正确和全面理解“双循环”

——读习近平在824座谈会上讲话的体会

自从中央提出“双循环”后，社会上有各种不同的解读。8月24日，习近平在经济社会领域专家座谈会上的讲话，系统而全面地阐述了“双循环”的重要思想及其重大与深远意义。

所谓的“双循环”，即“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”，在这次座谈会上，已经把其作为编制“十四五”规划的总体指导思想，习近平在座谈会上明确指出：“‘十四五’时期是我国全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后，乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年，我国将进入新发展阶段。”意义十分重大。

习近平在会上的讲话也预示了“十四五”规划的基本发展方向与特点，他指出：“‘十四五’时期如何适应社会结构、社会关系、社会行为方式、社会心理等深刻变化，实现更加充分、更高质量的就业，健全全覆盖、可持续的社保体系，强化公共卫生和疾控体系，促进人口长期均衡发展，加强社会治理，化解社会矛盾，维护社会稳定，都需要认真研究并作出工作部署。”

一．正确和全面认识“双循环”提出的深刻历史背景

“双循环”的提出不是偶然的，是党中央在辩证地看待新挑战和新机遇的

基础上提出来的。习近平在会议上指出：“这个新发展格局是根据我国发展阶段、环境、条件变化提出来的，是重塑我国国际合作和竞争新优势的战略抉择.”。

一方面，经过长期的奋斗，我国以及建立起了完整的国民经济体系，我国存在着强大的内需动力。习近平在会议上指出“近年来，随着外部环境和我国发展所具有的要素禀赋的变化，市场和资源两头在外的国际大循环动能明显减弱，而我国内需潜力不断释放，国内大循环活力日益强劲，客观上有着此消彼长的态势。”习近平总书记还在座谈会上用数据充分说明了这一特征与趋势，他指出：“ 自 2008 年国际金融危机以来，我国经济已经在向以国内大循环为主体转变,经常项目顺差同国内生产总值的比率由 2007 年的 9.9%降至现在的不到 1%，国内需求对经济增长的贡献率有 7 个年份超过 100%”。

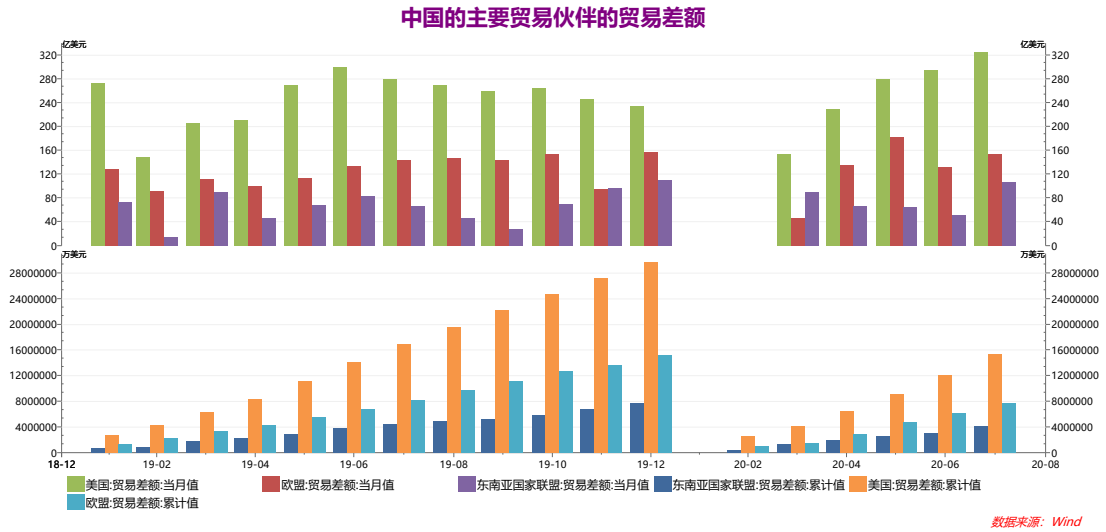
国内的需求，特别是潜在的国内需求还存在与发展中的短板和弱项中。在中国共产党的领导下，发展中存在的短板和弱项绝对不是发展的阻碍，而是发展的方向习近平在座谈会上也指出：“我国已进入高质量发展阶段，社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，人均国内生产总值达到 1 万美元，城镇化率超过 60%，中等收入群体超过 4 亿人，人民对美好生活的要求不断提高。我国制度优势显著，治理效能提升，经济长期向好，物质基础雄厚，人力资源丰厚，市场空间广阔，发展韧性强大，社会大局稳定，继续发展具有多方面优势和条件。同时，我国发展不平衡不充分问题仍然突出，创新能力不适应高质量发展要求，农

业基础还不稳固，城乡区域发展和收入分配差距较大，生态环保任重道远，民生保障存在短板，社会治理还有弱项。”

高质量的发展要求摈弃和摆脱原有的资源和市场两头在外的初级国际循环模式。

另一方面，国际形势出现了新情况，也逼迫中国进行“双循环“。习近平指出：“新冠肺炎疫情全球大流行使这个大变局加速变化，保护主义、单边主义上升，世界经济低迷，全球产业链供应链因非经济因素而面临冲击，国际经济、科技、文化、安全、政治等格局都在发生深刻调整，世界进入动荡变革期”。特别是中美关系的不稳定带来了挑战。我们注意到中国的经常项目顺差严重依赖于美国，在美国叫嚣经济脱钩的威胁下，风险和挑战空前提高。

图 1：中国的主要贸易伙伴的贸易差额



数据来源：Wind

综上分析，习近平在座谈会上作出科学判断：“未来一个时期，国内市场主导国民经济循环特征会更加明显，经济增长的内需潜力会不断释放。”

二．正确和全面认识实现“双循环”的关键所在

我们以前之所以要进行外循环，主要是寻求海外市场，或者说我们在外循环上取得了很大的成功，主要是我们开发了广阔的国际市场。而要提升内循环，最关键的是形成强大的内需。在形成强大内需方面，习近平将扩大内需作为战略基点。在座谈会上，总书记提出了以下几个关键点；

一是深化供给侧改革。习近平指出：“我们要坚持供给侧结构性改革这个战略方向，扭住扩大内需这个战略基点，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。”

二是以科技以科技创新催生新发展动能。在科技创新方面，特别是核心技术方面我们和发达国家相比，依旧存在着不少短板。习近平在座谈会上指出：“实现高质量发展，必须实现依靠创新驱动的内涵型增长。我们更要大力提升自主创新能力，尽快突破关键核心技术。这是关系我国发展全局的重大问题，也是形成以国内大循环为主体的关键”。习近平还指出：“我们要充分发挥我国社会主义制度能够集中力量办大事的显著优势，打好关键核心技术攻坚战。要依托我国超大规模市场和完备产业体系，创造有利于新技术快速大规模应用和迭代升级的独特优势，加速科技成果向现实生产力转化，提升产业链水平，维护产业链安全。要发挥企业在技术创新中的主体作用，

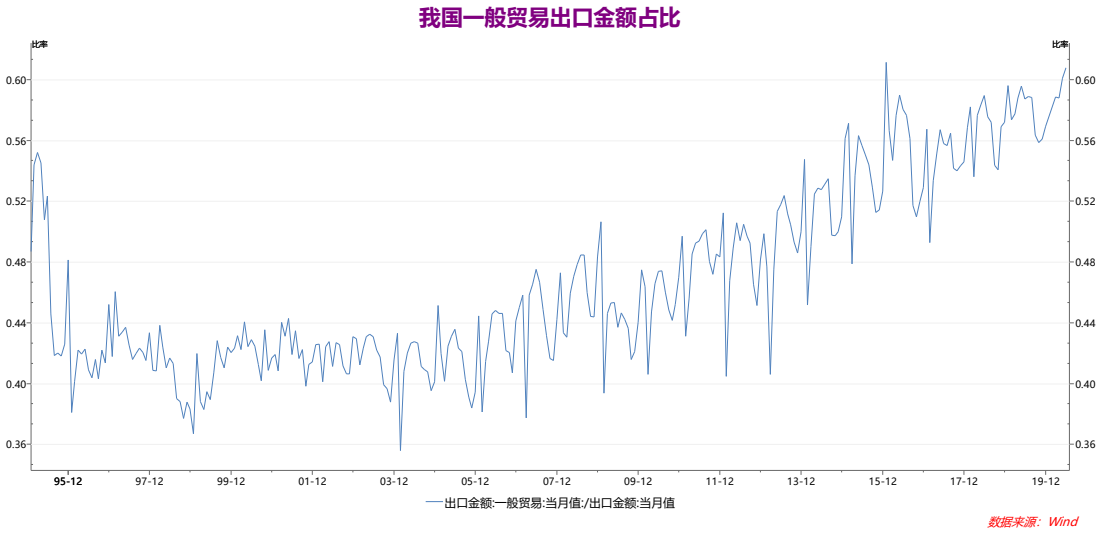
使企业成为创新要素集成、科技成果转化的生力军，打造科技、教育、产业、金融紧密融合的创新体系”。

三是以深化改革激发新发展活力。习近平指出“改革是解放和发展社会生产力的关键，是推动国家发展的根本动力”。他还指出“要坚持和完善社会主义基本经济制度，使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用，营造长期稳定可预期的制度环境。要加强产权和知识产权保护，建设高标准市场体系，完善公平竞争制度，激发市场主体发展活力，使一切有利于社会生产力发展的力量源泉充分涌流。”

三．正确和全面认识内循环和外循环的关系

内循环为主，不是要放弃外循环，不是不要改革开放，而是要放弃低质量和低水平的外循环，实现更高质量的外循环。今年来，我国出口贸易中一般贸易占比不断提高，“三来一补”的贸易方式下降，改革开放初期的“两头在外”、“大进大出”的贸易格局已经得到一定的改变，但和发达国家相比，我国的贸易格局和对外开放及参与国际分工的格局与地位依旧有较大的提升空间。

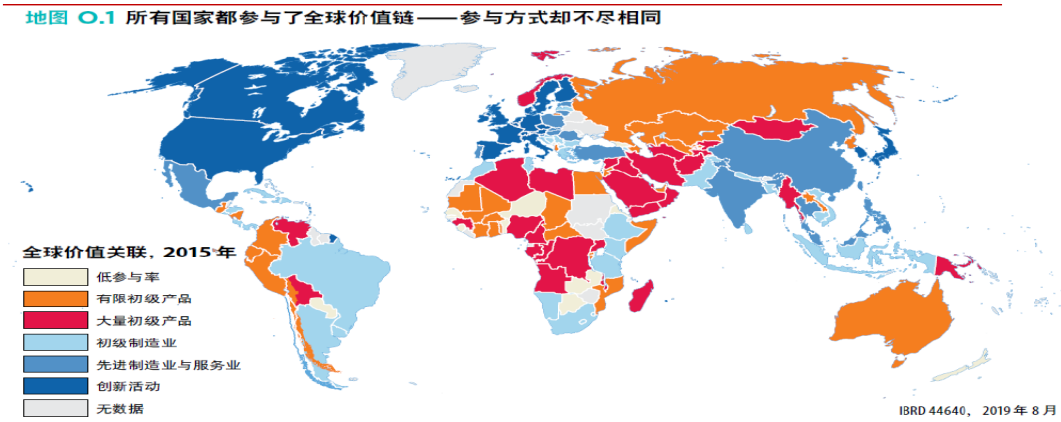
图 2：我国一般贸易出口占比



习近平在座谈会上指出：“新发展格局决不是封闭的国内循环，而是开放的国内国际双循环。我国在世界经济中的地位将持续上升，同世界经济的联系会更加紧密，为其他国家提供的市场机会将更加广阔，成为吸引国际商品和要素资源的巨大引力场”。他还指出：“对外开放是基本国策，我们要全面提高对外开放水平，建设更高水平开放型经济新体制，形成国际合作和竞争新优势。要积极参与全球经济治理体系改革，推动完善更加公平合理的国际经济治理体系。”

根据联合国的报告，我国在全球价值链参与度上已经成为“先进制造业和服务业”，但和欧美的以“创新活动”参与全球价值链依旧有距离。

图 3：全球价值链中和中国的地位

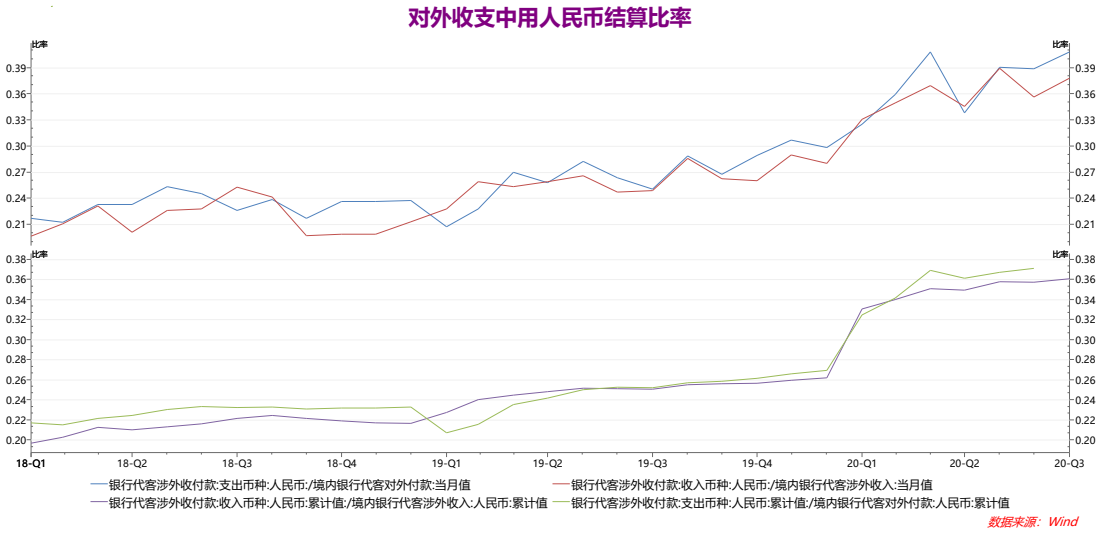


中国的开放是全方位的。我们注意到习近平特别指出：“凡是愿意同我们合作的国家、地区和企业，包括美国的州、地方和企业，我们都要积极开展合作，形成全方位、多层次、多元化的开放合作格局。”

但是，习总书记也谈到了开放中的风险与问题。他指出：“越开放越要重视安全，越要统筹好发展和安全，着力增强自身竞争能力、开放监管能力、风险防控能力，炼就金刚不坏之身。”这段论述意义重大。

上周末，从外汇管理局公布的数据来看，人民币在结汇和售汇中的比率提升，意味着人民币国际化出现了加快的趋势，但这一趋势的发展肯定是有波折和风险的。从历史上看，美国利用其霸权地位，对欧元和日元均进行过严酷的警惕，值得我们高度关注与警惕。

图 4：对外收支中用人民币结算比率



四．资本市场开放中特别要重视安全

习近平在座谈会上的讲话，消除了我们的疑虑，资本市场的开放势在必行，但是习近平总书记提醒大家“要开放越要重视安全”，这对金融领域和资本市场的开放特别具有重大战略意义，如果我们在金融市场开放中出现差错，很容易引发系统性金融风险，这方面，很多国家均有历史教训的。

面临金融服务和资本市场在开放，金融供给侧改革是条主线，如何在金融和资本市场开放的条件下，扬长避短，提高金融市场开放的质量与水平，提升资本市场在发展国民经济中的地位，提高直接融资的比率，充分利用好两个市场，两种资源，做好系统性风险的防范个管理是摆在我们最为迫切的问题。

五．在金融供给侧改革中把握市场机会

资本市场和金融服务业的对外开放是对外开放中的一个难点和攻坚点，要有充分的准备，准备不足，容易引发系统性金融风险，因为国内长期受到

保护的金融服务业国际竞争能力普遍不足，国内 130 多家券商资产规模难以和高盛等国际大行相竞争，而且服务单一、客户质量不佳、竞争手段单一，低水平、同质化竞争严重，经纪业务收入依赖于佣金，所谓的投行业务主要依赖于承销业务，和真正意义上的投资银行的含义相距甚远。因此通过金融供给侧改革，整合国内证券公司，培育出具有国际竞争能力的证券公司或者是金融集团成为当务之急。同时，由于长期以来，处于风险管理的考虑，金融业基本处于是分业经营的，但这已不符合金融深化的趋势，也和国际上大型金融公司混业经营的发展趋势是背道而驰的。组建和境外大型金融集团或投资银行可以相匹敌的金融集团和投资银行变成为了当务之急。

图 5：境内外券商规模与业绩比较

代码	简称	最新价	总市值	PE(TTM)	营业收入(2019A)	净利润(2019A)
MS.N	MORGAN ST...	51.35	80.91 B	10.42	41.42 B	9.04 B
GS.N	GOLDMAN S...	216.90	74.59 B	10.83	35.48 B	8.47 B
6030.HK	中信证券	2.44	54.26 B	18.57	6.43 B	1.75 B
6066.HK	中信建投证券	1.49	48.80 B	14.46	2.22 B	788.64 M
SCHW.N	SCHWAB CHA...	35.66	45.91 B	13.67	10.72 B	3.70 B

因此，我们始终认为，7 月以来，券商等大金融板块的走强绝对不是偶然的，其背景和导火线就是金融服务和子成本市场开放下的金融供给侧改革。

除此以外，资本市场的后续行情将继续以结构性行情为主，更对地体现以国内循环为主的“双循环”特征，更多体现出以扩大内需的战略基点，更多地体现出通过补短板和锻长板推动产业链的稳定的特征。

（银河期货研究所 20200825）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询!

联系人:万一菁 投资咨询从业证书号:Z0014329 E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn