2020 年 08 月 07 日

“每周三问”系列（三）

# 政策的“长期逻辑”与“短期约束”

## ——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

相关研究报告

《宏观经济点评-货币政策的长短期平衡》-2020.8.6

《宏观深度报告-“双循环”驱动系列（一）“国内国际双循环”的全球视野》-2020.8.4

《宏观经济专题-解密十万亿社融资金流向》-2020.8.4

● **一问：理解“国内国际双循环”的全球视野？**

**“国内国际双循环”是战略方向的重大部署，这一战略需立足全球视野、从大历史观视角进行理解。**金融危机后，伴随逆全球化思潮升温，全球化分工进程放缓，全球供应链增长已明显放缓；2018 年以来，部分供应链更是加快收缩、重构。其中，美国主导的部分供应链环节，由全球化为主转向区域化为主，在北美重新布局；亚、欧供应链加强本土化布局，以近年日、韩等加快技术本土化为典型代表。

**全球第五轮产业迁移浪潮背景下，中国产业升级与低附加值产业外迁同步推进；全球供应链收缩导致中国中低端产业外迁阶段性加速，规模和影响或较有限。**“关键核心技术是国之重器”。中国在关键设备和原材料、高端制造等领域，高度依赖进口；**加快构建本土科技供应链，顺应全球产业格局变迁。**中国产业政策、财税政策等，已加大对“从 0 到 1”基础研究支持力度、助力核心技术加快突破。

● **二问：就业市场最新变化，及对政策思路的理解？**

**4 月以来，经济活动加快修复，但就业改善缓慢、重点群体就业压力居高不下。**2020 年中，调查失业率仍居高位、达 5.7%，远高于过去两年平均水平；新增就业人数，仅恢复至 2019 年同期的 8 成左右。新毕业大学生，失业率更是逐月抬升、6 月高达 19.3%，2020 届大学生签约率仅 5 成、不及过去两年的一半。若考虑 500 万农民工未返城、超 1000 万农民工二次返乡等，实际就业压力可能更大。

就业市场修复较慢，与经济修复的结构分化关联较大。批发零售、住宿餐饮等生活服务业，部分外贸链相关制造业，受疫情影响较大、修复缓慢；这类行业占经济比重 3 成左右，但吸纳就业人数高达 5 成左右，使得结构性失业问题突出。**短期来看，就业压力持续存在；“底线思维”下，就业形势仍将是未来一段时期政策决策的核心变量**；受冲击较大的生活服务业、小微企业等，将是政策支持重点。

● **三问：二季度钱都去哪儿了？**

**社融加速增长、增量创同期新高，企业中长贷增长加快、政府债券影响增强。**二季度，新增社融 9.7 万亿元、同比多增 3.7 万亿元，其中人民币贷款、政府债券和企业债券合计贡献了净融资规模的 91%；社融存量增速 12.8%、较一季度提高 1.3 个百分点，企业债券和政府债券增速抬升幅度较大。分部门来看，企业中长贷增速持续抬升，居民贷款加速修复，政府债券占新增社融比重较一季度抬升。

**流向来看，企业贷款加速流向基建、制造业等，带动工业和不含房地产的服务业中长贷增速提升；信用债基建相关融资增多**，建筑和交通运输净融资占比较一季度提高 15.7 个百分点至 47.3%，而专项债投向基建占比有所回落、社会事业等明显提升。**地区层面，东部企业贷款增长较快、政府融资规模居前，而中、西部居民贷款增长较快**；其中东、中部企业贷款平均增速在 13%以上，高于西部的 7%。

● **风险提示：**国内外宏观经济或政策出现大幅调整；新冠疫情演变超预期。

# 目 录

1、 一问：理解“国内国际双循环”的全球视野？ ..... 3
2、 二问：就业市场最新变化，及对政策思路的理解？ ..... 4
3、 三问：二季度钱都去哪儿了？ ..... 7
4、 风险提示 ..... 8

# 图表目录

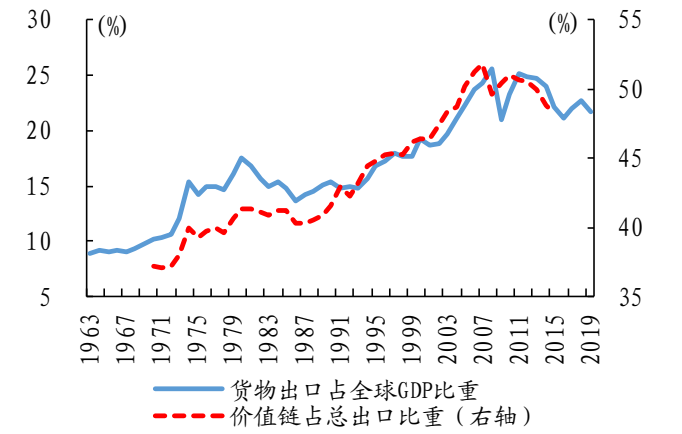
图 1： 2008 年以来，全球价值链活动明显放缓 ..... 3
图 2： 2008 年以来，多个行业出口占产出比重都在下降 ..... 3
图 3： 我国部分关键原料和设备，进口依赖度较高 ..... 3
图 4： 城镇调查失业率仍处高位 ..... 5
图 5： 城镇新增就业人数，仅恢复至 2019 年同期的 7-8 成 ..... 5
图 6： 新毕业大学生等，失业率不断创出新高 ..... 5
图 7： 2020 年应届毕业生，半数以上尚未获得 offer ..... 5
图 8： 2020 上半年，外出务工农民工同比减少近 500 万 ..... 5
图 9： 4 月以来，部分已返岗农民工再次返乡 ..... 5
图 10： 生活服务类行业，受疫情冲击较大、修复缓慢 ..... 6
图 11： 居民生活服务相关行业，吸纳就业能力较强 ..... 6
图 12： 2020 年 3 季度，代表性企业招聘意愿预计下降 ..... 6
图 13： 中小微企业，招聘意愿相对较弱 ..... 6
图 14： 企业债券、政府债券带动社融快速上行 ..... 7
图 15： 人民币贷款、政府债券和企业债券为主要贡献项 ..... 7
图 16： 企业中长期贷款增速 3 月以来持续抬升 ..... 7
图 17： 二季度政府债券融资占比较一季度明显抬升 ..... 7
图 18： 二季度制造业和基建贷款需求指数快速上升 ..... 8
图 19： 基建相关行业信用债募资规模较大 ..... 8
图 20： 东、中部企业贷款增速相对较高 ..... 8
图 21： 二季度东部政府融资规模最大，西部高于中部 ..... 8

表 1： 我国半导体等领域，本土供应商占比极低 ..... 3
表 2： 政策大力支持“从 0 到 1”的基础研究和核心技术突破 ..... 4

## 1、 一问：理解“国内国际双循环”的全球视野？

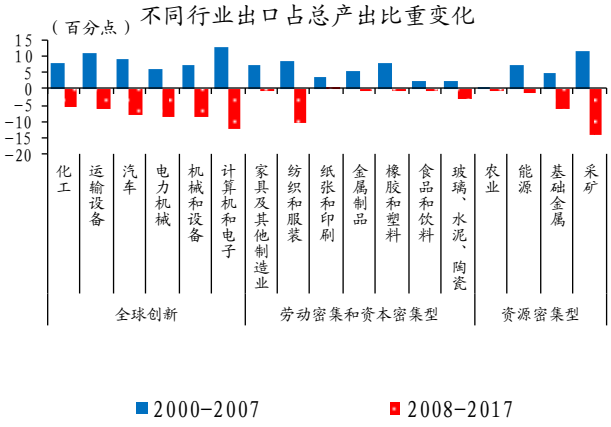
“国内国际双循环”是战略方向的重大部署，这一战略需立足全球视野、从大历史观视角进行理解。金融危机后，伴随逆全球化思潮升温，全球化分工进程放缓，全球供应链增长已明显放缓；2018 年以来，部分供应链更是加快收缩、重构。其中，美国主导的部分供应链环节，由全球化为主转向区域化为主，在北美重新布局；亚、欧供应链加强本土化布局，以近年日、韩等加快技术本土化为典型代表。

**图1：2008 年以来，全球价值链活动明显放缓**




数据来源：世界银行、开源证券研究所

**图2：2008 年以来，多个行业出口占产出比重都在下降**




数据来源：UNCTAD、开源证券研究所

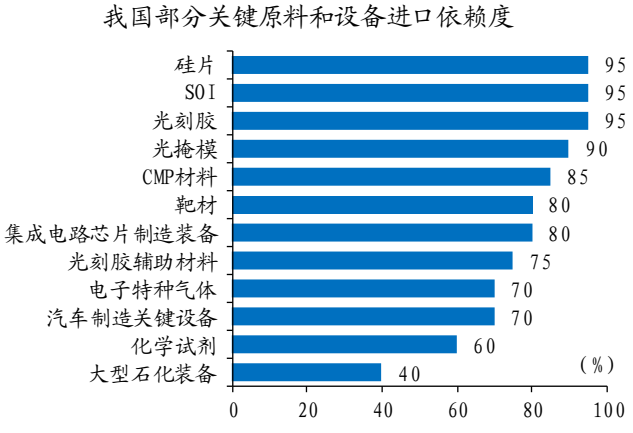
全球第五轮产业迁移浪潮背景下，中国产业升级与低附加值产业外迁同步推进；全球供应链收缩导致中国中低端产业外迁阶段性加速，规模和影响或较有限。“关键核心技术是国之重器”。中国在关键设备和原材料、高端制造等领域，高度依赖进口；加快构建本土科技供应链，顺应全球产业格局变迁。中国产业政策、财税政策等，已加大对“从 0 到 1”基础研究支持力度、助力核心技术加快突破。

**表1：我国半导体等领域，本土供应商占比极低**

| 行业/领域 | | 拥有本土提供商的比例 | 技术水平超越全球领导者或与之相当比例 |
|---|---|---|---|
| 基础材料 | 采矿、钢铁 | 80-100% | 40-60% |
| 化工 | 油气、日用化工及特殊化工、纺织 | 40-60% | 40-60% |
| **电子元件** | **显示屏、集成电路** | **40-60%** | **0-20%** |
| 电动汽车 | 纯电动汽车、插电式混合动力汽车 | 80-100% | 20-40% |
| 交通运输 | 高铁、航运 | 60-80% | 40-60% |
| 消费电子产品和互联网 | 消费电子产品、数字支付、无人机 | 40-60% | 60-80% |
| **设备** | **手术机器人、工业机器人** | **60-80%** | **20-40%** |
| **制药和生物科技** | **小分子药物、生物分子药物** | **60-80%** | **0-20%** |
| 人工智能 | 语音识别、人脸识别、无人驾驶 | 60-80% | 40-60% |
| 下一代技术 | 量子技术、5G、太空 | 80-100% | 40-60% |
| **基因组学** | **基因分裂、基因检测、基因编辑** | **60-80%** | **0-20%** |
| 总计 | | 60-80% | 40-60% |

资料来源：麦肯锡全球研究院、开源证券研究所

**图3：我国部分关键原料和设备，进口依赖度较高**




数据来源：麦肯锡全球研究院、开开源证券研究所

表2：政策大力支持“从 0 到 1”的基础研究和核心技术突破

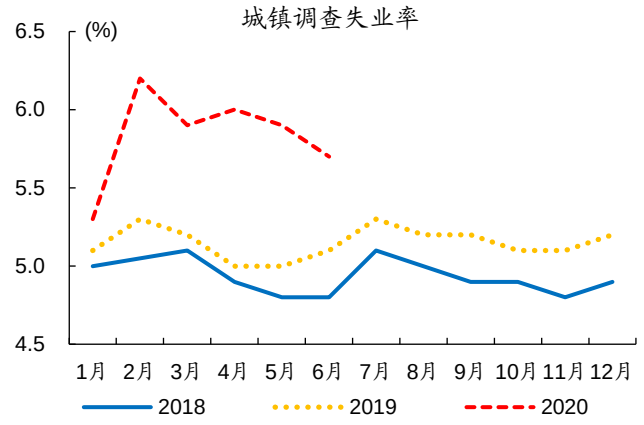
| 时间 | | |
|---|---|---|
| 2018 年 4 月 | 科技部 国资委 | 印发《关于进一步推进中央企业创新发展的意见》，要求建立特色鲜明、要素集聚、活力迸发的中央企业创新体系；突破一批核心关键技术，在若干重点产业领域形成一批具有国际影响力和竞争力的创新型中央企业；取得一批对国家经济社会发展具有重要作用的创新成果，推动高质量发展，为我国建成创新型国家和现代化经济体系提供强有力的支撑。 |
| 2018 年 5 月 | 习近平讲话 | 关键核心技术是要不来、买不来、讨不来的。只有把关键核心技术掌握在自己手中，才能从根本上保障国家经济安全、国防安全和其他安全。要增强“四个自信”，以关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新为突破口，敢于走前人没走过的路，努力实现关键核心技术自主可控，把创新主动权、发展主动权牢牢掌握在自己手中。 |
| 2018 年 7 月 | 习近平讲话 | 关键核心技术是国之重器，对推动我国经济高质量发展、保障国家安全都具有十分重要的意义，必须切实提高我国关键核心技术创新能力，把科技发展主动权牢牢掌握在自己手里，为我国发展提供有力科技保障。 |
| 2019 年 2 月 | 工信部等部委 | 印发《原材料工业质量提升三年行动方案(2018-2020 年 )》，以提升原材料工业发展质量和效益为核心，坚持企业主体、市场主导、政府引导，坚持需求牵引、创新驱动、产用融合，提高产品质量的可靠性、稳定性、一致性水平，增加高性能、功能化、差别化产品的有效供给，带动原材料工业质量品牌整体提升，为制造业高质量发展提供保障。 |
| 2019 年 4 月 | 国家自然科学基金委员会 | 立项资助应急管理项目《我国关键核心技术“卡脖子”问题的突破路径研究》。 |
| 2020 年 2 月 | 国家发改委等 11 部 | 联合印发了《智能汽车创新发展战略》，提出了 2025 年实现有条件智能驾驶汽车的规模化生产(L3 级别)的愿景。3 月 9 日，工信部在官网公示《汽车驾驶自动化分级》推荐性国家标准报批稿，该标准规定了汽车驾驶自动化系统的分级原则和技术要求。 |
| 2020 年 3 月 | 科技部等五部委 | 印发《加强“从 0 到 1”基础研究工作方案》，切实解决我国基础研究缺少“从 0 到 1”原创性成果的问题，充分发挥基础研究对科技创新的源头供给和引领作用，国家科技计划突出支持关键核心技术中的重大科学问题。面向国家重大需求，对关键核心技术中的重大科学问题给予长期支持。重点支持人工智能、网络协同制造、3D 打印和激光制造、重点基础材料、先进电子材料、结构与功能材料、制造技术与关键部件、云计算和大数据、高性能计算、宽带通信和新型网络、地球观测与导航、光电子器件及集成、生物育种、高端医疗器械、集成电路和微波器件、重大科学仪器设备等重大领域，推动关键核心技术突破。 |
| 2020 年 4 月 | 习近平讲话 | 要围绕产业链部署创新链、围绕创新链布局产业链，推动经济高质量发展迈出更大步伐。 |
| 2020 年 7 月 | 国务院 | 发布《关于促进国家高新技术产业开发区高质量发展的若干意见》，以深化体制机制改革和营造良好创新创业生态为抓手，以培育发展具有国际竞争力的企业和产业为重点，以科技创新为核心着力提升自主创新能力，围绕产业链部署创新链，围绕创新链布局产业链，培育发展新动能，提升产业发展现代化水平，将国家高新区建设成为创新驱动发展示范区和高质量发展先行区。 |
| 2020 年 7 月 | 习近平讲话 | 在当前保护主义上升、世界经济低迷、全球市场萎缩的外部环境下，我们必须充分发挥国内超大规模市场优势，通过繁荣国内经济、畅通国内大循环为我国经济发展增添动力，带动世界经济复苏。要提升产业链供应链现代化水平，大力推动科技创新，加快关键核心技术攻关，打造未来发展新优势 |

资料来源：新华网、人民网、开源证券研究所

## 2、 二问：就业市场最新变化，及对政策思路的理解？

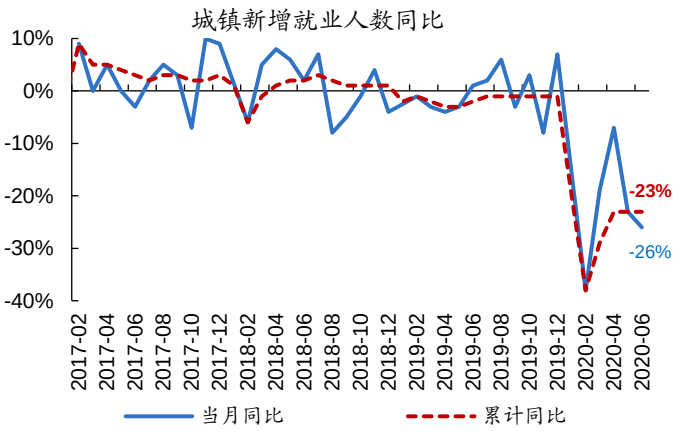
4 月以来，经济活动加快修复，但就业改善缓慢、重点群体就业压力居高不下。到 2020 年中，调查失业率仍居高位、达 5.7%，远高于过去两年平均水平；新增就业人数，仅恢复至 2019 年同期的 8 成左右。新毕业大学生，失业率更是逐月抬升、6 月高达 19.3%，2020 届大学生签约率仅 5 成、不及过去两年的一半。若考虑 500 万农民工未返城、超 1000 万农民工二次返乡等，实际就业压力可能更大。

**图4：城镇调查失业率仍处高位**



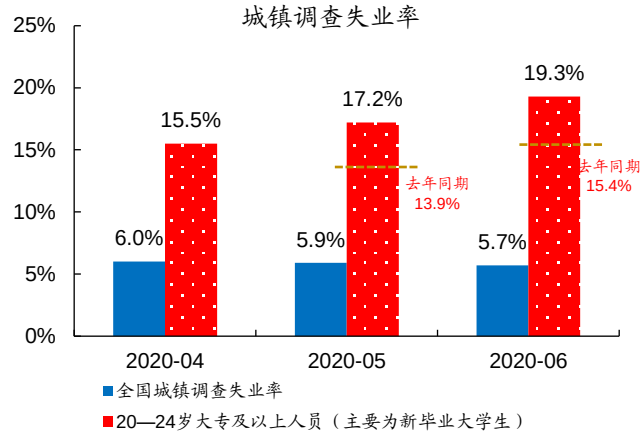

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：城镇新增就业人数，仅恢复至2019年同期的7-8成**



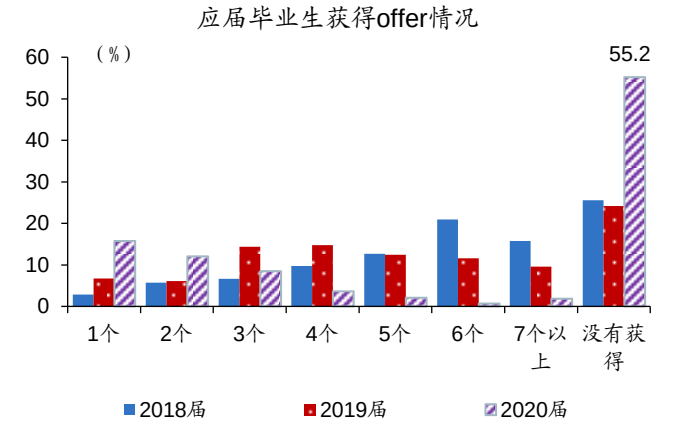

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：新毕业大学生等，失业率不断创出新高**



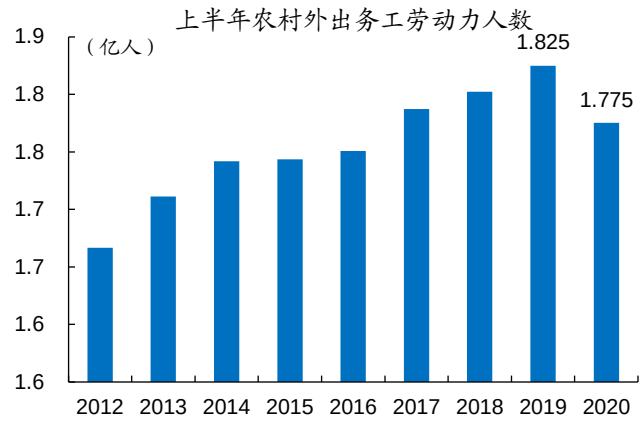

数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

**图7：2020年应届毕业生，半数以上尚未获得offer**



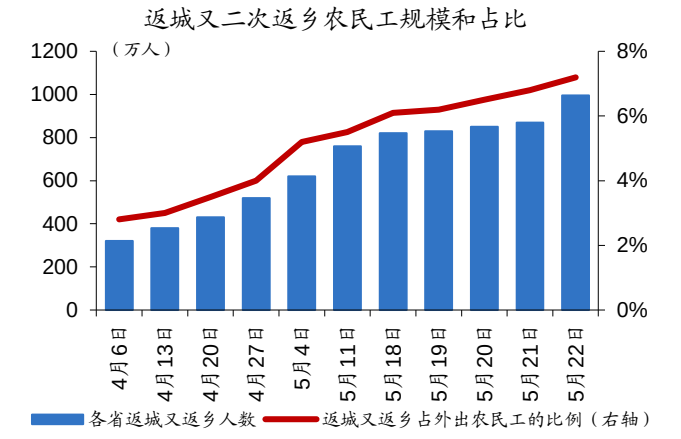

数据来源：智联招聘、开源证券研究所

**图8：2020上半年，外出务工农民工同比减少近500万**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：4月以来，部分已返岗农民工再次返乡**

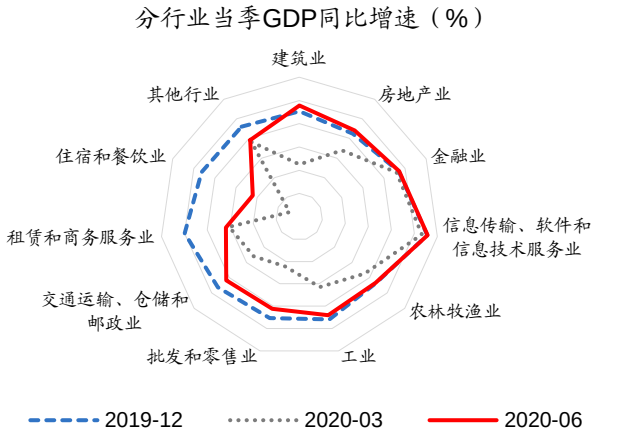



数据来源：中国宏观经济论坛[1]、开源证券研究所

[1] 数据来源于中国宏观经济论坛6月发布的《中国宏观经济分析与预测报告（2020年中期）》，报告执笔人分别为刘晓光（中国人民

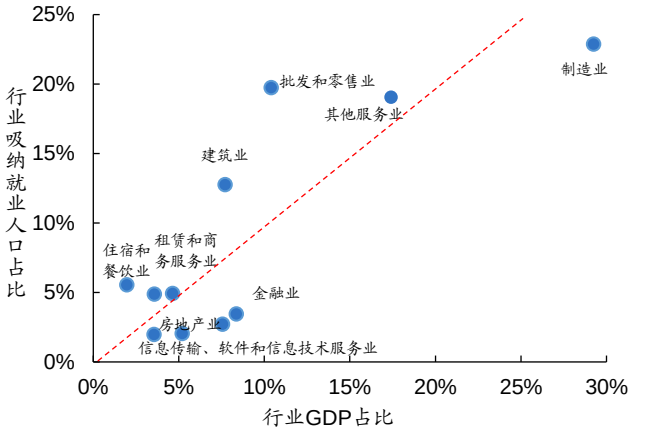
就业市场修复较慢，与经济修复的结构分化关联较大。批发零售、住宿餐饮等生活服务业，部分外贸链相关制造业，受疫情影响较大、修复缓慢；这类行业占经济比重 3 成左右，但吸纳就业人数高达 5 成左右，使得结构性失业问题突出。短期来看，就业压力持续存在；“底线思维”下，就业形势仍将是未来一段时期政策决策的核心变量；受冲击较大的生活服务业、小微企业等，将是政策支持重点。

**图10：生活服务类行业，受疫情冲击较大、修复缓慢**



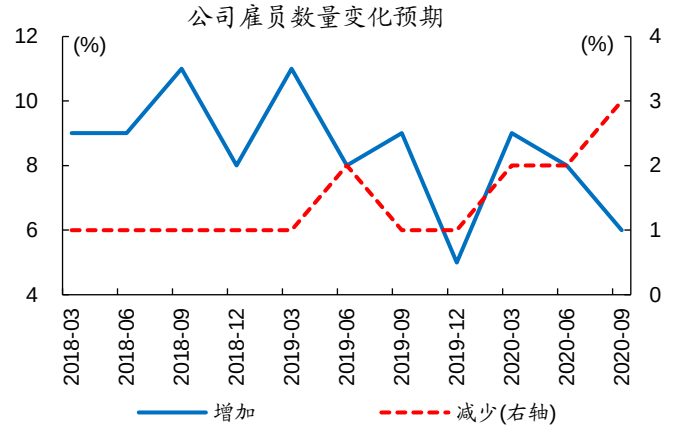

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：居民生活服务相关行业，吸纳就业能力较强**



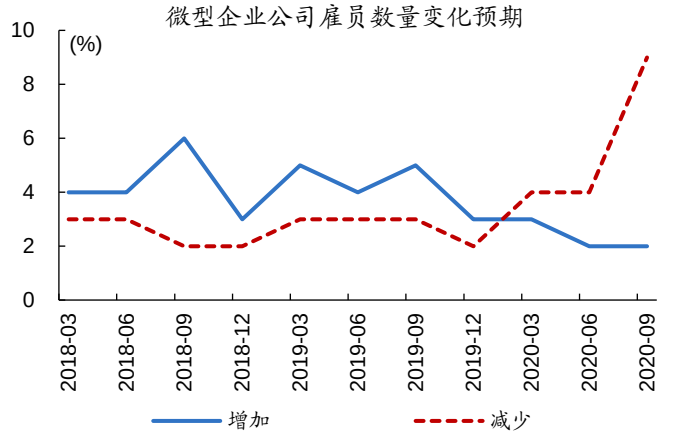

数据来源：第四次全国经济普查公报、Wind、开源证券研究所

**图12：2020 年 3 季度，代表性企业招聘意愿预计下降**




数据来源：万宝盛华《雇佣前景调查报告》、开源证券研究所

**图13：中小微企业，招聘意愿相对较弱**



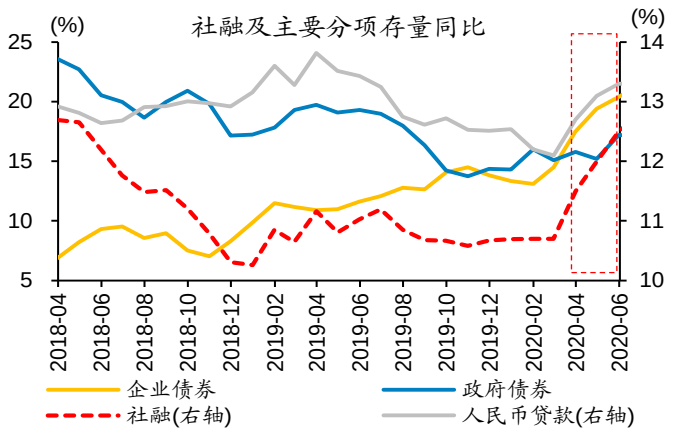

数据来源：万宝盛华《雇佣前景调查报告》、开源证券研究所

大学国家发展与战略研究院副教授）、刘元春（中国人民大学副校长）、闫衍（中国人民大学经济研究所副所长）。注：中国宏观经济论坛创立于 2006 年，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院等联合主办。

