“内循环”战略下的经济增长路径和大类资产配置

——聚焦“国内大循环”系列（一）

2020-08-06

宏观策略组

研究员：
刘洋洋
从业资格证号：F3023134
投资咨询证号：Z0015411
电话：021-68757223
邮箱：liuyyy@qh168.com.cn

联系人：
陈炳宜
从业资格证号：F3055994
电话：021-68757223
邮箱：chenby@qh168.com.cn
刘晨业
从业资格证号：F3064051
电话：021-68757223
邮箱：liucy@qh168.com.cn

相关研究报告

◎投资要点：

◆在“双循环”战略下，内循环是核心，但不仅仅是简单的消费升级和国产替代，更不是主动闭关锁国。内循环的核心是以产业升级为先导，辅之以大规模创造新消费场景的投资，进而带来消费升级的质变，使得供需两端的循环形成闭环相互强化。最后再以“内循环”去重塑“外循环”，打开世界需求窗口，实现经济升级。

◆“内循环”的重点在于消费升级和产业升级这两方面。短期基建、地产投资等传统手段仍是稳定经济增长的压舱石，中长期来看，政府主导投资，以新型城镇化建设和新基建为立足点，引导产业升级并培育消费新场景，逐步削弱对传统基建和房地产的重依赖。在消费方面，疫情冲击下对经济贡献有所降低，中长期来看，利用人口基数优势，培育多元化消费倾向，扩大消费基数；随着产业升级，引导外部优质消费回流及国内消费升级，提高消费质量；发展优势产业消费升级，为新消费场景奠定基础；最后调整收入分配格局，推动个税改革，为“内循环”蓄力。在外贸方面，短期冲击仍在消化，面临着阵痛，但长期来看是为进一步扩到对外开放做准备。

◆回顾“十三五”期间，供给侧结构性改革是大类资产配置的主线，那么“十四五”期间“双循环”将成为驱动大类资产配置的主逻辑。

◆在大宗商品方面，在逆全球化的过程中，经济规模有所下降，但国内发展经济的目标不动摇。短期来看，投资仍是目前主要的经济推手，也是发展内循环的坚实起点，地产稳基建增仍对相关建材需求带来支撑，预计大宗商品需求方面黑色＞有色＞化工。中长期来看，内循环战略下，消费崛起基建地产投资淡化，预计大宗商品需求方面有色＞化工＞黑色。从进出口角度来看，关键进口商品紧缺，相关商品价格上涨；出口依存度高的商品过剩，相关商品价格将面临下跌，短期建议多建筑链条中进口依存度高的品种，空化工产业链条中出口依存度高的品种。

◆在股票方面，价值和成长股均有增长空间。内循环一方面可以拉动企业盈利修复；另一方面国内经济独立性将给股票市场带来更多的市场溢价。作为价值股的代表—周期股，在内循环中将率先得到体现，地产、汽车以及其他可选消费企业盈利增速会明显得到改善，盈利驱动逻辑将带来周期股上涨。而作为成长股的代表—医药科技股，从国内消费结构来看仍有不少的短板，也是未来居民消费升级重要一环，作为未来成长股中的白马行业，其估值有望继续上升。

◆在债券方面，长端债券利率上行空间或将打开。央行的货币政策独立性将进一步加强，背后隐藏的含义就是不同国家利差走势将会与过去走势出现某些质的改变，所谓的“舒适区间”或将成为历史。而国内经济方面，内循环将提升国内经济潜在增长水平，居民消费改善以及企业升级带来的效率提高，长端债券利率或有较大上升空间。

◆**风险因素：**海外疫情二次爆发、中美贸易关系、国内需求不振

正文目录

1. “双循环”政策主线梳理 3
2. “内循环”战略对经济增长路径的影响 4
3. “内循环”战略基调下的大类资产配置 5

图表

图表 1 “双循环”政策的提出 3
图表 2 内循环的机制图 3

1.“双循环”政策主线梳理

面对目前的国内外环境，7月政治局会议中定调，目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。近日中央密集发声，市场开始意识到“双循环”战略将是指导未来经济的重要思路。

图表 1 “双循环”政策的提出

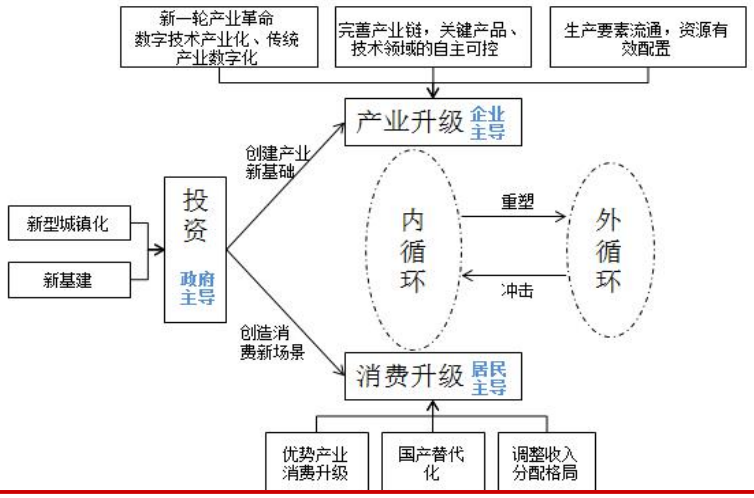
会议	重要表述
5月14日政治局常务会议	首次提出“双循环”概念
5月23日习近平看望参加政协会议的经济界委员	我们要把满足国内需求作为发展的出发点和落脚点，加快构建完整的内需体系，大力推进科技创新及其他各方面创新，加快推进数字经济、智能制造、生命健康、新材料等战略性新兴产业，形成更多新的增长点、增长极，着力打通生产、分配、流通、消费各个环节，逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，培育新形势下我国参与国际合作和竞争新优势。
6月18日刘鹤在陆家嘴论坛上致辞	我们仍面临经济下行的较大压力，但形势正逐步向好的方向转变，一个以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展的新格局正在形成。
7月21日习近平总书记主持召开企业家座谈会	在当前保护主义上升、世界经济低迷、全球市场萎缩的外部环境下，我们必须集中力量办好自己的事，充分发挥国内超大规模市场优势，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，提升产业链供应链现代化水平
年中政治局会议	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；东海期货研究所整理

目前，全球范围内的疫情并未得到有效控制，海外经济复苏疲弱。疫情的冲击进一步强化了大国的贸易保护思潮，使得中国的外贸部门（除去口罩等防护用品）对经济的贡献度出现一定的下滑。中国近些年来的高速发展，主要依赖于全球“制造中心”的地位，而市场和资源两头在外。在全球产业链面临割裂的风险下，“双循环”作为被动防御战略应运而生，对国内的产业链进行调整和重新布局势在必行。

在“双循环”战略下，内循环是核心，但不仅仅是简单的消费升级和国产替代，更不是主动闭关锁国。内循环的核心是以产业升级为先导，辅之以大规模创造新消费场景的投资，进而带来消费升级的质变，使得供需两端的循环形成闭环相互强化。最后再以“内循环”去重塑“外循环”，打开世界需求窗口，实现经济升级。

图表 2 内循环的机制图



资料来源：东海期货研究所整理

根据我国目前经济发展状况，“内循环”的重点在于消费升级和产业升级这两方面。短期基建地产投资等传统手段仍是稳定经济增长的压舱石，中长期来看，政府将主导投资，

以新型城镇化建设和新基建为立足点，引导产业升级并培育消费新场景。在产业升级方面，一方面加快核心技术公关，致力于完善产业链，实现关键产品、技术领域的自主可控；另一方面，为新一轮产业革命蓄力，大力发展数字技术产业化和传统产业数字化。政府进一步完善生产环节的要素流通，实现资源的有效配置。在消费升级方面，以产业升级为引导，以调整收入分配格局为支撑，满足更高消费需求，并进一步培育新消费场景，以期实现供需两端循环的闭环。

2.“内循环”战略对经济增长路径的影响

疫情过后从我国经济复苏情况来看，存在着较为严重的结构性失衡，整体需求恢复慢于生产，投资强消费弱，中小企业恢复弱于大型企业，以及实体冷金融热。内循环战略将有效改善目前经济发展的结构型失衡问题，从而实现经济的可持续发展。

在投资端，短期仍是稳定经济增长的压舱石，重点发力“两新一重”，中长期将逐步削弱对传统基建和房地产的重依赖，制造业高新科技投资接力。

政府部门加杠杆，是本轮经济复苏的重要推手。从基建投资恢复情况来看，1-6月基建投资（不含电力）增速-2.7%，处于加速恢复阶段，预计全年基建投资规模在20万亿元左右。其中“新基建+旧改+传统基建”是政策在投资领域的主要导向，其中专项债重点主要为新基建、新型城镇化建设（新开工改造城镇老旧小区3.9万个，去年为1.9万个）、重大工程建设（增加国家铁路建设资本金1000亿元）提供资金保障。由于基建投资是天然的逆周期调节工具，短期传统基建投资对各类建筑材料需求仍有支撑，中长期来看，基建投资将会逐步减弱，新基建比重也将明显抬升。

在房地产投资方面，短期房价将是在“财富效应”和对消费的挤出效应，“房住不炒”和地方财政困境中取得平衡。一方面房地产涉及钢铁、建材、化工等多个产业链，以及挖掘机、重卡等固定资产类品种，是带动经济增长不可缺少的重要环节，也是地方政府收入的重要来源。而另一方面，房地产的虹吸现象，对其他行业的发展带来严重的桎梏。在居民消费方面，购房贷款会促进信用扩张及相关产品的消费，但由于提前透支对消费短期带来的挤出效应也十分明显。年中政治局会议强调，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。目前来看，房地产投资不会作为刺激经济的政策，投资过热在一定程度上受到抑制，但是内循环起步的重要支撑，仍将促进其合理健康发展，短期房价将在“财富效应”和对消费的挤出效应中取得平衡。中长期来看，随着“内循环”战略下经济新增长极的培育，产业结构的调整及居民消费水平的提高，对房地产的依赖将会逐步降低。

在制造业投资方面，致力于完善产业链，降低产业对外依存度，实现关键产品、技术领域的自主可控；加快优势领域建设，结合消费新领域的培育，成为未来爆发的增长点。目前来看，疫情过后制造业恢复缓慢，制造业投资仍是大的拖累项。目前我国制造业的生产优势集中在低附加值的终端消费品，而在高附加值产品上的对外依存度较高。在“内循环”背景下，致力于高新技术产业的投资，抓住新一轮产业革命的机遇，提升生产高附加价值产品的能力。同时，化解供需两端的信息不对称，为新一轮消费场景的诞生提供技术及设备支持。

消费方面，疫情冲击下对经济贡献有所降低，中长期将成为经济跨越的支撑力量。

目前来看，疫情的影响下，由于防控意识和物理隔离的拖累，居民消费水平显著降低。叠加失业率攀升，居民收入水平下降，消费增速恢复缓慢，短期来看对经济贡献有所降低。

年中政治局定调，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。要持续扩大国内需求，克服疫情影响，扩大最终消费，为居民消费升级创造条件。政策方面已经将扩大内需提高到重要位置，第一利用人口基数优势，培育多元化消费倾向，扩大消费基数；第二伴随着产业升级，引导外部优质消费回流及国内消费升级，提高消费质量；第三发展优势产业消费升级，为新消费场景奠定基础；最后调整收入分配格局，推动个税改革，为“内循环”蓄力。

外贸方面，短期冲击仍在消化，中长期将实现更大更优质的对外开放。

目前来看，贸易的冲击是多方面且将长存在的。一方面，贸易保护主义抬头，中美经贸关系面临历史性挑战，面临着国际贸易产业链脱钩与订单锐减的深层次问题；另一方面，全球疫情蔓延下，外贸企业除了仍旧受到外需不振、订单减少等问题的冲击。2020 年上半年，中国货物贸易进出口总值 14.24 万亿元人民币，同比下降 3.2%，降幅明显。其中，出口 7.71 万亿元，下降 3%；进口 6.53 万亿元，下降 3.3%。

近年来，以出口为导向的外向性经济发展战略为我国经济发展提供了持续的动力，成就了我国世界工厂的地位，但我国产业链结构中资源和市场两头在外，特别在高端核心技术、核心零部件等环节发展不足。内循环是在面临强大的外部压力下提出的防御战略，一方面仍将鼓励对外出口，但对无法化解的外贸压力引导至国内吸收。同时将促进我国技术及产业链升级，力争以高附加值产品重新打开世界需求窗口，最终实现国内国际双循环相互促进的新发展格局。虽然短期面临着阵痛，但长期来看是为进一步扩到对外开放做准备。

3.“内循环”战略基调下的大类资产配置

回顾“十三五”期间，供给侧结构性改革是大类资产配置的主线，那么“十四五”期间“双循环”将成为驱动大类资产配置的主逻辑。 从“内循环”战略下的经济增长路径来看，在投资端，短期仍是稳定经济增长的压舱石，重点发力“两新一重”，中长期将逐步削弱对传统基建和房地产的重依赖，制造业高新科技投资接力。在消费方面，疫情冲击下对经济贡献有所降低，中长期来看，利用人口基数优势，培育多元化消费倾向，扩大消费基数；随着产业升级，引导外部优质消费回流及国内消费升级，提高消费质量；发展优势产业消费升级，为新消费场景奠定基础；最后调整收入分配格局，推动个税改革，为“内循环”蓄力。在外贸方面，短期冲击仍在消化，面临着阵痛，但长期来看是为进一步扩到对外开放做准备。

央行的货币政策独立性将更加显现。自今年疫情肆虐以来，全国主要央行纷纷选择降低政策利率来应对经济方面收到的冲击，部分央行甚至将利率降低到“地板”水平。反观央行操作来看，先是通过天量逆回购向银行间市场提供流动性，然后通过短、中期政策利率来支持实体经济恢复，并不像某些央行“一步到位”，而是有克制有选择的操作。在来内循环不断推进的背景下，国内消费对经济增长的贡献会越发明显，央行货币政策也将更多立足与本国，政策方面的独立性将得到进一步显现。

在大宗商品方面，在逆全球化的过程中，经济规模有所下降，但国内发展经济的目标不动摇。短期来看，投资仍是目前主要的经济推手，也是发展内循环的坚实起点地产稳基建增仍对相关建材需求带来支撑，预计大宗商品需求方面黑色＞有色＞化工。中长期来看，内循环战略下，消费崛起基建地产投资淡化，预计大宗商品需求方面有色＞化工＞黑色。从进出口角度来看，关键进口商品紧缺，相关商品价格上涨；出口依存度高的商品过剩，相关商品价格将面临下跌，短期建议多建筑链条中进口依存度高的品种，空化工产业链条

中出口依存度高的品种。

在股票方面，价值和成长股均有增长空间。作为内循环两个重要抓手，居民消费的重要性将得到进一步提升，海外经济下滑对国内经济影响将变得十分有限。由此展开，内循环一方面可以拉动企业盈利修复；另一方面国内经济独立性将给股票市场带来更多的市场溢价。作为价值股的代表—周期股，在内循环中将率先得到体现，地产、汽车以及其他可选消费企业盈利增速会明显得到改善，盈利驱动逻辑将带来周期股上涨。而作为成长股的代表—医药科技股，从国内消费结构来看仍有不少的短板，也是未来居民消费升级重要一环，作为未来成长股中的白马行业，其估值有望继续上升。

在债券方面，长端债券利率上行空间或将打开。内循环赋予经济的另一层含义就是提高增长韧性，海外货币政策等方面的影响会变得越来越有限。就如前文所述，央行的货币政策独立性将进一步加强，背后隐藏的含义就是不同国家利差走势将会与过去走势出现某些质的改变，所谓的“舒适区间”或将成为历史。而国内经济方面，内循环将提升国内经济潜在增长水平，居民消费改善以及企业升级带来的效率提高，长端债券利率或有较大上升空间。

分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，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收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn