2020 年 8 月 25 日

双循环是目前的必然也是最优选择

宏观专题

华鑫证券研究发展部

分析师：
曹恁川
执业证书编号：S1050517070001
电话：021-54967586
邮箱：caoxc@cfsc.com.cn

特别感谢李柯奕、李依函对本报告提供的帮助。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

- **双循环不是新模式，内循环为主是大势所趋**

2020 年 7 月 30 日召开的中共中央政治局会议提出“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”。我们认为这不是一个类似“供给侧改革”一样的新概念，而是对目前中国经济发展模式的归纳总结。从大循环的具体描述及目前中国经济结构来看，我们认为国内消费成为非常重要的落脚点。双循环可以是半独立的也可以是打通的，通过这两个循环既能充分发挥国内的生产能力，也有利于激发目前相对疲弱的国内需求。但事实上，我们认为中国经济一直处于一个双循环的状态，差别主要在于是内循环为主还是外循环为主。我国已经具备了以国内经济循环为主体的先决条件。加之目前全球受到新冠疫情冲击，贸易保护主义抬头，可以看到无论是外因还是内生动力，都推动着经济结构向着以内循环为主的方向转型

- **从贸易依存度与储蓄率看内循环发展潜力**

2001 年入世之后，中国表现出一个外向型经济体的结构特征，贸易依存度（进出口总额/GDP）有明显的上升趋势，依靠着强劲的海外需求，中国经济得以高速发展，中国的出口依存度（出口金额/GDP）也一直保持了较高的水平，而作为典型出口导向型国家的日本其峰值也不过在 15%左右，足以体现中国经济对外循环的依赖程度。从内循环的自身潜力讲，2019 年我国私人消费占 GDP 比重仅为 39%，较美国 68%的占比有明显差距，加之中国依旧保持了全球最高的储蓄水平，国内市场的可操作空间巨大，内循环的带来的私人消费提升至少在 10 个百分点以上。

- **双循环也是解决境内外差异的良方**

不可否认的是，由于疫情带来的中外差异，客观上也加速了经济结构向内循环转变。这个差异目前看是多方面的既有疫情管控方面的差异，也有经济发展不同步的差异，也包括了货币政策在内的执政思路上的差异。但尽管国内货币政策相对保守，在汇率上却没有体现，我们认为主要是中美关系的不确定性使得人民币币值承压，从这个角度出发，我们认为也是境内外差异的一个体现，外部风险可能对国内形成一定冲击。在这个时刻提及双循环，我们认为也有割裂风险的意图在其中。

- **风险提示：宏观经济复苏不及预期；海外疫情影响超预期。**

目录

一、双循环不是新模式，内循环为主是大势所趋 3
二、从贸易依存度与储蓄率看内循环发展潜力 4
三、双循环也是解决境内外差异的良方 5
四、风险提示 7

图表目录

图表 1：双循环概念提法时间表 3
图表 2：大循环与双循环示意图 3
图表 3：改革开放以来贸易依存度变化情况 4
图表 4：中日出口依存度对比 5
图表 5：进出口贸易种类占比 5
图表 6：2019 年各国私人消费占 GDP 比重 5
图表 7：各国储蓄率情况 5
图表 8：各国广义货币增量及增速 6
图表 9：年初至 7 月底各国市场利率变化（单位：基点） 6
图表 10：年初至 8 月 24 日人民币兑主要货币汇率变化 6

一、双循环不是新模式，内循环为主是大势所趋

2020 年 7 月 30 日召开的中共中央政治局会议提出“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”。这是继 7 月 21 日习近平在企业家座谈会重申该概念后短期内最高层的连续发声，也标志着双循环作为一个新的提法，明确了未来一段时间中国经济发展的模式。在 5 月 14 日的政治局常委会上该概念已有了雏形，从表述上看，我们认为这不是一个类似“供给侧改革”一样的新概念，而是对目前中国经济发展模式的归纳总结。