## 3、 三问：二季度钱都去哪儿了？

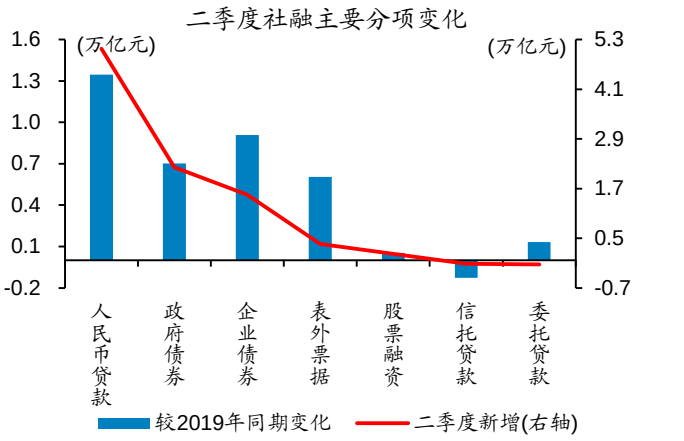
社融加速增长、增量创同期新高，企业中长贷增长加快、政府债券影响增强。二季度，新增社融 9.7 万亿元、同比多增 3.7 万亿元，其中人民币贷款、政府债券和企业债券合计贡献了净融资规模的 91%；社融存量增速 12.8%、较一季度提高 1.3 个百分点，企业债券和政府债券增速抬升幅度较大。分部门来看，企业中长贷增速持续抬升，居民贷款加速修复，政府债券占新增社融比重较一季度抬升。

**图14：企业债券、政府债券带动社融快速上行**



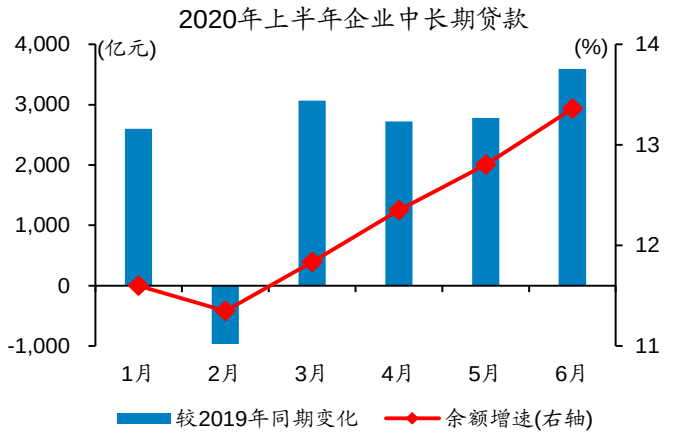

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：人民币贷款、政府债券和企业债券为主要贡献项**



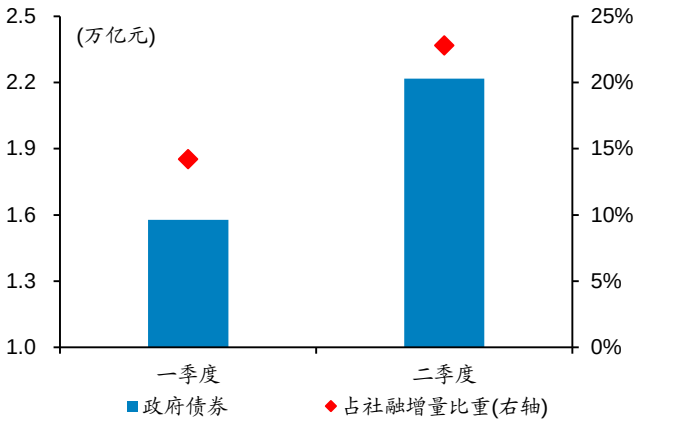

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图16：企业中长期贷款增速 3 月以来持续抬升**




数据来源：Wind、开源证券研究所

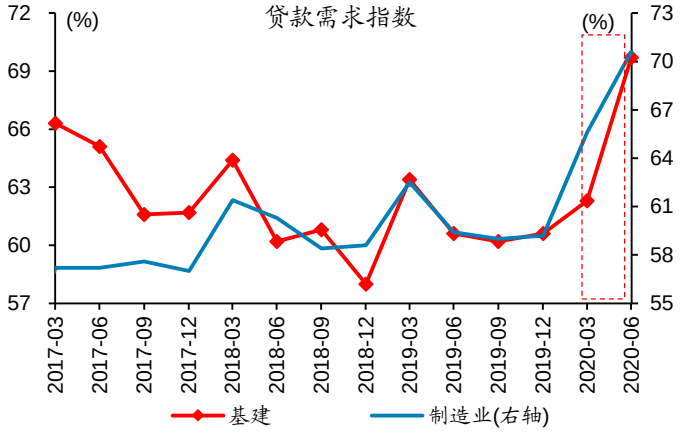
**图17：二季度政府债券融资占比较一季度明显抬升**




数据来源：Wind、开源证券研究所

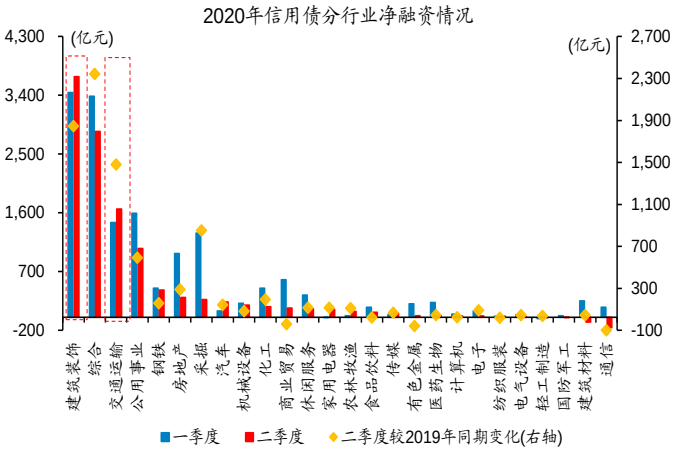
流向来看，企业贷款加速流向基建、制造业等，带动工业和不含房地产的服务业中长贷增速提升；信用债基建相关融资增多，建筑和交通运输净融资占比较一季度提高 15.7 个百分点至 47.3%，而专项债投向基建占比有所回落、社会事业等明显提升。地区层面，东部企业贷款增长较快、政府融资规模居前，而中、西部居民贷款增长较快；其中东、中部企业贷款平均增速在 13%以上，高于西部的 7%。

**图18：二季度制造业和基建贷款需求指数快速上升**



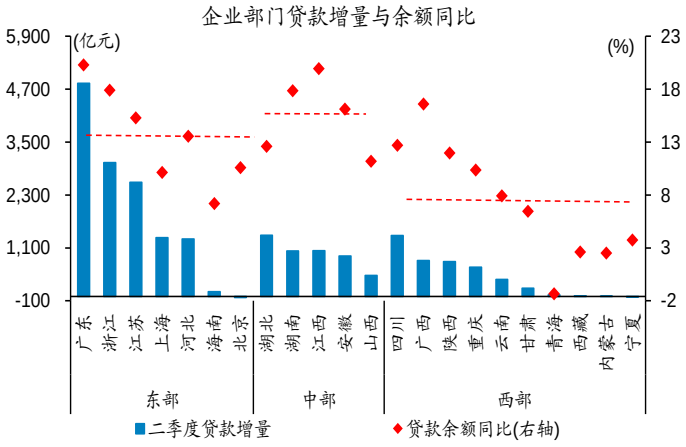

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图19：基建相关行业信用债募资规模较大**



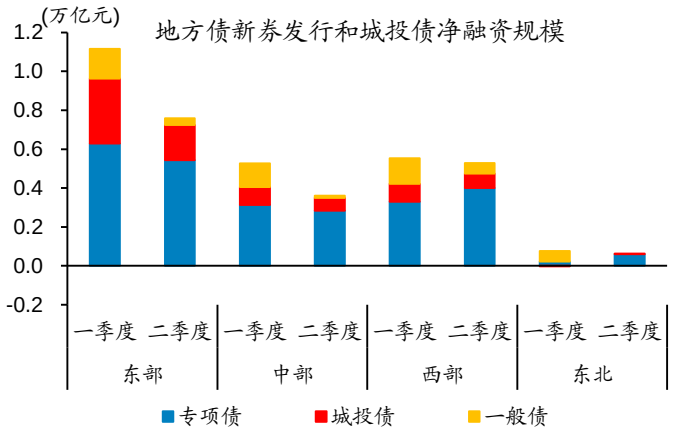

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图20：东、中部企业贷款增速相对较高**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图21：二季度东部政府融资规模最大，西部高于中部**




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、 风险提示

国内外宏观经济或政策出现大幅调整；新冠疫情演变超预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn