西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

“内循环”体系下的调整及下半年政策展望：

战略切换后，“持久战”怎么打？

www.swsc.com.cn

西南证券研究发展中心

2020年8月

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱： yefan@swsc.com.cn

概　述

- **政策目标与潜在增长率：**2020年，全面小康将收官，开启第二个百年奋斗目标，发展将更加关注“现代化”所带来的竞争力。“十四五”规划的编制将服务于建设“现代化”的体系，从经济结构、国家治理体系和治理能力等全方位的提升，预计“十四五”期间潜在经济增长率为5.5%。
- **后疫情时代的经济复苏：**中国二季度GDP同比增长3.2%，超过此前预期，消费、投资、贸易等领域主要指标回升，投资仍是经济修复的主力，下半年“两新一重”建设有望带动基建投资加速回升；房住不炒定调不变，房地产投资增速仍保持一定韧性。中观层面，上半年头部省份GDP总量依然靠前，受疫情冲击较小的西部省份大多实现了正增长。预计下半年复苏趋势将延续，经济增速或将拾级而上，全年增速有望在守住3%的底线后继续上行至4%。
- **“内循环”体系下的调整：**脱钩时代可能到来，在以国内大循环为主，内外循环相互促进的新格局下，将出现以下调整：“促消费”与“房住不炒”双管齐下，房产需求端调控加码，减少房地产对于消费的挤压；对内资企业扶弱助强，抓两头，其中国有企业三年改革将成为本轮经济结构调整的关键点；对外资企业在稳住现有盘子的基础上，对与中国产业链升级相关的行业企业积极“引进来”。
- **730会议政策布局变化：**用“持久战”思维应对当前遇到的问题，完善宏观调控跨周期设计和调节。下半年，财政政策将更加积极，关注重大工程建设和老旧小区改造；货币政策总量宽松但边际收紧，结构性宽松的实现方式是降低资金成本，对制造业、中小微企业的支持将加码。政策的协调范围扩展，财政、货币、就业、产业、区域等政策将形成集成效应。
- **风险提示：**全球疫情二次爆发，中美摩擦升级，经济复苏不及预期，市场风险加大。

目　录

1 战略切换期的中国经济：政策目标与潜在增长率

2 后疫情时代的复苏：节奏、推动力与阈值

3 “内循环”体系下市场主体与政策可能做出哪些调整

4 从中央政治局会议看下半年经济与政策布局

1 战略切换期的中国经济：政策目标与潜在增长率

- **2020年，全面小康将收官，开启第二个百年奋斗目标。从2020年到本世纪中叶可以分两个阶段来安排：** 第一个阶段，从2020年到2035年，在全面建成小康社会的基础上，再奋斗十五年，基本实现社会主义**现代化**；第二个阶段，从2035年到本世纪中叶，在基本实现现代化的基础上，再奋斗十五年，把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义**现代化强国。**



资料来源：中国政府网，西南证券整理

1 战略切换期的中国经济：政策目标与潜在增长率

- 2019年11月，李克强总理主持召开“十四五”规划编制专题会议，明确“坚持发展第一要务，突出保持经济运行在合理区间、推动高质量发展，突出以人民为中心的发展思想，突出以改革创新破解发展难题”等目标。疫情导致了国内外发展环境的重大变化，“十四五”规划的内容可能也会有相应的调整。

重点一：应对国际环境的变化

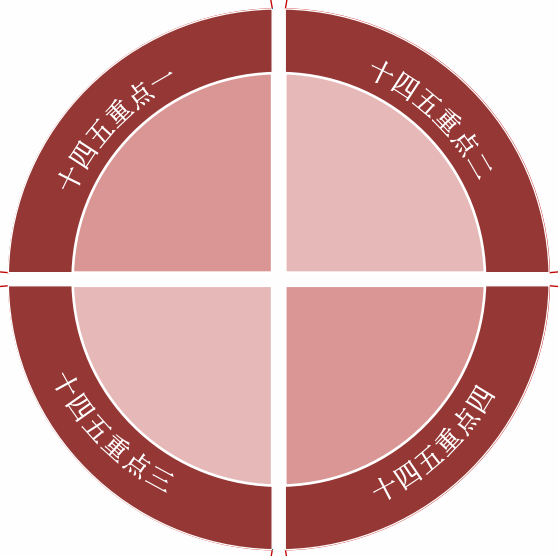
— 国际地缘政治环境恶化对中国将产生负面影响，逆全球化潮流将会进一步加剧

— 全球供应链将会出现“短链化”、分散化

重点二：强化保民生和社会发展。

— 保民生、保就业、保基层运行、保脱贫成果等工作的重要性将会增强

— 就业问题和巩固脱贫成果，在地方工作评估中的权重可能会显著增加



重点三：新科技、新业态、新基建与传统经济

— 国家大力推动的“新基建”的同时，中国经济还是需要有牢固的传统经济支撑

— 如何进行好新旧业态的顺利转接也是编制中需要重点考量的

重点四：平衡财政压力与发展需求

— 财政政策的执行会遇到新的挑战，一块钱做出两块钱的事来，是地方政府面未来努力的方向

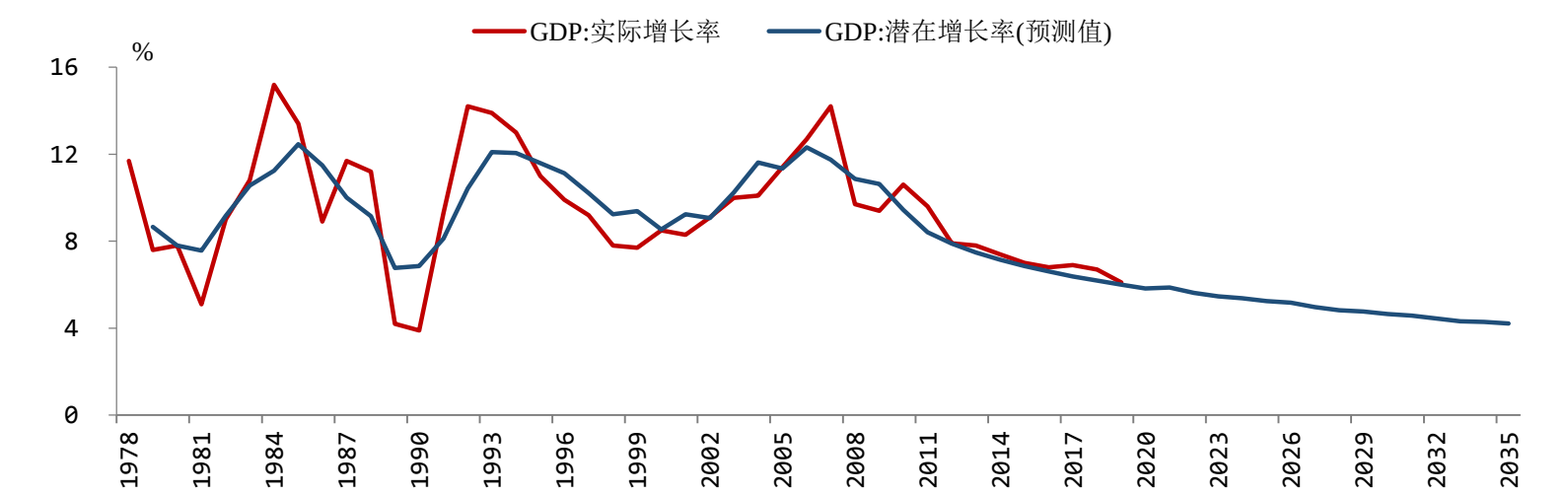
1 战略切换期的中国经济：政策目标与潜在增长率

- **原定的政策目标：**2020年5月22日，习主席在参加内蒙古代表团审议时讲到：“如果没有这次疫情，一般情况下经济增长目标会定在6%左右。但是，疫情发生以后有的事情不由我们作主，世界经济衰退已成定局，我们受到的影响有多大、有多深，还有很多不确定性。”

