



专题报告

“内循环”助力经济转型

专题报告

摘要：

2020 年，全面小康收官的一年，接下来是第二个百年奋斗目标，“十四五”规划将服务于建设“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提升。从长周期来看，中国经济仍处在从高速增长至高质量成长的转型初期，出口和投资带动的经济正在向消费型经济转型；短周期上，拉动 GDP 的三驾马车中，进出口中的外需短期面对不确定性，投资由于房地产业结构性受阻，因此新基建为主的投资和内需是我国保持高增长所需要发力的点，7 月 30 日的政治局会议也为我们提供了指引，该会议的主题“国内大循环与国际双循环”将成为 10 月召开的第十九届五中全会的重要论题，为“十四五”规划和“2035 年远景目标”提供指引。在明确并深入理解了政策方针之后，我们认为股市会迎来阶段性利好，度过美国竞选前政治施压后，有望在下半年实现慢牛行情。

风险提示：

宏观经济下行超预期、政治经济黑天鹅事件等。

作者姓名：严晗

yanhan@csc.com.cn

电话：023-86769759

期货投资咨询从业证书号：Z0014172

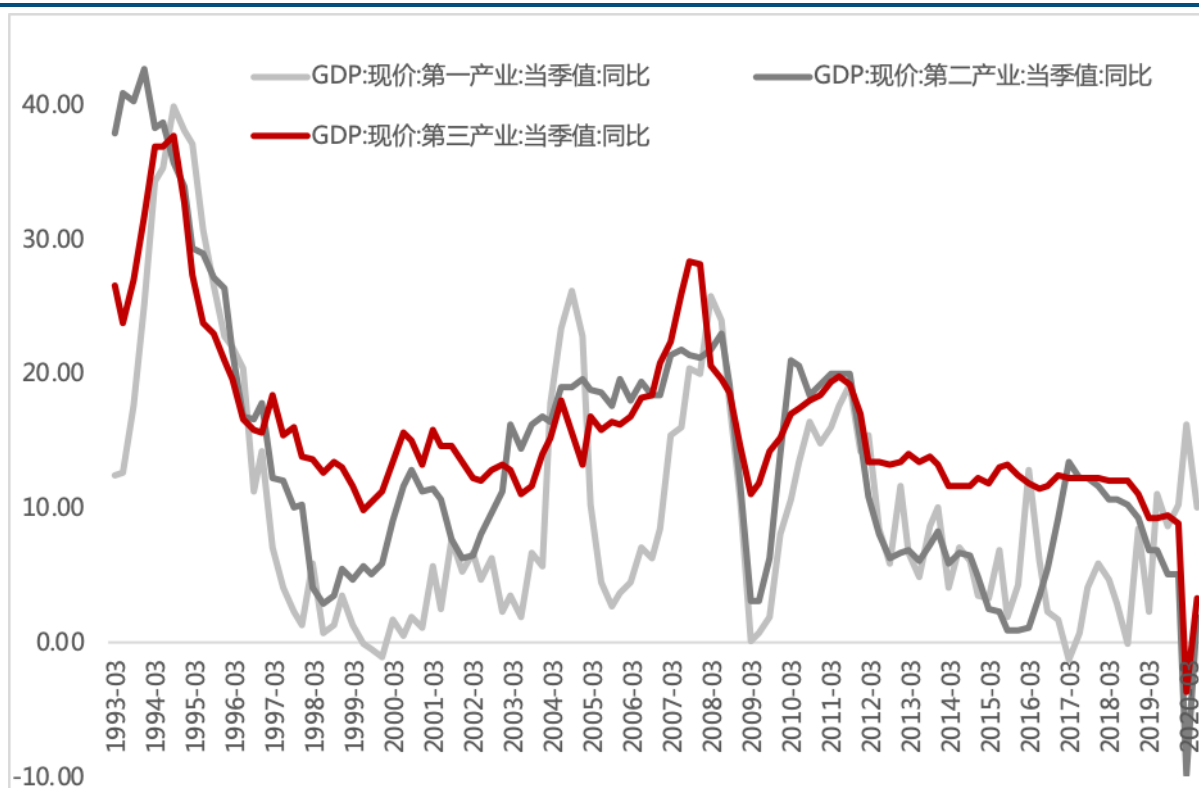
发布日期：2020 年 08 月 07 日

内部资料切勿外传

一、长期经济层面：出口拉动模式增速换挡，内需亟待发力

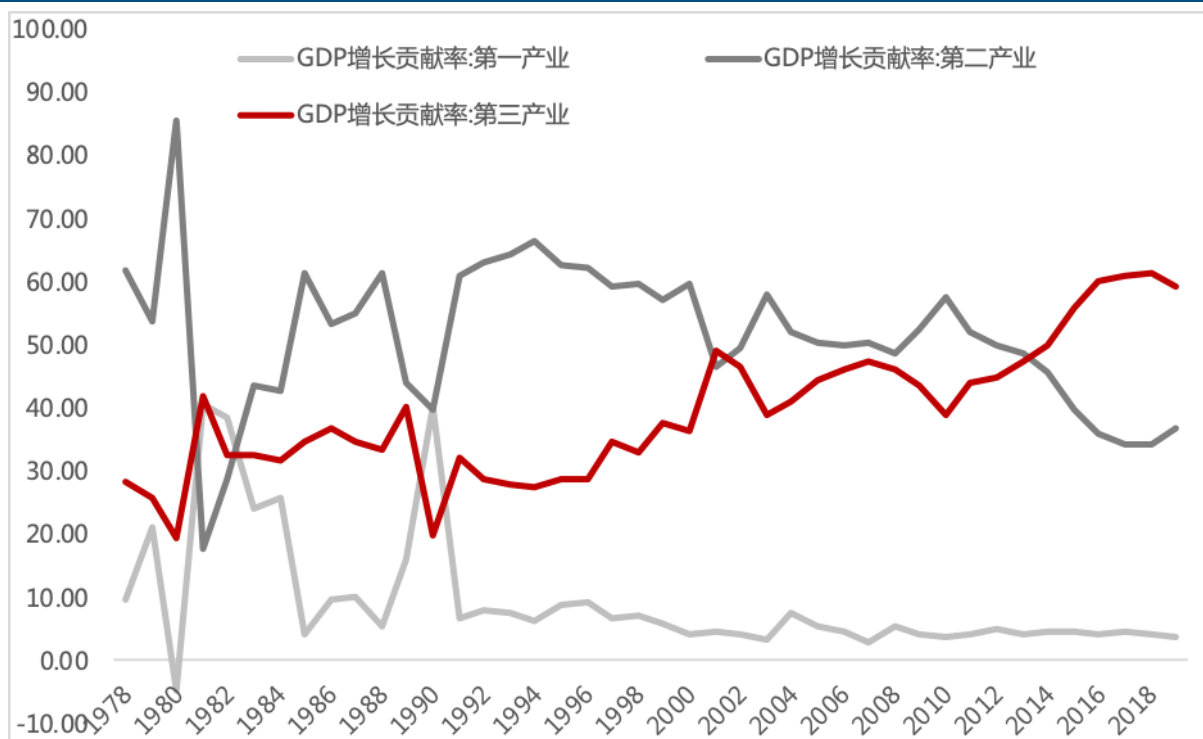
中国经济的潜在成长率逐渐放缓，不仅仅是短期世界经济必然性衰退压力，更主要是经济发展本质的制约。在 2001 年加入 WTO 至 2008 年金融危机，中国迅速的经济增长主要靠出口拉动，同时年人均 GDP 增速达到 15.6%。但是之后中美循环的方式被打破，高附加值和低附加值消费品出口均出现下滑态势，同时高附加值工业品、化工品进口依赖也有所减弱，另外城镇化速度边际放缓，劳动力成本提高、环保等成本上升，纺织服装、家具行业等低附加值、劳动密集型产业搬离中国，低端制造在 2006 年开始呈现下降趋势；2009 年之后经济总体呈现降速态势，因此财政政策从 2013 年开始放松，带动了短期经济的复苏，体现为股债双牛、房价上涨。2014 年，国家提出科技加需求导向，改革供给端。具体来看，主要复苏的区域在于消费、医药、科技、教育等服务类的第三产业，传统行业如基建、原材料产业仍在估值低位，经济转型已经开始。

图 1：第三产业保持高增长态势



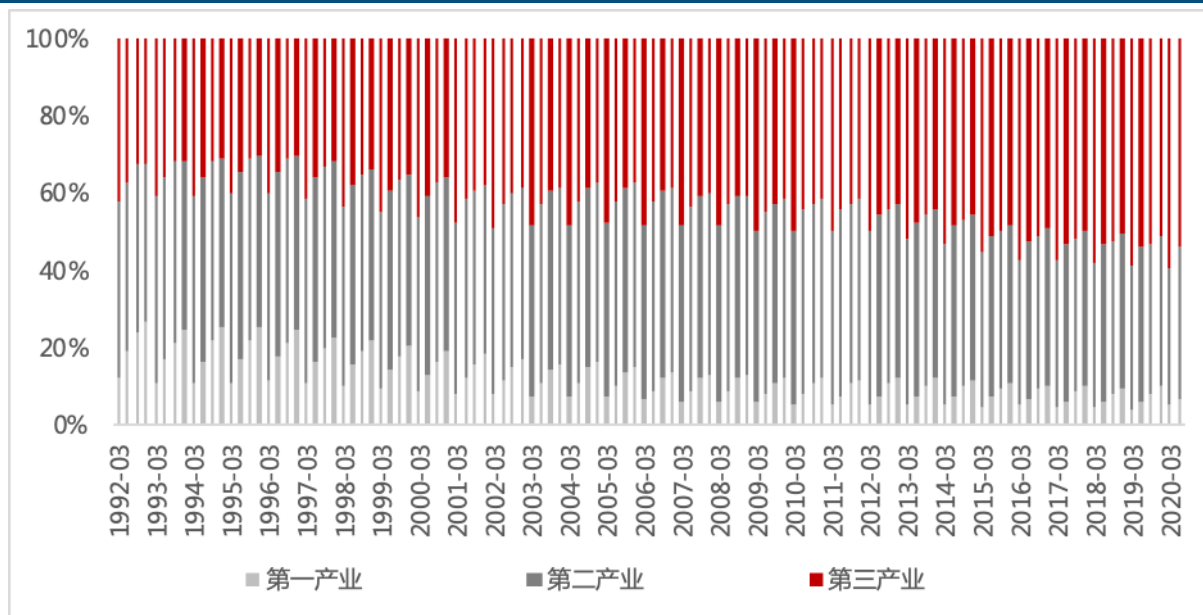
数据来源：wind—中信建投期货

图 2：第三产业对 GDP 增长贡献率在 2010 年后快速提升



数据来源：wind—中信建投期货

图 3：第三产业 GDP 占比逐年提升



数据来源：wind—中信建投期货

图 4：“老经济”行业估值处于低位

中信一级行业指数	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
石油石化	27.6	17.4	30.5	36.2	38.0	25.7	11.2	12.5	11.8	12.3	15.6
基础化工	43.4	19.6	24.1	44.5	59.1	78.8	49.6	45.7	32.7	39.1	76.0
建筑	10.1	9.8	12.1	18.2	15.5	23.6	10.2	11.7	11.6	16.5	19.3
建材	19.6	10.8	16.3	35.3	57.2	37.5	20.8	23.4	14.2	28.9	32.1
轻工制造	35.2	22.2	22.1	39.9	54.8	98.1	36.1	37.6	44.0	37.1	35.3
机械	58.1	71.8	36.1	94.6	93.1	107.8	39.9	28.9	17.9	26.6	31.3
电力设备及新能源	59.1	35.2	26.1	47.7	55.1	67.8	65.5	56.6	30.7	35.2	39.2
国防军工	95.6	59.7	65.1	84.0	172.7	155.1	52.6	39.0	63.6	66.2	63.0
汽车	48.9	19.8	16.5	20.7	22.6	24.4	16.5	17.4	13.2	17.5	20.0
商贸零售	52.0	26.5	19.6	37.3	52.9	41.3	24.3	21.9	18.7	29.6	38.0
消费者服务	153.2	30.5	33.9	44.5	51.3	73.1	41.2	32.1	36.5	32.3	61.1
家电	26.7	20.1	15.2	21.2	22.6	21.9	16.4	15.1	13.8	20.8	25.5
纺织服装	43.8	30.4	23.8	32.0	33.5	50.7	25.4	22.8	23.8	28.3	41.9
医药	85.7	34.2	32.3	38.9	45.0	57.1	37.7	39.3	32.3	38.5	40.0
食品饮料	48.0	29.7	28.4	32.3	30.6	30.9	16.5	16.2	29.3	39.3	41.7
农林牧渔	25.1	162.9	39.6	26.9	49.3	120.0	64.4	52.1	36.9	51.9	63.0
银行	5.9	6.4	6.6	7.4	5.9	6.9	4.9	5.3	5.8	7.9	11.2
非银行金融	20.0	20.0	15.6	23.3	16.2	16.8	18.9	23.5	27.5	17.3	20.2
房地产	10.5	9.8	10.6	17.4	24.6	28.6	11.4	13.0	15.8	20.3	23.0
交通运输	34.5	18.5	16.5	26.4	24.3	31.4	17.3	15.1	19.0	13.9	36.3
电子	89.0	48.9	35.5	48.0	61.4	81.7	52.4	57.9	38.1	64.5	117.5
通信	61.0	46.2	46.6	86.4	55.9	74.3	54.3	92.4	35.5	47.0	42.8
计算机	218.3	109.4	50.3	56.5	59.8	108.1	48.0	44.0	31.2	45.1	52.4

数据来源：wind—中信建投期货

二、政策层面：政治局会议坚定政策目标和发挥潜在增长率

现阶段中国二季度 GDP 的增速为 3.2%，超过预期，两会《政府工作报告》中首次提到“两新一重”，有望带动新型基础设施建设、新型城镇化建设、交通、水利等重大工程建设的投资回升；7 月 30 日的政治局会议中再次强调“一重”，加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，将加快国家重大战略项目实施步伐，以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新。接下来国内经济受疫情和美国换届的不确定性仍有压力，“促消费”有望持续受到政策支持，政治局会议表示下半年财政政策将会更加积极，重点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缩，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。我们认为当前政策使得经济转型的目标更加明确，预计“国内大循环与国际双循环”将成为 10 月召开的第十九届五中全会的重要论题，为“十四五”规划和“2035 年远景目标”提供指引。

下半年基建投资资金面在下半年政策上获得支持将会充沛，公共卫生建设和防灾减灾建设仍会持续。地方专项债持续投入，预计新基建规模将加快增长，主要投向 5G 网络、人工智能、工业互联网等重点领域。新老基建的互补式发展会为技术研发、交通运输提供高质量的基础设施，增强有效信息的流通，提振投资的同时带动就业，提升居民生活品质的同时拉动消费。

图 5：新基建和“两新一重”与老基建互补，提振消费与内需

新型基础建设	建设 5G 基站及其相关信息网络与 5G 应用；推广新能源汽车、建设新能源充电桩；建设大数据中心、工业互联网，发展人工智能、金融科技、车联网、征信等应用；特高压；城际高速铁路和城际轨道交通。
新型城镇化建设	大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。
重大工程建设	加强交通、水利等重大工程建设。上半年，西宁至成都、西安至十堰等铁路项目已批复，西安、兰州、西宁等枢纽机场改扩建项目即将开工建设，加快推进防洪减灾、水资源优化配置、智慧水利等 150 项重大水利工程建设，总投资已达 1.29 万亿元。
重大区域发展战略	九大区域发展战略：西部大开发、东北振兴、中部崛起、东部率先、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、黄河流域生态保护和高质量发展。

数据来源：中国信息通信研究院新基建产品手册、政府工作报告、2020 年国民经济和社会发展计划草案—中信建投期货

三、经济转型主线中的机会

资本市场是助力发展的必需品，因此国家对外开放、大力发展金融改革，在内循环下，为科技、消费、医疗、教育等这些需要大量现金流的产业提供支撑，符合我国长期经济转型的需求。

