宏观研究

双循环新格局背景下的宏观调控政策取向

2020 年 08 月 13 日

分析师：李奇霖
执业编号：S0300517030002
电话：010-66235770
邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼
执业编号：S0300518110001
电话：010-66235780
邮箱：zhangdeli@ykzq.com

近期报告

《GDP 分析手册》2020-07-13
《乘势而上》2020-07-30
《评 7 月官方 PMI》2020-07-31
《CPI 同比将再度走低》2020-08-10
《一文看懂内循环》2020-08-11

投资要点

双循环新格局背景下的宏观调控政策取向

2008 年金融危机后，逆全球化和贸易保护主义抬头，最近几年更是愈演愈烈。中国外部环境的巨变，是提出双循环这一新格局的大背景，也让双循环成为未来一段时间内，国内制定宏观政策的基本出发点。

要预判双循环新格局下的宏观调控政策取向，需要先了解以往时期，外循环对中国经济的积极意义。它至少包括以下两点：一是打开全球市场后，中国经济加速崛起；二是融入世界市场，也为中国企业创新提供了资金和动力。

逆全球化加剧，长期看中国出口没那么顺畅了，进口产品和技术，尤其是高技术含量的，也没那么容易了。双循环新格局下，需要政策引导来降低对外循环的依赖。通过前面分析可知，政策目标至少包括扩大内需和推动创新这两点。

本文对双循环新格局下的宏观调控政策作展望，具体包括货币和信贷政策、财政政策、产业政策。

风险提示：疫情海外持续时间超预期。

本文为《中国外汇》的约稿。

2008 年金融危机后，逆全球化和贸易保护主义抬头，最近几年更是愈演愈烈。中国外部环境的巨变，是提出双循环这一新格局的大背景，也让双循环成为未来一段时间内，国内制定宏观政策的基本出发点。

要预判双循环新格局下的宏观调控政策取向，需要先了解以往时期，外循环对中国经济的积极意义。它至少包括以下两点：

一是打开全球市场后，中国经济加速崛起。以和出口直接相关的工业为例，2000 年中国工业增加值全球占比只有 5.9%，和德国的 5.8%接近，远低于美国的 24.7%和日本的 17.2%。2001 年中国正式加入 WTO，只用了 9 年时间，即在 2010 年，中国工业增加值规模就超过了美国，位居世界第一。2018 年中国工业增加值全球占比接近四分之一，遥遥领先其它国家。

二是融入世界市场，也为中国企业创新提供了资金和动力。众所周知，创新活动高风险、高回报，市场规模越大，企业更容易积累创新所需的资金，也更有动力去创新以提高市场份额。全球市场打开，以及进口产品和技术、代工，加快了中国创新步伐。哈佛大学增长实验室的数据显示，中国出口产品的复杂性指数（可作为衡量产品技术含量的指标），从 2000 年的全球第 39 名，提高到 2018 年的第 18 名。

逆全球化加剧，长期看中国出口没那么顺畅了，进口产品和技术，尤其是高技术含量的，也没那么容易了。双循环新格局下，需要政策引导来降低对外循环的依赖。通过前面分析可知，政策目标至少包括扩大内需和推动创新这两点。

增长模式转变并非一日之功，国内大循环体系的建立需要时间。由于逆全球化短期难以扭转，外循环对中国经济的贡献大概率会趋势性回落。内外两股力量综合的结果，可能是中国经济潜在增长率下滑。客观看待这一事实，对决策层制定宏观政策和市场把握政策趋势都很关键。如果违背潜在增长率下滑的事实，去搞大规模刺激来托底经济，结果会得不偿失。

今年 7 月 30 日召开的政治局会议，首次提出了“完善宏观调控跨周期设计和调节”，这是中央根据国内外形势做出的权威和科学的定调。这次会议也明确指出“我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识”。既然很多问题是长期的，以长期风险的积聚，靠“走老路”来实现经济增长，并非理性选择。

宏观调控跨周期，意味着各类政策目标中，比如防风险、推动科技创新等长期目标的权重可能会变得更高。但是像地产调控全局性放开、地方债务监管等短视的、“走老路”的政策，对它们就别抱有期待了。

下面对双循环新格局下的宏观调控政策作展望，具体包括货币和信贷政策、财政政策、产业政策。

先来看货币和信贷政策。围绕扩大内需和推动创新这两点，提供适宜的货币和信用环境。

第一，严格落实“房住不炒”政策。高房价对内需的负面影响显而易见，尤其是对居民消费和固定资产投资中最具生产性的部分——制造业投资，长期高房价还会扩大金融体系的敞口。在构建国内大循环体系中，房地产调控出现全局性放松的概率较低，“房住不炒”将是未来一个时期地产调控的主基调。

金融条件是影响国内房地产市场的重要因素。信用宽松、房贷利率下行时，房地产销售一般都不错，居民中长期贷款同比增量、房贷利率这两个指标，和 30 大中城市的商品房销售都有着非常好的相关性。

因此，需要货币政策和信贷政策来配合地产调控。一是实行差异化的房贷利率，在满足刚需和改善性需求的同时，遏制投资和投机性的购房需求。二是在首付环节，严格限制消费贷等短期贷款资金违规用作首付。三是严格规范开发商的融资，尤其是在拿地环节，股权、开发贷、非标、ABS、海外发债等融资方式也都需合法合规。

第二，提高金融支持创新的能力。国内大循环需要提高自主创新能力，在基础研究和产业应用上都是如此。创新活动存在比较大的不确定性，这使得它所需的金融支持，和传统的以间接融资为主的金融体系不相匹配。未来要提高创新活力，需要打造更有利于科技创新的金融生态。

一方面，发展多层次资本市场。资本市场可以为创新活动提供资金，也能够为科技企业提供最直接的激励。近年来这方面已经做了很多突破，比如科创板设置了更具包容性的上市条件、创业板试点注册制，都让更多高科技企业可以登陆资本市场。此外还需要维持一定的估值，很多高科技企业推行了员工持股，一旦上市将为员工带来丰厚的资本回报，看得见的物质利益能把员工创新的积极性激发出来。但对造假、骗补、圈钱等行为，一定得零容忍。

另一方面，探索新型银行经营模式，提高间接融资对科技创新的支持力度。比如可以出台政策鼓励科技信贷机构与风投机构间形成投贷联动模式，共同对科技型创业企业提供融资支持，并且强化两者的合作互助关系。风投机构可以弥补银行在投资价值评估、风险筛查方面的能力不足，信贷机构则可以为创业企业提供更持续稳定的资金支持。

财政政策需要适应增长模式变化带来的财政收入和财政支出的结构变动，从而更好扩大内需和推动创新。

第一，降低对土地财政的依赖。财政尤其是地方财政，对房地产有很高依赖。2019 年国有土地使用权出让金 7.3 万亿，占当年一般公共预算收入和政府性基金收入之和的 26.4%。除了直接的卖地收入外，更重要的是把土地作为抵押品，借道城投去融资。而土地这一抵押品职能得以发挥的前提，是地价上涨，至少是能够保持平稳的预期。

前面分析过，双循环新格局下“房住不炒”将是未来一个时期地产调控的主基调，这会改善家庭部门对房价的预期，恐慌性购房需求、投资和投机性购房需求都会减少。土地财政比重降低，各级政府需要尽快适应这种变化，包括培育新税源、改善消费基础设施以提高消费税比重、压减各级政府部门经常性支出等。

第二，财政加大对基础研究的支持。一条完整的创新链条，基础研究是前端，产业应用开发是后端，不能将基础研究与产业创新割裂开。基础研究尽管成效慢，但只有基础研究做好了，才能拥有更强的原始创新能力，实现产业技术的重大突破。否则很容易受制于人，因此走自主创新之路，必须要具备极强的原始创新能力，这就要求在基础研究这一科技创新本源工作上发力。

但基础研究相比于应用研究，距离商业化更远，研究成果的公共品属性也更强。这些特点决定了，需要发挥政府在基础研究中的带头作用，加大财政资金的投入力度。

产业政策方面，除增加财政资金用于创新的比例、加大金融对创新的支持外，还需要提高产学研合作高度、通过内迁的方式加快产业升级。

从发达国家经验看，产学研合作被证明是一种高效的创新模式。但在国内，通常是高校先形成研发成果，然后再和企业需求对接，进而实现商业化开发和成果转化，但是

有大量科研成果并不能为企业所用，导致产学研效率偏低。对比发达国家，中国的产学研合作未来还有很大提升空间。

产学研合作中，政府发挥着重要作用。通过改良制度环境、完善相关法律法规，提升企业、高校参与产学研合作的意愿，为产学研提供更便利、更有保障的合作条件。

首先，政府可以搭建产学研合作平台，并提供相关基础设施，同时培育更多的产学研一体化中介服务机构。其次，政府可以对产学研取得重大成果的机构和个人予以奖励，通过财政激励机制，增强各方参与产学研合作的积极性。再次，政府可以基于区域重点发展的科技产业，设立相关的规划和项目，加强产学研合作引导和资金投入。最后，政府应当完善知识产权保护制度，为产学研合作成果的归属权、使用权划分提供明确的法律依据。

产业迁移也是推动产业升级的重要举措。对于产业迁出地而言，释放出了生产要素，可以用于附加值更高产业的生产经营。对于产业迁入地而言，能够推动经济发展、带动就业。

随着东部劳动力、土地等要素成本的快速上升，劳动密集型产业正从东部向中西部地区和海外迁移。相比于将劳动密集型产业外迁，引导产业向中西部地区转移，不仅有利于带动中西部地区经济发展，还能将产业链留在中国，完善国内工业体系，加快内循环的建立。

第一，中西部承接地应建立承接产业转移的平台和产业园区。在产业转移过程中，中西部地区可以通过招商平台，有针对性地引进东部地区的转出产业。除了引进劳动密集型产业外，还应该加大对先进制造业、资金密集型制造业的招商引资。

对东部地区而言，产业转移时不光会考虑要素成本，还会考虑产业链上下游的协同。因此，中西部地区在主动招商引资的同时，还应该着手提高产业链的协同性，比如建立产业园区来为承接产业做好准备。

第二，承接地政府应该提高当地的“硬实力”与“软实力”，吸引企业自主转移。

一方面，通过铁路、高速公路、航空等交通基础设施的建设，加快发展现代物流，降低企业的物流成本。与此同时，加快相关配套基础设施建设，提高当地的硬实力。

另一方面，政府应当营造良好的营商环境，提高当地“软实力”。相比于东部地区，中西部省市的营商环境还有一定提高空间。当地政府应该加快简政放权，减少企业办理相关业务的难度和时间。同时加大政策扶持力度，通过减税降费、给予政策优惠等方式，营造良好的政策环境。

第三，中西部地区在承接产业转移时，要对自身状况有客观认识。在此基础上，综合考虑现有产业发展情况、自身竞争优势等，有针对性地选择、引进适合当地发展的产业。不能为了引进而引进，如果不考虑实际情况而大规模引进，未来可能造成产业园区大面积陷入荒废。

分析师简介

李奇霖，粤开证券首席经济学家、研究院院长，董事总经理，证书编号：S0300517030002。

张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017 年 3 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

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