



中国人民银行

THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

政策研究



高质量“双循环”及金融供给侧结构性改革

作 者：中国人民银行参事室主任 纪敏

摘 要：“双循环”新发展格局是从经济循环视角对高质量发展的状态描述。本文通过比较2008年国际金融危机前后全球经济特别是中美两大经济体循环格局的变化，分析了我国经济迈向高质量“双循环”新发展格局的必然性和基本特征。在此基础上，提出了未来一个时期与构建新发展格局相适应、深化金融供给侧结构性改革的基本思路和着力点。

关键词：高质量 双循环 新格局 金融改革

加快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，是党中央根据我国发展阶段、环境、条件变化作出的战略决策，也是贯穿“十四五”及未来较长时期发展的战略纲领。

经济循环是经济活动各环节相互依存、相互转化的状态描述。马克思在分析资本主义再生产过程时，曾用产业资本的三种职能状态（货币资本、生产资本、商品资本）的空间并存和时间继起阐述经济循环过程，并指出大工业和交通的发展，能够使这一过程发展为世界市场，从而获得利用全球的全面生产能力。按照这一阐述，一国经济的双循环，可理解为各类生产要素、中间以及最终需求在全球范围内的交换流动，并在这一过程中产生一国经济的溢出及溢入效应。同时，一国经济以及全球化（世界市场）发展阶段不同，很大程度上决定了双循环格局的具体特征。本文以2008年国际金融危机为大体界限，通过对比危机前后全球经济尤其是中美两大经济体循环格局的演变，揭示高质量“双循环”的内涵以及政策含义，并在此基础上，对深化金融供给侧结构性改革，促进形成高质量新发展新格局进行阐述。

一、国际金融危机前后全球经济循环格局的演变

习近平总书记在2020年8月24日经济社会领域专家座谈会上指出，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。总书记同时指出，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

到1%，国内需求对经济增长的贡献率有7个年份超过100%。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。以上两段论述表明，一方面中国经济的双循环格局及内外条件正在发生积极变化；另一方面，我们要顺应这些变化，进一步推动双循环格局向高质量方向发展。

（一）2008年国际金融危机之前的全球经济循环

2008年国际金融危机前，世界经济循环的大格局，大体是美国消费、中国生产、资源国提供资源。如果说消费是经济循环的起点和终点，这一时期美国在全球经济循环中处于中心地位，其从中获得的最大福利，就是一方面消费持续大于产出，贸易逆差和居民负储蓄不断累积；另一方面又没有发生对应的通货膨胀以及汇率贬值。同时，得益于能够从中国等国持续不断输入廉价消费品，大量低附加值劳动力密集型产业被转移出去，研发经费持续高投入，产业结构高度化进程不断加快。

这一时期中国经济的双循环模式，与美国大体呈镜像关系。一是相对于美国的需求驱动型双循环，中国更接近供给驱动型双循环。其中典型的，就是两头在外、大出大进的加工贸易模式，参与国际循环的主要是劳动力、土地等廉价生产要素。毫无疑问，外循环拉动了农村剩余劳动力转移，对扩大就业、提升劳动生产率以及城镇化发挥了重要作用。二是相对于美国的消费驱动型双循环，中国更多表现为投资驱动型双循环。过去一个时期，无论是初期的沿海开放，还是之后中西部大开发战略下的产业梯度转移，中国制造业产能的扩张、收缩以及转移，均与出口份额升降高度相关，制造业投资成为联结国民经济内外循环的重要纽带，是消化过剩储蓄、促进经济增长的重要动力。三是相对于美国的资本流出驱动型双循环，中国更多表现为资本流入驱动型双循环。过去一个时期的美国双循环

模式，表现在跨境资金流动上，就是以经常账户和财政巨额双赤字形式表现的资本外流，美国成为全球最大的净债务国。相反，中国则积累了包括美债在内的巨额国外资产，以及广泛分布的外商直接投资，成为全球最大的净债权国。以上三方面两相比较，中美双方是各展所长，各取所需，都由各自要素禀赋差异决定，反映了全球化背景下的分工深化，并无高低优劣之分。同时要看到，中美在双循环中一个积累一个背负巨额债权债务，但两国国际投资净头寸（对外投资净收益）却高低倒置¹，反映出过往全球经济循环中，资本、技术回报大于劳动回报，我国经济循环需要提升质量。

（二）2008年国际金融危机以来的变化

尽管2008年前全球经济循环显著改善了整体福利，促进了分工和技术革命，但无庸讳言，这一循环客观上也加剧了主要经济体自身的结构失衡。

对美国等消费国而言，长期依赖贸易逆差以及财政赤字透支消费，必然导致债务累积和金融风险。2008年国际金融危机的爆发，表面上是美国货币政策调整刺破了次贷泡沫，但本质上次贷及衍生品泡沫的不断累积，正是其长期以来的入不敷出、透支消费的必然结果。这一失衡不仅表现在总量上，更体现为贫富差距持续扩大等更为严重的结构问题。一方面，全球分工深化加剧了就业结构调整，产品间分工更多被产品内要素分工替代，发达国家集中于研发设计，发展中国家集中于加工制造，全球生产效率和资本回报得以提升的同时，资本与劳动以及不同技能劳动力的收入差距也会扩大；另一方面，长期低利率政策还会不断刺激资产价格上涨，从而扩

¹ 根据IMF国际金融统计数据库，2019年中国国际投资净头寸（对外净资产）为2.12万亿美元，美国为-11.02万亿美元，我国对外净资产比美国多13.14万亿美元，但从资产收益率看，我国则低于美国，其差异主要源于两国对外净资产结构，我国以金融证券投资为主，美国以直接投资为主，前者回报明显低于后者。

大财产性收入与工资性收入差距。美国商务部数据显示,2019年美国基尼系数达0.482²,远超0.4的国际“警戒线”,其中最富裕5%家庭的收入,即占居民总收入的23%,而占比达家庭总数20%的低收入户,其收入占比仅为3.1%,前者户均收入是后者的29.5倍。一定意义上,当下美国减税、鼓励制造业回流以及贸易政策调整,储蓄总额及平均储蓄率有所上升,正是其调整自身结构失衡的必要举措,有其必然性。对我国这样的生产国而言,2008年国际金融危机以来的双循环格局也呈现重大结构性变化,在优化出口结构的同时大量增加进口,在利用外资同时稳步增加对外投资,经常项目顺差从之前的长期大幅盈余,逐步下降到目前的基本平衡。

二、高质量双循环模式的必然性及基本特征

2008年国际金融危机以来内外循环趋于均衡,不仅在于外部环境的重大变化,更源于我国自身发展条件的深刻改变。得益于四十年改革开放的高速发展,2019年中国经济占全球经济份额上升到17%,对全球经济增长的拉动超过30%,人均GDP达到1万美元,综合国力显著增强。与此同时,人口结构逐渐改变,资源环境约束明显增强,经济结构转型加快,宏观杠杆率和资本产出比持续上升。所有这些变化,都决定了中国经济双循环有必要更有条件提质增效,进一步呈现以下三个特征。

高质量双循环下内需特别是消费驱动特征将更加显著。如果说满足人民群众日益增长的美好生活向往是高质量发展的主要矛盾,新双循环发展格局应更多体现内需特别是消费驱动特征。美国1978年、日本1981年、韩国1994年人均GDP达到1万美元时,居民消费占GDP比例分别为60.5%、53.9%、51.8%,美国、日本消费支出占可支配收入比重(消费倾向)分别为87%、79.2%,均明显高于我国2019年的38.8%和70.1%。未

² 数据来源:万得数据库取自美国商务部普查局的数据。

来一个时期，我国中高收入者进入消费升级期，舒适型、享受型消费明显增多，品质消费、服务消费、绿色消费方兴未艾。同时我国仍有庞大的低收入人群，无论是扩大就业、改善收入分配、健全社会保障以及加快城镇化，还是日新月异的数字技术发展，都意味着消费提升的巨大潜力。

高质量双循环对供给安全 and 质量提出了更高要求。内需驱动重要性的上升，更需要安全可靠的高质量供给相匹配。从国际产业分工看，一方面我国拥有全球最为完整的产业链；另一方面，我国产业链集中在加工装配环节，低附加值加工贸易出口占比高达四分之一，能源资源以及关键技术零部件、生产设备进口依存度较高，这一格局固然有利于发挥比较优势，但也容易固化在全球产业链的中低端分工，同时产业链以及能源资源安全问题也日益突出。从国内看，我国人均收入已达1万美元，叠加人口老龄化，劳动力成本持续快速上升，消费进入转型升级期，也要求提升供给自主性和质量。未来一个时期，适当牺牲大量进口的短期比较优势，强化关键核心技术、设备、零部件以及重要能源资源的进口替代，是高质量双循环的必然选择。

高质量双循环必然伴随高质量对外开放。内需主导和进口替代重要性的上升，不仅不意味着封闭的内循环，而且是更为开放、更高层次融入外循环。一方面，中国内循环质量的提升——内需市场进一步开发和产业链自主性的增强，需要更高层次外贸外资等外循环的支持；另一方面，内循环质量越提升，也越能形成全球资源要素配置的引力场，越能有利于形成合作竞争的新优势。事实上，如果将我国不同区域比作双循环“层次递进”格局的演变，不难发现率先开放的沿海地区非但没有因内循环质量上升（人均收入和消费水平提高）而降低开放度，相反近年来外贸外资占比不降反升且质量不断提高，这些地区不仅是信息技术、生物医药、新材料、

高端装备等先进制造业集中地，也是走出去对外投资的主体，内外循环在一个更高水平上相互促进。同时还要看到，美国经济内顾化倾向越强，溢出效应越弱，长此以往势必弱化其世界经济地位，也给我国经济外循环提供了机会。抓住我国经济内循环质量不断上升以及全球经济格局正在发生重大调整的机遇，全方位推动高水平对外开放，正是高质量发展所要求的主动求变、转危为机。

三、新双循环格局下的金融供给侧结构性改革

习近平总书记在中央全面深化改革委员会第十五次会议上强调，**构建新发展格局是事关全局的系统性深层次变革，必须推动更深层次改革，实行更高水平开放。**这其中，坚定不移地推动金融供给侧结构性改革，完善与现代中央银行制度相适应的货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，建设更高水平的开放型金融新体制，应该而且能够发挥重要作用。

适应双循环趋于均衡的宏观格局，完善以内为主、内外均衡的现代中央银行货币调控框架。近年来，随着经常项目收支基本平衡，汇率弹性明显上升，市场对人民币汇率双向“破7”习以为常，与名义经济增速对应的货币总量增速和宏观杠杆率变动渐趋合理，货币政策自主性明显增强。适应双循环宏观格局渐趋均衡的趋势，加快健全市场基准利率和收益率曲线，进一步增强利率调控的主动性，推进资本账户双向开放，发挥汇率调节宏观经济和国际收支的自动稳定器作用，加快形成以内为主、内外均衡的大国开放体货币调控框架，正是高质量双循环的题中应有之义。同时在这一过程中，加强宏观政策特别是财政、货币政策协调，健全边界明晰、有机配合、相互制衡的现代中央银行和财政制度，完善与现代中央银行制

度相适应的货币政策规则和基础货币投放机制,探索构建有效的宏观审慎管理框架并逐步扩大覆盖面,用改革的办法疏通货币政策传导,以资金要素的高度市场化定价和流动,促进国民经济整体循环畅通高效。

适应内需驱动和供给质量显著提升的要求,健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。一是适应内需特别是消费驱动特征更加显著的要求,健全政策激励和包容创新监管,着力提升金融普惠性,助推中低收入人群消费能力提升。按照守正创新、普惠民生、开放共赢的指导原则,引导金融业运用先进科技手段提升普惠金融质效。通过结构性货币政策、财税政策、监管措施的相互配合,将各类改善收入分配的政策措施,有效嵌入激励相容的市场化小微企业金融服务。以推进以人为核心的新型城镇化为契机,大力发展大城市住房租赁、老旧小区改造等配套金融服务,让更多人在大城市住得下、住得起、住得久,有效释放其消费潜力。二是适应供给要素质量显著提升的要求,着力发展高质量资本市场。一百多年前创新理论奠基人熊彼特就提出,工业体系只有依靠创新才能建立,金融是驱动创新和科技产业化的重要力量。当前我们正迎来以数字技术为代表的第四次科技革命,更需要高质量资本市场推动创新驱动发展。以新证券法实施为契机,建制度、不干预、零容忍,着力丰富资本市场层次,健全风险投资、创业投资激励政策和退出渠道,在健全投资者适当性制度和养老金体系基础上,不断引导鼓励资管产品逐步增加权益投资、信用风险债券投资比重,为科创企业提供全方位、全周期、全产业链金融服务,无疑是落实党的十九届五中全会提出的完善金融支持科技创新体系的重中之重。三是适应能源资源转型发展需要,大力发展绿色金融。我国能源资源进口依存度高,碳密集产业比重大,绿色发展不仅是满足人民群众美好生活向往的锦上添花之举,更是能源资源和产业安全的重要保障。日前我

国已宣布 2030、2060 年实现碳排放达峰和碳中和，重点领域绿色变革和可再生清洁能源发展任务艰巨紧迫，更需加快健全绿色金融发展的标准和体制机制，加大对新能源产业、能源高效利用产业的金融支持，利用金融科技推动环境信息披露与共享，拓展绿色金融业绩评价应用场景，进一步丰富绿色金融支持政策工具箱，推广 ESG(环境、社会和公司治理)投资理念，引领绿色金融国际合作，推动绿色金融成为能源资源安全、清洁、可持续发展的强大动力。

适应高质量双循环相互促进的新发展格局，以高水平金融开放打造国际合作新优势。新双循环格局下的对外合作，将更多体现为服务我国经济社会高质量发展的主动需要。随着我国经济社会迈向高质量发展，金融对外开放进入机制变革的关键期。**一是**坚定推行制度规则型开放，全面实现准入前国民待遇和负面清单，内外资同一准入与监管规则，金融市场会计、法律等基础性制度与全球通行标准接轨，金融业市场化、法制化水平国际一流。**二是**坚持市场驱动和企业自由选择，营造以人民币自由使用为基础的新型互利合作关系，推动人民币金融资产定价和交易的国际金融中心建设，以人民币全球交易市场的发展壮大，驱动能源资源、贸易投资以及各类生产要素的内外循环流动。**三是**围绕绿色发展、数字经济、能源资源产业链安全以及服务贸易等我国高质量发展的重点领域和薄弱环节，遵循国际惯例和债务可持续、绿色发展等原则，健全多元化对外投融资体系，深化一带一路倡议下的国际金融合作。**四是**深度参与国际经济金融规则的完善与制定，参与和推动全球经济金融治理机制变革。

最后，新发展格局下无论是更高水平的对外开放，还是更为充分的资金等要素流动，都对维护金融安全提出了更高要求。特别是，近年来我国周期性、结构性、体制性矛盾叠加，外部经济金融形势更趋严峻复杂，

叠加疫情冲击影响,金融风险形势面临新的挑战,更需在制度上加快健全安全可靠、富有韧性的金融安全网,“管住人、看住钱、扎牢制度防火墙”。一是加快健全自主可控的高质量金融基础设施,稳步推进金融业关键信息、支付结算、征信评级等基础设施自主可控,完善信息发布管理规则和金融业综合统计,稳妥推进数字货币研发,运用现代科技手段和支付结算机制,适时动态监管线上线下、国际国内的资金流向流量,使所有资金流动置于金融监管视野。二是提高金融监管透明度和法治化水平,健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系。在健全监管制度的同时,对违法违规行为零容忍,坚持依法依规监管,最大限度减少金融监管的自由裁量权。通过健全金融市场违约处置、存款保险制度和完善金融机构破产制度,建立市场化、法治化的金融市场退出机制,依法平等保护各类产权,压实股东、债权人、地方政府、金融监管部门责任,充分维护广大人民利益,严肃市场纪律,切实防范道德风险。三是建立与更高水平开放相适应的跨境资金流动监管体系,完善宏观审慎和微观合规两位一体的管理框架,保持微观监管政策跨周期的稳定一致可预期。在保证公平竞争和要素充分流动下,构筑国际一流水平的金融安全网,为高质量双循环创造稳定安全的货币金融环境。

参考文献

马克思:《资本论》第二卷第一篇,人民出版社1983年2月版。

习近平:《深化金融供给侧结构性改革,增强金融服务实体经济能力》,在中共中央政治局第十三次集体学习会议上的讲话,2019年2月22日。

习近平:《在经济社会领域专家座谈会上的讲话》单行本,人民出版社2020年8月27日。

习近平：《推动更深层次改革实行更高水平开放 为构建新发展格局提供强大动力》，中央全面深化改革委员会第十五次会议讲话，2020 年 9 月 1 日。

本书编写组：《党的十九届五中全会“建议”学习辅导百问》，党建读物出版社、学习出版社，2020 年 11 月第一版。