华泰证券 HUATAI SECURITIES

宏观研究/深度研究

2020年06月29日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

1《宏观：全球产业趋势系列研究之人工智能》2020.05
2《宏观：经济重压之下如何促消费？》2020.05
3《宏观：全景解析疫情的行业冲击》2020.04

“双循环”与经济发展模式升级

评“国内国际双循环互促”的新发展格局

核心观点

我们认为，“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，可能是十四五期间的重要指导方向。外部环境复杂化，内部确立高质量发展目标，是“双循环”的时代背景。中国的人口、市场和完整产业链是“国内大循环”的基础，未来将扩大内需，引导消费升级、培育新的消费模式，推动产业升级，加速要素市场化改革，打造城市集群，“两新一重”是重要抓手。内需力量能否支撑国内经济大循环还需要分配机制改革等配合，坚持房住不炒。资本市场是联结产业升级和居民财富的核心纽带。当然，“双循环相互促进”，意味着仍需坚持主动加大开放、以开放促改革。

壮内需+挖潜力+补短板，完善经济内部循环

中国庞大的市场规模、完整的产业链体系分别从需求端与供给端为国内大循环提供了重要基础。我们认为，需求端可以与供给端的转型形成良性互动：一方面，逐渐摆脱对传统需求侧动能的过度依赖，挖掘和培育新兴动能，放大“新基建”在促创新和补短板方面的带动效应；另一方面，完善内部生产-消费的循环体系，在稳就业、完成脱贫攻坚，保证居民收入稳定增长的基础上，以消费结构变迁、消费质量提高、消费场景多元化为代表的消费升级，有望进一步挖掘我国庞大市场内蕴含的内需潜力。

供给端：资源、人力、技术、资本四要素协同发展

供给端需要完善各类生产要素的培育、流通、投入、回报路径，响应内需结构变化。重点城市群建设打通城际的产业、资源、人才循环流通障碍，在产业布局上发挥集聚效应。加大第三产业培育力度，吸纳对外需敏感度较高的就业岗位，关键人才自主培养的重要性凸显。加强关键技术自主可控建设，实现从资本密集型向技术密集转型。主动加大开放、创造公平竞争环境，适应资本双向流动的常态。未来进一步强化产业链生产技术的自主可控，加强资本市场等基础制度建设，形成实体与资本市场的良性联动。

以主动应挑战，以开放促改革，国内-国际双循环互相促进

我们认为，以主动应挑战、以开放促改革，可能是完善国内循环和国际循环互促共进的主要思路。中国在全球产业链中的独特地位决定了其世界工厂的地位短期不会受到本质性冲击。从中长期看，中国以产业转型升级对接逆全球化和全球价值链重构，产业升级将使得我国更高效地参与未来全球经济分工，输出技术标准和服务贸易。在国内大循环为主的框架下，外汇储备和汇率的波动性或在可控范围内适度加大。

对经济、汇率、资产价格的启示与总结

我们认为，经济增长更注重结构自洽，消费领域注重挖掘更多新业态、新的子行业；投资端逐渐削弱以传统的基建地产动能对冲经济下滑的调控思路，基建领域注重新型基础设施补短板；外贸端更注重结构升级而非追求总量顺差。国内权益市场规模和参与主体都可能进一步扩容，在价格决定机制方面可能更加市场化。对于技术、人才、土地、资本等要素，鼓励公平流通，破除制度障碍，以优化资源配置效率为要务。重要城市群建设可能注重以先发带后发，催生产业集聚效应的同时，发挥各自的比较优势。

风险提示：外需下行压力过大，干扰国内政策改革进程；政策顾虑地产等资产价格波动过大，改革推进速率慢于预期；大国博弈等外部因素，对生产要素自主可控形成挑战。

正文目录

“双循环论”与中国经济发展模式升级 3
时代变局下的发展模式转变 4
大国博弈格局引发的不确定性 5
十四五期间需要改变经济发展的“底层逻辑” 6
壮内需+挖潜力+补短板，完善经济内部循环 8
中国具备发展国内大循环的基础 8
“两新一重”基础设施建设是推动国内经济大循环的抓手 9
稳住消费基本盘，鼓励新业态发展，挖掘消费升级下的内需潜力 12
供给端：资源、人力、技术、资本四要素协同发展 13
重点城市群建设核心思路是打通城际的产业、资源、人才循环流通障碍 13
完善关键人才自主培养和内部循环机制 13
加强关键技术自主可控建设，从资本密集型向技术密集转型 14
主动加大开放、提升国内市场竞争力，适应资本双向流动的常态 15
国内产业链在就业贡献、创造需求、技术自主方面进一步完善 16
形成实体与资本市场的良性联动 19
国内-国际双循环互相促进同样重要 20
完全的国内“闭环”不可取，国内-国际要素需要形成良性互通共进 20
产业升级将使得我国更高效地参与未来全球经济分工 20
客观看待外贸、外储与汇率波动，在可控前提下，波幅或可适度放大 20
对经济、汇率、资产价格的启示总结 22
风险提示 22

“双循环论”与中国经济发展模式升级

5 月 23 日，习总书记在看望参加全国政协十三届三次会议的经济界委员时发表重要讲话，强调“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”，“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”。在 6 月 18 日开幕的第十二届陆家嘴论坛期间，刘鹤副总理书面致辞，再度指出“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”。

回顾过去二十年，中国是全球化的较大受益者。在加入世贸组织后，外需等弥补了国内需求的不足，对经济发展起到了撬动作用，带动了就业。我国加速融入到全球化产业链分工体系中，在出口端，实现了从工农业初级产品、到劳动密集型加工贸易、再逐渐过渡到资本密集型加工业的转型进步。我国在全球产业链中的定位转变，是立足于自身的资源-人口-高技术劳动力-资本等各要素的比较优势，同时我国也受益于全球化，完成了经济发展的“原始积累”，形成了较为完整的产业链，培育了全球最大的中等收入人群。

但我们认为，在过去的五年间，我们面临的外部环境在发生变化；经济-贸易-科技-教育等领域的全球化有放缓态势，贸易保护主义有所抬头。今年的疫情在全球范围的蔓延和各国的应对举措，进一步反映出这些变量仍在继续演进中。一方面，全球化的放缓、甚或“开倒车”，可能是“十四五”期间我们需要应对的主要外部变化；另一方面，我国经济已经进入新常态，国民经济结构转型仍在进行中。十九大报告明确指出，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。主要矛盾的变化，意味着我们需要层次和内涵更丰富的高质量发展目标、发展模式、经济业态。因此，我们认为总书记的表述可能是中国经济发展模式变局的关键信号。

图表1： 打造“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：新华网，华泰证券研究所

我们认为，“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，可能是十四五期间的重要指导方向。外部环境不确定性可能进一步加大，完善自我是最好的主动应对思路。“以国内大循环为主体”，意味着在需求端，投资-消费-净出口的需求侧动能结构将进一步重构，细分项目的经济治理思路也将有所调整；在供给端，对于资源/地理区位、人力、技术、资本各类生产要素，需要发挥固有优势、针对性改善要素配置效率不高，或是禀赋不足的问题，最终的目标仍在于高质量发展。但“国内-国际双循环相互促进”，意味着在国内大循环为主体的格局下，仍需坚持主动加大开放、以开放促改革的思路。

时代变局下的发展模式转变

全球经历了上世纪八十年代以来的“大稳定时代”，目前正处于百年变局之中。近年来，全球范围内的民粹主义盛行，贸易保护主义的抬头、经贸-科技-教育等方面全球化的放缓，实质上源于生产要素端缺乏革命性的积极变化。新一轮科技革命目前只有雏形，而传统的生产要素投入产出效率有所下降。

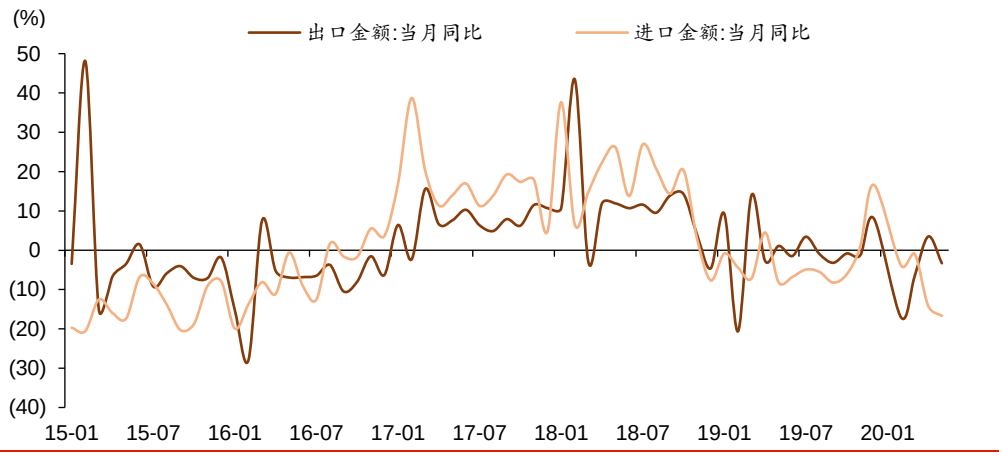
对于欧美日发达国家，在接近或已是负值的基准利率水平下，利率政策逐渐失效，量化宽松的效果不理想，欧债危机、欧日长期通缩的实质也是生产要素困局。我国的人口质量红利、印度-越南等新兴市场国家的人口数量和自然资源红利，尚不足以转化为能够刺激全球经济进入新一轮强势复苏周期的因素。在全球经济增量“蛋糕”难以做大的情况下，对存量资源的分配竞争有所加剧，这意味着各国需要各自找到新的发展模式、锐意改革、解决出路，而无法像全球化趋势下那样“抱团取暖”。

今年的疫情属于无法事先预期的黑天鹅事件，进一步冲击和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。从国内情况看，一季度国内经济“挖深坑”，GDP 实际增速-6.8%，服务业需求大幅萎缩、制造业复工推迟、人口与货物流动均严重受阻。同时引发失业率提高、中小企业生存环境恶化等次生冲击，库存周期向主动补库存的切换也被打断。从海外情况看，主要发达国家的经济在疫情前基本处于“弱企稳”状态，疫情的多轮冲击同样造成了较大影响。多个主要经济体 3-5 月的制造业 PMI 指标显示，至少未来一至两个季度，经济增长面临较大下行压力或难以避免。目前海外疫情控制情况难言明朗，国际航运、旅游、就学、部分工业和消费品产销等链条的阻碍或将持续，可能带来更大范围内的失业和社会稳定等方面的问题。

对国内而言，尽管疫情已得到较好控制，但目前海外疫情尚未完全受控，主要经济体需求在未来一两个季度仍存下行压力，大概率仍将会在我国出口数据上有所反映；同时，由于各国的疾控要求，出国旅游、就学、务工等服务贸易也或将受到影响。

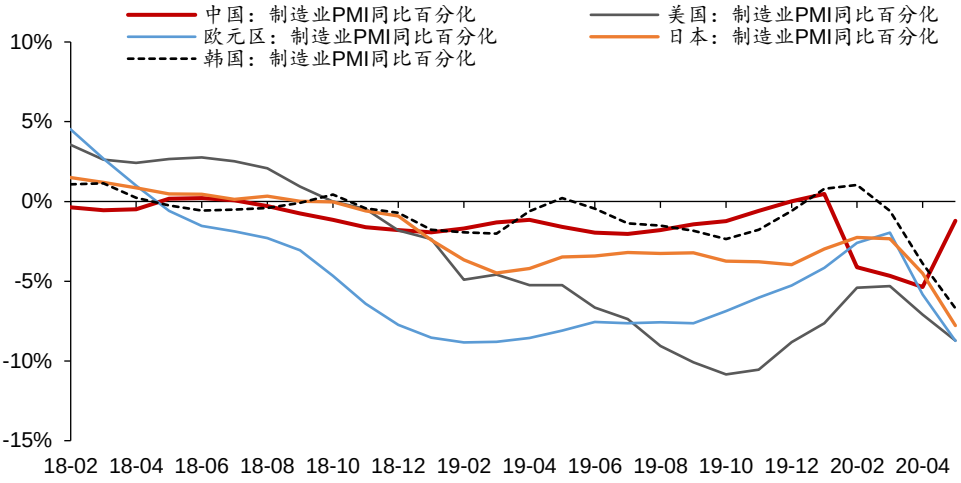
据海关总署公布数据，中国 5 月出口（以美元计）同比下降 3.3%，前值增 3.5%；进口下降 16.7%，前值降 14.2%。出口、进口同比均较前值下行，尽管从 GDP 增长结构中的“净出口”项目看，其对 GDP 增长的拉动率并不太高，但进出口贸易产业链相关行业、就业牵涉甚广，且多分布在东南沿海等传统经济较发达区域，我们认为外需下行压力“虽迟然至”，出口订单的下滑、产业链经营压力、相关就业压力，或仍将在未来一到两个季度内逐渐体现，需提前做好应对预案。

图表2： 5 月份，出口、进口（美元计价）同比均负增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 经同比百分化处理的各国 PMI，5 月份，除我国改善外，主要经济体均弱于前值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

大国博弈格局引发的不确定性

中美大国博弈存在由贸易领域向科技、政治、教育等多方面扩散的风险。经济增长预期层面，中美摩擦对我国贸易环境和产业发展造成一定的负面预期甚至实质影响；中美摩擦下经济不确定性增加，往往导致风险情绪波动，中美摩擦可能加剧资本外流的压力，从而影响各类资产价格；资本市场参与者行为的羊群效应可能引发市场的价格超调。

中美贸易摩擦对我国出口导向行业形成实质影响。2018 年下半年开始，美国在贸易保护主义指导下，不断升级关税政策，全球其他国家的贸易摩擦也有所升级。从关税水平上看，据 USITC，美国对我国的平均关税从 2017 年的不到 2%上升到贸易摩擦巅峰期（2019 年 9 月）的 14%。尽管中美第一阶段贸易协议仍具效力，但当前的中美关系给中美贸易和我国的出口导向行业带来很大的不确定性。

5 月 15 日，美国商务部发布公告，计划严格限制华为使用美国技术和软件在美国境外设计和制造半导体，向华为出口相关产品的公司都需要申请许可证，相当于是对 2019 年 5 月 17 日将华为纳入实体名单的进一步升级。

5 月 22 日，美国商务部以“具有采购相关物项用于中国军事最终用途的风险”为由，将 33 个中国实体加入“实体清单”。6 月 1 日，美国白宫发布公告，将禁止部分中国留学生和研究人员入境，以维护美国国家安全为由，控制中国留学生 STEM 学科签证，对人工智能、高级制造等领域的研究人员进行限制。

随着美国大选临近，我们预计中国话题将成为竞选双方的重要筹码，在这种背景下，仍需要对中美矛盾升级风险给予警惕。根据 FiveThirtyEight 民调数据，特朗普支持率有所下降，加上疫情影响失业率存在短期冲高压力，也使其更需要维护自身“基本盘”来确保连任。因此，我们认为，中国话题后续仍将成为竞选双方的重要筹码，中美关系难言彻底缓和。

图表4： 美国对华企业限制升级

资料来源：Wind，外交部，华泰证券研究所

十四五期间需要改变经济发展的“底层逻辑”

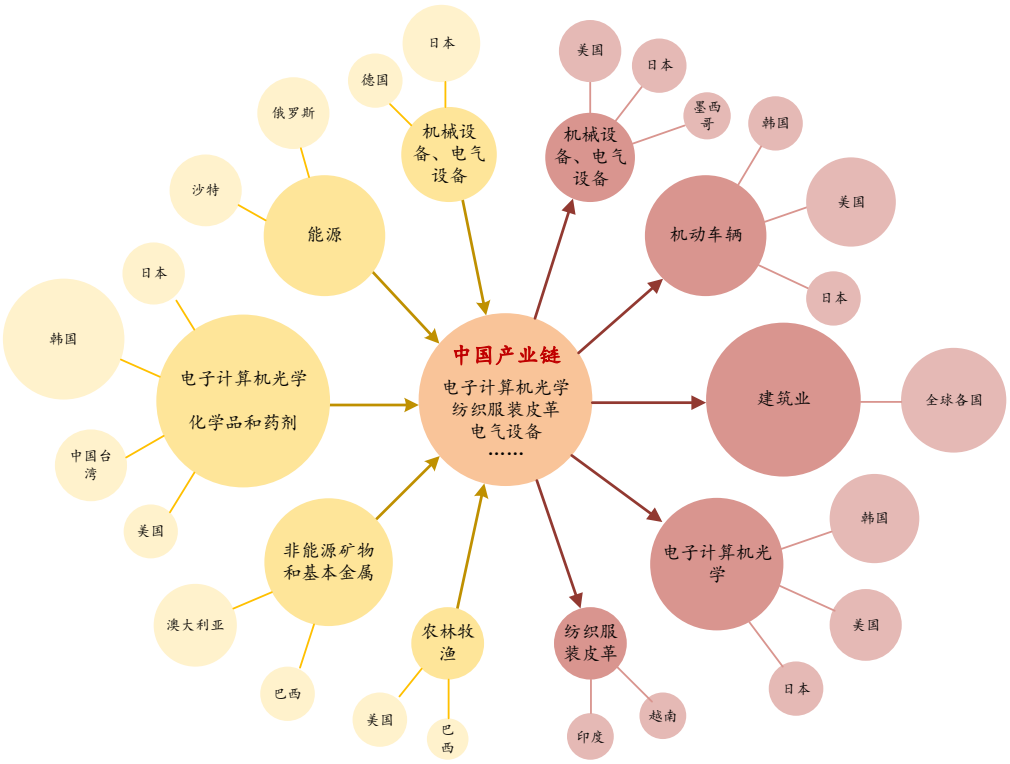
我们认为，本次疫情大概率带来各国在全球产业政策方面的改革，全球产业链重构的速度或将有所加快。第一，产业链中心国家在疫情严重的期间停止生产，整个供应链遭遇打击。第二，发达经济体在疫情期间面临国民健康风险。第三，全球价值链错综复杂，各国之间的相互制约增多，形成了疫情冲击的放大机制。第四，跨国贸易需要人口和货物的自由流动，与疫情防控形成两难的局面。

外部形势较为复杂，对我国过去四十年的发展模式形成挑战，倒逼我国加速完善“内部大循环”建设。中国加入全球经济产业链分工，并逐步由一开始的资源品输出、上升到劳动密集型产业输出、再上升到资本密集型产业输出，是过去四十年改变全球经济格局的核心因素。但同时，在快速发展的过程中，也遗留下了一些待解决的问题，如部分加工贸易产业仍未实现技术完全自主化、部分内需领域潜力尚未充分挖掘、国内资产价格对外部波动的敏感度有所上升等。

高质量发展要求之下，简单利用要素优势满足外需需要让位内需的升级。我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。这决定了求量让位于求质，如何扩大内需、产业升级、打造城市集群、发挥要素潜能更为重要。而逆全球化背景下，庞大的市场优势仍是牢牢巩固产业链的根源。

我们认为，十四五期间，我国需要把内部大循环建设放在重要位置上，具体包括挖掘内需潜力，调整刺激内需的政策思路；促进产业链升级，完善各项生产要素的培育/流通/投入路径；促进城市集群和产业链的内部有序转移等；促进经济-资本市场-居民财富之间的正向循环。但同时，在打造国内大循环过程中，我们仍需注重“国内国际双循环”建设对国内发展的促进作用。一个封闭的经济体，缺乏外部竞争、缺乏对新经济要素的感知、缺乏对资本和人才流入的吸纳，难以形成良性可持续的进步逻辑。以主动应挑战、以开放促改革，可能是我们完善国内循环和国际循环互促共进的主要思路。

图表5： 我国与全球价值链的前后端联系



注：箭头前端是下游（中间品投入），箭头尾端是上游（中间品输出）。

资料来源：OECD ICIO，华泰证券研究所

壮内需+挖潜力+补短板，完善经济内部循环

在当前国内国际形势的新变化和新挑战下，强化“国内大循环”是进一步推动我国经济高质量发展的重要战略。我们认为，在国内循环为主、国内国际循环互相促进的基本框架下，需求端与供给端的转型可以形成良性互动：一方面完善内部生产-消费的循环体系，在稳就业、完成脱贫攻坚，保证居民收入稳定增长的基础上，发挥我国市场体量优势，通过出口转内销等方式，化解外需波动性加大对国内就业、产业链的负面影响；其二，逐渐摆脱对传统需求侧动能的过度依赖，挖掘和培育新兴动能，进一步解决粗放式发展遗留的环境污染、政府债务积累，以及经济结构中的失衡问题。

供给端，需要完善各类生产要素的培育、流通、投入、回报路径，加强资本市场等基础制度建设，在响应内需结构变化的同时，带动产业链转型，推动资本、人力、资源、技术等要素的内部循环和外部循环相互呼应，推动当前部分资本密集型的出口产业向技术密集型升级。进一步延伸来讲，一带一路的国家战略推进、高铁/5G 等高端制造业和服务贸易的输出，也都能在这一框架下得到自洽。

中国具备发展国内大循环的基础

从经济体量上看，中国是世界第二大经济体，市场规模优势明显。国家统计局数据显示，以美元计，中国 GDP 在 2010 年超越日本，目前仅次于美国。从增量上看，2009-2019 年中国 GDP 总量增长约 9 万亿美元，是全球增量最大的国家，大幅超出美国同期的 7 万亿美元增量水平，中美之间的 GDP 差距已经逐年缩小。2019 年国内社会消费品零售总额突破 41 万亿元，工业总产值超过 31 万亿元。由此可见，我国在市场规模方面具备较大优势。

从内需潜力上看，中国是世界第一人口大国，特别是中等收入群体规模较大。根据发改委测算，2017 年国内中等收入群体已经超过 4 亿人，约占总人口的 30%，我们判断这一比例在近两年仍有扩大趋势。中等收入群体对于高质量产品的消费需求更高，是拉动消费升级的主力军。未来这类群体的收入提升有望成为扩内需的主要驱动力，使我国的消费潜力得到进一步释放。

从产业链上看，我国的制造业体系较为完整。我们使用国内制造业各行业增加值占比的平方和计算一国的制造业 HHI，HHI 越大，则表明制造业的增加值由少数几个行业贡献，意味着产业链的完整性越差。我国的制造业 HHI 在全球属于较低水平，国内制造业的行业分散度较强，各行业均衡发展程度较高。我国产业链的这一特征为健全供给体系、响应需求端扩张与升级提供了重要保障。

图表6： 部分国家制造业 HHI 指数（根据 2015 年 OECD ICIO 计算）

各国制造业HHI

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_4258