

宏观快评

促进“内循环”的关键抓手



■ 核心摘要

本文从四个视角探讨中国经济“双循环”：

第一，提升居民消费能力和意愿是促进“内循环”的逻辑起点，下一步中国经济增长和产业升级，最可依靠就是国内消费潜力的崛起。

第二，增强企业投资空间和意愿是促进“内循环”的关键载体，中国企业投资仍有提升配置效率的空间。

第三，做大做强都市圈是促进“内循环”的关键一役。资源向大城市都市圈的集聚，必将成为未来中国经济转型和产业升级换代的常态，也是我国构建“内循环为主”的经济系统可以因势利导、做大做强的必争、可争之地

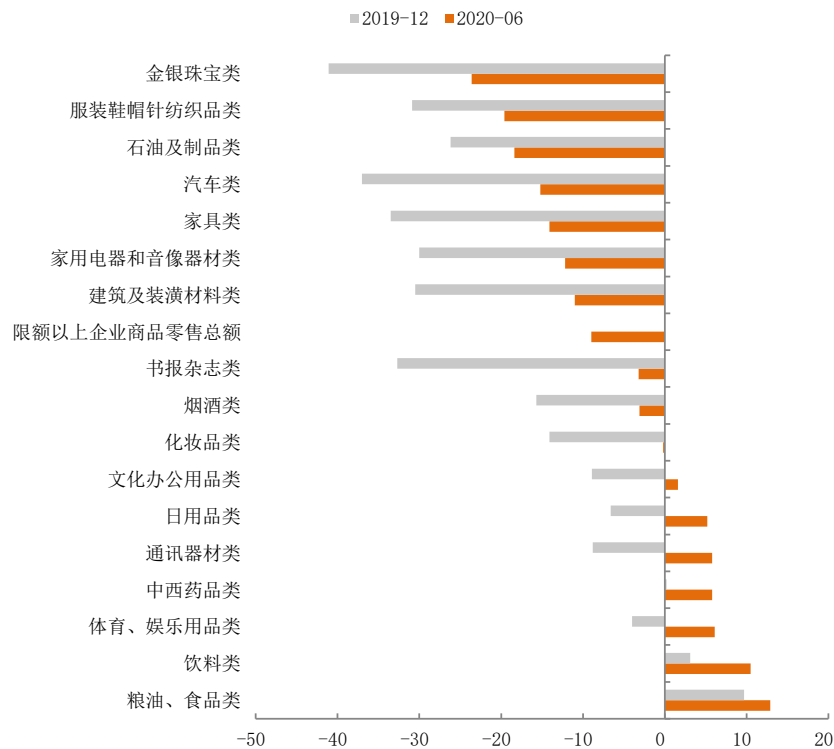
第四，做稳做实外贸基本盘是构建“双循环”的关键节点。外循环的夯实和拓展，既是内循环深化广化的自然延伸，也是内循环提质增效的重要保障。

中国经济的“内循环”和“外循环”，从哲学上来说，是主要矛盾与次要矛盾的关系，用“皮之不存，毛将焉附”来刻画最形象不过。但如何理解“内循环”主要矛盾的定位，如何促进“双循环”有机耦合的生成，却是个仁者见仁智者见智的问题。本文从四个视角探讨中国经济“双循环”，旨在应对新冠疫情和外部不确定性下的新常态提供一些有益镜鉴。

■ 提升居民消费能力和意愿是促进“内循环”的逻辑起点

理论上，居民有足够的消费意愿和能力，企业生产的产品和提供的服务才有广阔的市场，各种生产要素才能充分有效地动员，企业才能在激烈竞争的现实和更上一层楼的理想驱使下扩展投资、升级技术。而企业在“有进有出、能进能出”的市场竞争下优胜劣汰，有效率、有前瞻性和有担当的企业持续涌现，才能提供最广泛、最多元的就业机会和形态，从而进一步夯实和提升居民的消费能力，由此形成一个“消费-投资-就业-消费”的“波浪式上行”的良性循环。

图表1 限额以上企业商品零售总额（累计同比，%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

要实现上述消费引领型的中国经济，并不在于数据层面上消费占比的提升，或是消费增长的提速。其最终落脚点应在于，消费对国内投资的带动作用上，体现为一国产业结构应围绕满足居民消费需求来布局，而不是出口导向或投资引领。

历史上，韩国和美国都有一个消费对产业带动作用增强的阶段。20世纪七八十年代，韩国处于一个储蓄率快速提升、依靠投资实现经济赶超的阶段，当时消费增长明显慢于制造业产能扩张，二者并无明显的关联性。20世纪90年代后，韩国储蓄率进入一个相对稳定的平台，消费的重要性开始显现，表现为消费增长与制造业产能扩张相匹配，且消费增长呈现出一定领先性。美国消费占GDP比重从1970年开始就稳定在80%以上，但美国消费主导型经济也是经过20世纪80年代的产能出清和经济转型后才得以成型。美国奉行凯恩斯主义的经济刺激政策，在70年代时曾引发了三轮大的“滞胀”，到80年代里根任期推行供给革命，才实现了过剩产能的出清。90年代后，消费对于美国工业产能扩张的领先带动作用才逐渐强化。

中国正在加速走进这样一个阶段，尤其在中美贸易摩擦和全球供应链调整的影响下。改革开放以来，中国经济依靠出口和投资主导，这奠定了“中国奇迹”的基石，也是中国经济发展阶段的历史必然。1990年代以来，中国固定资产投资增速在多数时候均高于居民最终消费支出增速，呈现出明显的投资先行特征。但全球供应链追求“韧性”而非仅仅“效率”的倾向、产能出清和技术变迁过程中企业持续面临的调整、地方政府财政收支压力增加和投资回报下行的叠加、以及中国宏观杠杆率在高位上的波动，令中国投资和出口主导型增长模式难以为继。简言之，下一步中国经济增长和产业升级，最可依靠就是国内消费潜力的崛起。

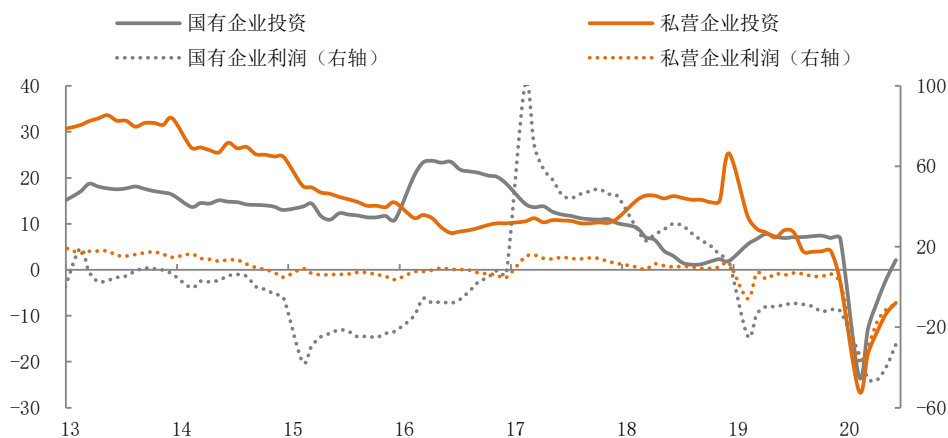
■ 增强企业投资空间和意愿是促进“内循环”的关键载体

如前所述，企业在消费引领型的内循环经济中发挥着至关重要的“中枢”角色：既是产品和服务需求的响应者，又是市场就业的“蓄水池”。笔者非常认可“保民生就是保就业，保就业的关键在于保市场主体”这一观点，就是基于这一考量。

抽丝剥茧地分析，就会发现最关键的中枢就是制造业投资（或者民间投资）。一方面，中国的房地产投资、基建投资具有一些政策属性，受政府逆周期调控诉求的影响很大。但在整体固定资产投资中占比很高的制造业投资，更具有内生性特征，除了跟经济周期有关外，还跟中国经济转型有关。另一方面，新冠疫情和全球供应链重塑的冲击下，制造业投资回报恶化最快、受创最重，而制造业投资里超过八成都来自民营企业。因此，如何夯实企业家信心，稳定民间投资，是未来制造业投资能不能企稳和修复的关键。

这波新冠疫情冲击前，民营企业的利润增长比国企和股份制企业要快，在疫情冲击之后，民企利润下滑幅度要比国企利润下滑幅度要更窄（图 2）。简单地说，民营企业利润增长的表现要比非民企利润增长的表现要更好。从两组数据里可以看得出来原因：一组数据是从工业增加值里面的出口交货值增速，现在民营企业出口表现要比国有企业出口表现更好。另一组数据是，工业增加值里，民营企业工业增加值的反弹比国有企业工业增加值的反弹更快。可见，民企在出口和工业这两个领域都表现出更强的稳定性。一个最主要原因是，民企比国企有更强的追逐利润的动力，它有更强烈的求生欲望，所以它能在更短的时间内、在更大的程度上维持较高的产量、复工复产。

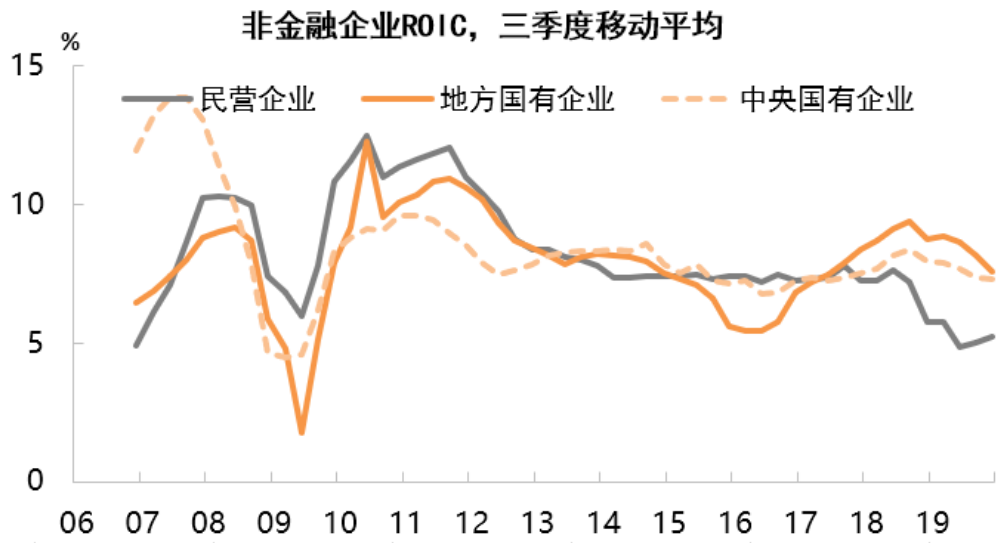
图表2 民企盈利修复更快，但投资意愿低迷（累计同比，%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

但民企的利润增长与民企的投资回报还不是一回事。可以观察非金融上市公司的可比口径的投入资本回报率（图 3）。民企投入资本回报率在 2019 年下半年以来有一定的回升，但仍然低于国企；疫情冲击之下，投资回报又毫无疑问地变差。在历史上比较国企和民企的投入资本回报，其实能看到一个常态。这个常态就是，民企的投资回报要比国企的投资回报更好。但是，有段时间是例外。2013 年至 2015 年，正值严重的产能过剩时期，行业洗牌对民营企业带来极大冲击。当时民企的投资回报率下降得很快，民企投资回报落到国企之下。2016 年供给侧结构性改革开启，对国企的投资回报冲击很大，国企的投资回报开始明显下跌，反而在这个时候民企的投资回报表现相对稳定，并重新开始超过国企。可见，在市场（政策）冲击下，民企调整速度比国有企业更快。它们最先受到冲击，但也最先在冲击之下稳定下来。

图表3 2018年四季度以来，上市民营企业投资回报明显走低（非金融企业 ROIC，3季移动平均，%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

从 2017 年三季度之后，国企的投资回报又开始超过了民企投资回报，可以说又偏离了此前的常态。这是非金融上市公司的样本，但整体行业的投资回报情况差不多。2019 年，彼得森国际经济研究所的学者尼古拉斯-拉迪写过一本书，非常看好中国经济的前景。他的理由是，民企大部分时间要比国企表现更好，如果中国的国企改革在市场准入方面有进一步推进，让民企发挥更多更重要的作用，那么整个经济的投资回报和增长潜力都会起来。虽然结构性供给侧改革之后，国企投资回报攀升很快，但拉迪觉得这只是一个短期扰动，扰动过后其实民企投资回报更胜一筹的常态还会回归。事实上，中国经济“内循环”的题中应有之义就是，让资源在市场化原则的基础上，配置到更有效率的地方。而按照上述分析，在中国企业投资上还是有很多资源重新配置空间的。

■ 做大做强都市圈是促进“内循环”的关键一役

除了上述企业投资层面的资源重新配置空间以外，还有一个空间或者说地理区位层面的资源重新配置空间也不可小觑，甚至是中国在构建内循环为主的经济系统中可以依赖的为数不多的新经济增长点之一。这就是都市圈发展，及其给房地产市场带来的机遇。

事实上，从去年政府“不将地产作为短期刺激经济的手段”开始，社会公众对房地产市场的预期就已悄然改变：“房地产绑架了中国经济”根深蒂固的认知，已经转变为如何将房地产从“一收就死，一放就乱”的治乱循环中解脱出来，即如何寻求房地产市场的平稳转型之路。猝然来袭的新冠疫情冲击下，中国经济可以说遭受了“急刹车”，但中国的房地产却在短期受挫后迅速修复，交出了一张非常平稳的成绩单，甚至可以说是为数不多的超预期的经济数据之一。

为什么中国房地产市场有“超预期”的表现？这主要有以下原因：一是，竣工周期的支撑。2018 年新开工面积增速持续上升一年、其后温和回落。房屋的施工周期正常是 18 个月左右，因而竣工面积回升会贯穿 2019 年下半年到 2020 年上半年，之后的回落也会比较温和。因此，疫情停工过后，竣工周期回归，会对房地产施工形成有力支持。二是，土地购置费的支撑。全国土地购置总价款稳定领先土地购置费大约 1 年。从其领先性来看，2019 年底到 2020 年初，土地购置费注定会有一段比较明显的回落，对房地产投资构成一定拖累；但今年 3 月之后即会企稳回升，全年来看对房地产投资仍会构成比较有力的支撑。三是，货币宽松的支撑。历史上，房地产销售与房地产按揭贷款利率水平之间有明确的反向相关性。截至今年 6 月，全国首套房平均贷款利率 5.28%，二套房平均贷款利率 5.6%，均比去年末下降了 0.24 个百分点。货币环境的宽松，带动了广东等部分地区房地产市场出现过热迹象，也触发了调整政策的边际收紧。在房地产开发投资资金来源中，与货币金融环境相关的——国内贷款、个人按揭贷款和自筹资金（对应表外融资），均已恢复到去年同期水平。但上述因素贡献的可持续性仍需观察，房地产市场的可持续发展需要另觅空间。

我们认为最根本也最可持续的因素在于，中国城镇化率依然有很大的提升空间，都市圈依然有很大的差序发展空间，这实际上为中国房地产也提供了几乎同步的、错位发展的空间。以美国城镇化进程为例：1920-1950年，美国城镇化率从51.2%提高到59%，增加7.8个百分点，主要推动力为单个城市规模的扩张；1950-1980年，美国城镇化率从59%进一步提高到73.7%，增加14.7个百分点，主要推动力为都市圈的发展。2019年，我国城镇化率为60.6%，大致处于美国1950年左右时候的城镇化水平，仍有很大的提升空间。中国能否像当时的美国一样，从主要依赖单个城市的规模扩张转变为都市圈的发展，为城镇化的进一步推进提供新动力，为房地产的错位发展提供新空间呢？

习近平主席在去年《求是》杂志上撰文，高瞻远瞩地指出要“推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局”。未来要“促进各类要素合理流动和高效集聚……增强中心城市和城市群等经济发展优势区域的经济和人口承载能力，增强其他地区在保障粮食安全、生态安全、边疆安全等方面的功能，形成优势互补、高质量发展的区域经济布局”。2019年中央经济工作会议指出，“推进京津冀协同发展、长三角一体化发展、粤港澳大湾区建设，打造世界级创新平台和增长极”。今年两会政府工作报告指出，“发挥中心城市和城市群综合带动作用”，而国家发改委《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》等即是对这一精神的具体落实。

可以说，高效的“内循环”在空间上的表现就是都市圈发展。都市圈发展，为房地产的“平稳转身”创造了巨大空间，避免房地产突然失速带来的震荡（毕竟房地产在中国是带动产业链最长最广的产业之一）；为土地、劳动力、资本、技术、数据五大生产要素的有序流动、有效增殖、合理分配，提供最自发、最充分、最优化的“坩埚”。常言道，“水往低处流，人往高处走”，资源向大城市都市圈的集聚，必将成为未来中国经济转型和产业升级换代的常态，也是我国构建“内循环为主”的经济系统可以因势利导、做大做强的必争、可争之地。

■ 做稳做实外贸基本盘是构建“双循环”的关键节点

前三部分分析了中国经济以内循环为主的几个抓手，但不要据此产生一种错觉：内循环就是闭循环，那就无可救药地陷入“闭关锁国”的困境。中国经济已深度融入世界经济，中国世界供应链中的地位亦有目共睹。外循环的夯实和拓展，既是内循环深化广化的自然延伸，所谓“由内而外”；也是内循环提质增效的重要保障（外部需求的诱致效应、外部竞争的鲶鱼效应、参与国际规则制定的耦合效应等），所谓“由外而内”。

内外循环的枢纽或关键节点，无疑就是中国在世界供应链中的角色。中美贸易纷争叠加新冠疫情爆发，逆全球化渐有自我强化之势：各国均在不同程度上试图打造一条相对独立的制造业链条，尤其是在战略物资和关键技术上；跨国公司也从过去一味追求效率，转而开始对所谓的韧性赋予更高的权重。就此而言，从头开始，或者做好“备份”，成为虽然成本高昂但却具有战略意义的选项。在此背景下，作为制造业大国的中国，关键技术上可能被“卡脖子”，劳动力成本低的比较优势正在弱化，多边经贸规则正让位于日益分裂的双边或区域贸易规则，挑战不可谓不大，不可谓不艰。

但我们不必太过悲观，中国供应链（或者说中国制造）依然有韧性、可提升，从加速形成和深化“国内国际双循环相互促进的新格局”。

其一，中国制造业仍具有足够竞争力，而东南亚国家和地区不管在体量还是效率上都难以承接取代。2018年，中国制造业在全球的份额达到30.4%，中国制造业出口在全球出口的份额达到11.9%（图4）。而马来西亚、越南、泰国、印

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_2682

