

# “双循环”格局下的“扩内需”

## ——动态平衡中的市场机会

### 摘要

新冠疫情给全球经济带来了极大的不确定性，这种不确定性也带来了逆全球化势力和贸易保护主义的抬头，各国采取的以“自我为中心”的防疫举措和经济刺激政策，进一步增加了全球产业链和供应链断裂的风险，在外部经济形势不可控的情况下，牢牢把握扩大内需这个战略基点，“防风险”、“补短板”，“锻长板”确保国内产业链和供应链稳定运行，构建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，是当前复杂国际形势下的必然选择。“扩内需”的内涵不仅是增加消费，而是“使生产、分配、流通、消费更多依托国内市场，提升供给体系对国内需求的适配性，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”。本篇我们将探寻新格局下，供求之间形成动态平衡的可能路径及市场投资机会。

- **“扩内需”面临“双轮驱动”的结构性问题。**“扩内需”要充分发挥中国超大规模市场优势和消费潜力，拓展经济发展空间，实现“扩投资”与“促消费”双轮驱动。但是2008年金融危机后的一系列经济刺激政策留下的经济结构失衡问题目前依然存在，这使得当前投资和消费的结构矛盾依然较为突出。这些问题集中体现为：高投资、低消费的投资消费结构失衡；居民消费占GDP比例偏低的消费内部结构失衡；国企投资效率偏低、产能过剩和高端制造投资不足的投资内部结构失衡。
- **“投资”与“消费”动态平衡的实现路径。**针对目前“扩内需”面临的结构性失衡问题，对投资与消费在国民经济中的比重及其内部结构进行完善，是一个中长期的、系统的调整过程，最终实现以内循环为主，双循环促进的格局之下投资与消费的动态平衡。从现阶段来看，我们认为首先启动的政策方向是：深化供给侧结构性改革使生产更好适应国内消费需求；增强居民消费能力，提升其在最终消费中的占比；“做优”国企的同时为民资腾出市场空间，进一步优化民间投资与国有投资的产业布局。
- **本轮“扩内需”带来的市场投资机会。**农业领域，农业结构和生产效率在双循环发展格局下仍有很大的调整和提升空间，国家或将加大对畜牧业的支持力度，同时转基因商业化进程将迎来加速发展阶段，拓展农业产业链延伸程度也将成为发展现代农业的重要抓手；制造业领域，以集成电路、软件、军工等为代表的高端制造业将迎来新的发展机遇；能源领域，能源安全将进一步得到保障，新能源行业将步入发展快车道；金融领域，金融IT技术的本土替代进程将进一步加快，非银金融也将迎来新的发展契机；消费领域，免税经济将进一步助力消费升级，国货崛起将是必然之势。
- **风险提示：**中美紧张关系升级，疫情二次爆发，经济复苏不及预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-58251911  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 短期大小分化加剧，长期需求向好助力复苏 (2020-08-31)
2. “十四五”规划将启程，鲍威尔重磅发言起波澜 (2020-08-28)
3. 全球复苏预期良好，美国再挥关税大棒 (2020-08-21)
4. 国内外经济现分化，乘风破浪关键看政策 (2020-08-15)
5. 经济稳步复苏，为什么还是不敢买买买？——7月经济数据点评 (2020-08-15)
6. 不一样的社融数据透露出哪些信息？ (2020-08-12)
7. 通胀攀升？莫慌 (2020-08-10)
8. 这架马车有点稳——7月贸易数据点评 (2020-08-08)
9. 海内外多项政策落地，资金将往何处流？ (2020-08-07)
10. 战略切换后，“持久战”怎么打？——“内循环”体系下的调整及下半年政策展望 (2020-08-02)

## 目 录

<b>1“扩内需”面临“双轮驱动”的结构性问题.....</b>	<b>1</b>
<b>2“投资”与“消费”动态平衡的实现路径.....</b>	<b>3</b>
2.1 深化供给侧改革打造适应国内需求的产业链.....	3
2.2 提升居民最终消费对经济的贡献率.....	4
2.3 优化民间投资与国有投资的产业布局.....	6
<b>3 本轮“扩内需”带来的市场投资机会.....</b>	<b>7</b>

国际货币基金组织 6 月份发布的《世界经济展望报告》预计 2020 年全球经济将萎缩 4.9%，超过 95% 的国家 2020 年人均收入将为负增长。尽管从季度数据来看，我国经济在经历了一季度的快速下滑之后，二季度后经济复苏趋势逐渐走稳，但世界经济依然面临较大的不确定性，这种不确定性也带来了逆全球化势力和贸易保护主义的抬头，各国采取的以“自我为中心”的防疫举措和经济刺激政策，进一步增加了全球产业链和供应链断裂的风险，可以说未来外需如何并不在我们的可控范围之内。现阶段，国内疫情防控形势已趋于稳定，经济活动有序恢复，牢牢把握扩大内需这个战略基点，“防风险”、“补短板”、“锻长板”，确保国内产业链和供应链在国际环境极端情况之下的稳定运行，构建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，正是当前复杂国际形势下的必然选择。在以支出法核算 GDP 时，内需通常是指消费和投资。“扩内需”的内涵不仅是增加消费，而是“使生产、分配、流通、消费更多依托国内市场，提升供给体系对国内需求的适配性，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”。本篇我们将探寻新格局下，供求之间形成动态平衡的可能路径及市场投资机会。

## 1 “扩内需”面临“双轮驱动”的结构性问题

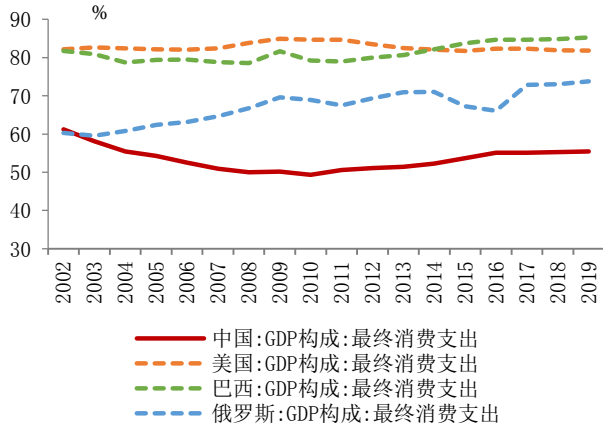
改革开放以来，我国曾因 1998 年亚洲金融危机和 2008 年美国次贷危机，启动过两轮“扩内需”，当时采取的方式主要是扩投资。本轮“扩内需”的国际环境与前两轮有所不同，除了面临全球经济衰退、金融市场动荡外，国际政治的压力增大，尤其是中美之间的不确定性增强。在这样的背景下，“扩内需”要充分发挥中国超大规模市场优势和消费潜力，拓展经济发展空间，实现“扩投资”与“促消费”双轮驱动。而前一轮的“扩内需”留下的经济结构失衡问题目前依然存在，这使得当前投资和消费的结构矛盾依然较为突出。

**投资与消费结构的失衡：最终消费率偏低，资本形成率偏高。**从建国初期“优先发展重工业”，到改革开放后依靠劳动密集型产业和政府主导投资支持的发展驱动模式，使得我国“高投资、低消费”的失衡由来已久，虽然供给侧改革后情况有所缓解，但 2019 年我国最终消费率仅为 55.40%，资本形成率 43.10%，同期，美国的最终消费率为 81.83%，资本形成率为 21.01%，与美国相比差别较大，即使与同是金砖国家的巴西、俄罗斯相比，我国的资本形成率依然偏高，最终消费率依然偏低。近几年，虽然我国资本形成率回落、最终消费率提升，但很大程度上是 GDP 增速放缓带来的协调效应所致，在经济下行阶段，投资增速的下滑会带来消费率的被动增长，并不表明我国投资消费结构失衡的问题已经得到了根本性解决。

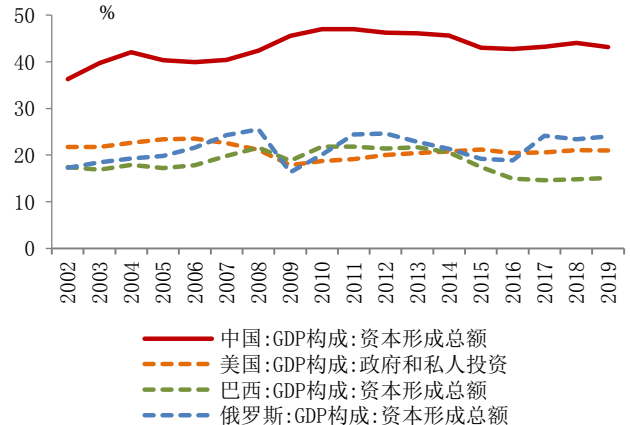
**消费内部结构问题：居民消费占 GDP 比例偏低。**我国的最终消费中包含居民消费和政府消费，2019 年我国居民消费占比 69.97%，政府消费占比 30.03%，二者均与 2018 年持平，但 2016 年到 2018 年间，居民消费在最终消费中的占比已经连续两年下降。而美国居民消费在最终消费中的占比常年稳定在 80% 以上，2019 年达到 82.92%。从居民消费在 GDP 中的占比来看，2019 年我国居民消费在 GDP 中的占比为 38.79%，与美国（67.86%）相比差距明显，与巴西（64.94%）和俄罗斯（54.88%）相比也依然存在较大差距。从最终消费的内部结构来看，我国居民消费对 GDP 的贡献提升空间较大。

**投资内部结构问题：投资主体之间的失衡，项目资金具体流向的失衡。**我国投资主体之间的失衡主要体现在国资与民资之间，我们的报告《危机之下“内循环”如何解局？——之“国改三年行动”篇》中的研究表明：目前，国有企业尚未实现“做优”目标，国有企业经营效率偏低的问题仍然存在，从“非主责非主业”领域的退出也未完成，对民企产生了

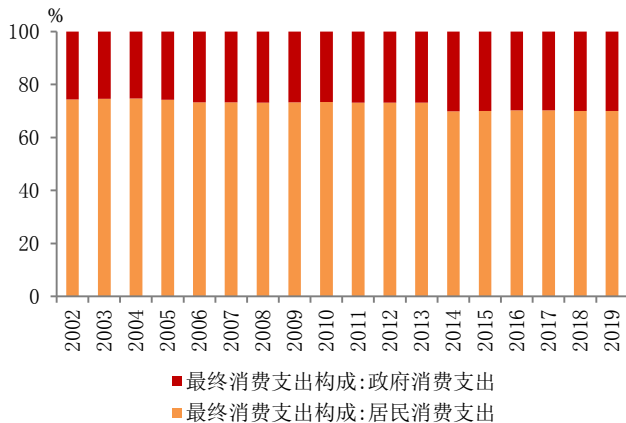
一定的挤压效应。同时，由于受到部分准入规则限制，民间投资依然集中在制造业和房地产等领域，对基础设施、教育、卫生、金融等领域的投资偏低，在融资难度方面也较高，不同投资主体平等竞争的格局仍需完善。此外，我国传统行业的产能过剩与高端制造的投资不足，也是目前存在的投资结构性问题，导致我国部分领域在面临美国制裁时非常被动。

**图 1：我国最终消费率占 GDP 比例偏低**


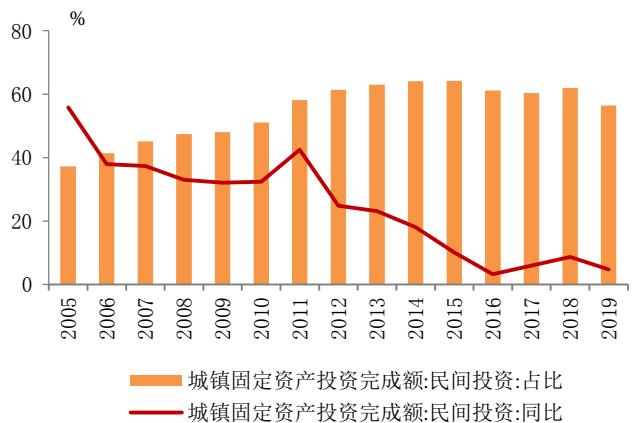
数据来源：wind、西南证券整理

**图 2：我国资本形成率占 GDP 比例偏高**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 3：我国居民消费在最终消费中占比有下降之势**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 4：民间投资增速与占比双降**


数据来源：wind、西南证券整理

## 2 “投资”与“消费”动态平衡的实现路径

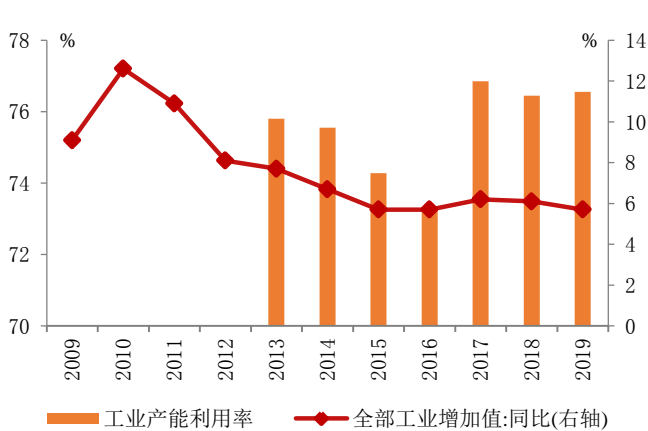
要建设以“内循环”为主，双循环促进的新格局，需要完善“扩投资”与“促消费”双轮驱动，针对目前存在的结构性问题，对投资与消费在国民经济中的比重及其内部结构进行调整，这将是一个中长期的、系统的调整过程，最终实现以内循环为主，双循环促进的格局之下投资与消费的动态平衡。从现阶段来看，我们认为首先启动的政策方向是：深化供给侧结构性改革使生产更好地适应国内消费需求；增强居民消费能力，提升其在最终消费中的占比；“做优”国企的同时为民资腾出市场空间。

### 2.1 深化供给侧改革打造适应国内需求的产业链

自2015年中央提出供给侧改革以来，我国的产业升级稳步推进，电子信息、生物医药、智能制造、新材料等战略新兴产业迎来了新的发展机遇，但在化解产能过剩，推动技术创新和产业链升级方面仍有许多问题亟待解决。从投资端来看，深化供给侧结构性改革仍将是我国未来很长一段时间内经济工作的主线之一，“大力提升自主创新能力，尽快突破关键核心技术”是现阶段供给侧结构性改革的重要发力点，未来应在加快淘汰落后产能，更多专注于推动高端制造领域的跨越式发展的同时，发挥我国当前市场需求广阔、产业部门品类完备的优势，大力推动基础学科领域研究创新，加快科研成果的转化，以自主创新打破西方对核心关键技术的垄断。

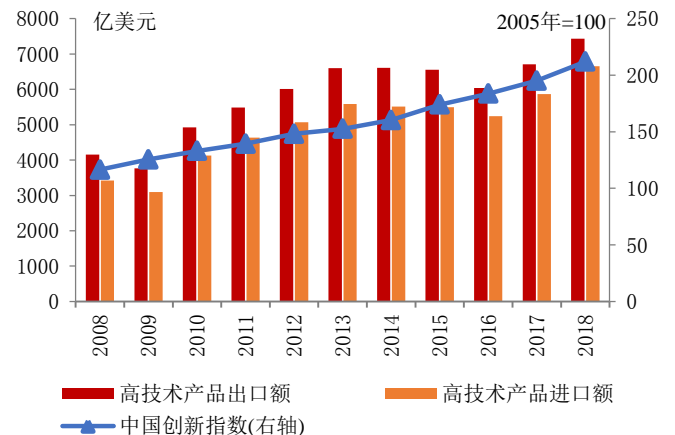
从消费端来看，需求拉动供给，要以满足国内消费为首要出发点，打造适应国内市场消费升级需求的更为完整、安全的产业链体系，我们认为，出口转内销将是未来3-5年重要的产业调整方向。6月22日，国务院办公厅发布《关于支持出口产品转内销的实施意见》，从加快转内销市场准入、促进“同线同标同质”发展、发挥有效投资带动作用、精准对接消费需求、做好融资服务等方面推出十条举措，大力支持出口产品转内销。出口转内销作为供给侧结构性改革的一项辅助性措施，不仅是破除疫情期间发展困境的救急之举，更是建立以国内大循环为主体的新发展格局，更好满足国内消费升级需求的长久之策。未来出口转内销政策将进一步引导外贸企业经营战略的转变，强链、补链、固链以充分发掘国内市场发展潜力和内生动力。

图 5：2015-2019 年产能利用率上升，工业增加值增速止跌

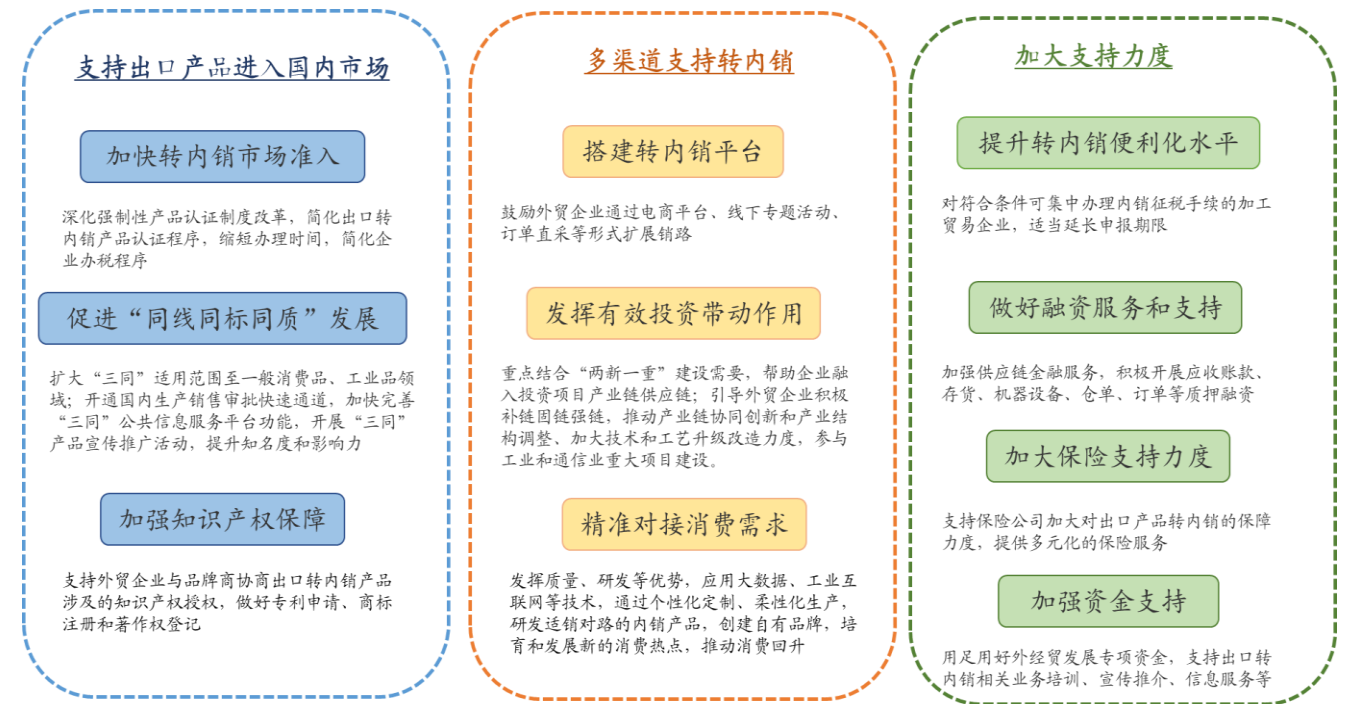


数据来源：wind、西南证券整理

图 6：供给侧改革以来我国创新能力快速提升



数据来源：wind、西南证券整理

**图 7：国务院办公厅关于支持出口产品转内销的实施意见**


资料来源：中国政府网，西南证券整理

## 2.2 提升居民最终消费对经济的贡献率

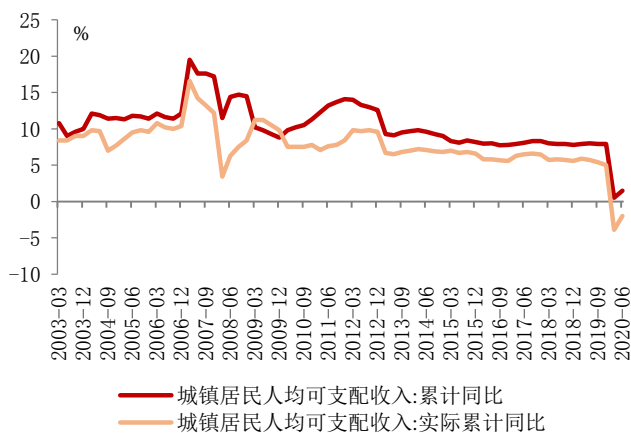
**深化收入分配改革，提升居民边际消费倾向。**消费改善的基础是收入水平的提高，根据 2019 年的统计数据，我国低收入组和中间偏下收入组共 40% 家庭户对应的人口为 6.1 亿人，年人均收入为 11485 元，月人均收入近 1000 元，其中，低收入组户月人均收入低于 1000 元，中间偏下收入组户月人均收入高于 1000 元。改革开放以来，我国居民消费水平已经得到了显著提升，但 1989 年以来，我国家庭人口结构变化带来的养老压力以及就业制度、住房制度和社会保障制度的变化使得我国居民边际消费倾向总体呈下降趋势。今年受疫情影响，我国居民消费率明显下降，储蓄率明显上升，提升居民消费水平的任务更加迫切。当前我国经济仍处于复苏进程之中，大幅提升居民收入水平仍需时间，现阶段根据边际消费倾向的不同——收入越低边际消费倾向越高，通过改变收入分配机制，增加低收入群体的可支配收入，从而提升社会整体的消费水平是一条现实可行的路径。具体的措施有：发挥财政对就业的帮扶作用和转移支付功能，以稳就业为基础促进居民增收；上调退休人员基本养老金标准，但也要注意避免出现部分地区、企业标准过高反而加剧收入不均；扩大低保保障范围，对城乡困难家庭应保尽保，将符合条件的城镇失业和返乡人员及时纳入低保；完善社会保障制度以扩大居民当期消费等。

**调整居民消费结构，压降房地产贷款对居民消费的挤占。**我国除了有广大的低收入群体外，还有着世界上最大规模的中等收入群体，根据统计局给出的标准，以三口之家年均收入 10 万-15 万元人民币为标准，2017 年我国中等收入群体超过 4 亿人，他们是支撑中国内需的中坚力量。但 2013 年以来，我国社会消费品零售总额实际增速已经连续 7 年下降，尽管消费基数增大带来的增速放缓是一种正常现象，但房价的快速上涨和高位运行对居民消费所

产生的虹吸效应也是绝对不容小觑。2015年以来，50大中城市房价收入比一线城市维持高位，二、三线城市则呈加速上升之势，截止至2020年二季度，每月居民新增贷款占可支配收入的比例为29.61%，房地产对于居民消费的挤占明显。自7月24日房地产工作座谈会和7月30日的中央政治局会议以来，住建部和央行密集发声，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则；南京、无锡等城市也出手调控。坚持“房住不炒”，推动房价回归理性，将成为“内循环”为主的新格局下，提升居民消费的必由之路。

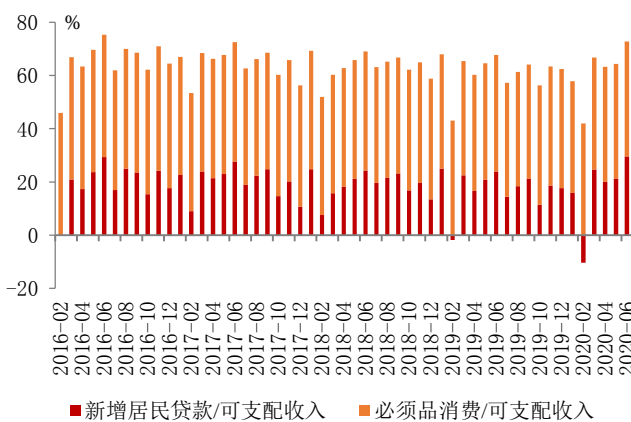
**做大国内消费增量市场，吸引海外消费回流。**2013年以来，中国居民海外消费量持续走高，2015-2019年，我国居民每年在海外消费将近2600亿美元，今年因为疫情，海外消费量骤降，出入境旅游购物难以快速恢复。为吸引这部分消费回流，中共中央、国务院6月份发布了《海南自由贸易港建设总体方案》，实行部分进口商品零关税政策，放宽离岛免税购物额度至每年每人10万元，扩大免税商品种类；多家商业企业也在申请免税牌照。按照每年回流50%，年均增速10%计算，今年回流量约有1300亿美元，2022年能达到约1600亿美元。这部分作为国内消费的增量，在显著推动最终消费对GDP贡献的同时，也能有效拉动“内循环”的生产端，促进经济循环加速。

图8：我国城镇居民人均可支配收入2013年后增速放缓



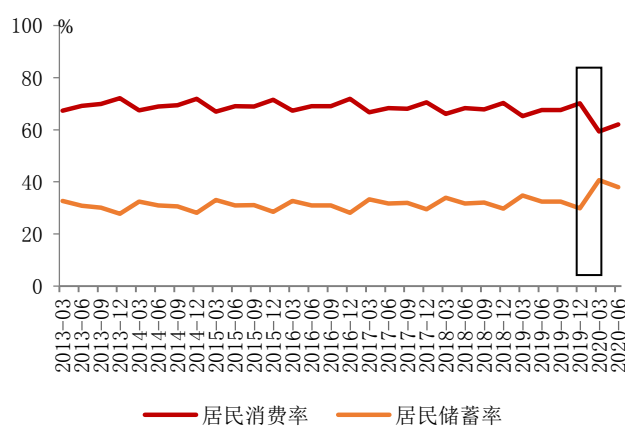
数据来源：wind、西南证券整理

图10：居民部门必需品消费和新增贷款占比高



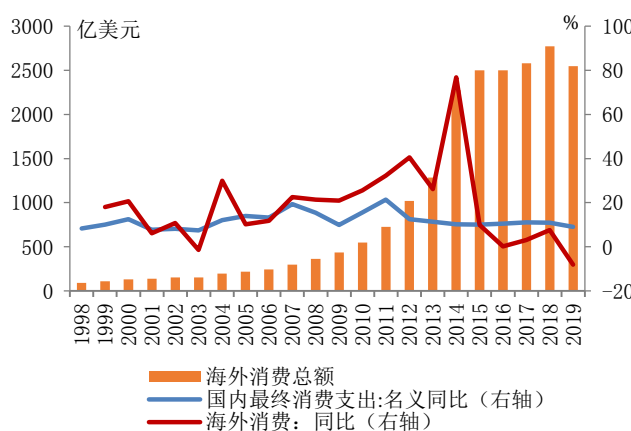
数据来源：wind、西南证券整理

图9：疫情期间我国居民消费率显著下降、储蓄率上升



数据来源：wind、西南证券整理

图11：海外消费回流空间较大



数据来源：wind、西南证券整理

## 2.3 优化民间投资与国有投资的产业布局

目前我们处于第五轮国改的冲刺期，优化国资布局，协调好国资和民资的竞合关系将是未来两年国改的重点之一。到目前为止，国有资本的行业布局 and 结构演变并未很好地实现“做优”国有资本的目标，2009-2018年间，国有企业仅在酒、饮料和精制茶制造业、家具制造业等个别行业资产利润率高于私营企业，国有企业在对民间投资产生挤出效应的同时也影响了社会整体经营效率的提高。

我们在报告《危机之下“内循环”如何解局？——之“国改三年行动”篇》中指出，新国改将围绕“做优”国企，从产业布局、公司运营、国资监管三个方面重点推进，国有资本要更多投向重要行业、关键领域、战略性新兴产业，主动退出“非主业非优势”领域；深化混合所有制改革，探索引入高匹配度、高认同感、高协同性的战略投资者；完善国资监管体制，加快形成以管资本为主的监管新模式。在提升国企经营效率的同时进一步减少行业准入标准对民营企业的区别对待，为民营企业创造更加广阔的发展空间，营造各种所有制企业公平竞争的社会氛围以推动各行业经营效率的提升。我们认为利润率并非是本次国改三年行动计划追求的重点，新的双循环格局下，国有企业需要服务于“建设现代化经济体系”，因此，先进制造与技术服务、医药生物健康、新材料、新能源、数字创意等产业将是国有资本的重点投向，产能严重过剩的煤电钢类企业将进行合并重组。

表 1：国有控股企业与私营企业资产利润率对比（单位：%）

行业	2009年		2013年		2018年	
	国有	私营	国有	私营	国有	私营
煤炭开采和洗选业	6.83	18.39	3.8	10.21	4.53	7.05
石油和天然气开采业	12.57	16.44	18.57	3.4	7.35	0.97
黑色金属矿采选业	5.3	17.69	2.76	23.01	-0.72	4.25
有色金属矿采选业	8.21	13.15	9.45	16.63	6.41	6.57
非金属矿采选业	5.52	17.01	4.89	20.31	2.57	11.72
农副食品加工业	4.79	14.67	4.69	16.98	2.92	8.31
食品制造业	5.27	12.98	5.73	15.08	5.44	9.85
酒、饮料和精制茶制造业	11.72	11.53	15.6	15.41	17.68	9.72
烟草制品业	13.19	4.86	15.27	3.02	8.38	20.93
纺织业	0.69	8.24	1.16	11.53	1.09	6.51
纺织服装 服饰业	5.31	11.12	4.87	13.49	4.28	8.98

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\\_2817](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2817)

