宏观研究

一文看懂内循环

2020 年 08 月 11 日

分析师：李奇霖
执业编号：S0300517030002
电话：010-66235770
邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼
执业编号：S0300518110001
电话：010-66235780
邮箱：zhangdeli@ykzq.com

近期报告

《通缩趋势不变》2020-07-09
《GDP 分析手册》2020-07-13
《乘势而上》2020-07-30
《评 7 月官方 PMI》2020-07-31
《CPI 同比将再度走低》2020-08-10

投资要点

一文看懂内循环

内循环是 7 月国内市场讨论得比较多的话题。7 月 30 日召开的中央政治局会议，也明确提到“我们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”。这个新发展格局，将是未来一段时间内制定宏观政策时的基本出发点。

要理解内循环，首先需要了解中国增长模式和近年愈演愈烈的逆全球化。外部环境的剧烈变化，是我们转向内循环的大背景。

对比外循环对中国经济增长的促进作用，我们认为推动内循环，至少包括扩大内需和推动创新两方面的含义。

风险提示

逆全球化进一步加剧。

目 录

一、外循环推动中国经济腾飞 3
二、如何推动内循环 5
（一）扩大内需 5
1、促销费 6
2、扩投资 6
（二）推动创新 8
1、提高金融支持创新的能力 8
2、强化基础研究 8
3、提高产学研合作高度 8

图表目录

图表 1： 加入 WTO 后，中国工业增加值全球占比迅速上升 4
图表 2： 中国出口产品复杂性指数，从 2000 年的全球第 39 名上升到 2018 年的第 18 名 4
图表 3： 2008 年是全球化的顶峰，之后出现倒退 5
图表 4： 2018 年世界各国人均 GDP 和大城市群人口集聚性正相关 7

内循环是 7 月市场讨论得比较多的话题。7 月 30 日召开的政治局会议，也明确提到“我们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”。这个新发展格局，将是未来一段时间内制定宏观政策的基本出发点。

要理解内循环，首先需要了解中国增长模式和近年越来越强烈的逆全球化。外部环境的剧烈变化，是我们转向内循环的大背景。

一、外循环推动中国经济腾飞

新中国成立时，百废待兴，第一产业占据主体，是典型的农业国。让人民过上好日子的朴素愿望，加上当时风起云涌的国际政治环境，都需要中国尽快完成工业化，使国家强大起来。

但工业和农业不同，需要大量原始资本，在工业化初期发展重工业时更是如此。经历了多年战争，当时国内没有什么资本积累，中国也没有殖民地，可以通过外部剥削的形式完成原始资本积累。为了实现工业化，只有在发展中索取内部剩余了。

新中国成立到改革开放前，即 1949 年到 1978 年，中国实行的是计划经济。通过工农业剪刀差，压低农村福利，为城市工业部门提供低廉的原材料，加速工业部门的盈余积累。同时在农村推行农业集体化，无需再向农户挨家挨户征收，降低了积累过程的交易成本和难度。

改革开放后，工业化的剩余积累仍然是建立在压缩农村福利的基础上进行的。一是工农业剪刀差继续，并没有因为外向型经济的发展而完全消除。二是大量劳动力从农村转移到城市，但同工不同酬的现象长期存在，在社保等方面更是如此。三是土地征用，农村集体土地只有通过地方政府征用，转为国有建设用地后，才可以出让土地使用权，而农村集体用地和国有建设用地之间有着明显的价差。

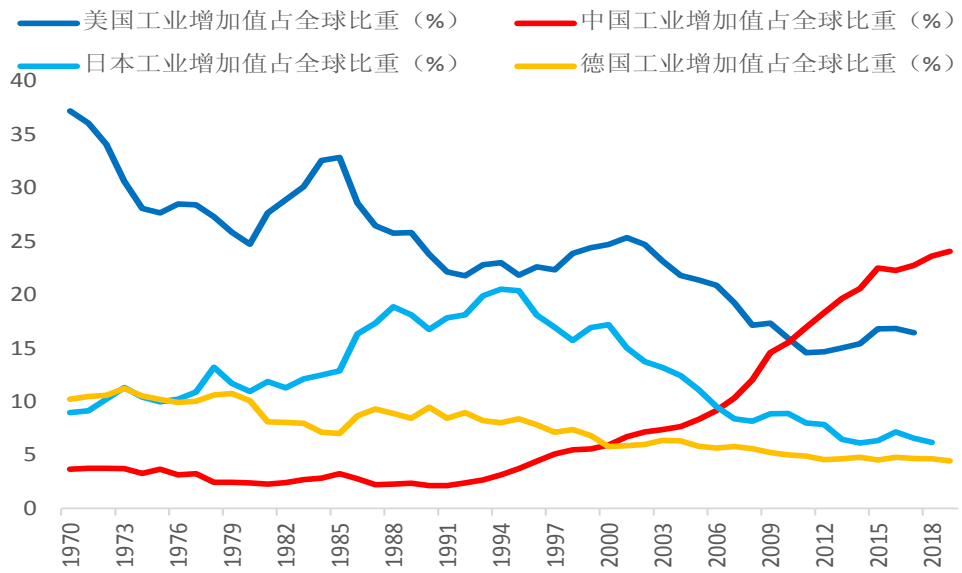
地方政府在 GDP 竞争考核压力下，为了扩大招商引资，以相对低廉的成本把土地提供给工业部门。加上廉价劳动力、廉价原材料，以及利率管制下的廉价资金，工业部门很快就发展起来了，并开始出现产能过剩。

产能过剩的原因多样，其中一个是廉价的要素投入。一方面，在扭曲的低廉的要素投入下，企业会倾向于多生产，使得工业产能高于最优的均衡水平。另一方面，则是劳动力和土地要素的成本一直被压制，消费起不来，农民没有社会保障和财产性收入，而城镇居民部门的剩余又贡献给了房地产。

这个时候，加快融入世界，打开世界市场，对中国而言至关重要。上世纪 90 年代中期，中国确立了要扩大出口贸易规模、利用好国外市场、获取外汇盈余的战略。经过多年的艰难谈判，2001 年中国正式加入 WTO，正是这一战略的具体部署。

世界市场被打开后，中国经济加速腾飞。以和出口直接相关的工业为例，2000 年中国工业增加值全球占比只有 5.9%，和德国的 5.8%接近，远低于美国的 24.7%和日本的 17.2%。只用了 10 年时间，即到了 2010 年的时候，中国工业增加值规模就超过了美国，位居世界第一。2018 年，中国工业增加值全球占比接近四分之一，遥遥领先其它国家。

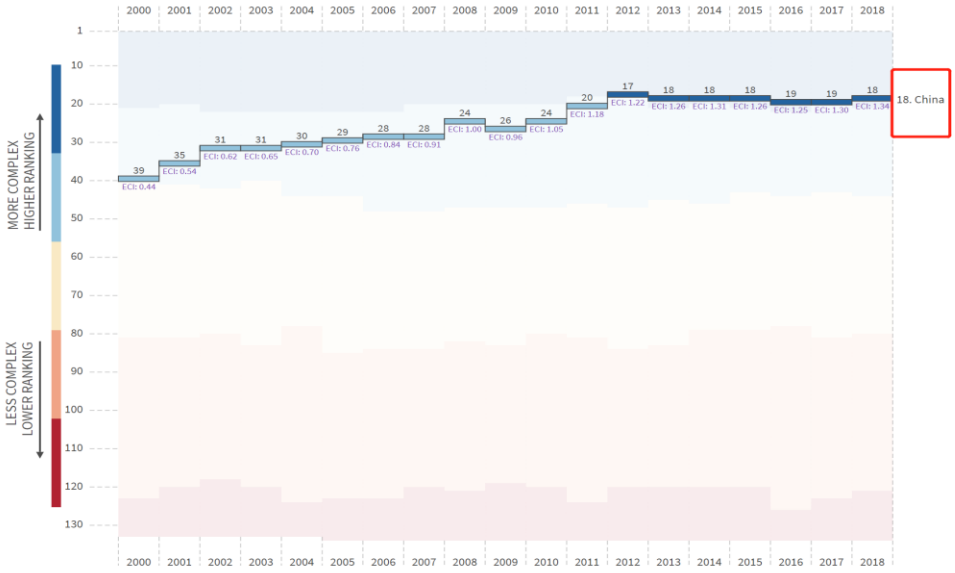
图表1：加入 WTO 后，中国工业增加值全球占比迅速上升



资料来源：Wind，粤开证券研究院

除了规模扩大外，融入世界市场，也为中国企业创新提供了资金和动力。众所周知，创新是需要资本投入的，而且承担着失败的风险。市场规模越大，企业更容易完成创新所需的资本积累，也更有动力去创新来获得更高的市场份额。全球市场的打开，加快了中国的创新步伐。根据哈佛大学增长实验室的数据，中国出口产品的复杂性指数（可以作为衡量产品技术含量的指标）从 2000 年的全球第 39 名，上升到 2018 年的第 18 名。

图表2：中国出口产品复杂性指数，从 2000 年的全球第 39 名上升到 2018 年的第 18 名



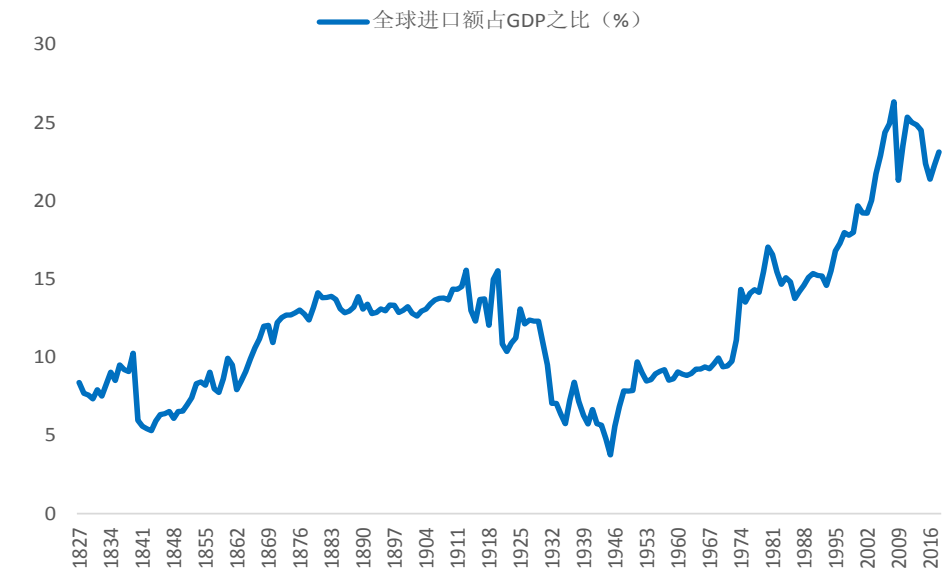
资料来源：哈佛大学增长实验室，粤开证券研究院

因此，事后来看，当时利用外循环来解决国内过剩的问题是成功的。过剩的工业产能被国际市场来消化，由此也导致了持续的贸易盈余和外汇储备积累，再用好国内的市场规模和外汇积累，引进国外技术，然后消化、模仿、创新、替代、再出口。这也是中

国经济腾飞的关键一环。

但现在这条路越来越难走了。一些研究认为，全球化的核心是经济全球化，全球进口占 GDP 的比例，可以用来测量（逆）全球化的程度。通过这个指标我们可以看到，2008 年是全球化的巅峰，2009 年到 2020 年这 12 年间，我们实际上都处在逆全球化过程中。

图表3：2008 年是全球化的顶峰，之后出现倒退



资料来源：CEPII、WTO、World Bank，粤开证券研究院

最近几年逆全球化的趋势越来越明显。政治层面看，英国脱欧、特朗普当选总统，都是逆全球化的标志性事件。经济层面看，贸易争端越来越频繁。美国在和中国发生贸易摩擦的同时，也向它的传统盟友——欧盟和加拿大挑起了贸易争端。短期来看，逆全球化趋势很难逆转。

逆全球化对中国的影响，可以概括为两点：一是出口没有以前那么顺畅了，海外市场将是收缩的；二是进口产品和技术，尤其是高技术含量的，没那么容易了。

二、如何推动内循环

对比外循环对中国经济增长的促进作用，我们认为推动内循环，至少包括扩大内需和推动创新两方面的内容。

（一）扩大内需

7 月 30 日召开的政治局会议，对扩大内需的定调发生了一些变化，指出“牢牢把握扩大内需这个战略基点”。这个不是首次提出，最早是在 2011 年中央经济工作会议上，把扩大内需作为战略基点。但近年中央层面的会议，对扩大内需的定位是战略，比如今年 4 月的政治局会议。时隔多年重提“扩大内需战略基点”，表明扩大内需的战略地位更加基础和更加重要。

扩大内需，不外乎从消费和投资两方面着手。和以往短期刺激消费、拉动投资的各类政策不同，推动内循环需要建立能够促进消费和投资的长效机制，让各类主体自发地

去消费和投资。

1、促销费

先来看消费。促消费，关键是提高居民的购买力，我们认为具体的长效举措包括以下三点。

第一，收入分配向劳动倾斜，尤其是低收入群体。劳动力价格被低估，而房价一直涨，扩大贫富差距，压制了边际消费倾向。因此要激活内需，需要先把低收入的城市底层和农民工的收入给拉动起来。

2019 年中国户籍城镇化率为 44.38%，按总人口 14 亿来算，农村户籍人口还有 7.8 亿人。如果这 7.8 亿人的月收入都能提高 1000 元，农村户籍人口每年的总收入就能提高 9.3 万亿元，这对消费的促进作用是巨大的。

第二，促进居民消费的配套政策改革。比如教育、医疗和养老这三大支出，是压制居民消费的几个关键因素，加快这几个基本公共服务的改革，提高财政支出用于它们的比例，能够提高居民的消费意愿。再比如通过税制改革，让一些消费税的征收环节从生产阶段后移到消费阶段，这会提高地方政府改善消费基础设施的积极性。

第三，严格落实“房住不炒”政策。高房价的负面影响显而易见，对消费的拖累更是如此。

举个例子，2020 年 7 月百城样本住宅平均价格为 1.55 万元，按每套面积 90 平米计算，一套就是 139 万元。2019 年全国城镇居民人均可支配收入 4.23 万元，如果房价上涨 3%的话，从平均意义上讲，买一套房多花的钱，就和一年的收入持平了，相当于一年白干了，这会压制购房刚需人口的消费需求。长远来看，也扩大了金融体系的风险敞口。

近两年，尽管出现了局部性的地产调控放松，但“房住不炒”的总基调没有变。在推动内循环的战略下，后续在中央层面放开地产调控的概率也很小。

2、扩投资

再来看固定资产投资。内循环中投资的重点是促进更具生产性的制造业投资，而传统逆周期调节中常用的房地产和基建，需要和新型城镇化结合起来。

制造业投资最显著的特点是，它是由民企所主导的。作为最具市场化特征的主体，民营企业家对未来的预期，是决定制造业投资最核心的因素。要达到这一点，一是需要改善营商环境，朝着市场化的方向推进；二是落实减税降费政策，让企业切实看到生产经营成本的下降；三是在推动出口转内销的同时，也要积极开拓新的国际市场。

房地产和基建，是以往短期稳增长中最常用的投资工具。推动内循环时，这两种投资要想焕发新活力，需要和新型城镇化结合起来。

21 世纪初期，为缩小中国区域间的发展差距，中国相继提出了西部大开发、东北振兴和中部崛起战略。这些旧式的区域发展战略，本质上仍然是在利用行政力量作为经济指挥棒，践行区域均衡主义。

从区域间的实际发展情况看，一味追求均衡或许并没有带来期盼的结果，中西部省份的 GDP 占比提高并不显著，各区域的人均 GDP 绝对差距仍然在持续扩大。与此同时，旧式区域发展战略中促成区域均衡的两大关键手段——基于转移支付的财政安排以及倾斜于落后地区的优惠政策，还带来了激励机制扭曲和资源错配的问题。

正是因为这些问题的存在，2013 年开始，中国逐渐摈弃传统的“均衡”思维，积极调整区域战略方向，旨在率先撬动以城市群等为核心的经济增长极，重塑中国经济大格局，为中国整体经济发展注入活力。

与此同时，人口流动也出现了新趋势。2010 年后，中国人口向发达地区聚集的趋势愈发明显，表现为人口主要向一、二线城市聚集，向长三角、珠三角等地区聚集。

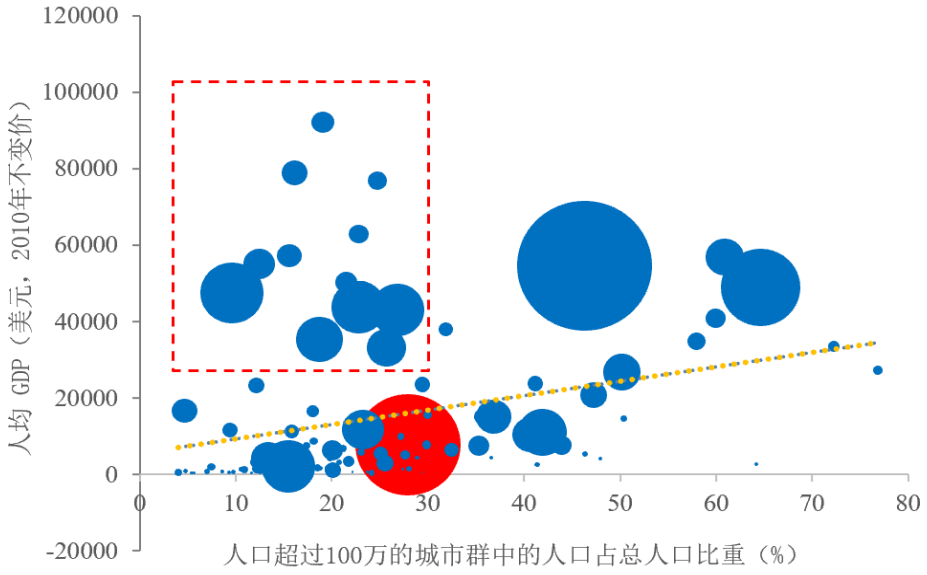
在这样的背景下，城镇化战略发生了调整，以人为本的新型城镇化出现。近年的土地制度、户籍制度不断调整，资源分配也和人口流动的趋势一致，公共资源按实际服务管理人口规模配置。在 5 月 18 日印发的《中共中央、国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》中，还提出“探索实行城市群内户口通迁、居住证互认制度”，新型城镇化过程中引导城市群发展的政策意图明显。

如果我们放眼全球，会发现“集聚性”和“非均衡”也是世界经济发展的主流。人均 GDP 更高的国家，人口聚集效应往往也更强。比如 2018 年，美国、日本、韩国人口超过 100 万的城市群总人口占国内人口比例，分别为 46%、65%、50%，都位居世界前列。

也有特殊情况，比如下图红色虚线方框内的众多欧洲国家，包括英国、法国、德国以及瑞典、芬兰等北欧国家。它们的经济发展水平高，但大城市群人口占比并不高。部分原因可能是欧洲国家内部各区域间的经济地理条件差异较小，并且在历经了百余年发展后，各地区都已经经历了比较充分的发展，这使得集聚效应不再那么突出。

但尽管如此，这些国家也有自己的城市集聚区，如伦敦城市群、巴黎城市群等。

图表4：2018 年世界各国人均 GDP 和大城市群人口集聚性正相关



资料来源：世界银行，粤开证券研究院（注：本图中剔除了部分数据缺失的国家，气泡大小反映各国实际 GDP 大小，红色气泡为中国）

因此，发展城市群是中国新型城镇化的未来选择。在推动规模经济扩张的同时，也会带来一些固定资产投资需求：

房地产方面，建设用地指标分配和人口流动趋势相一致，人口净流入的一线和二线城市所获得建设用地指标上升。

基建方面，城市群的发展，会让城市群内部各城市的连接更为密切，对基础设施的需求也将增加。比如在粤港澳大湾区各城市之间的交通连接已经较为便利的情况下，8月3日粤港澳大湾区城际铁路规划获批，计划建设13个城际铁路和5个枢纽工程项目，近期建设项目总投资约4741亿元。

（二）推动创新

推动创新，可以从提高金融支持创新能力、强化基础研究和加大产学研合作力度这几个方面着手。

1、提高金融支持创新的能力

由于创新活动存在比较大的不确定性，这使得它所需的金融支持，和传统的以间接融资为主的金融体系不相匹配。未来要提高创新活力，需要打造更有利于科技创新的金融生态。

第一，发展多层次资本市场。资本市场可以为创新活动提供资金，也能够为科技企业提供最直接的激励。近年来这方面已经做了很多突破，比如科创板设置了更具包容性的上市条件、创业板试点注册制，都让更多高科技企业可以登陆资本市场。很多高科技推行了员工持股，一旦上市将为员工带来丰厚的资本回报，这样的安排能够提高员工创新的积极性。

第二，风险资本是科技企业在初创期重要的融资渠道之一，因此也需要扩大风投市场规模。通过壮大本土风投机构、私募机构，以及引进更多国际创投资本，来培育更多“科技独角兽”企业崛起。

第三，可以探索新型银行经营模式，提高间接融资对科技创新的支持力度。比如可以出台政策鼓励科技信贷机构与风投机构间形成投贷联动模式，共同对科技型创业企业提供融资支持，并且强化两者的合作互助关系，风投机构可以弥补银行在投资价值评估、风险筛查方面的能力不足，信贷机构则可以为创业企业提供更持续稳定的资金支持。

2、强化基础研究

一条完整的创新链条，基础研究是前端，产业应用开发是后端，不能将基础研究与产业创新割裂开。基础研究尽管成效较慢，但只有基础研究做好了，才能拥有更强的原始创新能力，实现产业技术的重大突破。否则很容易受制于人，因此走自主创新之路，必须要具备极强的原始创新能力，这就要求在基础研究这一科技创新本源工作上发力。

要提高基础研究水平，一是要发挥政府在科研活动中的带动作用，加大财政资金投入力度，尤其是增大在基础研究领域的投入规模。二是企业创新力量强大的优势，利用财税杠杆，引导企业根据需求适当增加在基础研究领域的研发投入。

3、提高产学研合作高度

从发达国家的经验来看，产学研合作被证明是一种比较高效的创新模式。但国内传统的产学研模式往往是由高校先形成研发成果，然后再与企业需求进行对接，进而实现商业化开发和成果转化，但是有大量科研成果并不能为企业所用，导致产学研效率偏低。

尽管产学研最后的落脚点是以市场为导向，但政府在其中也应当发挥重要作用，通过改良制度环境、完善相关法律法规，提升企业、高校参与产学研合作的意愿，为产学

研提供更便利、更有保障的合作条件。

分析师简介

李奇霖，粤开证券首席经济学家、研究院院长，董事总经理，证书编号：S0300517030002。
张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017 年 3 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com