“双循环”格局下中国的投资机遇

交行金融研究中心首席研究员 唐建伟

最近一段时间，大家都在讨论“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局的问题。中央在对当前中国面临的内外部环境做出全面评估后提出建立“双循环”新格局，既是对当前面临的现实问题的一种明确，也是对未来中国内外部政策的一种预判与指引。“双循环”将成为未来中长期经济政策的总体指导思路。那“双循环”格局的形成目前面临哪些约束条件？要如何促进“双循环”格局的尽快形成？“双循环”格局下中国会有哪些新的投资机遇？针对这几个市场关注的问题，笔者谈些个人的看法。

一、“双循环”格局的形成仍面临较多约束

首先，在内循环方面我们主要面临以下三方面的约束：

一是国内消费需求不振，近年增速持续下滑（从最高时的28%左右下滑至2019年8%），疫情后消费的恢复是三大需求中最慢的（截止6月末，出口、投资和消费累计同比分别为-6.2%、-3.1%和-11.4%）。原因在于国民收入初次分配中劳动者报酬占比持续回落、社会保障制度不完善，居民预防性储蓄偏高以及居民实际收入增速跑不过GDP等诸多因素。

二是民间投资热情不高。近年来除2018年外，其他年份民间固定资产投资增速一直低于整体固定资产投资增速。

近两年制造业投资也是三大投资中增速表现最差的。近年投资增速主要依靠政府主导的基建和房地产投资在支撑。政府投资一方面有进一步挤出民间投资的可能性，同时这种模式还会因为中国企业和居民杠杆率偏高有带来债务风险的压力。

三是人口老龄化导致的适龄劳动人口持续下降及劳动力成本上升，一方面可能造成中国有效需求持续萎缩，经济增长乏力，另一方面也意味着中国潜在增长率面临持续放缓的压力。

其次，在畅通外循环方面，中国也面临如下几方面的约束：

一是中美博弈的长期性和复杂性，美国主导的全球产业链重构（其实就是去中国化）可能会导致中国持续面临与全球产业链脱钩的威胁。

二是疫情可能导致全球经济陷入持续的低谜，叠加中美这两个最大经济体之间的贸易冲突不断，全球经济很可能会进入一段较长时间的收缩过程。对于出口市场份额全球第一的中国而言，出口下行的压力将持续存在。

三是中国在一些战略物资和关键技术领域对外依存度过高，存在产业链断供的风险。比如，在能源与原材料方面，我们对天然气、石油、铜矿、铝矿、铁矿石等的对外依存度过高，2019 年我国石油的对外依存度高达 71%，天然气的对

外依存度也达到 43%。在粮食上，大豆、菜籽油、猪肉等也都依赖进口。另外，在芯片和操作系统等关键技术领域，基本都依赖外部，自身不具备相关供给能力，每年仅芯片进口金额就超过 3000 亿美元，超过了石油。一旦遇到外部卡我们的脖子断供后，我们就可能面临“能源安全”“粮食安全”和“科技安全”等系列问题与困难。

二、更大力度改革和更高水平开放是促进“双循环”格局尽快形成的关键

首先，要以国内三项重大基础性改革来打通国内大循环。改革的重点是打破目前制约国内消费和民间投资热情的一些约束，释放国内消费和投资增长的空间。

一是大力推进国企和国资改革。

1、 尽快完成国资划转社保工作。

国资划转社保有望成为系统集成式改革的标杆之一：第一，国资划转社保将提升全民社会保障水平。社保充实之后，不但每年可以通过拿分红和投资收益实现保值增值，还可以因此减免居民个人社保缴费比例，间接提高居民收入。第二，划转社保在无国有资产流失担忧下实现股权多元化，倒逼国企强化信息披露、完善治理结构，推动国资监管向“管资本”转变。第三，国企划转社保有助于资本市场改革。从提高上市公司质量维度来看，国企上市平台有望提高分红规模，形成一批高分红蓝筹股公司；从市场成熟化维度来看，国资划

转将增加社保收入和管理规模，有利于更多机构长线资金流入股市。

2、 加快推进国企混合所有制改革。

混合所有制改革必须先“混”后“改”。通过不同所有制股权多元化的“混”，才能实现国企经营机制的“换”，才能带来国企体制和公司治理的“改”，从而达到提升企业运营效率的效果。以股权多元化为方向，吸引民间资本参与国企混改，同时允许管理层及员工持股。在盘活国有资产存量同时，改善国企治理水平，提升国企盈利能力，也做强做大了国资。

3、 加快组建国有资本运营公司。

根据十八届三中全会提出的“组建国有资本投资、运营公司”的有关要求，参照新加坡淡马锡公司的模式组建专业的国有资本投资运营公司，从现有国有资产中划转部分资产，以股权投资的方式来经营这部分国有资产，保证每年能有稳定的盈利，这部分盈利全部用于公共服务开支（比如教育与医疗等公共服务），在提升公共服务水平的同时还不增加财政负担。

二是加快推动土地要素市场化改革。

今年 3 月 30 日，中央出台了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，提出要在土地、人口、资本、技术、数据要素等领域的市场化改革方面加快推进。其

中土地要素市场化改革尤其值得关注：这次改革的核心是允许农村集体经营性建设用地直接入市和探索增减挂钩指标、耕地占补平衡指标等跨省域交易。归纳而言，土地制度改革将在以下几个方面发挥作用：

1、 创造新增财富同时提升全要素生产率。

土地要素市场化改革有利于提升要素的流动性，有利于引导各类要素协同向先进生产力集聚从而提升全要素生产率。而且这种改革是一种不需要花钱或少花钱就能带来巨量财富创造的资源优化配置型改革，更符合当前经济社会实际。推进的阻力也更小。根据前重庆市市长黄奇帆先生的测算：土地要素市场化改革未来30年所产生的财富将超过50万亿元。

2、 增加农民的财产性收入。

要说中国改革开放四十多年最亏欠的一个群体是谁，那毫无疑问是农民：中国的农民先是通过农产品与工业品价格的剪刀差在补贴城市，为国家的工业化做贡献。然后又通过城乡土地价格更大的剪刀差来支撑城市化，继续为国家做贡献。与城市居民可以拥有产权清晰，逐步升值的住房等财产不同，农村居民却因为集体土地产权模糊、市场化交易困难等原因而缺乏财产性收入，与此同时农村居民与城市居民在养老和医疗保障的水平方面也存在较在差距。几十年积累下来，不但造成城乡居民收入差距的鸿沟越来越大，也是我国

消费长期不振的主要原因，因为6亿低收入人群中绝大多数是农村人口。现在是时候要反哺一下农民了，通过土地制度改革，将土地财产权还给农民，让农民也成为有产者，改革过程中一定要维护和保障好农民权益，使农民真正公平分享土地制度改革带来的土地增值收益。而农民财产性收入的增加，无疑将极大的释放农村居民的消费需求，对于启动消费和促进国内大循环也将有明显的提振效应。

3、 有利于稳定房地产市场。

土地要素市场化改革还可以盘活土地资源，增加一二线城市的住房建设用地的供应，将在很大程度于有利于房价的稳定和化解房地产市场的泡沫化风险。

三是建立鼓励创新的制度和体系。

美国持续打压中国的华为、中兴、腾讯、字节跳动等高科技企业，表明未来中美之间的竞争关键就是在科技领域。中国加快推进创新趋动发展战略，提升科技竞争力已经刻不容缓。这就需要建立起鼓励创新的一整套制度和体系。

1、 加强知识产权保护，从源头保护创新。

任何创新都是一种知识产权，是一种新的创意。加强知识产权保护力度对保护我国创新成果、进一步激励我国创新活动以及打造更优越的营商环境都具有重要意义。

2、 加大对基础研究的投入，提升核心科技的创新能力。

一是建议集中优势资源补短板、加大对基础研究投入。

我国研发投入占 GDP 的比例达到 2.2%，与发达国家平均 2.5%的水平比较接近，总量甚至已经在全球排第二名。但我国在基础研究方面的投入占比一直徘徊在 5%，与世界主要创新国家平均 15-20%的占比差距明显。在未来五年内我国要将基础研究投入占研发经费的比重由 5%提高到 15%左右的水平，并在以后年份继续逐步提高。二是要进一步完善相关制度体系，加大高校和科研院所在基础学科人才培养的同时，推动扩大高校和科研院所科研领域自主权，全面增强创新活力，提升创新绩效，增加科技成果供给；三是要用市场化手段来全面提升基础学科专业和从业人员的工资待遇，要让“造导弹的人的工资水平远远高过卖茶叶蛋的”。这方面华为带了好头，让学物理和数学这些基础学科的学生毕业就能拿到几百万的年薪，这就是对学基础学科，潜心做科研的人最好的奖赏。

3、完善多层次资本市场，提升科技创新向生产力的转化能力。

创新成果要规模化生产必须依赖金融服务和资本市场的支持。完善多层次资本市场来为各个阶段的创新型科技企业提供金融服务。特别是要发挥科创板和创业板注册制改革的示范作用，为创新注入资本动能。要力争将国内科创板和创业板打造成能与美国纳斯达克相媲美的支持科技创新的资本市场，以多层次资本市场的建设来激活全流程创新链条，

进而掀起全社会开展大规模科技创新活动的高潮。如果中国资本市场能够孵化出一家像苹果、亚马逊或特斯拉这样的企业，那就说明中国资本市场在支持创新方面取得了巨大的成功。

其次，要以更高水平的双向开放来确保国际循环的顺畅及国内与国际“双循环”的互相促进

一是更高水平的对外开放。

1、发挥自身市场规模大，工业体系齐全以及基础设施配套完善的优势，吸引更多全球产业链相关企业落户中国，形成区域产业链集群，同时以区域产业链合作带动全球产业链合作，使所谓的“产业链脱钩”不可能出现。

2、主动参与全球经贸规则的谈判和制定。加快中日韩、RCEP、中欧 BIT、中英 BIT 谈判，适时启动加入 CPTPP 谈判。通过参与这类经贸规则谈判，一方面努力打破美国在世界范围内“去中国化”的图谋，另一方面，将这些国家和地区的科技、产业、资本和人才通过 FTA 规则吸引到中国来，促进中国产业链供应链价值链更加完整、更具韧性、更有竞争力，加深这些国家和地区与我国经济的联系。

3、以自身发展带动全球发展。要通过繁荣国内经济“带动世界经济复苏”。今年中国可能会成为大型经济体中唯一能实现经济正增长的国家，这样中国对世界经济增长的贡献率也将创历史新高。后续中国仍应利用自身内需空间大的优

势，让全球分享中国经济增长的红利，并借此实现中国经济发展与世界经济增长的正反馈和深度融合。

二是新时期对内开放也尤其重要。

实行真正的国民待遇，不同所有制企业和资本都一视同仁，公平竞争。这里面的关键还是对国内民间资本的开放问题，关键的关键是落实好习主席在民营企业家座谈会上提到的六点要求：一要切实减轻企业税费负担；二要采取措施解决民营企业融资难融资贵的问题；三要营造公平的竞争环境，特别是鼓励民营企业参与国有企业改革；四要完善政策执行方式，将“加强产权保护”落到实处；五要构建亲清新型政商关系；六要保护企业家人身和财产安全。

落实了这六条，海量的民间资本的投资热情一定会再次被激活起来。中国的全球竞争力还是要靠民营企业，看一下特朗普打压的华为、腾讯和字节跳动等可都是民营企业。

三、“双循环”格局下的投资机遇

整体而言，正如刚才所说，“双循环”格局的形成还面临较多约束条件，挑战也不少。其形成也并非一触而就，应该会有较长的时间过程，至少可能需要贯穿整个“十四五”时期。但只要我们坚持市场化改革的方向，坚持更高水平的对外与对内开放，这种国内国际“双循环”相互促进的格局就一定能形成并在未来给我们带来不错的投资机遇。以下四方面的投资机会值得关注：

一是消费升级的机遇：

1、与粮食安全相关的农产品自给给足方面的投资机遇。包含粮食、猪肉等生产企业可能面临更大的市场空间。

2、在居民收入上升、农村居民财产性收入增加的背景下，国内消费市场规模持续扩大，消费持续升级是可以期待的，这一过程中包括对优质商品和服务的需求上升、对国内高端消费品的需求都将持续上升，可以关注这些领域的投资机遇。当然，一些必须消费品，也将面临市场空间逐步打开的机遇。

二是投资提质的机遇：

1、能源安全领域：传统能源如煤炭重要性提高，中国是煤多油少，可以利用这个优势，发展煤化工来替代油化工。相关产业或获得新的发展机遇；另外，为了减少对传统化石能源的依赖，中国必须大力发展新能源行业。对光伏、风电、核电等新能源的需求必将持续上升，储能等领域也肯定会有较大的发展机遇。

2、关键技术领域突破：软件、集成电路等国外卡脖子领域的关键领域，国内有大规模加大投资形成重点突破的机遇，这些领域如果能有几家企业走出来，必然会成为世界级企业。

3、大量可能被国外断供领域实现国产替代的投资机遇。

4、国内有优势的产业竞争力进一步提升的机遇。如新

能源汽车产业链领域，中国具有全产业链优势，且领先全球，这种优势有望继续巩固提升，形成全球竞争力。

三是区域经济重构的机遇。

在“双循环”格局下，在区域良性竞争的背景下，未来在中国可能会形成新的区域发展格局。比如未来中国的东部可能发展成为：创新中心+金融中心+消费中心；而西部地区则将成为：能源输出中心+高科技数据中心；中部地区发展成为：制造业中心+消费中心；东北地区则转型成为：现代农业+生态旅游区。

四是经济数字化转型的机遇。

关注新基建领域的投资机会。新基建涉及的七大领域，特别是5G、大数据中心、人工智能、工业互联网等新基建领域的建设正是中国经济数字化转型的基础设施，这些领域未来几年每年新增投资都将超万亿，其中蕴含许多投资机遇。