10-2019/12)

单位：条

其中，钢铁、煤炭是“供给侧”改革中任务最重，也是最早提出要进行改革的行业，接下来我们将对这两个重点行业的进行复盘。除“供给侧”相关的行业新闻总量以外，我们梳理了一些更为细化的供给侧改革热点词的新闻数量，如“地条钢”、钢铁“2+26”限产、煤炭“726”限产等。

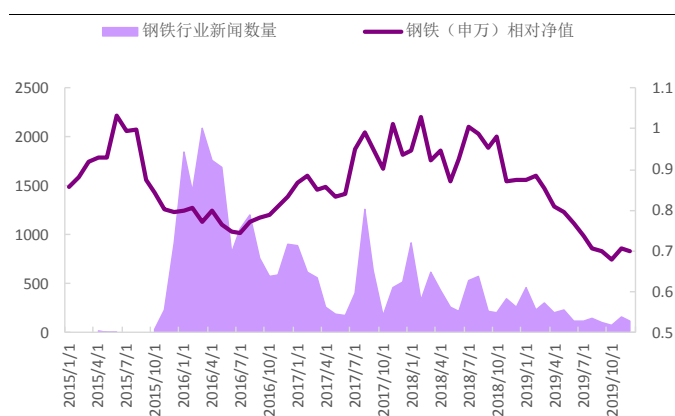
➤ 钢铁行业

从钢铁行业“供给侧”相关新闻热度和关键词热度看，我们发现钢铁行业相对净值走势与“地条钢”新闻热度更为相关。

供给侧改革早期市场信心不足，钢铁行业无明显超额收益。2008年至2014年钢铁产能在管制下持续上涨75.76%，导致市场对去产能信心不足，2016年上半年仅完成当年去产能目标的三成左右。因此供给侧改革早期（2015/11-2016/6），虽然钢铁相关新闻热度达到峰值，但钢铁行业并未出现明显超额收益。

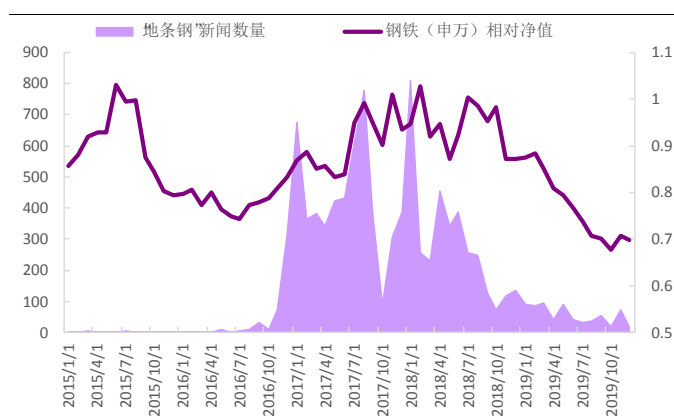
2016年下半年，钢铁行业动作不断，行业利润增强，市场对“供给侧”信心增强。2016年7月召开的国务院常务会议要求“确保完成4500万吨万吨减产目标”。9月国资委批准宝钢和武钢重组为宝武钢铁集团，起到国资带头作用。11月，国务院派出调查组严肃查处钢铁煤炭企业违法违规行为。2016年钢铁工业协会会员企业利润由上年的亏损847亿元转为盈利350亿元左右。之后，2016年“供给侧”目标超额完成的信息使的钢铁行业开启上涨模式。市场预期充分加强，钢铁行业出现显著超额收益。

图6：“供给侧”新闻数量统计：钢铁



资料来源：通联数据，光大证券研究所(2015/1-2019/12)
左轴单位：条

图7：“地条钢”新闻数量统计



资料来源：通联数据，光大证券研究所(2015/1-2019/12)
左轴单位：条

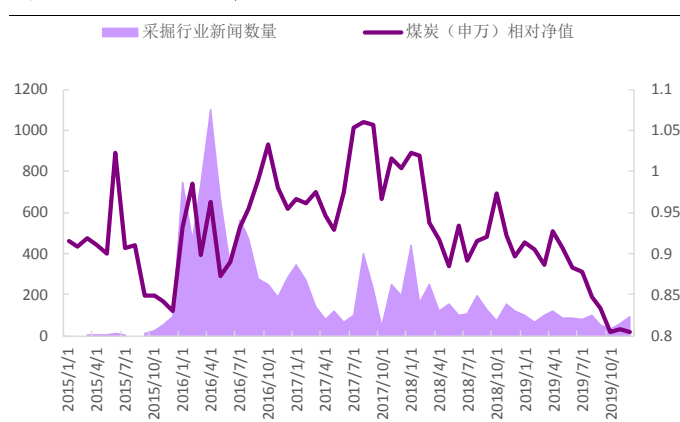
“地条钢”新闻热度与钢铁行业超额收益相关性更高。“地条钢”产能高，质量差，是清除过剩产能的重点目标（据不完全统计，供给侧改革以前，“地条钢”产能高达每年1亿吨以上）。2016年9月12日，发改委印发《通报》严厉打击制售“地条钢”等违法行为，此后“地条钢”成为钢铁“供给侧”的重点改革对象。相比于宽泛的“供给侧”新闻热度，有关“地条钢”的新闻热度与钢铁行业的超额收益率具有更强的相关关系。

➤ 煤炭行业

从采掘行业“供给侧”相关新闻热度和关键词热度看，我们发现煤炭行业相对走势与新闻数量呈较强相关性，供给侧改革早期即表现出了明显的超额收益，“276”限产的提出进一步拉动煤炭行业股价上涨，而在“2+26”限产后煤炭行业股价开始走弱。

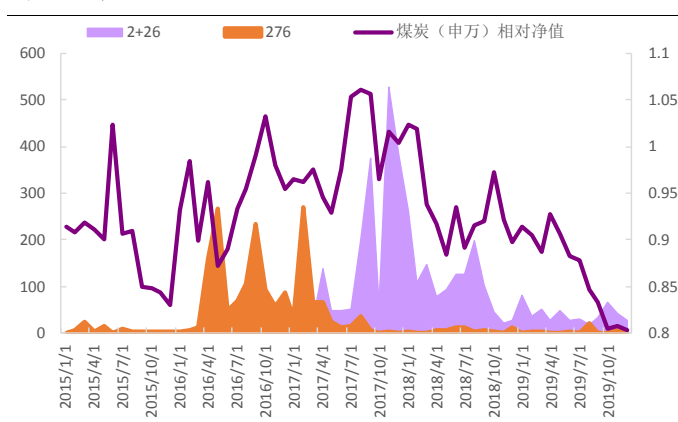
煤炭行业在“供给侧”之前就已经面临危机，2014年7月以来政府就陆续出台扶持补贴政策，在“供给侧”提出后，能源局表态：“2016年起3年内暂停新建煤矿审批，力争当年关闭落后煤矿1000处。”由于政府前期已有动作，市场对于政府行为的信心较强。因此，与钢铁不同，煤炭行业在供给侧改革早期就表现出了显著的超额收益。

图 8：“供给侧”新闻数量统计：采掘



资料来源：通联数据，光大证券研究所(2015/1-2019/12)
左轴单位：条

图 9：煤炭行业热点关键词数量+指数相对收益曲线



资料来源：通联数据，光大证券研究所(2015/10-2019/12)
左轴单位：条

2016年2月，国务院提出“煤炭行业不超过276个工作日”的要求，直接导致当年的煤炭减产，因此立刻引起了二级市场股价上涨。但由于政策力度过大，2016年超额完成2.9亿吨减产目标，造成2017年煤炭供应短缺，该政策于2017年3月就由发改委确认不再执行。

2017年3月，环保部提出京津冀内“2+26”城的环保目标，要求“2+26”城市实现煤炭消费总量负增长。8月进一步要求“2+26”城全面完成“大气十条”考核指标，要求钢铁、建材在采暖季错峰限产，对于全国煤炭需求造成较大影响，煤炭行业相对走势自此开始转向。

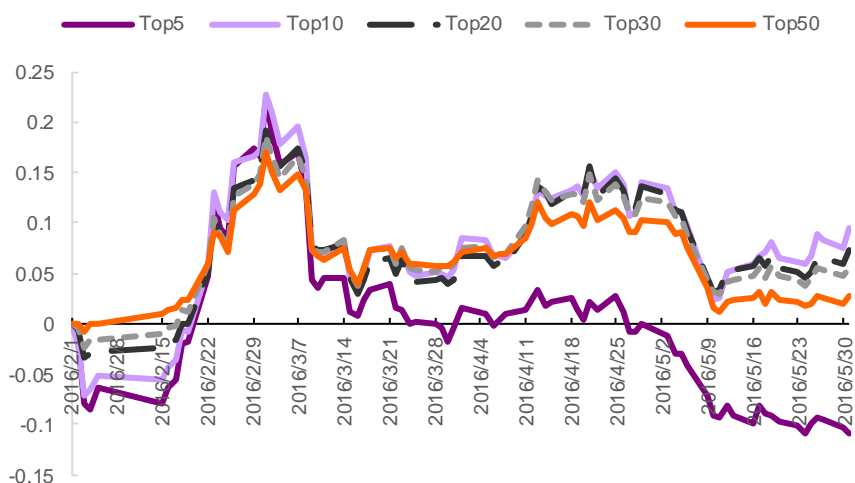
综上，新闻热度对相关行业的投资决策有一定参考价值。但必须要强调的是，政策执行落地时相关行业才会出现显著超额收益。钢铁行业在前期不被看好的经验告诉我们，要有具体改革措施的提出和实施，才能影响市场预期，空有“口号”的新闻热度并不一定能决定行业涨跌。另外，关键词热度对行业的影响要综合考虑关键词有关政策与行业业绩之间的逻辑关系，两者间并不一定是正向关系。

2.3、“供给侧”热点个股表现

为观察“供给侧”相关热点个股的表现，基于新闻数据处理部分的个股关联规则，我们将新闻与对应的股票相关联，得到相应股票的新闻及其转载情况，进而获得不同股票的供给侧新闻热度。基于个股在过去 1 个月/2 个月/3 个月内新闻热度排序，我们挑选出热度最高的个股（不包括银行、非银），等权构造形成“供给侧”概念组合，观察其在后续时间内的超额收益。

为了方便对比不同参数下的组合表现，我们在回测时统一以 2016 年 2 月 1 日为回测起点，分别对新闻热度观测周期、股票数量、持仓周期三个维度进行敏感性测试。**根据测试，不同组合达到最大超额收益的持仓周期均接近一个月。**以过去一个月内新闻热度观测周期为例，其股票组合收益率变化如下图：

图 10：过去一个月新闻热点个股组合回测结果



资料来源：通联数据库，Wind，光大证券研究所（2016/2/1-2016/5/31）

根据敏感性测试，组合内个股数量在 10 支时超额收益最高（具体名单见表 5），但从信息比的角度来看，个股数量更多时可以获得较高的信息比。

表 3：敏感性测试：超额收益

新闻统计周期	Top5	Top10	Top20	Top30	Top50
1 个月	16.7%	17.2%	15.3%	14.8%	13.8%
2 个月	13.0%	14.2%	12.4%	11.8%	12.9%
3 个月	13.0%	14.2%	14.6%	12.9%	12.6%

资料来源：通联数据库，Wind，光大证券研究所（回测起点：2016/2/1）

表 4：敏感性测试：信息比

新闻统计周期	Top5	Top10	Top20	Top30	Top50
1 个月	1.78	1.93	2.28	2.45	2.78
2 个月	1.87	1.95	2.30	2.32	2.71
3 个月	1.87	1.95	2.42	2.53	2.71

资料来源：通联数据库，Wind，光大证券研究所（回测起点：2016/2/1）

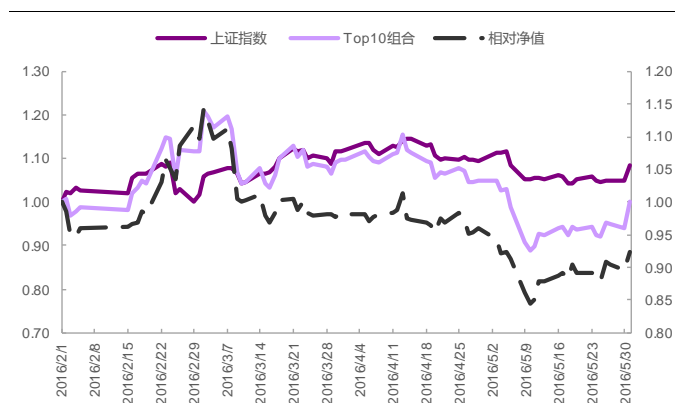
表 5：“供给侧”概念股名单（2016-01-31）

代码	股票简称	代码	股票简称
000983	西山煤电	600395	盘江股份
600546	山煤国际	000709	河钢股份
000932	华菱钢铁	000937	冀中能源
600019	宝钢股份	601001	大同煤业
601699	潞安环能	000959	首钢股份

资料来源：通联数据库，光大证券研究所（回溯起点：2016/2/1）

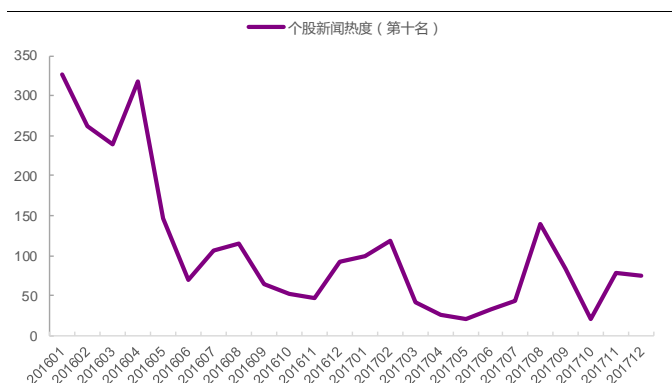
该策略仅在新闻热度较高时有效。“供给侧”概念股新闻热度随时间逐渐消退。若每个月选取热度最高的 10 支个股作为持仓进行回测，可发现该策略仅在新闻热度较高时有效，2016 年 3 月后个股新闻热度大幅下降，组合无明显超额收益。

图 11：“供给侧”概念股等权组合净值曲线



资料来源：通联数据，光大证券研究所（2016/2/1-2016/5/31）

图 12：“供给侧”概念股热度（关联新闻数量）

资料来源：通联数据，光大证券研究所（2016/01-2017/12）
单位：条

3、以史为鉴：从“供给侧”到“内循环”

近年来，世界经济持续低迷，英国脱欧、中美贸易争端、新冠疫情蔓延等事件给全球经济带来了较高的不确定性。在此背景下，我国提出了“内循环”的概念，拉动内需、加速国产替代，以减轻国际贸易波动对我国经济的影响。

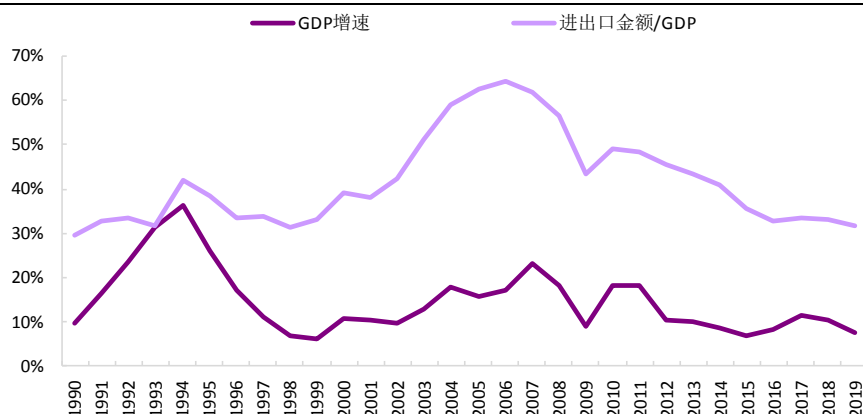
“内循环”可以看作是“供给侧”政策的一种延续。“供给侧”主要通过政策手段改变供给结构，促进科技发展和全要素生产率的增加。而“内循环”的内涵更广，不仅要求“供给侧”调整结构，适应国内需求，还要求从需求端出发，扩大内需，从而达到供给和需求的平衡。前文对供给侧改革进行案例分析或有助于我们理解“内循环”政策将对相关行业产生的影响。

3.1、“内循环”提出背景：减轻外贸波动冲击

我国经济对国际贸易的依存度较高。2001 年加入 WTO 后，中国凭借劳动力方面的优势，迅速打入国际市场，通过外向型发展模式获得了较高的经济增速，进出口金额占 GDP 比重大幅上升。2008 年次贷危机发生后，全球

经济整体走弱，国际贸易环境恶化对中国经济的冲击较为明显，整体经济增速同步下滑。

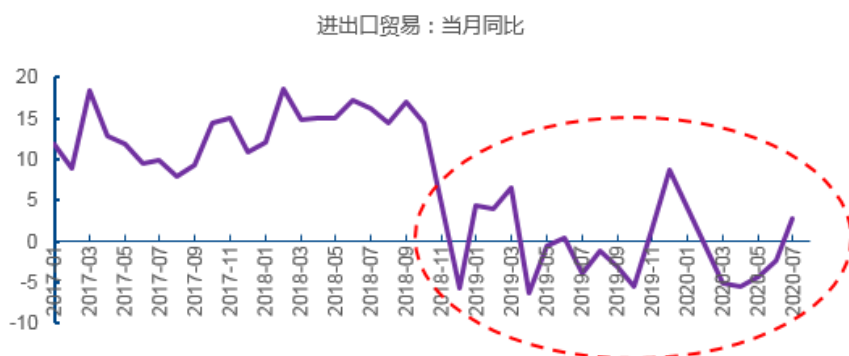
图 13: GDP 增速、进出口金额占比



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (1990-2019)

近年来逆全球化思潮抬头，进出口贸易降温。世界经济的持续低迷带来逆全球化思潮抬头。英国脱欧、中美贸易争端等事件，均给全球经济带来了较高的不确定性。我国进出口贸易随之降温，贸易额同比增速从 2017 年的 10~15% 骤降至 2018 年底至今的 -5~5%。

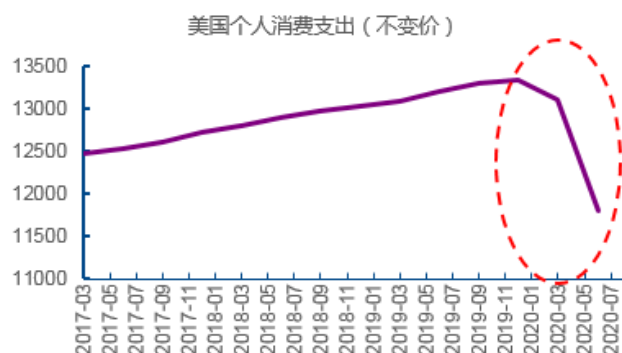
图 14: 进出口贸易额当月同比增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2017/1-2020/7)

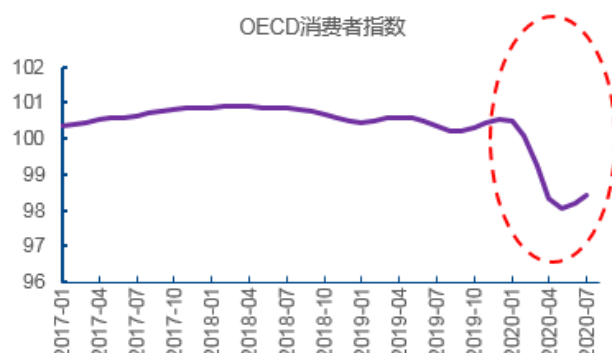
新冠疫情的肆虐进一步冲击全球消费需求。OECD 消费者指数一度从疫情初期的 100.49 跌至 98.04。美国个人消费支出以不变价计也从 13000 美元下跌至 11800 美元左右，跌幅达 10.17%。据 WTO 预测，2020 年世界贸易将下降 13% 至 32%，外向型发展模式显得难以为继。