  刘鹤副总理在年初签署中美贸易第一阶段协议的时候（2020年1月15日），也提到中国今年的经济增速能达到是6%”。

- **中国经济的潜在增长率：**1978-1994年间的平均增长率为9.66%，1995-2010年间的平均增长率为10.34%，2011-2015年间为7.55%，2016-2020年间为6.20%，预计“十四五”期间为5.5%。

中国经济的潜在增长率与实际增长率



注：潜在经济增长率：一国（或地区）在各种资源得到最优和充分配置条件下，所能达到的最大经济增长率。
数据来源：国家统计局，中国社会科学院，西南证券整理

目　录

1 战略切换期的中国经济：政策目标与潜在增长率

2 后疫情时代的复苏：节奏、推动力与阈值

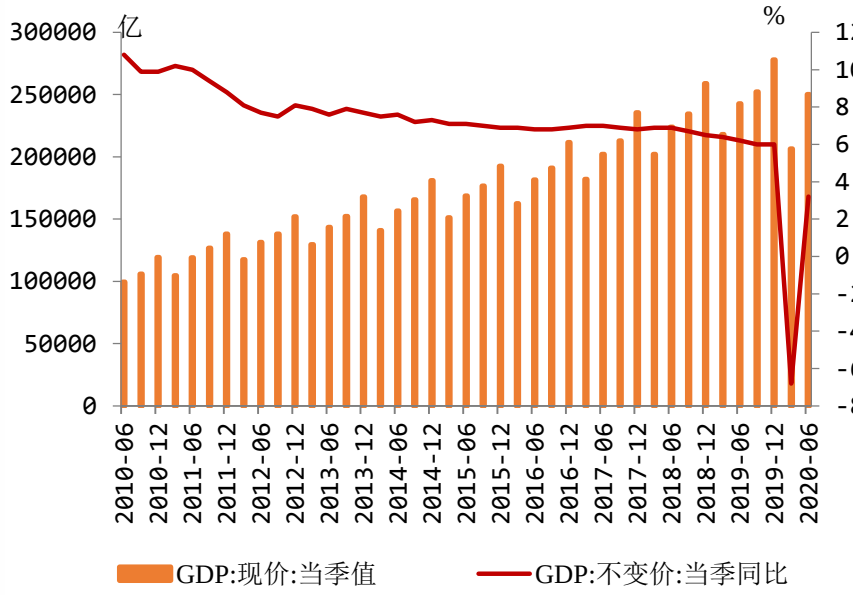
3 “内循环”体系下市场主体与政策可能做出哪些调整

4 从中央政治局会议看下半年经济与政策布局

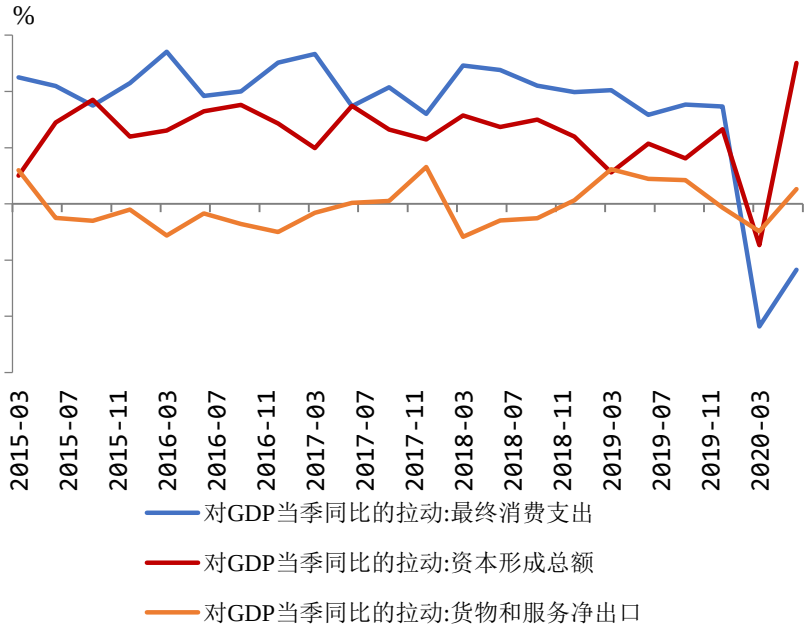
2 后疫情时代的复苏：节奏、推动力与阈值

- **复苏成绩单：**二季度GDP同比增长3.2%，超过此前预期，较一季度大幅上升10个百分点，带动上半年GDP回升至-1.6%。消费、投资、贸易等领域主要指标回升，其中投资仍是经济修复的主力。
- 下半年复苏趋势将延续，经济增速或将拾级而上，全年增速有望在守住3%的底线后继续上行至4%。

看得见的V型反转



投资是拉动经济复苏的主力



数据来源：Wind，西南证券整理

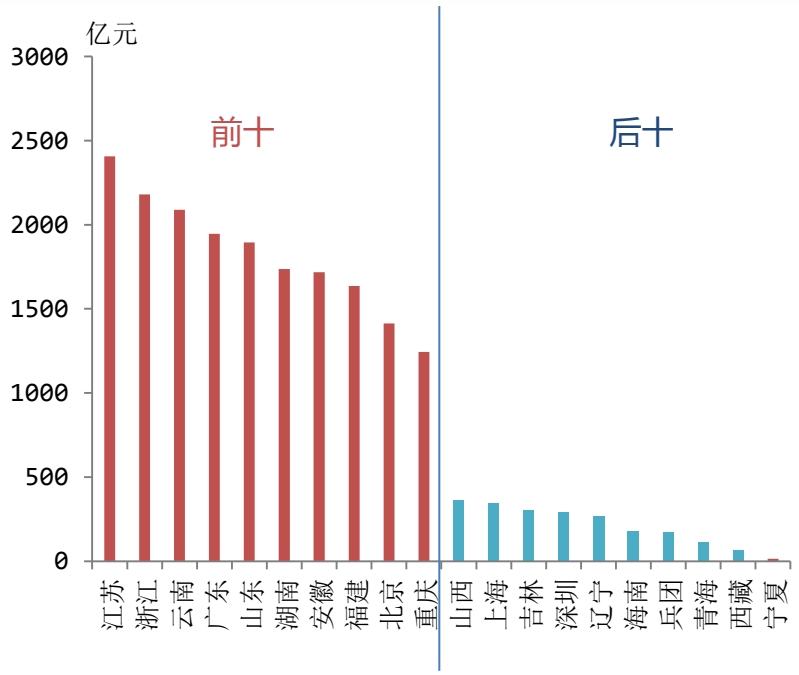
2 后疫情时代的复苏：节奏、推动力与阈值

- **下半年增速有望迎来快速增长：**上半年，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降2.7%，下半年基建投资资金面充沛，重点投向“两新一重”、公共卫生设施建设和防灾减灾建设，预计下半年累计增速有望转正，全年增速3%-4%左右。

基建类投资的资金与项目

资金视角	项目视角
政府资金： 地方政府专项债券3.75万亿元； 中央预算内投资安排6000亿元； 抗疫国债中的7000亿元用于公共卫生和重大疫情防控救治体系建设、应急物资保障体系建设等基建项目； 政府产业引导基金 **其他资金：** 担保基金、理财子公司和投资公司等市场化融资	**新基建规模预测:**（国家发改委原副主任）：根据现有公开数据，在中性情况下，2020-2025年5G网络、人工智能、工业互联网等重点领域投资规模约为**17.5万亿元，年均增速约为21.6%** 2020-2022年将推进**150项**重大水利工程建设，主要包括防洪减灾、水资源优化配置、灌溉节水和供水、水生态保护修复、智慧水利等五大类，总投资**1.29万亿元** 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，重点改造2000年底前建成的老旧小区。

2020年1-7月各省专项债发行总额



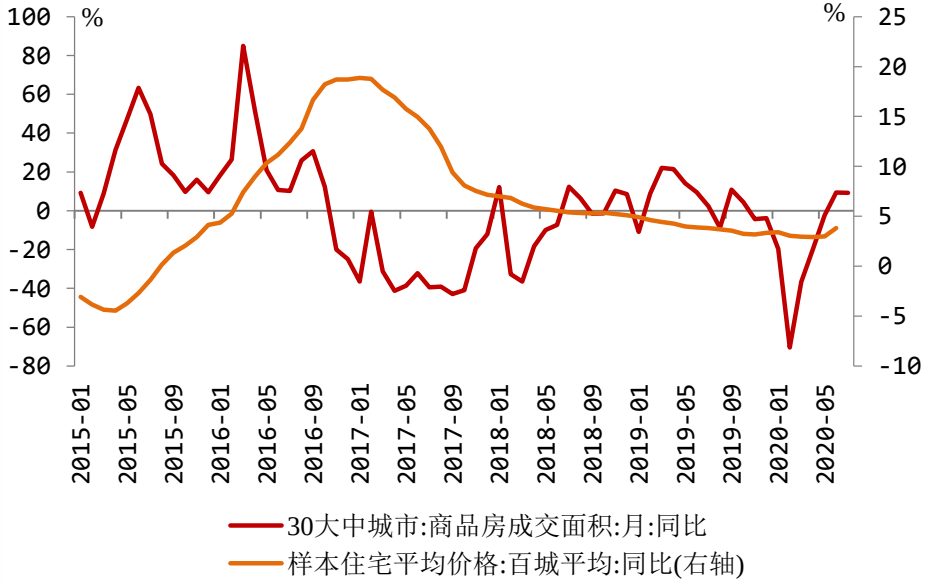
数据来源：Wind，西南证券整理

2 后疫情时代的复苏：节奏、推动力与阈值

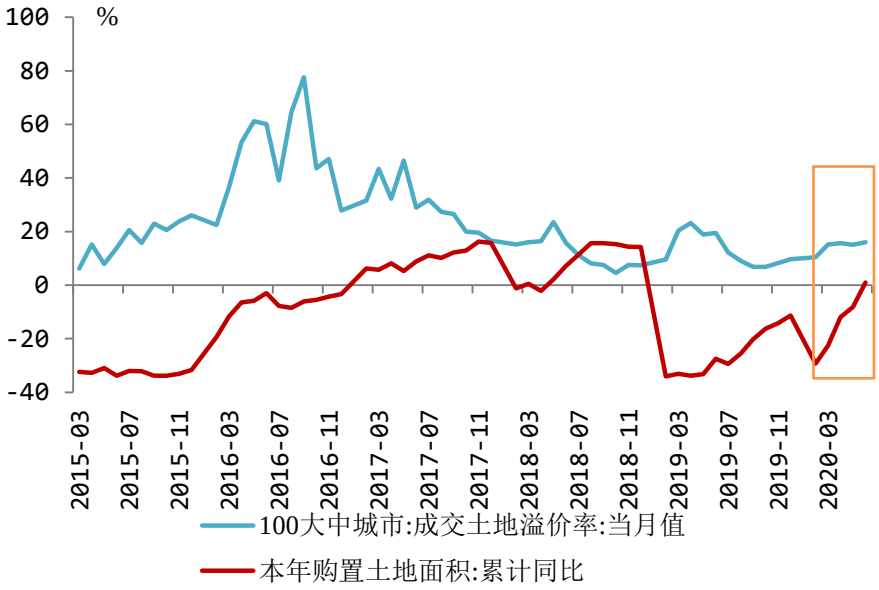
- **房地产调控坚持“三稳”目标，强调“因城施策”。**牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康发展。房**地产投资增速仍保持一定韧性，全年增速预计4%左右。**

- **从需求端来看**，7月以来，深圳、杭州、宁波、东莞等热点城市房地产调控加码，保障刚需，抑制投机；从全国数据来看，房地产销售增速保持了稳步回升态势，商品房价格5月后回升有所加速。

商品房量价齐回升



土地溢价率和购置面积持续回升

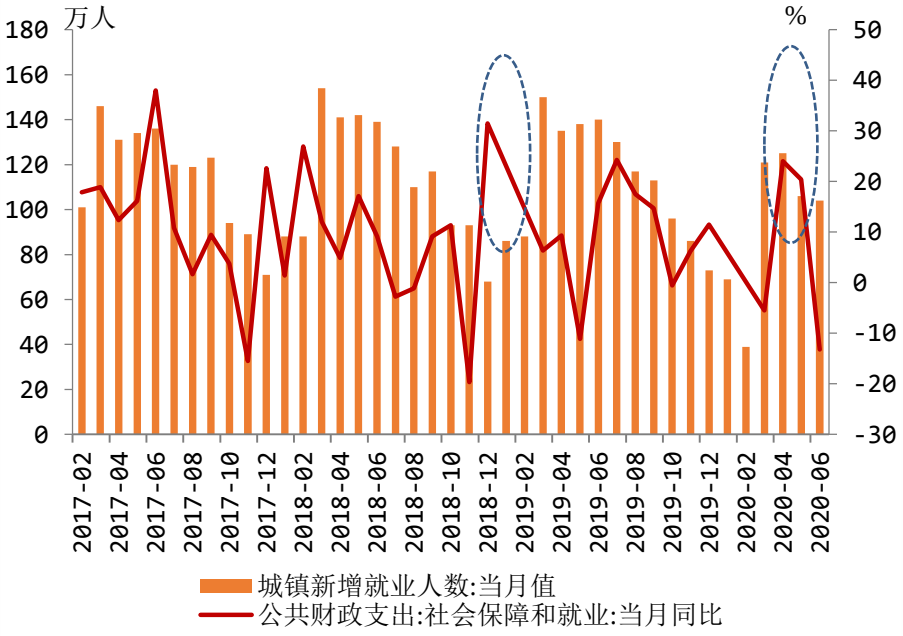


数据来源：Wind，西南证券整理

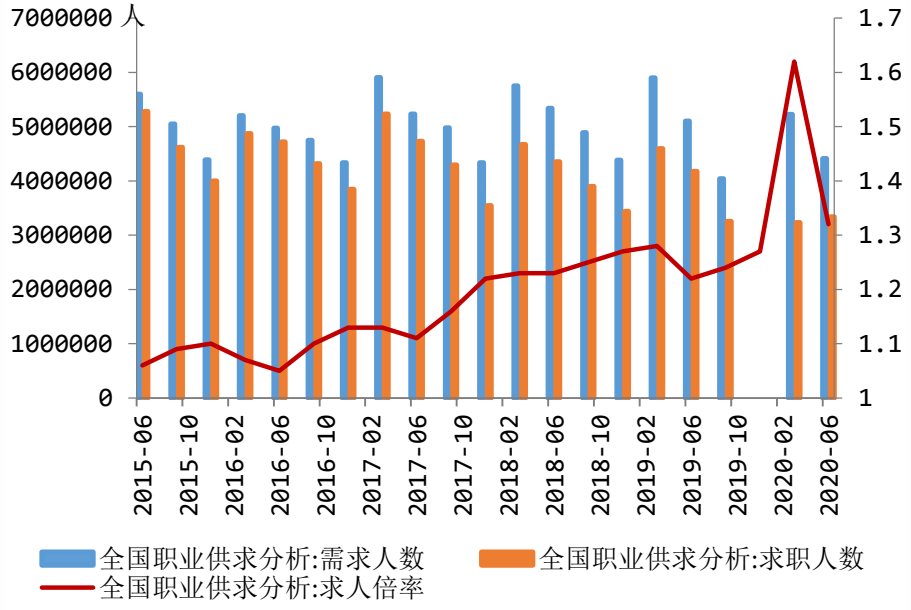
2 后疫情时代的复苏：节奏、推动力与阈值

- **下半年就业压力仍大**：上半年，全国城镇新增就业人员564万人，完成全年目标任务的62.7%，与上年同期相比少增173万人，去年同期目标完成率是67%。
- 2020年应届高校毕业生人数874万，同比多增40万；2021年的高校毕业生大约是1000万，加上今年的300万的就业缺口，和明年落榜的，保守估计至少1500万需要就业的人口，这个对应的经济增速是6.7%。

城镇新增就业4月份后回升放缓，财政支持6月份增速回落



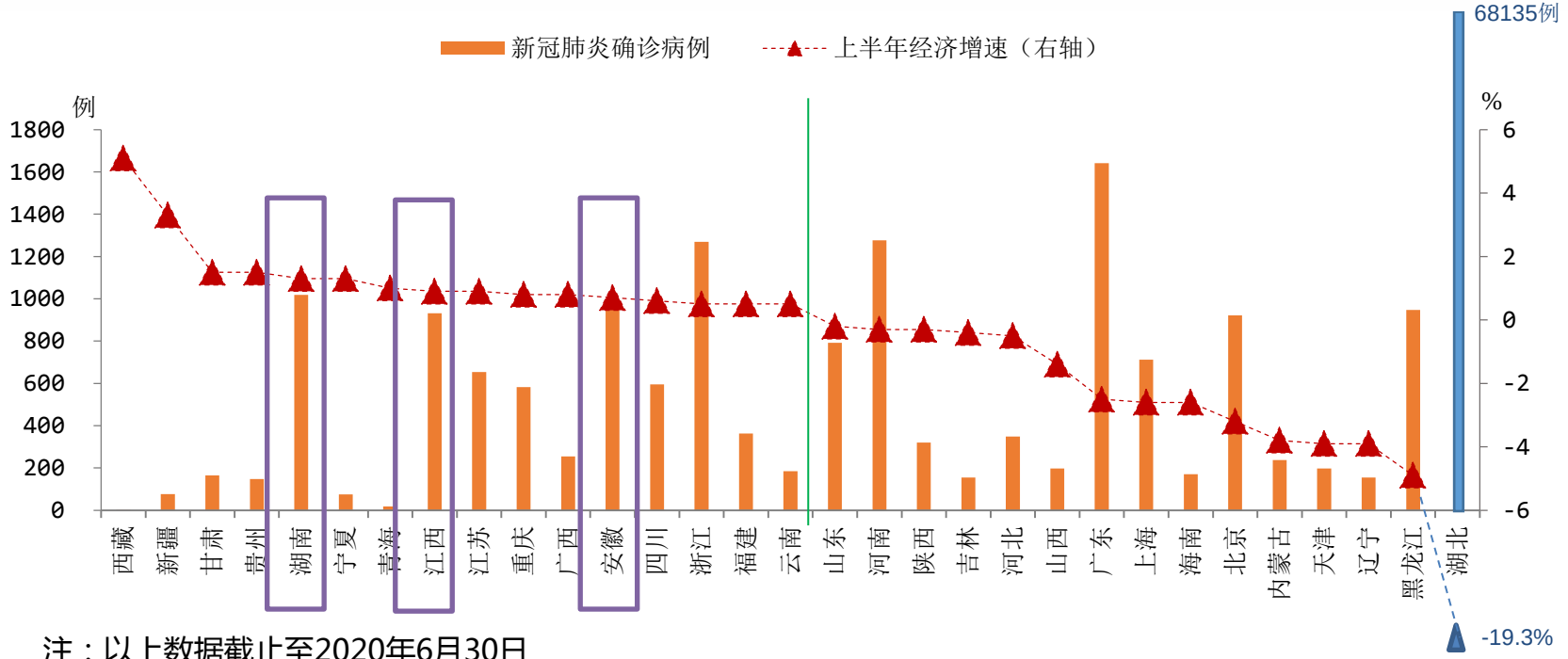
岗位数量季节性回落，供需匹配度提高



数据来源：Wind，西南证券整理

2 后疫情时代的复苏：节奏、推动力与阈值

- **上半年头部省份GDP总量依然靠前**：全国31省市区2020年上半年地区国民生产总值，广东、江苏、山东等头部省份依然位居GDP总量前列。
- 从GDP增速看，16个省市区半年GDP增速为正，9个省市区GDP增速低于全国平均水平；西部省份受疫情影响较小，复工复产早，基建补短板力度大，外贸依存度低，大多实现了正增长，西藏、新疆、甘肃、贵州、宁夏位列增速前五。受疫情冲击和产业结构影响北京、上海、广东上半年GDP增速分别仅为-3.2%、-2.6%、-2.5%，低于全国水平。
- 下半年疫情或将反复，补短板基建和重大水利工程建设加快推进，重点关注中西部地区的复苏。



注：以上数据截止至2020年6月30日

数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

1 战略切换期的中国经济： 政策目标与潜在增长率

2 后疫情时代的复苏：节奏、推动力与阈值

3 “内循环”体系下市场主体与政策可能做出哪些调整

4 从中央政治局会议看下半年经济与政策布局

3 “内循环”体系下市场主体与政策可能做出哪些调整？

- 关于“内循环”：“中国拥有超大规模的消费市场，以及完整的生产产业链，具备形成内部大循环的条件。以国内大循环为主体，需要持续扩大内需，推动有效投资，维护、健全国内产业链与供应链。”



数据来源：中国政府网，西南证券整理

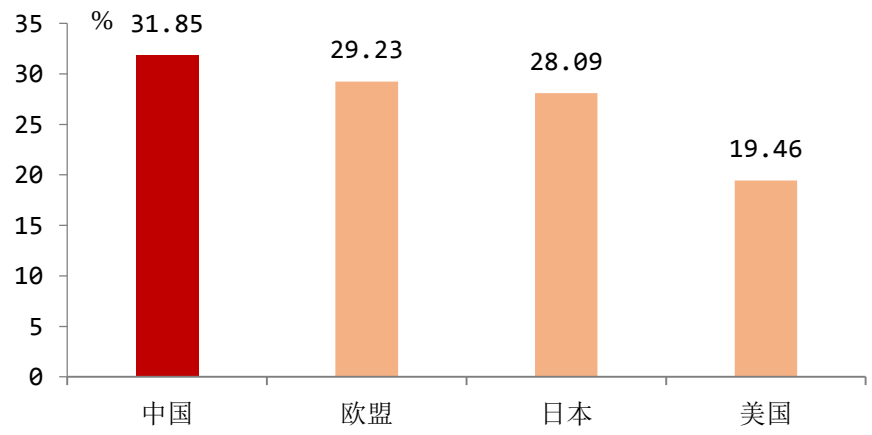
打造新格局的相关政策

时间	政策
2020.05	《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》
2020.05	国务院金融委发布11条金融改革措施
2020.06	《关于支持出口产品转内销的实施意见》
2020.06	《关于做好自由贸易试验区第六批改革试点经验复制推广工作的通知》
2020.07	《关于进一步优化营商环境更好服务市场主体的实施意见》
2020.07	《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》
2020.07	人民银行、证监会联合发布公告，同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作。

3 “内循环”体系下市场主体与政策可能做出哪些调整？

- 狭义的理解：内循环是国内的需求和供给之间形成配套的产业链循环，在国内进行分工合作、相互贸易的经济体系。
- 以国内大循环为主体，绝不是关起门来封闭运行，国内循环与国际循环互不矛盾，是互相促进的良性关系。构建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，可以更好地保障中国经济安全，同时持续拓展经济发展空间。
- 脱钩时代可能到来，面对我国 “市场和资源两头在外”的情况，市场的各参与主体和要素需要调整、适应、融入以国内循环为主、国际国内互促的双循环体系中，这一调整过程或将贯穿整个“十四五”时期。

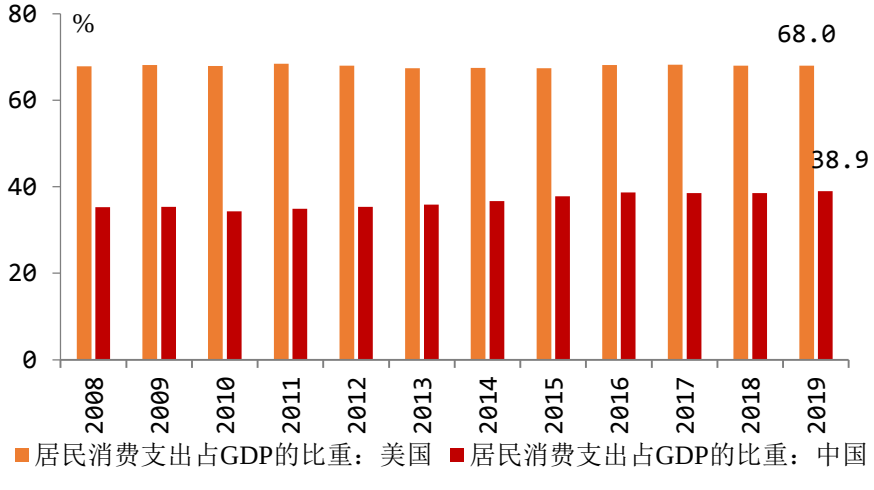
我国的外贸进出口依存度仍有压缩空间



注：以上数据根据2019年各国家/地区货物贸易额计算

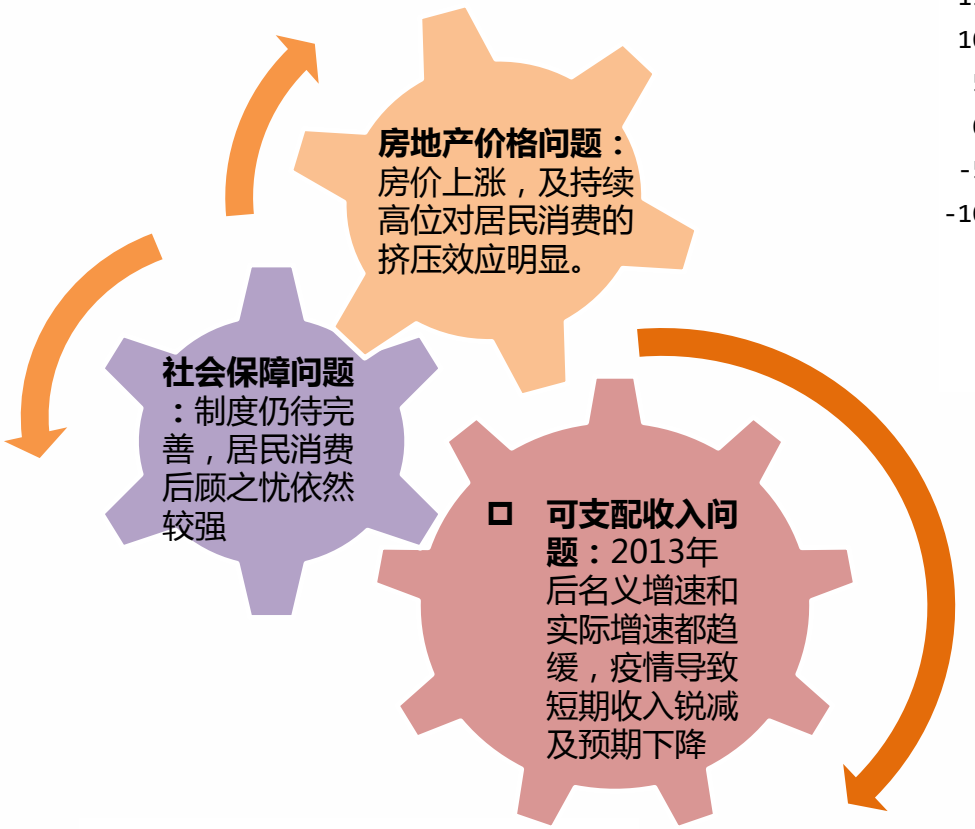
数据来源：Wind，西南证券整理

我国居民消费占GDP的占比偏低，增长较慢

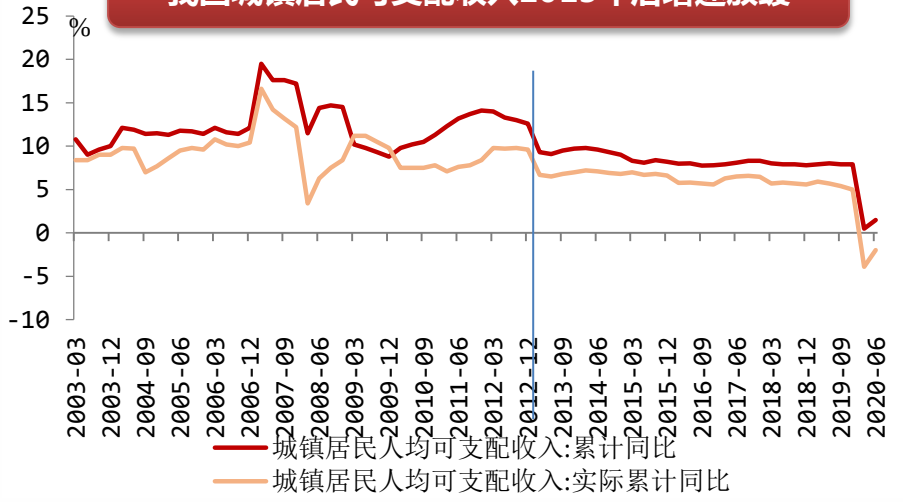


3 “内循环”体系下市场主体与政策可能做出哪些调整？

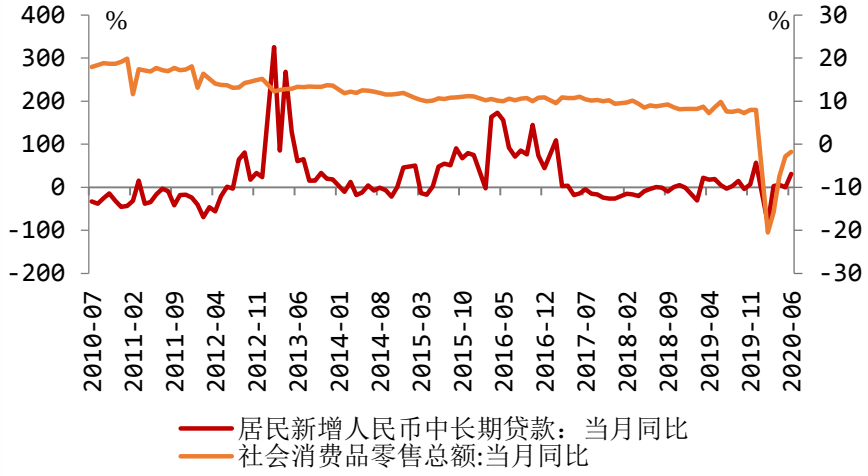
居民消费为何提升缓慢



我国城镇居民可支配收入2013年后增速放缓



居民房贷上升抑制消费增速



数据来源：Wind，西南证券整理

3 “内循环”体系下市场主体与政策可能做出哪些调整？

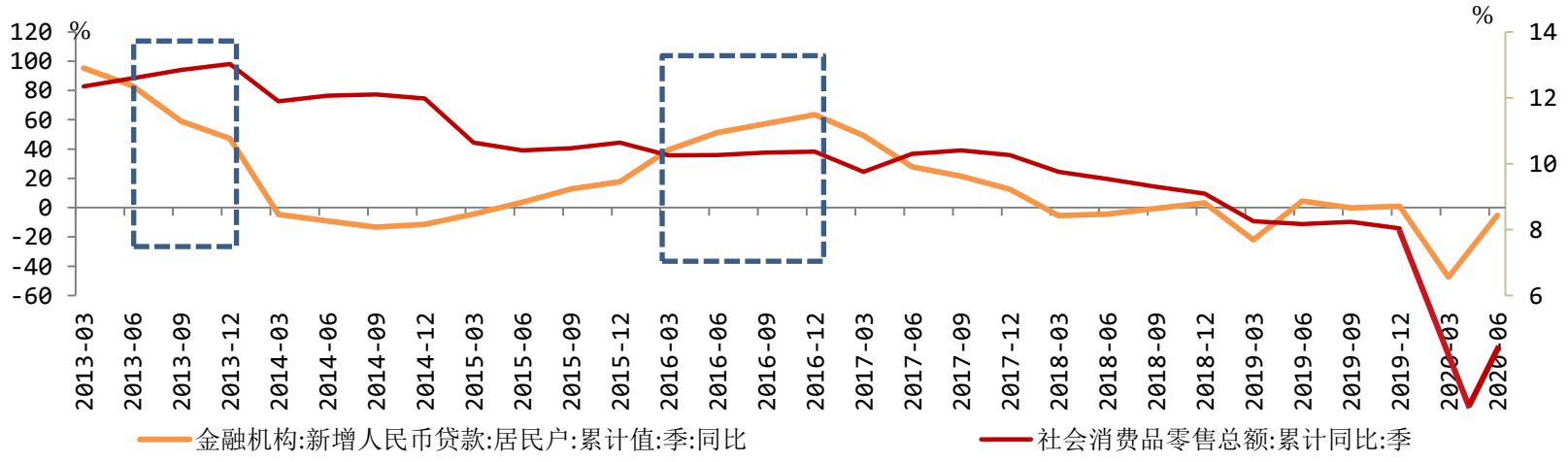
促进消费政策

- 2019年《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020年）》、《关于加快发展流通促进商业消费的意见》
- 疫情期间推出一系列壮大服务消费，促进城市消费，提升乡村消费，培育新型消费，不断创新消费促进平台的相关政策。

房住不炒政策

- 7月24日，韩正主持召开房地产工作座谈会，对各地房地产调控给予了明确的政策指导，传递出“房住不炒”政策不放松，长效机制建设加快步伐的政策信号。
- 7月30日，中央政治局会议定调下半年楼市：“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。

居民信贷与社销总额存在一定背离



数据来源：Wind，西南证券整理

3 “内循环”体系下市场主体与政策可能做出哪些调整？

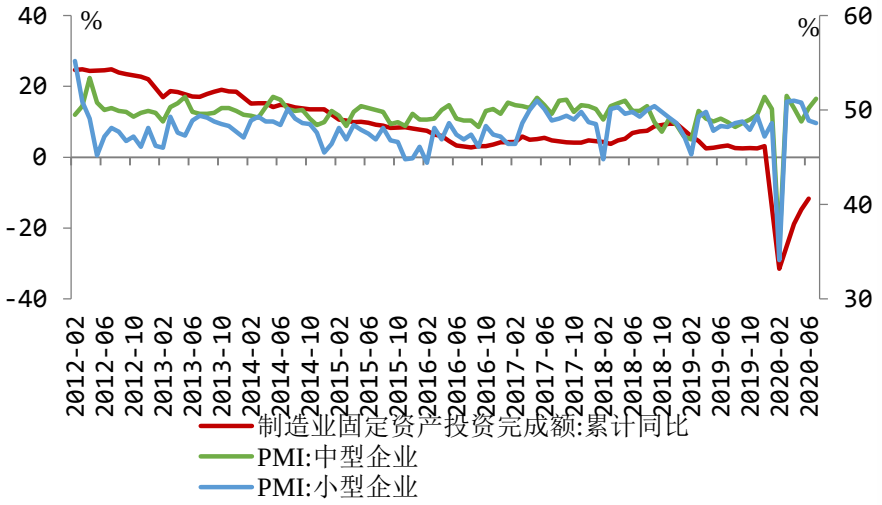
内资：扶弱助强，抓两头

- 通过降税减费，推动商事制度改革等促进营商环境的优化；多渠道降低民因企业融资成本，科创板、创业板注册制改革。
- 7月30日中央政治局会议：”提高产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和锻长板“、”确保新增融资重点流向制造业、中小微企业“。

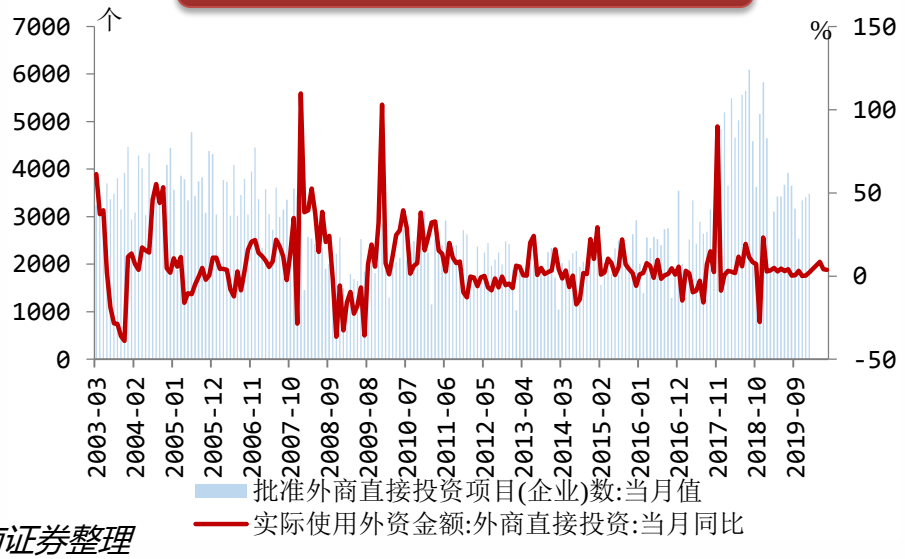
外资：稳住现有+“引进来”

- 7月23日《外商投资准入特别管理措施(负面清单)（2020年版）》正式实施。
- 7月29日国务院常务会议：稳住外贸主体、稳住产业链供应链。具体包括：支持外贸企业增强抗风险能力，鼓励中西部、东北地区发挥优势，承接劳动密集型外贸产业；完善吸引外资政策环境；发挥服务贸易对稳外贸稳外资的作用。

疫情对小型企业信心冲击较大



新设外企数量和使用外资金额增速



数据来源：Wind，西南证券整理

3 “内循环”体系下市场主体与政策可能做出哪些调整？

- **国有企业改革：**改革开放40年来，国有企业改革经历了五个阶段，每个阶段都是在前一阶段改革的基础上向前推进，目前处于2013年以来的第五阶段，6月30日，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020 - 2022年）》，随着下一步具体方案内容的正式发布，预计10月底前将出台相关政策，12月底前“基本完成剥离办社会职能和解决历史遗留问题。



- 1979年国务院颁布《关于扩大国营工业企业经营管理自主权的若干规定》等5个文件
- 1983年起对国营企业实行了“利改税”改革

- 1986年起，国有大中型企业先后实行了两轮承包制
- 1988年4月，国务院设立国家国有资产管理局
- 1992年7月，国务院颁布《全民所有制工业企业转换经营机制条例》

- 1993年11月，党的十四届三中全会明确国有企业的改革方向
- 1995年提出了“抓大放小”的国企改革方针，建立现代企业制度
- 1998-2000年，改革脱困3 年攻坚国企扭亏为盈

- 2003年成立国有资产监督管理委员会
- 2005年启动股权分置改革试点工作
- 2007年建立国有资本经营预算制度

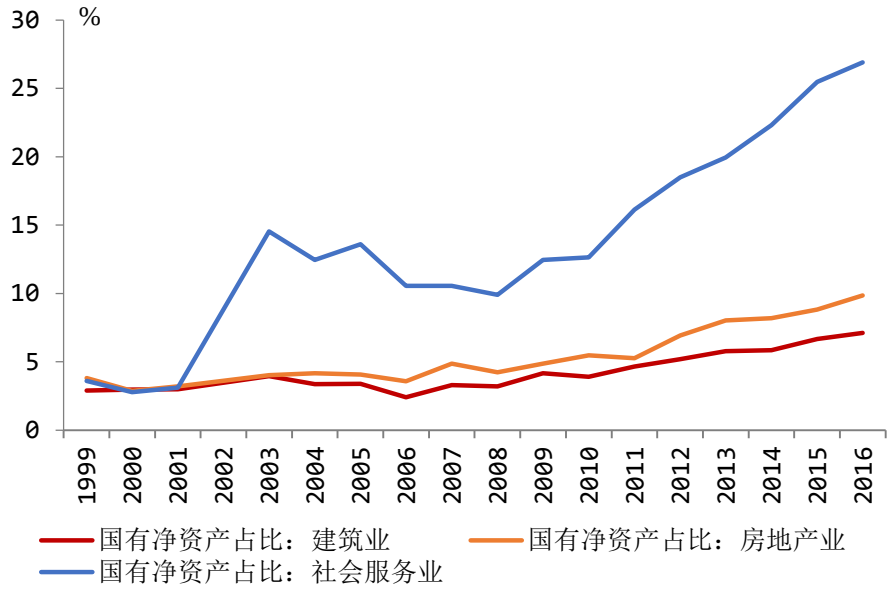
- 2014年国资“四项改革”试点启动
- 2015年《关于深化国有企业改革的指导意见》（2015-2020）
- 2020年6月，中央全面深化改革委员会审议通过了《国企改革三年行动方案（2020－2022年）》

数据来源：国务院国资委，西南证券整理

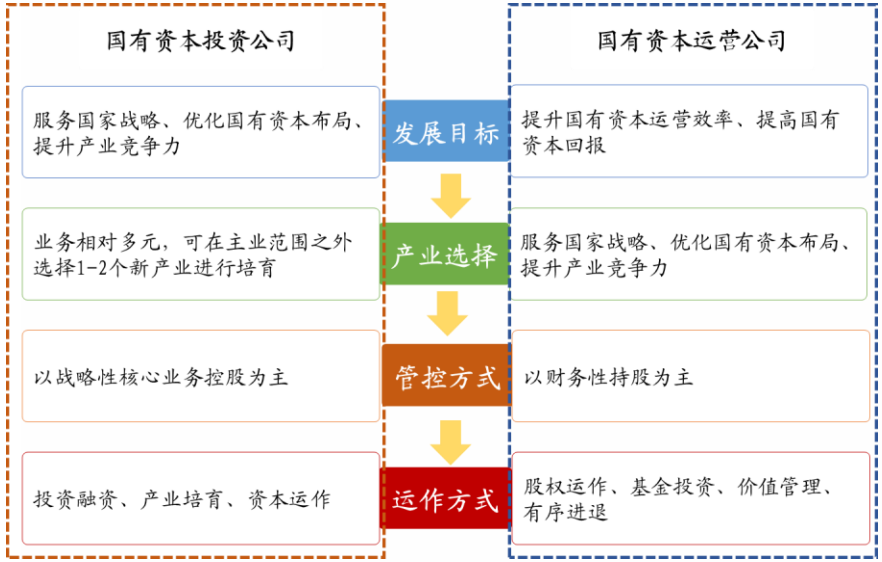
3 “内循环”体系下市场主体与政策可能做出哪些调整？

- **产业布局优化**：2001-2016年，科学研究和技术服务业国有企业净资产占比从0.46%增长到1.39%；高新技术产业从3.8%下滑至2.16%。三年改革行动中先进制造与技术服务、医药生物健康、新材料、新能源、数字创意等产业将是国有资本的重点投向，产能严重过剩行业的煤电钢类企业将进行合并重组。
- **混改扩围与深化**：向主业主责范围外扩展，深化改革的方向包括：产业链供应链重构、战略性投资、经营机制、垄断环节放开、集团公司整体上市等。在保障产业链、供应链上下游安全稳定的同时，加强战略新兴领域的布局，“抓重点、补短板、强弱项”，军工、电力、能源等是改革加速突破的领域。
- **完善国资监管**：从“管资产”向“管资本”转变，加快推进国有资本投资、运营公司（即“两类公司”）的试点工作。

房地产、建筑业等国有净资产占比持续上升



房地产、建筑业等国有净资产占比持续上升



数据来源：国务院国资委、Wind，西南证券整理

目　录

1 战略切换期的中国经济： 政策目标与潜在增长率

2 后疫情时代的复苏：节奏、推动力与阈值

3 “内循环”体系下市场主体与政策可能做出哪些调整

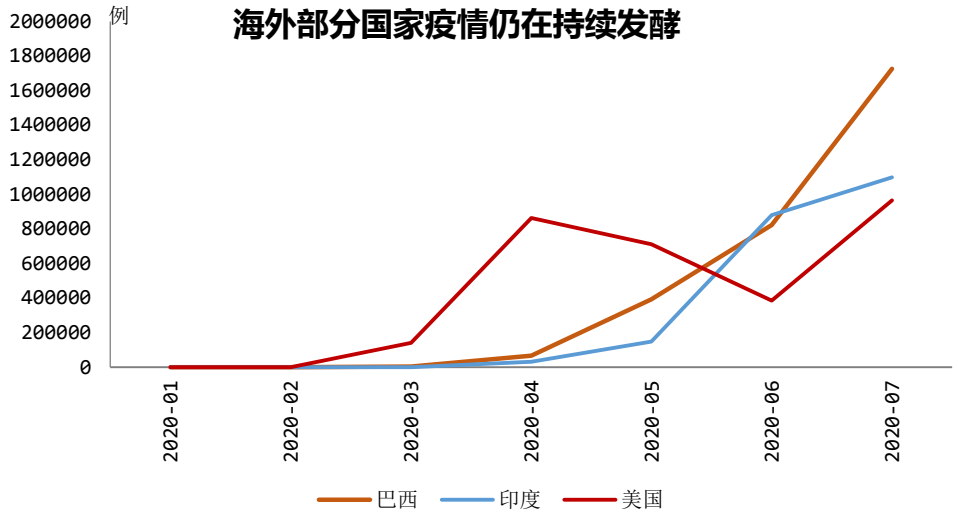
4 **从中央经济工作会议看下半年经济与政策布局**

4 从中央政治局会议看下半年经济与政策布局

- **对当前和未来形势及政策定调：经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度经济增长明显好于预期。**当前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；加快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；完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。宏观经济政策要加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。

IMF对2020年全球经济的预测

预测时间	全球经济	发达经济体	美国
2020.01	3.3%	1.6%	2.0%
2020.04	-3.0%	-6.1%	-5.9%
2020.6	-4.9%	-8.0%	-8.0%



数据来源：Wind、IMF，西南证券整理

美国总统大选口号

特朗普:

"Keep America Great "

"Promises Made, Promises Kept".

拜登：

Restore The Soul of America Our best days still lie ahead This is America We are America, second to none Anything is possible No Malarkey!

竞选者对待中国态度

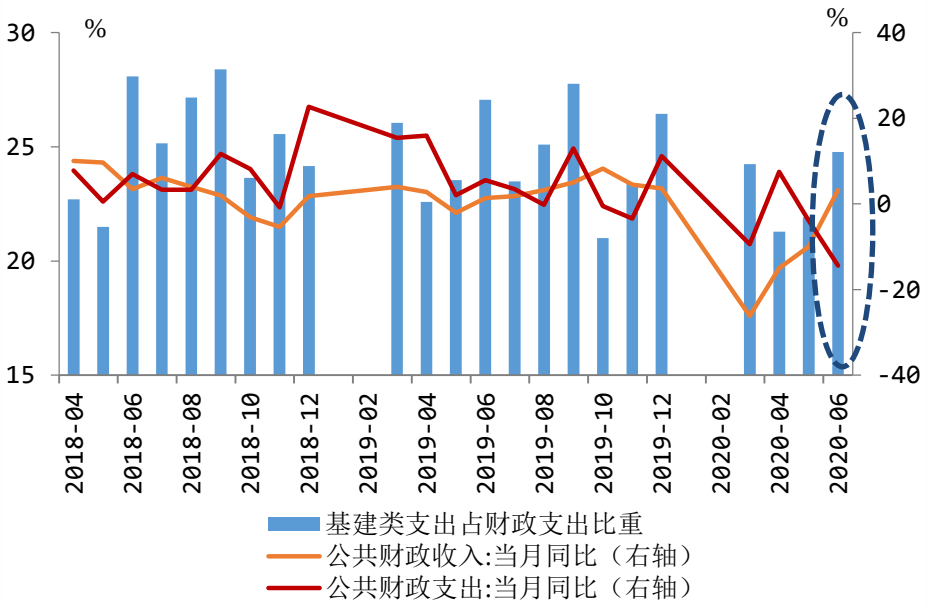
特朗普所处的共和党内官员在公开和私下场合都在挥舞民调数据，希望特朗普能与北京对抗。陷入艰难选战的共和党参议员正在准备谴责中国的广告。

拜登长期坚持以 "公平贸易主义者" 自居，作为前美国副总统，拜登并未偏离奥巴马政府的对华政策方向: 在国际机制和多边框架内与中国展开斗争。

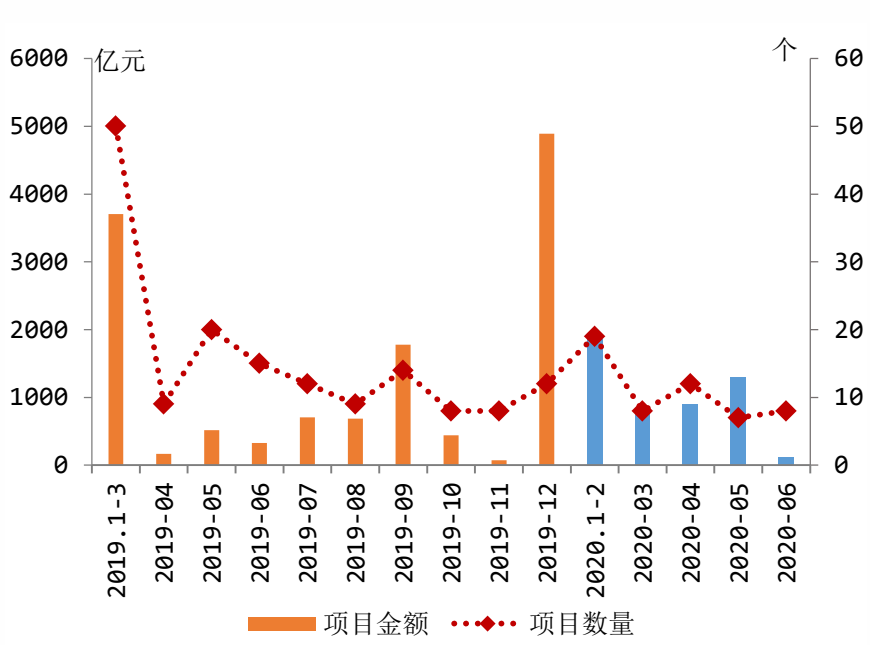
4 从中央政治局会议看下半年经济与政策布局

- 730中央政治局会议下半年财政政策的表述：”财政政策要更加积极有为、**注重实效**。要**保障重大项目建设资金**，注重质量和效益"。
- 7月8日，国务院常务会议“研究了今年及后续150项重大水利工程建设安排”，发改委预计这150项重大工程在2020-2022年总投资约1.29万亿元，能够带动直接和间接投资约6.6万亿元，年均新增就业岗位约80万个。

财政收入增速快于支出增速，基建支出占比上升



2019-2020年发改委审核批准的项目数量与金额

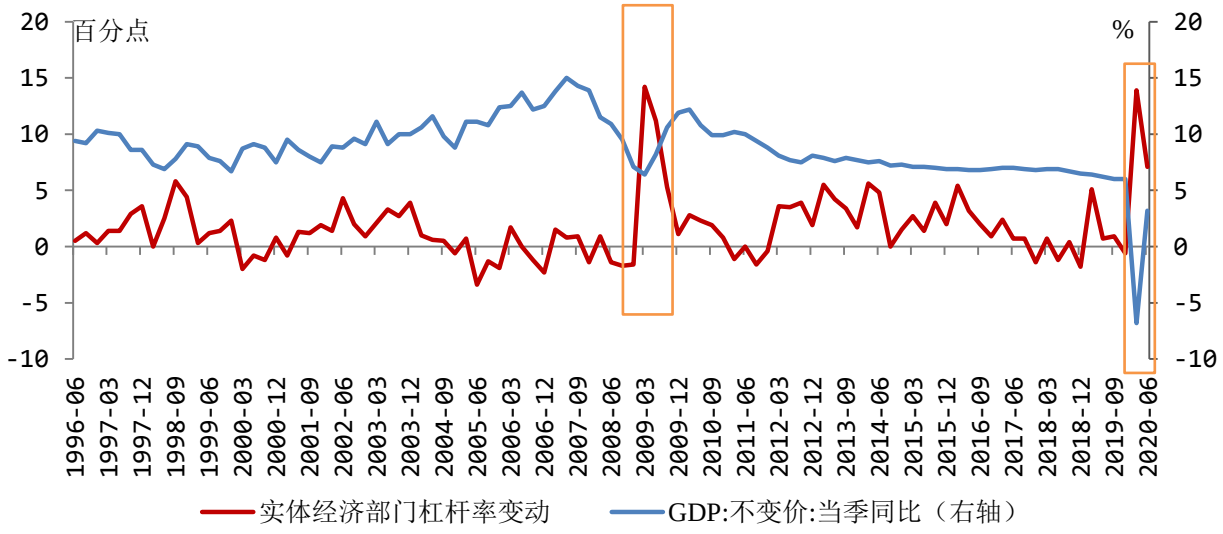


数据来源：Wind，中国人民银行，西南证券整理

4 从中央政治局会议看下半年经济与政策布局

- 730中央政治局会议下半年财政政策的表述：货币政策要更加**灵活适度、精准导向**。要保持货币供应量和社会融资规模**合理增长**，推动**综合融资成本**明显下降。要确保新增融资重点流向**制造业、中小微企业**。
- 2020年上半年社会融资规模增量累计为20.83万亿元，比上年同期多6.22万亿元；人民币贷款增加12.09万亿元，同比多增2.42万亿元。易纲： 2020年下半年，货币政策还将保持流动性的合理充裕，预计将带动全年人民币贷款新增近20万亿元，社会融资规模增量将超过30万亿元。

实体经济复苏后杠杆率增速回落



2020年金融系统向企业让利结构

方式	金额（亿元）
（1）贷款利率下行，债券利率下行，再贷款、再贴现政策支持等优惠利率贷款的发放	9300
（2）直达政策工具和延期还本付息让利	2300
（3）银行减少收费	3200

数据来源：Wind，中国人民银行，西南证券整理

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn