CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

中国宏观经济论坛（CMF）

（2021年中期）（总第57期）

开启常态化进程的中国宏观经济

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6月

目　　录

主报告：CMF 中国宏观经济分析与预测报告
——开启常态化进程的中国宏观经济……01
分报告 1：十四五期间中国经济政策的调整次序与改革取向 ……96
分报告 2：疫情后就业的结构性变化……110
分报告 3：财政政策的调整及经济增长效应分析 ……117
分报告 4：专项债发行进度滞后，基建撬动或整体受限
——2021 年专项债对基建投资撬动分析 ……125
分报告 5：中美经贸形势 ……131
分报告 6：美国财政货币政策动向及对我国的影响 ……136
嘉宾观点：高培勇深剖当前宏观经济形势：要以市场主体为核心，统筹发展和安全……149
刘元春解析下半年经济形势，两大“灰犀牛”冲击下，我国当前的扩张性货币政策和财政政策不宜全面退出……153
王一鸣：经济回归常态仍面临挑战，长期应关注增长内生动力的培育 ……157
余永定评人大 CMF 报告，剖析当前中国宏观经济形势……161
张宇燕：经济回归常态仍面临挑战，长期应关注增长内生动力的培育……169
毛振华：中国经济迈向常态化将是一个艰辛的过程……173

报告总负责人：

刘元春　杨瑞龙　毛振华

报告执笔人：

主报告：　刘晓光　刘元春　闫　衍

分报告一：张　杰

分报告二：丁守海

分报告三：尹　恒

分报告四：袁海霞　汪苑晖

分报告五：王孝松

分报告六：王晋斌

开启常态化进程的中国宏观经济

——CMF 中国宏观经济分析与预测报告

（2021 年中期）

2021 年 6 月[1]

[1] 本报告为中国宏观经济论坛（CMF）研究成果，执笔人：刘晓光、刘元春、闫衍。报告中的数据除注明出处之外，皆出自 Wind 数据库和中国人民大学中国宏观经济论坛（CMF）测算，如有遗漏，请联系更正。

摘要：2021 年是中国经济持续复苏并走向常态化的一年。作为十四五规划的开局之年、两个百年目标交汇与战略转换之年，2021 年中国宏观经济全面实现常态化具有十分重要的战略意义。本报告重点分析了中国经济开启常态化进程的特征表现、面临的内外部压力以及政策性支撑力量，并在此基础上前瞻性探讨了常态化后中国经济运行面临的中长期挑战。根据定性判断、设定系列参数，利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，对 2021 年中国宏观经济核心指标进行了预测。最后，基于定性判断和数值预测，针对短期压力和中长期挑战，报告提出了系列政策建议。

关键词：中国经济；常态化；经济复苏；增长预测；十四五

第一部分 总论与预测

2021 年是中国经济持续复苏并走向常态化的一年，是十四五规划开局之年、两个百年目标交汇与战略转换之年，2021 年中国经济的常态化具有十分重要的战略意义。上半年中国进一步巩固疫情防控和经济复苏成果，积极应对内外部风险挑战，宏观经济运行稳中向好，生产需求持续扩大，就业物价基本稳定，微观基础明显改善，市场预期不断向好。

1、中国疫情阻击战、经济保卫战、脱贫攻坚战的全面胜利，在世界范围内率先步入稳定复苏道路之中，不仅显示了中国经济的制度优势、生产体系与产业链的弹性与韧性，更为 2021 年中国经济从持续复苏走向常态化打下了坚实的基础，为十四五开局进行战略深化和战略转型提供了契机。

2、在低基数效应、内生动力增强和趋势性回归力量的作用下，2021 年的中国宏观经济呈现“总体增速偏高”、“表面上逐季回落”、“实际上逐季回升”的显著特征，在全球主要经济体中率先开启常态化进程。一是国民经济实现恢复性增长，实际产出水平已基本回到长期增长趋势线。二是生产供给持续高速增长，产业复苏的短板领域加快补齐缺口。三是外贸外资延续强劲增长态势，为内需复苏争取宝贵时间窗口。四是消费和投资实现恢复性增长，并不断强化内需增长动力。五是企业绩效、居民就业、政府收入全面改善，微观基础得到深度修复。六是宏观经济景气程度显著回升，市场预期和信心明显改善。

3、上半年，中国在全球范围内率先开启了政策常态化进程，并完成了压力测试。超常规政策的退出、财政政策节奏的后移、货币政策的边际收紧，使得上半年政策性支撑力量全面减少。中国经济增长出现边际放缓，但依然保持了稳健复苏态势，为最终实现常态化增添了底气。

4、上半年，疫苗研制的成功及其在全球范围内不平衡的分配使用，使全球疫情形势总体向好但局部恶化，世界经济在稳步复苏中出现明显分化。欧美等发达经济体在疫苗接种、大规模刺激政策下加快复苏，而印度巴西等部分发展中经济体则在疫情失控、政策空间逼仄下陷入困境，国际政经局势更加复杂。

5、复苏的不平衡不充分不稳定是 2020 年中国经济闪电式复苏的遗产，并对 2021 年中国经济的常态化和政策的常态化产生严重干扰，在外部疫情反弹、国际大宗商品价格上涨、债务风险累积、政策性力量急于退出等因素综合作用下，中国经济常态化进程面临的内外部压力全面显化。一是内需恢复仍不充分，供需结构仍不平衡，指标比例仍不协调，区域分化仍在加剧，使得经济复苏动力在边际上出现弱化势头，影响经济常态化进程。二是国际大宗商品价格上涨，国内价格传导机制不畅，给宏观经济运行和货币政策实施带来严重干扰。三是趋势性消费需求不足成为扩大内需、畅通国内大循环的关键堵点。四是制造业投资与增加值增速严重背离，中长期预期有待改善。五是企业出现库存积压、

资金周转困难等问题，信用市场风险有所释放。六是就业压力减轻，但毕业生和农民工群体依然困难。微观主体对经济运行的直接感受与宏观数据表现产生一定的背离，社会不同阶层对宏观经济形势的认识也出现强劲分化。预期分化和经济主体对经济困难忍受程度下降是 2021 年宏观经济运行面临的新情况。

中国宏观经济常态化进程中面临的内外部压力，为下半年精准施策、确保常态化进程全面完成提供了指引。展望下半年，随着中国经济内生动力进一步增强、常规性扩张政策效应的延后显化、中长期发展战略的布局和项目落地、全球疫情及经济形势的逐渐明朗，中国宏观经济有望加快完成常态化进程。

1、经济内生动力的持续增强决定了趋势性回归力量将继续发挥主导作用，两个层次的缺口（需求缺口——需求增速是否匹配供给面增速；产出缺口——经济增速是否回归常态化增速）将最终得到完全弥补，同比增速“前高后低”、两年复合增速“前低后高”的基本走势将得到完整呈现，产出水平将更稳固地运行在长期增长趋势线之上。

2、2021 年是中国宏观经济政策常态化的一年，超常规政策向常规性扩张政策的转换决定了政策增长拉动效应的后移，下半年政策效应充分释放将带来更为强劲的增长，成为弥补中国需求缺口和提振短期经济形势的核心因素。2021 年宏观政策的基本定位是实现超常规政策向常规性扩张政策的转变，而非直接过渡到逆周期调节政策，全年来看，政策性力量的支撑效应依然强劲。

3、2021 年是十四五规划开始部署实施的一年，在加快构建双循环新发展格局统领下，科技自立自强的布局、产业链供应链的安全性布局、国内大循环的畅通与短板的补足、扩大内需战略的启动等举措，不仅将引发经济主体预期的改变，同时也将替代非常规刺激政策成为需求扩张的基础性力量。

4、2021 年是中国加强金融风险处置的一年，经济复苏与风险显化并存是宏观经济运行的一个鲜明特征，这也使得货币政策急于回归稳健中性，将政策重点转向防范化解金融风险以及平抑房价上涨势头。维持市场流动性合理充裕，将是未来一段时期的政策平衡点。一方面，从政策退出效应来看，随着特殊性支持政策的逐步退出，脆弱地区和部门的潜在风险势必水落石出。另一方面，从风险演变规律来看，相比宏观经济复苏，微观基础的修复和金融风险的暴露会略有滞后。债务集中到期偿付的风险、大中型企业债券违约引发市场动荡的风险、地方财政紧平衡下城投信用风险、中小金融机构不良资产显化的风险、国际金融市场泡沫破裂的输入性风险，是 2021 年重点关注的五大金融风险。

5、从外部环境来看，大宗商品价格上涨、美联储加息缩表、中美贸易关系走向可能成为我国经济常态化的外部制约因素。各国不同步的复苏带来不同步的政策退出，特别是下半年美联储释放“加息缩表”的信号，很可能引发国际金融市场剧烈波动，甚至导致外债比例偏高的脆弱经济体面临危机。

6、随着中国经济逐步回归常态化，趋势性下行力量的逐步显化将再次成为影响 2021-2022 年宏观经济走势的主导性因素，如何通过改革赋能也将重新成为核心议题，成为影响宏观经济走势和微观主体预期的重要因素。在经济常态化进行到一定程度乃至常态化进程完成后，新旧中长期下行压力将全面显化。一是区域经济分化较为严重，亟须全面提振北方经济，加快培育新的增长极。二是劳动人口压力急剧加大，放开生育政策远水不解近火，甚至会加大十四五时期压力。三是用工成本与碳成本双增，需要关注企业承受能力和国际竞争力。四是劳动力需求与供给错配，技术性结构性失业压力加剧。五是疫情冲击长期创伤效应，需要着力改善中长期预期。六是从收入不平等到财富不平等，需要系统推进财税改革。中国经济真正实现常态化，不仅取决于短期政策常态化的路径和政策退出过程中的风险控制，也取决于新动能的持续成长以及市场主体积极性的激发状态，这就需要持续关注和推进改革新动力。

根据上述一些定性判断，利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，设定 2021 年主要宏观经济政策假设：（1）名义一般公共预算赤字率为 3.2%；（2）人民币兑美元平均汇率为 6.5。预测 2021 年中国宏观经济核心指标增长情况，结果如表 1 所示。

表 1 2021 年中国宏观经济核心指标增长预测

预测指标	2019	2020	2021.1-3	**2021.1-6***	**2021.1-9***	**2021.1-12***
1. 国内生产总值	6.0	2.3	18.3	12.3	10.2	8.8
其中：第一产业增加值	3.1	3.0	8.1	4.5	3.5	3.0
第二产业增加值	4.9	2.6	24.4	14.0	10.9	9.1
第三产业增加值	7.2	2.1	15.6	12.0	10.4	9.0
2. 固定资产投资完成额	5.4	2.9	25.6	12.0	9.0	8.0
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	33.9	23.0	18.0	14.0
3. 出口总额（以美元计价）	0.5	3.6	49.0	37.0	24.0	16.0
进口总额（以美元计价）	-2.7	-0.8	28.0	34.0	23.0	19.0
贸易盈余（亿美元）	4211	5269	1150	2530	4090	5500
4. 消费者物价指数	2.9	2.5	0.0	0.6	1.1	1.8
工业生产者价格指数	-0.3	-1.8	2.1	5.0	6.0	5.5
GDP 平减指数	1.2	0.7	2.4	2.6	2.8	2.4
5. 广义货币（M2）	8.7	10.1	9.4	8.5	9.0	10.2
社会融资总额存量	10.7	13.3	12.3	11.0	11.5	11.2
6. 政府收入	6.2	0.5	29.3	20.5	14.2	10.0
公共财政收入	3.8	-3.9	24.2	21.0	15.0	12.0
政府性基金收入	12.0	10.6	47.9	19.0	12.0	6.0

注：*表示预测值。

1、在经济复苏与基数效应的双重作用下，2021 年中国宏观经济各类同比参数全面走高。预计上半年实际 GDP 增速将达到 12.3%，全年实际 GDP 增速将达到 8.8%，各季度增速将从第 1 季度的 18.3%逐季回落到第 4 季度的 5.5%，呈现前高后低的运行态势。实现全年 8.8%左右、第 4 季度 5.5%左右的增速，不仅意味着强劲的增长，也标志着中国经济常态化进程的全面完成。

2、2021 年供需两端进一步修复调整并趋于平衡。在供给端，第三产业将进行深度修复，增加值增速将反弹到 9.0%左右，较 2020 年上扬 6.9 个百分点，第二产业增加值增速达到 9.1%，较 2020 年上扬 6.5 个百分点；在需求端，固定资产投资将持续回升，增速达到 8.0%左右，较 2020 年上扬 5.1 个百分点，消费明显恢复，从 2020 年负增长 3.9%转为正增长 14.0%。在全球疫情得到控制和大规模居民收入刺激下，外需持续强劲，进出口贸易延续去年下半年较快增长态势，贸易顺差持续扩大，预计全年达到 5500 亿美元，较 2020 年增长 4.3%。考虑到人民币升值和基数因素，净出口的增长拉动效应弱于上年，2021 年中国经济增长更加依赖内需强劲的支撑。

3、在供求相对平衡和基数因素的作用下，2021 年中国物价水平总体平稳，但内部分化较大，在食品价格明显回落、核心 CPI 和 GDP 平减指数小幅上扬、大宗商品价格大幅上涨等因素的共同驱动下，预计 CPI 涨幅为 1.8%，PPI 涨幅为 5.5%，有效需求偏弱依然是 2021 年中国宏观经济运行的核心表象问题。

4、2021 年是非常规政策退出的一年，货币政策进行了边际调整，数量上的收缩和价格上的趋稳反映了政府对于金融风险的高度关注。广义货币供应量（M2）增速将略低于名义 GDP 增速，年末预计为 10.2%左右，社会融资总额存量增速预计回落至 11.2%左右，与名义 GDP 增速大体相当。

5、随着经济复苏和房地产市场升温，2021 年政府收入将在公共财政收入和政府性基金收入回升的作用下全面改善，为 2021 年合理安排支出打下基础。预计 2021 年政府收入增速达到 10%左右，其中公共财政收入和政府性基金收入增速分别为 12.0%和 6.0%，高于 2021 年预算安排。

第二部分 常态化进程开启的 2021 年中国宏观经济

2020 年中国经济成功摆脱新冠肺炎疫情困境并实现 V 型反转，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的经济体。2021 年，中国在稳步复苏的路径之上，进一步巩固疫情防控和经济社会发展成果，积极应对疫情波动和外部风险挑战，宏观经济运行稳中向好，生产需求持续扩大，就业物价基本稳定，微观基础明显改善，市场预期不断向好。在低基数效应和趋势性力量回归的作用上，中国宏观经济呈现出“总体增速偏高”、“表面上逐季回落”、“实际上逐季回升”的显著特征，在全球范围内率先开启常态化进程。

1、国民经济实现恢复性增长，产出水平正在回归长期增长趋势线。

自疫情暴发以来，随着规模性政策的实施、外需的持续上扬和内生动能的逐步恢复，中国宏观经济在持续反弹中呈现加速复苏态势，2020 年第 4 季度的同比增速已接近潜在水平，为 2021 年非常规政策逐步退出和新战略规划的部署实施创造了良好的宏观环境。因此，判断中国经济常态化进程开启并顺利推进的核心标准是以 2019 年为基期的两年复合增速“前低后高”，而风险识别标准则是需求指标的环比增速是否持续向供给和常态水平收敛。

2021 年上半年，中国宏观经济核心指标在 V 型反弹的基础上，进一步巩固稳健复苏态势。第一季度实际 GDP 同比增长 18.3%，剔除基数因素，相比 2019 年同期的两年复合增长率为 5.0%，接近常态化增长速度。其中，农业种植业的增加值同比增长 3.3%，两年复合增长 3.4%；第二产业增加值同比增长 24.4%，两年复合增长 6.0%；第三产业增加值同比增长 15.6%，两年复合增长 4.7%。除服务业外，三大产业增速已基本恢复到常态水平。

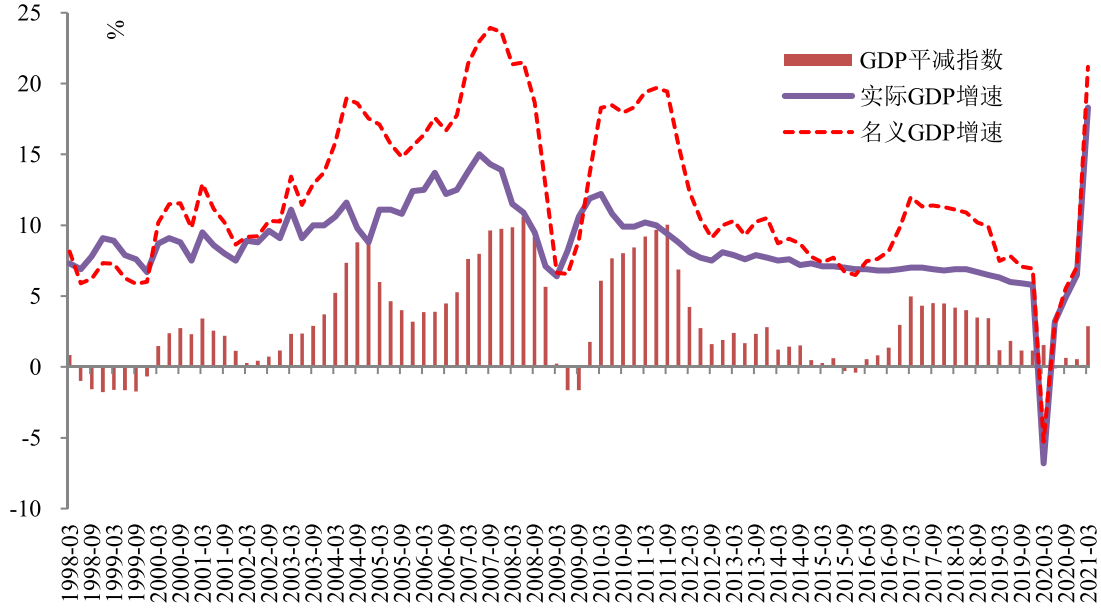


图 1 中国 GDP 增速快速反弹

从以当季环比增速构建的定基指数看，截至 2020 年第四季度，中国的实际产出水平已经回归到长期增长趋势线，2021 年第一季度进一步确认了这一回归，只是目前还不稳固，相比长期增长趋势线存在下行波动缺口，有待进一步巩固。

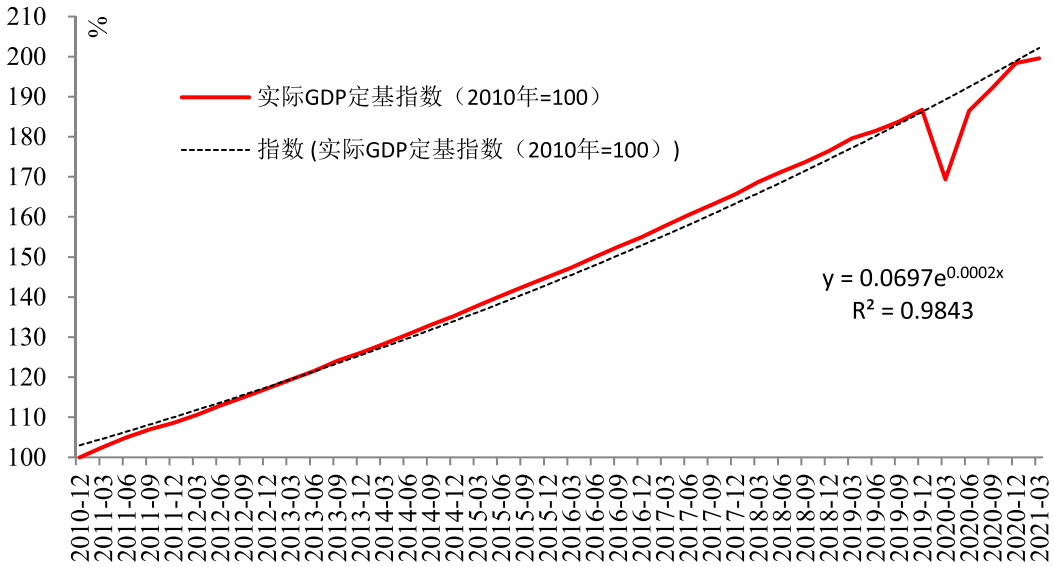


图 2 中国实际 GDP 回归长期增长趋势线

值得一提的是，从相关指标的匹配性来看，第三产业增速可能存在低估。一是从用电量等实物量指标来看，第三产业增加值增速偏低。第一季度，第二产业用电量同比增长 26.6%，相比 2019 年同期增长 15.3%，两年复合增长 7.4%，这些参数与第二产业增加值增速基本匹配；但是，第三产业用电量同比增长 26.8%，相比 2019 年同期增长 16.5%，两年复合增长 7.9%，这些参数显著高于第三产业增加值增速。二是从生产指数来看，第三产业增加值增速也偏低。2019 年服务业生产指数增长 6.9%，增加值增长 7.2%，2021 年第一季度服务业生产指数两年复合增长 6.8%，增加值仅增长 4.7%。以上两点表明，国家统计局关于第一季度服务业增加值的初步核算结果可能存在一定低估，进而第一季度实际 GDP 增速也可能存在低估。

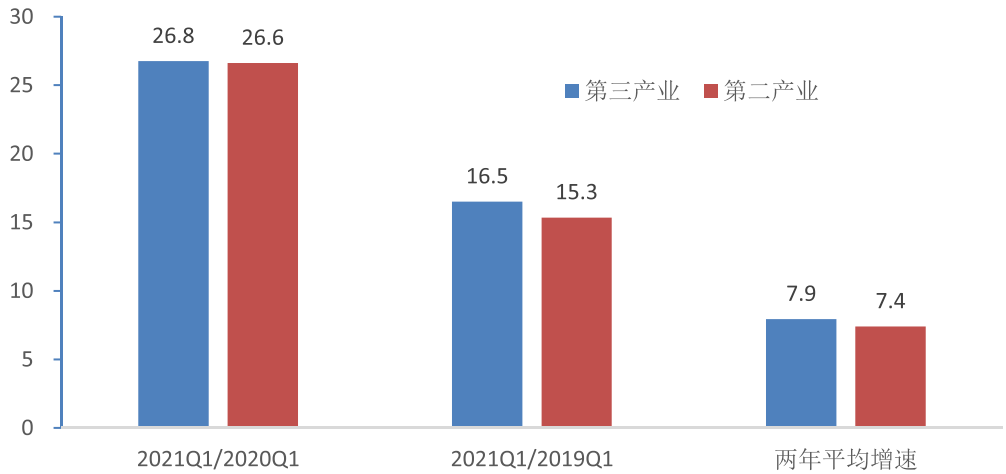


图 3 第三产业用电量增速略高于第二产业

2、生产供给持续高速增长，产业复苏的短板领域正在加快补齐缺口。

2021 年，产业复苏的态势进一步巩固，受疫情冲击严重的短板行业实现了强劲反弹，进一步补齐缺口。1-5 月份，规模以上工业增加值同比增长 17.8%，两年复合增长 7.0%，增速已经高于疫情前的正常水平。第一季度工业产能利用率达到 77.2%，为近几年同期最高水平，说明工业生产已经恢复地较为充分。

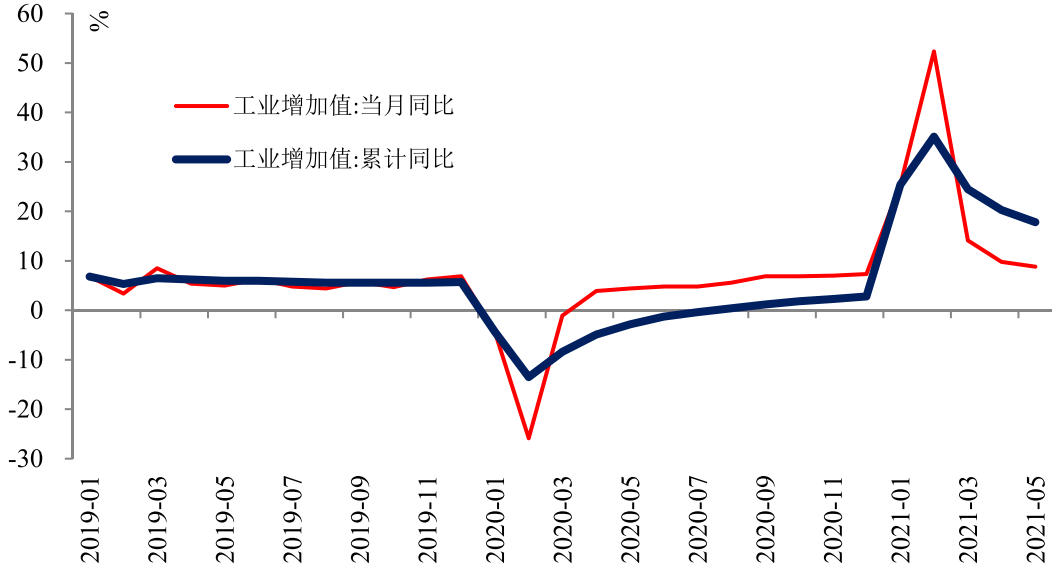


图 4 中国工业增速快速反弹

从服务业生产来看，1-5 月份，服务业生产指数同比增长 23.6%，两年复合增长 6.8%，接近疫情前 2019 年全年 6.9%的水平，这说明服务业生产基本实现恢复性增长。1-4 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 34.4%，两年复合增长 10.8%，预示着服务业生产经营有后劲。第一季度，服务业增加值同比增长 15.6%，两年复合增长 4.7%，服务业增加值占 GDP 比重为 58.3%，对国民经济增长的贡献率为 50.9%，拉动国内生产总值增长 9.3 个百分点，分别高出第二产业 21.1、3.8 和 0.7 个百分点。

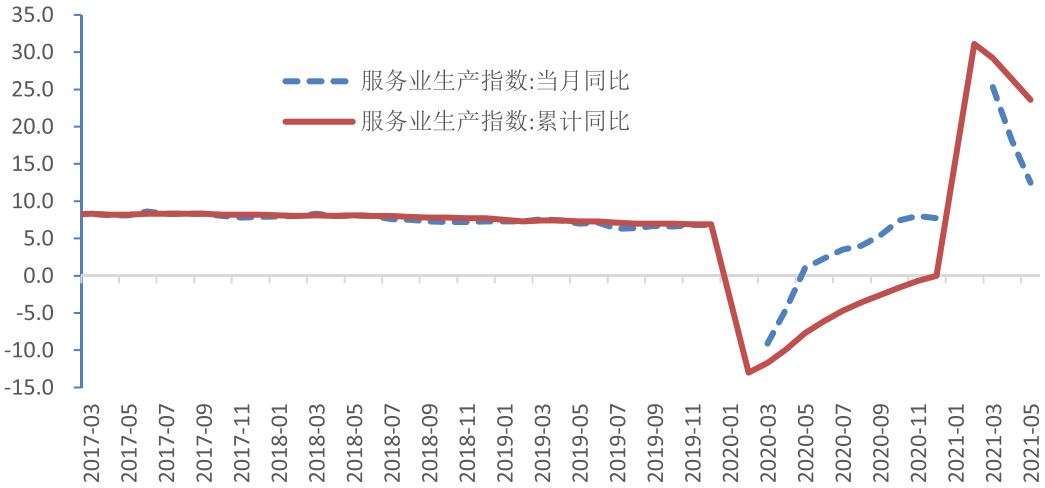


图 5 中国服务业生产指数由负转正

经济复苏的短板领域在加速补齐。5 月份，服务业商务活动指数为 54.3%，连续 15 个月高于临界点；其中，铁路及航空运输、住宿、电信广播电视卫星传输服务、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 60.0%以上高位景气区间。第一季度，交通运输、仓储和邮政业两年复合增速为 6.6%，快于 2019 年增速，批发和零售业两年复合增长 2.0%，包括受疫情冲击最严重的餐饮和旅游服务业也出现全面反弹，餐饮收入同比增长 75.8%，恢复到 2019 年同期 99%的水平，旅游收入恢复到 2019 年同期 95%的水平。

事实上，从单季增长情况来看，中国主要产业在 2020 年第四季度已接近正常增长水平。1）从三大产业看，第一产业、第二产业单季增速已经达到甚至超过 2019 年水平，回归正常增长轨道，仅第三产业相比 2019 年增速仍有差距；2）从细分行业看，农林牧渔业、制造业、建筑业、批发和零售业、交通运输、仓储和邮政业、金融业、房地产业、信息传输、软件和信息技术服务业，单季增速已经达到甚至超过 2019 年水平，回归正常增长轨道，仅住宿和餐饮业、租赁和商务服务业以及其他行业，距离 2019 年增速仍有较大差距。这意味着产业复苏愈发全面，宏观政策可以更加有的放矢。

表 2 中国产业复苏距离“正常化增长”还有多远？

	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020Q4-2019Q4
GDP	5.8	-6.8	3.2	4.9	6.5	0.7
第一产业	3.4	-3.2	3.3	3.9	4.1	0.7
第二产业	5.0	-9.6	4.7	6.0	6.8	1.8
第三产业	6.9	-5.2	1.9	4.3	6.7	-0.2
农林牧渔业	3.5	-2.8	3.4	4.0	4.2	0.7
工业	5.0	-8.5	4.1	5.6	6.9	1.9
制造业	4.8	-10.2	4.4	6.1	7.3	2.5
建筑业	4.9	-17.5	7.8	8.1	6.6	1.7
批发和零售业	5.3	-17.8	1.2	3.1	6.3	1.0
交通运输、仓储和邮政业	5.7	-14.0	1.7	3.9	7.6	1.9
住宿和餐饮业	5.3	-35.3	-18.0	-5.1	2.7	-2.6
金融业	6.5	6.0	7.2	7.9	7.0	0.5
房地产业	2.1	-6.1	4.1	6.3	6.7	4.6
信息传输、软件和信息技术服务业	18.6	13.2	15.7	18.8	19.7	1.1

租赁和商务服务业	10.0	-9.4	-8.0	-6.9	2.2	-7.8
其他行业	7.1	-1.8	-0.9	2.3	4.5	-2.6

3、外贸外资延续强劲增长态势，为内需复苏争取宝贵时间窗口。

中国与世界疫情防控的不同步、中国供应链与世界供应链重启的不同步，使中国产业优势得到了充分发挥，不仅为世界各国提供了疫情物资和生活物资的供给基础，也保证了中国出口不仅没有随着世界贸易的崩溃而崩溃，反而逆势出现超预期增长，为中国内循环的重启和经济整体复苏提供了时间窗口。

2021 年以来，在全球规模性政策刺激下，国内外生产相对各自需求恢复的不同步为我国出口增长进一步提供了动力。1-5 月份，以人民币计价，我国货物出口同比增长 30.1%，两年复合增长 11.2%，进口同比增长 25.9%，两年复合增长 9.2%，贸易顺差 13233 亿元，同比增长 56.2%，两年复合增长 23.4%，两年复合增速均超过疫情前的水平，也分别较 1 季度回升 0.5、0.4、1.5 个百分点。货物贸易不仅对我国经济同比增长产生较强拉动作用，且两年复合增速超过疫情前的水平，有力支撑了中国经济的常态化进程。同时，1-4 月份，我国实际使用外商直接投资 590 亿美元，同比增长 42.8%，两年复合增长 14.3%，较一季度提高 2.4 个百分点，也显著好于疫情前的增长情况。外资外贸的逆势上扬，说明市场的力量依然强大，中国制造的战略地位也不容小视，去全球化和围剿中国并非线性变化。疫后中国经济巨大的需求市场、产业链及供应链的完整性和稳定性是其他国家短期内所难以替代的。

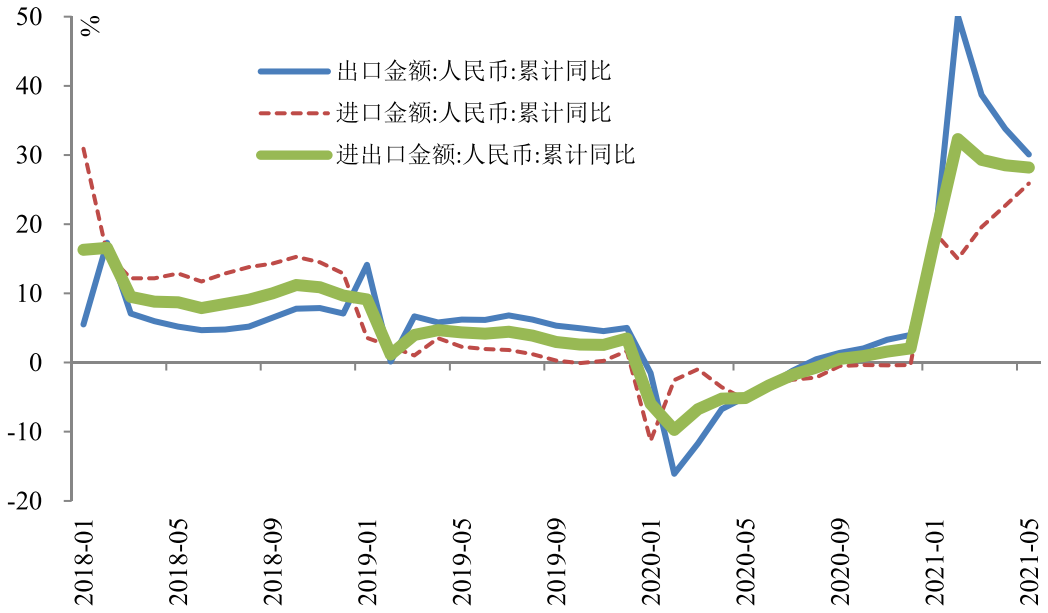


图 6 中国对外贸易增速走势

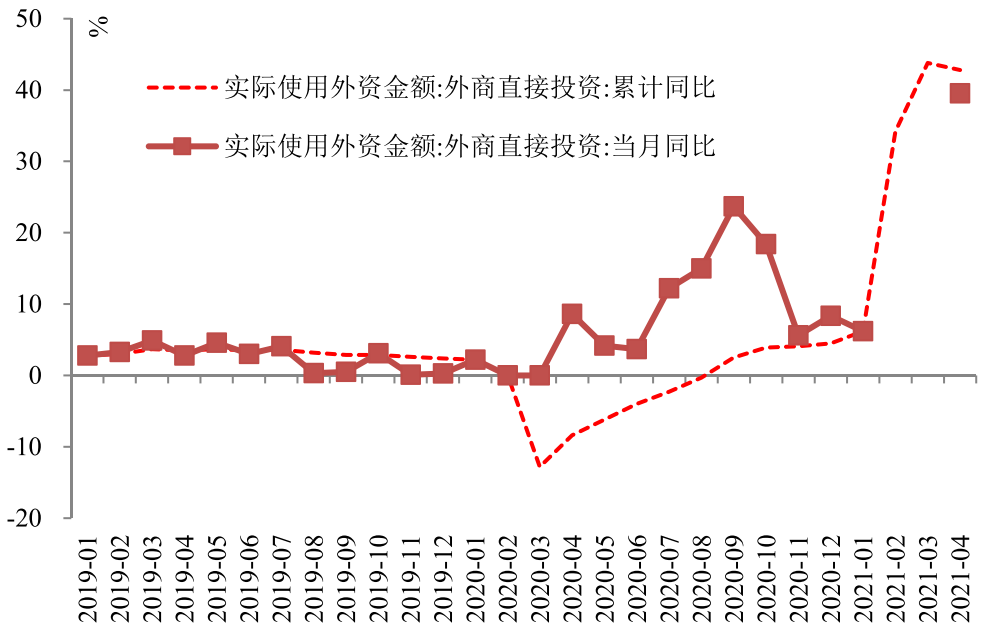


图 7 中国外商直接投资增速走势

4、消费和投资实现恢复性增长，不断强化内需增长动力。

1-5 月份，社会消费品零售总额累计同比增长 25.7%，两年复合增速为 4.3%，较第一季度提高 0.1 个百分点。其中，5 月份，消费两年复合增速为 4.5%，较第一季度提高 0.3 个百分点，商品零售两年复合增长 4.9%，餐饮收入两年复合增长 1.4%，消费的增长面扩大。1-5 月份，固定资产投资累计同比增长 15.4%，两年复合增长 4.2%，较第一季度提高 1.3 个百分点。

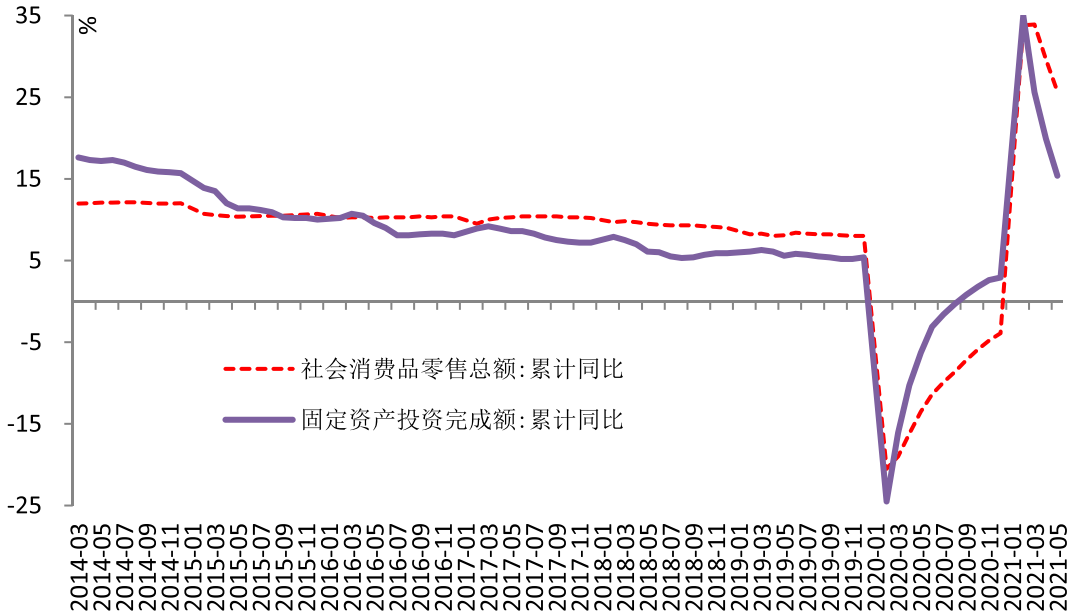


图 8 中国消费和投资的同比增速

5、企业绩效、居民就业、政府收入全面改善，微观基础得到深度修复。

随着经济逐渐走出疫情冲击和需求低迷状态，企业利润额出现大幅增长，亏损面和亏损额显著缩小，资产负债率下降。1-4 月份，规模以上工业企业实现利润总额 25944 亿元，同比增长 1.06 倍，比 2019 年同期增长 49.6%，两年复合增长 22.3%，高于疫情前的利润增长水平。企业营业收入利润率为 6.87%，比去年同期提高 2.42 个百分点。在 41 个工业大类行业中，39 个行业利润总额同比增加，1 个行业扭亏为盈，1 个行业实现减亏。亏损家数同比减少 17.7%，亏损企业亏损额减少 31.9%。与此同时，规模以上服务业利润同比增长 3.3 倍，超过 2019 年同期水平，说明服务业经营绩效得到根本改善。

企业绩效的显著改善，有利于企业投资的复苏和债务风险的化解。4 月末，规模以上工业企业资产同比增长 9.4%，负债增长 8.6%，所有者权益增长 10.4%，资产负债率为 56.3%，同比降低 0.4 个百分点。

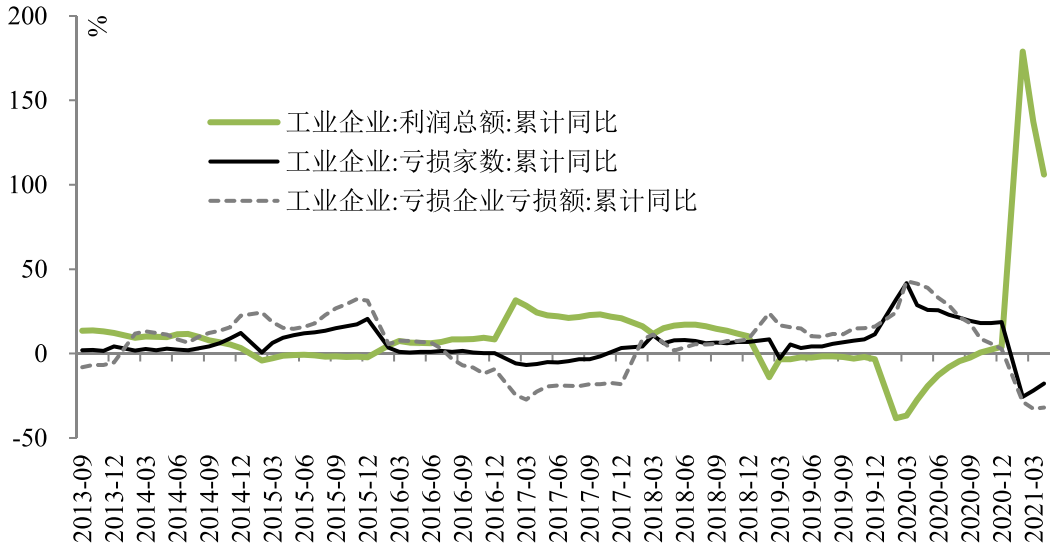


图 9 中国工业企业绩效出现显著改善

随着经济稳步复苏，城镇调查失业率显著下降，居民收入稳步增长。5 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，比 3 月份下降 0.2 个百分点，比上年同期下降 0.9 个百分点。其中，25-59 岁人口调查失业率为 4.4%，比 3 月份下降 0.4 个百分点。5 月份，就业人员平均工作时间为 47.3 小时/周，比 3 月份增加 0.4 小时，比上年同期增加 1.2 小时，创下近几年来的最高记录。1-5 月份，城镇新增就业人数达到 574 万人，完成全年目标的 52.2%，同比增长 24.8%，达到 2019 年同期 96%以上的水平。

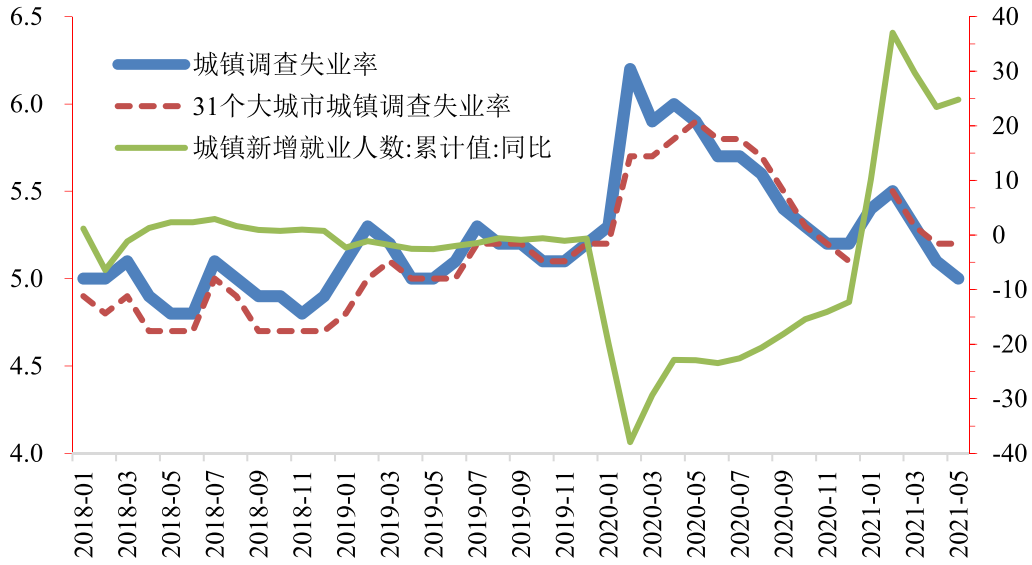


图 10 中国就业压力逐步减轻

居民可支配收入实际增速显著提高，消费潜力有望加速释放。第一季度，全国居民人均可支配收入名义同比增长 13.7%，实际同比增长 13.7%，实际增速显著回升，带动全国居民人均消费支出实际同比增长 17.6%。

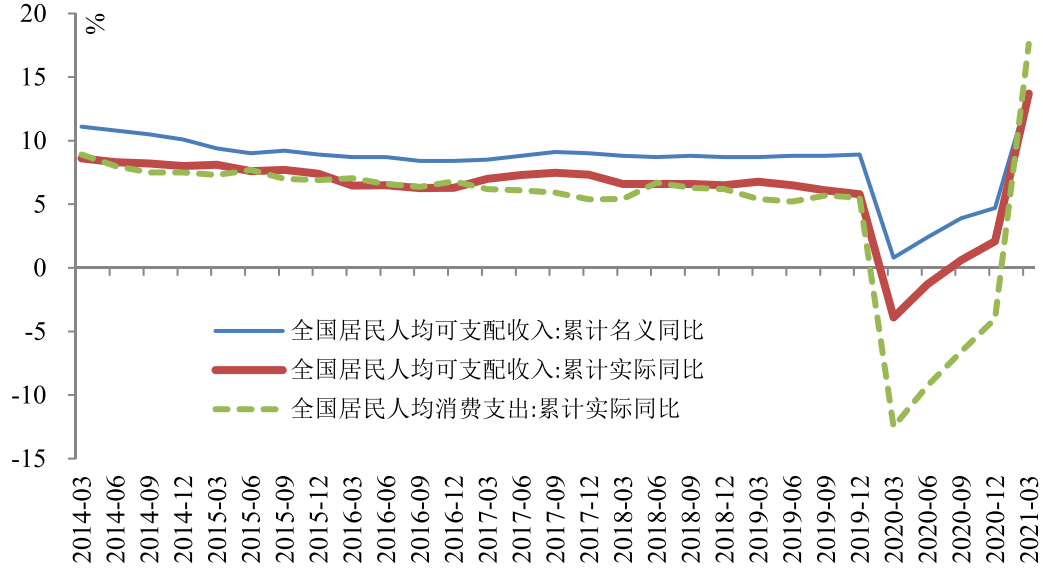


图 11 中国消费反弹有后劲

随着经济复苏，政府公共财政收入和政府性基金收入明显改善。1-5 月份，公共财政收入累计同比增长 24.2%，其中税收收入累计同比增长 25.5%；同时，全国政府性基金收入累计同比增长 25.6%，均较去年出现明显改善，也反映了经济基本面好转。政府各项收入的提高，既有利于地方政府债务压力的化解，也进一步提高了财政政策空间和未来应对风险冲击的能力。

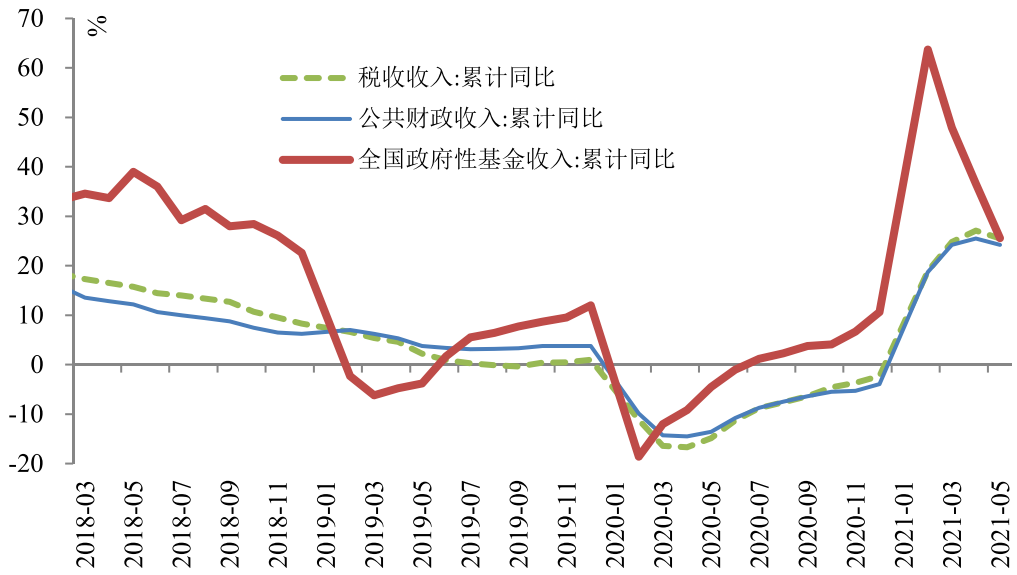


图 12 财政收入和基金收入增长情况

6、宏观经济景气程度显著回升，市场预期明显改善。

从先行指标来看，中国宏观经济持续运行在景气区间。根据 OECD 综合领先指标，中国指标 5 月份达到 101.8，为近 10 年来的新高，连续 8 个月位于 100 以上；根据宏观经济景气指数先行指数，3 月份为 105.2，连续 11 个月位于 100 以上。可见，中国宏观经济景气程度已实现显著回升。

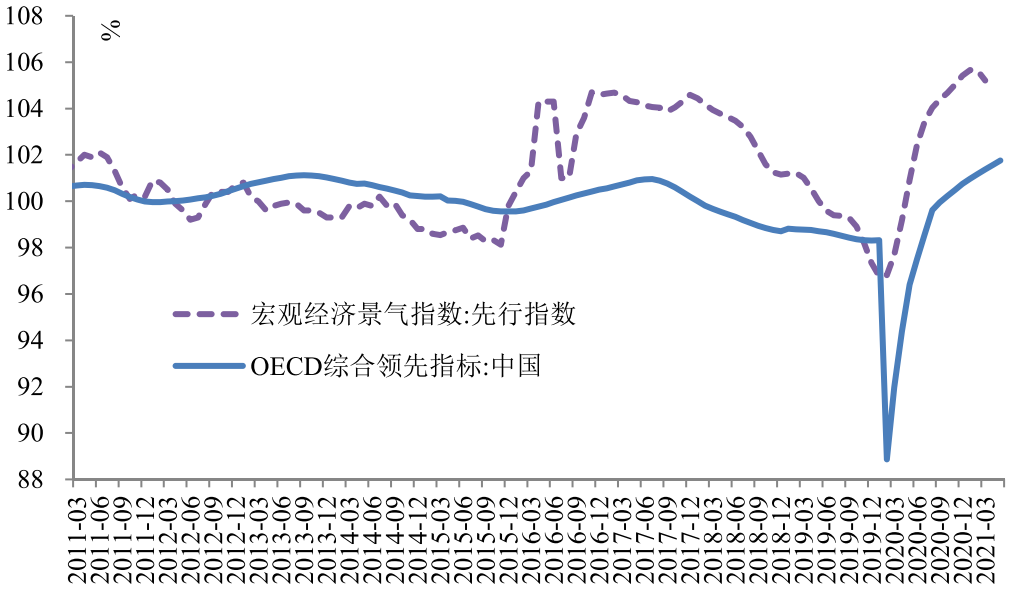


图 13 中国领先指标走势放缓

生产者经营活动预期持续改善。年初以来，无论是制造业生产经营活动预期，还是非制造业业务活动预期，都持续稳居 50%的荣枯临界线以上。5 月份，制造业生产经营活动预期为 58.2%，服务业和建筑业业务活动预期分别为 62.4%和 65.7%，表明企业信心和市场预期得到了有效恢复。

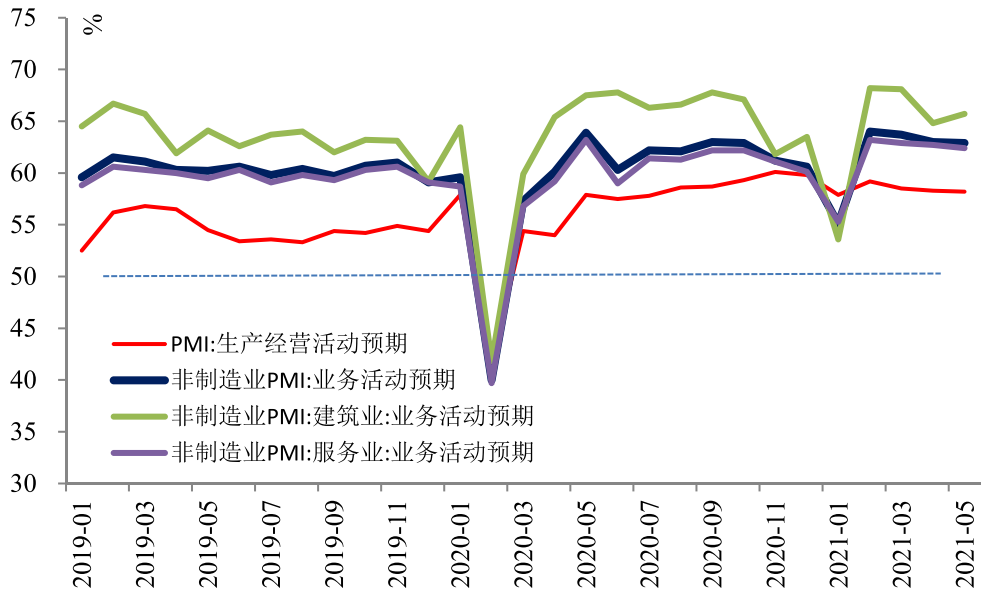


图 14 中国企业经营活动预期持续改善

内需市场新订单持续处于扩张区间。去年 3 月以来，PMI 新订单指数持续位于 50%的荣枯线之上，今年 5 月份为 51.3%，比新出口订单指数高出 3 个百分点。在新出口订单回落至紧缩区间的同时，国内新订单需求持续扩张，表明内需市场活力进入了一个新阶段。

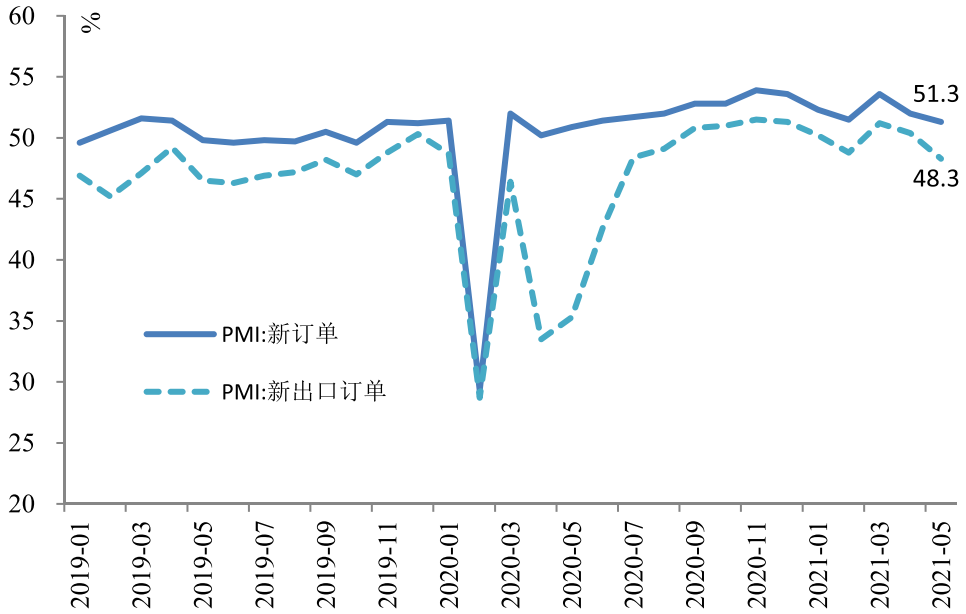


图 15 PMI 新订单指数持续位于 50%的荣枯线之上

人民币汇率持续升值。5 月份，官方外汇储备为 32218 亿美元，比 2019 年底增加 1139 亿美元，人民币兑美元汇率从 2019 年底的 6.98 大幅升值至 6.37。人民币汇率的持续升值反映了在中国经济基本面不断改善等因素的作用下，国际市场对人民币币值充满信心。

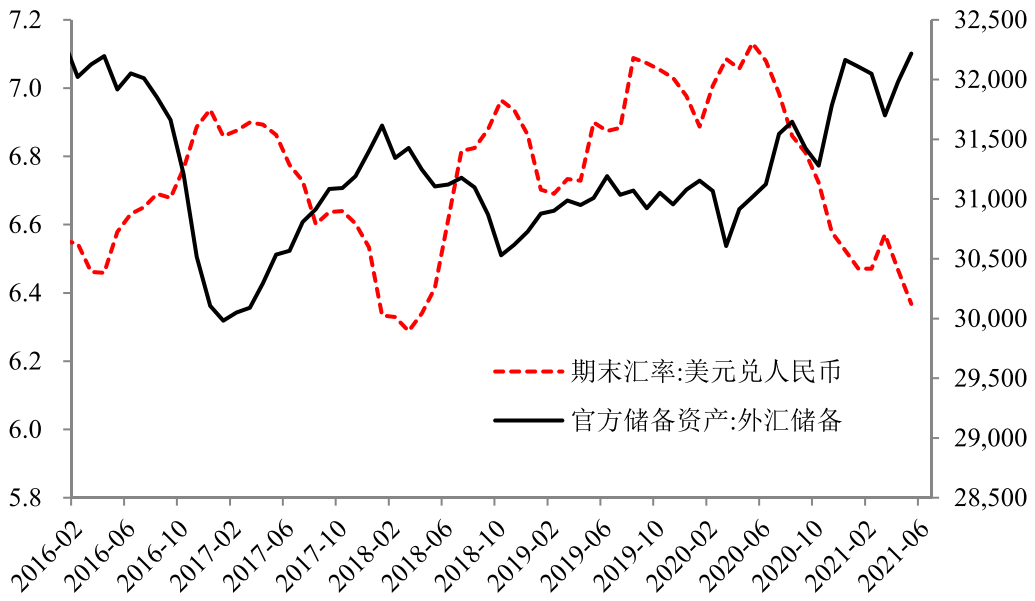


图 16 人民币汇率和官方外汇储备走势

股票市场指数温和上涨。截至 2021 年 6 月 10 日，上证综合指数、深证综合指数、沪深 300 指数分别较 2019 年底上涨 18.4%、40.6%、28.7%；上证 A 股总市值提高 28.5%，平均市盈率从 14.3 倍提高至 16.3 倍。非金融企业境内股票融资规模快速增长，2020 年达到 8923 亿元，比 2019 年增长 1.6 倍，2021 年第一季度达 2467 亿元，比 2020 年同期增长 1.0 倍。

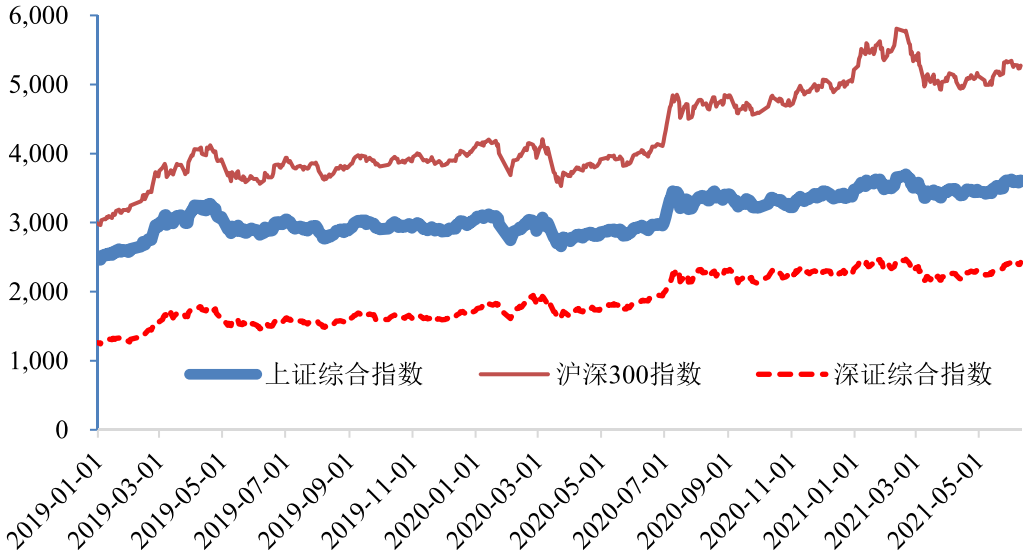


图 17 中国三大股指走势

总体来讲，2021 年经济内生动力的增强决定了趋势性回归力量，叠加基数效应带来高同比增速和表面上“前高后低”、实际上“前低后高”的基本走势。

在供给面全面修复的背景下，随着需求端加速提升，国民经济循环畅通，经济增长的内生动力开始蓄积。按照疫情前的增长趋势，2020-2021 年的经济增速为 5.5%-6.0%，由于疫情的突然暴发，2020 年实际 GDP 增速仅为 2.3%，其

中 1-4 季度同比增速分别为-6.8%、3.2%、4.9%、6.5%，且第 4 季度增速高于常态化增速。随着中国经济开启常态化进程，2021 年第 1-4 季度不变价 GDP 水平将回归疫情前的长期趋势线，由此可以模拟推算年中实际 GDP 增速的基本走势。

具体地，以 2019 年为基础，按照疫情前的增长趋势，分三种情景估计 2021 年各季度实际 GDP 同比增速：（1）基准情景：假设 2020-2021 年的趋势性增速为 5.5%，且 2021 年各季度复合增速从 5.0%逐季回升至 6.0%，则 2021 年第 2-4 季度当季同比增速将分别为 7.5%、6.5%、5.5%，上半年实际 GDP 增速为 12.3%，全年实际 GDP 增速为 8.8%；（2）乐观情景：假设 2020-2021 年趋势性经济增速为 5.8%，且 2021 年各季度复合增速从 5.0%逐季回升至 6.5%，则 2021 年 2-4 季度当季同比增速分别为 7.9%、7.1%、6.5%，上半年实际 GDP 增速为 12.6%，全年实际 GDP 增速为 9.4%；（3）悲观情景：假设 2020-2021 年的趋势性增速为 5.3%，且 2021 年各季度复合增速从 5.0%逐季回升至 5.5%，则 2021 年第 2-4 季度当季同比增速将分别为 7.3%、5.9%、4.5%，上半年实际 GDP 增速为 12.2%，全年实际 GDP 增速为 8.3%。

三种情景模拟结果均表明，由于基数效应，2021 年实际 GDP 增速将显著高于疫情前的水平，并呈现“前高后低”的基本走势，同时在中国经济常态化的进程中，各季度的两年复合增速将处于“前低后高”的基本走势。这种复杂走势的政策含义在于，对于上半年的高同比增速需要保持谨慎，对于下半年的低同比增速需要保持定力。

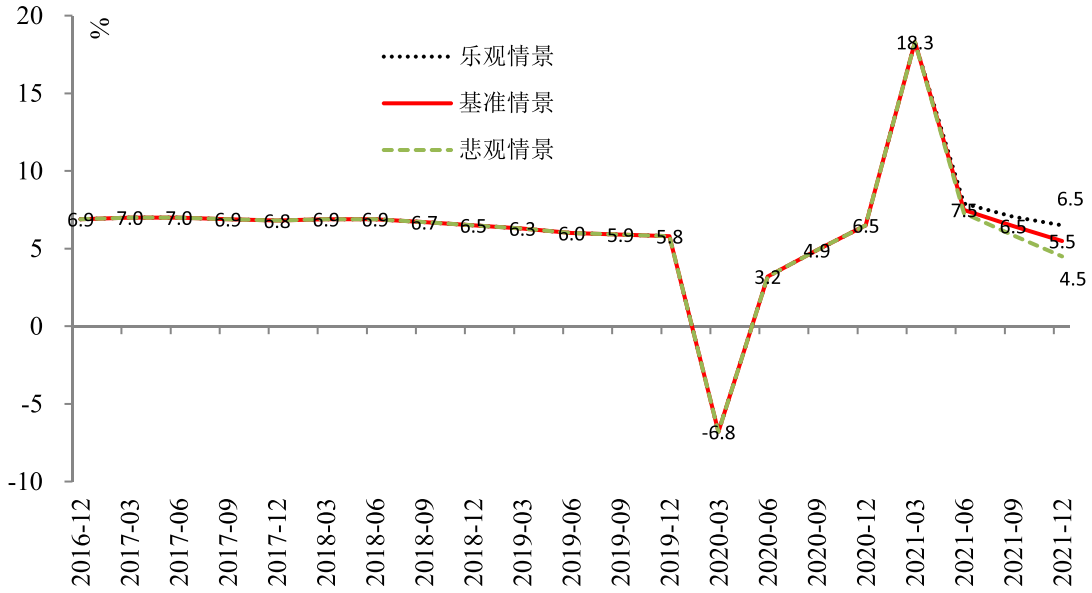


图 18 基数效应因素导致 2021 年中国实际 GDP 增长走势的模拟结果

从微观基础看，自去年下半年至今年上半年经济增速的大幅回升，保证了各类经济主体绩效的持续改善。随着企业恢复盈利、居民收入实现增长、财政收入获得支撑，国民经济循环的内生动力不断增强，支撑经济增长的动力从政

策性力量转向自发性增长。因此，继 2020 年企业存款余额、居民存款余额增速跃升至历史高位形成“蓄势待发”之势，2021 年以来开始陆续投入使用，特别是企业存款余额增速出现较大幅度回落；同时，政府存款余额、机关团体存款余额同比增速逐渐回升，开始积累财政资源。

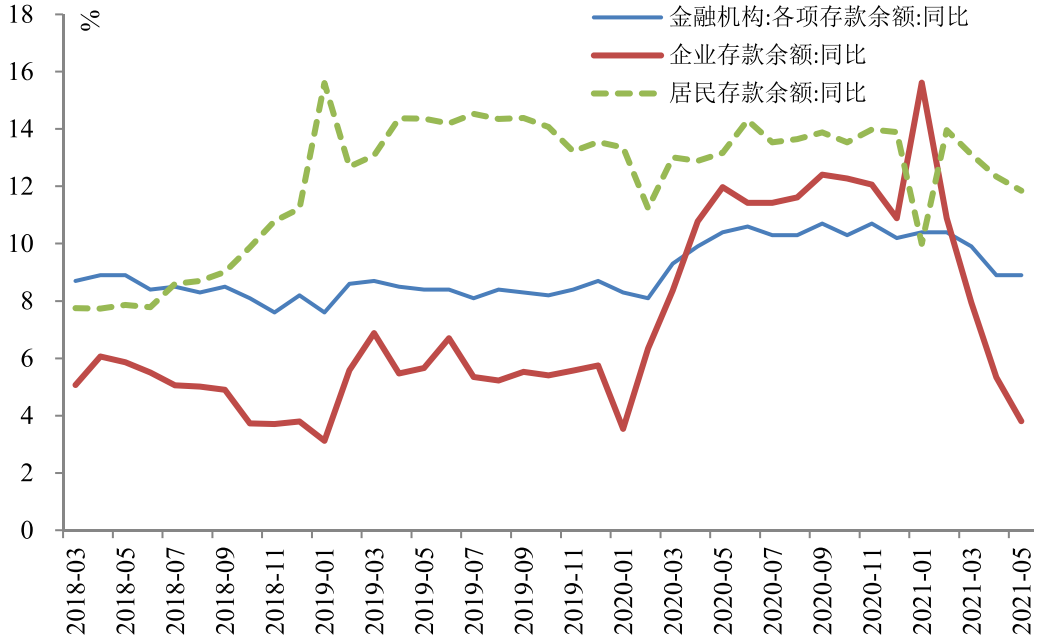


图 19 各类存款余额同比增速变化情况

第三部分 中国经济常态化进程中面临的内外部压力

2021 年是十四五开局之年，是两个百年目标交汇与战略转换的关键之年。中国宏观经济能否完全实现常态化，依然面临一定的风险挑战。这不仅取决于政策常态化的路径和战略转换的方式，也取决于政策退出过程中的风险控制。当前经济复苏还没有完全达到常态化水平，经济复苏的核心力量依然需要来自宏观政策的支撑，且具有强烈的不均衡不稳定不确定的特点。在规模性政策的退出过程中，经济结构分化、冷热不均的情况可能会导致短板效应显化、局部风险上扬。

1、内需恢复仍不充分，供需结构仍不平衡，指标比例仍不协调，区域分化仍然明显，使得经济复苏动力边际上出现弱化势头，影响经济常态化进程。

从中国宏观经济核心指标两年复合增速对比来看，供给面变量已经基本实现常态化增长，出口维持高速增长，但消费和投资类内需变量增速依然较低，持续显著低于 GDP 增速，说明内需恢复仍不充分，供需结构仍不平衡。

表 3 中国宏观经济核心指标增长对比

	2019 年	2021 年 1 季度（两年复合）	2021 年 1-4 月（两年复合）	2021 年 1-5 月（两年复合）
名义 GDP 增速	7.3	7.1		
实际 GDP 增速	6.0	5.0		
第一产业增加值	3.1	2.3		
农业（种植业）		3.4		
第二产业增加值	4.9	6.0		
工业增加值	5.7	6.8	7.0	7.0
制造业增加值	6.0	6.9	7.5	7.7
第三产业增加值	7.2	4.7		
服务业生产指数	6.9	6.8	6.7	6.8
社会消费品零售总额	8.0(6.0)	4.2(2.2)	4.2(2.3)	4.3(2.4)
全国居民人均消费支出	8.6(5.5)	3.9(1.4)		
固定资产投资总额	5.4	2.9	3.9	4.2
房地产开发投资	9.9	7.6	8.4	8.6
基础设施投资	3.8	2.3	2.4	2.6
制造业投资	3.1	-2.0	-0.4	0.6

民间投资	4.7	1.7	2.4	3.7
出口总额	5.0	10.7	11.7	11.2
进口总额	1.7	8.8	8.8	9.2
净出口	25.3	22.6	31.6	23.4

一是消费复苏依然缓慢，反映了居民消费意愿不足。一季度，社会消费品零售总额同比增长 33.9%，但相比 2019 年同期的两年复合增速仅为 4.2%，扣除价格因素，实际复合增速仅为 2.2%；1-5 月份，消费名义和实际的两年复合增速分别为 4.3%和 2.4%，仍然显著低于 2019 年的水平，而且相比第一季度的回升节奏偏慢。从更宽口径看，一季度，全国居民人均消费支出同比增长 17.6%，但相比 2019 年同期的两年复合增速仅为 3.9%，扣除价格因素，两年实际复合增速仅为 1.4%。这说明消费需求的恢复还远没有正常化。

二是投资增速依然较低，而且高度依赖房地产投资的拉动。一季度，全国固定资产投资同比增长 25.6%，但两年复合增速仅为 2.9%；其中，房地产开发投资两年复合增长 7.6%，制造业投资下降 2.0%，民间投资增长 1.7%，基础设施投资增长 2.3%；1-5 月份，固定资产投资及各分项指标的两年复合增速均有一定的改善，但除了房地产投资外，总体及其它分项投资增速水平依然偏低，而且相比第一季度的改善节奏偏慢。这说明投资复苏的基础还不稳固，尤其是制造业投资和民间投资复苏还需要进一步巩固。

三是内需复苏动力边际弱化，拖累经济常态化进程。从环比来看，4、5 月份，消费环比分别增长 0.25%、0.81%，投资环比分别增长 0.93%、0.17%，不仅较不稳度，而且两者加总来看，整体上有边际弱化势头，恐加剧供需失衡的结构性压力，拖累总体经济增长。