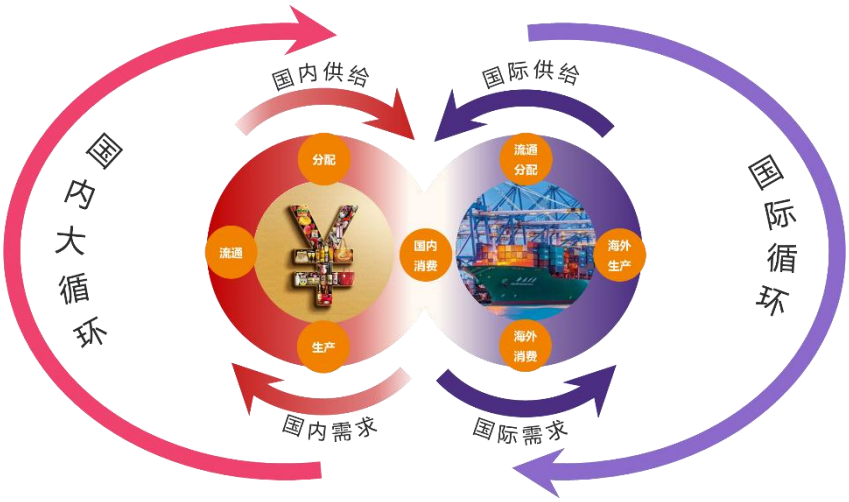
图表 1：双循环概念提法时间表

时间	事件	内容
2020年5月14日	中共中央政治局常委会会议	首次提出“构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”。（充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。）
2020年5月23日	习近平看望参加政协会议的经济界委员	“逐步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，培育新形势下我国参与国际合作和竞争新优势”
2020年6月18日	第十二届陆家嘴论坛期间	刘鹤副总理书面致辞：“我们仍面临经济下行的较大压力，但形势正逐步向好的方向转变，一个 以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展的新格局正在形成”。
2020年7月21日	企业家座谈会	以国内大循环为主体，绝不是关起门来封闭运行，而是通过发挥内需潜力，使国内市场和国际市场更好联通，更好利用国际国内两个市场、两种资源，实现更加强劲可持续的发展。
2020年7月30日	政治局会议	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

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

从大循环的具体描述及目前中国经济结构来看，我们认为国内消费成为非常重要的落脚点。以国内消费出发，其既可以形成国内生产→流动分配→消费→生产的内生循环，也可以通过进出口贸易的方式形成国际循环，双循环可以是半独立的也可以是打通的。通过这两个循环既能充分发挥国内的生产能力，也有利于激发目前相对疲弱的国内需求。

图表 2：大循环与双循环示意图



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

但事实上，我们认为中国经济一直处于一个双循环的状态，差别主要在于

是内循环为主还是外循环为主。在建国初期至解放前，由于国外封锁及自身基础薄弱，经济主要由内循环为主。而自改革开放以来，我国一直以低成本、出口导向型的经济高速增长模式为主，通过劳动力红利来满足外需，形成了以外循环为主的经济结构，贸易依存度一度达到 GDP 的 6 成以上。

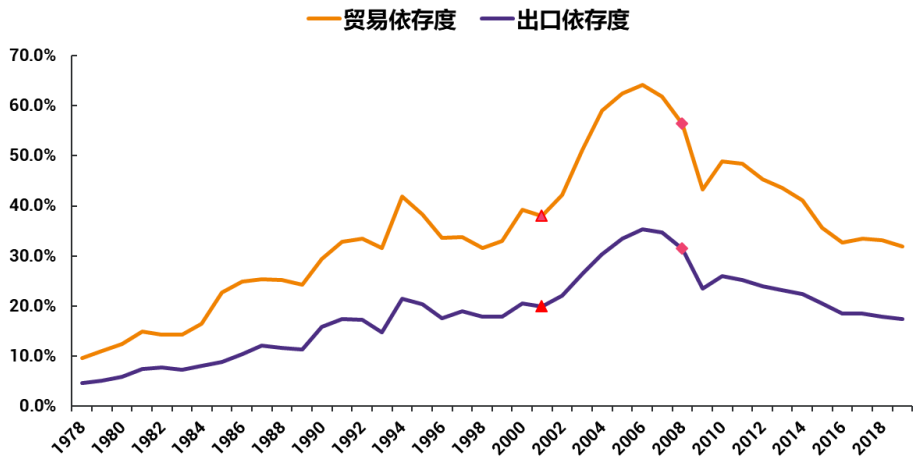
然而，核心技术缺失、产业链现代化水平不足、国内市场需求无法满足等问题严重制约着我国经济健康发展并进行转型。而同时，在此期间进行的资本积累使得我国已经积累了一定的物质基础。如今，我国拥有全球最完整和规模最大的工业生产体系和市场竞争体系。同时，十四亿的人口形成了最具潜力的消费市场。这说明了我国已经具备了以国内经济循环为主体的先决条件，这意味着要把国内需求作为发展的基础，构建完整的内需体系。

加之目前内外环境复杂，全球受到新冠疫情冲击，贸易保护主义抬头，国内大循环的提出有一定必然性。新冠疫情打乱了全球经济增长节奏，将全球产业链衔接端脆弱的一面暴露出来。尽管国内疫情已经得到控制，但是海外尚未完全受控，我国仍将在进出口、旅游、留学等方面受到消极影响。另外，外部的复杂环境也对我国过去数十年的发展模式形成挑战，推动我国加速完善“内部大循环”建设。可以看到无论是外因还是内生动力，都推动着经济结构向着以内循环为主的方向转型。

二、从贸易依存度与储蓄率看内循环发展潜力

我们认为自改革开放后，尤其是 2001 年入世之后，中国的生产潜力被快速激发增强，而在需求端由于国民收入不高的问题导致增长缓慢，中国明显表现出一个外向型经济体的结构特征，贸易依存度（进出口总额/GDP）有明显的上升趋势，且在 2006 年达到 64.2%的峰值，也因此被称为“世界工厂”。依靠着强劲的海外需求，中国经济得以高速发展，但 2008 年之后由于金融危机，海外需求逐步走弱，2010 年的欧债危机进一步加速了海外需求的衰弱。

图表 3：改革开放以来贸易依存度变化情况

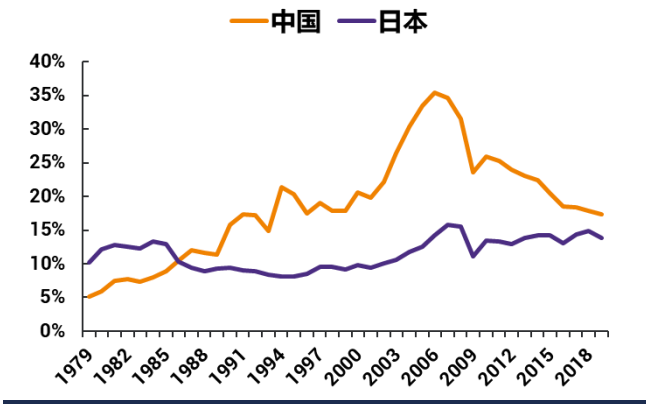


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们也观察到，在 2001 年之后，中国的净出口占 GDP 比重在多数年份保持在 2.5~3%的水平上，但在 2005-2008 年与 2015-2016 两个阶段，净出口占比

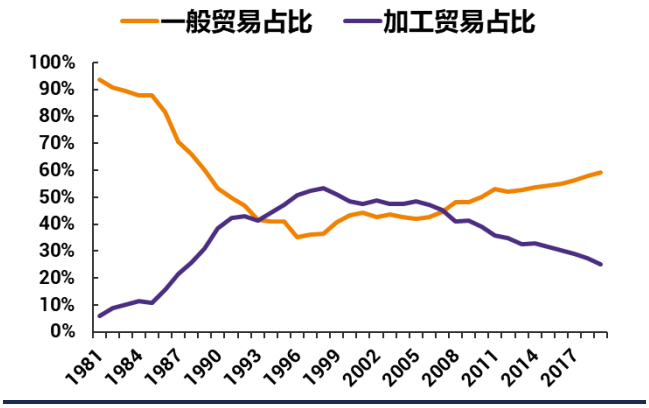
有明显上升。我们也知道在这两段时间，国内需求都表现较差，供给明显进入外循环，显示在需求不足的情况下，中国依旧倾向于通过外循环来解决问题。另一方面，中国的出口依存度（出口金额/GDP）也一直保持了较高的水平，一度达到 30%以上，而作为典型出口导向型国家的日本其峰值也不过在 15%左右，足以体现中国经济对外循环的依赖程度。

图表 4：中日出口依存度对比



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

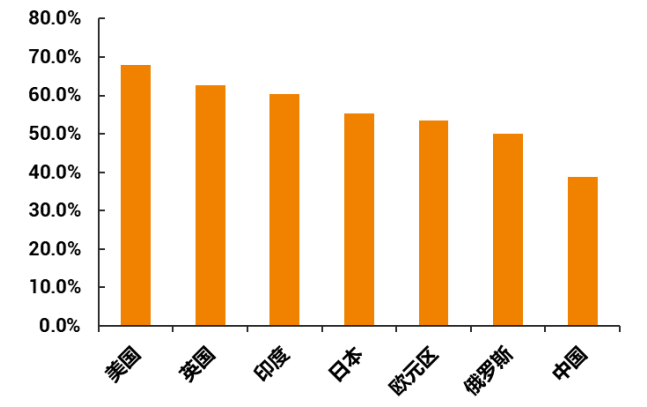
图表 5：进出口贸易种类占比



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

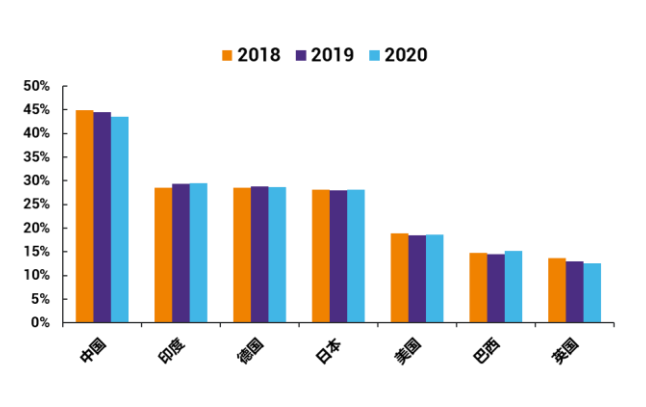
当然我们也可以发现，2008 年之后加工贸易的比重明显下滑，一般贸易比重提升，中国对外依赖度有逐年下降的趋势，另一方面随着国内经济的发展，内需市场发展较快，逐步增加了以内循环为主的潜力。从贸易依存度的方向出发，如果假设出口依存度进一步降低至 15%以下，内需市场发展的空间是非常广阔的。从内循环的自身潜力讲，2019 年我国私人消费占 GDP 比重仅为 39%，较美国 68%的占比有明显差距，甚至不如同为发展中国家的印度与俄罗斯。加之中国依旧保持了全球最高的储蓄水平，国内市场的可操作空间巨大，完全有能力吸纳由外需向内转换带来的供给。内循环的带来的私人消费提升至少在 10 个百分点以上。

图表 6：2019 年各国私人消费占 GDP 比重



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 7：各国储蓄率情况



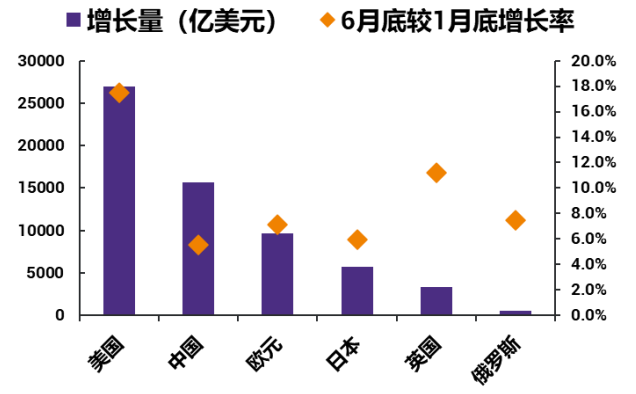
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

三、双循环也是解决境内外差异的良方

不可否认的是，由于疫情带来的中外差异，客观上也加速了经济结构向内

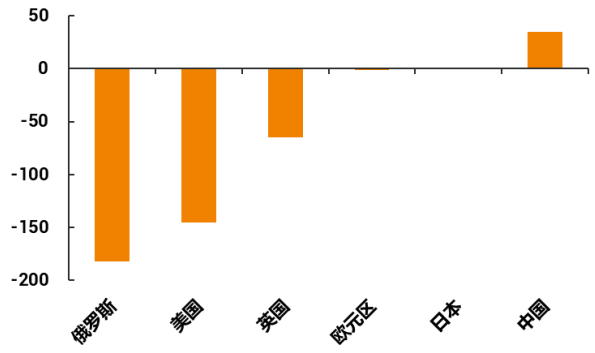
循环转变。这个差异目前看是多方面的既有疫情管控方面的差异，也有经济发展不同步的差异，也包括了货币政策在内的执政思路上的差异。以货币政策为例，疫情爆发后，中国央行采取了较为有力的措施，但总体保持克制。而由于美股及美国金融市场出现流动性问题，美联储采取的措施较为激进，包括超量提供流动性及降低利率水平等，西方多国货币供给增量及增速有明显上升。从市场利率看，由于中国疫情管控良好，经济反弹势头强劲，市场利率反而有所上升，与之形成鲜明对比的是美国等疫情控制不力的国家，利率下降明显。

图表 8：各国广义货币增量及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

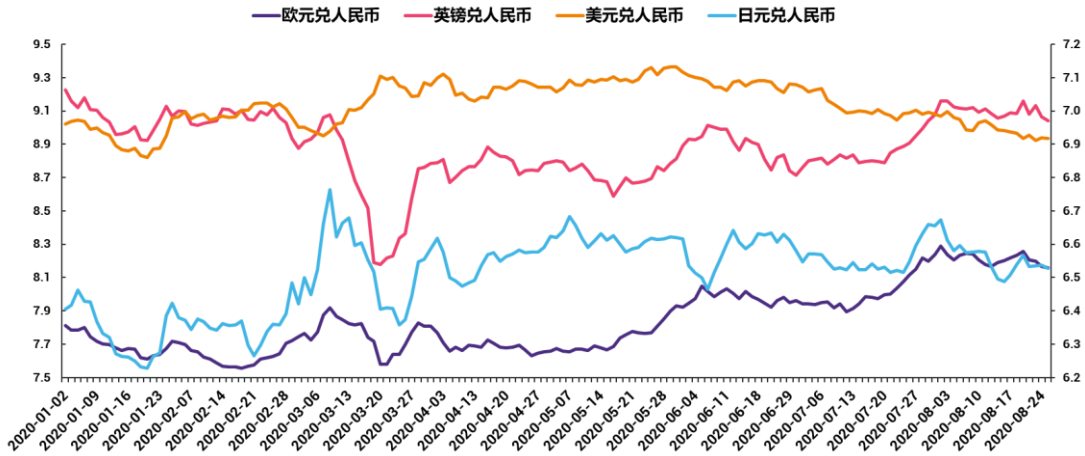
图表 9：年初至 7 月底各国市场利率变化（单位：基点）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

但尽管国内货币政策相对保守，在汇率上却没有体现，人民币整体呈现对主要货币贬值的趋势，尤其对欧元及英镑的贬值态势明显。我们认为主要是中美关系的不确定性使得人民币币值承压，从这个角度出发，我们认为也是境内外差异的一个体现，中国经济率先恢复并势头强劲，欧美有恢复态势但势头相对较弱，外部风险可能对国内形成一定冲击。在这个时刻提及双循环，我们认为也有割裂风险的意图在其中。

图表 10：年初至 8 月 24 日人民币兑主要货币汇率变化



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

正如我们提到的，连接双循环的节点是国内消费，这使得双循环可以成为两个相对独立的循环体系，在外循环不畅时，能保证国内循环不受过多影响。而从历史上看，由于对于外循环的过度依赖，在外需不佳时，中国经济的发展也明显受到影响，如 2010 年的欧债危机，尽管国内通过刺激政策经济恢复势

头强劲，但 2010 年下半年经济有明显降速的情况。而中美贸易战之后，正处于复苏势头的国内经济也受到一定冲击。我们相信，随着国内需求扩张，并推动构建更强的国内循环后，对于外循环变化的敏感度会大幅降低。因此，在目前的国际环境下，相对独立但不割裂并以内循环为主的双循环是最符合中国经济发展需求的。

四、风险提示

宏观经济复苏不及预期；海外疫情影响超预期。

分析师简介

曹瑟川：2015 年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：宏观、策略研究。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn