

宏观思辨系列（第6期）

如何系统地理解“双循环”？

■ 核心摘要

- 1) “双循环”发展格局是综合我国比较优势和世界经济环境变化做出的战略选择。以国内大循环为主体，并不意味着国际市场不重要，而是我们要更好的挖掘内需潜力，提升内循环的质量和效率，通过自主可控提高国内产业的竞争优势，从而引领国际市场，在更高层次上扩大对外开放。
- 2) 经济循环最早可追溯到《资本论》中关于社会再生产的描述，其全过程包括生产、分配、流通、消费四个环节。我们也通过经济循环的框架来理解国内大循环。
- 3) 生产领域主要是补短板 and 锻长板。具体表现在：其一，放开部分垄断竞争行业，提升民营资本回报率；其二，强化高精尖技术的自主可控；其三，将劳动密集型产业转移到中西部保持制造业优势，同时升级智能制造，提升产业链位置。
- 4) 分配领域主要是缓解实体经济低迷和资产价格繁荣对收入分配的恶化。继续坚持“房住不炒”，同时，进一步完善收入分配制度改革，如扩大劳动收入在分配中的比重、继续提高个税征收起点和优化个税不同层级的设计以及逐步推出遗产税等政策。
- 5) 流通领域关键在于通过改革疏通阻碍人、技术、数据、金融资本等生产要素的自由流通机制。这将继续推动户籍制度改革，加强新型基础设施建设，为新技术应用创造更多场景以及资本市场改革。
- 6) 消费领域关键在于通过不同的方式来激发不同收入群体的消费潜力。高收入群体，通过免税店以及高端旅游养老等方式提供消费服务；中等收入群体，关键在于收入分配制度改革和房地产市场制度改革建设；低收入群体，关键在于增大财政转移支付、完善公共服务保障。
- 7) 提升国内大循环质量和效率的同时，也是我国深化改革的过程，也会给行业和资本市场带来大量的投资机遇，如高端技术的自主可控（芯片、信创、军工）、智能制造（细分行业的隐形冠军）、5G应用（工业互联网、物联网、游戏）、免税店、高端消费服务（养老、旅游等）等。

近日的中共中央政治局会议明确提出要“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”，引起市场热议。我们认为“双循环新发展格局”将是贯穿我国未来5-10年发展的战略纲领，也将成为“十四五”规划的指导方针。双循环格局以国内大循环为主体，也将为一些行业和资本市场带来投资机遇。

过去，我国劳动力丰富，但资金、技术缺乏，与发达国家的经济互补性很强。在此背景下，我们采取出口导向型发展战略，通过发挥人口红利的比较优势加入国际大循环进而带动国内经济循环。但目前，一方面我国的比较优势发生了一定变化，表现为劳动力成本优势减弱、资金相对充裕、技术逐渐具有竞争力；另一方面，国际环境发生了变化，表现为世界经济长期停滞萎靡、贸易保护主义抬头、科技摩擦渐起，这决定了我们过去依赖外需的发展模式难以为继。

叠加国内大市场的规模优势逐渐形成，以国内大循环为主体具有可行性。不过，这并不意味着国际市场不重要，而是我们要更好的挖掘内需潜力，提升内循环的质量和效率，通过自主可控提高国内产业的竞争优势，从而引领国际市场，在更高层次上扩大对外开放。

经济循环最早可追溯到《资本论》中关于社会再生产的描述，其全过程包括生产、分配、流通、消费四个环节。其中，生产是起点，流通和分配是连接生产和消费的桥梁，消费是社会再生产的终点也是新一轮再生产的起点。下面我们也通过经济循环的框架来理解国内大循环以及可能带来的投资机遇。

首先来看生产。当前我们对生产的定位是补短板 and 锻长板，在保持生产优势的同时，更要通过政策扶持来弥补短板。我国生产的短板体现在：其一，传统生产领域存在产能过剩、生产效率低下和利润较低问题，这需要通过结构转型（放开部分垄断竞争行业）优化产能，利用新型技术提升效率。其二，高技术产业景气度较高，但存在技术不够精尖，高精尖对外存在一定的依赖，如高精度芯片、操作系统、航空发动机、高灵敏刹车片等，这需要我们加强自主可控。8月4日，国务院印发《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，为进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境，制定出台财税、投融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等八个方面政策措施。其三，2019年我国制造业增加值占全世界的比例高达28%，遥居世界第一。但我国在全球制造业供应链仍处于“微笑曲线”的较低水平，这也要求我们既要继续保持制造业的优势，比如可以通过将东部沿海的劳动密集型产业转移到中西部，发挥中西部劳动力成本较低的比较优势，也要积极的发展高端智能制造。

然后看分配。2008年的国际金融危机之后，全球收入分配不平衡都有所加剧。这主要是由于危机之后，全球宏观金融领域表现为实体经济长期停滞和资产价格持续繁荣（美国的股市，中国的地产）。实体经济的长期停滞意味着普通劳动者的居民收入增速增长较慢，资产价格的持续繁荣导致高收入群体的资产不断增值，而普通劳动者拥有的资产较少，无法享有资产价格上涨带来的红利，甚至会进一步增加生活的负担。如房地产价格的快速上涨，会增大房地产刚需的购房支出，从而产生严重的挤出效应。这其实也是我国本轮地产调控持续坚持“房住不炒”的一个重要因素，同时，我国也应该进一步完善收入分配制度改革，如扩大劳动收入在分配中的比重、继续提高个税征收起点和完善个税不同层级的设计以及逐步推出遗产税等政策。

其次看流通。传统的看待流通更多的是强调物资的流通，具体表现为加强铁路公路机场建设。但在追求高质量发展的环境下，人、技术、数据、金融资本等生产要素的流通更为重要，这需要我国通过多领域改革来积极疏通阻碍生产要素流通的机制。具体表现在：其一，继续推动户籍制度改革，使得常住人口与户籍人口权力逐渐均等化，尤其是在教育、医疗、购房等方面，加快新型城镇化和区域经济一体化建设，充分释放全国统一大市场的活力。其二，采用市场化的手段推动新型基础设施建设。以5G为例，5G基站就像信息传播的高速公路，只有完善了基础设施建设，才可以进一步开发5G在工业互联网、物联网等领域的应用。其三，金融体系改革，包括壮大资本市场改善直接融资和间接融资失衡、降低传统企业杠杆率、为高新技术企业扩大直接融资；利率市场化提升货币政策传导机制，改善中小微企业融资难的困境。

最后看消费。在国内大循环为主体的格局下，消费在整个经济的比例将会继续上升，如何扩大消费将成为扩内需最重要的部分。对于不同的收入群体，将采取不同的方式来激发消费潜力。对于高收入群体，其消费对象主要为奢侈品、高端化妆品以及跨境旅游，通过免税店的方式有助于将该群体消费留在国内。根据《2019年中国奢侈品消费报告》，2018年中国人在境内外的奢侈品消费额达到7700亿元人民币，占到全球奢侈品消费总额的三分之一。到2025年，奢侈品消费总额有望增至1.2万亿元人民币，占全球奢侈品消费市场的65%。对于中等收入群体，关键在于收入分配制度改革，增大劳动收入的比重，以及深化房地产市场制度改革建设，放缓居民通过房地产被动加杠杆对消费的挤出效应。对于低收入群体，关键在于增大财政转移支付、完善公共服务保障。

总结来看，以国内大循环为主体的新发展格局，并非只是通过财政和货币扩张来扩大内需，它需要一系列配套制度改革举措。在提升内循环质量和效率的同时，也是我国深化改革的过程，也会给行业和资本市场带来大量的投资机遇，如高端技术的自主可控（芯片、信创、军工）、智能制造、5G应用（工业互联网、物联网、游戏）、免税店、高端消费服务（养老、旅游等）等。

报告作者:

证券分析师: 魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001 电话 (021-38634015) 邮箱 (WEIWEI170@PINGAN.COM.CN)

证券分析师: 陈骁 投资咨询资格编号: S1060516070001 电话 (010-56800138) 邮箱 (CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN)

证券分析师: 郭子睿 投资咨询资格编号: S1060520070003 电话 (010-56800141) 邮箱 (GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN)

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上)

推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间)

中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)

回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上)

中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)

弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在为发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行人的证券发行业务或提供相关的金融服务。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3337