图 15： 美国个人消费支出（不变价）：季调



资料来源：Wind，光大证券研究所（2017/3-2020/6）

图 16： OECD 消费者指数：月调



资料来源：Wind，光大证券研究所（2017/1-2020/7）

在此背景下，我国强调“内循环”以减缓外贸波动冲击。在此背景下，为应对全球贸易波动，我国高层在各项会议中多次提出“两个循环”概念，强调以国内大循环为主体、促进国内国际双循环。“内循环”旨在通过扩大内需、调整产业结构等多种手段，使得国内的供给与需求相匹配。例如通过国产替代，加强技术创新投入、完善产业链以减轻对进口产品的依赖；促进居民消费，做大国内消费市场，缓解外贸需求走弱对宏观经济的冲击。

表 6：“双循环”的提出时间

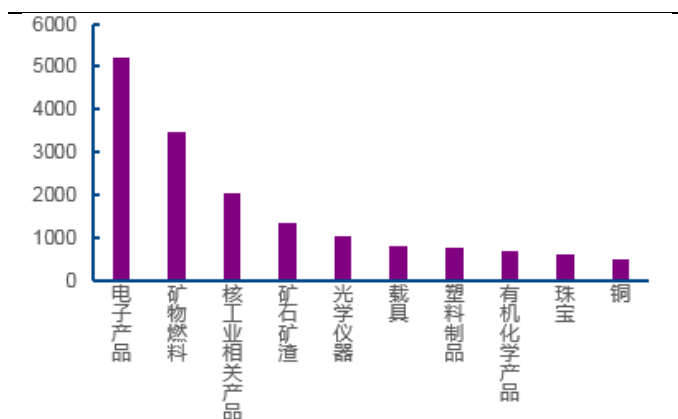
时间	会议	相关内容
2020 年 5 月 14 日	中国政治局常委会	首次提出了“两个循环”概念，要“构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”。
2020 年 5 月 23 日	两会	总书记强调要“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”
2020 年 6 月 18 日	陆家嘴论坛开幕式	刘鹤副总理表示“一个以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展的新格局正在形成”。
2020 年 7 月 21 日	企业家座谈会	“面向未来，我们要逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”
2020 年 8 月 24 日	经济社会领域专家座谈会	“坚持供给侧结构性改革这个战略方向，继续扩大内需，加速生产分配流通消费”

资料来源：新华社，光大证券研究所整理

实现“内循环”主要可从调整产业结构、扩大内需两条主线出发，因此将对 TMT、制造、消费、金融地产等领域将产生深远影响。

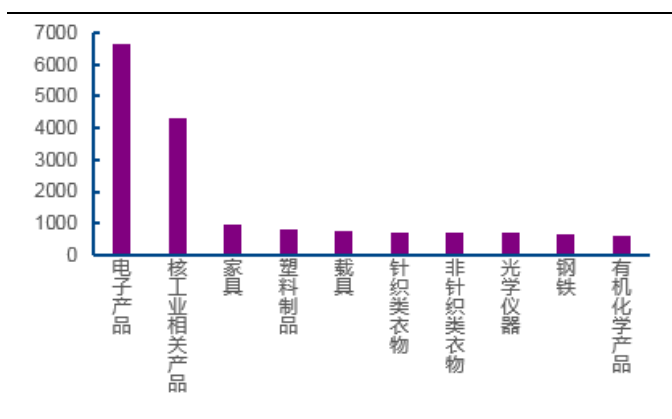
调结构：降低“两头在外”的加工贸易占比。“内循环”发展模式需重视产业结构的调整。“联合国商品贸易统计数据库”的数据显示，我国前十大进出口产品种类存在相当大的重叠，例如电子产品、光学仪器、塑料制品和有机化学产品等。而矿物燃料、矿石矿渣等原材料进口额同样较高。说明我国“资源、市场两头在外”的加工贸易占比较高。降低我国的外贸依存度首先需要调整产业结构，降低附加值较低的加工贸易占比。

图 17：中国对外进口额前十产品（亿美元）



资料来源：UN comtrade；数据为 2019 年进口数据

图 18：中国对外出口额前十产品（亿美元）



资料来源：UN comtrade；数据为 2019 年出口数据

补短板：国产替代促使产业链升级。疫情的肆虐加之中美贸易争端对中国科技行业的压制，使原本可以依靠海外技术支持的企业遭到挑战。以生物医药，计算机，通信，电子为代表的技术行业中，技术高度依赖海外的企业可能受到较大影响。实现“内循环”需要加强技术研发投入，帮助拥有自主技术和高研发能力的企业形成自主可控的高端产业链。

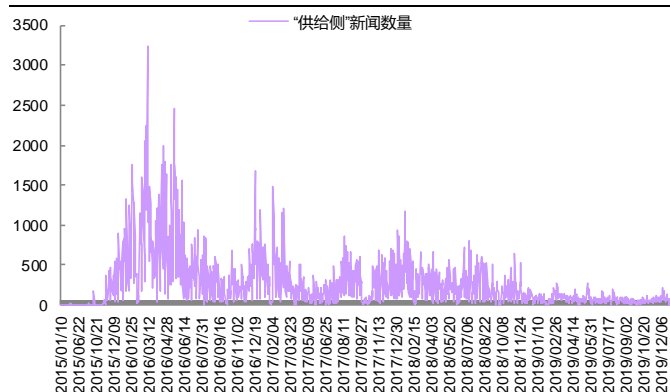
扩内需：减轻外需波动对整体经济的冲击。海外疫情持续扩散，短期内外需的恢复不容乐观。我国对外出口的主要产品包括电子产品、核工业产品、家具、塑料制品、载具、衣物、光学仪器和生物化工产品，涉及这些产品的相关行业将面临需求持续低迷的窘境。从中长期来看，“房住不炒”抑制房价、提升居民消费能力，释放国内消费需求将有助于减轻外需波动对整体经济的冲击。

如上文所述，我们可以看出，“内循环”提出的背景和试图解决的问题和“供给侧”改革是相似的：**即力图解决经济发展缺少新动力的困局，实现长期稳定发展。**供给侧改革是在 2012 年后经济增速不断下滑，旧的发展模式不可持续的背景下提出的，而“内循环”则是在这一背景之上，叠加了中美贸易争端、新冠肺炎全球流行等风险因素的影响下提出的。而产业结构的调整，产业链的升级，科学技术的发展等手段都有着“供给侧”的影子。

3.2、受券商研究关注，但总体新闻热度仍较低

“内循环”总体新闻热度低于“供给侧”提出初期。与“供给侧”新闻热度统计相似，我们以新闻摘要中包含“内循环”、“双循环”等相关关键词的新闻数量及其转载量表示新闻热度。根据统计可发现，相比于“供给侧”提出初期，当前“内循环”总体新闻热度仍较低。

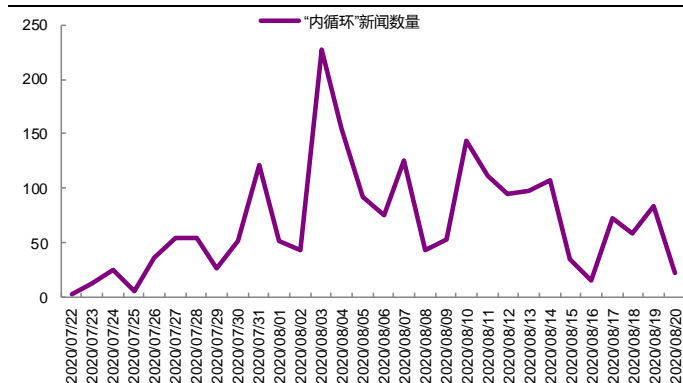
图 19：“供给侧”新闻热度



资料来源：通联数据，光大证券研究所（2015-2019）

单位：条

图 20：“内循环”新闻热度



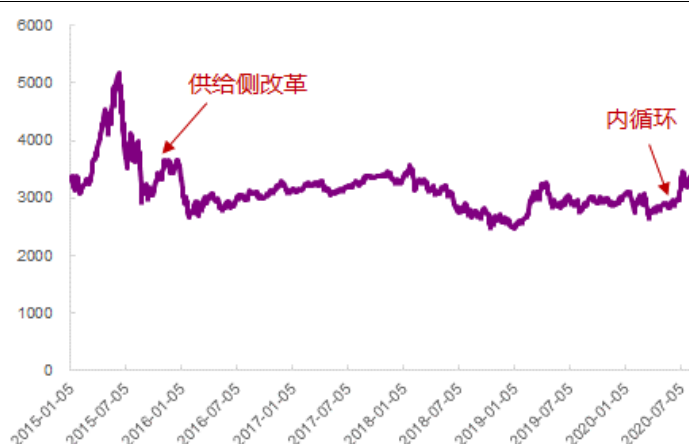
资料来源：通联数据，光大证券研究所（2020/7/22-2020/8/20）

单位：条

新闻热度较低一方面是因为“内循环”的提出目前仍停留在概念阶段，其涉及到的行业范围较“供给侧”更广泛，具体工作计划、各行业的措施方案尚未提出。而“供给侧”主要涉及的行业较少，改革方向更为明确，因此受到了更多关注。依照供给侧改革新闻热度的攀升经验，下半年到明年年初，随着中共中央政治局会议，“两会”等重要会议的召开，和有关部门具体措施的发布，“内循环”新闻热度可能将迎来持续上升，**建议投资者持续关注“内循环”热度变化及推进情况。**

另一方面当前市场环境与供改初期同样有所差异。从大盘指数表现来看，2015年资本市场经历了股市暴跌，投资者情绪低迷，市场热点题材较少。因此供给侧改革的提出吸引了较多注意力，供给侧改革相关的钢铁煤电行业、央企重组等题材受到了更多的关注。而当前的股市则相对稳定，5G、疫苗等题材受到较多关注，宽泛的“内循环”概念热度则相对较低。

图 21：上证综指历史走势



资料来源：Wind；光大证券研究所（2015/1-2020/8）

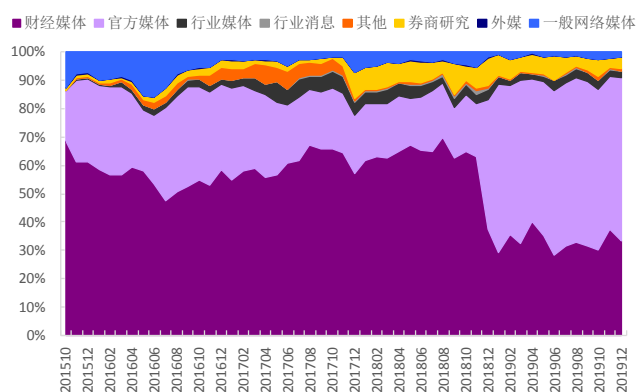
表 7：“供给侧” VS “内循环” 热点题材对比

“内循环” 初期 (2020/5-2020/8)		“供给侧” 初期 (2015/11-2016/2)	
关键词	热度	关键词	热度
融资融券	23602	重组	17075
5G	11914	新能源	10896
疫苗	9122	供给侧	8053
苹果	8390	苹果	7266
新能源	7984	钢铁	6637
特斯拉	7499	机器人	6414
芯片	7042	互联网金融	6102
电池	6084	一带一路	5875
内循环	2818	大数据	5622

资料来源：通联数据，光大证券研究所

“内循环”已获得券商研究的高度关注。虽然总体新闻热度仍较低，但“内循环”已引起券商研究的高度关注。从新闻媒体构成来看，与“供给侧”提出阶段相似，官方媒体发布+财经媒体转发的扩散模式在“内循环”时期依然成立，其中财经媒体占比最高，达到 40%-70% 的水平，而官方媒体则达到了 20%-40% 的水平。但由于“供给侧”对行业走势影响显著的历史经验使得机构对“内循环”的预期效果更有信心，券商研究数量显著高于“供给侧”初期，当前占比已达到 10% 左右。

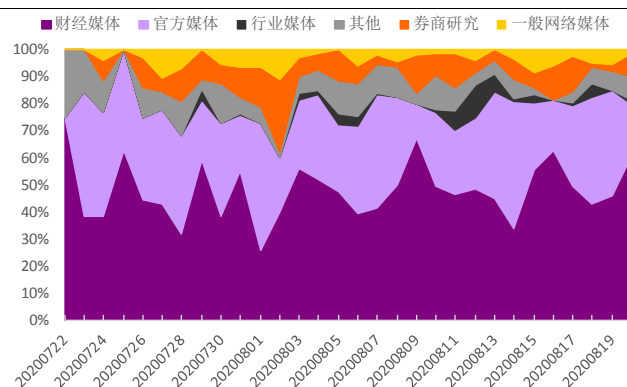
图 22：“供给侧”新闻数量统计：分媒体



资料来源：通联数据，光大证券研究所（2015/10-2019-12）

单位：条

图 23：“内循环”新闻数量统计：分媒体



资料来源：通联数据，光大证券研究所（2020/7/22-2020/8/20）

单位：条

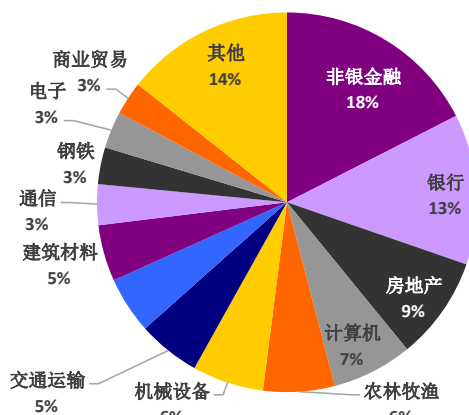
3.3、涉及行业广泛：制造、消费均密切相关

如上文所述，“内循环”整体新闻热度较低的部分原因是其涉及到的行业、产业更为广泛，各行业具体措施的推出或需要更长的规划时间。

我们将“内循环”相关新闻关联至申万一级行业并进行统计。可以看出，从新闻数据来看，与聚焦于钢铁、煤电、农业的“供给侧”改革不同，“内循环”概念涉及到的行业确实更分散。科技、制造、消费行业均被认为与“内

循环”密切相关。除银行、非银外，被提及次数较高的行业包括房地产、计算机、农林牧渔、机械设备、交运、汽车等行业。

图 24：“内循环”新闻数量统计：分行业



资料来源：通联数据，光大证券研究所（2020/7/22-2020/8/20）

从“供给侧”改革的案例分析中，我们得到经验：需要具体改革措施的提出和实施，才能影响市场预期和相关行业的走势，且同时需考虑到具体事件对行业盈利的影响方向。因此，接下来我们简要分析“内循环”涉及到的相关行业逻辑，建议投资者持续关注具体措施的推进。

房地产：政策调控基调不变，但流动性宽松和地方财政压力带来估值修复机会。房贷余额占 GDP 比重逐年增加，居民背负高额房贷，消费意愿受到限制。要实现“内循环”，扩大内需，调控房价将是必然一步。但疫情影响下，相对宽松的流动性政策和地方政府通过土地出让恢复下滑财政的动机可能会带来行业的估值修复。

计算机：内部条件完善+外部技术倒逼。科创板、创业板注册制落地，以及后续可能出台的政策扶持，将为国内厂商解决资金问题提供条件。今年来国内企业在操作系统、数据库、芯片等方面的发力也促进国内信创环境的形成。此外，中美间计算机领域的冲突，会对国内信息技术“内循环”产生倒逼压力。

农林牧渔：关注农业现代化、动保研发、转基因种业。联合国粮农组织多次发布全球粮食危机预警；南方汛期、非洲猪瘟加剧市场对粮食安全的担忧；进口海鲜传播病毒的问题也使得肉类进口收紧。“内循环”需要降低粮农对外依存度，提高国内农业生产能力，以应对可能的粮食危机。农业现代化、动保研发、转基因种业可能因此受益。

机械：内需扩大，经济恢复推动机械设备行业需求复苏。随着复工复产的持续，8月制造业 PMI 为 51.0%，制造业恢复前景良好。“内循环”下，各行业消费、投资需求的增加将转变为产品生产厂商扩大生产规模的需求，进而增加对机械设备的需求，将填补出口需求缺口。

交运：快递业受益内需扩大和后疫情时代消费模式。7月快递业务达 69.36 亿件，同比增长 32.15%。疫情影响下，消费者网购习惯养成并很可能延续

到后疫情时代，加之“内循环”下，国家刺激内需政策落地，各大电商出台补贴优惠。快递业的增长动能将有机会在“内循环”经济下继续保持。

汽车：内需扩大将会填补出口下降影响，将使车市有望回暖。狭义乘用车销量已由今年2月份的28万辆，恢复至7月的220万辆。“内循环”下，随着消费潜力的释放，汽车行业有望复苏。随着政策的持续扶持和供电模式优化，新能源汽车同样值得关注。

钢铁、建材：重大项目的恢复建设和未来潜在的投资将利好钢铁、建材行业。2月开始，中央要求重点项目有序复工复产，带来建材行业的加速恢复，水泥、玻璃等价格分别上涨，行业中报业绩良好。在扩大内需的政策基调下，未来基建投资项目将进一步刺激钢铁、建材行业增长。汽车、家电等下游行业的复苏同样对钢铁需求形成有力支撑。

通信：聚焦5G商用，“内循环”下存在技术风险。作为“内循环”一环的技术“补短板”，5G格外受到关注，在包括物联网、移动业务等领域将有巨大市场。但由于5G技术的高度复杂性，技术专利分散于全球各个通信巨头，如果出现技术封锁，国内5G发展可能会面临风险。

电子：短期可能遭遇挑战，但有望在“内循环”中迎来全新发展。“内循环”下，国产替代将是主要的电子行业发展模式。短期来看，行业受到科技封锁影响，比如光刻机的缺少使得半导体行业受到冲击。但长期来看，随着政府和企业的资金人才投入，以举国之力发展，有望实现技术上的突破。

商贸：内需扩大的重要环节就是扩大消费，对行业有利好。餐饮、旅游、零售业方面，由于国内疫情形势良好，行业复苏持续。电商受疫情影响，增长超预期。截止至二季度末，拼多多活跃买家数达6.8亿，同比增长41%；美团营收同比增长8.9%。受到消费模式惯性和内需扩大两方面影响，电商高增长可能持续。

3.4、“内循环”热点个股梳理

如上文所述，根据对“供给侧”热点组合的回测结果显示，“供给侧”初期热度提升时，热点概念股具有显著超额收益，持续时间约为1个月左右。基于过去一个月（2020/7/22-2020/8/20）“内循环”相关个股新闻统计，前十热度的股票（银行、非银除外）分别为：中国中免、贵州茅台、五粮液、智飞生物、海康威视、百联股份、珀莱雅、歌尔股份、凯撒旅业、恒瑞医药。

表8：“内循环”概念股名单（2020-08-20）

代码	股票简称	代码	股票简称
601888	中国中免	600827	百联股份
600519	贵州茅台	603605	珀莱雅
000858	五粮液	002241	歌尔股份
300122	智飞生物	000796	凯撒旅业
002415	海康威视	600276	恒瑞医药

资料来源：通联数据库，光大证券研究所

4、风险提示

新闻数据基于通联数据库，底层数据存在覆盖度不全或录入不及时的风险。报告结论均基于历史数据与模型，模型存在失效的可能，历史数据存在不被重复验证的可能。同时最终组合仅针对特定场景，未必适用于其它时期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