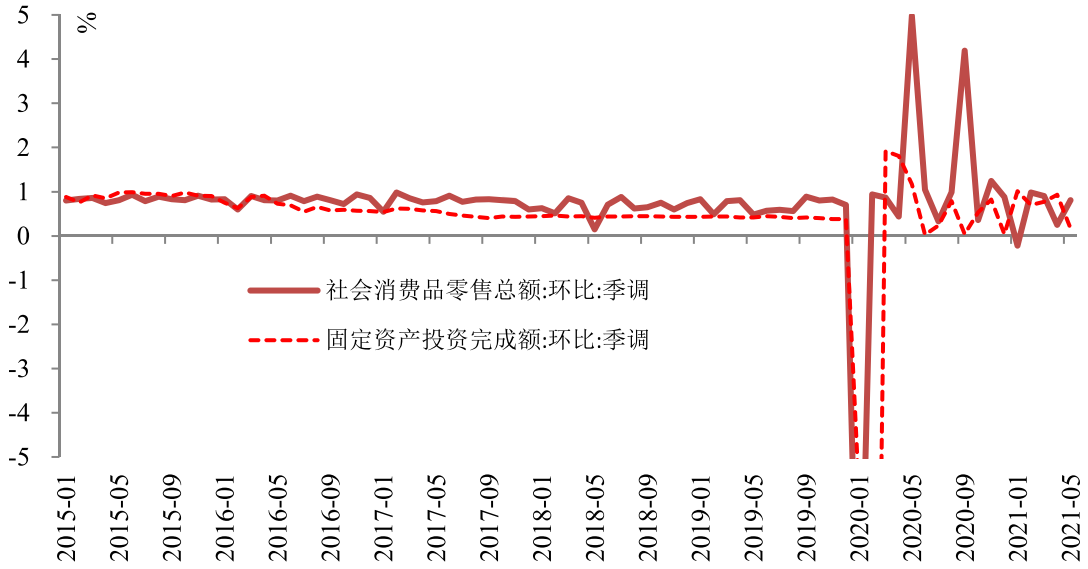


图 20 中国消费和投资的环比增速

从不同地区恢复情况看，全国各地普遍实现恢复性增长，特别是南方经济基本常态化，但北方经济稳增长压力仍大。从同比增长情况看，由于基数效应，一季度各省（市、区）增速均超过 12%，其中湖北达到 58.3%，其余各省则在 12%-20%之间。从相比 2019 年同期的两年复合增速来看，有 19 个省份增速高于全国平均水平，其中，10 个省份经济增速在 6%及以上，基本为南方省份；9 个省份经济增速在 5%及以上；有 12 个省份经济增速低于全国平均水平，基本为北方省份；其中，湖北因疫情冲击严重负增长 1.9%，上海、北京分别增长 4.7%、4.6%，其余 9 个北方省份经济增速在 1.5%-4.5%。

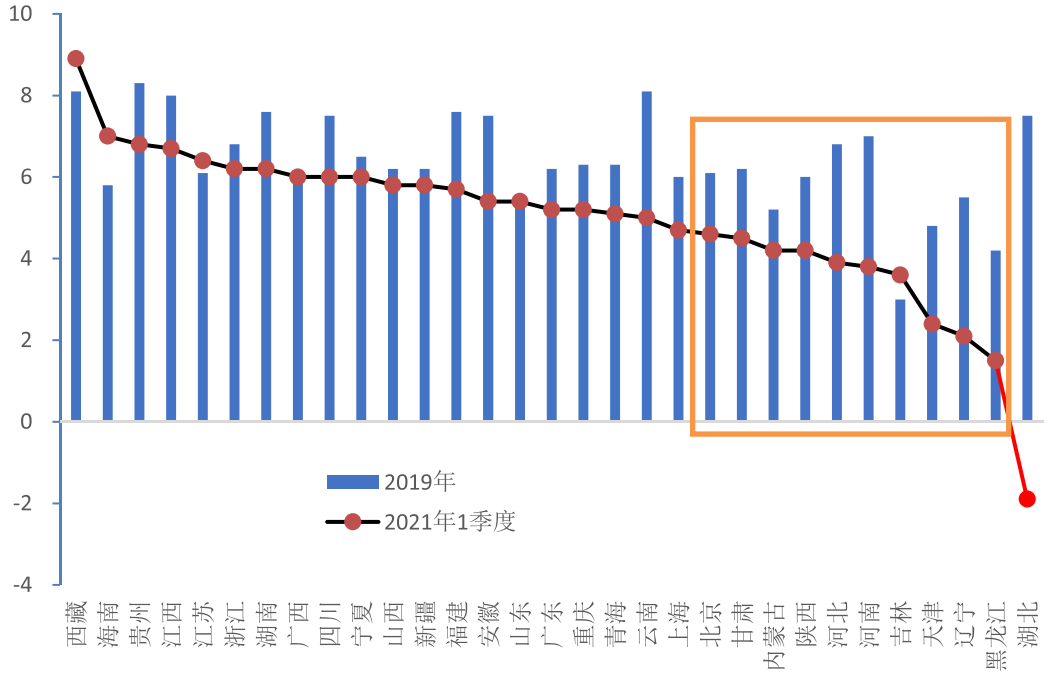


图 21 中国各地区两年平均实际 GDP 增速

此外，不同类型和不同行业的企业绩效的改善情况也存在一定的分化。分经济类型看，1-4 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业利润总额同比增长 1.87 倍，股份制企业增长 1.08 倍，外商及港澳台商投资企业增长 1.07 倍，私营企业增长 69.2%。分产业看，采矿业增长 1.03 倍，制造业增长 1.14 倍，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 45.1%。

由于经济复苏不平衡不充分不协调的问题依然突出，经济增长动力呈现明显的边际放缓态势。一季度，中国实际 GDP 两年复合增速为 5.0%，处于回归常态化增长轨道的关键期，但是环比增速已降为 0.6%（折年率仅为 2.4%），不仅相比去年 3、4 季度 3.1%、3.2%的环比增速回落幅度过大，而且也显著低于正常时期的环比增速（在 2013-2019 年，第一季度实际 GDP 环比增速均为 1.8%左右）。

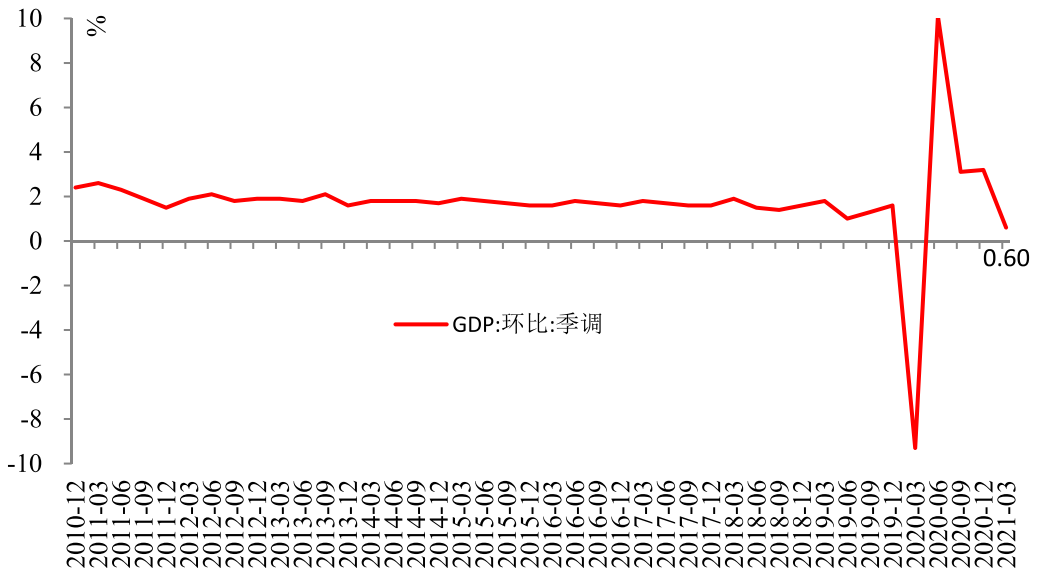


图 22 实际 GDP 环比增速放缓

经济复苏不协调的另一个表现是，与以往经济周期特别是峰谷较大的经济周期相比，本轮经济复苏中，由各组指标合成的宏观经济景气指数先行指数、一致指数、滞后指数走势分化而紊乱。一方面，从景气度来看，先行指数、滞后指数均不及一致指数，这与以往周期规律不同；另一方面，从变动方向看，滞后指数、先行指数渐次向下调整，而一致指数仍在冲高。我们认为，这主要反映了疫情冲击后经济复苏在不同方面的不平衡、不协调所产生的差异，这也对认识和判断宏观经济走势造成了干扰。

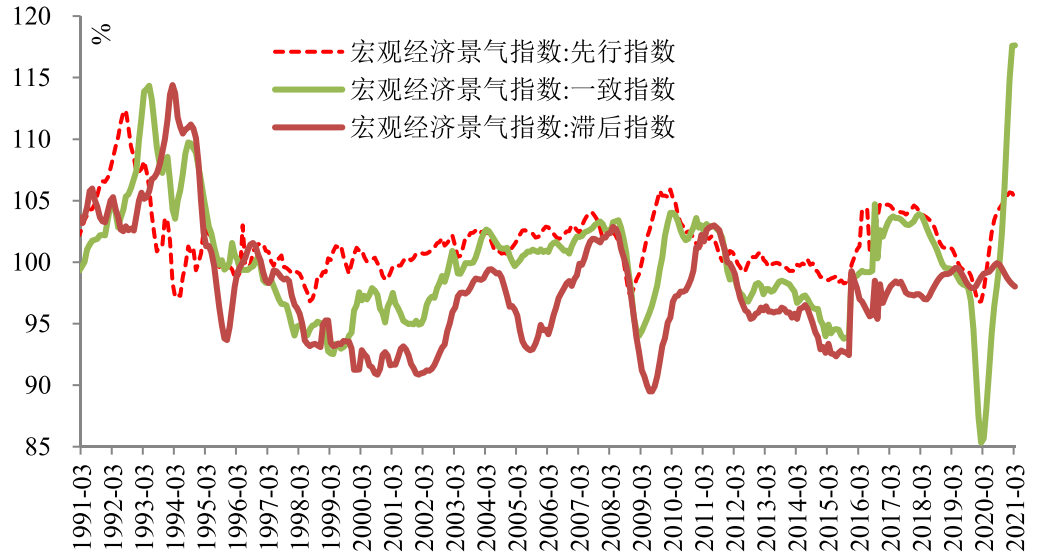


图 23 先行指数、一致指数、滞后指数走势分化

说明：一致指数反映当前经济的基本走势，由工业生产、就业、社会需求（投资、消费、外贸）、社会收入（国家税收、企业利润、居民收入）等 4 个方面合成；先行指数是由一组领先于一致指数的先行指标合成，用于对经济未来的走势进行预测；滞后指数是由落后于一致指数的滞后指标合成得到，用于对经济循环的峰与谷的一种确认。

2、国际大宗商品价格上涨，国内价格传导机制不畅，给宏观经济运行和货币政策实施带来严重干扰。

上半年，CPI 涨幅企稳回升，但仍处历史低位，反映了需求持续复苏但仍不及供给强劲；而在全球制造业回升、流动性泛滥、大宗商品出口国疫情持续、低基数因素等诸多因素的共同作用下，国际大宗商品价格急速上涨，推动 PPI 涨幅较快上扬。从不同价格指数的涨幅对比来看，CPI 与 PPI 的背离、生活资料 PPI 与生产资料 PPI 的背离，说明当前价格传导机制仍不顺畅，需求尤其是消费复苏还不充分，处于中下游行业的企业的成本分摊压力较大。

1）总体来看，5 月份，CPI 同比上涨 1.3%，1-5 月份累计同比上涨 0.4%，核心 CPI 同比上涨 0.9%，1-5 月份累计同比上涨 0.3%，企稳回升、低位运行；PPI 同比上涨 9.0%，1-5 月份累计同比上涨 4.4%，涨幅较大、涨势较快。

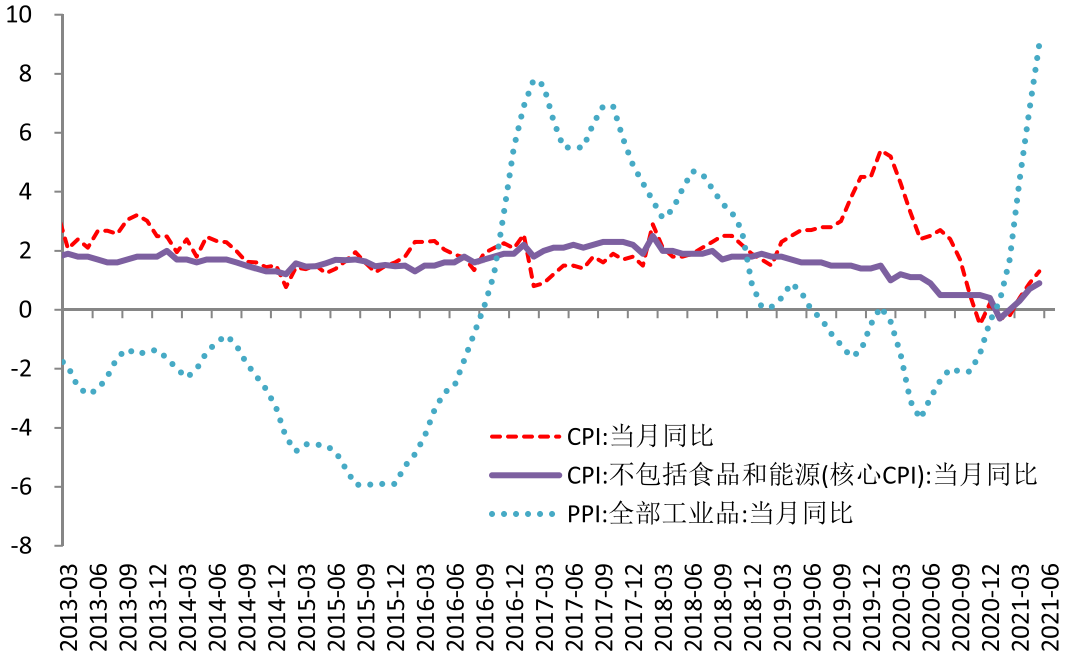


图 24 中国各类价格指数涨幅逆转

2）具体来看，消费品和服务价格经过过去几年震荡调整后，走势再度趋于一致，目前均为温和上涨。消费品 CPI 同比涨幅从 1 月份的-0.1%回升至 5 月份的 1.6%；服务品 CPI 同比涨幅从 1 月份的-0.7%持续回升至 5 月份的 0.9%，虽已走出下跌区间，但仍然处于历史较低水平，反映了需求不足的矛盾仍在。

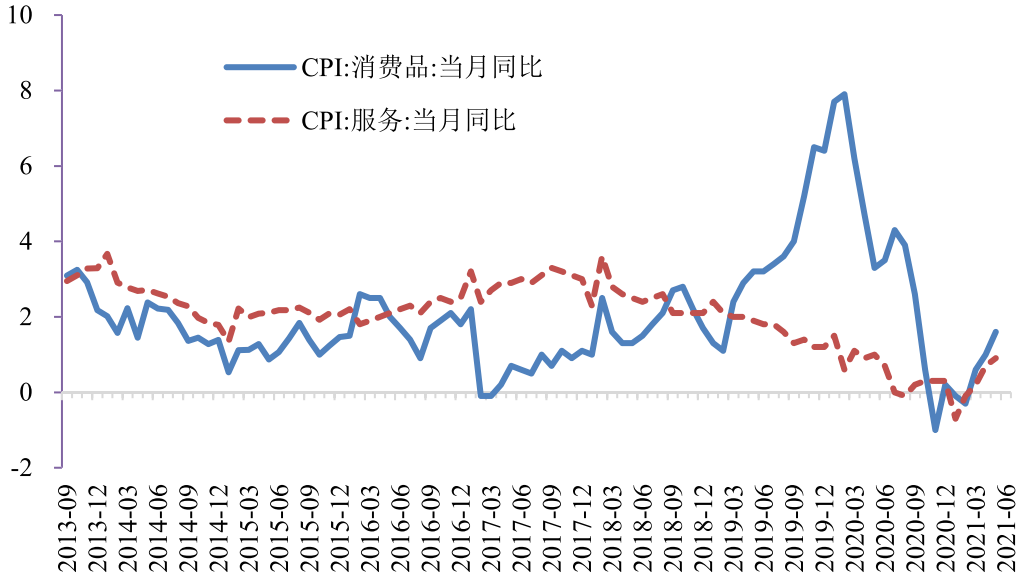


图 25 中国消费品和服务 CPI 涨幅企稳回升

3）相比 CPI 涨幅的温和回升，生产资料价格急速上涨驱动 PPI 涨幅自年初以来呈现急剧扩大的趋势。生产资料 PPI 同比涨幅从 1 月份的 0.5%急速回升至 5 月份的 12.0%，带动 PPI 同比涨幅从 0.3%快速回升至 9.0%，而生活资料 PPI 涨幅仅从-0.2%小幅回升至 0.5%，勉强走出通缩区间。

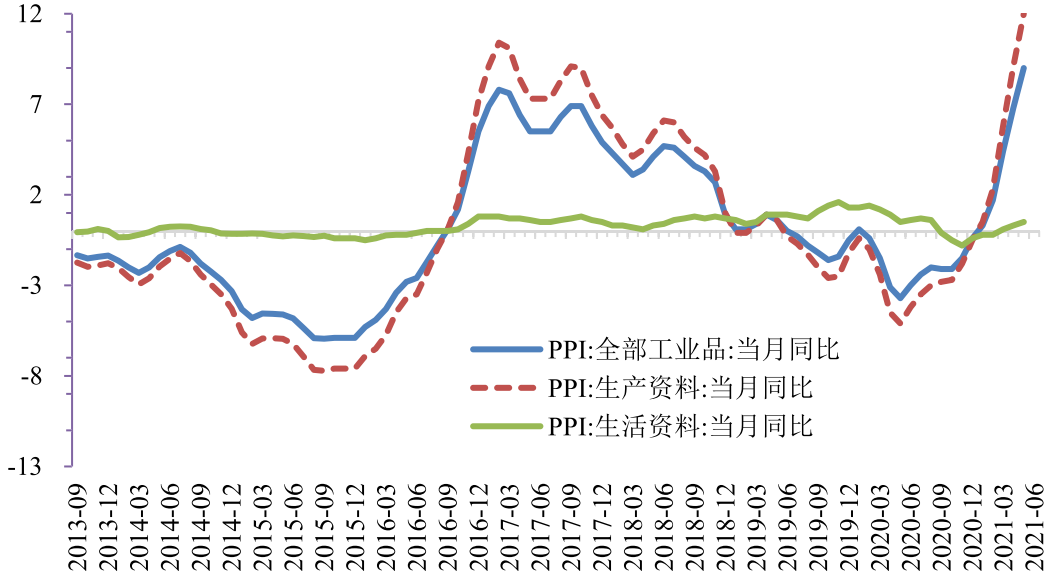


图 26 中国 PPI 涨幅快速上扬

从 PPI 内部涨幅分化的情况看，本轮通胀的形成主要是由外而内。当前不仅生产资料价格涨幅远大于生活资料，在生产资料内部也表现出采掘工业价格涨幅远大于原材料价格涨幅，原材料价格涨幅远大于加工工业涨幅的结构分化特点。简言之，上游、中游、下游价格涨幅依次递减、严重分化。同时，从原材料、燃料和动力购进价格指数(PPIRM)看，燃料动力类、黑色金属材料类、有色金属材料类、化工原料类等四类商品价格涨幅明显，而其它五类原材料价格则仅是温和上涨。

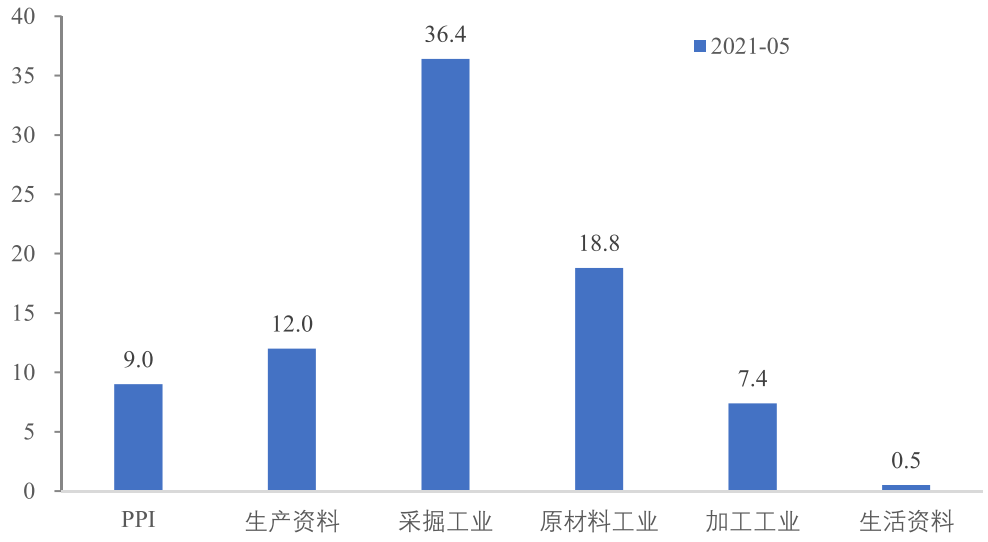


图 27 PPI 上涨的驱动因素（2021 年 5 月）

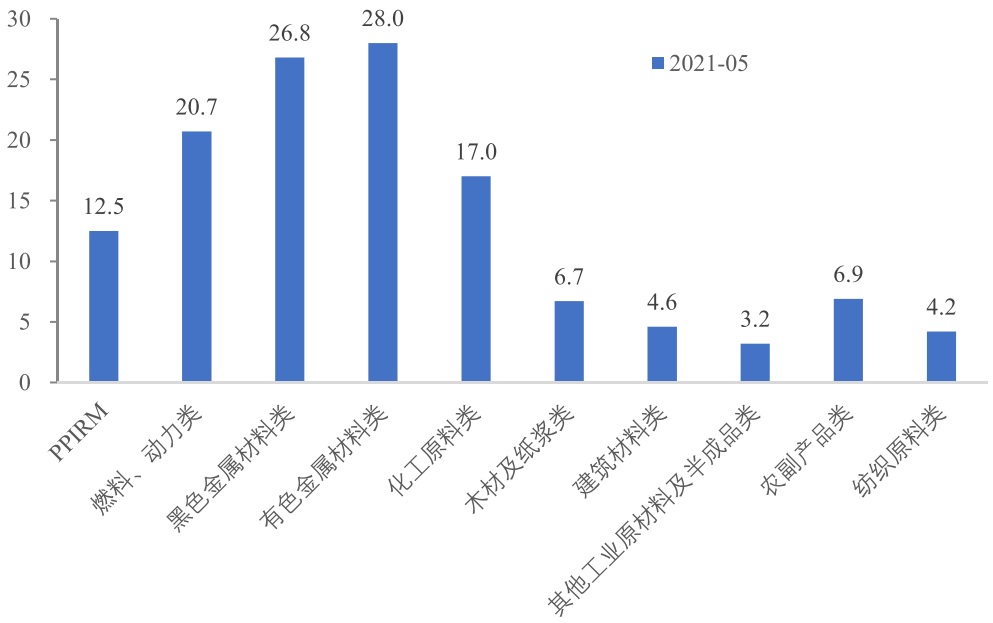


图 28 PPIRM 上涨的驱动因素（2021 年 5 月）

究其根源，全球制造业生产的回暖、欧美发达经济体特别是美联储维持流动性极度宽松、大宗商品出口国疫情导致产能减少等因素，共同导致国际大宗商品价格指数出现了较大的涨幅。大宗商品综合价格指数从 2020 年 4 月的最低点 84.0，上涨到 2021 年 4 月的 144.4，上涨幅度达到了 71.9%。从典型的大宗商品价格上涨情况来看，今年以来均出现了比较大的涨幅。截至 2021 年 6 月 8 日，今年以来国际市场上原油价格的涨幅达到 40%左右，铜铝价格涨幅分别为 28.5%和 23.6%，铁矿石价格也上涨了 14.1%。

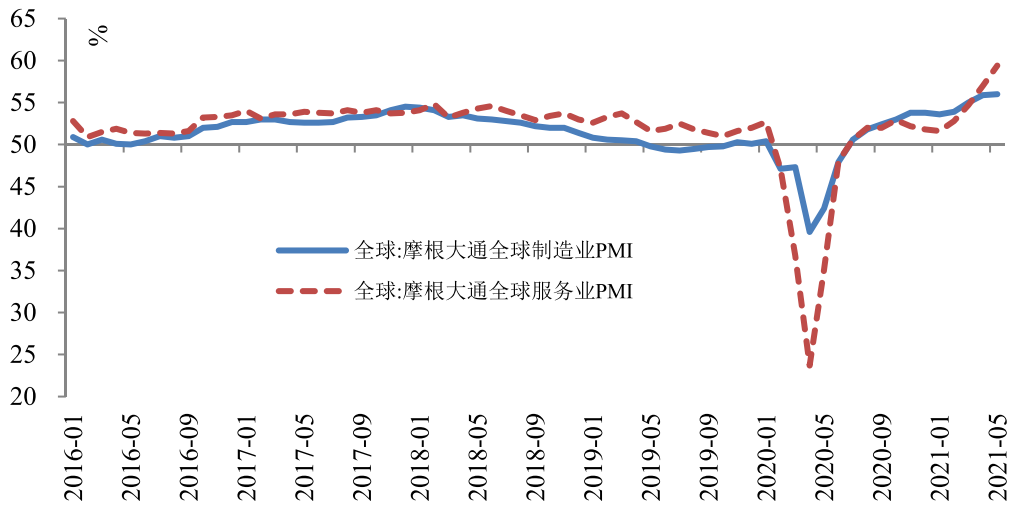


图 29 全球经济复苏下 PMI 持续扩张

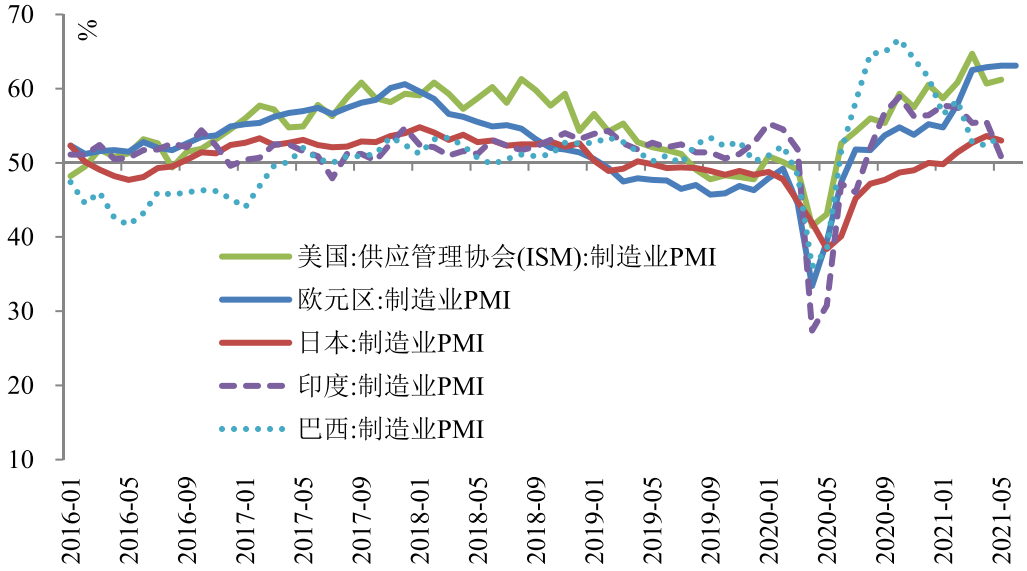


图 30 代表性经济体 PMI 持续扩张

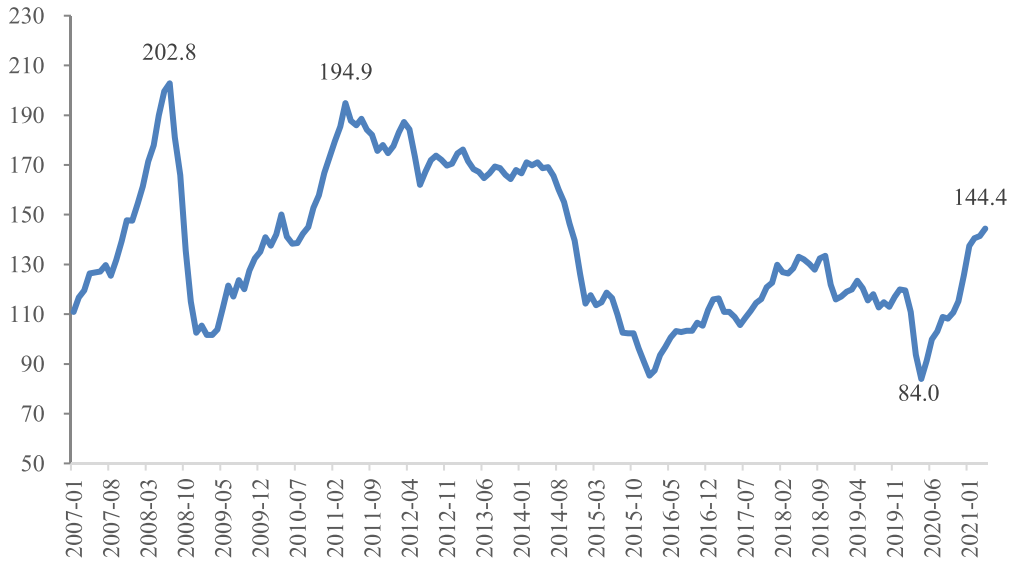


图 31 所有大宗商品价格指数的变化（2016 年 1 月=100）

数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis, Global Price Index of All Commodities, Index 2016 = 100, Monthly, Not Seasonally Adjusted.

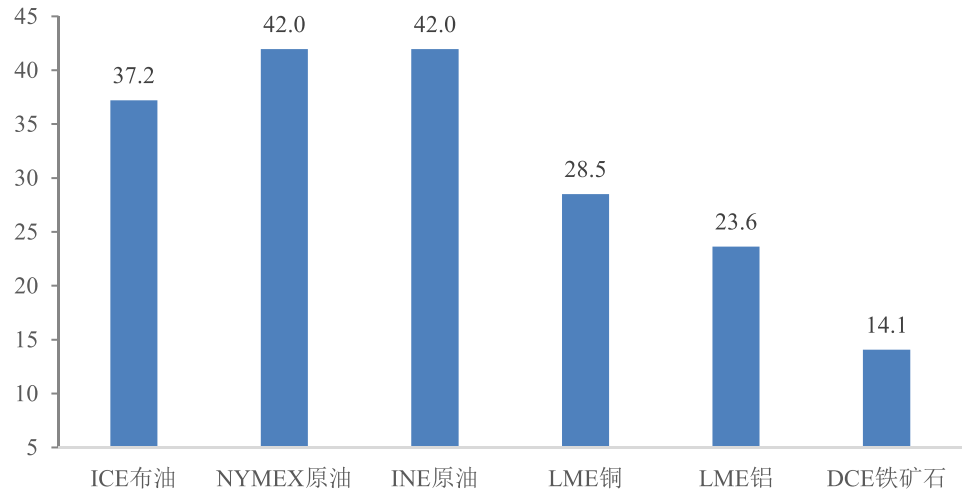


图 32 今年以来典型大宗商品价格的上涨幅度（%）

3、趋势性消费需求不足成为扩大内需、畅通国内大循环的关键堵点。

从中长期来看，近 5 年来，我国消费的实际同比增速呈现加速下滑趋势。2015 年及以前的社会消费品零售总额实际增速在 10%以上，2016 年为 9.6%，2017 年为 9.0%，2018 年急剧下降至 6.9%，2019 年进一步下降为 6.0%，其中 2019 年 10-12 月，当月同比实际增速已经下滑至 4.9%、4.9%、4.5%。**这说明早在疫情暴发之前，消费走低的问题已经较为严重，从原来高于实际 GDP 增速转变为低于实际 GDP 增速，严重偏离了“需求牵引供给、供给创造需求”的动态平衡。**2020 年消费需求更是遭遇严重打击，社会消费品零售总额实际同比负增长 5.2%，最终消费支出拉动 GDP 下降 0.51 个百分点。**2021 年以来实际消费的两年复合增速看似低位徘徊，但已接近 2019 年 4 季度水平。**

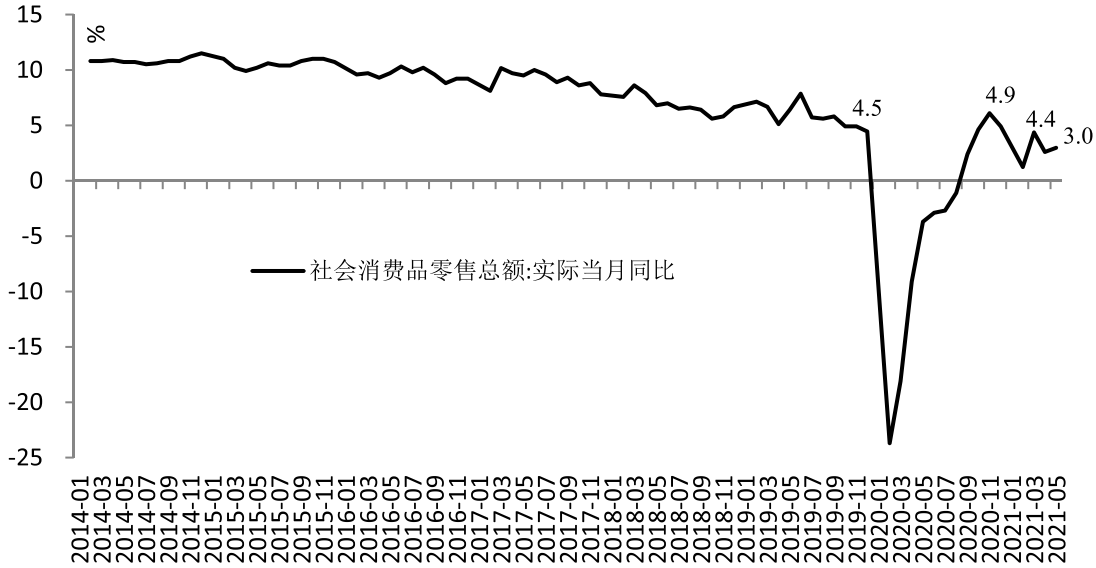


图 33 社会消费品零售总额实际同比增速（2021 年各月为两年复合增速）

当前扩大内需的关键在于如何从趋势上扩大消费，即提升中期消费潜力，但这又涉及三个难点，即居民消费信心不足、消费结构扭曲和收入分配恶化。

首先是居民消费信心不足。居民消费信心不足既来源于现阶段就业压力和收入增速下滑，也来源于对未来收入预期的持续性走低。根据央行的城镇储户问卷调查，近年来居民的未来收入信心指数呈现趋势线下降，疫情冲击下进一步跌至历史性低位，截至 2021 年 1 季度也仅恢复至 51.0%，总体处于历史较低水平，甚至较去年 4 季度下降 0.2 个百分点。在疫情影响下，城镇失业率偏高、农民工就业负增长、居民就业质量和实际有效工作时间下降、收入增速显著低于往年，这些冲击都使得居民对未来收入产生悲观预期，收入信心低迷必然加剧居民消费的保守化倾向，影响国内经济大循环。

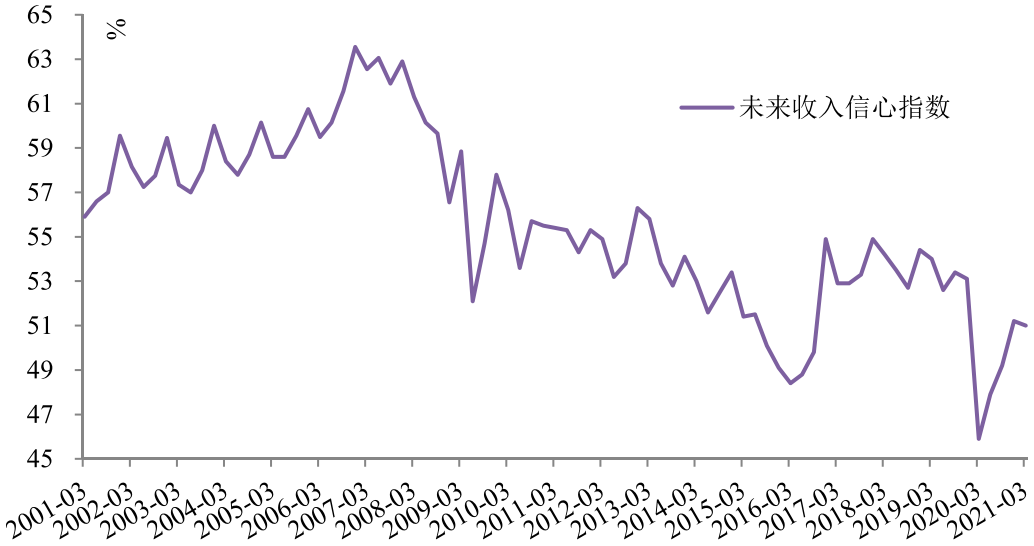


图 34 居民未来收入信心指数显著下滑

其次是居民消费结构扭曲。第一季度，在全国居民人均消费支出构成中，食品烟酒占据 33.2%，居住占据 22.5%，这意味着只有 44.3%的支出用于其他六大方面的消费，再扣除教育、医疗、养老等负担过重，居民能够用于扩大消费和消费升级的空间受到极大制约。就中国目前发展阶段而言，居住类消费占比过大及其刚性增长，对其他消费形成了严重的挤出效应。

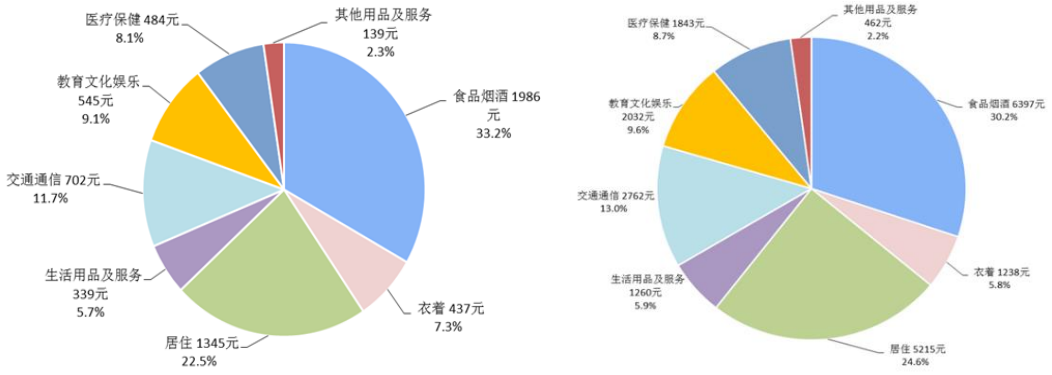


图 35 2021 年一季度（左图）及 2020 年（右图）居民消费支出结构

最后是居民收入分配恶化。近 20 年来，全国居民收入基尼系数长期位于 0.45-0.5 的高位，2019 年仍为 0.465，累积形成的财富差距更为明显，使得居民消费意愿和消费能力愈发不足。2020 年以来在疫情的冲击下，居民收入分配进一步恶化。按全国居民五等份收入分组，除了低收入组在脱贫攻坚、精准扶贫政策的支撑下，居民收入增速较高外，其他四组呈现“收入水平越低、收入增速越低”的情况，这表明收入分配总体出现了恶化。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入同比名义增长 13.7%，两年复合增长 7.0%，扣除价格因素，两年平均实际增长 4.5%，低于实际 GDP 增速 0.5 个百分点。

因此，值得高度关注的是消费的回升潜力是否出现了“永久性下滑”，这对于经济增长和加快构建以国内大循环为主体的双循环新发展格局非常关键。疫情冲击造成的社会心理变化、就业压力和收入预期下降，使得消费需求持续面临严峻挑战。从刺激消费增长的潜力看，居民消费支出不及收入增长，意味着居民储蓄不降反增，客观上有利于避免家庭资产负债表恶化风险，提升未来消费潜力。然而，要想激发消费潜力，既需要持续改善居民收入，也需要提高居民对未来收入的信心。

4、制造业投资增速与增加值增速严重背离，中长期预期有待改善。

尽管制造业增加值的两年复合增速已经远超疫情前的水平，一季度达到 6.9%，1-5 月份达到 7.7%，**但是制造业投资的两年复合增速却持续低迷，**一季度为负增长 2.0%，1-5 月份仅为 0.6%。这表明制造业企业对于中长期盈利预期和未来的市场信心不足。其中的原因之一在于，趋势性消费需求不足严重制约投资需求的扩张。投资在短期内是需求，在中长期又会形成新的供给能力。随着消费需求持续走低，投资增速也面临较大下行压力，而且出现结构恶化。

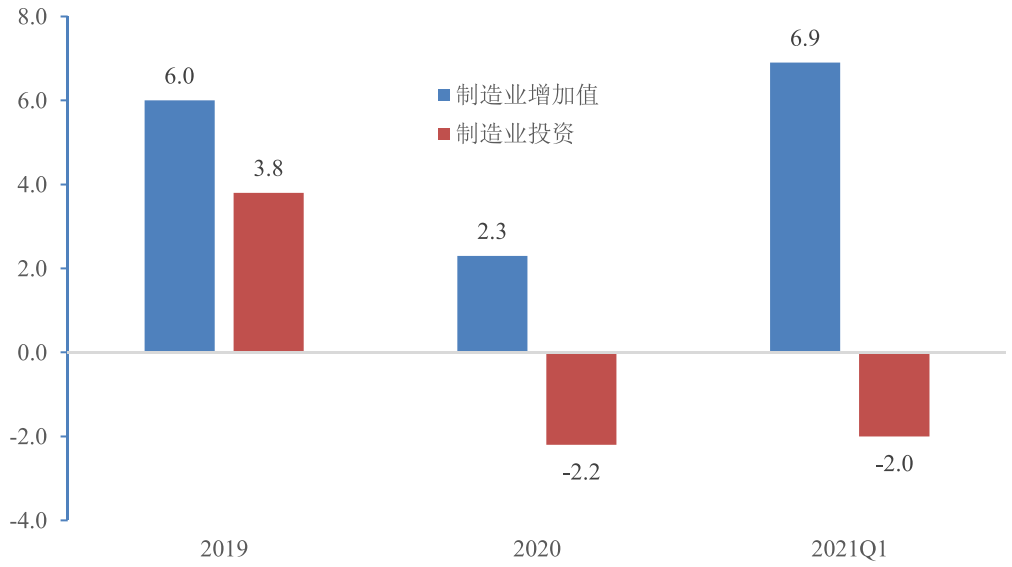


图 36 制造业增加值增速与投资增速严重背离

从固定资产投资的三大构成看，设备工器具购置投资持续低迷。1-5 月份，建筑安装工程投资同比增长 19.9%，其他费用投资增长 12.4%，但是，设备工器具购置投资同比减少 0.5%；进一步考虑基数效应，相比 2019 年同期水平，建筑安装工程和其他费用分别增长 11.5%、18.2%，但是设备工器具购置投资则大幅减少 18.1%。设备工器具购置投资的水平没有正常化，表明企业投资的信心恢复得还不充分，中期预期还比较低迷。

因此，如何激发市场主体的积极性和活跃程度，总体走出信心不足的局面，依然是下阶段政策调整和制度改革的一个重点。

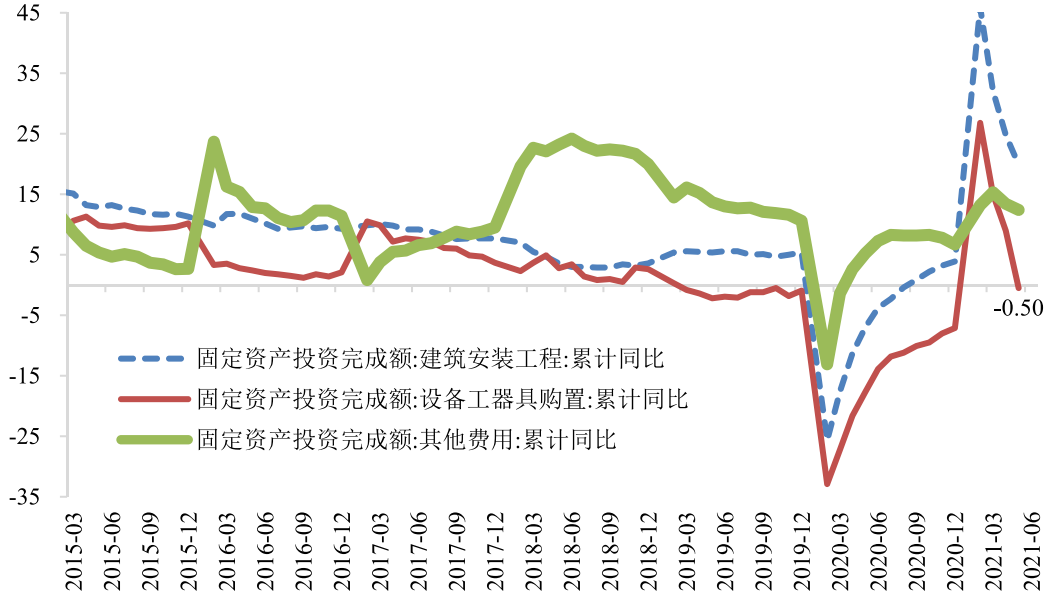


图 37 中国投资复苏的基础并不稳固

就短期而言，当前投资增长所依赖的两大核心力量房地产投资和基建投资，也面临政策调整带来的下行压力，亟需其他领域的投资加快跟进。首先，在坚持“房住不炒”的基本定位下，特别是房地产融资“三条红线”新规实施后，房地产投资的可持续性存疑。短期内最大的不确定性在于房地产开发资金来源不足，在“三条红线”融资新规约束下，房地产开发贷款增速持续较快下滑，各项应付款同比增速大幅提升，反映了资金周转风险，部分前期业务扩张激进的房企出现严重违约，资金链断裂的风险上扬。2021 年以来，房屋新开工面积和土地购置面积走势弱化，可能预示着未来房地产投资下行。同时，随着 2021 年专项债发行规模的收窄，基建投资的增长动力也存在较大不确定性。2020 年在专项债大幅扩容的背景下，基建投资进度尚比较缓慢，持续低于总体投资增速，2021 年基建投资的逆周期调节作用预期进一步减弱。

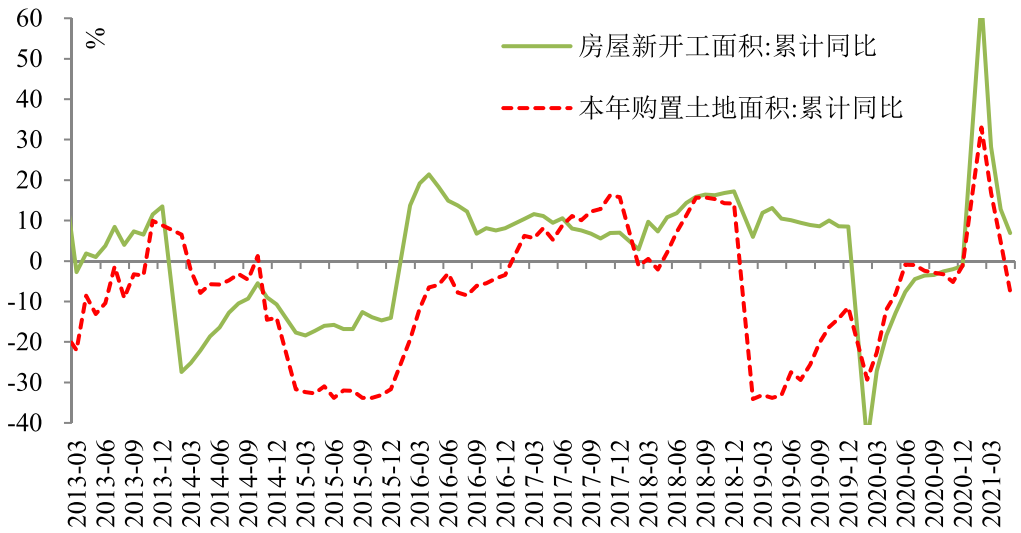


图 38 房地产投资先行指标走势弱化

5、企业出现库存积压、资金周转困难等问题，信用市场风险释放。

由于内需迟迟没有常态化，尽管企业绩效出现明显改善，但企业经营压力和资金周转压力不减。4 月末，工业企业存货同比增长 10.2%，其中，产成品存货在去年同期较高基数的情况下同比增长 8.2%，较去年下半年明显提高，说明企业库存积压问题值得关注。同时，规模以上工业企业应收账款达 16.88 万亿元，同比增长 16.0%，处于近年来的较高水平，表明企业间资金周转较为紧张。

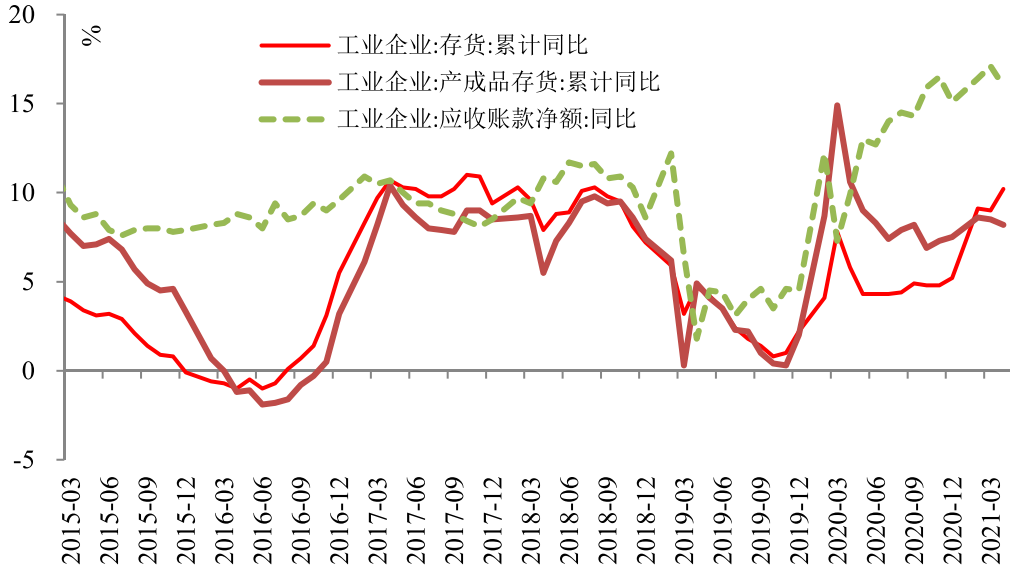


图 39 中国工业企业面临库存积压和资金周转困难

从更一般的视野看，虽然疫后经济逐步修复，但经济结构分化特征明显，部分微观企业生产经营仍面临一定的压力，叠加信用环境整体不及去年宽松，市场信用风险加快释放，违约规模同比增加。据中诚信国际统计，1-5 月份共有 94 支债券发生违约，规模共计 1136 亿元，同比增加 95%，其中约半数违约规模来源于“海航系”主体，受“海航系”破产重整影响，相关主体存续债券集

中提前到期，大幅推升违约规模。从违约发行人来看，1-5 月份违约发行人共计 35 家，其中首次违约发行人 14 家，同比增加 2 家，其中“海航系”企业有 10 家。从新增违约发行人行业及区域特点来看，受海航集团多家企业大规模违约影响，新增违约发行人地域主要分布于海南省，行业多集中于交通运输行业，另有 1 家为海航集团旗下金融控股集团，其他违约主体分别为位于重庆市、河北省的房地产行业，湖北的医药行业及重庆市的装备制造业。总体来看，2021 年以来债市信用风险较 2020 年有所抬升。

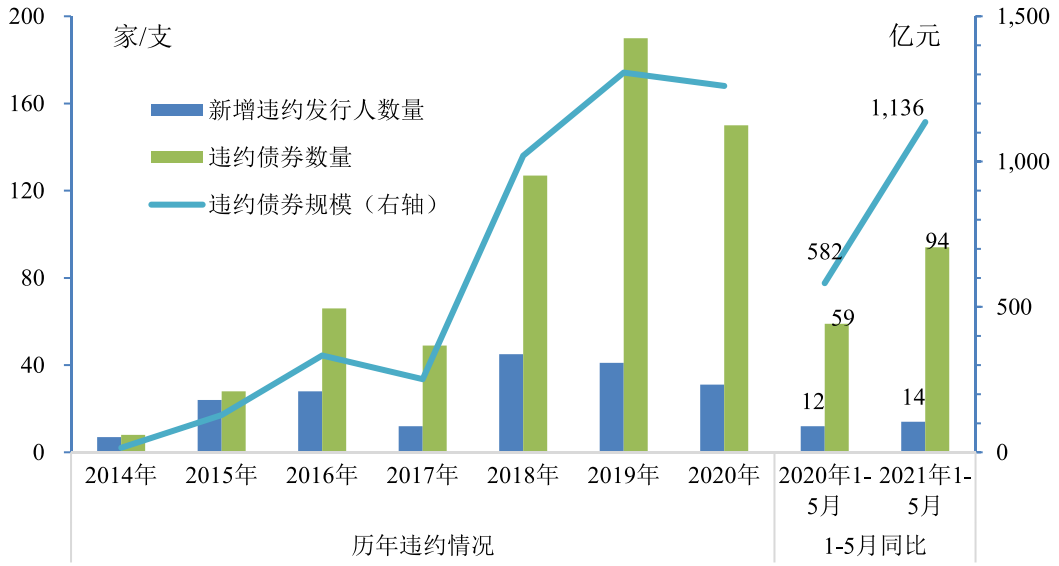


图 40 中国 2014 年以来债券市场违约情况

6、虽然就业压力持续减轻，但敏感群体受冲击依然较大。

在总需求不足的情况下，脆弱群体的就业压力依然较大。相比总体失业率下降和就业状态的改善，大学生和农民工群体就业压力相对较大。

2021 年高校毕业生规模达到 909 万人，同比增加 35 万人，创历史新高，随着高校毕业生集中进入劳动力市场，大学生群体就业承压，就业压力显著上升。5 月份，25-59 岁人口调查失业率为 4.4%，较上月降低 0.2 个百分点，但 16-24 岁人口调查失业率高达 13.8%，较上月进一步提高 0.2 个百分点，分化更加明显。正因如此，31 个大城市城镇调查失业率为 5.2%，反而比全国平均水平高 0.2 个百分点。

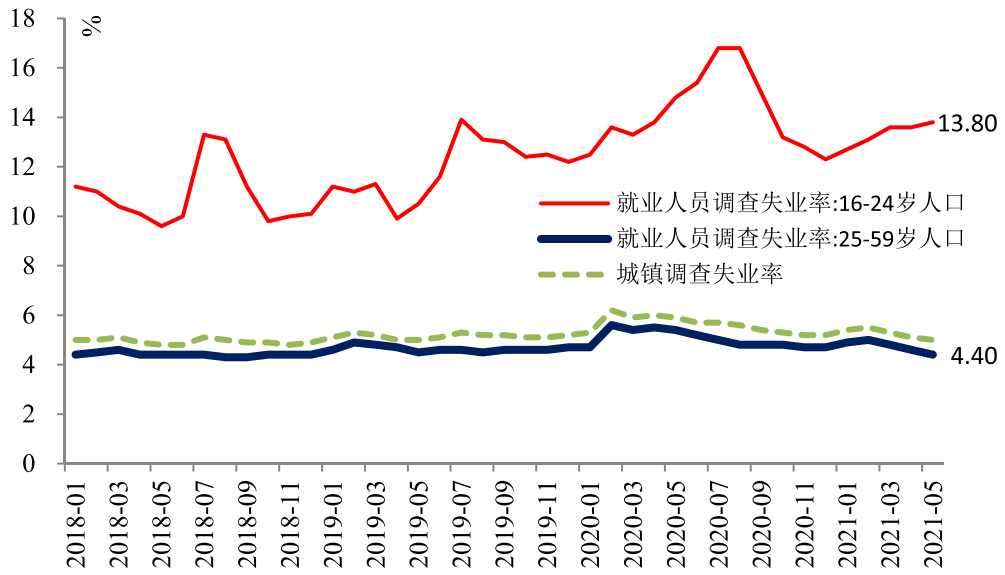


图 41 中国不同年龄群体失业率走势分化

同时，农民工群体就业和收入受疫情冲击的影响也明显较大。2020 年农村外出务工人数同比减少 2.7%，农村外出务工月均收入同比增长 2.8%，两方面因素合计，农民工群体外出务工总收入与 2019 年基本持平，低于全国居民收入增长；2021 年 1 季度，农村外出务工人数依然比 2019 年同期减少 1.4%，农村外出务工月均收入比 2019 年同期增长 4.9%，两方面因素合计，农民工群体外出务工总收入比 2019 年同期增长 3.4%，两年复合增速仅为 1.7%，仍低于全国居民收入增速。考虑到我国约 2.9 亿农民工总量和其中 1.7 亿的外出农民工，农民工群体的就业和收入下滑，中短期内可能产生重大影响。

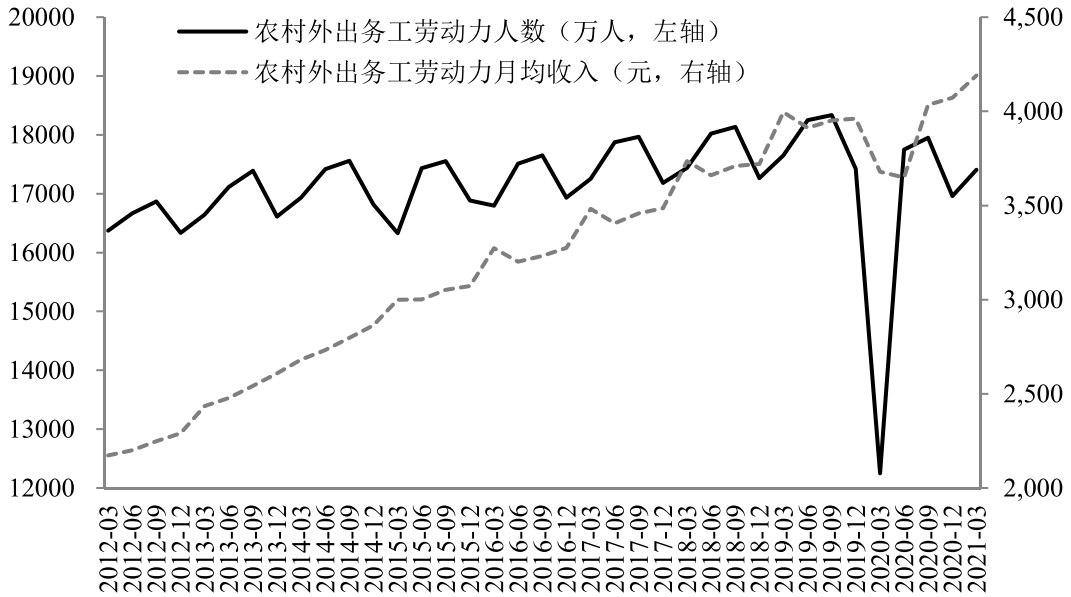


图 42 中国外出农民工人数和月均收入下滑

可见，就业不充分就业质量不高甚至隐形失业等问题，仍需要一段时期的消化。这主要是由于劳动密集型产业受疫情影响的持续期较长，使得失业率与

总体经济增长的稳定关系受到破坏，实际失业风险大于 GDP 增长所揭示的水平。例如，从私营企业和个体户就业的行业分布特征看，批发和零售业、住宿和餐饮业、租赁和商务服务业 2019 年的就业规模分别约为 15700 万人、3200 万人、3300 万人，目前这几大行业仍然没有完全恢复到疫情前的水平。

综上，尽管中国经济常态化进程已经开启，但相比完全常态化，需求侧复苏仍滞后于供给侧，内需复苏仍滞后于出口复苏，消费复苏仍滞后于投资复苏，服务业复苏仍滞后于工业复苏，相关方面压力依然较大，局部增长动力出现边际放缓态势。因此，对中国经济形势和政策的把握，需要在乐观中转变视角。其一，虽然由于低基数效应，宏观经济各类同比参数全面走高，但微观主体对经济运行的直接感受与宏观数据的表现发生严重的背离，社会不同阶层对宏观经济形势的认识也将出现强劲分化。预期分化和经济主体对于经济困难忍受程度的下降是 2021 年宏观经济运行面临的新情况。疫情影响的异质性及疫后恢复的不同步导致经济内部结构分化严重，短板效应显化可能触及底线。

其二，不同于经济系统内的危机，疫情冲击对特定经济活动和脆弱群体的冲击更为剧烈和持久，导致在政策退出的过程中，局部风险反而加速暴露。（1）在恢复过程中，由于受到不同程度的影响，部分行业仍未回归长期趋势线。（2）相比规模以上企业，中小企业经营压力和脆弱性更大。无论是在疫情期间还是在经济恢复过程中，规模以上企业增加值增速均明显高于总体增速，说明规模以下企业压力更大。（3）在出口总体恢复增长中，不同大类产品出口出现明显分化，意味着在总体出口增长中，仍有部分行业承受着比往年更为严重的压力。（4）由于经济结构的差异，区域层面的经济分化及其信用条件分化较为明显。存量债务风险相对较重地区，债务限额及发行规模都相对较少。（5）不同群体就业和收入受到不同程度的影响。中低收入群体和农民工所在行业和企业类型受疫情冲击较大，就业压力仍大、收入损失更多，因此也相对更为脆弱。

7、从外部环境看，疫苗研制的成功及其在全球范围内不平衡的分配使用，使全球疫情形势在总体向好中局部恶化，世界经济在稳步复苏中出现明显分化。2021 年的外部积极因素和制约因素同时增多，从而变得更加复杂。

1）2021 年世界经济增长预期反弹。年初以来，不同国际组织对 2021 年全球经济增长预测普遍上调，显示全球经济增长前景变好，但改善幅度和复苏节奏存在非同步性，总体预测区间在 5.4%-6.0%。其中，国际货币基金组织(IMF)在 4 月份的预测最为乐观。根据 IMF 报告，2021 年世界经济有望实现 6%的正增长，这意味着 2021 年全球实际 GDP 规模将比 2019 年水平增长 2.5%；其中，发达经济体继 2020 年负增长 4.7%，2021 年有望实现 5.1%的正增长，实际 GDP 规模与 2019 年水平相当；新兴市场与发展中经济体继 2020 年负增长 2.2%，2021 年有望实现 6.7%的正增长，实际 GDP 规模将比 2019 年水平增长 4.4%。

但是，新冠肺炎疫情仍存在重大不确定性，特别是印度等国家疫情及“封锁”措施升级，2021 年实际增速大概率会低于上述预期。

表 4　重要国际组织对我国及全球 2021 年增长预测

预测机构	预测时间	全球增速	中国增速
世界银行	6 月 8 日	5.6%	8.5%
联合国	5 月 11 日	5.4%	8.2%
国际货币基金组织	4 月 6 日	6.0%	8.4%
OECD	3 月 9 日	5.6%	7.8%

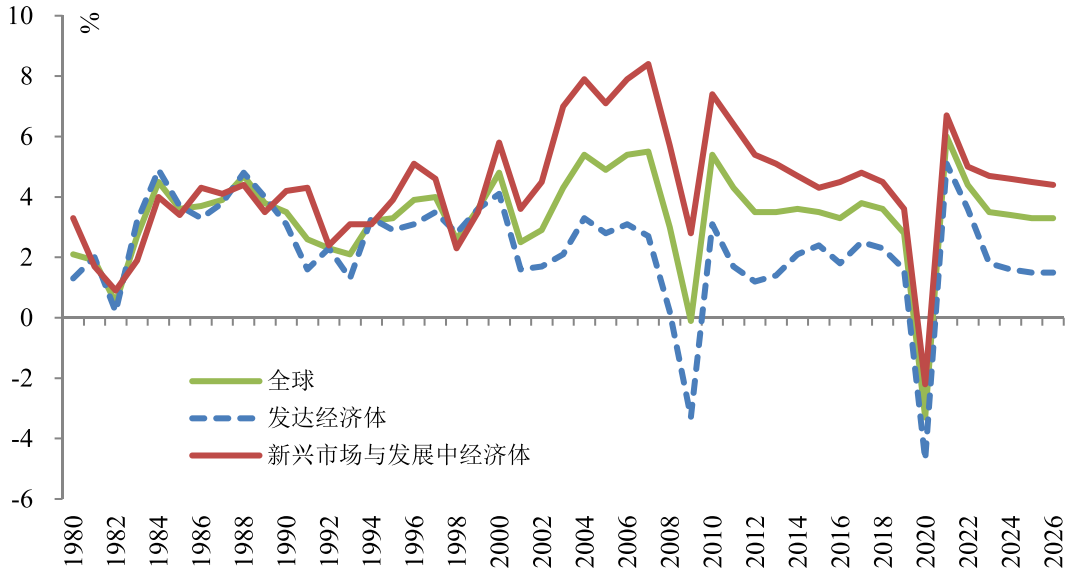


图 43　2021 年全球经济增长预期反弹

世界不确定性和全球经济政策不确定性总体下降。近几年的中美贸易摩擦、2020 年的新冠肺炎疫情冲击，使得世界不确定性指数创历史记录，在 2019 年 4 季度、2020 年 1 季度分别达到 52716、55685 的峰值，但随着中美关系的缓和以及疫情的明显好转，世界不确定性快速下降，截至 2021 年 1 季度，世界不确定性指数已大幅度下降至 11889。当然，由于疫情发展仍存在较大不确定性、中美经贸关系也仍存在新的变数以及巴以冲突等地域政治的复杂性，2021 年下半年，全球不确定性指数可能会再攀高峰。

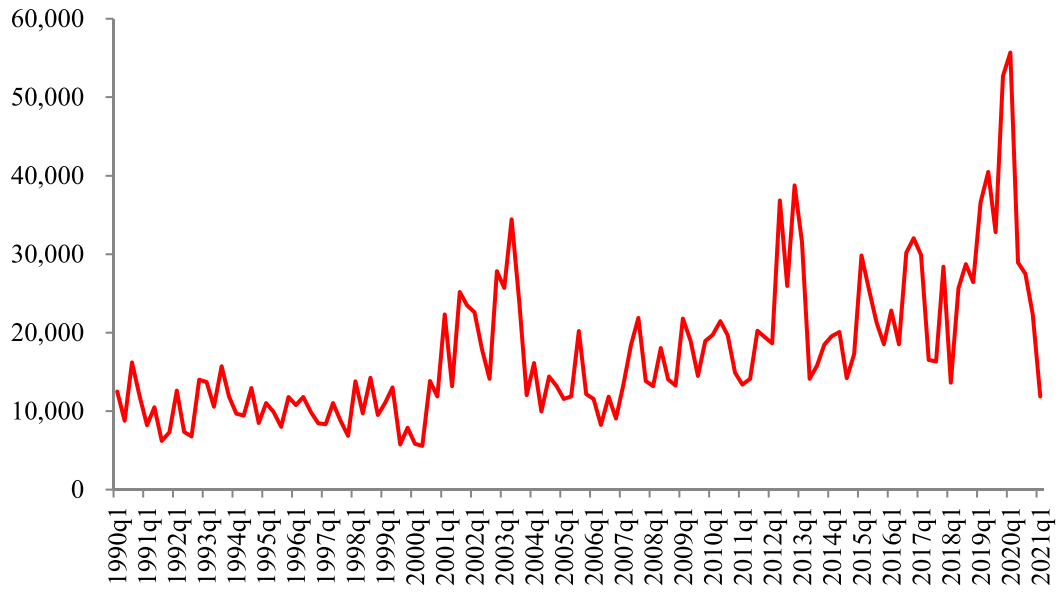


图 44 世界不确定性指数（1990Q1 至 2021Q1）

数据来源：Ahir, H, N Bloom, and D Furceri (2018), “World Uncertainty Index”, Stanford mimeo.

全球经济政策不确定性下降，但仍处于历史高位。从政策的不确定性来看，2021 年全球经济政策不确定性指数有所下降，从 2020 年 5 月份的峰值 430 降至 2021 年 5 月份的 189。不过，相比其 100 的平均值，全球经济政策不确定性指数仍处于历史高位。中美贸易冲突也导致中美经济政策面临较大的不确定性，政策不确定性指数均处于相对比较高的位置。

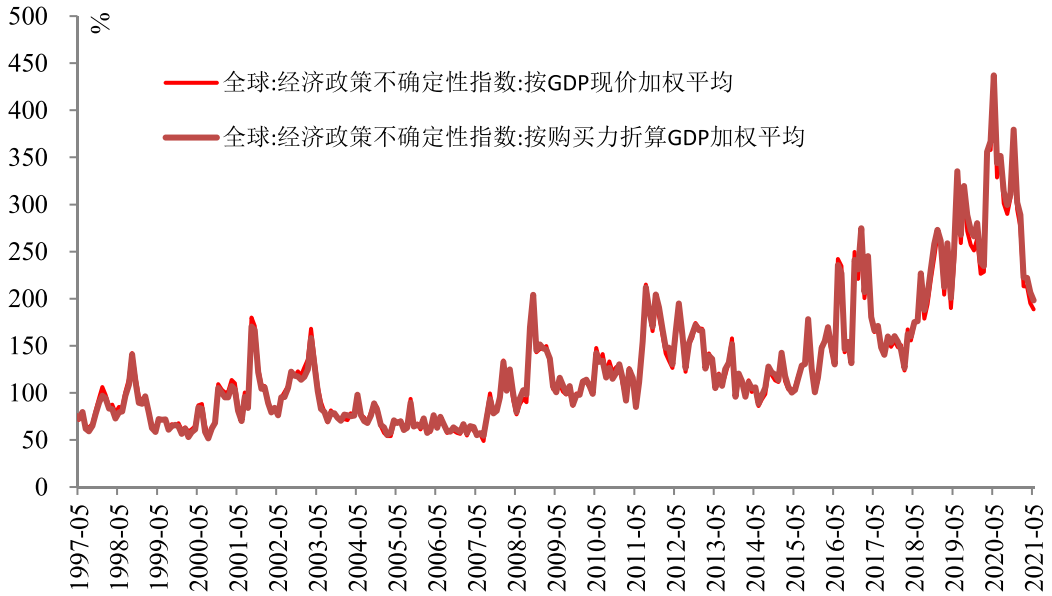


图 45 全球经济政策的不确定性指数

2）但是，大规模财政救助与刺激政策使得全球政府债务风险上升，政策空间收窄。2020 年新冠肺炎疫情暴发对全球经济产生了重大负面冲击，世界各国纷纷出台了超大规模的对冲性宏观政策，体现了“大冲击、大应对”的特点。

从政府债务存量来看，2020 年新冠肺炎疫情带来的财政援助和刺激政策，使得发达经济体的政府债务/GDP 比例、新兴经济体的政府债务/GDP 比例双双创下了历史新高。根据 IMF 的估计，2020 年发达经济体政府债务/GDP 达到 120.1%，较 2019 年大幅提高 16.3 个百分点，2021 年预计将小幅提升 2.4 个百分点，达到 122.5%；新兴市场经济体 2020 年政府债务/GDP 达到 63.3%，较 2019 年大幅提高 9.2 个百分点，2021 年预计将小幅提升 0.7 个百分点，达到 64%。实际上，这一方面意味着全球政府债务风险上扬，尤其是脆弱经济体和外债比例较高的经济体，另一方面也意味着财政政策进一步大幅扩张的空间有限。

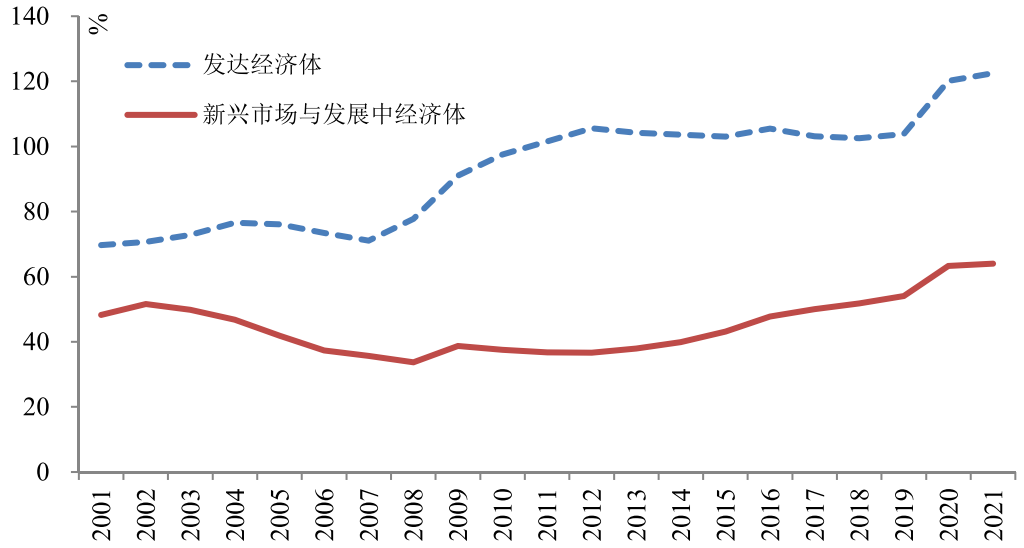


图 46 不同经济体的政府债务规模占 GDP 的比例

全球持续维持极低利率水平，资产泡沫风险上扬。2020 年全球主要经济体政策性利率纷纷降至历史极低水平，极大地刺激了全球资产价格上涨。目前，美国政策利率为 0-0.25%、日本为-0.1%、欧元区为 0.0%，英国为 0.1%。特别是美联储大幅降息 1.5 个百分点至 0-0.25%，并采取新一轮量化宽松政策，美联储资产负债表从不足 4 万亿美元急剧膨胀到 8 万亿美元，扩张了超 1 倍。超低利率和资产购买暂时减缓了美国财政付息的压力，同时也严重刺激了美国金融市场，股价持续上涨，严重脱离实体经济。截至 4 月 21 日，美国道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克综合指数同比涨幅分别达到 48.3%、52.5%、68.8%，比 2019 年底疫情前的水平也分别上涨了 19.6%、29.2%、55.5%，三大股指的市盈率分别从正常时期的 20 倍、25 倍、30 倍左右，提高到 30 倍、40 倍、60 倍左右，市场估值严重偏高。

总览当前的国际金融市场环境，各国货币政策、财政货币极度宽松，多个国家采取零利率、负利率政策，整个经济脱实相虚的风险非常之大，特别是美国资产价格和通胀压力已经全面显现。下阶段，一旦美联储政策转向，或市场风险偏好发生逆转，都很可能触发金融资产泡沫破灭。

3）虽然疫情逐渐得到控制，但节奏不及年初预期，特别是在 3-5 月份的恶化可能推迟世界经济复苏节奏，并加剧世界的不确定性。3-5 月份，全球疫情形势再度恶化，出现新一轮比去年 4 季度更加严重的疫情高峰，尤其是 4 月下旬，日新增确诊病例多次创下 90 万例的最高记录。截至 6 月 22 日，全球当日新增确诊病例仍达到 38 万例，全球累计确诊病例已经达到 1.8 亿例，比 2020 年全年的近 8400 万例增加了约 9600 万例，这意味着 2021 年上半年的新增病例已经超过 2020 年全年的新增病例。随着全球疫情防控期再度延长，2 季度全球经济增长可能不及预期，国际机构在年初上调的增长预期面临下调风险。

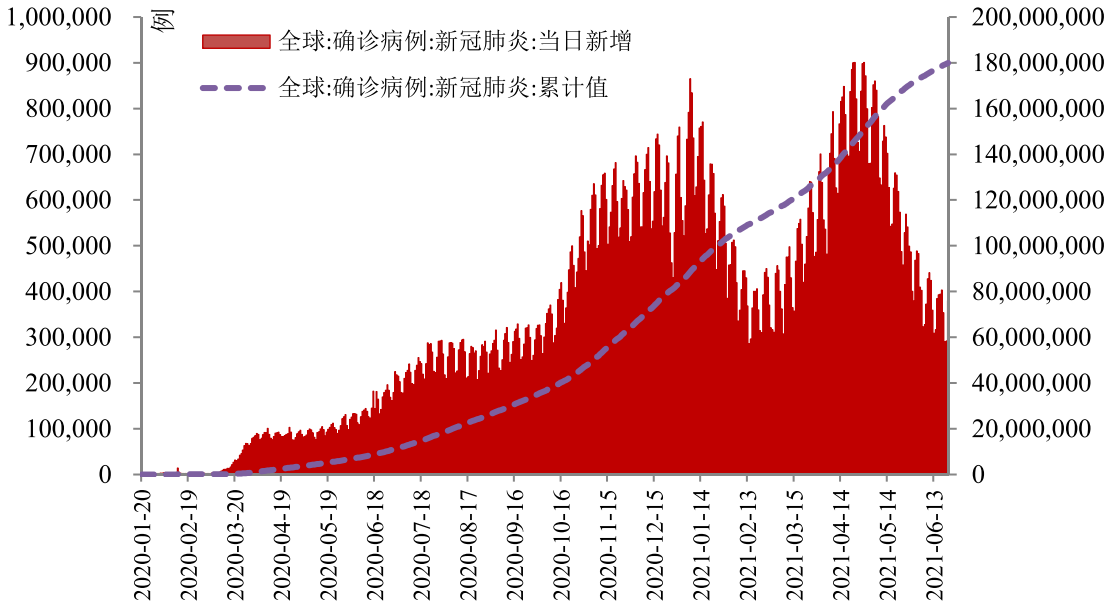


图 47 全球迎来新一轮疫情高峰

特别是部分发展中经济体疫情形势恶化加剧经济脆弱性，全球经济复苏将出现严重分化。2021 年以来，美国、欧洲等发达经济体疫情形势明显好转，在疫苗接种、大规模刺激政策下加快复苏，而印度、巴西等部分发展中经济体则在疫情突然失控、政策空间逼仄下陷入困境。特别是印度，2021 年以来疫情形势急剧恶化，脆弱的经济恢复面临夭折的风险。从每日新增确诊病例看，印度自 3 月以来疫情开始失控，4 月 21 日至 5 月 15 日，每日新增确诊病例均在 30 万例以上，其中 5 月 6 日达到 41.4 万例的峰值，截至 6 月 10 日，当日新增确诊病例仍超过 9 万例。巴西疫情始终没有得到控制，3 月以来进一步恶化，截至 6 月 10 日，当日新增确诊病例仍接近 9 万例。近几个月来，印度、巴西的制造业和服务业 PMI 均出现显著下滑，再度跌入紧缩区间。

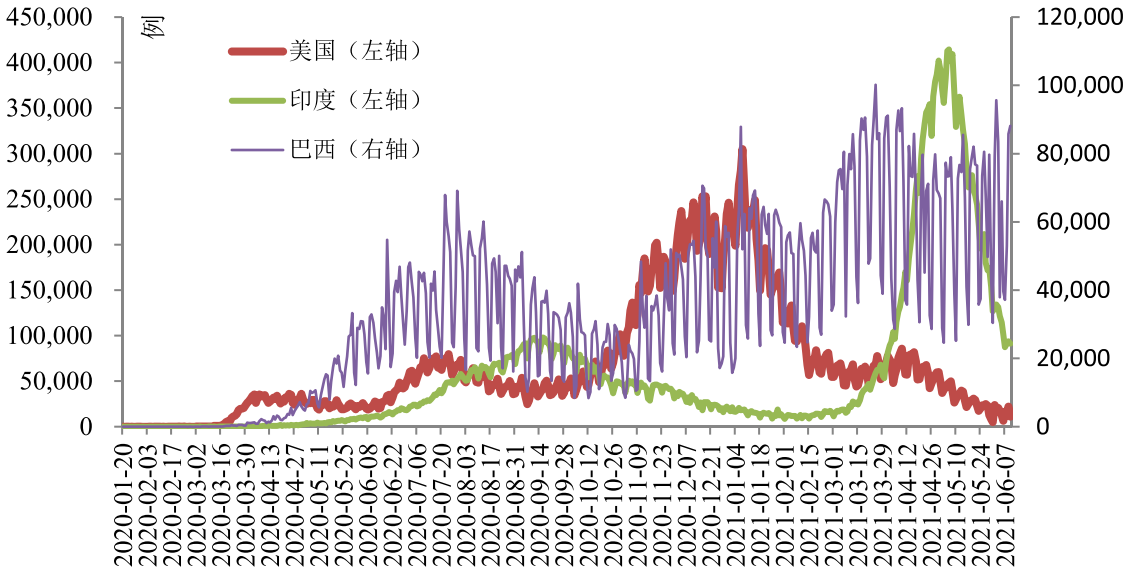


图 48 2021 年部分发展中经济体疫情形势恶化

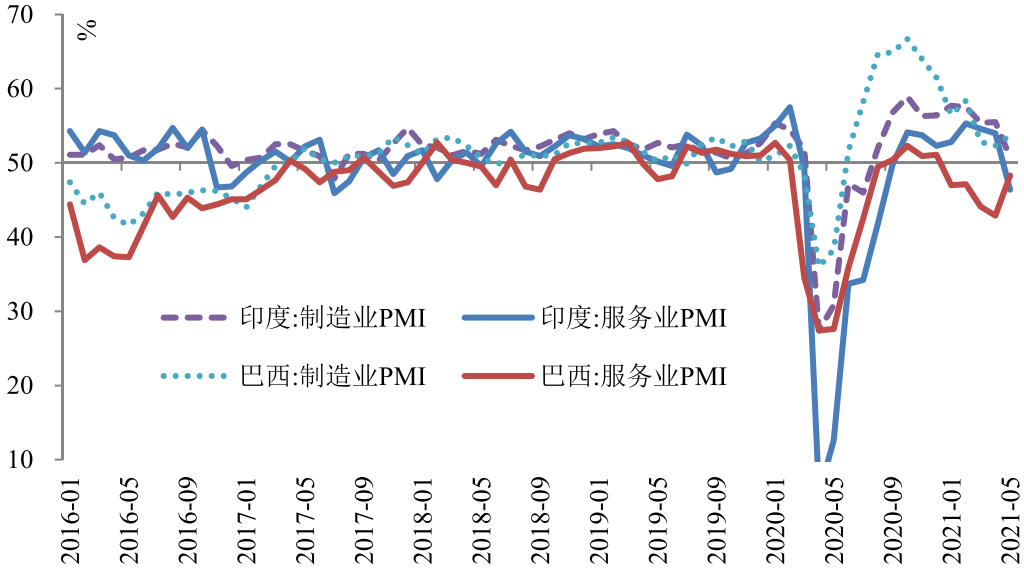


图 49 部分发展中经济体 PMI 指数再度下行至紧缩区间

目前看来，全球疫情的持续期将比 2020 年底时的预期更长，世界生产复苏的节奏后移。甚至包括 2020 年疫情防控较好的一些东亚经济体，2021 年以来，疫情再度出现上扬的势头。截至 6 月 10 日，印度尼西亚、菲律宾当日新增确诊病例也分别接近 8900 例和 7500 例。

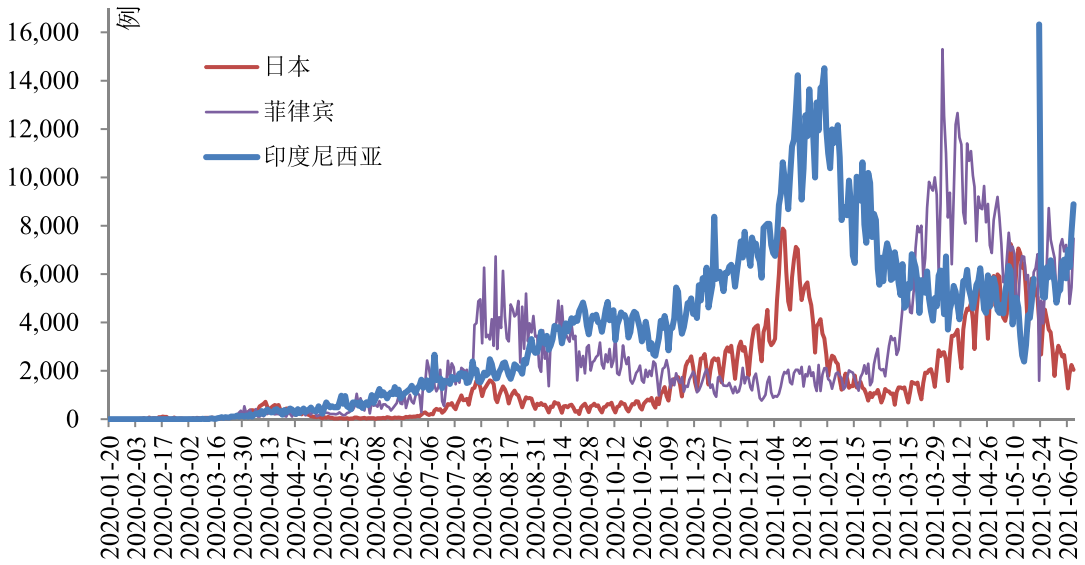


图 50 部分东亚经济体疫情形势反复

4）在外部复苏不平衡的情况下，短期内我国出口增长仍有韧性。但从中长期来看，我国出口规模已进入平台期，培育国内大循环具有紧迫性。由于我国出口提升的态势实际上与疫情形成了不对称性密切联系，随着未来疫情关系走向对称和全球制造业生产的全面恢复，我国出口反而可能会面临极大压力。

一方面，近年来贸易环境变化剧烈，出口始终面临高度不确定性。自 2007 年以来，全球性事件频繁发生，包括 2007 年爆发于美国的国际金融危机、2009 年爆发于希腊的欧洲主权债务危机、2012 年国际大宗商品价格下跌、2015 年英国公投脱欧、2018 年中美贸易摩擦、2020 年新冠肺炎疫情蔓延全球等，使得全球的不确定性不断加剧，中国出口增速也呈现阶梯式下滑。相比 2000-2007 年中国出口年均 26%的高增长，2012-2020 年的年均增长率仅为 4%左右。

另一方面，我国出口规模尽管存在年度波动，但已经进入“平台期”，由出口所带来的增长拉动效应已经式微。表面上看，贸易增速在年度之间持续波动。例如，2018-2019 年间我国贸易受到贸易摩擦以及全球经济前景不明朗所产生的抑制效应影响，同时也受到由于贸易深化以及边际扩张所带来的促进效应的带动；2020 年受全球性新冠疫情的冲击导致上半年对外出口下滑，但随着我国疫情逐步得到控制以及国外新兴市场国家疫情的暴发，我国贸易规模出现了明显的补偿性增长。但是，撇开这些短期波动因素就会发现，我国出口金额、进口金额以及贸易盈余的规模已经稳定，自 2015 年以来已经没有明显增长，至少与我国经济的中高速增长已经不相匹配。

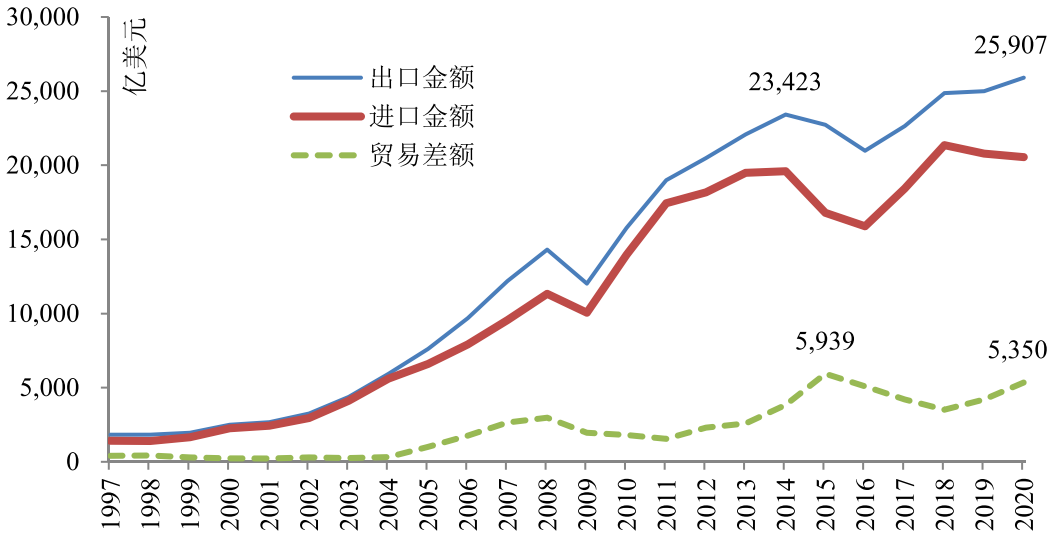


图 51 2015 年以来我国贸易规模几乎稳定

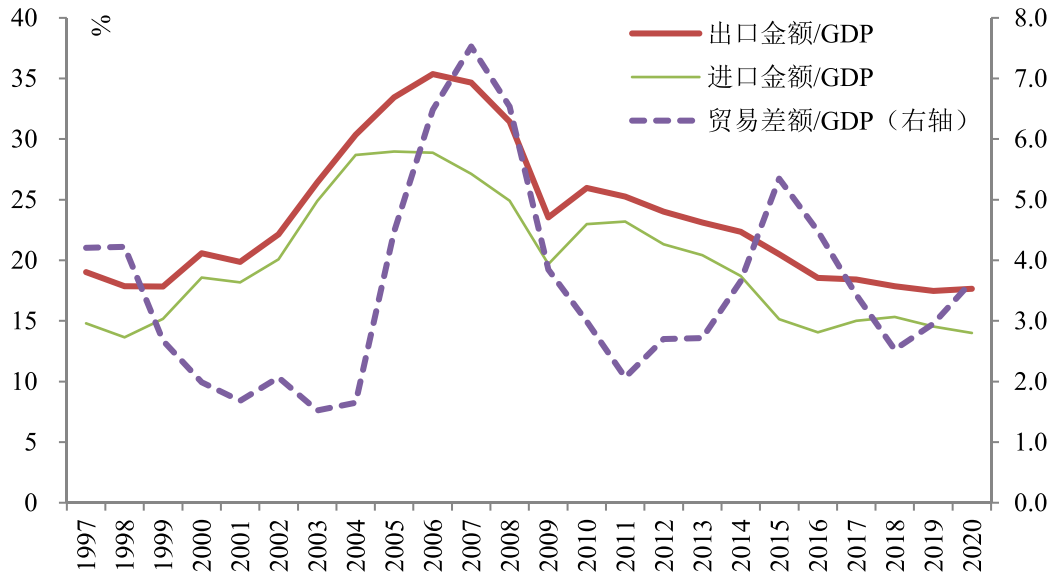


图 52 2007 年以来我国贸易额占 GDP 比重下降明显

8、中美关系依旧紧张，美国激进的宏观政策更是给全球和我国经济发展带来五大潜在风险。

未来一段时期，我国外部环境的很大变量在于美国经济和贸易政策。一是美国激进的财政货币政策的溢出效应；二是美国对华贸易政策的不确定性。

1）美国激进财政货币政策对我国的潜在影响。现阶段的美国宏观政策已经从疫情救助与经济修复走向试图打破次贷危机以来经济“大停滞”周期，允许通胀持续“超调”就是最好的证据。自 2020 年 3 月 23 日，美联储开启无上限宽松货币政策为国际金融市场提供流动性，在美联储坚定做多的背景下，全球金融市场资产价格开始触底反弹，避免了全球金融大动荡演化为全球性的金融危机。至今来看，美国应对疫情冲击的宏观救助和刺激政策是全球力度最大的。依据美联储网站公布的数据，从 2020 年 3 月 5 日至 2021 年 6 月 3 日，美联储

资产负债表中的总资产从约 4.24 万亿美元“爆表”到约 7.94 万亿美元，增长了 87.3%；同期总资产结构中持有美国国债从约 2.50 万亿美元增长到约 5.12 万亿美元，增加了 2.64 万亿美元，美国的财政赤字货币化现象严重。依据 IMF 提供的数据，在 2020 年 3 月开始至 2021 年 3 月底大约 1 年的时间里，为应对疫情冲击的财政计划支出高达 5.95 万亿美元，占 2020 年美国 GDP 的近 30%。

综观整个 2020 年，财政转移支付占美国居民收入的达到了 21.6%，这一比例比 2018-2019 年要高出 5 个百分点。巨额的财政转移支付使得在 2020 年美国经济下跌 3.5%的情况下，美国居民收入反而增加了 6.34%，而 2019 年美国居民收入增速仅为 3.92%。2021 年 3 月初，美国又颁布了《2021 年美国救援计划法案》（American Rescue Plan Act of 2021），向符合条件的个人最高可获得 1400 美元的经济影响费，已婚夫妇共同申请的可获得 2800 美元的经济影响费，美国再次通过财政转移支付向居民直接支付救济。2021 年 1 季度，财政转移支付收入占美国个人总收入的比例进一步上升，高达 27.4%。同时，2021 年 1 季度美国经济 GDP 环比年率也达到了 6.4%。

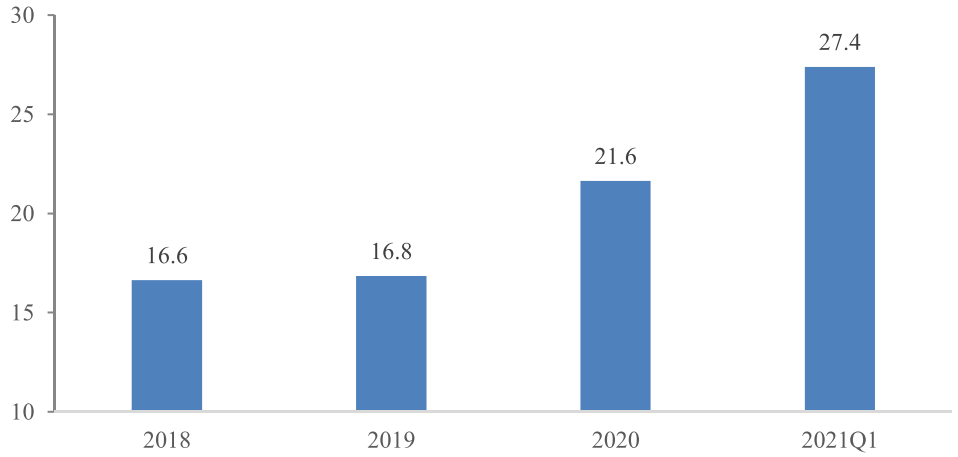


图 53 财政转移支付占美国个人总收入的比例（%）

数据来源：BEA, Personal Income and Its Disposition.

在激进的刺激政策下，美国经济中的通胀出现了跳跃式的增长，4 月份美国经济中 CPI 和核心 CPI 同比涨幅达到了 4.2%和 3.1%，5 月份进一步上升到 5.0%和 3.8%。美联储从今年 3 月份开始就一直淡化通胀及通胀预期压力，允许通胀的“超调”，直到 6 月份会议才稍有“暗示”。

拜登上台百日之内，接连抛出了三大计划，除了上述的救援计划以外，还有基建计划和税改计划。拜登的基建计划计划规模高达 1.7 万亿美元，尽管与共和党提出的约 9300 亿美元的基建计划之间存在很大差距，但最终如果达成，基建的规模应该不会小。在 5 月 28 日白宫公布的预算中，2022 财年总支出高达 6 万亿美元，其中就业和家庭计划规模达到了 3.4 万亿美元。在美国经济产出缺口快速收敛的背景下，美国刺激经济发展的财政支出规模在不断增加。

因此，允许通胀持续“超调”与拜登财政支出计划大规模增长两大现象，

说明了美国此轮经济的修复已经不再仅是应对疫情的经济修复，而是想要打破美国经济长期以来的“大停滞”现象，助推美国经济进入扩张区间，打破次贷危机以来经济“大停滞”周期。20 世纪 90 年代经济自由化以来，美国经济在全球的影响力下降，世界经济多极化趋势已经形成。在这样的背景下，美国采取了激进的宏观政策，政策组合与现代货币理论（MMT）所倡导的政策组合有很大的相似之处。在很大程度上可以认为美国宏观政策是在进行 MMT 的大实验，实施财政赤字的货币化。美联储就业优先的货币政策使得财政赤字货币化问题越发严重。依据美国财政部网站公布的数据（The Federal Response to COVID-19, Data through March 31, 2021），应对新冠肺炎疫情的预算资金为 4.2 万亿美元，目前已完成支出的数额为 2.6 万亿美元，已承诺的（法律规定的支出）大约 3 万亿美元，预算资金还剩下大约 1.3 万亿美元的额度。而大量的资金需要通过美联储不断购买债券去筹集。截至 2021 年 6 月 3 日，美联储总资产中持有的国债数量约 5.12 万亿美元，而在 2020 年 3 月 5 日持有的国债数量约为 2.5 万亿美元。相当于说，美联储在大约 14 个月的时间里，为美国财政融资了 2.64 万亿美元。

美国激进的财政货币政策带来五大潜在风险。美国激进宏观政策带来了美国经济产出缺口的快速收敛，依据 IMF 今年 4 月份《世界经济展望》预测 2021 年美国 GDP 增速达到 6.4%。但激进的刺激政策导致了美国财政赤字不断增加，同时也给全球及我国经济带来五大潜在风险。

第一，美联储允许通胀较长时间“超调”，不断加大全球通胀和“Taper”风险。年初以来，美国通胀加速上扬，相对于 2%的长期通胀目标，目前美国的通胀率水平已经出现了阶段性的明显“超调”。5 月份，美国 CPI 和核心 CPI 同比涨幅分别达到 5.0%和 3.8%，超市场预期、创历史新高，特别是核心 CPI 创近 20 年来的最高记录。其中，商品同比涨幅达到 8.1%，尤其耐用品涨幅为 10.3%，服务涨幅也升至 3.1%。相对于 2%的长期通胀目标，美国 CPI 已出现 3 个月的超调，核心 CPI 出现了 2 个月的超调，而且环比涨幅较大，核心 CPI 的 6 个月移动平均趋势上行，都显示物价水平明显超调。

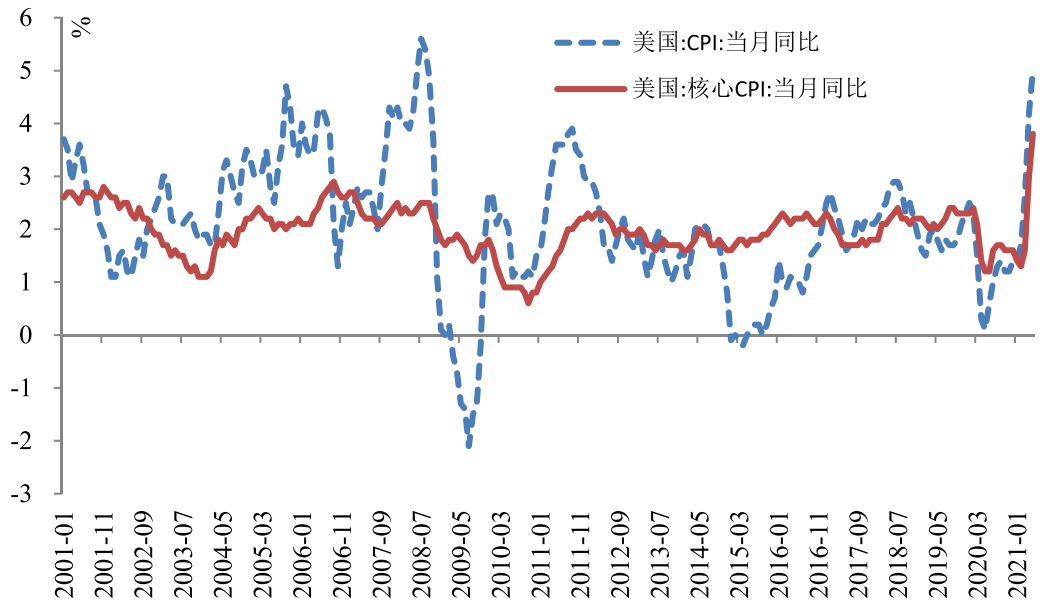


图 54 美国经济中 CPI 和核心 CPI（同比，%）

数据来源：U.S. Bureau of Economic Analysis.

美联储认为，随着供应瓶颈的缓和，通胀压力会减缓，目前的通胀具有暂时性，但从通胀预期来看，目前 5 年期 TIPS 和 10 年期 TIPS 所隐含的中长期通胀预期已经稳居 2%以上。截至 6 月 4 日，5 年期和 10 年期 TIPS 隐含的 5 年和 10 年平均通胀率分别为 2.54%和 2.40%，说明市场已经预期到长期通胀压力。因此，美联储允许通胀持续“超调”，势必会对未来全球通胀带来压力。

图 55 美国经济中长期通胀率预期（%）

数据来源：Federal Reserve Economic Data.

第二，通胀和低利率组合新环境将进一步推高风险资产价格风险。美联储允许通胀持续“超调”，高通胀与低利率组合成为当下及未来一段时间国际金融市场运行的新环境。这一新环境将导致传统的 P/B 估值框架失真，P/B 存在高

估倾向，其原因在于通胀与低利率组合新环境会降低实际利率，共同助推风险资产价格的上涨。从 2020 年 3 月全球金融大动荡低点以来，美国股市上涨的幅度巨大。道琼斯指数、纳斯达克指数和标普 500 指数分别上涨了 86.94%、101.36%和 89.05%；即使今年年初以来，也出现了较大的涨幅，年初至今道琼斯指数、纳斯达克指数和标普 500 指数分别上涨了 13.56%、7.19%和 12.61%。

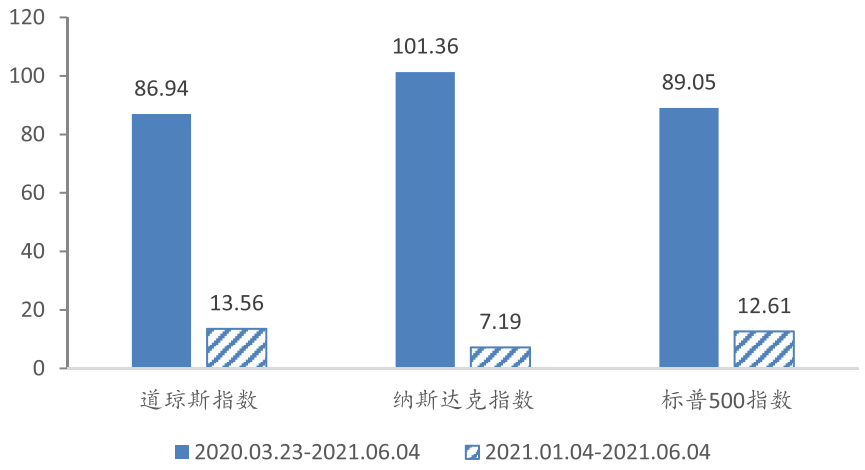


图 56 美国股市金融大动荡低点至今以及今年以来的上涨幅度（%）

从美国房地产价格来看，同样出现了巨大的涨幅。在美联储不断购买 MBS 提供流动性和 30 年期很低的抵押利率刺激下，美国房地产市场创历史新高。2008 年次贷危机爆发前，美国房价指数最高点 2006 年 7 月 S&P/Case-Shiller 指数达到了 184.6，而 2021 年 3 月这一指数已经高达 243.7。

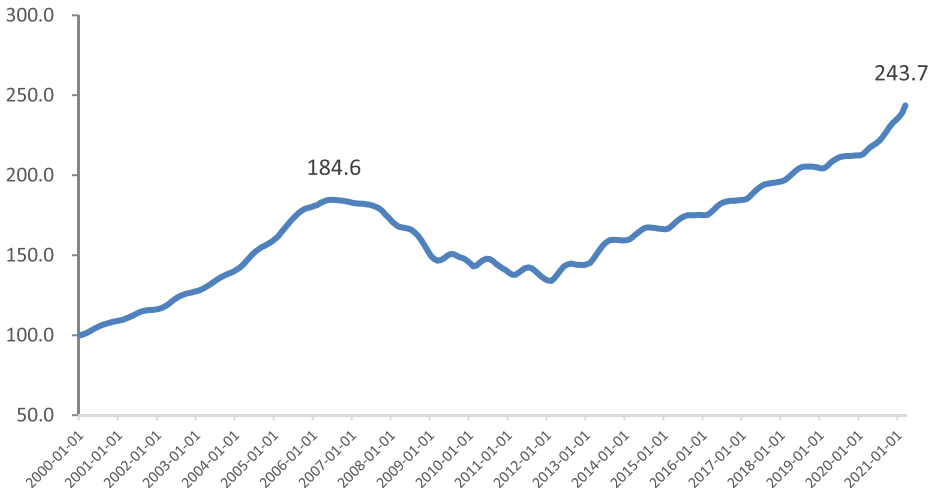


图 57 美国房地产价格指数的变化（2000 年 1 月=100）

数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis.

从风险资产的估值来看，高通胀与低利率组合新环境意味着风险资产的估值将继续在高位运行，尤其是美国的股市甚至可能出现创新高的可能性，这也会加大未来风险资产估值可能出现较大幅度调整的潜在风险。

第三，经济修复与宽松的流动性导致大宗商品价格持续上涨的风险。摩根大通全球制造业采购经理人指数（JPMorgan Global Manufacturing PMI）显示，商品生产部门连续扩张了 11 个月，总体采购经理人指数（PMI）从 4 月份的 55.9 升至 5 月份的 56.0，创下 11 年多来的最高水平。从交货期来看，尽管全球制造业供应商的交货期在 2020 年中期一度接近稳定，供应紧张状况有所缓解，但最近的采购经理人指数（PMI）数据表明交货期延长到了与 2020 年峰值相当的程度，这说明 5 月份的供应面依然紧张，这会继续推动价格上涨。

从国别和区域来看，涵盖制造业和服务业的 IHS-Markit 美国综合采购经理人指数（PMI）显示，5 月份出现有史以来最大涨幅之一，飙升至该调查 12 年来的新高，5 月份最新数据为 68.7，高于 4 月份之前的 63.5，远高于调查之前记录的任何水平（峰值 61.0 出现在 2014 年 6 月全球制造业 PMI 指数）。从欧元区的 IHS Markit 的 PMI 在 5 月份连续第三个月刷新纪录，升至 63.1 的新高，欧元区制造业继续以近 24 年调查历史上前所未有的速度增长。

一方面是制造业的回暖，另一方面美联储继续维持宽松，再加上疫情导致的大宗商品产能减少，国际大宗商品价格指数出现了较大的涨幅，全球大宗商品价格指数纷纷回升至 2019 年水平。2020 年全球大宗商品价格处于阶段性的低位，为中国经济复苏提供了较为有利的环境，但这一有利条件已在 2021 年出现逆转。5 月份，布伦特原油现货价回升到 68.7 美元/桶，较 2020 年同期增长 137.1%，比 2019 年同期低 3.5%。作为原油等大宗商品进口国，价格回升导致我国 PPI 价格指数出现快速上升，在 PPI-CPI 传导受阻的背景下，中下游企业承受较大成本压力。不过从近几个月走势看，原油价格环比上升势头有所放缓，从而有望减轻未来通胀压力。

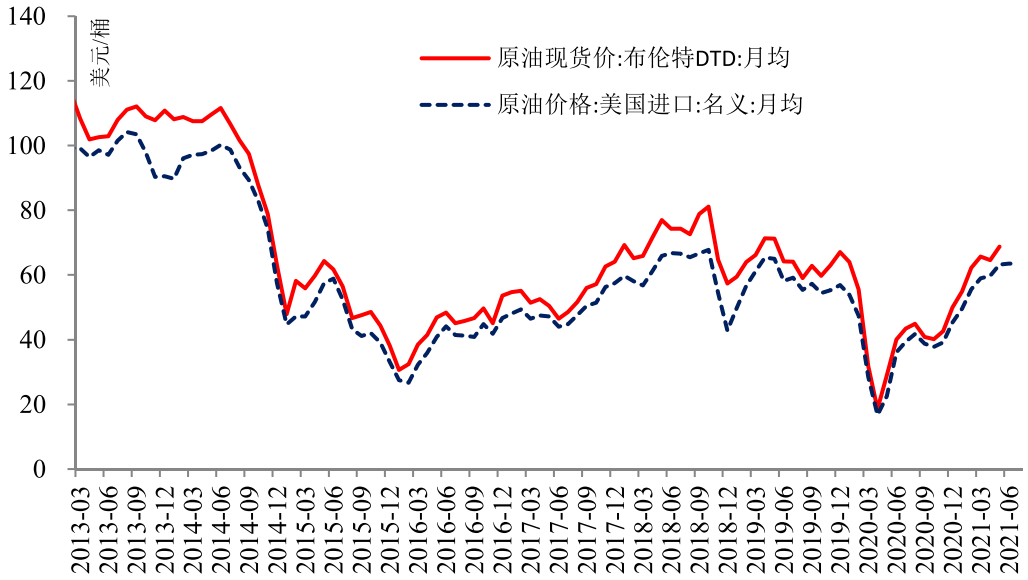


图 58 2021 年国际原油价格大幅回升

第四，美国阶段性放弃了经常账户不平衡，导致通胀输出和重拾贸易摩擦风险。从美国经常账户贸易的情况来看，新冠肺炎疫情暴发以来，美国货物贸易逆差不断增加，货物贸易逆差从疫情暴发前 2020 年 2 月份的大约 604.0 亿美元上升到 2021 年 3 月份的约 915.6 亿美元；服务业贸易顺差从 2020 年 2 月份的大约 224.0 亿美元下降到 2021 年 3 月份的约 171.1 亿美元。货物贸易逆差的扩大和服务贸易顺差的减少共同加大了美国对外贸易赤字。疫情暴发前 2020 年 2 月美国贸易赤字为 380.1 亿美元，2021 年 3 月份上升到 744.5 亿美元，大约 1 年的时间，美国经济对外贸易月度贸易赤字几乎增加了一倍。从美国的货物进口来看，随着 2020 年 3 月份出台的 2.3 万亿美元经济救助法案开始，美国货物进口从 5 月份开始上扬。2020 年 5 月美国货物进口数量大约为 1665 亿美元，到了 2021 年 3 月达到了 2344.4 亿美元，月度增长了 679.5 亿美元。

疫情冲击以来，美国无视对外贸易赤字，并不是不关心外部不平衡，而是这种外部不平衡有助于美国激进的宏观政策的实施。美联储巨大的流动性释放与财政转移支付相配合，导致了 2020 年美国 GDP 同比下降 3.5%，但居民收入同比增长了 6.3%。居民购买力支撑了美国消费的增长，也导致美国进口了大量的货物，货物贸易逆差再创历史新高。贸易逆差也使得美元顺势流出美国，带来了全球流动性的泛滥，降低了美国国内通胀的压力，但带来了全球通胀的压力，大宗商品价格的上涨与美元流动性的泛滥直接有关。

历史上，美国因为经常账户赤字发起的贸易摩擦、汇率摩擦的例子很多，因为长期的大规模贸易赤字不利于提高美国实体经济的竞争力和维护美元国际货币体系。如果美国经济取得了实质性修复，美国经济进入了扩张区间，外部贸易赤字问题就很可能会被重新提上美国对外经济政策的议程。同时，拜登在 6 月 3 日签署行政令，美国加大了对中国企业“黑名单”的数量，目前已经达到 59 家，对中国企业的打压力度反而加大了。

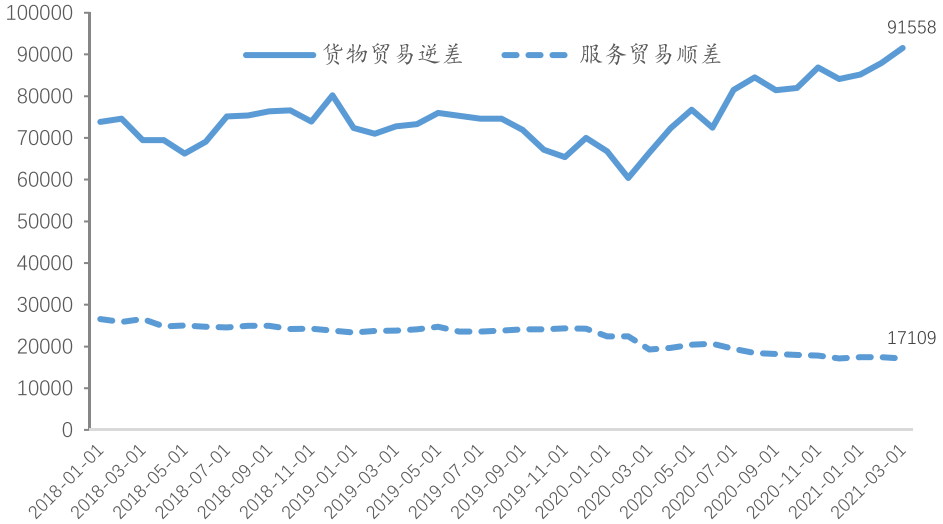


图 59 美国经常账户贸易情况（单位：百万美元）

数据来源：Federal Reserve Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louis.

第五，美联储允许通胀“超调”导致人民币存在过度升值的风险。从 2021 年 4 月份开始，美元指数有一个明显的走软阶段，而人民币汇率也有一个明显升值阶段。值得关注的是，4 月份美元指数走软与美联储的货币政策新框架直接相关。3 月份美国经济 CPI 达到 2.6%，核心 CPI 达到 1.8%，到了 4 月份美国经济 CPI 达到 4.2%，核心 CPI 达到 3.0%，但美联储从 2 月份开始一直在淡化通胀及通胀预期。在美联储允许通胀“超调”的背景下，随着美国经济中物价水平的上涨，美元开始对内、对外的双重贬值。从 4 月初到 6 月 8 日，美元指数贬值了 3.19%，人民币兑美元升值了 2.77%。相对于美元指数，人民币兑美元的金融汇率继续保持了相对稳健的升值态势。但从更长时间来看，2020 年 5 月 28 日至今，人民币升值了 10.73%，同期美元指数贬值了 8.57%，人民币存在过度升值的压力。

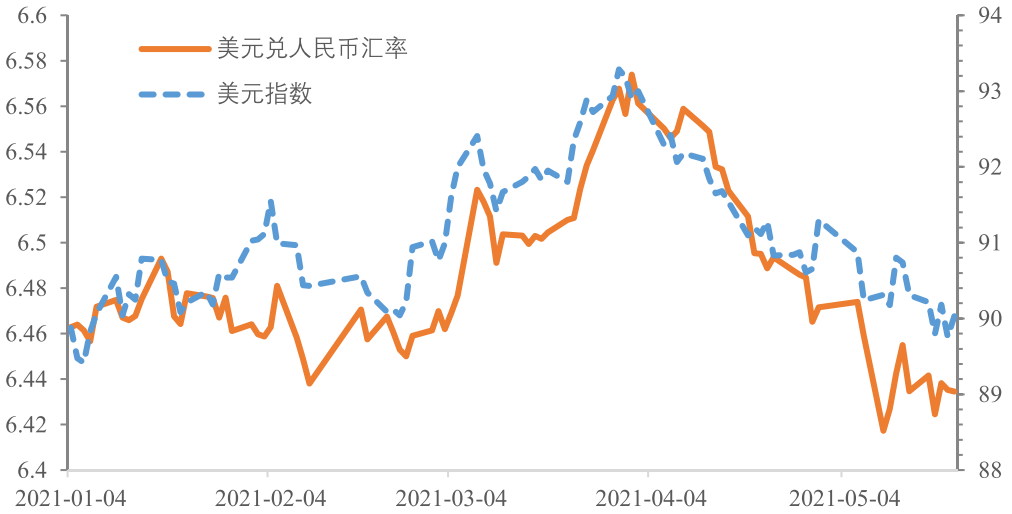


图 60 美元指数（右轴）与美元兑人民币双边汇率

2）拜登及其经济团队的对华贸易态度。除了经济基本面因素，决策层的态度同样是影响中美经贸走向的重要因素，在特朗普执政的四年中，中美贸易整体呈现出相较以往更为明显的对抗性，虽然“第一阶段”协议一定程度上缓解了摩擦，但双方的贸易基础仍明显地遭到损害。以贸易关税为例，2021 年初，美国对中国商品的贸易加权平均关税为 19.3%，而中国对美国产品的关税约为 20.7%，而在 2018 年中美贸易战之前，上述关税水平分别仅为 3.1%和 8%。

早在特朗普执政时期，拜登就曾多次批判特朗普所采取的加征措施，也曾公开指出对华加征的关税明显地转移到国内企业以及消费者身上，并在 2020 年 8 月的参选演讲中提出当选后会取消相应对华加征关税。随着美国逐步走出疫情阴影，在生产、消费环节出现了明显的原料、产品短缺，尤为明显的体现在铜、铁矿石、钢铁、木材、半导体等原材料领域，以汽车市场为例，受到全球芯片短缺影响，新车生产受到明显抑制，数据表明，二手车的价格在一个月内

上涨了 10%，首次突破 25000 美元，同比增加约 2800 美元，在上述背景下，继续保留相关商品的高关税对于美国企业、消费者无疑会带来更大的福利损失。

另一方面，随着拜登宣誓就职，其执政班底也已组建完成，整体而言，不同于特朗普时代的对华鹰派成员，拜登核心内阁成员以奥巴马时代的建制派精英为主，是全球化和自由贸易的受益者，对华态度基本一致，强调自由、规则与竞争。以被提名的财政部长珍妮特·耶伦为例，作为前任美联储主席，其政策取向偏向鸽派，主张采取自由贸易，否定特朗普政府所采取的关税战措施，并认为加征关税提升了美国消费者和制造业的成本。但美国新任贸易代表戴琦的贸易主张与特朗普的贸易策略具有一定的相似性，例如均强调通过贸易手段改善工人阶层福利、强调“公平贸易”，对于相关贸易调查以及关税手段具有一定的偏好性，不同之处在于，相较于特朗普时期过分强调“单边”贸易政策，戴琦的贸易策略对于联合欧洲、日本等传统贸易伙伴同样有所侧重。

必须指出的是，面对我国经贸快速崛起与国际地位上升的既定事实，即使美国两党存在分歧，但在对华经贸态度上却尤为一致。相较于商人出身的特朗普，作为一名更为熟悉我国的政治家，拜登更了解国家层面在贸易领域的对华策略，对比特朗普政府“立竿见影”的关税制裁，拜登更可能采取诸多非关税措施限制我国贸易发展。可以预测，未来美国将进一步加强 TTIP、美日、美韩等贸易协定的推进，旨在通过在知识产权、投资规则、国有企业等相关边境后经贸规则的全面升级以实现对我国未来经贸发展的打压。此外，由于总统交接所带来的转换成本影响，先前与特朗普政府在贸易领域所取得的谈判成果大概率在未来的执行过程中受到相应阻碍，增加了中美双方未来的贸易不确定性。

综合上述对于美国当前经济情况的分析、拜登及班底对华经贸态度，我们认为，受目前美国“供小于求”特征的影响，为尽快提振经济，在未来短期内，美国将受全球产业链、供应链运行影响，明显增加与我国的原材料、中间品贸易，并在此基础上有一定条件地消减特朗普时期所遗留的加征关税。实际上，根据海关总署数据表明，2021 年第一季度中美贸易呈现高速增长趋势，其中我国对美出口同比增长 62.7%，自美进口增长 57.9%，集中体现在能源、农产品、汽车及零件行业，除基数效应外，在双边经济呈快速恢复，经济、贸易结构的高度互补同样是重要原因。为进一步探究其增长趋势，基于乘法分解模型将中美贸易往来分解为趋势项、周期项以及节日、冲击效应并对于未来短期趋势加以预测，预测结果如图所示。可见，在短期内，中美贸易将整体呈现增长趋势，规模超出以往同期水平，但这一增长趋势将逐步放缓，持续性相对较弱。

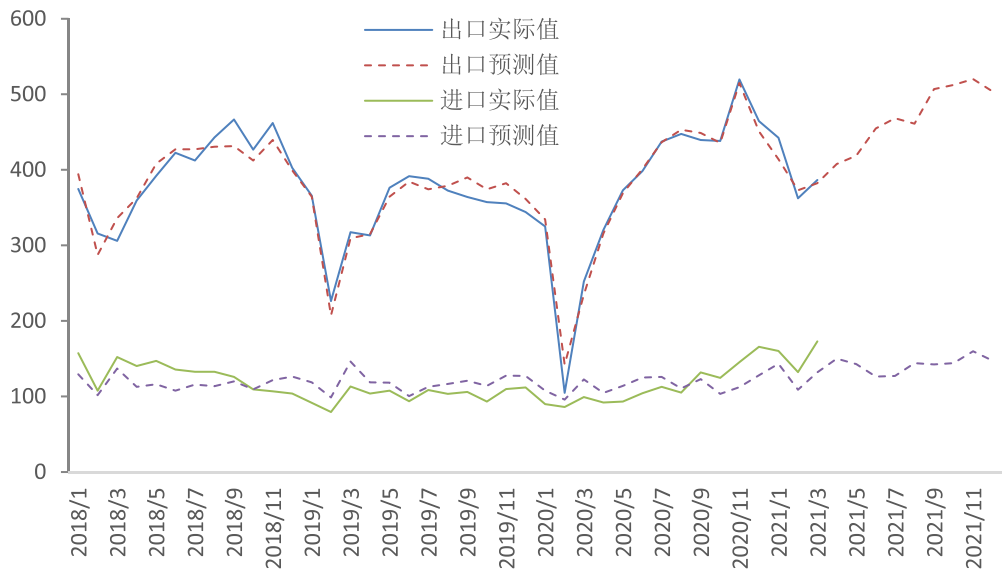


图 61 中美贸易水平及趋势预测（单位：亿美元）

而在长期内，受所谓“平等”贸易的主张影响，拜登政府可能会联合其他贸易伙伴，从边境后贸易规则入手对我国对外贸易发难，并借助如原产地规则、知识产权规则等贸易手段促进相关产业链回流美国，以重振相关工业发展，使得我国对美贸易条件出现恶化，进而降低双边经贸规模。近期美国新政府动作频出，无疑增加了中美贸易关系新的不确定性。随着疫情形势扭转，中美贸易冲突可能再次成为左右中国经济和世界经济的重要因素。因此，2021 年的中美关系绝非坦途，双方在贸易、科技、金融等其他领域的摩擦会更加频繁，需要提前做好各种应对。

综上所述，2021 年外部环境的复杂化对于国际循环体系的冲击及其对我国出口的影响将有新的表现。全球经济复苏进程的延迟、国际冲突的加剧、全球供应链的重构以及“去中国化”的抬头，都可能使中国经济面临的外部压力上扬，提前稳住内部经济循环基本盘是应对外部冲击和大国竞争的核心基础。因此，在各种战略准备中，进一步恢复中国经济运行的基本盘，不断巩固住内部产业链的竞争力和畅通性是我们立于不败之地的关键。在外部贸易投资和政治摩擦高峰期到来之前，全面扩充国内市场需求，快速促进市场循环的常态化，是当前窗口期的必然之举。

第四部分 2021年支撑中国宏观经济运行的政策性力量

全年来看，经济内生动力的增强、超常规政策的退出、中长期发展战略的布局、世界疫情及经济形势的复杂演化是左右2021年中国宏观经济运行的4大基础力量。考虑到当前经济复苏还没有完全达到常态化水平，经济复苏的核心力量依然有赖于一定的政策支持，且具有强烈的不稳定不均衡不确定等特点，扩张性的宏观经济政策定位不宜大幅度转向，而应当将超常规宏观经济政策逐步向常规性宏观扩张政策进行转变，然后再由常规性的扩张政策逐步向逆周期政策定位调整。全年来看，2021年仍将保持相对宽松的宏观政策，特别是积极的财政政策和稳健的货币政策的组合，在超常规政策退出的同时，利用常规性扩张政策填补政策力量下滑的空缺，并在十四五规划的实施和战略布局中加快培育国民经济循环的内生动力。

1、超常规政策的退出、常规性政策的节奏后移，造成上半年政策性力量的转换，使得一二季度经济增速边际放缓，下半年政策效应的充分释放将带来更为强劲的增长。

2020年宏观政策力度显著高于往年，政策效果持续显现，有力支撑了中国宏观经济快速复苏。2021年，随着超常规政策的逐步退出，常规性财政政策的节奏后移，以及货币政策回归防风险基调，使得各类宏观政策整体收紧，经济反弹的政策支撑力明显减少，成为影响短期经济走势的核心因素之一。

1）上半年，财政政策增收减支，季节性收紧。2020年的财政赤字达到62693亿元，政府性基金赤字达到24510亿元，广义赤字达到87203亿元，相应的三个赤字率分别达到6.2%、2.4%、8.6%。2021年一季度，财政赤字缩小为1588亿元，政府性基金盈余1274亿元，广义赤字缩小为314亿元，三个赤字率分别为0.6%、-0.5%、0.1%。可见，1季度广义赤字率不仅显著低于2020年的水平，也显著低于2019年1季度，更显著低于2021年全年预算水平，这意味着1季度经济受到财政政策支撑的力度其实较弱，真正的政策支撑力将会在后面几个季度发挥作用。

从1-5月份财政收支两方面增长情况及赤字变化方向看，上半年财政执行情况可看作是一次“极限压力测试”。1-5月份，财政收入同比增长24.2%，财政支出仅增长3.6%，财政盈余2901亿元；政府性基金收入同比增长25.6%，支出同比减少7.0%，政府性基金盈余90亿元；两项盈余合计2991亿元，与全年的预算赤字安排并不一致，政策节奏明显后移。

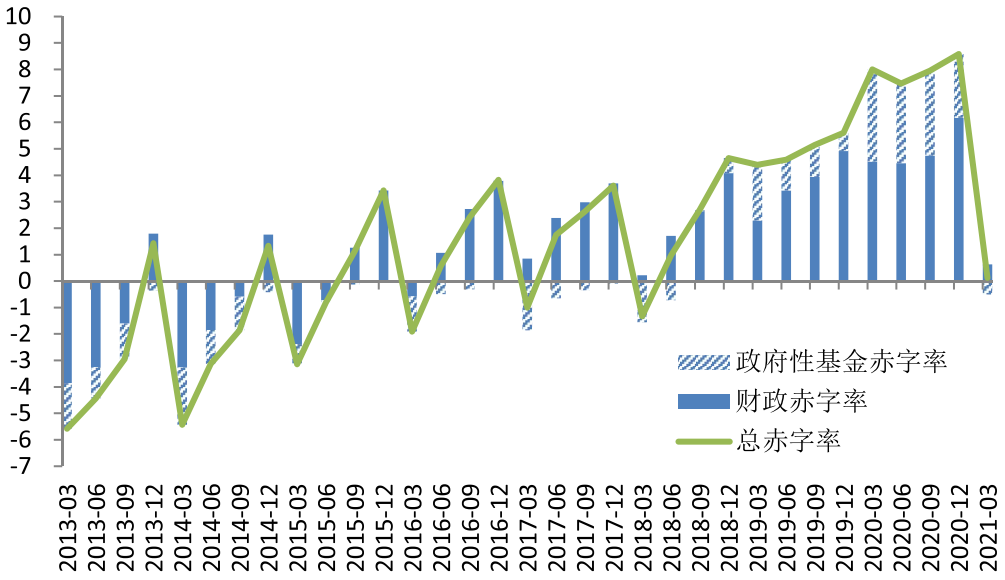


图 62 2021 年 1 季度赤字率显著下降

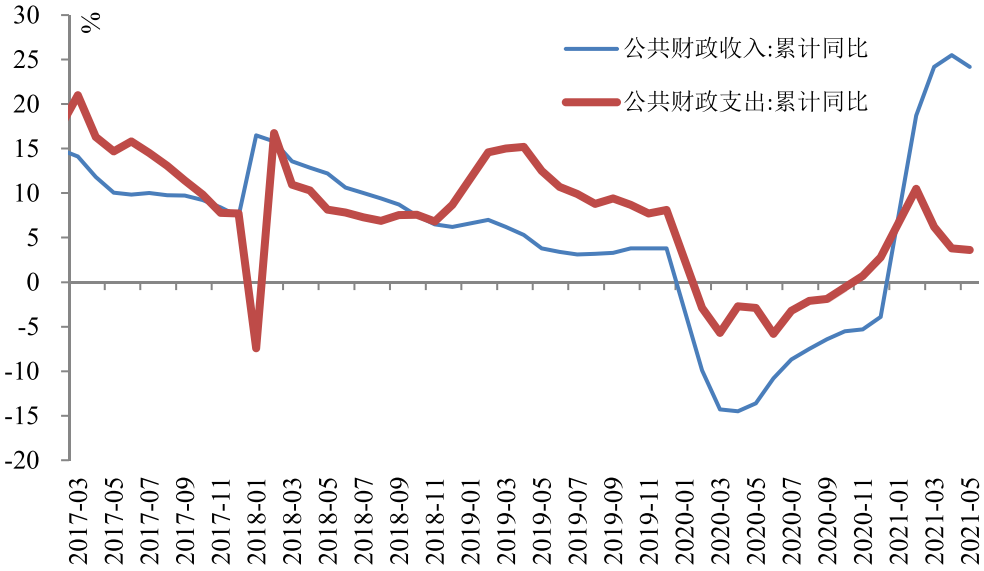


图 63 财政收入和支出增速

2021 年专项债额度维持高位，但发行节奏明显放缓，上半年规模同比骤降。2021 年地方政府新增债务限额为 4.47 万亿元，其中专项债 3.65 万亿元，仅较 2020 年小幅下降 0.1 万亿元，表明专项债依然是积极财政的主要着力点，且前期专项债以及抗疫特别国债下存量项目较多、资金接续需求较大。但受今年新增债提前额度下达较晚、专项债项目审核力度加大等影响，1-5 月份地方债发行放缓，共发行 2.55 万亿元，较去年同期减少 0.65 万亿元，其中，专项债较去年同期大幅减少 1.08 万亿元至 1.17 万亿元，进度显著迟滞。

同时，发行结构向再融资倾斜，新增专项债不足去年同期的三成，1-5 月份仅完成全年限额的六分之一。由于今年新增额度下达较晚等原因，新增专项债发行较少，在政策不断强调化解地方债务风险、压降隐性债务增速的背景下，再融资专项债快速扩容。具体看，再融资专项债共发行 0.59 万亿元，超过去年

同期的五倍，其中 3793 亿元用于偿还到期债券的再融资专项债，剩余 2071 亿元用于偿还存量政府债务。新增专项债于 3 月启动发行，1-5 月仅发行 0.58 万亿元，仅为去年同期的 27%，其中 114 亿元使用 2020 年支持化解地方中小银行风险专项债券结转额度，剩余部分完成全年 3.65 万亿元新增额度的 16%，完成财政部已下达债务限额 3.47 万亿元的 16.5%，远不及去年同期近六成的完成比例。

相应的，发行明显趋于短期化，10 年及以上合计占比回落近三成。由于期限相对较长的新增债发行节奏显著迟滞，地方债发行期限大幅缩短，1-5 月地方债加权平均发行期限较去年同期大幅缩短约 4 年至 11 年，其中，一般债加权平均发行期限 7.8 年，同比缩短 7.4 年，专项债加权平均发行期限 12.2 年，同比缩短 3.0 年。具体看，专项债发行仍以 10 年期为主，规模 4236 亿元，占比 36.2%，与去年同期基本持平；但由于新增债发行较少，10 年以上期限（15 年、20 年、30 年）合计占比 32.5%，较去年同期的 50.9%回落近 20 个百分点。

2、全年来看，财政政策安排富有空间，支撑经济稳健复苏的后劲十足。

虽然上半年财政政策力度缩小，但是，从全年来看，财政预算安排的政策空间充足，2021 年财政政策效应的充分释放有望拉动名义 GDP 增长 3 个百分点左右，增长拉动效应依然强劲，对经济的支撑力量将在下半年得到充分体现。具体可从以下三方面理解。

1）2021 年的财政政策安排更加精准和从容。2020 年中央经济工作会议对 2021 年中国经济重点工作做出了全面的部署，提出要继续实施积极的财政政策。积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。2021 年两会《关于 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央和地方预算草案的报告》（以下简称《预算报告》），详细列出了今年积极的财政政策的具体要求和主要方面，提出了以下几点具体措施：

一是保持适度支出强度。2021 年全国一般公共预算支出安排超过 25 万亿元，同比增长 1.8%，财政支出总规模比去年增加，重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度，着力保障国家重大战略任务资金需求，促进经济运行保持在合理区间。

二是优化和落实减税降费政策。继续执行制度性减税政策，延长小规模纳税人增值税优惠等部分阶段性政策执行期限，实施新的结构性减税举措。将小规模纳税人增值税起征点从月销售额 10 万元提高到 15 万元。对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到 100 万元的部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收所得税。取消港口建设费，民航发展基金航空公司征收标准再降 20%。

三是增加中央对地方转移支付规模。在新增财力有限的情况下，中央财政压减本级、调整结构，增加对地方转移支付规模。对地方转移支付安排 83370 亿元，比 2020 年略有增加，其中一般性转移支付增长 7.8%，增幅明显高于去年。同时，建立常态化财政资金直达机制并扩大范围，将 2.8 万亿元中央财政资金纳入直达机制。截至 4 月 21 日，中央财政已下达直达资金 2.6 万亿元，其中超过 2.2 万亿元已下达到资金使用单位，执行进度较 2020 年进一步加快。

四是合理确定赤字率。考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复，赤字率按 3.2%左右安排、比去年有所下调，赤字规模为 3.57 万亿元，比 2020 年减少 1900 亿元，其中，中央和地方分别为 2.75 万亿元和 8200 亿元。既体现了财政政策的积极取向，又释放出我国不搞“大水漫灌”式强刺激、推动高质量发展的明确信号，并为今后应对新的风险挑战留出政策空间。

五是适度减少新增地方政府专项债券规模。新增专项债券安排 3.65 万亿元，比上年减少 1000 亿元。主要是已发行的专项债券规模较大，政策效应在今年仍会持续释放，适当减少新增专项债券规模有利于防范地方政府法定债务风险。

六是不再发行抗疫特别国债。发行抗疫特别国债是特殊时期的特殊举措，目前抗疫等一次性支出大幅减少，地方公共卫生等基础设施建设、保基本民生等支出可以通过正常渠道给予保障，因此不再发行抗疫特别国债。

七是落实政府过紧日子要求。节用为民，坚持过紧日子，确保基本民生支出只增不减。中央本级支出继续安排负增长，进一步大幅压减非急需非刚性支出，重点项目和政策性补贴也按照从严从紧、能压则压的原则审核安排。地方财政也要进一步压减一般性支出，把更多宝贵财政资源腾出来，用于改善基本民生和支持市场主体发展。

八是更加突出绩效导向。进一步完善财政资金直达机制，使资金管得严、放得活、用得准，力求“精准滴灌”到需求终端。加快建立全方位全过程全覆盖的预算绩效管理体系，将绩效管理实质性嵌入预算管理流程，强化绩效目标管理，提高绩效评价质量，加强绩效结果应用，把有限的财政资金用好用到位。同时，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。

总之，2021 年的财政政策将更加强调提质增效及可持续性。一般公共预算安排赤字规模是 3.57 万亿，赤字率拟按 3.2%左右安排（为 2019 年 2.8%和 2020 年 3.6%的折中）。虽然不再发行抗疫国债，赤字率下调至 3.2%，但财政直达资金增加 8000 亿元至 2.8 万亿元，地方政府专项债安排 3.65 万亿元，仅略低于去年 1000 亿元，明显高于 2019 年。在减税方面，继续执行制度性减税的基础上，实施新的结构性减税，将小规模纳税人增值税起征点从月销售额 10 万元提高至 15 万元，对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到 100 万元部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收所得税。

2）2021 年财政政策调整预留了较大弹性空间，广义赤字规模虽然小于 2020 年预算，但是大于 2020 年决算，也显著高于往年。中央经济工作会议和《预算报告》均强调了财政政策要保持连续性、稳定性，保持对经济恢复的必要支持力度，兼顾稳增长和防风险需要，合理安排赤字、债务、支出规模，不急转弯，把握好时度效。**总体看来，由于 2020 年中国经济从疫情中超预期的回复，2021 年财政政策在财政赤字、支出和收入端，均体现了 2021 年财政政策以积极姿态向常态回归，而回归常态的特点之一就是节奏后移。**

2020 年广义赤字实际上合计仅使用了 8.72 万亿（约为预算安排的 78%），比预算安排的广义赤字少了 2.5 万亿。2020 年由于疫情冲击，财政所预设的支持力度史无前例，广义预算赤字安排规模高达 11.2 万亿，包括一般公共预算赤字 3.76 万亿、地方专项债 3.75 万亿、一般公共预算中的调入资金及使用结转结余 2.7 万亿、特别国债 1 万亿。但是，由于中国经济超预期复苏，2020 年一般公共预算和政府性基金预算实际收入均高于预算收入，尤其是政府性基金收入比预算高出 1.2 万亿；同时一般公共预算、政府性基金预算和国有资本经营预算的实际支出均低于预算支出，尤其是政府性基金支出比预算少了 0.8 万亿。也就是说，2020 年仅政府性基金所使用的赤字就比预算少了 2 万亿。

对比可见，2021 年广义预算赤字规模虽比 2020 年广义预算赤字减少 2.3 万亿，但是比 2020 年广义实际赤字不降反增了 2000 亿。具体来说，2021 年的广义预算赤字安排合计为 8.9 万亿，包括一般公共预算赤字 3.57 万亿、地方专项债 3.65 万亿、一般公共预算中的调入资金及使用结转结余 1.68 万亿。其中，预算减少的部分，主要是特别国债不再发行而减少 1 万亿，以及一般公共预算中的调入资金及使用结转结余（可理解为跨周期调节的“蓄水池”）减少约 1 万亿，但在一般公共预算赤字和地方专项债上仅有略微下调。

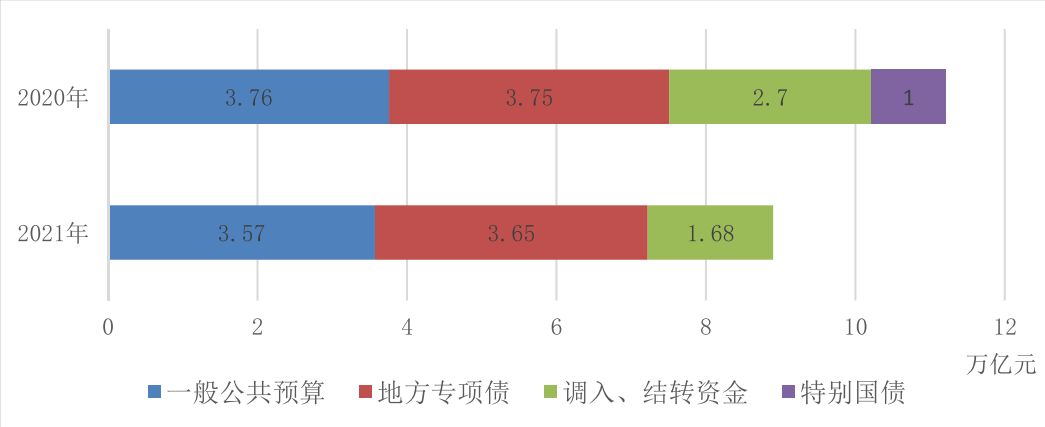


图 64　2020 年和 2021 年财政预算赤字安排对比

从支出的主要变动情况看：2021 年全国一般公共预算支出 250120 亿元，增长 1.8%。其中，中央一般公共预算本级支出 35015 亿元，下降 0.2%，连续第二年负增长，主要是为增加对地方的财力支持，中央政府带头过紧日子，大力

压减本级支出，增加对地方转移支付。地方一般公共预算支出 214605 亿元，增长 1.9%。2021 年，全国政府性基金预算支出 131266 亿元，增长 11.2%。其中，地方政府性基金预算支出 127940 亿元，增长 11%。

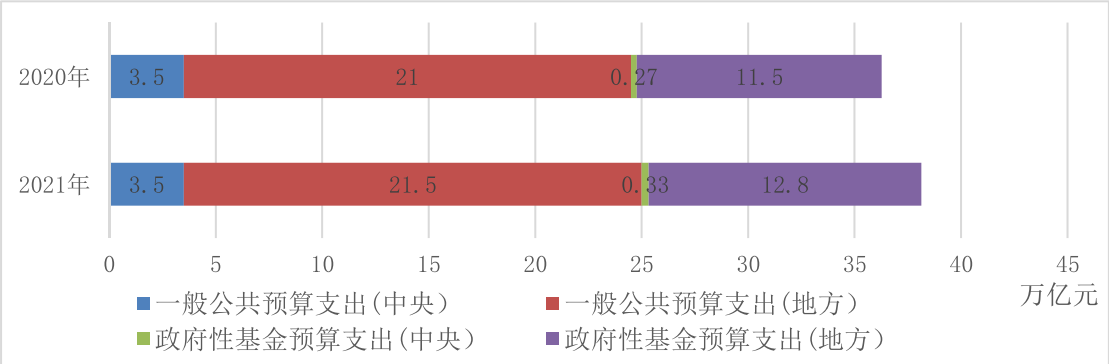


图 65　2020 年和 2021 年财政预算支出安排对比

注：2020 年为决算数据，2021 年为预算数据。

从收入的主要变动情况看：2021 年全国一般公共预算收入 197650 亿元，增长 8.1%。加上调入资金及使用结转结余 16770 亿元，收入总量为 214420 亿元。中央一般公共预算收入 89450 亿元，比 2020 年执行数增长 8.1%。加上从中央预算稳定调节基金调入 950 亿元，从中央政府性基金预算、中央国有资本经营预算调入 985 亿元，收入总量为 91385 亿元。地方一般公共预算本级收入 108200 亿元，增长 8.1%。加上中央对地方转移支付收入 83370 亿元、地方财政调入资金及使用结转结余 14835 亿元，收入总量为 206405 亿元。

2021 年全国政府性基金预算收入 94527 亿元，增长 1.1%。加上上年结转收入 240 亿元和地方政府专项债务收入 36500 亿元，全国政府性基金收入总量为 131267 亿元。中央政府性基金预算收入 3821 亿元，增长 7.3%。加上上年结转收入 240 亿元，收入总量为 4061 亿元。地方政府性基金预算本级收入 90706 亿元，增长 0.9%，其中，国有土地使用权出让收入 84143 亿元，与上年基本持平。加上中央政府性基金预算对地方转移支付收入 734 亿元、地方政府专项债务收入 36500 亿元，地方政府性基金收入总量为 127940 亿元。

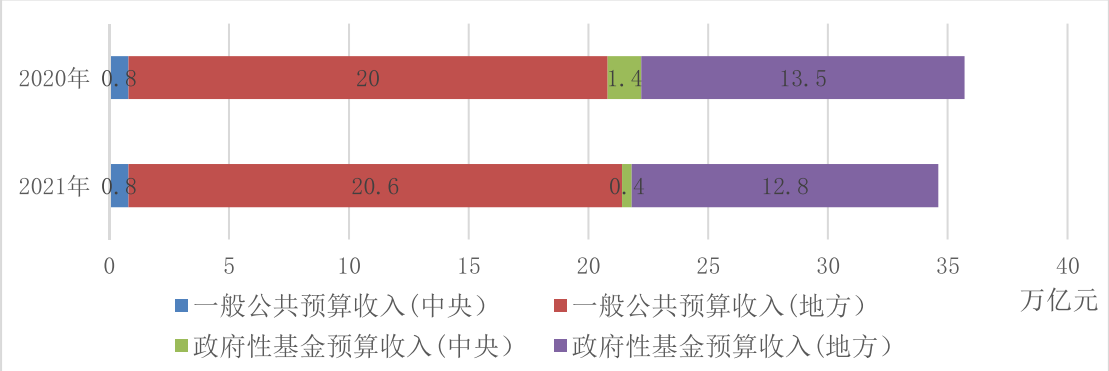


图 66　2020 年和 2021 年财政预算收入安排对比

注：2020 年为决算数据，2021 年为预算数据。

3）充分有效落实 2021 年财政政策安排，其经济增长拉动效应依然强劲。2021 年财政政策效应的充分释放，可以拉动名义 GDP 增长 3.2%左右。首先，利用经典的财政乘数理论测算本年度财政支出扩大对 GDP 增长的拉动作用，发现其增长拉动效应可以达到 2.7%；其次，测算财政收入端的重头戏“减税降费”政策对经济增长的促进作用，显示其增长拉动效应可以达到 0.5%左右；最后，具体分析专项债对基建投资的增长拉动效应，显示其最多可拉动 5 万亿左右的基建投资，但其实际效果推延显现。2021 年财政政策以积极姿态向常态回归，而回归常态的特点之一就是节奏后移——相比 2020 年的非常时期。

首先，全年来看，财政支出具有较强的经济增长效应。传统的凯恩斯理论认为，政府支出对 GDP 的拉动作用大于 1，即政府支出增加 1 元，GDP 提高大于 1 元，[2] 因此，政府支出能够有效地拉动经济增长。近年来的研究对凯恩斯理论进一步深入和细化，特别是对政府财政支出做出了更加细致的分类，并且分别讨论了各类支出对经济增长的促进作用（李戎和田晓晖，2021）。我们根据最新的研究成果，对财政支出进行分类并按照比重计算了新的财政乘数，而后根据新的财政乘数计算财政政策对经济增长的促进效应。李戎和田晓晖（2021）将政府支出分为消费性支出、投资性支出和民生性支出三类，他们发现不同类型的政府支出对经济增长的拉动作用是不同的，其中政府民生性支出对居民消费的促进最为明显，当期乘数为 2.069，五年期乘数为 1.594。其次是政府投资性支出，当期乘数为 0.819，五年期乘数为 1.204。最后是政府消费性支出,当期乘数为 0.595，五年期乘数为 0.438。若乘数小于 1 则说明 1 元财政支出对 GDP 的贡献小于 1 元，这意味着政府消费性支出对 GDP 不仅没有促进作用反而可能会减小 GDP。因此，从财政支出结构的角度重新审视并计算财政支出乘数是更加合理和精确的做法。

表 5 政府财政支出与财政乘数

	当期乘数	五年期乘数
政府消费性支出	0.595	0.438
政府投资性支出	0.819	1.204
政府民生性支出	2.069	1.594

数据来源：李戎,田晓晖.财政支出类型、结构性财政政策与积极财政政策提质增效[J].中国工业经济,2021(02):42-60.

我们将考虑了财政支出结构的财政支出乘数称为复合财政支出乘数。为了计算复合财政支出乘数，需要得到当年财政支出的结构。由于《预算报告》没有详细披露具体的支出结构，我们使用已经披露的最近一期（2019 年）财政支

[2] 凯恩斯理论中的财政支出乘数为 $1/(1-MPC)$，MPC 为居民的边际消费倾向。

出结构作为参考。将一般公共预算支出的各类项目分为消费性支出和民生性支出，将政府性基金支出分为投资性支出。[3]

表 6　2019 年中国广义财政支出分类

项目	金额（亿元）	分类
一般公共服务支出	20344.66	消费性支出
外交支出	617.5	消费性支出
国防支出	12122.1	消费性支出
公共安全支出	13901.93	消费性支出
教育支出	34796.94	民生性支出
科学技术支出	9470.79	民生性支出
文化体育与传媒支出	4086.31	民生性支出
社会保障和就业支出	29379.08	民生性支出
医疗卫生支出	16665.34	民生性支出
环境保护支出	7390.2	民生性支出
城乡社区事务支出	24895.24	民生性支出
农林水事务支出	22862.8	民生性支出
交通运输支出	11817.55	民生性支出
其他支出	1748.79	消费性支出
政府性基金预算支出	91364.8	投资性支出

根据广义财政支出分类结果和各类政府支出的乘数，可以测算出 2021 年中国符合财政支出乘数（估算），结果列示在下表。可以看到我国财政支出中的民生性支出份额最大，超过一半。其次是投资性支出，占比在 30%左右，最后是消费性支出。当期复合财政支出乘数为 1.452，五年期复合财政支出乘数为 1.289。《预算报告》披露的今年一般公共预算支出为 25 万亿，增长 1.8%，政府性基金预算支出为 13 万亿，增长 11.2%，统合二者可以得到广义财政支出的增长率约为 5%，增加 1.86 万亿。结合复合财政支出乘数，估算单从今年积极财政政策的角度，可以拉动 GDP 增长约 2.7 万亿，使 GDP 增长率提高约 2.7%，对五年期 GDP 的拉动作用约为 2.4 万亿。

表 7 2021 年中国复合财政支出乘数估算结果

	比重	当期乘数	五年期乘数	当期 复合乘数	五年期 复合乘数

[3] 具体分类见表 2。

消费性支出	16.2%	0.595	0.438	**1.452**	**1.289**
投资性支出	30.3%	0.819	1.204		
民生性支出	53.5%	2.069	1.594		

同时，减税降费政策仍将发挥显著的经济增长效应。减税降费政策是近年来我国应对经济下行压力提出的重要政策。2016 年到 2020 年我国新增的减税降费总规模为 7.6 万亿元，几乎相当于河北和福建一年 GDP 总量的和。其中仅 2019 年，我国新增减税降费就有 2.36 万亿元，占当年 GDP 的比重超过 2%，拉动全年 GDP 增长约 0.8 个百分点。根据 2021 年 3 月 31 日国务院常务会议披露的信息，今年新增减税降费政策加上已出台税收优惠政策，预计今年全年新增减税超过 5500 亿元。[4] 据此推算，今年新增减税降费能够拉动 GDP 增长约 0.2 个百分点；考虑到前期政策效果的逐步释放，减税降费政策对今年的经济增长促进有望再提高 0.28 到 0.38 个百分点[5]；两者合计约 0.5 到 0.6 个百分点。

最后，专项债撬动效应分析显示，最多可拉动 5.1 万亿基建投资，其实际效果可能推延显现。伴随经济逐步修复，今年规模性财政政策有所收缩，但积极财政政策基调仍未改变，专项债作为基础设施建设的重要资金来源，仍然是疫后复苏时期扩大有效投资、补齐发展短板、稳定经济增长的重要着力点，新增额度仍维持高位。由于提前额度下达较晚、项目审核力度趋严等影响，今年新增专项债发行进度滞后，整体节奏将向下半年倾斜。结合目前已下达的全年专项债新增额度及投向，全年或有 3 万亿专项债投向基建领域，理论上最多可拉动基建投资 5.1 万亿。具体估算如下：首先，计算全年可能投向基建领域的专项债资金。结合目前专项债发行情况，棚改类专项债占较高比例，若年内棚改专项债发行需求仍较高，假设略高于去年或与去年基本持平，除去可能的棚改专项债（4000-5000 亿元） 后，剩余资金约 3 万亿元主要投向基建。[6] 其次，分别估算专项债作为项目资本金及配套融资对基建投资的撬动效应。伴随后续新增专项债加速发行，专项债用作项目资本金比例或有一定提升，若按专项债作项目资本金比例 20%估算，用作资本金的专项债规模约 6000 亿元，用作配套融资的专项债规模约 2.4 万亿元，结合目前资本金项目中资本金比例均值约 50%，对应撬动杠杆为 1.82 倍，或撬动基建投资 1.1 万亿元；从专项债作为项目配套融资看，目前此类项目配套融资比例均值约 60%，对基建的撬动乘数约为 1.67 倍，对应能撬动基建投资 4.0 万亿元。总体而言，若今年有 3 万亿元新增专项债投向基建领域，理论上或可拉动基建投资约 5.1 万亿元。

[4] http://www.gov.cn/xinwen/2021-04/01/content_5597309.htm

[5] 田志伟,王再堂.增值税改革的财政经济效应研究[J].税务研究,2020(07):26-31；"中国季度宏观经济模型(CQMM)"课题组.大规模减税降费政策的宏观经济效应模拟——2019—2020 年中国宏观经济再展望[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2019(06):98-106.

[6] 棚户区改造属于房地产行业，不纳入基建领域估算范围。

表 8 2021 年专项债对基建投资的撬动效应估算

	专项债作为项目资本金	专项债作为项目配套融资	全年合计
投入基建领域的专项债规模	0.6 万亿元	2.4 万亿元	约 3 万亿元
项目资本金或配套融资情况	项目资本金比例均值 55%	项目配套融资比例均值 60%	/
撬动杠杆	1.82 倍	1.67 倍	/
基建投资撬动规模	1.1 万亿元	4.0 万亿元	5.1 万亿元

由于专项债发行向下半年倾斜，基建撬动效果或推延至三季度显现。目前新增专项债发行进度整体偏慢，结合财政部已下达的 3.4676 万亿元新增专项债额度估算，年内仍余约 2.9 万亿元新增专项债待发行，对全年基建投资的传导效应或将于三季度逐步显现。从后续发行节奏看，相较于 2019-2020 年年初启动新增专项债发行、9-10 月完成全年新增额度发行的情况，在维稳市场流动性需求下，今年新增专项债发行节奏或有所平滑，发行工作或持续至四季度末，但由于 11-12 月天气寒冷部分基建项目不适宜开工等因素，大概率于 6-10 月迎来新增专项债发行高峰。若按新增额度全部完成发行估算，假设 11-12 月新增专项债发行规模与 3-4 月相当，6-10 月平均需发行新增专项债超 5000 亿元。同时，考虑到从专项债完成发行到形成实物工作量再到拉动基建投资的耗时链条较长，专项债对基建投资的拉动或有一定滞后，若专项债如期于下半年加速发行，那么基建投资撬动效应大概率于三季度逐步显现。

3、货币政策回归稳健中性，政策重点转向防范化解金融风险，维持市场流动性合理充裕，将是未来一段时期内的政策平衡点。

自去年 3 季度以来，货币政策进行了边际调整，数量上的收缩和价格上的上调反映了政府对于金融风险的高度关注。一方面是经济复苏下企业融资需求上升，另一方面是债务高企下的滚动压力和违约风险显化。兼顾稳增长与防风险，2021 年稳健的货币政策定位考虑融资成本下降与数量收缩相组合的模式，维持市场流动性合理充裕，将是未来一段时期的政策平衡点。

1）上半年，货币政策回归稳健，信用规模收紧。自去年 3 季度以来，货币政策进行边际调整，基础货币供应量和广义货币供应量明显减速，社会融资规模存量和流量增速显著低于去年 4 季度。5 月份，M2 同比增长 8.3%，较去年 12 月份回落 1.8 个百分点，较 2019 年同期低 0.2 个百分点，显示货币政策明显收紧。5 月份，社会融资规模存量同比增长 11.0%，较去年 12 月份回落 2.3 个百分点，与 2019 年同期持平。前 5 个月，社会融资规模增量为 14 万亿元，较去年同期少 3.4 万亿元。

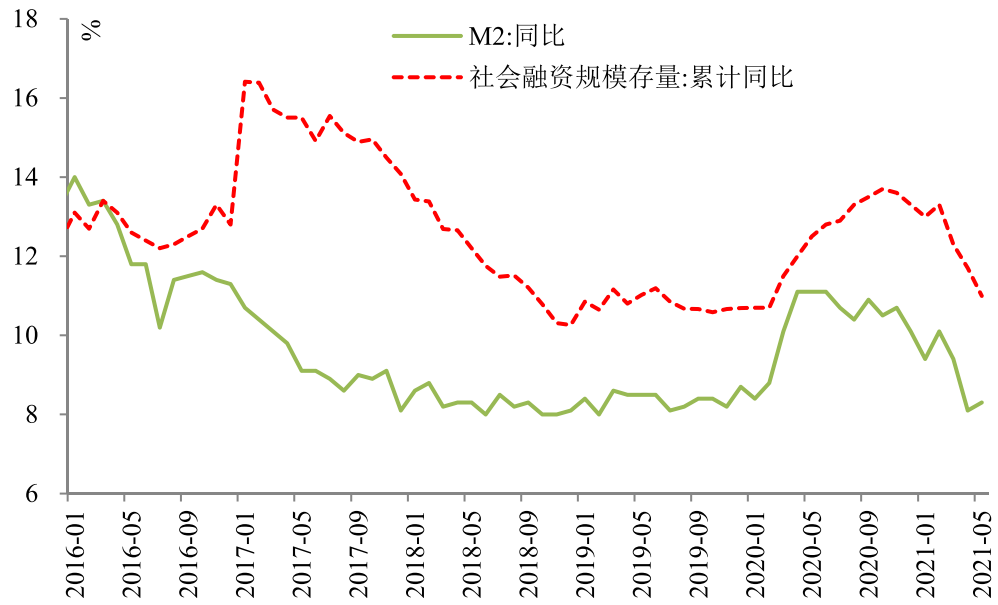


图 67 货币政策明显收紧

从基础货币发行看，5 月份，M0 同比增长 5.6%，回归 2019 年底的增速；M1 同比增长 6.1%，自年初以来持续较快回落，回归 2020 年同期水平。M0 和 M1 同比增速的明显回落，反映了央行有意收紧货币投放力度，并根据市场反应不断调整。

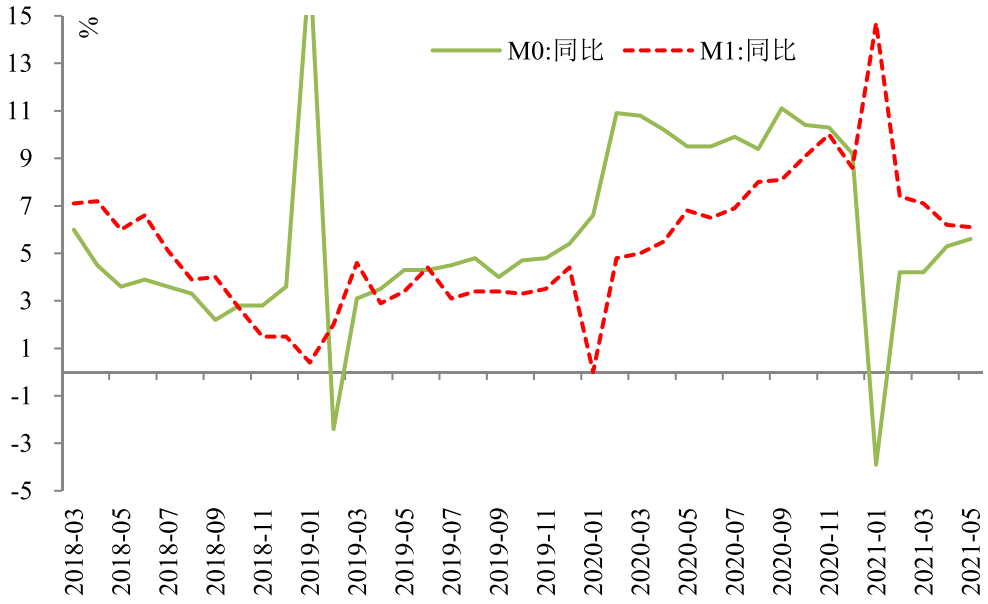


图 68 基础货币供应量显著增加

从社会融资结构看，信用市场融资条件明显趋紧，债券融资转向贷款融资。今年 1-5 月份，企业债券净融资 10787 亿元，同比少 18986 亿元；政府债券净融资 17024 亿元，同比少 13476 亿元，这与 2020 年的扩张形成鲜明对比。由于债券市场融资受限，新增人民币贷款规模小幅扩张为 106246 亿元，同比多 2004 亿元，难抵债券市场的紧缩效应。

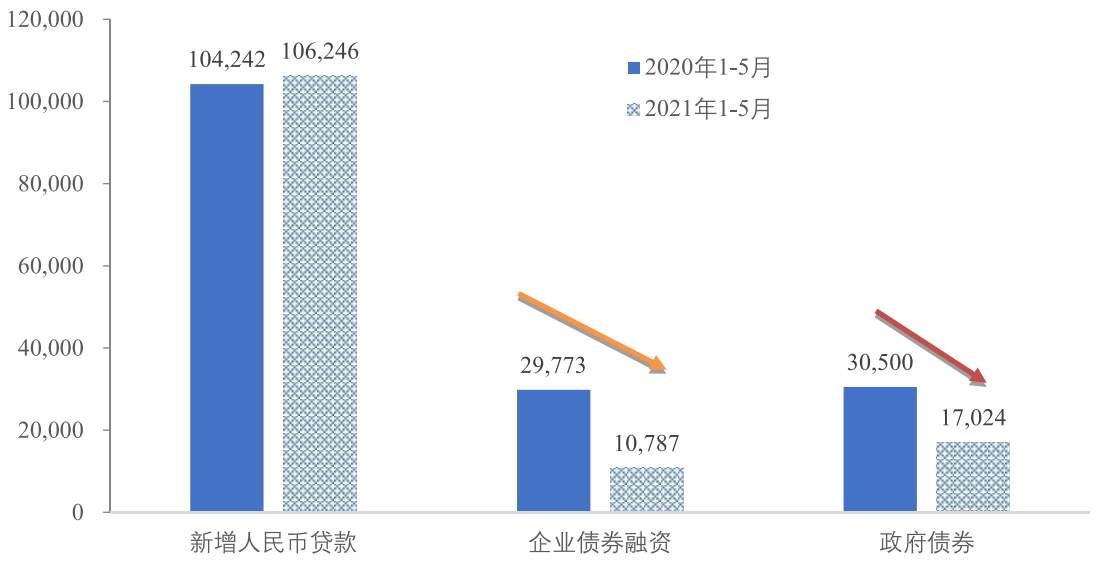


图 69 2021 年信用市场条件收紧

在经济复苏、企业贷款需求回升的背景下，需要科学把握货币政策节奏的匹配性，支撑企业投资需求的复苏。随着企业投资需求的复苏以及集中还本付息压力的到来，大型、中型、小型企业的贷款需求全面回升，1 季度分别达到 63.8%、66.8%、76.5%，处于近年来同期的高位。

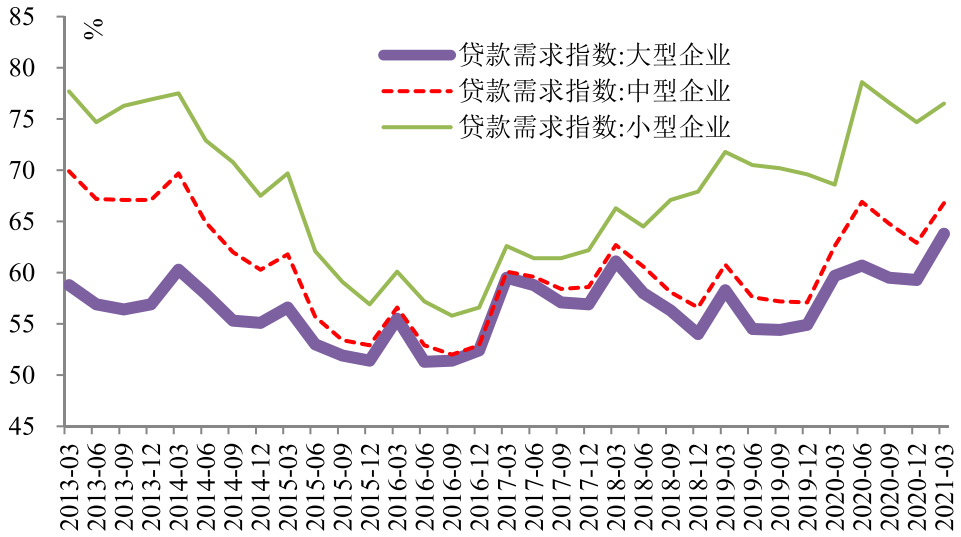


图 70 大中小型企业贷款需求全面回升

2）货币市场利率、贷款利率保持稳定，流动性合理充裕。年初以来，上海银行间同业拆放利率（Shibor）总体保持平稳。5 月份，隔夜利率平均为 2.0%，3 个月期平均利率为 2.5%，10 年期中债国债到期收益率为 3.1%，较去年 4 季度回落，与去年 3 季度持平。货币市场利率由此前的快速回升转为平稳运行、稳中有降，表明市场流动性合理充裕，为经济复苏提供了较有利的环境。6 月份，贷款基础利率（LPR）为 3.85%，自去年上半年下调 0.3 个百分点后连续 16 个月维持不变。第一季度，金融机构人民币贷款加权平均利率为 5.1%，连续 5 个季度维持在 5.1%左右；其中一般贷款利率为 5.3%，持续保持平稳。

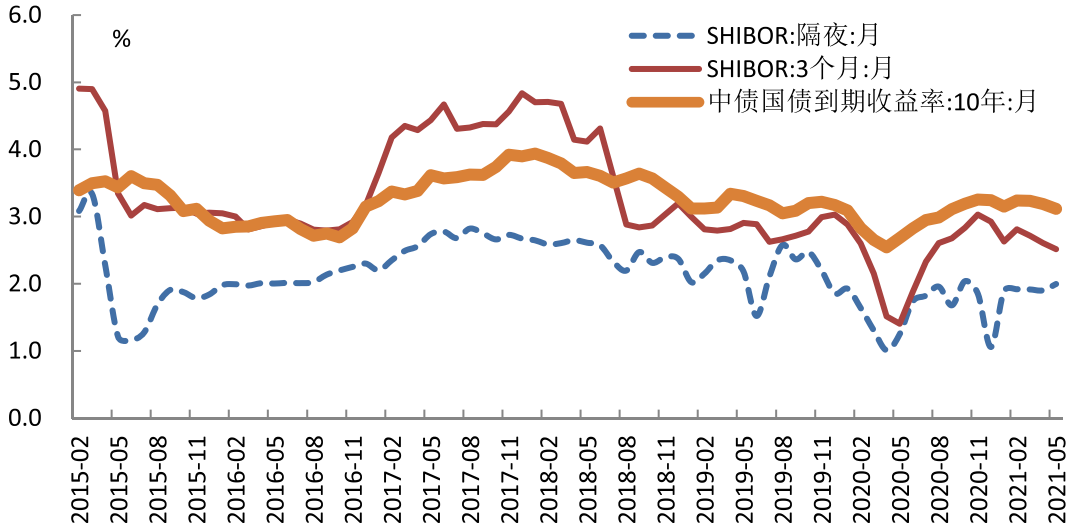


图 71 中国银行间市场利率保持稳定

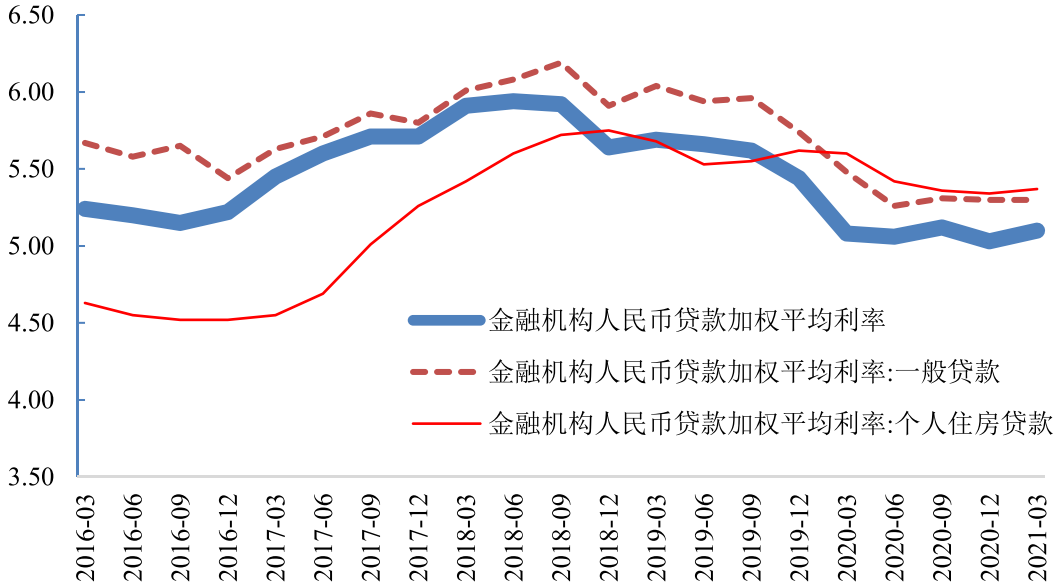


图 72 金融机构贷款利率保持平稳

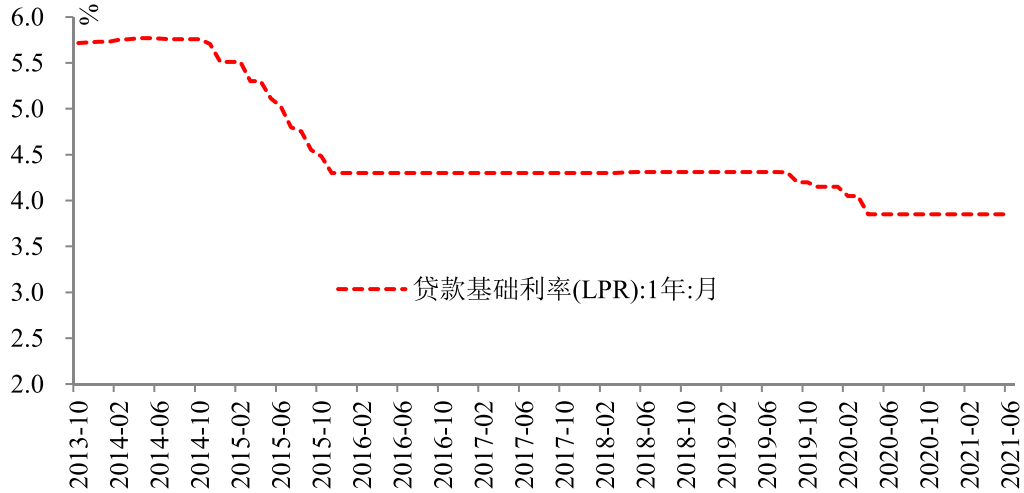


图 73 LPR 自 2020 年上半年下调 0.3 个百分点后维持不变

3）防范化解金融风险成为 2021 年货币政策关注重点，主要针对债务高企和金融风险滞后显现问题。

近年来，中国持续推进供给侧结构性改革，防范化解金融风险，加强资产负债表的稳健性，提高了风险抵御能力。新冠肺炎疫情的暴发加剧了市场主体的脆弱性，为应对疫情冲击，我国及时采取了很多特别举措，这使得金融风险延后加速累积。2020 年我国社会融资规模余额占 GDP 比重迅速攀升，达到 280.3%，较 2019 年提高 25.6 个百分点。其中，企业、居民、政府债务均有明显提高，实体经济部门杠杆率提高了 23.6 个百分点；同时，商业银行杠杆率也呈现上升趋势。短期内债务较快上升可能导致金融运转效率出现重大风险隐患，由此带来国民经济运行阻力。为此，随着国民经济复苏，自 2020 年 3 季度起，货币金融政策已经开始有意调整，使得各类杠杆率指标上升势头得到逆转，2021 年 1 季度，无论是社会融资规模余额占 GDP 比重，还是实体经济部门杠杆率、商业银行杠杆率都较 2020 年 4 季度有所下降，代价是社融相对下降更多。

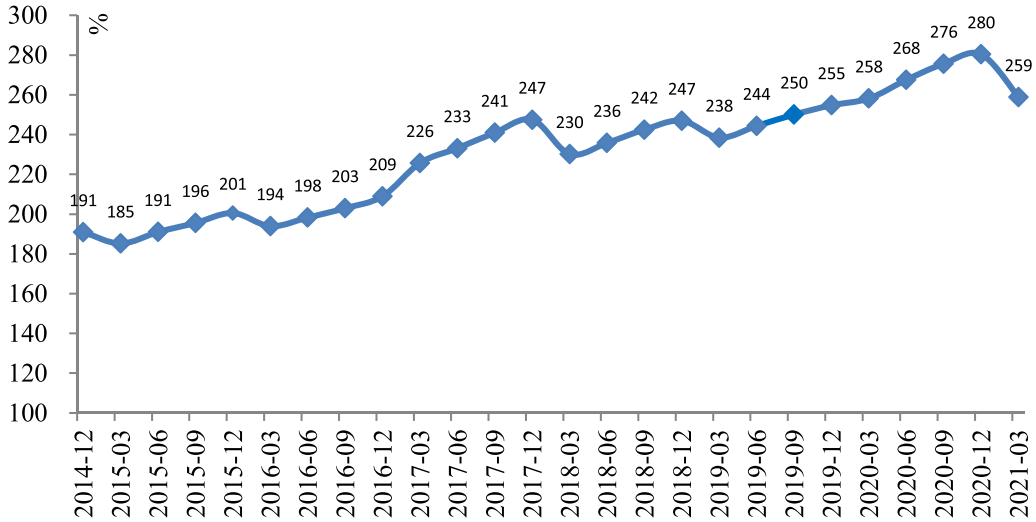


图 74 我国社会融资规模（占 GDP 比重）变动情况

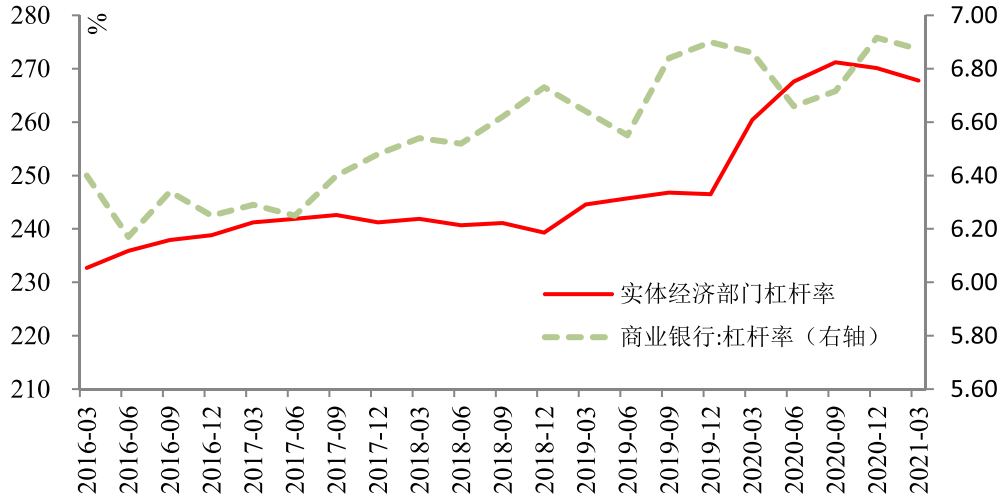


图 75 我国实体经济和商业银行杠杆率变动情况

目前，中国宏观经济运行尚未彻底摆脱疫情影响，各类微观市场主体绩效还在恢复之中。在加速恢复的过程中，经济发展内外部环境的不确定性较大，局部性、区域性金融风险可能显露。特别是在货币信贷政策正常化的过程中，随着偿债高峰期的到来，可能出现违约风险的集中暴露。一方面，海外疫情和美联储的政策风险，全球经济复苏进程可能再次受阻；另一方面，我国在疫情期间出台的部分特殊性支持政策将逐步退出，局部风险水落石出。总体来说，未来一段时期，我国局部性金融风险处于易发高发状态，值得高度重视。

一是债务集中到期偿付的风险。2020 年为应对疫情冲击，支持企业运转和经济复苏，货币政策保持相对宽松，信贷融资出现较快增长，包括新增人民币贷款规模、企业债券融资规模、政府债券发行规模都显著高于往年。2021 年，债务还本付息的压力加大，尤其是随着宽松政策逐步退出，金融条件收紧，企业再融资压力加大，可能出现流动性风险和信贷违约现象。目前的政策应对主要是延期还本付息。2020 年已累计对 6.6 万亿元贷款实施延期还本付息，向实体经济让利 1.5 万亿元，2021 年根据国务院常务会议议定事项和中国人民银行等五部门 4 月 1 日发布的最新通知，将进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策至 2021 年底。延期还本付息可以在一定程度上减轻企业的财务压力，为企业争取一定的时间窗口，但是并没有改变各类市场主体的资产负债表，从根本上还是取决于企业绩效的改善幅度和改善节奏。

二是大中型企业债券违约引发信用市场动荡的风险。目前市场信心仍处于恢复阶段。一方面，随着信用条件收紧，企业债券再融资难度加大，容易出现流动性风险问题，另一方面，由于历史债务积累，部分大中型企业债券兑付违约可能引发市场动荡，加剧信用条件收缩，形成恶性循环。去年 4 季度以来，华晨汽车集团、永城煤电控股集团、紫光集团等一些高评级国企债券发生违约，引发信用市场动荡，导致同行业或同地区的债券价格下跌，大量债券取消发行。今年 1 季度，企业债券净融资 8614 亿元，同比少 9178 亿元。4 月份，中国华融宣布延迟发布年报，一度引发市场风波，其海外发行的多支债券价格暴跌。这在很大程度上显示了当前信用市场信心的脆弱性，需平稳处置大中型企业债务风险。同时，随着近几年严控房地产市场泡沫和涉房贷款，房地产开发企业资金链紧张，未来一段时期内债务违约也处于易发高发状态。

三是地方财政紧平衡下的城投信用违约风险。近年来，我国地方政府隐性债务增量风险得到基本控制，正在积极有序化解存量风险。随着土地财政转型和经济增速放缓，地方财政收支矛盾加剧，加上疫情冲击下广义财政收入下滑、支出增加，地方财政收支缺口扩大，而且开始进入地方政府债券集中兑付期。在此背景下，地方政府信用分化加剧，城投信用风险事件频发，特别是部分省市的城投债规模及到期压力与当地政府债务率及财政收支压力高度重合，意味

着其城投债发生违约风险较高，地方政府资源周转或提供救助能力有限。

四是金融机构不良资产逐步显化的风险。近年来，我国持续加强宏观审慎监管、打击金融违法犯罪行为、加强处置银行不良资产，金融体系风险发散势头得到有效遏制，脱实向虚、盲目扩张趋势得到根本扭转，一批重大风险隐患“精准拆除”，守住了不发生系统性风险底线。但在此过程中，金融机构不良资产逐步显化，并在疫情冲击中有所上扬。过去几年，我国加强了对银行业不良资产的认定和处置力度，2017 至 2020 年累计处置不良贷款 8.8 万亿元，超过之前 12 年总和，其中 2020 年处置不良资产 3.02 万亿元。截至今年一季度末，银行业不良贷款余额 3.6 万亿元，较年初增加 1183 亿元，不良贷款率约为 1.9%。其中，城市商业银行、民营银行、农村商业银行不良贷款率上升幅度明显，农村商业银行不良率达到 4%左右，加上其信贷主体在疫情中所受冲击较大，随着不良贷款的逐步显化，面临的风险敞口较大。

五是海外金融资产泡沫破裂的输入型风险。在超低利率和超级宽松货币政策的刺激作用下，全球金融市场资产价格不仅得到了超级修复，而且资产价格的上涨与实体经济的修复存在高度不对称性，资产泡沫问题已经非常严重。疫情期间发达国家实施了空前积极的财政政策和极度宽松的货币政策，尤其是美元政策具有极强的外溢效应。2020 年年初至今，美国联邦政府债务从 23 万亿美元大幅增加到 28 万亿美元，相对 GDP 的比例从 108%大幅上升至 133%，创历史记录。美联储大幅降息 1.5 个百分点至 0-0.25%，并采取新一轮量化宽松政策，资产负债表从近 4 万亿美元急剧膨胀到近 8 万亿美元，扩张了约 1 倍。超低利率和资产购买暂时减缓了美国财政付息的压力，同时也严重刺激了美国金融市场，股价持续上涨，严重脱离实体经济。同时，各国债务尤其是政府债务的膨胀，滚动管理的压力显著加大，在目前低利率环境下构成脆弱平衡。下阶段美联储政策转向或市场风险偏好发生逆转，可能触发金融资产泡沫破灭，进而对我国资本市场造成冲击。

4）在“房住不炒”的基本定位下，房价持续温和上涨，这从另一个方面制约了货币政策空间。5 月份，中国百城样本住宅平均价格突破 1.6 万/平方米，达 16006 元/平方米，同比上涨 4.08%，环比上涨 0.34%。从 70 个大中城市新建商品住宅价格指数的走势看，5 月份，房价同比上涨 4.5%，环比上涨 0.5%，一线、二线、三线城市同比涨幅分别为 6.0%、5.0%、3.8%，环比分别上涨 0.7%、0.6%、0.4%，在房价总体上升的基本趋势下，热点城市房价上涨较快。

在从根本上找到解决房价高企的办法之前，房价的较快上涨将持续对货币政策形成制约，使得货币政策无法充分对总需求不足进行逆周期调节。事实上，近年来，货币政策不断通过结构性政策，加强控制人民币贷款投向房地产领域，房地产开发贷款占国内贷款的比重从 2013 年的 22%持续下降至 2021 年的 10%

左右；但相应地，房地产企业则通过收取定金及预收款、个人按揭贷款、自筹资金等方式来补充资金来源，与其本身的贷款走势分离。当然，自 2017 年以来，房地产开发资金占社会融资总额的比重也呈现明显的下行趋势。

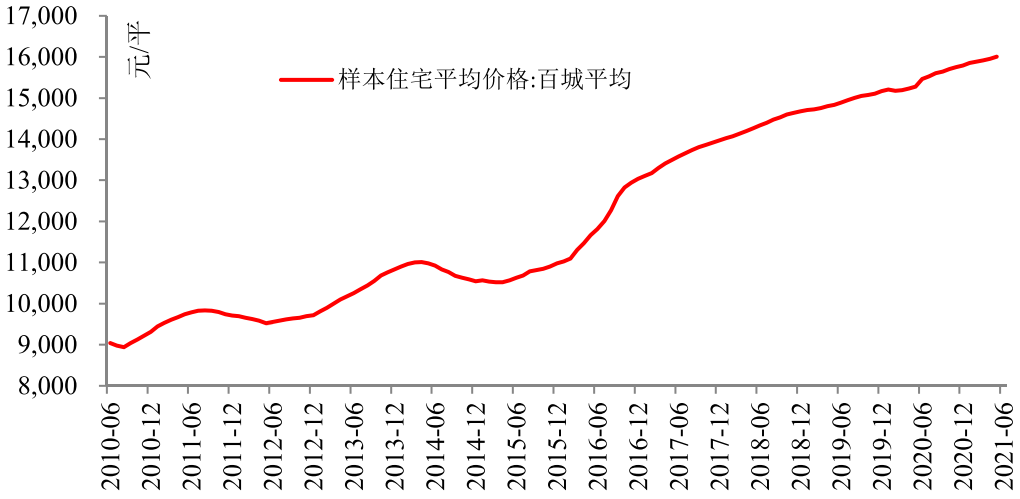


图 76 中国百城住宅价格指数温和上涨

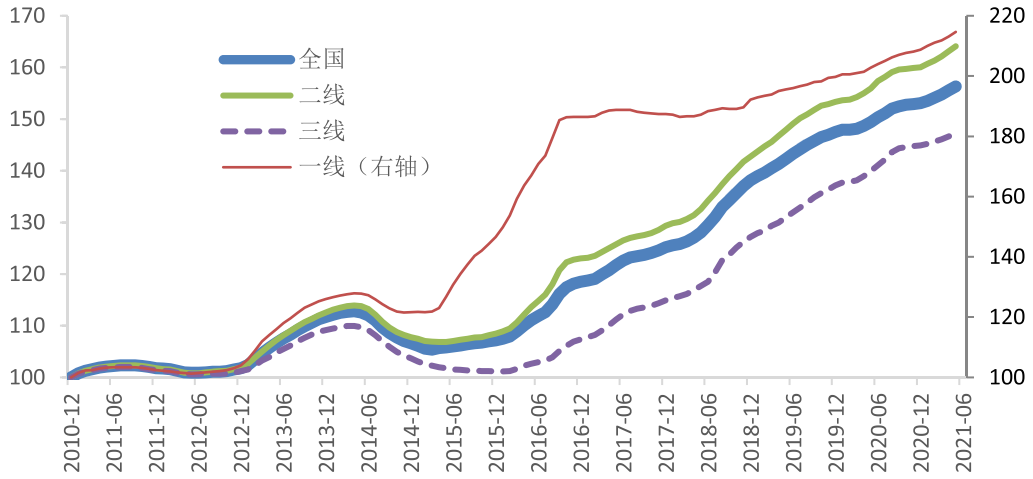


图 77 不同层级城市新建商品住宅价格指数走势情况

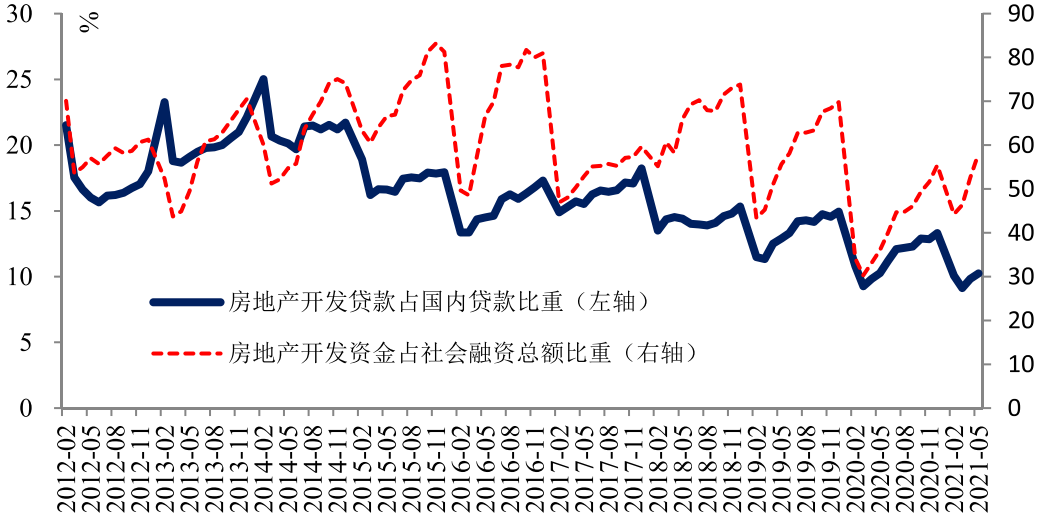


图 78　政策层面加强控制贷款投向房地产开发

4、十四五规划的实施和项目布局、构建双循环新发展格局所带来的战略转换效应，将提供越来越大的政策支撑力量。

2021 年是十四五规划通过和实施的第一年，迈向“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”决定了战略转型和战略替换将是 2021 年经济运行的核心主题。战略转换带来的科技创新自立自强的布局、产业链供应链的安全性布局、国内大循环的畅通与短板的补足、扩大内需战略层面的启动等举措不仅将引发 2021 年经济主体预期的改变，同时也将替代非常规刺激政策成为需求扩张的基础力量。

专栏 1 “十四五”时期经济社会发展主要指标

类别	指标	2020 年	2025 年	年均/累计	属性
经济发展	1.国内生产总值（GDP）增长（%）	2.3	—	保持在合理区间、各年度视情提出	预期性
	2.全员劳动生产率增长（%）	2.5	—	高于 GDP 增长	预期性
	3.常住人口城镇化率（%）	60.6*	65	—	预期性
创新驱动	4.全社会研发经费投入增长（%）	—	—	>7、力争投入强度高于“十三五”时期实际	预期性
	5.每万人口高价值发明专利拥有量（件）	6.3	12	—	预期性
	6.数字经济核心产业增加值占 GDP 比重（%）	7.8	10	—	预期性
民生福祉	7.居民人均可支配收入增长（%）	2.1	—	与 GDP 增长基本同步	预期性
	8.城镇调查失业率（%）	5.2	—	<5.5	预期性
	9.劳动年龄人口平均受教育年限（年）	10.8	11.3	—	约束性
	10.每千人口拥有执业（助理）医师数（人）	2.9	3.2	—	预期性
	11.基本养老保险参保率（%）	91	95	—	预期性
	12.每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数（个）	1.8	4.5	—	预期性
	13.人均预期寿命（岁）	77.3*	—	〔1〕	预期性
绿色生态	14.单位 GDP 能源消耗降低（%）	—	—	〔13.5〕	约束性
	15.单位 GDP 二氧化碳排放降低（%）	—	—	〔18〕	约束性
	16.地级及以上城市空气质量优良天数比率(%)	87	87.5	—	约束性
	17.地表水达到或好于Ⅲ类水体比例（%）	83.4	85	—	约束性
	18.森林覆盖率（%）	23.2*	24.1	—	约束性
安全保障	19.粮食综合生产能力（亿吨）	—	>6.5	—	约束性
	20.能源综合生产能力（亿吨标准煤）	—	>46	—	约束性

注：①〔〕内为 5 年累计数。②带*的为 2019 年数据。③能源综合生产能力指煤炭、石油、天然气、非化石能源生产能力之和。④2020 年地级及以上城市空气质量优良天数比率和地表水达到或好于Ⅲ类水体比例指标值受新冠肺炎疫情等因素影响，明显高于正常年份。⑤2020 年全员劳动生产率增长 2.5%为预计数。

1）进入创新型国家前列的远景目标，意味着持续加大研发投入，提高创新能力。根据 2020 年世界知识产权组织公布的各国创新指数，中国目前位列全球第 14 位，如果将创新型国家前列界定为创新指数前 10 位国家，这将意味着中国在研发强度要达到前 10 名水平，未来研发强度将从 2020 年 2.2%上升到 2035 年的 3.34%，按照 2020 年不变价计算，则研发支出总规模将达到 7.0 万亿元，这就要求未来 15 年研发支出每年增加 8.0%左右。

2）在关键核心技术方面的布局和重要突破，使创新驱动战略能够取得更大成功。在新一轮科技革命和数字化生产兴起的背景下，突破关键领域科技发展瓶颈，成为畅通国内大循环的重大考验。“十四五”时期，在构建新发展格局战略引领下，中国将加快布局解决我国科技领域面临的瓶颈问题，以及关键产业发展需要的高端设备、重点零部件和元器件进口依赖问题。以大市场孕育的市场化创新项目和以举国体制为主的基础和重点研发“两条腿”相结合，在关键技术、关键环节可能会有重大突破，从科技大国向科技强国迈进。同时，我国在数字经济领域也将大踏步地前进。疫情是我国数字经济全面发展的催化剂，同时全球贸易环境也是我国数字经济实践和发展的重要催化剂，在两大催化剂的作用下，结合我国自身经济战略布局的特点，“十四五”时期，数字经济发展必定会走上一个新的台阶。因此，战略转换带来的科技创新自立自强的布局、产业链供应链的安全性布局将成为 2021 年需求扩张的基础力量。

疫情阻击战和经济复苏保卫战不仅显示了中国制度优势和经济体系与产业链的弹性与韧性，也为我国战略深化和战略转型提供了战略契机。疫情冲击下中国新兴产业、高技术产业逆势增长，在稳健复苏的基础上，开始谋求重点产业链和战略新兴产业中的“卡脖子”关键核心技术创新，培育关键核心技术创新能力，由此带来新技术新产业发展的新机会。

高技术产业生产和投资均保持较快增长，经济结构持续优化。1-5 月份，工业高技术产业增加值同比增长 23.8%，两年复合增长 13.0%，两年复合增速不仅高于工业总体增速，也高于疫情前 2019 年 8.8%的增速水平。其中，5 月份，高技术产业增加值同比增长 17.5%，两年复合增长 13.1%，进一步加快；高新技术产品生产持续较快增长，智能手表、工业机器人、服务机器人、碳纤维及其复合材料分别增长 87.5%、50.1%、49.2%、43.3%。同时，现代服务业保持较快增长。一季度，信息传输、软件和信息技术服务业增加值同比增长 21.2%，两年复合增长 17.1%。1-4 月份，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 28.8%、34.8%，两年复合增长 17.4%、11.8%。

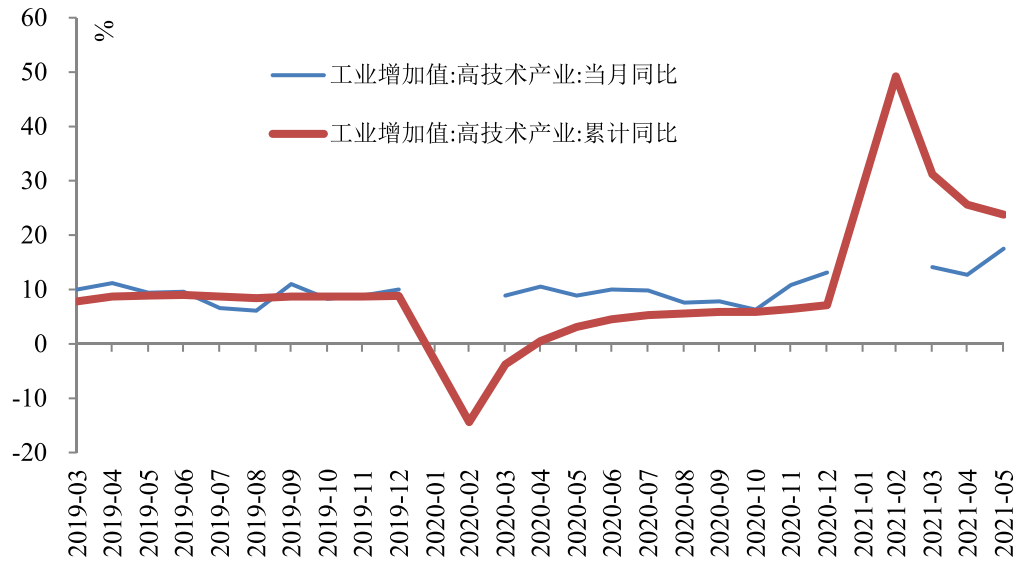


图 79 中国高技术产业增加值逆势增长

从固定资产投资情况来看，高技术产业投资高速增长。1-5 月份，高技术产业投资同比增长 25.6%，两年复合增长 13.1%，明显高于总体投资增速。其中，高技术制造业投资增长 29.9%，两年复合增长 15.5%，显著高于制造业整体投资增速；高技术服务业投资增长 17.1%，两年复合增长 8.5%，也高于服务业整体投资增速。

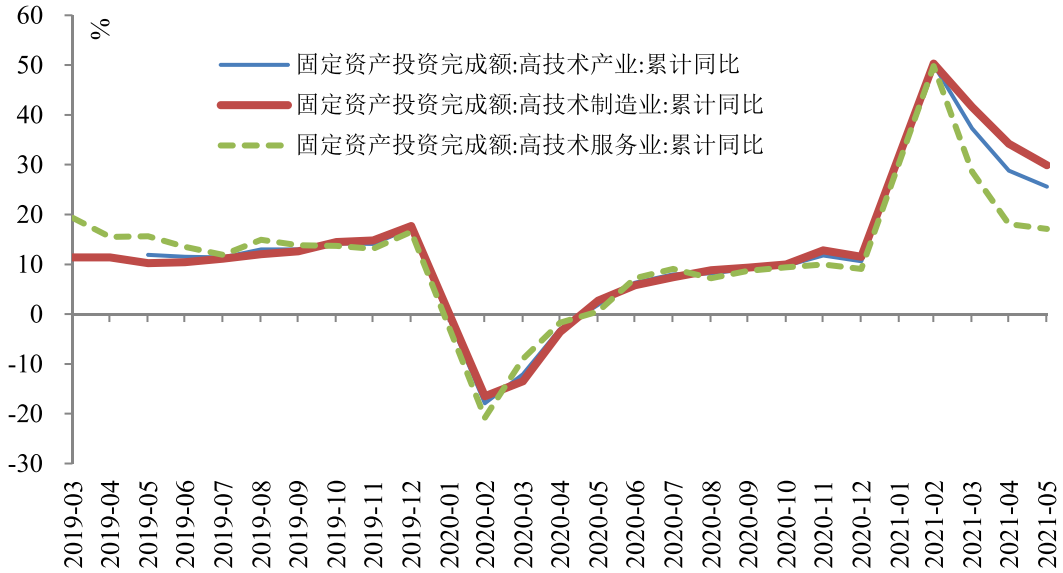


图 80 高技术产业固定资产投资保持较快增长

3）针对“内循环”短板精准投向，优化“两新一重”基建布局。作为积极财政政策的重要抓手，地方债尤其是专项债已逐步成为稳定经济增长的着力点之一。在抗疫情、稳增长背景下，自 2020 年起专项债募投领域已经发生显著变化，投向更为精准，资金更多投向基建领域，尤其是传统基建及民生领域，并根据“六稳”、“六保”的政策需求不断创新募投品种，面对疫情适应性地增加了应急医疗领域，进一步解决疫情防控需求，同时拓宽了新基建、老旧小区

改造、冷链物流等领域，更全面的发挥补“内循环”短板、稳经济增长的作用。

2021 年，在疫后稳增长压力及存量项目资金接续需求下，专项债依然是积极财政的重要抓手，继续发挥着稳增长、补短板的重要作用。结合今年《政府工作报告》以及近期国常会强调支持基层“三保”的要求，专项债资金将继续聚焦疫后经济发展及短板，优先支持存量项目建设，继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，并向惠及面广的民生项目倾斜。根据统计，今年新增专项债主要用于存量项目建设。截至 5 月 28 日，用于存量项目建设的专项债规模占新增专项债的八成；募投领域主要集中于市政及产业园区（38%）、交通（20%）、棚改（15%）、民生（12%）等。其中，近 7%投向“两新一重”建设，占比较去年有所下降，且结构向新型城镇化建设倾斜；同时，民生领域中仍有近一半用于医疗卫生项目，继续做好疫后稳增长及补短板的重要工作；此外，用于棚改领域的专项债占比已超过去年全年比重，表明前期棚改存量项目较多、资金需求较大。

4）区域协调发展和新型城镇化建设，加快培育新增长极。在区域协调发展、新型城镇化和畅通国内大循环的新发展格局下，十四五时期将培育新增长极，特别是中西部地区的增长潜力可能会全面显现。这些地方既有市场扩展的深度，又有一定创新能力，同时还有全国产业梯度转移的创新驱动政策的支持，可能会迎来新的发展契机。在此基础上，以都市圈、城市群为主体的经济版图，可能会出现一些新的变化。为此，需要完成新战略与一些传统战略的转换对接，包括对关键技术布局与新基建调整，安全性再布局与结构性调整之间的契合，以及实施城市更新行动，助力新时期内循环经济稳健发展。十九届五中全会提出，实施城市更新行动，推进城市生态修复、功能完善工程，统筹城市规划、建设、管理，促进大中小城市和小城镇协调发展。在新经济模式下，通过拓展存量空间、完善城市功能，重塑城市产业结构、提质消费水平、改善人居环境、推动城市向内涵式发展转型，最终实现生产、生活、生态的高度融合。

5）扩大内需的战略基点对接和替代“六保”、“六稳”短期政策，将大大提升各项内需潜力的转化。在双循环新发展格局下，以扩大内需为战略基点，意味着新方案不是简单地等同于凯恩斯的“总需求管理政策”，而必须真正从扩大内需战略的层面展开，需要中长期的改革方案、中期的战略调整方案和短期的政策方案相配合，这就要求我们从制度层面、机制层面和政策层面来进行多维调整。因此，扩大内需战略将向消费促进倾斜、向收入分配改革领域延伸，改善中期预期和市场信心，完成与今年疫情救助政策的对接。

6）畅通国内大循环，通过要素市场改革激发发展潜能。按照构建新发展格局的内在要求，将依托强大国内市场，贯通生产、分配、流通、消费各环节，打破行业垄断和地方保护，形成国民经济良性循环；优化供给结构，改善供给

质量，提升供给体系对国内需求的适配性；推动金融、房地产同实体经济均衡发展，实现上下游、产供销有效衔接，促进农业、制造业、服务业、能源资源等产业门类关系协调；破除妨碍生产要素市场化配置和商品服务流通的体制机制障碍，降低全社会交易成本；完善扩大内需的政策支撑体系，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡。据测算，对要素市场进行 75%的深入改革，未来 15 年年均增速可以提升 0.7 个百分点，达到 5.1%左右；将要素市场改革进展到 90%，潜在增速将提升 2.4 个百分点，达到 6.8%左右。

第五部分 常态化后中国宏观经济面临的中长期压力

2021 年既是中国疫后经济的元年，也是十四五规划的开局之年，是“两个百年目标”、“两个五年规划”的交汇期与战略转换期，开启全面建设社会主义现代化国家新征程。一方面，中国经济从快速复苏到实现常态化具有十分重要的战略意义，为十四五规划的部署实施和加快构建新发展格局创造良好的宏观环境。另一方面，随着中国经济回归常态化，中长期力量的逐步显化将再次成为影响 2021-2022 年宏观经济运行的主导性因素，如何通过改革赋能将重新成为核心议题，并成为影响宏观经济走势和微观主体预期的重要因素。

1、区域经济分化较为严重，亟须全面提振北方经济。

在产业结构、人口结构、环保压力差异加剧的作用下，我国区域经济分化严重，北方经济面临全面下滑压力。虽然近十年来，在国家区域协调发展战略的规划引导和政策支持下，传统的东、中、西部地区之间区域发展不平衡问题得到了极大改善，经济发展水平较低的中西部地区经济增速快于经济发展水平较高的东部地区，尤其是西南地区出现较快经济增长，各地区间经济发展水平呈现出持续的收敛态势，但是，在经济结构和产业结构大转型的背景下，国内各区域经济分化出现了一些新情况，存在一些新问题。其中，最为突出的三大表现是：1）南北地区经济差距持续加速扩大，区域一体化进程明显分化；2）五大区域性增长极在自身增长和对周边地区带动作用方面均出现显著分化；3）部分地区财政收支及相关社会经济指标面临突出压力。

第一，南北地区经济分化呈现趋势性加速性恶化特征。1992 年，南方经济（南方 16 个省市区名义 GDP 总和）在全国经济中的占比为 57%，北方经济（北方 15 个省市区名义 GDP 总和）占比为 43%，南方经济体量为北方经济的 1.3 倍；2010 年，南方经济占比首次达到 60%，北方经济占比降为 40%，南方经济体量为北方经济的 1.5 倍；2019 年，南方经济占比快速扩大到 65%，北方经济占比缩小至 35%，南方经济体量达到北方经济的 1.8 倍。南北地区经济分化不仅呈现出持续性、加速性的显著特征，而且已经达到了相当严重的地步。

首先，从近十年来的增长表现看，南北地区经济差异已经从一般性的分化进入到相对恶化的阶段。2012-2019 年间，南方 16 个省市区名义 GDP 总和累计增长了 92.4%，而北方 15 个省市区名义 GDP 总和累计仅增长了 63.0%，南方经济增速平均达到北方经济增速的 1.5 倍，经济体量达到北方经济的 1.8 倍。

疫情暴发以来，南北区域经济分化情况更加严重，北方经济面临全面下滑压力。2021 年第一季度，相比 2019 年同期的两年复合增速，南方省份经济增速普遍高于全国平均水平，而北方省份经济增速大多低于全国平均水平。剔除湖北，排名末位的 10 个省市区全部为北方省份，经济增速在 1.5%-4.5%区间。

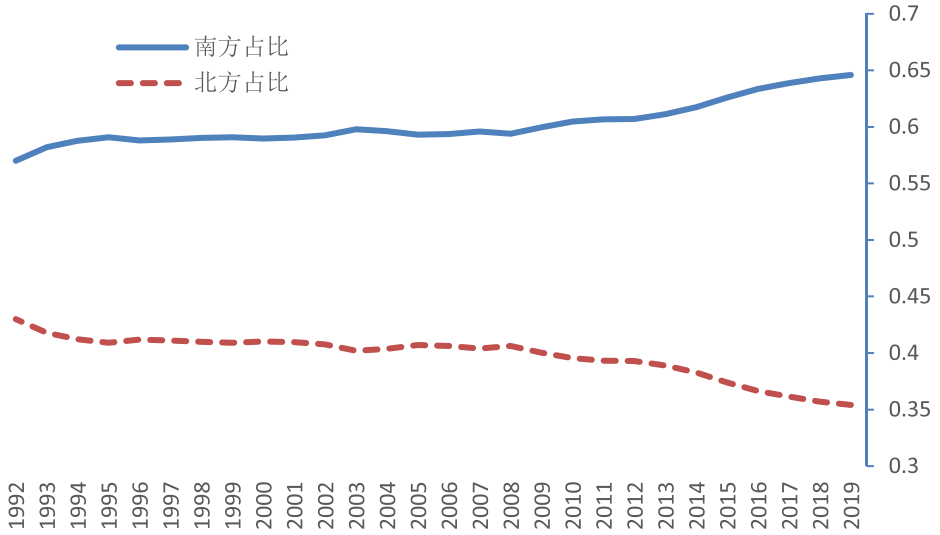


图 81 南北经济规模占比变化趋势

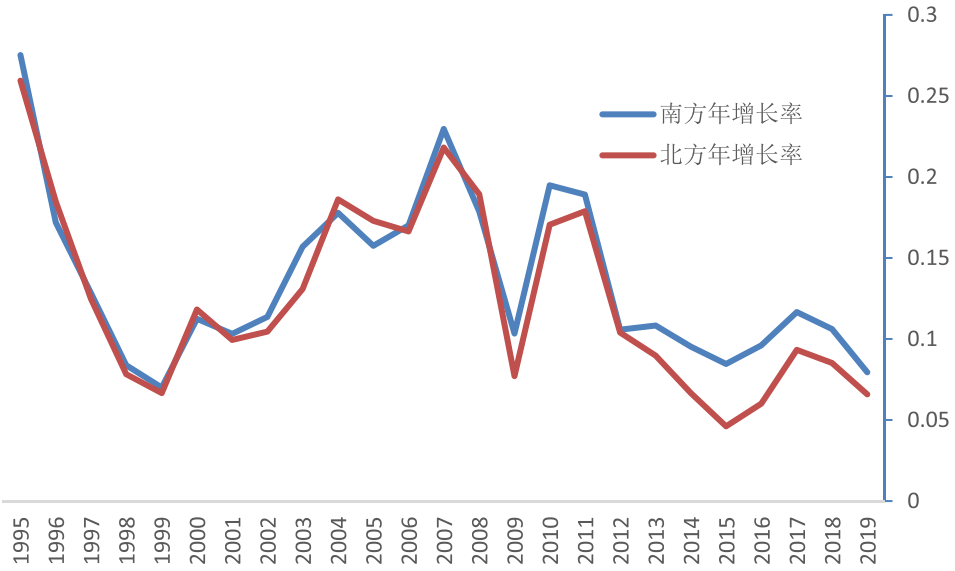


图 82 南北名义 GDP 增长率变化趋势

其次，近十年来，南方经济的区域一体化取得了显著成效，区域内经济发展水平较高的地区对区域内经济发展水平较低的地区形成了有力的拉动作用，各省市经济发展水平呈现向高水平收敛的态势。相比全国 31 个省市区名义 GDP 总和累计增长 80.9%，在南方 16 省中，仅上海累计增速略低于全国平均水平，累计增长了 78.3%，其余 15 个省市区均高于全国平均水平；其中，湖北、福建、安徽、重庆、云南、贵州、西藏等累计增长都超过 100%，四川、江西、海南等累计增长都超过 90%。

相比之下，北方经济区域一体化的成效则不明显，区域内经济发展水平较高的地区没有对区域内经济发展水平较低的地区形成有力的拉动作用，各省市经济发展水平日趋分化。相比全国累计增长 80.9%，在北方 15 个省市区中，只有北京、河南、陕西、新疆、青海增速略高于全国平均水平，其余 10 个省市区

累计增速均显著低于全国平均水平；其中，辽宁、吉林、黑龙江累计增长不到40%，河北、天津、山西累计增长不到 55%，山东、甘肃、内蒙累计增长也仅为 60%左右。

第二，五大区域性增长极在自身经济增长和对周边地区的带动作用方面均出现显著分化。按照国家相关区域规划和战略目标，京津冀、长三角、珠三角、成渝、中部地区，作为五大区域性增长极，应该能够发挥拉动所在区域经济整体性增长的龙头带动作用。但从实际情况看，不仅这五大区域性增长极自身分化明显，而且在带动作用上的效果也存在显著差异。

首先，从五大增长极自身增长情况看，成渝地区的增长最为显著，京津冀地区增长情况较差。2012-2019 年间，京津冀地区名义 GDP 总和累计增长了65.2%，长三角地区名义 GDP 总和累计增长了 82%，珠三角地区名义 GDP 总和累计增长了 89.4%，成渝地区名义 GDP 总和累计增长了 97%，中部地区名义 GDP 总和累计增长了 88.2%。

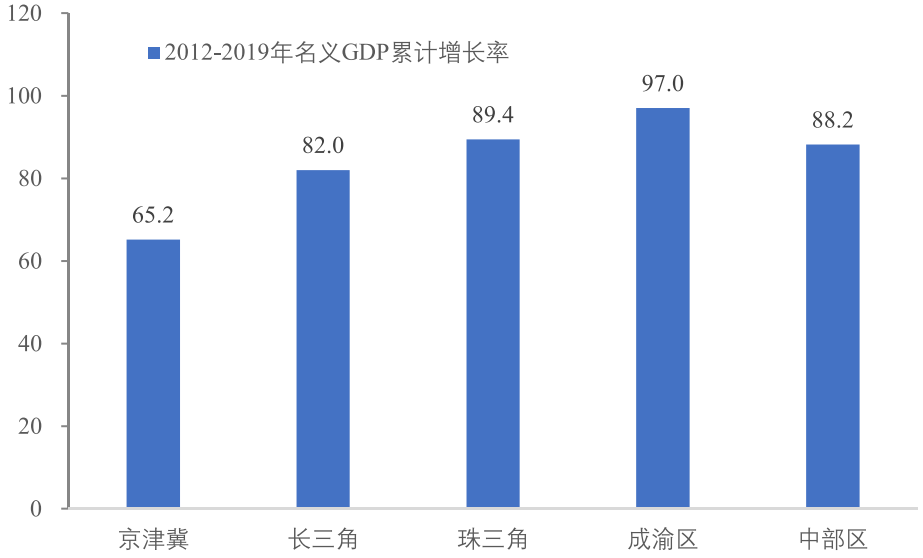


图 83 五大增长极 2012 年以来名义 GDP 累计增长（2012-2019）

其次，从五大增长极对周边地区的增长带动情况看，长三角的辐射带动作用最为显著，京津冀的带动效果较差。2012-2019 年间，在京津冀辐射地区中，北京名义 GDP 累计增长了 86.3%，一枝独秀，但河北、天津分别仅增长 51.6%、55.4%，山西、山东、内蒙古分别仅增长 45.2%、64.2%、64.4%，辽宁、吉林、黑龙江分别仅增长 39.3%、35.1%、23.0%。

相比之下，在长三角的辐射地区中，上海名义 GDP 累计增长了 78.3%，浙江、江苏分别增长 81.7%、83.7%，安徽、江西、福建、湖北分别增长 100.9%、92.6%、109.6%、101.1%，从核心到外围形成三级梯队，经济增速依次递增，对整体性增长拉动作用明显，区域协同发展成效显著。

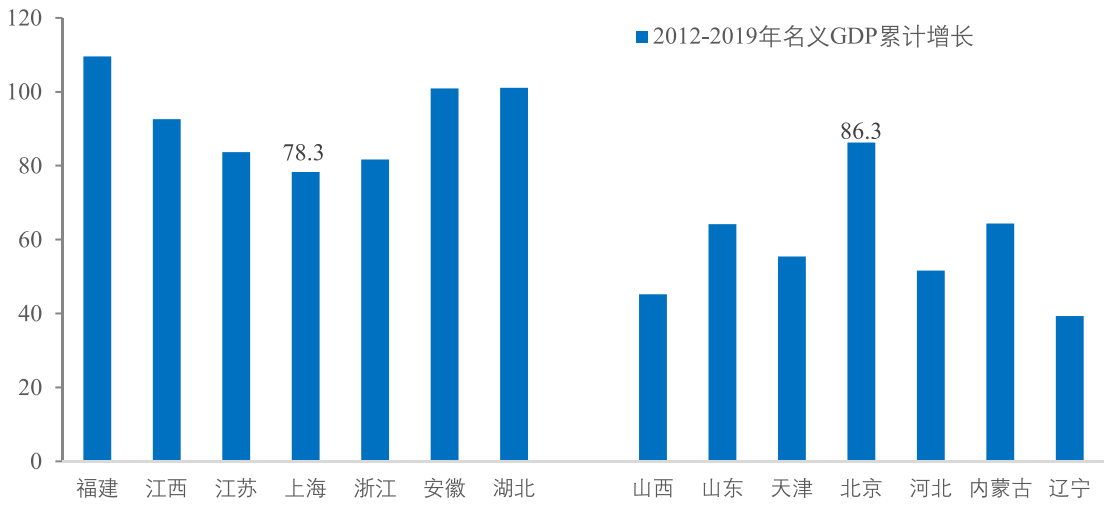


图 84 长三角与京津冀辐射地区经济增长对比

第三，在以上两大分化力量的共同作用下，部分地区在财政收支平衡及相关社会经济指标面临突出压力，应对疫情冲击和实现疫后经济修复的能力不足，在超常规政策退出的过程中值得高度关注。

总而言之，亟须在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中，全面重塑南北经济格局。南方经济体量达到北方的两倍，已经不是一个简单的经济问题。按照现有的发展趋势，这种差异不仅不会自动缩小，反而还会加速扩大。**究其根源，**据我们对全国地区之间投入产出表变迁的分析，在对外开放的过程中，东南沿海率先融入国际大循环，以长三角、珠三角为两大支点、以长江沿线为界向内陆辐射，经过多年发展，已经建成相对独立的“南方大循环-国际大循环”，逐渐取代了原来的“北方-南方-国际大循环”体系。如果简单延续现有的区域一体化进程，南北经济分化的格局还会进一步加深。事实上，近几年来，南方经济区域一体化越搞越好，而北方经济区域一体化则远远不及预期，这背后固然有个别地方政府的主观能动性不足的问题，但在更宏观层面也存在超出一省一地能力范围的大局势问题。

2、劳动人口压力急剧加大，生育政策远水不解近火。

根据第七次全国人口普查数据，2020 年我国 0-14 岁人口占 17.95%，15-59 岁人口占 63.35%，60 岁及以上人口占 18.7%（其中，60-64 岁人口占比 5.2%，65 岁及以上人口占 13.5%）。与 2010 年相比，0-14 岁、60 岁及以上人口的比重分别上升 1.35 个百分点、5.44 个百分点，15-59 岁人口的比重下降 6.79 个百分点，15-64 岁人口的比重下降 5.95 个百分点。

人口结构变化至少带来三方面宏观经济影响。一是总抚养比的持续上升，已从 2010 年的 34.2%提高至 2019 年的 41.56%；二是国民总储蓄率的持续下降，从 2010 年的 50.9%下降至 2019 年的 44.41%；三是劳动力市场的结构性剧变，

劳动年龄人口规模萎缩，15-59 岁人口比重从 2010 年的 70.14%下降至 2020 年的 63.35%，15-59 岁人口规模减少超过 4600 万人。

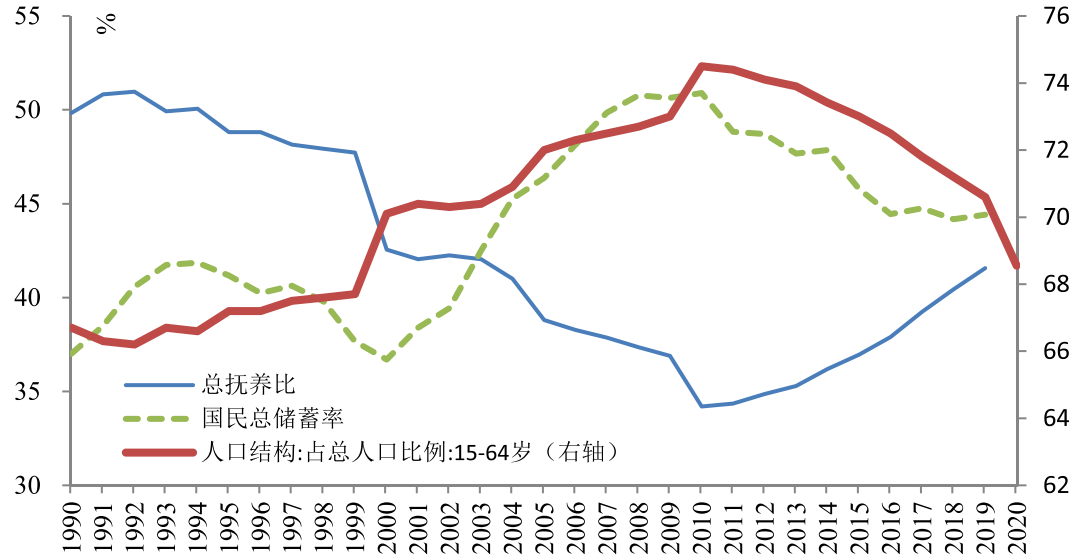


图 85 人口结构及相关经济指标的变化趋势

“十四五”时期，劳动力市场恐将发生剧变。自 1949 年新中国成立以来，70 多年间，我国新出生人口数量经历了两个明显的高峰期和一个漫长的低谷期：第一波高峰期是 1962-1973 年，期间每年出生人数基本在 2500-3000 万之间，平均值为 2700 万；第二波高峰期是 1981-1997 年，期间每年出生人数基本在 2000-2500 万之间，平均值为 2200 万；自 2003 年至今，我国进入人口出生的低谷期，期间每年出生人数基本在 1500-1700 万之间，平均值为 1600 万，相比第一波高峰期，平均每年减少 1100 万人。

从结构性变化来看，“十四五”时期至 2035 年，我国劳动力市场将发生剧变。一方面，从 2022 年开始，我国第一波高峰期人口开始达到退休年龄，进入退休高峰，至 2030 年前后接近尾声；另一方面，从 2021 年开始，我国在低谷期出生的人口开始成年，接棒进入劳动力市场。高峰期人口退出劳动力市场，低谷期人口进入劳动力市场，两者在数量级上的不匹配所形成的巨大缺口，是我国劳动力市场从未经历过的剧变，将对宏观经济和养老金账户产生巨大的结构性冲击。

在“十三五”时期，我国酝酿许久的延迟退休方案最终没有出台，但影响不是太大，原因在于，1958-1961 年是我国出生人口的一个短暂的低谷期，这期间出生人数平均值为 1500 万，同时，我国人口第二波高峰期的尾部进入劳动力市场，1998-2002 年出口人口均值为 1800 万。退出和进入属于同一量级，对劳动力市场和养老金账户的影响不大。

但是，面对“十四五”时期的剧变，必须及时出台延迟退休政策，以延缓高峰期人口退休，减轻劳动力市场的断层压力，为劳动力市场平稳调整和经济

健康发展提供窗口期，同时也可以极大地减轻养老金账户陡增的赤字压力。可以说，十四五是我国出台延迟退休政策的最后良机，越是拖延，政策效果越差。特别地，1962 年是出生人口高峰期的开始，从上年的 1187 万人激增至 2491 万人，1963 年是出生人口峰值，高达 3000 万人，此后趋势性回落。抢抓劳动人口退休高峰期，可以保证政策效果。否则，随着第一波高峰期人口的全面退休，即使调整国家生育政策、放开生育，或利用最低工资政策、反歧视政策等刺激劳动参与率和提高劳动积极性，恐都难以应对未来 5—10 年的劳动力人口急剧失衡问题。不仅如此，随着农民工群体平均年龄达到 41.4 岁，高龄农民工开始退出特定市场，特别是制造业和建筑业，这意味着十四五时期，劳动力供给的结构性压力可能进一步加大。

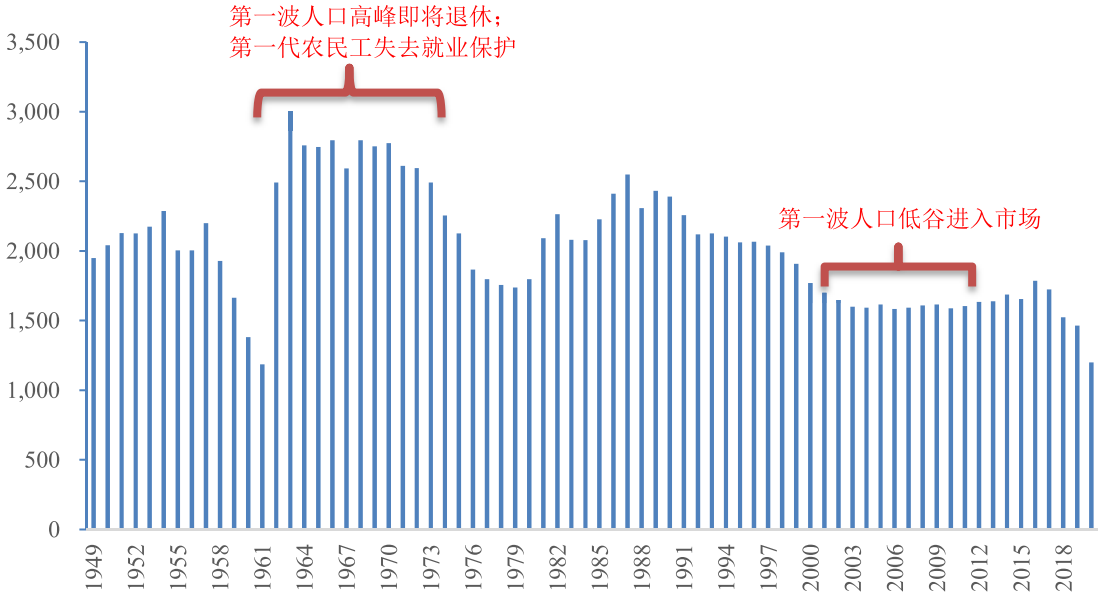


图 86 1949-2020 年新出生人口数量

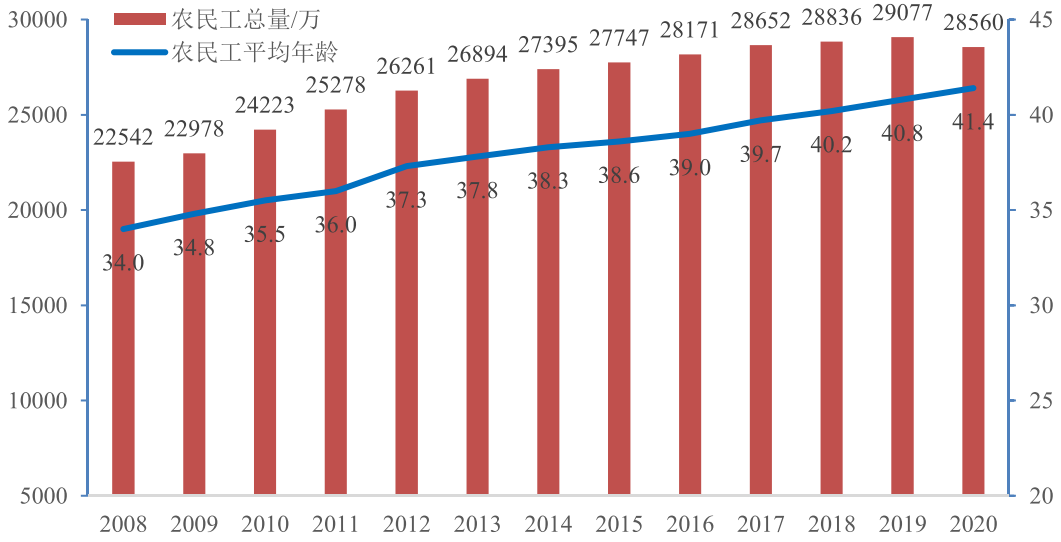


图 87 农民工总量及其平均年龄变化趋势

3、用工成本与碳成本双增，需要提高制造业竞争力。

制造业尤其是高科技产业已经成为科技创新和国际竞争的主战场，但我国在这一领域的竞争力仍亟需提升。制造业作为国民经济的主体，是我国的立国之本、兴国之器、强国之基，在构建新发展格局过程中，尤需高度关注该领域的国内国际循环。从 20 世纪 80 年代中后期开始，中国制造业进出口快速提升，制造业出口占我国出口总额的比例从 1985 年的 36.3%增长至 2015 年的 94.3%，并占据了全球制造业出口市场近 20%的份额和进口市场近 10%的份额，高科技产品贸易占据了全球出口市场近 25%的份额和进口市场近 15%的份额。但值得注意的是，自 2015 年以后，中国制造业出口占世界市场的份额出现了明显下滑，同时，高科技制造业出口占世界市场的份额也明显下滑。必须审慎认识我国制造业特别是高科技产品的竞争力变化，科学分析中国出口的高科技产品中能反映本国高科技产业竞争力的成分，切勿因良好的总体规模表象而忽略国际分工背景下本国在高附加值产品或生产技术上可能存在发展瓶颈的结构性问题。

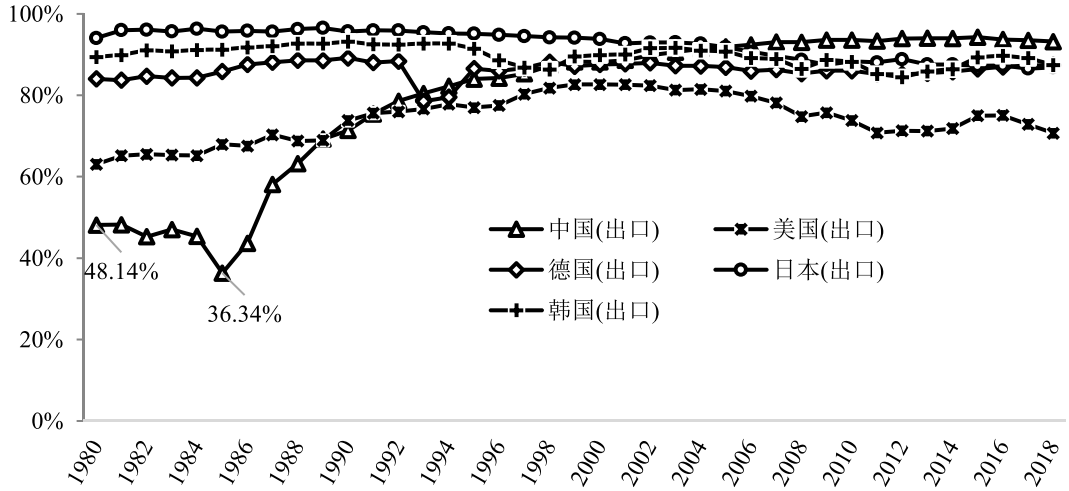


图 88. 中国及主要经济体的制造业出口占本国出口总额的比重（美元计价）

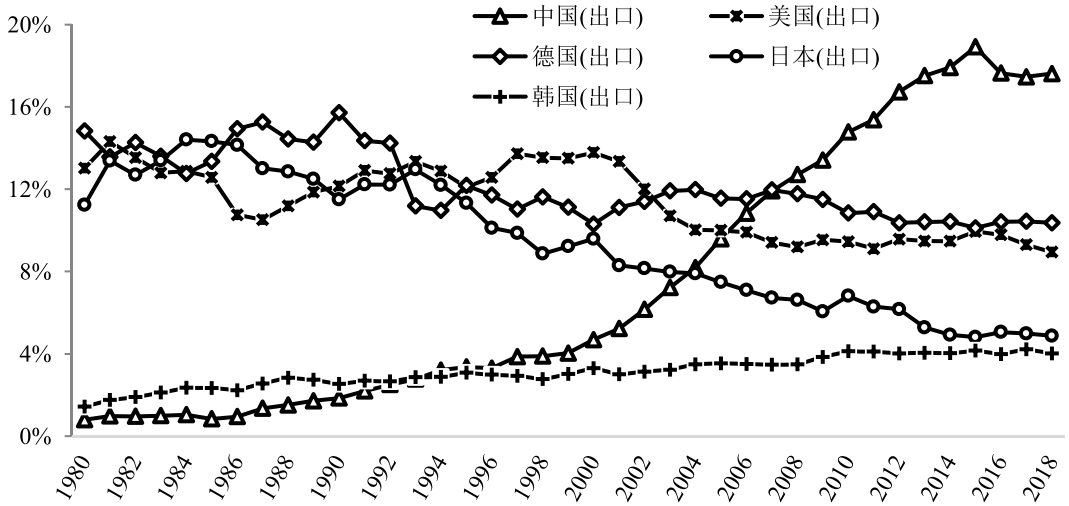


图 89. 中国及主要经济体的制造业出口占世界制造业出口的比重（美元计价）

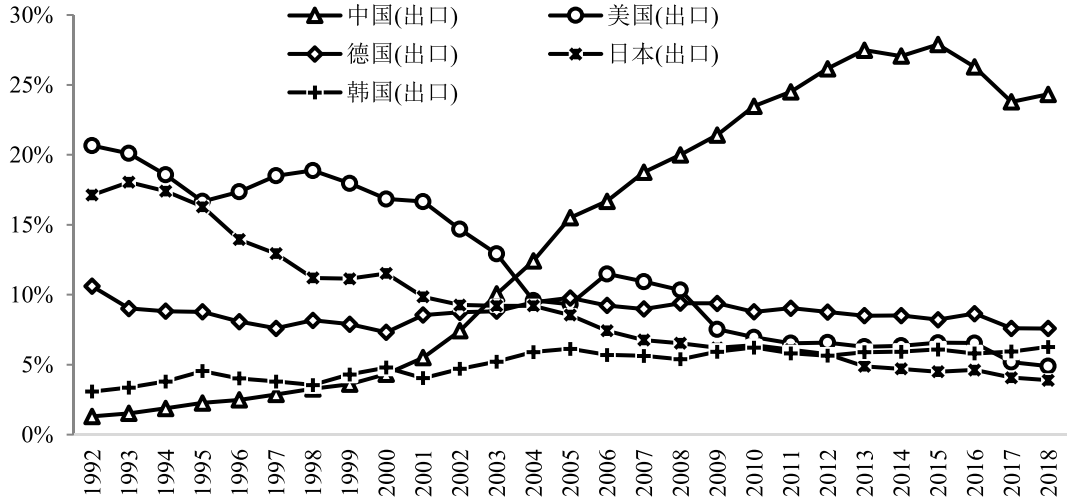


图 90. 中国高科技制造业出口占世界高科技制造业出口的比重（美元计价）

近年来，中国制造业的确面临不断加大的结构转型压力。首先是随着劳动人口结构和就业偏好变化，中国制造业在国际市场上逐渐丧失用工成本优势。2020 年，中国制造业平均时薪从 2016 年的 4.99 美元上涨到 6.5 美元，累计上涨了 30.3%，目前水平是墨西哥制造业平均时薪的 1.35 倍，是越南制造业平均时薪的 2.17 倍。

更重要的是，用工成本上涨背后反映了劳动人口结构和就业偏好的变化，即制造业企业面临“招工难”的问题。近年来，从事制造业的农民工数量持续较快减少，2020 年较 2017 年减少 1000 万人。分析原因，农民工群体平均年龄已达 41.4 岁，在长期超强度的工厂劳动的情况下，40 多岁可能是这一群体参加劳动的最后时期，这一群体的绝对数量将在短时间内急速下降。也就是说，加入世贸组织 20 多年来，中国制造业最大的劳动力群体即将退出劳动力市场，这是国内制造业第二个显著特征。传统劳动力群体日渐减少，而新一代劳动力群体又没有成规模地形成，特别是青年劳动力不愿成为工厂工人，这使得制造业劳动力市场不断萎缩。据美团数据显示，疫情期间两个月内新增外卖骑手 58 万人，其中 40%来自制造业工人。这实际上表现出，新时代的劳动力宁愿从事低端服务业也不愿意从事低端制造业，由此加剧制造业的“招工难”现象。

最后，近期讨论如火如荼的“碳达峰碳中和”，将不可避免地进一步加剧制造业企业的成本压力和转型压力。国际减排的历史经验表明，发达经济体的“碳达峰”更多地是在其经济高速增长期和结构转型期结束后的“自然结果”，发达经济体的“碳中和”更是在这样的“碳达峰”后仍预留了相隔 60 年甚至更长的时间窗口期。中国作为负责任的大国，在中高速增长时期，就要求 10 年内“碳达峰”、随后 30 年内“碳中和”，尤其需要慎重考虑企业的实际承受能力，出台相应的配套支持政策，使企业的综合成本保持在承受范围之内，更不能够简单地一刀切，甚至层层加码。

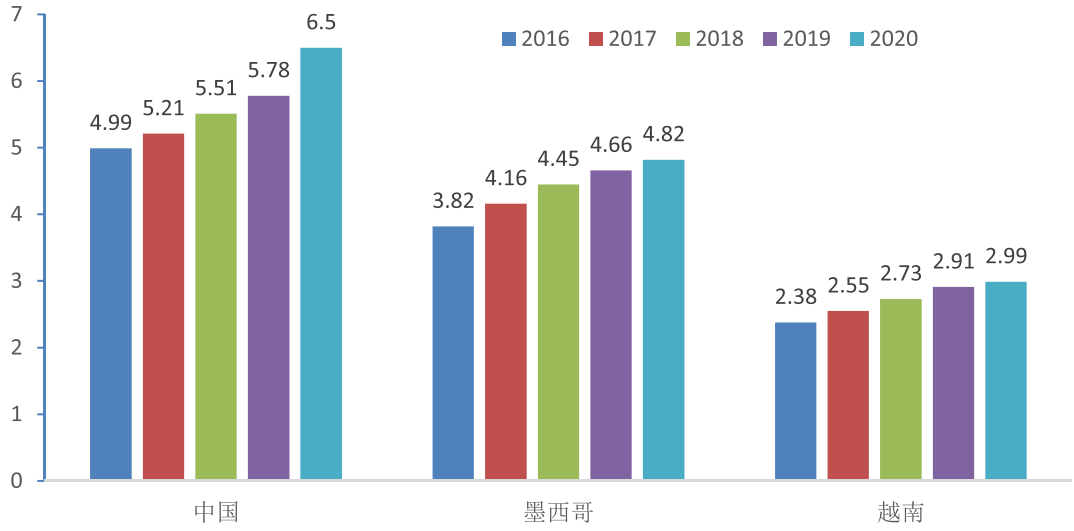


图 91 中国、墨西哥和越南的制造业劳动力成本对比图（美元/时薪）

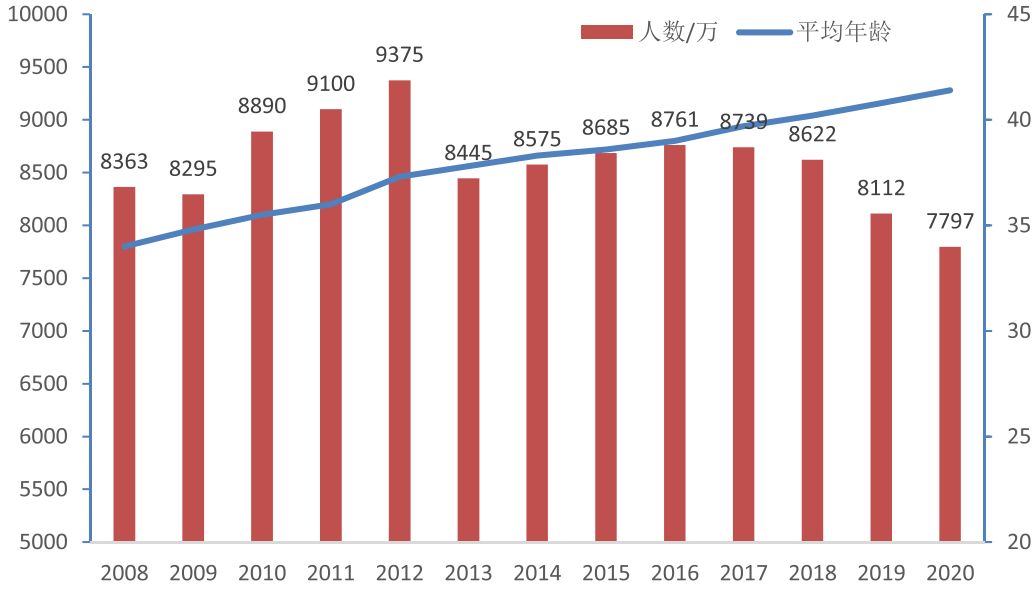


图 92 从事制造业的农民工人数及平均年龄变化趋势

除了各方面成本压力外，近年来，我国出口遭遇的非关税措施也呈现上升趋势。从出口角度看，一方面，世界范围内的平均关税水平从 20 世纪 90 年代后期开始出现显著削减，2017 年已降至 2.59%的历史最低水平，未来关税层面的不利因素只会增多而不会减少。另一方面，同期世界各经济体对于非关税措施的使用日益频繁。基于中国出口产品类别被各贸易伙伴进口非关税措施覆盖的数据分析显示，技术性贸易措施和数量控制措施是影响中国产品出口最为广泛的非关税措施，其产品覆盖范围明显扩展，从侧面反映了外部市场贸易保护主义抬头的倾向。

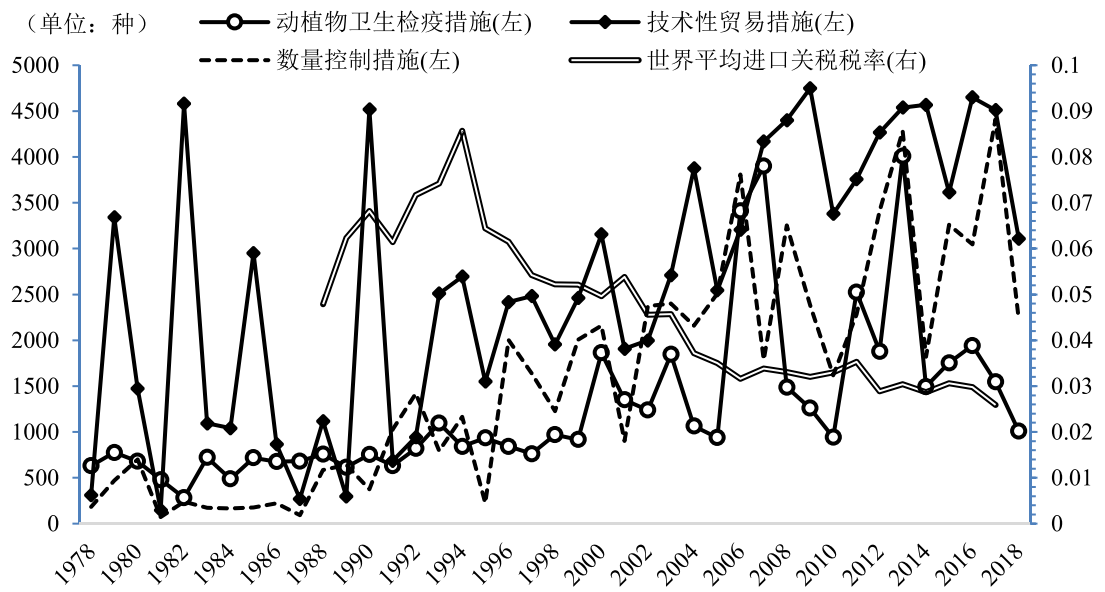


图 93. 世界平均进口关税和中国出口所遭受非关税措施覆盖的 HS6 产品种类

在多重压力之下，未来工业机器人的普及或许是中国制造业提升竞争力的有效路径。据国际机器人联合会（IFR）《世界机器人报告 2020》，自 2010 年以来，全球范围内的自动化趋势大大加速了对工业机器人的需求。从地域分布上来看，工业机器人主要部署在亚洲，亚洲工业机器人部署总量远超其他各州，2019 年达到 2010 年的 3 倍多。中国占据了亚洲工业机器人市场的一半或者说全球工业机器人市场的三成。

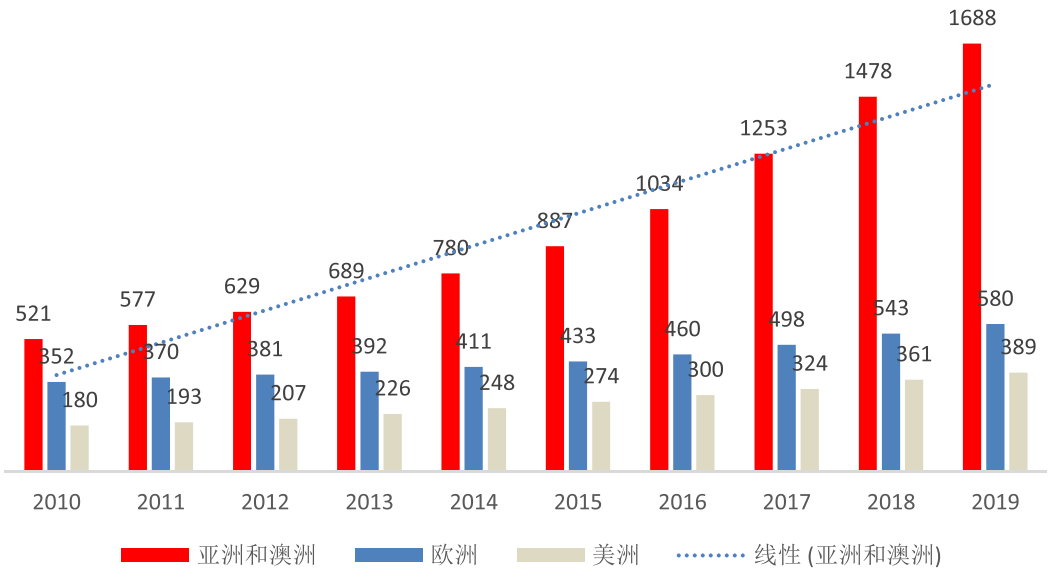


图 94 各洲在运工业机器人总量（千台）

工业机器人是当前我国普及度最高的机器人种类。近年来，我国工业自动化的步伐正在加快，工业机器人在工厂中加速部署，集中在汽车行业、电子电气行业、金属和机械行业等领域。据国际机器人联合会（IFR）估计，2019 年，

中国共有 78.3 万台工业机器人运转，大于日本和美国工业机器人运转总量之和。

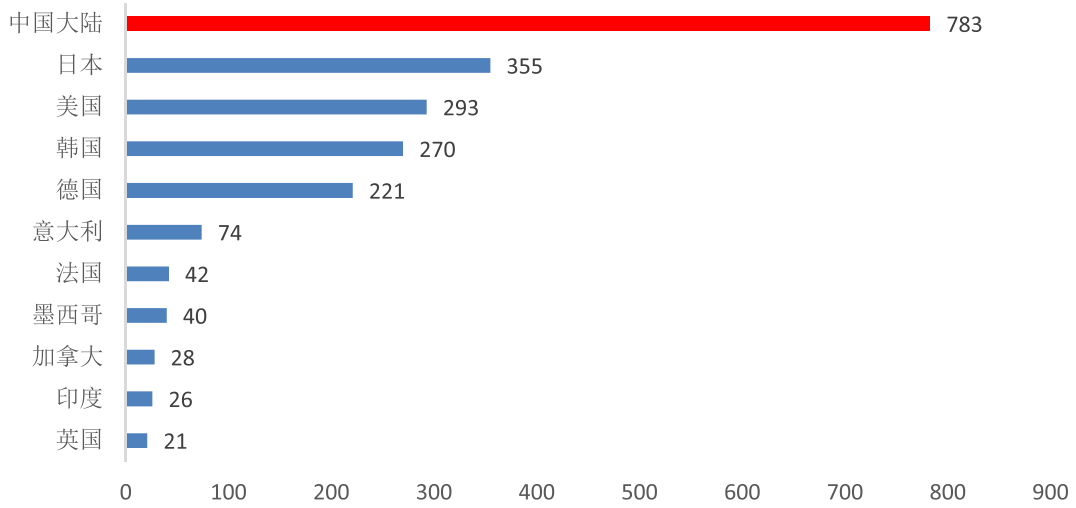


图 95 2019 年主要国家在运工业机器人总量（千台）

尽管中国制造业在自动化领域取得重大进展，已成为全球最大的工业机器人市场，并以每年远高于其他国家的速度加速部署工业机器人，但是相较我国庞大的制造业市场，机器人的使用密度仍然偏低。2019 年新加坡平均每万名工厂工人拥有 918 台工业机器人，韩国为 855 台，日本和德国分别为 364 和 346 台，而我国每万名工厂工人仅拥有 187 台工业机器人，工业机器人密度仅略高于世界平均水平。考虑到我国目前较低的工业机器人密度和每年庞大的工业机器人新增量，我国工业机器人市场潜力极大，工业机器人新增速度将长时间维持在一个较高水平，使工业自动化达到一个较高水平。

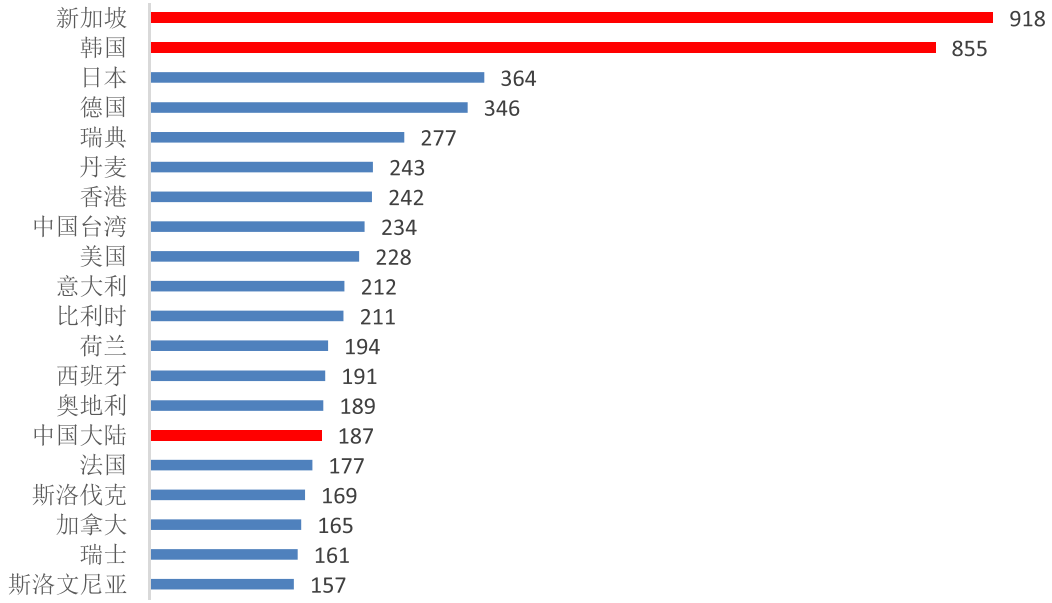


图 96 2019 年主要国家工业机器人密度（台/每万人）

鉴于疫情期间劳动供给的风险，很多企业已经加快了机器人普及的步伐。2020 年 6 月，工业机器人单月产量突破 2 万套，2020 年 12 月达到 3 万套，2021 年 3 月达到 3.3 万套。1-5 月份，工业机器人产量累计同比增长 73.2%。

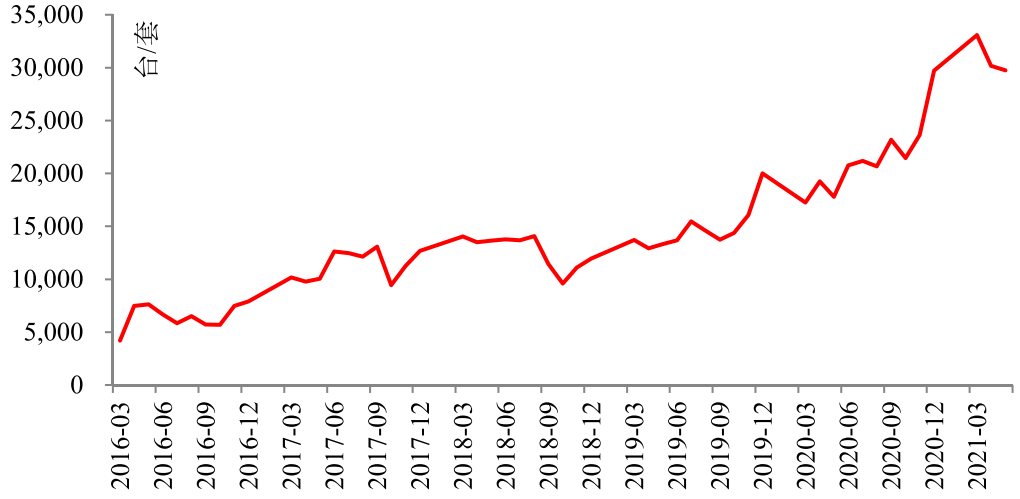


图 97 我国工业机器人产量（当月值）

4、劳动力需求与供给错配，结构性失业压力将加剧。

疫情后中国劳动力市场会呈如下五个维度的结构性变化：1）**机器人的普及提速并向纵深推进，将加剧技术性失业：**一方面，大量的重体力操作性的岗位将消失，低技能劳动力面临失业风险；另一方面，高技能劳动力短缺，很多岗位虚位以待。2）**产业间的就业非均衡现象会愈演愈烈：**以纺织业为代表的劳动密集型产业不断排斥劳动力，以重化工业为代表的资本密集型产业也不容乐观；以电气和机械为代表的资本技术密集型产业就业向好，以计算机、IT、人工智能为代表的知识技术密集型产业就业形势蓬勃向上。3）**地区间就业失衡现象仍会持续，但会发生如下转向，**即从过去东中西三地就业形势落差为主转为南北地区的就业落差为主。4）**分群体看，农民工和大学生就业问题是最大的两个焦点。**由于农民工大龄化问题愈显突出，40 岁以上农民工占比过半，50 岁以上农民工占比达到 26.4%，越来越多的农民工将无法胜任传统产业的作业要求，如果人力资本不能及时转型，那么将面临较大的再就业挑战。另一方面，大学生就业压力会不断累积，鉴于产业结构升级难题、高等教育供给错位等诸多因素的作用，大学生就业压力在短期内难以得到根本解决。5）**疫情加快了全民生活的数字化转型，并催生了新就业形态的发展，传统就业模式在一定程度上正在让位于以“网约工”为代表的新就业形态，对传统的劳动规制政策提出了新挑战。**作为新生事物，平台与员工之间雇佣关系的弹性化、虚拟化、多重化，造成了劳动权权益保护的真空，正在挑战传统的劳动规制政策。如何保障数千万新就业形态从业者的劳动者权益，兼顾就业机会和就业质量，正成为一个迫切的时代话题。

5、疫情冲击创伤效应仍在，需要着力改善长期预期。

疫情冲击导致各类市场主体的行为模式发生剧烈调整，总体趋于保守，参与经济活动的积极性和活跃程度不高。居民收入和就业预期恶化对消费需求的压制、企业盈利预期下滑和高度不确定性对投资需求的压制、政府化解债务风险和部分地方政府官员不作为对基建投资的压制，不仅使得总需求不足的矛盾在短期内充分显现，而且使得中期内居民消费行为、企业投资行为、政府支出行为都趋于过度“保守化”，制约经济复苏节奏和高质量发展。因此，如何激发市场主体的积极性和活跃程度，总体走出信心不足的局面，依然是下阶段制度改革和政策调整的一个重点。

现阶段，居民消费行为模式趋于保守表现地尤其明显。疫情冲击造成的社会心理变化，叠加经济下行压力带来的失业风险和收入预期下降，使消费复苏持续面临严峻挑战。2020 年，全国居民人均可支配收入同比增长 4.7%，但人均消费支出同比减少 1.6%；其中，城镇居民收入增长 3.5%，但消费下降 3.8%，农村居民收入增长 6.9%，而消费也仅增长 2.9%。消费增速大幅低于收入增速，反映了居民消费行为趋于保守。从消费支出结构来看，居民消费的保守化倾向更为明显，2020 年除食品烟酒和居住类支出刚性增长外，其余六类消费支出均为负增长，导致居民恩格尔系数由降转升，再次退回 30%以上。从未来增长潜力看，2020 年居民储蓄的增加，客观上有利于避免家庭资产负债表恶化风险，提高未来的消费潜力。然而，要想激发消费潜力，一方面需要通过经济增长和收入分配增加居民可支配收入，另一方面也需要提高居民对未来收入的信心。

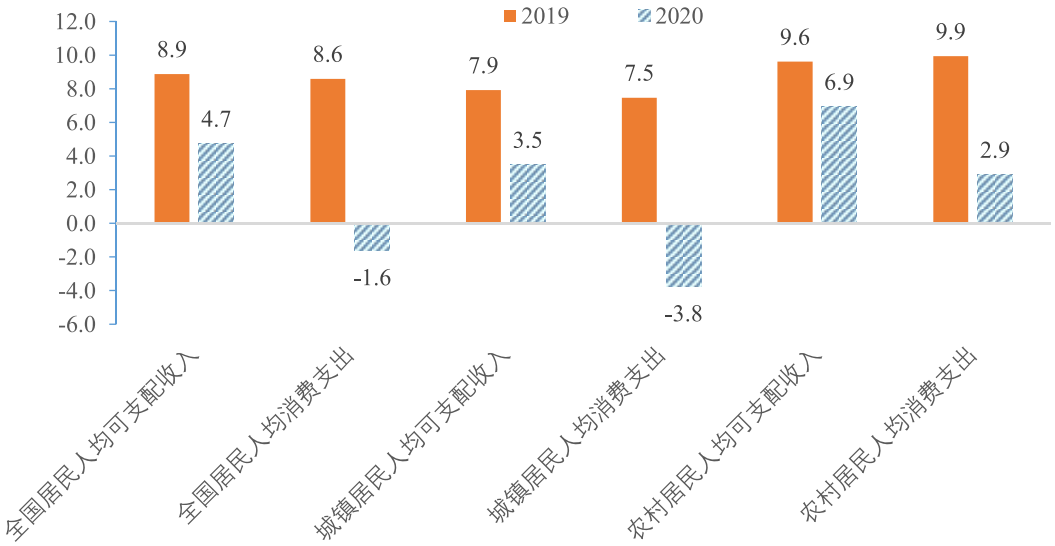


图 98 全国居民人均可支配收入与人均消费支出增速分化

从另一个角度看，居民消费行为保守也与我国社会发展相对于经济发展还比较滞后有关，不平衡不充分的问题在一些民生领域反映比较突出，安全网还不够牢靠。在这方面有两个关键问题，一是要进一步提高社会保障体系的覆盖，

二是要全面加强全国的统筹性。由于地区差异、部门差异过大，再分配工具反而可能成为不公平的源头。“十四五”发展目标提出，民生福祉要达到新水平。随着我国社会主要矛盾变化，“十四五”时期，需要围绕经济和社会发展之间的不平衡积极作为，特别是补齐社会发展的“短板”。“十四五”时期，是我国跨越中等收入陷阱的关键期，而要真正跨越中等收入陷阱，除了创新驱动，必须要在收入分配、民生建设、公共服务等一系列领域有突破性进展，在加速城镇化、社保体系改革尤其是养老体系改革等方面推出新举措。

6、收入与财富分配不平等，需要系统推进财税改革。

近 20 年来，全国居民收入基尼系数长期位于 0.45-0.5 的高位，2019 年仍达 0.465，累积形成的财富差距更为明显，不仅使得居民消费意愿和消费能力愈发不足，甚至使得青年一代的奋斗意愿下降，各种形式的“躺平”成为网络热词。根据中国人民银行调查统计司的研究报告《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，中国资产排名前 10%的城镇家庭占有中国城镇居民家庭总资产的 47.5%和净资产的 49%，资产排名后 60%的城镇家庭仅占有中国城镇居民家庭总资产的 19.1%和净资产的 17.7%，财富不平等程度已经较为严重。

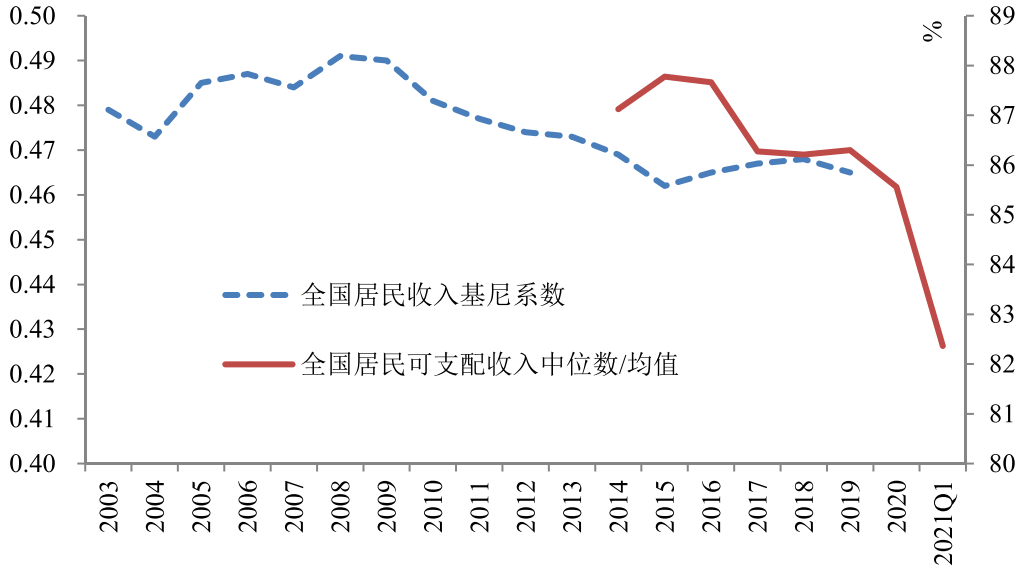


图 99 基尼系数长期维持高位

疫情冲击进一步加剧了收入和财富分配不平等问题，其经济影响可能还在逐步显化。继 2020 年居民可支配收入中位数增速低于平均数增速 0.9 个百分点，2021 年一季度，居民可支配收入中位数增速低于平均数增速 1.0 个百分点，表明收入分配不平等程度可能在持续恶化。居民可支配收入的中位数与均值之比从 2015 年的 87.8%持续下降至 2021 年第一季度的 82.4%。

从居民可支配收入构成来看，自疫情暴发以来，工资性收入和经营净收入增速持续显著低于财产净收入和转移净收入增速。这些结构性变化表明，虽然在应对疫情的过程中，财政转移支付对最低收入群体收入进行了有效补充，同

时资产价格上涨使得高收入阶层收入没有受损，但工薪阶层和个体经营收入受损严重。在培育形成以国内市场大循环为主体的新发展格局过程中，中等收入群体是未来支撑消费增长和消费升级的核心力量。对于中等收入群体的变化，特别是与高收入群体的分化，在政策层面应当予以高度关注。

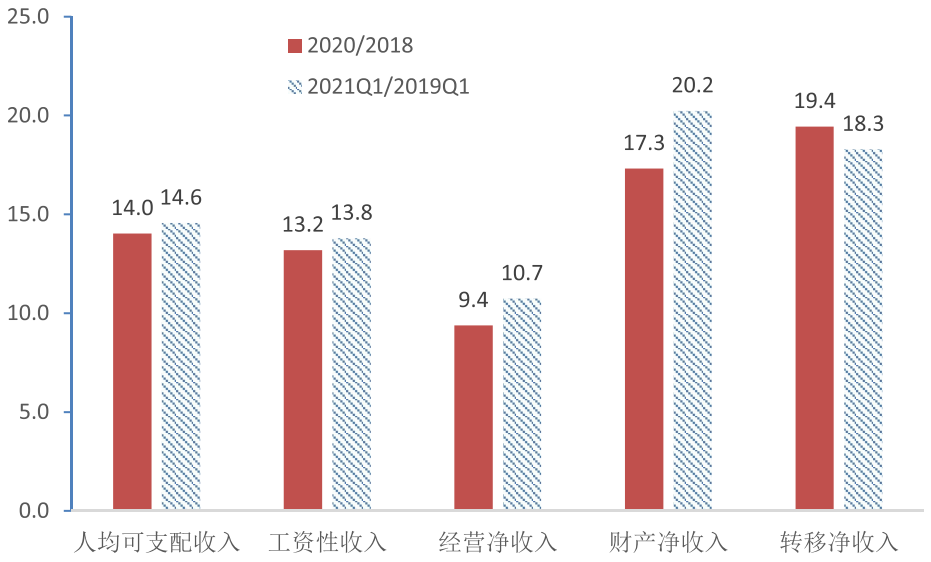


图 100 工资性收入和经营性收入增速偏低

收入再分配环节产生日益严重的逆反方向调节问题。近 20 年来，我国住户部门初次分配收入占国民收入的比重整体走低，从 1996 年的 67%持续下降至 2010 年的 57%，然后才逐步回稳至 2018 年的 61%。在此过程中，我国收入再分配环节不仅调节力度不足，而且出现了日益严重的逆反方向调节，使得住户部门可支配收入的占比进一步下降。具体来说，经过再分配环节，在 1992-1998 年平均提高住户部门收入比重 2.0 个百分点，在 2001-2006 年转为平均降低 0.6 个百分点，在 2007-2016 年平均降低 1.5 个百分点，2017-2018 年平均降低 1.9 个百分点。其结果是，住户部门可支配收入占国民总收入的比重，从 1996 年的 69%显著下降至 2010 年的 56%，至 2018 年也仅回稳至 59%。这从根本上制约了我国最终消费率的提升潜力，也加大了宏观动态平衡的难度。在今年一季度，全国居民人均可支配收入两年平均实际增速，低于实际 GDP 增速 0.5 个百分点，再次说明居民可支配收入比重出现进一步下降。

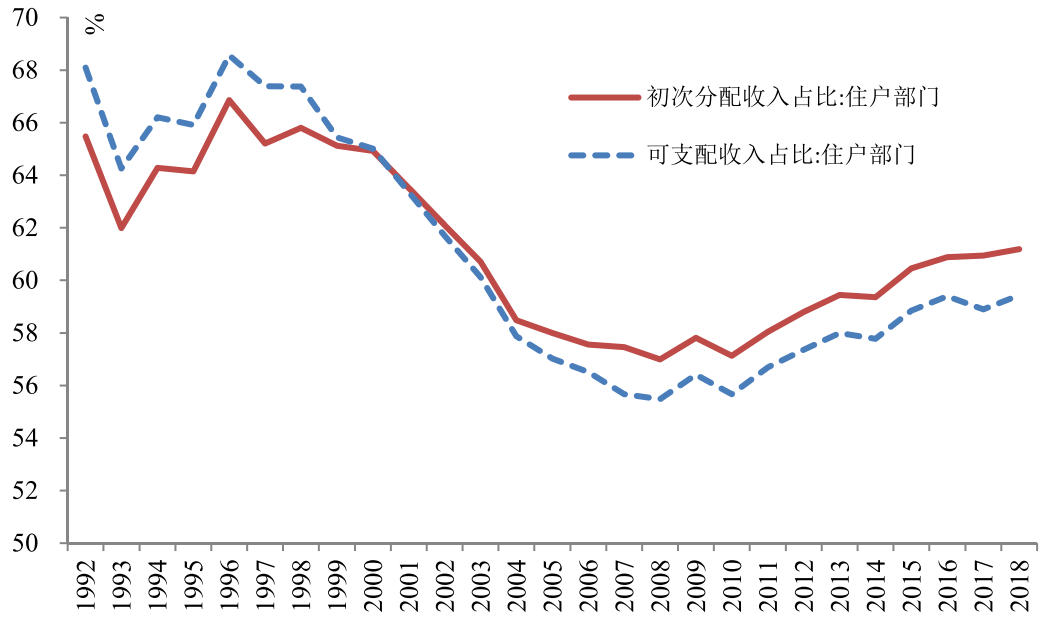


图 101 初次分配和再分配效果

因此，关乎全局的收入分配攻坚战，亟须真正改善目前在收入分配中存在的两极化现象，缩小收入分配和财富分配差距，使中等收入阶层能够明显扩大，从而激发潜在的消费能力，形成强大国内市场，构建新发展格局。再分配改革分为几个层面：其一，初次分配的改革，就是要调整目前个人工资收入、企业利润、政府税收这三者之间的比例格局，改变穷居民、富企业、强政府的格局，在工资形成机制、利润分配机制和税收体系方面进行一系列改革。其二，再分配体系的改革。首先是不同收入阶层的改革，必须对高收入阶层、对资本利得、对房地产等财产进行征税，并以此加大转移支付力度。其次，要完善整个社会福利体系，使更多中低收入阶层能够享受到有效的、充足的社会保障。最后，再分配体系中，还要对税收工具进行深化改革，特别是要在财产税等方面做大文章，从目前的流转税向财产税、所得税进行转移，提升递进的层级。收入分配改革是一个系统性的超级工程，是触动深层次利益结构的改革，在快速增长过程中进行改革所带来的冲击或压力会相对缓和。要实现 2035 年的远景目标，现在就要在战略上进行全面设计。

总之，“十四五”时期是我国经济社会发展承前启后的关键五年，是在两个百年交汇期进行战略深化和战略转型的关键五年。百年未有之大变局的加速演变期和中华民族崛起的关键期决定了我们必须统筹发展与安全，必须实现发展质量、结构、规模、速度、效益、安全相统一，以新发展格局为战略基础，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，把扩大内需作为战略基点，实现中国经济社会的平稳健康发展，为全面建设社会主义现代化国家新征程开好局、起好步。

第六部分 结论与政策建议

在党中央的坚强领导下，经过两年不懈努力，中国成功摆脱新冠肺炎疫情困境，经济社会发展取得伟大成就。2020 年，中国战胜疫情并成功实现经济的 V 型反转，在全球主要经济体中率先步入稳定复苏的轨道之中。2021 年，中国进一步巩固疫情防控和经济发展成果，在全球范围内率先开启常态化进程。通过科学施策，确保中国经济常态化进程顺利完成，为十四五规划的部署实施和新发展格局的构建创造良好的宏观环境，具有十分重要的战略意义。

1、理性科学地认识 2021 年宏观经济运行逻辑的独特性，全面认识从疫情冲击到实现常态化在宏观经济总量和结构上带来的新规律和新现象——不能将 2021 与 2020 年的宏观分析割裂开来，2020 年很多经济运行的逻辑将在 2021 年反转地非对称地得到体现；更不能将 2021 年短期经济运行与十四五中长期发展割裂开来，实现经济常态化是十四五健康发展的基础，而加快十四五战略布局也将有助于尽快实现常态化。经济复苏的不同步不稳定不均衡是疫情冲击和趋势性因素的遗产，并将对经济的常态化进程和十四五规划的实施产生严重干扰。实施宏观政策，一方面要高度关注“疫情得到控制-经济全面恢复-政策逐步退出-新战略全面启动”的逻辑，另一方面还必须关注“疫情新不确定性、国际政治新不确定性、政策退出风险、战略转换成本”等新问题。

2、中国疫情阻击战、经济保卫战、经济常态化与世界其他经济体的不同步给予了中国十四五规划战略转型的契机，全面建设现代化新征程面临的新任务依然具有强烈的挑战性。2021 年不仅要抓住时机全面启动“新发展格局”战略，同时也要在超常规政策退出的过程中，保证中国宏观经济运行的常态化和经济运行的稳定。必须认识到当前经济复苏还没有完全达到常态化水平，经济复苏的核心力量依然有赖一定的政策支持，且具有强烈的不稳定、不均衡、不确定等特点。这决定了扩张性的宏观经济政策定位不宜大幅度转向，而应当将超常规宏观经济政策逐步向常规性宏观扩张政策进行转变，然后再由常规性的扩张政策逐步向逆周期政策定位调整。短期宏观政策定位应当从六保回归六稳。

3、科学认识各类宏观参数同比增速过高带来的经济景气假象，多角度多层次对 2021 年宏观经济运行的状态进行科学研判。高度关注微观市场主体绩效的边际改善情况、就业市场边际群体的状况、各类环比数据的变化、核心 CPI 和 GDP 平减指数的变化，以综合研判和确定政策退出节奏和路径。低基数效应下经济增长同比数据大幅跃升到趋势线以上，并不意味着真实经济情况必然摆脱下行压力，环比增速的低迷尤其是居民消费和制造业投资的低迷，仍然意味着微观主体的感受没有得到根本性改善。同时，在规模性政策退出的过程中，结构分化严重、冷热不均的情况很可能会导致短板效应显化、局部风险上扬。

4、外部环境的复杂化对国际循环体系的冲击及其对我国出口的影响将有新的表现，提前稳住内部经济循环基本盘是应对外部冲击和大国竞争的核心基础。全球经济复苏进程的分化、国际冲突的加剧、全球供应链的重构以及“去中国化”的抬头，都可能使中国经济的外部压力上扬。因此，在各种战略准备中，进一步恢复中国经济运行的基本盘，不断巩固住内部产业链的竞争力和畅通性是我们立于不败之地的关键。在外部贸易投资和政治摩擦高峰期到来之前，全面扩充国内市场需求，快速促进市场循环的常态化，是当前窗口期的必然之举。

针对中国经济常态化进程中面临的短期内外部压力，我们提出以下几点具体的政策建议。

第一，在总体政策定位上，2021 年依然需要保持相对宽松的宏观经济政策，特别是积极的财政政策和稳健的货币政策的组合，在超常规政策退出的同时，利用常规性扩张政策填补政策力量下滑的空缺，再回归“六稳”培育国民经济循环的内生动力。宏观政策需要以稳定物价和充分就业为锚，以全面扩大内需、缩小供需缺口为基本目标，为新战略启动创造良好的宏观环境，妥善安排抗疫政策和纾困政策的退出，积极应对金融风险显化的挑战，逐步回归常态化宏观调控模式。扩大内需战略需要向消费促进倾斜、向收入分配改革领域延伸，以改善中期预期和市场信心，完成与疫情救助政策的对接。

第二，财政政策需要把握好节奏和力度，超常规积极财政政策需要先逐步向常规性积极财政政策转变，然后才是逐步回归中性。1）2021 年的宏观政策仍应该按照中央经济工作会议和两会政府报告要求，保持连续性稳定性，保持对经济恢复的必要支持力度，兼顾稳增长和防风险需要，合理安排支出规模，不急转弯，把握好时度效。2021 年财政政策在赤字、支出和收入端均体现了以积极姿态向常态回归，但财政政策节奏后移、货币政策全面收紧，使得上半年政策支撑力明显减少。2）对于下半年密集实施剩余预算，需要科学把握进度来保证效率。对于地方一拥而上的广义的新基建投资要进行审核，不仅要有积极性，同时还要保证科学性和技术的有效性。针对 2021 年更大规模资金直达基层，在完成“三保”目标之后，一些资金可以适度往上进行调整，进行集中归拢，向一些大型项目、重点改革任务、战略调整领域靠拢。3）2021 年的财政政策还应配合十四五规划的战略布局，进行财政支出结构的重点调整。一是加强科技创新攻关的支出；二是对于国内大循环关键产业链布局的调整；三是积极对接新的扩大内需战略。4）配合双循环新发展格局，对财政结构上的安排也应有重新审视，做出布局点和着力点的变化。以国内大循环为主体，意味着在关键核心技术、高新技术上的布局，在核心产业上进行国产替代的布局，以及在出口转内销等方面的一系列布局，都需要未来财税改革的配合，需要产业政策和贸易政策的调整，以实现新战略与传统战略的对接。

第三，货币政策需要做好应对下半年经济增速回调以及美联储“加息缩表”风波的准备。1）我国当前的复苏路径还需要政策支撑，货币政策需要在总需求不足和结构性问题固化之间找到平衡点，政策取向和力度都需要更加灵活适度。在政策执行中，注意防范下半年经济下行风险，货币政策可以在稳健的基础上控制节奏，前紧后松。2）在普惠和防风险的前提下，保持杠杆率的稳定。推动以消费为基础的国内大循环，需要进一步增加普惠性消费金融力度。保持杠杆率稳定的核心条件是经济增长速度高于利率，利用未来的高增长化解信贷风险。在加强监管和信贷风险控制下，推动正规金融体系和金融科技的融合，提升普惠金融力度。3）积极应对人民币升值趋势。以国内大循环为主体、国际国内双循环相互促进的新格局需要人民币国际化程度的提升，通过中国供给安全资产，提升国内留存的消费，这就意味着未来我国人民币国际化需求会逐步加速，需要对升值趋势预留政策空间。4）做好应对美联储“加息缩表”风波的准备。美国的 CPI 通胀，特别是核心 CPI 通胀和资产价格均已经严重超调，下半年释放“加息缩表”信号将是大概率事件，相关市场预期和反向操作将会相应展开。届时将会有越来越多的新兴市场国家被迫加入加息阵营，中国目前已经偏紧的货币政策是否具有相应的加息空间，很可能会影响中国经济的常态化进程。

第四，高度重视经济复苏时政策退出带来的风险问题。把“稳杠杆”作为短期宏观监管目标，2021 年稳健的货币政策可以考虑金融成本持续下降与货币数量收缩相组合的模式进行定位。对于特殊行业和特殊群体的一些纾困政策可以采取逐步退坡的方式，防止政策悬崖带来的新风险。对于中小微企业的部分财政货币扶持可以出台新的政策进行续接，阶段性延期还本付息和金融系统让利政策等特殊政策应当进行安排适度的过渡措施，不宜快速退出。部分专项再贷款再贴现、中小企业信用贷款支持工具在未来一段时期内还可以继续发挥作用。既要看到目前利息偿还高达 GDP16%左右的负担所带来的国民经济循环的压力和风险积累的问题，也要防止在政策退出和债务调整过程中资金链断裂导致的风险无序释放与风险制造的叠加。

第五，加快十四五规划项目实施和布局，发挥预期引领和跨周期调节作用。2021 年是十四五规划通过及实施的第一年，在构建双循环新发展格局的统领下，通过加快科技自立自强的布局、产业链供应链的安全性布局、国内大循环畅通与短板的补足、扩大内需战略具体举措的启动，不仅有望改善市场主体预期，也有利于替代非常规刺激政策成为短期需求扩张的基础性力量。

针对十四五时期的风险挑战，需要抢抓疫情期间我国经济率先复苏、率先实现常态化的窗口期，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，并在新发展格局的统领下，深入推进改革和结构调整，构建新红利和解决结构性问题，充分释放中国经济的潜在增长空间。

第一，在战略层面，科学设定十四五及 2035 经济增长目标，并通过改革和结构性大调整，提升中国经济增长潜力，使未来 15 年经济增长的平均增长中枢提升到合意的 4.8%以上。一是通过创新驱动战略、科技强国战略以及人才强国战略，全面推进技术进步，全面突破当前关键技术和核心技术的“卡脖子约束”，实现中国的新技术红利；二是全面推进关键领域改革，构建第二轮制度红利；三是通过人才强国和教育强国战略，推进人口红利转化为人力资源红利；四是全面构建百年未有之大变局的合作平台和新的竞争力，突破价值链和分工链重构的瓶颈约束，构建新一轮全球化红利。利用构建双循环新发展格局战略来统领、调整、重构、深化过去的各种战略，通过新 4 大红利构建来较大幅度提升潜在增速，中国就完全有能力实现 2035 年收入翻番、达到中等发达国家水平的合意发展目标。

第二，在构建新发展格局过程中，特别是在国家十四五规划实施的过程中，加强顶层设计，从中央层面优化调整现有的区域发展战略以及区域性发展规划，培育北方经济的新增长极，全面重塑南北经济格局。传统的东中西划分方法及其相应的发展战略已经难以应对区域经济分化面临的新问题。相比“长三角”等其它几大区域性增长极，北方唯一的“京津冀”无论是在自身经济增长，还是对周边地区的辐射带动作用方面，都越来越难以发挥应有的力度。同时，原中部六省在经济结构互补性上存在天然不足，而且实际上也分属不同的区域经济圈，各自面向不同的方向布局，缺乏向心力，难以实现有效合作和协调发展。例如，安徽等省市战略布局的重点明显是面向长三角地区。建议探索论证新“河南、河北、山东、山西、陕西”一线的区域一体化协同发展战略，以重振北方经济，更为全国打造一个新的增长极。

第三，加快推出弹性延迟退休年龄政策，这对增加劳动力有效供给和促进经济增长都具有积极效应，更直接增强了养老金系统的可持续性。在人口老龄化背景下，我国出台延迟退休政策已是势在必行，相关部门也酝酿许久。何时以及如何出台，在于协调好三个时间点：一是必须抢抓劳动人口退休高峰期，以保证政策效果；二是同时要瞄准新进入劳动力市场人口低谷期，以发挥调节作用；三是还应尽量借助宏观经济上行期，以利于政策推行。从我国历年出生人数和未来宏观经济环境预判，2022-2023 年同时满足三个条件，需及时开启延迟退休政策，再往后，政策效果将迅速衰减。根据测算，从 2022-23 年开始实施延迟退休政策效果显著，特别是政策实施的前 5 期，每期可使城市劳动力供给增长 200-300 万人，拉动 GDP 增长超过 0.5 个百分点。这将有效缓解工作年龄人口下降带来的不利影响，为我国实现向注重质量的二次人口红利转换提供宝贵的窗口期。在具体实施过程中，需要充分掌握不同群体的利益诉求和接受度，做到有的放矢。特别是对利益受损群体提供相应的补贴和激励措施，将提

高养老金替代率的需求与实施延迟退休挂钩。

第四，在扩大内需、挖掘内需潜力方面，需要有一揽子综合方案。该方案不能够简单地等同于凯恩斯的“总需求管理政策”，而必须真正从扩大内需战略的层面展开，需要中长期的改革方案、中期的战略调整方案和短期的政策方案相配合，这就要求我们从制度层面、机制层面和政策层面来进行多维调整。因此，在完成了脱贫攻坚目标和解决相对贫困时期的主要矛盾之后，需要重点推出中产阶层倍增计划，从数量倍增和收入倍增两个维度展开。目前的税制安排在缩小收入分配和财富差距层面，都越来越难以发挥应有的调节作用。

第五，在激发市场活力方面，对于各类微观市场主体积极性问题需要保持高度关注，特别是目前民营企业投资激励问题，以及地方政府一些官员存在为官不为、能力不足等问题。如何在这方面做足文章，使民营企业家投资信心、居民消费信心、社会投资空间进一步提升，依然是我们未来需要解决的最为重要的几个微观结构性问题。因此，关键领域的改革必须要全面实施、保证落地，真正激发各阶层微观主体的积极性。在十九届五中全会公报中，有效市场和有为政府被放在了核心位置。实际上，中国特色社会主义市场经济体系的改革关键在于政府的改革，必须要通过构建服务型政府、法治型政府、数字型政府，让政府的定位和管理职能发生根本性的改变，从而进一步优化营商环境。另一个核心点是要素市场改革。我国产品市场改革已经基本上完成，但是要素市场改革还没有完全破题。2020 年出台的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，已经将要素市场改革作为重中之重。

第六，适应逆全球化和后疫情时代的特征，在传统发展观念的基础上更加强调内生动力和安全的维度，让我国经济的基本盘更坚实、更具弹性和韧性，确保不发生影响现代化进程的系统性风险。安全是发展的前提，发展是安全的保障，需要把安全观念贯彻到发展的各领域和全过程，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，把扩大内需作为战略基点。一是对于关键技术、核心技术要进行自我发展、自我研究，突破目前卡脖子的问题；二是加快构建双循环新发展格局，以国内大循环为主体，牢牢抓住国内需求作为出发点和落脚点来进行相应的战略布局；三是更加重视考虑防范一些极端风险的出现。“十四五”时期，我国将经历百年未有之大变局的加速期以及全球经济格局的重构期。大国经济发展必须把安全问题上升到一个新的高度，对于扩大开放过程中的安全性，对于国际风险的把控能力，必须要与经济发展规模、速度相匹配。

第七，构建更高水平开放型经济新体制。在全球贸易投资环境仍具有极大不确定性的背景下，不仅要强调对外开放的规模与速度，还要强调开放的效率与安全，这要求在外贸的结构和产业布局上要有新的举措。首先，作为全球第二大经济体，需要更加注重培养国内大循环的内生动力，不能过度依赖以外需

作为经济增长和创新方向的主要动力。其次，在关键技术、关键零部件的生产方面，必须加强国内布局，而不能简单持续地依赖欧美发达国家。最后，各类产业的全球化布局要更加注重效益和风险的控制，压减规模大周期长的项目。总之，十四五期间，要通过高水平开放来打造新的竞争平台，构建“以内促外”的新竞争力。

分报告一

十四五期间中国经济政策的调整次序与改革取向

张杰

摘要：在中国进入十四五规划的开局之年，宏观经济层面暴露出来的一系列重大问题，意味着必须重点关注和深入分析十四五期间开局之年暴露出的突出矛盾任务。一方面，面临促进短期经济增速向潜在增速收缩与促进结构性潜在增速稳定和提升之间的政策权衡。另一方面，面临如何保障国家经济发展权力安全与实现关键核心技术创新突破的政策权衡。尤为需要关注的是，十四五期间，中国恰恰处于依靠结构性改革来稳定和提升结构性潜在增速的关键时期，面临处理短期内促进经济增速向潜在增速收敛和依靠深入推进结构性改革来稳定和提升结构性潜在增速的两难权衡问题。我们认为，依靠加快促进综合性的结构性改革促进结构性潜在增速稳定和提升，是十四五期间中国经济调整政策的核心立足点，确立“以结构性改革换取中长期稳定增长动力”的发展模式，明确“促进结构性潜在增速稳定和提升政策”优先于“促进短期经济增速向潜在增速收缩”的新发展理念

关键词：十四五期间；宏观经济政策；结构性经济潜在增长率；改革取向

一、科学把握十四五期间开局之年暴露出的两大矛盾任务

在中国经济由中高速增长全面转入高质量发展的特定阶段，此轮中国出台和

制定的十四五规划具有极为重要的战略意义。一方面，面对 2035 年 GDP 规模翻一番的既定目标，面对 2050 年左右人均 GDP 达到中等发达国家平均水平的特定任务，十四五期间是承上启下的关键发展机遇期，另一方面，凭借中国居民收入持续增长带来的迅速扩张消费市场和中等收入群体快速增加带来的消费升级换代，所蕴含的内需驱动型增长模式的加速形成。导致中国经济全面进入依靠“本土超大规模需求市场支撑本土企业自主创新能力提升”、依靠“本土市场规模经济效应支撑本国自立自强的全产业链体系布局”，通过加快形成强大国内市场优势来构建新发展格局的重要时期。因此，从这层含义来看，在中国十四五规划的开局之间，能否尽快有效落实这些重大改革举措，具有非常重要的发展战略价值。

然而，进入 2021 年以来，中国宏观经济尤为面对着一系列以往难遇的内外方面重大风险和挑战。从国内方面来看，一是中国制造业增加值占 GDP 比重出现了过早过快下滑态势，预示中国经济内生型增长动力机制发生了弱化现象。针对中国的制造业增加值占 GDP 比重变化趋势而言，可以将之归纳为三个典型的发展阶段：第一个阶段：倒 U 型变化期。具体来看，从 1960 年的 31.53%上升到 1978 的 41.10%最高点之后，又持续下滑到 1997 年的 32.87%。第二个阶段：平稳期。具体来看，从 1998 年的 31.55%持续到 2012 年的 31.53%的基本稳定阶段。第三个阶段：持续下降期。由 2013 年的 30.67%持续下降到 2019 年的 27.17%。由此可以明确得到的一个基本判断是，在进入 2013 年之后，中国制造业增加值占 GDP 比重由处于一个持续下滑的通道之中，与处于相同人均 GDP 水平阶段的韩国、日本、德国等发达国家相比，中国制造业增加值占 GDP 比重出现了过早过快下滑的重大现象。 二是短期内难以消除的不同阶层的收入不平等困局，成为制约中国内需增长驱动模式能否有效形成的核心问题。中国依据李实等（2020）利用北京师范大学收入分配课题组 2018 年住户调查数据的研究发现，中国居民群体中月收入 500 元以下、1000 元以下、2000 元以下相应收入人群占总人口的比例，分别为 7.5%、23.5%、50.7%，由此推算总体人数分别是 1.1 亿、3.1 亿和 7.1 亿。由此来推算出 2019 年中国的低收入人群的数量和比例，如果按照家庭年收入 10 万元的绝对标准，城乡低收入人群占中国人口的近 65%，相当于 9 亿人，如果按照收入中位数的 2/3 的相对标准，那么低收入人群占比约为 37%，大约有 5.1 亿人。这就证明的基本事实是，中国仍是一个低收入人群占据国民主体的典型发展中国家；三是中国基础研究投入不足以及制造业为主的实体经济部门研发投入相对不足困局，成为阻碍中国构建自立自强、自主可控产业链的核心障碍。需要关注的两个重要现象是，一方面，在中国的十三五规划中，制定的全社会研发投入经费占 GDP 比重目标要达到 2.5%，2019 年该指标数值只有 2.23%，比 2018 年提高 0.09 个百分点。2020 年达到 2.5%的既定目标几乎难以实现。而且，2019 年中国的 R&D 经费投入强度，与美国（2.83%）、日本（3.26%）等科技领先强国相

比尚有较大差距。特别是基础研究占 R&D 经费投入比重，与发达国家普遍 15%以上的水平相比仍然有着相当大的差距。与此同时，中国的规模以上工业研发投入强度（R&D 经费支出与主营业务收入）一直处于低水平状态，提升速度相对缓慢。这些信息就反映出，无论是从国家战略科技力量角度来看，还是从企业技术创新能力角度来看，与全球处于创新最前沿领先地位的发达国家相比，中国的自主创新能力仍然处于一个相对弱势地位。

从国外方面来看，一是 2020 年爆发的全球新冠疫情对全球乃至中国经济造成的短期巨大负面冲击。虽然中国利用自身特殊的集体主义体制优势率先控制了新冠疫情蔓延和冲击，获得了产业生产能力率先优先恢复的竞争优势，导致进入 2020 年下半年以来中国的出口增长态势一枝独秀，在一定程度上稳定了中国的经济增长动力。但是，随着美国为首的发达国家逐步控制住新冠疫情冲击，美国必然会针对中国的出口优势采取竞争和反制策略，中国的出口高速增长态势难以维持，对今后一段时期内的中国经济短期冲击不容小觑；二是在中国 GDP 规模逐步接近和即将超过美国 GDP 规模 70%的情形下，美国已经将中国界定为全面的战略竞争对手，采取一切战术手段来封锁和遏制中国技术创新的提升机会，全面打压中国的本土高科技跨国企业和中国主导形成的区域产业链体系，寄希望于从遏制中国自主创新能力提升的渠道来限制中国经济增长的内生动力机制。在美国积极利用自身的同盟体系来围堵中国经济增长空间的情形下，中国通过构建自立自强和自主可控的全产链体系，来保障中国最为基本的发展权和产业安全的必要性愈加凸显；三是类似印度这样的新兴大国，试图借助美国为首的发达国家对中国实施的遏制和封锁机会，替代中国的全球“世界工厂”地位。因此，类似印度这样的新兴大国和中国之间的经济产业发展竞争，必将使得中印之间进入重要的竞争摩擦期，中国和印度等新兴大国之间的产业链、供应链和创新链合作协作关系，必将受到难以避免的压力和冲击。

由此，在中国进入十四五规划的开局之年，宏观经济层面所暴露出来的一系列重大问题，意味着必须重点关注和深入分析十四五期间开局之年暴露出的突出矛盾任务。

一方面，面临促进短期经济增速向潜在增速收缩与促进结构性潜在增速稳定和提升之间的政策权衡。在 2021 年的十四五开局之年，中国各级政府均面对两种不同目标导向的策略选择，一种是实施促进短期经济增速向潜在增速收缩的政策集，面对采取短期宏观经济政策来应对中国当前可能面临的经济下行压力，促进中国经济短期增速尽快向潜在增速收敛，消除短期内的 GDP 负向产出缺口。另一种是推进促进结构性经济潜在增速稳定和提升的改革包。客观事实是，从中国当前所处的人均 GDP 发展水平的阶段性特征来看，可能发生了经济潜在增长率“过早过快”下滑苗头的重大现象。针对中国的经济潜在增速而言，具有与自身

经济结构性特征的相互制约、相互支撑的内嵌式基本特性，即不同的经济结构乃至经济结构的内部不同结构、决定着不同水平的经济潜在增速水平，这可被理解为结构性经济潜在增速（张杰，2020）。因此，尽快落实十四五规划中部署的核心结构性改革举措，通过同时推进需求侧和供给侧结构性改革，促进二者之间的相互支撑式新发展模式的形成，减缓中国经济潜在增长率不合理的下滑趋势，甚至塑造在未来一段时期内相对较高水平的经济潜在增长率，乃至在一个较长时期内将之维持或提升到一个较高的稳定合理水平，更应该是中国经济结构性改革的根本性目标。

另一方面，面临如何保障国家经济发展权力安全与实现关键核心技术创新突破的政策权衡。当前，面对美国为首的西方发达国家针对中国本土高科技企业深度参与的全球供应链的围堵和遏制战略，中国已经在十四五规划中，将保障中国经济发展权力安全和本土企业的产业链、供应链安全，提升到国家战略层面的重大发展问题，很显然，保障中国的产业链、供应链安全，已经不仅仅是一个中长期的发展任务，更是中国短期内必须全力以赴应对的重大发展问题。这就带来的一个难题是，要真正保障中国产业链、供应链的国家安全，就必须在短期内实现制约中国重点产业链的“卡脖子”、“掉链子”关键核心技术创新领域的全面突破。然而，其所面临的困局是，这些重点产业链的关键核心技术创新领域突破，完全依靠企业或市场力量是难以完成的。这是因为，从制约中国重点产业链的“卡脖子”、“掉链子”关键核心技术创新领域的内在共性特征来看，普遍具有“持续性的前期巨额创新研发投入+创新链如何向产业链对接转化 +系统性的、专业化、多样化的创新研发团队”的综合性特征，这就导致依靠中国国内的任何单个企业自身力量根本无法在短期内实现突破，只能依靠国家重大科技专项或专门的各级政府产业基金，集合国内乃至部分国外企业实现创新链和产业链的联合攻关才能加以解决。然而，从中长期角度来看，制约中国重点产业链的关键核心技术创新突破以及中国本土企业技术创新能力提升不足的根本因素，仍然在于国家和企业基础研究投入不足、产学研联合体系体制缺失、知识产权保护机制弱化等一系列因素造成的，需要完善和强化市场导向的激励机制。因此，这就必然会带来的问题是，面对保障国家经济发展权力安全的首要需求，迫切要在短期内主动利用和全面强化政府主导的新型举国体制力量，这又可能会削弱甚至制约中国当前正在努力实施的要素市场化改革力量，加剧扭曲要素市场对创新资源的配置效率，从而诱发和引发加大政府投入力量与长期内激发市场机制之间的政策权衡及其引发的改革次序问题。

针对以上十四五期间迫切需要全力应对和逐步解决的核心问题，我们所担心的突出问题是：

一方面，按照中国各级政府制定和实施十四五规划的通行和惯例做法，在五

年规划的第一年制定总体规划以及各项具体执行规划，在五年规划的第二年才开始真正落实规划中的各项举措。而在以往的五年规划实施过程中，这些惯例做法带来的负面问题并不显著。然而，在中国已经全面进入结构性改革深水区的情形下，针对中国在十四五规划期间的各项重大改革举措而言，其核心目标是通过加快推进供给侧结构性改革和需求侧结构性改革，依靠塑造中国作为超大规模经济体中二者之间具有的独特相互联动机制，即“需求拉动供给、供给创造需求”的良性循环发展机制，进而遏制住中国经济潜在增速过早过快下滑的苗头，促进中国结构性经济潜在增速的稳定和提升。因此，这些惯例做法所造成的负面问题就非常突出，很有可能会导致中国各级政府延缓和错失依靠结构性改革推升结构性经济潜在增速的发展契机，迫使中国在愈加复杂的国内外经济形势下面临更大的经济下行压力。

另一方面，将当前阶段中国经济所面临的国内外形势与以往形势相比，尤为具有本质性的差异。尤其是面对美国等西方国家针对中国实施的科技创新全面封锁策略以及针对中国高科技产业和战略新兴产业链的围堵策略，对保障中国经济发展权力安全带来了的巨大挑战，迫切需要中国家各级政府尽一切可能优先采取有效的应对措施。倘若中国各级政府仍然按照以往的五年规划实施逻辑，在 2022 年才全面启动和落实十四五规划的核心政策，或者是中国各级政府仍然将注意力集中在应对 2020 年新冠疫情对地方经济带来的短期负面冲击方面，对切实落实十四五规划既定的核心改革举措重视不够，很有可能造成的问题是，一是在愈加复杂的全球经济发展权“零和博弈”式的残酷竞争格局中，错失中国保障自身产业链、供应链、创新链、技术链安全的战略机会，甚至压缩中国主动应对美国为首的西方发达国家的经济封锁策略自主能力的战略空间，迫使在十四五期间乃至 2035 年期间中国经济高质量发展陷入到更加被动的格局中，二是还有一种可能发生的重要情况是，中国各级政府在采用政府主导型干预政策来促进重点产业链的关键核心技术创新突破的进程中，会进一步固化甚至加剧政府过度干预市场机制的发展体制，从而对中国的要素市场化改革特别是创新要素市场化改革形成阻碍效应，降低中国的结构性经济潜在增长率。

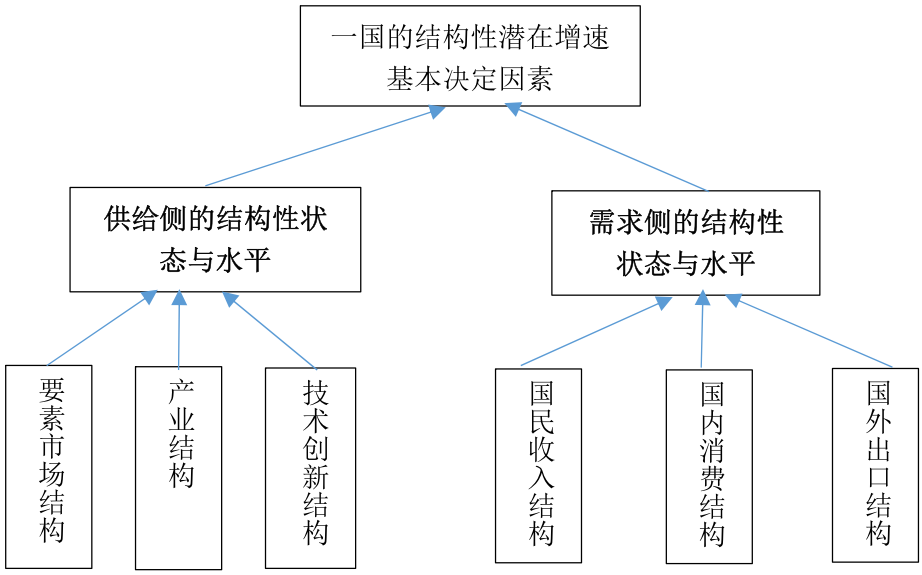
二、重新理解中国十四五期间各项改革任务的立足点：结构性经济潜在增速

十四五期间，中国恰恰处于依靠结构性改革来稳定和提升结构性潜在增速的关键时期。面临处理短期内促进经济增速向潜在增速收敛和依靠深入推进结构性改革来稳定和提升结构性潜在增速的两难权衡问题，因此，如何理解十四五期间各项改革任务的立足点，特别是在统筹考虑当前阶段中国所面临的产业链、供应链、创新链和技术链安全问题，就成为推动中国经济高质量发展的基础性理论和

政策实践问题。面对是尽快促进当前中国短期经济增速向潜在增长率收缩，还是通过加速促进“需求牵引供给、供给创造需求”的更高水平动态平衡的新发展模式形成，创造中国的结构性潜在增长率稳定和提升的机会，这是十四五开局之年需要科学决策和重点关注的重大发展任务。我们认为，以短期尽快开启和推进结构性改革来促进长期结构性潜在增长率稳定和提升，这是十四五期间中国所有经济工作任务的基本立场和首要任务。

理解中国经济的基础就在于如何构建结构性经济潜在增速的理论假说。按照既有的西方经济学理论体系，针对国家层面的经济潜在增长率（自然增长率），定义为“是指一国（或地区）经济所能生产出的最大数量产品和劳务总量的增长率，或者说一国（或地区）在各种要素资源得到最优和充分配置条件下，所能达到的最大经济增长率”。这里定义的广义资源概念，既包括各种自然资源，也包括人力资源、技术进步能力以及国家或企业层面管理能力，还包括制度安排和经济政策。然而，这个理论假说体系的一个严格假设前提，就是该国的经济体中不存在任何结构性改革的空间，已经处于市场经济的最优状态。很显然，这个理论假说应该最适合于解释处于市场机制较为完善状态中的发达经济体，而面对那些始终处于结构性变化和改革进程中的发展中国家而言，该理论假说的解释力就面临极大的问题和挑战。

我们提出的理论假说是结构性潜在增速概念，其核心是认为针对那些发展中国家而言，一国的经济潜在增速是始终处于动态变化过程之中，而导致经济潜在增速呈现动态变化特征的决定性因素，是一国具有不同状态水平的经济结构特征。其核心逻辑就是，一国包含供给侧结构性和需求侧结构性水平状态信息的总经济结构特征及其动态变化特征，决定了一国具有动态变化特性的经济潜在增速。



其中，一国的结构性潜在增速基本决定因素，可以分解为“供给侧的结构性

状态与水平+需求侧的结构性状态与水平”，而供给侧的结构性状态与水平可进一步分解为“要素市场结构+产业结构+技术创新结构”。一方面，就一国的产业结构而言，核心问题在于两个层面：一是一国的制造业增加值占 GDP 比重决定着结构性潜在增速。稳定制造业增加值占 GDP 比重，就意味着将一国的结构性潜在增速维持在一个合理水平。二是第三产业部门中与实体经济需求紧密结合的高端生产性服务业增加值占第三产增加值比重，稳定该比重，就可以通过促进以制造业为主的实体经济部门和高端生产性服务业相互支撑型发展模式的形成，稳定一国的结构性潜在增速水平。相反，如果发生了第三产业部门中的金融泡沫化现象以及房地产泡沫现象，则很有可能降低一国的结构性潜在增速水平。另一方面，就要素市场结构而言，其是连接要素链和创新链、要素链和产业链、要素链和供应链的核心枢纽，决定着企业技术创新能力的成本和效率，也决定着国家产业结构的基本能力和运行效率，因此，是决定一国的结构性潜在增速水平的核心因素。针对技术创新结构而言，也可以区分为国家战略科技力量和企业技术创新能力这两个因素，其中，国家战略科技力量决定一国的原始创新、基础研究能力，乃至颠覆性技术创新和关键共性技术创新能力，进而决定了一国高端制造业和战略性新兴产业的全球竞争优势，从长期角度决定一国的经济潜在增速；而企业技术创新能力决定了企业创造附加值能力，从短期角度决定一国的经济潜在增速。

对比来看，需求侧的结构性状态与水平则可进一步分解为“初次收入分配结构+再次收入分配结构+国内消费结构+国外出口结构”。

首先，就一国的国民收入结构而言，其可以区分为初次收入分配结构和再次收入分配结构两个层次。具体来看，初次收入分配结构受制于一国的企业生产效率和人力资本积累能力，而再次收入分配结构则受制于一国的社会制度、价值观体系和政府干预经济能力。需要额外注意的是，市场竞争机制的强化以及金融市场的发展，不仅仅没有缓解一国初次收入分配结构的不同居民收入不平等差距，相反，市场竞争机制通过各种形式的垄断效应和“马太效应”，使得社会利润向少数优势企业和群体集中，一国的居民不平等现象持续扩大。而且，金融市场的发展和金融资本的兴起，充分激发了“钱生钱”、“金融市场‘创造’财富”的独特分配作用，抑制了“劳动创造财富”、“人力资本创造财富”、“创新创造财富”等社会激励机制，使得全球各国均进入了收入不平等持续扩大的发展阶段。全球普遍的收入不平等问题，已经成为阻碍人类社会文明进步的“超级困局”，而持续扩大的收入不平等，又必然使得有效需求不足长期成为制约一国经济增长内生动力不足的最根本因素，使得有效需求不足成为束缚和阻碍一国经济潜在增速水平可持续提升的最突出因素。更为重要的是，现代国家创造出试图利用政府行为来干预收入不平等的国民再次分配机制，然而，从全球各国普遍的实施效果来看，似乎仍未探索出一条有效解决收入不平等的国民再次分配机制。强制性的税收转

移机制、国家补贴行为以及高福利主义，不仅没有彻底解决国家的收入不平等问题，相反，却在相当程度上削弱了社会**“劳动创造财富”、“人力资本创造财富”、“创新创造财富”等社会激励机制，进一步地抑制了供给侧的经济潜在增速能力。**

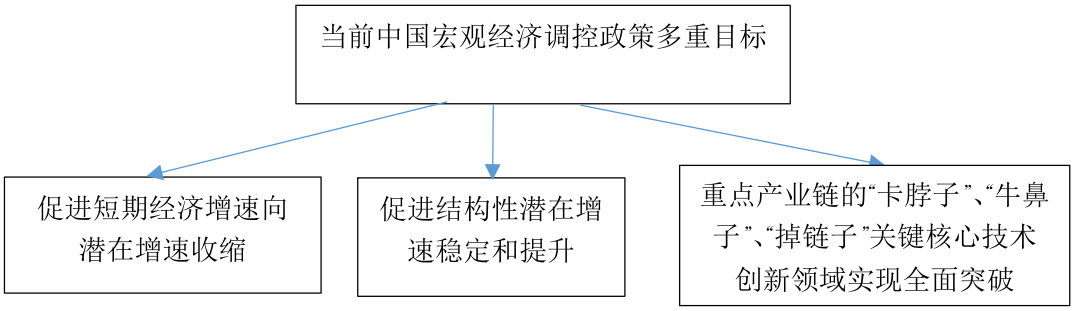
其次，就一国的国内消费结构而言，从一般逻辑来看，消费结构可以通过影响需求结构，借助“需求决定供给”和“需求引致创新”机制，传导到一国供给结构中的产业结构和技术创新结构，进而对一国的经济潜在增速造成难以忽略的阻碍性影响。这里，需要注意的基本逻辑是，针对发达国家而言，由于国民人均收入处于相对较高水平，“供给创造需求”机制可能在国民经济运行中起到主导作用，特别是在发达国家占据全球高端消费市场的情形下，这种主导作用更为明显。而针对那些发展中国家而言，由于国民人均收入普遍处于相对较低水平，“需求决定供给”机制更有可能在国民经济运行中起到核心作用。而且，更为重要的是，对于中国这样的超大规模经济来说，具有小国经济体无法具备的本土市场需求规模经济和范围经济效应优势以及独特的“需求引致创新”的发展机制，可以不依赖全球的出口市场，形成本国的高端产业链体系和本土企业的技术创新能力提升空间，进而构建“本土市场需求空间→本国全产业链和创新链体系发展空间→推动本国经济结构持续性的转型升级→维持较高水平的结构性经济潜在增速”一国的其不仅仅受制于一国的国民收入结构，也与一国的人均可支配收入水平和中等收入群体比重直接相关，更与一国的文化传统所蕴含的储蓄习惯和养老模式紧密相关。因此，从这层含义来看，一国的消费结构必然是一个难以短期内有效调整和改变的制度性变量，进而成为影响一国的结构性经济潜在增长率的“木桶效应”的“关键短板”。客观事实是，既有研究均忽略了消费结构对一国经济潜在增长率的关键制约效应，也忽略了主动推动消费结构调整变化对一国经济潜在增长率稳定和提升的决定性作用，进而成为一国经济潜在增长率“过早过快”下滑的主要动因、

最后，针对国外出口结构来说，本质上反映了国外消费结构和本国产业全球竞争优势的双重特征。然而，其对一国国内经济潜在增长率的影响却有着较为复杂的作用效应。一方面，对于那些发达国家而言，可以凭借自身领先的自主创新能力和全球跨国公司，抢占和垄断全球产品市场的高端部分或全球价值链体系中的高技术含量、高附加值环节，促进本国的高端出口结构和经济潜在增长率之间的良性互动机制形成，另一方面，对于那些发展中国家而言，发达国家的跨国公司基于自身追求全球生产成本最小化和全球销售市场规模最大化的内在动机，将产品链中的低技术含量、低附加值的劳动密集型、要素禀赋型生产制造组装环节转移到发展中国家，从而推动了以产品链分工和中间产品贸易为主要特征的全球价值链体系的形成。由于发达国家始终遵循将参与全球价值链分工和贸易体系的

发展中国家控制和压制在低端环节的全球经济治理机制，这就可能既造成发展中国家出口结构的优化升级遇到难以遏制的外部强大阻碍因素，也会迫使那些依赖出口导向的发展中国家陷入到低端锁定出口结构成为诱使本国经济潜在增长率处于过早过快下滑态势的恶性发展路径之中。

三、科学把握十四五期间经济调控目标之间的次序逻辑和内在联系

遵循我们以上提出的结构性经济潜在增长率理论假说体系，可以得出的一个基本判断是，在十四五期间，当前的中国宏观经济政策，实质上面临三个最为根本性的目标选择，一是短期内促进短期经济增速向潜在增速收缩，将全球新冠疫情带来的负面冲击对中国造成的负向产出缺口快速调整为零；二是扎实推进各个领域的结构性改革，在有效促进创新型国家建设的基础上，稳定制造业增加值占GDP 比重，进而稳定和促进中国结构性经济潜在增长率的提升；三是面对美国为首的西方发达国家针对中国实施的技术封锁遏制和产业链围堵策略，迫切需要针对重点产业链的“卡脖子”、“牛鼻子”、“掉链子”关键核心技术创新领域实现全面突破，加快构建自主可控、自立自强的产业链、供应链、创新链、技术链体系。



第一，依靠加快促进综合性的结构性改革促进结构性潜在增速稳定和提升，是十四五期间中国经济调整政策的核心立足点，确立“以结构性改革换取中长期稳定增长动力”的发展模式。全球新冠疫情对中国经济造成的短期负向产出缺口，已经在中国新冠疫情得到有效控制的前提下发生了显著减小和向潜在增速收敛现象，我们预计，在 2021 年第二季度或第三季度，中国 GDP 实际增速可能就会接近 6%左右的经济潜在增速。按照我们的统计研究，在 2021 至 2035 年期间，中国存在将经济潜在增长率稳定在 5.5%-6%的概率空间，而在 2035 年至 2050 年期间，则存在将经济潜在增长率稳定在 4.5%-5%的概率空间。基于如此事实，我们认为，在十四五开局之年乃至整个十四五期间，中国宏观经济政策的核心目标，应该是将促进短期经济增速向潜在增速收敛，全面转向稳定和提升结构性潜在增长率。从中央到地方的中国各级政府经济政策，不可再一味纠结于短期内促进经济增速向潜在增速收缩的政策组合，而是均应该聚焦到如何通过全面启动和纵深

推进重点领域的结构性改革乃至系统性的结构性改革，通过坚决推进供给侧结构性改革和需求侧结构性改革，通过稳定和提升制造业增加值占 GDP 比重，通过打造围绕实体经济部门高质量发展需求相匹配的现代金融体系，通过构建与实体经济部门高质量发展需求相匹配的高端生产性服务业体系，破除各种机制体制性障碍、制度藩篱和利益桎梏，加快塑造新发展格局下的更高水平、更具有稳定性，更具有韧性的结构性经济潜在增长率。

第二，解决重点产业链的“卡脖子”关键核心技术创新全面突破目标，必须依靠推进综合性的科技创新机制体制改革，而不能简单回归政府完全主导模式，树立“以科技创新机制体制改革谋求关键核心技术创新突破自立自强能力”的发展模式。面对当前特殊时期中国所遭受的以产业链、供应链、创新链、技术链为主要特征的经济发展安全问题，在十四五期间，中国各级政府必须将全面启动针对重点产业链的“卡脖子”关键核心技术创新突破工程，作为今后一段时期内的工作重点任务。通过国家主导和市场配合机制，在重点产业链的“卡脖子”关键核心技术创新领域实现全面突破，这是中国当前应对美国为首的发达国家同盟体系对中国实施的科技创新封锁和遏制策略、保障自身发展利益和发展权利、维护国家经济安全的核心举措。然而，这就带来的一个无法忽略的问题，是全面采取政府完全主导的模式，来启动破解“卡脖子”关键核心技术创新工程，还是优先依靠综合性的科技创新机制体制改革，通过培育产学研政四类主体有机结合、政府和市场功能充分融合的新型举国体制，从根本上创造出来具有中国特色的重点产业链的“卡脖子”关键核心技术创新全面突破的新模式。实质上，剖析导致中国在某些重点产业链的关键核心技术创新领域出现被“卡脖子”现象的内在原因，既存在中国对国家战略科技力量领域的理解相对狭隘的原因，也存在不同类型企业、科研机构、政府之间没有形成协作合力体系的重要原因。前者主要表现在，中国的中央政府财政投入主要集中在重大科学发现和重大科学工程方面，而地方政府财政主要集中在补贴、奖励、返还为主要形式的招商引资竞争和产业产能扩张方面，面向高科技产业和战略性新兴产业培育和发展导向的基础研究、应用基础研究以及颠覆性技术创新、关键共性技术创新领域的财政投入远远不足。后者主要表现在，迄今为止，中国并未构建出一个能够有效对接和满足高科技产业和战略性新兴产业培育和发展多层次、多样化需求的、基于产业链、供应链、创新链和技术链协同合作的不同类型企业、科研机构、政府之间的协作体系。事实上，中国行业内企业之间进行同质化竞争，而不是基于产业链分工体系进行合作协作；科研机构的多数研究在相当程度上脱离高科技产业和战略性新兴产业发展需求；而政府官员在锦标赛晋升激励机制驱使下奉行的短期 GDP 至上主义行为逻辑，从根本上不会有内在动力去关注解决重点产业链的“卡脖子”关键核心技术创新突破问题。因此，阻碍中国科技创新能力自立自强的核心因素，仍然在于基于产业

链、供应链、创新链和技术链协同合作的不同类型企业、科研机构、政府之间的新型协作体系之间，存在难以忽略的各种机制体制性障碍，这是综合性的科技创新机制体制改革的核心任务。

第三，推进关键要素市场的结构性改革任务是中国当前经济结构性改革的首要目标，是推动中国结构性经济潜在增长稳定在合理水平乃至恢复到更高合理水平的基础性工作。当前，中国在推进市场化改革进程中，始终面临的一个发展困局是产品市场的市场化改革进程要快于关键要素市场的市场化改革进程，这就导致中国经济发展过程中出现了“要素市场化改革滞后”现象甚至“要素市场扭曲效应”。特别是在金融市场化改革、劳动力市场化改革以及土地市场化改革等核心要素方面，存在典型的政府不合理干预乃至过度干预造成的要素市场化改革相对滞后现象。中国各级政府对类似金融、劳动力和土地等关键要素市场的普遍干预和控制行为和内在逻辑，是与中国独特的经济增长模式密切相关的。在中国处于经济增长的起飞阶段，政府对某些关键要素市场的干预和控制行为，可以降低由于要素资源的绝对私人所有产权化，带来的要素资源转化为公共产品过程中的征用和开发成本过高困局，进而可以较大幅度降低开发和发展产业特别是制造业的制度性交易成本，有利于获得发展劳动密集型制造业集群的全球低成本竞争优势，有效利用全球出口市场来获得经济起飞的综合优势。然而，在中国经济由要素粗放型增长模式全面转向创新驱动发展模式的进程中，创新产生的私人所有性质产权，需要系统性的知识产权保护制度来加以激励。创新背后孕育的高技术产业和战略性新兴产业，需要有效的多层次金融市场体系和人力资本体系来加以支撑。而且，政府控制的土地资源所有权，成为多数地方政府弥补财政赤字的重要来源，进而成为推高中国房地产价格的重要因素。相对过快增长的房地产价格，创造了的中国特色的“房奴”阶层，严重控制和挤占了中国中等收入群体的多样化消费能力，是造成中国有效需求相对不足的直接诱因，进而直接制约和阻碍了中国内需驱动增长模式的形成。因此，全面推进金融市场、土地市场等关键要素市场的市场化改革，决定着中国的结构性经济潜在增长能否稳定在一个合理水平，决定着中国经济能否在未来的 30 年保持较高水平的 GDP 增速，从而最终实现在 21 世纪中叶中国人均 GDP 达到中等发达国家平均水平的既定发展目标。

第四，强化在具有公共外部性的基础研究、应用基础研究、颠覆性技术创新、关键共性技术创新等领域的政府投入力量，尽快布局“国家战略科技力量+企业技术创新能力”的新融合发展体系是十四五开局之间的重点任务。十四五规划明确制定了中国建设创新型国家前列的战略目标，核心在于布局“国家战略科技力量+企业技术创新能力”宏观和微观两个层面协调、贯通、融合发展的创新体系。具体来看，国家战略科技力量应该聚焦以下四个层次的具体工作：第一层次：整合优化科技资源配置。加快培育以国家实验室为引领的战略科技力量，布局国家

工程研究中心、国家技术创新中心等创新基地；第二层次：坚强原创性引领性科技攻关。针对那些事关国家经济安全和产业链稳定的基础核心领域，战略性科学计划和科学工程，实施一批前瞻性、战略性的国家重大科技项目，重点产业链的关键核心技术创新突破项目；第三层次：持之以恒加强基础研究。制定实施基础研究十年行动计划、重点布局一批基础学科研究中心。强化政府投入，实施企业基础研究减税抵免政策，完成十四五末全社会基础研究投入占 R&D 经费支出比重达到 8%以上的目标；第四层次：建设重大科技创新平台。建设三个国家科技创新中心城市、四个综合性国家科学中心、若干区域科技创新中心。同时，全面提升和强化国家自主创新示范区、高新技术产业开发区、经济技术开发区的创新功能。针对企业技术创新能力而言，应该聚焦两个方面的具体工作，一方面，激励企业从应用基础研究到工程化研究、产业化研究环节方面的持续性投入，特别是培育企业在基础研究方面的可持续投入，鼓励企业成为基础研究方面的投入主体；另一方面，加快布局按照产业链分工协作关系特征布局的大中小企业协同合作体系，打造具有中国特色、中国优势的创新链和产业链深度融合的世界级先进制造集群，尤其要发挥大企业在产业链创新方面的引领支撑作用，支持创新型中小微企业成长为产业链的创新重要发源地，通过打造新型共性技术平台，集中解决跨行业跨领域关键共性技术的问题，强化中国的世界级先进集群竞争优势。

四、当前阶段中国经济政策的重点任务与重要改革取向

第一，高度重视十四五开局之年的促进短期经济增速向潜在增速收缩与促进结构性潜在增速稳定和提升之间政策权衡的独特性和重要性，明确“促进结构性潜在增速稳定和提升政策”优先于“促进短期经济增速向潜在增速收缩”的新发展理念。中国各级政府不可再简单纠结于能否尽快推动促进短期经济增速向潜在增速收缩的政策组合，切不可再陷入一味采取应对全球新冠疫情冲击的政策组合，而是要牢牢树立加快落实十四五规划制定的各项重大结构性改革战略事项的新发展理念，彻底摆脱地方政府以往沿袭的五年规划开局之年的惰性思维逻辑和行动滞后现象。当前在中国宏观经济发展进程中，暴露出的本质问题仍然是经济潜在增速过早过快下滑现象，中国仍然具有依靠一系列深层次的结构性改革来稳定和提升结构性经济潜在增长率的发展空间，从而保证中国在未来一段时期内仍然具有将 GDP 实际增速维持在一个合理较高水平的战略发展机遇期。因此，我们认为，中国当前的宏观经济政策核心目标，要全面转向通过实施结构性改革来稳定和提升结构性经济潜在增长率的新发展阶段。

第二，必须将保障当前和未来的国家经济发展权力安全和产业链安全，作为今后一段时期内中国宏观经济政策乃至产业政策的基础性目标。表面上来看，中国所面临的重点产业链领域的一系列“卡脖子”的关键核心技术创新能否自主突破问题，是企业自立自强的技术创新能力整体不强造成的，而从深层次角度来看，

这是与中国在科技创新机制体制领域的结构性改革动力不足乃至改革进程严重滞后这个核心因素直接相关。而且，在中国各级政府实施和落实重点产业链领域的“卡脖子”关键核心技术创新自主突破的策略中，容易陷入到一味依靠政府主导和完全依赖政府财政资金投入的旧有逻辑，从而迫使中国进一步陷入到“政府主导模式→微观企业自主创新能力缺失→关键核心技术创新自主突破能力弱化→更加依赖政府主导模式”的恶性循环路径之中。当然，在西方发达国家已经通过产业链联盟方式全面占据先发优势和垄断地位的前提下，如果一味迷信市场机制，也很有可能会陷入到“市场竞争优势落后→微观企业自主投入动力不足→市场竞争优势持续落后”的恶性循环路径之中。因此，我们建议，针对中国当前的科技创新机制体制领域的结构性改革任务，主动探索和创造出一条政府和企业之间、领头企业和中小企业之间、创新链和产业链之间协作协同的新型举国体制模式，充分营造和激发针对国家重大科技项目和产业链关键共性技术创新重大工程项目的因地制宜、因产施策的“揭榜挂帅”、“赛马”新机制，必然是十四五期间中国各级政府必须放在核心位置的主要工作任务。

第三，必须将推进关键要素市场化改革，毫不动摇地作为十四五期间中国各级政府经济改革的首要目标。事实上，中国各级政府在推进关键要素市场化改革的进程中，主要的阻力来源于地方政府官员在控制和干预某些关键要素市场进程中形成的部门利益甚至个体寻租利益，这就导致了即便中央政府下决心推动关键要素市场的结构性改革，但是，这些改革举措在落实到地方政府层面，必须遇到短期内难以克服的诸多方面的机制体制性障碍乃至利益集团阻力，导致地方政府的要素市场化进程难以服从和满足地区经济一体化进程和构建全国统一大市场战略布局的内在需求。而要素市场的地区割裂化和非一致性特征，必然影响到中国关键要素资源的市场化配置效率，进而成为导致中国经济潜在增长率持续下滑的重要因素。因此，我们认为，中国今后的要素市场改革可以聚焦于以下三个方面：一是加快构建与建设创新型国家和提升企业技术创新能力需求相匹配的多层次、多样化、直接融资占优的现代金融体系，尤其是要逐步开放间接融资功能主导的银行体系的混合经营功能，积极发展能够匹配全创新链、全产业链周期融资需求的全能银行体制和地方性中小商业银行体系；二是通过将地方政府土地出让金收入收归税收部门，由中央统筹安排支配，可以在一定程度上缓解地方政府依赖控制土地出让攫取土地利益最大化，进而通过推高地方房价抑制地方消费能力和地方企业投机化的内在激励机制，从而为地方推进结构性改革奠定良好环境；三是鼓励将培育和强化自立自强的自主创新能力以及促进以产业链主要载体的本土企业技术创新能力提升，设定为地方经济发展最为重要的要素资源，设定为地方经济高质量发展的重要目标。

第四，将稳定各地区之间的制造业增加值占 GDP 比重，作为十四五期间中国

各级政府经济高质量发展的核心目标，作为检验中国各级政府推进结构性改革效果的基准尺度。正如我们的前文分析逻辑，保持制造业增加值占 GDP 比重处于合理水平，是影响一国结构性经济潜在增长率的重要因素。将之缩小到地区尺度角度来看，能否维持中国不同地区内的制造业增加值占 GDP 比重处于合理水平，也是影响不同地区内的结构性经济潜在增长率的重要因素。因此，我们建议，在十四五期间，从国家层面来看，可考虑将制造业增加值占 GDP 比重设定稳定在 27%左右。从不同地方和区域层面来看，也可以考虑将制造业增加值占 GDP 比重因地制宜地稳定在相应的合理水平。

第五，加快构建“国家战略科技力量+企业技术创新能力”深度融合的创新驱动发展机制，将之作为十四五期间中国各级政府的核心工作目标。彻底打破中国各级政府在布局国家战略科技力量和提升企业技术创新能力之间分离和割裂状态的顽疾，贯通从国家战略科技力量到企业技术创新能力之间的各种机制体制性障碍，构建具有中国特色的“国家战略科技力量+企业技术创新能力”深度融合体系，这是从长期建设中国成为创新型国家领先地位的关键途径。为此，我们建议，在十四五期间，一方面，通过构建科研机构和企业联合协作的基础研究和应用基础研究新型体系，将基础研究占 R&D 经费支出比重快速提高到 8%以上。尤其要将北京、上海和粤港澳大湾区等国际科技创新中心的基础研究占 R&D 经费支出比重提高到 15%以上；另一方面，仍然要将鼓励企业特别是工业企业的 R&D 经费支出占主营业务收入提高到 2.0%以上，特别是要将高科技产业和战略性新兴产业的 R&D 经费支出占主营业务收入提高到 3.0%以上，培育一批真正具有全球创新领先优势的中国本土高科技跨国企业。

分报告二

疫情后就业的结构性变化

丁守海

摘要：疫情后中国劳动力市场会呈如下五个维度的结构性变化：1、机器取代人会进一步加速，技术性失业会加剧：一方面，大量的重体力操作性岗位消失，低技能劳动力面临失业风险；另一方面，高技能劳动力短缺，很多岗位虚位以待。2、产业间就业非均衡现象会愈演愈烈，以纺织业为代表的劳动密集型产业不断排斥劳动力；以重化工业为代表的资本密集型产业也不容乐观；以电气和机械为代表的资本技术密集型产业就业向好；以计算机、IT、人工智能为代表的知识技术密集型产业就业形势蓬勃向上。3、地区间就业失衡现象仍会持续，但会发生如下转向，即从过去东中西三地就业形势落差为主转为南北地区的就业落差为主，其中，东北地区就业形势堪忧，而东中西三地趋于收敛。4、分群体看，农民工和大学生就业问题是最大的两个焦点。由于农民工大龄化问题愈显突出，40 岁以上农民工占比过半，越来越多的农民工将无法胜任传统产业的作业要求，如果人力资本不能及时转型，那么将面临较大的再就业挑战。另一方面，大学生就业压力会不断累积，鉴于产业结构升级难题、高等教育供给错位等诸多因素的作用，大学生就业压力在短期内难以得到根本解决。5、疫情加快了全民生活的数字化转型，这一趋势在疫情后得以延续，并

催生了新就业形态的发展，传统就业模式在一定程度上正在让位于以网约工为代表的新就业形态。作为一个新生事物，它正在挑战传统的劳动规制政策。如何保障数千万新就业形态从业者的劳动者权益，兼顾就业机会和就业质量，正成为一个迫切的时代话题。

一、技术性失业将加剧

鉴于疫情期间劳动供给的风险，很多企业加快了技术取代人的步伐，而设备一旦上马，就不可拆除，技术性失业问题由此会持续发生。典型的例子就是工业企业采用生产机器人，服务业企业则采用无接触化服务设备。疫情后机器人普及的趋势并没有戛然而止，而是继续，甚至还在加速。就以工业机器人为例，如图1所示，2020年9月单月产量就突破2万套，增速超过50%；2020年12月突破3万套；2020年疫情过后，产量增速非但没有放缓，还在加快。2021年3月达到3.3万套。

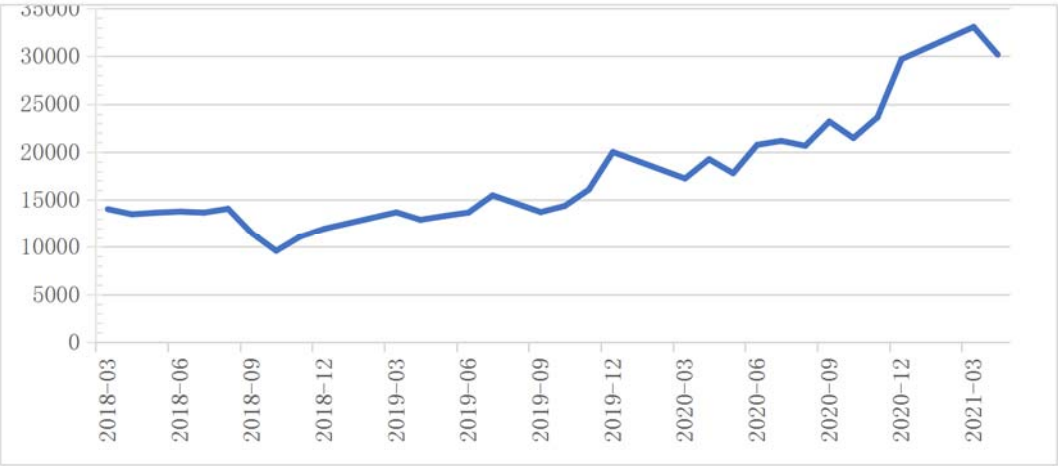


图1 工业机器人产量当月值（套）

再以服务业机器人为例。2020年服务机器人的销售增速超过20%，其中，专业服务机器人增速达24%。在这些专业机器人中，47%是医疗机器人，17%是物流机器人，12%是农业机器人，24%是其他，其中，增速最大的是物流机器人，增幅达110%。毫无疑问，这些专业服务机器人对就业的伤害是很大的。2021年服务机器人继续高歌猛进，3月份，服务机器人产量同比增速超过100%，4月份也达到91%，当月新增70万套。

未来，中国机器人普及还有很大的空间，新冠疫情只是启动了加速的按钮。仍以工业机器人为例，根据国际机器人联合会发布的数据，世界平均使用密度为113台/万人，新加坡为981台/万人，韩国为855台/万人，日本为364台/万人，

我国只有 187 台/万人，虽然高于全球平均水平，但相较于发达国家，还是很低。未来随着人工成本的上升，以及新冠疫情诱发的人们对突发情况下劳动力供给的不确定性的恐惧，机器人普及可能还会向纵深推进。

显然，自动化设备的普及会大面积取代那些传统的操作性就业岗位，并加剧低技能劳动群体的失业问题。按孙文凯（2018）的估计，未来 20-30 年时间内，中国至少有 2 亿传统就业岗位被取代，每年吞噬掉近千万个岗位。如果这些岗位的原从业者不能及时转换人力资本以适应新的技术演进趋势的要求，那么他们将面临严重的失业威胁。

当然，自动化设备的普及也会创造出新的就业岗位，典型如：1、人工智能研究员、程序员、生产人员、服务人员、维修人员等。2、由于人工智能目前还无法复制非常规能力，比如说分析能力、人际交往能力等，那些非常规工作岗位的就业份额和能力溢价会上升。3、人工智能与其他行业碰撞产生的新业态和新商业模式，催生新的就业岗位。但这些岗位对从业者的技能要求都更高，就以最简单的第三类人员为例，如果不会使用智能手机 APP，连外卖都送不了，更不用谈前两类了。从目前来看，高技能人才缺口还很大，比如按 2020 年《人工智能产业人才发展报告（2019-2020》所提供的数据，若人工智能核心产业规模按当年 1500 亿元的规划目标计算，人工智能产业的人才缺口也有近 30 万人，特定岗位更严重，比如芯片设计、机器学习、自然语言处理的人才供需比分别只有 0.37、0.23、0.2，计算机视觉、智能语音更是只有 0.09 和 0.08。

一方面，大量的低技能劳动力无业可就；另一方面，大量的高技能就业岗位虚位以待，这就是技术演进中典型的结构性失业的场景。

二、产业间就业不均衡现象仍会延续

结构性就业矛盾的主要决定因素是产业演进规律，像疫情这样的临时冲击则充当催化剂的作用。如果一个产业是未来主导产业，那么，疫情影响会很快烟消云散；反之，如果一个产业要被改造甚至颠覆，疫情影响就可能会被持续强化。劳动需求是引致性需求，产业间发展的非均衡必然会衍生出就业的非均衡。

从历史来看，一国主导产业的演进顺序大致是从劳动密集型产业（如纺织业）到资本密集型产业（如重化工业），再到资本技术密集型产业（如汽车或家电），最后是知识技术密集型产业（如计算机、IT、新材料）（刘志彪，1996）。在这一过程中，要素投入结构的变化牵引着就业结构的变化。这是我们判断疫情后哪些产业仍将面临就业阵痛的标尺。

表 1 清晰地验证了上述判断。按工业企业平均用工人数当月累计值的净增量计算，制造业十大细分行业在 2020 年疫情期间均出现就业量大幅下滑，特别是一季度疫情最严重的时期，但到当年 12 月份，随着疫情得到有效控制，计算机、通信和其他电子设备制造业的就业就迅速止跌反升，同比增加近 20 万人，其他

产业则还在继续回落。至 2021 年 4 月，汽车制造、电气机械和器材制造、金属制品业等资本技术密集型行业也加入到就业回升的行列，唯有纺织业、纺织服装和服饰业、皮革皮毛羽毛及其制品业和制鞋业、采矿业等就业量仍在大幅回落。

表 1 制造业十大细分行业就业量同比增减值（累计，万人）

	2020-02	2020-04	2020-12	2021-04
汽车制造业	-46.0	-30.4	-14.9	6.3
计算机、通信和其他电子设备制造业	-44.3	-8.8	19.6	29.7
采矿业	-36.3	-19.2	-24.1	-18.3
纺织服装、服饰业	-31.9	-31.1	-35.3	-17.3
电气机械和器材制造业	-29.1	-20.1	-4.5	30.7
非金属矿物制品业	-26.2	-16.9	-13.4	6.7
农副食品加工业	-24.2	-16.9	-15.8	-0.7
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-23	-25.1	-27.6	-10.9
金属制品业	-22.7	-12.5	-9.4	9.6
纺织业	-22.1	-19.6	-18.3	-8.4

注：数据源自国家统计局网站并经计算得出。

服务业也显示出类似的趋势，凡符合产业演进规律的新兴服务业，疫情后仍延续“强者恒强”的发展势头，其典型代表是信息传输、软件和信息技术服务业，2020 年全年均保持在 13%以上的高位增长，2021 一季度再创新高，达到 21.2%。而以住宿餐饮、批发零售等为代表的传统服务业则经历了较大的波动。

表 2 服务业各细分行业增加值的同比增速（%）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
批发和零售业	-17.8	1.2	3.1	6.3	26.6
交通运输、仓储和邮政业	-14.0	1.7	3.9	7.6	32.1
住宿和餐饮业	-35.3	-18.0	-5.1	2.7	43.7
金融业	6.0	7.2	7.9	7.0	5.4
房地产业	-6.1	4.1	6.3	6.7	21.4
信息传输、软件和信息技术服务业	13.2	15.7	18.8	19.7	21.2
租赁和商务服务业	-9.4	-8.0	-6.9	2.2	7.9
其他行业	-1.8	-0.9	2.3	4.5	8.8

注：数据源自 wind 数据库。

上述产业演进是市场内生力量的作用结果，除此之外，政府的外力作用也会加剧产业间的就业更迭，供给侧结构性改革就是一个典型的例子。2021 年为了尽快从疫情冲击中走出来，中国政府制定了 6%以上的增长目标，但这并不是以重走高消耗、高污染的老路为代价的，恰恰相反，供给侧结构性改革仍会一如既往地推进。正如李克强总理在 2021 年政府工作报告中提到的：“加强污染防治和生态建设，持续改善环境质量。深入实施可持续发展战略，巩固蓝天、碧水、净

土保卫战成果，促进生产生活方式绿色转型。……扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构”。钢铁、煤炭、水泥、电解铝等传统行业仍会面临较大的就业压力，而一些新兴的节能、环保产业的就业规模会不断壮大。

三、南北就业失衡扩大，东中西地区渐趋收敛

过去我国区域发展差距主要体现在东中西三地之间，现在这一差距仍在存在，但在此基础上又叠加了南北差距的扩大，特别是自供给侧结构性改革以来，传统产业集聚的北方多省普遍遇到了发展的瓶颈，其中尤其以东北地区为甚；相反，南方多地的发展势头迅猛。近年来南方多个省份的 GDP 增速超过全国平均水平，这个趋势一致持续到疫情之后，就以 2021 年一季度为例，有 8 个省的经济增速跑赢全国平均水平，它们主要分布在南方地区，除湖北情况比较特殊而高达 58.3%之外，其他省份如海南达 19.8%，浙江达到 19.5%，江苏达 19.2%，安徽达 18.7%，安徽 GDP 一季度 GDP 已超越上海，挤进全国十强。相反，东北三省继续垫底，辽宁、黑龙江分别只有 12.9%和 12.4%，吉林稍好一些，但也只有 14.9%，远低于全国 18.3%的平均水平。可以说，在一定程度上，东中西差距问题已取代传统的南北差距问题成为制约我国区域均衡发展的瓶颈。

区域发展差距的这种变化必将反应到就业上。现在东中西地区经济发展水平虽然还有一定差距，但就业形势的差距已经大大缩小，反观南北地区，不仅经济发展水平的差距在扩大，就业形势的差距也在同步扩大。就以各地企业用工景气指数为例，如图 2 所示，自 2017 年以来除东北外的其他三个地区已渐趋收敛，东北地区则一直明显低于其他三个地区，这个趋势贯穿疫情始终，未因疫情得到控制而变好。在疫情最严重的 2020 年一季度，全国平均用工景气指数为 95.2，中部地区最好，为 100；西部地区次之，为 99.3；东部地区再次之，为 93；东北最差，只有 90.6。待疫情过后，东北的就业形势仍旧垫底，2021 年一季度，全国平均用工指数为 106.1，东部地区略微领先，为 106.7，中西部地区略低，均为 105.7，东北地区只有 103。

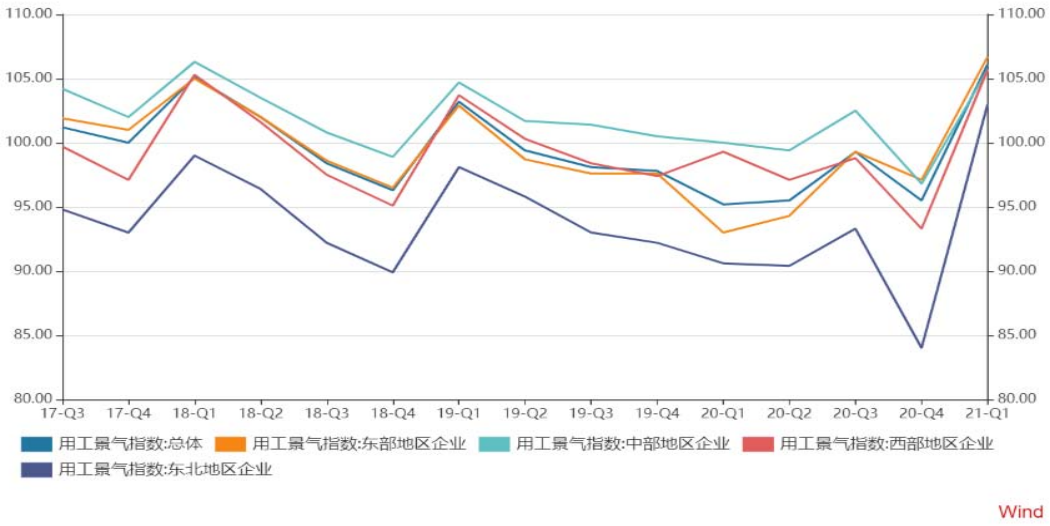


图 2 各地企业的用工景气指数

四、农民工就业压力渐升，大学生就业难题不减

我国就业压力主要集中在四类群体中，即农民工、大学毕业生、退伍军人和就业困难人员，规模分别为 2.9 亿、900 万、50 万、200 万。

2020 年新冠疫情对农民工就业产生了较大冲击，农民工人数一度减少 517 万人，降至 2.86 亿人。随着疫情得到有效控制，农民工的就业难题得到了缓解。但放眼未来，农民工的就业压力仍会比较吃紧，主要是因为他们主要从事低技能、重体力劳动的工作，比如，有 27.3%的农民工从事制造业工作，18.3%的农民工从事建筑业工作。另一方面，农民工大龄化问题日益突出，数据显示，50 岁以上农民工占比达到 26.4%、41-50 岁农民工占比达 24.2%，可见，41 岁以上农民工占比已经超过 50%，绝对数接近 1.5 亿，他们很难继续胜任繁重体力劳动。人工智能、机器人可能会率先取代他们，鉴于该群体的学历普遍较低、学习能力普遍较弱，人力资本转型也较困难，他们将较难适应新的就业岗位的要求，甚至包括送外卖、开网约车等新就业形态的工作。需注意的是，近年来随着城镇化建设的推进，很多农民工已经失地。如果在城市没有工作，农村又回不去，那么其生计问题值得关注。

另一个群体是大学毕业生。新冠疫情爆发后，留学通道基本被堵住，毕业生只能在国内就业或进一步深造，这加剧了大学生就业的“内卷”程度。今年大学毕业生人数将突破 900 万，就业压力之大可以想象。尽管国家通过研究生扩招、延迟毕业生户口迁出时限、国企和事业单位增招等举措来缓解大学生就业问题，但仍是杯水车薪。

值得一提的是，由于大学教育质量不高，与新兴产业的产业发展要求脱节，大学生就业压力并没有因为新兴产业的发展而得到太多的缓解。以计算机、IT、人工智能等为代表的新兴产业需要技能型人才，而很多毕业生都是文科专业的，

无用武之地；即便是理工科毕业生，很多又缺少动手能力，因此在劳动力市场上并不受欢迎，他们甚至不如农民工，因为新兴产业会催生很多新的低端就业岗位，如物流岗。高端技能型岗位、低端强体力劳动型岗位缺人，而中间高不成低不就岗位人员过剩，这就是劳动力市场上的极化效应，这正好对应于大学毕业生。从这个角度讲，缓解大学生就业难题绝不是一朝一夕就能完成的，它比农民工就业问题要难处理的多，因为涉及产业结构变迁、高等教育改革等一系列问题。

五、新就业形态崛起，就业质量问题凸显

新冠疫情带来的一个重要的长期性影响就是加快了平台经济的发展，推动了全民生活的数字化转型。就以钉钉移动 APP 活跃用户数为例，2019 年只有 6000 万人，2020 年达到 1.6 亿人。平台经济的兴起带动了新就业形态的发展，网约工数量大幅增加。根据《中国共享经济发展报告 2021》提供的数据，2020 年我国共享经济参与者人数约为 8.3 亿人，其中平台带动的就业人数约为 8400 万人，同比增长 7.7%。就以美团骑手为例，2020 年上半年，通过美团平台获得收入的骑手总数为 295.2 万人，同比增长 16.4%。这些新增员工很多都是从之前倒闭的制造业工厂或线下实体店转行过来的。值得一提的是，在疫情得到有效控制后，即便之前的工厂或实体店复工，这些网约工也不再回到之前的岗位上。可以说，传统就业形态在一定程度上正在被新就业形态取代，而且随着技术的不断发展，这种趋势可能还会进一步加剧。

新就业形态增加了就业岗位，弥补了传统就业模式的不足，这是好的一面，但它也有诸多的问题，最为人诟病的就是平台凭借其垄断优势加大对劳动者控制，损害劳动者权益。近年来外卖员猝死、快递员受伤的报道频见于报端就是一例。这主要源于平台与员工之间雇佣关系的弹性化、虚拟化、多重化。平台就业的无组织性造成了劳动权权益保护的真空。当前劳动管制政策还比较滞后，如何加强数千万新就业形态从业者的劳动权益，成为一个迫切的时代课题。

参考文献：

[1] 刘志彪：《产业经济学》，南京大学出版社，1996 年。

[2] 孙文凯、郭杰、赵忠：“我国就业结构变动与技术升级研究”，《经济理论与经济管理》2018 年第 6 期。

分报告三

财政政策的调整及经济增长效应分析

尹恒

一、2021 年财政政策概况

2020 年 12 月 16 日至 18 日召开的中央经济工作会议对 2021 年中国经济重点工作做出了全面的部署。会议提出要继续实施积极的财政政策。积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。《关于 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央和地方预算草案的报告》（以下简称《预算报告》）详细列出了今年积极的财政政策的具体要求和主要方面。《预算报告》对今年积极的财政政策提出了以下几点具体措施：

一是保持适度支出强度。2021 年全国一般公共预算支出安排超过 25 万亿元，同比增长 1.8%，财政支出总规模比去年增加，重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度，着力保障国家重大战略任务资金需求，促进经济运行保持在合理区间。

二是优化和落实减税降费政策。继续执行制度性减税政策，延长小规模纳税人增值税优惠等部分阶段性政策执行期限，实施新的结构性减税举措。将小规模纳税人增值税起征点从月销售额 10 万元提高到 15 万元。对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到 100 万元的部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收所得税。取消港口建设费，将民航发展基金航空公司征收标准再降低 20%。

三是增加中央对地方转移支付规模。在实际新增财力有限的情况下，中央财政压减本级、调整结构，增加对地方转移支付规模。对地方转移支付安排 83370 亿元，比 2020 年略有增加，其中一般性转移支付增长 7.8%，增幅明显高于去年。

四是合理确定赤字率。考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复，赤字率按 3.2%左右安排、比去年有所下调，赤字规模为 3.57 万亿元、比 2020 年减少 1900 亿元，其中中央和地方分别为 2.75 万亿元和 8200 亿元。这样安排，既体现了财政政策的积极取向，又释放出我国不搞“大水漫灌”式强刺激、推动高质量发展的明确信号，并为今后应对新的风险挑战留出政策空间。

五是适度减少新增地方政府专项债券规模。新增专项债券安排 3.65 万亿元，比上年减少 1000 亿元。主要是已发行的专项债券规模较大，政策效应在今年仍会持续释放，适当减少新增专项债券规模也有利于防范地方政府法定债务风险。

六是不再发行抗疫特别国债。发行抗疫特别国债是特殊时期的特殊举措，目前抗疫等一次性支出大幅减少，地方公共卫生等基础设施建设、保基本民生等支出可以通过正常渠道给予保障，因此不再发行抗疫特别国债。相应地，不再实行特殊转移支付，回归执行正常转移支付制度。

七是落实政府过紧日子要求。节用为民，坚持过紧日子，确保基本民生支出只增不减。中央本级支出继续安排负增长，进一步大幅压减非急需非刚性支出，重点项目和政策性补贴也按照从严从紧、能压则压的原则审核安排。地方财政也要进一步压减一般性支出，把更多宝贵财政资源腾出来，用于改善基本民生和支持市场主体发展。

八是更加突出绩效导向。进一步完善财政资金直达机制，使资金管得严、放得活、用得准，力求“精准滴灌”到需求终端。加快建立全方位全过程全覆盖的预算绩效管理体系，将绩效管理实质性嵌入预算管理流程，强化绩效目标管理，提高绩效评价质量，加强绩效结果应用，把有限的财政资金用好用到位。同时，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。

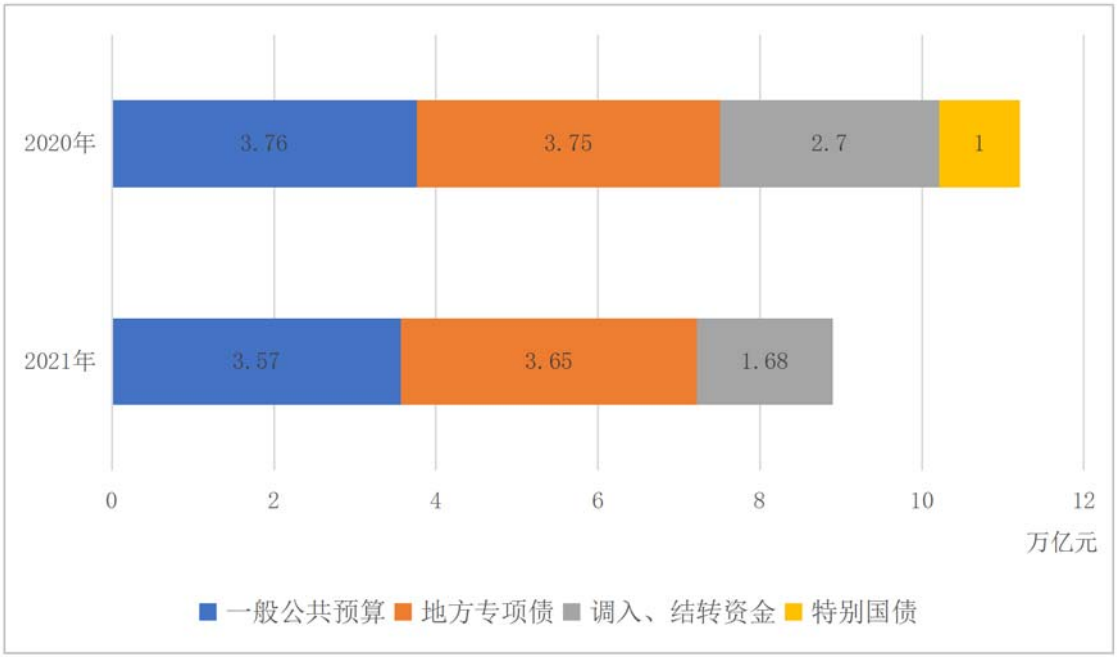
《预算报告》强调财政政策要提质增效、更可持续。2021 年一般公共预算拟安排赤字规模是 3.57 万亿，赤字率拟按 3.2%左右安排（为 2019 年 2.8%和 2020 年 3.6%的折中）。虽然今年不再发行抗疫国债，赤字率下调至 3.2%，但财政直达资金增加 8000 亿元至 2.8 万亿元，地方政府专项债安排 3.65 万亿元，仅略低于去年 1000 亿元，明显高于 2019 年。财政政策对基建形成一定支撑，预计基建增速仍将保持温和增长。在减税上，继续执行制度性减税的基础上，实施新的结构性减税，将小规模纳税人增值税起征点从月销售额 10 万元提高至 15 万元，对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到 100 万元的部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收所得税。

二、2021 年财政政策的调整

2020 中央经济工作会议和《预算报告》均强调了财政政策要保持连续性、稳定性，保持对经济恢复的必要支持力度，兼顾稳增长和防风险需要，合理安排赤字、债务、支出规模，不急转弯，把握好时度效。总体看来，由于 2020 年中国经济从疫情中超预期的回复，2021 年财政政策在财政赤字、支出和收入端均体现了 2021 年财政政策以积极姿态向常态回归。

（一）、财政赤字方面的变动

2020 年由于疫情冲击，财政所预设的支持力度史无前例，广义预算赤字安排规模高达 11.2 万亿，包括一般公共预算赤字 3.76 万亿、地方专项债 3.75 万亿、一般公共预算中的调入资金及使用结转结余 2.7 万亿、特别国债 1 万亿。但是，由于中国经济超预期复苏，2020 年一般公共预算和政府性基金预算实际收入均高于预算收入，尤其是政府性基金收入比预算高出 1.2 万亿。而一般公共预算、政府性基金预算和国有资本经营预算的实际支出均低于预算支出，尤其是政府性基金支出比预算少了 0.8 万亿。也就是说，2020 年仅政府性基金所使用的赤字就比预算少了 2 万亿。因此 2020 年广义赤字实际上合计仅使用了 8.72 万亿（约为预算安排的 78%），比预算安排的广义赤字少了 2.5 万亿。2021 年的广义预算赤字安排合计为 8.9 万亿，包括一般公共预算赤字 3.57 万亿、地方专项债 3.65 万亿、一般公共预算中的调入资金及使用结转结余 1.68 万亿。综合来看 2021 年广义预算赤字规模比 2020 年广义预算赤字减少 2.3 万亿，比 2020 年广义实际赤字略微增加 2000 亿。其中，主要是特别国债不再发行，减少 1 万亿；一般公共预算中的调入资金及使用结转结余（可理解为跨周期调节的“蓄水池”）减少约 1 万亿；而在一般公共预算赤字和地方专项债上仅有略微下调。



数据来源：财政部，Wind

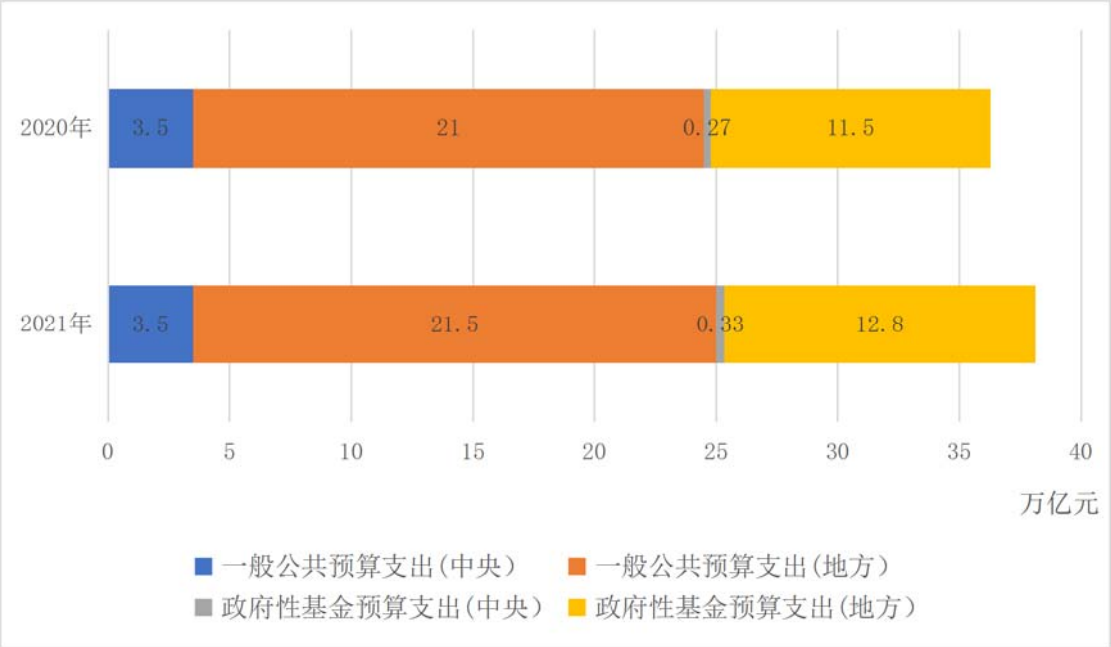
图 1 2020 年和 2021 年财政预算赤字安排对比

（二）、财政支出的变动

2021 年全国一般公共预算支出 250120 亿元，增长 1.8%。中央一般公共预算本级支出 35015 亿元，下降 0.2%，连续第二年负增长，主要是为增加对地方的

财力支持，中央政府带头过紧日子，大力压减本级支出，增加对地方转移支付。地方一般公共预算支出 214605 亿元，增长 1.9%。

全国政府性基金预算支出 131265.74 亿元，增长 11.2%。中央政府性基金预算本级支出 3325.86 亿元。调入一般公共预算 1 亿元。地方政府性基金预算支出 127939.88 亿元，增长 11%。



数据来源：财政部，Wind

注：2020 年为决算数据，2021 年为预算数据

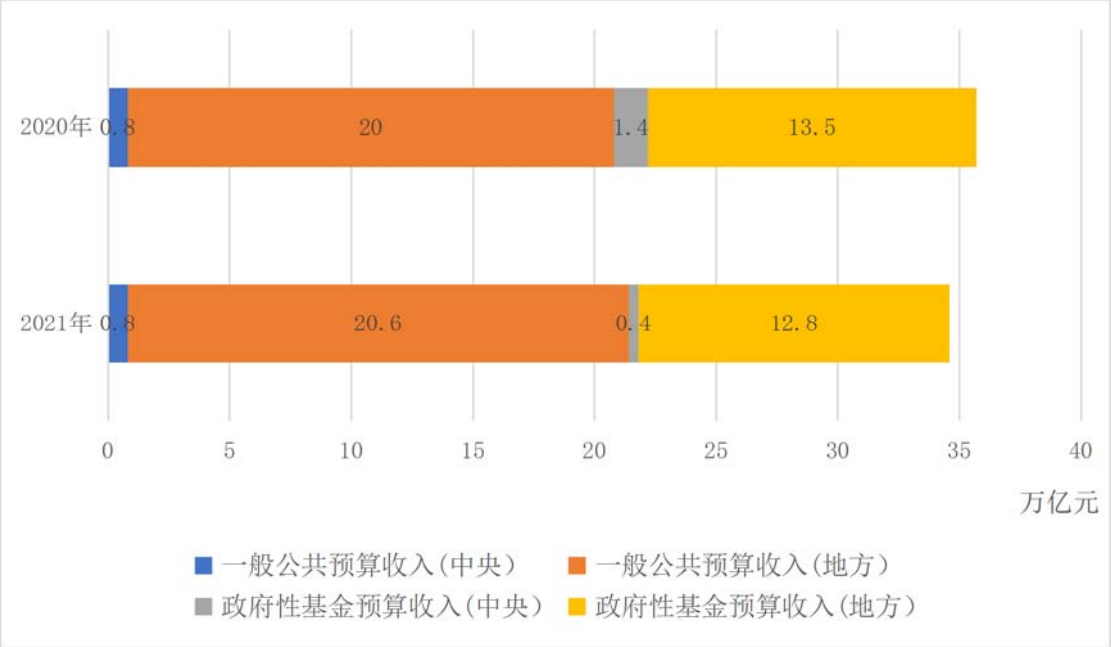
图 2 2020 年和 2021 年财政预算支出安排对比

（三）、财政收入的变动

2021 年全国一般公共预算收入 197650 亿元，增长 8.1%。加上调入资金及使用结转结余 16770 亿元，收入总量为 214420 亿元。中央一般公共预算收入 89450 亿元，比 2020 年执行数增长 8.1%。加上从中央预算稳定调节基金调入 950 亿元，从中央政府性基金预算、中央国有资本经营预算调入 985 亿元，收入总量为 91385 亿元。地方一般公共预算本级收入 108200 亿元，增长 8.1%。加上中央对地方转移支付收入 83370 亿元、地方财政调入资金及使用结转结余 14835 亿元，收入总量为 206405 亿元。

2021 年全国政府性基金预算收入 94526.62 亿元，增长 1.1%。加上上年结转收入 240.12 亿元和地方政府专项债务收入 36500 亿元，全国政府性基金收入总量为 131266.74 亿元。中央政府性基金预算收入 3820.85 亿元，增长 7.3%。加上上年结转收入 240.12 亿元，收入总量为 4060.97 亿元。地方政府性基金预算本级收入 90705.77 亿元，增长 0.9%，其中，国有土地使用权出让收入 84143 亿元，与上年基本持平。加上中央政府性基金预算对地方转移支付收入 734.11 亿

元、地方政府专项债务收入 36500 亿元，地方政府性基金收入总量为 127939.88 亿元。



数据来源：财政部，Wind

注：2020 年为决算数据，2021 年为预算数据

图 3 2020 年和 2021 年财政预算收入安排对比

三、财政政策的经济增长效应

下面分别从支出端和收入端对今年财政政策的经济增长促进效应进行测算。首先使用经典的财政乘数理论测算本年度财政支出对 GDP 的拉动作用，而后讨论财政收入端的政策重头戏减税降费政策对经济增长的促进作用。

（一）、财政支出的经济增长效应

传统的凯恩斯理论认为，政府支出对 GDP 的拉动作用大于 1，即政府支出增加 1 元，GDP 提高大于 1 元。[①]因此政府支出能够有效的拉动经济增长。近年来的研究对凯恩斯理论进一步地深入和细化，特别是对政府财政支出做出了更加细致的分类，并且分别讨论了各类支出对经济增长的促进作用（李戎和田晓晖，2021）。我们根据最新的研究成果，对财政支出进行分类并按照比重计算了新的财政乘数，而后根据新的财政乘数计算财政政策对经济增长的促进效应。

李戎和田晓晖（2021）将政府支出分为消费性支出、投资性支出和民生性支出三类，他们发现不同类型的政府支出对经济增长的拉动作用是不同的，其中政府民生性支出对居民消费的促进最为明显，当期乘数为 2.069，五年期乘数为

[①]凯恩斯理论中的财政支出乘数为 $1/(1-MPC)$，MPC 为居民的边际消费倾向。

1.594。其次是政府投资性支出，当期乘数为 0.819，五年期乘数为 1.204。最后是政府消费性支出,当期乘数为 0.595，五年期乘数为 0.438。若乘数小于 1 则说明 1 元财政支出对 GDP 的贡献小于 1 元，这意味着政府消费性支出对 GDP 不仅没有促进作用反而会减小 GDP。因此从财政支出结构的角度重新审视并计算财政支出乘数是更加合理和精确的做法。

表 1 政府财政支出与财政乘数

	当期乘数	五年期乘数
政府消费性支出	0.595	0.438
政府投资性支出	0.819	1.204
政府民生性支出	2.069	1.594

数据来源：李戎,田晓晖.财政支出类型、结构性财政政策与积极财政政策提质增效[J].中国工业经济,2021(02):42-60.

我们将考虑了财政支出结构的财政支出乘数称为复合财政支出乘数。为了计算复合财政支出乘数，需要得到当年财政支出的结构。由于《预算报告》没有详细披露具体的支出结构，我们使用已经披露的最近一期（2019 年）财政支出结构作为参考。将一般公共预算支出的各类项目分为消费性支出和民生行支出，将政府性基金支出分为投资性支出。[②]

表 22019 年中国广义财政支出分类

项目	金额（亿元）	分类
一般公共服务支出	20344.66	消费性支出
外交支出	617.5	消费性支出
国防支出	12122.1	消费性支出
公共安全支出	13901.93	消费性支出
教育支出	34796.94	民生性支出
科学技术支出	9470.79	民生性支出
文化体育与传媒支出	4086.31	民生性支出
社会保障和就业支出	29379.08	民生性支出
医疗卫生支出	16665.34	民生性支出
环境保护支出	7390.2	民生性支出

[②]具体分类见表 2。

城乡社区事务支出	24895.24	民生性支出
农林水事务支出	22862.8	民生性支出
交通运输支出	11817.55	民生性支出
其他支出	1748.79	消费性支出
政府性基金预算支出	91364.8	投资性支出

根据表 2 的分类结果和表 1 中各类政府支出的乘数，可以测算出 2021 年中国符合财政支出乘数（估算），结果列示在表 3。可以看到我国财政支出中的民生性支出份额最大，超过一半。其次是投资性支出，占比在 30%左右，最后是消费性支出。当期复合财政支出乘数为 1.452，五年期复合财政支出乘数为 1.289。《预算报告》披露的今年一般公共预算支出为 25 万亿，增长 1.8%，政府性基金预算支出为 13 万亿，增长 11.2%，统合二者可以得到广义财政支出的增长率约为 5%。结合复合财政支出乘数，估算单从今年积极财政政策的角度，可以拉动 GDP 增长率约 7.25%，对五年期 GDP 的拉动作用约为 6.45%。

表 32021 年中国复合财政支出乘数估算结果

	比重	当期乘数	五年期乘数	当期复合乘数	五年期复合乘数
消费性支出	16.2%	0.595	0.438	1.452	1.289
投资性支出	30.3%	0.819	1.204		
民生性支出	53.5%	2.069	1.594		

（二）、减税降费政策的经济增长效应

减税降费政策是近年来我国应对经济下行压力提出的重要政策。2016 年到 2020 年我国新增的减税降费总规模为 7.6 万亿元，几乎相当于河北和福建一年 GDP 总量的和。其中仅 2019 年，我国新增减税降费就有 2.36 万亿元，占当年 GDP 的比重超过 2%，拉动全年 GDP 增长约 0.8 个百分点。根据 2021 年 3 月 31 日国务院常务会议披露的信息，今年新增减税降费政策加上已出台税收优惠政策，预计今年全年新增减税超过 5500 亿元。[③]据此推算，今年新增减税降费能够拉动 GDP 增长约 0.2 个百分点。同时考虑到前期政策效果的逐步释放，减税降费政策

[③]http://www.gov.cn/xinwen/2021-04/01/content_5597309.htm

对今年的经济增长促进有望再提高 0.28 到 0.38 个百分点[④]，合计约 0.5 到 0.6 个百分点。

[④]田志伟,王再堂.增值税改革的财政经济效应研究[J].税务研究,2020(07):26-31；"中国季度宏观经济模型(CQMM)"课题组.大规模减税降费政策的宏观经济效应模拟——2019—2020 年中国宏观经济再展望[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2019(06):98-106.

分报告四

专项债发行进度滞后，基建撬动或整体受限

——2021 年专项债对基建投资撬动分析

袁海霞　汪苑晖[1]

引言

伴随经济逐步修复，今年规模型财政政策有所收缩，但积极财政政策基调仍未改变，专项债作为基础设施建设的重要资金来源，仍然是疫后复苏时期扩大有效投资、补齐发展短板、稳定经济增长的重要着力点，新增额度仍维持高位。但由于提前额度下达较晚、项目审核力度趋严等影响，今年新增专项债发行进度滞后，整体节奏将向下半年倾斜。理论上估算，今年新增专项债最多或能撬动基建投资约 5.1 万亿元，但考虑到从专项债发行到拉动投资的传导链条较长，对基建投资的撬动效应或于三季度逐步显现，且实际效果仍受额度使用、领域投向、资本金应用等多重限制，或远小于理论估算水平。在专项债规模已定的情况下，为进一步放大基建撬动效果，需从“质”的角度进行项目层面的合理引导，例如积极推广专项债作项目资本金、加快项目资金到位及建设进度等，提升对基建投资的传导效率。

[1] 袁海霞，中诚信国际研究院副院长；汪苑晖，中诚信国际研究院高级研究员。

一、 当前专项债发行概况：规模同比骤降，发行趋短期化，结构向再融资倾斜

（一）新增额度维持高位，但发行规模同比骤降，节奏明显放缓

2021 年，伴随经济逐步修复，规模型财政政策有所收缩，但积极财政政策基调仍未改变，地方政府新增债务限额为 4.47 万亿元，其中专项债 3.65 万亿元，仅较 2020 年小幅下降 0.1 万亿元，表明稳增长压力仍存，且前期专项债以及抗疫特别国债发行后的存量项目较多、资金接续需求较大，专项债依然是积极财政的主要着力点。但受到今年新增债提前额度下达较晚、专项债项目审核力度加大等影响，1-5 月地方债发行放缓，共发行 2.55 万亿元，较去年同期减少 0.65 万亿元，其中专项债较去年同期大幅减少 1.08 万亿元至 1.17 万亿元，发行进度显著迟滞。

（二）发行明显趋于短期化，10 年及以上合计占比回落近三成

由于期限相对较长的新增债发行节奏显著迟滞，地方债发行期限大幅缩短，1-5 月地方债加权平均发行期限较去年同期大幅缩短约 4 年至 11 年，其中，一般债加权平均发行期限 7.8 年，同比缩短 7.4 年，专项债加权平均发行期限 12.2 年，同比缩短 3.0 年。具体看，专项债发行仍以 10 年期为主，规模 4236 亿元，占比 36.2%，与去年同期基本持平；但值得注意的是，由于新增债发行较少，10 年以上期限（15 年、20 年、30 年）合计占比 32.5%，较去年同期的 50.9% 回落近 20 个百分点。

（三）发行结构向再融资倾斜，新增专项债不足去年同期的三成

由于今年新增额度下达较晚等原因，新增专项债发行较少，在政策不断强调化解地方债务风险、压降隐性债务增速的背景下，再融资专项债快速扩容。具体看，**再融资专项债**共发行 0.59 万亿元，超过去年同期的五倍，其中用于偿还到期债券的再融资专项债共 3792.5 亿元，剩余 2071.2 亿元用于偿还存量政府债务，占比超三成。**新增专项债**于 3 月启动发行，1-5 月仅发行 0.58 万亿元，仅为去年同期的 27%，其中 114 亿元使用 2020 年支持化解地方中小银行风险专项债券结转额度，剩余部分完成全年 3.65 万亿元新增额度的 16%，完成财政部已下达债务限额 3.47 万亿元的 16.5%[2]，远不及去年同期近六成的完成比例。

二、 专项债募投梳理：多投向存量项目及基建领域，4 月重启项目资本金应用

[2] 根据财政部官网披露，经国务院批准，财政部目前已下达 2021 年新增地方政府债务限额 42676 亿元，其中，一般债务限额 8000 亿元，专项债务限额 34676 亿元。

（一）大多用于存量项目建设，继续聚焦基建领域补短板，但棚改类占比显著攀升

在疫后稳增长压力及存量项目资金接续需求下，专项债依然是积极财政的重要抓手，继续发挥着稳增长、补短板的重要作用。结合今年《政府工作报告》以及近期国常会强调支持基层“三保”的要求，专项债资金将继续聚焦疫后经济发展及短板，优先支持存量项目建设，继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，并向惠及面广的民生项目倾斜。根据中诚信国际对新增专项债募投项目的梳理统计，今年新增专项债主要用于存量项目建设，截至 5 月 28 日，用于存量项目建设的专项债规模占新增专项债的八成；募投领域主要集中于市政及产业园区（38%）、交通（20%）、棚改（15%）、民生（12%）等。其中值得注意的是，近 7%投向“两新一重”建设，占比较去年有所下降，且结构向新型城镇化建设倾斜；与此同时，民生领域中仍有近一半用于医疗卫生项目，继续做好疫后稳增长及补短板的重要工作；此外，用于棚改领域的专项债占比已超过去年全年比重，表明前期棚改存量项目较多、资金需求较大。

（二）二季度重启专项债资本金应用，仍集中于交通基础设施领域

一季度由于新增专项债发行较少，暂未用作项目资本金，进入二季度，专项债重启项目资本金应用，**截至 5 月 28 日，共有超 300 亿元专项债作为项目资本金，接近新增专项债（不含支持中小银行专项债）发行规模的 6%，并投向近 130 个项目[3]，其中 18 个项目中专项债同时用作资本金及配套融资使用。从区域分布看，**共 7 个省份发行了可作资本金的新增专项债，广东、山东、甘肃规模较大，均超 30 亿元，其中广东以 188 亿元居首位；新疆、广东、山东项目数量较多，均超 20 个；但各省专项债用作项目资本金比例的均值仍不足 10%，仅广东、新疆、甘肃、黑龙江超过了 10%。**从投向领域看，**同此前一致，专项债资本金应用仍集中于交通基础设施领域，共计 243 亿元、占比 75%居首位，其中铁路相关占比 48%；次之为市政和产业园区基础设施（14%）、生态环保（7%）。**从收入来源看，**专项债资本金项目收入大多以项目自身收益为主，涉及土地出让收入的仅 27 个项目，且多作为专项收入外的补助收入；仅依赖土地出让收入的只有 4 个项目，其中包含两个棚改项目，项目收入来源结构有所改善。值得注意的是，土地偿还类项目的融资本息覆盖倍数相比其他资本金项目稍低，表明收益较低的专项债项目或更加依赖土地出让收入偿还。

三、 专项债撬动效应分析：最多可拉动 5.1 万亿基建投资，实际效果或推延显现且受限

（一）或有 3 万亿专项债投向基建领域，理论上最多可拉动基建投资 5.1 万亿

[3] 由于存在募投项目报告披露质量不佳、披露内容差异化明显等客观原因，此部分为不完全统计。

结合目前已下达的全年专项债新增额度及投向，估算其对全年基建投资的拉动作用如下：**首先，计算全年可能投向基建领域的专项债资金。**结合目前专项债发行情况，棚改类专项债占较高比例，若年内棚改专项债发行需求仍较高，假设略高于去年或与去年基本持平，除去可能的棚改专项债（4000-5000 亿元）[4]后，剩余资金约 3 万亿元主要投向基建。**其次，分别估算专项债作为项目资本金及配套融资对基建投资的撬动效应。**伴随后续新增专项债加速发行，专项债用作项目资本金比例或有一定提升，若按专项债作项目资本金比例 20%估算，用作资本金的专项债规模约 6000 亿元，用作配套融资的专项债规模约 2.4 万亿元，结合目前资本金项目中资本金比例均值约 50%，对应撬动杠杆为 1.82 倍，或撬动基建投资 1.1 万亿元；从专项债作为项目配套融资看，目前此类项目配套融资比例均值约 60%，对基建的撬动乘数约为 1.67 倍，对应能撬动基建投资 4.0 万亿元。**总体而言，若今年有 3 万亿元新增专项债投向基建领域，理论上或可拉动基建投资约 5.1 万亿元。**

表：2021 年专项债对基建投资的撬动效应估算

	专项债作为项目资本金	专项债作为项目配套融资	全年合计
投入基建领域的专项债规模	0.6 万亿元	2.4 万亿元	约 3 万亿元
项目资本金或配套融资情况	项目资本金比例均值 55%	项目配套融资比例均值 60%	/
撬动杠杆	1.82 倍	1.67 倍	/
基建投资撬动规模	1.1 万亿元	4.0 万亿元	5.1 万亿元

（二）专项债发行向下半年倾斜，基建撬动效果或推延至三季度显现

目前新增专项债发行进度整体偏慢，结合财政部已下达的 3.4676 万亿元新增专项债额度估算，年内仍余约 2.9 万亿元新增专项债待发行，对全年基建投资的传导效应或将于三季度逐步显现。从后续发行节奏看，相较于 2019-2020 年年初启动新增专项债发行、9-10 月完成全年新增额度发行的情况，在维稳市场流动性需求下，今年新增专项债发行节奏或有所平滑，发行工作或持续至四季度末，但由于 11-12 月天气寒冷部分基建项目不适宜开工等因素，大概率于 6-10 月迎来新增专项债发行高峰。若按新增额度全部完成发行估算，假设 11-12 月新增专项债发行规模与 3-4 月相当，6-10 月平均需发行新增专项债超 5000 亿元。同时，考虑到从专项债完成发行到形成实物工作量再到拉动基建投资的耗时链条较长，专项债对基建投资的拉动或有一定滞后，若专项债如期于下半年加速发行，那么基建投资撬动效应大概率于三季度逐步显现。

[4] 棚户区改造属于房地产行业，不纳入基建领域估算范围。

（三）投资撬动仍受多因素限制，实际效果或远小于理论水平

实际上，专项债对基建投资的撬动仍受到额度使用、领域投向、资本金应用等多因素限制，真实效果或远小于理论估算水平。需重点关注以下方面：

第一，专项债新增额度或有留存。结合去年 11 月财政部《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》提及的“合理选择发行窗口，适度均衡发债节奏”以及近期《关于 2020 年中央决算的报告》提及的“适当放宽专项债券发行时间限制，合理把握发行节奏”表述，在当前“稳增长压力较小的窗口期”，专项债连续数月大规模发行概率较小，预计全年新增额度大概率有留存，且在当前地方债集中到期、防范化解地方政府债务风险压力下，或存在合理调整专项债募集用途、由新增转为再融资的可能。因此，若新增专项债额度不能全部使用，对基建投资的实际撬动效应将受到一定影响。

第二，专项债或进一步向棚改领域倾斜。2020 年财预 94 号文指出，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途；在今年财政部实施专项债项目穿透式监测的背景下，各地对专项债项目的审核进一步趋严，部分区域或存在合格项目储备不足、新增专项债额度无法分配的情况，存在合理调整项目用途、向申报操作熟悉的领域倾斜的可能性。棚改作为此前各地均较为熟悉的领域，且项目偿还依赖土地出让收入，更易达到专项债项目筛选标准，或成为部分地区调整专项债用途的首选领域，尤其是棚改存量规模较大的中西部地区。若年内专项债进一步向棚改领域倾斜，或一定程度上减少对基建投资的拉动效应。

第三，专项债资本金应用或仍不及预期。理论上看，资本金的杠杆乘数作用下，专项债用作项目资本金对基建投资的撬动效应或显著强于用作项目配套融资，但从近年来专项债实际发行情况看，大多数省份新增专项债用作项目资本金比例的均值始终未超过此前政策提及的 20%或 25%，叠加今年专项债发行整体延后且多用于存量已开工项目，专项债作资本金比例是否如期提升仍然存疑，对基建投资的杠杆作用也需持续关注。

四、 结语

进入 2021 年，我国经济逐步修复，但结构性问题依然存在，在稳增长压力仍存、存量项目资金滚动需求较大的背景下，专项债依然是疫后积极财政政策的主要抓手，新增额度仍维持较高水平。然而，受到新增额度提前下达较晚、专项债项目审核趋严、国债到期量大财政部协调利率债整体供给等因素影响，今年专项债发行节奏整体放缓，对基建投资的撬动效应

也将延迟于下半年甚至三季度逐步显现。根据理论估算，全年新增专项债最多或能撬动基建投资约 5.1 万亿，但实际撬动效应仍受到多重限制，例如新增额度使用进度、用作项目资本金比例、投向棚改领域规模、项目资金到位情况、项目及配套设施建设情况等，真实拉动效果或远小于理论估算水平。

为用好固定“量”的专项债、进一步放大对基建投资的实际撬动效果，需从“质”的角度在项目层面进行合理引导，提升专项债对基建投资的传导效率。例如，鼓励各地积极推广专项债项目资本金应用，对适宜开展的领域及项目加大资本金政策引导力度，缓解地方财政压力的同时放大对基建投资的杠杆效应。与此同时，需保障专项债项目资金的及时到位，确保项目按时开工，及时形成实物工作量，加快对基建投资的传导速度，部分财政仍然承压区域也可合理利用当地金融资源，以收益质量高的项目争取金融机构的市场化融资支持，减轻财政资金到位压力。此外，还需进一步完善对专项债项目的穿透式监测，督促加快各类基建项目尤其是基层项目的建设进度，以及配套设施完善进度，保障基建投资撬动效果的尽早显现。

分报告五

中美经贸形势

王孝松

美国当前经济运行情况

随着疫苗普遍接种以及新冠疫情的逐渐减弱，美国经济整体呈现出明显的复苏五十。灭国经济分析据初步估计，在 2020 年第四季度，GDP 增长达 4.3%后，2021 年第一季度，美国 GDP 的增长率为 6.4%，而根据牛津经济研究院预测，2021 年全年，美国 GDP 将以 7.5%的高增速增长。

第一季度，美国政府通过《冠状病毒应对和救济补充拨款法案》以及《美国救援计划法案》，对家庭和企业产生了直接经济影响，扩大的失业救济金和“薪水保护计划”贷款等政府援助款项显著地促进了企业、机构的运营，其中，3 月份个人收入增加了 21.1%，约 4.21 万亿美元，消费者支出增加了 4.2%，约 6160 亿美元，“V”型增长正在初步显现。

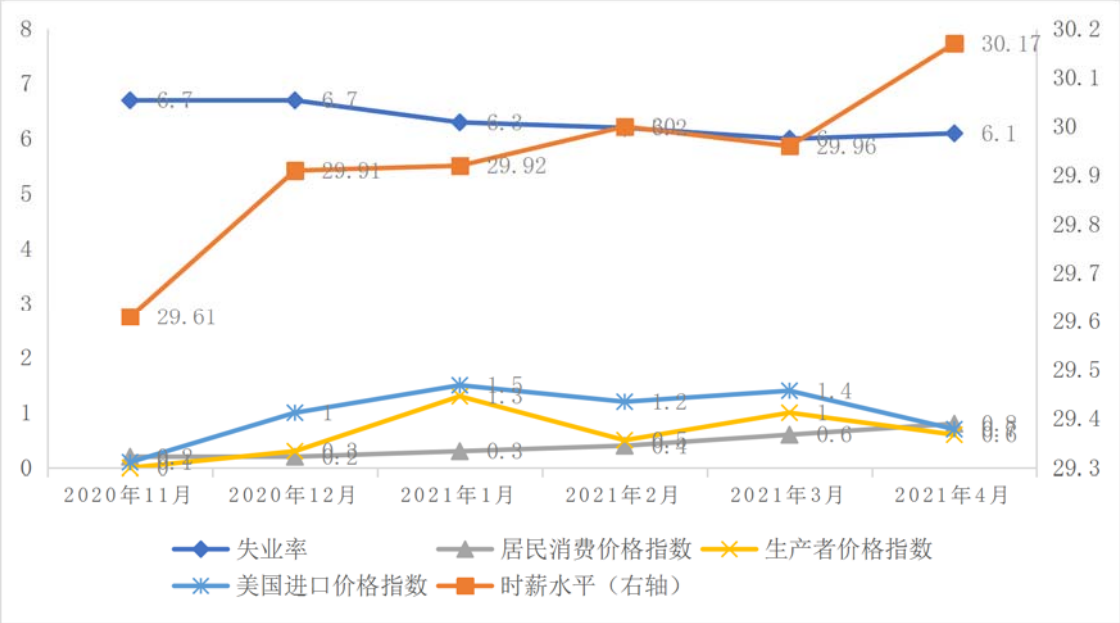


图 1　近期美国各主要经济指标走势

在国际贸易、收支方面，根据美国经济分析局和人口普查局的数据，2021 年 3 月，美国进口猛增 6.3%，达 2745 亿美元，其中商品进口增 7.0%，至 2344 亿美元，集中体现在消费品、食品行业。贸易赤字整体从 2 月份的 705 亿美元增加到 3 月份的 744 亿美元，增加约 5.6%，其中对华商品贸易逆差从 2 月份的 246.2

亿美元扩大至 3 月份的 276.9 亿美元，逆转了特朗普执政时期由加征关税所带来的逆差收窄趋势。

需要指出的是，当前的美国的经济复苏并不平衡，最为明显的体现在就业领域，例如低收入行业以及以旅行、娱乐和餐馆为主的服务业，具体而言，相较于新冠疫情爆发之前，当前美国整体的工作岗位减少了近 800 万，有超过 250 万女性退出了劳动力队伍，解决上述就业问题将成为美国未来一段时间内经济政策出发点。

值得一提的是，2021 年 3 月，拜登政府提出的涉及 1.9 万亿美元的新一轮财政刺激计划得以批准，相比之前的救助方式，本次救助直接为向受疫情影响的中低收入群体发放现金补助，具体为年收入低于 7.5 万美元的个人或年收入低于 15 万美元的家庭，都将获得每人 1400 美元的救助金。在 2019 年美国家庭收入中位数仅为 6.87 万美元的背景下，这一救济计划无疑将覆盖大多数美国家庭，在当前美国消费水平的疫后恢复已经超出生产水平恢复的背景下，该计划虽然在长期内可能会刺激相关生产提速恢复，但在短期内，将使得部分民众短期内退出劳动力市场，为短期生产带来负面影响，并进一步通过扩大进口商品，增大贸易赤字。

另外，出于提振美国经济以及减少收入不平等问题的考虑，在部分提高对富人以及公司的税收的基础上，拜登还提出了涉及 2 万亿美元的基础设施建设计划，包含重建道路、桥梁以及清洁能源设施，旨在通过改善基础设施，提高美国公司的竞争力来促进低迷生产力的增长；同时，其还提出了一项涉及 1.8 万亿美元的美国家庭计划，用以增加育儿和带薪家庭假的机会，旨在为低收入家庭提供儿童保育和养老服务，使更多的美国人进入劳动力市场。

然而，伴随着一系列财政刺激政策落地，随之而来的是美国物价水平的快速上升，美国劳工部 4 月数据表明，CPI 同比增长 4.2%，远高于市场预期，目前各界对于上述通胀是否持续存在不同意见，但整体均提高了 2021 年全年的通胀预期。

整体来看，美国近期经济呈现明显复苏，拜登政府当前的经济政策仍集中于恢复疫情后的美国经济，相应措施为整体经济释放了大量流动性，对商品和服务的有效需求正明显超出供给，同时其政策走向对于就业、收入分配等问题也大有涉及，这些经济背景将是拜登政府下一阶段对华贸易政策走向的重要参考之一。

拜登政府对华贸易态度

在特朗普执政的四年中，中美贸易整体呈现出相较以往更为明显的对抗性，虽然“第一阶段”协议一定程度上缓解了摩擦，但双方的贸易基础仍不可避免地遭到损害，以贸易关税为例，2021 年初，美国对中国商品的贸易加权平均关税

为 19.3%，而中国对美国产品的关税约为 20.7%。而 2018 年初中美贸易战之前，上述关税水平仅分别为 3.1%和 8%。

早在特朗普执政时期，拜登就曾多次批判特朗普所采取的加征措施，也曾公开指出对华加征的关税明显地转移到国内企业以及消费者身上，并在 2020 年 8 月的参选演讲中提出当选后会取消相应对华加征关税，虽然在随后的 12 月 2 日，《纽约时报》报道称，拜登将暂时保留第一阶段协议，并征询亚洲、欧洲等盟国的观点，暂不撤销关税，其背后原因一方面在于，在当时国内经济问题严峻的情况下，轻易触动中美第一阶段协议不利于双边经贸稳定，另一方面，保留关税项目有利于未来与我国经贸谈判增添筹码。但随着美国逐步走出疫情阴影，在生产、消费环节出现了明显的原料、产品短缺，尤为明显的体现在铜、铁矿石、钢铁、木材、半导体等原材料领域，以汽车市场为例，受到全球芯片短缺影响，新车生产受到明显抑制，数据表明，二手车的价格在一个月内上涨了 10%，首次突破 25000 美元，同比增加约 2800 美元，在上述背景下，继续保留相关商品的高关税对于美国企业、消费者无疑会带来更大的福利损失。

另一方面，随着拜登宣誓就职，其执政班底也已组建完成，整体而言，不同于特朗普时代的对华鹰派成员，拜登核心内阁成员以奥巴马时代的建制派精英为主，是全球化和自由贸易的受益者，对华态度基本一致，强调自由、规则与竞争。以被提名的财政部长珍妮特·耶伦为例，作为前任美联储主席，其政策取向偏向鸽派，主张采取自由贸易，否定特朗普政府所采取的关税战措施，并认为加征关税提升了美国消费者和制造业的成本，其他如新任总统高级顾问麦克·多尼隆等，也均表达了对于贸易保护与加征关税的强烈反对，在这种综合背景下，未来拜登政府对我国采取类似特朗普时期的大规模关税措施的可能性相对较小，且将会逐步采取谈判方式降低已有的加征关税。

然而，面对我国快速经贸崛起与国际地位上升的既定事实，即使美国两党存在巨大分歧，但在对华经贸态度上却尤为一致，相较于商人出身的特朗普，作为一名更为熟悉我国的政治家，拜登更为了解国家层面在贸易领域的对华策略，对比特朗普政府“立竿见影”的关税制裁，拜登更可能采取诸多非关税措施限制我国贸易发展，在《纽约时报》的采访中，拜登同样表示，应对我国的最佳策略是联合美国与其他盟友站在同一立场上，这将是其就任前的优先任务，最具代表性的盟友当属欧盟等欧洲发达国家以及日韩等亚洲国家，而有效的联系策略则是通过利益交融的经贸协定达成稳定合作。可以预计，未来美国将进一步加强 TTIP、美日、美韩等贸易协定的推进，旨在通过在知识产权、投资规则、国有企业等相关边境后经贸规则的全面升级以实现对我国未来经贸发展的打压。此外，由于总统交接所带来的转换成本影响，先前与特朗普政府在贸易领域所取得的谈判成果大概率在未来的执行过程中受到相应阻碍，进一步增加了中美双方未来的贸易不确定性。

新晋贸易代表活动

值得一提的是，伴随着拜登的执政，美国贸易代表也由戴琦接任，相较于其他拜登班底成员，戴琦作风更显“鹰派”，无论是竞选之中还是上任之初，都将“应对中国所带来的挑战”视为美国未来的关键、优先事项，并在就职听证会上表示“关税是贸易工具箱中的合法工具”。在其 3 月就任后，3 月 22 日-24 日 3 天内，分别与欧、英、日、法、德、韩等多国官员展开双边贸易会谈，所涉内容多为号召各国在贸易领域联合应对中国，尤其在所谓“不公平贸易行为”、“强迫劳动”等领域；随后 3 月 31 日，戴琦首次亮相 G7 部长级会议，除在上述涉华议题上与其他伙伴国交换意见外，还旗帜鲜明地提出，未来拜登政府贸易政策的重点之一，是使企业和消费者之外的工人受益，并在随后的 USMCA 自由贸易委员会开幕式上，再次强调未来将采取“以工人为中心的贸易政策”。

在《2021 年美国贸易估算报告》中，戴琦强调了未来“通过促进公平的国际贸易体系以支持包容性经济增长，进而支持美国工薪家庭的明确愿景”，并提出了包含农产品贸易壁垒、数字贸易、产能过剩、贸易技术壁垒等在内的重要挑战和优先事项，其中在产能过剩方面，报告认为我国在钢铁、铝和太阳能等行业的产能过剩是由于国家主导经济行为，并损害了美方的经济利益，未来将通过双边和多边合作进行解决，随后 5 月 17 日，美国与欧盟达成了《关于解决全球钢铁和铝产能过剩问题的联合声明》，旨在对我国相关行业采取一致行动。

此外，在美国对外经贸合作、摩擦方面，虽然在 3 月 26 日，美国贸易代表办公室宣布就“301 条款”中涉及数字服务税相关内容对奥地利、印度、意大利、西班牙、土耳其和英国 6 个国家进行的贸易调查进入下一环节，并对上述国家采取加收惩罚性关税在内的可能措施，而针对法国对美征收的数字服务税，美国还可能对从法国进口的价值 13 亿美元的香槟、化妆品、手提包等商品征收更高的报复性关税，但戴琦也指出，美国正在与欧盟和英国合作，解决“波音”和“空客”长期存在的补贴争端问题，实际上，美国、欧盟和英国一直试图达成协议，结束由此导致的长期贸易争端。2021 年 3 月，三方同意在相关谈判期间，暂停征收惩罚性关税 4 个月，至 7 月将再次就该问题进行磋商。

整体而言，戴琦的贸易主张与特朗普的贸易策略具有一定的相似性，例如均强调通过贸易手段改善工人阶层福利、强调“公平贸易”，对于相关贸易调查以及关税手段具有一定的偏向性，不同之处在于，相较于特朗普时期过分强调“单边”贸易政策，戴琦的贸易策略对于联合欧洲、日本等传统贸易伙伴同样有所侧重。

结论

就2020年全年而言，我国作为美国第一大贸易伙伴，双边贸易额高达5867.2亿美元，同比增长8.8%，占同期中国进出口总值的12.6%。其中11月，中国对美国出口额达到46.1%的超高增速，在如此体量下，中美贸易“脱钩”的成本对于双方均难以承受。

综合上述对于美国当前经济情况的分析、拜登政府的贸易主张以及新任贸易代表戴琦的行为，本文认为，受目前美国“供小于求”特征的影响，为尽快提振经济，在未来短期内，美国将受全球产业链、供应链运行影响，显著增加与我国的原材料、中间品贸易，并在此基础上有一条件地消减特朗普时期所遗留的加征关税，实际上，根据海关总署数据表明，2021年第一季度中美贸易呈现高速增长趋势，其中我国对美出口同比增长62.7%，自美进口增长57.9%，集中体现在能源、农产品、汽车及零件行业，除基数效应外，在双边经济呈快速恢复，经济、贸易结构的高度互补同样是重要原因。为进一步探究其增长趋势，本文基于乘法分解模型将中美贸易往来分解为趋势项、周期项以及节日、冲击效应并对于未来短期趋势加以预测，预测结果如图2所示，可以看出，在未来短期内中美贸易将整体呈现增长趋势，规模超出以往同期水平，但这一增长趋势将逐步放缓，持续性相对较弱。

而在长期内，受工人阶层利益导向的贸易政策以及追求所谓“平等”贸易的主张影响，拜登政府必将联合其他贸易伙伴，从边境后贸易规则入手对我国对外贸易发难，并借助如原产地规则、知识产权规则等贸易手段促进相关产业链回流美国，以重振相关工业发展，使得我国对美贸易条件出现恶化，进而降低双边经贸规模，我国应提早布局，做好准备。

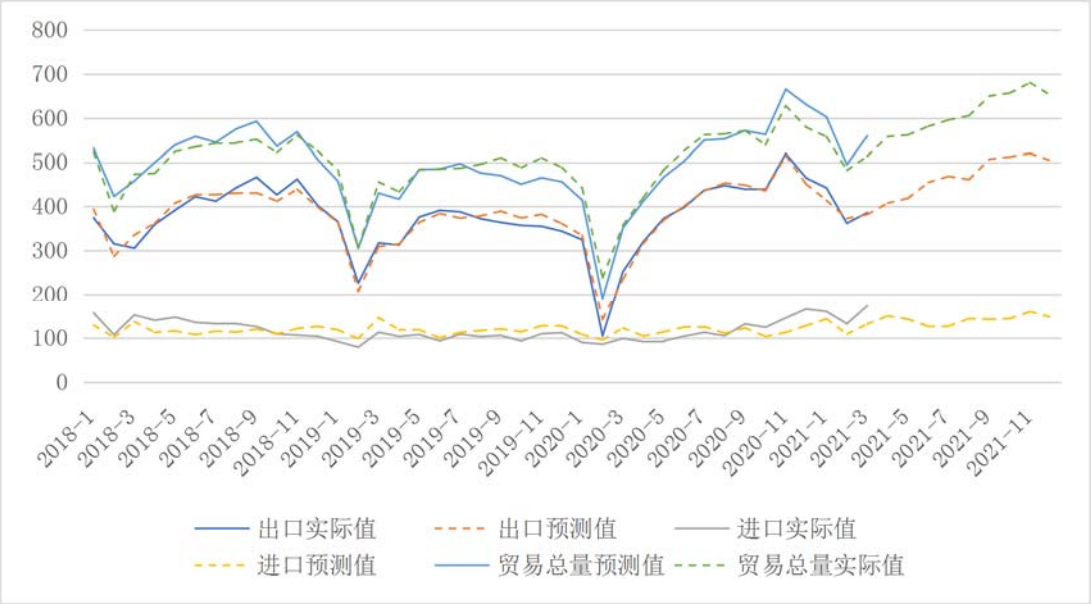


图2 中美贸易水平及趋势预测（单位：亿美元）

分报告六

美国财政货币政策动向及对我国的影响

王晋斌

内容提要

允许通胀持续“超调”说明美国宏观政策已经从疫情救助与经济修复走向要打破次贷危机以来经济“大停滞”周期。 当前美国经济面临的基本情况是：物价已经超调，但劳动力市场就业存在缺口，GDP 存在缺口。在“一超调、两缺口”的态势下，允许通胀“超调”是美联储弥补就业缺口和产出缺口，助推美国经济进入扩张区间的抓手。美国激进宏观政策带来了五大潜在风险：通胀误判风险、高资产价格风险、大宗商品价格上涨风险、外部不平衡引发新贸易争端风险、人民币过度升值的风险。我们需要采取相对偏松的融资环境、保供稳价、降低人民币走势的趋势性、谨防中美贸易不平衡引发新问题以及保持合意的风险资产价格来加以应对。

一、 美国为什么要采取如此激进的财政和货币政策？

美国宏观政策已经从疫情救助与经济修复走向要打破次贷危机以来经济“大停滞”周期，允许通胀持续“超调”就是最好的证据。

2020 年 3 月 23 日美联储开启无上限宽松货币政策为国际金融市场提供流动性，在美联储坚定做多的背景下，全球金融市场资产价格开始触底反弹，避免了全球金融大动荡演化为全球性的金融危机。至今来看，美国应对疫情冲击的宏观救助和刺激政策是全球力度最大的。依据美联储网站公布的数据，从 2020 年 3 月 5 日至 2021 年 6 月 3 日，美联储资产负债表中的总资产从约 4.24 万亿美元“爆表”到约 7.94 万亿美元，增长了 87.3%；同期总资产结构中持有美国国债从约 2.50 万亿美元增长到约 5.12 万亿美元，增加了 2.64 万亿美元，美国财政赤字货币化现象严重。依据 IMF（Policy Tracker, Policy Response to COVID-19）提供的数据，在 2020 年 3 月开始至 2021 年 3 月底大约 1 年的时间里，为应对疫情冲击的财政计划支出数量高达 5.95 万亿美元，这一数量约占 2020 年美国 GDP 的接近 30%。如此激进的宏观政策背后的原因是什么？我们认为有二大原因，绝不仅是为了应对新冠疫情的负面冲击。

1、直接原因：美国要对冲新冠肺炎疫情对美国经济造成的伤害。

新冠肺炎疫情对美国经济的负面冲击是很大的，2020 年美国经济 GDP 同比-3.5%。在疫情严重的 2020 年第 2 季度，美国经济 GDP 环比下滑 31.4%。随着美国出大规模的经济救助和刺激计划，2020 年 3 月出台了冠状病毒援助、救济和经济安全法案（CARES），规模达到 2.3 万亿美元（占 GDP 的 11%），为每个调整后年总收入低于 7.5 万美元的成人居民一次性发放 1200 美元，17 岁以下的未成年人 500 美元。CARES 还包括了小企业工资保障计划、航空公司和国家安全救济计划、运输服务经济救济计划、工资救济计划等。2020 年 4 月 9 日美联储公布了 2.3 万亿美元的信贷计划支持经济修复，该计划包括 7 个计划，涵盖从金融市场到主街新贷款便利。

图 1 美国经济中实际 GDP 增长率（环比，年率，%）

注：r 表示修订后的.数据来源：BEA，Table 1. Real Gross Domestic Product and Related Measures: Percent Change from Preceding Period.

在大规模的救助和信贷刺激计划作用下，美国经济在 2020 年 3 季度实现了 33.4%的环比增长率。到 2020 年 4 季度美国经济环比增长年率 4.3%，从季度年率的角度来看，已经取得了相当好的经济修复。但由于 2020 年 12 月份美国经济中的失业率为 6.7%，显著高于疫情爆发前 3.5%的失业率水平。

2020 年 12 月下旬颁布的《2020 年 COVID 相关税收减免法案》授权对符合条件的个人向每位成人支付高达 600 美元的额外款项，对 17 岁以下符合条件的未成年人支付高达 600 美元的额外款项。财政转移支付再次成为居民收入的重要来源。综观整个 2020 年，财政转移支付占美国居民收入的达到了 21.6%，这一比例比 2018-2019 年要高出 5 个百分点（图 2）。

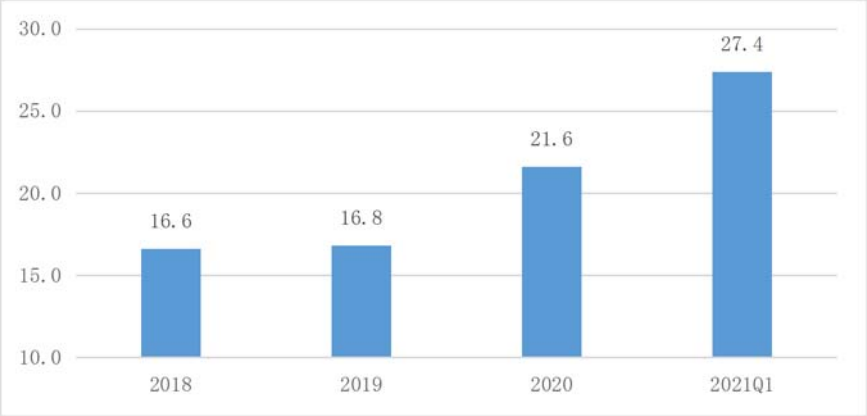


图 2、财政转移支付占美国个人总收入的比例（%）

数据来源：BEA，Table 8. Personal Income and Its Disposition.

2、深层次原因：美国要打破经济长期以来的“大停滞”现象，重塑美国经济在全球的影响力。

财政转移支付使得 2020 年美国居民收入比 2019 年增加了 6.34%，而 2019 年美国居民的收入比 2018 年只增加了 3.92%。但 2021 年 3 月初美国又颁布了《2021 年美国救援计划法案》（American Rescue Plan Act of 2021），向符合条件的个人最高可获得 1400 美元的经济影响费，已婚夫妇共同申请的可获得 2800 美元的经济影响费，美国再次通过财政转移支付向居民直接支付救济。图 2 也显示了 2021 年 1 季度财政转移支付收入占美国个人总收入的比例高达 27.4%。同时，2021 年 1 季度美国经济 GDP 环比年率达到了 6.4%（图 1）。

在激进的刺激政策下，我们看到美国经济中的通胀出现了跳跃式的增长，4 月份美国经济中 CPI 和核心 CPI 同比涨幅达到了 4.2%和 3.1%。美联储从今年 3 月份开始就一直淡化通胀及通胀预期压力，允许通胀的“超调”。

拜登上台百日之内，接连抛出了三大计划，除了上述的救援计划以外，还有基建计划和税改计划。拜登的基建计划计划规模高达 1.7 万亿美元，尽管与共和党提出的约 9300 亿美元的基建计划之间存在很大差距，但最终如果达成，基建的规模应该不会小。在 5 月 28 日白宫公布的预算中，2022 财年总支出高达 6 万亿美元，其中就业和家庭计划规模达到了 3.4 万亿美元。在美国经济产出缺口快速收敛的背景下，美国刺激经济发展的财政支出规模在不断增加。

因此，**允许通胀持续“超调”与拜登财政支出计划大规模增长两大现象说明了美国此轮经济的修复已经不再仅是应对疫情的经济修复了，而是要打破美国经济长期以来的“大停滞”现象，助推美国经济进入扩张区间，打破次贷危机以来经济“大停滞”周期。**

20 世纪 90 年代经济自由化以来，美国经济在全球的影响力是下降的，世界经济多极化趋势已经形成。在这样的背景下，美国采取了激进的宏观政策，政策

组合与现代货币理论（MMT）所倡导的政策组合有很大的相似之处。在很大程度上可以认为美国宏观政策是在进行 MMT 的大实验，实施财政赤字的货币化。美联储就业优先的货币政策使得财政赤字货币化问题越发严重。依据美国财政部网站公布的数据（The Federal Response to COVID-19, Data through March 31, 2021），应对新冠肺炎疫情的预算资金为 4.2 万亿美元，目前已完成支出的数额为 2.6 万亿美元，已承诺的（法律规定的支出）大约 3 万亿美元，预算资金还剩下大约 1.3 万亿美元的额度。而大量的资金需要通过美联储不断购买债券去筹集。截至 2021 年 6 月 3 日，美联储总资产中持有的国债数量约 5.12 万亿美元，而在 2020 年 3 月 5 日持有的国债数量约为 2.5 万亿美元。相当于说，美联储在大约 14 个月的时间里，为美国财政融资了 2.64 万亿美元。

二、当前美国经济现状："一超调、两缺口"导致美联储宁要通胀，不要通缩。

美联储会继续坚持通胀"超调"，现在的美联储是宁要通胀、不要通缩。当前美国经济面临的基本情况是：物价已经超调，但劳动力市场就业存在缺口，GDP 存在缺口。在"一超调、两缺口"的态势下，允许通胀"超调"是美联储弥补就业缺口和产出缺口，助推美国经济进入扩张区间的抓手。

1、劳动力市场就业仍然存在缺口。

美国劳工部上周五（6 月 4 日）发布的数据显示，美国 5 月份增加了 55.9 万个就业岗位，失业率降至 5.8%（图 3）。美国总统拜登随后发表讲话说，自他上任以来已创造了超过 200 万个就业岗位，比任何总统任期的头四个月里创造的就业都要多，称美国经济中的就业取得了实质性进展。拜登这一政治性目的解释，市场对此反映平静。美国股市并没有因为失业率的下降而出现对美联储货币政策转向的明显担忧，上周五（6 月 4 日）美国股市三大股指均收涨，道琼斯指数、纳斯达克指数和标普 500 指数日涨幅分别为 0.52%、1.47%和 0.88%。

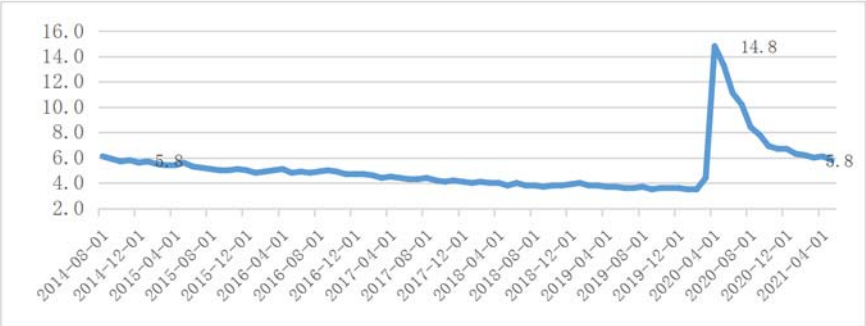


图 3、美国经济中的失业率（%）

数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics.

彼得森研究所最近的一项研究表明，5.8%的失业率意味着美国经济中仍有 1000 万左右的就业缺口，美国就业市场离正常水平还有明显差距，但无法判断

时间是否会使 1000 万个失踪的工作岗位全部或部分回来，以及这一过程需要多长时间（Jason Furman and Wilson Powell, US labor market heated up in May as jobs grew and wages soared, June 4, 2021）。另据中新网 6 月 6 日引用新加坡《联合早报》报道的数据，5 月份失业率降至疫情爆发后的最低水平 5.8%，但美国劳动力市场目前的岗位数量仍比疫情前少了 760 万个（https://baijiahao.baidu.com/s?id=1701790729787519306&wfr=spider&for=pc）。虽然上述两者在失业岗位的数量上有比较大的差异，但说明美国就业市场的就业缺口并未完全弥补，还存在明显的就业缺口。

2、GDP 缺口并未完全收敛。

依据 BEA 提供的数据，2021 年 1 季度美国经济 GDP 环比增长 6.4%，同比增长 0.4%，经济产出缺口并未完全收敛。依据彼特森研究所最近的一项研究，按照月度 GDP 来计算，依据新冠肺炎疫情流行前的趋势来估计，4 月份美国 GDP 缺口仍然存在 2%（Jason Furman and Wilson Powell , Follow the trend: US demand is back, supply is lagging, but both are likely to grow in coming months, June 2, 2021）。

3、物价弥补缺口并已经出现了“超调”。

从物价水平来看，4 月份美国经济中 CPI 和核心 CPI 同比分别为 4.2%和 3.1%（图 4）。当然去年 4 月份美国经济中 CPI 和核心 CPI 基本是阶段性低点，去年同期基数低也是导致现在物价水平同比相对高的原因之一，但物价出现明显的超调是事实。相对于 2%的长期通胀目标，CPI 出现了 2 个月的超调，核心 CPI 只出现了 1 个月的超调。图 2 也显示了核心 CPI 的 6 个月移动平均趋势，也可以看出 4 月份的物价水平是显著超调的。

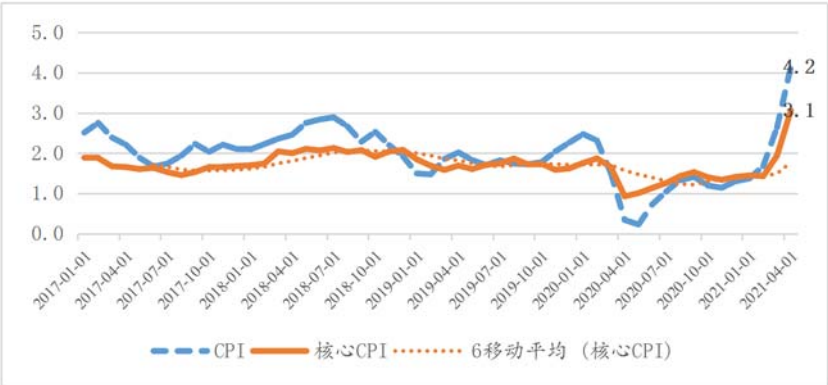


图 4、美国经济中 CPI 和核心 CPI（同比，%）

数据来源：U.S. Bureau of Economic Analysis.

从美国经济三大需求来看，受到收入增长和极低的抵押贷款利率的刺激，4 月份美国居民住房建设投资已经超过疫情前趋势的 15%，商业资本投资已经超过疫情前趋势的 12%（Jason Furman and Wilson Powell,2021）。从美国居民的消费来看，居民需求动力得到比较好的释放，整个消费基本达到了疫情前的趋势水

平，2021 年 4 月份美国经济中个人消费支出达到了 15.56 万亿美元（图 6）。从 BEA 公布的分类消费来看，货物消费已经远超疫情前，服务消费还存在明显缺口。因此，未来货物消费释放对通胀压力的影响将进入明显的边际递减区间。

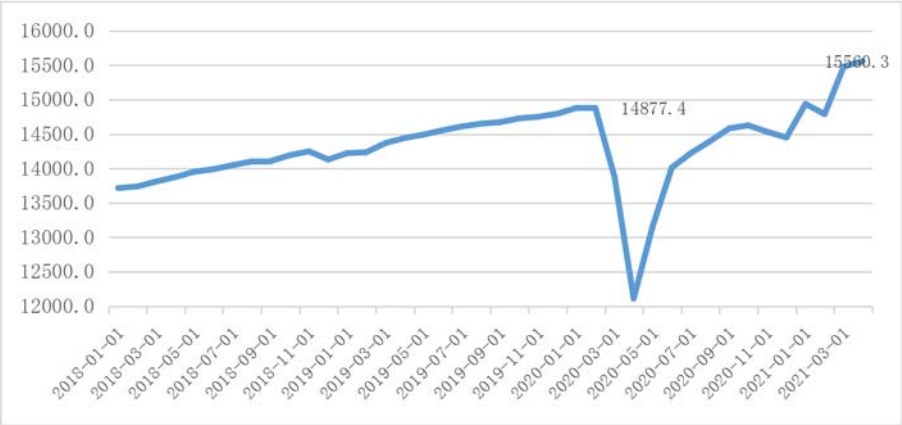


图 5、美国居民个人消费者支出（年率，单位：十亿美元）

数据来源：U.S. Bureau of Economic Analysis.

在三大需求中，美国经济出现了明显不平衡的修复。主要问题是就业状况改善和财政转移支付带来收入增长的同时，美国国内生产能力并未完全释放，导致进口大幅度增长，2021 年 4 月份美国贸易逆差高达 744 亿美元。因此，强调外部平衡就成为美国进一步助推经济进入扩张区间的手段。

在“一超调、两缺口”的态势下，允许通胀“超调”是美联储弥补就业缺口和产出缺口，助推美国经济进入扩张区间的抓手。在中长期通胀预期尚未“脱轨”的情况下，美联储的宽松政策会延续。纽约联储计划 6 月 7 日出售二级市场 ETF，但由于其规模小，对市场流动性和风险偏好的影响几乎可以忽略，但在传递一个信息：美联储开始担心物价“超调”的可控性。即使如此，在“两缺口”态势下，要坚持助推美国经济进入扩张区间，美联储会选择提高对通胀持续“超调”的容忍度。同时，对长期物价低迷的厌恶也会导致美联储允许通胀“超调”比较长的时间。因此，现在的美联储是宁要通胀，也不要通缩。

三、美国激进宏观政策带来的五大潜在风险

美国激进宏观政策带来了美国经济产出缺口快速收敛，依据 IMF 今年 4 月份《世界经济展望》预测 2021 年美国 GDP 增速达到 6.4%。激进的刺激政策导致了美国财政赤字不断增加，同时会带来全球的物价上涨的压力。

1、美联储允许通胀较长时间的“超调”可能会存在误判通胀的风险。

相对于 2%的长期通胀目标，美国目前通胀率水平已经出现了阶段性的明显“超调”。美联储认为，随着供应瓶颈的缓和通胀压力会减缓，目前的通胀具有暂时性。

从通胀预期来看，目前 5 年期 TIPS 和 10 年期 TIPS 预期的中长期通胀率并未出现“脱轨”迹象。从近期来看，6 月 4 日 5 年期和 10 年期 TIPS 隐含的 5 年

和 10 年平均通胀率分别为 2.54%和 2.40%，较 5 月中旬有一定程度的下降（图 6），似乎有出现了顶部的迹象。而且从 2021 年 1 月下旬开始，5 年的预期通胀率高于 10 年期预期通胀率，说明市场对长期通胀预期的压力并不大。

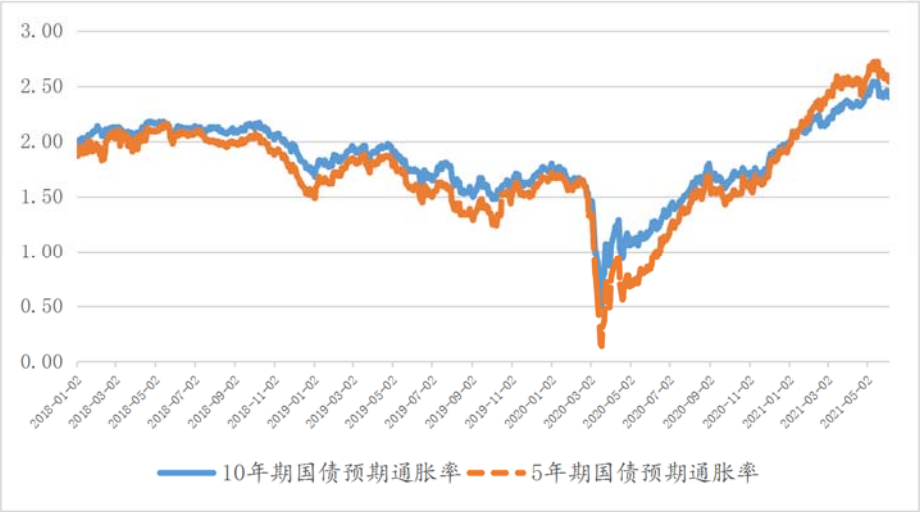


图 6、美国经济中长期通胀率预期（%）

数据来源：Federal Reserve Economic Data, 5-Year Breakeven Inflation Rate, Percent, Daily, Not Seasonally Adjusted; 10-Year Breakeven Inflation Rate, Percent, Daily, Not Seasonally Adjusted.

目前的问题还是在于疫情的反复，变异新毒株对全球产品供应造成的瓶颈效应对物价影响持续的时间还是存在不确定性。因此，宁可要通胀也不要通缩的美联储持续允许通胀持续“超调”会对未来全球通胀带来一定的压力。

2、通胀和低利率组合新环境将进一步推高风险资产价格风险

美联储允许通胀持续“超调”，高通胀与低利率组合成为当下及未来一段时间国际金融市场运行的新环境。这一新环境将导致传统的 P/B 估值框架失真，P/B 存在高估倾向，其原因在于通胀与低利率组合新环境会降低实际利率，共同助推风险资产价格的上涨。

从 2020 年 3 月全球金融大动荡低点以来，美国股市上涨的幅度巨大。道琼斯指数、纳斯达克指数和标普 500 指数分别上涨了 86.94%、101.36%和 89.05%；即使是今年以来也出现了较大的涨幅，年初至今道琼斯指数、纳斯达克指数和标普 500 指数分别上涨了 13.56%、7.19%和 12.61%（图 7）。

图 7、美国股市金融大动荡低点至今以及今年以来的上涨幅度（%）

数据来源：WIND。

从美国房地产价格来看，同样出现了巨大的涨幅。在美联储不断购买 MBS 提供流动性和 30 年期很低的抵押利率刺激下，美国房地产市场创历史新高。2008 年次贷危机爆发前，美国房价指数最高点 2006 年 7 月 S&P/Case-Shiller 指数达到了 184.6；而 2021 年 3 月这一指数高达 243.7（图 8）。

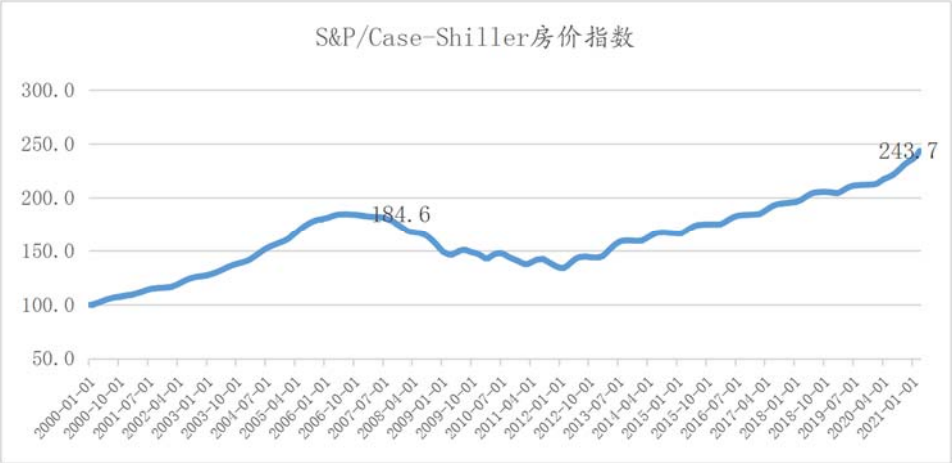


图 8、美国房地产价格指数的变化（2000 年 1 月=100）

数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis ,S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index, Index Jan 2000=100, Monthly, Not Seasonally Adjusted.

从风险资产的估值来看，高通胀与低利率组合新环境意味着风险资产的估值将继续在高位运行，尤其是美国的股市甚至可能出现创新高的可能性，这也会加大未来风险资产估值可能出现较大幅度调整的潜在风险。

3、经济修复与宽松的流动性导致大宗商品价格持续上涨的风险。

摩根大通全球制造业采购经理人指数（JPMorgan Global Manufacturing PMI）显示，商品生产部门将目前的连续扩张了 11 个月，总体采购经理人指数（PMI）从 4 月份的 55.9 升至 5 月份的 56.0，创下 11 年多来的最高水平（图 9）。从交货期来看，尽管全球制造业供应商的交货期在 2020 年中期一度接近稳定，供应紧张状况有所缓解，但最近的采购经理人指数（PMI）数据表明交货期延长到了与 2020 年峰值相当的程度，这说明 5 月份的供应面依然紧张，这会继续推动价格上涨。

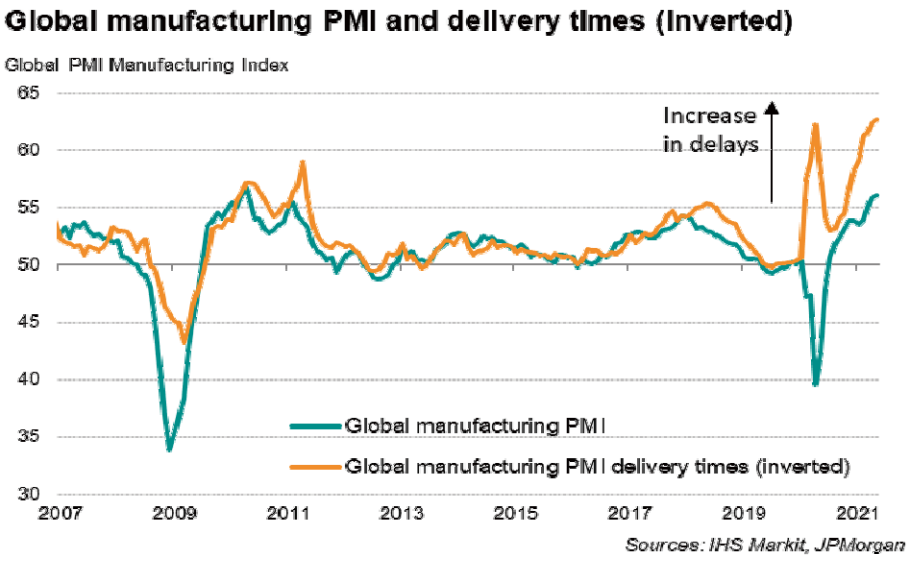


图 9、全球制造业 PMI 指数及制造业交货期指数

图片来源：Global manufacturing PMI highlights sustained supply constraints and price pressures.

从国别和区域来看，涵盖制造业和服务业的 IHS-Markit 美国综合采购经理人指数（PMI）显示，5 月份出现有史以来最大涨幅之一，飙升至该调查 12 年来的新高，5 月份最新数据为 68.7，高于 4 月份之前的 63.5，远高于调查之前记录的任何水平（调查之前的峰值 61.0 出现在 2014 年 6 月全球制造业 PMI 指数）。从欧元区的 IHS Markit 的 PMI 在 5 月份连续第三个月刷新纪录，升至 63.1 的新高，欧元区制造业继续以近 24 年调查历史上前所未有的速度增长。

一方面是制造业的回暖，另一方面美联储继续维持宽松，再加上导致的产能减少，国际大宗商品价格指数出现了较大的涨幅。图 10 显示，所有大宗商品的价格指数从 2020 年 4 月最低点 84.0 上涨到 2021 年 4 月的 144.4，上涨幅度达到了 71.9%。

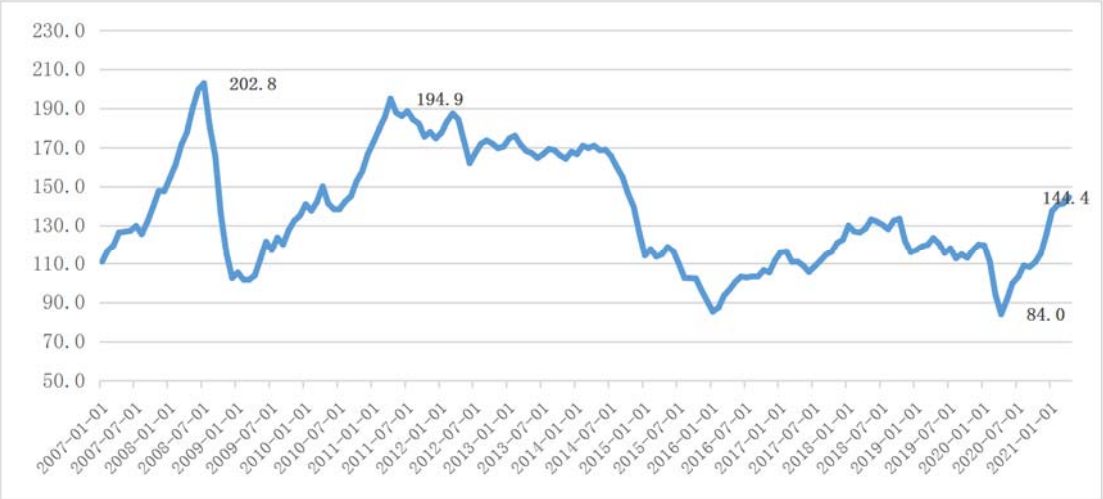


图 10、所有大宗商品价格指数的变化（2016 年 1 月=100）

数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis, Global Price Index of All Commodities, Index 2016 = 100, Monthly, Not Seasonally Adjusted.

从典型的大宗商品价格上涨情况来看，今年以来均出现了比较大的涨幅。截至北京时间 2021 年 6 月 8 日上午 10 时，今年以来国际国内金融市场上原油价格的涨幅在 40%左右，铜铝价格涨幅分别为 28.5%和 23.6%，铁矿石价格也上涨了 14.1%（图 11）。

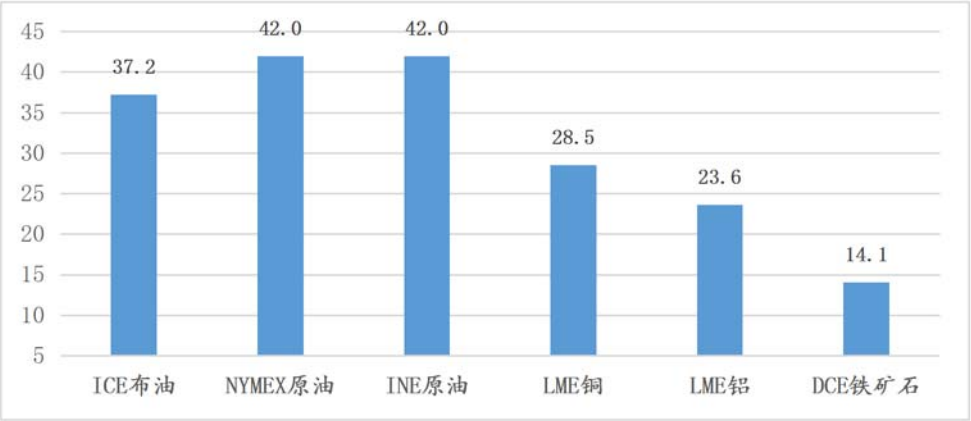


图 11、今年以来典型大宗商品价格的上涨幅度（%）

数据来源：WIND。

4、美国阶段性放弃了经常账户不平衡，导致通胀输出和重拾贸易摩擦风险。

从美国经常账户贸易的情况来看，新冠肺炎疫情爆发以来，美国货物贸易逆差是不断增加的，货物贸易逆差从疫情爆发前 2020 年 2 月份的大约 604.0 亿美元上升到 2021 年 3 月份的约 915.6 亿美元；服务业贸易顺差从 2020 年 2 月份的大约 224.0 亿美元下降到 2021 年 3 月份的约 171.1 亿美元。货物贸易逆差的扩大和服务贸易顺差的减少共同加大了美国对外贸易赤字。疫情爆发前 2020 年 2 月美国贸易赤字为 380.1 亿美元，2021 年 3 月份上升到 744.5 亿美元，大约 1 年的时间，美国经济对外贸易月度贸易赤字几乎增加了一倍（图 12）。

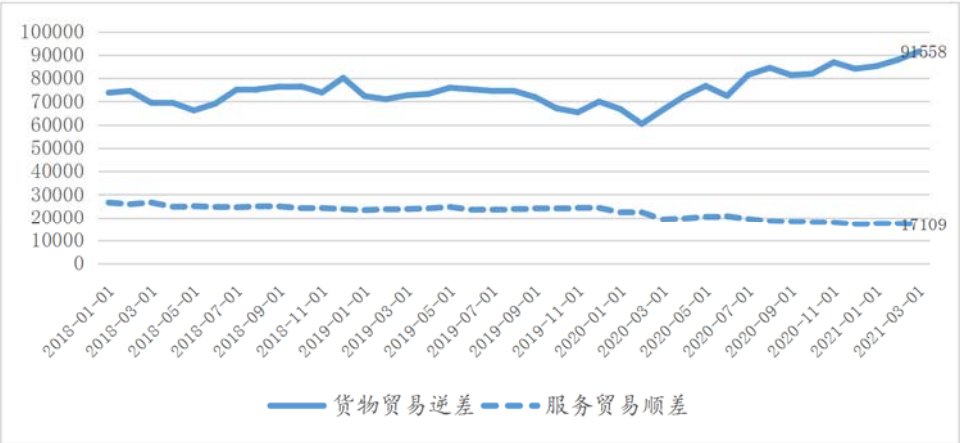


图 12、美国经常账户贸易情况（单位：百万美元）

数据来源：Federal Reserve Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louis.

从美国的货物进口来看，随着 2020 年 3 月份出台的 2.3 万亿美元经济救助法案开始，美国货物进口从 5 月份开始上扬。2020 年 5 月美国货物进口数量大

约为 1665 亿美元，到了 2021 年 3 月达到了 2344.4 亿美元，月度增长了 679.5 亿美元。

2020 年新冠肺炎疫情冲击以来，美国无视对外贸易赤字，并不是不关心外部不平衡，而是这种外部不平衡有助于美国激进的宏观政策的实施。美联储巨大的流动性释放与财政转移支付相配合，导致了 2020 年美国 GDP 同比下降 3.5%，但居民收入同比增长了 6.3%。居民购买力支撑了美国消费的增长，也导致了美国进口了大量的货物，货物贸易逆差再创历史新高。贸易逆差也使得美元顺势流出美国，带来了全球流动性的泛滥，降低了美国国内通胀的压力，但带来了全球通胀的压力，像大宗商品价格的上涨与美元流动性的泛滥直接有关。

历史上，美国因为经常账户赤字发起的贸易摩擦、汇率摩擦的例子很多，因为长期的大规模贸易赤字不利于提高美国实体经济的竞争力和维护美元国际货币体系。如果美国经济取得了实质性修复，美国经济进入了扩张区间，外部贸易赤字问题就很可能会被重新提上美国对外经济政策的议程。同时，拜登在 6 月 3 日签署行政令，美国加大了对中国企业“黑名单”的数量，目前已经达到 59 家，对中国企业的打压力度反而加大了。

5、美联储允许通胀“超调”导致人民币存在过度升值的风险。

从 2021 年 4 月份开始，美元指数有一个明显的走软阶段，而人民币汇率也有一个明显升值阶段。值得关注的是，4 月份美元指数走软与美联储的货币政策新框架直接相关。3 月份美国经济 CPI 达到 2.6%，核心 CPI 达到 1.8%，到了 4 月份美国经济 CPI 达到 4.2%，核心 CPI 达到 3.0%，但美联储从 2 月份开始一直在淡化通胀及通胀预期。在美联储允许通胀“超调”的背景下，随着美国经济中物价水平的上涨，美元开始对内、对外的双重贬值。从 4 月初到 6 月 8 日，美元指数贬值了 3.19%，人民币兑美元升值了 2.77%。相对于美元指数，人民币兑美元的金融汇率继续保持了相对稳健的升值态势。但从更长时间来看，2020 年 5 月 28 日至今，人民币升值了 10.73%，同期美元指数贬值了 8.57%，人民币存在过度升值的压力。

图 12、美元指数（右轴）与美元兑人民币双边汇率

数据来源：WIND。

四、中国宏观经济政策的对策

一方面，美联储持续允许通胀持续“超调”，另一方面美联储采取了模糊性的前瞻性政策引导。美联储激进的货币政策给全球宏观经济带来了不确定性。同时美国经济不平衡修复很可能引发中美贸易不平衡的再讨论。

1、中国的货币政策保持适度偏松，创造合意的融资环境

此轮经济修复一个显著特征是，全球杠杆率都有不同程度的上升，债务问题就成为经济持续修复需要考虑的重点问题。紧缩条件下的去杠杆政策成本太高，是需要避免的。因此，保持适度偏松的融资环境，降低融资成本，有利于债务风险的化解，也有利于保持较高的经济增速，强化经济的基本面，也有利于汇率的稳定。

2、国内考虑供给需求平衡来降低大宗商品进口价格的冲击。

由于欧美制造业比较强劲的修复，导致国内大宗商品边际定价权减弱。可以考虑三个方面的办法：（1）在国内金融市场上，加大大宗商品交易保证金或者增加交易费用，减少金融市场的投机性炒作行为；（2）在供给上，在继续深化供给侧结构性改革的背景下，可以压缩与大宗商品相关的重要行业产能；（3）在需求上，降低与大宗商品相关行业的出口激励，包括取消这类产品的出口退税政策等，从而在供需两侧保证国内的供给和需求相对平衡。通过金融市场约束、供需两侧的调整来降低国际金融市场大宗商品对国内物价造成的冲击。

3、高度警惕人民币波动趋势化形成汇率“超调”的风险。

人民币兑美元金融汇率走势相对稳健的过程中需要关注的重要问题是：人民币汇率阶段性走势的趋势要比美元指数走势的趋势明显，这可能会增加金融市场阶段性的做多或者做空人民币的风险，不利于人民币兑美元金融汇率的稳定性。要尽可能走出非趋势性的双向波动，降低市场利用明显的趋势性来进行套利的机会。

4、高度关注中美之间贸易不平衡引发的新问题。

美国经济已经取得了较好的修复，通胀“超调”可能使得美国经济进入扩张区间，但美国经济修复的总需求动力极不平衡，贸易赤字屡创新高。在这样的背景下，外部平衡也许会成为美国助推美国经济进入扩张区间的手段，同时也有利于维护美元霸权体系。因此，要有预案去应对美国经济在要进入扩张区间时对于外部赤字的关注。

5、股市资产价格要保持在较为合意的区间运行。

“房住不炒”政策是完全正确的。在严控房地产市场的同时，要保留风险资产价格的投资出口。除了科创版指外，中国股市目前上证指数、深圳成指的 P/E 均远低于美国股市的 P/E。股市具备基本面的投资价值。创新是当前中国经济新发展格局的关键，股票市场是鼓励创新的重要资本平台。整个资本市场要鼓励通

过并购等手段激励创新，政策不宜引导投资者的风险偏好下降。稳健的金融体系在于聚焦金融体系本身的风险梳理与监管，夯实金融体系健康的基本面，而不是聚焦于风险资产价格上涨本身，货币政策不宜过度关注股市风险资产价格的变化。

高培勇深剖当前宏观经济形势：要以市场主体为核心，统筹发展和安全

高培勇　中国社科院副院长

以下观点整理自高培勇在中国宏观经济论坛（CMF）（2021 年中期）上的发言

我很赞同中国宏观经济已经开启常态化进程这一判断。我以为，这里所说的“常态化进程”，是指一种相对稳定的均衡状态。我想指出的是，**此常态化非彼常态化**。已经开启的常态化进程，并不意味着回归疫情之前的相对稳定的均衡状态，而系经过疫情洗礼之后一种与疫情前存在着一系列系统差异的新的相对稳定的均衡状态。

具体来讲，我有两个相关判断：其一，**中国的宏观经济运行越来越凸显出安全发展的重要性**；其二，**中国的宏观经济政策配置越来越凸显出围着市场主体的安全和发展而转的态势**。

做出如此判断的基本理由，有如下三条：

第一，从目前来看，**中国宏观经济运行态势与稳定性、确定性高度相关，决定中国经济形势走向的最主要因素是稳定性和确定性状况**。经过这场疫情，中国的宏观经济越来越取决于经济运行的稳定性和确定性，这也是强调外部环境的不稳定性和不确定性的意义所在。

第二，谈到宏观经济运行和中国宏观政策的布局，都要涉及到其中的理论逻辑和现实逻辑。提到理论逻辑和现实逻辑，我们总要提到“三新”：新发展阶段、新发展理念、新发展格局。表面上看这“三新”讲的是不同的事情：新发展阶段明确了我国发展的历史方位，新发展理念明确了我国现代化建设的指导原则，新发展格局明确了我国经济现代化的路径选择。然而，**三者之间事实上存在着一条一以贯之、一脉相承的逻辑线索。这条逻辑线索，说到底是统筹发展和安全**。

谈到立足新发展阶段，当然意指我们已经处在一个新的更高的发展起点之上，在此之上我们可以追求更高的发展目标。但除此之外，还有一个更重要的意义是指，我国的发展环境发生了深刻复杂变化。这种变化，概括起来就是不确定性、不稳定性显著增加。因此，讲到“十四五”规划，讲到未来一个时期的发展，**就必须把发展和安全一起谋划、一起部署**。

谈到贯彻新发展理念，并不是以往所提及的 10 字新发展理念的简单延续。“创新、协调、绿色、开放、共享”是在 2015 年十八届五中全会上提出的。从 2015 年至今，形势已经发生了很大的变化，特别是经过这场疫情的洗礼，我们的发展环境发生了深刻复杂变化。面对发展环境不稳定性、不确定性的显著增加，

在新的发展阶段贯彻新发展理念，一定有其与时俱进的全新内涵。这种全新内涵，体现在原来提出的“四个更”已经拓展为“五个更”：以前我们说要实现更高质量、更有效率、更加公平、更可持续的发展，今天已经在原来“四更”的基础上加了一个“更”——更为安全。所以，**在新发展阶段贯彻新发展理念，就要坚持统筹发展和安全，把发展和安全放在同等重要的位置予以考量**。

谈到构建新发展格局，新发展格局显然不是简单的“双循环”，目标显然也不局限于畅通国民经济循环，打通产业链、供应链。总书记讲，**新发展格局最本质的特征是实现高水平的自立自强**。我们不禁要问，为什么要实现自立自强？为什么在今天这个时点上提出要实现高水平的自立自强？这显然也是基于我国面临的发展环境发生了深刻复杂变化，也就是发展环境的不确定性、不稳定性显著增加。

可以在五中全会的文件中找到这样的描述：**构建新发展格局是一场事关全局的深层次、系统性变革**。既然是事关全局，显然它就不限于经济领域，也不限于宏观调控层面，会涉及到政治、经济、社会、文化、生态文明等各领域。既然是深层次的系统性变革，显然不限于政策调整，一定会涉及到一系列体制机制的重构。所以从这个意义讲，事情表现在**构建新发展格局、畅通国民经济循环上，问题的实质则存在于统筹发展和安全的战略考量之中**。

从新发展阶段到新发展理念，再到新发展格局，**贯穿其中的一条逻辑主线就是统筹发展和安全**，离开了这样的逻辑主线来观察中国宏观经济的运行态势、来分析中国宏观政策的配置格局，显然难以得出恰当的结论。

第三，由疫情发生以来这一年半的时间内中国经济工作和宏观政策配置的基本轨迹，可以观察到一个非常突出的现象，就是**我国的经济工作和宏观政策配置格局，很大程度上是围着统筹市场主体的发展和安全而展开的。**

比如在去年和今年的政府工作报告中，都用“青山”来喻指市场主体。去年的说法是“留得青山，赢得未来”；今年的提法是“**青山常在，生机盎然**”。如果仔细地体会一下“青山”的意义，便会发现，这样一种喻指实际是把市场主体的发展和安全当作了中国经济发展的引擎，这是和以往很不一样的地方。近期中央围绕着市场主体的一系列文件和政策部署，给出的理论解释也是极具启发意义的。比如说市场主体是国民经济的细胞，既然是细胞，它对于国民经济发展的基础性意义和支撑性意义是十分显著的。**市场主体兴则国民经济兴，市场主体好则国民经济好**。

在探讨风险挑战对于经济运行的冲击和影响时，也有这样的解释。每逢遇有风险挑战的冲击，特别是重大风险挑战的冲击，首当其冲的是市场主体。我们总讲“春江水暖鸭先知”，出现风险和挑战，最先感知到的是市场主体。过去一年以及今年以来，市场主体在这次疫情当中所感受到的风险挑战的冲击，就包括经

营困难、利润下降甚至破产倒闭。

一系列历史与现实的经验也表明，**极端条件下为了保证经济的正常运转和社会大局的总体稳定，基本前提是保住、稳住市场主体**。李克强总理多次讲到，2020 年的经济工作和宏观政策部署是围绕着“六保”“六稳”而展开的，2021 年的经济工作和宏观政策部署同样要围绕着“六保”“六稳”而展开。“六保”“六稳”当中隐含着非常重要的理论逻辑和现实逻辑。“六保”中最重要的是前三保：保就业、保基本民生、保市场主体，而且前“三保”当中最重要的起始点是保市场主体。

为什么说保市场主体是最重要的起始点呢？这是因为，只有保住市场主体，才能保住就业，只有保住就业才能保住基本民生。**只要保住了市场主体，保住了就业，保住了基本民生，便能保住国民经济基本盘**。从这样一个理论逻辑和现实逻辑当中，我们可以看到“以市场主体为中心，围绕着市场主体而转，坚持保住、稳住市场主体的目标”这样一个经济工作的主线索和宏观经济配置的主线索，在中国已经成为一种相对稳定的均衡状态。

我想指出的一个基本事实是，起码近几年来，我国宏观政策的聚焦点和侧重点越来越向市场主体倾斜。比如我经常使用的一个例子：减税降费。当今中国的减税降费或当下正在实施的减税降费显然与以往我们在课本中所读到过的减税降费大不相同，也与我们在实践当中反复操练过的减税降费大不相同。我这里所说的大不相同，绝不是指它的规模和以往不可同日而语，而是说它的运行机理和行动路线在某种意义上说是颠覆了我们以往认知的。

比如第一，以往我们所经历的减税降费往往不具体提是给企业减降还是给居民减降。因为减税降费无非是减纳税人的税，降纳税人的费，不管是企业减降还是居民减降，都可以实现减税降费的目的。而这两年来，特别是疫情发生之后，**我们看到的减税降费，基本上指的是涉企税费。准确一点讲，主要减降的是市场主体的税和费**。这是和以往不相同的地方。

第二，减降什么税费？在我们以往的认知中，要减降所得环节的税和费，或者利润分配环节的税和费。为什么呢？我们都知道一个基本的道理，所得环节的税费和可支配收入距离最近，只要所得环节的税费减降下来了，不管是企业的还是居民的支配收入最终都可以相应地增加，从而迅速地产生扩大需求的效果。而**这两年的减税降费所减降的主要是增值税和社保费**。增值税和社保费不仅仅是由市场主体来交的，而且发生在市场主体的成本核算环节，而不是发生在利润分配环节，这是和以往大不相同的地方。

第三，以往的减税降费主要是通过政策调整的办法来实施的。这里所说的政策调整是指围绕、配合逆周期调节的政策而实施。既然和逆周期政策绑在一起，那么它一定是阶段性的，当经济周期发生变化之后，需要减税降费的时候才去实

施。但是，当经济周期进一步发生变化，比如回到原来的轨道，减税降费的操作便会相应地停止。近两年可以看到，我们的减税降费尽管也有政策调整的部分，也有阶段性调整的内容，但份额相当之小。最主要的减税降费措施不是阶段性的，不是围绕逆周期调节而去的，**而是一种制度性的变革，是通过变革税法、变革费规来实现的**。

一旦通过制度变革而不是政策调整的办法实施减税降费，就意味着这种减税降费是一种长期性、稳定性的措施，除非实行新的税费变革。这几年，每当提及下一年减多少税和降多少费的时候，往往相当一部分是延续以往或上一年实施的减税降费的操作，所以它是一种稳定性的长期效应。今年提到减费降税时会看到，几乎没有多少新的政策，但今年仍然在实施大规模的减税降费。这个措施出自何处？就是增值税税率的下调和社保费费率的削减长期持续的效应之所在。

因此，不管是财政政策还是货币政策，我们都要对整体宏观经济政策发生的变化做出非常重要的判断：这样一种变化会不会在“十四五”时期持续下去，会不会在较长的时间内持续下去。我的判断是肯定的，**这是一种可持续性的宏观政策配置**。

从以上三个理由来看，提到中国宏观经济向常态化回归，**这里的“常态化”一定要和疫情之前或者过去所认知的常态化区别开来，这种常态化和以往我们所说的常态化存在着一系列的系统性差异**。具体来说，这种常态化至少有两点值得我们特别注意：

第一，**在经济工作和宏观政策布局上要关注市场主体的发展和安全**，不管是中央经济工作的部署还是宏观政策的布局，还是要围绕着保住市场主体、统筹市场主体的发展和安全而发力、布局，去评估政策的效应，这不是疫情期间的一种短期格局，而是很可能会形成一种长期态势，这种长期态势在很大程度上已经达成了高度的共识。

第二，**在宏观经济分析框架当中，安全已经成为不可或缺的重要变量**。我们在分析宏观经济和宏观政策时，讨论的宏观经济变量无非是规模、结构、质量、效益等。展望我们所说的常态化格局，非常重要的一点是，要把安全作为一个重要的变量和因素纳入到宏观经济分析整体框架当中来。

回到上面提到的一点，此常态化非彼常态化，通过这场疫情我们得到了一些全新的认识，进而升华出全新的理念、思想和战略来分析未来的宏观经济形势，来分析未来宏观政策的布局，保证我们的分析更加契合宏观经济的发展现实。只有这样，我们的分析才能抓住要害，踩到点上，落到实处，不走偏，不走样。

刘元春解析下半年经济形势，两大“灰犀牛”冲击下，我国当前的扩张性货币政策和财政政策不宜全面退出

刘元春　中国人民大学副校长

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）（2021 年中期）上的发言

我想重点谈一下对 2021 下半年中国经济的忧虑。随着全球经济复苏的加速，全球充满一种乐观情绪，国内各个研究团队对于目前我国经济复苏的状况也充满着乐观情绪。我认为，这种乐观情绪是很好的，但越是乐观时越要坚持底线思维，特别是习近平总书记反复强调“百年未有之大变局”，我们时时刻刻面临结构性的大变异。我们一定要把来时的路和下一步要走的路想明白，如果想不明白，简单地就数据谈数据，可能会陷入到一种短期思维的困局之中。

中国经济成功复苏的核心支撑力量有三个支柱：

第一个支柱是“超常规的一揽子宏观刺激政策”，这个政策不仅仅包括超常规的“特别国债”、“财政直达车”，还包括我们在“六稳”“六保”中所采取的一系列措施，这些举措都是超常规的，在一般经济下行期间都不使用，都是采取一些行政性贯通手段强化刺激的力度和刺激的效果，市场运行往往会带来一些负面作用，但在特殊时期却能产生特殊的刺激作用。

第二支柱是超预期的外资外贸上扬。 从去年下半年到现在，如果从 GDP 贡献度上来看，边际上贡献最为强劲的是外需。世界疫情大流行，中国供应链为全球疫情提供最为稳定快速的物资供应，这个因素使中国的出口量大幅上扬，同时使原来被认为要脱离中国的外资重返中国。这种情况下，大量的外向型经济和大量的疫情经济部门不仅没有受到大疫情的冲击，反而在这个过程中实现利润的大幅上扬，很多外贸企业，特别是以疫情物资出口和宅经济为主营项目的企业，去年一年的利润比过去五六年的利润还要丰厚。

第三支柱是房地产的持续向好。从去年下半年到今年，房地产部门一直运行得不错，2020 年房地产固定资产投资增长 7.0%，销售额增长 8.7%，不仅没有受到疫情冲击，销售额增速反而提升了 2.2 个百分点。在全球疫情蔓延过程中，表现最为优异的行业是房地产。房地产价格在飙升，房地产投资在上扬，这不仅仅是中国现象，全世界也是如此。

这三大经济复苏的支柱在下半年到底会如何变化，是我们要思考的一个问题。

目前我国的超常规政策已经退出。所谓超常规政策的退出，不是指简单的扩张量的退出，同时首先是指扩展的特殊方式的退出。例如特别疫情国债的取消，

再例如中小企业融资担保基金和财政贴息贷款的退出。去年我们的 CMF 中国宏观经济分析与预测报告（2020-2021）已明确指出，第一步，**一些超常规的方式和方法要停止，取而代之的应当是常规的扩大性政策；第二步，扩张性的宏观经济政策逐步向稳健的宏观经济政策来进行转型。**

当前中国宏观经济政策是否已经迈出第一步，还是两步并着一步走了呢？从目前财政支出的状况和货币增长的速度来看，我们不仅在超常规政策上进行了退出，而且在扩张的水平上进行了大幅度收缩，不仅第一步已经迈出，第二步也基本同时迈出了。迈出第一步很重要，因为超常规举措持续太长时间对市场经济秩序造成很大的冲击，因为“凡药三分毒”，任何大规模刺激都会带来后遗症，所以超常规政策一定要退出。**但这个退出是不是意味着扩张性货币政策和财政政策需要全面退出**？这是我们要思考的一个核心问题。

回答这个问题的关键在于：1）中国经济增长是否常态化，产出缺口在 0 附近；2）经济增长动能是否常态化，是否在中短期具有稳定性？

从目前的就业水平和核心 CPI 水平来看，我们产出水平没有完全回到趋势性轨道之中，产出缺口依然存在；更为重要的是从复苏的三大核心支柱来看，我们不仅面临不稳定、不均衡的问题，更为重要的是存在导致系统性变异的**两大“灰犀牛”冲击**。

第一个“灰犀牛”冲击是中国外部环境在今年年底明年初面临的系统性巨大变异。一是美国各种政策出台和宏观数据的变异直接导致美联储在今年 9 月左右调整超常规货币政策和财政政策，直接导致世界流动性和金融环境的大变异。二是疫情虽然具有不确定性，但世界经济的恢复速度比预期要快，下一步全球供应链和产业链的恢复也会比我们预期的要快，这对于世界需求和供应的错配会有快速的缓解。三是美国以民主供应链联盟为主体的遏制战略比我们想象中推进得更快，下一步对我国经济的挤压可能会更大。四是在今年下半年和明年初，中美围绕第一阶段的贸易协定将要收尾，第二阶段的相关谈判将要开始。最初很多人比较乐观，但现在对于降低关税的问题，如果我国没有相应的筹码进行交换，使美国政治有一些缓和的台阶，那么我们可能还面临着一些恶仗；五是后疫情之后各国必定快速启动供应链、产业链和创新链的再布局，直接导致全球分工体系和贸易格局出现重大变化。

美国政策的全面推进和贸易谈判的复杂性决定了很可能会出现一些超预期的状况。叠加疫情后各国进行的产业链、贸易链的大调整，对于这样的形势我们一定要小心。现在外资外贸的繁荣使我们认为经济已经恢复到了很好的状态，但这个因素很容易逆转，如果我们没有提前布局内需扩张战略，一旦外部环境逆转，我国整个生产的缺口、产能过剩的局面可能会比 2019 年时的情况还要严峻。

第二个“灰犀牛”是经济分化中的地区金融风险恶化。局部区域金融风险

问题我们已经关注了很多年。2014 年，我们就对区域政府债务快速增长的问题和隐性债务的发展给予了很高的关注，但实际上我们没有破局，没有取得实质性的进展。为什么这个问题在今年年底和明年年初会进一步地成为我们的第二个“灰犀牛”呢？很重要的一个原因是，**目前我国的经济分化比较严重，这种分化与目前的债务区域分布将产生强烈的叠加效应**，这就导致我们过去的以土地为杠杆、以地方金融体系软约束为通道、以城市扩张和项目投入为载体，同时地方政府—地方投融资平台—地方金融机构—地方国企参与的债务循环将累计到达一个新的节点。地方债务问题为什么解决不了？就是因为这个循环体系一直存在，体系的内生动能一直存在。怎么来解决地方债务的问题？**我认为目前是个绝佳的时点，我们一定要在近两年推动地方国企、地方金融和地方政府财税体系的改革**。这个布局也许可以真正摘除我们所面临的各种定时炸弹，把我们一直谈论的“灰犀牛”问题常态化。这是我们在今年下半年和明年要关注的。

这两大灰犀牛一是会逆转外需持续扩张的局面，二是将使很多地方政府在金融风险的冲击下无法成为经济复苏的发动机。因此下半年和明年初的经济复苏形势并非乐观者所预期的那样一马平川。

与两大灰犀牛需要同等重视的是，今年是我们新旧战略转换、新发展格局布局全面落实的一年，它所需要的复苏和增长不是传统意义上的复苏和增长，而是需要在循环体系转换、动力体系转换、战略模式转型中的复苏和增长。转型需要利益机制的调整，特别需要构健与转型和新布局相适应的激励约束体系。从目前财政支出的状况来看，地方政府的积极性并不是很高，各级单位的积极性尚没有如预期那样急剧上扬。很多地方难以找到好项目投资，甚至有好项目也不投资，直接导致短期内找不到增长与发展的抓手。下半年围绕着科技自立自强的一些领域的把握，围绕着新基建、新科技等一些项目的布局，围绕着内部产业链、供应链的完备性及对海外产业链、供应链替代等等的一些动力机制还不是很完善，这就导致新战略所带来的内需扩张效应难以达到预期目标。这样，我们很可能面临这样一些问题：**目前非常规政策退出是重要的，但并不意味着扩张性政策需要全面退出**。当前我们的政策收得太紧，可能会导致我们面临几个困难：

1、我们很难应对来自国际的外部环境的超预期冲击。如果内需收得过紧，而外需又发生突变，我们会措手不及。

2、我们难以为深层次改革创造相对宽松的环境。

3、我们难以为新发展战略的全面落地提供财务支持，为内循环的升级创造足够的条件。

4、目前一些乐观的宏观数据具有幻觉，并未成为政策紧缩的支撑条件。

5、关于通货膨胀，我认为是不足以过度忧虑的，它在很大程度上是个结构性问题、民生问题，还没有演化成一个中期总量性问题。

因此我认为，在 2021 年三季度和四季度，特别是三季度，**财政政策的支出节奏要加快，货币政策相应的社融速度和信贷速度当然也要有所放松，而不能够简单地退出**。原因很简单，我们经济的复苏不仅仅是不均衡、不扎实，而且面临着两大“灰犀牛”的冲击：**一是外部环境变异；二是内部经济分化叠加地方金融问题**。当然我们还有更重要的战略任务，就是和美国进行竞争，快速布局新发展格局。基于这些理由，我们最近的政策宜松不宜紧。

王一鸣：经济回归常态仍面临挑战，长期应关注增长内生动力的培育

王一鸣　中国国际经济交流中心副理事长

以下观点整理自王一鸣在中国宏观经济论坛（CMF）（2021 年中期）

一、经济逐步向常态化回归，不平衡带来挑战

今年以来，我国经济延续持续复苏态势。进入二季度，受基数较快抬升影响，各项经济指标的同比增速高位回落，但环比增速和两年平均增速仍处在合理区间。总体判断，我国经济正在从快速复苏向常态化回归过程中。同时，要全面客观地看待经济常态化进程。当前，**全球疫情和经济复苏仍有不确定性，我国经济恢复仍不平衡，基数效应减弱、订单逆向回流和宏观政策边际调整，经济增速将逐步放缓，前期积累的结构性矛盾和风险逐步暴露，经济回归常态仍面临挑战。**

第一，全球经济走势仍复杂严峻。今年二季度以来，随着疫苗加快投放和接种率持续上升，加之主要经济体保持政策刺激力度，全球经济步入加快复苏的轨道。国际机构普遍上调了对全年经济增速的预测，全球疫情防控和经济复苏已步入下半场。但疫情冲击带来的结构性影响和对全球经济的创伤并未消除，全球复苏仍面临诸多挑战。

全球复苏分化态势加剧。疫苗接种不均衡，政策空间和修复能力存在差异，使发达经济体与新兴市场和发展中经济体之间呈现 K 型复苏态势。发达经济体内部也不平衡，美国经济复苏更为强劲，今年有望实现 6.5%左右的增长。这种分化造成各主要经济体之间，以及发达经济体与新兴市场之间政策调整不同步，使全球经济复苏更趋复杂。

全球通胀压力上升。去年下半年以来，国际原油、铁矿石、铜矿等大宗商品价格大幅上扬，原因是多方面的：一是全球经济加快复苏，需求恢复性增长对大宗商品价格形成支撑；二是受疫情影响，供给还没有完全恢复；三是流动性宽松，空前的财政刺激和极为宽松的货币政策，造成流动性泛滥，增强了大宗商品金融属性，推动价格大幅上升。在上述因素共同作用下，全球通胀水平短期上升已成事实，对我国输入性影响已经显现。

第二，美联储货币政策调整可能提前。随着美国经济增长前景改善和通胀预期上升，美联储政策可能会逆向调整。6 月 17 日，美联储议息会议决定上调超额准备金利率和隔夜逆回购利率各 0.05 个百分点，预示着宽松政策调整可能开始启动。如果美联储下半年开始缩减购债规模，则意味着全球流动性态势会发生

变化。这可能对一些基本面比较脆弱的新兴市场会带来冲击，也会加剧全球金融市场动荡，同时还会增大我国货币政策实施难度，美元指数可能快速反弹，对人民币兑美元汇率和资金流动形成影响。

第三，国内需求恢复仍然偏弱。在工业保持较快增长的情况下，国内消费和投资恢复仍然偏弱。今年前 5 个月，社会消费品零售总额两年平均增速仅为 4.3%，相较于 2019 年同期明显偏低，特别是汽车等大宗商品消费 5 月份又有所回落。在国家预算内资金加快下达的情况下，基础设施投资增速仍然偏低，两年平均增速仅有 2.6%。制造业投资两年平均增速为 0.6%，还没有恢复到疫情前水平。从下半年走势看，消费恢复仍将受制于居民收入增长情况，基础设施投资将受到地方融资平台偿债压力的制约，制造业投资在原材料价格上涨挤压企业利润的情况下，可能也难有较快回升，增强内需动力仍是需要关注的问题。

第四，外贸出口增势可能会逐步回调。今年上半年，外贸出口超预期增长是经济较快增长的重要因素。以一季度为例，货物和服务净出口对经济增长贡献率达到 12.2%，是经济增长的重要支撑因素。随着美欧疫情状况改善和生产能力恢复，美欧生产特别是防疫物资供给明显加快，可能会导致订单回流。外贸企业中相当一部分是两头在外的企业，近期原材料价格上涨，国际运价又持续处于高位，人民币兑美元升值侵蚀企业利润，这些因素可能对下半年外贸出口增势会形成影响。

第五，原材料价格上涨影响经济均衡恢复。前 5 个月，工业生产者购进价格同比上涨 5.9%，其中 5 月份上涨 12.5%，这对企业生产成本形成较大影响。5 月份 PPI 同比上涨 9%，其中生产资料价格同比上涨 12%，原油、铁矿石、铜矿等原材料价格快速上涨，对中下游企业利润形成明显挤压，中小微企业生产经营困难增大。这将带来不同行业和大中小企业恢复的不平衡不同步。

第六，部分领域风险释放压力增大。地方政府融资平台还本付息压力增大。债券违约有所增加，企业信用风险上升。中小金融机构资产重组及补充资本金压力仍然很大。这些都需要予以关注。此外，受疫情和其他多重因素影响，部分行业供应链不稳定，比如芯片短缺对汽车行业的影响还在持续，甚至在向消费类电子领域蔓延。实现“双碳”目标对经济运行也带来一些压力，一些地方为完成降能耗指标，采取比较激进的措施，对高耗能企业实现限产或停产，首当其冲的是煤电行业，从趋势看，煤电有可能从主体能源转变为调峰能源。如果短期内调整力度过大，可能会带来煤电生产的大幅下降，导致电力供应不稳定，部分地方还会出现电力紧张，影响到经济稳定恢复和产业链稳定。因此，要处理好绿色转型与稳增长的关系。

二、全年经济增速前高后低，通胀水平总体可控

今年一季度 GDP 同比增长 18.3%，两年平均增长 5%。二季度同比增速会放缓

到 8%左右，两年平均增速可能略高于一季度。下半年同比增速将继续放缓，三季度同比增速会略高于 6%，四季度可能低于 6%，在 5%-6%之间。三、四季度对应的两年平均增速应该在 5.5%-6%之间。CMF 中国宏观经济分析与预测报告（2021 年中期）预测全年经济增长 8.8%，还是可预期的。如果全年经济增长 8.8%，两年平均增速就在 5.5%左右，这与“十四五”时期的经济潜在增长率基本匹配。

全年通胀水平总体可控。今年以来，我国 PPI 涨幅明显上升，这与国际大宗商品价格上涨的输入性影响是分不开的。5 月份 PPI 上涨 9%，涨幅比 4 月份扩大 0.4 个百分点。但也要看到，全球大宗商品价格上涨动力在逐步减弱：一是前期形成的低基数效应正在减弱；二是供应紧约束随着疫情得到控制而逐步改善，产能恢复扩张使价格承压；三是货币政策转向的预期将减弱流动性对价格上涨的推动。随着输入性压力减弱，下半年 PPI 将逐步回落。目前 CPI 涨幅总体温和，5 月份上涨 1.3%，前 5 个月累计上涨 0.4%。CPI 涨幅比较温和主要受猪肉价格下降影响。如果剔除食品因素，PPI 向 CPI 的传导效应已有所显现。从趋势看，CPI 短期内仍面临上涨压力，但涨幅是可控的，因为消费和投资需求还处在恢复过程中；国内工业品供给充裕，市场竞争比较充分，PPI 价格向 CPI 的传导相对有限。从流动性因素看，我国没有使用“大水漫灌”的措施，有利于价格总体稳定。预计今年 CPI 涨幅在 2%以内，明年 CPI 中枢可能会有所上移；PPI 年内高位回落也是大概率事件，全年涨幅可能在 6%-7%之间。

三、短期促进经济常态化，长期关注增长动力培育

在经济常态化进程中，**既要关注短期经济恢复，也要关注长期增长动力的培育**。

第一，为经济常态化创造宏观政策环境。我国需求恢复仍然偏弱，外贸增势可能减弱，经济增长的内生动力还不足，宏观政策要保持连续性、稳定性和可持续性。保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定，把握好稳增长与防风险的平衡。随着经济逐步回归常态，宏观政策常态化也是必然的，要把握好政策调整的节奏和力度，更加注重跨周期设计和调节，既有效应对短期问题，也为应对未来不确定性留出政策空间。政策操作上要提高前瞻性，特别是要防范美联储政策调整可能带来的冲击，做好应对预案。

第二，把握好内外部均衡的平衡。随着美联储政策的可能变化，把握好内外部均衡的平衡更加重要。宏观政策要坚持以我为主，进一步推动人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，充分发挥汇率调节国际收支的作用。要引导企业树立“风险中性”理念，审慎做好汇率风险管理，还要完善跨境资本流动宏观审慎管理，提高对跨境资本流动的调控能力。

第三，更加注重培育经济增长内生动力。从趋势看，即使今年底经济转向常态化，我国经济发展仍面临压力。随着经济总量基数扩大，特别是人口老龄化加

快和劳动生产率增速放缓，潜在经济增长水平会继续放缓。在经济转向常态化后，培育新的增长动力至关重要。要进一步实施扩大内需战略，特别是要促进扩大消费需求，释放内需市场潜力。更重要的是加大供给侧结构性改革力度，在增强科技自立自强能力、提升产业链现代化水平、推进数字化和绿色转型等方面持续发力，培育新的增长点和经济增长内生动力，为“十四五”时期经济持续稳定发展创造条件。

余永定评人大 CMF 报告，剖析当前中国宏观经济形势

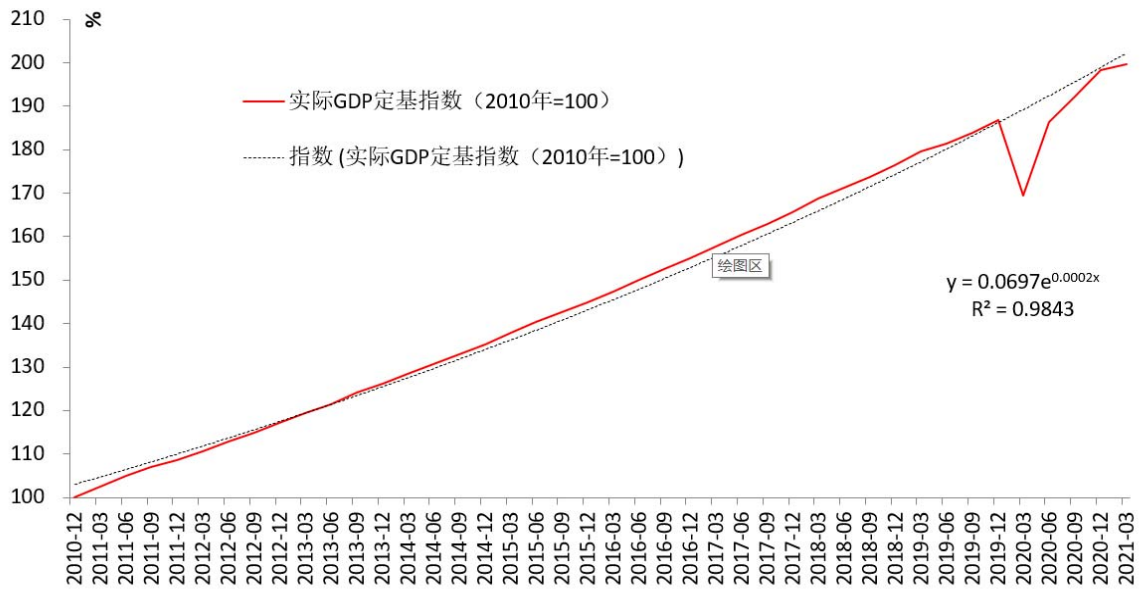
余永定　中国社科院学部委员

以下观点整理自余永定在中国宏观经济论坛（CMF）（2021 年中期）上的发言

人大中国宏观经济论坛（CMF）的中国宏观经济分析与预测报告（2021 年中期）（后面简称人大 CMF 报告）写的相当不错，人大 CMF 在最近几年陆续推出了许多宏观经济形势分析报告，这些报告都写得很不错。我今天主要想对这个报告的主要观点做一些评论，同时也谈一下我自己对相关问题的看法。

首先，人大 CMF 报告对中国经济形势的判断指出，“中国的实际产出水平已经回归到长期增长趋势，并且给出了下图。2021 年第一季度进一步确认了这一回归，只是目前还不稳固，相比长期增长趋势存在下行波动缺口，有待进一步巩固。”我对这后一句话非常赞成，确实存在这样的问题。

图 1：中国实际 GDP 定基指数



来源：CMF 中国宏观经济分析与预测报告（2021 年中期）

由于基数效应，第一季度 GDP 同比增速 18.3%，很高，但以后会逐季下降。

人大 CMF 报告预测中国第四季度 GDP 的增速是 5.5%，我们团队的预测也是 5.5%。

我想强调的是我们现在到底存在着一些什么样的问题。

首先，是经济增长动力的问题。第一是消费，我们期待已久的所谓报复性消费反弹说了一年多，到现在还没有等到。人大 CMF 报告数据说得很清楚，消费第一季度是 3.9%，2019 年是 8.5%，消费并没有出现很强劲的反弹。第二是投资，基础设施投资 2019 年年增速是 3.8%，这已经非常低，2020 年、2021 年 1-5 月份两年复合增长是 2.6%，可以说是相当可怜。制造业投资增速 0.6%，和 2019 年相比也差得很多。总而言之，我们**固定资产投资增速并没有出现我们希望的强劲反弹。在我们经济增长中发挥最重要积极作用的是出口的强劲增长**，这点大家都知道。

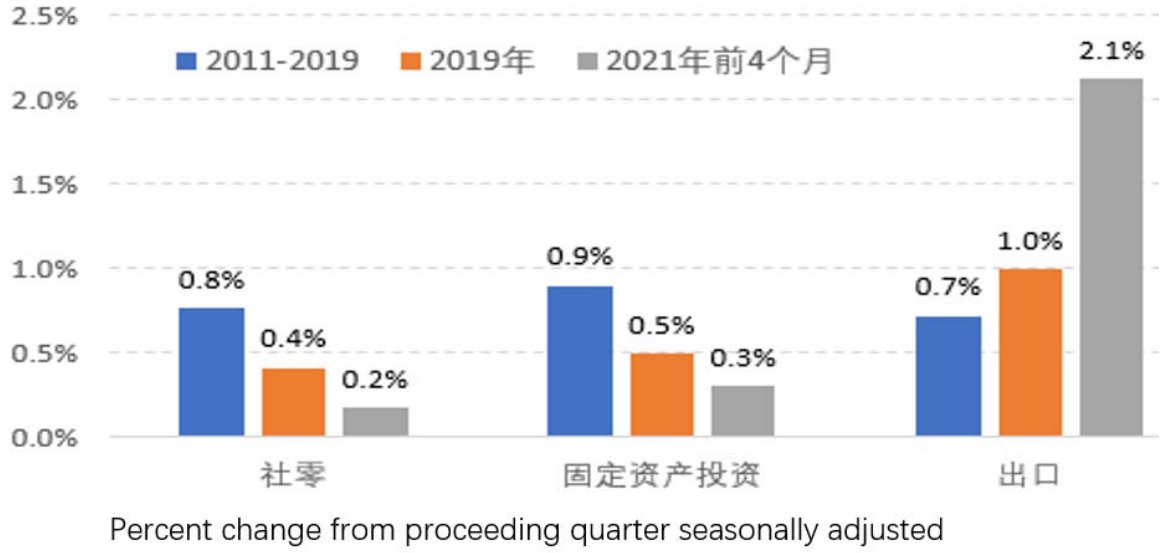
表 1：中国各项经济指标两年复合增速

增长动力在哪里？

	2019 年	2021 年 1 季度（两年复合）	2021 年 1-4 月（两年复合）	2021 年 1-5 月（两年复合）
社会消费品零售总额	8.0(6.0)	4.2(2.2)	4.2(2.3)	4.3(2.4)
全国居民人均消费支出	8.6(5.5)	3.9(1.4)		
固定资产投资总额	5.4	2.9	3.9	4.2
房地产开发投资	9.9	7.6	8.4	8.6
基础设施投资	3.8	2.3	2.4	2.6
制造业投资	3.1	-2.0	-0.4	0.6
民间投资	4.7	1.7	2.4	3.7
出口总额	5.0	10.7	11.7	11.2
进口总额	1.7	8.8	8.8	9.2
净出口	25.3	22.6	31.6	23.4

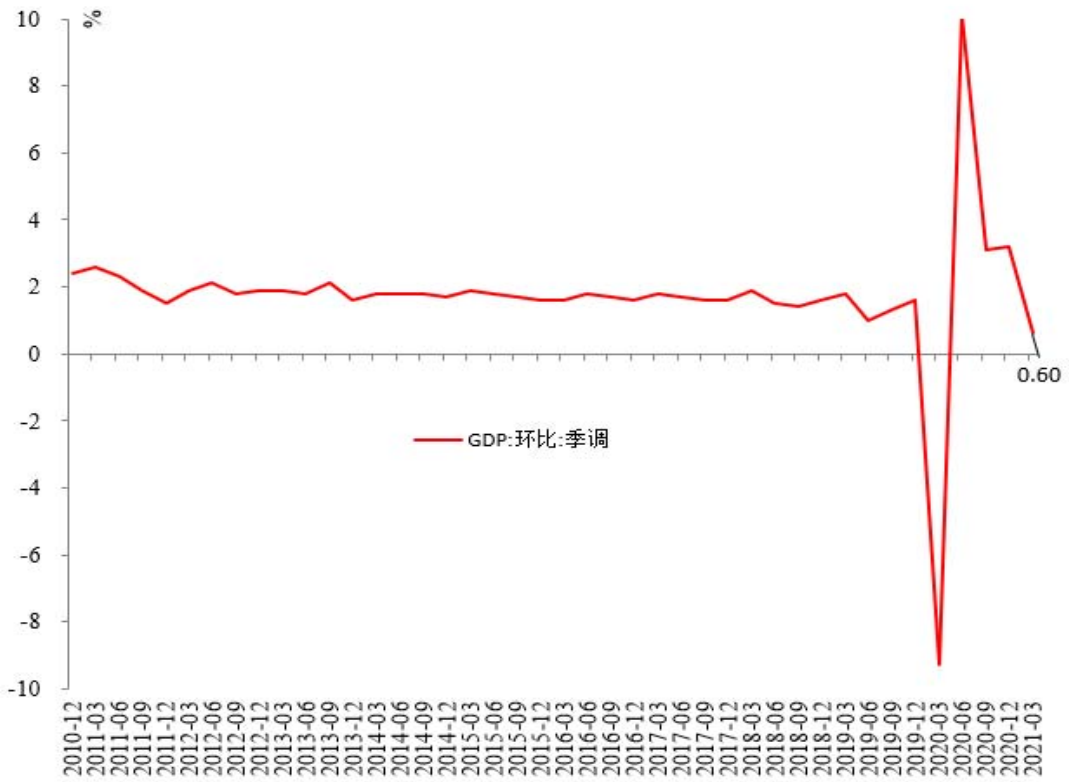
总体而言，**我们经济增长动力结构不佳，离真正的常态化经济增长还相当遥远**。我们的看法基本如此，下图是中国社科院世政经所在年初所做的比较，主要看一下出口，注意这是环比，不是同比。我们可以看到出口的增速是非常大的，但其他的增速，比如社零，固定资产投资等等，增速表现都不佳。所以，人大 CMF 报告担心的东西也是我们所担心的。

图 2：中国社零、固定资产投资和出口季度环比增长情况



总体来讲，2021 年后半年经济增长前景是值得我们关注的。从以下人大 CMF 报告这个图可以看到，它是往上走的，第一季度是很强劲地增长，第二、第三、第四是往下走。当然，这里有基数效应，更重要的是，我们现在已经看到了很多迹象，这个反弹力度在减弱。

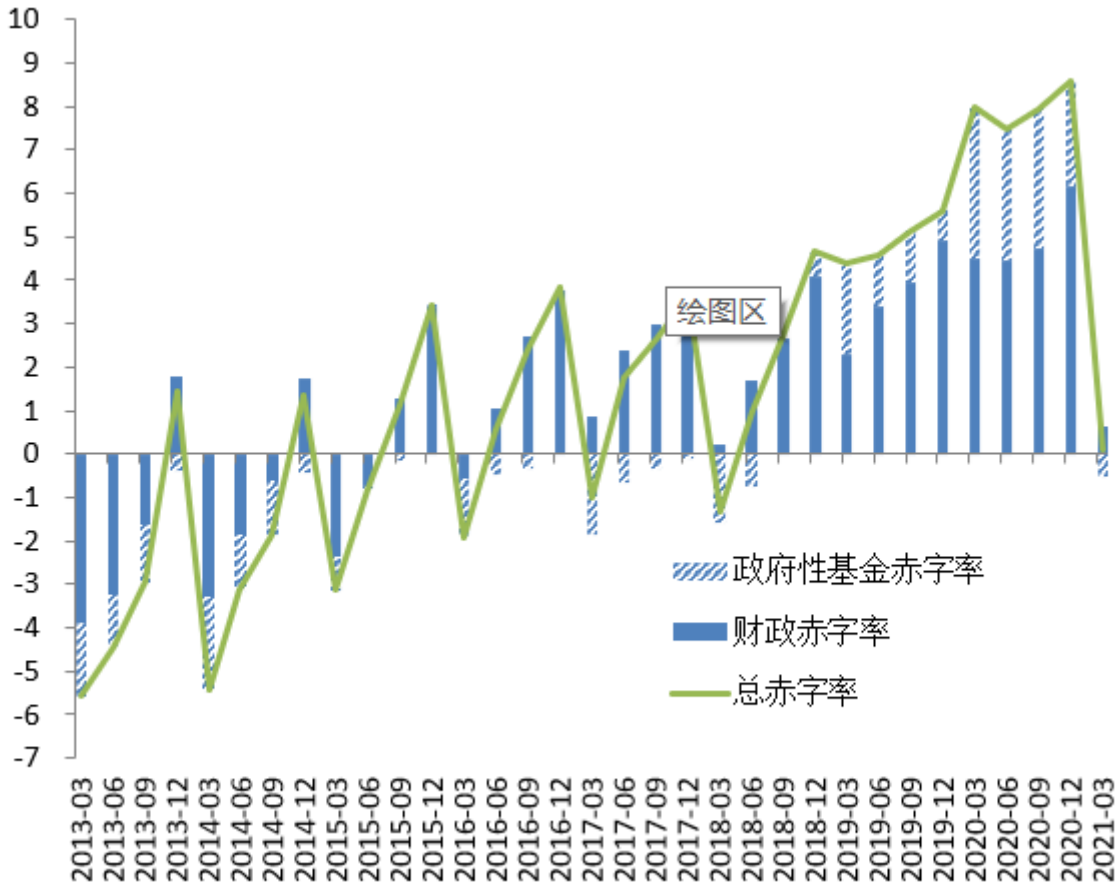
图 3：中国 GDP 环比增长（季调）



来源：CMF 中国宏观经济分析与预测报告（2021 年中期）

其次是宏观经济政策问题。公共财政收入在第一季度是 24.2%，这是很高的增长速度。一个国家在经济还没有恢复的情况下，它的财政（收入）增长速度能够这么高，无论是出于什么原因都是值得思考的。与此同时，我们公共财政支出在第一季度增速只有 6.2%，是相当低的。2020 年我们的财政政策虽然是扩张性的，但扩张的强度实际并不很高。从现在的情况看，2021 年相比 2020 年收紧了。报告中做了很多说明，试图说明财政政策并没有收紧，这个问题我们可以进一步讨论。**我认为是收紧的，这是财政赤字的状态。当一个国家经济增长缺乏动力的时候，经济增长速度低于潜在经济增长速度的时候是应该采取扩张性的财政政策，赤字率应该是提高的。**但我们可以看到，**赤字率是急剧下降的**。

图 4：中国财政赤字情况



来源：CMF 中国宏观经济分析与预测报告（2021 年中期）

报告中对财政状况的说明，希望消除我们的许多疑惑。我认为，解释还不够，我还不能够完全接受。财政政策宽松不宽松，是否足够宽松，我认为要看经济增长状况，特别是固定资产投资的增长状况，而更重要的是基础设施投资增长状况。我们确实存在着钱没用掉的问题。对于没用掉的原因，我认为在很大程度上是**激励机制**出了问题。**在我们经济增长速度低于潜在增长速度的状况下，我们要用扩张性的财政政策鼓励基础设施投资**。这里需要强调，基础设施投资不简单意味着是铁公基，还有很多软的东西，我们的医院、养老院、很多公共设施，都存在巨大的问题。比如，我所住的居民区(北京市朝阳区华威西里)，马路电线杆上有几十或上百根电线绑在一起，在大树之间穿行，刮场风树枝断了，这电线就可能会全断掉，很多年过去了，依旧没人管。我们基础设施投资的余地是非常大的，关键在于投什么。我们并不是有了非常好的基础设施，没有项目可投了，而是没有找到项目或者没有找对项目。美国无论是特朗普还是拜登都极为强调基础设施，用财政政策支持基础设施，实际是学习我们的经验，我们**不能把这种好的经验放掉，把孩子和洗澡水一起泼掉**。

总而言之，**我国现在的宏观经济形势还是面临着相当严峻的挑战**。而且人大 CMF 报告

已经指出，**中国现在存在有效需求不足的问题，经济速度还低于潜在经济增长速度**，这个判断是非常重要的。报告也提出了许多建议，比较委婉，但我理解的意思是，**还是要采取扩张性的财政政策，而且希望下半年会有更具扩张性的财政货币政策出台**。

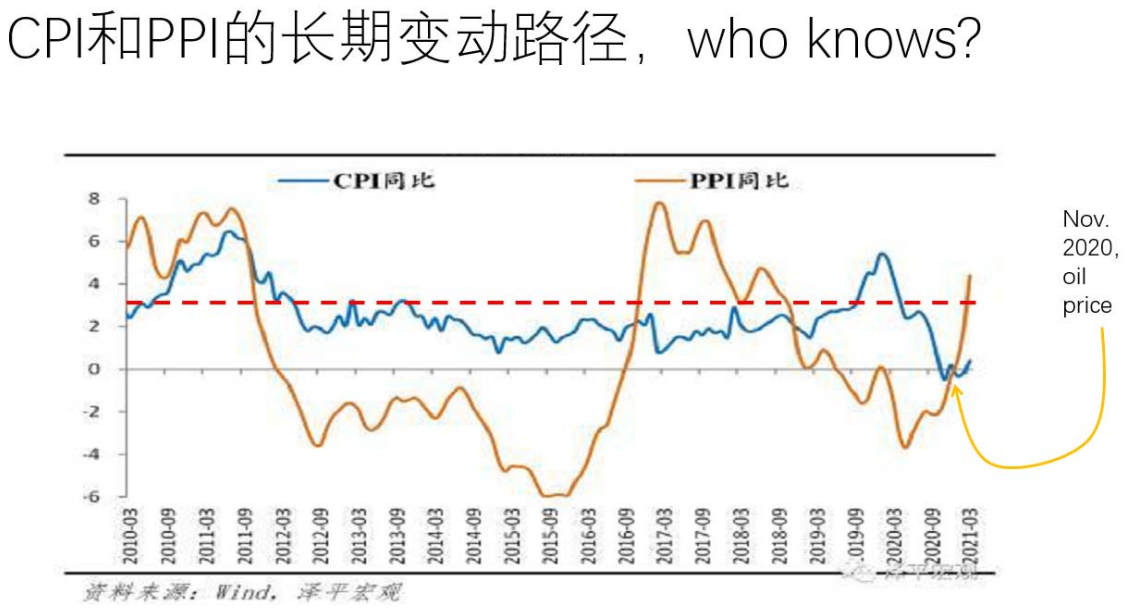
目前为止，**中国还远没有达到需要退出扩张性财政、货币政策的阶段**，大家现在用“常态化”这个词，而且用得很多，但这个概念可以有不同的理解。为了避免争议，我不用这个词，我使用“**退出**”的概念。**对于中国现在是不是应该退出扩张性的财政货币政策，我坚定地认为不应该**。美国 2010 年就在考虑退出问题，2013 年、2015 年、2018 年、2019 年也多次提出退出的问题，2021 年又提退出和不退出问题，但每一次都是雷声大雨点小，最后都没退出，反而是变本加厉。这说明并不是美国没有明确的财政、货币政策，而是美国是非常实事求是的，当原来某种政策意图和实际经济发展状况出现矛盾的时候，他们尊重经济现实，把经济增长放在首位。我认为这种态度是正确的。

中国自己在这方面的通常做法是：开始时，经济处于收缩状态；我们采取扩张性的财政货币政策，刺激经济增长；经济 “反弹”之后（是反弹还是基数效应，是真正反弹还是某种波动？），“及早退出”。中国经济学家对通货膨胀十分敏感。CPI 一上涨就感到十分不安。过去，我自己也是这样的。但这种倾向是有问题的。例如，2010 年还未结束，我们就开始退出 4 万亿财政刺激政策了。而我们之所以急忙“退出”，其中一个重要原因是通货膨胀率的上升。2010 年 5 月份，PPI 同比增速达到了 7.1%、CPI 为 3.1%。我们在心理上接受不了超过 3%的 CPI。更何况此后 CPI 基本上是一路上升，到 2011 年 6 月 CPI 增速超过 6.4%。在这种情况下，难道还会有人不认为通胀已经对中国经济稳定造成严重威胁吗？

其实，如果我们观察各类通货膨胀指数的水平而不是其增长率的变化，我们就不会那样一惊一乍的了。在 2010 年，中国的物价水平只不过是大致恢复到全球金融危机之前的水平，有什么可紧张的呢！事实上，中国应该学会容忍高于 3%的通货膨胀水平。通货膨胀是指物价的普遍上涨。物价稳定是指普遍物价水平的稳定，或普遍物价水平变化速度的稳定。在市场经济中，资源配置主要靠物价变动指引。相对物价水平处于经常不断的变化过程中。理论上，相对价格的变动不应该影响一般物价水平。但在作为一个发展中国家的中国，由于工资刚性和其他刚性，物价下降的刚性比较强。在一些产品价格上升的同时，其他一些产品的价格未必下降（或下降幅度足够大）。所以，相对价格的变动往往导致价格总水平的向上的变动。如果日本、美国等国货币当局把通胀目标定在 2%，中国把通货膨胀率目标定在 3%到 5%大概也不为过吧？更何况，2010 年通货膨胀上升在相当程度上是基数效应和其他短期结构性效应造成的。

所以，2011 年下半年通胀数据开始下降，PPI 在 2012 年 3 月开始持续 54 个月负增长。从 CPI 和 PPI 变动途径就可以看到，过去十多年，PPI 大部分时间处于负增长状态。CPI 在大部分时间都是低于 3%的。现在 PPI 增速上涨，如果看它的定基指数，生产者产品价格指数（PPI）只不过是恢复到 2008 年的水平；所以，**中国的问题不是通货膨胀，不是 CPI 太高，PPI 太高，而是在过去 10 几年中 CPI 和 PPI 增速太低，以 PPI 为标准，中国在过去相当长时间里是处于通货收缩状态**。

图 5：中国 CPI 和 PPI 长期变动路径



人大 CMF 报告中对于通货膨胀的分析是正确的，采取了一种比较实事求是的态度，认为不要过于强调通胀而不采取扩张性的财政货币政策，我完全赞成。但我还想进一步地提出，PPI 上涨，就中国目前的情况来看总体上（除囤积居奇导致的物价上涨外）是个积极的现象。我们的问题是 PPI 的上涨没有转化到 CPI。中国当前通胀最显著的特征之一是 PPI 和 CPI 的背离，“剪刀差”在 5 月继续扩大——5 月 PPI 同比上涨 9%，虽然 CPI 同比上涨 1.3%，但环比却下降了 0.2%。可能正如供应链理论中的“长鞭效应”所描述的，由于预计需求将大幅上升，供应链上游的生产商率先采取行动，储备原材料和化石燃料。因此，自 3 月以来，铜、煤、铁矿石和铝等大宗商品的价格都实现了两位数的上涨。然而，由于最终产品特别是消费品的需求仍然低迷，供应链中下游的制成品价格未能充分上涨。供应链下游的生产者无法将增加的成本转嫁给最终产品的使用者。于是，在上游产业盈利能力明显提高的同时，下游产业的利润率进一步受到挤压。同时，计算机芯片的库存短缺和减排目标等也在一定程度上加大了 CPI 和 PPI 的背离。

因而，中国宏观经济的最基本问题还在于有效需求不足导致经济增长动力不足。因而，**我们需要做的是通过扩张性的财政货币政策进一步提高我们的经济增长速度，使我们的经济增长速度达到潜在经济增长速度的水平，这样 PPI 的上涨就可以转移到生产链条的下游，使我们的企业利润得到好转。**PPI 上涨导致 CPI 上涨，是我们经济增长恢复到疫情前水平的一个必要条件和必然结果，出现这种情况，我们不但不应该害怕，而且应该欢迎。当然，并不是说我们不应该关注物价问题。**我们应该关注的是不要让物价呈现螺旋式的上涨**，涨价-涨工资-

涨价-涨工资，形成恶性循环，这个是要制止的。但现在还看不到这种趋势。一旦出现这种迹象，再采取抑制物价上涨的措施也不迟。

总结来说，我基本同意人大 CMF 报告对宏观经济形势的分析，但是报告对中国宏观经济政策的评价同对宏观经济形势的分析存在不尽一致的地方。我认为除非出现物价失控的危险，否则就应该继续执行扩张性财政货币政策，使经济增速稳定在 6%左右的水平，不要急于退出。对于中国来讲切不可忘记：**发展是硬道理**。

张宇燕：经济回归常态仍面临挑战，长期应关注增长内生动力的培育

张宇燕　中国社科院学部委员、世界经济与政治研究所所长

以下观点整理自张宇燕在中国宏观经济论坛（CMF）（2021 年中期）上的发言

从全球的情况看，**这次疫情冲击下的经济衰退是二战后最深的一次**，2020年增速-3.3%。比较而言，发达国家受冲击更大一点，增速是-4.7%；新兴经济体和发展中国家是-2.2%。疫情导致经济进入衰退后，世界各国几乎都迅速推出了救市政策。用国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃今年4月份的话来说，各国政府为救市大概共推出了为数18万亿美元的扩张计划。除了扩大政府支出以外，财政政策还包括减税降费等其他方面的财政救市措施。货币政策也是如此。疫情爆发后，**去年全球大大小小的央行降息总共200余次**，其中最值得关注的是**美国、欧洲、日本这些主要经济体。三大央行在坚定维持超低利率的货币政策的同时，还强化了已有的非常规货币政策并且形成了新的货币政策框架**，其中特别需要提及的是去年8月份，美联储宣布把政策目标调整为“寻求2%的平均通胀长期目标”。所加的“长期”这个定语，一字之差却和以前有了显著的区别。

现在全球面临的问题，大致来说主要有以下几个：

一、货币政策弹药库现在基本耗尽。最近一段时期以来，货币政策工具箱中被使用工具均为“非常规”政策工具，具体讲包括五类：一是量化宽松；二是控制收益率曲线；三是负利率或零利率；四是大银行定向放款（这主要是指欧央行对大的商业银行提供1.5万亿欧元利息-1%的定向放款）；五是“直升机撒钱”，亦即政府向居民或企业直接派发现金。这些非常规货币政策是否需要回归常态、何时回归常态以及回归常态的速度等问题的存在本身，就构成了宏观政策不确定性的主要来源。今天主要经济体央行所用的货币政策工具基本上都是教科书没有提到的。我记得伦敦政治经济学院的查尔斯·古德哈特教授讲过一句话，大意是不管以后的经济呈现出什么状态，教科书或宏观经济学恐怕要重新写了。

二、**主要发达经济体新货币政策框架实施效果如何。**国际货币基金组织（IMF）对美联储、欧央行、加拿大央行、日本央行采取的货币政策在今年3月份做了一个评估。IMF 货币与金融市场部主任 Tobias Adrian 今年3月份公布了他们的评估报告。评估的焦点在于，央行如何应对持久性的低均衡利率带来的挑战。所提的基本问题，一是目前灵活的通胀目标设定战略，在实现它的整个宏观目标时发挥了作用吗？二是现行的政策工具组合是否足够应对高通胀和实现潜在的产出目标？该报告也对政策框架的变化、即灵活通胀目标的设定的原因进行了梳理：

其一是菲利普斯曲线的失灵，表现为过去几年中无通胀条件下劳动市场的高涨，比如美国去年2月份的失业率降到了3.5%；其二是过去十年间的通胀预期下降，使得通过压低名义利率实现目标的政策空间进一步减小；其三是通过降息以应对衰退的空间狭窄，但通过升息抑制经济过热能力上升。IMF 所做的这个评估结果还是比较积极的，认为发达经济体央行新的政策框架整体上使得复苏加快。当然，由于目前的政策框架是全新的，故人们需要不断地调适以提高它的有效性。从3月份到现在的数据表明，尽管步调不一致，但发达经济体复苏趋势还在继续，并且在一定程度上稳定住了通胀预期。

对美联储政策以及新的政策框架也有批评，在此我主要谈两点批评。美联储原来的政策依据是比较清晰的、可预期的**泰勒规则**，今天**它被主观的、可调整的新规则取代**。现在美联储对灵活的通胀目标的时间期限只说了“长期”，但既没有说具体多长时间，也没有说高到什么时候就一定会调整，因而增加了不透明性，不确定性。这是第一个批评点。**第二个批评是，美联储在大规模购债的同时努力维持低利率以使债务成本降低**。这两个目标要同时实现的话，美联储就会长期地将货币政策与财政政策绑定在一起了。从长期看，货币当局的政策功能会受到基础性损害。

三、通货膨胀预期上升问题。关于通货膨胀的未来走势是一个争议很大的问题。巨大数量的流动性涌入经济，再伴以超级宽松的货币政策，根据常识它们都会导致价格上涨。但持相反观点者指出，流动性是多了，但流通速度放慢了。2008年金融危机后各发达经济体央行限购实施了数量宽松政策，当时相当多的人认为随之而来的一定是通货膨胀。然而我们看到的却是10年的通货紧缩。特别是，抑制通胀的最直接有效的工具现成地摆在那里：加息不就得了。一个月前在余永定教授主持的“钱俊瑞-浦山讲座”上，主讲人斯蒂格利茨教授还专门谈到美国政府债务余额大概占 GDP 之比130%并不必然导致通货膨胀预期上升。他举二战刚结束时美国政府债务也达到过 GDP 的130%，但过了几年就降到了30%-40%，期间并没有出现高通胀。

通货膨胀最新境况是美国核心个人消费支出指数（PCE）5月份升至3.4%，达到1992年以来的最高点。有鉴于此，不少人开始预判美国货币政策是不是要转向。这个数据出来以后，市场的反应是美国股市再创新高。究其原因，就在于 PCE 这个数值低于市场预期，特别是比上个月环比低了0.1个百分点，进而市场认为物价水平的上涨证实了美联储的基本判断：通货膨胀压力是暂时的。我大致认为，短期通货膨胀的压力是有的，而且压力还有进一步加大的可能，但中长期看发达经济体的价格仍处在中低水平稳定通道。根据彭博社数据，截止到上个月世界名义利率为负的债券有12万亿美元，占全球可投资债券的20%。虽说比去年底的规模减少了6万亿美元，表明市场预期出现一定的变化，但仍然占全球可投资债券

的20%。人们愿意持有负利率负债券而且规模达12万亿美元，多少意味着持有者对未来抱有通货紧缩的预期。发达经济体内需求疲软也是物价难以大幅快速上涨的抑制因素之一。关键的一定是，美联储工具箱里抑制通胀的工具要远胜于对付通缩的工具。

四、美元走势的问题。短期看，影响美元走势的直接因素是美国货币政策回归调整的幅度与速度。其他经济体的货币政策调整和复苏态势也会影响到其货币与美元的比价。最近 IMF 公布的对149个国家和地区的统计数或许能够说明点问题：2020年底全球外汇储备总额12.7万亿美元，其中以美元计的世界外汇储备资产比例连续5年下降，跌至59%，创下25年来最低，2001年底美元储备占比超过70%。中国2020年底持有美国国债1.07万亿美元，比7年前最高水平几乎减少了20%；俄罗斯2020年9月美元资产储备占20%，而2017年占50%。中长期来看，我注意到哈佛大学教授罗格夫最近写的几篇文章都直接间接地谈到美元的国际地位，其中特别说到今天的美元与其他关键货币之间的关系有点像上世纪60年代美元和黄金的关系，即我们都知道的“特里芬难题”。最后布雷顿森林体系在70年代初就崩溃了。今天的情况是，一是美国产出占全球 GDP 的比重在持续下降，二是美国政府债务占全球 GDP 在持续上升。在罗格夫看来，这两个事情最终归结为一点就是美元币值的相对稳定不可持续。我把它称之为“罗格夫两难”。

五、全球供应链的问题。全球供应链最近讨论的比较多，其中涉及“脱钩”，而脱钩又和地缘政治紧密联系在一起。就我所看到的关于供应链的分析，做得比较全面的是麦肯锡全球研究院去年8月份发布的报告。报告给出的一组数据有点意思，比如说在180种全球主要贸易品中，70%的生产集中在一个国家——中国。如此之高的集中度在有些人眼里就意味着高依赖度，涉及“国家安全”，事关大国博弈，故一些国家陆续出台了或计划出台一系列旨在提高自给率或本土化率的政策，鼓励制造业回流或使供应链多元化或更具有韧性。这次疫情冲击更是让企业意识到，彻底重新评估供应链、缩短供应链、投资更有韧性的供应链可能是有利可图的。基于此，这份报告估计，全球企业可能在未来5年内将其全球产品的1/4转移到新的国家，其中超过一半的制药和服装生产会转移到新的国家，受影响的商品总价在2.9-4.6万亿美元之间，约为2018年全球商品出口的16%-26%。如果说供应链调整的主要目标之一是减少对中国的依赖或把中国锁定在全球价值链的制度，那么至少去年和今年上半年的实际情况说明某些巨型发达经济体的目标并未实现。当然，这并不意味着将来一直会如此。

六、资产价格的问题。超级宽松的货币政策环境导致的一个可能结果是，为了寻求尽可能高的回报率，许多投资者不得不铤而走险购买大量风险资产。国际清算银行去年底的基本判断是，尽管实体经济复苏和宽松货币政策将对资产价格形成一定支持，但风险资产价格同经济前景和信贷质量恶化相脱节的现象依然存

在。复苏乏力与资产价格快速上涨并行，意味着全球资本市场在未来一年多出现巨幅波动不是小概率事件。主要经济体资本市场大幅波动势必对其他国家和地区产生负面溢出效应，并由此激起负向反馈。房地产市场过度繁荣不仅给金融稳定带来长期风险，也对劳动生产率增长造成有害影响。国际清算银行经济学家塞巴斯蒂安·多尔论证，房地产价格上涨放松了房地产所有者面临的资金约束从而鼓励他们扩大生产，其后果是资本和劳动流向了低效率的企业，进而迟滞工业生产率乃至全要素生产率的增长。

七、全球治理和区域治理问题。多边和区域经贸合作障碍不可低估。现在WTO改革面临的问题还是比较多，改革与完善仍处于僵持中，下半年美欧日进一步协调立场后，有可能联合其伙伴国大力推动，不排除美国新政府组建联盟进一步孤立中国的可能，措施包括限制中国在WTO中的合法权益，甚至将我国排除在WTO改革进程之外。如果WTO改革失败，则OECD有可能取而代之处理贸易问题，甚至成为“志同道合”者建立平行体系的抓手。区域合作的好消息来自越来越多的国家议会通过RCEP，其中特别值得一提的是日本国会。中日两国立法机构的认可，可以说标志着RCEP真正走上轨道。彼得森国际经济研究所估计，到2030年RCEP将使全球收入每年增加1860亿美元，为成员国经济增长贡献0.2个百分点。不好的消息来自中欧全面投资协定（CAI）的落地程序因欧洲无理对华进行制裁而被搁置。应该讲，CAI是一个实现互利共赢的协定。

八、考虑到前面的发言嘉宾已经谈了不少大宗商品市场，故我在此就不过多重复了。总的看法是，去年大宗商品价格指数降了30%多，不少机构都预测今年会大幅反弹，将上涨40%多。在我看来，现在的涨幅大致符合预期，当然不同品种的商品涨幅会有所不同，进口国和出口国的损益情况也大相径庭。

关于走势，大概率是2021年世界经济会在坎坷中实现明显且不均衡的复苏，而这又与能否全面控制住第二波疫情直接相关。下半年疫情受到有效控制或疫情演化为普通流感应该有七成以上把握。从历史上看，重大传染病持续期大多为2年左右。IMF预测2021年全球增长6.5%，2022年4.2%，对此我觉得有点过于乐观。我们的分析是把今年全球增速上调至6%左右。

毛振华：中国经济迈向常态化将是一个艰辛的过程

毛振华　中国人民大学经济研究所联席所长、教授，中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）（2021 年中期）上的发言

讨论中国经济是否迈向常态化，需要考虑两个方面的问题：一是经济运行是否实现了常态化，也就是经济增速是否回归到了 5-6%的常态水平，这是大家都比较认可的一个评价标准；二是宏观经济政策是否回归常态化水平。什么叫经济政策常态化？我有个观点，金融危机以来，中国逐步形成了具有中国特色的宏观经济政策模式，即稳增长与防风险的双底线思维，其又有三种表现形式：第一种是以稳增长为主、兼顾防风险，第二种是以防风险为主、兼顾稳增长，三是稳增长与防风险处于相对均衡的状态。那么，在当前情况下我们讨论宏观政策的常态化，应该是具体向哪一种表现形式迈进呢？我认为，应该是向第一种迈进，因为 2020 年在疫情的冲击下，我国采取了超常规的稳增长政策，随着经济的修复，应该逐步向常态化的稳增长政策回归，并兼顾防风险。

以上述两个标准来衡量，中国经济和政策是否已经回归了常态化？我认为，这个问题并不那么简单，还存在不确定性。以下我就从五个维度来分析这个问题。

第一，从新冠疫情发展的角度来看，目前全球经济和社会生活尚未恢复常态。当前，全球疫苗接种较为顺利，主要发达国家以及我国的每百人接种率均超过了 70 剂次，英美已经在 100 剂次左右。考虑到多数新冠疫苗需要接种两剂次，因此多数国家仍未达到全面免疫的水平，疫苗发挥保障作用还需要一定的时间。但不可否认，疫苗的推广对控制疫情有着至关重要的作用。虽然印度等地出现的变种病毒加大了疫情防控难度，但我相信，目前全球各地已经具备了相当的疫情防控能力。综合来看，疫情虽然仍未得到全面遏制，未来演化存在不确定性，新冠病毒有可能像流感一样与人类长期共存，但可以确定的是，全球经济和社会生活正处于向常态化回归的过程中。

第二，从外部环境的角度来看，大国博弈带来的外部不确定性持续存在。我一直强调一个观点，即美国因素已经成为影响中国经济的一个重要变量。2018 年，在中美贸易冲突爆发的背景下，我国宏观政策从防风险为主转向“六稳”即是一个重要例子。拜登政府上台以来，特朗普政府时期那种激进的、极限施压式的对华政策有所调整，在部分领域也与我国有了一些合作，但合作效果尚不明显。尤为值得一提的是，建制派的拜登政府注重修复与美国传统盟友的关系，意图拉拢其盟友共同遏制中国，从这个意义上来说，拜登政府对华遏制程度反而较特朗普政府时期进一步强化。因此，长期来看，中国经济发展的外部环境依然存在着

很大的不确定性。

第三，从部分重点领域来看，经济运行尚未实现常态化。从拉动经济增长的三驾马车来看，其修复的可持续性仍需观察。**从出口来看，**去年以来，由于其他主要出口经济体的生产受到了很大抑制，我国出口赢得了错峰发展的机会，但这种优势有可能随着全球经济的修复而弱化：虽然全球需求的增加有可能给我国出口带来一定拉动，但更大的可能是，海外生产的修复对我国出口带来一定挤出，加大我国出口增长压力。**从投资来看，**传统的依托基建稳增长的投资思路对需求的带动作用有限，且在当前优质资产稀缺的背景下，投资的效率较低，在一定程度上制约了投资稳增长效应的发挥。尤为值得一提的是，当前民间投资占比持续低于疫情前水平，表明市场化主体的投资积极性仍有不足，未来仍需将提升市场化主体的积极性作为政策重点。消费就更不用多说了，是三驾马车中恢复程度最差的，以两年平均增长率来衡量，至今尚未恢复到疫情前的常态化水平。此外，当前经济运行存在“宏观数据高增长、微观主体弱修复”特征，尤其需要关注大宗商品价格上涨给中下游的中小企业经营带来的困难。

第四，从宏观政策选择的角度来看，应对疫情的超常规政策是否应该完全退出仍需观察。为应对疫情冲击，我国虽然采取了超常规的宏观调控政策，但出于防风险的考虑，我国的政策力度要远小于发达国家。随着国内疫情得到有效控制，经济逐步修复，超常规的宽松政策也逐步向常态化回归。但在宏观政策向常态化回归的过程中，我们必须要正视经济周期与信用周期错位导致的“双缺口”问题： 一方面，虽然经济周期整体向上，但疫情导致的产出缺口尚未得到完全弥补；另一方面，出于防风险的考虑，信用边际收紧导致信用缺口，与经济周期向上存在错配。考虑到“双缺口”的存在，应对疫情的稳增长政策是否应在某种程度上延续，或者保留一部分结构性的政策，这是需要慎重考虑和观察的。

第五，从构建“双循环”新发展格局的角度来看，仍需坚持底线思维，做好应对极端情况的预案。在外部不确定性上升的背景下，我国提出构建以内循环为主体、国际国内两个循环相互促进的新发展格局具有重大战略意义。在“百年未有之大变局”下，构建双循环新发展格局尤其需要坚持底线思维，对我国“内循环”的发展状况做出准确评估，要明确在未来可能遭遇比现在更困难的外部环境的情况下，我国的“内循环”可以发展到一个什么样的水平，可以承受什么样的压力，并做好相应的政策预案。

综合以上五个维度的分析，我认为，我国经济迈向常态化仍需要多方面的条件，而这些条件并不是现成的，而是需要各方积极创造，这其中任一个维度的改善，要么需要宏观政策的理性决策，要么需要相关方付出更加艰苦的努力。**从这个意义上来说，中国经济仍处于迈向常态化的过程中，要真正实现中国经济常态化，必然是一个艰辛的过程。**

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

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：