从需求端来看，中国拥有超大规模的消费市场以及完备的生产产业链，居民消费占 GDP 的占比偏低，具备形成内部大循环的条件，以国内大循环为主体则需要扩大内需，推动有效投资，维护和健全国内生产链和供应链。我们认为有三条主线可以重点关注，第一是包括 5G 智能手机、可穿戴设备、车联网方面的科技升级；第二是对消费品质与多样化的生活服务类升级；第三是随着人们收入与生活水平的提升，对医疗、养老、下一代的教育更加关注，相关产业的升级会有很大发展空间，因此可以重点关注科技、品质生活、医疗和教育的消费升级主线。从供给端来看，技术密集型产业需要从产业链下游逐渐向中上游发展，实现价值链从低端向高端转型；劳动力密集型产业逐步向中西部或者周边国家转移，因此可以重点关注政策扶持下的高端制造业、具有国产替代潜力的研发类产业。

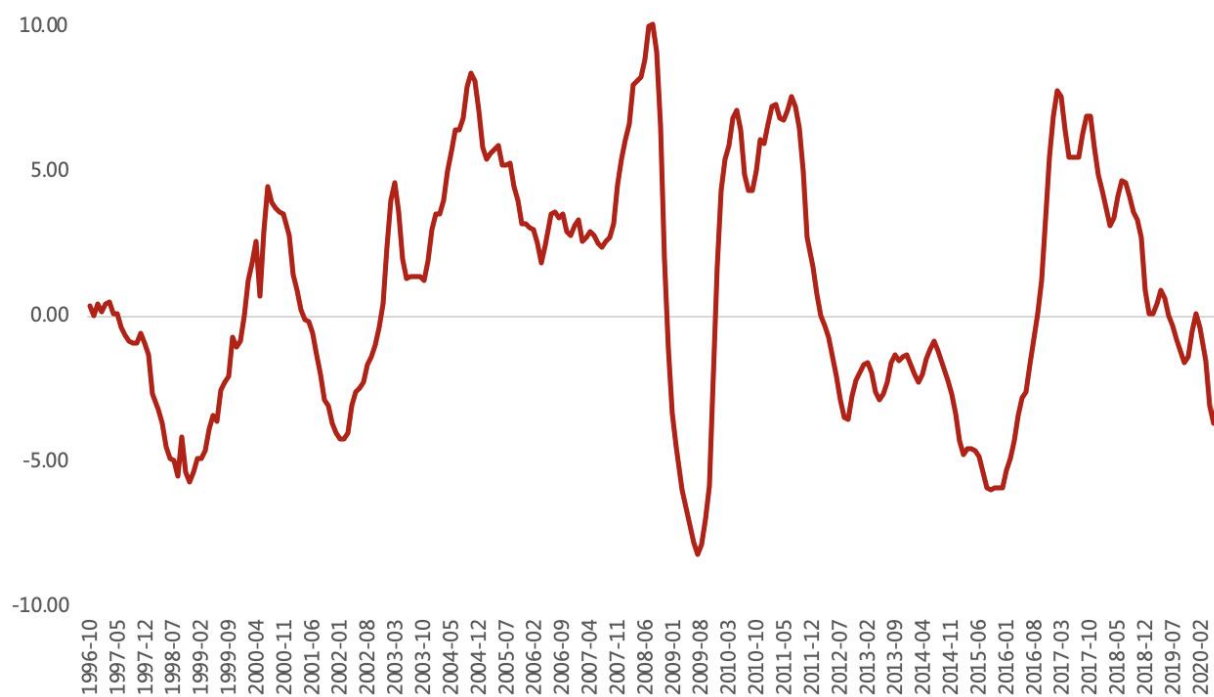
目前，我们可以看到二季度出口数据是好于预期的，但是制造业和消费低于预期，我们认为最主要的原因因为国外需求的不确定性、近年来居民房贷上升抑制消费增速、可支配收入增速放缓、社会保障系统不够完备、以及人均可支配收入边际改善缓慢和储蓄意愿的上升，这些现象表现在中国的 PPI 回升缓慢，因此国家通过减税降费，多渠道降低民营企业融资成本，深化科创板、创业板注册制改革，大力发展金融改革和对外开放，并确保新增融资重点流向制造业和中小微企业在内的实体企业。

图 6：国产替代发力点

半导体
软件
通讯类基础部件
新能源车零件
高端医疗设备
本土品牌替代

数据来源：新闻资料整理—中信建投期货

图 7：PPI 同比增长回升缓慢

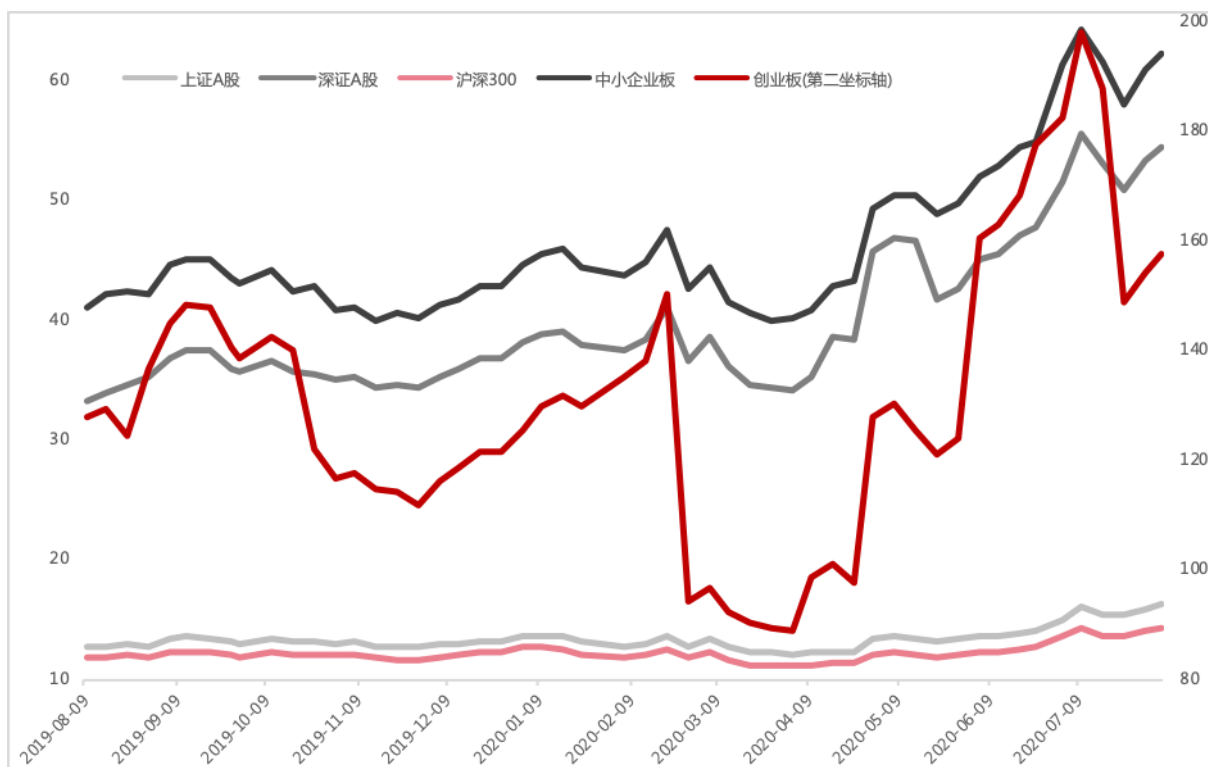


数据来源：新闻资料整理—中信建投期货

四、下半年有望实现慢牛行情，增配权益类资产

习主席在 7 月 28 日党外人士座谈会中指出，“三四季度要乘势而上、巩固成果、努力弥补上半年的损失”。我国具有较为完善的产业体系、日益完善的基础设施、广大的市场优势，在应对疫情冲击以及经济复苏过程中发挥了关键作用。下半年，我们认为地产投资韧性仍在；可选消费有望持续修复，社零消费同比增速有望转正；高技术制造业、“新基建”投资增速有望维持较高水平；洪水灾后重建有望带动基建等方面需求。预计各项数据延续修复，下半年 GDP 增速有望较上半年继续上行。同时考虑到对外开放外资增配国内资产、居民财富配置转移、险资权益配置比例上调、政策支持国产替代及相关产业链，支撑高科技行业单靠银行融资是远远不够的，因此国家势必会持续支持相关行业，这也就是为什么去大力进行金融业改革以及金融对外开放，让资金流入股市，获得收益，间接也会提振消费，促进经济，实现金融市场向实体赋能，形成良性闭环。

图 8：PPI 同比增长回升缓慢



数据来源：新闻资料整理—中信建投期货

免责声明

本报告仅限内部员工交流，请勿外传。报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。