



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 宏观经济月度数据分析会

(2021年4月) (总第46期)

全球通胀隐忧加剧， 经济复苏立足长远

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2021年4月

全球通胀隐忧加剧，经济复苏立足长 远^①

^① 本报告为中国人民大学中国宏观经济论坛（CMF）集体研究成果，执笔人范志勇。经济学院研究生王芝清、王子君、章东迎、杨柳青和李仁钧等同学参与写作。报告存在的不足之处由执笔人负责。

目录

摘要.....	2
第一部分 基数效应推高同比增速，环比增速低于正常水平.....	4
(一) 基数效应推高 GDP 同比增速.....	5
(二) 分三次产业看，第三产业复苏缓慢拖累 GDP 增速反弹.....	8
(三) 工业部门增速基本恢复到疫情之前的水平.....	10
(四) 就业市场保持稳定.....	10
二、需求面.....	14
(一) 修复性消费需求复苏弱于供给复苏.....	15
(二) 投资增速同比快速反弹，环比稳健修复.....	18
(三) 物价类 CPI、PPI.....	23
三、国际贸易与 FDI.....	30
(一) 进出口.....	30
(二) FDI.....	39
(三) 以美元计价的外汇储备减少主要系汇率折算和资产价格变化所致.....	41
(四) 基本面支撑人民币汇率，需关注外部环境不确定因素.....	43
第二部分 我国经济复苏面临的外部挑战和不确定性.....	45
一、全球经济增长态势与前瞻.....	45
二、全球疫情、疫苗接种及复苏的不确定性.....	47
三、全球金融市场泡沫加剧.....	49
四、主要发达国家财政货币政策冲击.....	51
第三部分 积极政策宜适度放缓，但不可急转.....	57
一、货币政策收紧短期流动性，中长期保持适度宽松.....	57
(一) 广义货币供给增速稳中趋降.....	57
(二) 利率政策区间保持平稳，货币政策存在微调.....	59
(三) 社融规模增速放缓.....	61
(四) 国债收益率进入稳定区间.....	64
二、持续积极的财政政策，提升资金使用效率.....	65
三、政策建议.....	69
(一) 货币政策.....	69
(二) 财政政策.....	70
(三) 开放政策.....	70

摘要

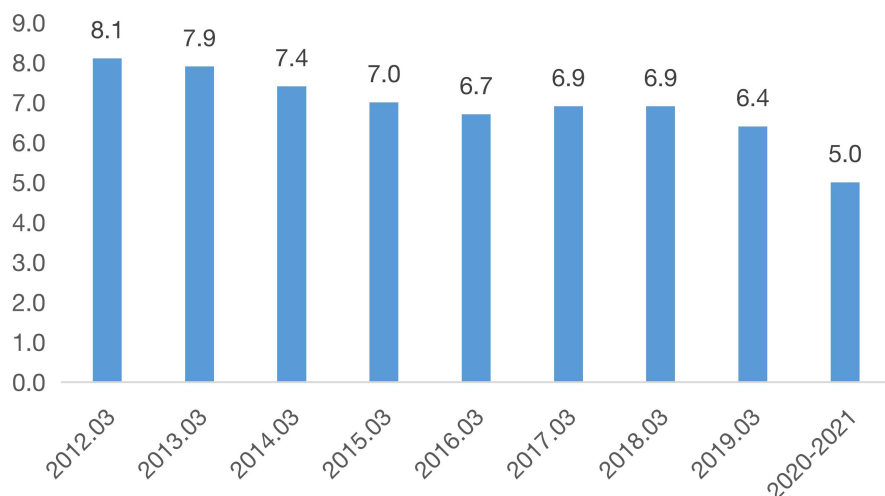
4月16日，全球瞩目的中国一季度宏观经济数据公布。在数据公布之前，国内国外研究机构均预测2021年一季度中国将实现较高的同比增长，18.3%的同比实际增速体现出较高的经济恢复水平。2021年是十三五收官和十四五的开局之年，面对今年冬春疫情考验和外部环境的不确定性，各地认真贯彻中央部署，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果。初步核算，一季度国内生产总值按可比价格计算，同比增长18.3%，比2020年四季度环比增长0.6%；比2019年一季度增长10.3%，两年平均增长5.0%。分产业看，第一产业同比增长8.1%，两年平均增长2.3%；第二产业增加值同比增长24.4%，两年平均增长6.0%；第三产业增加值同比增长15.6%，两年平均增长4.7%。

科学判断一季度的宏观经济形势及其体现的经济长期复苏前景，需要从两个方面进行把握。

第一，科学认识一季度国内生产总值实现的18.3%的同比增长。同比增长率是与去年同期相比，实现的增长率。2020年一季度恰好是我国疫情爆发的初期阶段，全国各地正常的生产生活秩序处于停滞的时期。因此受到上年较低基数的影响，随着今年我国经济秩序的逐渐恢复，必然在一季度实现较高幅度的同比增长。

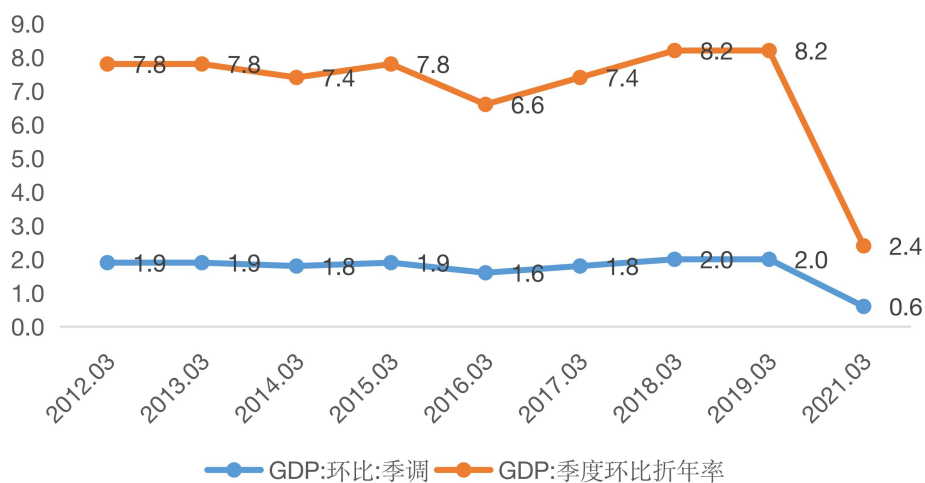
第二，全面认识一季度实现的平均增长率和环比增长率。对比历年一季度GDP同比增长率可以发现，2021年一季度GDP增速尚未完全弥补疫情造成负面影响，见图1.1。2015年至2018年期间，各年一季度GDP同比增速大致在7.0%左右。2019年降至6.4%，比之前略有下降。根据统计局数据从2019年到2021年两年一季度的平均增长5.0%，远低于2019年的水平，显示我国宏观经济尚未

完全回到全球的增长轨道。



历年一季度 GDP 同比增长率 (%)

环比增长率同样印证上了上述判断，见图 1.2。2015 年至 2019 年期间，各年一季度 GDP 季调后环比增速大致在 1.9% 左右，其中 2016 年一季度稍低，为 1.6%。折合成年度增长率则在 7.4%-8.2% 之间，同样的 2016 年一季度稍低，为 6.6%。根据统计局数据 2021 年一季度比 2020 年四季度环比增长 0.6%，折合年增长率仅为 2.4%。这一增长率仅比 2020 年全年 2.3% 的增长率稍高。这表明，截至今年一季度，我国宏观经济大致延续了 2020 年年末的增长趋势，尚未实现全面的经济反弹。



历年一季度 GDP 环比增长率 (%)

造成这一现象的原因即包括全球疫情的间接影响，也包括今年一季度出现了零星散发疫情以及就地过年等政策造成的直接影响。连续两年的平均增长率和环比增长率低于疫情之前的趋势水平具有深刻的政策含义。这预示着为应对疫情所采取的各项积极财政和货币政策尚未到全面退出的临界点。未来一段时间宏观经济政策应该采取有序的渐进性调整，而不是全面的转向。

从同比增速的角度看，预期全年 GDP 增速将出现前高后低；而从环比增速的角度看，全年 GDP 增速将逐步回升，回归正常状态。结合大量数据和事实梳理，本文得出了以下基本判断：

判断一：一季度 GDP 同比增速超预期，主要是由于基数较低造成的。随着基数效应的减弱，未来几个季度同比增长率将出现逐季递减现象。

判断二：综合 2019 年至目前季度 GDP 的平均增速，GDP 缺口尚未得到充分回补。环比增长率更加明确显示 GDP 增速低于正常水平，未来还有较大的加速上涨空间。

判断三：基于一季度宏观数据的整体表现，预期宏观经济政策的基本定位不宜进行过度调整。积极财政政策和货币政策应根据宏观经济形势变化进行有序、渐进调整。

第一部分 基数效应推高同比增速，环比增速低于正常水平

2020 年初爆发的疫情对我国乃至全球经济造成了重大冲击，造成我国 GDP 增速在当年一季度出现 6.3% 的负增长。由于巨大的基数效应，今年一季度 GDP 同比增速达到历史最高的 18.3%。

一、供给面

(一) 基数效应推高 GDP 同比增速

得益于过去一年间常态精准的疫情防控和公众的有效参与,我国经济在2020年虽然遭受了严重的新冠疫情冲击,但是今年一季度各项宏观经济指标均快速上行。

今年1季度我国GDP实际同比增长18.3%,比2019年第一季度增长10.3%,两年平均增长5%。其中,第一产业同比增长8.1%,第二产业同比增长24.4%,第三产业同比增长15.6%。与去年同期相比,我国三大产业均有不同程度的上升,虽然这里有去年第一季度供需两端急剧收缩、基数较低带来的影响,但也部分反映了我国一季度国民经济持续稳定恢复,显示出较强的自我修复能力和稳健的长期发展趋势。

从2019-2021年两年平均增长率来看,疫情造成的产出缺口尚未得到完全回补。根据统计局数据从2019年到2021年两年一季度的平均增长5.0%,远低于2019年的水平,显示我国宏观经济尚未完全回到全球的增长轨道。其中,距离恢复到正常水平差距最大的是第三产业。数据显示,从2013年至2019年第三产业一季度平均增速为8%左右;而2019年至2021年累计年平均增速仅为4.7%。甚至低于同期第二产业的增长速度。这显示我国经济尚在恢复进程之中。

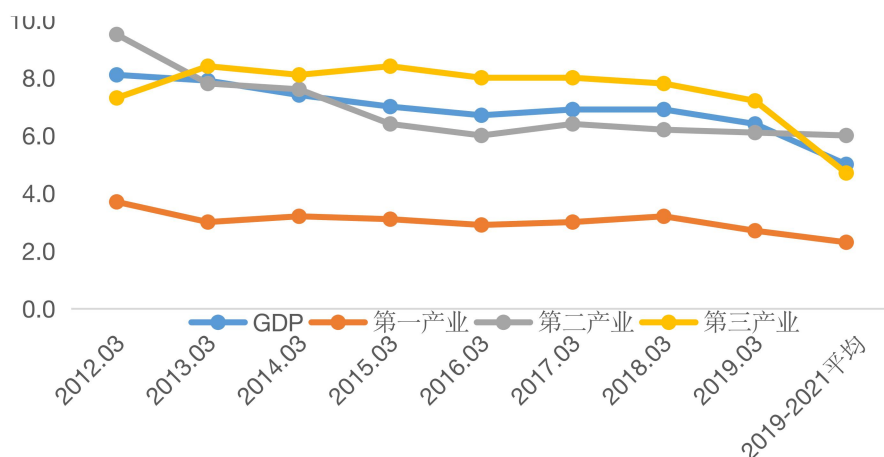


图 1.1.1 GDP 及其组成部分同比增速 (%)

注：2019-2021 平均是指两年一季度累计同比增长年率，下同。

在环比上，我国 GDP 实际环比增长 0.6%。这一数据显示出我国经济正在继续从新冠肺炎疫情的冲击中恢复正常，但复苏速度慢于去年第四季度的环比增长 10.4%。图 1.2 显示 2015 年至 2019 年期间，各年一季度 GDP 季调后环比增速大致在 1.9% 左右，其中 2016 年一季度稍低，为 1.6%。折合成年度增长率则在 7.4%-8.2% 之间，同样的 2016 年一季度稍低，为 6.6%。根据统计局数据 2021 年一季度比 2020 年四季度环比增长 0.6%，折合年增长率仅为 2.4%。这一增长率仅比 2020 年全年 2.3% 的增长率稍高。这表明，截至今年一季度，我国宏观经济大致延续了 2020 年年末的增长趋势，尚未实现全面的经济反弹。

相对缓慢的增长主要可能是受到“就地过年”政策的影响，拉低了节假日效应对经济的驱动，也有可能是受到由于年初部分地区疫情小规模爆发，应对疫情采取的防控措施的不利影响。可见，虽然 GDP 同比增速较高，但是近两年的平均增长率和第一季度的环比增长率要显著低于同比增长率，表明疫情对我国经济冲击的余波并未消退，需要实事求是、长短兼顾谋划下一步发展，合理把握政策力度、选择政策工具，保持政策连续性、有效性和可持续性。

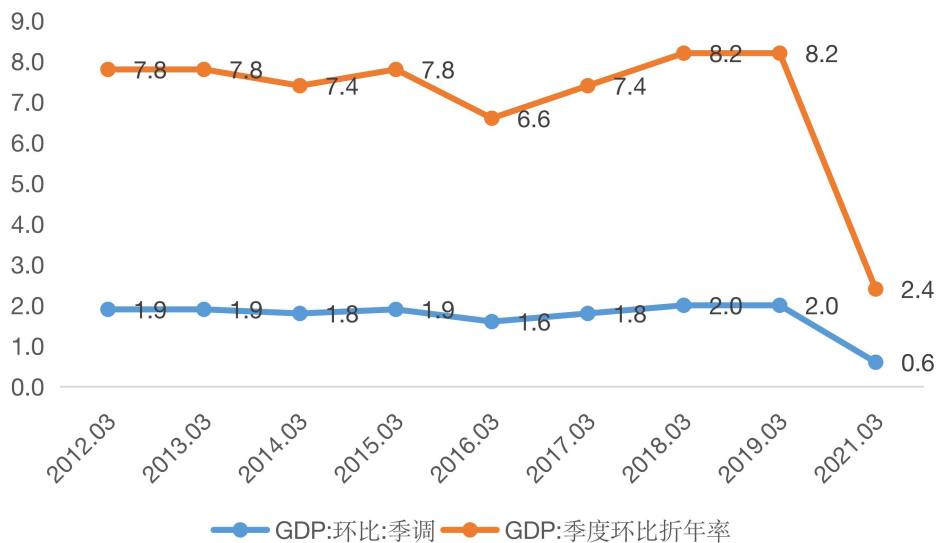


图 1.1.2 历年一季度 GDP 环比增长率 (%)

2021 年是十四五的开局之年，也是构建新发展格局的第一年。从当前的形式看来，今年我国经济增长面临的有利因素较多。首先，依照“应接尽接、梯次推进、突出重点、保障安全”的原则，我国疫苗接种有序推进。截至 4 月 15 日 24 点，已接种疫苗 18353.6 万剂次。^①随着疫苗接种的加速推进，疫情在我国的传播蔓延将得到有效控制，在内地大范围爆发的风险进一步降低。其次，政府部门在扩大内需、支持创新等方面不断发力，各级政府出台了一系列有力举措为经济的恢复和发展奠定了坚实的基础。第三，世界范围内大规模的疫苗接种计划能够将疫情加以控制，目前局部复苏的世界经济最终会转向整体性复苏，同时也促进了我国经济的整体恢复性增长。总体而言，自去年 10 月以来，伴随着全球经济前景的改善、全球主要经济体大幅增加财政刺激措施和多个主要国家的疫苗部署稳步进行，上述事态的发展都大大增强了企业和消费者的信心，而这种信心已开始影响生产和支出以更快速度增长。

^① 国家卫健委 4 月 15 日：《新冠病毒疫苗接种情况》，
<http://www.nhc.gov.cn/xcs/yqfkdt/202104/080e685e7a0b47bcb7bfef7e02499a45.shtml>

(二) 分三次产业看，第三产业复苏缓慢拖累 GDP 增速反弹

三大行业复苏速度不同步。第三产业复苏缓慢拖累 GDP 增速反弹。自 2014 年之后，第三产业一直是我国 GDP 增长的首要推动。然而第三产业也是受疫情冲击最大的行业。受疫情影响，目前第三产业增速尚未恢复到疫情之前的情况，成为拖累 GDP 复苏的重要因素。疫情爆发之前，第三产业对 GDP 增长的贡献率超过 60%。目前，第三产业和第二产业对 GDP 增长的贡献率大致相当，均在 50% 上下，见图 3。

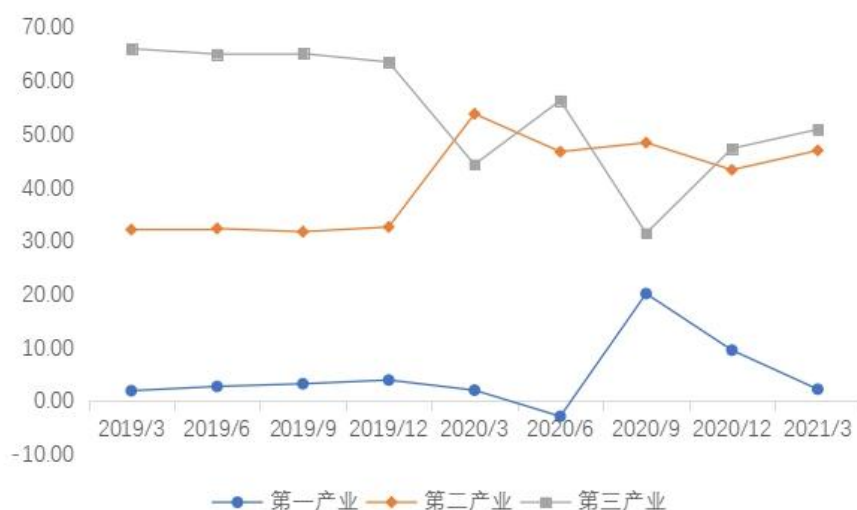


图 1.1.3 GDP 累计增长贡献率 (%)

今年第一季度，三大产业产出同比均有所上升。第一产业的迅速恢复，农业生产形势良好，春耕春播有序推进。即使在去年新冠疫情爆发的不利条件下，我国的粮食总产量依旧创历史新高，过去 6 年粮食产量都在 1.3 万亿斤以上。由于农产品的供给稳定，有利对冲了国际粮食价格波动的潜在风险，当前粮食价格总体平稳。今年一季度虽然个别地区遭受了新冠疫情的小范围困扰，但是由于供给充裕，我国粮食价格仍总体平稳，价格没有出现大的波动。一季度粮食生产价格指数同比上涨 0.6%，如果单从 3 月份来看，居民粮食消费价格指数环比持平，均是小幅上涨，环比持平。

另一方面，一季度我国肉类产品供应增长迅速，对平抑消费者价格指数上涨创造了有利条件。今年一季度猪牛羊禽肉产量 2200 万吨，同比增长 21.4%，其中猪肉产量增长 31.9%。生猪产能显著恢复，一季度末生猪存栏 41595 万头，同比增长 29.5%，其中能繁殖母猪存栏 4318 万头，增长 27.7%。

第二产业增速基本恢复至疫情之前水平。由于季节性和春节假期以及年初我国局部地区新冠疫情反弹的影响，一季度我国工业产值环比出现季节性减缓，但是在内外需持续恢复和“就地过年”政策的联合作用下，一季度的工业数据依旧好于预期。可以预见的是，随着未来季节性因素的消退和各项生产活动趋于常态化，工业生产仍将保持较好较快增长。并且，随着海外疫苗接种范围的扩大，全球经济复苏势头持续上扬，外部需求有望进一步扩大，伴随着国内的各项宏观经济政策的出台和落地，未来中国宏观经济政策的稳定性、连续性势必进一步增强，这都利好工业企业的生产经营。

第三产业复苏缓慢拖累 GDP 增速反弹。疫情期间，受直接冲击最大的是第三产业，同时也是复苏最为缓慢的行业。2021 年 2 月服务业生产指数同比增速为 25.3%，两年平均增长 6.8%。随着疫情防控形势的逐步好转和新冠肺炎疫苗的陆续上市，原本景气度较低的交通运输、仓储和邮政业，以及文化、体育和娱乐业等服务业增长也将逐步回升。交通运输、仓储和邮政业，房地产业增加值同比分别增长 32.1%、21.4%，两年平均分别增长 6.6%、6.8%。信息传输、软件和信息技术服务业，科学研究和技术服务业营业收入同比分别增长 35.0%、47.8%，两年平均分别增长 17.4%、11.5%。住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业回暖迹象更趋明显，服务业修复进度有望提速。

分行业来看，铁路运输、航空运输、电信广播电视卫星传输服务、互联网软

件及信息技术服务、货币金融服务等行业商务活动指数运行在 60.0%以上高位景气水平，服务业商务活动指数三月份录得 55.2%，比 2 月份回升 4.4 个百分点。预计外部需求的回升将使现代服务行业的活动以稳定的速度扩张，但是，由于疫情在全球多地尚未减弱，国际旅行限制将继续阻碍我国旅行相关服务行业的复苏。



图 1.1.4 第三产业增加值同比增速 (%)

(三) 工业部门增速基本恢复到疫情之前的水平

在统计上的低基数原因的影响下，工业增加值各行业均出现了不同程度的报复性上涨。3 月份企业利润显著回升，各项减税降费政策有效降低了经营成本，进一步提升了工业企业的生产意愿。

一季度，全国规模以上工业增加值同比增长 24.5%，环比增长 2.01%；两年平均增长 6.8%，基本恢复到疫情之前的水平。其中，3 月份规模以上工业增加值同比增长 14.1%，环比增长 0.60%，见图 1.5。三大门类里，采矿业增加值同比增长 2.9%，两年平均增长 3.5%；制造业同比增长 15.2%，两年平均增长 6.4%；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 13.9%，两年平均增长 5.9%。见图 1.6。3

月制造业PMI录得51.9，为一年以来的次新高点，其中生产指数和新订单指数分别比2月高出2.0和2.1个百分点，景气程度显著回升。随着全球经济延续修复进程，后续工业品价格仍有上行空间，叠加基数效应，上半年工业企业利润仍将延续高增长。

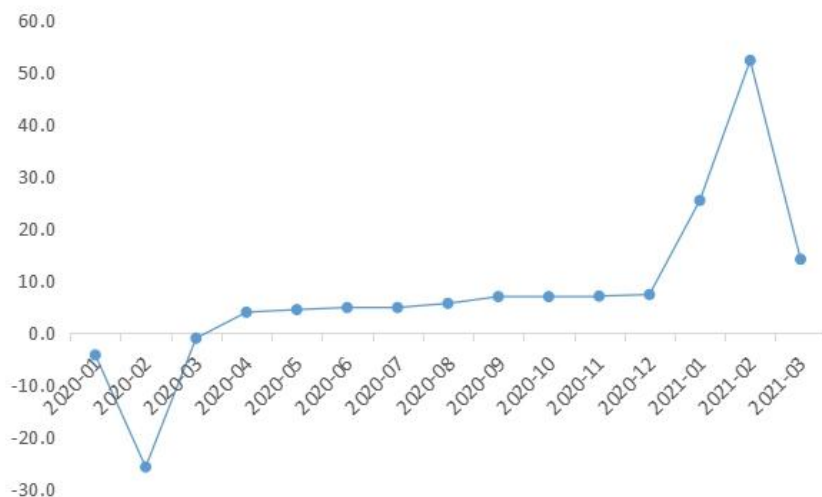


图 1.1.5 工业增加值同比增速 (%)

分行业看,3月份41个大类行业均保持同比增长。农副食品加工业增长8.3%，食品制造业增长6.3%，纺织业增长7.5%，化学原料及化学制品制造业增长11.9%，医药制造业增长16.2%，橡胶和塑料制品业增长14.8%，非金属矿物制品业增长24.5%，黑色金属冶炼及压延加工业增长12.3%，有色金属冶炼及压延加工业增长5.9%，金属制品业增长22.5%，通用设备制造业增长20.2%，专用设备制造业增长17.9%，汽车制造业增长40.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长9.8%，电气机械及器材制造业增长24.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长12.2%，电力、热力的生产和供应业增长13.6%。

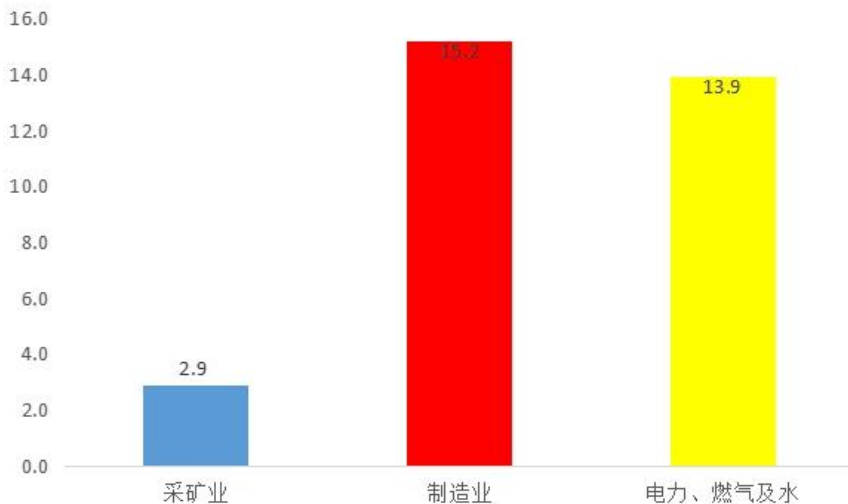


图 1.1.6 三大门类当月同比增长率 (%)

分经济类型来看,分经济类型看,一季度国有控股企业增加值同比增长 10.9%;股份制企业同比增长 13.4%,外商及港澳台商投资企业同比增长 17.4%;私营企业同比增长 16.8%;高技术企业增长 14.1%。

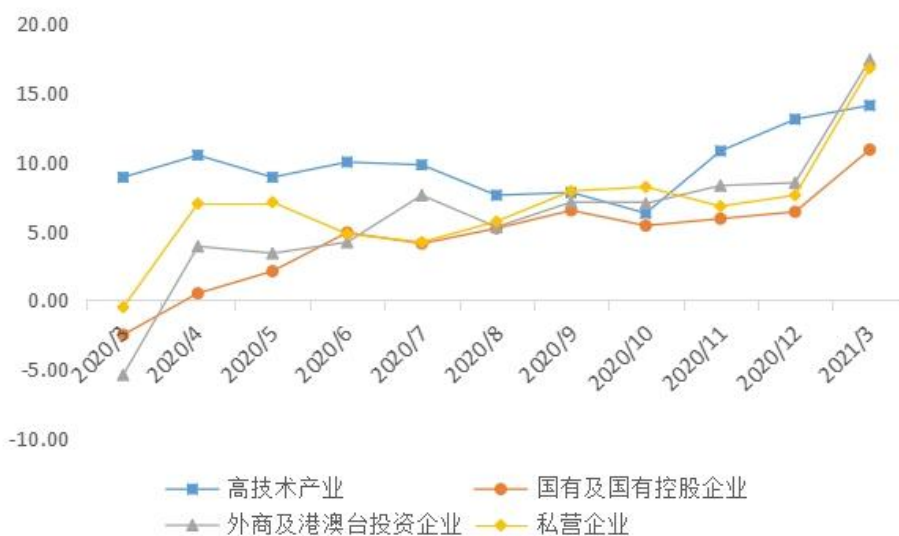


图 1.1.7 各经济类型三月份同比增长 (%)

分产品看,612种产品中有505种产品同比增长。其中,钢材11987万吨,同比增长20.9%;水泥19702万吨,增长33.1%;十种有色金属548万吨,增长12.7%;乙烯249万吨,增长27.8%;汽车251.7万辆,增长69.8%,其中,新能源汽车23.3万辆,增长237.7%;发电量6579亿千瓦时,增长17.4%;原油加工

量 5979 万吨，增长 19.7%；原煤 34076 万吨，同比增长 1.03%；焦炭 3979 万吨，增长 5%。

3 月份，工业企业产品销售率为 96.5%，同比提高 1.4 个百分点；工业企业实现出口交货值 11947 亿元，同比名义增长 15.9%。

（四）就业市场保持稳定

一月份城镇调查失业率因季节性效应环比上升 0.2%至 5.4%，2 月则进一步上升至 5.5%，三月份开工后则下降至 5.3%。受到“就地过年”政策的影响，一季度失业率均略高于 18、19 年同期水平。但相比 1、2 月份，3 月总体就业形势情况较好，官方 PMI 制造业从业人员指数录得 50.1%，为过去一年内新高，非制造业从业人员指数上升 1.3 个百分点至 49.7%。目前工业企业利润增速较高，生产经营预期指数仍大幅高于长期均值。2021 年 3 月，31 个大城市城镇调查失业率为 5.3%，较去年同期下降 0.4 个百分点，城镇调查失业率为 5.3%，较去年同期下降 0.6 个百分点，一季度全国城镇累计新增就业 297 万人，较去年同期累计同比上升 29.69 个百分点。

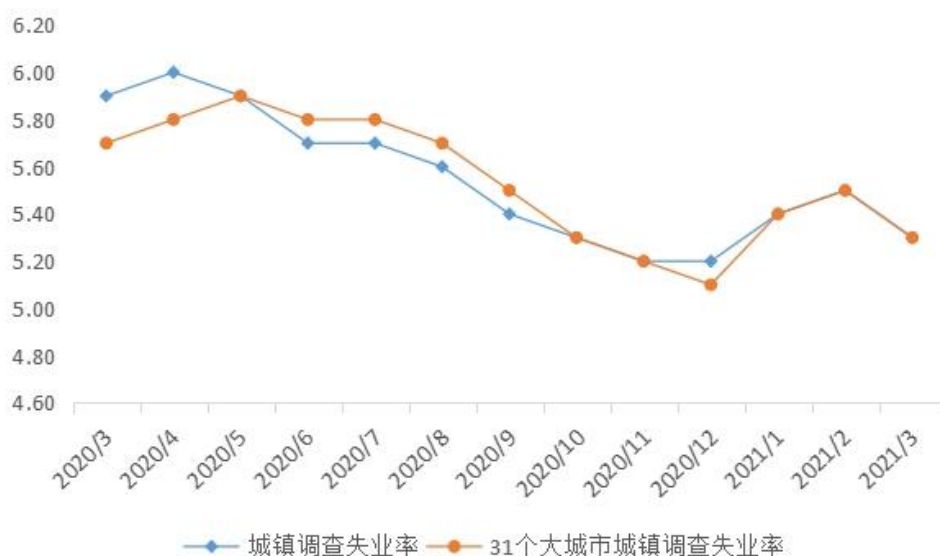


图 1.1.8 城镇调查失业率 (%)

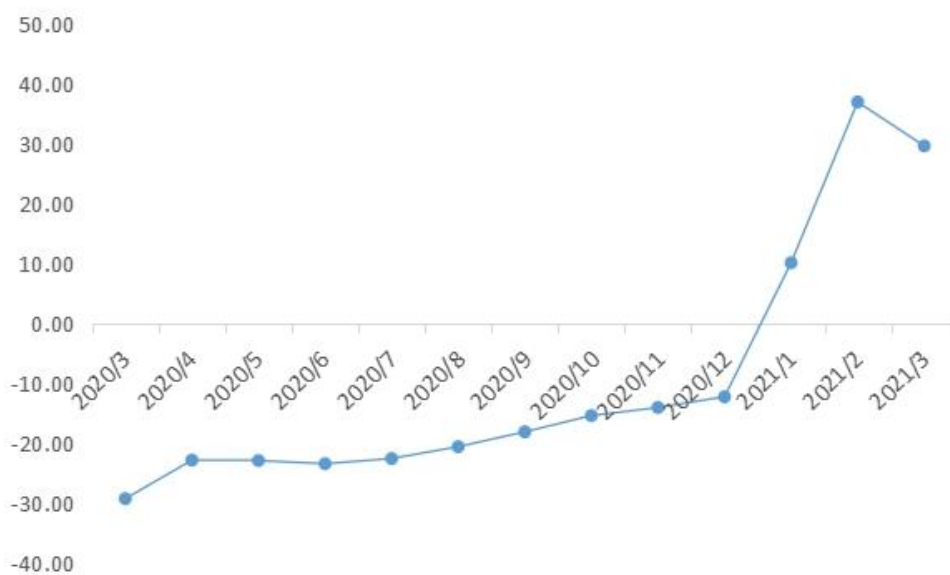


图 1.1.9 城镇新增就业人数:累计同比 (%)

二、需求面

在需求结构方面，近年来最终消费一直是拉动总需求的最主要力量。2016 年最终消费对 GDP 增长率的贡献份额接近 80%，此后逐渐下降。疫情爆发之后，最终消费对 GDP 的贡献率稳定在 60%左右。疫情爆发之后，资本形成对 GDP 增长的拉动作用下降比较明显。2020 年和 2021 年一季度，资本形成对 GDP 增长的贡献率稳定在 20%左右。而此前 2016 年-2018 年期间该比例约在 30%上下。比较可喜的是，疫情之后我国净出口逆势增长，对稳定 GDP 增长起到了关键的作用，见图 1.2.1。

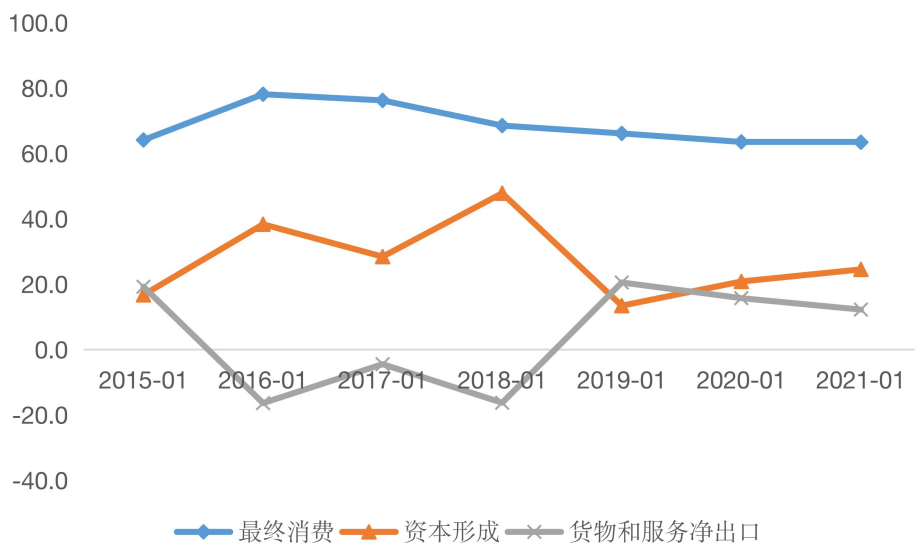


图 1.2.1 GDP 同比增速贡献率 (%)

(一) 修复性消费需求复苏弱于供给复苏

2021年3月份，社会消费品零售总额同比增长34.2%；比2019年3月份增长12.9%，两年平均增速为6.3%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长32.5%。扣除价格因素，2021年3月份社会消费品零售总额实际增长33%，两年平均增长4.4%。从环比看，3月份社会消费品零售总额增长1.75%。整个第一季度，社会消费品零售总额同比增长33.9%，两年平均增速为4.2%；经季节调整，与2020年第四季度环比增长1.86%。

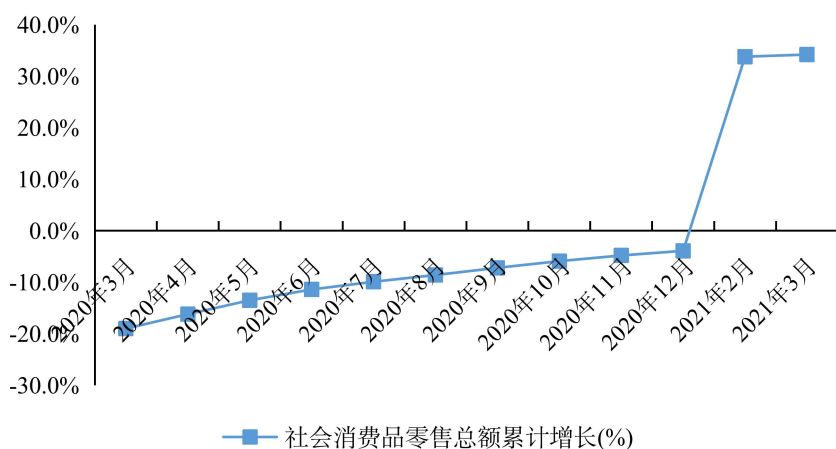


图 1.2.1 社会消费品零售总额累计增长

社会消费品零售总额的提高反映出以下两个问题：一是随着国内疫情的得到有效控制，各行业稳步复工复产，劳动力市场逐步复苏。收入预期逐渐稳定，直接导致了消费品零售额出现修复性增长。二是在“就地过年”的号召下，消费品零售额和 2019 年初相比依然有所增长，反映出国内消费仍然具有较大的潜力。2020 年因为新冠疫情冲击形成的线上消费习惯和偏好仍将持续，并且成为促进拉动消费增长的动力。

按经营单位所在地分，第一季度城镇消费品零售额 91345 亿元，同比增长 34.6%，两年平均增长 4.3%；乡村消费品零售额 13875 亿元，增长 29.4%，两年平均增长 3.2%。乡村社会消费品零售总额同比增幅低于城镇社会消费品零售总额，主要是就地过年及汽车销售增长等因素，城镇整体消费水平更高，消费需求弹性更大，而乡村消费中生活必需品比重较高，需求弹性相对较小。随着我国如期实现脱贫攻坚任务，尤其是乡村振兴战略的提出，乡村的消费潜力会得到进一步的释放。

按消费类型分，第一季度商品零售 94625 亿元，同比增长 30.4%，两年平均增长 4.8%；餐饮收入 10596 亿元，增长 75.8%，两年平均下降 1.0%。一方面，新冠疫情得到了有效控制，春节期间居民外出活动的约束和 2020 年相比有了极大地放松，消费性服务需求得到了一定程度的释放，从而推动了该类行业的复苏，另一方面，2020 年底至 2021 年初，局部地区的疫情反弹，部分地区疫情防控趋紧，具有接触性特征的消费受到一定影响。在“就地过年”的号召下，人们外出活动受限，聚餐、旅游等娱乐活动受到了一定程度的约束，某种程度上遏制了消费性服务上升复苏的势头。该行业复工复产应该晚于其他生产性行业。但是随着

疫苗在全国的普及以及局部疫情结束，餐饮业、娱乐业和旅游业等消费性服务业将会逐步恢复到疫情前水平。从经济结构和消费结构来看。对于餐饮业来说，外卖带动餐饮业更快复苏。

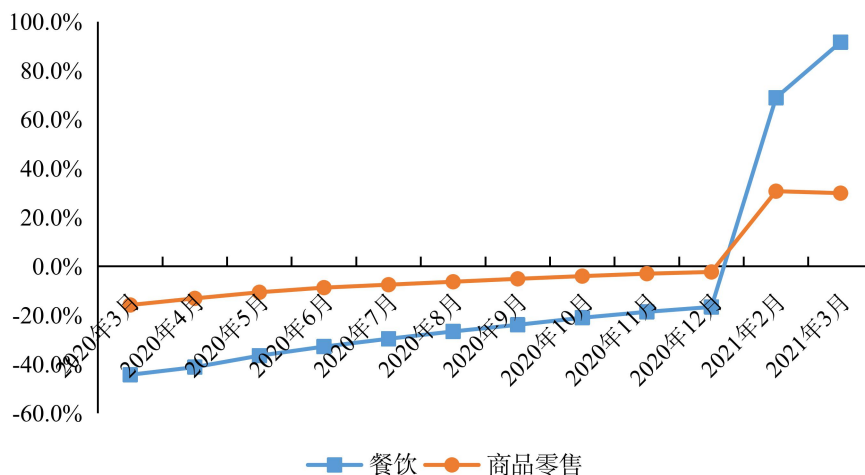


图 1.2.2 商品零售和餐饮零售总额同比增速

第一季度全国网上零售额 28093 亿元，同比增长 29.9%，两年平均增长 13.5%。其中，实物商品网上零售额 23067 亿元，增长 25.8%，两年平均增长 15.4%，占社会消费品零售总额的比重为 21.9%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 30.5%、39.6%和 21.4%，两年平均分别增长 31.6%、8.9%和 15.6%。2020 年初居家生活、办公期间，众多消费者形成“网上下单，配送到家”的消费习惯，线上购物实现逆势增长。疫情防控常态化后，居民网络购物意愿不减，新业态保持良好发展势头，疫情期间的消费习惯在一定程度上仍然予以保持。实体店铺经营明显改善。与上年同期比，年初居民外出消费活动大幅增加，实体店客流量显著回升，实体店经营明显改善。

从商品类别看，限额以上单位全部商品零售额同比增速基本上超过了 10%。基本生活类和消费升级类商品销售均较快增长。其中，化妆品、体育娱乐用品、

通讯器材等 8 类商品零售额基本恢复至疫情前增长水平，两年平均增速超过 10%。从月度数据看，3 月份商品零售额同比增长 29.9%，两年平均增长 6.9%，增速比 1—2 月份加快 3.1 个百分点。部分境外消费回流。当前，新冠肺炎疫情仍在全球蔓延，居民出境购物活动减少，部分消费需求转向境内，带动化妆品、金银珠宝、钟表、箱包等商品销售增长。第一季度限额以上单位化妆品类、金银珠宝类和日用品类商品零售额同比增速均超过 30%，其中金银珠宝类甚至达到了 93.4%，见图 1.2.3。

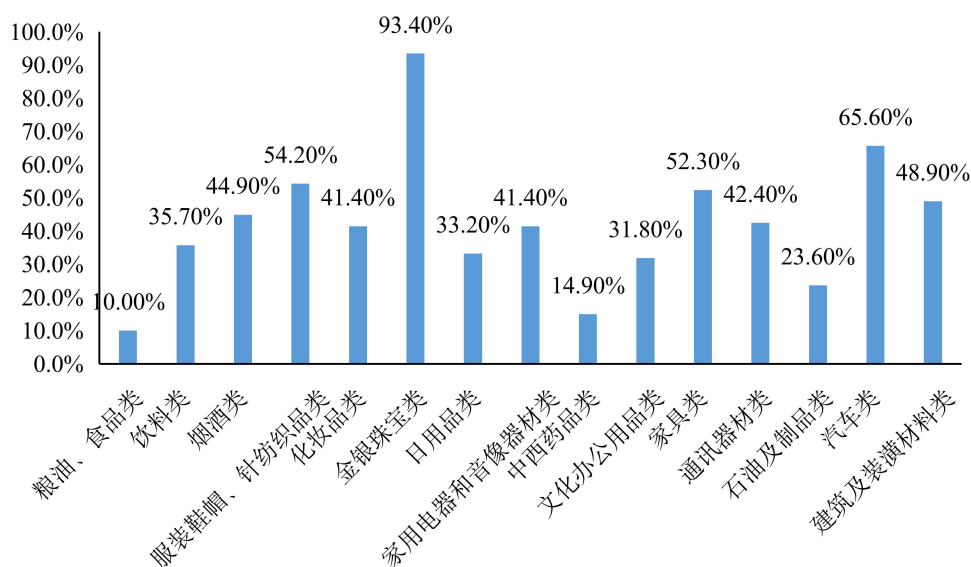


图 1.2.3 第一季度各类限额以上单位消费品零售总额同比增速

(二) 投资增速同比快速反弹，环比稳健修复

2021 年第一季度，各地区、各部门认真贯彻党中央国务院决策部署，贯彻新发展理念，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，进一步发挥投资关键作用，投资稳定恢复，结构优化向好。

和 GDP 增速变化保持一致，固定资产投资增速同比快速反弹，环比稳健修复。2021 年第一季度，全国固定资产投资（不含农户），同比增长 25.6%；比

2019年同期增长6.0%，两年平均增长2.9%；经季节调整后与去年第四季度环比增长2.06%。其中，民间固定资产投资同比增长26.0%，两年平均增长1.7%。从环比看，3月份固定资产投资（不含农户）增长1.51%。

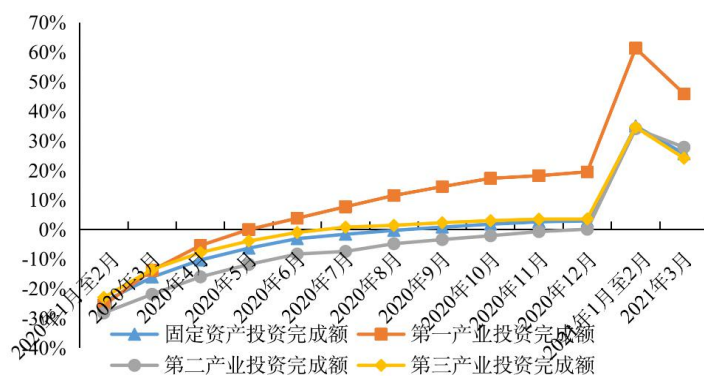


图 1.2.4 固定资产投资完成额增速

分产业看，第一产业投资同比增长45.9%，两年平均增长14.8%；第二产业投资同比增长27.8%，两年平均下降0.3%；第三产业投资同比增长24.1%，两年平均增长4.0%。第一产业的投资增长主要的原因是2020年夏秋两季洪涝灾害较为严重，灾情之后的农业生产需要大量的资本投入，与此同时，随着农村脱贫攻坚任务的完成，乡村振兴战略的提出，预计第一产业的固定资产投资会进一步增加，改变农村的经济结构。

第二产业中，工业投资同比增长27.8%。其中，采矿业投资增长20.8%；制造业投资增长29.8%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长20.0%。制造业投资情况是衡量我国经济的重要指标。制造业，特别是先进制造业不仅是参与国际竞争的先导力量，同时也是推动国内技术进步、提供高质量就业岗位源泉，是经济根本和民生保障。中国因为率先复工复产，2021年3月份制造业延续了2021年2月的增长势头，出现了29.8%的累计同比增长率。得益于双循环

战略和脱贫攻坚任务的完成,以及国外经济环境趋于稳定,制造业逐步复苏回暖,但是疫情对于制造业的冲击产生了滞后性的影响,主要体现在制造业两年平均下降 2.0%。

细分行业来看,最引人注目的是高技术制造业和高技术服务业,两者的投资同比分别增长 41.6%、28.6%,两年平均分别增长 10.7%、8.2%。高技术制造业中,医疗仪器设备及仪器仪表制造业、计算机及办公设备制造业投资同比分别增长 50.0%、49.5%,两年平均分别增长 9.1%、24.2%;高技术服务业中,检验检测服务业、研发设计服务业投资同比分别增长 55.7%、48.2%,两年平均分别增长 14.8%、21.5%。社会领域投资同比增长 31.7%,两年平均增长 9.6%;其中卫生、教育投资同比分别增长 50.9%、27.0%,两年平均分别增长 22.3%、10.4%。高技术制造业固定投资增速明显高于全社会固定投资增速,主要原因是疫情期间接触性消费受到严格抑制,与此同时线上的服务成为重要的投资热点,先进技术得以更为广泛的应用,第一季度的表现在一定程度上是对去年的响应。高新技术产业的蓬勃发展有助于优化固定投资的产业结构,推动产业转型升级。

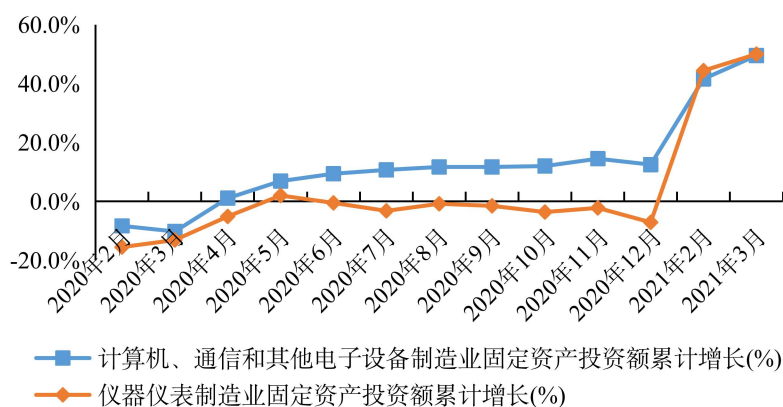


图 1.2.5 部分高技术制造业固定资产投资完成额累计同比增长率

第三产业中,基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)在

2021年第一季度出现了报复性增长，同比增长29.7%，其中，水利管理业投资增长42.5%；公共设施管理业投资增长23.5%；道路运输业投资增长25.7%；铁路运输业投资增长66.6%。2020年3月27日中央政治局会议明确加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需，全面做好“六稳”工作，启动“新”一轮基建，主要关注科技创新领域、民生工程领域基础设施升级，加快产业转型升级和高端化智能化发展；2020年5月14日，中共中央政治局常委会会议首次提出“深化供给侧结构性改革，充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”；2020年10月党的十九届五中全会，审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，预计以信息数字化为代表的新基建有助于打造国内国际双循环格局，激发国内经济活力，优化国内营商环境，引导资本为实体经济赋能，拓展投资空间。

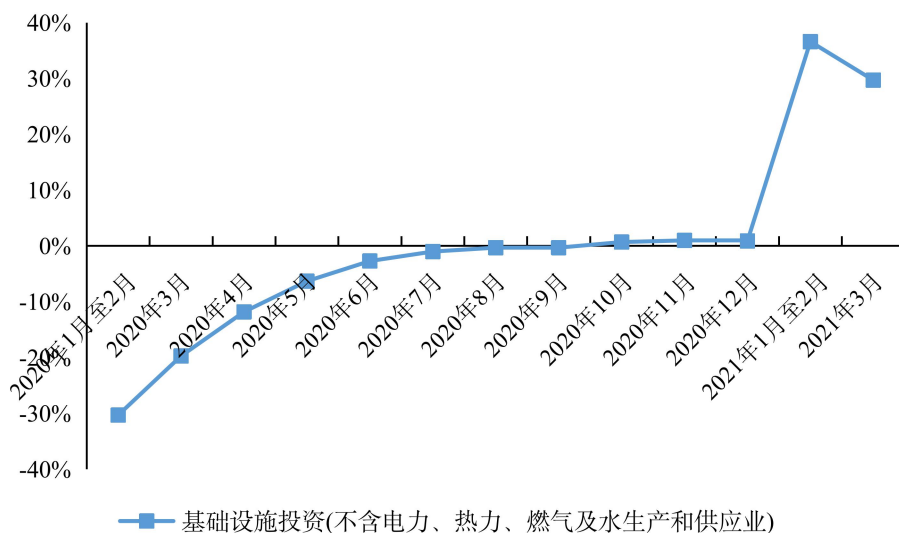


图 1.2.6 基础设施建设固定资产投资累计增长 (%)

房地产开发投资方面，全国房地产开发投资同比增长25.6%；比2019年第

一季度增长 15.9%，两年平均增长 7.6%。其中，住宅投资 20624 亿元，增长 28.8%。分地区来看，东部地区房地产开发投资 15603 亿元，同比增长 22.7%；中部地区投资 5432 亿元，增长 38.7%；西部地区投资 5955 亿元，增长 22.5%；东北地区投资 587 亿元，增长 24.8%。分类别来看，房地产开发企业房屋施工面积 798394 万平方米，同比增长 11.2%。其中，住宅施工面积 563125 万平方米，增长 11.6%。房屋新开工面积 36163 万平方米，增长 28.2%。其中，住宅新开工面积 27057 万平方米，增长 30.1%。房屋竣工面积 19122 万平方米，增长 22.9%。其中，住宅竣工面积 13888 万平方米，增长 27.1%。国内房地产投资市场有了一定程度的增加，房地产企业资金回笼压力缓解，但是这只是对于 2020 年初疫情冲击的反弹和响应。但长期中，国家对房地产行业“房住不炒”及“稳地价、稳房价、稳预期、防风险”的长效管理调控政策不会因疫情发生根本改变，住房市场体系和住房保障体系的行业长期发展趋势也不会因疫情发生变动，因此在未来的一段时间内，房地产投资不会出现特别剧烈的变化。

整体而言，2020 年疫情得到全面控制后，国内的投资出现报复性增长，尤其是以农、林、牧、渔业，居民服务、修理和其他服务业，卫生和社会工作三类行业最为明显，预计未来将会逐步恢复到疫情前的水平。科学研究和技术服务业，电力、热力、燃气及水的生产和供应业在过去的 13 个月的大部分时间保持正向增长，主要的原因医疗科技和基础设施对于疫情防控的重要性，而新零售业、游戏产业、短视频、生鲜电商、线上办公、在线教育等多个行业用户大量增加，行业发展受疫情期间封闭政策影响获得了较大推力，预计疫情期间的一些投资行为在本年度还继续保持。

(三) 物价类 CPI、PPI

在发达国家宏观政策一再宽松和全球大宗商品价格快速上涨的背景下，我国的通货膨胀是另一个引人关注的的数据。

从同比看，2021年3月份，全国居民消费价格同比上涨0.4%，处于历史较低水平。其中，城市上涨0.5%，农村上涨0.4%；消费品价格上涨0.6%，服务价格上涨0.2%。整个一季度全国居民消费价格与去年同期持平。在3月份0.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.6个百分点，比2月收窄1.2个百分点，新涨价影响约为1.0个百分点。扣除食品和能源价格的核心CPI同比由2月持平转为上涨0.3%，一季度核心CPI与去年同期持平，见图2.3.1。

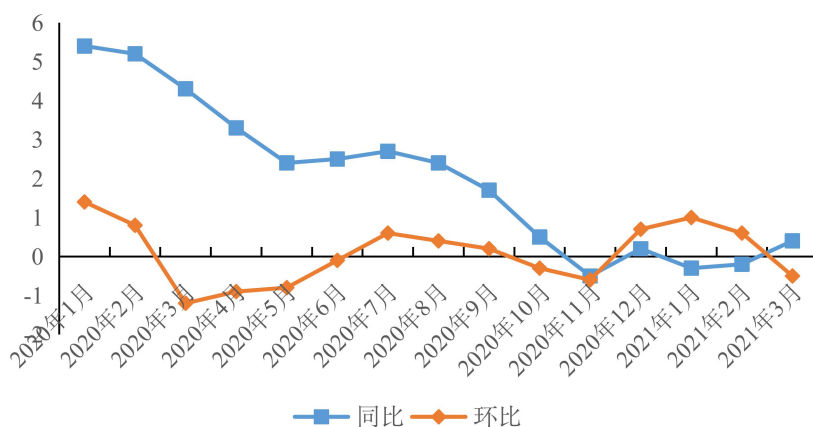


图 2.3.1 CPI 同比和环比增速 (%)

3月份食品价格下降0.7%，降幅比2月扩大0.5个百分点，影响CPI下降约0.12个百分点。在食品中猪肉价格下降18.4%，降幅扩大3.5个百分点；鸡肉和鸭肉价格分别继续下降8.6%和2.6%，牛肉、羊肉、鸡蛋和鲜果价格均继续上涨，涨幅在3.3%-8.2%之间；水产品和食用植物油价格分别上涨8.1%和7.5%，涨幅分别扩大2.2和1.0个百分点。由此可见，肉类产品，特别是猪肉价格下降对稳定当前的通货膨胀和对抗大宗产品价格传导起到了重要作用。

非食品价格由2月下降0.2%转为上涨0.7%，影响CPI上涨约0.56个百分点。非食品中，工业消费品价格上涨1.0%，为近一年来同比首次上涨，主要是汽油和柴油价格分别上涨11.9%和12.8%带动。除能源外的工业消费品价格同比总体稳中略降，其中大型家用器具、个人护理用品和服装价格一季度分别下降1.1%、0.5%和0.1%；服务价格由2月下降0.1%转为上涨0.2%。

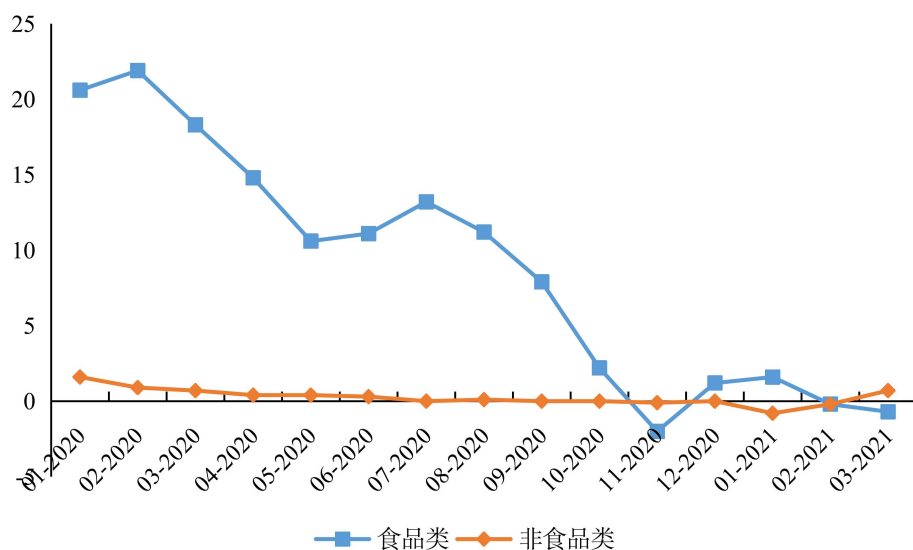


图 2.3.2 食品 CPI 和非食品 CPI 同比增速 (%)

从环比看，3月份，全国居民消费价格环比下降0.5%。其中，城市下降0.5%，农村下降0.6%；食品价格下降3.6%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格下降0.8%，服务价格下降0.1%。受春节后需求季节性回落影响，CPI由2月上涨0.6%转为下降0.5%。食品价格由2月上涨1.6%转为下降3.6%，影响CPI下降约0.71个百分点。食品中，由于天气转暖，鲜菜大量上市，价格由2月上涨1.8%转为下降14.5%；生猪生产持续恢复，猪肉价格下降10.9%，降幅比2月扩大7.8个百分点；春节后消费需求有所回落，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉、水产品和鲜果价格均由涨转降，降幅在0.2%—1.7%之间，烟酒类价格环比下降2.4%，影响CPI

下降约 0.71 个百分点；鲜菜价格下降 14.5%，影响 CPI 下降约 0.37 个百分点；水产品价格下降 1.4%，影响 CPI 下降约 0.03 个百分点。非食品价格上涨 0.2%，涨幅比 2 月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.18 个百分点。非食品中，工业消费品价格上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.22 个百分点。其中，受国际原油价格上涨影响，汽油和柴油价格分别上涨 6.6% 和 7.3%；春装新品上市，服装价格上涨 0.4%。服务价格下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.03 个百分点。其中，家政服务、洗车和美发等服务价格在春节后季节性回落，下降 3.0%—5.3%；疫情好转后，出行需求有所增加，飞机票价格上涨 6.4%。

其他七大类价格环比三涨一平三降。其中，交通通信、衣着、居住价格分别上涨 1.3%、0.4% 和 0.2%；医疗保健价格持平；其他用品及服务、教育文化娱乐、生活用品及服务价格分别下降 0.8%、0.4% 和 0.1%。

总体来看，随着我国各行各业稳步复工复产，生产秩序逐步恢复，尤其是农业生产，大体满足了像食品等生活必需品的需求，食品 CPI 和非食品 CPI 的剪刀差逐步收窄，从 2020 年 10 月以后，两者大体持平，甚至在部分月份出现了食品 CPI 低于非食品的现象

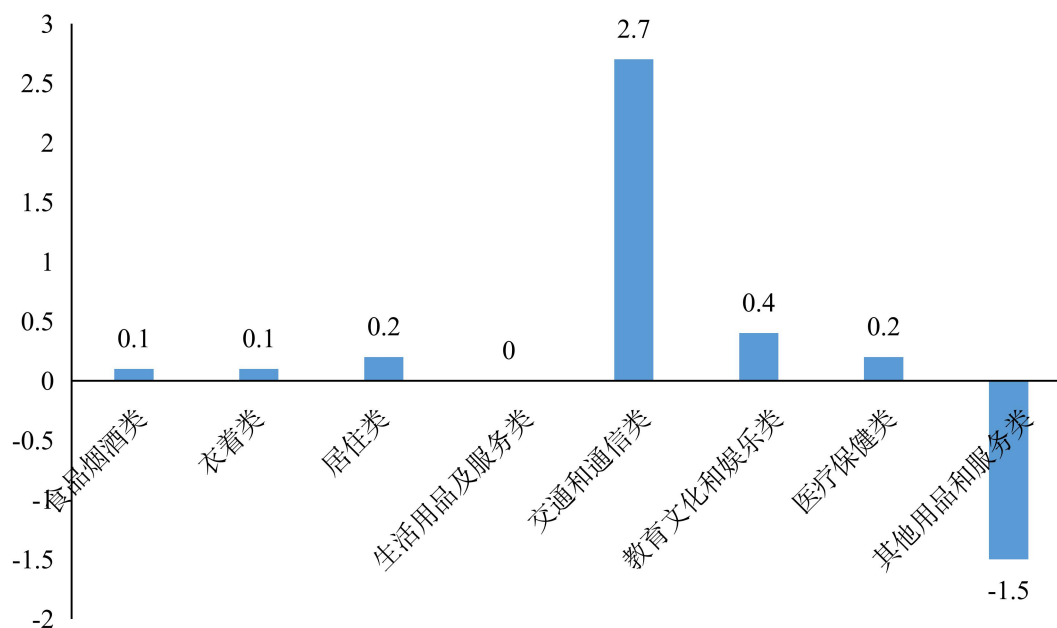


图 2.3.3 分类别 CPI 同比增速

二、PPI 环比和同比涨幅均有所扩大

从同比看，PPI 上涨 4.4%，涨幅比 2 月扩大 2.7 个百分点。其中，生产资料价格上涨 5.8%，涨幅扩大 3.5 个百分点；生活资料价格由 2 月下降 0.2% 转为上涨 0.1%。主要行业中，价格涨幅扩大的有，黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 21.5%，扩大 7.4 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 21.3%，扩大 9.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业，上涨 11.4%，扩大 7.4 个百分点。价格由降转涨的有石油和天然气开采业，上涨 23.7%；石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨 13.9%；电气机械和器材制造业，上涨 1.0%。煤炭开采和洗选业价格上涨 6.9%，涨幅回落 4.0 个百分点。据测算，在 3 月份 4.4% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.0 个百分点，新涨价影响约为 3.4 个百分点。

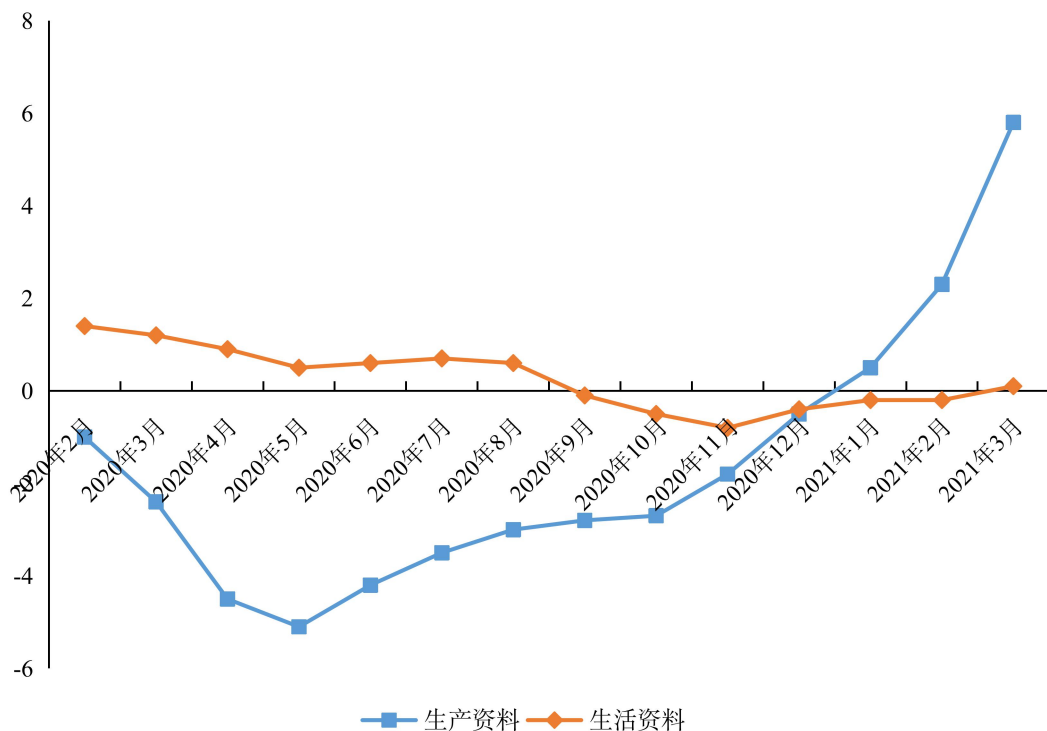


图 2.3.4 生产资料 PPI 和生活资料 PPI 同比增速

从环比看，受国际大宗商品价格上涨等因素影响，PPI 上涨 1.6%，涨幅比 2 月扩大 0.8 个百分点。其中，生产资料价格上涨 2.0%，涨幅扩大 0.9 个百分点；生活资料价格由 2 月持平转为上涨 0.2%。调查的 40 个工业行业中，价格上涨的有 30 个，上涨面达 75%，下降的 6 个，持平的 4 个。国际原油价格持续上行，带动国内石油相关行业价格涨幅扩大，其中石油和天然气开采业价格上涨 9.8%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 5.7%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 5.3%，涨幅分别扩大 2.3、0.8 和 3.2 个百分点。受进口铁矿石价格上涨、国内工业生产和投资需求上升等因素影响，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 4.7%，涨幅扩大 2.4 个百分点。近期国际市场铜、铝等有色金属价格上涨较多，推动国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 4.5%，涨幅扩大 3.0 个百分点。据测算，上述五个行业合计影响 PPI 上涨约 1.27 个百分点，占总涨幅的八成。煤

炭开采和洗选业价格由涨转降，下降 3.1%。

PPI 上涨的结构性特征显著。近期 PPI 上涨多集中在上游生产资料行业。一季度，生产资料价格同比上涨 2.8%，影响 PPI 上涨约 2.12 个百分点。生产资料中，采掘工业价格上涨 6.6%，原材料工业价格上涨 4.0%，加工工业价格上涨 2.0%，涨幅随产业链自上而下逐级递减。下游生活资料行业价格走势相对平稳。一季度，生活资料价格同比微降 0.1%，影响 PPI 下降约 0.02 个百分点。生活资料中，除食品价格上涨 1.7% 外，衣着价格下降 1.1%，一般日用品价格持平，耐用消费品价格下降 1.7%。

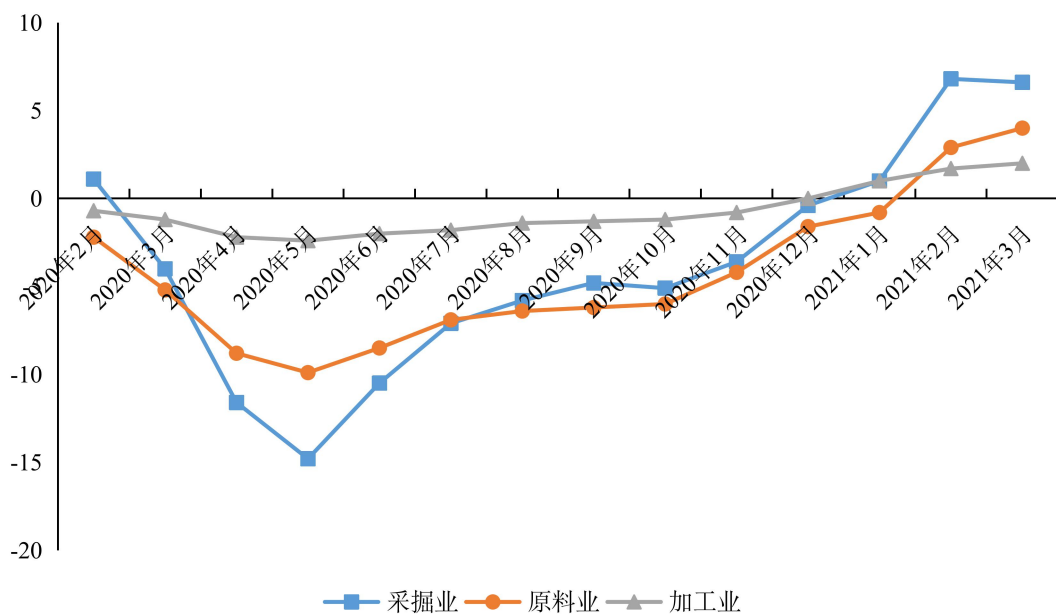


图 2.3.5 分行业 PPI 同比增速

推动 PPI 上涨的重要原因是输入性因素。去年 5 月份开始，在需求逐步回升、供给相对偏紧、市场流动性宽裕等因素影响下，国际大宗商品价格逐步回升。我国大宗商品对外依存度较高，进口价格上涨增加生产成本，推高相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行。今年一季度，与国际大宗商品价格走势关联程度较高

的石油、钢材、有色金属等行业，合计影响 PPI 同比上涨约 2.13 个百分点，超过 PPI 总涨幅。总的来看，消费领域价格运行平稳，生产领域价格结构性上涨。从未来看，我国工农业生产能力较强，重要民生商品保障有力，宏观政策空间充足，国内物价能够保持总体稳定。

三、国际贸易与 FDI

(一) 进出口

2021 年第一季度，中国货物进出口总额 13036.0 亿美元，同比增长 38.6%，其中，出口 7099.8 亿美元，同比增长 49.0%；进口 5936.20 亿美元，同比增长 28.0%；顺差 1163.5 亿美元，同比扩大 806.8%。

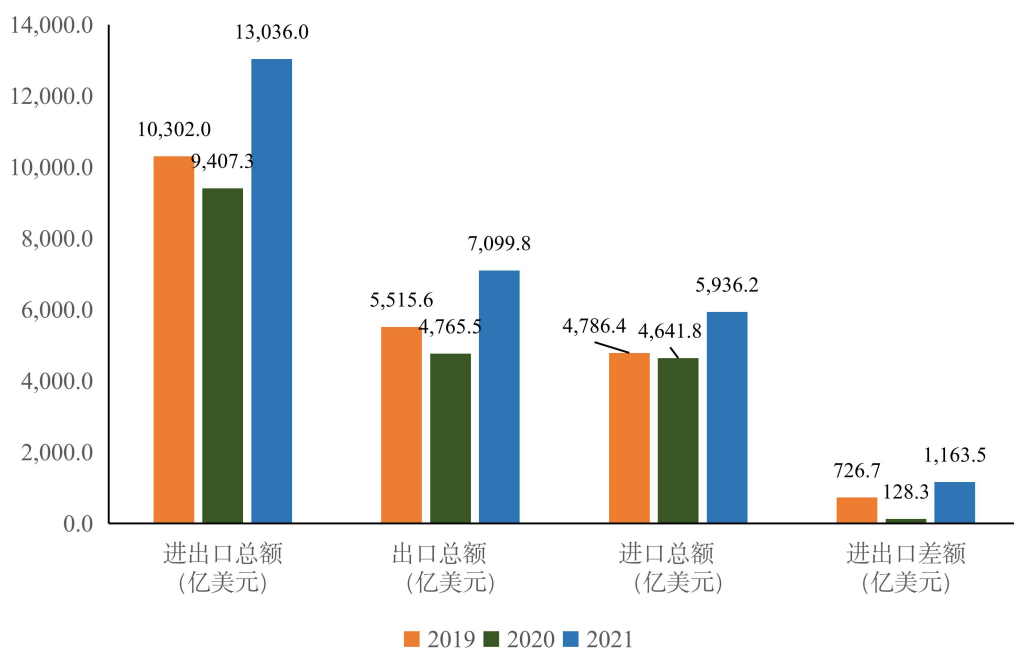


图 1.3.1 2019、2020、2021 年第一季度货物进出口金额

分月看，2021 年 1 月、2 月、3 月进出口当月金额分别为 4626.59 亿美元、3718.31 亿美元、4684.70 亿美元，当期同比分别增长 25.6%、67.0%、34.2%，累计同比分别增长 25.6%、41.2%、38.6%，各月出口额、进口额、进出口总额、进出口差额均创超过 2018 年、2019 年、2020 年各月规模，创下历史新高。3 月当月，出口 2411.34 亿美元，同比增长 30.6%；进口 2273.36 亿美元，同比增长 38.1%；货物贸易顺差 138 亿美元，同比收缩了 31.1%。

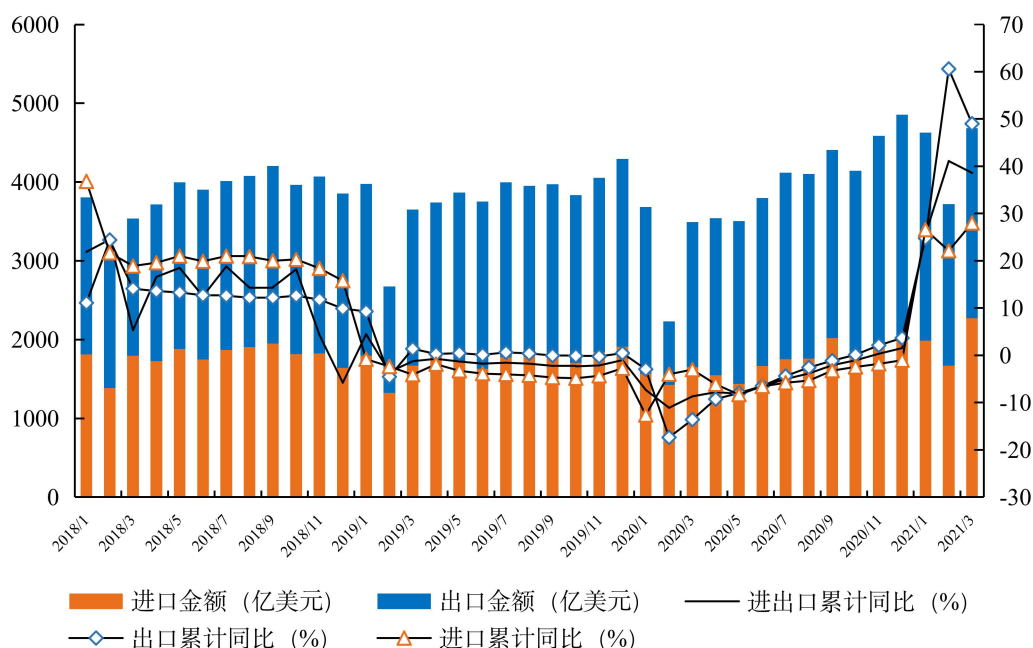


图 1.3.2 货物进出口金额（按美元计值）及累计同比变化情况

2021 年第一季度，中国外贸运行呈现以下特点：

1. 对外贸易供需双强，外贸复苏力量持续强劲

世贸组织 2021 年 3 月 31 日预测发布会表示，随着商品贸易的增长比去年下半年的预期更快，世界贸易迅速复苏的前景有所改善。根据世贸组织的新估计，世界商品贸易量预计将在 2020 年下降 5.3% 之后在 2021 年增长 8.0%，并继续从去年第二季度由疫情引起的崩溃中反弹。

虽然由于去年疫情冲击所造成的低基数影响，今年数据高增已在预期之内，但实际表现仍然超出市场预期。即使与疫情前 2018 或 2019 的同期基数相比，也有强劲增长。2021 年第一季度，我国对外贸易之所以能够保持 2020 年后半年的增长势头，除了 2020 年同期低基数效应外，主要是依赖于国内供应能力充沛、国外疫情控制下经济复苏、国内外需求这几个因素的共同作用。国内供应能力充

沛和内需强势是因为一季度期间政策激励了“就地过年”，并且国内疫情防控常态化，应对疫情越来越高效、恰当，能够及时控制疫情，将个别病例及时遏制在极小范围内，国内正常经济生活得以完全保证。另一方面，海外疫情发展转好，欧美日等发达国家，外需显著回升。

2020年4月之后，经合组织成员国、OECD欧洲成员国、北美自由贸易区、美国、OECD主要亚洲五国（印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、泰国）、日本的OECD综合领先指标触底反弹，一直到2021年2月持续上升，同时中国对美国、欧盟、东盟、日本出口累计同比也出现大幅增长。

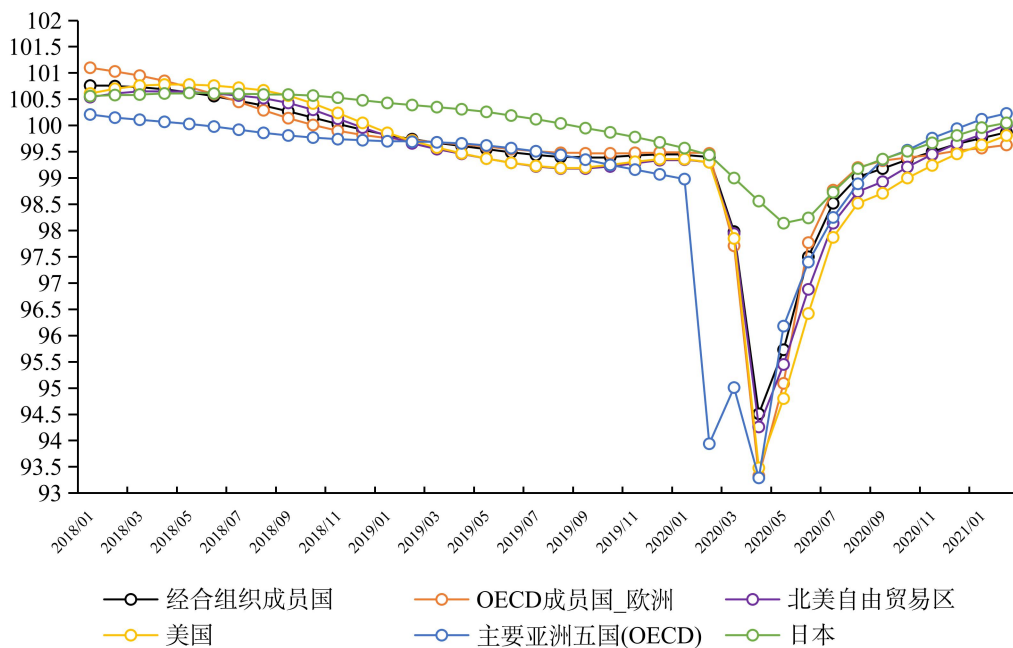


图 1.3.3 OECD 综合领先指标 CLI

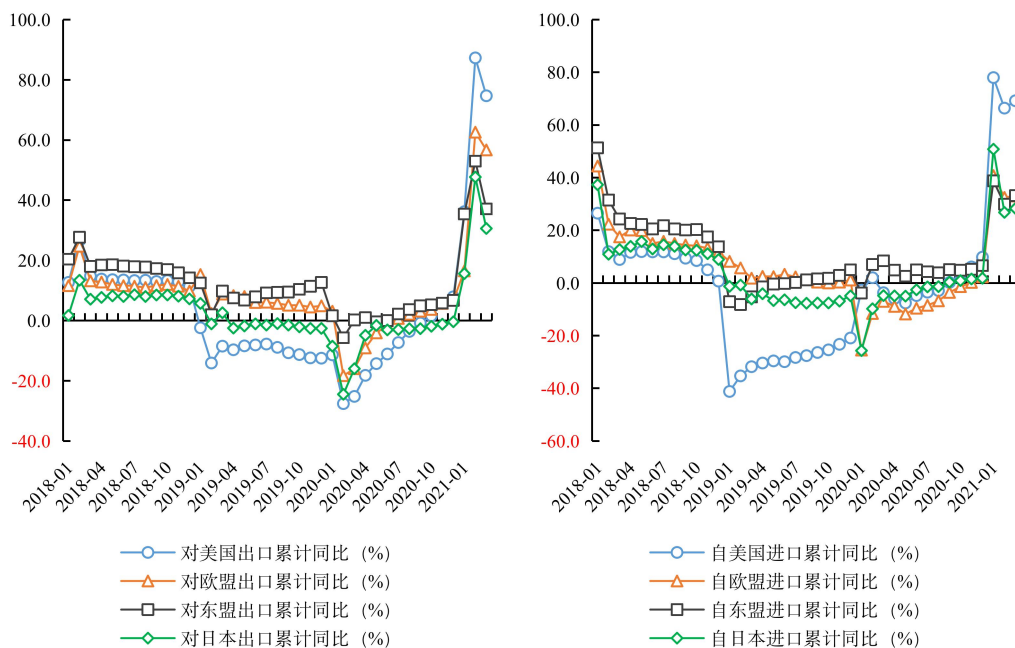


图 1.3.4 与美国、欧盟、东盟、日本出口、进口累计同比情况

2. 东盟保持为第一大货物贸易伙伴，国际市场布局改变

疫情发生前，2018年、2019年第一季度中国对欧盟进出口占比最高，分别为14.7%和15.8%，但受到疫情影响，在2020年第一季度进出口国别结构发生变化，与东盟进出口占比从2018年开始稳步上升，在2020年第一季度以15.1%的占比超过欧盟的13.4%成为中国第一大贸易伙伴。2021年第一季度我国与东盟进出口贸易占比为14.7%，超过欧盟的14.1%，东盟保持为中国第一大贸易伙伴。通过贸易伙伴国别分析，发现中国进出口贸易的国际市场布局逐渐改变，总体上，东盟的重要性提高，传统主要贸易伙伴欧盟、日本的占比则有下降态势，美国占比于2021年第一季度有所回升，为12.7%，超过2019年和2020年同期水平，但仍低于2018年水平。

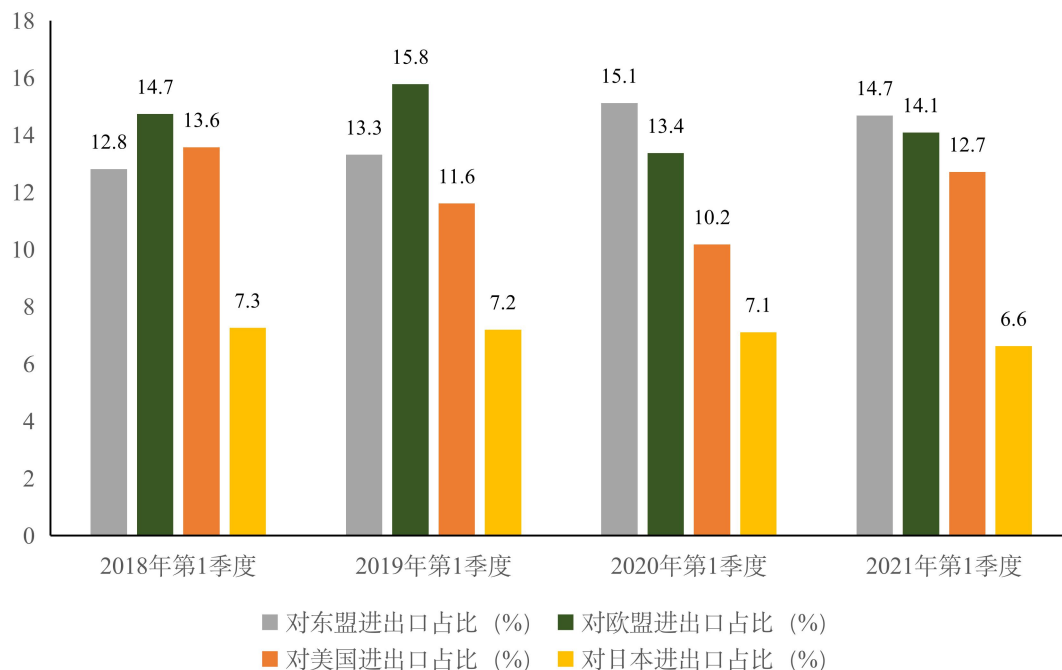


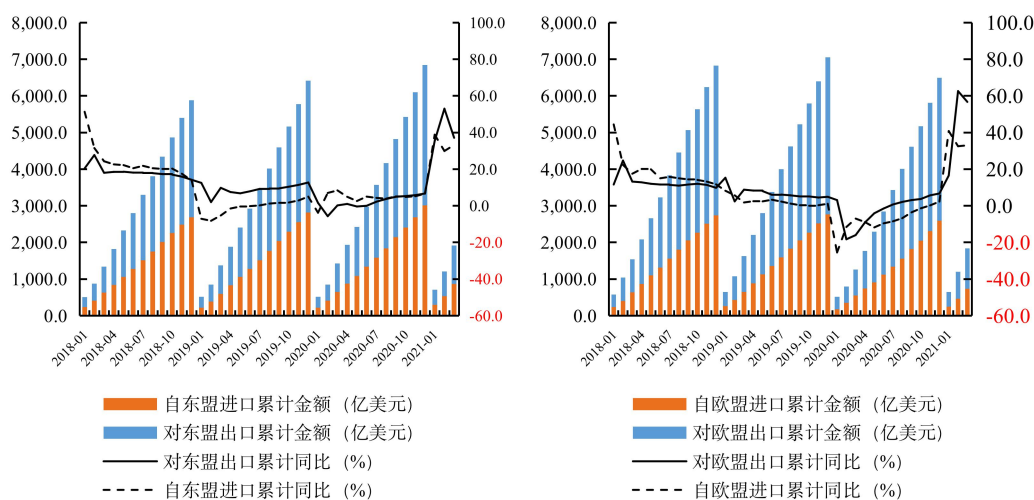
图 1.3.5 2018-2021 年第一季度我国对东盟、欧盟、美、日进出口占比情况

2021 年第一季度，中国对前四大贸易伙伴东盟、欧盟、美国和日本进出口额分别为 1914.29 亿美元、1836.47 亿美元、1657.29 亿美元和 863.51 亿美元，占同期进出口总额的 14.7%、14.1%、12.7%和 6.6%，合计占中国进出口总额的 48.1%。对东盟进出口、出口和进口累计同比增速分别为 35.3%、37.1%和 33.2%，比同期整体进出口、出口和进口增速分别低 3.3、低 11.9、高 5.2 个百分点；对欧盟、美国、日本进出口分别增长 46.3%、73.1%和 29.3%，比同期整体进出口增速分别高 7.7、24.1、1.3 个百分点。

对东盟进出口占比保持第一，这一方面来源于中国加强和东盟合作的外贸政策，另一方面也需要警惕可能同时来源于疫情对全球产业链、价值链的影响。疫情期间，全球商品供应链受到强烈冲击，供应生产过程和运输过程的时间成本和货币成本增加，导致供应链整体可能出现“本土化”生产的趋向。

当前，新冠肺炎疫情全球大流行的态势尚未从根本上得到完全遏制，通过疫

苗接种建立防疫保障仍需时间，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，在中长期重构中面临着较大不确定性。经济学人智库(EIU)2020年5月发布的《新冠肺炎疫情与全球供应链的区域化》报告指出，新冠肺炎疫情将从根本上重塑全球贸易，加速供应链缩短的趋势。疫情结束后，一些具有国家安全战略意义的全球供应链长度可能缩短，出现产业链本土化的趋势。疫情将进一步加剧世界多极化、区域化、分散化趋势。《美墨加三国协定》(USMCA)、《日本-欧盟经济伙伴关系协定》(EPA)、《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》(CPTPP)等一系列超大型自由贸易协定的签署将进一步强化北美、欧洲、亚洲三大板块的区域化属性，加剧大国博弈和全球贸易秩序重构。全球供应链将朝着区域化、次区域化方向发展，跨国公司的全球供应链将在欧洲、北美、东亚、东盟等区域集聚。



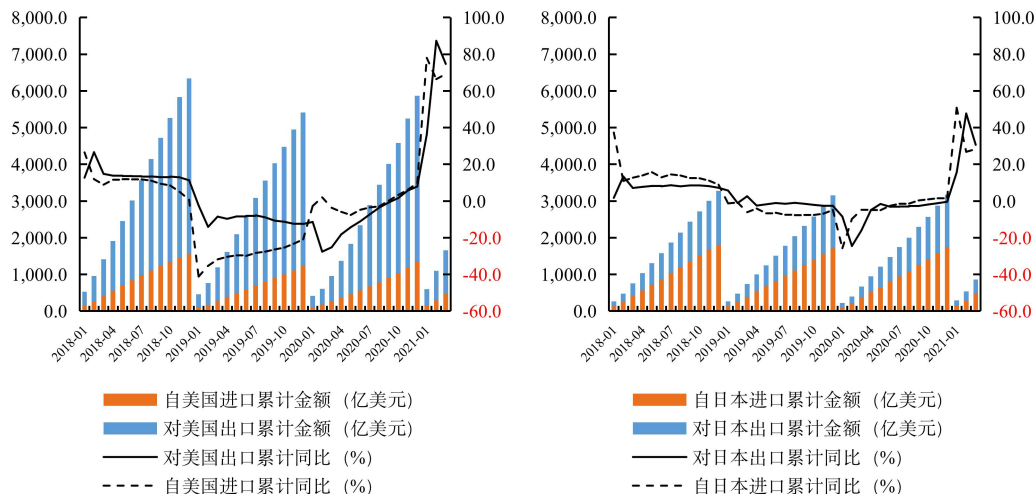


图 1.3.6 对东盟、欧盟、美、日累计进出口变化情况

3. 一般贸易进出口增长突出，贸易结构优化

2021 年第一季度，中国一般贸易进出口 7981.06 亿美元，同比增长 41.2%，比整体进出口增速高 0.1 个百分点，占进出口总额的 61.2%，比 2020 年同期占比扩大了 1.3 个百分点。其中，一般贸易出口 4281.99 亿美元，同比增长 53.4%，占出口总额的 60.3%，比 2020 年同期占比扩大了 1.9 个百分点；一般贸易进口 3699.07 亿美元，同比增长 29.3%，占进口总额的 62.3%，比 2020 年同期占比扩大了 0.8 个百分点。

同期，加工贸易进出口 2944.08 亿美元，同比增长 31.4%，比整体进出口增速低 9.7 个百分点，占进出口总额的 22.6%，比 2020 年同期占比减少 1.2 个百分点。其中，加工贸易出口 1852.34 亿美元，占出口总额的 26.1%，比 2020 年同期占比减小 2.2 个百分点；加工贸易进口 1091.74 亿美元，占进口总额的 18.4%，比 2020 年同期占比减小 0.7 个百分点。

加工贸易虽然有技术溢出效应显著、加速高技术人才本土化、扩大我国比较优势范围、创汇能力强等优点，但同时也伴随着附加值低、企业规模小，产业关

联度不高、污染严重，贸易摩擦大等缺点。而与加工贸易相比，一般贸易在国内产业链条长、增值部分多，其出口占比提升彰显中国外贸结构更趋优化，外贸自主发展能力进一步提高，内生发展动力日益增强。

表 1.3.1 货物进出口分贸易方式情况

时间	贸易方式	出口			进口		
		金额 (亿美元)	同比 (%)	占比 (%)	金额 (亿美元)	同比 (%)	占比 (%)
2021年 第一季度	一般贸易	4281.99	53.4	60.3	3699.07	29.3	62.3
	加工贸易	1852.34	36.9	26.1	1091.74	23.1	18.4
	其他贸易	965.45	51.8	13.6	1145.43	27.1	19.3
2020年 第一季度	一般贸易	2791.28	-13.1	58.4	2861.63	-1.7	61.5
	加工贸易	1353.24	-	28.3	887.18	-	19.1
	其他贸易	635.81	-	13.3	900.93	-	19.4

4. 贸易余额逆转，1-2月顺差现近年新高

本次疫情冲击对我国服务贸易进口的影响明显大于对服务贸易出口的影响。2019年2月以来，我国进口服务贸易累计同比一直为负增长，2020年受到疫情影响降幅明显降低。截至2021年2月，服务贸易出口和服务贸易出口总额出现累计同比大幅正增长，服务贸易进口虽然累计同比减少，但降幅出现明显收缩，总体服务贸易进出口总额出现累计同比增长。2021年1-2月我国服务贸易总额1,034亿美元，累计同比增长2.22%。其中，出口服务贸易总额449亿美元，累计同比增长30.84%，进口服务贸易总额585亿美元，累计同比下降12.46%。

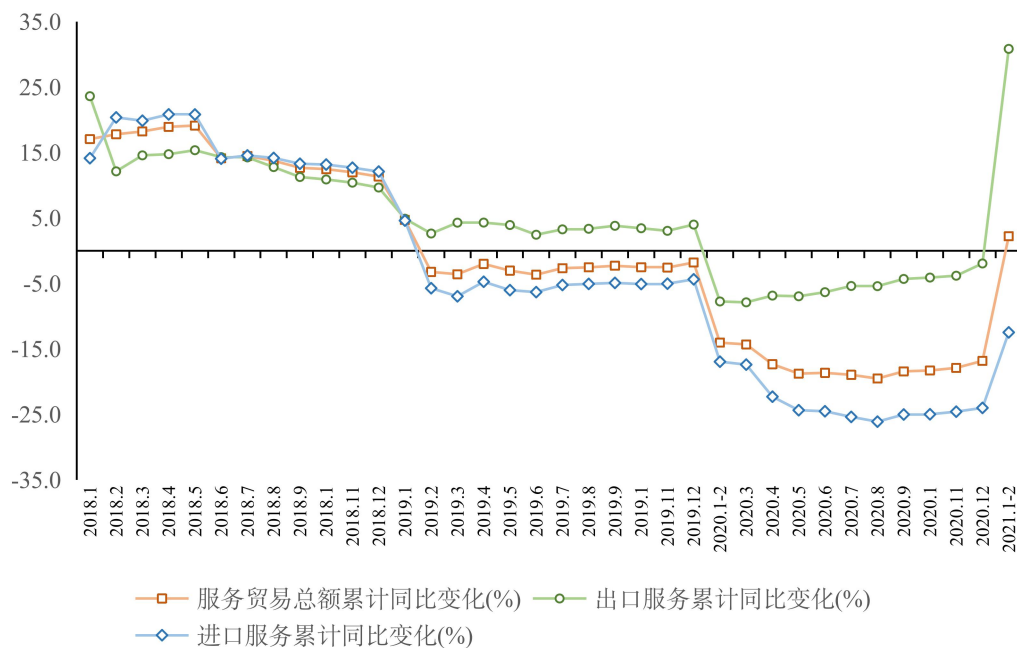


图 1.3.7 服务贸易（按美元计值）累计同比变化情况

在货物进出口大幅增长且顺差提升、服务贸易出口反弹力度大于进口的双重作用下，2021年1-2月中国货物和服务贸易余额为865亿美元顺差，较去年同期的377亿美元逆差，出现了显著反弹，甚至超过了疫情之前的2018年、2019年的表现。这一数据反映出中国服务贸易在疫情中进口受到更大负面冲击，同时，中国服务业有充分的活力，在疫情冲击下仍然保证供给，为全球服务贸易增长注入了中国动力。

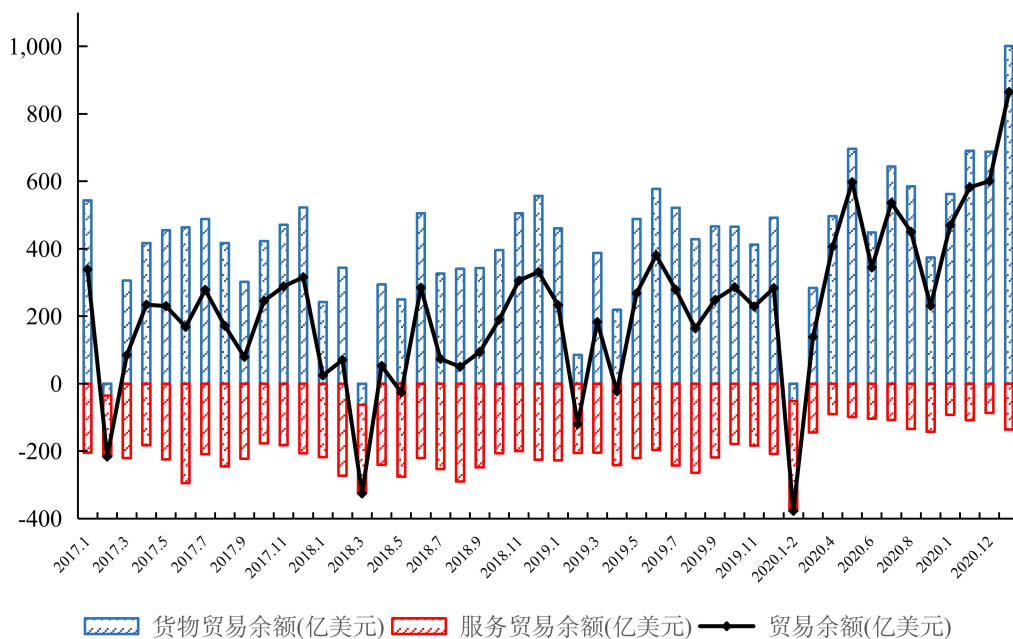


图 1.3.8 贸易余额变化及构成

(二) FDI

1. 吸收外资实现“开门红”

2021 年第一季度，全国新设立外商投资企业 10263 家，同比增长 47.8%，较 2019 年同期增长 6.7%；实际使用外资金额 3024.7 亿元人民币，同比增长 39.9%（折合 448.6 亿美元，同比增长 43.8%；不含银行、证券、保险领域，下同），较 2019 年同期增长 24.8%。

从行业看，服务业实际使用外资金额 2377.9 亿元人民币，同比增长 51.5%。高技术产业增长 32.1%，其中高技术服务业增长 43.9%，高技术制造业增长 2.5%。

从来源地看，“一带一路”沿线国家、东盟、欧盟实际投资同比分别增长 58.2%、60%和 7.5%（含通过自由港投资数据）。

从区域分布看，我国东部、中部、西部地区实际使用外资分别增长 38.2%、

36.8%和 91%。

2021 年第一季度吸收外资“开门红”主要是因为国民经济保持恢复性增长态势，外国投资者对中国经济发展前景信心不断增强，特别是加快构建新发展格局，带动部分高技术产业吸收外资快速增长，同时，部分去年受疫情影响较大的行业，如住宿餐饮、批发零售等，也出现较大反弹。此外，去年同期基数较低也是一个重要原因。

但是今年我国利用外资形势依然严峻复杂，面临着复杂的外部环境。我国今年将持续扩大高水平对外开放，进一步缩减外资准入负面清单，深入清理负面清单之外限制措施；进一步发挥好自贸试验区、自由贸易港、国家级经开区等开放平台作用，推动先行先试、差别化探索；继续加强对重点外资企业和项目的服务保障，推动外资项目加快落地和建设。

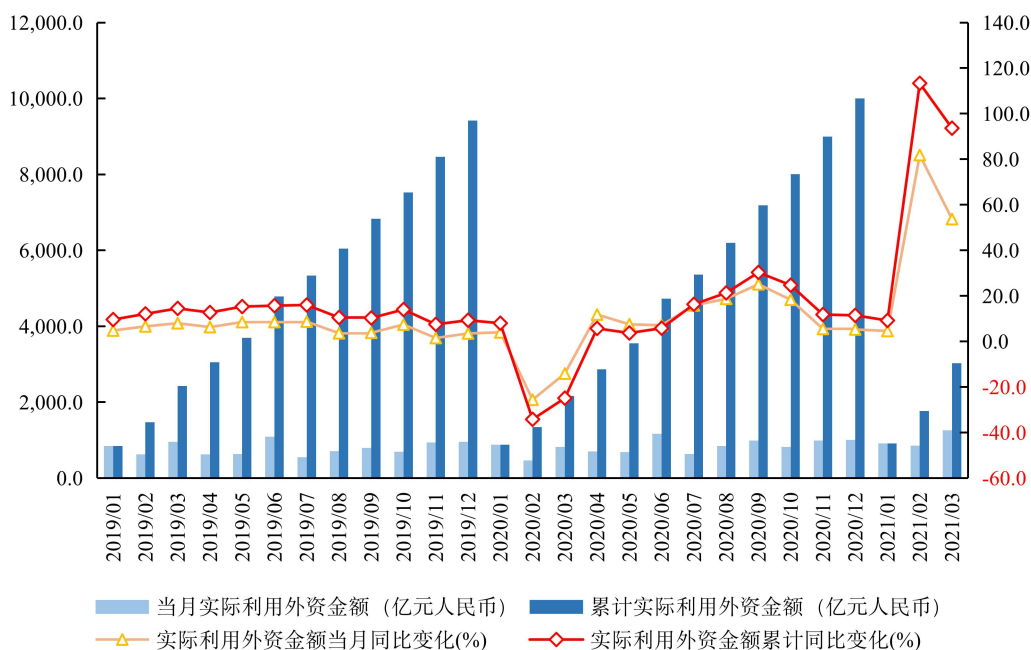


图 1.3.9 中国实际利用外资情况

2. 对外直接投资规模同比收缩

2021年1-2月,我国对外全行业直接投资1295.9亿元人民币,同比下降1.4%(折合200.3亿美元,同比增长6%)。其中,我国境内投资者共对全球147个国家和地区的1766家境外企业进行了非金融类直接投资,累计投资993.8亿元人民币,同比下降7.9%(折合153.6亿美元,同比下降0.9%)。其中,我国企业在“一带一路”沿线对50个国家非金融类直接投资197.3亿元人民币,同比增长4.3%(折合30.5亿美元,同比增长12.1%),占同期总额的19.9%,较上年提升2.4个百分点,主要投向新加坡、马来西亚、越南、印度尼西亚、巴基斯坦、孟加拉国、阿联酋、哈萨克斯坦、柬埔寨和老挝等国家。

我国对外承包工程业务完成营业额1180.1亿元人民币,同比增长9.3%(折合182.4亿美元,同比增长17.5%),新签合同额1981.7亿元人民币,同比下降7.8%(折合306.3亿美元,同比下降0.9%)。其中,我国企业在“一带一路”沿线的58个国家新签对外承包工程项目合同620份,新签合同额943.3亿元人民币,同比下降11.7%(折合145.8亿美元,同比下降5.1%),占同期我国对外承包工程新签合同额的47.6%;完成营业额678.7亿元人民币,同比增长6.7%(折合104.9亿美元,同比增长14.8%),占同期总额的57.5%。

我国对外劳务合作派出各类劳务人员4.6万人,较上年同期增加0.7万人;其中承包工程项下派出2.2万人,劳务合作项下派出2.4万人。2月末在外各类劳务人员59.3万人。

(三) 以美元计价的外汇储备减少主要系汇率折算和资产价格变化所致

截至2021年3月末,我国外汇储备规模为31700亿美元,较2月末下降350

亿美元，降幅为 1.09%。

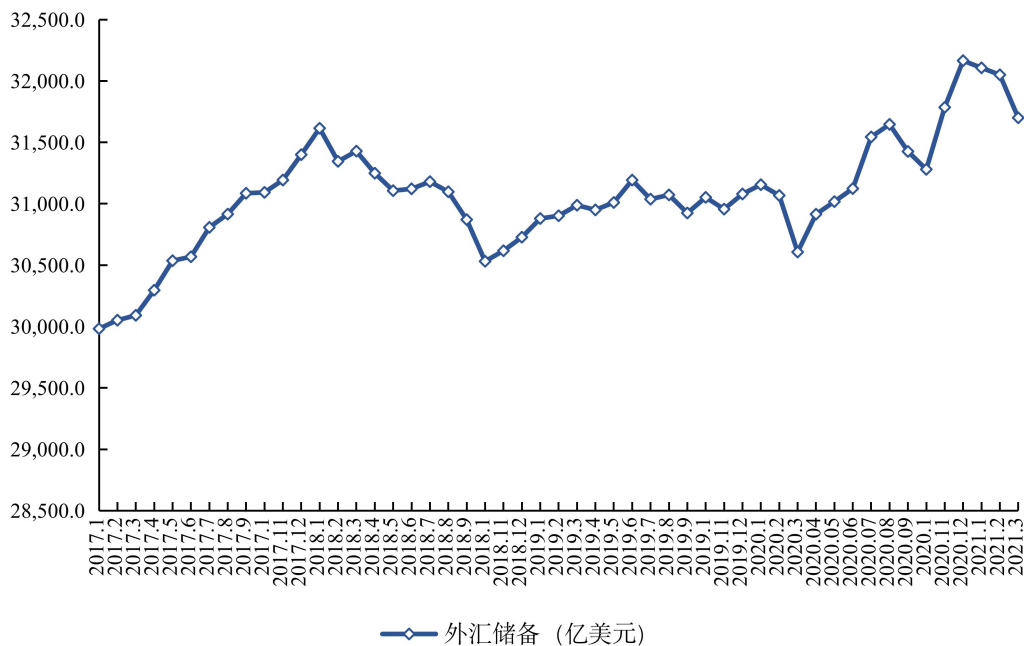


图 1.3.10 外汇储备规模变化情况

2021 年第一季度内各月，我国出现贸易顺差扩大但外汇储备环比减少的情况。2021 年 3 月，我国外汇市场运行稳定，外汇供求基本平衡。国际金融市场上，受新冠肺炎疫情和疫苗进展、主要国家财政政策及货币政策预期等因素影响，美元指数上涨，主要国家债券价格有所下跌，全球股市总体上涨。汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，当月外汇储备规模下降。展望未来，境外疫情形势依然复杂严峻，全球经济复苏和国际金融市场仍面临较多不确定不稳定因素。但我国国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，有利于外汇储备规模保持基本稳定。

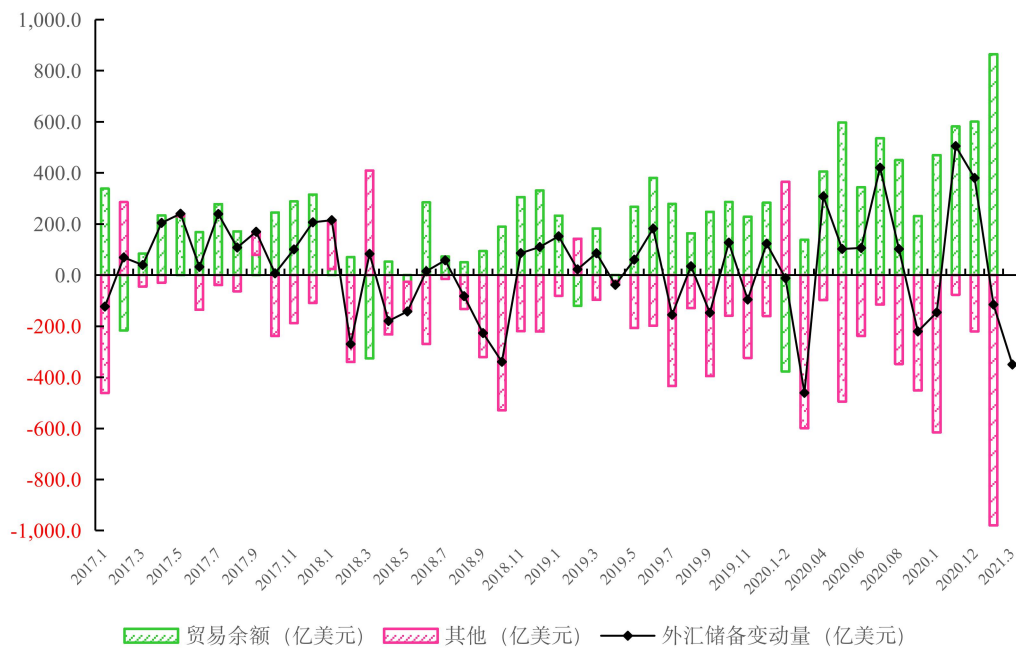


图 1.3.11 外汇储备变动量来源情况

(四) 基本面支撑人民币汇率，需关注外部环境不确定因素

2021 年年初，人民币兑美元汇率中间价出现大幅下跌，直到第一季度末才重新回到年初水平，期间 3 月 9 日出现一次大幅上涨但未达到年初水平。较 2020 年同期，人民币兑美元汇率波动出现了更频繁幅度更大的小幅调整，截至 2021 年 4 月 16 日有先波动下降后波动上升的趋势。2021 年 3 月以来，人民币兑美元汇率中间价变化相对于美元指数变化的独立性并不明显，虽然 2021 年我国基本面可以较强支撑人民币汇率，但短期中仍需要关注美元指数走势的影响。

中长期来看，人民币汇率走势仍然取决于经济基本面。当前，境外疫情形势依然复杂严峻，全球经济复苏和国际金融市场仍面临较多不确定不稳定因素。但我国国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，我国将巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，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，继续实行高水平对外开放，这些都能够为人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定提供支撑。

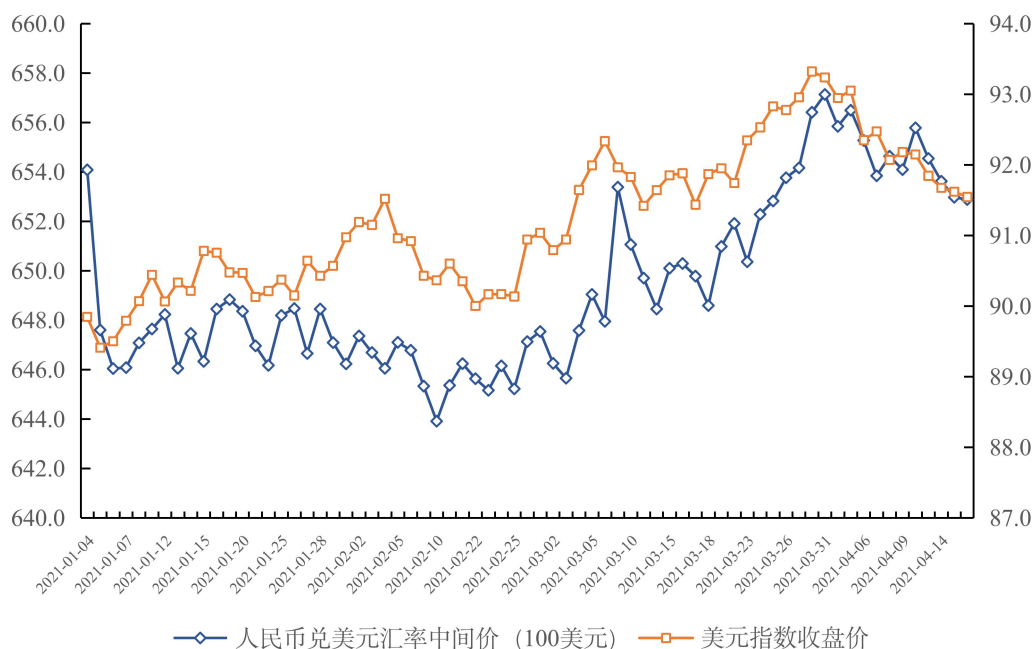


图 1.3.12 人民币兑美元汇率中间价与美元指数收盘价情况

第二部分 我国经济复苏面临的外部挑战和不确定性

随着我国疫情防控取得初步成果,当前我国经济复苏面临的主要不确定性来自全球疫情和经济复苏的不确定性。一方面,随着发达国家疫苗接种速度的提升,疫情拐点有望到来。另一方面,发达国家和发展中国家经济复苏分化越来越严重。全球经济复苏的不同步性将给我国经济造成新的不确定性。

第一,整体来看,全球疫情得到控制有利于全球经济和我国经济长期复苏趋势的确立。

第二,国外疫情防控取得阶段性成果有可能带来各国宏观经济政策调整,短期内可能会对全球金融市场造成较大冲击。尤其是前期美国政府投放的大量流动性,在美国货币政策收紧的压力下,资金回流美国有可能在全球金融市场,特别是新兴国家市场造成较大冲击。

第三,近期全球大宗商品价格出现较快上升,各国面临通货膨胀压力。全球经济尚未全面复苏,及面临通胀压力和政策转向风险。

一、全球经济增长态势与前瞻

尽管全球经济未来的复苏与发展仍存在较大的不确定性,但疫苗的接种将成为许多国家经济复苏的推动力。各国经济在人员流动下降的环境下持续整合调整,大型经济体提供更多的财政支持,进一步强化了经济复苏的预期。

2020年全球实际GDP增速为-3.3%,国际货币基金组织2021年4月的《世界经济展望中》预计2021年该指标将达到6%,2022年为4.4%,见表2.1。预计美国2021年实际GDP增速预计增长6.4%。国际货币基金组织预计中国今年预计

将增长 8.4%。经济合作与发展组织预计世界 GDP 在 2021 年与 2022 年将分别达到 5.5% 与 4.0% 的增长速度，世界产出将在 2021 年中期超过疫情前的产出水平，见表 2.2。

表 2.1 IMF 对主要经济体实际 GDP 同比增长率的预测 (%)

实际 GDP (年百分比变化)	2020	2021 (预测值)	2022 (预测值)
世界	-3.3	6.0	4.4
美国	-3.5	6.4	3.5
欧元区	-6.6	4.4	3.8
德国	-4.9	3.6	3.4
法国	-8.2	5.8	4.2
日本	-4.8	3.3	2.5
英国	-9.9	5.3	5.1
中国	2.3	8.4	5.6
新兴市场与发展中经济体	-2.2	6.7	5.0

数据来源：IMF《世界经济展望》，2021 年 4 月

表 2.2 OECD 对主要经济体实际 GDP 同比增长率的预测 (%)

实际 GDP (年百分比变化)	2020	2021 (预测值)	2022 (预测值)
世界	-3.4	5.6	4.0
美国	-3.5	6.5	4.0
欧元区	-6.6	3.9	3.8
德国	-4.9	3.0	3.7
法国	-8.2	5.9	3.8
日本	-4.8	2.7	1.8
英国	-9.9	5.1	4.7
中国	2.3	7.8	4.9
印度	-7.4	12.6	5.4

数据来源：OECD Economic Outlook, Interim Report March 2021

根据目前已经公布的数据，美国经济复苏势头迅猛，第一季度失业率 6.2%，尽管仍高于疫情前的同期水平，但是第一季度新增非农就业人数 161.7 万人，大幅优于预期。三月份美国失业率 6.0%，环比减少 3.2%。新增非农就业人数 91.6 万人，环比增长 95.7%。

值得关注的是，美国三月份 CPI 同比增加 2.6%，相较于二月份的 1.7% 出现较大的增长。其主要的推动力来源于能源指数的大幅上涨。德国与法国三月份 CPI

也出现较快提升，分别同比增加 1.7% 与 1.1%，见图 2.1。尽管各国 CPI 尚处于较低水平，但快速同步的趋势依然引起各国政府和金融市场的警觉。美国长期资产利率调整就是对通货膨胀预期做出的反应。

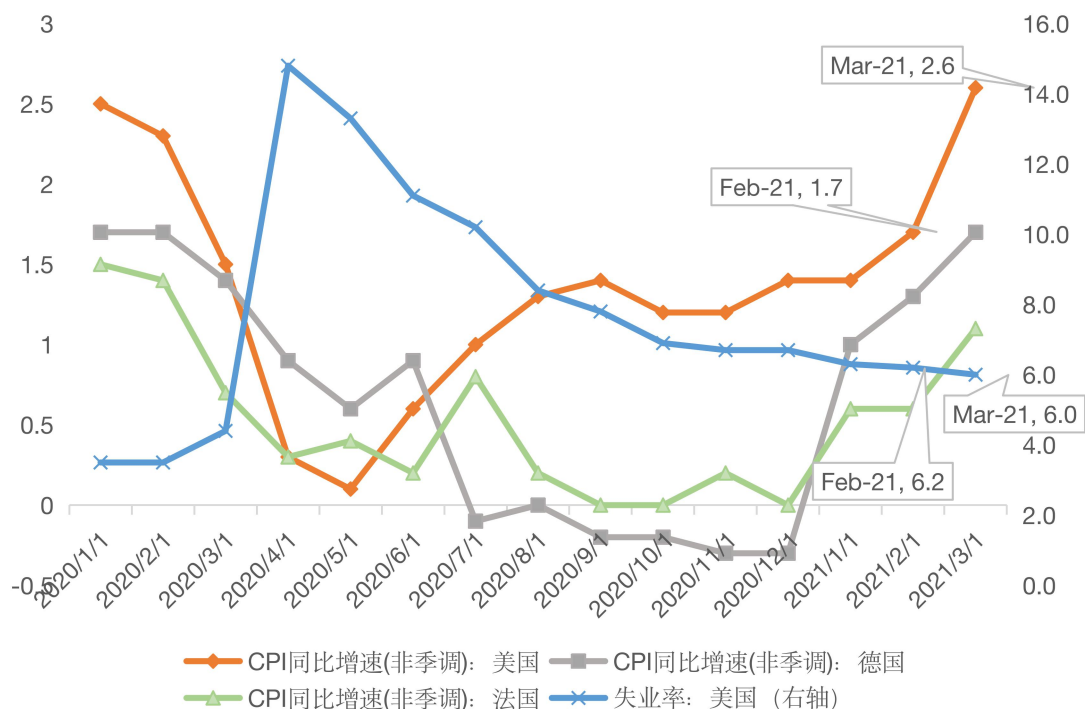


图 2.1.1 失业率与通胀率

数据来源: U.S. Bureau of labor Statistics

二、全球疫情、疫苗接种及复苏的不确定性

截至 2021 年 4 月 15 日，全球累计确诊大约 1.4 亿人，累计死亡大约 3 百万人。2021 年第一季度世界各国疫苗接种速度快速上涨，尤其是发达国家，见图 2.2。全球第一季度疫苗接种总量大约为 6 亿次，3 月份接种总量环比增长 115%，中国第一季度疫苗接种总量大约为 1.2 亿次，3 月份接种总量环比增长 136%，高于世界主要发达国家的接种增长速度。中国 4 月 13 日接种疫苗剂次大约 1.8 亿次，位于世界第二位，仅次于美国，然而由于人口众多，每百人接种剂次仅为 12.2，低于世界主要发达国家。由于疫苗接种情况决定复产复工与对外开放的程

度与质量，中国疫苗接种事业仍然任重而道远。

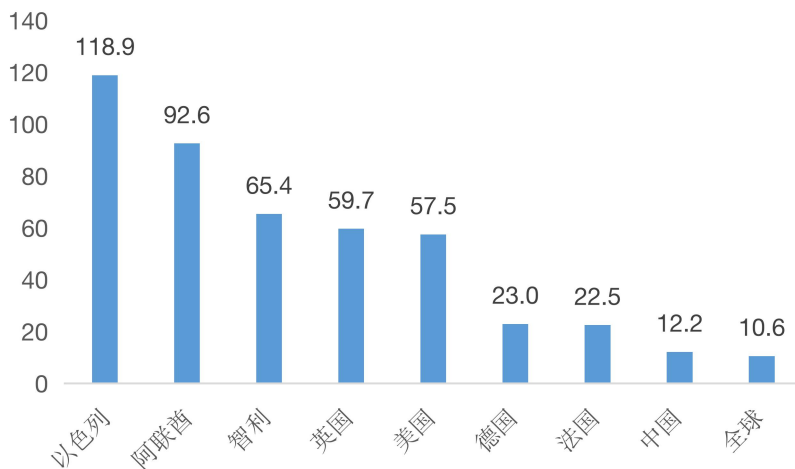


图 2.2.1 4 月 13 日新冠疫苗接种比例 (%)

数据来源: Wind

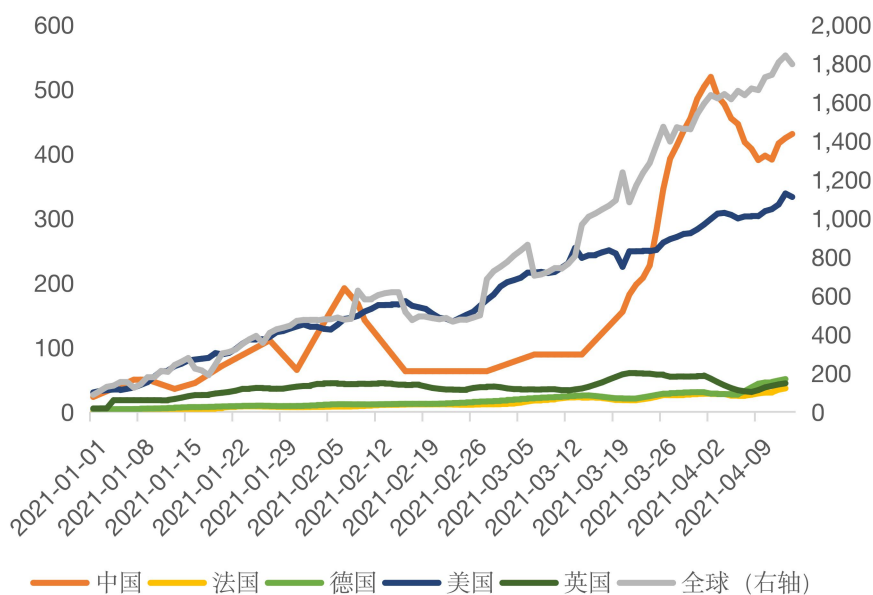


图 2.2.2 新冠疫苗每日接种量(7 日移动平均, 单位: 万剂次)

数据来源: Wind

世界整体复苏仍面临较大的不确定性，如果疫苗技术和疫苗接种取得快速进展，经济前景将得到改善；但是如果出现抗药的变异新毒株，那么经济前景可能急剧恶化。世界各国经济复苏程度具有较大差别，IMF 预计美国与欧元区国家将在 2021 年快速回复，然而除中国以外的新兴市场国家与低收入国家需要 2023 年

才能回复到疫情前的水平。这可能导致国家之间人民生活水平的差距较疫情前进一步扩大。国际货币基金组织预计低收入国家（LIDC）、新兴市场（EM）和发达经济体（AE）2020–2024 年平均每年人均 GDP 损失分别为 5.7%、4.7%和 2.4%。如果只计算不包括中国在内的新兴市场国家，人均 GDP 损失将达到 6.1%；如果只计算不包括美国在内的发达经济体，该指标为 3.1%。这将导致世界范围内减贫进展出现倒退，据统计，2020 年极度贫困人口比疫情前预测值增加 9500 万人。此外，如果美国长期国债收益率意外地进一步上升，则可能为各国复苏速度带来不同程度的金融风险。这可能导致高估的资产价格出现无序调整，融资环境大幅收紧，复苏前景恶化。这或是一些债务高筑的新兴市场和发展中经济体将发生的重大风险。

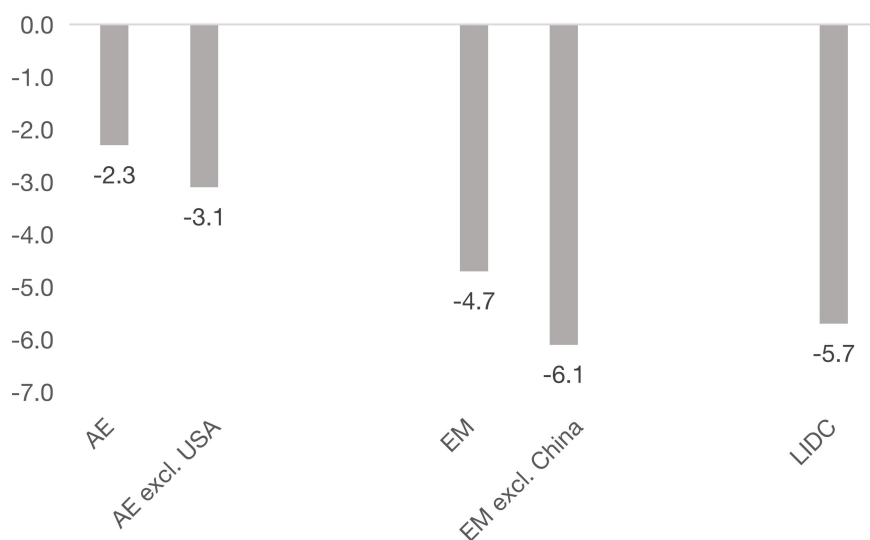


图 2.2.3 收入差距扩大

注：2020–2024 年的平均人均收入损失——相对于危机前趋势的百分比偏离
数据来源：国际货币基金组织

三、全球金融市场泡沫加剧

随着疫苗接种速度的增加，各国疫情得到控制，全球经济复苏脚步加快。在全球经济复苏基础日益稳固前提下，加之之前美国等发达国家向市场注入的大量

流动性，一季度以来全球各类资产和大宗产品价格都出现了较快上涨。图 2.5 展示了世界主要资产指标在第一季度的价格变动。发达经济体股指均有所增长，原油、食品、钢铁等大宗商品价格大幅增加。比特币价格上升的幅度最大，3 月 31 日价格几乎为年初价格的一倍。各国国债价格与黄金价格下跌。

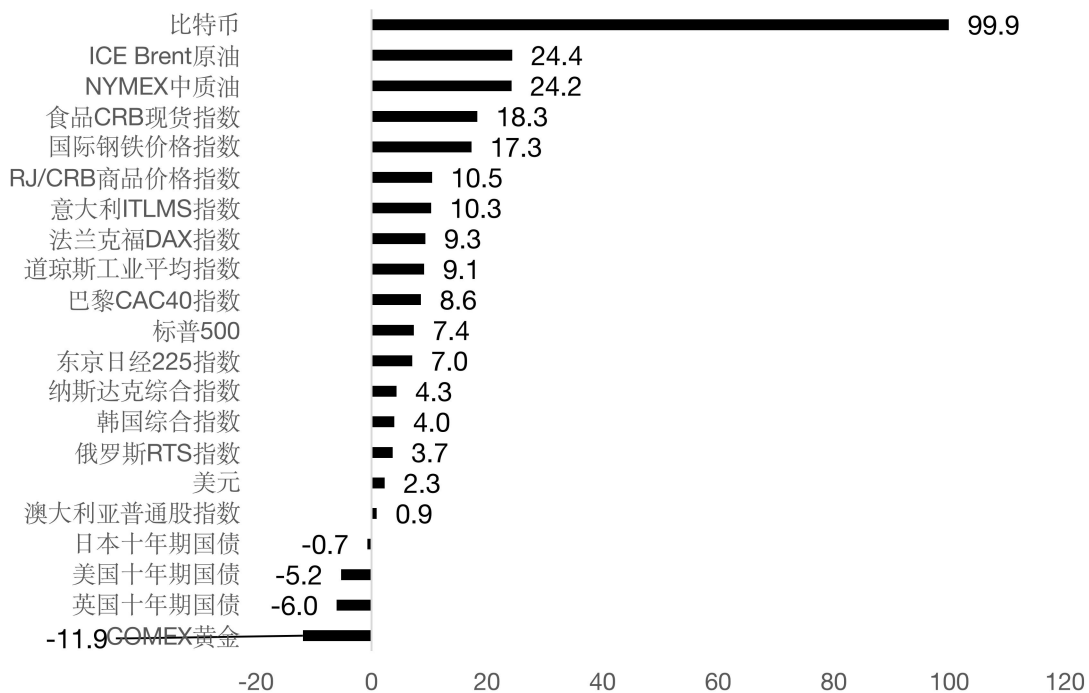


图 2.3.1 2021 年一季度全球大类资产表现一览(%)

数据来源: Wind

食品、金属等大宗商品价格的上升导致了全球通胀的压力。大宗商品价格大约从 2020 年 4 月份开始上涨，2021 年第一季度保持继续上涨的趋势，见图 2.6。2021 年 3 月份以来大宗商品市场出现小幅震荡，原油期货在 3 月 11 日左右达到顶峰后，甚至出现了小幅下跌，但仍高于 2021 年年初水平。截至 4 月 14 日，RJ/CRB 商品价格指数为 192.43，较年初增长 15%，但是在三月份走势较为平缓。CRB 综合现货指数为 514.66，较年初增长 15.37%。布伦特原油期货价格 66.58，较年初增长 30.32%。综上，由于需求复苏和暂时的供应中断，大宗商品市场的成本压力已

经开始显现，但受全球闲置产能的抑制，主要发达国家已经披露的数据显示，基础通胀依然温和。

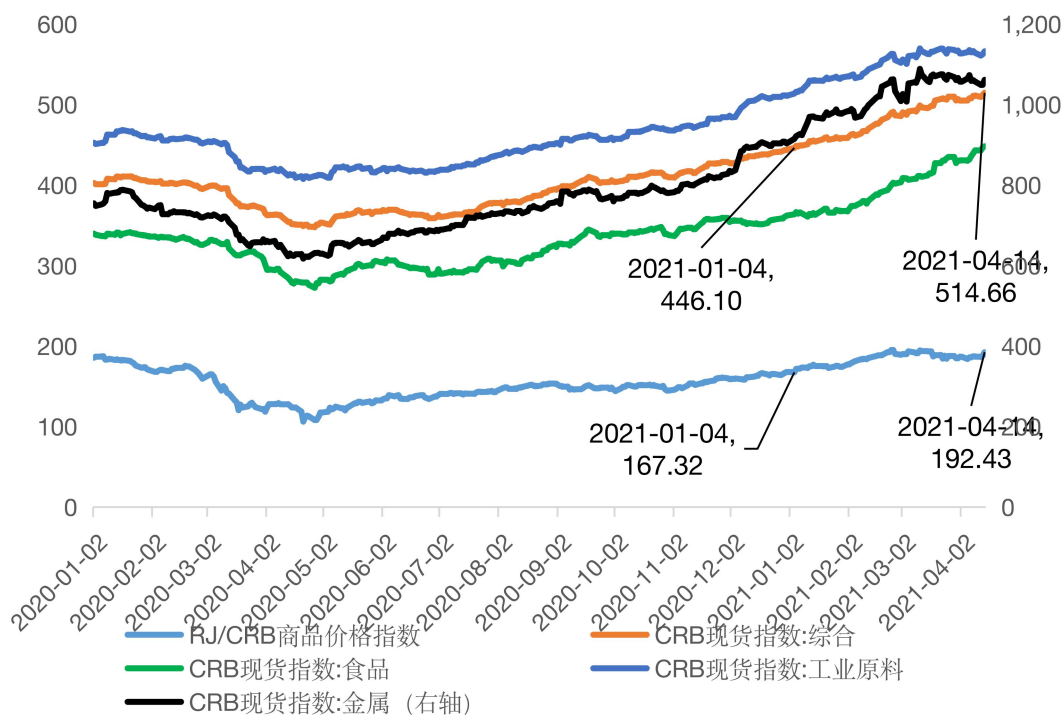


图 2.3.2 大宗商品价格指数

数据来源: Wind

四、主要发达国家财政货币政策冲击

在主要发达国家中，美国货币政策的政策基调仍保持宽松立场。由于美国国内通胀率仍低于长期目标 2% 的水平，而且就业目标还没有完成，因此宽松货币政策的基调将保持不变。美联储将致力于在未来一段时间内实现通胀率适度高于 2% 的目标，使通胀率随时间推移平均为 2%，长期通胀预期保持在 2% 的水平。美联储强调在没有其他证据表明通胀大幅上涨超过规定的水平，低失业率并不足以触发货币政策由松转紧。

美联储于 3 月份宣布，将继续增加对美国国债、机构抵押贷款支持证券购买，计划共计在未来几个月增持美国国债至少 5000 亿美元，机构抵押贷款支持证券

增持至少 2000 亿美元。截至 4 月 14 日，美联储资产负债表的资产、负债与净资产规模分别达到 7.84、3.91、3.94 万亿美元，见图 2.7。资产同比增加 22.2%，较年初增加 6.2%。负债同比增加 16.7%，但是第一季度以来出现下降的趋势，较年初减少 7.4%。

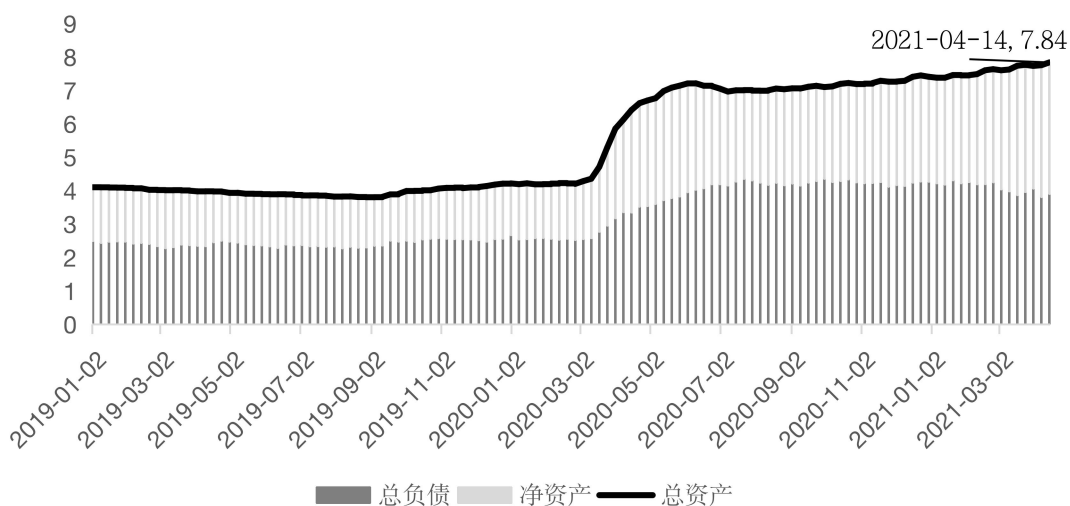


图 2.4.1 美联储资产负债表规模 (万亿)

数据来源: Wind

在货币政策持续宽松的条件下，美国财政刺激政策不断出台。3月11日美国总统拜登签署了1.9万亿美元新冠纾困救助法案。截至4月1日，该援助计划已进行第三次支出，前三次支出大约共计3350亿美元。如图2.8所示，美国财政收入在第一季度平均同比增加16.16%，在三月份同比增加13.03%。随着新一轮的财政刺激政策的出台，财政支出在三月份大幅增加，同比增长160.63%。因此，三月份美国财政赤字加速膨胀，已达到6.6千亿美元，同比增长454.33%，环比增长112.14%。

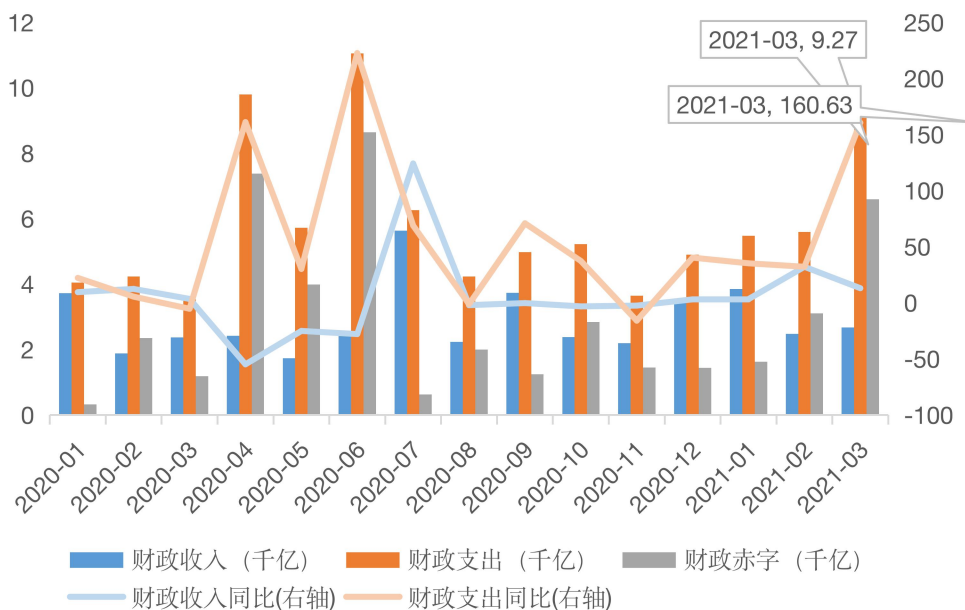


图 2.4.2 美国财政收入与财政支出

数据来源: Wind

表 2.3 2021 年第一季度美国财政赤字与其同比环比增速

	1 月	2 月	3 月
财政赤字(千亿)	1.63	3.11	6.60
同比增速(%)	399.56	32.15	454.33
环比增速(%)	13.42	90.95	112.14

数据来源: Wind

美国长期国债收益率成上升趋势是第一季度全球金融市场显著特征之一。(SLR) 将在 4 月 1 日到期所造成的美国国债的抛售、美国宽松的货币财政政策与美国经济修复, 造成了美国长期国债收益率的上扬。截至 3 月 31 日, 十年期美债收益率已经上涨到 1.74%, 与年初相比上涨了 87.10%。然而, 一年以及一年以下的短期美债收益率仍处于较低的水平, 甚至进入三月份以来呈现出下降的趋势。3 月 31 日, 3 个月美债收益率仅为 0.03%, 较年初下降了 66.67%。这显示出短期流动性较为充沛。4 月份以来, 长期美国国债收益率有所下降, 短期收益率震荡平稳。

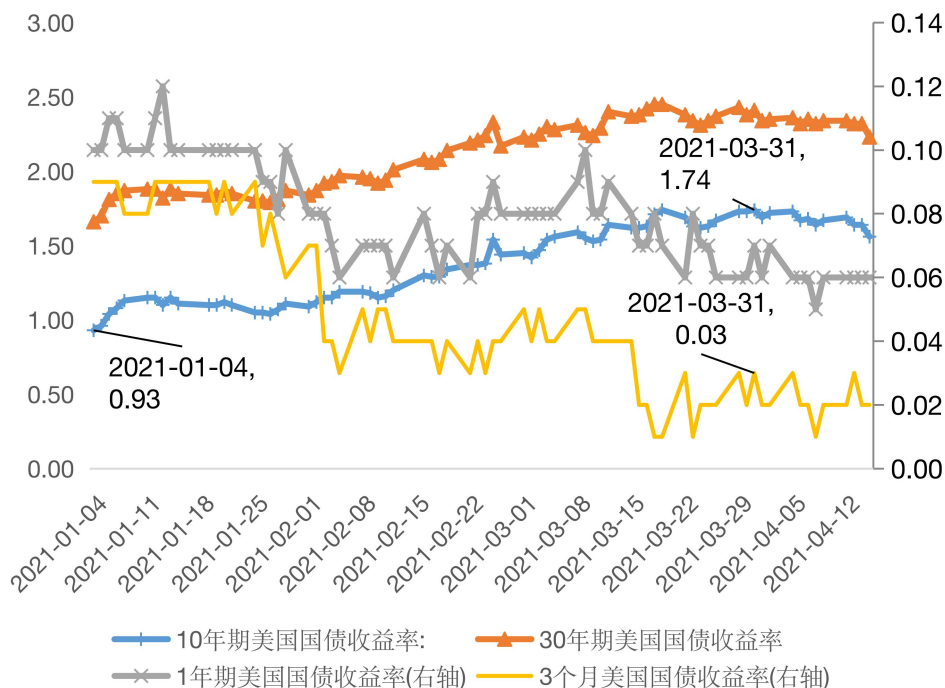


图 2.4.3 美国国债收益率

数据来源: Wind

一季度美元指数继续呈现走强的态势。3月31日美元指数达到93.18,较年初上升了4.14%,这与10年期美债收益率上扬有直接的关系,见图2.10。由于2008年金融危机爆发到2011年底,美元指数仅仅平均只有78.76,目前的美元指数在大规模宽松的政策环境下出现上涨的趋势显示了美国经济基本面的修补与复苏。4月份以来,美元指数出现小幅下跌。

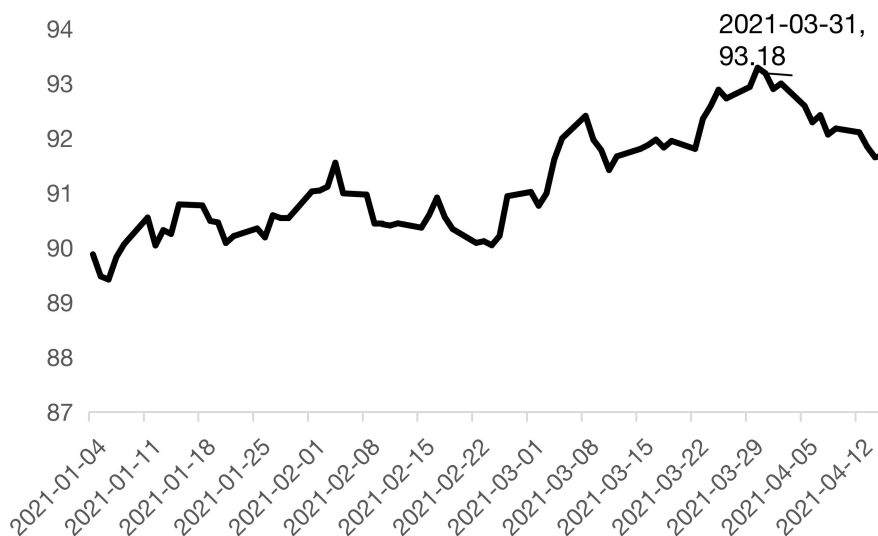


图 2.4.4 美元指数

数据来源: Wind

在宽松货币和财政政策的冲击下，美国长期通胀预期从2020年3月开始由降转增。2021年第一季度保持预期通胀率提高的态势，5年盈亏平衡通胀率与10年盈亏平衡通胀率在2021年3月31日分别为2.54%与2.37%，分别较年初上升了0.56个百分点与0.36个百分点，同比增长418.37%与172.41%，见图2.11。欧元区、欧洲主要发达国家与日本的ZEW通胀指数走势与美国长期通胀预期走势相同。全球通胀预期加强来源于供给和需求两方面的影响。从需求方面来看，一方面，疫苗接种给疫情得到有效控制带来了希望，经济活动有望恢复正常，增加了存货需求；另一方面，全世界范围内经济刺激政策不断，尤其是美国刺激计划规模空前，美联储三月份表示其目标为“平均通货膨胀目标制”，以允许通胀在一段时间内适度超过2%。也引发了对经济过热的担忧和通胀预期上升。

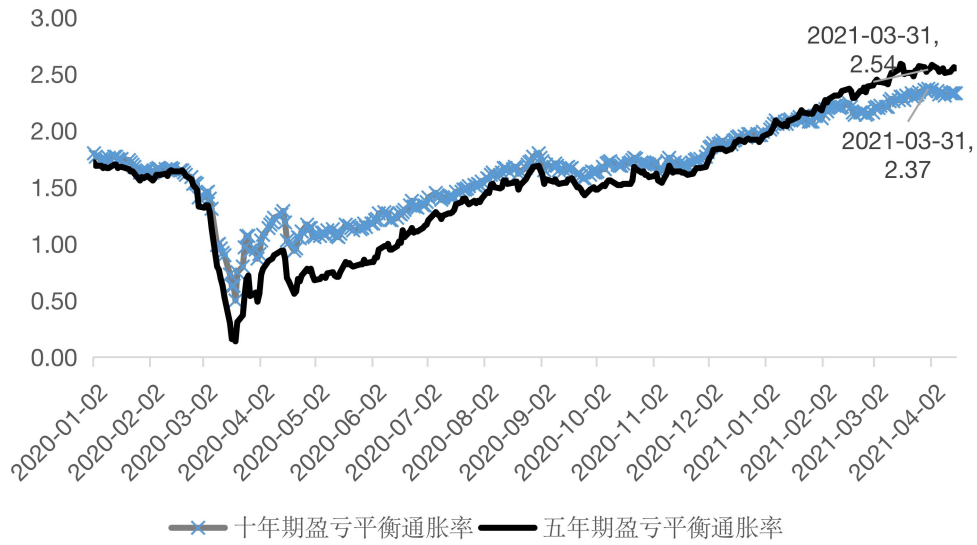


图 2.4.5 美国长期预期通胀率

数据来源: Federal Reserve Bank of ST. Louis

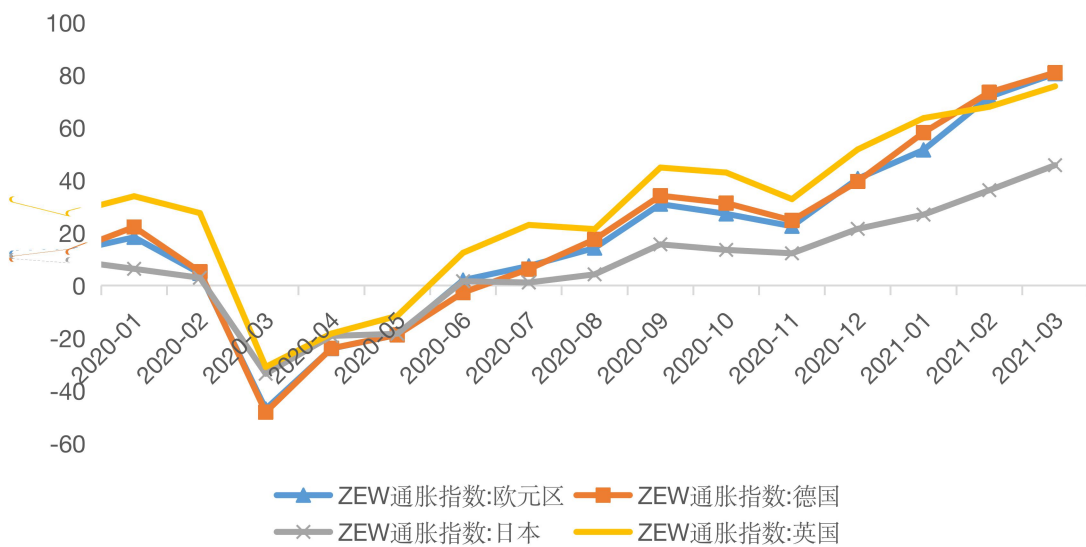


图 2.4.6 ZEW 通胀指数

数据来源: wind

第三部分 积极政策宜适度放缓，但不可急转

根据上文对一季度中国宏观经济和国际市场及主要发达国家经济形势的分析，在全球通胀压力和资产泡沫不断累积情况下，一方面，我国宏观经济政策可进行适度调整，提前为国际经济环境可能发生的变化准备预案；另一方面，我国经济尚未实现完全复苏，积极宏观政策的总体方向不可急转。

一、货币政策收紧短期流动性，中长期保持适度宽松

(一) 广义货币供给增速稳中趋降

3月末，广义货币(M2)余额 227.65 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末和上年同期均低 0.7 个百分点。狭义货币(M1)余额 61.61 万亿元，同比增长 7.1%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点，见图 3.1.1。

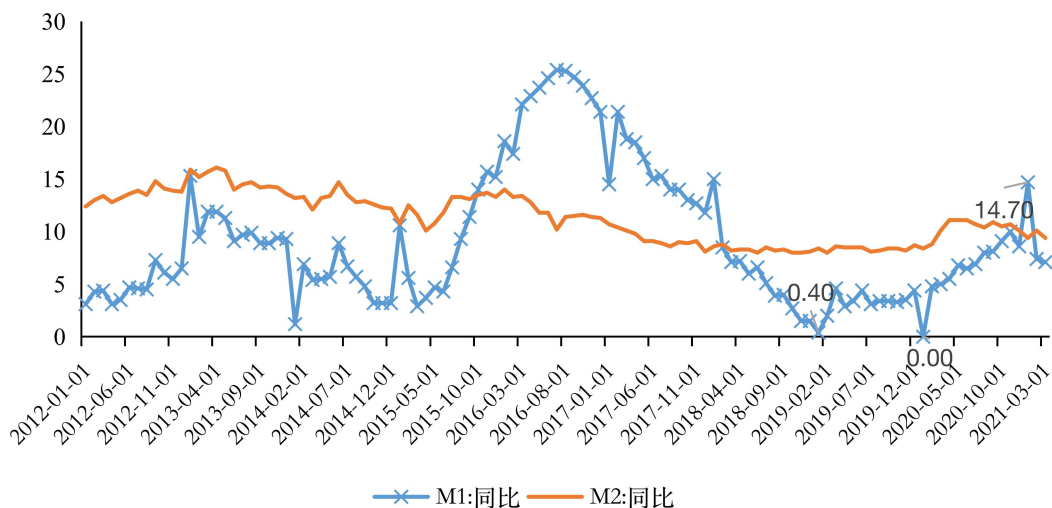


图 3.1.1 货币供给同比增长率 (%)

M1 与 M2 同比增速反应了实体经济的市场活跃程度与即时有效需求。2015 年 3 季度至 2018 年 1 季度，M1-M2 增速差出现明显扩大趋势，M1 增速显著高于 M2 增速，且波动率显著增加，反映市场中流动性需求旺盛，有效需求增加，通

胀压力趋大。2018年1季度至疫情前，M1增速回落，于2019年1季度低至0.4%，远低于同期M2增速，反映出彼时消费需求与投资需求持续降低。受疫情冲击，2020年1季度M1增速再次跌至低点（0%增速），有效需求降至冰点。在过去一年疫情防控地有效推进中，M1增速逐步回升，虽然存在基数效应，但积极的货币政策与宽松的信贷都有力地促进了市场活跃程度的复苏，并突出体现在2021年第一季度。2021年2月，M1增速高至14.7%，自2018年以来首次高于M2增速，3月增速回落低于M2，反映出市场虽然显现出短暂的需求复苏信号，但仍然较大程度收到基数效应的影响，持续性不足，稳定性较差。

进一步对比M1-M2增速差与CPI、PPI的联动性，见图3.1.2。CPI长期处于低位波动，与增速差的相关性较弱。而对经济变化更灵敏的PPI则表现出与增速差较强的联动性，随着增速差的收窄且M1增速的回升，PPI显现出明显的上升趋势。由于M1-M2增速差对PPI存在显著的前瞻作用，预计PPI在未来一年内存在较强的回升动力。

M1,M2增速差与CPI、PPI

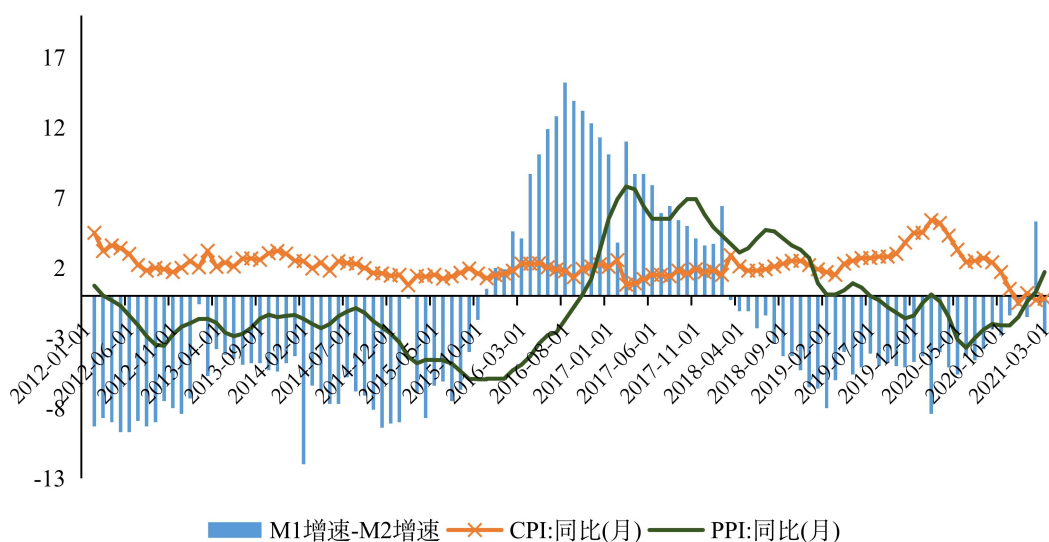


图 3.1.2 M1 和 M2 增速缺口与 CPI 与 PPI 关系 (%)

数据来源：Wind，中国人民银行

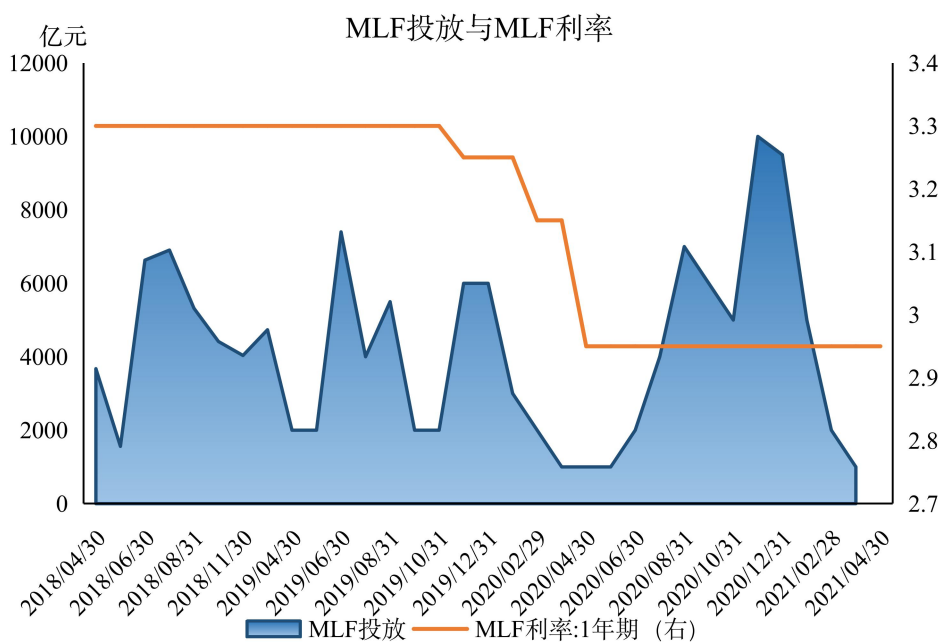
流通中货币(M0)余额 8.65 万亿元，同比增长 4.2%。一季度净投放现金 2229 亿元。M0 供给增速显著放缓，尤其是在 2021 年 1 月份出现了负增长（-3.9%），一方面是由于去年较高的 M0 供给产生的基数效应，另一方面是由于今年春节在 2 月而非 1 月，相较于去年 1 月，今年 1 月现金需求较低。更重要的，结合上述 M2 增速的放缓，反映出货币政策在逐步恢复常态。截止 2021 年 4 月 9 日，央行通过公开市场操作累积投放货币 2.379 万亿元，回笼资金 2.764 万亿元，净回笼 3850 亿元，货币投放同比减少 1.69 万亿元，净投放同比增加 2115 亿元。

(二) 利率政策区间保持平稳，货币政策存在微调

2020 年年初，为应对疫情冲击，央行下调金融机构的存款准备金率。目前大型存款类金融机构存款准备金率为 12.5%，中小型存款类金融机构存款准备金率为 9.5%。

银行间市场流动性供给方面，2021 年第一季度 MLF 投放 8000 亿元，同比增长 2000 亿元，环比下降 1.65 万亿；MLF 净投放 2000 亿元，同比下降 4000 亿元，环比下降 8500 亿元。显示三月末，MLF 期末余额 5.35 万亿元，增速显著放缓，中标利率为一年期 2.95%，与上期持平。

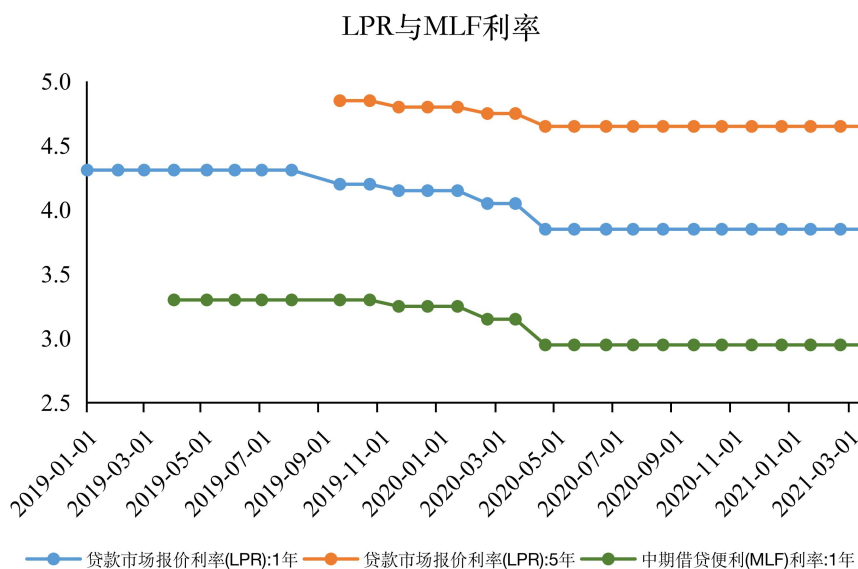
值得注意的是，央行于 2020 年第四季度净投放 MLF1.05 万亿元，形成自 2019 年以来最大的季度投放额，为金融机构提供了足够的流动性。而 2021 年第一季度的 MLF 显现出明显的收紧，但这并不意味着货币政策的收紧，更多是对上季度形成的宽松流动性进行微调，避免过度宽松的流动性引致杠杆的提升。“政策不急转弯”也提示市场政策不会出现断崖式退出，而是稳定微调式恢复常态。



数据来源: Wind, 中国人民银行

图 3.1.3 MLF 投放规模和利率

贷款利率方面，贷款市场报价利率（LPR）自去年 5 月下降至 3.85%，至今维持在低位，有效发挥了利率中枢作用，并有效引导利率市场的传导机制。

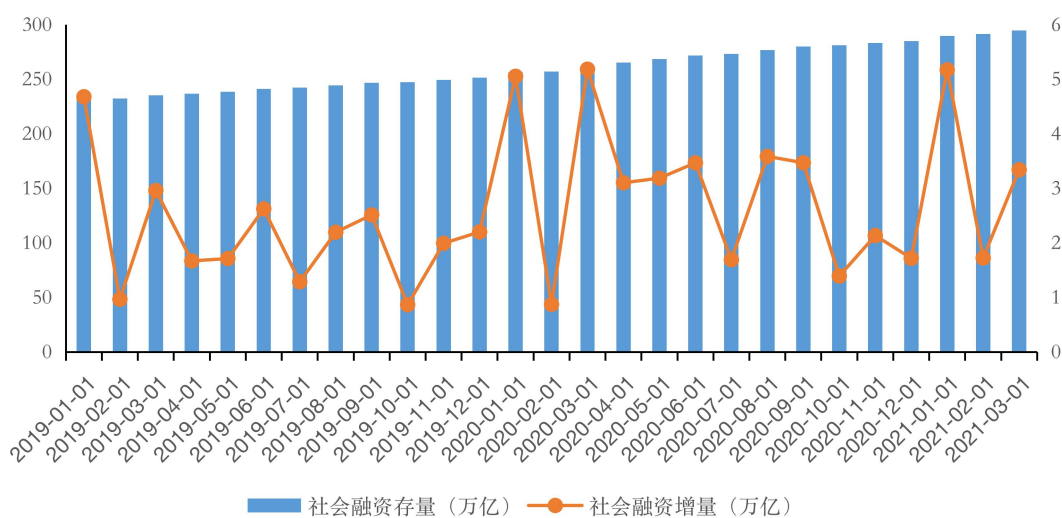


数据来源: Wind, 中国人民银行

图 3.1.4 LPR 与 MLF 利率区间保持稳定 (%)

(三) 社融规模增速放缓

2021年一季度社会融资规模增量累计为10.24万亿元，比上年同期少8730亿元。社融增速显著放缓。3月末社会融资规模存量为294.55万亿元，同比增长12.3%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为179.51万亿元，同比增长13%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.31万亿元，同比下降1.1%；委托贷款余额为11.04万亿元，同比下降2.8%；信托贷款余额为6.01万亿元，同比下降19.2%；未贴现的银行承兑汇票余额为3.83万亿元，同比增长14.1%；企业债券余额为28.17万亿元，同比增长11.7%；政府债券余额为46.71万亿元，同比增长18.8%；非金融企业境内股票余额为8.5万亿元，同比增长13.5%。

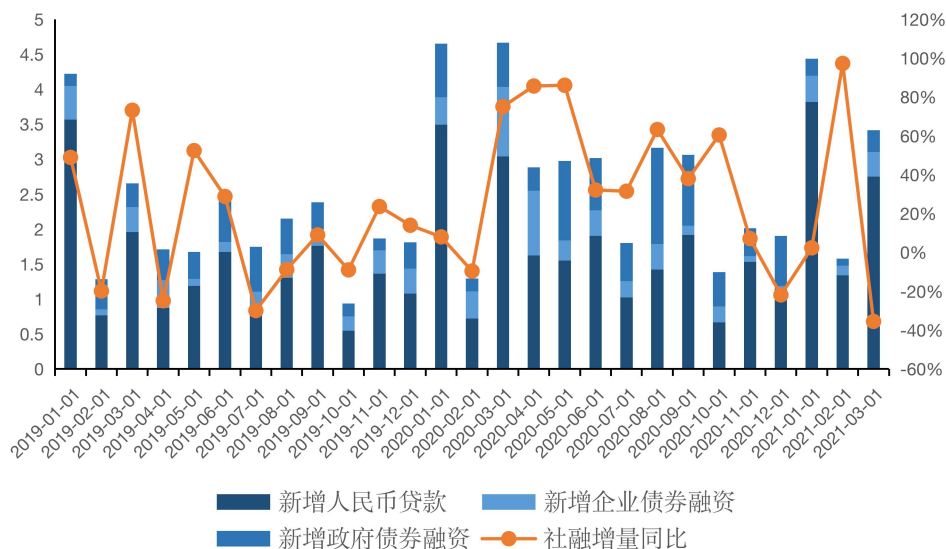


数据来源: Wind, 中国人民银行

图 3.1.5 社会融资总额存量和增量

从结构看，3月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的60.9%，同比高0.3个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比0.8%，同比低0.1个百分点；委托贷款余额占比3.7%，同比低0.6个百分点；信托贷款余额占比2%，同比低0.8个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比1.3%，与上年同期持平；企业债券余额占比9.6%，与上年同期持平；政府债券余

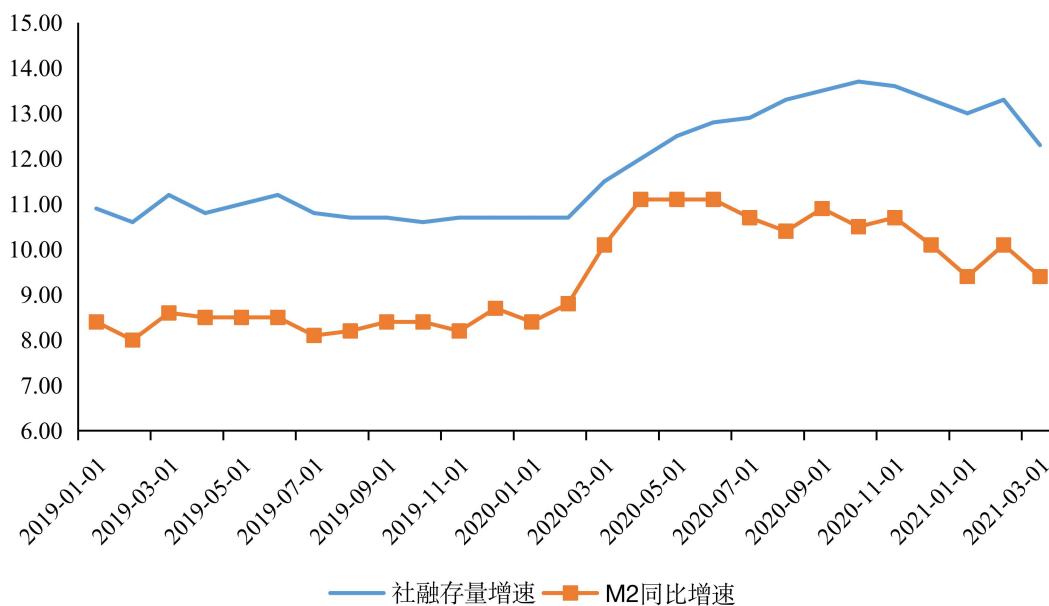
额占比 15.9%，同比高 0.9 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 2.9%，与上年同期持平。



数据来源: Wind, 中国人民银行

图 3.1.6 人民币贷款、企业债、政府债融资 (万亿)

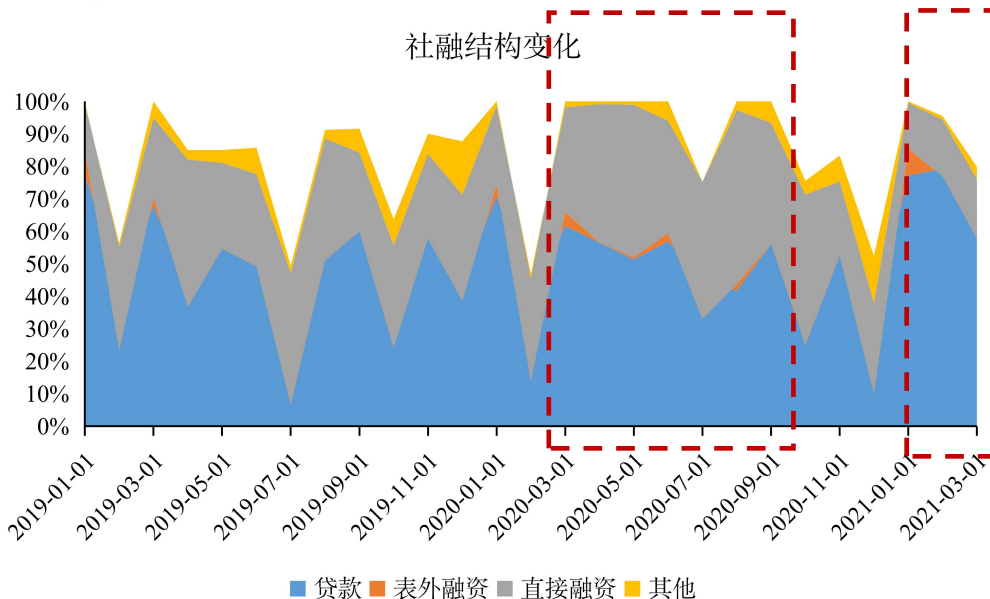
2021 年第一季度社融增量的显著放缓，同时体现了货币政策与财政政策的暂时性收紧。首先，社融存量增速与 M2 增速存在较强的联动性，社融规模代表了实体经济从金融体系获得的资金支持，是实体经济对金融体系的负债，体现了金融体系对实体经济的支持，是金融机构的资产方。而广义货币供给 (M2) 是从金融机构的负债方反映金融体系对实体经济的流动性供给，体现实体经济的资金需求。因此，随着广义货币供给的增速放缓，社融存量规模也呈现显著的增速下降。



数据来源: Wind, 中国人民银行

图 3.1.7 社融存量增速与 M2 同比增速 (%)

其次，将社融分解为贷款、直接融资、表外融资与其他四部分，其结构变化如图所示。自疫情爆发以来，社融结构中直接融资占比显著上升，主要包括企业债券融资与政府债券融资；人民币贷款占比显著下降，体现了疫情期间较大力度的财政支持。随着疫情逐步可控，货币与财政政策的适当收紧，2021 年第一季度，社融结构发生了显著的变化，其中，人民币贷款再次称为社融中最大的组成部分，3 月分占比 83%。

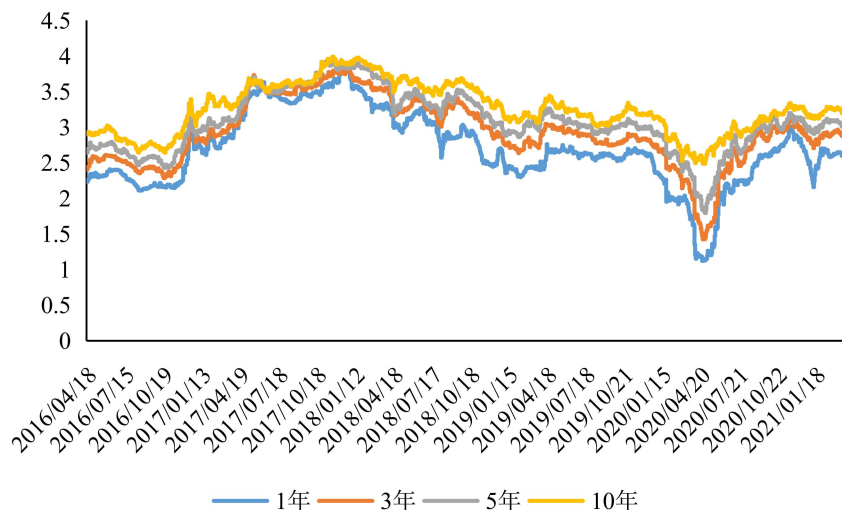


数据来源: Wind, 中国人民银行

图 3.1.8 社会融资结构变化

(四) 国债收益率进入稳定区间

相较于 2020 年，2021 年第一季度国债收益率显著回升，4 月 16 日 1 年期国债收益率 2.53%，同比上升 1.3 个百分点，5 年期国债收益率 2.02%，同比上升 1.2 个百分点，10 年期国债 3.16%，同比上升 0.6 个百分点。值得注意的是，除了 2020 年第一季度出现短暂的 30 年国债收益率低于 5 年国债收益率外，截止目前，相对宽松的货币环境并未引致国债收益率曲线出现明显的倒挂。



数据来源: Wind, 中国人民银行

图 3.1.9 国债收益率曲线 (%)

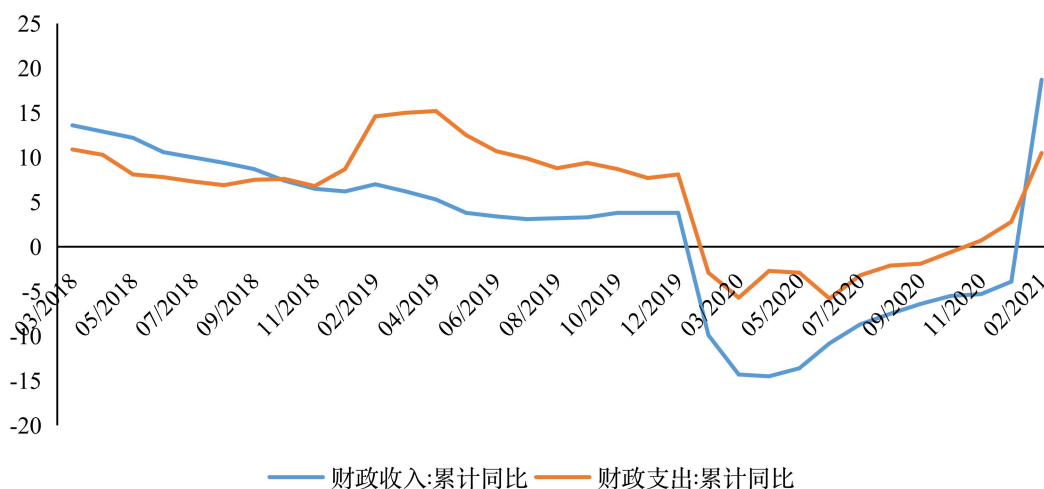
二、持续积极的财政政策，提升资金使用效率

2021 年政府工作报告提出：“积极的财政政策要提质增效、更可持续。”“提质增效”体现在通过支出结构优化，提高财政资金使用效率，撬动有效投资；“更可持续”体现在加强地方政府债务管理，防范化解地方政府债务风险。尽管预期收入会有增加，但由于 2021 年收入端新增财政赤字、动用历年结转结余资金等一次性措施增加的收入大幅减少，抗疫特别国债不再发行，实际可用的财力总量增幅较低，同时支出端增长刚性较强，预计最终确保 2021 年预算平衡的要求实际上将进一步提高。

(1) 一般公共预算收入

2021 年 1-2 月份财政收入累计同比增速 18.7%，较 2019 年增长 6.9%，两年年均增速 3.4%。其中，税收收入累计同比增长 18.9%，两年年均增速 2.7%；非税收入 16.8%，两年年均增速 9.0%。

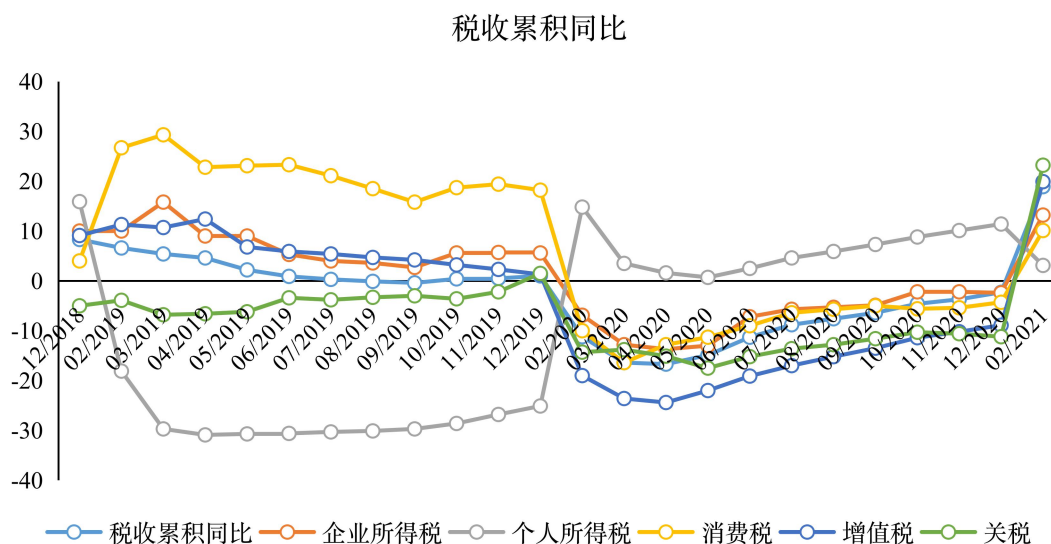
财政收支累积同比变化



数据来源: CEIC

图 3.2.1 财政收支累计增速 (%)

在直接税方面，企业所得税累计同比增速 13.2%，两年平均增速 2.7%，不及 2019 年同期累计增速。2021 年个税累计同比增速 3.1%，两年平均增速 8.8%。个税两年平均增速较企业税更高，一定程度上与 2019 年个税改革后的低基数有关。在间接税方面，消费税与增值税两年平均增速为负值，分别为-0.5%、-1.5%，税收增速水平远低于 2019 年同期。



数据来源: CEIC

图 3.2.2 税收累积增速 (%)

进一步以税收优惠政策支持小微企业、科技创新领域发展。3 月财政部发布税收优惠政策期限延长的相关公告，2021 年对于小微企业、电影行业仍延续疫情期间的税收优惠政策，体现其对小微企业的持续支持力度。除应对疫情的税收优惠政策外，为进一步支持小微企业、科技创新和相关社会事业发展，对其相关税收优惠政策也进行了延期。政策主要涉及主体或领域为:金融机构小微企业、供热企业及科研领域、动漫产业、保险证券行业、涉农事业、公租房市场、航空运输等相关企业。

（2）一般公共预算支出

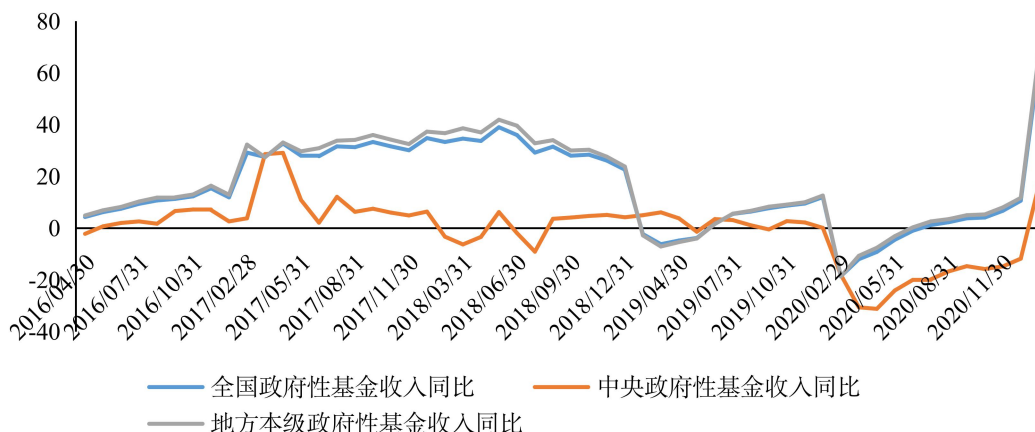
2021 年 1-2 月支出进度回归疫情前水平，财政盈余为后续支出加力。1-2 月份财政支出累计同比增速为 10.5%，主要为地方财政支出拉动。中央本级支出进一步压缩，累计同比增速-10.2%，地方财政支出累计增速 13.6%。从支出进度来看，1-2 月的支出进度为 14.3%，较 2020 年同期的 13.1%略有加快，与 2019 年同期的 14.2%基本一致，开年支出进度基本恢复正常水平。3 月通常为第 1 季度支出大月，环比增速通常在 50%以上；而 3 月财政收入环比增速一般在 10%左右。依照目前支出进度来看，2021 年 1-2 月财政盈余 6072 亿元，但预计 3 月财政收支赤字额会攀升。

从财政支出资金投向来看，1-2 月民生类总支出增速显著增长，而基建类支出增长缓慢。基建类支出 1 累计同比仅为 4.1%，在低基数情况下，其增速仍远低于 2019 年 24.4%的增速水平，交通运输与城乡社区支出降幅较大，整体财政支出仍延续偏民生领域。

从支出分布来看，1-2 月基建支出重点在于交通运输支出、科技支出与节能环保支出。1-2 月基建类支出占比 22.4%，较 2019 年同期偏低，财政支出中基建类支出仍偏弱，基建类支出主要投向交通运输领域，交运支出占比达 19%。1-2 月科技支出与节能环保支出占比分别为 7.9%、6.4%，均达历史最高值，科技支出占比通常在年底会增加至 4%，其余月份科技支出在 3%-4%之间，节能环保支出通常占比在 2%-3%之间，而 2021 年开年就加大了科技与环保领域相关财政的支持，体现 2021 年对于科技环保领域的重视。

（3）政府性基金

政府性基金收支



数据来源: Wind, 财政部

图 3.2.3 政府性基金收支增速 (%)

政府性基金预算收入高增，支出受专项债发行缓慢原因增速为负。2021 年 1-2 月份，全国政府性基金预算收入 1.26 万亿元，为 2013 年以来历史最高值，累计同比增速 63.7%，两年年均复合增长率为 15.4%。其中，国有土地使用权出让收入累计同比增速 67.1%，两年年均复合增长率为 18.2%。

而在支出端，全国政府性基金预算支出 10977 亿元，累计同比增速为-14.8%。政府性基金支出较慢，或与 1-2 月专项债额度未提前下达有关。1-2 月地方债发行类型均为再融资债券，后续随着新增专项债发行节奏的加快，支出增速会有所提升。

(4) 政府债券

一季度共发行地方债券 8951.6 亿元，其中再融资债券 8587.6 亿元，同比增加 7906.6 亿元，新增债券 364 亿元。根据 2021 年财政部发布的预算报告，2021 年新增债务限额约 2.4 万亿元，目前发债进度 1.1%。2021 再融资债券增长幅度较大，2020 年全年置换债与再融资债券约 1.9 万亿元，2019 年全年置换债与再融资债券约 1.3 万亿，而 2021 年第一季度发行的再融资债券已占 2020 年全年的 50%。

虽然 2021 年财政支出较 2020 年显著收窄，但仍需警惕 2020 年增发的政府债在未来几年存在的债务风险。于此同时十年期债券占比显著上升，2020 年十年期以上债券不足 50%，2020 年上升至 76%，2021 年第一季度最高达 65%（2020 年 2 月）。

三、政策建议

（一）货币政策

第一，加强预期管理与宏观审慎管理，防范过度宽松的信贷环境引致的过度杠杆行为。尤其需要防范宽松的货币政策引致的房地产过热。2021 年第一季度人民币贷款的回升已体现出与房地产价格较强的联动性，在实体经济恢复速度较慢的情况下，房地产往往容易过快地吸收更多流动性，这将极大地削弱货币政策对实体经济的支持效应。

第二，谨慎执行政策转型。目前虽然出现显著的复苏信号，但由于疫情及国际等不确定因素较多，经济仍然处于相对脆弱的阶段，复苏的态势难以持续。货币政策的退出应谨慎执行，尤其需要关注中长期资金面的变化，避免过快的退出政策对经济产生更深的挤压效应。在经济仍然处于不稳定阶段，货币政策易宽不易紧。

第三，关注微观层面的流动性需求。当经济处于下行周期时，中小微企业及中低收入居民受到的负面冲击较大，无论是基于社会稳定因素，还是社会需求的支持，都需要对中小微企业及中低收入居民基于更多的政策支持。特殊时期的货币传导机制不同于常态时的传导机制，当经济体同时收到供给冲击与需求冲击时，流动性的需求更难以精准判断，从而形成有效的政策管理。

(二) 财政政策

第一，加强财政政策对企业的精准扶持。

第二，避免大水漫灌式财政支出，精准制定合理政策对企业进行针对性纾困，防止实体经济产生对财政政策的过度依赖。

第三，关注地方政府的隐性债务风险。过去一年各地政府举债规模较大，2021年一季度已显现出用大量新债还旧债的行为。加大对企业，尤其是国企的扶持力度，促进地方政府的收入增长，尽快调整债务规模，防范债务风险。

(三) 开放政策

更进一步，我国要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。以国内大循环为主体，就是要充分发挥我国超大规模市场优势，扩大内需，繁荣国内经济。国内国际双循环相互促进，就是要推进更高水平对外开放，更好利用国际国内两个市场、两种资源，实现两个循环的优势互补、良性互动、相互促进。对外经济连接国内国际双循环，在加快形成新发展格局中发挥重要作用。从服务国内发展大局看，对外经济为国民经济稳中向好提供强劲支撑，为稳增长、保居民就业、保市场主体做出积极贡献。从开放合作看，对外经济有力支持全球疫情防控和世界经济贸易复苏。未来，推动对外经济高质量发展，积极融入并加快形成国内国际双循环新发展格局，重点要做好以下几方面工作，实现扩大对外开放，稳定外贸外资，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，保持产业链供应链稳定和安全的目标。

第一，要加快外贸转型升级。统筹优化国际市场布局、优化国内区域布局、优化经营主体、优化商品结构、优化贸易方式等“五个优化”，加快外贸转型升

级基地、贸易促进平台、国际营销体系等“三项建设”，积极扩大商品和服务进口，提高贸易发展的质量和效益，促进国内消费升级和产业升级。

第二，要推进贸易创新发展。培育贸易新业态新模式，加快跨境电商综合试验区和市场采购贸易方式试点建设。赋予自贸试验区更大改革自主权，支持扩大开放和创新发展，形成更多可复制可推广的制度创新成果。加快海南自由贸易港建设。推进国家级经开区提升创新发展质量。大力发展服务贸易，不断深化服务贸易创新发展试点，促进国内服务业强优势、补短板。

第三，要支持出口产品转内销。在鼓励企业拓展国际市场的同时，充分发挥超大规模市场优势，多措并举支持适销对路的出口产品开拓国内市场，使国内市场和国际市场更好联通。

第四，要在市场准入方面持续扩大。落实好新版负面清单，进一步清理负面清单之外的限制措施，严格实行“非禁即入”；推进服务业扩大开放试点示范，进一步扩大服务业对外开放；在政策支持方面持续加强。落实鼓励外商投资产业目录等已有政策措施，同时根据外资企业的共性诉求，搞好政策调研和储备，适时推出稳外资新举措。

第五，要高质量共建“一带一路”。搭建开放平台，帮助企业开展贸易投资合作，开拓双向市场。畅通贸易通道，推进中欧班列、陆海新通道等建设，挖掘贸易潜力。抓好项目建设，增强投资对贸易的带动作用。完善合作机制，商建更多贸易畅通工作组、投资合作工作组，解决企业困难和诉求。

第六，要继续深耕新兴市场格局，深入与东盟国家的合作。推进完善全球经济治理，坚定维护多边贸易体制，反对单边主义、保护主义，积极参与世贸组织改革。构建面向全球的高标准自贸区网络。加强与各国经贸合作，深化互利共赢，

共同维护全球产业链供应链稳定。2021年4月15日中国驻东盟大使邓锡军向东盟秘书长林玉辉正式交存《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）核准书。这标志着中国正式完成RCEP核准程序，成为非东盟国家中第一个正式完成核准程序的成员国。据中国驻东盟使团表示，我国正在大力推进RCEP实施相关技术准备工作，以确保在协定生效时能够全面履行协定义务。商务部已举办两次全国范围的RCEP线上培训班，协助地方、行业中介组织、企业全面熟悉规则，努力在市场竞争中拓展合作发展空间。RCEP谈判于2012年由东盟10国发起，邀请澳大利亚、中国、印度、日本、韩国、新西兰6个对话伙伴国参加。第三次RCEP领导人会议2019年11月在泰国曼谷举行并发表联合声明，宣布除印度外的15国结束全部文本谈判及实质上所有市场准入谈判。2020年11月，15个RCEP成员国正式签署该协定。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

