



上海财经大学 高等研究院
Institute for Advanced Research of SUFE

2021 中国宏观经济形势分析与预测年中报告



风险评估、政策模拟及其治理 ——新格局下的中国经济：变局与应对

“中国宏观经济形势分析与预测”课题组

上海财经大学高等研究院

二〇二一年七月

项目概览

上海财经大学高等研究院 2009 年发起成立“中国宏观经济形势分析与预测”课题组，旨在以一种开放式的科研组织模式，凝聚海内外相关研究力量，对中国宏观经济进行长期跟踪研究，定期发布中国宏观经济形势分析与预测报告，为政府、企业及社会各界提供有参考价值的经济洞见、短期政策对策及长期改革治理建议，推动中国经济的长期稳定增长和可持续发展以及国家治理能力和治理体系的现代化。

基于中西合璧、优化整合的方针，高等研究院依托中国宏观经济研究中心组建了阵容强大的课题组成员团队，包括曾任美联储高级经济学家的国际资深专家，原中国人民银行调查统计司司长、上海市人民政府参事，以及 20 多位获得国际国内顶尖大学博士的高级研究人员，包括 2 位孙冶方经济科学奖得主、5 位终身教职教授。与此同时，高等研究院下设有数据调研中心、人口流动与劳动力市场研究中心、卫生经济与老龄化研究中心等 10 多个中心也将从不同方面为本项目提供研究支持。

作为课题组的成果体现形式之一，中国宏观经济形势分析与预测报告**坚持以全局观念、系统思维和综合治理方法来处理好改革、发展和稳定的辩证关系**，力求体现以下特点：**一是**构建完善多部门大型量化准结构性宏观模型(IAR-CMM)：充分考虑中国元素，内含多个板块，板块对接时会把其它板块的结论嵌入到该板块中去，使之短期政策应对变量与长期改革参数在所有板块中具有自洽性和内在一致性，以此达到宏观总体一般均衡和综合治理；**二是**基于扎实的数据采集和整理的严谨计量经济分析、理论内在逻辑分析及历史视野比较分析，做到分析解决问题所需要的三个维度的结合：理论逻辑、实践真知、历史视野，以体现“六性”：科学性、严谨性、针对性、现实性、前瞻性和思想性；**三是**不只是大概率的点预测，更多的是考虑规避和防范一旦出现后果严重的小概率事件和如何应对已有显著迹象的大概率系统性风险，以及进行稳经济的各种情景分析和反事实分析：对不同风险和政府不同增长目标给出应对力度和备选方案，为政府决策提供科学依据；**四是**既考虑到短期波动风险、趋势性和周期性因素的交互叠加和相互作用，也关注中长期制度性，结构性改革及其向纵深推进的方式。

目前，中国宏观经济形势分析与预测报告每年以季度为出版频率，一年 4 期，得到“经济学前沿理论与方法学科创新引智基地”和理论经济学上海市高峰 II 类学科建设计划的支持。报告采取了国际前沿、国内较为独特的基于准结构模型的情境分析（alternative scenario analyses）和政策模拟（policy simulations）方法，在对统计数据和经济信息充分收集和科学鉴别校正的基础上，对中国宏观经济最新形势进行严谨分析，对未来发展趋势进行客观预测，并提供各种政策情景模拟结果供决策参考。

课题组竭诚欢迎社会各界与我们开展合作交流，共同推动中国宏观经济研究的发展与中国宏观经济的持续繁荣！

报告摘要

2021年以来,我国经济反弹势头良好,宏观指标稳步复苏,消费潜力稳步释放,投资平均增速持续回升,劳动力市场持续回暖,进出口增速持续攀升,贸易顺差较去年同期大幅上升,人民币汇率在合理区间内宽幅双向波动,预计全年GDP增速9.3%,在庆祝中国共产党成立100周年之际,为“十四五”时期我国经济发展开好局、起好步打下了扎实的基础。当然,受国外疫情形势依然严峻复杂、外部环境不确定性高企和我国经济不平衡发展的影响,我国经济恢复基础尚不牢固,保持稳增长与防风险的平衡仍面临压力。尤其是面对日趋错综复杂的国际形势,我们要清醒认识到国际上各种不利因素与国内深层次问题叠加的复杂性、长期性,对潜在的经济金融风险有准确预判,妥善做好应对各种困难挑战局面的准备。

从内部来看,劳动力市场结构性问题严重,农民工提高了社会总劳动生产率,但仍需提高流动性;劳动力市场教育错配突出、对工资影响显著;老龄化势头明显,养老形势严峻。资本市场风险扩大,家庭部门杠杆率继续攀升,由此产生的还贷压力和家庭预防性储蓄动机对消费造成双重挤压;企业部门杠杆率水平与上年持平,但仍处于近年来高位,企业债务风险仍未充分释放;融资约束下的房地产企业面临资金紧张甚至断裂的风险。银行效率下降与地方政府债务持续恶化,地方政府偿债压力持续加大,鉴于其债务资金大多来源于银行等金融机构,需警惕地方政府债务扩张对银行全要素生产率所造成的损失。普遍存在的资本错配问题已严重损害金融资源在企业间的配置效率,从而阻碍了全要素生产率的提高。现阶段,中国在央行数字货币方面进展迅猛。而私营部门数字金融资产的发展相对较为缓慢,这不利于长期中人民币的国际化。如何合理监管数字金融资产,在防范金融风险的同时鼓励私营部门自主创新,是中国当下面临的一个挑战。

课题组充分重视对各种风险的防范,对不同情景下的经济走势、短期政策应对和中长期治理,有如下主要结果和观点。基于上海财经大学高等研究院中国宏观经济预测模型(IAR-CMM)的情景分析和政策模拟结果,课题组测算,在基准情景下,2021年全年实际GDP增速约为9.3%,CPI增长0.9%,PPI增长5.3%,GDP平减指数增长2.6%,消费增长12.6%,投资增长7.5%,出口增长19.6%,进口增长27.6%,人民币兑美元汇率(CNY/USD)将在6.5附近宽幅震荡。考虑到外部环境恶化、大宗商品价格大幅上涨、房地产景气度下降、商业银行不良贷款率上升、国外疫苗接种有效率不及预期等因素,课题组作出如下5种情景分析:

1)情景 I——外部环境恶化，保守悲观情形下，假设出口增速较基准下降 1.0 个百分点，导致进口增速较基准下降 1.6 个百分点，全年 GDP 增速下降至 9.1%；悲观情形下，假设出口增速较基准下降 1.9 个百分点，导致进口增速较基准下降 3.0 个百分点，全年 GDP 增速下降至 8.9%。

2)情景 II——大宗商品价格大幅上涨，保守悲观情形下，假设 PPI 增速上升至 6.6%，较基准情形上升 1.3 个百分点，导致全年 GDP 增速下降至 8.6%；悲观情形下，假设 PPI 增速上升至 7.4%，比基准情形上升 2.1 个百分点，导致全年 GDP 增速为 8.2%。

3)情景 III——房地产景气度下降，适度降温情形下，假设房地产投资增速下降，2021 年我国全社会固定资产投资同比增速低于基准 1.5 个百分点，GDP 全年增速为 6.9%；大幅降温情形下，假设房地产投资增速大幅下降，2021 年我国全社会固定资产投资同比增速低于基准 3 个百分点，GDP 全年增速下降至 8.1%。

4)情景 IV——商业银行不良贷款率上升，保守悲观情形下，假设我国商业银行不良贷款比例在基准情景下增加 0.1 个百分点，全年 GDP 比基准情形下降 0.3 个百分点，为 9.0%；悲观情形下，假设我国商业银行不良贷款比例在基准情景下增加 0.3 个百分点，全年 GDP 比基准情形下降 0.5 个百分点，为 8.8%；假设我国商业银行不良贷款比例在基准情景下增加 0.5 个百分点，全年 GDP 比基准情形下降 0.7 个百分点，为 8.6%。

5)情景 V——国外疫苗接种有效率不及预期，悲观情形下，对出口增速的影响较基准下降 4.1 个百分点，进口增速较基准下降 6.4 个百分点，全年 GDP 增速下降至 8.8%。

课题组就各种假设情景探讨了政策力度的选择。根据 IAR-CMM 量化准结构模型的分析，为了达到基准情景下 9.3% 的经济增速，不同情景下所需的政策力度分别为：（1）情景 I（外部环境恶化）的保守悲观情形下，财政赤字需要额外增加 1668.9 亿元，超过预算赤字 4.67%，全年赤字率约为 3.3%；悲观情形下，货币政策需要降准 1 次 50 个基点，并且财政赤字需要额外增加 3337.8 亿元，超过预算赤字 9.4%，全年赤字率约为 3.4%。

（2）情景 II（大宗商品价格大幅上涨）下，货币政策不需要在基准政策的基础上作出额外调整，但在保守悲观情形下，财政赤字需要增加 7523.5 亿元，超过预算赤字 21.07%，全年赤字率约为 3.8%；悲观情形下，财政赤字需要增加 10867.3 亿元，超过预算赤字 30.4%，全年赤字率约为 4.1%。课题组并不建议在经济增速已经较快的情景下采用如此激进的短期需求管理政策来进一步提高经济增速。（3）情景 III（房地产景气度下降）的适度降温情形下，货币政策需要降准 3 次，每次 50 个基点，并且财政赤字需要增加 10013.4 亿元，超过预算赤字 28.1%，全年赤字率约为 4.0%；大幅降温情形下，货币政

策需要额外降准4次，每次50个基点，且财政赤字需要增加20026.9亿元，超过预算赤字56.1%，全年赤字率约为4.9%。此时增速下探幅度虽然较大，但由于政策长期副作用较大，课题组也并不建议采用如此激进的短期需求管理政策来提高经济增速。（4）情景IV（商业银行不良贷款率上升）的保守悲观情形下，财政赤字需要增加2503.4亿元，超过预算赤字7.0%，全年赤字率约为3.4%；悲观情形1以及情景V（国外疫苗有效率不及预期）下，货币政策需要降准1次50个基点，且财政赤字需要增加4172.3亿元，超过预算赤字11.7%，全年赤字率约为3.5%；悲观情形2下，货币政策需要降准1次50个基点，并且财政赤字需要额外增加5841.2亿元，超过预算赤字16.36%，全年赤字率约为3.7%。

从中长期的视角来看，中国国民经济发展面临诸多挑战：一是要素驱动红利大幅下降。支撑要素驱动传统经济发展模式的人口、资源、环境等红利日益衰减，面临人口老龄化少子化、收入差距贫富差距过大、家庭部门债务持续攀升、地方政府债务居高不下、关键高新技术瓶颈等一系列结构性问题，发展不平衡不充分，亟待向效率驱动、创新驱动发展模式转变；二是长期受益的全球化红利减弱。新冠肺炎疫情加速了世界百年变局的演进，一些大中型经济体开始实施“产业备胎战略”，中国亟需挖掘内需潜力；三是美国对中国进行技术封锁、脱钩的态势短期内恐难以扭转。尤其是一些核心、关键领域高新技术的短板，使得中国经济的供应链、产业链安全问题凸显。此外，短期看，由于大宗商品，原材料价格今年以来快速上升，使得产业链中、下游企业成本激增，导致很多企业的经营利润下降，尤其是许多中、小企业受到了较为明显的负面冲击。这些问题的解决，需要通过深化供给侧结构性改革，加大需求侧改革和注重需求侧管理，以及更全方位、深层次、高水平的对外开放来实现。

结合短中长期的视角来看，课题组对中国如何通过供给侧、需求侧和国际循环来畅通国民经济循环，有以下主要观点和建议：

1. 深化规则、标准等制度型开放，参与乃至引领全球经贸规则升级，倒逼国内经济改革深化，为构建新发展格局提供规则制度基础。当前，世界各国围绕全球经贸规则的博弈日趋激烈，新冠疫情又推高了全球经贸合作的壁垒，同时新技术革命也推动新领域的规则、标准不断出台，这些都要求中国必须深化规则、标准等制度型开放，对接全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）等更高标准贸易协定，在参与乃至引领相关领域更高标准的全球性经贸和投资规则设计、调整的过程中，更好地维护中国的国家利益，并倒逼国内经济改革深化，尤其是知识产权保护、国有企业、政府补贴等领域的新型规

则设计，在更高的水平上推动国际国内双循环的相互促进，实现商品服务要素的优化配置和经济高质量发展。

2.充分发挥市场、民企的活力优势，激发关键核心技术创新动力，大力推动第三方市场合作，提高产业链、供应链的韧性、弹性和竞争力。受中美战略竞争加剧及新冠疫情的双重影响，世界各国纷纷重新审视自身的供应链和产业链安全问题，在地化、多元化建设正成为各国进行产业再布局的重点考量，加上美国对中国的技术封锁、脱钩和对特定企业的所谓制裁等，使得中国深度嵌入并曾受益其中的区域和全球供应链、产业链遭受直接冲击。在此背景下，中国同样需要思考如何来提高自身产业链、供应链的韧性、弹性和竞争力，以稳定的价值链来畅通国内大循环和国际大循环的通路，以竞争中性所有制中立来落实市场对资源配置的决定性作用。综合来看，这需从民企主导技术创新和第三方市场经济合作两个角度双管齐下，有助于强化中国市场经济国家地位，让公有制为主体、多种所有制共同发展的基本经济制度落地生根。

3.响应数字技术变革和新能源变革，更换赛道，面向世界拓展数字经济和新能源经济合作机遇空间，促进中国经济新旧动能的转换。当前，以大数据、云计算、5G和人工智能等为代表的数字技术和新能源革命方兴未艾。数字化转型将成为世界和中国经济新旧动能转换的关键动力，数字经济合作应成为当前中国推动国际经济合作的一大重点内容。中国应在多双边场合积极表态，主动发出同各方加强数字经济合作的信号，积极同各方探讨并制定全球数字治理规则，推动数字经济发展，为全球经济注入可持续增长和包容性发展的新动能。与此同时，加快建设“光伏、特高压、新能源”三位一体体系，是中国突破围堵或遏制的一个重大战略突围点，分别对应着新能源发电、能源传输和新能源汽车领域，这些都是今后中国乃至世界经济有效能源体系的根本性发展方向。中国在相关领域的技术储备和制造能力处于全球前列，应发挥新能源全产业链优势，与其他国家积极开展新能源项目合作。

关键词：宏观经济预测；政策模拟；情景分析；长期治理

本报告联系人：陈旭东（021-65903125，chen.xudong@mail.shufe.edu.cn）

目录

概述.....	8
一、中国宏观经济发展的即期特征与主要风险.....	22
(一) 2021 年以来中国宏观经济发展呈现的主要特征.....	22
1. 消费潜力稳定释放.....	22
2. 投资边际放缓, 制造业投资转正, 地产投资承压.....	32
3. 进出口增速持续攀升, 贸易顺差较去年同期大幅上升.....	38
4. 劳动力市场持续回暖.....	45
5. CPI 温和上涨、PPI 快速冲高, 剪刀差迅速扩大.....	49
6. 灵活精准、合理适度的货币政策.....	56
7. 外汇储备规模总体稳定, 人民币汇率双向波动增强.....	62
8. 数字货币和数字金融资产监管.....	71
(二) 中国宏观经济下一步发展面临的内部主要不确定性.....	74
1. 农民工提高社会总生产率, 但仍需提高流动性.....	74
2. 劳动力人口素质提升显著, 但教育错配现象较为严重.....	79
3. 老龄化势头明显, 养老形势严峻.....	83
4. 家庭部门愈加依赖中长期贷款, 债务积压效应逐渐释放, 消费需求仍未完全复苏.....	92
5. 地方政府偿债压力加大, 阻碍银行全要素生产率提升.....	104
6. 金融系统整体稳定, 但潜在隐患依然不可忽视.....	116
7. 长期以来金融资源错配严重, 亟待推进金融体系市场化改革, 释放经济发展潜力.....	125
(三) 新冠肺炎流行期中国经济增长与发展面临的主要外部不确定性.....	128
1. 疫情冲击下, 中国出口在全球价值链中地位的提升将面临困难.....	128
2. 全球主要经济体聚焦景气复苏, 新冠短期影响仍不容轻视.....	130
二、基准条件下 2021 年中国主要经济指标增速预测.....	137
三、不同情景下的主要经济指标预测及其政策应对.....	140
(一) 不同情景下的经济预测与政策应对.....	140
(二) 不同情景分析基础上的政策力度选项.....	145
(三) 短期经济政策的长期经济影响.....	149
四、以深化制度性改革开放和高层次国际经济合作助推新发展格局构建.....	151
附录一: 项目架构图.....	155
附录二: 上海财经大学高等研究院简介.....	156

概述

上海财经大学高等研究院“中国宏观经济形势分析与预测”课题组基于上财高等研究院中国量化准结构宏观预测模型(IAR-CMM)所建立的情景分析和政策模拟,分别从基准情景(假设新冠疫情仍在全球流行,主要经济体增速较2020年有所回升,美联储2021年下半年联邦基金利率仍将维持在0~0.25%区间、人民币汇率在6.5附近双向波动;国内疫情延续2021年以来的发展状况、家庭杠杆率2021年再上升4个百分点、基础设施建设投资和房地产投资增速较缓、二季度不良贷款率小幅下降、财政政策保持适度支出强度以及实行稳健的货币政策)、情景I(疫情冲击和贸易保护主义长期影响下,外部环境面临恶化风险)、情景II(大宗商品价格大幅上涨)、情景III(房地产景气度下降)、情景IV(企业违约风险增加导致银行系统不良贷款率上升)、情景V(国外疫苗接种有效率不及预期)进行数值模拟,所得预测结果显示,2021年中国宏观经济需要同步进行逆周期政策调节与改革开放深化,以应对当前的复杂局面。

立足中长期视角来看,中国国民经济发展面临诸多挑战:一是要素驱动红利大幅下降。支撑要素驱动传统经济发展模式的人口、资源、环境等红利日益衰减,面临人口老龄化少子化、收入差距贫富差距过大、家庭部门债务持续攀升、地方政府债务居高不下、关键高新技术瓶颈等一系列结构性问题,发展不平衡不充分,亟待向效率驱动、创新驱动发展模式转变;二是长期受益的全球化红利减弱。新冠肺炎疫情加速了世界百年变局的演进,一些大中型经济体开始实施“产业备胎战略”,中国亟需挖掘内需潜力;三是美国对中国进行技术封锁、脱钩的态势短期内恐难以扭转。尤其是一些核心、关键领域高新技术的短板,使得中国经济的供应链、产业链安全问题凸显。这些问题的解决,需要通过深化供给侧结构性改革,加大需求侧改革和注重需求侧管理,以及更全方位、深层次、高水平的对外开放来实现。

(一) 经济走势及主要问题

1. 消费潜力稳定释放

2021年上半年社会消费品零售总额呈现潜力稳定释放的局面。1-5月社会消费品零售总额174318.5亿元,同比增长25.7%,高出2020年同期39.2个百分点,说明消费潜力正稳定释放。5月社会消费品零售总额35945.1亿元,同比增长12.4%;比2019年5月高出15.2个百分点,两年平均增速为4.5%。剔除价格因素,5月社会消费品零售总额实际同比增长10.1%,两年平均增长3.0%。

餐饮业明显回暖，截至今年 5 月，餐饮类消费达 17789.0 亿元，累计增长 56.8%。说明以餐饮业和旅游业为主的服务业处于复苏阶段，正加速走出疫情重创。网上零售类仍发挥积极作用，1-5 月全国网上零售额累计 48238.9 亿元，同比增长 24.7%，两年平均增长 14.2%。其中，实物商品网上零售额为 39376.9 亿元，同比增长 19.9%，两年平均增长 16.84%。在限额以上企业中，除食品类消费增速波动相对平缓，其他类别均由于去年疫情的基数效应，呈现第一季度同比增速大幅提升，并在 4、5 月增速放缓的趋势。同时，消费升级的类别有更为明显的增长。

当经济和消费都在稳定复苏的同时，我们也要警惕消费长期增长潜力的放缓。目前我们正处于老龄化阶段，消费储蓄的结构随着人口结构也在调整。通过面板数据回归，我们得出一致结论，老龄化越快的省份，消费增速就越缓慢。因此，在面临短期消费潜力稳定释放的同时，也必须重视影响消费长期增长的因素。课题组认为，一方面要提供更优质的医疗服务和完善的医疗保障，降低医疗成本；另一方面，要稳定房价、坚持房住不炒，降低老年人对子女的财富转移，从而释放老年人的消费潜力。

2. 投资边际放缓，制造业投资转正，地产投资承压。2021 年 1-5 月，全国固定资产投资同比增长 15.4%，比 2019 年 1-5 月增长 8.5%，两年平均增长 4.2%，环比增长 0.17%，连续三个月环比增速下降。其中，民间固定资产投资同比增长 18.1%。从投资的三大组成部分来看，制造业投资、房地产开发投资、基础设施建设投资两年平均增速分别为 0.6%(1-4 月为-0.4%)、8.6%(1-4 月为 8.4%)、2.6%(1-4 月为 2.4%)，总体平稳。1-5 月制造业投资增速好于整体投资增速，从行业 PPI 当月同比增速来看，上游行业因出厂价格指数较高、利润增速较快，投资增速较高，PPI 传导不畅导致下游利润增速受限，1-5 月下游的汽车制造业两年平均累计利润总额几乎与 2019 年持平，连续两年 1-5 月累计投资减少，短期内制造业利润增速较高，长期来看，中小企业信心仍有待恢复。今年地方新增债券额度下达较晚，截至 5 月发债进度仍慢于去年；另外，财政部门提出要加强专项债券管理，使得地方专项债项目审核更加严格，也在一定程度上影响了专项债发债进度，从而影响基建投资增速。商品房销售面积增速和销售额增速仍在高位，但与一季度相比两年平均增速下降，表明地产销售边际放缓；预计在房地产需求和供给的双重调控政策影响下，未来房地产投资将承压。除部分大中型企业债务违约比例上升以外，根据可得年报数据，主要大型商业银行、股份制银行中的中国农业银行、中信银行、光大银行和民生农业银行的 2020 年房地产不良贷款余额比 2019 年分别上升了 41.6%、181.2%、71.3%、129.4%，远大于 2019 年相对 2018 年的升幅，间接说明了房地产业资金紧张的

风险性增加。

3. 进出口增速持续攀升，贸易顺差较去年同期大幅上升。2021年1-5月，全国出口、进口增速均持续攀升，贸易顺差比2020年同期增加839.1亿美元。进出口增速持续攀升的主要原因包括：第一，去年同期较低的基数效应。2020年1-5月，国内外均经历了新冠疫情的迅速蔓延，国内外大面积的停工停产及封锁、隔离等措施对工业生产活动造成了严重的影响，出口和进口累计增速分别下降8.0%和8.3%。在此基数影响下，2021年1-5月，出口和进口累计增速分别高达40.2%和35.6%。为了剔除2020年同期基数效应的影响，课题组计算了出口和进口的近两年年化累计增速，分别为13.6%和11.5%。第二，跨境电商的发展有效缓解了疫情对外贸的负面冲击。截至目前，国务院已经在全国105个城市设立跨境电商综合试验区，覆盖全国30个省、自治区和直辖市。根据中国电子商务研究中心的统计数据，2014年至2019年，中国跨境电商出口年平均增速达17.6%，远高于3.7%的平均总出口增速。疫情爆发以来，为了应对外贸面临的物流、通关、市场搜寻等障碍，商务部、海关总署、税务总局等部门也出台一系列政策支持跨境电商交易，极大促进了线下贸易向线上贸易的转移，部分缓解了疫情对线下贸易的负面影响。根据海关总署的初步统计，2020年中国跨境电商出口规模达1.12万亿元，同比增长40.1%，远高于同期3.63%的总出口增速。可见，跨境电商成为疫情下稳定进出口增速的重要方式。第三，中国出口品占全球市场的份额得到大幅提升，使得出口的国际竞争力有所提升，是拉动出口的又一动力。2021年以来，随着全球疫情防控的常态化以及国外生产能力的逐渐回稳，防疫物资出口增速有所下降，机电产品出口成为拉动出口继续增长的重要因素。1-5月，纺织类产品出口累计同比下降3.2%，机电产品和高新技术产品累计同比分别增长42.2%和35.9%。第四，大宗商品及工业原材料价格上涨，拉动了进口的大幅上涨。1-5月，受制于去年同期较低的基数效应及国际大宗商品价格的回暖，铁矿砂、原油、钢材和大豆等主要进口产品的平均价格分别上涨约63%、9%、10%和19%，是推动进口增速上涨的主要动力。进口大宗商品价格的上涨将对进一步抬升国内生产成本，对经济复苏产生不利影响。

4. 劳动力市场持续回暖。2021年上半年失业率保持下降趋势，新增就业人数同比大幅上升，全国企业就业人员周平均工作时间达到高点；农村外出务工人数基本恢复至前年同期水平，月收入同比上升；居民收入同比增加，城乡差距继续缩小。数据显示，全国城镇调查失业率从1月的5.4%逐步下降到5月的5%，同比下降0.9%，与2019年同期持平。其中，31个大城市城镇调查失业率下降到5.2%，同比下降0.7%，比2019年

同期上升 0.2%。截至 5 月新增就业人数累计 574 万人，同比上升 24.78%，相比 2019 年同期下降 23 万人。PMI 从业人员指数保持平稳。5 月制造业和非制造业 PMI 从业人员指数均为 48.9%。其中，服务业 PMI 从业人员指数为 48.2%，建筑业从业人员指数为 53%。全国企业就业人员周平均工作时间保持波动上升趋势，至 5 月达到近两年最高水平 47.3 小时，同比上升 1.2 小时。一季度外出务工农村劳动力人数累计 17405 万人，同比上升 42.1%，农村外出劳动力月收入为 4190 元，同比上升 13.9%。第一季度居民人均可支配收入累计值为 9730 元，同比增长为 13.7%。城镇与农村居民可支配收入累计值分别为 13120 元和 5398 元，同比上升 12.3%、16.3%，农村收入上升速度快于城市。城乡居民收入比值为 2.43，同比下降 0.09，城乡收入差距进一步缩小。

5. CPI 温和上涨、PPI 快速冲高，剪刀差迅速扩大。2021 年上半年 CPI 累计同比增速为 0.5%，前 5 个月同比增速逐月上升，3 月增速由负转正，5 月增速重新回到“1”以上后略有下降，主要是因为非食品价格快速上升；PPI 同比增速快速冲高，与 CPI 的剪刀差快速扩大，累计同比增速为 5.1%，其中 1 月增速由负转正，结束了新冠疫情爆发以来 PPI 同比增速持续为负的状况，5 月增速为 9%，创下了 2009 年以来的最高值，6 月增速略有下降，PPI 增速的快速冲高主要是因为全球刺激政策、新冠疫情对供应链的冲击以及世界经济复苏（预期）导致石油、矿产、钢铁等大宗商品价格快速上涨；第一季度 GDP 平减指数同比增速为 2.4%，预计第二季度将继续上升。综合考虑到基数效应、全球新冠疫情的持续发展、猪肉价格等对食品价格的影响、刺激政策的滞后影响、世界经济复苏情况，以及原油、矿产等大宗商品价格的变化趋势等各种因素，课题组预计 2021 年下半年 CPI 平均同比增速将较上半年有所上升，PPI 同比增速将波动下降，从而 CPI 和 PPI 剪刀差将逐渐缩小，GDP 平减指数同比增速将和上半年变化不大。

6. 灵活精准、合理适度的货币政策。2021 年前 5 个月，货币政策坚持稳字当头，保持对经济恢复的必要支持力度，体现了前瞻性、主动性、精准性和有效性，为经济高质量发展提供了适宜的货币金融环境。具体来说，截止到 5 月，广义货币（M2）余额为 227.55 万亿元，同比增长 8.3%；狭义货币（M1）余额为 61.68 万亿元，同比增长 6.1%。社会融资规模存量为 297.98 万亿元，同比增长 11%，较上 4 月下降 0.7 个百分点，表内贷款仍是社会融资的主力，表外融资总规模下降、企业债券融资疲软以及政府债发行不及预期是拖累社会融资少增的主要原因。在银行信贷方面，5 月人民币贷款增加 1.5 万亿元，同比多增 143 亿元；从结构上看，信贷微增主要依靠企业部门中长期贷款支撑，居民和企业部门短期贷款有所下滑。在贷款利率方面，3 月新发放贷款加权平均利率再

次上行，较去年 12 月末上行 0.07 个百分点至 5.10%，但仍保持在历史低位附近，金融对实体经济支持效果持续显现。对于未来的货币政策走势，考虑到我国经济运行在合理区间，货币政策将更加灵活精准、合理适度，从而与新发展阶段相适应，促使经济在恢复中达到更高水平均衡，以高质量发展为“十四五”开好局。

7. 外汇储备规模总体稳定，人民币汇率双向宽幅波动增强。2021 年上半年，随着我国疫苗接种计划持续推进，我国经济持续复苏，外汇储备规模总体稳定，人民币汇率在合理区间内双向宽幅波动。2021 年第一季度，外汇储备规模从年初的 3.21 万亿美元小幅降至 3.17 万亿美元。之后，外汇储备规模连续两个月回升，5 月升至 3.22 万亿美元。2021 年上半年，人民币汇率双向宽幅波动，4 月初处于 6.57 左右的水平，5 月 31 日升破 6.37。受全球新冠肺炎疫情形势的不断变化、我国疫苗接种工作的稳步推进、我国经济持续复苏和中美关系等因素的影响，2021 年人民币汇率双向波动增强，表现出了较强的“弹性”和“韧性”，体现了我国疫情防控和复工复产取得了有效进展，人民币汇率市场形成机制不断完善。从内部环境看，我国疫情防控成果显著，经济持续复苏。我国坚持稳健的货币政策，并保持灵活适度的操作，实施必要的宏观审慎管理，推动金融供给侧改革，扩大金融开放，促进更高水平的对外开放。从外部环境看，随着欧美等主要经济体疫苗接种计划的推进，全球经济复苏，外需得到提振。但全球疫情形势、世界范围内经济复苏情况和中美关系仍存在很大的不确定性，因此，课题组预估 2021 年下半年人民币兑美元汇率 CNY/USD 继续双向宽幅波动，且波动幅度可能加大，但仍保持在合理区间。

8. 在数字金融资产领域，公共部门和私营部门应齐头并进。今年上半年，由中国人民银行主导，六大行及网商银行助力的数字人民币 DC/EP 系统测试，仍在如火如荼地进行。测试仍集中在零售支付领域，参与者范围不断扩大，但尚未扩展到资金信贷或批发领域。另一方面，出于对金融稳定性和电力算力浪费的担忧，各国对私营部门数字金融资产的监管大幅加强。中国、印度等国相继出台政策，严厉打击数字金融资产相关活动。而美国在这方面的实际操作表现出的态度，令人玩味。从货币国际化这一长远目标考虑，人民币数字金融资产的发展应实现公共部门和私营部门的齐头并进、相辅相成。中国当下在数字货币和数字金融资产领域面临的一大挑战是，如何从零开始合理设计监管，既保证金融系统稳定性，又鼓励私营部门的自主金融创新。

9. 农民工提高社会总生产率，但仍需提高流动性。近年来，农民工的流动性有所提高，越来越多的农民工进入城市发展，与此同时，伴随着教育水平的不断提升，农民工

的生产效率也会有所提升，这一趋势对于社会整体的产业结构和生产率水平都有影响。本报告发现，农民工可以很好的适应整体社会产业结构调整，甚至极大推动了第二、三产业结构变化。同时，随着越来越多的农村劳动力成为农民工，以及农民工生产效率的相对提升，农民工对于各个产业生产率变化的影响逐渐增大。然而，产业本身生产率的变化仍然远远快于农民工相应的流动。因此，深化户籍与土地改革、保障农民工权益、降低流动壁垒将进一步提升社会生产率。

10. 劳动力人口素质提升显著，但教育错配现象较为严重。我国劳动人口平均受教育年限水平提升显著。根据第七次人口普查数据，我国 15 岁及以上人口人均受教育年限由 2010 年的 9.08 年提高至 9.91 年。近年新增劳动人口平均受教育年限已接近欧美发达国家水平。但是劳动力市场存在较为明显的教育错配现象，课题组采用 2014 至 2018 年中国家庭追踪调查数据对我国劳动力市场存在的教育错配现象进行研究。测算发现我国目前过度教育与教育不足发生率均达到 30%左右，与发达国家相比，教育错配现象较为严重。教育错配对实际薪资产生了较为显著的影响，尤其是过度教育对实际薪资产生明显的“惩罚”效应，意味着如果个体受教育程度超过所在行业需要的受教育程度，个体的平均教育回报率将会下降。课题组认为过去 2010-2020 年间的教育发展，在劳动力市场积累了大量的人力资本，与当下实现高质量发展的社会主义经济建设任务相适应。但是，通过对当前劳动力市场所存在的错配现象进行分析，课题组认为教育系统的进一步改革与发展，需要在稳步推进教育扩张的同时，兼顾教育与劳动力市场之间的制度联结设计，进一步提升我国劳动力市场的配置效率。

11. 老龄化势头明显，养老形势严峻。我国老龄人口占比上升势头明显，人口结构呈现未富先老。老龄人口占比未来还将持续增加，人口结构压力逐渐变大，基本养老保险基金未来将呈现持续亏损的状态，养老形势严峻。根据课题组构建的人口预测模型显示，65 岁及以上人口占比总体呈现上升趋势。初始的粗出生率较高的情景下，65 岁人口占比的上升程度更低，也能更快的结束上升阶段，进入缓慢降低的阶段。与 65 岁及以上人口占比发展趋势类似，老年抚养比整体呈现上升趋势。总的来看，中国未来无论是老龄人口占比还是老年抚养比，状况都不容乐观。于是课题组进一步构造了基本养老保险基金盈余预测模型来探究作为社会养老主要手段之一的养老保险能否应对将来愈发严重的老龄化问题。基于预测模型可以发现，未来基本养老保险基金将较长一段时间内处于亏损的状态，其主要原因是未来老龄化的压力不断变大，参保人员中退休人员不断增加，但参保的在职员工数量要慢于退休人员的增加速度，进而导致了支出增长速度快于

收入增长速度，从而会在较长一段时间持续亏损状态。但是提高参保人数的增长速度和推迟退休年龄两个政策能够提高基金收入，延迟退休年龄还可以减轻基金支出端的压力，因此二者均可以有效的缓解基本养老保险的未来压力。

12. 家庭部门愈加依赖中长期贷款，债务积压效应逐渐释放，消费需求仍未完全复苏。2021年家庭部门债务继续不断攀升，在家庭部门新增贷款方面，1月超过了1万亿元，是有记录以来首次出现月增过万亿的局面，3月再度超过1万亿元，前5个月共新增人民币贷款3.7万亿元，继续刷新记录。且家庭部门的债务结构已经完全被中长期贷款所引导，在2014年前，短期贷款新增额至少占到中长期贷款新增额的一半，但此后这一比例持续降低，目前家庭部门短期贷款新增仅占中长期贷款新增的三分之一。在家庭部门的债务存量方面，2020年底家庭债务占可支配收入的比重已经高达130.9%。即使以资金流量表中测算的家庭可支配收入衡量，按照往年趋势来看，或许已经在2020年末反超了美国。2021年第一季度的家庭杠杆率（以债务占GDP的比重）达到了62.2%，虽然比2020年底下降0.1个百分点，但相比于2019年底5个季度增加6个百分点，增速还要高于疫情前的平均一个季度一个百分点的增速。家庭债务累积会增加家庭的债务负担，但与此同时，当家庭积累了过多的债务，且面临收入的不确定性时，由于中国缺乏房屋净值贷款市场的现实，债务积压（Debt Overhang）还会激发家庭预防性储蓄的动机，即由于家庭面临收入不确定性，高负债家庭如果担心未来收入下降不能按时还按揭贷款，则需要预先储备现金，从而出现债务越高的地区银行存款增速越高这一“债务与银行存款齐飞”的特殊现象。家庭部门的银行存款在上升，总储蓄率却在下降，表明家庭目前金融资产的投资全线收缩，仅着眼于回报率高的房产和流动性强的银行存款。虽然存款增加可以增加家庭抵御风险的能力，但家庭存款的增加如果是由于预防性储蓄动机加强导致，家庭并不会真正利用手中的流动性增加消费，仅仅是为了防止未来无法还款的情况，因此会拖累经济复苏的进程。

13. 地方政府偿债压力较大，阻碍银行全要素生产率提升。在当前对冲疫情冲击的背景下，我国地方政府债务规模持续扩张，截止到2021年5月末，全国地方政府债务余额高达27.19万亿元，并且各省份间债务结构和规模均存在巨大差异，越是财政收支缺口较大的中西部地区，负债率反而越高，若再将结构复杂且规模庞大的隐性债务考虑在内，地方政府债务的局部违约风险不容忽视。更严重的是，地方政府债务资金大多来源于商业银行，这注定了地方政府债务扩张的风险不仅仅聚集在地方政府部门，而极易传染扩散至金融系统。实践中，商业银行全要素生产率水平综合反映了银行资源配置能

力和资金利用效率，因而以此为切入点，能够较为完整地捕捉地方政府债务扩张对金融系统造成的影响。鉴于此，立足于地方政府债务规模不断攀升的典型事实和商业银行具体经营实践状况，课题组采用 2010-2019 年我国 187 家商业银行的微观非平衡面板数据，定量识别了地方政府债务扩张对银行全要素生产率的影响。经验结果显示，地方政府债务扩张会造成银行全要素生产率降低，并且地方政府扩张对地方性银行全要素生产率的负向影响更加明显。据此，课题组认为，应深化地方政府债务融资市场化改革，压缩地方政府干预商业银行信贷配置行为的空间，努力拓宽新的融资渠道以缓解举债压力，有效解决地方政府债务扩张对银行全要素生产率造成的损失，以更好地增强金融服务实体经济质量。

14. 金融系统整体稳定，但潜在隐患依然不可忽视。截至 2021 年一季度末，我国实体经济部门的宏观杠杆率为 267.8%，其中大部分债务集中在非金融企业部门，处于历史高位。2021 年一季度末私营工业企业的资产负债率为 58.2%，较 2020 年末上升了 0.8 个百分点，民营企业的违约风险再次出现上升的迹象。此外，2021 年上半年地方国有企业债券违约数目和涉及资金规模均为 5 年来新高。根据课题组的测算，地方国有企业违约率自 2020 年开始持续攀升，当前已刷新 5 年来的峰值。由于我国经济依然存在恢复不均衡、基础不牢固的因素，去杠杆的难度以及守住不发生系统性风险的难度依然较大。民营企业和地方国有企业违约风险的上升对银行系统可能造成的冲击不可忽视。为此，课题组通过条件在险价值模型（CoVaR）来评估我国银行系统的稳定性和识别系统重要性银行，并做定量分析，发现不论是单家银行受到外部冲击时，还是银行系统整体收到外部冲击时，我国商业银行风险溢出率的加权平均值均有所下降，但是简单平均值却呈现持续上升的趋势。可见，当前银行风险溢出水平的变化在不同规模的银行间呈现分化。具体地，规模相对较大的银行的风险溢出水平稳中有降，但规模相对较小的城市和农村商业银行的风险溢出水平不但没有下降，反而呈现持续上升的趋势。尤其是在遭受系统性风险的冲击时，城市和农村商业银行的平均风险溢出率已和国有大型商业银行基本一致，对金融系统稳定性的影响越来越大。在当前全球经济复苏仍存在诸多不确定性，国内经济恢复基础尚不牢固的背景下，需要密切关注城市和农村商业银行风险溢出率的变化，警惕个别银行的问题对整个金融系统造成的恐慌及其不利影响。

15. 长期以来金融资源错配严重，亟待推进金融体系市场化改革，释放经济发展潜力。金融作为现代经济的核心和社会资源配置的枢纽，金融资源配置效率高低在很大程度上决定着整个社会资源的配置效率，对经济发展异常重要。总的来看，我国金融体系

为经济高速发展提供了重要的支持，但是金融资源却存在普遍的错配问题，低效率的国有企业甚至“僵尸企业”挤占了过多的金融资源，而高效率的民营企业却面临严重的融资难融资贵问题。课题组利用中国 2010-2016 年上市公司的数据，研究了金融资源错配导致的全要素生产率损失。结果显示，金融资源错配导致企业全要素生产率损失 4.55%，并且国有企业间的金融资源错配造成的 TFP 损失 7.02%，比民营企业间金融资源错配导致的 TFP 损失更多，可见金融资源错配已然成为我国经济发展道路上的“绊脚石”。进一步地，通过反事实分析发现，若通过金融改革将金融资源错配程度减半，则 TFP 损失将减少至 2.28%。因此，在当前构建国内国际双循环新格局，推动高质量发展的关键时期，迫切需要推进金融体系市场化改革，根治金融资源错配问题，让资本市场回归到发挥市场配置作用的本源，把更多的金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节，以充分释放经济增长潜能。

（二）主要指标预测及政策模拟

课题组基于 IAR-CMM 模型对中国经济增长和各关键经济指标进行了预测。表 1 报告了 2020 年与 2021 年各关键经济指标的实际增长情况和预测结果。

表 1 上海财经大学高等研究院对中国各主要经济指标增速的预测¹

	单位	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020 全年	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021 全年
GDP	%	-6.8	3.2	4.9	6.5	2.3	18.3	8.6	6.5	6.0	9.3
投资	%	-16.1	-3.1	0.8	2.9	2.9	25.6	13.2	10.5	7.5	7.5
消费	%	-11.9	-3.9	0.9	4.6	-2.2	20.6	13.9	9.5	8.6	12.6
出口	%	-13.6	-0.2	8.5	16.7	3.7	48.9	28.2	8.5	5.1	19.6
进口	%	-3.1	-9.5	3.6	5.4	-0.7	28.2	43.3	23.0	18.8	27.6
CPI	%	5.0	2.7	2.3	0.1	2.5	-0.03	1.1	1.1	1.4	0.9
PPI	%	-0.6	-3.3	-2.2	-1.3	-1.8	2.1	8.2	6.0	5.0	5.3

¹ 该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截止 2021 年 7 月 1 日所发布的数据。除投资增长率外，表中其余增长率均为当季同比增长率。

投资增长率是指全社会固定资产投资总额的累计同比增速，不同于支出法 GDP 核算中的资本形成总额，固定资产投资包括土地、旧建筑物和旧设备的购置费用，但不包括存货增加部分，也不包括 500 万元以下项目的投资、零星固定资产投资、商品房销售增值、新产品试制增加的固定资产、未经过正式立项的土地改良支出以及无形资产增加等。

消费增长率是指社会消费品零售总额的当季同比增速。不同于支出法 GDP 核算中的最终消费支出，社会消费品零售总额包括居民使用的建筑材料、非政府单位的商品零售额以及政府单位使用的交通工具和电讯产品，但不包括餐饮之外的服务类消费和虚拟消费（如自产自销的农产品和自有住房消费）等。

GDP 平 减指数	%	1.6	-0.1	0.6	0.5	0.7	2.4	2.5	2.9	2.7	2.6
--------------	---	-----	------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

数据来源：CEIC、WIND、上海财经大学高等研究院

在基准情景下的预测，课题组对 2021 年的基准预测的外部环境主要假设条件包括：

课题组对 2021 年基准预测的外部环境主要假设条件包括：（1）新冠疫情仍在全球流行，主要经济体增速较 2020 年有所回升。（2）2021 年下半年全球经济将保持复苏步调，世界银行预测年度全球经济实际增长 5.6%；美国、日本和欧元区的实际增速分别为 6.8%、2.9%和 4.4%；根据国际货币基金组织预测，德国、法国和英国的全年增速为 3.6%、5.8%和 5.3%；新兴市场和发展中经济体总体增长 6.7%，其中东盟五国实际年增速为 4.9%。（3）美联储 2021 年下半年联邦基金利率仍将维持在 0~0.25%区间。（4）人民币兑美元汇率 2021 年下半年将继续在 6.5 附近宽幅双向波动，仍处在合理区间。

基于前面对中国经济形势与风险的分析，课题组对 2021 年基准预测的内部环境主要假设条件包括：（1）国内疫情延续 2021 年以来的发展状况。（2）居民杠杆率攀升，继续对消费形成负面影响，假定受家庭新增贷款趋势未变但 GDP 增速下滑的影响，家庭杠杆率 2021 年再上升 4 个百分点。（3）2021 年制造业投资和房地产投资随着基数效应减弱增速放缓，基础设施建设投资增速乏力。（4）根据银保监会公布的相关数据，截止 2021 年一季度末，商业银行不良贷款率为 1.80%。课题组假设截止 2021 年二季度末我国商业银行不良贷款率将下降至 1.78%。（5）财政政策保持适度的支出强度，强调提质增效和可持续性，全年财政赤字将达 3.57 万亿元，赤字率约降低至 3.15%。（6）货币政策，继续保持稳健的货币政策，预计 2021 年下半年将维持基准利率和准备金率不变。

考虑到中美贸易摩擦、国际各个主要经济体极度宽松的货币政策传导、房价调控、商业银行不良贷款率、国外疫情发展等因素，课题组作出如下 5 种情景分析：情景 I：外部环境恶化；情景 II：大宗商品价格大幅上涨；情景 III：房地产景气度下降；情景 IV：商业银行不良贷款率上升；情景 V：国外疫苗接种有效率不及预期。

课题组根据 IAR-CMM 量化准结构模型的模拟探讨各种假设情景下的政策力度选项。假设主要通过调整准备金率和提高财政赤字的需求管理政策来实现基准情景下的经济增速，则在不同情景下所需的政策力度分别为：

表 2 各情景假设下实现经济指标增速目标所需的政策力度

情景	I. 外部环境恶化		IV. 商业银行不良贷款率上升		
	保守悲观	悲观	保守悲观	悲观 1	悲观 2

全年 GDP 增速	9.1	8.9	9.0	8.8	8.6
货币政策需增加力度	无额外调整	1 次降准 50 个基点	无额外调整	1 次降准 50 个基点	2 次降准 50 个基点
赤字超预算额（亿元）	1668.9	3337.8	2503.4	4172.3	5841.2
赤字超预算比率（%）	4.67	9.4	7.0	11.7	16.4
估算赤字率（%）	3.3	3.4	3.4	3.5	3.7
总赤字占用财政空间（%）	9.96	10.41	10.18	10.63	11.08
情景	II. 大宗商品价格大幅上涨		III. 房地产景气度下降		V. 国外疫苗有效率不及预期
	保守悲观	悲观	适度降温	大幅降温	悲观
全年 GDP 增速	8.6	8.2	8.1	6.9	8.8
货币政策需增加力度	无额外调整	无额外调整	3 次降准 50 个基点	4 次降准 50 个基点	1 次降准 50 个基点
赤字超预算额（亿元）	7523.5	10867.3	10013.4	20026.9	4172.3
赤字超预算比率（%）	21.07	30.4	28.1	56.1	11.7
估算赤字率（%）	3.8	4.1	4.0	4.9	3.5
总赤字占用财政空间（%）	11.52	12.41	12.19	14.86	10.63

数据来源：上海财经大学高等研究院

（三）以高层次国际经济合作助力新发展格局构建

当今世界正面临百年未有变局与新冠肺炎疫情交织的复杂局面，中国经济社会发展面临地缘政治经济战略竞争、贸易保护主义和逆全球化浪潮、发达经济体超宽松政策效应溢出等一系列重大外部风险。同时，中国自身也面临人口老龄化少子化、收入差距贫富差别过大、家庭部门债务持续攀升、地方政府债务居高不下、关键高新技术瓶颈等一系列结构性问题。面对前所未有的新风险和挑战，“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要明确指出，构建新发展格局是应对新发展阶段机遇和挑战、贯彻新发展理念的戰略

选择。面向未来一个时期，中国除了要继续深化供给侧结构性改革、注重需求侧改革和管理、发挥超大规模市场优势和挖掘内部需求潜力外，还要进一步全面扩大对外开放，深化高层次国际经济合作，为构建高质量国内循环和国际循环互动新发展格局营造良好的内外部环境。具体来看，中国下一步构建新发展格局应围绕高层次国际经济合作从以下三方面着力。

第一，深化规则、标准等制度型开放，参与乃至引领全球经贸规则升级，倒逼国内经济改革深化，为构建新发展格局提供规则制度基础。当前，世界各国围绕全球经贸规则的博弈日趋激烈，新冠疫情又推高了全球经贸合作的壁垒，同时新技术革命也推动新领域的规则、标准不断出台，这些都要求中国必须深化规则、标准等制度型开放，在参与乃至引领相关领域更高标准的全球性经贸和投资规则设计、调整的过程中，更好地维护中国的国家利益，并倒逼国内经济改革深化，在更高的水平上推动国际国内双循环的相互促进，实现商品服务要素的优化配置和经济高质量发展。

一方面，对外要加速与国际更高标准经贸和投资规则体系的对接。2020年底区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）成功签订，包括中国在内的东亚太平洋15国经过平等协商和专业谈判，达成了一份更高水平的自由贸易规则体系，为发展WTO规则体系做出了重大贡献。在此基础上，中国应努力加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）。另一方面，对内要积极推动知识产权保护、国有企业、政府补贴等领域的新型规则设计。在知识产权保护层面，应立足于进入创新型国家前列的远景目标，逐步对接CPTPP为代表的更高标准知识产权保护条款。在国有企业方面，应遵循竞争中性原则，从维护市场公平竞争的角度出发构建符合我国国情的竞争政策规则体系。在政府补贴领域，应遵循《WTO补贴与反补贴措施协议》的基本理念和原则，逐步推动从专向性补贴向功能性补贴的过渡。

第二，充分发挥市场、民企的活力优势，激发关键核心技术创新动力，大力推动第三方市场合作，提高产业链、供应链的韧性、弹性和竞争力。受中美战略竞争加剧及新冠疫情的双重影响，世界各国纷纷重新审视自身的供应链和产业链安全问题，在地化、多元化建设正成为各国进行产业再布局的重点考量，加上美国对中国的技术封锁、脱钩和对特定企业的所谓制裁等，使得中国深度嵌入并曾受益其中的区域和全球供应链、产业链遭受直接冲击。在此背景下，中国同样需要思考如何提高自身产业链、供应链的韧性、弹性和竞争力，以稳定的价值链来畅通国内大循环和国际大循环的通路，以竞争中性所有制中立来落实市场对资源配置的决定性作用。综合来看，这需从民企主导

技术创新和第三方市场经济合作两个角度双管齐下，有助于强化中国市场经济国家地位，让公有制为主体、多种所有制共同发展的基本经济制度落地生根。

创新不仅仅是基础研究创新，还包括应用科技创新。二者一个立足当下，一个立足长远，不可偏废，不应对立。应用科技创新更多要靠民营企业，靠企业家精神。民营企业主要是靠赢得市场竞争而求得生存和发展，对市场变化和技术进步更加敏感，更趋向于将资本投入到边际生产率高的领域，这就决定了它们在运用创新规律方面更具优势。同时，中国应开拓第三方市场经济合作这样一个更为包容、平等、可持续的国际合作方式，也相对容易为各方所接受。它通过两个或多个国家与包括政府、跨国公司和多边组织等在内的第三方开展资金、技术、管理等方面合作的模式来实现互利共赢发展。对于第三方市场合作，同样应该发挥市场、民企的主导作用，单纯依靠政府、国企推行“走出去”战略，容易引起其他市场经济国家的警惕和反弹，包括不承认中国的市场经济国家地位。

第三，响应数字技术变革和新能源变革，更换赛道，面向世界拓展数字经济和新能源经济合作机遇空间，促进中国经济新旧动能的转换。当前，以大数据、云计算、5G 和人工智能等为代表的数字技术和新能源革命方兴未艾。新冠疫情长期化背景之下，数字技术在疫情监测、在线医疗、在线学习、线上消费等方面均得到深度应用，极大地改变了人们生产生活方式。数字化转型将成为世界和中国经济新旧动能转换的关键动力。不过，各国在数字治理规则、数据安全等方面还没有达成广泛共识。在此背景下，数字经济合作应成为当前中国推动国际经济合作的一大重点内容。中国应该在多双边场合积极表态，主动发出同各方加强数字经济合作的信号，积极同各方探讨并制定全球数字治理规则，维护全球数据安全，推动数字经济发展，为全球经济注入可持续增长和包容性发展的新动能。

与此同时，新能源动力革命是人类社会进步的重要标志，当下世界能源结构正从碳能源轨道向光能源、硅能源、氢能源、再生能源轨道切换，加快建设“光伏、特高压、新能源”三位一体体系，是中国突破围堵或遏制的重大战略突围点，分别对应着新能源发电、能源传输和新能源汽车领域，这些都是今后中国乃至世界经济有效能源体系的根本性发展方向。通过加速构建以新能源为主体的新型电力系统，以此来建立低碳的能源体系以应对气候变化，也是中国 2060 年实现“碳中和”战略目标的重要保证。对中国而言，这恐怕是一场比半导体更重要的竞赛，因为可极大避免能源短板和发动机等高精密机械瓶颈等国家经济安全问题。并且，能源低碳发展的新能源革命已成为世界各

国的共识，是今后取之不尽、用之不完经济有效能源的根本发展方向。中国在相关领域的技术储备和制造能力处于全球前列，应发挥新能源全产业链优势，与其他国家积极开展新能源项目合作。

一、中国宏观经济发展的即期特征与主要风险

（一）2021 年以来中国宏观经济发展呈现的主要特征

根据国家统计局数据，2021 年第一季度中国 GDP 同比增长 18.3%，课题组预测，2021 全年 GDP 增速 9.3%。下半年，中国经济面临的外部风险和不确定性依然较大，同时从内部消费、投资、外贸以及房地产等各方面的数据和资本市场的运行趋势综合来看，中国经济存在一些风险点，需要未雨绸缪加以应对。以下分几个模块具体阐述课题组对当前中国宏观经济各个方面形势的看法。

1. 消费潜力稳定释放

2021 年上半年社会消费品零售总额呈现潜力稳定释放的局面。1-5 月社会消费品零售总额 174318.5 亿元，同比增长 25.7%，高出 2020 年同期 39.2 个百分点，说明消费潜力正稳定释放。5 月社会消费品零售总额 35945.1 亿元，同比增长 12.4%；比 2019 年 5 月高出 15.2 个百分点，两年平均增速为 4.5%。剔除价格因素，5 月社会消费品零售总额实际同比增长 10.1%，两年平均增长 3.0%。

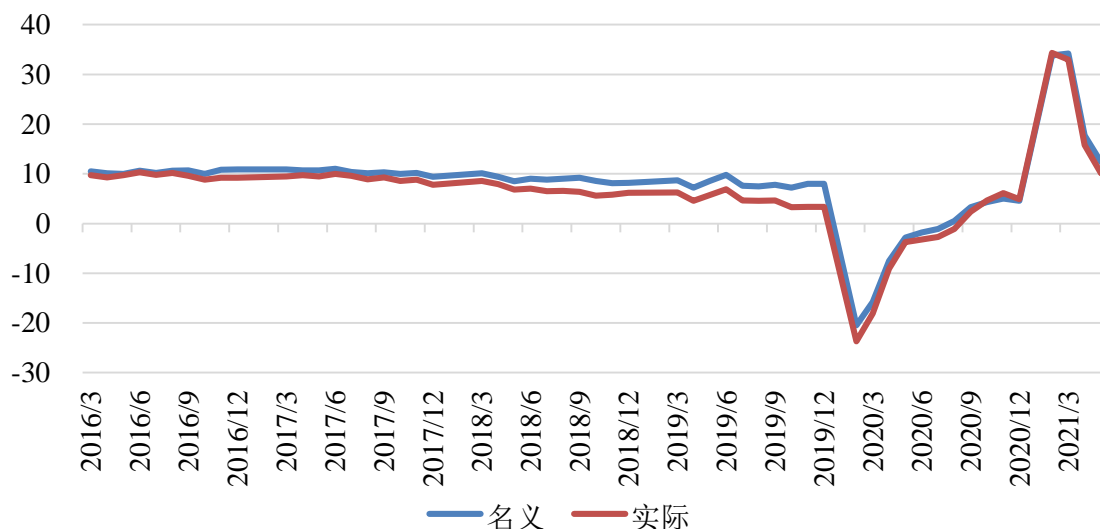


图 1 社会消费品零售总额同比增速
(数据来源：国家统计局，单位：%)

1.1 分类别消费品

在社会消费品各个类别中，受去年低基数的影响，餐饮类消费同比增长尤为显著。1-3 月餐饮类消费达 10596 亿元，第一季度累计增长 75.8%；4、5 月增速逐渐回落，同比增速分别为 46.4%和 26.6%。截至今年 5 月，餐饮类消费达 17789.0 亿元，累计增长

56.8%。餐饮业的明显回暖，说明了以餐饮业和旅游业为主的服务业处于复苏阶段、正加速走出疫情重创。数据显示，清明假期、五一假期以及端午假期的旅游消费与 2020 年同期相比增长显著。然而近期广东等地小范围爆发的疫情，以及变异病毒带来的负面影响，使人们的预防心理加强。受此影响，旅游、餐饮业完全走出疫情的阴霾仍然任重道远。

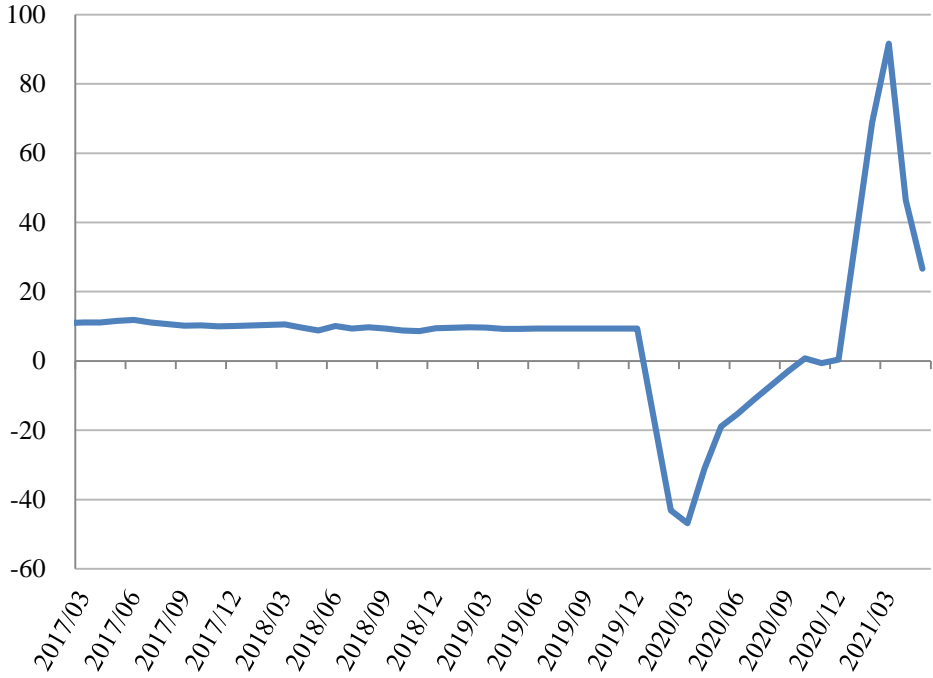


图 2 餐饮类消费名义同比增速
(数据来源：国家统计局，单位：%)

在疫情期间起到中流砥柱作用的网上消费，在今年开局继续保持强劲势头，对社会消费品零售总额的增长做出较大贡献。一方面总体经济运行良好，继续加速各消费种类的增长；另一方面，春节就地过年的政策也为网络购物的顺利实施提供有力保障。1-5 月全国网上零售额累计 48238.9 亿元，同比增长 24.7%，两年平均增长 14.2%。其中，实物商品网上零售额 39376.9 亿元，同比增长 19.9%，两年平均增长 16.8%。

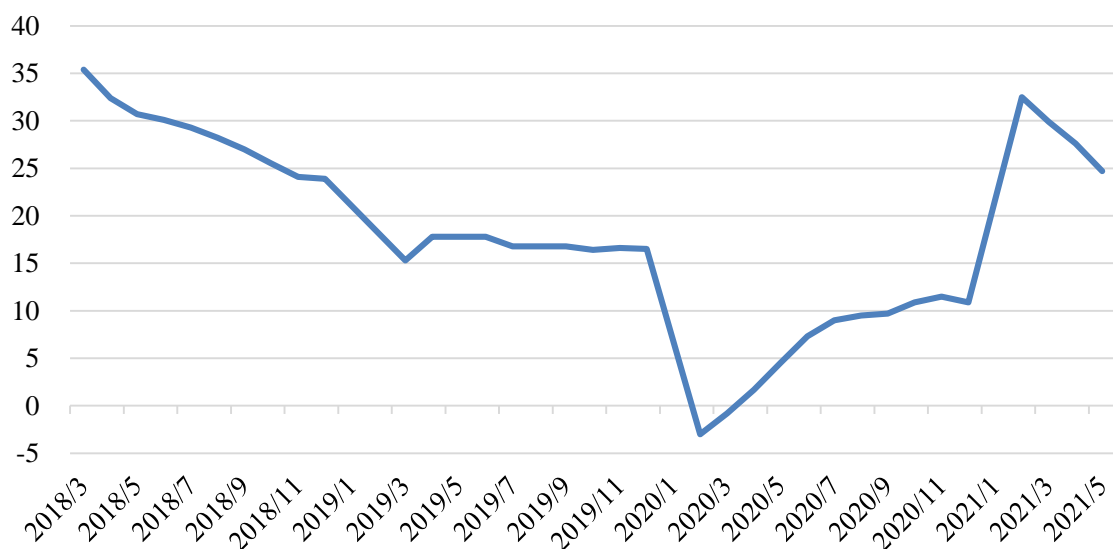


图3 网上零售类累计名义同比增速
(数据来源: 国家统计局, 单位: %)

在社会消费品零售总额中占比超过三分之一的限额以上企业尤其值得关注。其稳定的恢复为消费总额的增长提供动力。1-5月限额以上企业消费品零售额为63974.4亿元, 累计同比增长为29.9%, 相较2020年增长42.6%, 两年平均增速为6.5%。

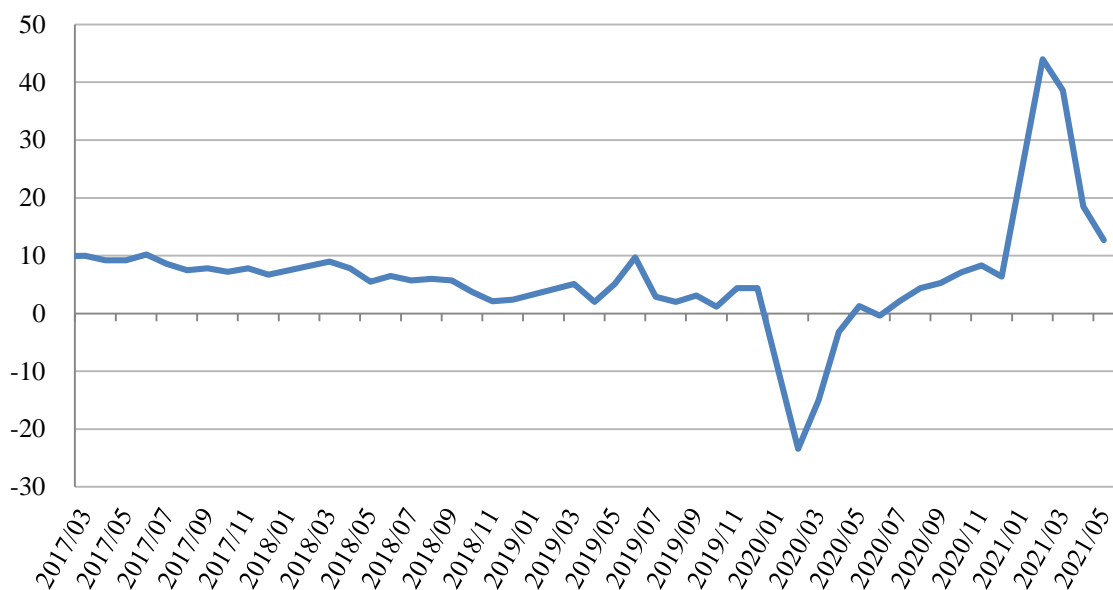


图4 限额以上企业名义同比增速
(数据来源: 国家统计局, 单位: %)

食品类消费作为刚需, 受疫情冲击相对不显著, 呈现出同比增速相对稳定的趋势。1-5月各月, 食品类当月同比增速在9%左右徘徊, 累计增速为9.5%, 两年平均11.4%, 与疫情前持平。同时, 受食品价格回落的影响, 实际同比增速和名义同比增速趋于一致。

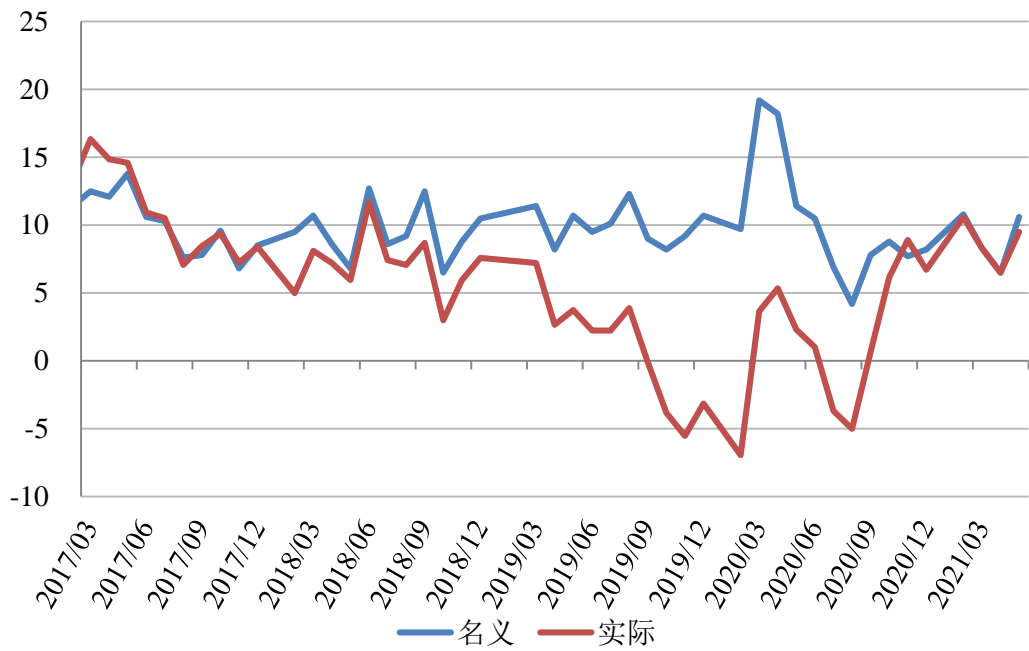


图5 限额以上企业中食品类同比增速
(数据来源: 国家统计局, 高等研究院, 单位: %)

在众多限额以上企业中, 受去年低基数影响, 绝大部分消费类别在今年第一季度表现出强劲的增长势头; 而随着疫情在去年第二季度的缓和而导致基数提高, 这些消费在今年4、5月的同比增速出现回落。例如中西药品类, 其一季度累计同比增速达到14.9%; 进入第二季度以来, 其同比增速放缓, 4、5月相较去年同期分别增长8.0%和7.3%。又例如日用品类, 其同比增速在第一季度经历了大幅攀升之后, 于4、5月有所缓和。与此趋势类似的如通讯器材类、文化办公用品类、书报杂志类, 1-5月累计同比增速在最近两年的平均值分别为29.3%, 22.0%和24.6%, 与疫情前水平相当。

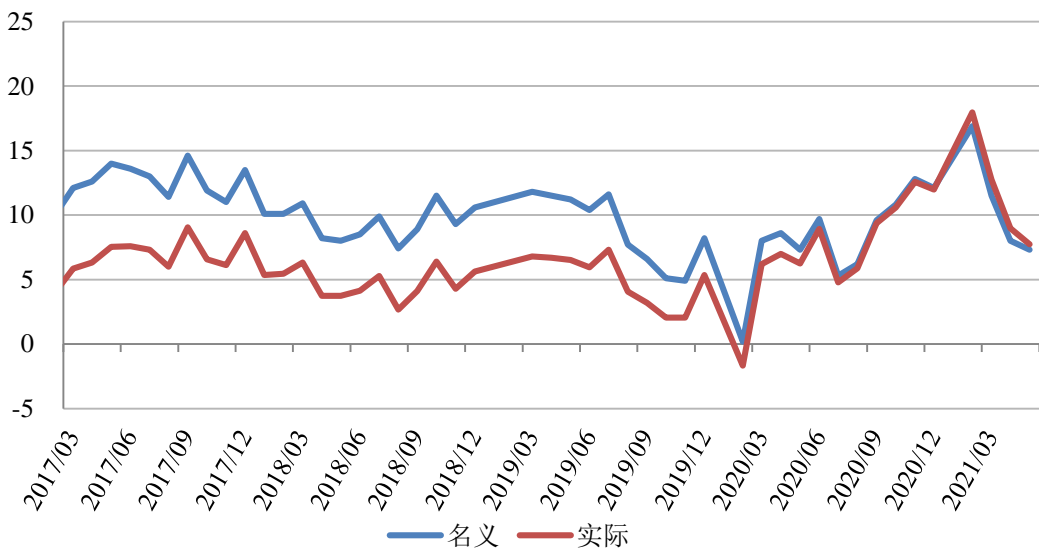


图6 限额以上企业中西药品类同比增速

(数据来源：国家统计局，高等研究院，单位：%)

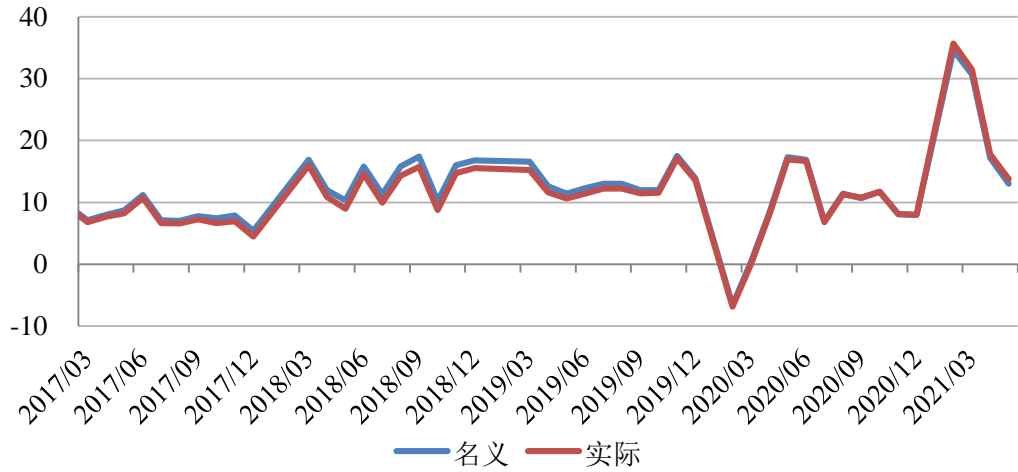


图7 限额以上企业中日用品类同比增速

(数据来源：国家统计局，高等研究院，单位：%)

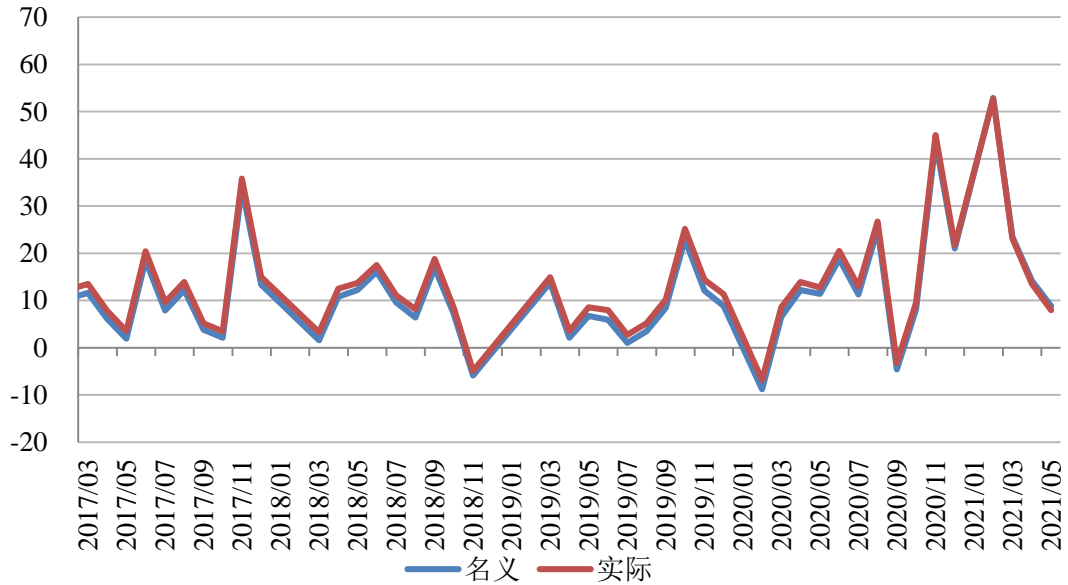


图8 限额以上企业中通讯器材类同比增速

(数据来源：国家统计局，高等研究院，单位：%)

随着疫情有效缓解，与消费升级相关的消费类别出现大幅增长。自去年年中，受国际金银价格走低影响，金银珠宝类商品零售价格下降，叠加春节的影响，刺激了金银珠宝类的消费。截至今年5月，金银珠宝类商品的累计同比增速为68.4%，两年平均值为11.6%，仍然高于疫情前平均水平。同时，化妆品类的消费持续走强，其需求自去年疫情缓和、复工复产以来就持续旺盛，同比增速持续攀升。今年1-5月，化妆品类的累计同比增速为30.3%。

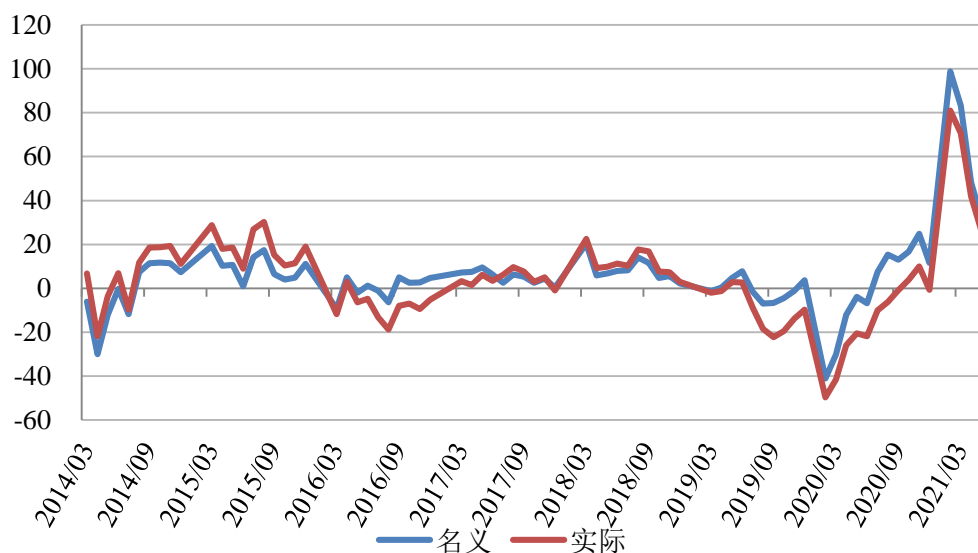


图9 限额以上企业中金银珠宝类同比增速
(数据来源: 国家统计局, 高等研究院, 单位: %)

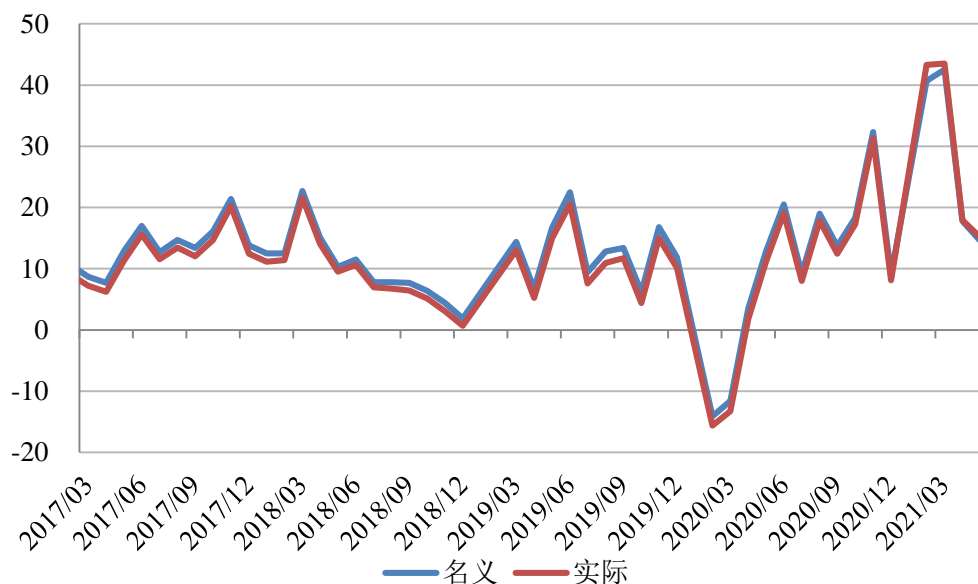


图10 限额以上企业中化妆类同比增速
(数据来源: 国家统计局, 高等研究院, 单位: %)

受去年基数过低、今年经济向好而推动销售市场火热的影响,一季度楼市迎来小阳春,房产销售额和面积季度同比增速均打破历史同期水平,商品房销售额同比增长88.5%。受此房地产市场向好的影响,与房地产相关的消费,如建筑及装潢材料类和家具类消费的同比增速也出现大幅波动。今年第一季度,建筑及装潢材料类和家具类消费的同比增速接近60%,第二季度虽有所缓和,但当月同比仍然在20%左右,其增速超过社会消费品零售总额以及绝大多数其他类别消费品。

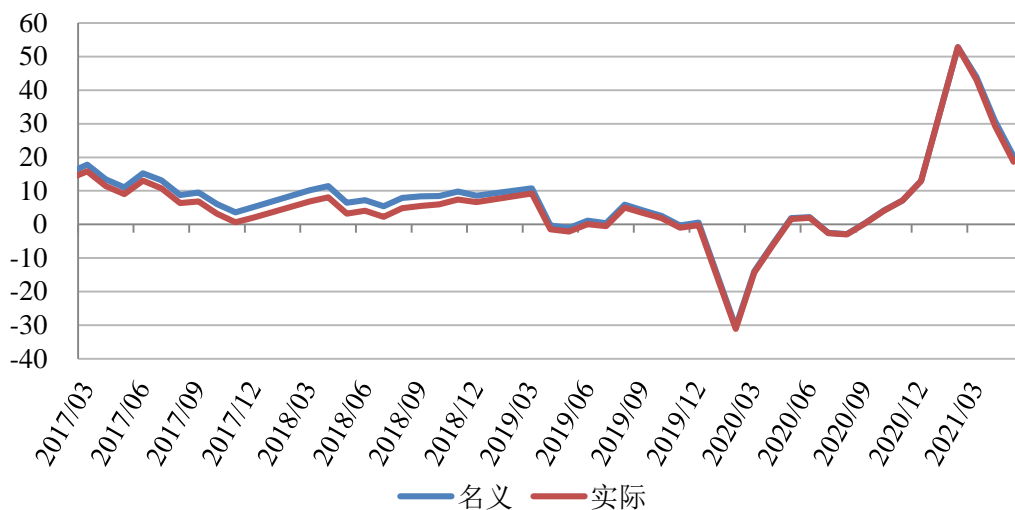


图 11 限额以上企业中建筑及装潢材料类同比增速
(数据来源: 国家统计局, 高等研究院, 单位: %)

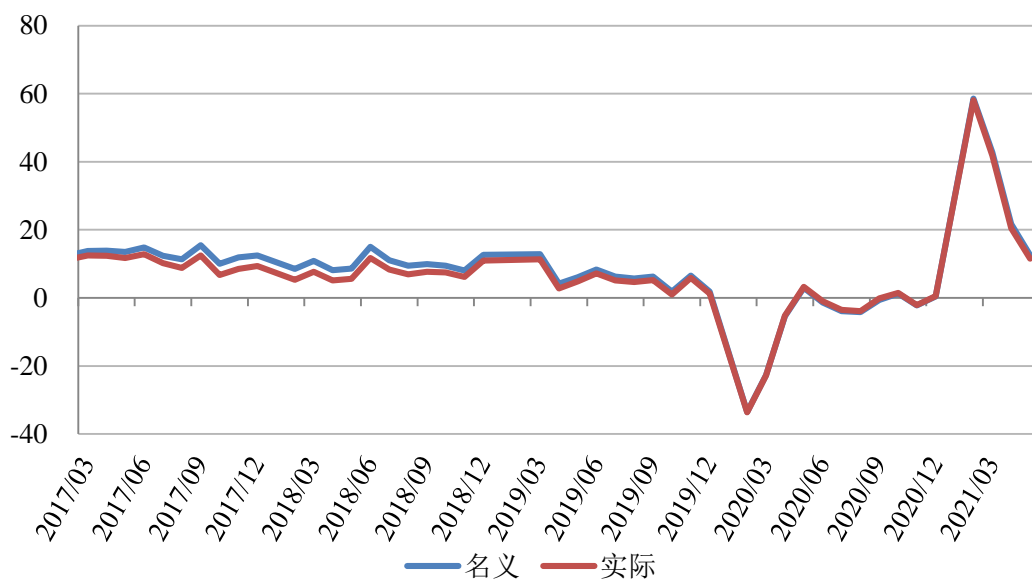


图 12 限额以上企业中家具类同比增速
(数据来源: 国家统计局, 高等研究院, 单位: %)

汽车类消费作为大宗消费品, 今年 1-5 月, 汽车消费总体保持稳定。5 月同比增速为 6.3%, 1-5 月累计同比增速为 37.8%。从消费类别来看, 新能源汽车市场占有率加速扩张。据中国汽车工业协会统计显示, 5 月新能源汽车销售 21.7 万辆, 同比增长 151.7%, 继续刷新当月产销历史记录; 而 1-5 月累计销量为 96.7 万辆, 累计同比增速为 224%, 远超汽车类总体的涨幅。

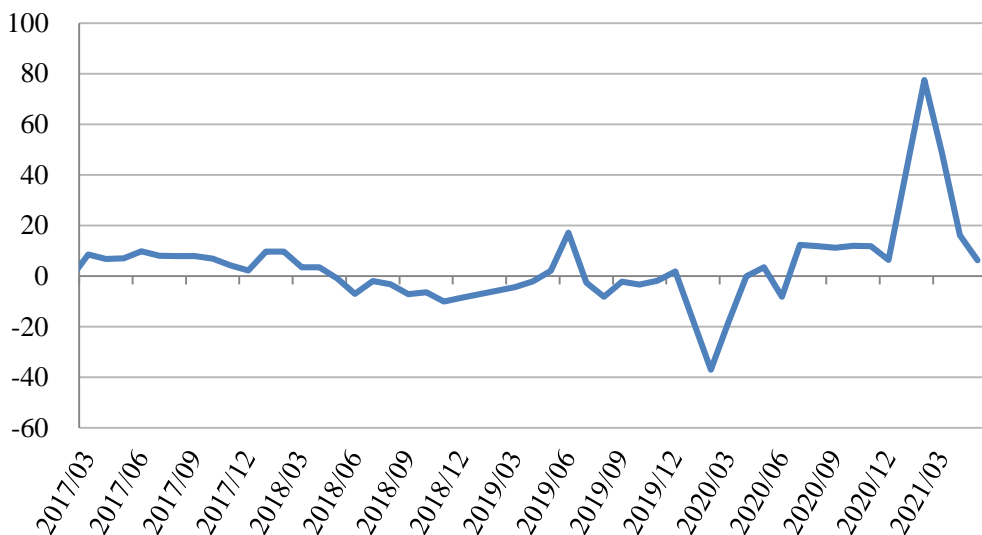


图 13 限额以上企业中汽车类名义同比增速
(数据来源: 国家统计局, 单位: %)

1.2 影响消费增速的长期变量

我国目前面临着严重的人口老龄化, 下图显示 2011 年到 2019 年各省平均老年抚养比为 13.8%, 最高为重庆, 平均 19.1%; 最低为西藏, 平均为 7.7%。根据联合国的定义, 一个“年轻健康”的经济应该是其老年抚养比低于 7%, “老龄化”国家定义为老年抚养比超过 14%, 而老年抚养比一旦超过 20%, 则被定义为“超级老龄化”国家。可见, 我国已经进入老龄化国家, 并且一些地区, 如重庆和四川等已接近“超级老龄化”的阶段。同时, 在这九年间, 老年抚养比在各省份均呈现上升的趋势。其中, 上海在这九年间, 抚养比上涨了 12.7 个百分点, 为增长最多的地区; 而广西作为老年抚养比增长最低的地区, 其抚养比也上涨了 1.0 个百分点。

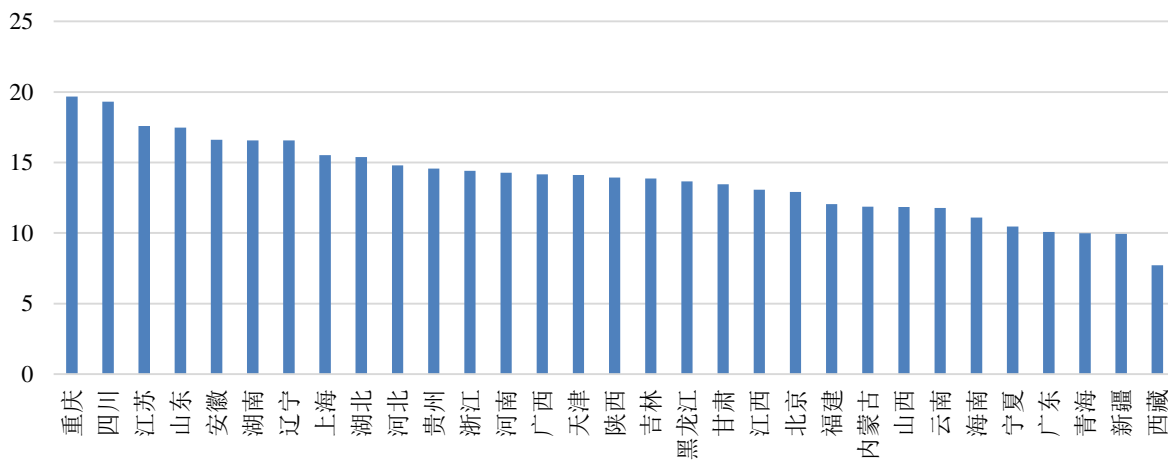


图 14 2011-2019 年老年抚养比平均值
(数据来源: 国家统计局, 高等研究院, 单位: %)

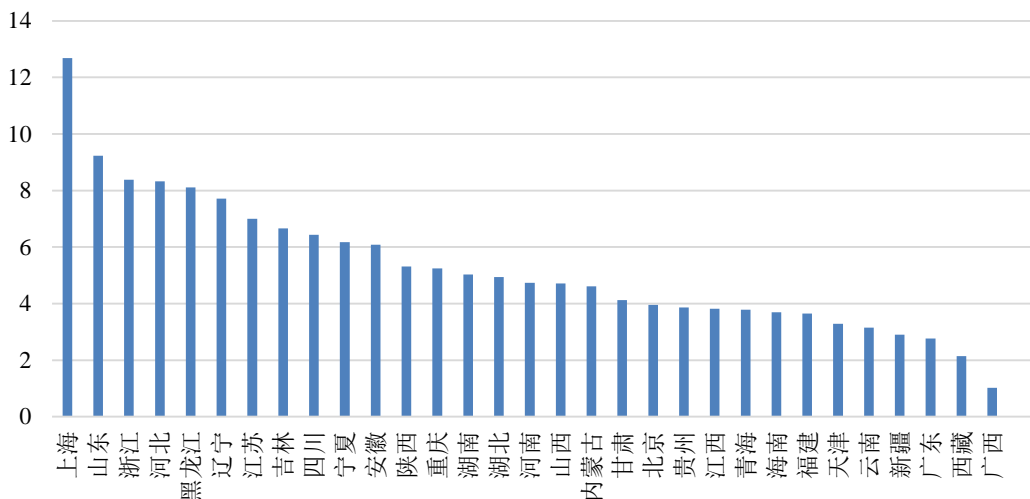


图 15 2010-2019 年老年抚养比变化
(数据来源: 国家统计局, 高等研究院, 单位: %)

人口老龄化的加剧, 在宏观经济层面上改变了消费和储蓄结构。首先, 越来越多的文献指出, 由于老年人面对着更高的健康不确定性, 他们增加储蓄来预防不确定性, 从而挤出除医疗部分的消费, 使得总消费在符合生命周期-永久性收入假说减少的同时, 出现额外的下降; 同时, 对于年轻人而言, 由于预见到未来社保缺口由于年轻人口减少而扩大, 所以年轻人也增加储蓄, 进而挤出消费。下图显示, 各省份 2011 年到 2019 年老年抚养比的变化和这期间社会消费品零售总额平均同比增速的关系。基本呈现负相关的关系, 即老年抚养比增长越迅速的省份, 社会消费品零售总额的增速就越小。

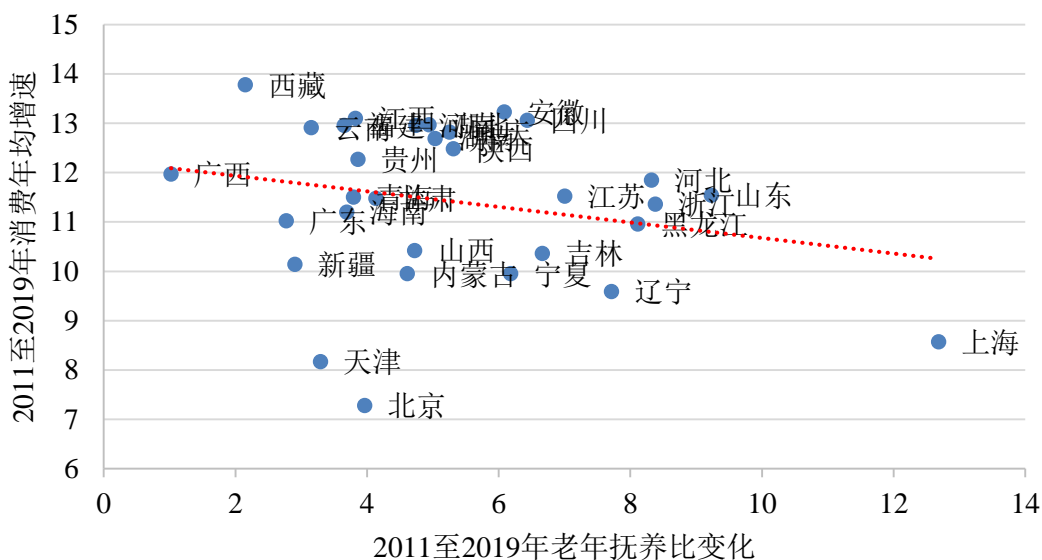


图 16 社会消费品零售总额增速与老年抚养比的关系
(数据来源: 国家统计局, 高等研究院, 单位: %)

进一步，我们对近 10 年各省份的消费增速对其每年老年抚养比做了面板回归，发现社会消费品增长率和老年人抚养比呈现显著负相关。即抚养比增长越快，则消费的增速就越低。当然，消费的增速不仅与老年抚养比相关，还与这个地区经济增长、经济的产业结构以及上一期的消费有相关性。当我们控制了这些方面的因素之后，仍然发现消费的增长率和老年抚养比呈显著负相关。例如，即使剔除了 GDP 的增速，老年抚养比增长一个百分点仍然会降低消费增速 0.4 个百分点。

表 3 消费增速与老年抚养比关系

	固定效应	随机效应	混合效应
老年抚养比	-1.24***		
		-0.77***	
			-0.37***
老年抚养比+ 上期消费增速	-0.22***		
		0.00	
			0.00
老年抚养比+ GDP 增速	-0.41***		
		-0.27***	
			-0.06*
老年抚养比+ GDP 产业结构	-0.39***		
		-0.20***	
			-0.05

数据来源：国家统计局，高等研究院

因此，课题组认为在面临短期消费潜力稳定释放的同时，也必须重视影响消费长期增长的因素。若想总消费在中长期持续发力，必须要重视老年人的消费。越来越多的文献指出，健康状况的不确定性是影响消费的主要因素。因此，为了提高老年群体消费水平，课题组认为，首先要提供更优质的医疗服务和完善的医疗保障，降低医疗成本，从而提高老年人的消费能力。第二，面临高企的房价，年轻人很大程度上依赖父母支付首付，这种代际间的财富转移也是文献中识别出的抑制老年人消费的另一大主要因素。因此，控制房价、坚持房住不炒的原则，减轻住房压力不仅为年轻群体提供了更大的消费空间，也为释放老年人的消费潜力提供基础。

2. 投资边际放缓，制造业投资转正，地产投资承压

2021年1-5月，全国固定资产投资同比增长15.4%，比2019年1-5月增长8.5%，两年平均增长4.2%，5月环比增长0.17%，连续三个月当月环比增速下降。其中，民间固定资产投资同比增长18.1%。从投资的三大组成部分来看，2021年1-5月制造业投资、房地产开发投资、基础设施投资累计增速在基数影响下相比一季度有所下降，制造业投资1-5月同比增长20.4%，高于全部投资5.0个百分点；三大类两年平均增速分别为0.6%(前值-0.4%)、8.6%(前值8.4%)、2.6%(前值2.4%)，总体平稳。

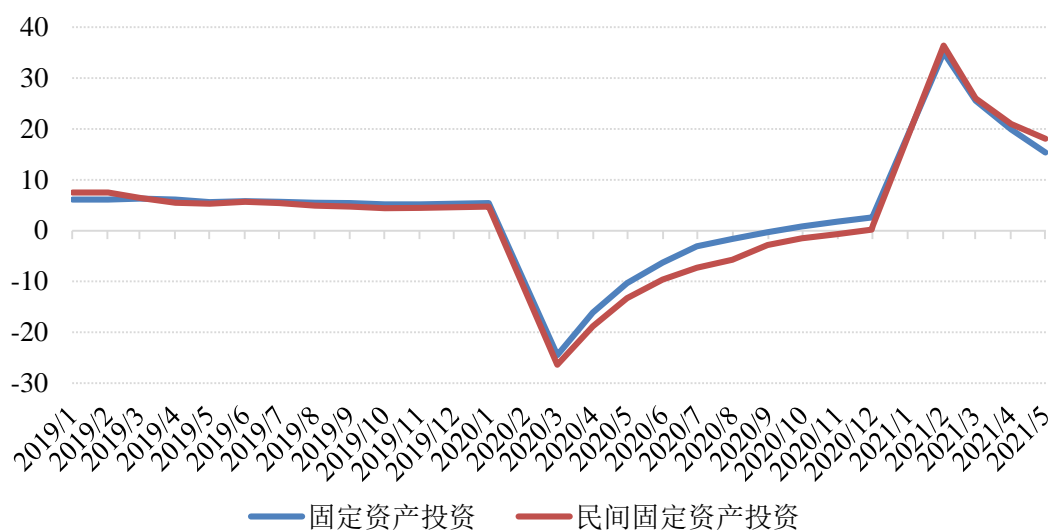


图 17 固定资产投资和民间固定资产投资增速
(数据来源: CEIC, 上海财经大学高等研究院, 单位: %)

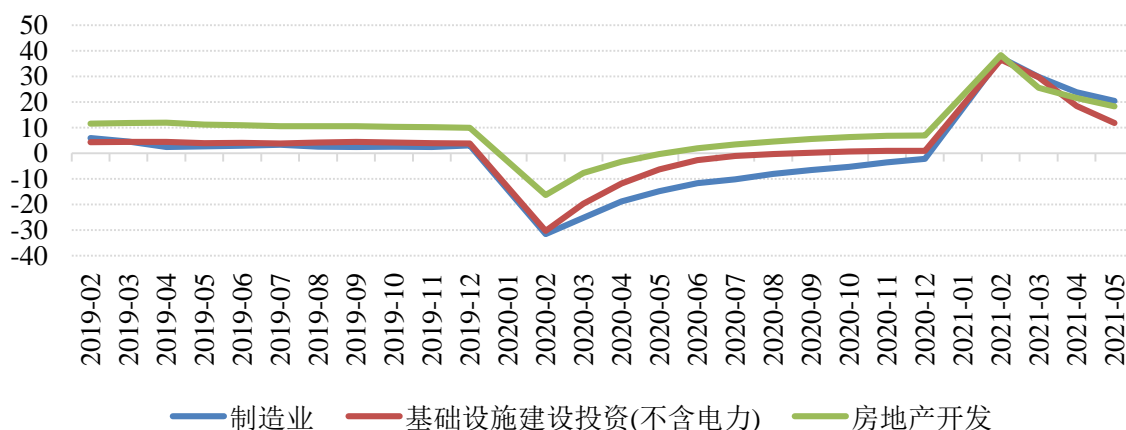


图 18 全国三大类固定资产投资累计同比
(数据来源: CEIC, 上海财经大学高等研究院, 单位: %)

工业企业利润持续改善，1-5月同比增长83.4%，两年平均增长21.7%，高于1-4月两年平均增速。工业中的制造业利润增速1-5月增长85.2%。受PPI保持较高水平影响，

上游原材料制造业保持较高水平，1-5月投资增长24.2%，其中，黑色金属冶炼和压延加工业投资增长40.0%，化学原料及化学制品制造业投资增长31.8%，非金属矿物制品业投资增长18.2%，有色金属冶炼及压延加工业投资增长15.5%。其他制造业投资最多的几个行业里，下游汽车制造业增速-3.7%，仍未转正。此外高技术制造业中的计算机及办公设备制造业投资增长48.3%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长34.0%。高技术服务业中的电子商务服务业投资增长47.7%。5月，规模以上工业增加值同比实际增长8.8%，两年平均增长6.6%。从环比看，5月，规模以上工业增加值比上月增长0.52%，与上月持平，与一季度相比略有下降。总结来说，随着基数效应的减弱，各制造业行业投资累计增速相比一季度有所下降，虽然总体制造业投资相比2019年回暖，不同行业之间存在差异，从行业PPI当月同比增速来看，上游行业因出厂价格指数较高、利润增速较快，投资增速较高，PPI传导不畅导致下游利润增速受限，1-5月下游的汽车制造业两年平均累计利润总额与2019年相比几乎不变，连续两年1-5月累计投资减少。

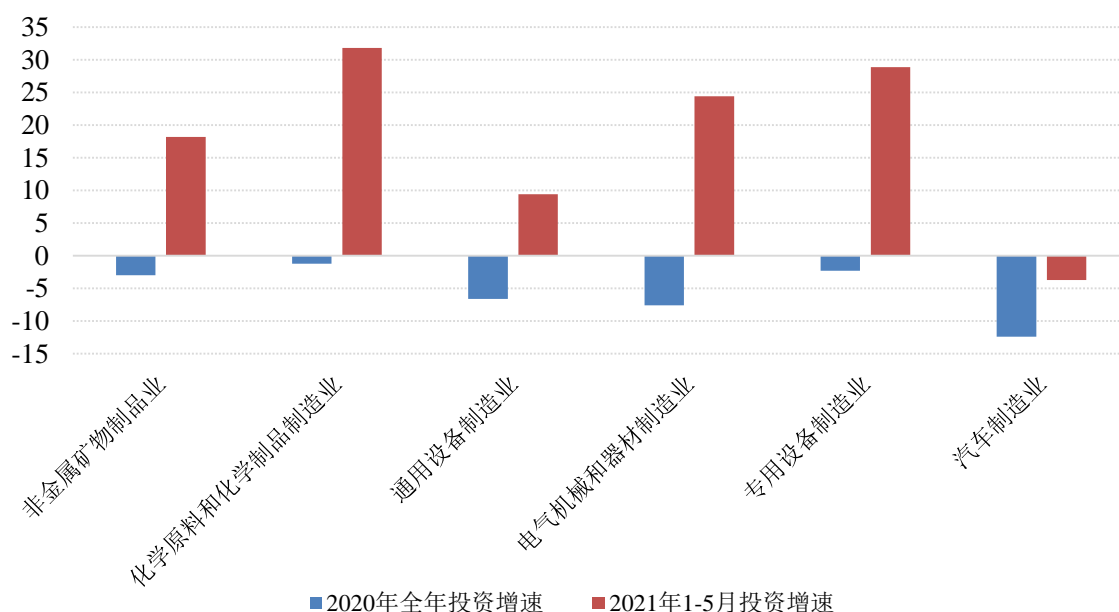


图 19 主要行业固定资产投资累计同比

(数据来源: CEIC, 上海财经大学高等研究院, 单位: %)

1-5月基础设施投资(不含电力)同比增长11.8%，两年平均增速为2.6%，比1-5月提高0.2个百分点，基建投资增速未起到较大拉动作用。基建各子项中，道路运输业投资增长25.7%；铁路运输业投资增长66.6%。从资金来源来看，据财政部政府债务研究和评估中心6月3日披露，财政部下达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。1-5月，各地已组织发行新增地方政府债券9465亿元，其中5840亿元为新增专项债，仅完成已下达债务限额的16.8%。

从投向来看，4 月和 5 月约有 2000 亿投入到了棚改、老旧小区改造等保障性安居工程和医疗卫生、教育等社会事业，其他主要基建项目约占 67%。今年上半年经济稳步复苏，财政收入恢复性增长，课题组在一季度报告中指出今年地方新增债券额度下达较晚，截至 5 月发债进度仍然慢于去年；另外，财政部门提出要加强专项债券管理，使得地方专项债项目审核更加严格，也在一定程度上影响了专项债发债进度，从而影响基建投资增速。

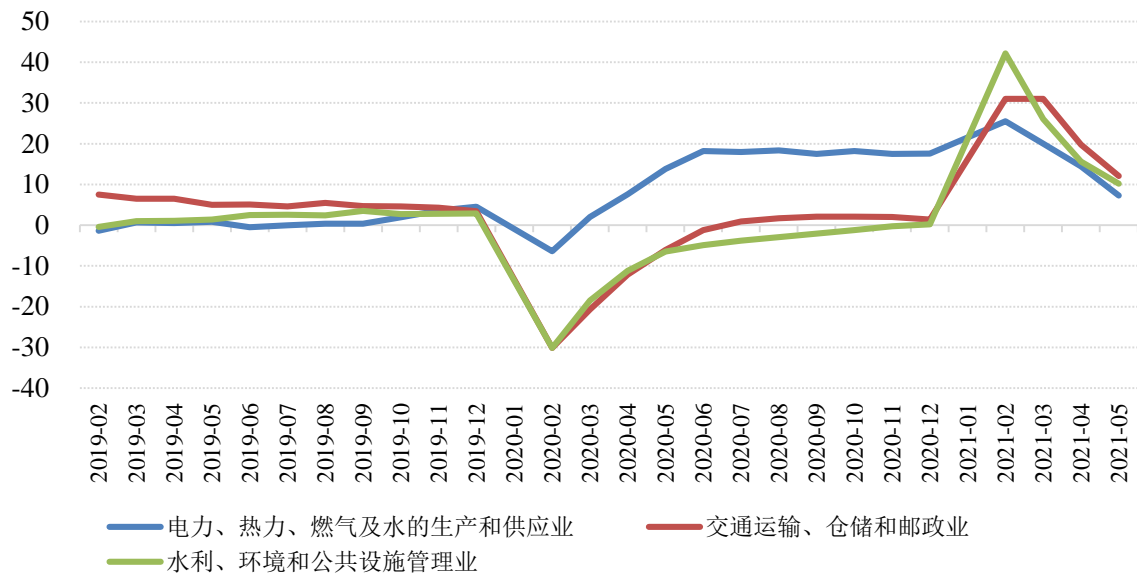


图 20 基建三行业固定资产投资累计同比
(数据来源: CEIC, 上海财经大学高等研究院, 单位: %)

房地产开发投资较为平稳。1-5 月，全国房地产开发投资同比增长 18.3%；比 2019 年 1-5 月增长 17.9%，两年平均增长 8.6%。从销售数据来看，1-5 月，商品房销售面积同比增长 36.3%，两年平均增长 9.3%；商品房销售额同比增长 52.4%，比 2019 年 1-5 月增长 36.2%，两年平均增长 16.7%，但商品房销售面积增速和销售额增速与一季度相比两年平均增速下降，表明地产销售边际放缓。从资金来源来看，占比较多的定金及预收款和个人按揭贷款累计增速分别从一季度的 86.1%和 50%下降到 1-5 月的累计增速 62.9%和 32%，为资金来源中下降幅度最大的部分。资金来源增速下降一方面说明销售回款变缓，另一方面为了落实房地产金融审慎管理制度的要求，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会公布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，商业银行对住房贷款收紧，审批放缓。截至 6 月 27 日，22 个集中供地试点城市均已完成首批集中供地，平均溢价率相差较大，集中供地对各地地价的影响不均，以上海为例，规则是竞价至中止价的多家开发商在起始价的 110%(即最高报价)范围内进行一次报价，

与平均报价最接近且报价较低者得地，最终首次集中供地平均溢价率 5.46%。从房地产新开工和施工来看，新开工面积增速从一季度的 28.2% 下降到 1-5 月的 6.9%，变化幅度大于去年同期；施工面积增速略有下降，从一季度的 11.2% 下降到 10.10%，在融资收紧、集中供地等政策影响下新开工面积增速变缓。预计在房地产需求和供给的双重调控政策影响下未来的房地产投资将承压。

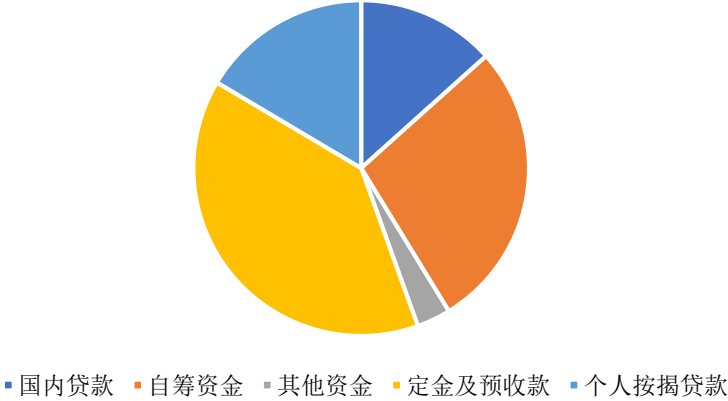


图 21 房地产开发资金来源构成
(数据来源: CEIC, 上海财经大学高等研究院)

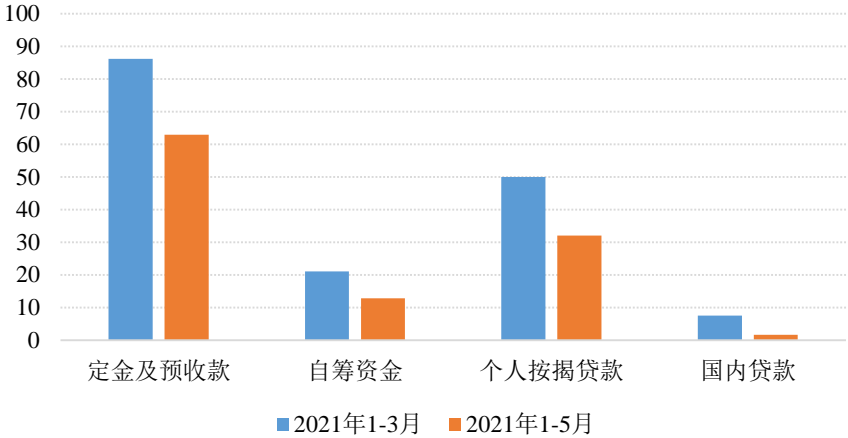


图 22 房地产开发资金来源累计增速
(数据来源: CEIC, 上海财经大学高等研究院, 单位: %)

分产业看，占比约 3% 的第一产业投资同比增长 28.7%，增速比 1-4 月降低 6.8 个百分点；占比 34% 左右的第二产业增速 1-5 月名义额累计增长 18.1%，增速比 1-4 月下降 3.6 个百分点；三产业投资增长 13.8%，增速下降 4.9 个百分点。分地区看，东部地区投资同比增长 14.9%；中部地区投资增长 25.2%；西部地区投资增长 14.5%；东北地区投资增长 12.0%。

总体来看，2021年1-5月制造业投资增速高于整体投资增速，房地产业和基建投资增速较为平稳。未来随着新冠疫苗接种率的上升，海外需求回暖，叠加国内消费释放潜力，预计制造业投资恢复较快，但发债节奏较慢和项目审批严格等因素使得基建投资乏力，房地产投资在严厉的调控政策下有下行压力，2021年全年投资增速将持续回落。

2021年1-5月全年全国房价整体平稳上涨，环比有所回落。5月70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比增长4.5%，涨幅较上个月上升0.1个百分点，较3月上升0.1个百分点；5月环比上涨0.5%，涨幅与上个月持平，较3月上升0.1个百分点。5月70个大中城市二手住宅价格指数当月同比上涨3.5%，涨幅较上个月上升0.1个百分点，与3月相比上升0.2个百分点，5月环比上涨0.3%，涨幅较上个月回落0.1个百分点，比3月下降0.1个百分点。分城市看，5月一、二、三线城市新建商品住宅价格指数当月同比分别上涨6.0%、5.0%和3.8%，环比分别上涨0.7%、0.6%和0.4%，环比涨幅较上个月分别扩大0.1个百分点、持平和持平。从二手房看，5月一、二、三线城市二手住宅价格指数当月同比分别上涨10.8%、3.5%和2.6%，环比分别上涨0.6%、0.4%和0.2%，环比涨幅较上个月分别收窄0.2%、0.1%和0.1%。总的来说，考虑到新房限价、供给有限和信贷政策收紧等因素，虽然5月一线城市房价同比涨幅最大，但一二三线城市房价环比涨幅有不同程度的收窄。

2021年3月13日，十三届全国人大四次全会通过《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，提出：“实施房地产市场平稳健康发展长效机制，促进房地产与实体经济均衡发展。推进房地产税立法，健全地方税体系，逐步扩大地方税政管理权。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居、职住平衡。坚持因地制宜、多策并举，夯实城市政府主体责任，稳定地价、房价和预期。”2021年5月11日央行发布2021年第一季度中国货币政策执行报告，继续提出：“牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度。”央行和住建部等主要部门讲话和发布除了继续申明“房住不炒”、“稳地价、稳房价、稳预期”以外，还提到了地方税的管理和完善租房市场供应，前者有助于中央政府掌握地方土地财政信息，规范化土地收入的使用，后者是扩大完善住房供给，稳定房价。自去年下半年以来，面对火热的房地产市场，各地因城施策，已出台多项政策限购限贷、加强土地管理和土拍资格等措施，近

期温州、西安、南京等地还出现“限房价、竞地价、竞配建”的新的土拍方式，地方政府的房地产调控政策十分严厉。

严厉管控下的房地产企业面临收紧的融资环境，可能面临资金紧张甚至断裂的风险。6月10日，中国银保监会主席郭树清在2021年陆家嘴论坛上表示，经过化解重大金融风险三年攻坚战，我国多个方面的金融风险都出现了收敛趋势，但防范金融风险不能放松，一些地方房地产泡沫化金融化倾向严重，相当数量的政府融资平台偿债压力很大，部分大中型企业债务违约比例上升，加剧了银行的信用风险。根据最近的有关消息，部分房企如华夏幸福基业有限公司流动性出现紧张，不断曝出债务违约，截至到2021年6月21日其累计未能如期偿还债务本息合计约670亿元；福建福州泰和集团截至2021年4月30日，公司已到期未归还借款金额为431.55亿元；恒大在全国三四线城市的楼盘打折低至于五折出售，急于回笼资金，并在2020年曝出商票延期兑付的风波。从银行不良贷款来看，根据年报数据，主要大型商业银行、股份制银行中的中国农业银行、中信银行、光大银行和民生农业银行2020年的房地产业不良贷款余额比2019年分别上升了41.6%、181.2%、71.3%、129.4%，远大于2019年相对2018年的升幅，仅招商银行的房地产业不良贷款余额连续两年下降，间接说明了房地产企业资金紧张的风险性增加。

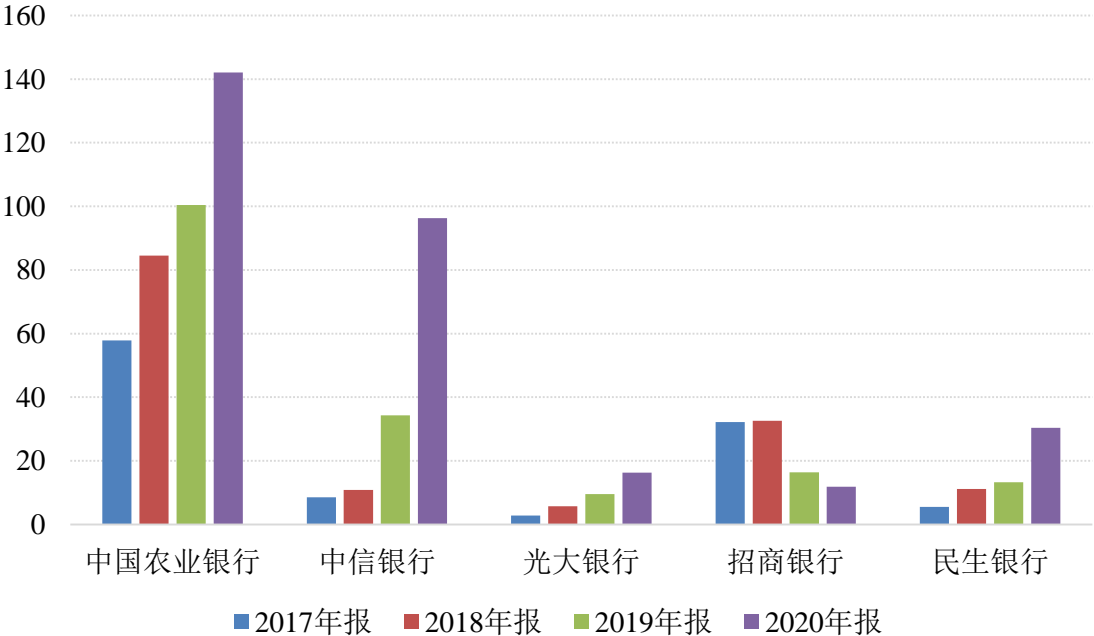


图 23 主要商业银行房地产业不良贷款余额
(数据来源: WIND, 上海财经大学高等研究院, 单位: 亿元)

3. 进出口增速持续攀升，贸易顺差较去年同期大幅上升

2021年1-5月，全国进出口增速持续攀升。受去年较低的基数影响，进口增速快于出口增速，但贸易顺差较去年同期大幅上升。1-5月，进出口总额为22717.5亿美元，同比增长38.1%。其中，出口总额为12376.0亿美元，同比增长40.2%；进口总额为10341.5亿美元，同比增长35.6%；顺差为2034.5亿美元，比2020年同期增加839.1亿美元。受人民币兑美元汇率升值的影响，以人民币计价的进出口增速略低于以美元计价的进出口增速。1-5月，进出口总额人民币值为147595.4亿元，同比增长28.2%。其中，出口总额为80414.2亿元，同比增长30.1%；进口总额为67181.2亿元，同比增长25.9%；顺差为13233.0亿元，比2020年同期增加4763.0亿元。受去年前低后高的基数影响，今年进出口增速将出现前高后低的走势，因此，与上半年相比，2021年下半年进出口增速将略有放缓。国际服务贸易增速有所回升。其中，服务贸易出口增速远高于进口增速，导致服务贸易逆差较去年同期进一步下降。国家外汇管理局的统计数据显示，1-5月，服务贸易总额为2788.7亿美元，同比增长11.5%。其中，服务贸易出口总额为1205.5亿美元，同比增长31.0%；服务贸易进口总额为1583.2亿美元，同比增长0.2%；服务贸易逆差为377.7亿美元，比2020年同期减少282.6亿美元。

2021年1-5月，多种因素共同推动进出口增速的持续攀升。第一，去年同期较低的基数效应。2020年1-5月，国内、外均经历了新冠疫情的迅速蔓延，国内、外大面积的停工停产及封锁、隔离等措施，对工业生产活动造成了严重的影响，出口和进口累计增速分别下降8.0%和8.3%。在此基数影响下，1-5月，出口和进口累计增速分别高达40.2%和35.6%。为了剔除2020年同期基数效应的影响，课题组计算了出口和进口的近两年的年化累计增速，分别为13.6%和11.5%。第二，跨境电商的发展有效缓解了疫情对外贸的负面冲击。截至目前，国务院已经在全国105个城市设立跨境电商综合试验区，覆盖全国30个省、自治区和直辖市。根据中国电子商务研究中心的统计数据，2014年至2019年，中国跨境电商出口年平均增速达17.6%，远高于3.7%的平均总出口增速。疫情爆发以来，为了应对外贸面临的物流、通关、市场搜寻等障碍，商务部、海关总署、税务总局等部门也出台一系列政策支持跨境电商交易，极大促进了线下贸易向线上贸易的转移，部分缓解了疫情对线下贸易的负面影响。根据海关总署的初步统计，2020年中国跨境电商出口规模达1.12万亿元，同比增长40.1%，远高于同期3.63%的总出口增速。可见，跨境电商成为疫情下稳定进出口增速的重要方式。第三，中国出口品占全球市场的份额得到大幅提升，使得出口的国际竞争力有所提升，是拉动出口的又一动力。2021

年以来，随着全球疫情防控的常态化以及国外生产能力的逐渐回稳，防疫物资出口增速有所下降，机电产品出口成为拉动出口继续增长的重要因素。1-5月，纺织类产品出口累计同比下降3.2%，机电产品和高新技术产品累计同比分别增长42.2%和35.9%。第四，大宗商品及工业原材料价格上涨，拉动了进口的大幅上涨。1-5月，受制于去年同期较低的基数效应及国际大宗商品价格的回暖，铁矿砂、原油、钢材和大豆等主要进口产品的平均价格分别上涨约63%、9%、10%和19%，是推动进口增速上涨的主要动力。进口大宗商品价格的上涨将进一步抬升国内生产成本，对经济复苏产生不利影响。

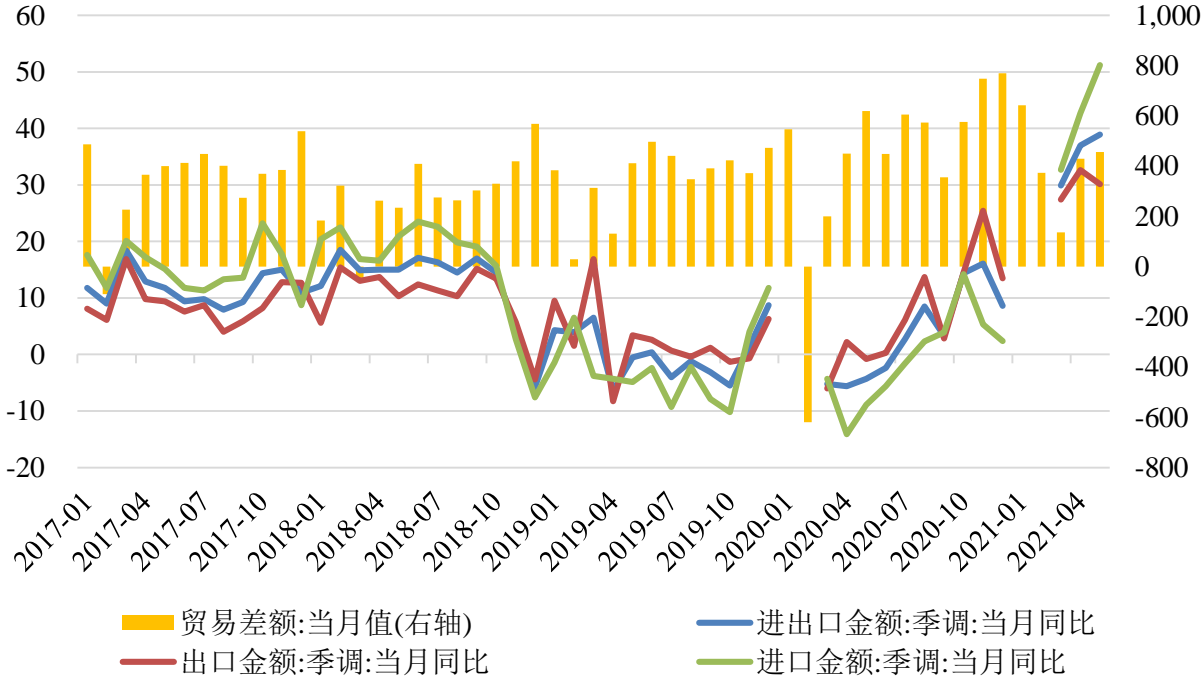


图 24 进出口增速及贸易差额变化
 (数据来源: 海关总署, 单位: % (左)、亿美元 (右))

2020 年，出口价格指数和出口数量指数出现明显分化。2020 年上半年，新冠疫情先后在国内、外爆发，国内、外供应链均受到大幅度的冲击，尤其是外部供应链受到的冲击最为严重。在此背景下，全球贸易品呈现极度的短缺状态。随着国内疫情的好转以及出口产能的逐渐恢复，中国出口品面临的海外需求持续增加，导致出口数量和出口价格均大幅上涨。此外，国际航运运力受限以及全球贸易集装箱短缺也进一步推动了出口价格的大幅上涨。2020 年下半年，随着中国出口产能的迅速恢复以及国外疫情的持续蔓延，中国出口品的供给大幅扩张，需求持续增长，导致出口品的数量进一步上涨，而出口价格有所回落。尤其是第四季度，出口价格已经回落到 2019 年同期水平。

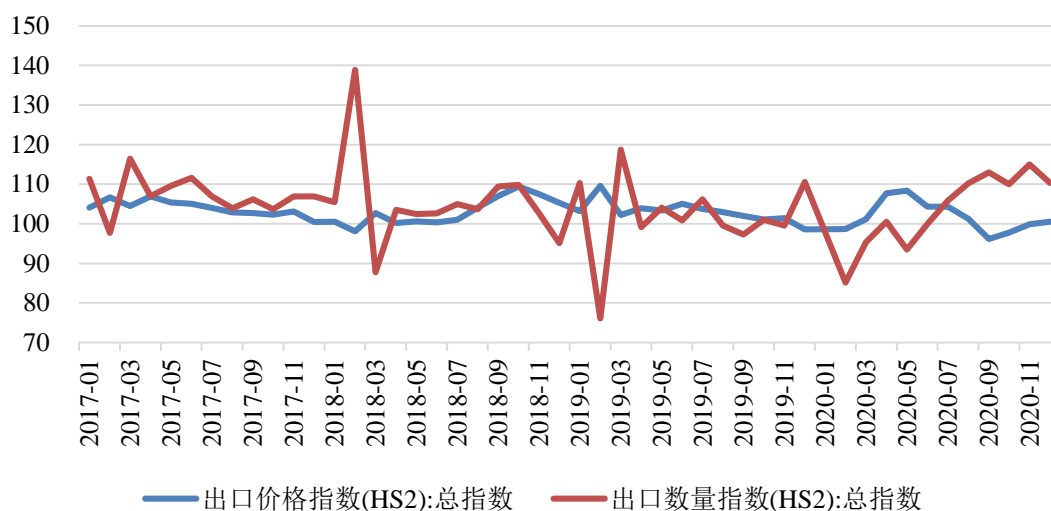


图 25 出口价格指数和数量指数走势
(数据来源: 海关总署, 上年同月=100)

2020 年, 进口数量指数和进口价格指数也出现分化。2020 年一季度, 受制于以国际原油价格为主的矿产品进口价格的暴跌以及国内生产的大面积停工停产, 进口价格和进口数量都大幅下跌。此后, 随着国内生产需求的逐渐恢复, 进口数量出现震荡型回升, 2020 年下半年进口数量平均增长达 7.2%, 且主要由机电产品进口拉动, 反映了中国工业生产的迅速恢复。进口价格方面, 由于矿产品进口价格恢复缓慢, 截至 2020 年年底, 仍未恢复至 85 以上, 大幅拖累进口价格指数。尽管机电产品的价格有所增长, 但进口价格指数仍然徘徊在 100 以下。



图 26 进口价格指数和数量指数走势
(数据来源: 海关总署, 上年同月=100)

分贸易方式来看, 2018 年以来, 加工贸易增速和一般贸易增速开始分化, 加工贸易

增速显著低于一般贸易增速，全球疫情大流行进一步加剧了这种分化。2021年1-5月，无论是出口还是进口，其一般贸易与加工贸易的增速差距均进一步扩大。主要原因在于：第一，正如课题组一直强调的，加工贸易两头在外，产业链相对一般贸易更长，产业链的更大部分暴露在疫情风险更高的欧美、东南亚等国家和地区。因此，加工贸易更高的风险暴露决定了其受到的国外疫情风险的影响也越大。其次，加工贸易以中间产品为主，相对于最终产品，中间产品对贸易成本变化的敏感性更高，更易受到外部冲击的影响。因此，在全球疫情风险持续、出口集装箱短缺导致出口成本上涨的情况下，以中间品为主的加工贸易受到的负面影响更大。第三，长期来看，中国制造业持续转型升级，一个直接的结果是加工贸易增速和所占份额都在逐步减小。第四，防疫物资和跨境电商的快速增长是支撑一般贸易持续快速增长的主要动力。

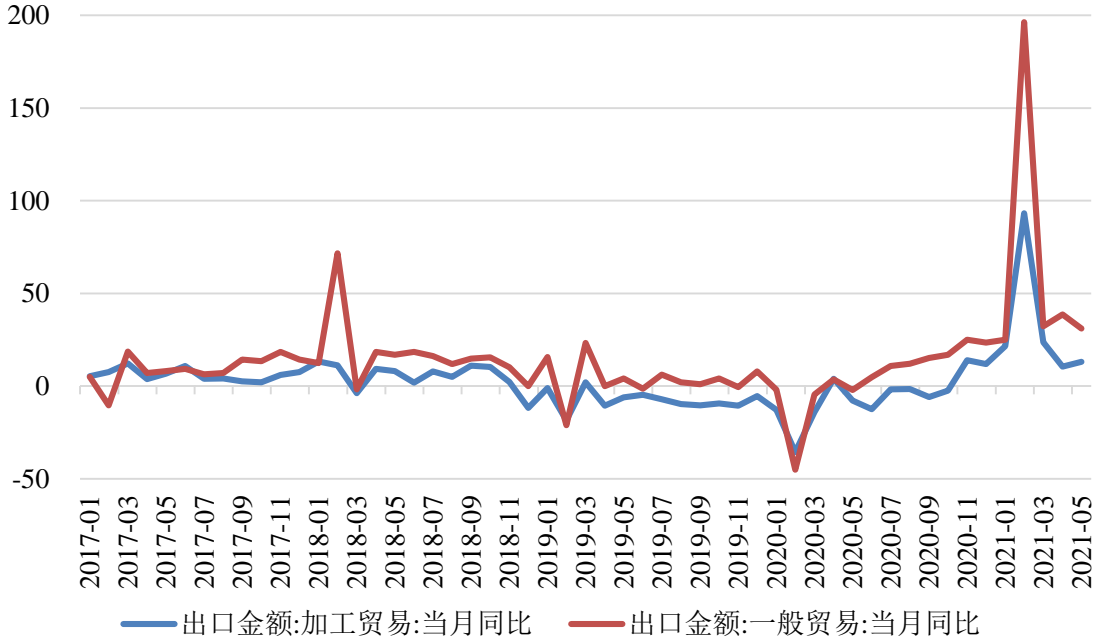


图 27 不同贸易方式出口增速
 (数据来源: 海关总署, 上年同月=100)

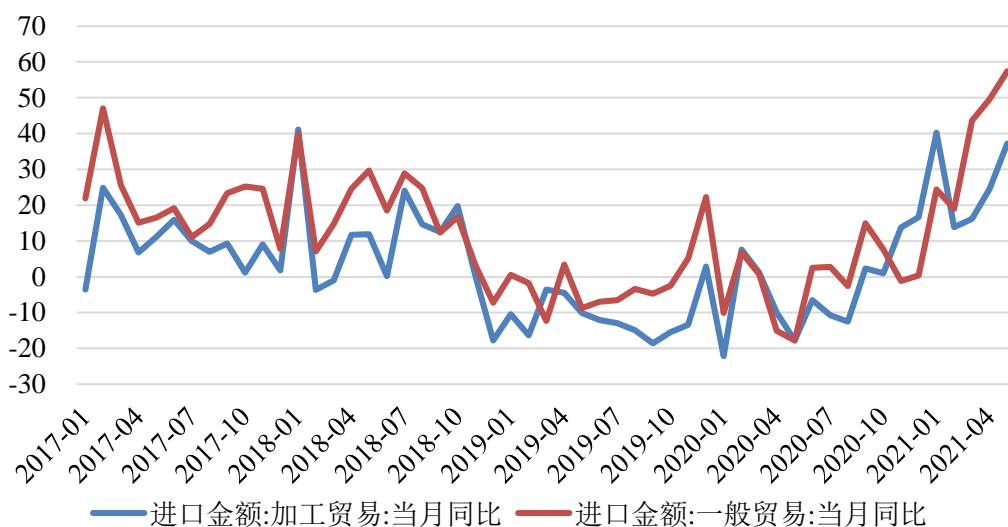


图 28 不同贸易方式进口增速
(数据来源: 海关总署, 上年同月=100)

受去年较低的基数效应的影响, 2021 年以来, 中国的出口和进口均呈现出较高的增长速度, 且增速在国别间的差异有所减小。出口方面, 2021 年 1-5 月, 中国对主要贸易伙伴国的出口均保持较高增速, 尤其对印度、巴西、南非等发展中经济体的出口增速最高, 对美国、东盟和欧盟的出口增速也维持在较高水平, 出口增速相对均衡。进口方面, 中国经济的持续复苏和进口价格的上涨带动中国从各贸易伙伴国的进口增速, 中国从印度、南非、美国的进口增速相对较高, 从其他贸易伙伴的进口增速相对略低。其中, 从印度、南非进口增速主要由矿产品等基础工业原料的进口所拉动, 反映了国际大宗商品价格的上涨和国内需求的好转。

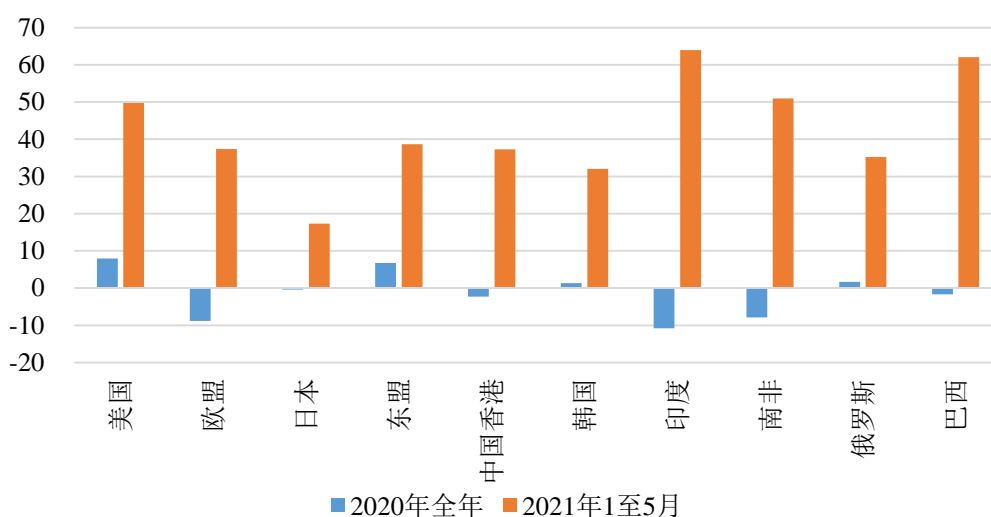


图 29 中国对主要出口国贸易增速
(数据来源: 海关总署, 单位: %)

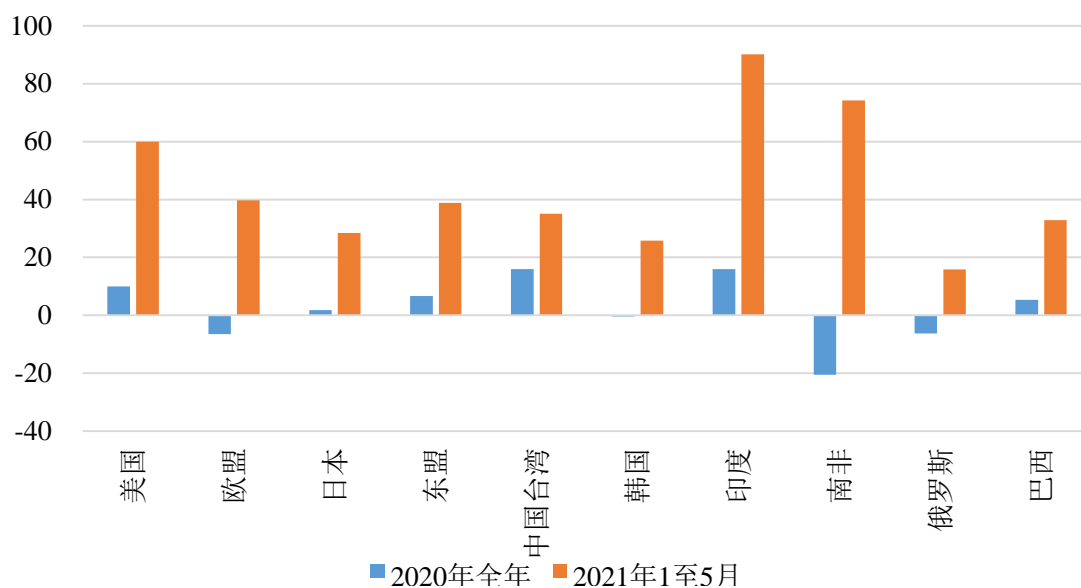


图 30 中国对主要进口国贸易增速

(数据来源：海关总署，单位：%)

2021 年 1-5 月，中国服务贸易增速延续了去年下半年以来的态势，持续攀升。且由于去年同期增速较低，导致 2021 年 1-5 月增速较高。疫情以来，服务贸易出口增速持续高于服务贸易进口增速，导致服务贸易逆差较去年同期继续大幅减小。其中，服务贸易逆差主要来源于旅行、运输、知识产权使用费、保险和养老服务这 4 个行业，以旅行逆差为主。服务贸易顺差主要来源于其他商业服务、加工服务、电信、计算机和信息服务，尤其是其他商业服务、电信、计算机和信息服务的顺差在 1-5 月出现较大幅度上升。由于逆差行业的持续收缩和顺差行业的持续扩张，尽管旅行服务逆差持续收窄，旅行对总服务贸易逆差的贡献仍较去年全年进一步增加，达到 100%。结构方面，由于其他商业服务、电信、计算机和信息服务的顺差的提高，服务贸易结构明显提升，服务贸易出口持续增长的潜力依然存在。

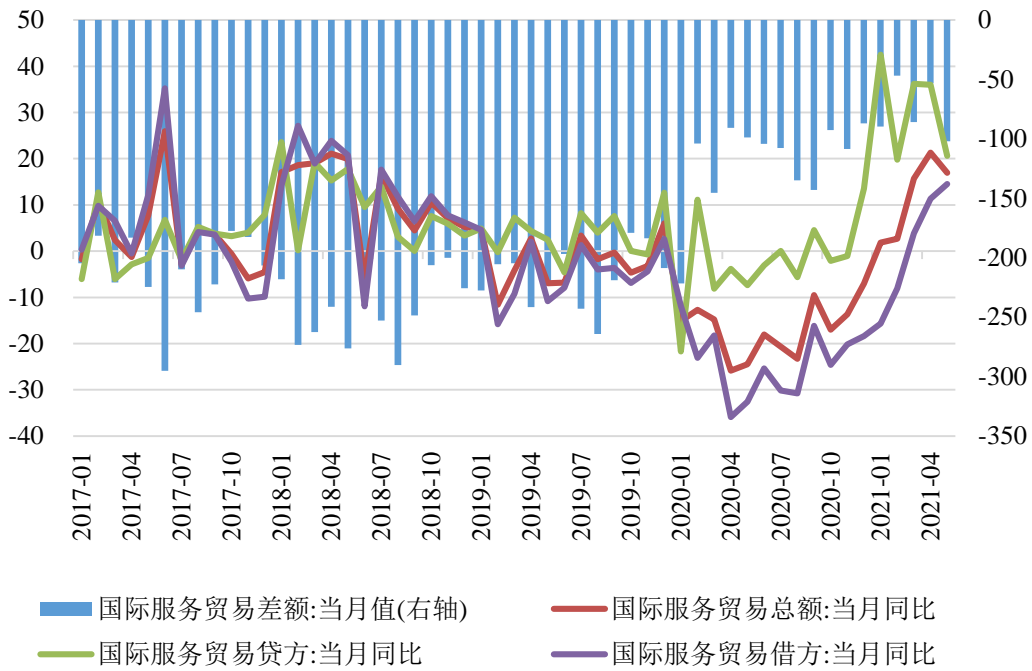


图 31 服务贸易走势

（数据来源：国家外汇管理局，单位：亿美元（右）、%（左））

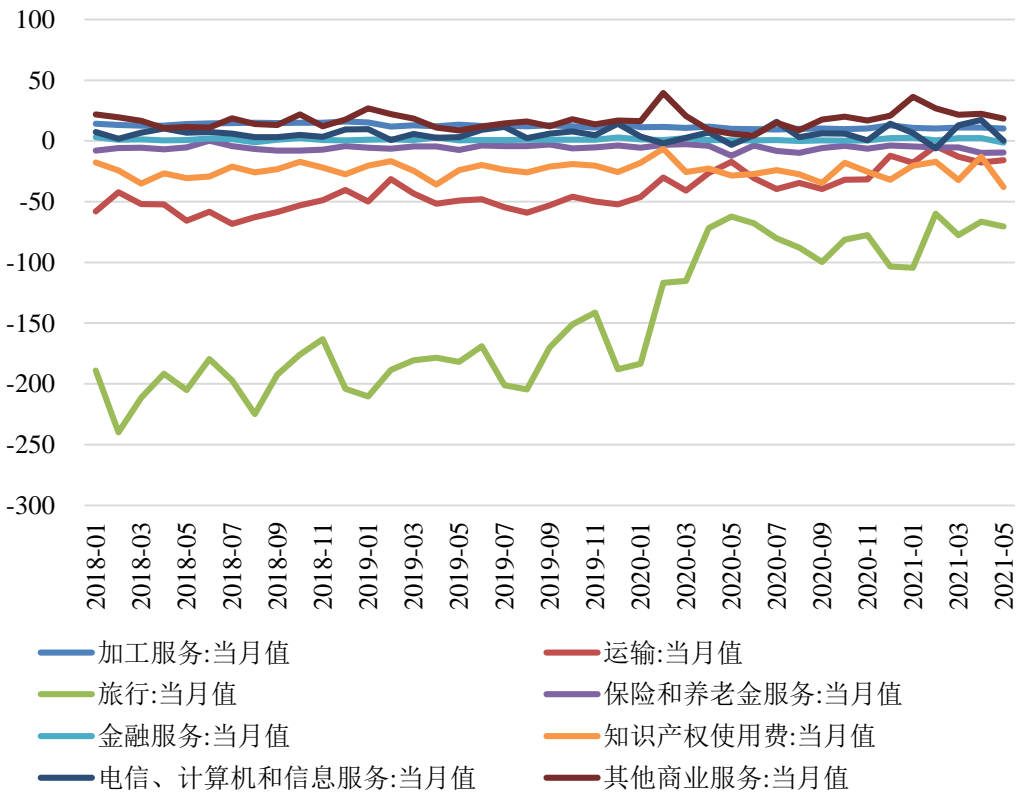


图 32 主要行业服务贸易差额变化

（数据来源：国家外汇管理局，单位：亿美元）

4. 劳动力市场持续回暖

2021年上半年失业率保持下降趋势，新增就业人数同比大幅上升，全国企业就业人员周平均工作时间达到高点；农村外出务工人数基本恢复至前年同期水平，月收入同比上升；居民收入同比增加，城乡差距继续缩小。

数据显示，全国城镇调查失业率从1月的5.4%逐步下降到5月的5%，同比下降0.9%，与2019年同期持平。其中，31个大城市城镇调查失业率下降到5.2%，同比下降0.7%，比2019年同期上升0.2%。截至5月新增就业人数累计574万人，同比上升24.78%，相比2019年同期下降23万人。

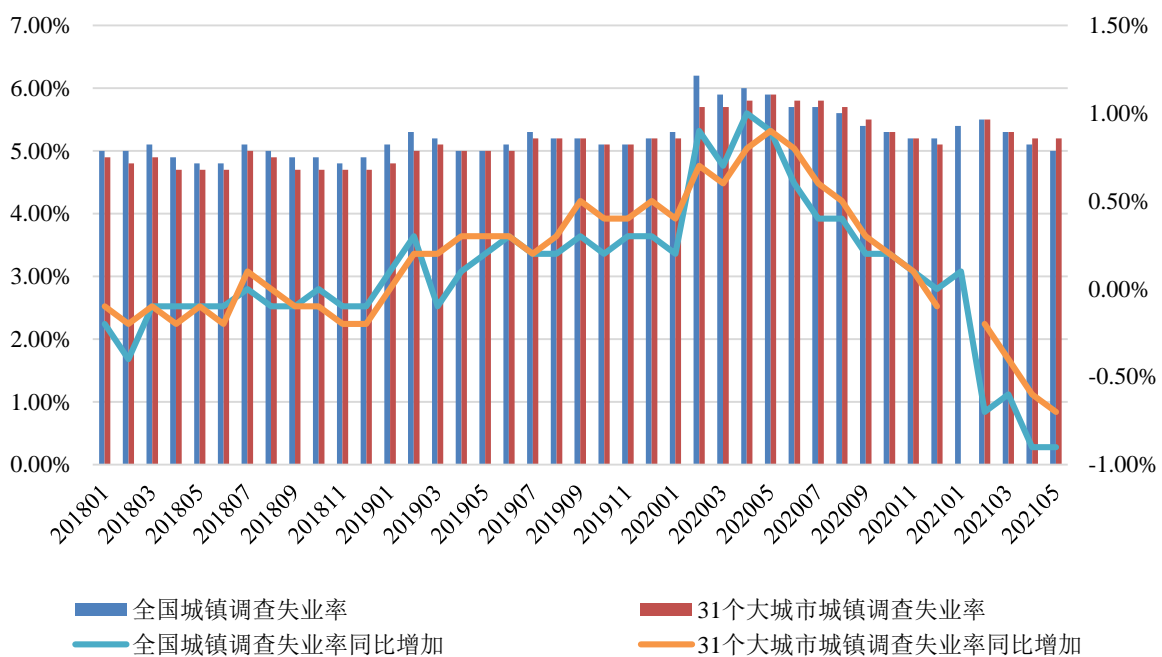


图 33 城镇调查失业率

（数据来源：国家统计局，单位：%）

城镇新增就业人数累计值（万人）

同比

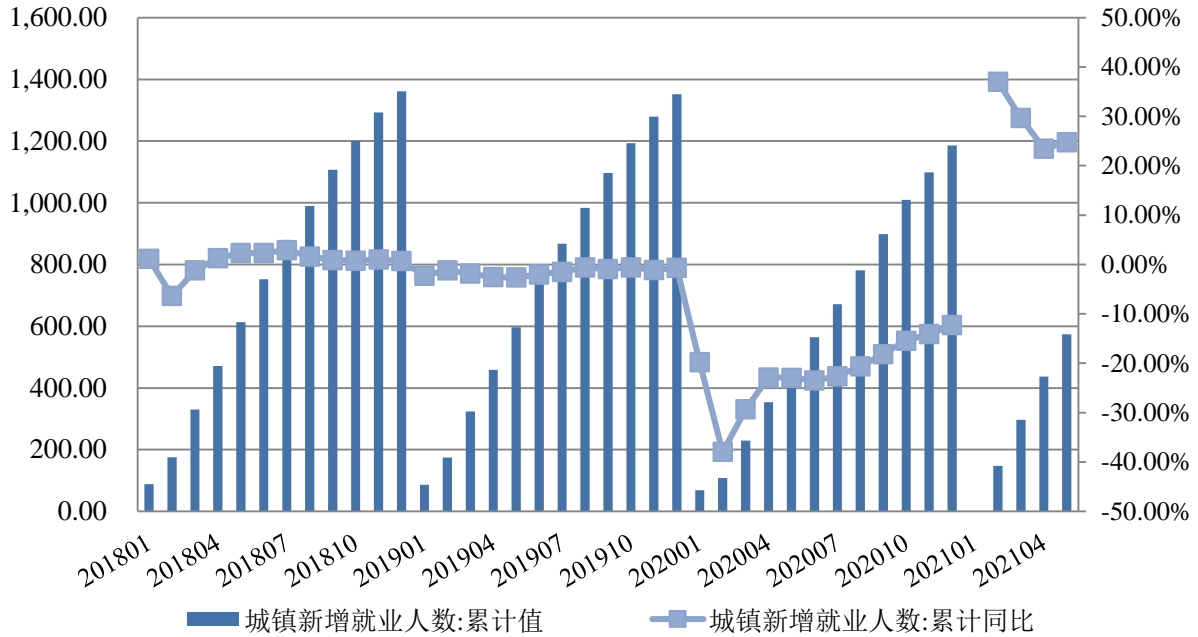


图 34 城镇新增就业情况

（数据来源：国家统计局，单位：万人，%）

PMI 从业人员指数保持平稳。5 月制造业和非制造业 PMI 从业人员指数为 48.9%。其中，服务业 PMI 从业人员指数为 48.2%，建筑业从业人员指数为 53%。全国企业就业人员周平均工作时间保持波动上升趋势，至 5 月达到近两年最高水平 47.3 小时，同比上升 1.2 小时。

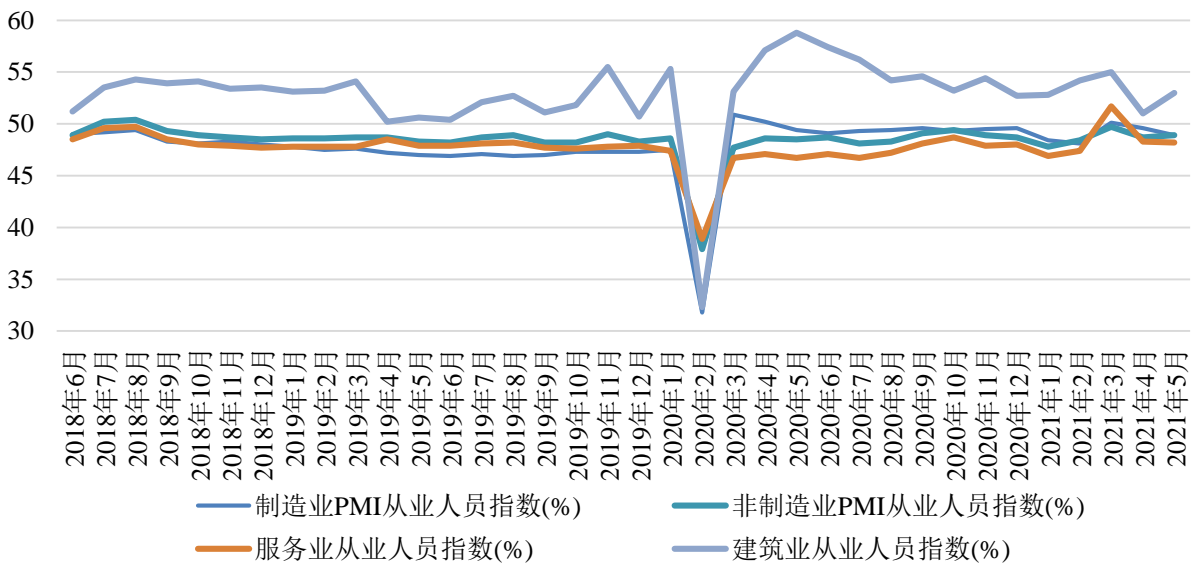


图 35 PMI 从业人员指数

（数据来源：国家统计局，单位：%）

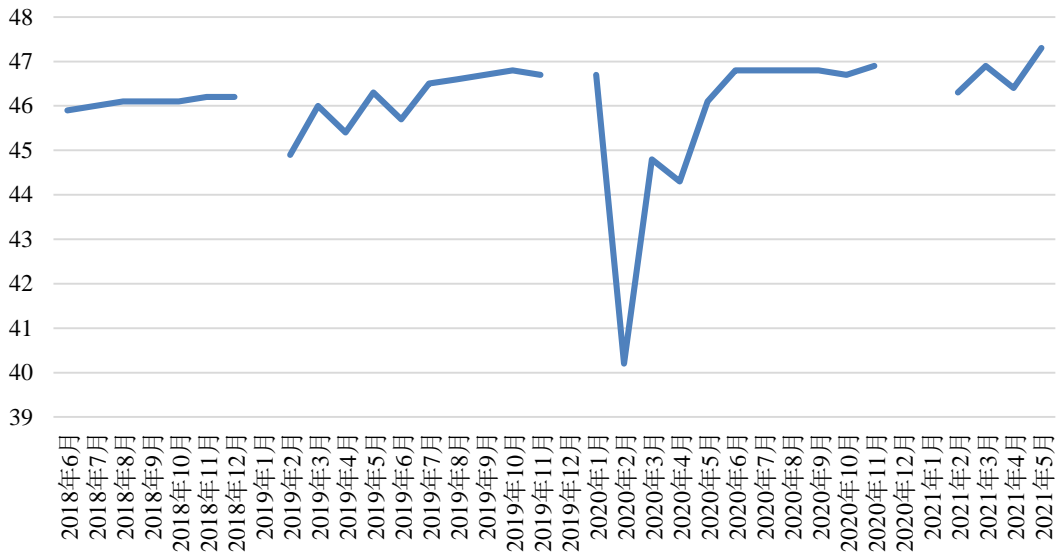


图 36 全国企业就业人员周平均工作时间

(数据来源: 国家统计局, 单位: 小时)

一季度外出务工农村劳动力人数累计 17405 万人, 同比上升 42.1%, 农村外出劳动力月均收入为 4190 元, 同比上升 13.9%。第一季度居民人均可支配收入累计值为 9730 元, 同比增长为 13.7%。城镇与农村居民可支配收入累计值分别为 13120 元和 5398 元, 同比上升 12.3%、16.3%, 农村收入上升速度快于城市。城乡居民收入比值为 2.43, 同比下降 0.09, 城乡收入差距进一步缩小。

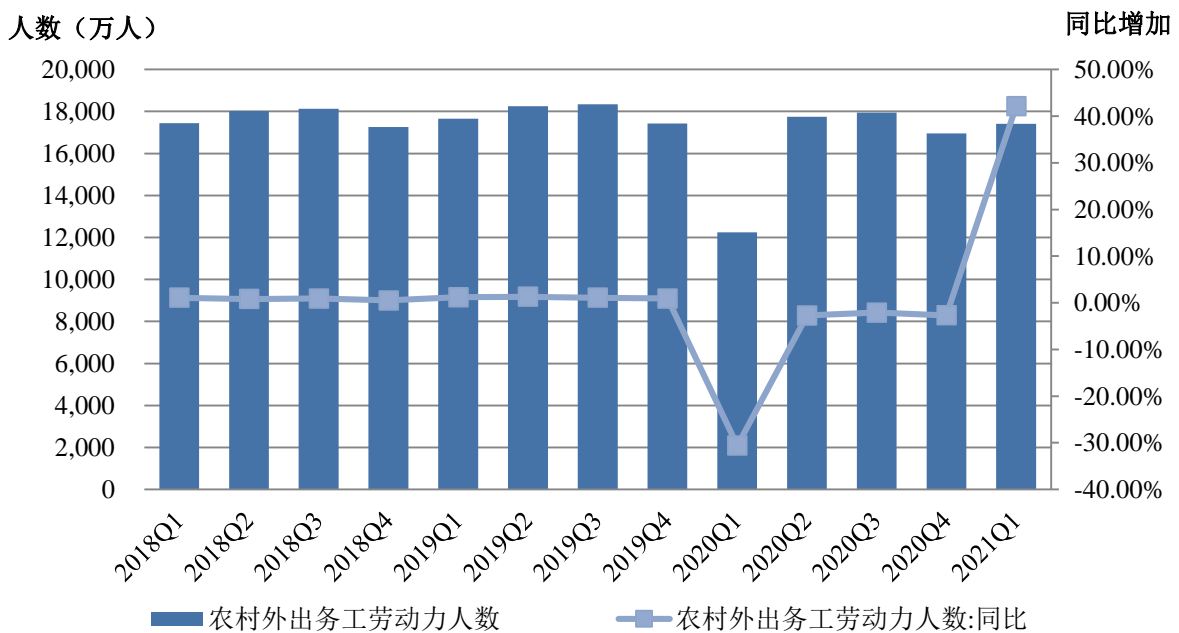


图 37 农村外出劳动力人数

(数据来源: 国家统计局, 单位: 万人, %)

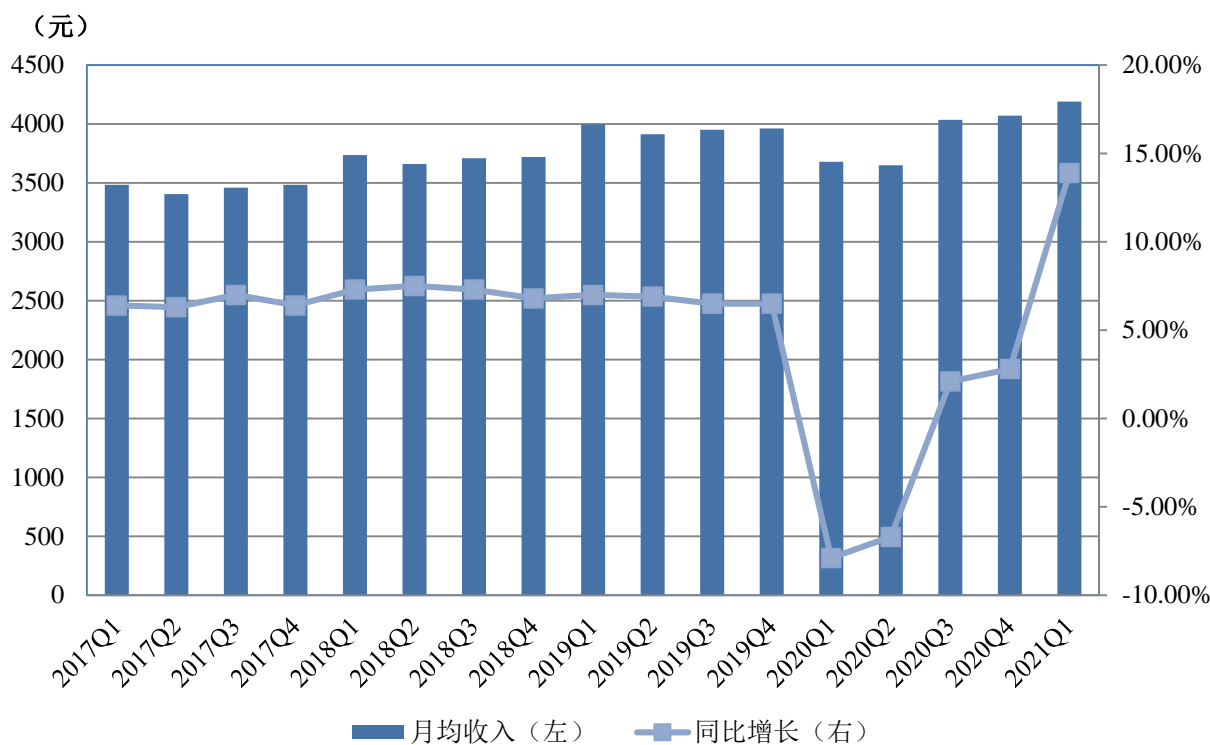


图 38 农村外出劳动力月均收入
(数据来源: 国家统计局, 单位: 元, %)

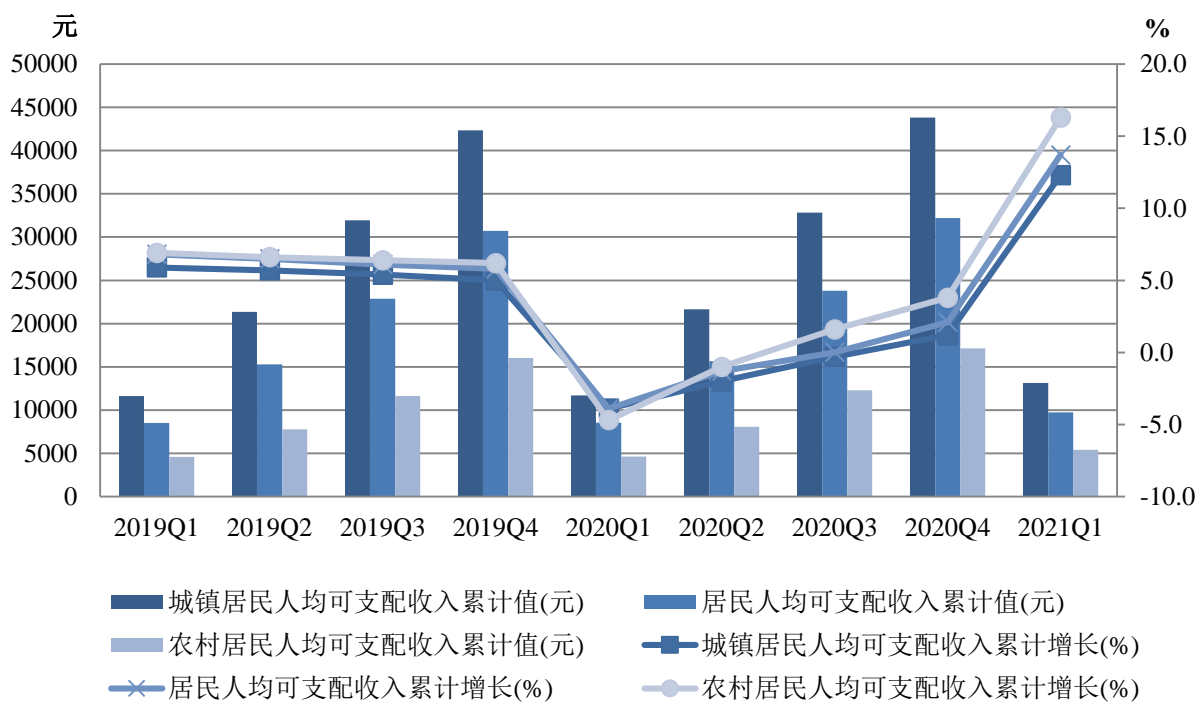


图 39 居民人均可支配收入
(数据来源: 国家统计局, 单位: 元, %)

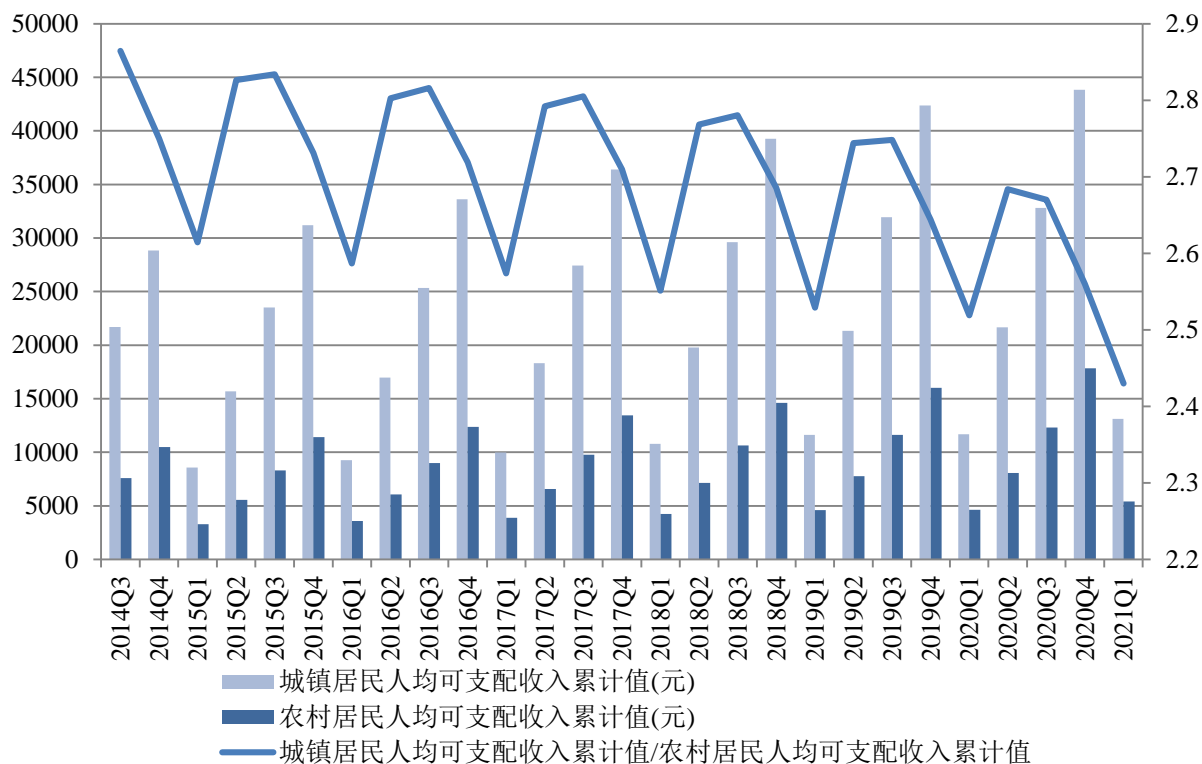


图 40 城乡居民可支配收入比
(数据来源：国家统计局，单位：元)

5. CPI 温和上涨、PPI 快速冲高，剪刀差迅速扩大

2021 年上半年 CPI 同比增速（累计增速为 0.5%）较 2020 年同期（3.8%）及年均增速（2.5%）均大幅下降，主要原因是食品价格特别是猪肉价格同比增速的大幅下跌；扣除食品和能源的核心 CPI（累计增速为 0.4%）较 2020 年同期（1.2%）及年均增速（0.8%）也有所下降；PPI 同比增速（累计增速为 5.1%）较 2020 年同期（-1.9%）及年均增速（-1.8%）均大幅上升。课题组根据国家统计局公布的 GDP 名义值以及实际同比增长率构造计算得到的 GDP 平减指数非累计同比增长率在 2021 年第一季度为 2.4%。如图 41 所示，2021 年前 5 个月 CPI 同比增速逐月上升，其中 1、2 月增速为负，为 2009 年以来的低点，3 月增速由负转正后快速上升，于 5 月达到峰值后下降；2021 年前 5 个月 PPI 同比增速急剧上升，与 CPI 的剪刀差快速扩大，其中 1 月增速由负转正，结束了新冠疫情爆发以来 PPI 同比增速持续为负的状况，5 月增速为 9%，创下了 2009 年以来的最高值，6 月增速略有下降；GDP 平减指数同比增速自 2017 年一季度达到高峰后呈现波动下降趋势，2020 年第二季度触底后开始反弹，2021 年上半年加速上升。考虑到新冠疫情对全球供需的冲击、食品价格变化、货币政策的滞后作用和基数效应等各种因素的综合影响，课题组预计 2021 年下半年 CPI 和 PPI 剪刀差将逐渐缩小，GDP 平减指数同比增速将和

上半年变化不大。

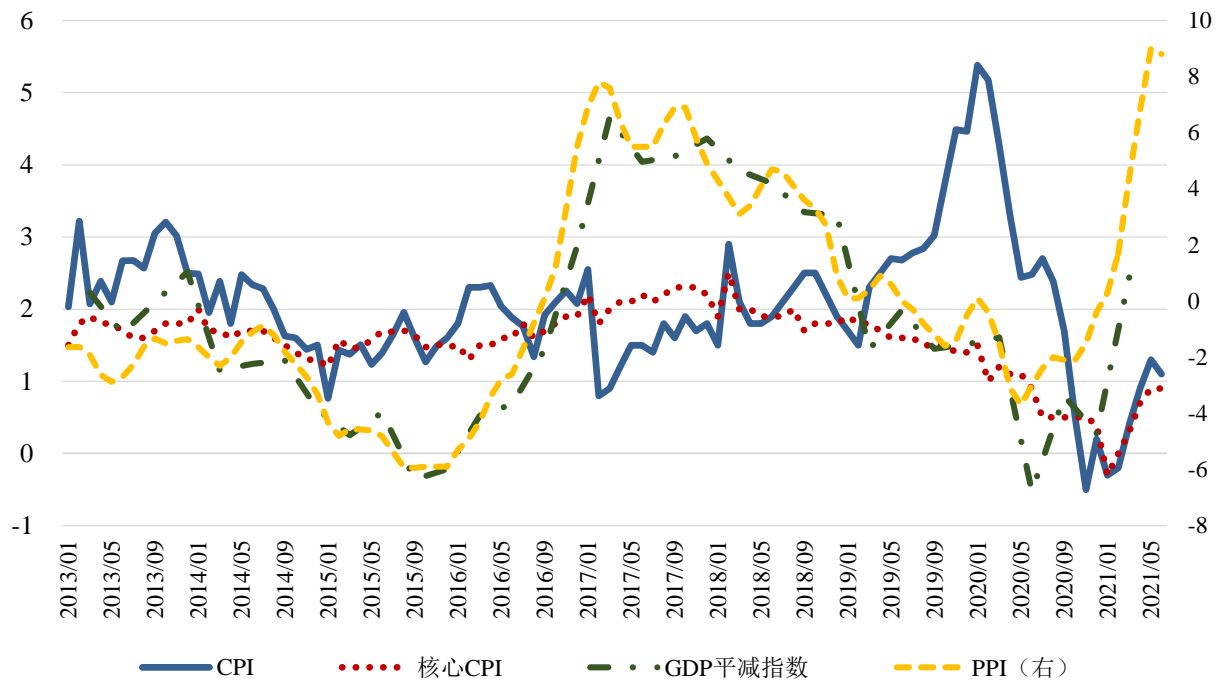


图 41 价格同比变化情况

(数据来源：国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%)

GDP 平减指数涉及全部商品和服务，反映一般物价水平走向，是对价格水平比较宏观的测量。相比较而言，CPI 侧重于居民消费方面的价格变化情况，PPI 侧重于工业生产方面的价格变化情况。CPI 受食品和服务价格影响较大，PPI 受国际大宗商品价格影响较大。

根据国家统计局的调整²以及课题组的数学模型和计量分析³发现，食品对 CPI 的影响约为 20%，服务业对 CPI 的影响约为 35%。国家统计局 2021 年 7 月最新发布的数据显示，前 6 个月 CPI 累计同比上涨 0.5%，较 2020 年同期 3.8% 的增速下降 3.3 个百分点。从食品来看，2021 年上半年食品价格平均下降 0.2%，导致 CPI 下降约 0.04 个百分点，而 2020 年同期食品价格增速为 16.2%，导致 CPI 上升约 3.24 个百分点。从非食品来看，2021 年上半年非食品价格平均上涨 0.7%，导致 CPI 上涨约 0.56 个百分点，相应地 2020

² 2001 年以来按照统计制度要求，我国 CPI 每五年进行一次基期轮换，2016 年 1 月开始使用 2015 年作为新一轮的对比基期，前三轮基期分别为 2000 年、2005 年和 2010 年。与上轮基期相比，新基期调查目录和规格品与国际标准更为接近，一些新产品新服务纳入其中，能进一步反映居民消费和经济结构的变化；同时，CPI 权重构成也相应地按照居民收支调查最新数据进行了适当调整。

³ 课题组用不同的方法（如解方程和回归分析），结果是稳健的，而且和国家统计局的家庭消费支出的微观调查数据（2002-2012）基本一致，说明课题组研究分析的结果是合理的。

年同期增速亦为 0.7%，亦拉动 CPI 上升约 0.56 个百分点。进一步从服务业来看，2021 年上半年服务价格累计同比上升 0.3%，导致 CPI 上升约 0.11 个百分点，而 2020 年同期服务价格增速为 1.0%，导致 CPI 上升约 0.35 个百分点。由此可见，2021 年上半年 CPI 同比增速较 2020 年同期大幅下降主要是由消费品特别是食品价格的大幅下降所致。如图 42 所示，食品价格同比增速在 2020 年 2 月由于猪周期、春节因素和新冠疫情防控的叠加影响创下 2008 年以来的最高值，随后快速下降并降至 0 以下，2021 年 5 月由负转正，但 6 月又下降至 0 以下；非食品价格同比增速从 2018 年下半年开始下降，2021 年 1 月同比增速降至 2010 年以来最低值-0.8%，但 3 月同比增速由负转正后快速上升。

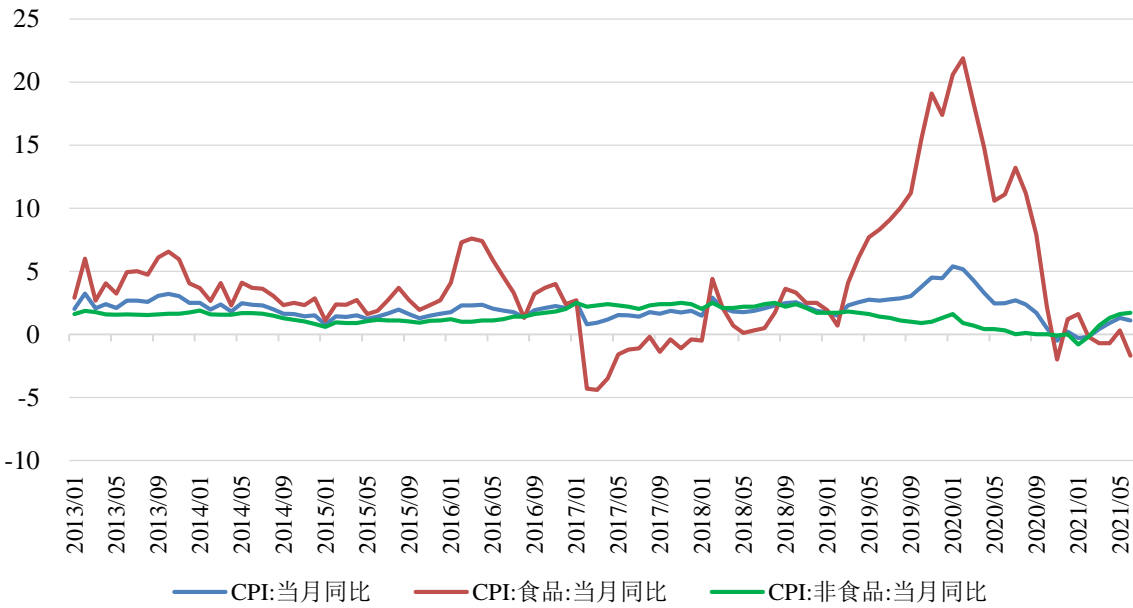


图 42 食品和非食品 CPI
 (数据来源：国家统计局，单位：%)

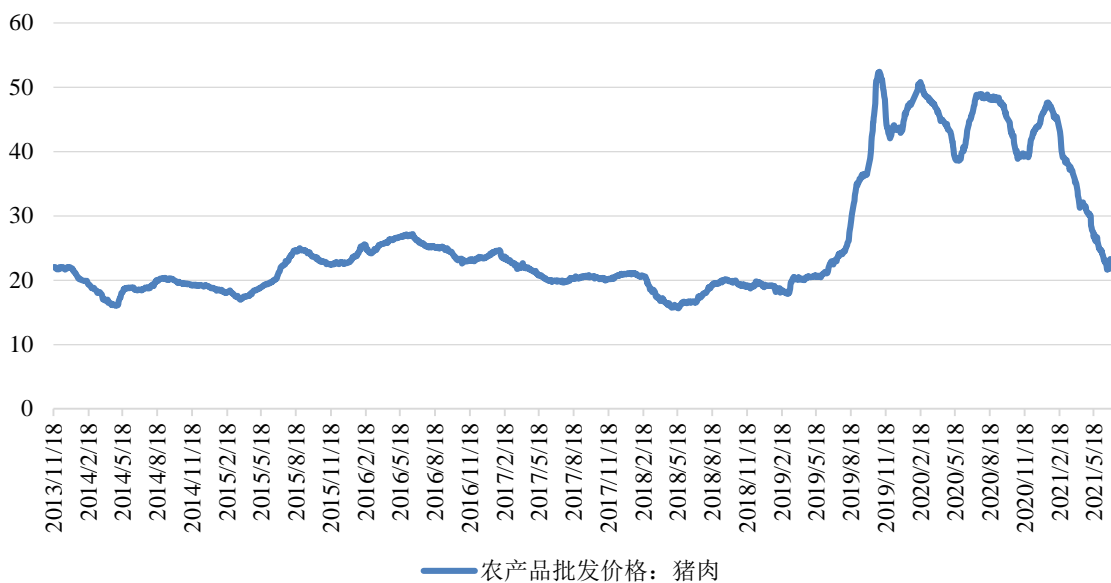


图 43 猪肉批发价格
(数据来源: 农业部, 单位: 元/公斤)

进一步从食品的分项来看, 食品中猪肉价格对 CPI 的影响相对较大。2021 年上半年猪肉价格累计同比上涨-19.3%, 导致 CPI 同比增速下降约 0.5 个百分点(而 2020 年同期同比上升 104.3%, 导致 CPI 同比增速上升约 2.5 个百分点), 主要是因为非洲猪瘟的负面影响消失, 猪肉供给完全恢复, 上半年猪肉价格大幅下跌, 而去年同期猪肉价格处于历史高位。从图 43 所示的日高频猪肉批发价格可以看出, 猪肉价格自 2018 年 5 月下旬从下降周期转为上升周期, 2018 年下半年出现的非洲猪瘟疫情引发了超级猪周期, 使得猪肉价格于 2019 年 10 月底达到历史最高价, 随后在历史高位震荡并持续至 2021 年年初, 2021 年 2 月以来由于猪肉供给逐渐恢复导致猪肉价格快速下跌, 截至目前已经跌回本轮猪周期之前的正常水平。由于当前的猪肉价格已对养猪积极性产生一定的影响, 课题组预计 2021 年下半年将稳中有降, 同时受 2020 年下半年高基数影响, 2021 年下半年猪肉价格同比增速将保持低位震荡。除猪肉外, 鲜菜、鲜果价格对 CPI 也有重要的影响。2021 年上半年鲜菜价格累计同比上升 3.2%, 导致 CPI 同比增速上升约 0.08 个百分点, 而 2020 年同期同比上升 3.4%, 导致 CPI 同比增速上升约 0.09 个百分点。2021 年上半年鲜果价格累计同比上涨 2.6%, 导致 CPI 同比增速上升约 0.05 个百分点, 而 2020 年同期同比上涨-13.3%, 导致 CPI 同比增速下降约 0.24 个百分点。鲜果价格同比上涨主要是由于去年同期较低的基数效应以及 2020 年 6 月至 9 月的洪涝灾害。2020 年 6 月至 9 月全国多个地区出现严重的洪涝灾害, 推高了 2020 年下半年的鲜菜、鲜果价格和 2021 年上半年部分库存水果的价格。考虑基数效应和下半年极端天气的发生概率, 课题组预计

2021 年下半年鲜菜和鲜果价格对 CPI 的贡献将较上半年有所下降。因此，综合考虑以上各种因素，课题组预计 2021 年下半年食品价格同比增速将较上半年有所下降。

正如上面所说，2021 年上半年非食品价格同比增速不断上升，1 月同比增速为 2010 年以来最低值-0.8%，但 3 月同比增速由负转正后快速上升。从分类来看，如图 44 所示，2021 年上半年交通和通信类价格同比增速大幅上升，主要是因为国际原油价格大幅上涨带动汽油、柴油等交通工具用燃料价格快速上升；教育文化与娱乐类价格同比增速上升也较为明显，主要是因为经济恢复基本正常和去年同期因疫情防控导致的低基数效应。与 2020 年同期相比，2021 年上半年价格累计同比增速明显上升的是交通和通信类价格（同比上涨 1.9%），增幅为 5.1 个百分点；明显下降的是医疗保健类（同比上涨 0.3%），降幅为 1.8 个百分点。值得一提的是，医疗保健类价格同比增速从 2018 年 9 月起一直保持相对平稳的趋势，2020 年新冠疫情发生以后开始下降，直到 2021 年 4 月达到 2006 年以来的最低值，这主要是国家调低了西药特别是进口西药的价格。总体而言，2021 年上半年非食品价格平均同比增速和去年同期持平，但 2021 年上半年内快速上升，考虑到国内外经济复苏和国际原油价格波动等综合因素，课题组预计 2021 年下半年非食品价格同比增速将波动上升。

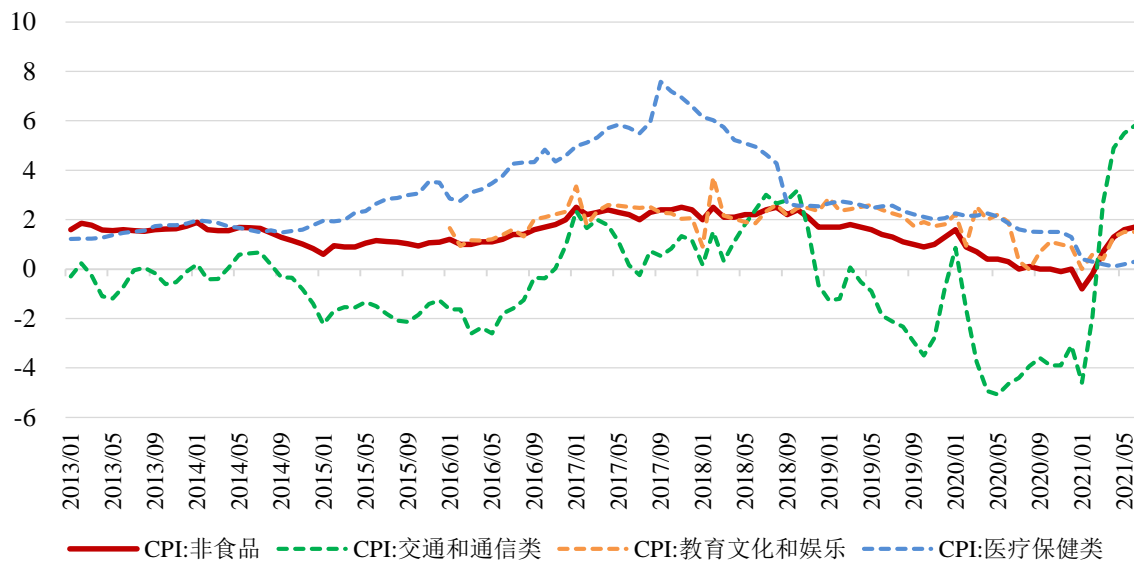


图 44 非食品分类价格同比增速
(数据来源：国家统计局，单位：%)

因此，受原油价格、经济恢复等各种因素的影响，CPI 同比增速在 2021 年上半年由负转正，随后逐渐上升，6 月略有下降，核心 CPI 同比增速亦不断上升，与预期相吻合。基于以上分析以及计量模型，考虑到基数效应、猪肉价格、原油价格等各种因素的综合

影响，课题组预计下半年 CPI 平均同比增速较上半年将有所上升。

下面进一步分析 PPI 的走势。图 41 显示 PPI 同比增速自 2017 年第一季度以来总体呈现下降趋势，在 2020 年 5 月达到约近四年来的最低点，随后不断上升，2021 年 1 月增速由负转正，5 月同比增速创下了 2009 年以来的最高值 9%，6 月增速略有下降为 8.8%。2021 年上半年 PPI 累计同比增速为 5.1%，其中生产资料同比增速为 6.8%，生活资料同比增速为 0.1%。根据课题组的计算分析，生产资料出厂价格对 PPI 的影响（即生产资料的权重）约占 74%，生活资料出厂价格对 PPI 的影响（即生活资料的权重）约占 26%，这与之前一段时间生产资料与生活资料产出分别占整个工业产出的比例基本一致。由于生产资料占比较大，且其自身价格波动亦较大，PPI 同比增速的变化几乎和生产资料价格同比增速变化完全一致。2021 年上半年生产资料的价格变化影响 PPI 同比上涨约 5.0 个百分点。

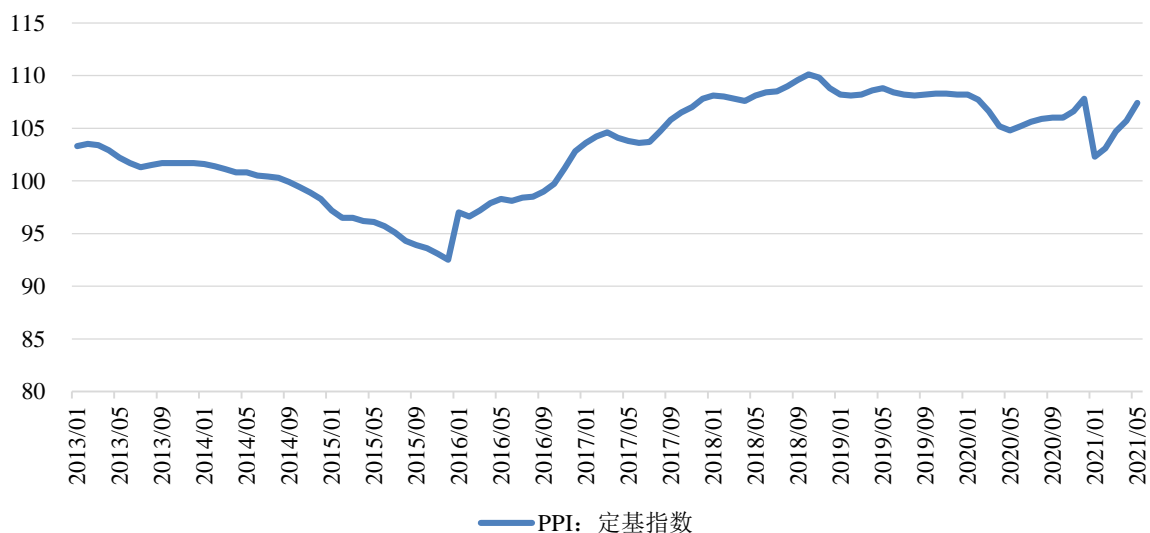


图 45 PPI 定基指数

（数据来源：国家统计局，单位：2010 年=100）

进一步的分析显示 2021 年上半年 PPI 同比增速大幅上升（相较于 2020 年同期-1.9%和年均-1.8%的增速）一方面是由于国际油价的大幅上升，另一方面是由于刺激政策和全球经济复苏（预期）也导致其它大宗商品价格的大幅上涨。PPI 定基价格指数（2016—2020 年基期调整为 2015 年，2021 年基期调整为 2020 年）于 2018~2019 年在高位小幅波动，2020 年受新冠疫情和国际油价影响先降后升，2021 年基期调整后继续上升，如图 45。正如图 46 所示的国际原油价格走势，石油输出国组织（OPEC+）于 2016 年 11 月 30 日正式达成了此前 8 年来首份减产协议以及减产协议随后又被多次延长，因此国际原油价格从 2017 年起震荡上行，2018 年 10 月叠加美国制裁伊朗的影响创下近年来的最高

价，2019年高位震荡；2020年3月沙特与俄罗斯进行石油战，双方大幅增产导致国际原油价格疯狂下跌，甚至原油期货合约出现价格为负的历史奇观，2020年5月OPEC+新的减产协议使得国际原油价格迅速反弹，然而全球新冠疫情降低了对石油相关产品的需求，国际原油价格仅反弹至一个较低的水平；随着新冠疫情逐渐得到控制和全球经济逐渐复苏并扩张，国际原油价格从2020年12月起开始攀升，2021年4月OPEC+达成新的减产协议，使得6月国际原油价格已经接近2018年的最高价。2021年前6个月WTI和Brent原油价格平均同比增速分别为101.3%、95.0%，如图47所示。考虑到基数效应、OPEC+在4月达成的减产协议，以及全球经济扩张对石油相关产品需求的影响，课题组预计下半年原油价格将持续上升后保持震荡，同比增速呈下降趋势。2020年新冠疫情在全球爆发以后，多个国家都推出了积极的经济刺激政策应对疫情冲击。就美国而言，先是在2020年3月推出了无限量化宽松政策，然后又是在2021年3月通过了1.9万亿美元的财政刺激法案。另一方面，随着2021年新冠疫苗在多国大规模接种和多国新冠疫情逐渐得到控制，全球经济正在恢复。全球宽松货币政策的滞后影响、新冠疫情对全球供应链的冲击，以及世界经济复苏预期使得以能源、钢铁、矿产为代表的大宗商品价格从2020年下半年以来快速上涨，如图48所示。综合考虑到基数效应、全球疫情发展状况、刺激政策的滞后影响、国内外经济扩张和大宗商品价格波动等各种因素，课题组预计2021年下半年PPI同比增速将呈下降趋势。

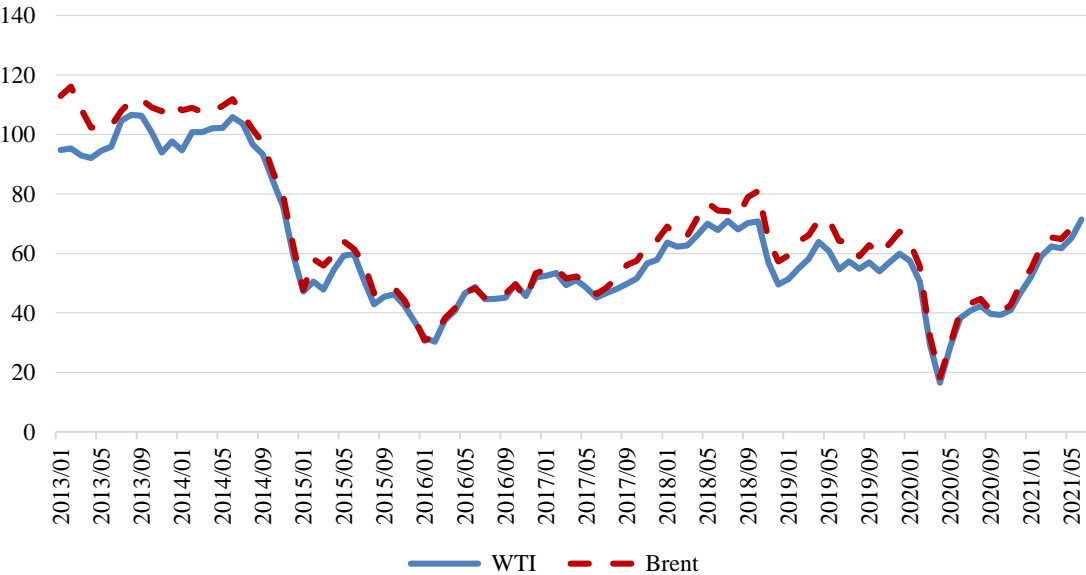


图 46 国际原油价格走势
 (数据来源：EIA，单位：美元/桶)

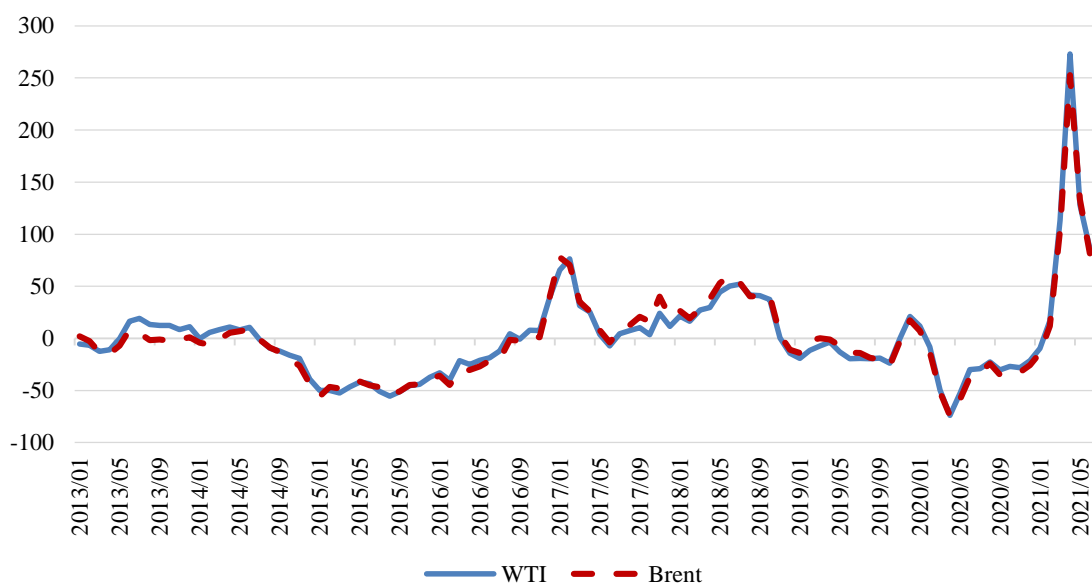


图 47 国际原油价格同比增速情况
(数据来源: 上海财经大学高等研究院⁴, 单位: %)

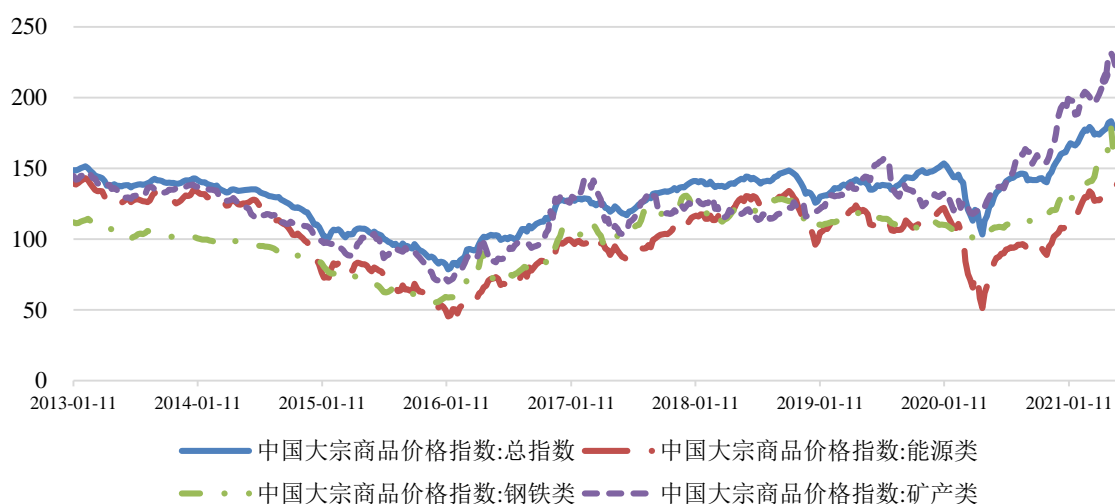


图 48 中国大宗商品价格指数 (CPPI)
(数据来源: 商务预报, 单位: 2006 年 6 月=100)

因此, 综合考虑到基数效应、全球新冠疫情、猪肉价格等对食品价格的影响、刺激政策的滞后影响、国内外经济复苏, 以及原油等大宗商品价格的变化趋势等各种因素, 课题组预计 2021 年下半年 CPI 和 PPI 剪刀差将有所缩小, GDP 平减指数同比增速将和上半年变化不大。

6. 灵活精准、合理适度的货币政策

货币供应方面, 如图 49 所示, 截止到 5 月, 广义货币 (M2) 余额 227.55 万亿元,

⁴ 课题组根据上图 EIA 的价格数据简单计算得到。

同比增长 8.3%，较上月增加 0.2% 个百分点，开始步入平稳波动；狭义货币（M1）余额 61.68 万亿元，同比增长 6.1%，较上月下降 0.1 个百分点。M1 增速持续下滑有基数上行的因素，也与地产调控收紧、房贷额度收紧以及地产销售走弱有关。M2-M1 剪刀差为 2.20%，较上月增加 0.3 个百分点，但仍处低位，表明当前内外需恢复较好，经济活力较强。然而，受海外及国内零星疫情冲击的影响，经济复苏动能可能有所回调，预期经济活力降低将拖累货币流转速度。

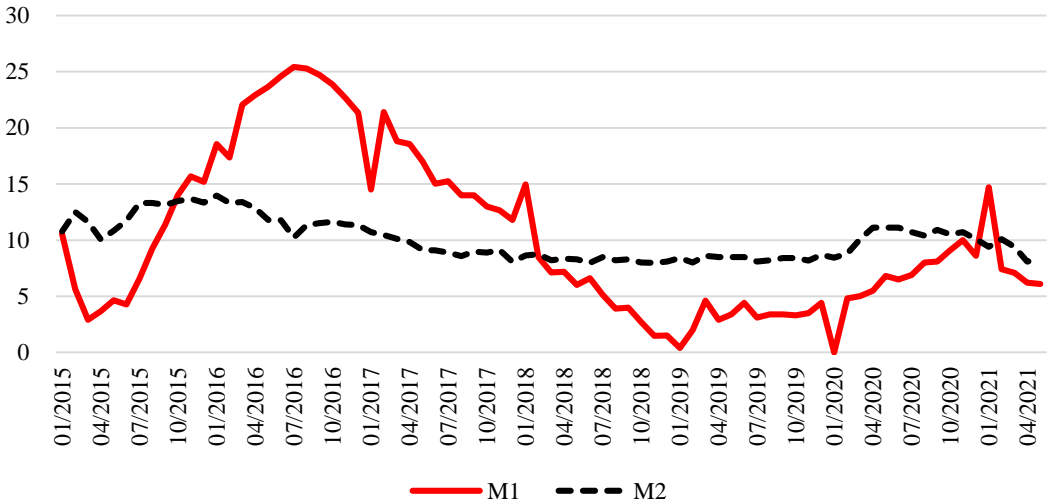


图 49 货币供应各项增速
(数据来源：中国人民银行，单位：%)

从 M2 的各来源结构来看，如图 50 所示，截止到 5 月，存款性公司对其它金融部门的债权同比减少 6.4%，说明金融系统杠杆率水平已逐步下降；而对非金融部门的债权同比增加 11.3%，意味着金融系统在保持自身杠杆率水平回稳的情况下对实体经济的支持力度不减。

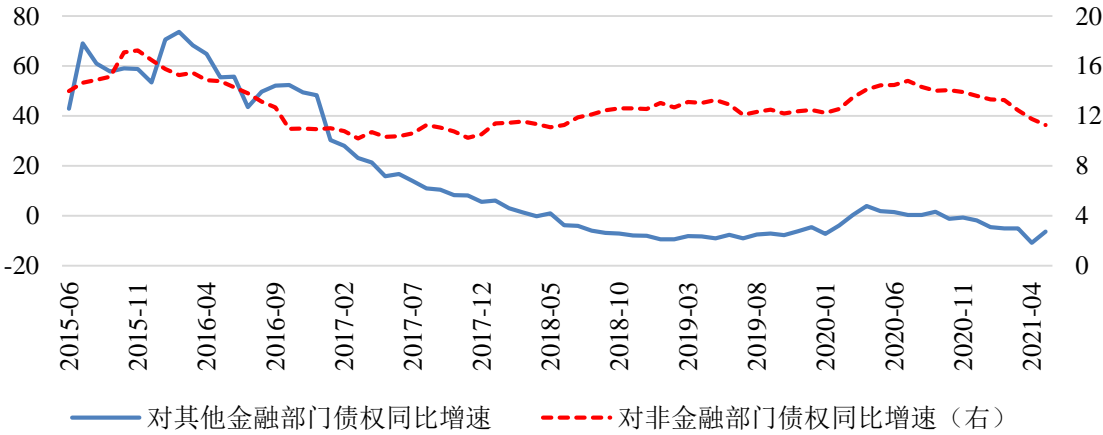


图 50 存款性公司概况 (部分)
(数据来源：中国人民银行，单位：%)

在存款方面，如图 51 所示，5 月人民币存款增加 2.56 万亿元，同比多增 2521 亿元，且大幅强于前几年同期水平，存款余额增速与上月持平为 8.9%。分部门来看，非金融企业存款减少 1240 亿元，同比少增 9294 亿元；居民存款增加 1072 亿元，同比少增 3747 亿元；财政存款增加 9257 亿元，同比少增 3843 亿元；外币存款增加 94 亿美元，同比多增 166 亿美元。不难发现，企业和居民部门存款延续疲软态势，存款资金主要在财政部门 and 金融体系内，这也从侧面反映存款结构有待改善。

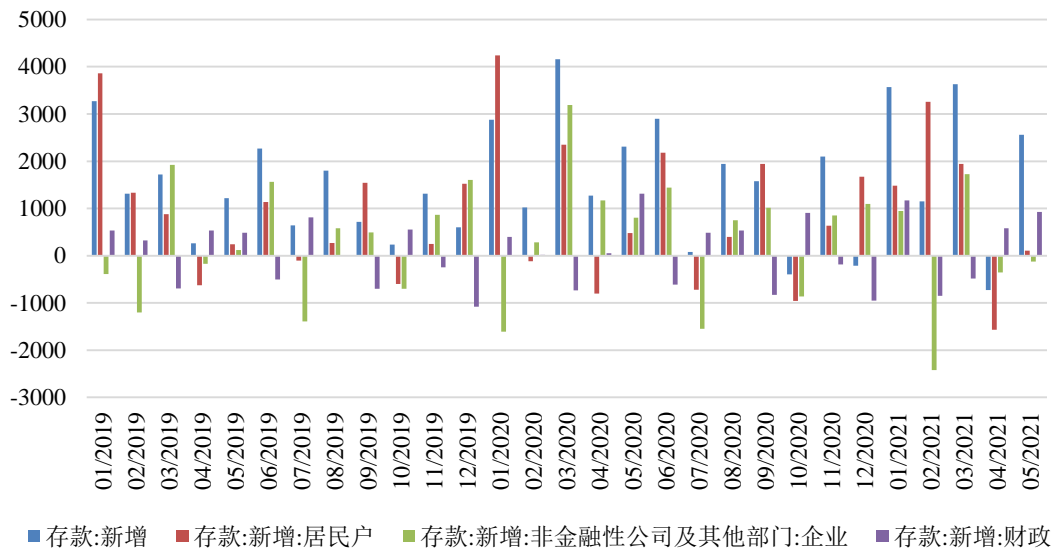


图 51 存款概况

(数据来源: 中国人民银行, 单位: 十亿元)

在社会融资方面，如图 52 所示，截止到 5 月，社会融资规模新增 1.92 万亿元，同比少增 1.27 万亿元，比 2019 年同期多 2081 亿元；社会融资规模存量为 297.98 万亿元，同比增长 11%，较上月下降 0.7 个百分点，几乎与 M2 增速持平，延续下行趋势。课题组认为 5 月社会融资增速已经大概率接近年内最低点附近，伴随着 6-9 月专项债发行节奏的加快，后续社会融资增速将开始逐步企稳下行幅度将趋缓甚至年内存在小幅上升的可能。

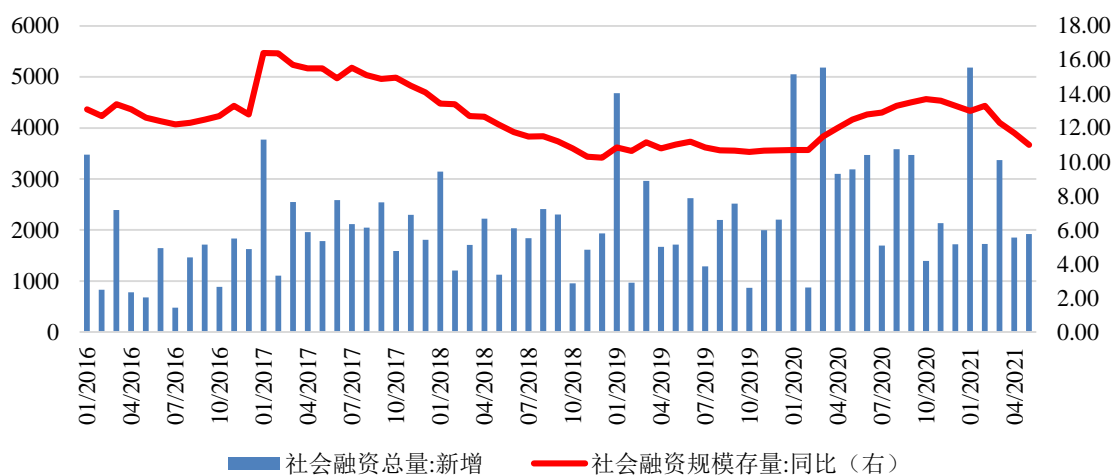


图 52 社会融资规模存量新增与同比增速
(数据来源：中国人民银行，单位：十亿元、%)

从社会融资分项来看，如图 53 所示，5 月表内贷款仍是社会融资的主力，社会融资延续表外转表内的态势，企业债券净融资转负，政府债券发行规模明显少增，但股市融资功能持续完善。具体地，新增人民币贷款 1.43 万亿，较去年同期少增 802 亿元，贷款在社会融资中占比回升至 74.5% 高位，延续了社会融资向表内集中的态势。

表外融资总规模下降明显，整体减少 2629 亿元，同比多减 2855 亿元；其中，委托贷款自今年 2 月起规模持续收缩，下降 408 亿元，同比多减 135 亿元，作为狭义影子银行的组成部分，在严监管情形下预计委托贷款规模还将继续拉低社会融资规模。信托贷款规模收缩趋势仍在继续，信托贷款减少 1295 亿元，同比多减 958 亿元，今年作为“资管新规”过渡期的收官之年，年内非标融资的规模将延续收缩态势，预期难以支撑社会融资规模增长，这在一定程度上说明监管部门针对表外业务开展的“两压一降”工作，得到了有效落实，取得了实质性成效。另外，未贴现银行承兑汇票项也明显下降，减少 926 亿元，同比多减 1762 亿元。整体而言，表外融资不改收缩趋势。

直接融资方面，企业债券融资层面，新增企业债券净融资减少 1336 亿元，同比多减 4215 亿元。企业债券净融资转负，可能的原因在于：一方面企业信用债到期量较大，受永煤事件冲击的持续性影响，导致机构投资者对企业债券风险偏好下降；另一方面，前期信用违约带来的严监管对企业债券发行规模存在抑制效应。此外，5 月通常是企业债券发行淡季，导致企业债券融资需求走弱。非金融企业股票融资 717 亿元，同比多 364 亿元，仍大幅高于 2017 年以来同期水平，说明“注册制”改革继续发挥改善股市融资功能的作用，体现出政府对直接融资的支持。政府债券净融资 6701 亿元，同比少 4661 亿元，政府债发行节奏与力度明显低于去年同期，可能的原因在于去年的财政结余优先用

于支出需求，且前两年专项债大规模发行带来了资金闲置问题；另外，优质项目不足，对政府专项债项目的审查严格以及局部债券市场信用风险事件的影响，专项债发行节奏整体偏慢，使得地方政府债券融资需求疲软。

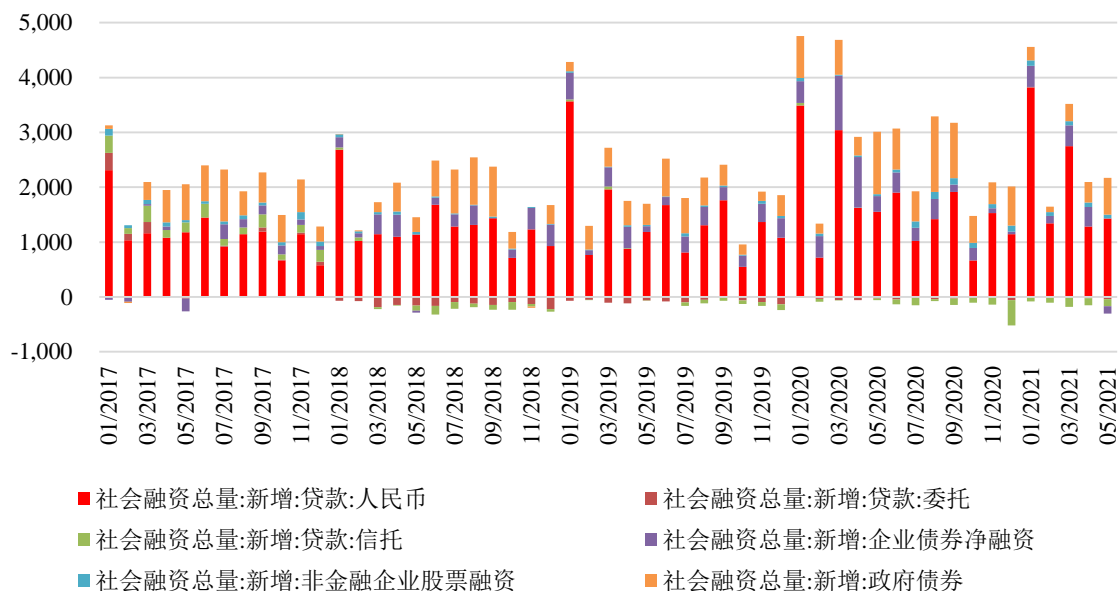


图 53 社会融资各分项
(数据来源：中国人民银行，单位：十亿元)

在银行信贷方面，5月人民币贷款增加1.5万亿元，同比多增143亿元，考虑到去年高基数影响，信贷增量依旧强劲。分部门看，如图54所示，居民贷款增加6232亿元，其中，新增居民短期贷款1806亿，较上月新增量多增了1441亿，但仍低于过去三年同期水平，预期随着消费需求的持续回暖以及银行零售投放力度的加大，居民短期贷款回暖趋势将延续。新增居民中长期贷款4426亿，尽管同比少增236亿元，但仍然处于主导地位，这可能与监管部门持续对房地产金融强监管以及房地产市场热度放缓有关。

企业融资层面上，整体贷款净增加8057亿元，其中，新增企业短期贷款减少644亿元，处于2017年以来同期最低水平；疫情期间发放的短期贷款陆续到期，以及经济持续复苏后企业经营现金流改善，使得短期贷款需求有所下降。新增企业中长期贷款6528亿，与上月基本持平，且新增企业中长期贷款占新增企业融资比重达88%，持续维持高位；企业中长期贷款增加说明当前内外需恢复较好，实体经济呈现稳中加固的状态，企业有扩大投资的诉求。与此同时，今年基建、房地产和制造业投资累计增速也维持在20%左右，预期中长期贷款或有所增加，信贷结构将进一步优化。但需关注经济边际放缓、通胀传导不畅或对企业利润形成压制，未来企业融资需求或将逐步回落。

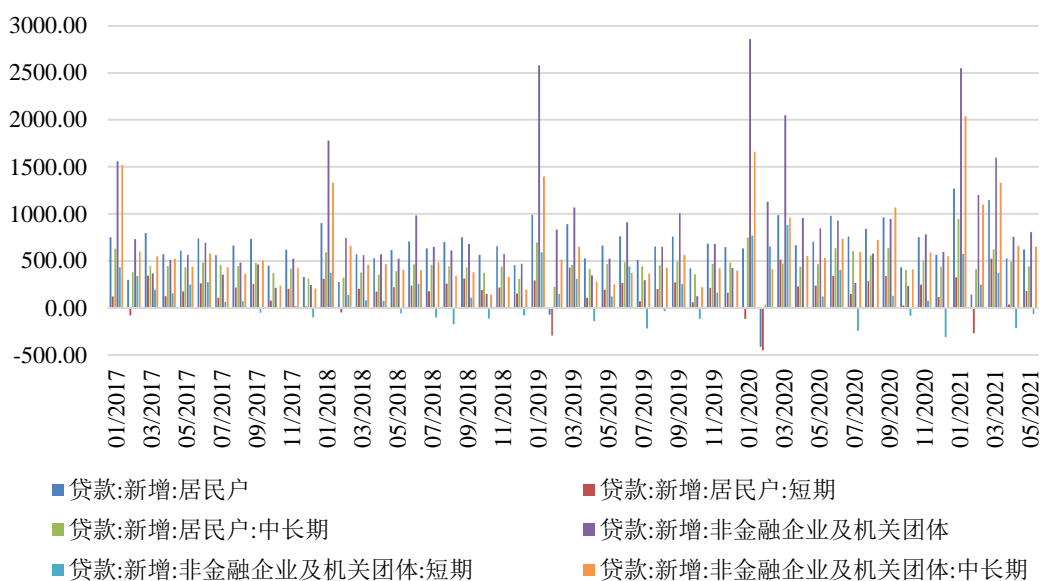


图 54 信贷增长结构

（数据来源：中国人民银行，单位：十亿元）

在贷款利率方面，如图 55 所示，3 月新发放贷款加权平均利率再次上行，较去年 12 月末上行 0.07 个百分点至 5.10%，但仍保持在历史低位附近，说明金融对实体经济支持效果持续显现。其中，一般贷款加权平均利率为 5.30%，同比下降 0.18 个百分点，与去年年底持平；企业贷款加权平均利率、个人住房贷款加权平均利率以及票据融资加权平均利率，三者分别为 4.63%、5.37%和 3.52%，较去年年底提高 0.02、0.03 和 0.42 个百分点。一季度新发放贷款利率已经逐步进入利率回升的新阶段，尽管总体回升幅度有限，但趋势明确。利率的上行趋势，一是反映了我国经济复苏势头仍然较为强劲，经济体信贷需求较为旺盛；二是为应对疫情冲击而推出的阶段性宽松货币政策已逐步退出，金融机构控制信用供给，从而带动贷款利率回升。事实上，早在今年的政府工作报告中，对于企业贷款利率就有所表述，并释放了利率可能下行的信号：优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利。在继续减税降费的背景下，“实际贷款利率”下行，意味贷款利率变动的空间更大。

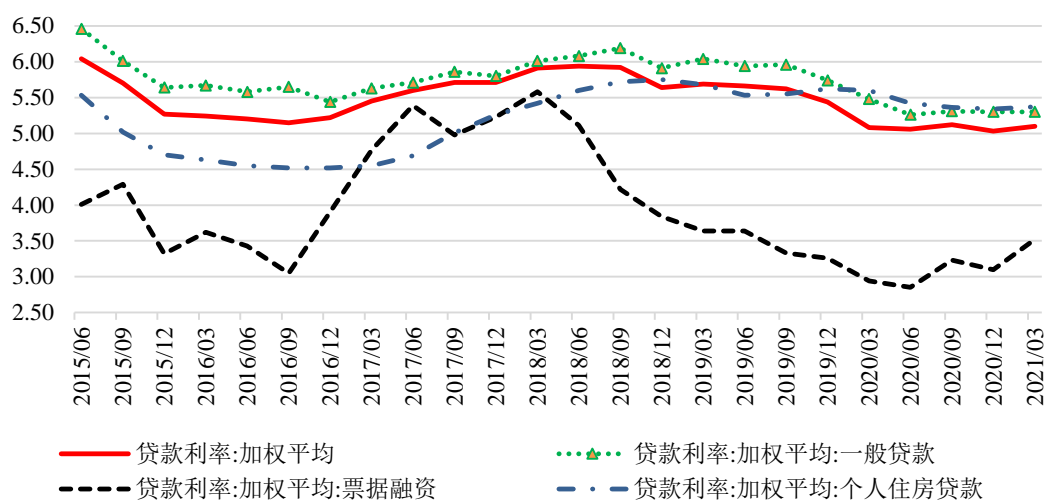


图 55 贷款加权平均利率
(数据来源: 中国人民银行, 单位: %)

总体来看, 2021 年前 5 个月货币政策坚持稳字当头, 体现了前瞻性、主动性、精准性和有效性, 为经济高质量发展提供了适宜的货币金融环境。此外, 由于大宗商品、原材料价格快速上升, 使得产业链中、下游企业成本激增, 导致很多企业的经营利润遭受侵蚀, 尤其是广大中、小企业受到了较为明显的负面冲击。为了支持实体经济, 央行 7 月 9 日宣布了全面降准, 决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。这也说明央行货币政策非常灵活精准、合理适度, 将服务实体放到了更加突出的位置, 促使经济在恢复中达到更高水平均衡, 以实现高质量发展为“十四五”开好局。

7. 外汇储备规模总体稳定, 人民币汇率双向波动增强

2021 年上半年, 随着我国疫苗接种计划持续推进, 我国经济持续复苏, 外汇储备规模总体稳定, 人民币汇率在合理区间内双向宽幅波动。2021 年第一季度, 外汇储备规模从年初的 3.21 万亿美元下降至 3.17 万亿美元, 3 月环比降幅达 1.09%。之后, 外汇储备规模连续两个月回升, 5 月升至 3.22 万亿美元, 基本与年初持平。

由于我国疫情防控成效显著, 2020 年我国经济在全球率先复苏。2021 年年初至 2 月上旬, 延续 2020 年外汇市场形势, 人民币表现出强劲的升值趋势, 2 月 10 日升至 6.43。之后, 随着欧美等主要经济体疫苗接种计划的推进, 人民币 4 月初贬至 6.57 左右水平。美国总统拜登于当地时间 1 月 14 日公布了一项耗资 1.9 万亿美元的刺激计划, 以期扭转疫情、加快疫苗接种, 并向在长期经济影响中挣扎的民众提供财政帮助。当地时间 3 月 6 日, 美国参议院通过了 1.9 万亿美元经济刺激计划, 短期内有利于维持受疫情打击的美国普通家庭的生活, 刺激美国经济, 这带动美元指数上涨, 人民币承压。美国总统拜

登 3 月 31 日宣布一项总额约 2.25 万亿美元的基础设施建设一揽子计划，以升级美国现有基础设施，刺激经济复苏和创造就业。当地时间 4 月 28 日，美国总统拜登在国会联席会议上发表其针对儿童、学生和家庭的总计金额为 1.8 万亿美元的“美国家庭计划”。

2021 年第二季度，美元走弱，人民币震荡升值，5 月 28 日升破 6.37。美国对通胀预期的调整是美元贬值的原因之一。一方面，3-4 月美国通胀数据大幅上升，引发了市场的担忧。美国 4 月通货膨胀率达到 4.60%，而作为美联储货币政策执行目标的核心 PCE 也达到了 3.06%，均高于美联储所制订的长期平均 2% 的目标，且远超市场预期。另一方面，4 月起，以金属为代表的大宗商品受供给端因素影响再次上涨，使得美国国内的通胀预期再度上调。以 LME 铜为例，5 月 LME 铜价首度突破 1 万美元关口。作为工业生产不可或缺的一环，铜价的大幅上涨使得市场对未来通胀预期再度升高。此外，美联储继续维持鸽派态度，也使得美元阶段性走弱。相较通胀数据，本轮美联储更关心就业数据。因此，即使 4 月通胀超预期高走，但是由于失业率数据超预期反弹，美联储依旧维持鸽派的态度。在这种情况下，美联储每周的购债计划仍继续进行。目前，美联储持有国债和 MBS 规模已经较 2020 年 3 月增长了 89%。

人民币汇率 2021 年上半年的走势主要由以下几点原因导致。从内部环境看，我国经济的持续恢复是人民币升值的关键因素这对人民币的稳定形成支撑。5 月 31 日下午，中国人民银行决定上调金融机构外汇存款准备金率，为加强金融机构外汇流动性管理。中国人民银行决定，自 2021 年 6 月 15 日起，上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 5% 提高到 7%，这会抑制人民币的过度升值，有助于维持人民币汇率的稳定。

从外部环境看，国外疫情形势和国际军事政治的不确定性是促使人民币升值的主要原因。2 月俄罗斯大量抛售美债，使市场对美债等美元资产的信心下挫。2021 年前 5 个月，通胀预期持续存在，美债收益率持续上行。在人民币汇率表现相对强势的背景下，美债收益率上行导致的中美利差适当收窄或能在一定程度上缓解人民币的升值压力，从而维护人民币汇率合理均衡稳定，保证我国货币政策“不急转弯”。2021 年 6 月 9 日，美债收益率向下突破 1.5%，按收盘价创 3 月以来最低点，5 月下旬以来，美债收益率已经累计下行约 20bp。5 月以来铜价见顶回落，是导致美债的“通胀预期”回落的主要原因，也是导致美债收益率下行的主要原因。此外，6 月的 FOMC 会议点阵图预示 2023 年或将加息两次表明了联储货币政策正常化的决心。这次态度偏鹰的 FOMC 会议进一步推动美债收益率下行。美债收益率的下行将再次增大中美利差，使得人民币面临进一步升

值压力。欧美等主要经济体的复苏提振了我国外需。超预期的出口增速奠定了人民币升值的基础。此外，经历一季度的调整后，中国证券资产性价比凸显，海外机构加大对中国金融资产的购买，北向资金出现大幅流入，这对人民币升值也起到一定的推动作用。

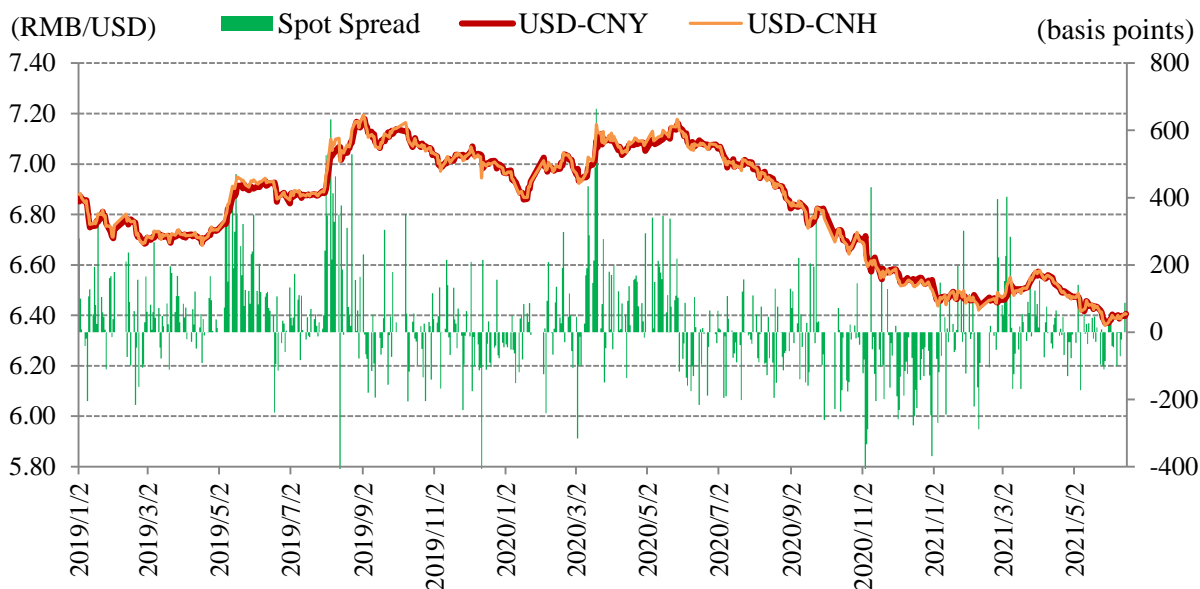


图 56 人民币在岸(USD-CNY)与离岸(USD-CNH)近期走势
(数据来源: WIND)

课题组使用标准化的外汇储备变动幅度除以标准化的汇率变动幅度建构的外汇干预指数(图 57), 指标越接近 1, 表明外汇干预程度越大。从上海财经大学高等研究院构建的指数可以看出今年年初央行干预程度较小, 但从 3 月央行开始加大干预力度。这显示出因为疫情导致的内外部环境不确定性较大, 当人民币面临过度升值的压力时, 央行及时加大干预政策力度, 使人民币汇率在合理区间内波动。2021 年第二季度以来, 随着人民币升值压力逐渐加大, 外汇干预指数有所升高, 央行干预汇市的力度有所增强, 反映出央行维持人民币汇率在合理区间波动的决心。

结合美联储货币政策、美元指数变动、人民币升的预期以及跨境资本流动管理等几方面因素, 课题组预估人民币兑美元汇率 2021 年下半年或将在 6.5 附近宽幅双向波动; 若国内外疫情得到有效控制、中美关系向好, 2021 年人民币汇率可能会小幅升值; 若发生重大黑天鹅事件, 例如新冠疫情再次爆发、中美贸易战突然严重升级, 预计人民币汇率将跌落至 6.8 左右。课题组对人民币汇率 2021 年走势判断主要基于如下理由。

第一, 人民币汇率度量了人民币相对于美元的地位强弱, 因此人民币汇率未来的走势很大程度上取决于美元指数的走势, 以及美联储货币政策相应的路径选择。2021 年以

来，美元指数在疫苗接种、疫情控制和财政刺激等因素共同作用下震荡走高，通胀预期攀升使美国国债收益率上行，促使美元指数有所上升，进入3月底重新升破92。但4月以来，美元指数持续走弱。全球经济复苏预期使得产业链上游的大宗商品价格持续走高。联储的鸽派态度使得大宗商品上涨行情延续，鉴于大宗商品大都以美元标价，近期大宗商品价格上涨又使得美元指数下行。欧洲疫苗接种提速，欧洲经济呈现复苏韧性，非美货币集体反弹再次压低美元指数，美元指数在2021年第二季度明显承压。3月FOMC会议中，美联储宣布维持联邦基金目标利率0-0.25%不变，维持购债规模不变，本次公布的点阵图中位数显示，FOMC委员预计至少到2023年不会加息。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示：3、4月通胀很可能会进一步上升，但不会持续，短期通胀高于2%不符合提高利率的标准。然而，6月的FOMC会议中，美联储表态中性偏鹰，声明将继续保持基准利率和购债计划不变，但本次点阵图显示预计2023年末之前会有两次加息，较3月预测有所前移，大大超出市场预期。另一方面，美联储对经济活动更乐观，上调2021年经济增长0.5个百分点至7.0%。通胀方面，联储大幅上调了2021年的通胀预期，但对2022和2023年的通胀判断和3月维持一致，并再次申明通胀是“暂时性”。同时也要注意，美元一直是全球最重要的避险货币，每当全球经济波动性加剧或者全球金融市场动荡加剧之时，美元通常会受到投资者的青睐，未来疫情仍存在较大不确定性，预计2021年美元指数可能将在91左右呈现宽幅震荡。（图58）。

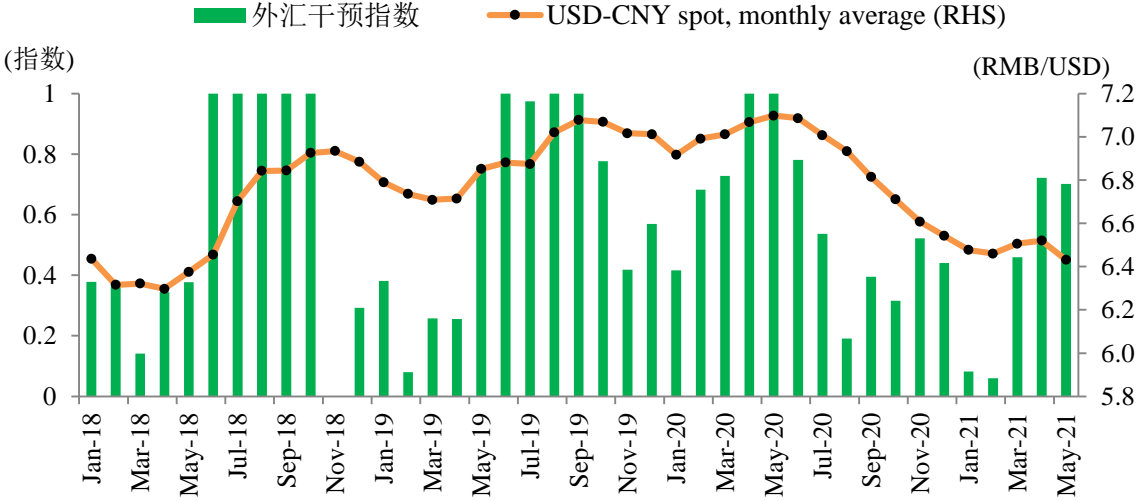


图 57 外汇干预指数(上海财经大学构建)
 (上海财经大学高等研究院构建 (左), 数据来源: WIND, 单位: RMB/USD (右))

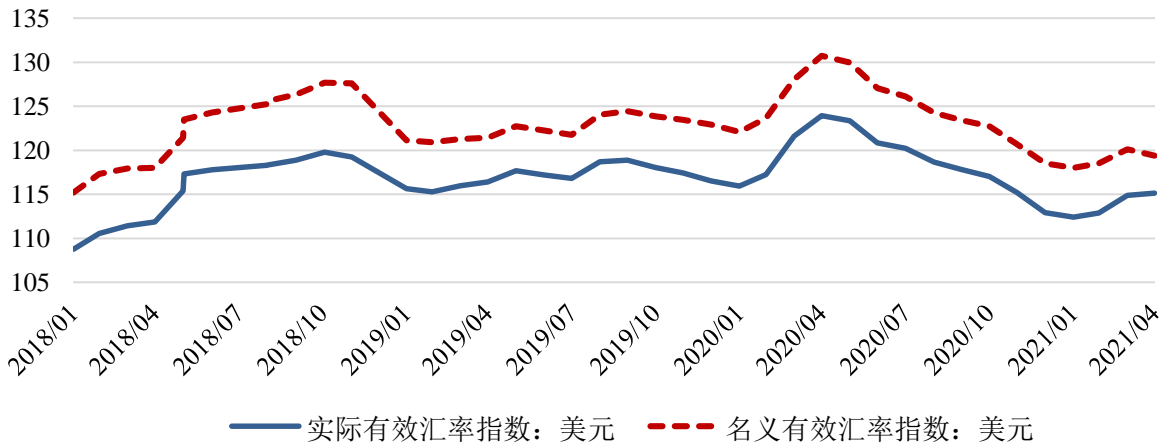


图 58 美元指数近期走势

(数据来源：WIND)

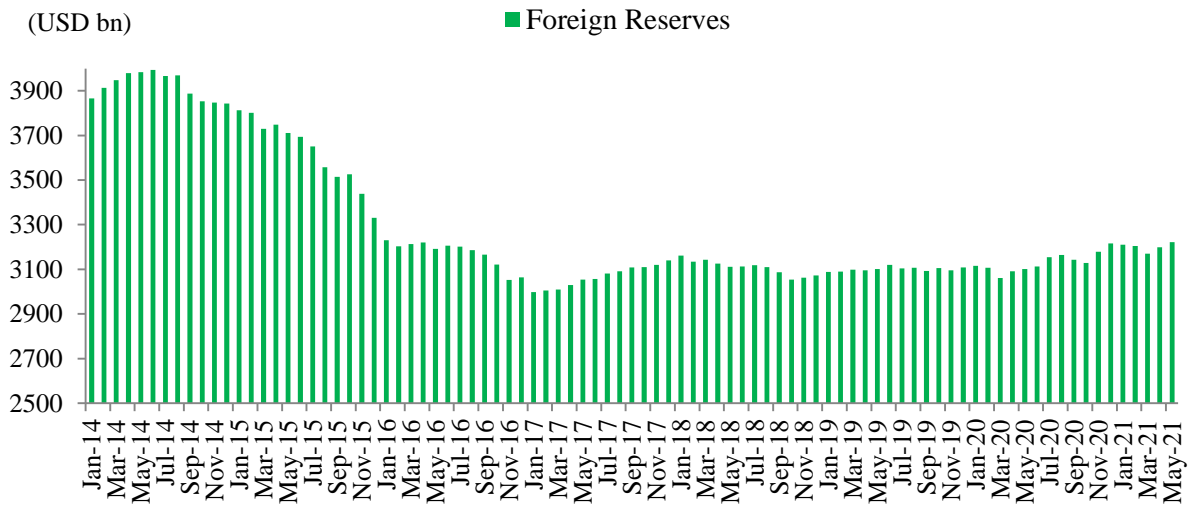


图 59 外汇储备近期走势

(数据来源：WIND，单位：USD Billion)

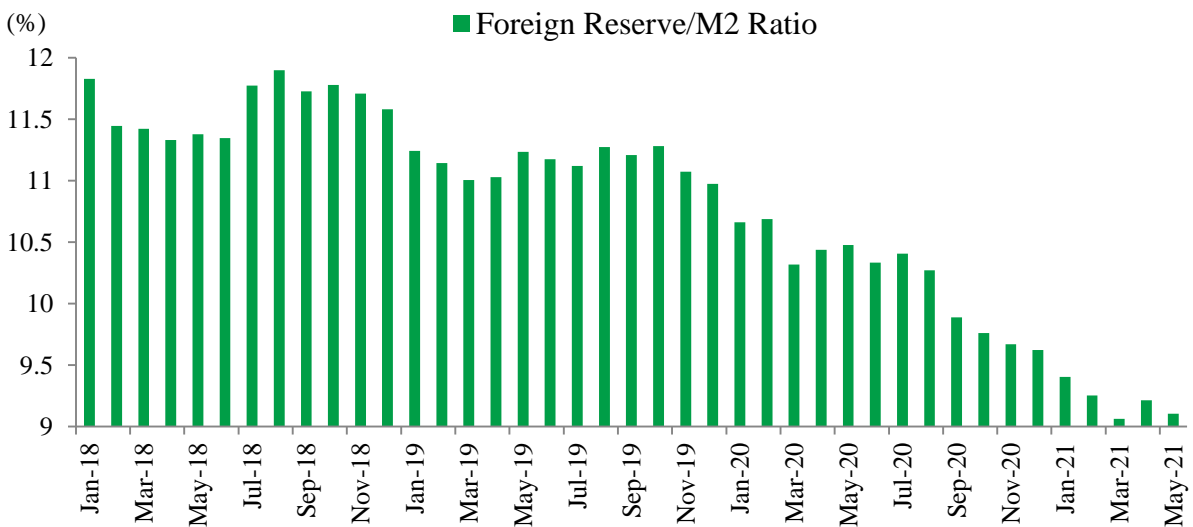


图 60 外汇储备/M2 比例

(数据来源: WIND, 上海财经大学高等研究院构建, 单位: %)

第二, 外汇储备规模总体稳定。2020 年以来, 突发的新冠肺炎疫情、内外需疲软、国际金融市场剧烈震荡等一系列内外部不确定性因素, 使外储波动增大。但 2021 年以来外汇储备总体上其规模比较稳定。国际金融市场上, 受新冠肺炎疫情和疫苗进展、主要国家货币政策及通胀预期、宏观经济数据等因素影响, 2021 年第一季度, 外汇储备规模从年初的 3.21 万亿美元下降至 3.17 万亿美元。之后, 外汇储备规模连续两个月回升, 5 月升至 3.22 万亿美元, 比年初略高 (图 59)。外汇储备/M2 是国际货币基金组织的新标准, 用来衡量外汇储备够不够用, 近来呈现下降趋势, 2020 年底已经下降至 10% 以下, 远低于 IMF 建议资本账户开放国家所该具备的 20% (或是比对亚洲国家平均约有 25%)。2021 年以来, 外汇储备/M2 比例继续下降, 5 月降至约 9.10% 的水平 (图 60)。

第三, 人民币汇率的走势若使用人民币无本金交割远期外汇交易衡量 (图 61) 可知, 2021 年, 一年、两年与三年期远期外汇交易价格均揭示较高的人民币贬值预期, 且三者保持较大分化 (1 年 NDF: 2020/12 预期贬值 2.13%; 2021/3 预期贬值 2.73%; 2021/5 预期贬值 2.46%。2 年 NDF: 2020/12 预期贬值 4.32%; 2021/3 预期贬值 5.23%; 2021/5 预期贬值 4.79%。3 年 NDF: 2020/12 预期贬值 6.34%; 2021/3 预期贬值 7.00%; 2021/5 预期贬值 6.73%。三者保持较高分化程度但分化速度降低, 说明近几个月的贬值预期已经显著缓解。2021 年 6 月三年的远期外汇交易价格指向约 6.6% 的贬值幅度, 高于一年 NDF 和两年 NDF 的贬值预期, 故而长期贬值压力仍不可忽视。

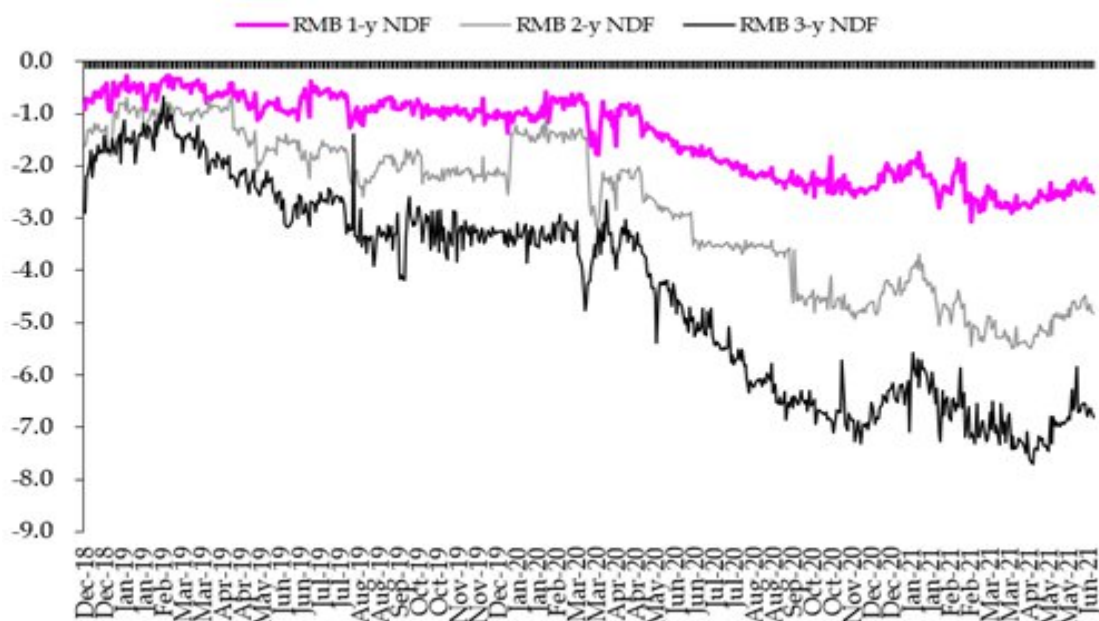


图 61 人民币无本金交割远期外汇交易

（数据来源：WIND、上海财经大学高等研究院，单位：%（implied RMB change））

最后，我们从跨国资本流动的变化看近年来央行加强资本管制的效果，以及其可能对未来汇率走势的影响。

在国际收支平衡表中，非储备性质的金融账户包括直接投资、证券投资、金融衍生工具和其他投资。非储备性质的金融账户集中反映民间部门的跨境资本流动。从中国非储备性质的金融账户来看（图 62），非储备性质的金融账户在 2017 年扭转了自 2015 年 8.11 汇改以来的大量资本流出的局势，变为资本流入，这与人民币兑美元汇率在 2017 年的较大幅度升值是相对应的，同时也显示了自“8.11 汇改”之后资本管控政策已见成效。尽管由于中美贸易战，2019 年资本流入大幅减少，但仍为净流入。但在 2020 年由于新冠疫情的冲击，这一数据由正转负。2021 年 1 月，中国人民银行、国家外汇管理局决定将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5，有利于扩大人民币跨境使用，促进跨境资金双向均衡流动。3 月 12 日，为深入贯彻落实党中央、国务院关于推进粤港澳大湾区、中国（北京）自由贸易试验区和国家服务业扩大开放综合示范区建设的总体部署，支持建设更高水平开放型经济新体制，提升金融服务实体经济能力，中国人民银行、国家外汇管理局决定在深圳、北京开展跨国公司本外币一体化资金池业务首批试点，进一步便利跨国公司企业集团跨境资金统筹使用。4 月 9 日，中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局发布《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》（以下简称《意见》），基本确立了金融支持海南全面深化改革开放的“四梁八柱”，有助于弥补海南金融短板、夯实海南金融基础。6 月国家外汇管理局更新的合格境内机构投资者（QDII）投资额度审批情况表显示，新向 17 家机构发放 QDII 额度 103 亿美元，涵盖基金、证券、银行、保险等各主要类型金融机构，满足各类申请主体跨境投资实际需求。这是有史以来单次或单月发放 QDII 额度最多的一次。6 月 24 日，为丰富香港高信用等级人民币金融产品，完善香港人民币收益率曲线，中国人民银行再香港成功发行了 50 亿元 6 个月期人民币央行票据，中标利率为 2.54%，受到境外投资者广泛欢迎。反映出我国金融市场双向开放的稳步推进，国际资金聚焦中国市场。

然而，影响我国跨境资本流动的不稳定不确定因素依然存在。新冠肺炎疫情在海内外的的发展、中美两国的货币政策、中美贸易战、国际地缘政治风险、国内经济金融领域风险等因素，可能对国际金融市场和国际资本流动造成一定影响，加大跨境资本波动。从净误差与遗漏项来看，短期内不容乐观（图 63）。自 2015 年“8.11 汇改”以来，尽管我国实行了严格的资本管制，净误差与遗漏项所隐含的资本流出已经接连 3 年呈现了

2000 多亿美元的规模。这显示跨境资本出现净流出压力，反映出在人民币贬值预期下，市场的避险情绪持续强烈。尽管 2018 年有所减缓，仍呈现了 1790 多亿美元的规模，2019 年升至 1980 亿美元。在 2020 年降低至 1680 亿美元。从这个意义上讲，央行有必要实施一定程度的资本管制。

此外，2021 年第一季度美债收益率快速上行，中美利差收窄，外资流入减速。但 4 月以来，中美利差收窄速度明显放缓，4 月至 5 月外资对人民币债券已恢复净增持。近期美债收益率下行，中美利差再度扩大，预计将吸引更多境外资金流入。5 月 11 日央行发布一季度中国货币政策执行报告，我国执行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，保持了连续性、稳定性、可持续性，兼顾对外均衡。持续推进汇率市场化改革，保持人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用，总体来看，今年以来稳健的货币政策坚持稳字当头。项目组首席顾问盛松成表示，当前人民币过快升值有可能已经出现超调，未来看不可持续，也不符合国内外经济金融形势，人民银行完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，这一制度在当前和未来相当长时期都是适合中国国情的汇率制度安排。未来人民银行将注重正确的舆论和预期引导，人民币汇率的走势也将继续取决于市场供求和国际金融市场变化。

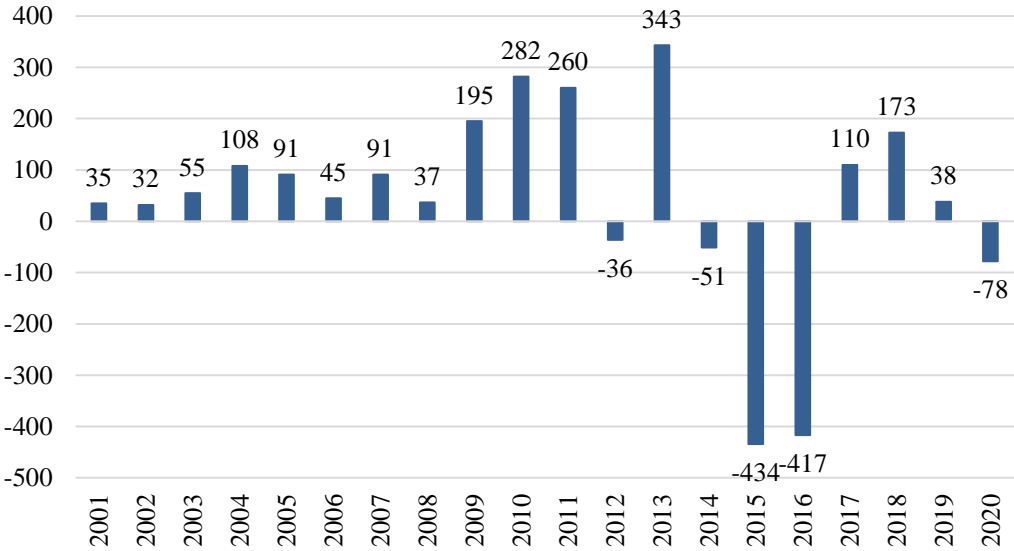


图 62 中国非储备性质的金融账户
 (数据来源: WIND, 单位: USD Billion)

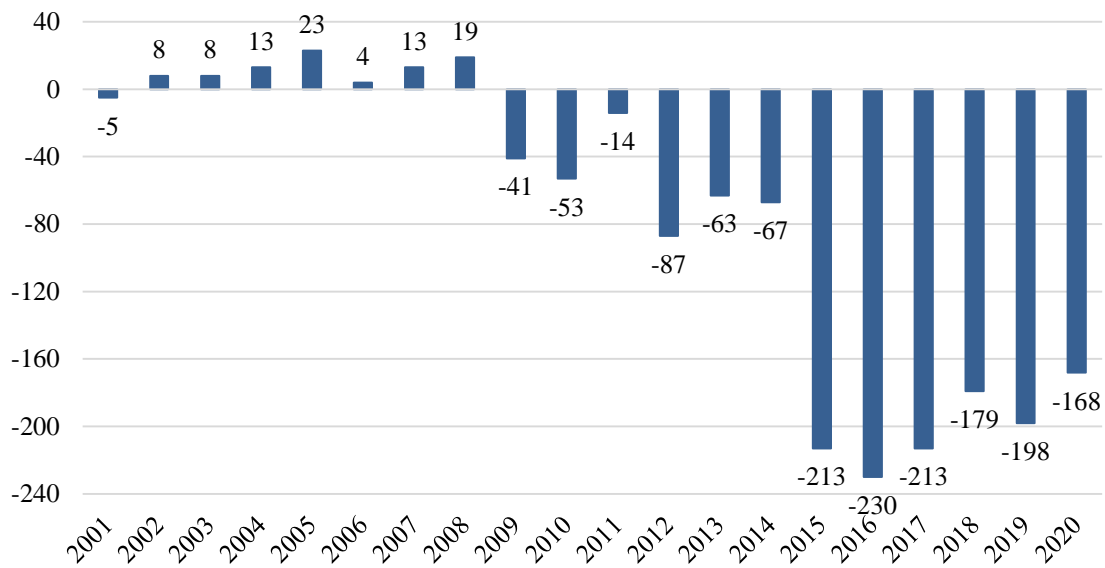


图 63 中国净误差与遗漏项
(数据来源: WIND, 单位: USD Billion)

综上所述,从人民币汇率的短期波动看,国内外疫情的发展、美元走势、中美货币政策、中美关系以及中国经济形势会对汇率走势产生直接影响。首先,新冠疫情直接影响各国的经济生产。OECD 在 5 月 31 日发布的最新预测显示,今年全球 GDP 将增长 5.8%,2022 年,全球 GDP 增幅将达到 4.4%。明年底,全球大部分地区经济活动将恢复到新冠疫情前的水平。但经济复苏并不均衡,并且发达经济体的生活水平也将远低于疫情爆发前的预期水平。虽然美国、中国等主要经济体的复苏较快,但许多国家,特别是依赖旅游业的国家,经济发展水平将远低于疫情前。其次,美元指数的强弱表现是人民币汇率调整的外部压力来源。境外疫情和世界经济形势仍存在很大的不确定性,全球避险需求使得美元指数下行空间有限。第三,美联储已经全方位动用各种工具为市场提供流动性,联邦基金利率维持在零利率区间;而中国人民银行坚持稳健的货币政策,保持灵活适度的操作,我国货币政策仍留有较大的空间。第四,随着我国金融开放程度的加深,国际资金将更加积极的参与中国金融市场。第五,短期看国内疫情防控已取得显著成果,疫苗接种进程不断加快,经济基本面的改善为人民币稳定提供有力支撑。第六,中美关系仍有很大的不确定性。然而,在人民币汇率的浮动更趋向于市场化的形势下,我国的货币政策会更加具有自主性,会对调节我国的内部平衡起到更有效的作用。因此,课题组认为,货币当局有充足的外汇储备,积累的丰富的经验和足够的政策工具,为人民币汇率提供实时性支撑,2021 年外汇储备会在波动中保持稳定,人民币汇率将在合理区间内双向宽幅波动。

8. 数字货币和数字金融资产监管

8.1 2021 上半年 DC/EP 系统测试进展

今年上半年，由中国人民银行主导，六大行及网商银行助力的 DC/EP 系统测试，仍在如火如荼地进行中。现阶段，北京、上海、深圳等城市的居民可以通过手机扫描二维码，自主申请体验“数字人民币钱包”。数字人民币钱包以智能手机 APP 的形式存在。申请时需提供经实名认证的手机号、个人真实身份等信息。钱包 APP 会在登录及大额转账时，使用人脸识别等安全措施。

在数字人民币钱包内，用户可以自主选择开通六大行及网商银行承载的一个或多个子钱包。在子钱包内，用户可以选择关联何种使用场景。例如，在选择开通了中国工商银行的子钱包后，用户可以自由线上线下充值、提现，并将其关联到美团骑车和滴滴出行等使用场景。综合来说，个人用户的使用体验与现有支付宝、微信支付和云闪付等常用零售支付 APP 差异不大。

需要注意的是，DC/EP 系统的测试仍然集中在零售领域。现阶段，数字人民币钱包的使用场景相对简单，并且处在不断扩展的过程中。相较而言，在线上使用场景方面的扩展速度更快。在四月进行的博鳌亚洲论坛上，周小川指出数字人民币当前的重点是建立坚实的零售支付系统。他还强调，不管是数字货币还是数字金融资产，都要为实体服务。李波提出，DC/EP 系统双层结构的设计可兼容现有的货币和银行体系，使得金融脱媒的风险最小化。而关于测试进度，他表示在不久后的北京冬奥会试点场景中，数字人民币不仅会对境内用户开放，也会面向国际用户。

可见，DC/EP 系统的测试，在坚持双层结构、服务实体的原则下，正稳固有序地进行中。测试的场景集中在零售支付领域，参与者的范围不断扩大，这与本项目组在之前报告中的观点和预测一致。

8.2 2021 上半年数字金融资产监管

如果说央行数字货币在上半年的关键词是“发展”，那么私营部门数字货币，或者说数字金融资产在上半年的关键词就是“监管”。自年初以来，以比特币为首的一批加密数字货币经历了多轮暴涨暴跌，引发世界各国对该类金融资产的关注和担忧。担忧主要集中在其可能引发的金融风险，以及造成的电力和算力的巨大浪费上。以 USDT、Diem 为代表的私营部门发行的稳定币，其真实承兑能力受到质疑。各国监管部门对稳定币背后储备资产的价值认定和管理要求，严格程度都有所加强。这也直接导致 Diem 自 Facebook 发起以来，几经波折，至今尚未落地。

美联储主席鲍威尔和财政部部长耶伦先后表示，美国会加大对数字金融资产的监管力度，以确保其不会影响国内金融的稳定和美元的国际货币地位。李波则明确表示，比特币等加密资产是投资的选项，本身不是货币，而是另类投资品。中国正在研究如何监管这类投资工具，以确保对这类资产的投机不会造成严重的金融风险。

6月21日，中国人民银行约谈了五家银行以及支付宝，要求其全面排查识别参与虚拟货币交易的账户，不开展、不参与和虚拟货币相关的业务活动。另一方面，在举国倡导绿色经济、节能环保的大背景下，中国相继关停了很多耗能巨大的加密数字“矿场”。这一系列措施，从根本上打击了中国公民和团体参与虚拟货币生产和交易的可能性。措施出台速度之快、力度之大，在加密数字货币市场上造成了巨大震荡。印度、埃及等国也出台法律法规，禁止公民持有或交易数字金融资产。相较而言，美国在对待私营部门发行的加密数字货币或稳定币的监管上，雷声大雨点小，态度令人玩味。

8.3 在数字货币和数字金融资产领域，应是公共部门和私营部门齐头并进

基于世界各国，尤其是中国当下在数字货币和数字金融资产领域的发展情况，本项目组着重提出以下原则：数字货币和数字金融资产的发展，应当实现公共部门和私营部门的齐头并进、相辅相成⁵。如果只侧重一个方面，可能会给国家未来的货币体系和金融系统带来较大不确定性。具体理由归纳有二。

理由之一：数字货币和数字金融资产的日常服务运营，由竞争性的私营部门提供更有效率。在当下数字支付领域，吸引用户的黄金法则可归纳为使用便捷性，交易安全性，和信息保密性。具体到中国，个人用户在选择零售收付款方式时，考虑最多的是使用便捷性和交易安全性，而对支付平台收集个人信息的顾虑并不多。

基于这个事实，任何数字货币支付系统或数字金融资产交易平台吸引国内客户的方式，都是最大化用户端的使用便捷性，保证高水准的交易安全性，牺牲部分的信息保密性。而公共部门设计者，因其并不追求利润以及对国家信息安全的考量，更适合设计底层架构，而非直接面向用户的表层系统。在这一点上，DC/EP系统的双层结构就设计得很好。其上的数字人民币钱包在选择面向大众的服务商时，除六大行外还特别引入如支付宝等网商银行，实属明智之举。

理由之二：公共部门设立标准、搭建平台，私营部门参与者自由竞争的模式易受国际认可。从人民币国际化的长期目标来看，存在由私营部门参与设计和发行的数字货币

⁵ 需要特别说明的是，这里谈及的是宽泛意义上的数字货币和数字金融资产。央行数字货币是众多数字货币形式中的一种。因其特殊性质，央行数字货币的开发和管理必须由公共部门执行。

和数字金融资产，十分关键。

在当前的国际货币体系中，人民币的地位和作用与中国经济的基本面存在明显的不对称。中国是全球第二大经济体、第一大贸易国。而人民币仅是第五大支付货币、第六大储备货币。这与中国经济发展速度快，而国际货币的使用具有路径依赖和改革成本等原因有关。作为国际货币竞争的一个新赛道，数字形式是人民币提高国际地位、打破美元垄断格局的一次重要契机。尽管中国人民银行多次声明数字人民币的目标不是国际化，但在迅猛发展的 DC/EP 系统面前，西方各国还是感受到了压力。法国央行行长维勒鲁瓦公开讲话称，数字人民币会对欧元构成关键挑战。而美联储副总裁夸尔斯则欲盖弥彰地表示，美元作为国际储备货币和国际结算主要货币的地位，并不会受到其他国家央行数字货币的威胁。种种迹象表明，西方各国已把数字人民币看作国际货币领域的有力竞争者，并计划加以反制。

现存主要的数字货币模式除央行数字货币外，还包括加密数字货币和稳定币等。而在各类数字货币内部，设计思路和底层技术也差异巨大。央行数字货币因其国家主权性，在一国内部的零售和批发领域具有绝对优势。然而正因其过强的主权性，在国际货币和跨国支付领域，尚无法定论其是否能成为主导。更重要的是，现阶段数字货币领域的竞争已不再局限于货币本身，而是搭载数字货币的支付系统——即“链”之间的竞争。从这个角度考虑，一个跨国、跨币种的数字货币支付系统的兼容性，以及其给予私营部门参与者多少自主创新的主动权，就显得十分重要。

需要承认的是，在数字货币和数字金融资产领域，中国私营部门的发展相较于公共部门是受抑制的、缓慢的。例如在加密数字货币的系统搭建和底层算法方面，主流的 PoW、PoS 算法均由其他国家提出。再如稳定币领域中，尚未见到任何机构设计或发行以人民币或人民币计价资产为锚的“人民币稳定币”。原因正是当下国内监管机构，不鼓励私营部门个体参与数字货币和数字金融资产的相关活动。

中国对区块链技术和加密数字货币的研究，大多集中在公共部门。如清华区块链研究中心、北大数字金融研究中心等。公共部门的研究可以保证中国在技术层面不落后与 他国。但考虑到数字化助力人民币国际化的长期目标，将此类研究集中在公共部门的风险很大。

周小川曾指出，限制高效率、低成本跨国支付系统建设的阻力多来自政治因素，而非技术因素。这个观点在普林斯顿大学的“数字货币区”理论中也有所体现。他们认为，

未来决定数字货币支付网络边界的关键因素并非技术，而是各国监管层面的巨大差异。因此，在推广由中国主导设计的数字货币支付系统，或是由中国主导建立的数字货币规则时，明面上的公共部门参与度不宜过高，否则极易受到来自西方国家的无理制裁，增加推广难度。

现阶段，国际形势复杂，意识形态层面的冲突开始死灰复燃。中国在建立和推广自主设计的跨境数字支付系统时，必须面对的是其他国家对于系统背后国家主权的顾虑，和一些别有用心者的无端阻挠。此时，私营部门的“代理人”就可以发挥作用，增加跨国合作的可能性。例如，在社交媒体引领大众观点的今天，西方国家涌现出一批数字货币领域的“意见领袖”，如马斯克和布特林等。他们以“技术超越国别”为外衣，推广自己国家的数字货币理念。相较而言，中国尚未见此类人才出现。项目组认为，从国家参与，到国家指导，再到国家背书，是未来“中国链”向外推广的必经之路，也是人民币国际化过程中的一个重要策略。

总而言之，中国当下在数字货币和数字金融资产领域面临的一大挑战是，如何从零开始合理设计监管，既保证金融系统稳定性，又鼓励私营部门的自主金融创新。其中，央行数字货币作为一种特殊的数字货币，应当由公共部门负责开发和管理。但在搭建一个适用范围更广、跨国跨币种的数字货币系统时，应当实现公共部门和私营部门的共同发展、互相促进。项目组建议，在后续相关法律法规的设计上，国家监管部门应做审慎研究，切莫“一刀切”。并适时出台政策，鼓励私营部门参与数字货币和数字金融资产的设计开发。在规则允许的范围内，充分发挥私营部门的主观能动性。

（二）中国宏观经济下一步发展面临的内部主要不确定性

1. 农民工提高社会总生产率，但仍需提高流动性

近年来，农民工的流动性有所提高，越来越多的农民工进入城市发展，与此同时，伴随着教育水平的不断提升，农民工的生产效率也会有所提升，这一趋势对于社会整体的产业结构和生产率水平会有什么样的影响？课题组发现，农民工可以很好的适应整体社会产业结构调整，甚至极大推动了第二、三产业结构变化。同时，随着越来越多的农村劳动力成为农民工，以及农民工生产效率的相对提升，农民工对于各个产业生产率变化的影响逐渐增大。然而，产业本身生产率的变化仍然远远快于农民工相应的流动。因此，深化户籍与土地改革、保障农民工权益、降低流动壁垒将进一步提升社会生产率。

首先我们要关注农民工是否能适应社会产业结构变化。图 64 为总体就业人员和农民工三大产业占比的变化趋势，重点关注 2013 年至 2019 年。从数值上看，就业人员在第三产业占比最高，第一、二产业占比较为接近；农民工主要集中在第二、三产业，第一产业占比不足 1%。从趋势上看，总体就业人员和农民工第三产业的占比均在逐年增加，而第一、二产业占比逐步下降。对于总体而言，第一产业占比相较第二产业下降更快。对于农民工而言，2018 年之前，第二产业占比一直高于第三产业；自 2018 年起，第三产业占比超过第二产业，且有进一步上升的趋势。此外，对比总体和农民工在同一产业的占比变化趋势可知，第三产业占比变化趋势两者相近，第二产业占比农民工下降稍快，第一产业占比总体水平下降稍快。同时，农民工在 2019 年相对 2013 年第二、三产业结构变化中的贡献率⁶分别为 70.34%和 58.49%，推动了第二、三产业结构变化。由此可见，农民工的产业结构变化接近总体水平，农民工可以很好的适应，甚至推动社会的发展，从而更好的服务于社会。

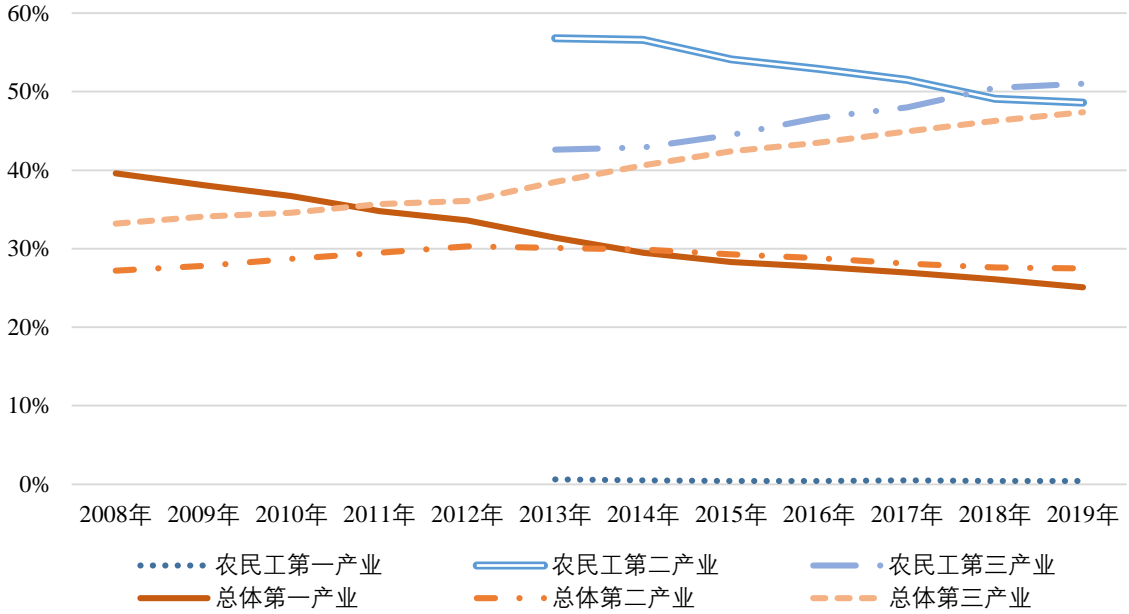


图 64 产业结构变化趋势
(数据来源：国家统计局)

农民工流动多大程度上提高社会生产率一直备受关注。图 65 为 2014 年至 2019 年劳动生产率变化中农民工占比变动的贡献率⁷。除了 2015 年该贡献率为-1.55%，其他年份该贡献率均为正且位于 15%以内。由此可见，农民工占比变化对于社会劳动生产率变

⁶ 第 i 产业的产业结构变化中农民工的贡献率 = $(L_{i,2019} - L_{i,2013}) / (L_{i,2019} - L_{i,2013})$, $L_{i,t}$ 为年份 t 第 i 产业中农民工人数，下标仅为 t 的为年份 t 总体值。
⁷ 年份 t，总体劳动生产率变化中农民工占比的贡献率 = $(A_{(1,t)} \times [(L_{(11,t)} / L_{t,t}) - ((L_{(11,t)} - 1) / L_{(t-1)})] + A_{(2,t)} \times [(L_{(12,t)} / L_{t,t}) - ((L_{(11,t-1)} / L_{(t-1)}) - ((L_{(13,t)} - 1) / L_{(t-1)}) - ((L_{(11,t-1)} / L_{(t-1)})])]) / [A_{t,t} - A_{(t-1)}]$, $A_{(i,t)}$ 为年份 t 第 i 产业的劳动生产率， $L_{(1i,t)}$ 为年份 t 第 i 产业中农民工人数，下标仅为 t 的为年份 t 总体值。

化有一定的促进作用。

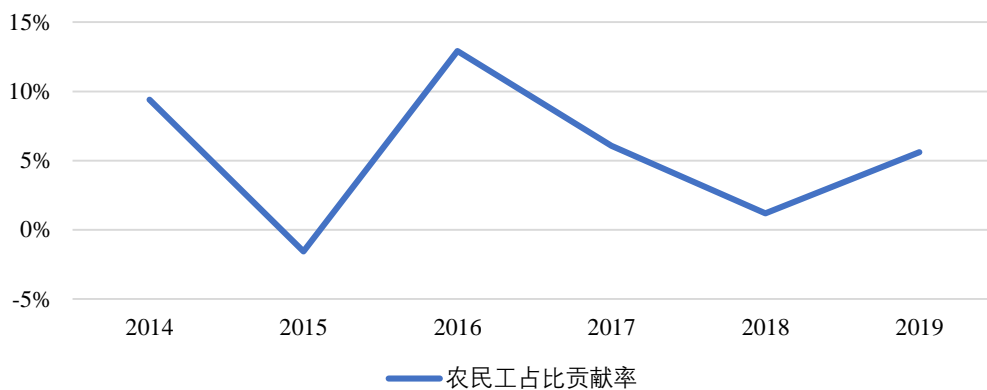


图 65 农民工占比对于劳动生产率的贡献率

(数据来源: 国家统计局)

表 4 计算了 2019 年相对 2013 年各产业农民工与非农民工贡献率, 并且考虑随农民工占比变化的各种反事实情况下的结果, 其中基准是 2019 年的实际数据 ($m=0.8752$)。由表可知, 随着农村外出务工人员比例 (m) 上升, 农民工在各产业对于生产率变化的贡献会不断增大, 此增量在第二、三产业尤为显著。因此, 随着农民工越来越多, 农民工对于社会生产率变化的促进作用不断增大。

表 4 各产业农民工与非农民工贡献率随农民工占比变化

	农民工第一产业	农民工第二产业	农民工第三产业	非农民工第一产业	非农民工第二产业	非农民工第三产业
$m=0.9$	0.02%	21.50%	28.22%	4.31%	9.59%	36.35%
$m=0.8752$	0.02%	20.89%	27.30%	4.32%	10.20%	37.27%
$m=0.6$	-0.04%	12.20%	15.55%	4.38%	18.90%	49.02%
$m=0.3$	-0.07%	-4.61%	-1.90%	4.41%	35.70%	66.47%
$m=0.1$	-0.09%	-26.10%	-17.71%	4.42%	57.19%	82.27%

注: m 是农村劳动人员中农民工的占比, 87.52% 为 2019 年实际占比数据。

数据来源: 国家统计局, 上海财经大学高等研究院

以上结果没有考虑农民工跟城镇劳动力的教育水平差异, 事实上, 数据显示二者存在一定差异, 所以课题组考虑不同农民工与非农民工效率 (r) 的反事实分析, 其中 $r=1$ 是我们的基准情况。表 5 为 2019 相对 2013 年总体劳动生产率变化中各产业的农民工和非农民工的贡献率⁸。由表可见, 随农民工劳动生产率相对值 (r) 增加, 第一产业中的农民工和非农民工的贡献率基本不变; 第二、三产业的农民工的贡献率不断上升, 非农民工的贡献率不断下降。

⁸ 总体劳动生产率变化中第 i 产业的农民工的贡献率 = $[A_{1i,2019} \times (\frac{L_{1i,2019}}{L_{2019}}) - A_{1i,2013} \times (\frac{L_{1i,2013}}{L_{2013}})] / [A_{2019} - A_{2013}]$,

$A_{1it} = [A_{it} \times r] / [(\frac{L_{1it}}{L_{it}}) \times r - (\frac{L_{2it}}{L_{it}})]$ 为年份 t 第 i 产业中农民工的劳动生产率,

A_{it} 为年份 t 第 i 产业的劳动生产率, L_{1it} 为年份 t 第 i 产业中农民工人数, 下标仅为 t 的为年份 t 总体值。

表 5 劳动生产率变化中各产业的农民工和非农民工的贡献率

	农民工第一产业	农民工第二产业	农民工第三产业	非农民工第一产业	非农民工第二产业	非农民工第三产业
r=0.37	0.01%	13.40%	13.74%	4.33%	17.69%	50.83%
r=0.5	0.01%	15.73%	17.29%	4.33%	15.37%	47.28%
r=0.8	0.01%	19.31%	23.85%	4.33%	11.79%	40.72%
r=1	0.02%	20.89%	27.30%	4.32%	10.20%	37.27%

注：r=农民工效率/非农民工效率

数据来源：国家统计局，上海财经大学高等研究院

在以上的分解中，农民工的贡献率包含了产业本身的生产率变化以及农民工构成的变化，表 6 将做进一步分解。由表可见，在不同的相对效率（r）下，产业生产率变化的影响都是正向的，并且在第二、三产业中的贡献值显著大于农民工占比变化的贡献值。因此，深化户籍和土地改革、保障农民工权益、降低流动壁垒将进一步提高社会生产率。

表 6 产业生产率及劳动力占比变动引起的各产业农民工与非农民工贡献率变化比例

		农民工第一产业	农民工第二产业	农民工第三产业	非农民工第一产业	非农民工第二产业	非农民工第三产业
产业生产率变动	r=0.37	255.52%	116.83%	72.06%	162.39%	121.39%	77.74%
	r=0.5	255.43%	116.90%	71.85%	162.36%	121.48%	77.56%
	r=0.8	255.22%	117.01%	71.45%	162.31%	121.63%	77.22%
	r=1	255.08%	117.06%	71.24%	162.28%	121.69%	77.04%
劳动力占比变动	r=0.37	-155.52%	-16.83%	27.94%	-62.39%	-21.39%	22.26%
	r=0.5	-155.43%	-16.90%	28.15%	-62.36%	-21.48%	22.44%
	r=0.8	-155.22%	-17.01%	28.55%	-62.31%	-21.63%	22.78%
	r=1	-155.08%	-17.06%	28.76%	-62.28%	-21.69%	22.96%

注：r=农民工劳动生产率/非农民工劳动生产率

数据来源：国家统计局，上海财经大学高等研究院

在讨论农民工对生产率的推动作用后，我们探讨农民工对城乡收入差距的影响。由于农村收入由农民收入以及部分农民工收入组成，所以需要区分农民工是否获得城镇户籍。在假设农民工都不能获得城市户籍时，相比 2013 年，2019 年城乡居民收入差距有所下降。从贡献率来看，农村居民收入的上升解释了-2.53%，农民工的收入变化解释了 102.35%¹⁰。图 66 展现假设当这一比例（h）变化时的结果，比如，当这一比例达到 40%

⁹ 产业生产率变动贡献率= $[(A_{1i,2019} - A_{1i,2013}) \times (\frac{L_{1i,2019}}{L_{2019}})] / [A_{1i,2019} \times (\frac{L_{1i,2019}}{L_{2019}}) - A_{1i,2013} \times (\frac{L_{1i,2013}}{L_{2013}})]$ ，
劳动力占比变动贡献率= $[A_{1i,2013} \times (\frac{L_{1i,2019}}{L_{2019}}) - (\frac{L_{1i,2013}}{L_{2013}})] / [A_{1i,2019} \times (\frac{L_{1i,2019}}{L_{2019}}) - A_{1i,2013} \times (\frac{L_{1i,2013}}{L_{2013}})]$ 。

¹⁰ 乡村和城市收入比变动分解公式（1）如下：

$$\frac{I_R}{I_U}_{2019} - \frac{I_R}{I_U}_{2013} = \left[\left(L_{RU} * \frac{I_{RU} - I_{RR}}{I_U} \right)_{2019} - \left(L_{RU} * \frac{I_{RU} - I_{RR}}{I_U} \right)_{2013} \right] + \left[\left(\frac{I_{RR}}{I_U} \right)_{2019} - \left(\frac{I_{RR}}{I_U} \right)_{2013} \right]$$

其中 I 表示收入，下标 R,U,RU 分别表示农村居民，城市居民，农民工；L_{RU} 表示农民工的比例。第一项表示农民工的贡献，第二项表示乡村就业人员的贡献。

时，农村居民收入的上升解释了 31.28%，农民工的收入变化解释了 68.72%。因此，城镇化降低了城乡收入差距，同时，伴随着城市化进程的推进，留在农村的农民可以进一步扩大生产规模，增加收入水平。

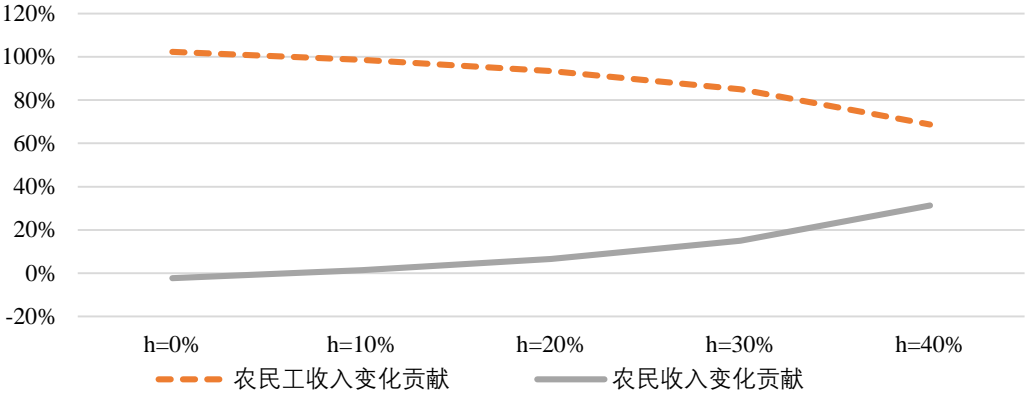


图 66 城乡收入差距分解
 (数据来源：国家统计局，上海财经大学高等研究院)

进一步对农民工收入的分解表明，与农民工的构成变化相比，农民工相对工资水平的提高对于提高农民工收入的贡献更大。当假设没有农民工能够获得城市户籍时 (h=0)，工资变化解释了 83.26%，构成变化解释了 16.74%。伴随着获得城市户籍比例的增加，构成变化能够解释的部分也在上升¹¹。当 h=40% 时，工资变化解释的部分下降至 71.68%，构成变化上升至 28.32%。如果户籍制度进一步放开，农民外出打工不仅能提高工资水平，还能享受到城镇的公共服务，并且对于农村地区收入上升将有进一步的拉动作用。

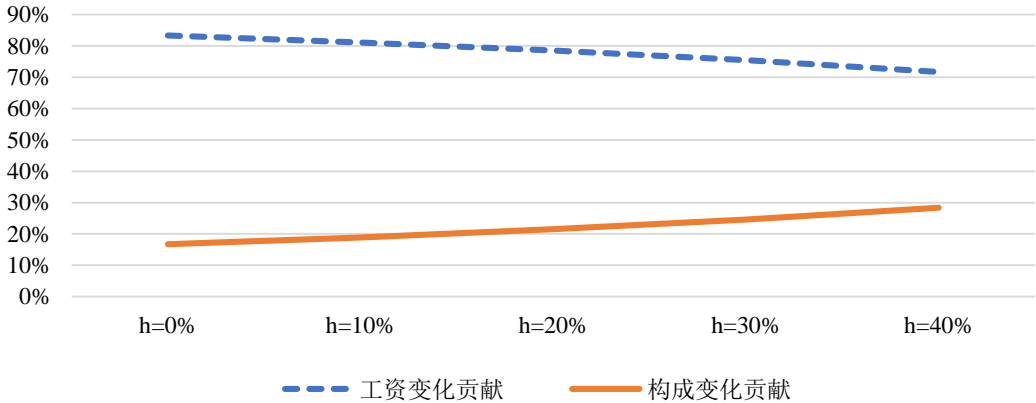


图 67 农民工收入分解
 (数据来源：国家统计局，上海财经大学高等研究院)

¹¹ 农民工收入变化的分解： $[\{L_{RU} * I_{RU}\}_{2019} - \{L_{RU} * I_{RU}\}_{2013}] = [\{I_{RU}\}_{2019} - \{I_{RU}\}_{2013}] * \{L_{RU}\}_{2019} + I_{RU_{2013}} * [\{L_{RU}\}_{2019} - \{L_{RU}\}_{2013}]$

2. 劳动力人口素质提升显著，但教育错配现象较为严重

根据第七次人口普查数据，我国目前具有大学文化程度的人口为 21836 万。15 岁及以上人口的平均受教育年限由 9.08 年提高至 9.91 年，人口素质不断提升。但另一方面，我国劳动力市场存在较为严重的教育错配现象，过度教育发生率超过 30%，导致实际工资受到影响，劳动力市场配置效率仍需进一步提升。

(1) 我国劳动力素质不断提升

根据第七次人口普查数据，我国劳动力人口素质明显上升。人均受教育水平明显提高，15 岁及以上人口的平均受教育年限从 2010 年的 9.08 年提高至 9.91 年。16~59 岁劳动年龄人口平均受教育年限从 2010 年 9.67 年提高至 10.75 年；文盲率从 2010 年的 4.08% 下降到 2.67%。2019 年我国高考录取率已经达到 80%，新增劳动人口平均受教育年限已达 13.7 年；2020 年全国高校毕业生人数达到 874 万。图 68 显示，随着教育事业的发展，我国劳动力素质显著提高，与美国人均受教育年限相比，差距在不断缩小。

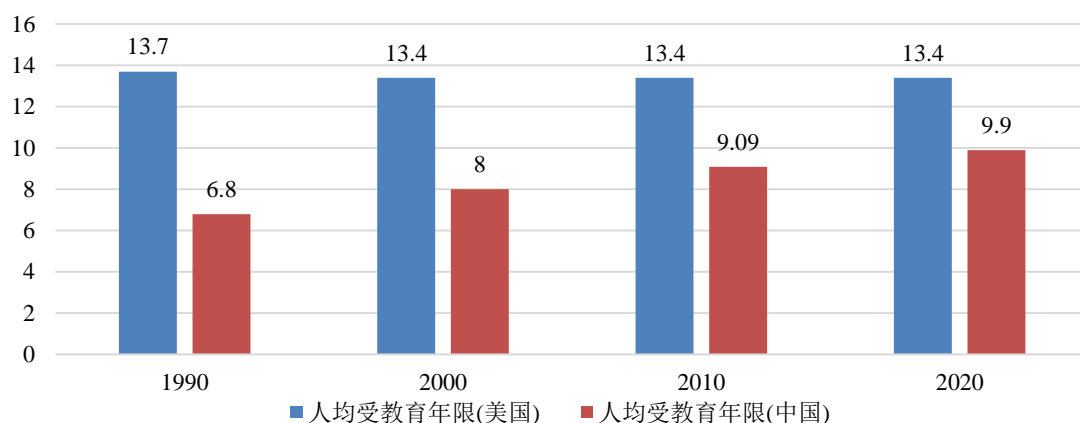


图 68 1990~2020 中美劳动人口人均受教育年限

(数据来源：中国人口普查数据)

(2) 我国劳动力市场存在严重的教育匹配问题

我国教育事业的发展，为我国经济高质量发展提供了“人才红利”。在实现教育扩张的同时，在劳动力市场上也出现了显著的教育错配问题，主要表现为在错配过程中带来效率损失的过度教育现象。过度教育是指个体实际教育程度高于所处行业所需的教育水平或技能（主要指学校的正规学历教育），教育不足则与之相反。两种教育不匹配都意味着资源的低效率配置。因此，了解我国的教育匹配程度、教育匹配状况对个人薪资的影响，对教育匹配的研究以及劳动力市场政策具有重要的参考意义。

课题组使用中国家庭追踪调查（CFPS 2014~2018）数据研究我国劳动力市场技能错

配情况及其对工资的差异性影响；采用现实匹配法（realized matches）对我国教育错配情况进行测度；采用众数测度不同行业恰好匹配的受教育水平。在衡量我国劳动力市场总体教育匹配情况时，为了使测算结果稳健，报告分别计算了教育程度和教育年限两方面变量的匹配情况。**教育程度错配变量的构造：**该行业实际所需要的受教育程度由该行业所有工作人员受教育程度的众数决定，高于众数水平为过度教育（overeducation），低于众数水平为教育不足（undereducation）。**教育年限错配变量的构造：**该行业实际所需的受教育年限由该行业所有工作人员受教育年限的众数决定，高于众数水平为过度教育，低于众数水平为教育不足。

表 7 2014、2016、2018 年教育匹配度

2014、2016、2018受教育程度错配情况测算			
年份	过度教育发生率	教育不足发生率	恰好匹配发生率
2014	32.6%	32.4%	35.0%
2016	34.3%	33.1%	32.7%
2018	32.9%	31.4%	35.7%
2014、2016、2018受教育年限错配情况测算			
2014	34.2%	28.9%	36.9%
2016	33.5%	31.8%	34.7%
2018	34.8%	29.0%	36.2%

数据来源：国家统计局，上海财经大学高等研究院

2014、2016、2018 三年间，教育程度变量和教育年限变量的恰好匹配发生率都仅为 35%左右，过度教育发生率超过 30%，相对于美国等发达国家平均 10%以下的教育错配率¹²，我国劳动力市场教育错配发生率较高，错配程度突出。课题组认为当前过度教育发生率高与各地出台的人才引进及落户政策有关，不同的人才引进与落户政策会形成一定的劳动力流动门槛。而对于教育不足发生率也较高的情况，课题组认为，一方面，我国目前的人均受教育年限与发达国家相比仍有一定差距；另一方面，我国的职业教育体系发展还不完善，尤其是高技能职业教育发展不足。

(3) 教育错配现象对实际工资产生显著影响

对于目前我国劳动力市场所存在的教育错配现象带来的效率损失，课题组采用回归分析对其进行定量刻画从而评估教育错配对劳动者工资的影响。首先使用 ORU 模型（Duncan& Hoffman, 1981）¹³对个体获得教育程度进行分解：

¹² Carla Varona Cervantes, Russell Cooper. 2020.Labor Market Implications of Education Mismatch. NBER Working Paper 28169.

¹³ Duncan, G., Hoffman, S. D. 1981. The Incidence and Wage Effects of Overeducation. Economics of Education Review, 1, 75-86.

$$AE = OE + RE - UE = \begin{cases} RE, & \text{若个体 } i \text{ 为恰好匹配;} \\ RE + OE, & \text{若个体 } i \text{ 为过度教育;} \\ RE - UE, & \text{若个体 } i \text{ 为教育不足;} \end{cases}$$

其中， AE 表示个体获得的受教育程度； RE 为行业所需要的受教育年限； OE 为个体受教育程度（年限）超过行业所需要的受教育程度（年限）的部分； UE 为行业所需要的受教育程度（年限）超过个体实际受教育年限的部分。因此，匹配和教育不足的工人的 OE 值为零，而匹配和教育过度的工人的 UE 为零。这一模型不仅结合了有关获得和所需教育的信息，也较为完整地保留了相同教育水平个体和相同行业个体教育回报率两个维度的连续特征，使得根据收入回归对受教育年限的单独回报进行评估成为可能。依据上述分解，确立如下回归方程：

$$\ln(y_i) = \beta_1 RE_i + \beta_2 OE_i + \beta_3 UE_i + \gamma X_i + \varepsilon_i$$

其中， $\ln(y_i)$ 为实际工资对数， X_i 包含其他可能影响收入的协变量，包括工作经验、户口、城乡虚拟变量、性别、健康状况、婚姻状况、政治身份以及企业所有制。

对于恰好匹配的工人， β_1 识别出教育程度与职业恰好匹配者教育总回报。对于过度教育的工人， β_2 识别出过度教育的工人超出行业需求部分的教育回报率；对于受教育程度不足的工人， β_3 识别出缺失的教育年数对工资的影响。根据该分解，可以比较相同教育程度的人处于不同匹配状态下的教育回报率，进而识别出教育错配对于实际薪资的影响。

表 8 对数工资对教育错配的总体回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
恰好匹配	0.6540*** (0.1145)	0.5035*** (0.0785)	0.4709*** (0.0701)	0.1493*** (0.0481)
过度教育	0.1697*** (0.0333)	0.1348*** (0.0302)	0.1290*** (0.0320)	0.0705*** (0.0182)
教育不足	-0.0545*** (0.0138)	-0.0421*** (0.0135)	-0.0434*** (0.0136)	-0.0119 (0.0159)
工作经验	0.0297** (0.0136)	0.0134 (0.0149)	0.0308*** (0.0082)	0.0689*** (0.0129)
经验平方	-0.0010*** (0.0002)	-0.0008*** (0.0002)	-0.0012*** (0.0002)	-0.0019*** (0.0002)
户口		-0.3111*** (0.1020)	-0.4248*** (0.1092)	-0.3368*** (0.0880)
城乡		0.9401*** (0.1510)	0.9326*** (0.1360)	0.2671*** (0.0542)
性别			0.2681 (0.1874)	0.7562*** (0.0964)

健康状况			-0.2648*** (0.0614)	-0.0578** (0.0261)
婚姻状况			-0.4749** (0.2054)	-0.0925 (0.1253)
政治面貌				1.1985*** (0.1086)
企业所有制				-0.0049* (0.0026)
常数项	2.0400* (1.0800)	3.7953*** (0.7843)	5.4740*** (0.8644)	6.9955*** (0.6097)
省份固定效应	No	No	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	26844	24891	24203	13973
调整 R^2	0.083	0.110	0.126	0.061

注：括号内为对应估计系数的聚类稳健标准误。*表示在10%的水平下显著，**表示在5%的水平下显著，***表示在1%的水平下显著，数据来源：2018中国家庭追踪调查。

数据来源：国家统计局，上海财经大学高等研究院

上述回归结果显示， $\beta_1 > 0, \beta_2 > 0$ ，同时 $\beta_3 < 0$ ；并且 $|\beta_3| < \beta_1, \beta_1 > \beta_2$ 。换句话说，受教育程度过高的工人比从事同类工作的正确匹配工人的收入要高（ $\beta_2 > 0$ ），但比具有相同教育程度的正确匹配工人的收入要低（ $\beta_1 > \beta_2$ ）， $\beta_1 - \beta_2$ 识别了过度教育带来的“惩罚”效应。教育程度低的工人的情况正好相反：他们的收入低于从事同类工作的正确匹配工人（ $\beta_3 < 0$ ），但却高于具有相同教育程度的正确匹配工人（ $\beta_1 + \beta_3 > 0$ ），类似的， $\beta_1 + \beta_3$ 识别了教育不足带来的奖励效应。 $\beta_1 > \beta_2$ 代表了过度教育导致一定的“惩罚”效应， $\beta_1 + \beta_3 > 0$ 代表教育不足者能够获得一定的奖励效应。

在教育程度相同的情况下，过度教育劳动者的工资比恰好匹配的劳动者的工资低，而教育不足劳动者的工资比恰好匹配劳动者的工资高，即劳动力市场对过度教育有一定“惩罚”，而教育不足却有一定的工资溢价。结合中国实际状况，可以发现，过度教育带给劳动者显著为正的“惩罚”效应，在控制了更多影响因素后，这一效应显示为8%左右。意味着当个体的受教育程度超过行业所需要的受教育程度之后，超过的部分教育回报率下降8%左右，“惩罚”效应较为明显。

课题组强调的教育错配对于个体实际薪资的“惩罚”效应与当下互联网热议的“内卷”现象存在一定关联。当前舆论聚焦的“内卷”一词，泛指由于“过度竞争”而导致单位边际报酬递减的社会现象。这一现象也反映在目前我国劳动力市场上存在的较为严重的过度教育发生率上：人们无法获得与其本身资质相当的工作机会，不得不接受较低技能要求和收入的职位，导致教育回报率下降。

结合七次普查数据以及国际比较，课题组认为过去 2010~2020 年间的教育发展，在劳动力市场积累了大量的人力资本，与当下实现高质量发展的社会主义经济建设任务相适应。但是，通过对当前劳动力市场所存在的错配现象进行分析，课题组认为教育系统的进一步改革与发展，需要在稳步推进教育扩张的同时，兼顾教育与劳动力市场之间的制度联结设计。其中，职业教育对于劳动力就业有着不可替代的作用。习近平总书记在对职业教育工作作出的重要指示中，强调加快构建现代职业教育体系。发展高质量的职业教育尤为重要，包括着力发展中职、高职、本科职业教育培养一体化。在高等教育发展方面，要注重提升学生的就业质量，通过进一步强化基础课程和综合技能的培训，加强职业生涯规划方面的指导，促进高学历劳动者的教育—职业匹配。此外，有研究表明劳动力市场的相关就业咨询、职业搜寻顾问服务对劳动力市场的资源有效配置有一定的改善效果¹⁴。政府还应鼓励发展劳动力市场的相关就业咨询、职业规划等服务，考虑针对高学历毕业生开办公益性就业指导项目等。

3. 老龄化势头明显，养老形势严峻

我国老龄人口占比上升势头明显，青壮年人口占比逐渐下降，人口红利逐渐消失，人口结构呈现未富先老，老龄人口占比未来还将持续增加，人口结构压力逐渐变大，基本养老保险基金未来将呈现持续亏损的状态，形势严峻。

自 1960 年来，中国人口结构的变化可大体分为两个阶段：计划生育前与计划生育后。1978 年是全国范围内严格执行计划生育政策的元年，在此之前，中国 0-14 岁人口占比稳定在 40% 左右，15-64 岁人口占比稳定在 56% 左右，65 岁及以上人口占比则在 6% 水平上下波动。实行计划生育政策后，中国 0-14 岁人口占比显著下降至 2019 年的 17.8%，减少了近 22 个百分点。而 15-64 岁人口占比整体提高至 2019 年的 70.7%。尽管 65 岁及以上人口占比变化幅度较小，仅从 6% 上涨到了 2019 年的 11.5%，但其上升趋势显著，且呈现出逐渐加快的趋势。

¹⁴ Card, David, Jochen Kluge, and Andrea Weber, "Active Labour Market Policy Evaluations: A Meta-Analysis," *Economic Journal*, 120 (2010), F452-F477

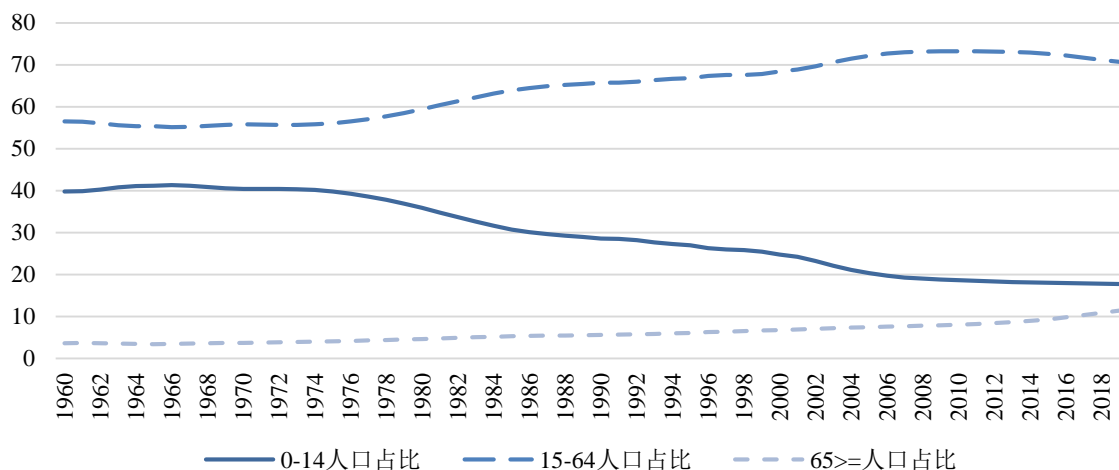


图 69 1960-2019 年中国人口结构变化图
(数据来源: 世界银行, 单位: %)

与其他国家相比, 中国老龄化上升趋势快于同等收入水平国家平均水平。实行计划生育以来, 中国 65 岁及以上人口占比上升速度快于中等高、低收入国家 (不含中国) 平均水平, 2016 年后其上升速度甚至稍快于美国。

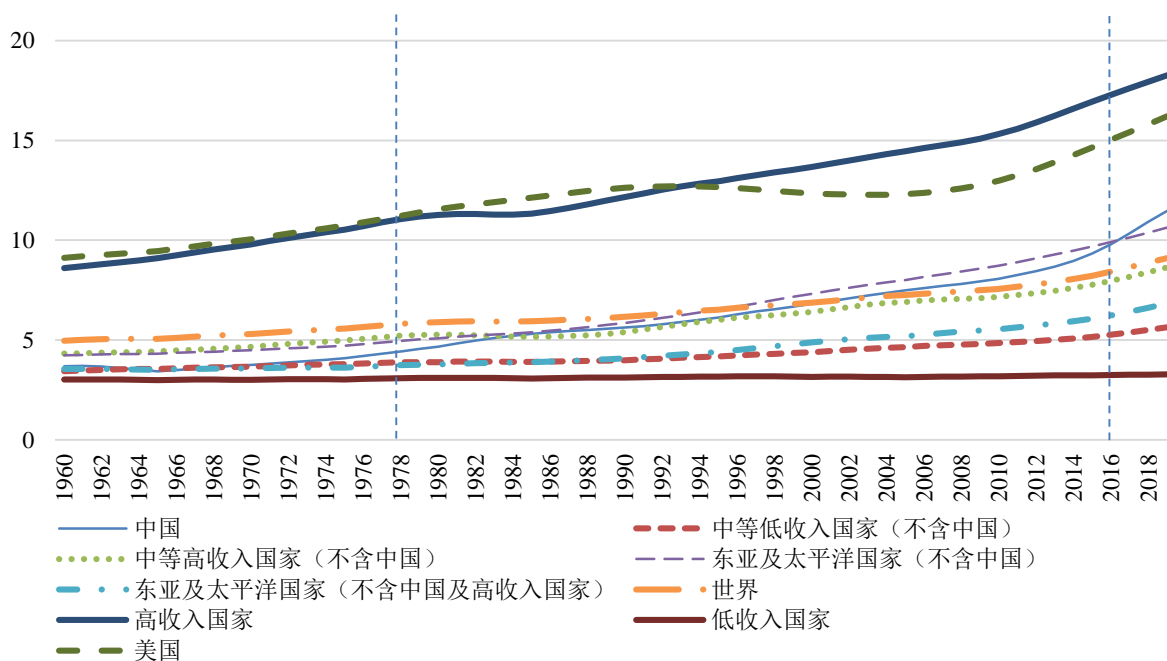


图 70 1960-2019 年中国及世界其他地区 65 岁及以上人口占总人口比例
(数据来源: 世界银行, 单位: %)

中国老龄人口占比高于与中国人均 GDP 水平相近国家的平均水平, 呈现未富先老的人口结构。为进一步跨国比较老龄化状况, 课题组对每个国家每年的人均 GDP 进行了排序, 再以中国 1990 年以来每年的人均 GDP 为基准, 筛选出人均 GDP 排名在中国之后的 5 名和在中国之前的 5 名作为基础数据, 来探究与中国人均 GDP 相近国家的 65

岁及以上人口占比的特征。从图中可以看出，进入 21 世纪前，中国 65 岁及以上人口占比整体高于其人均 GDP 附近水平上的其他国家。进入 21 世纪后，伴随着中国经济的高速发展，中国人均 GDP 快速提升，中国进入了中等高收入国家的行列，开始出现一些与中国人均 GDP 相近，但是 65 岁及以上人口占比更高的国家。但是总的来看中国 65 岁及以上人口占比显著高于其所在人均 GDP 水平的平均水准以上，这也足以表明中国的老龄化进展快于中国人均 GDP 的增长，出现了未富先老的问题。这背后的主要原因是生育率长期处于较低的水平上，较低的生育率会导致总人口的增速低于老年人口的增速，老年人口占比也因此不断增高。

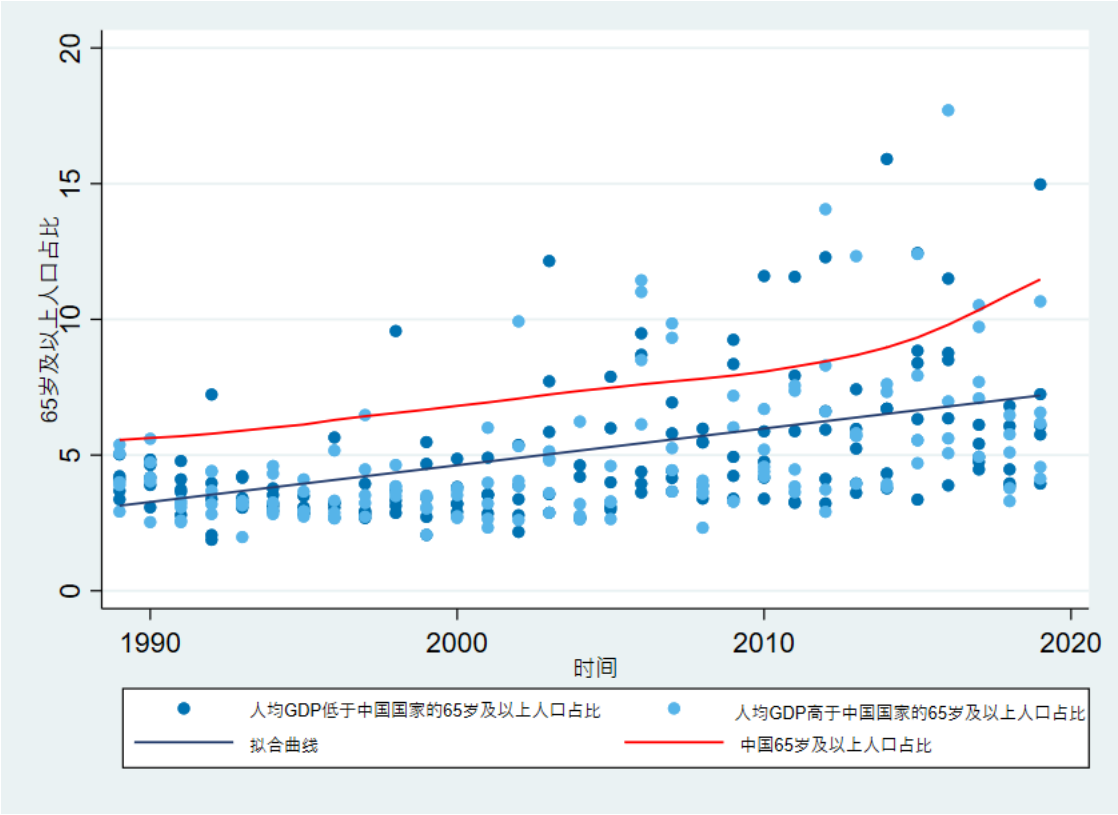


图 71 1989-2019 年相近人均 GDP 水平下中外 65 岁及以上人口占比比较
(数据来源：世界银行，单位：%)

老龄人口占比未来还将持续增加，但出生率的提高可以缓解该问题，同时可以帮助人口结构更快的过渡到老龄人口占比下降的阶段。课题组以 2019 年为界，对中国未来 2020-2060 年的人口结构进行了预测。预测模型如下：

$$n_{t+1}^{i+1} = Death^i \cdot n_t^i, \quad i = 0, \dots, 90, 90 +$$

$$n_{t+1}^0 = N_t \cdot Birth_k, \quad k = 1, 2, 3, 4, 5, 6$$

$$N_t = \sum_i n_t^i$$

其中， n_t^i 表示 t 年年龄为 i 的人口数量，且 $i = 90 +$ 代表 90 岁以上的年龄。 $Death^i$ 代表年龄为 i 的人口组死亡率， $Birth_k$ 代表第 k 个情景下设定的粗出生率。 N_t 为 t 年的总人口数量。

课题组预测主要依据的假设是：2020-2060 年保持相同的分年龄死亡率与粗出生率。其中分年龄死亡率的依据为 2019 年中国分年龄死亡率，粗出生率则设定了 5 种情景，预测结果如表 9 所示。其中，“2019 年中国”情景代表未来出生率保持 2019 年现状不变的情况。“2019 年日本”与“2019 年欧盟”代表未来出生率进一步下降的情况。

“2019 年中等收入国家”情景代表未来出生率上升的情况。此外，课题组还考虑了三胎放开后的预估生育率。预估开放三胎粗出生率 = 2019 中国粗出生率 + (2016 粗出生率 - 2015 粗出生率)，即假设开放三胎粗出生率的提高水平与 2016 年开放二胎时粗出生率的提高水平相同。

表 9 5 种情景下的初始粗出生率与预测结果

情景	粗出生率	预测指标	2030 年	2040 年	2050 年	2060 年
①2019 年中国	1.05%	0-14 岁人口占比	15.7%	15.6%	16.0%	16.3%
		15-64 岁人口占比	65.3%	59.1%	57.4%	55.4%
		65 岁及以上人口占比	19.0%	25.3%	26.6%	28.3%
②2019 年日本	0.7%	0-14 岁人口占比	12.3%	10.8%	11.1%	11.4%
		15-64 岁人口占比	68.0%	61.8%	58.6%	54.3%
		65 岁及以上人口占比	19.8%	27.4%	30.3%	34.3%
③2019 年欧盟	0.93%	0-14 岁人口占比	14.5%	14.0%	14.3%	14.7%
		15-64 岁人口占比	66.2%	60.0%	57.9%	55.1%
		65 岁及以上人口占比	19.3%	26.0%	27.8%	30.2%
④2019 年中等收入国家	1.77%	0-14 岁人口占比	22.2%	24.6%	25.0%	25.1%
		15-64 岁人口占比	60.2%	53.9%	54.5%	55.4%
		65 岁及以上人口占比	17.5%	21.5%	20.5%	19.5%
⑤预估开放三胎	1.14%	0-14 岁人口占比	16.5%	16.8%	17.2%	17.5%
		15-64 岁人口占比	64.7%	58.4%	57.1%	55.6%

数据来源：国家统计局，上海财经大学高等研究院

预测结果显示，65 岁及以上人口占比总体呈现上升趋势。初始的粗出生率较高的情景下，65 岁人口占比的上升程度更低，也能更快的结束上升阶段，进入缓慢降低的阶段。在情景④下，2041 年 65 岁及以上人口占比达到最高值 21.5%。该水平在 2019 年全世界各国 65 岁及以上人口占比排名中位列第 7，比高等收入国家 2019 年水平高出 3 个百分点。随后，该情景下 65 岁及以上人口占比开始缓慢下降，并在 2060 年底达到 19.5%。另外四种情况下，上升态势将一直持续到 2055 年。其中最为严重的是情境②，该情景下中国 65 岁及以上人口占比将在 2043 年超过日本 2019 年 65 岁及以上人口占比（为 28.02%，2019 年全世界最高），并在 2060 年达到 34.3%。

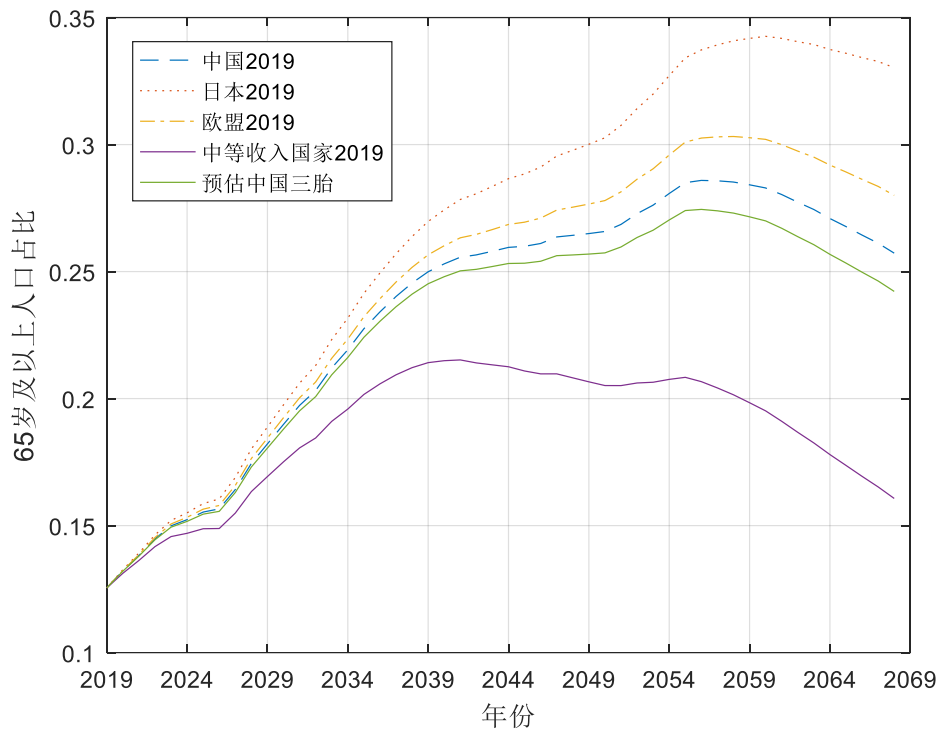


图 72 2019-2060 年中国 65 岁及以上人口占比预测

(数据来源：世界银行)

与 65 岁及以上人口占比发展趋势类似，在不同粗出生率情景下，尽管老年抚养比开始下降的时间不同，但老年抚养比整体呈现上升趋势。初始粗出生率越高的情景下，老年抚养比的上升程度越低，也能越快的结束上升阶段，进入缓慢降低的阶段。在情景④下，2041 年抚养比达到最高值：40.0%。该水平在 2020 年全世界各国占比排名中位列第 2，比欧盟 2020 年水平高出 8 个百分点。另外四种情景下，老年抚养比在 2060 年左

右进入下降期。其中最为严重的是情景②，即使至 2060 年老年抚养比下降仍然非常缓慢，并将在较长一段时间内高于 60%，而 2020 年全世界老年抚养比最高的国家（日本）老年抚养比也仅为 47%。

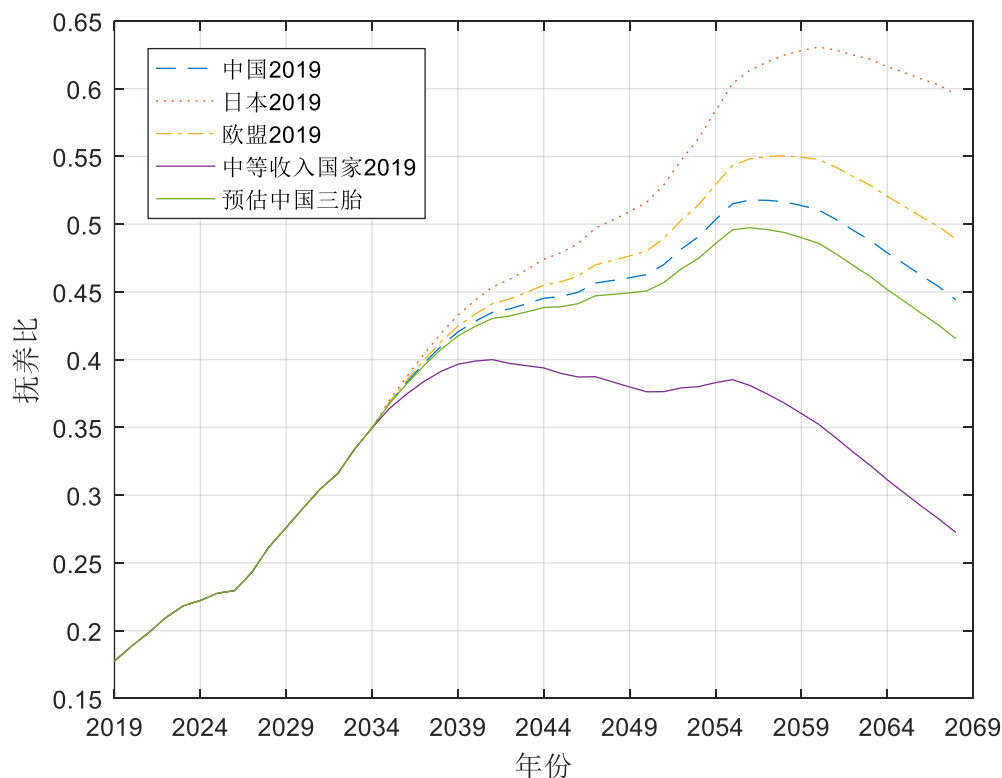


图 73 2019-2060 年中国老年抚养比预测
(数据来源: 世界银行)

以上预测结果表明，中国未来无论是老龄人口占比还是老年抚养比，状况都不容乐观。养老保险作为社会养老的主要手段之一，能否应对将来愈发严重的老龄化问题呢？课题组构造了一个基本养老保险基金盈余预测模型来回答这一问题。

养老保险基金主要分为基本养老保险基金与城乡居民养老保险基金。从基金的体量上看，2019 年基本养老保险基金收入为 57025.86 亿元，而城乡居民养老保险基金收入仅为 4107.03 亿元，不到其 10%。从支出来看，基本养老保险基金支出为 52342.32 亿元，而城乡居民基本养老保险支出仅为 3114.29 亿元，也不到其 10%。因此课题组主要聚焦于基本养老保险基金未来的盈余问题。

基本养老保险基金盈余预测模型的基本假设有：（1）城市化率速度保持往年平均速度；（2）城镇就业人口与城镇人口呈线性关系；（3）基本养老保险参保在职员工与城镇就业人口呈现线性关系；（4）基本养老保险基金收入与该保险参保在职员工数量呈线性关系；（5）65 岁及以上人口与城市中 65 岁及以上人口占比呈线性关系；（6）城镇 65 岁

及以上人口数量与基本养老保险参保退休人员数量呈线性关系；(7) 基本养老保险基金支出与参加基本养老保险退休人员数量呈线性关系。基于以上假设，课题组基于 2010-2019 年城镇人口、就业人口、基本养老保险参保人数组成与收入支出、以及全国及城镇人口组成数据对以上线性模型进行拟合¹⁵即可得到基本养老保险基金的收入支出值，从而得到基本养老保险基金的盈余状况。

基于以上预测模型可以发现，未来基本养老保险基金将较长一段时间内处于亏损的状态，其主要原因是未来老龄化的压力不断变大，参保人员中退休人员不断增加，但参保的在职员工数量要慢于退休人员的增加速度，进而导致了支出增长速度快于收入增长速度，从而会在较长一段时间持续亏损状态。5 个情景中，当粗出生率达到中等收入国家 2019 年水平时，可以最快在 2056 年脱离基金亏损的状态，且其最高亏损水平为 50957 亿元，约占 2020 年 GDP 总值的 5%。而在另外四个情景下，它们在 2060 年前都不能脱离亏损状态，最高亏损值分别为 74116 亿元（“预估中国三胎”），79664 亿元（“2019 年中国”），148430 亿元（“2019 年欧盟”），16000 亿元（“2019 年日本”），分别占 2020 年 GDP 7.3%、7.8%、14.6%、15.7%。

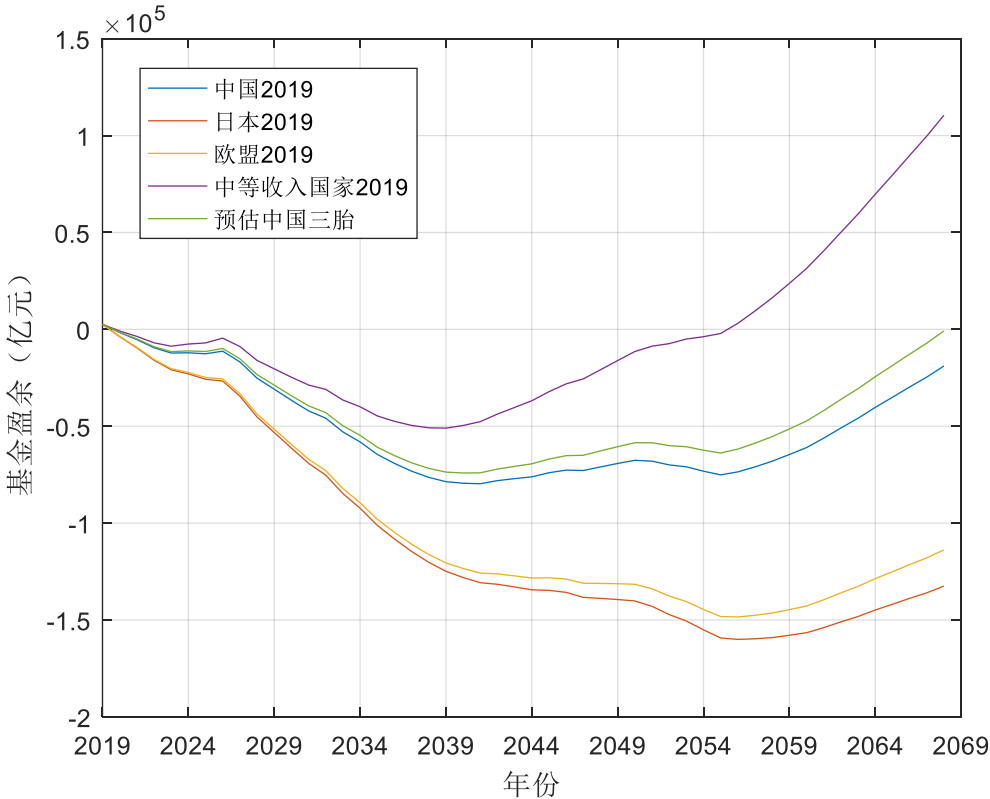


图 74 2019-2060 年中国基本养老保险基金盈余预测

¹⁵ 假设 2-7 线性模型拟合 R 方分别为：0.9978, 0.9954, 0.9482, 0.9992, 0.9932, 0.9924.

(数据来源: Wind, 单位: 亿元)

我国已建成世界上规模最大的社会保障体系,但养老保险参保率仍有待提高,“十四五”规划《纲要草案》提出要将基本养老保险参保率提高到95%,实现基本养老保险全国统筹。此外,“十四五”规划纲要中还提出要按照“小步调整、弹性实施、分类推进、统筹兼顾”等原则,逐步延迟法定退休年龄。因此课题组还考虑了两个相对应的政策反事实实验:(1)提高参保人数增长速度;(2)推迟退休年龄。

提高参保人数增长速度:参保人数的增长反映的是城镇就业人员中参保人员占比的提高。在预测模型中,城镇就业人员数量与基本养老保险中在职员工数量的线性模型中的系数一定程度上刻画了参保人数的增长速度,因此在此情景下,课题组将此系数提高20%来刻画参保人数增长速度的提高。预测结果显示,在粗出生率为2019年中等收入国家水平时,基金盈余虽然下降了一段时间,但总体可以保持基金盈余。当在2019年中国与预估三胎政策粗出生率情况下,在2033-2050年左右,基金将处于一个相对短暂的亏损状态,但总体亏损并不严重,最高亏损值分别为26616亿元(占2020年GDP 2.6%)、20300亿元(占2020年GDP 2.0%)。但当生育率进一步下降至欧盟与日本的水平时,仍然无法在2060年前恢复基金盈余状态,最高亏损值分别为106060亿元(占2020年GDP 10.4%)、119950亿元(占2020年GDP 11.8%)。

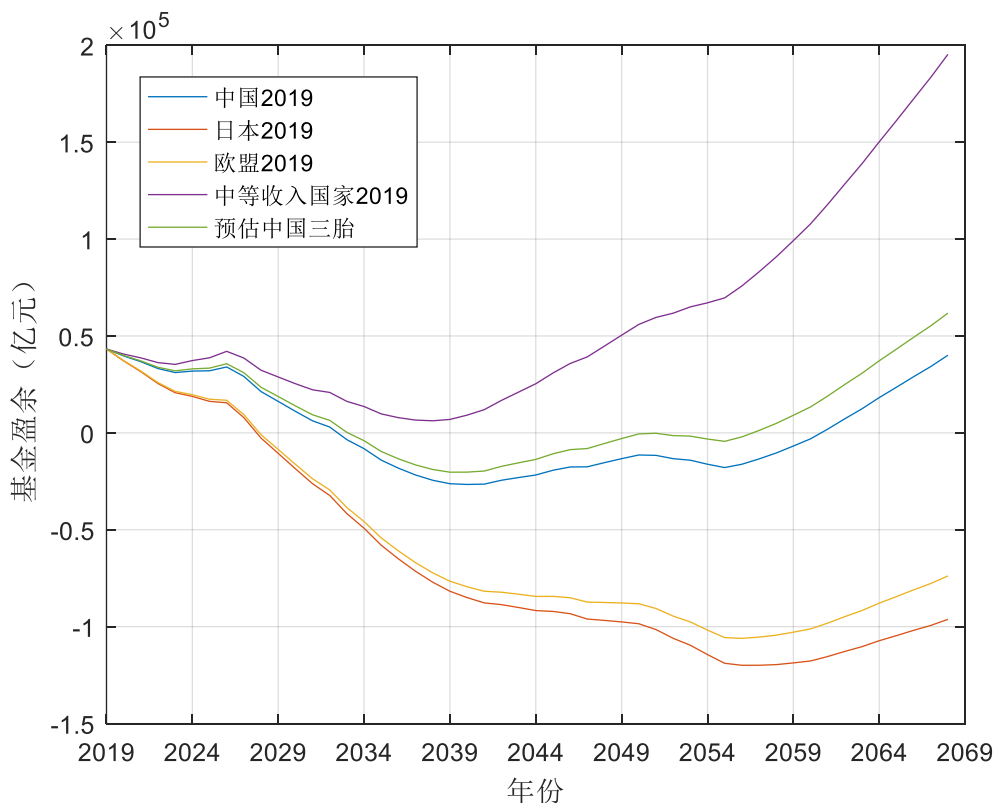


图 75 2019-2060 年提高参保人数增长速度反事实实验结果

(数据来源: Wind, 单位: 亿元)

推迟退休年龄: 退休年龄的推迟一方面导致参加基本养老保险基金的在职员工缴纳保险的时间延长而提高基金收入; 另一方面, 参加基本养老保险离退休人员数量的上升速度会减慢而降低基金支出的压力。为简化处理, 课题组只考虑对基金收入端的影响, 因此得到的结果将会是一个下界。课题组通过改变参加基本养老保险基金中在职员工数量与基金收入之间线性关系的系数来刻画退休年龄推迟的政策效果: 假设推迟退休年龄使该系数提高了 20%。预测结果与第一种情况类似, 基金的亏损状态将得到较快的改善, 其中改善最快的仍是粗出生率为 2019 年中等收入国家水平的情景 (情景④), 仅仅经历了非常短暂且微小的亏损。而最差的仍然是当粗出生率下降到 2019 年欧盟与 2019 年日本水平的情况。这四种情况下基金最高亏损值分别为: 36723 亿元 (预估中国三胎, 情景⑤), 43039 亿元 (2019 年中国, 情景①), 122480 亿元 (2019 年欧盟, 情景③), 136370 亿元 (2019 年日本, 情景②), 分别占 2020 年 GDP 3.6%、4.2%、12.1%、13.4%。但值得一提的是, 由于两种政策对应的线性模型系数意义不同, 本预测模型无法对两个政策的成本大小进行比较, 但二者的预测结果都说明了这两个政策的有效性。

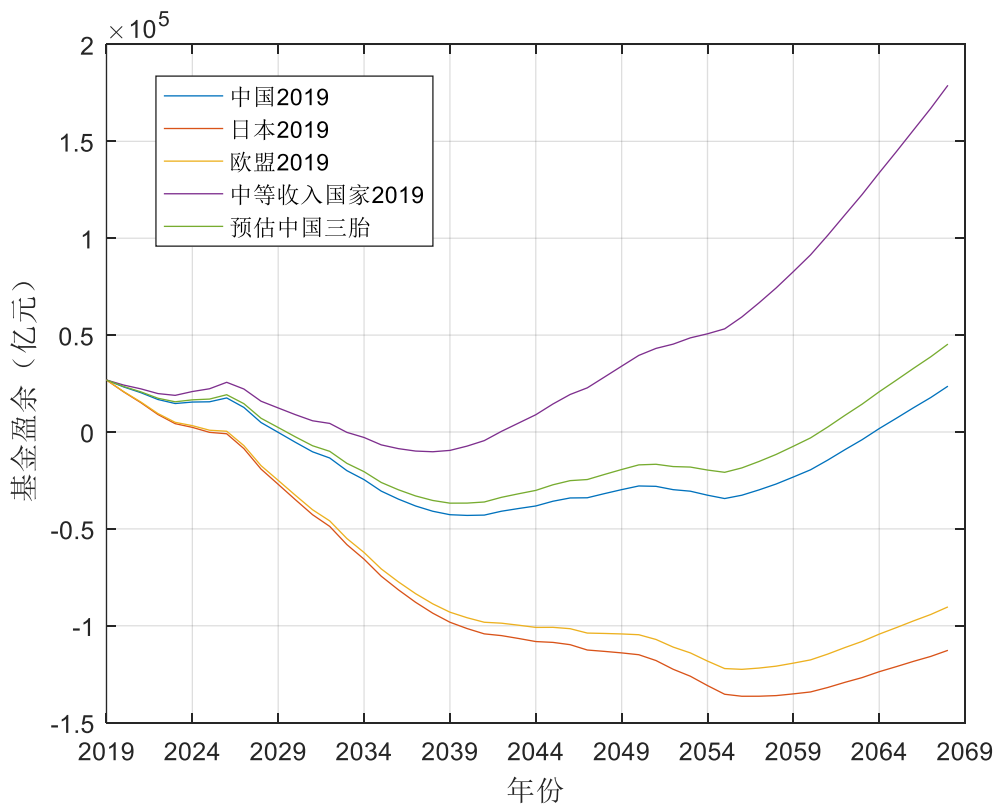


图 76 2019-2060 年推迟退休年龄反事实实验结果

(数据来源: Wind, 单位: 亿元)

总的来看, 基本养老保险基金盈余逐渐下降, 并将由正转负, 且未来的亏损状态将

持续较长时间，基本养老保险基金未来压力将持续增大。但是提高参保人数的增长速度和推迟退休年龄两个政策能够提高基金收入，延迟退休年龄还可以减轻基金支出端的压力，因此二者均可以有效的缓解基本养老基金的未来压力。

4. 家庭部门愈加依赖中长期贷款，债务积压效应逐渐释放，消费需求仍未完全复苏

2021 年家庭部门债务继续不断攀升，在家庭部门新增贷款方面，1 月和 3 月均超过了 1 万亿，是有记录以来首次出现月增过万亿的局面。其中，对于居民户中长期贷款而言，如图 77 所示，2021 年前五个月居民户中长期贷款增量较去年和前年同期更多。除了 2 月略低，其他四个月的中长期贷款增量均高于 2017-2019 年的平均值，特别是 1 月，居民户中长期贷款新增额达到了 9448 亿元的新单月新增峰值。整体而言，前 5 个月中长期贷款新增 2.9 万亿元，达到同期历史新高，不但超过去年疫情期间同期约 7500 亿元，更是超过 2019 年这一平常年份同期 6500 亿元。在持续的信贷宽松政策下，家庭部门在加紧购置房产，争取搭上房价高涨的列车。

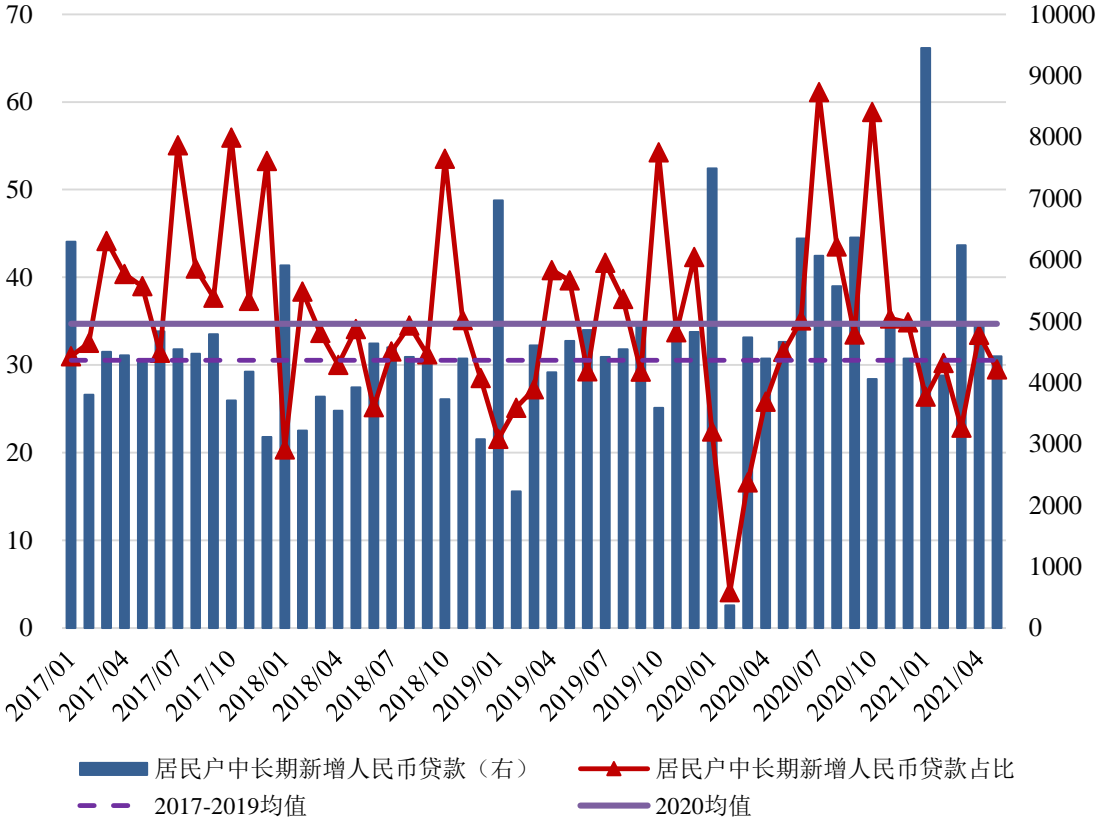


图 77 新增人民币家庭中长期贷款增量

(数据来源: 上海财经大学高等研究院、WIND, 单位: % (左)、亿元 (右))

对于居民户短期贷款而言，整体来看，同中长期贷款一样，短期贷款也在持续增长。如图 78 所示，2021 年前 5 个月新增人民币家庭短期贷款 8000 亿元，较去年同期增加

3848 亿元，较前年同期增加 667 亿元。特别是 3 月，短期贷款新增额攀升至 5242 亿元，比去年同期增加 98 亿元，再一次刷新有史以来的峰值。但是自 3 月之后，家庭部门短期贷款单月新增额虽仍然为正，但却开始低于 2018 年以来的同期单月值。家庭部门的债务结构已经完全被中长期贷款所主导。

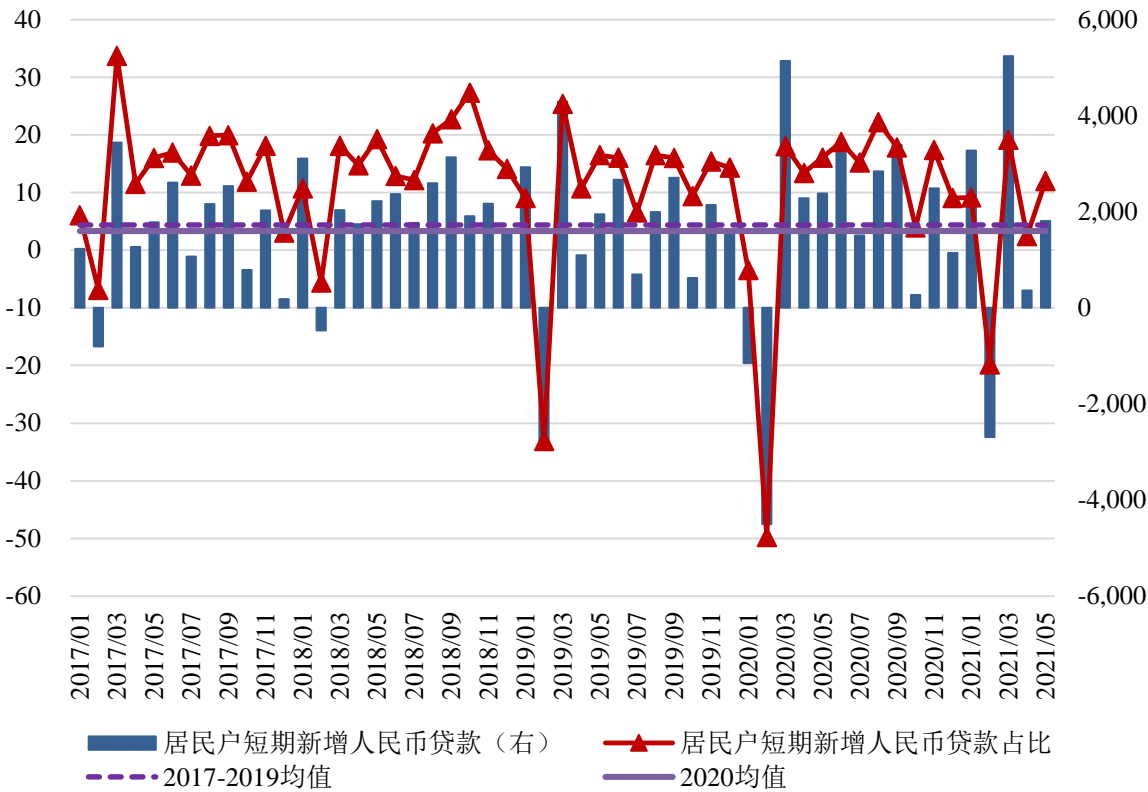


图 78 新增人民币家庭短期贷款增值

(数据来源：上海财经大学高等研究院、WIND，单位：%（左）、亿元（右）)

从短期贷款新增额与中长期贷款新增额的比例数据也可反映出同样的事实，如图 79 所示，在家庭债务新增额的季度数据中，短期贷款和中长期贷款的相对占比持续下降。在 2014 年前，短期贷款新增额至少占到中长期贷款新增额的一半，但此后这一比例持续降低，在 2016 年间甚至降至 10% 左右。伴随着房地产市场调控政策的升级，这一比例又开始回升，在疫情前基本稳定在 40% 左右。虽然疫情期间出现震荡，但疫情后，随着家庭部门又开始将资产主要配置在住房资产中，对中长期贷款的依赖再次愈加严重，这一比例又开始逐渐下降，截止到 2021 年第一季度，家庭部门新增短期贷款仅占新增中长期贷款的三分之一。

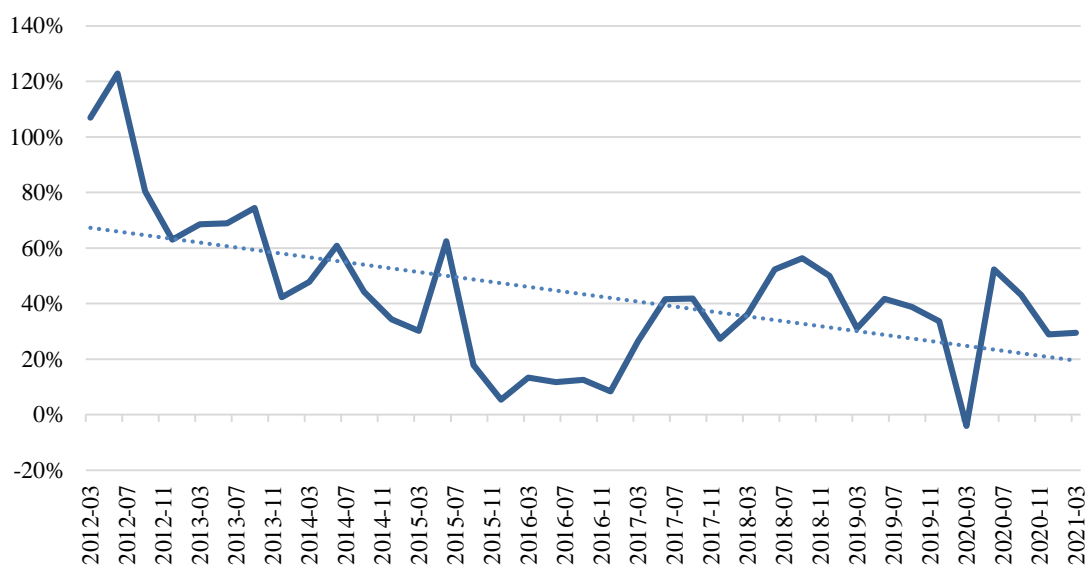


图 79 新增人民币家庭短期贷款与中长期贷款的相对构成
(数据来源: 上海财经大学高等研究院、WIND)

从整体信贷新增量上来看, 虽然居民户新增中长期贷款额继续维持高位, 但其占新增人民币贷款总额的比例相比于 2020 年下半年却出现了回落。平均而言, 仅有三成左右的新增贷款通过中长期贷款流入了房地产市场。从整体信贷供给的角度来看, 2021 年前 5 个月, 家庭部门新增人民币贷款 3.7 万亿元, 较 2020 年同期增加 1.1 万亿元, 较 2019 年同期增加 0.7 万亿元。从新增贷款的占比来看, 如图 80 所示, 2021 年前 5 个月, 家庭部门新增贷款占总新增贷款的比例在 2013-2015 年间的均值 (36.87%) 上下波动, 低于 2017-2019 年间的均值 49.65%。居民新增贷款数量与占比之间的反差也反映出整体信贷市场的宽松, 但也应警惕投机者为了逃避监管通过其他类型贷款继续投资房地产, 增加系统性风险发生的可能性。

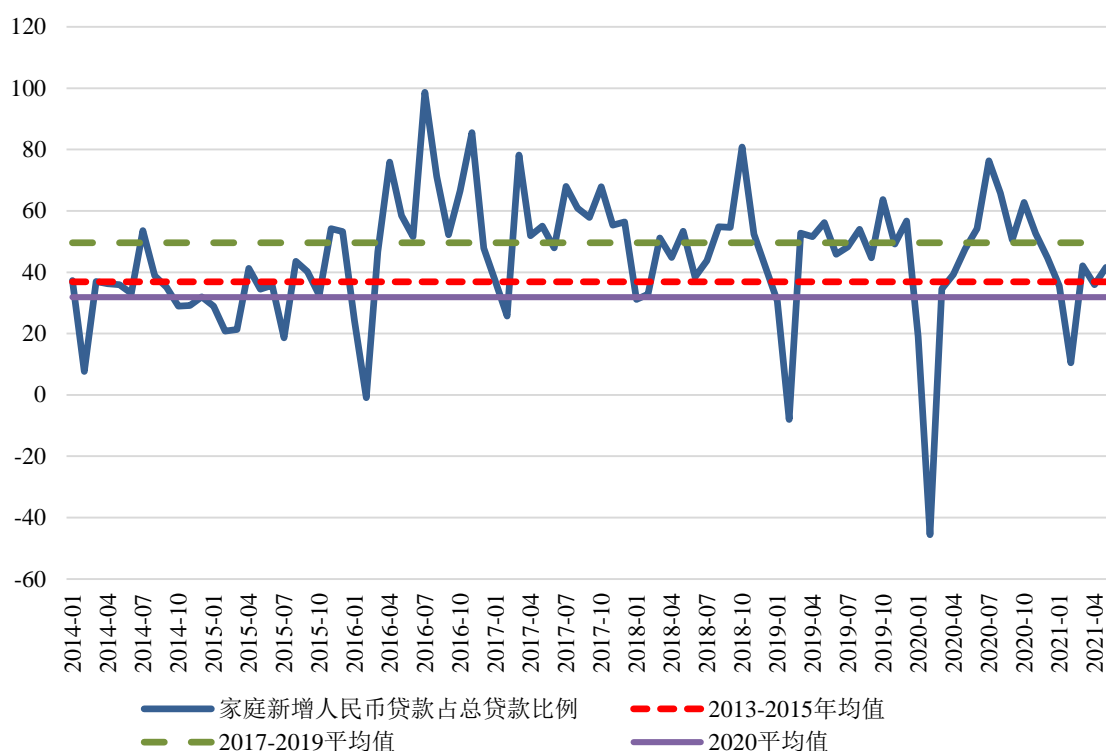


图 80 家庭部门新增人民币贷款占比

(数据来源: 上海财经大学高等研究院、WIND, 单位: %)

从新增贷款的用途上来看, 无论是中长期贷款, 还是短期贷款, 家庭部门经营性贷款在 2021 年前 4 个月均在较大的震荡中上升。具体来看, 2021 年前 4 个月家庭部门中长期经营性贷款新增 6202 亿元, 比 2020 年同期增加了 3539 亿元, 比 2019 年同期增加了 3823 亿元; 而短期经营性贷款新增 6148 亿元, 比 2020 年同期增加 2066 亿元, 比 2019 年同期增加 4175 亿元, 均达到近些年来的新高。并且, 虽然无论是中长期贷款, 还是短期贷款, 家庭部门经营性贷款新增额在近一年来均出现较大的波动, 但其均值仍要显著高于历史水平。从新增额占比上, 如图 81 所示, 无论是中长期贷款, 还是短期贷款, 经营性贷款新增额的占比从疫情后即稳步提高。由于经营性贷款主要针对农户和个体工商户的贷款, 家庭债务新增额的这一结构变化也体现了金融机构在疫情后对实体经济的支持。

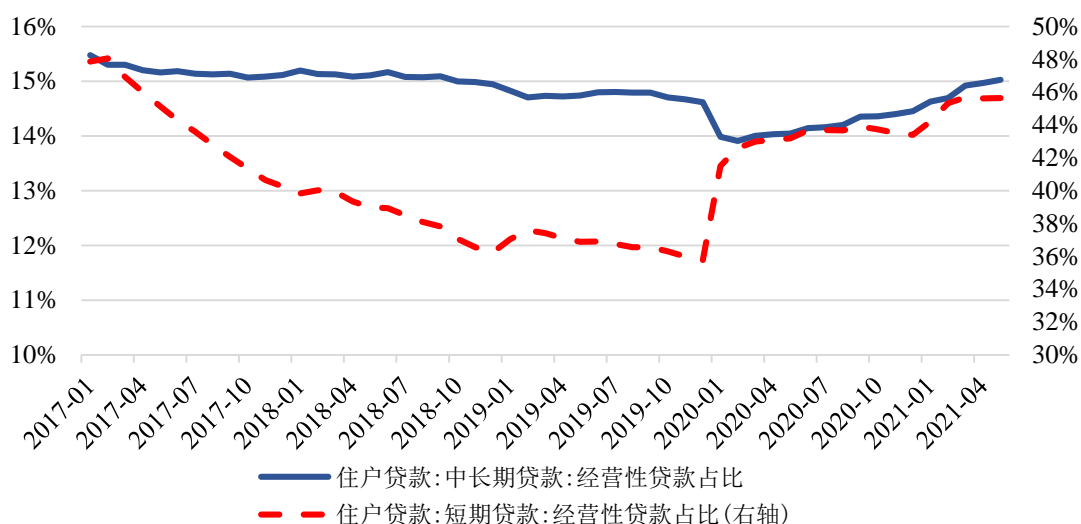


图 81 家庭部门新增贷款中经营性贷款占比
(数据来源: 上海财经大学高等研究院、中国人民银行、WIND)

家庭部门的债务存量方面, 截止到 2021 年 5 月, 家庭部门共累积 16.3 万亿元左右的短期贷款, 50.6 万亿元左右的中长期贷款, 家庭部门总债务较去年同期增加约 9 万亿元。如图 82 所示, 与去年同期相比, 家庭部门短期贷款总量增加了 16.3%, 而中长期贷款总量增加了 15.3%。进入 2021 年, 家庭债务存量的增速进行了一次调整, 但在如此高的存量产生的基数效应的前提下, 无论是中长期债务还是短期债务, 增速仍稳定在 15% 以上, 这直接说明了家庭部门加杠杆的速度和决心。并且从债务存量的结构上看, 家庭短期贷款与中长期贷款的比值稳定在 32% 左右, 但低于疫情前 40% 的水平, 表明家庭对中长期债务更加依赖。这一切均反映了家庭部门对房地产市场投资的再次热情。

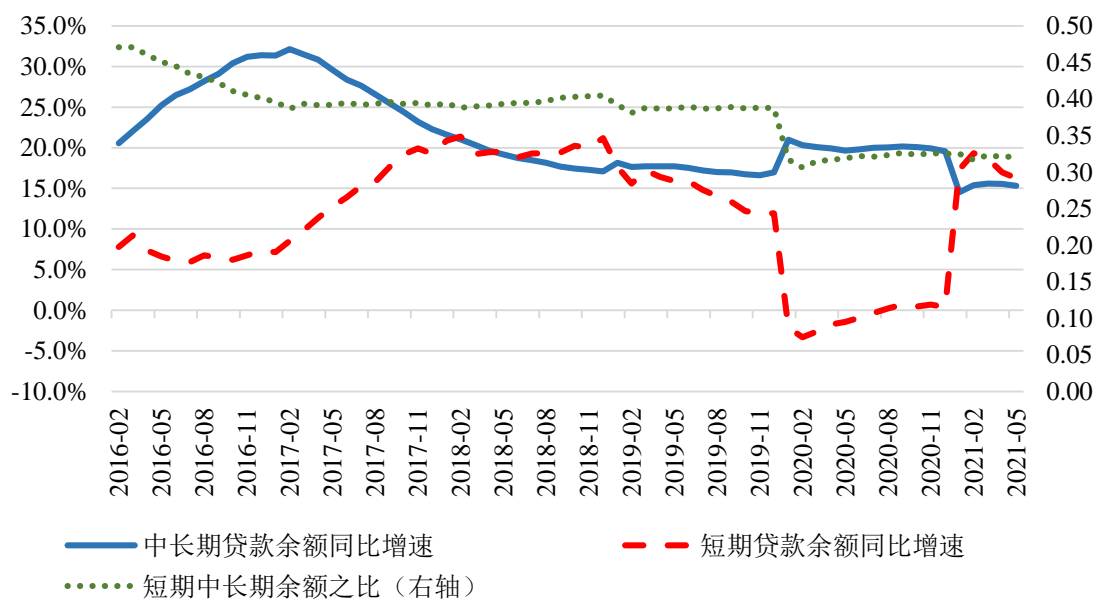


图 82 家庭部门债务存量增速

(数据来源：上海财经大学高等研究院、中国人民银行、WIND)

从家庭杠杆率（以债务占 GDP 的比重）也可以看出中国家庭加杠杆的速度。如图 83 所示，在经过 2020 年的快速攀升之后，2021 年第一季度的家庭杠杆率相对去年第四季度而言略有下降，但主要是因为一季度 GDP 大涨导致。根据国家资产负债表研究中心（CBNS）统计，2021 年第一季度家庭部门杠杆率达到了 62.2%，虽然比 2020 年底下降 0.1 个百分点，但相较 2019 年底，5 个季度增加了 6 个百分点，增速还是要高于疫情前的平均一个季度一个百分点的增速。

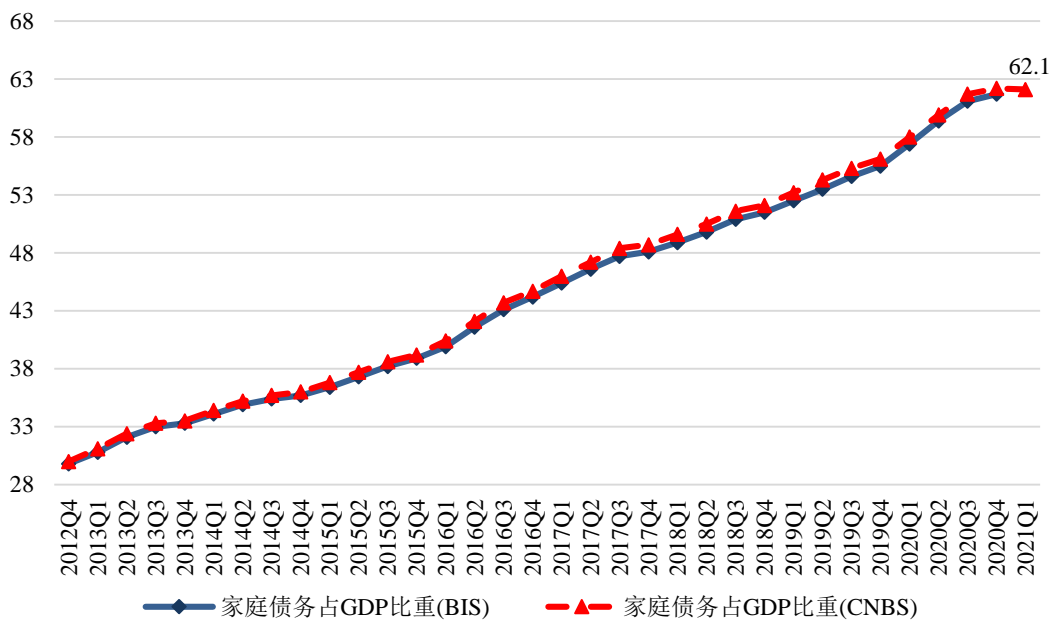


图 83 家庭总债务占 GDP 的比重

(数据来源：中国人民银行、国家统计局、BIS、上海财经大学高等研究院，单位：%)

从家庭债务与可支配收入之比也可以得到同样的信息。如图 84 所示，截止到 2020 年底，家庭债务占可支配收入的比重已经高达 130.9%。即使以资金流量表中测算的家庭可支配收入衡量，虽然最新的数据还未公布，但从趋势来看，家庭债务占可支配收入的比重在 2020 年第四季度很可能反超了美国的同期水平。¹⁶同美国的情形相比，中国家庭加杠杆的趋势看不到终点，而美国家庭即使在受到疫情冲击时，也仍在降杠杆。虽然从 2017 年年中报告开始，课题组就警示家庭债务累积造成的家庭流动性问题，以及由此引发的家庭部门总需求不足的问题，但无论政策如何吹风，家庭部门仍然在争先恐后地搭上房价增长的列车，家庭债务增长的趋势远远望不到头。

¹⁶ 由于 2020 年受到疫情冲击，资金流量表中家庭可支配收入不能简单地通过以往年份的增速进行推算，因此，本次报告中，课题组仅更新了最新的以资金流量表中家庭可支配收入衡量的家庭债务与可支配收入之比。

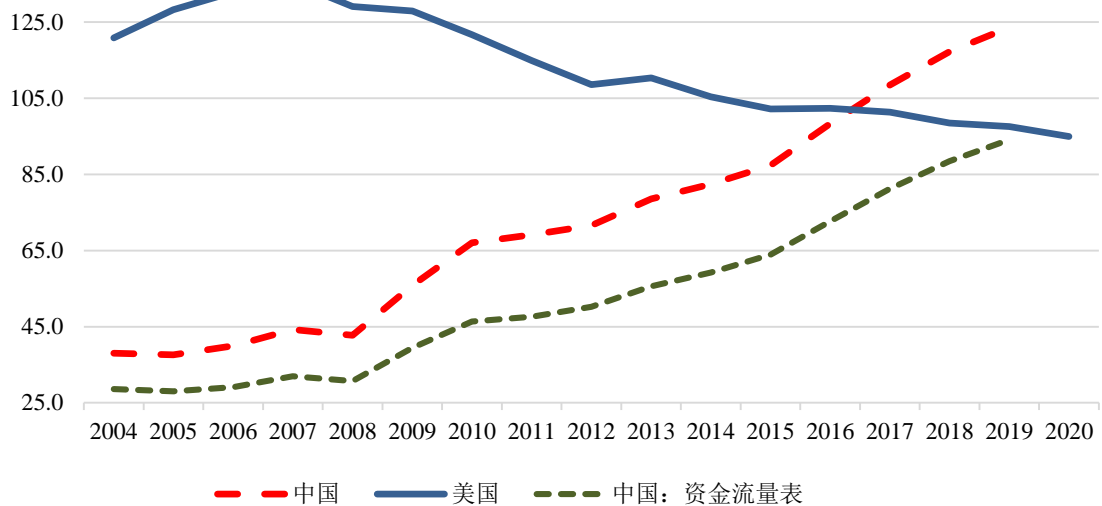


图 84 家庭总债务占可支配收入的比重

(数据来源：中国人民银行、国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%)

从债务构成上也反映出中美家庭债务结构的分化，即中国家庭部门对中长期贷款的依赖更甚于美国。图 85 描述了中国家庭部门中长期贷款与其中的消费贷款占全部家庭贷款的比例，以及美国家庭部门住房抵押贷款占全部家庭贷款的比例。如果以住房抵押贷款为参照，虽然中长期贷款中有一些其他非涉房贷款，但其主体仍然是住房抵押贷款，且有很多以其他名义的贷款也流入了房地产市场。同时，这些贷款中也并没有包括住房公积金贷款，以 2019 年为例，2019 年底公积金个人住房贷款余额 55883.11 亿元，占到了家庭部门全部贷款余额的 10%。由此看出，在过去的一段时间，伴随着中国家庭部门加杠杆，美国家庭降杠杆，中国家庭部门的涉房贷款占比一直上升，疫情期间已经追上了美国家庭的占比，如果再考虑公积金，中国家庭部门涉房贷款已大大超过美国。

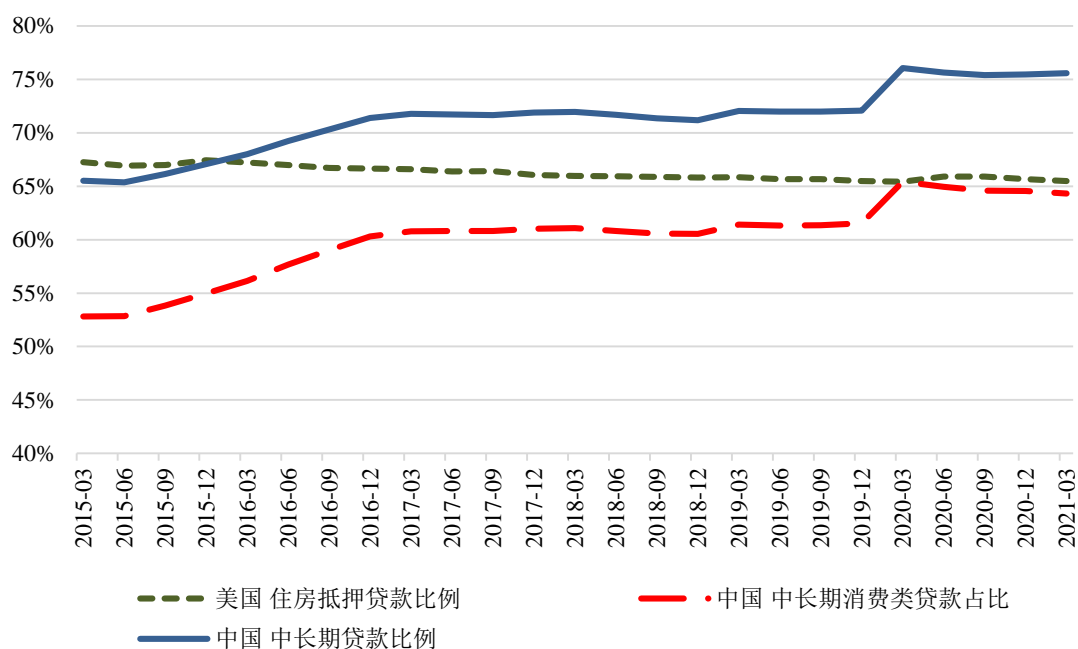


图 85 中美家庭债务结构比较

(数据来源: 上海财经大学高等研究院、中国人民银行、WIND)

家庭债务累积会增加家庭的债务负担。2017 年以来的历次报告中，课题组均强调家庭债务累积对家庭现金流的挤出作用，并对微观机制进行了细致分析，也得到了数据的印证。与此同时，当家庭积累了过多的债务，且面临收入不确定性时，由于中国缺乏房屋净值贷款市场的现实，债务积压 (Debt Overhang) 还会激发家庭预防性储蓄的动机，即由于家庭面临收入不确定性，高负债家庭如果担心未来收入下降不能按时还按揭贷款，则需预先储备现金，从而出现债务与银行存款“齐飞”的特殊现象。而这种预防性储蓄动机同债务导致的还款挤占现金流一样，也会挤出消费，对内需恢复造成双重挤压。

家庭银行存款的数据也显示了这样的趋势。伴随着疫情后经济的恢复，由不确定性导致家庭预防性储蓄动机下降，家庭存款的绝对值虽较 2020 年有所下降，但仍处于较高水平，且家庭储蓄率从 2017 年开始呈现持续上升的趋势，如图 86 所示。具体而言，从家庭存款增加的绝对值上看，2021 年前 5 个月的家庭新增存款为 5.22 万亿元，低于 2019 年同期的 5.69 万亿元，更低于 2020 年同期的 6.15 万亿元，却高于 2018 年前的所有年份。家庭部门中长期贷款在增加，储蓄在增加，受到挤压的只能是消费。

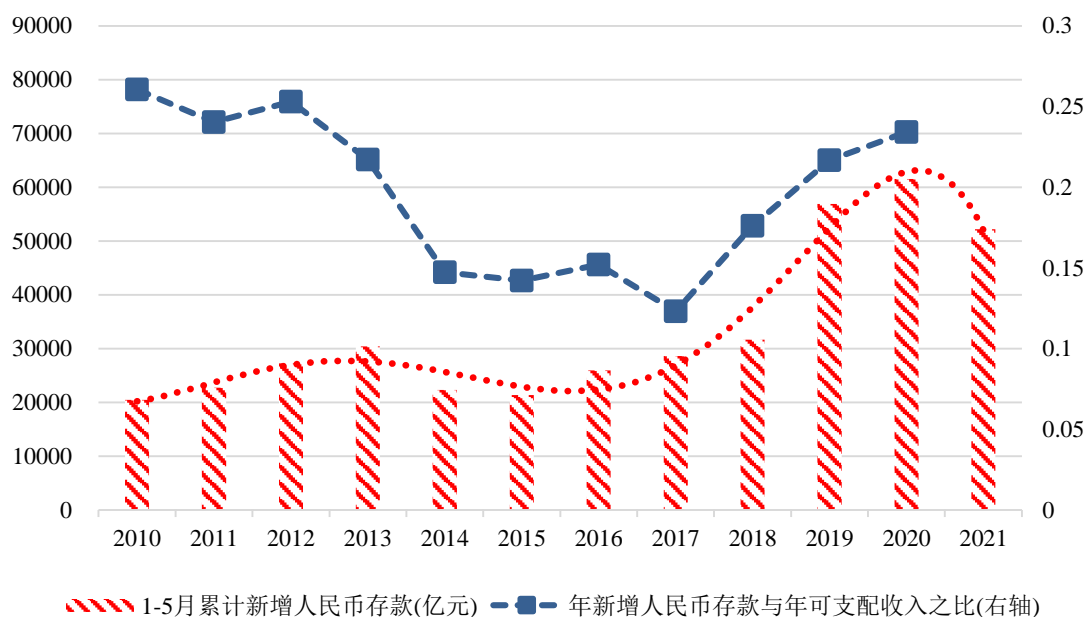


图 86 家庭存款新增额及其占可支配收入比例
 (数据来源: 中国人民银行、国家统计局、上海财经大学高等研究院)

疫情期间家庭存款增速与贷款增速的此消彼长使得很多省份的债务-资产比例降低, 但正如课题组前面分析的, 这种表面的家庭财务状况的改善可能并不能反应家庭真实的储蓄动机。图 87 描述了家庭部门在 2021 年 1-4 月的累积存款与贷款同 2020 年末的相对变动情况。可以看出, 在经济较不发达, 或者前期债务比较低的省份, 如西藏、青海、新疆, 贷款的增速要明显高于存款的增速。而在湖北、安徽、江苏、河北、海南等省份, 由于这些省份的家庭已经累积了足够的债务, 存款增速要明显高于贷款增速。

图 88 描述了分省 2021 年前 4 个月家庭银行存款增加幅度与 2020 年底家庭债务存量之间的关系, 正如课题组前面分析的一样, 由于收入不确定性的存在, 2020 年底家庭债务存量越高的地区, 由债务积压导致的家庭预防性储蓄动机越强, 家庭也就越增加银行存款等流动性较强的资产以备不时之需。虽然存款增加可以增加家庭抵御风险的能力, 但家庭存款的增加如果是由于预防性储蓄动机加强导致, 家庭并不会真正利用手中的流动性增加消费, 仅仅是为了防止未来无法还款的情况, 则会拖累经济复苏的进程。

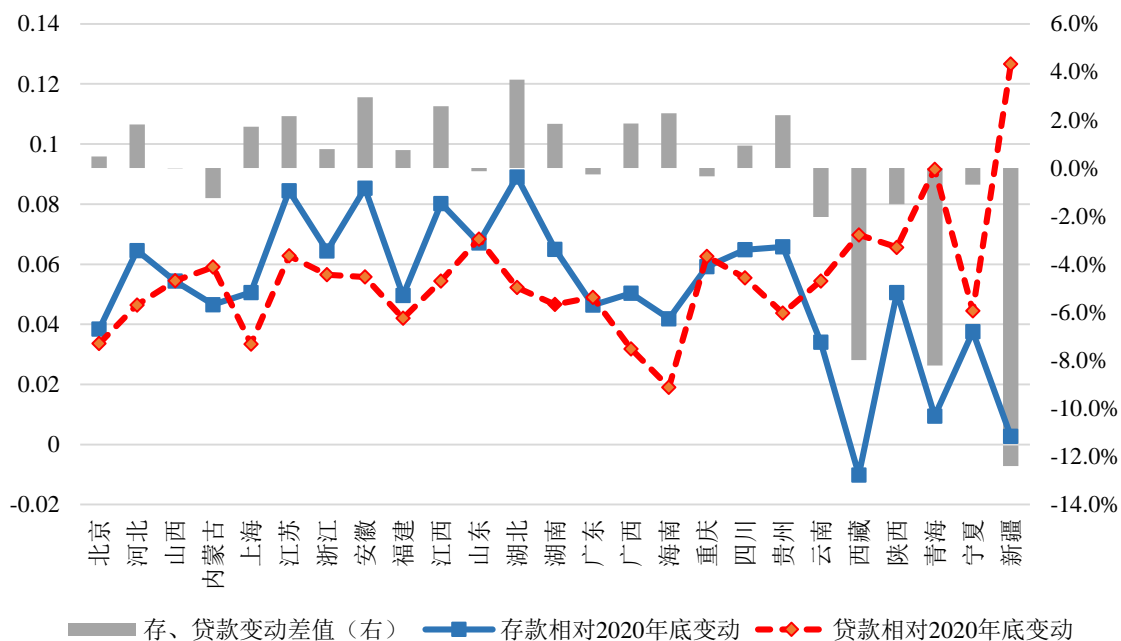


图 87 2021 年 1-4 月家庭存款与贷款同 2020 年末的相对变动比例
(数据来源: 中国人民银行、国家统计局、上海财经大学高等研究院)

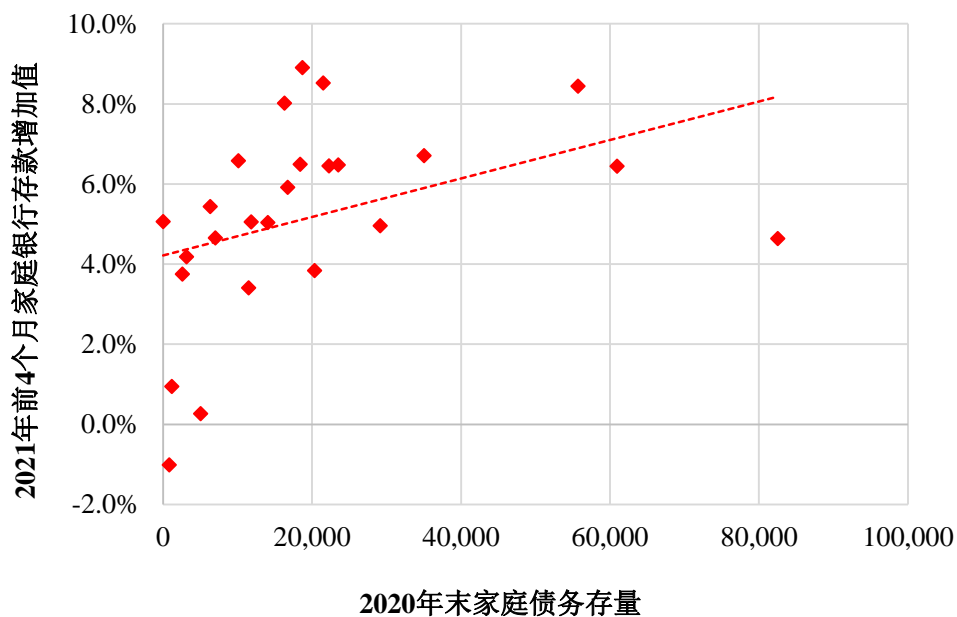


图 88 2021 年 1-4 月家庭存款与 2020 年末家庭债务的关系
(数据来源: 中国人民银行、海财经大学高等研究院)

家庭银行存款增加并不意味着家庭总储蓄率的上升，仅仅表示在多种资产中，家庭更倾向于将资金配置到流动性较强、风险较小的资产。家庭总储蓄率就反映了这一现象，即在收入不确定性仍较高，且投资具有风险的情况下，家庭的资产配置越来越集中于住房资产和银行存款。图 89 描绘了家庭、政府以及整体储蓄率的情况。同图 86 相比，虽然家庭部门的存款在 2017 年呈现上升的趋势，但家庭总储蓄却一直呈现下降的趋势。

即给定总储蓄率下降的情况下，家庭存款上升，也就意味着家庭其他资产投资在下降。也就是说，家庭目前金融资产的投资全线收缩，仅着眼于回报率高的房产和流动性强的银行存款。

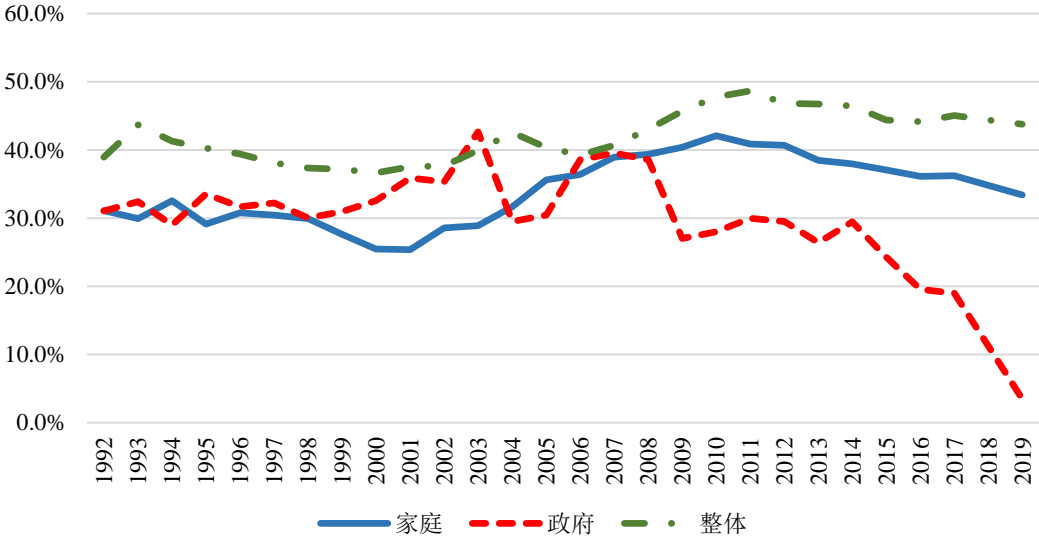


图 89 各部门总储蓄率
 (数据来源：国家统计局、上海财经大学高等研究院)

虽然疫情没有阻滞家庭债务累积的进程，但却重创了 2020 年的家庭收入，特别是城市家庭。而在疫情前的 2019 年，其实中低收入阶层的收入已经得到大幅改善。如图 90 所示，除高收入户以及中高收入户的收入增速在 2019 年略有下降以外，其他各城市阶层的收入增速均在 2019 年得到改善。但在 2020 年，受到疫情的影响，各收入阶层的收入增速均出现下降趋势，特别是中低收入阶层，中等偏下户 2020 年收入增速为 2.7%，低收入户的收入增速为 0.3%，扣除通胀因素则低收入户的实际收入增速可能为负。早在 2020 年的年中报告中，课题组就呼吁劳动力市场的疲软可能被失业率的快速下降所掩盖，家庭流动性面临较大冲击，财政补助政策应向家庭部门，特别是城市低收入阶层倾斜。

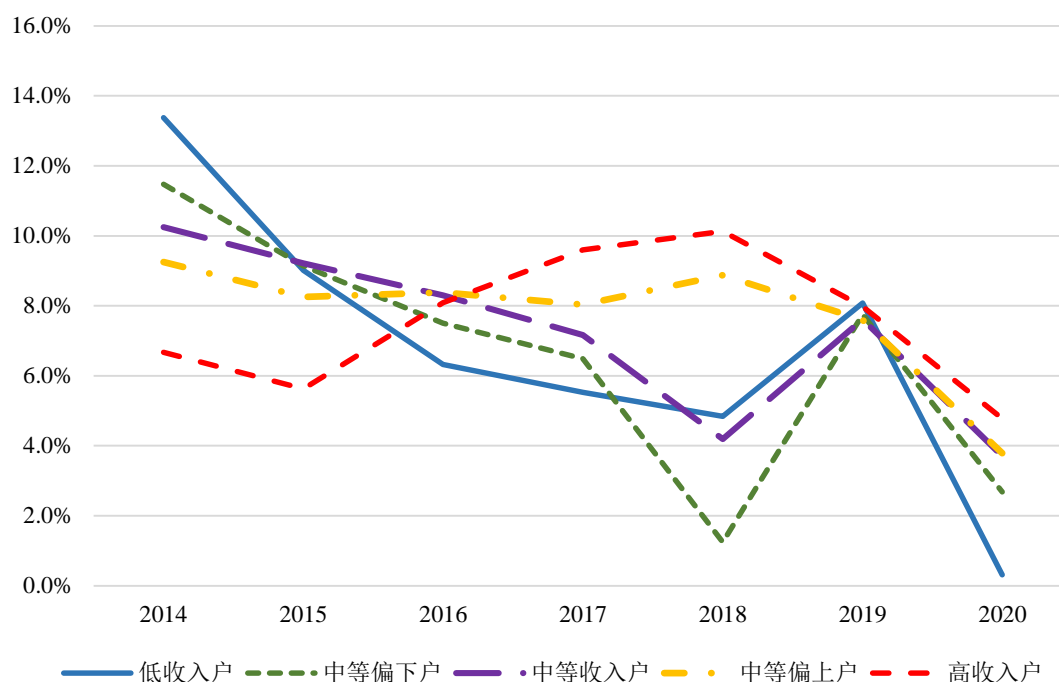


图 90 不同收入等级城镇家庭人均可支配收入增速
 (数据来源：上海财经大学高等研究院、国家统计局)

农村的情形略好一些。如图 91 所示，除高收入户以外，2019 年农村几乎全部收入阶层的收入均得到改善，特别是低收入户，在“精准扶贫”政策的影响下，农村低收入阶层的收入从 2016 年起就持续得到改善，2019 年的收入增速更是达到 16.3%。在疫情冲击下，虽然农村各收入组的收入增速也是下降的，但受到各项财政转移政策的影响，低收入组的收入增速仍达到了 9.93%，远高于其他收入组。同时，也可以看出，各收入组的收入增速与收入等级呈现负相关关系，这表明农村内部的收入差距在缩小，新农村建设取得重大成效。

无论是农村还是城市，低收入阶层的收入得到改善会降低收入差距，使社会更加稳定和谐。疫情期间，虽然城乡收入差距在缩小，农村内部收入差距在缩小，但城市内部收入差距确实扩大了。在城镇，收入越高的家庭增速也越高。因此，城镇家庭之间的收入差距在进一步扩大，呈现出“K 型”复苏的现象。正如课题组在 2020 年的报告中所担忧的那样，此次疫情对低收入者的伤害更大。

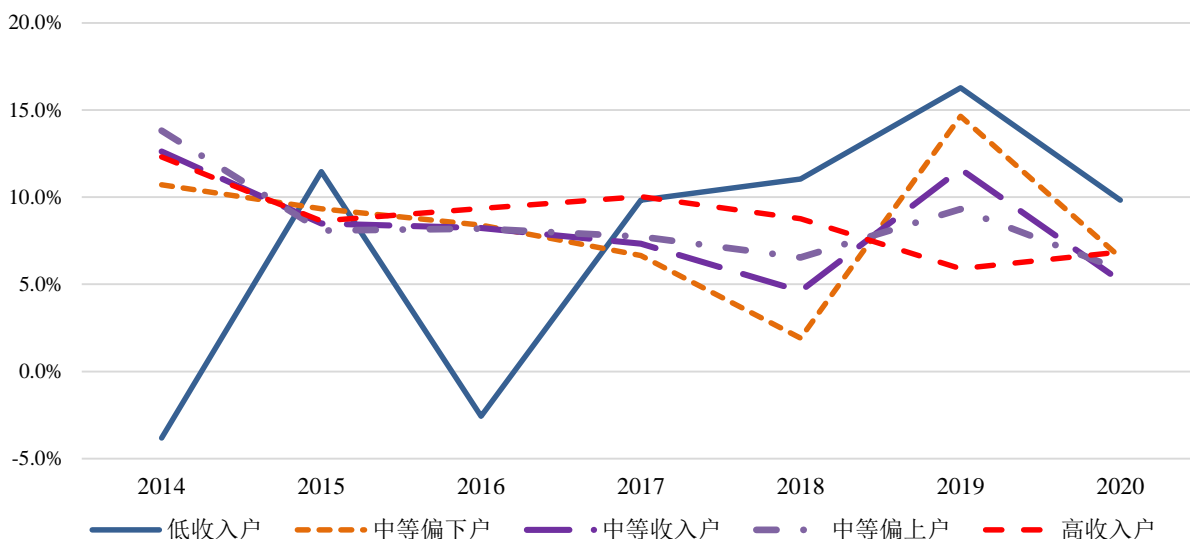


图 91 不同收入等级农村家庭人均可支配收入增速
(数据来源: 上海财经大学高等研究院、国家统计局)

5. 地方政府偿债压力加大, 阻碍银行全要素生产率提升

截至 2021 年 5 月, 累计发行债券 2.5 万亿元, 相比 2020 年同期 3.2 万亿有所收缩, 仍高于 2019 年同期 1.9 万亿元。其中一般债券和专项债券分别为 1.3 万亿元和 1.1 万亿元。全国地方政府债券余额 27.02 万亿元, 非债券形式债务余额 1751 亿元, 地方政府债务余额为 27.2 万亿元。如果把城投债余额 11.8 万亿元也计入地方债务, 则地方显性债务余额为 39 万亿元。

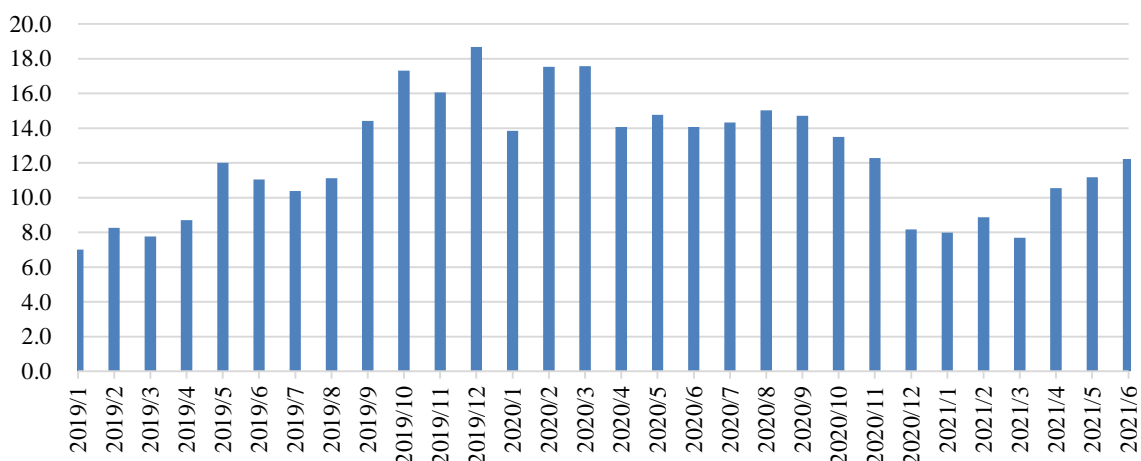


图 92 地方政府债券加权发行期限
(数据来源: WIND, 上海财经大学高等研究院, 单位: 年)

按发行金额加权的全年发行期限约为 10 年, 低于 2020 年的 14 到 15 年。在去年 11 月初财政部发文《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》后, 发行期限有所回落, 期间结构有所优化, 这在一定程度上能够缓解期限错配问题, 降低长期风险。发行

利率方面，加权发行利率稳定在 3.5%左右。

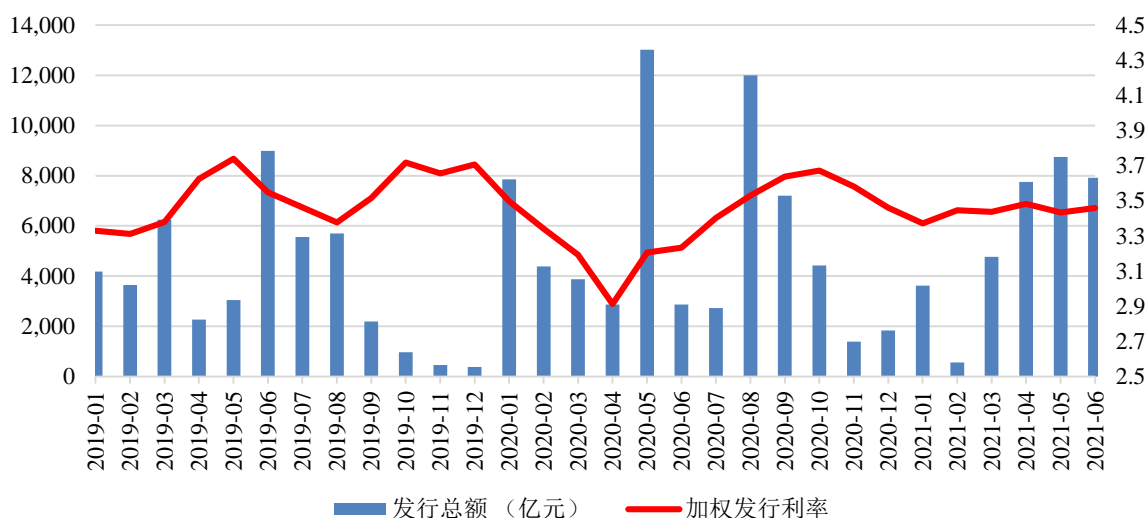


图 93 地方政府债券加权发行利率

（数据来源：WIND，上海财经大学高等研究院，单位：%（右轴），亿元（左轴））

据课题组测算，地方债务规模较大的省份有江苏、浙江、山东、广东等东部经济大省，湖南、四川、安徽、湖北、河北、福建、河南、贵州等也较高。如果计入地方政府承担实质偿还责任的城投债，债务规模超过 1 万亿元的省份达 20 个。课题组估算的负债率，青海、贵州和天津的负债率均超过 70%，分列前三。另外，福建、河南、上海、广东的负债率都在 30%以内。各省份间债务结构和规模均存在巨大差异。总体看来，即使考虑转移支付，财政收支缺口越大的省份，债务相对财政收入的比率也通常较高。

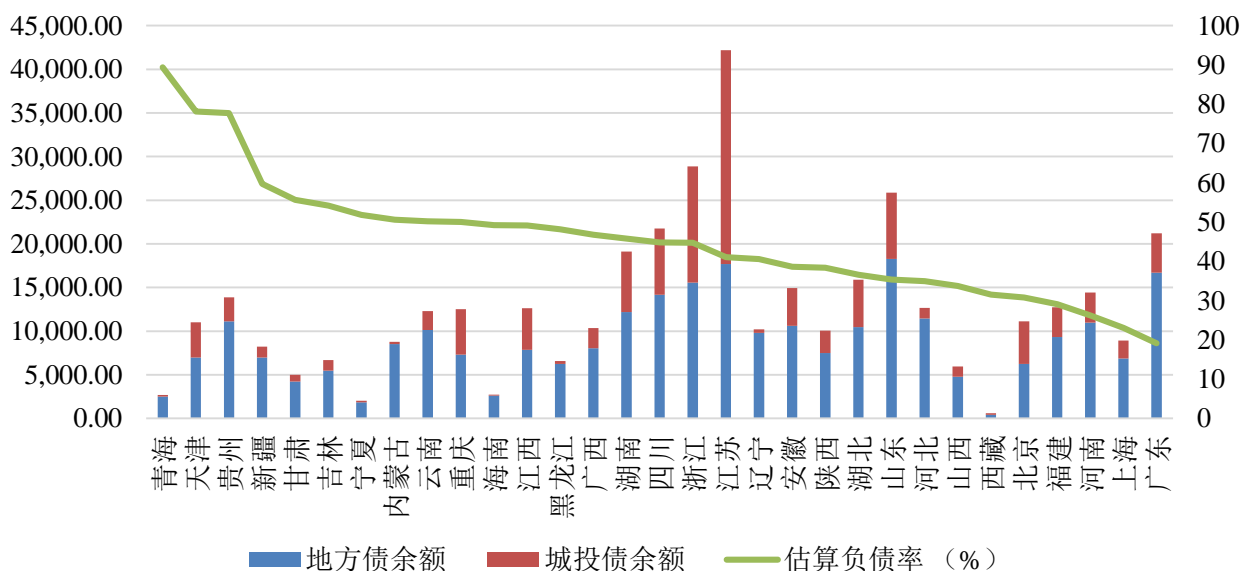


图 94 省地方债务情况与估算负债率

（数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：%（右）、亿元（左））

展望未来，当前大量的地方债务会带来较大的偿债压力。当前地方政府债券的剩余

平均年限为 7 年，平均利率为 3.52%。从 2021 年到 2025 年，现有存量债务每年到期额都将超过 2 万亿元，2023 年更是达到 3.61 万亿元。如果考虑城投债，从 2021 年到 2025 年，每年债务到期额均超过 4.4 万亿元，其中 2024 年更是高达 5.7 万亿元。此外，除了大量的显性存量债务和可预见的债务增长之外，地方政府事实上还承担着难以准确估算和有效管控的隐性债务，其规模可能远超显性债务。如此巨额的还债负担，不可能完全通过再融资债券借新还旧来消化。未来债务还本付息压力还将逐渐累积，这意味着地方政府债务存在较大的局部违约风险。

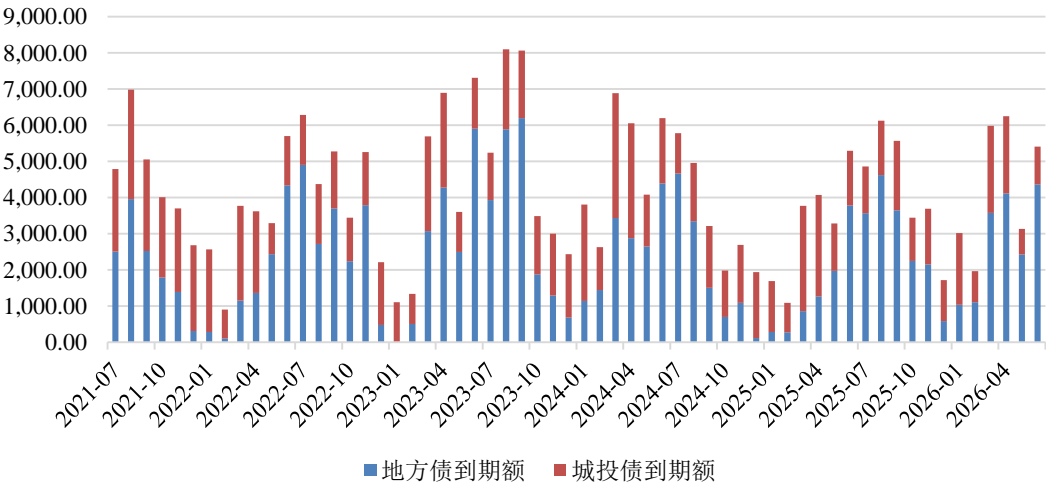


图 95 地方债务到期额
(数据来源: 上海财经大学高等研究院, 单位: 亿元)

进一步地，从资金来源的角度来看，地方政府债务资金大多来源于商业银行，这注定了地方政府债务扩张的风险不仅仅聚集在地方政府部门，而极易传染扩散至金融系统。实践中，商业银行全要素生产率水平综合反映了银行资源配置能力和资金利用效率，因而以此为切入点，能够较为完整地捕捉地方政府债务扩张对金融系统造成的影响。基于此，课题组首先采用动态网络方向距离函数构造一种 Malmquist-Luenberger 指数，分析商业银行全要素生产率变化。然后，通过匹配地方政府债务数据与我国商业银行微观数据，识别了地方政府债务对银行全要素生产率的影响。

(1) 商业银行全要素生产率的测算

商业银行经营过程可以分为非付息业务活动和付息业务活动两个阶段。第一阶段商业银行主要以吸收存款为主，赚取非利息收入，产生的存款是商业银行贷款资金的重要来源，继续参与到下一阶段经营过程中，是连接两个生产过程的中间产品。第二阶段银行将获取的存款用来发放贷款，赚取净利息收入，同时尽可能减少不良贷款。需要说明

的是，在商业银行整个经营过程中还需要考虑结转产品的跨期影响，固定资产作为期望的结转产品，在第一阶段中， $t-1$ 时期产生的固定资产在 t 时期作为一种动态要素继续使用。不良贷款是一种非期望的结转产品，对两个阶段都会产生影响，在 $t-1$ 时期第二阶段的不良贷款作为一种非期望产出会结余到 t 时期，在 t 时期又作为第一阶段的非期望投入。商业银行经营过程的动态网络生产结构如图 96 所示。

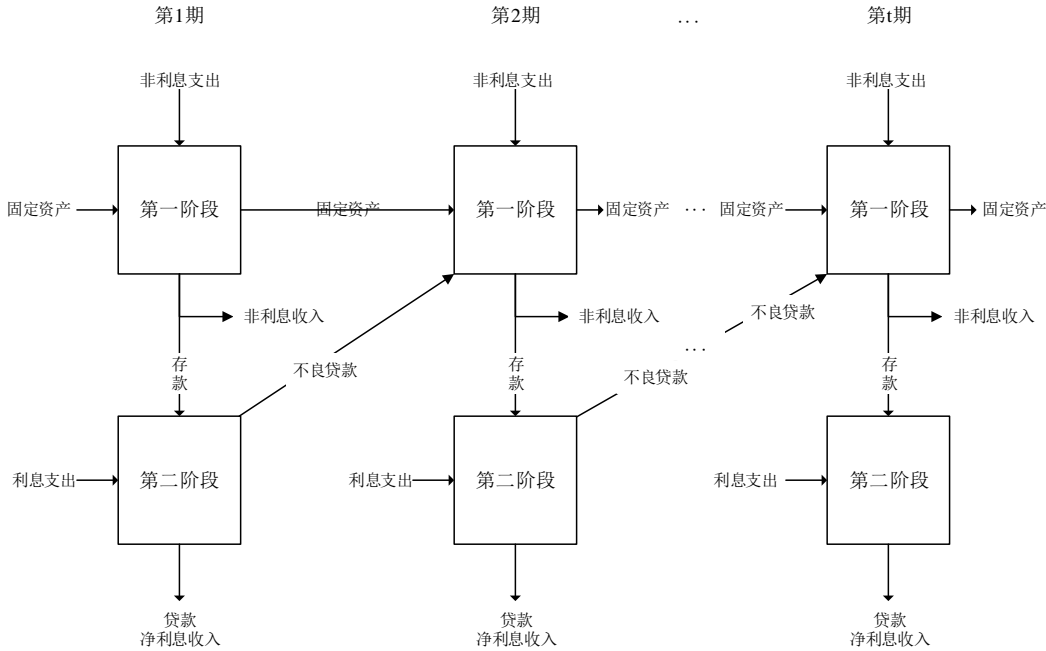


图 96 商业银行的两阶段动态网络结构
(数据来源：上海财经大学高等研究院)

根据以上分析，课题组采用两阶段动态网络方向距离函数构造 Malmquist-Luenberger (ML) 指数，分析各类商业银行全要素生产率的变化，从中可以发现，各类商业银行 ML 指数呈现略微上升趋势，说明我国商业银行整体全要素生产率有所提升；另外，全国性银行（大型国有商业银行和股份制商业银行）ML 指数高于地方性银行（城市商业银行和农村商业银行），这也意味着全国性银行全要素生产率高于地方性银行。

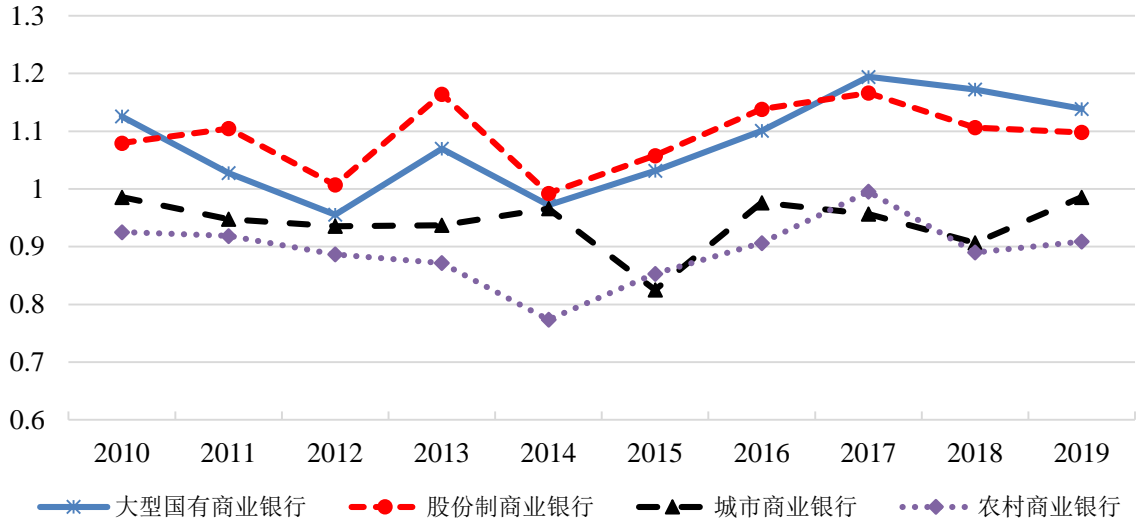


图 97 各类商业银行的两阶段动态网络 Malmquist-Luenberger 指数

(数据来源: 上海财经大学高等研究院)

(2) 地方政府债务对银行全要素生产率的影响

为探究地方政府债务对银行全要素生产率的影响, 课题组设定如下静态面板数据计量模型:

$$TFP_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 LGD_{j,t} + \phi X_{i,t} + \theta Y_{j,t} + \lambda_i + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

其中, 下标 i 、 j 和 t 分别表示银行、地区和年份; 被解释变量 $TFP_{i,j,t}$ 表示位于地区 j 的银行 i 在 t 年的全要素生产率; 核心解释变量 $LGD_{j,t}$ 表示地区 j 在 t 年的地方政府债务; $X_{i,t}$ 为银行层面控制变量集合; $Y_{j,t}$ 为地区宏观经济金融层面控制变量集合; λ_i 为银行固定效应, 用以控制不随时间变化且不可观察的银行固有特征; $\varepsilon_{i,j,t}$ 为多维度随机误差项。

考虑到数据的可得性和连续性, 课题组选取 2010-2019 年我国 187 家商业银行共 1420 个年度观测值构成的非平衡面板数据为研究样本, 其中包括 5 家大型国有商业银行、12 家股份制商业银行、107 家城市商业银行和 63 家农村商业银行。数据来源方面, 银行层面数据主要来源于国泰安 (CSMAR) 数据库和中国研究数据服务平台 (CNRDS), 对部分变量缺失的数据手动查阅全球银行与金融机构分析库 (ORBIS Bank Focus)、各银行历年年报以及历年《中国金融年鉴》最大限度地将其补齐完善。各地区宏观经济金融层面数据主要来源于各地区历年《统计年鉴》和中国人民银行官方网站。

在变量定义与测度方面, 课题组采用两阶段动态网络 Malmquist-Luenberger 指数衡

量银行全要素生产率。对于地方政府债务变量，据我国审计署统计地方性政府债务口径，地方性政府债务主要包括政府负有直接偿还责任的债务、政府承担担保责任的债务以及政府负有救助责任的债务。由于后两者债务并不需要地方政府当期直接偿还，且仅限于接受专门债务审计的地区存在，数据缺失较为严重，故课题组采用地方政府负有直接偿还责任的债务衡量地方政府债务规模。考虑到不同地区的经济总量存在较大差异，直接采用地方政府债务的绝对规模进行研究所得结论可能不具普适性。因此，课题组采用地方政府债务余额占地区 GDP 的比值，即地方政府负债率（LGD）衡量政府债务规模。

为有效识别地方政府债务对银行全要素生产率的影响，有必要控制其他因素的影响。课题组选取的控制变量包括银行层面的变量和地区宏观经济金融层面的变量。其中，反映银行层面的变量主要有：（1）银行总资产回报率 ROA），采用银行净利润与总资产的比值表示；资本充足率（CAR），采用银行资本净额与风险加权资产的比值衡量；不良贷款率（NPL），采用不良贷款占总贷款余额的比值表示；存贷比（LDR），采用银行贷款总额与存款总额的比值表示；成本收入比（CIR），采用运营成本与总收入的比值表示；银行流动性（LR），采用银行现金及存放中央银行款项与总资产的比值表示；银行收入结构（DIV），采用银行净利息收入与营业收入比值表示；银行规模（Asset），采用年末银行总资产的自然对数表示。地区宏观经济金融层面的变量包括：（1）地区经济发展水平（GDPR），采用各地区 GDP 增长率表示。需要说明的是，由于样本中地方性银行（城市商业银行和农村商业银行）数目占比高达 89.15%，且不同地区经济发展水平存在较大差异，故对于全国性银行（大型国有商业银行和股份制商业银行）用全国层面的 GDP 增长率与其特征变量匹配，地方性银行用其所在省份的 GDP 增长率与其特征变量匹配。（2）货币政策（MP），采用准货币增速表示。

表 10 报告了各变量的描述性统计结果。结果显示，样本期间内，商业银行的全要素生产率整体呈增长趋势，平均年增长率为 1.1%，且银行间全要素生产率水平存在较大差异。地方政府负债率均值为 0.201，最小值为 0.014，最大值为 0.957，意味着不同地区间政府债务规模差异明显，即解释变量具有较大变异性。其余控制变量的分布具有较高的离散度，初步表明课题组选择的控制变量是合理的，此处不再赘述。

表 10 变量的描述性统计

变量	变量含义与说明	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
TFP	银行全要素生产率	1420	1.011	0.103	0.605	1.29
LGD	地方政府负债率	1420	0.201	0.099	0.014	0.957

ROA	总资产回报率 (%)	1420	0.932	0.376	0.139	2.057
CAR	资本充足率 (%)	1420	13.14	2.116	10.51	23.12
NPL	不良贷款率 (%)	1420	1.476	0.809	0.121	4.78
LDR	银行存贷比 (%)	1420	65.24	12.19	32.16	98.13
CIR	成本收入比 (%)	1420	33.93	7.07	18.49	55.35
LR	银行流动性比率 (%)	1420	13.61	4.173	6.494	26.33
DIV	收入结构 (%)	1420	2.247	0.831	0.307	4.615
Asset	银行总资产的自然对数	1420	25.64	1.581	23	30.6
GDPR	各地区 GDP 增长率 (%)	1420	8.2	2.149	0.5	17.2
MP	准货币增速 (%)	1420	12.48	3.977	6.4	18.88

数据来源：上海财经大学高等研究院

表 11 报告了地方政府债务对银行全要素生产率影响的全样本基准估计结果。其中，第 (1) 列为单独考察地方政府债务对银行全要素生产率的影响，不难发现，地方政府负债率 (*LGD*) 的回归系数显著为负，说明地方政府债务扩张会降低银行全要素生产率。紧接着，第 (2) 列和第 (3) 列为依次控制银行层面以及地区宏观经济金融层面变量的估计结果，可以看出，地方政府负债率 (*LGD*) 均显著为负，这进一步证实地方政府债务扩张会抑制银行全要素生产率上升。从经济意义上看，以表中第 (3) 列为例，地方政府负债率的估计系数为-0.0575，意味着地方政府负债率每提高 1 个百分点，银行全要素生产率将降低 0.0575 个百分点。综合以上回归结果，可以认为地方政府债务扩张仍是造成银行全要素生产率低下的原因，且这一结论无论是统计意义上还是经济意义上都是十分显著的。

表 11 地方政府债务与银行全要素生产率：基准估计结果

变量	(1)	(2)	(3)
	TFP	TFP	TFP
LGD	-0.1043*** (0.0273)	-0.0784*** (0.0276)	-0.0575** (0.0283)
ROA		-0.0369*** (0.0117)	-0.0385*** (0.0117)
CAR		0.0012 (0.0013)	0.0011 (0.0013)

NPL		-0.0259*** (0.0042)	-0.0233*** (0.0043)
LDR		0.0004 (0.0003)	0.0005** (0.0003)
CIR		0.0003 (0.0005)	0.0003 (0.0005)
LR		-0.0011 (0.0008)	-0.0019** (0.0009)
DIV		0.0095** (0.0045)	0.0084* (0.0045)
Asset		0.0044** (0.0021)	0.0049** (0.0021)
GDPR			0.0042** (0.0017)
MP			0.0008 (0.0010)
年份固定效应	是	是	是
银行固定效应	是	是	是
常数项	1.0111*** (0.0061)	0.9072*** (0.0696)	0.4346** (0.1997)
银行数	187	187	187
观察值	1420	1420	1420
调整 R ²	0.0095	0.0437	0.0499

注：表内数字为变量的回归系数，对应小括号内的数字为稳健性标准误；*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著。

数据来源：上海财经大学高等研究院

为排除地方政府债务指标测度方式差异对研究结论的影响，课题组将采用其他方式测度地方政府债务以确保研究结论的可信性。一是考虑到地方政府债务的偿还主要以地方综合财力为基础，这里采用地方政府债务与地区综合财力的比值，即地方政府债务率（*LGDI*）衡量地方政府债务。二是为了排除人口规模因素的干扰，将采用人均地方政府债务规模（*LGDI2*）作为地方政府债务的另一个度量指标。

表 12 报告了替换地方政府债务指标测度方式的估计结果。数值显示，地方政府债务率（LGD1）和人均地方政府债务规模（LGD2）的估计系数均显著为负，说明无论以哪种方式测度地方政府债务，地方政府债务扩张均能显著降低银行全要素生产率，替换地方政府债务指标的测度方式研究结论依然稳健。

表 12 稳健性检验：替换地方政府债务指标测度方式

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	TFP	TFP	TFP	TFP
LGD1	-0.0427* (0.0241)	-0.0474* (0.0243)		
LGD2			-0.0097*** (0.0035)	-0.0068* (0.0036)
ROA	-0.0376*** (0.0117)	-0.0385*** (0.0117)	-0.0395*** (0.0117)	-0.0404*** (0.0117)
CAR	0.0013 (0.0013)	0.0012 (0.0013)	0.0011 (0.0013)	0.0010 (0.0013)
NPL	-0.0273*** (0.0042)	-0.0236*** (0.0043)	-0.0262*** (0.0042)	-0.0236*** (0.0043)
LDR	0.0004* (0.0003)	0.0005** (0.0003)	0.0004 (0.0003)	0.0005** (0.0003)
CIR	0.0003 (0.0005)	0.0003 (0.0005)	0.0002 (0.0005)	0.0003 (0.0005)
LR	-0.0010 (0.0008)	-0.0019** (0.0009)	-0.0014 (0.0008)	-0.0021** (0.0009)
DIV	0.0101** (0.0045)	0.0084* (0.0045)	0.0098** (0.0044)	0.0086* (0.0045)
Asset	0.0042** (0.0021)	0.0049** (0.0021)	0.0031 (0.0021)	0.0040* (0.0021)
GDPR		0.0047*** (0.0016)		0.0042** (0.0017)

MP		0.0010 (0.0010)		0.0007 (0.0010)
年份固定效应	是	是	是	是
银行固定效应	是	是	是	是
常数项	0.9022*** (0.0697)	0.3690* (0.1950)	0.9522*** (0.0723)	0.4584** (0.2037)
银行数	187	187	187	187
观察值	1420	1420	1420	1420
调整 R ²	0.0403	0.0497	0.0435	0.0496

注：表内数字为变量的回归系数，对应小括号内的数字为稳健性标准误；*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著。

数据来源：上海财经大学高等研究院

（3）地方政府债务对银行全要素生产率影响的异质性

鉴于业务经营范围不同的银行在资产负债配置行为上存在巨大差异，分析地方政府债务对银行全要素生产率的影响，不能割裂银行业务经营范围的差异。为验证不同经营区域银行全要素生产率受地方政府债务的影响，课题组根据银行经营区域范围将样本划分为全国性银行（大型国有商业银行和股份制商业银行）和地方性银行（城市商业银行和农村商业银行）两个子样本。从图 98 可以看出，相较于全国性银行，在地方性银行样本中地方政府债务的斜率较大，初步表明地方政府债务扩张对地方性银行全要素生产率的负向影响更大。

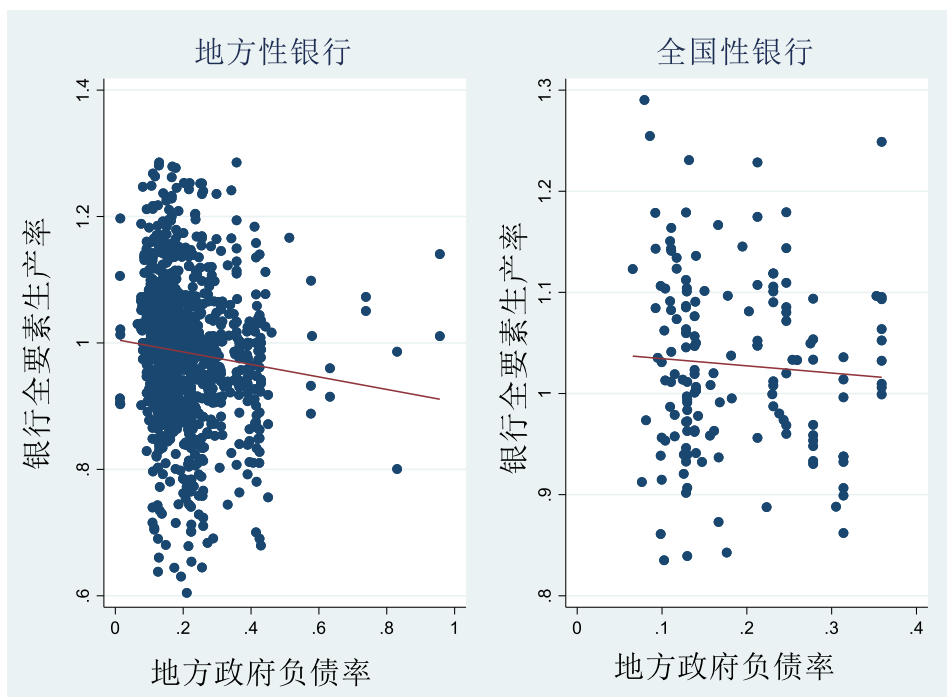


图 98 地方政府债务对不同经营区域银行全要素生产率的影响
(数据来源: 上海财经大学高等研究院)

进一步地, 表 13 给出了地方政府债务对地方性银行和全国性银行全要素生产率影响的估计结果。从中可以看出, 在地方性银行子样本中, 地方政府负债率 (LGD) 的回归系数显著为负; 在全国性银行子样本中, 地方政府负债率的回归系数绝对值有所下降, 且失去显著性。这些结果表明, 地方政府债务的扩张能显著降低地方性银行全要素生产率, 但对全国性银行全要素生产率并未产生显著影响。

对上述异质性影响效应的可能解释如下: 首先, 相较于全国性银行, 地方性银行具有资产规模较小、网点覆盖密度较低和风控能力较差等劣势, 使其资源获取能力较弱, 不便进行业务转型和产品创新, 无法通过扩大收入来源的方式抵消地方政府债务扩张对其全要素生产率带来的不利冲击; 其次, 相较于全国性银行, 地方政府通常拥有对地方性银行的实际控制权, 其经营者也通常由地方政府直接任免, 使得地方政府有能力干预银行信贷决策, 而地方政府债务规模的增加会挤占地方性银行有限的信贷资源, 降低银行资源配置效率, 抑制银行全要素生产率的提升; 最后, 相较于全国性银行, 地方性银行所在的市场通常是区域性的, 规模较小且融资渠道相对狭窄, 导致其贷款对象较为集中, 不能有效分散地方政府债务扩张对银行全要素生产率的负向影响。

表 13 地方政府债务对不同经营区域银行全要素生产率的影响

变量	地方性银行	全国性银行
----	-------	-------

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TFP	TFP	TFP	TFP
LGD	-0.0765*** (0.0290)	-0.0592** (0.0298)	-0.0542 (0.1021)	-0.0400 (0.1077)
ROA	-0.0422*** (0.0123)	-0.0428*** (0.0123)	-0.0100 (0.0699)	-0.0237 (0.0698)
CAR	0.0021 (0.0014)	0.0020 (0.0014)	-0.0206*** (0.0058)	-0.0173*** (0.0060)
NPL	-0.0249*** (0.0045)	-0.0235*** (0.0046)	-0.0519** (0.0245)	-0.0232 (0.0295)
LDR	0.0003 (0.0003)	0.0004 (0.0003)	0.0004 (0.0009)	0.0004 (0.0009)
CIR	-0.0001 (0.0005)	0.0000 (0.0005)	0.0033* (0.0020)	0.0026 (0.0020)
LR	-0.0015 (0.0009)	-0.0019* (0.0010)	-0.0037 (0.0040)	-0.0061 (0.0042)
DIV	0.0096** (0.0046)	0.0090** (0.0046)	0.0053 (0.0285)	-0.0000 (0.0287)
Asset	-0.0004 (0.0034)	0.0007 (0.0034)	0.0202* (0.0117)	0.0214* (0.0116)
GDPR		0.0038** (0.0017)		0.0114 (0.0089)
MP		-0.0001 (0.0011)		0.0032 (0.0035)
年份固定效应	是	是	是	是
银行固定效应	是	是	是	是
常数项	1.0399*** (0.1077)	0.5957*** (0.2267)	0.6884** (0.2873)	-0.6215 (0.9976)
银行数	170	170	17	17

观察值	1266	1266	154	154
调整 R ²	0.0322	0.0354	0.1140	0.1260

注释：表内数字为变量的回归系数，对应小括号内的数字为稳健性标准误；*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著。

数据来源：上海财经大学高等研究院

(4) 总结

在中国以间接融资为主导的金融体系下，提高商业银行全要素生产率是增强金融服务实体经济能力的重要途径。特别是在全面加速构建“双循环”新发展格局的当下，迫切需要通过提高银行体系运行效率以促进金融资源合理配置，更好地服务实体经济，为“十四五”经济高质量发展提供坚实的金融支持。有鉴于此，立足于地方政府债务规模不断攀升的典型事实和商业银行具体经营实践状况，课题组采用 2010-2019 年我国 187 家商业银行的微观非平衡面板数据，定量识别了地方政府债务扩张对银行全要素生产率的影响。经验结果显示，整体而言地方政府债务的扩张会造成银行全要素生产率降低，并且地方政府扩张对地方性银行全要素生产率的负向影响更加明显。

据此，课题组认为，地方政府需主动减少对银行信贷配置行为的干预，控制债务扩张和商业银行对地方政府债务的过度参与，同时地方政府应努力拓宽新的融资渠道以缓解举债压力，有效解决地方政府债务扩张对银行全要素生产率造成的损失，从而更好地增强金融服务实体经济能力。监管部门应当重视地方政府与商业银行之间的协调，针对不同类型银行实施差异化的监管措施，有效阻断地方政府债务扩张对银行全要素生产率影响的路径，进而提升银行全要素生产率。商业银行应强化地方政府举债贷款的约束力，增强资产配置行为的独立性，促使地方政府债务融资回归市场化，减弱地方政府债务扩张对自身全要素生产率的负向影响。总而言之，应进一步深化地方政府债务融资市场化改革，压缩地方政府干预商业银行信贷配置行为的空间，从源头上减轻银行效率损失。

6. 金融系统整体稳定，但潜在隐患依然不可忽视

根据国家资产负债表研究中心的数据，截至 2021 年一季度末，我国实体经济部门的宏观杠杆率为 267.8%，其中大部分债务集中在非金融企业部门，其杠杆率为 161.4%。

¹⁷ 如图 99 所示，当前我国非金融企业部门的杠杆率水平虽较 2020 年末有所下降，但仍然处于历史高位。需要注意的是，我国民营企业杠杆率并没有和整体杠杆率的变化呈现

¹⁷ 根据国家资产负债表研究中心的定义：杠杆率=各部门债务/名义 GDP。其中，非金融企业债务包括企业贷款、企业债、信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票和境外债务，其中包括部分地方政府融资平台的债务。

类似趋势,反而有上升迹象。截至 2021 年 4 月末,私营工业企业的资产负债率为 58.2%,较 2020 年末上升 0.8 个百分点。此外,从债券市场数据来看,除了民营企业的违约风险再次出现上升的迹象,2021 年上半年地方国有企业债券违约数目和涉及资金规模均为 5 年来新高,地方国有企业违约率持续攀升。

由于我国经济恢复依然存在恢复不均衡、基础不牢固的因素,去杠杆以及守住不发生系统性风险这一底线的难度依然较大。随着下半年企业债务到期规模的进一步上升,民营和地方国有企业违约风险的上升对债券市场以及银行系统可能造成的冲击不可忽视。因此,课题组分别利用我国非金融企业的发债数据和上市商业银行的数据对我国企业的违约风险以及银行系统的稳定性进行了分析,以此来评估当前我国金融系统稳定程度以及潜在风险。

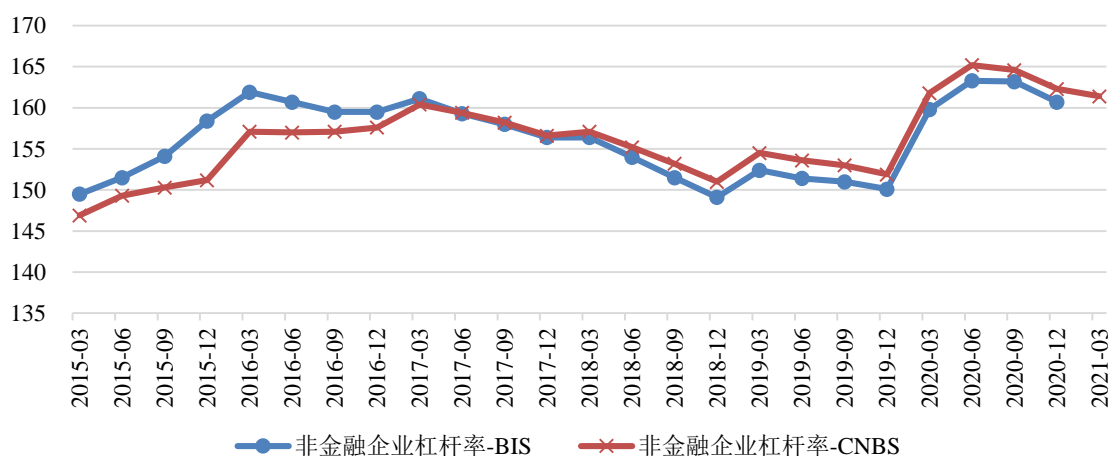


图 99 非金融企业杠杆率

(数据来源:国际清算银行(BIS)、国家资产负债表研究中心,单位:%)

(1) 地方国有企业和民营企业违约风险出现上升迹象

如图 100 所示,截至 2021 年 6 月末,境内融资的非金融企业涉及的违约债券共计 117 支,已超过 2020 年全年的一半,较 2020 年全年总数少 87 支。具体地,中央国有企业、地方国有企业和民营企业涉及的违约债券支数分别为 8 支、36 支和 87 支,较 2020 年全年分别减少 22 支、8 支和 38 支,地方国有企业和民营企业的违约债券数均已超过其 2020 年全年的一半,地方国有企业和民营企业的债券违约风险有所上升。从违约企业的组成结构来看,虽然民营企业的违约债券数目依然占大部分,但地方国有企业涉及违约债券数目占比为 2016 年以来最高水平,我国涉及债券违约的企业其组成结构较 2019 年已发生明显改变。

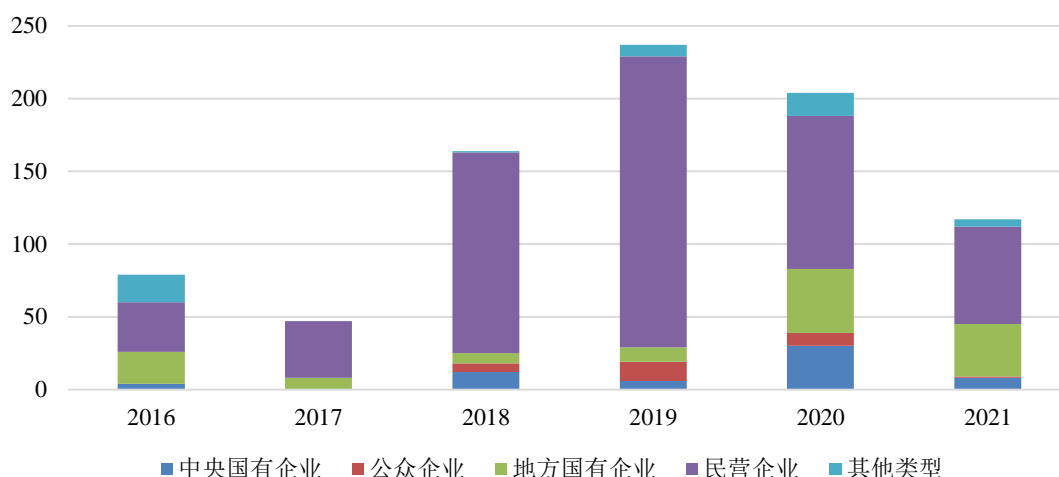


图 100 违约债券数目：按企业类型分
(数据来源：WIND、上海财经大学高等研究院)

从涉及违约的资金规模来看，如图 101 所示，截至 2021 年 6 月末，境内融资的非金融企业违约债券涉及资金规模上升至 1485.9 亿元，较 2020 年全年增加了 33.3 亿元。其中，中央国有企业、地方国有企业和民营企业违约债券涉及的资金规模分别为 182.5 亿元、463.1 亿元和 773.6 亿元，仅中央国有企业较 2020 年末减少了 208.9 亿元，而地方国有企业和民营企业较 2020 年末分别增加了 169.2 亿元和 166 亿元。与涉及违约债券的数目类似，从涉及违约的资金规模来看，国有企业的占比为 2016 年以来的最高水平，尤其是地方国有企业的占比连续三年上升。此外，在违约债券数目低于 2020 年全年总数的同时，涉及违约的资金规模却已超过 2020 年全年的规模，单支债券涉及的平均资金规模较 2020 年末进一步上升，延续了持续上升的趋势。这意味着，即便涉及违约的企业在减少，但一旦发生违约，其所造成的损失却在上升。更重要的是，这或许还意味着，一旦发生违约，对关联企业所产生的影响也会进一步增大。

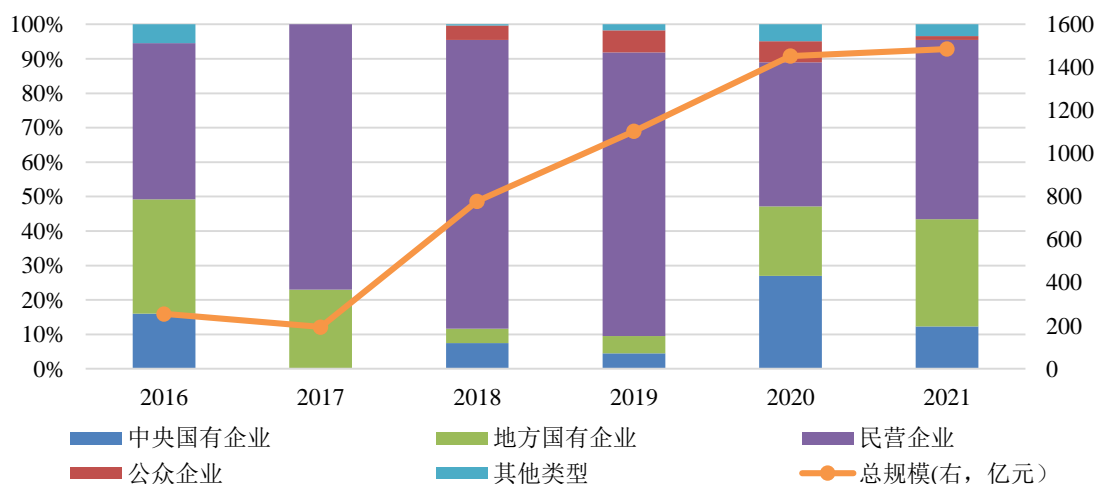


图 101 违约债券资金占比和规模：按企业类型分
(数据来源：WIND、上海财经大学高等研究院)

从违约率来看，如图 102 所示，民营企业的违约高峰发生在 2019 年中，即便在疫情的巨大冲击下，其违约率依然持续下降。但自 2020 年二季度以来，民营企业的违约率却出现由降转升的迹象，而国有企业则发生分化，中央国有企业的违约率在疫情爆发之初达到最高点，而后持续回落，但地方国有企业的违约率则处于持续攀升的状态。

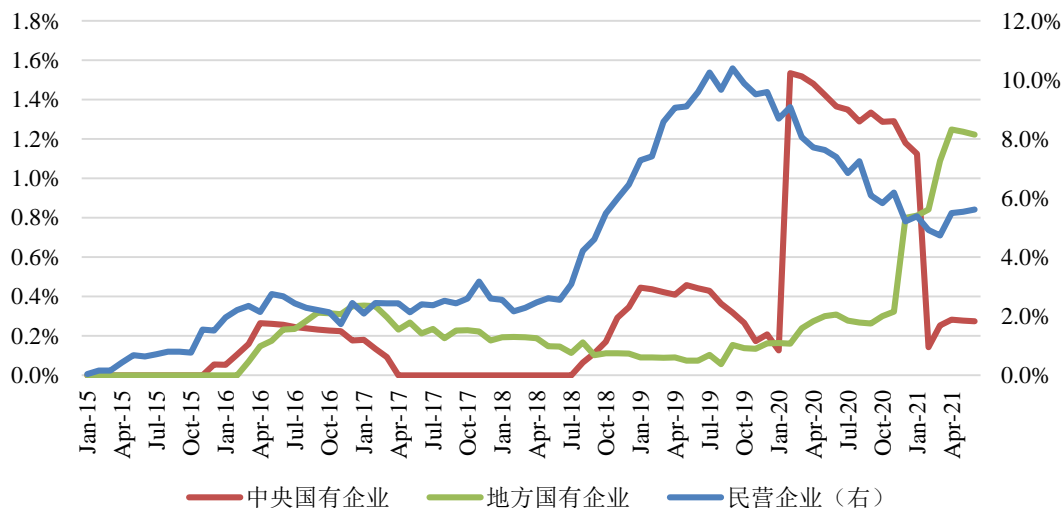


图 102 企业违约率
(数据来源：WIND、上海财经大学高等研究院)

此外，存量债券的数据显示，未来一年内将到期的非金融企业债券总额约为 6.3 万亿元，较 2020 年末减少 1 万亿元。其中，中央国有企业、地方国有企业和民营企业涉及的到期债券资金规模分别约为 1.9 万亿元、3.8 万亿元和 4744 亿元，偿债压力较 2020 年末似乎有所下降。但需要注意的是，上半年企业的违约规模已超 2020 年全年的规模，单支违约债券涉及的资金规模显著增大，企业债券违约造成的影响较 2020 年进一步上升。而且，当前我国货币政策宽松程度远低于去年同期水平，不论是货币供应增速还是银行间利率水平已基本回到疫情前的水平，在美联储加息预期提前的背景下，预计今年下半年国内货币政策仍将持续稳健的总基调，难见太大的松动。此外，在未来一年内中央国有企业、地方国有企业和民营企业涉及的债券数目分别为 1049、5162 和 837 支，即将到期的债项数目较 2020 年末大幅上升，对企业的流动性管理提出了更高的要求，因此，下半年境内非金融企业债券的违约风险仍不容小视。

(2) 小型商业银行的系统重要性进一步上升

课题组通过条件在险价值模型 (CoVaR) 来评估我国银行系统的稳定性和识别系统

重要性银行，并做定量分析。课题组从 Wind 的股票数据库选取了 2014 年 1 月 1 日至 2021 年 6 月 25 日在沪市或深市上市至少一年的商业银行为样本数据，共计 37 家商业银行¹⁸。截至 2021 年一季度，这 37 家银行的总资产占我国商业银行资产总额的比例高达 80.3%¹⁹，代表性良好。在估计银行系统以及各家银行的 VaR 和 CoVaR 系数时，课题组用 37 家上市银行后复权日收盘价来计算的各家银行的日收益率表示各银行的运行情况，用中证沪深 300 商业银行全收益指数日收盘指数来计算的日收益率表示银行系统的运行情况。

首先，当单家银行受到外部冲击，课题组估算了每家银行自身将受到的损失，即在险价值（Value at Risk, VaR）。但是 VaR 并没有考虑单个银行风险溢出的影响，即单家银行遭受冲击并发生损失时引起的系统中其他银行产生的损失。为了考察每家银行在遭受冲击时的风险溢出效应，课题组还估算了每家银行的条件在险价值（Conditional Value at Risk, CoVaR）。每家银行风险溢出的影响用 CoVaR 和 VaR 之差表示，即 $\Delta\text{CoVaR}=\text{CoVaR}-\text{VaR}$ 。课题组还计算了 $\Delta\text{CoVaR}/\text{VaR}$ 来衡量每家银行自身遭受将产生最大损失的外部冲击时，其引发的系统中其他银行的损失与其造成的总损失的比例。

¹⁸ 按照证监会行业分类，目前我国上市银行共 40 家。其中包括 6 家大型国有商业银行：工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和邮储银行，9 家股份制银行：浙商银行、兴业银行、招商银行、浦发银行、中信银行、民生银行、光大银行、华夏银行和平安银行，25 家城市商业或农村商业银行：宁波银行、南京银行、北京银行、江苏银行、贵阳银行、江阴银行、无锡银行、常熟银行、杭州银行、上海银行、苏农银行、张家港农商银行、成都银行、郑州银行、长沙银行、紫金银行、青岛银行、西安银行、青岛农商银行、苏州银行、渝农商行、厦门银行、重庆银行、齐鲁银行和瑞丰银行。但重庆银行、齐鲁银行和瑞丰银行的上市时间均在 2021 年以后，观测值数量均为未超过 250，样本数太少，因此未纳入考察范围。

¹⁹ 截至 2021 年一季度，37 家样本银行资产总和约为 215.97 万亿元，我国商业银行资产总和约为 268.98 万亿元。

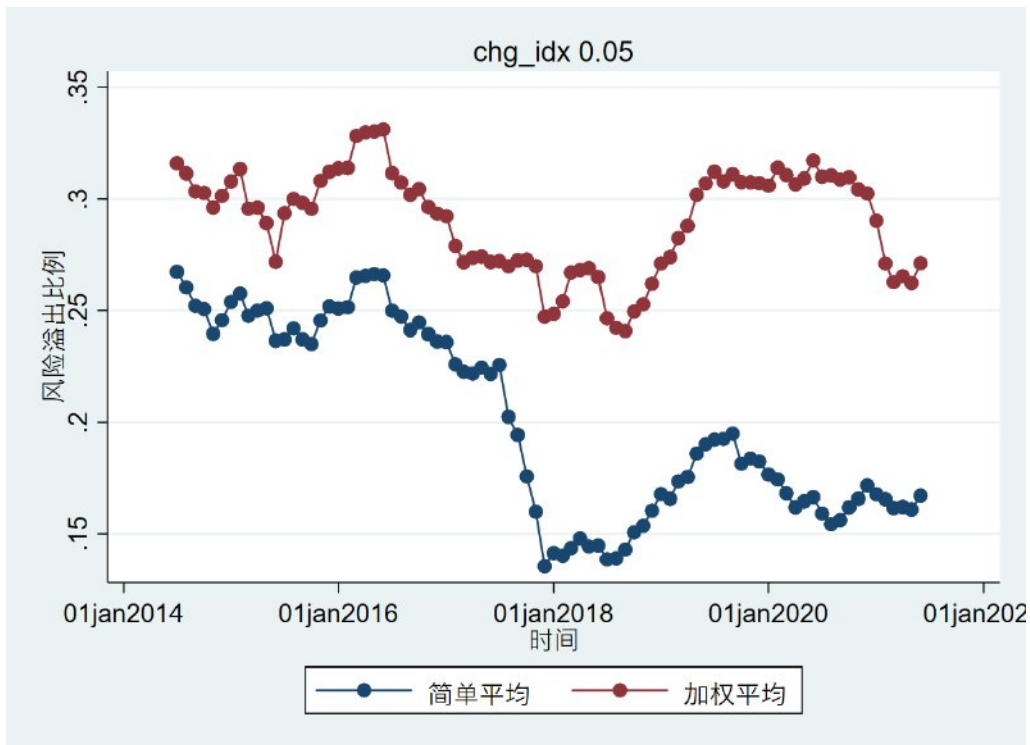


图 103 上市银行风险溢出比例——单家银行自身遭受外部冲击时²⁰²¹

（数据来源：WIND、上海财经大学高等研究院）

在 5%的置信水平下银行自身受到使其产生最大损失的外部冲击时，其自身受到的损失和对整个银行系统的影响来看，自 2021 年以来，我国银行系统的稳定性较 2020 年末有所提升。如图 103 所示，简单平均的银行风险溢出水平基本保持平稳，但以资产规模加权的银行风险平均溢出率进入 2021 年以来下降明显。由此可见，当前银行风险溢出率的变化在不同银行间呈现一定的分化。如图 104 所示，规模相对较大的国有大型商业银行以及股份制银行的风险溢出水平下降明显，但规模相对较小的城市和农村商业银行的风险溢出水平不但没有下降，反而呈现持续上升的趋势。更重要的是，虽然当前城市和农村商业银行的风险溢出率的上升速度比 2018 年的上升速度稍慢，且风险溢出率的水平依然低于大型和股份制商业银行，但从其自身的水平值来看，已接近 2017 年金融系统去杠杆之前的水平。当单家银行自身遭受大的冲击时，城市和农村商业银行对银行系统稳定性的影响处于三年来最高水平

²⁰ 课题组利用 2014 年 1 月开始的数据，以 1 个月为滚动窗口，利用当月之前 36 个月的日交易数据计算当月的风险溢出比例。其中，每个月的样本银行上市的时间均超过 1 年，加权平均风险溢出水平以银行总资产规模为权重计算。

²¹ 课题组还做了两组稳健性检验，第一，课题组计算了置信水平为 10%时的风险溢出比例时间序列，结论和置信水平为 5%时基本一致；第二，课题组通过改变滚动窗口的长度，也得到类似的结论。

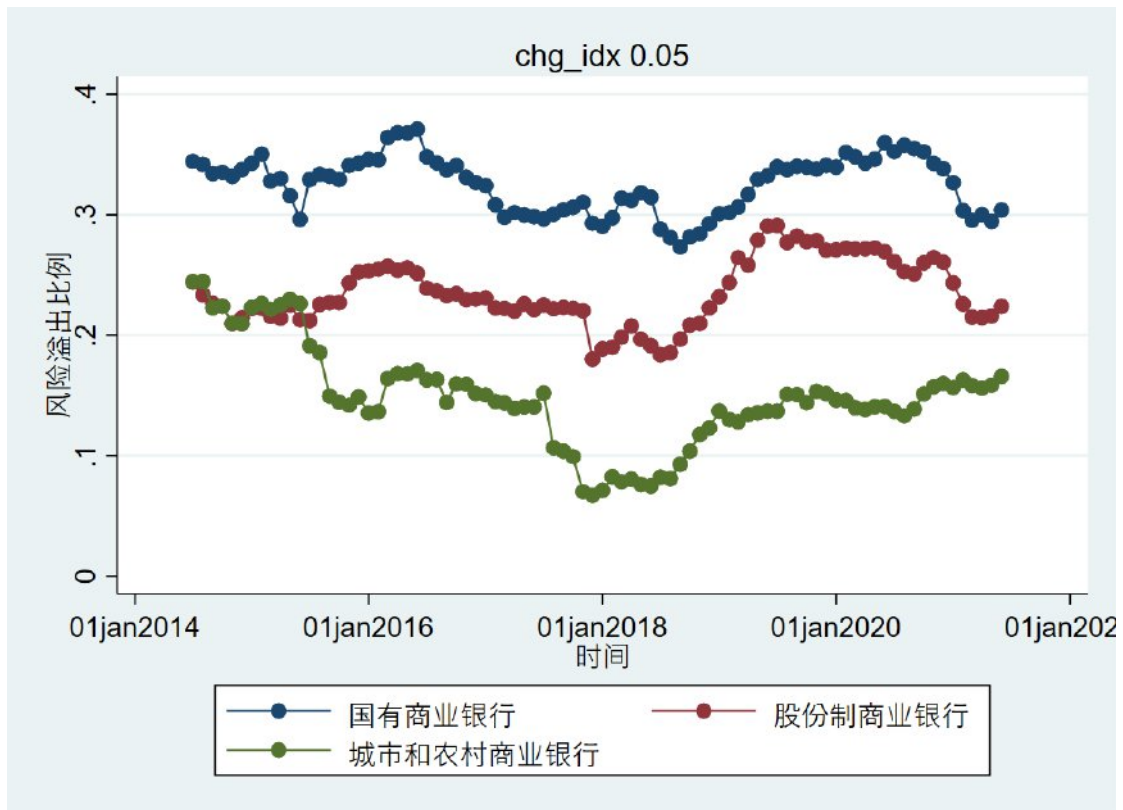


图 104 不同所有制性质上市银行风险溢出比例——单家银行自身遭受外部冲击时²²
 (数据来源: WIND、上海财经大学高等研究院)

其次, 课题组还考虑了当整个银行系统遭受将使其产生最大损失的外部冲击时, 在不考虑各银行会产生反馈式风险溢出的情况下, 系统性冲击对每家银行造成的损失 (即在险价值, VaR); 以及在考虑各银行会产生反馈式风险溢出的情况下, 系统性冲击对各家银行造成的损失 (即条件在险价值, CoVaR), 并计算了反馈式风险溢出程度 (即条件在险价值与在险价值之差, $\Delta\text{CoVaR}=\text{CoVaR}-\text{VaR}$) 和风险溢出率 ($\Delta\text{CoVaR}/\text{VaR}$)。

²² 此图中各类型银行的风险溢出比例均为资产规模为权重的加权平均值, 课题组还对各类型银行的风险溢出比例计算了简单平均值, 其趋势与此图类似。

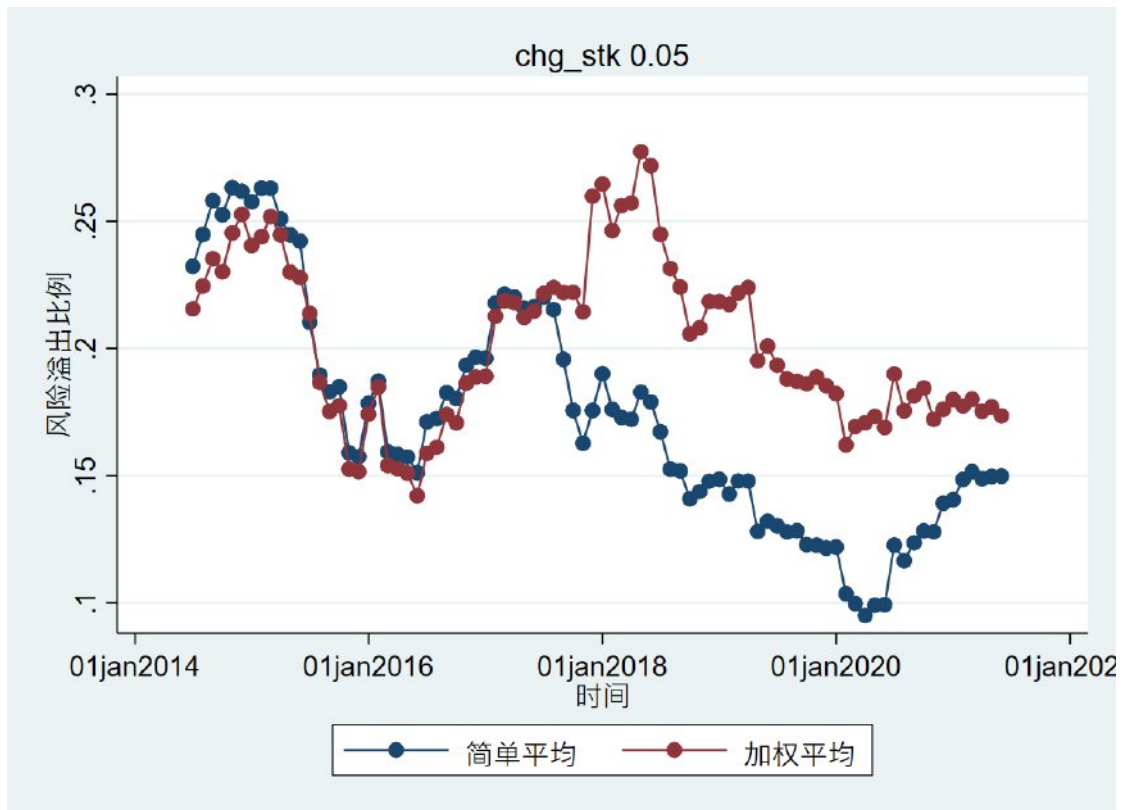


图 105 上市银行风险溢出比例——银行系统遭受外部冲击时²³²⁴
 (数据来源: WIND、上海财经大学高等研究院)

图 105 分别展示了当我国商业银行受到系统性冲击时,我国上市银行的简单平均风险溢出比例和以资产为权重的加权平均风险溢出比例。从图中可以看出,新冠疫情爆发(即 2020 年一季度)前后,我国商业银行在面临系统性冲击时,风险溢出率变动的方向发生了明显的改变。在疫情爆发之前,不论是从简单平均还是以资产规模加权的平均风险溢出率变化方向基本一致。在疫情爆发之后,风险溢出的简单平均值迅速上升,而其加权平均值仅有短暂的跳跃,随后便恢复且保持稳定。这说明当前我国商业银行在面临系统性风险时,其平均风险溢出率看似没有因为疫情的冲击而持续高位,主要是由于大型银行保持了较稳定的风险溢出水平,但小型银行的风险溢出水平却持续上升。

进一步地,图 106 所示展示了国有大型商业银行、股份制银行以及城市和农村商业银行在面临系统性冲击时,其风险溢出的水平。图中显示,在遭受系统性冲击时,只有国有大型商业银行风险溢出率回到疫情前的水平,股份制、城市和农村商业银行的风险溢出率均较疫情前水平有所上升。尤其是城市和农村商业银行的风险溢出水平较疫情前上升的幅度超过 5 个百分点,风险溢出比例已和大型国有商业银行基本一致。

²³ 注同 20。

²⁴ 注同 21。

当前虽然我国经济复苏势头总体良好，但企业，尤其是国有企业，经营困难增大已有迹象，家庭收入的两年平均增速依然远远低于 2019 年的同期水平，使得金融系统，尤其是银行，的经营压力再次增大。加上为支持经济复苏而采取的加大对中小微民营企业的扶持力度，银行资产风险敞口有所加大。使得我国各类商业银行在遭遇系统性风险时，对金融系统的风险溢出率均有再次大幅上升的可能性。

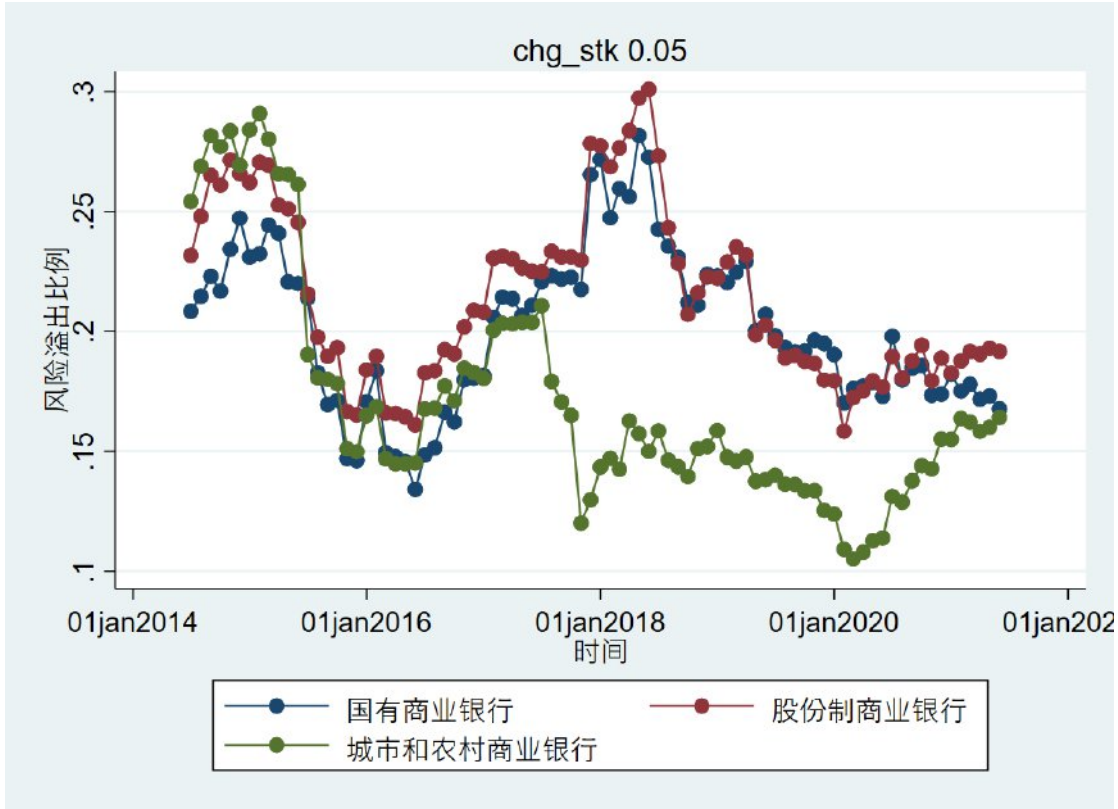


图 106 不同所有制性质上市银行风险溢出比例——银行系统遭受外部冲击时²⁵
 (数据来源: WIND、上海财经大学高等研究院)

在 2019 和 2020 年的报告中，我们的分析结果表明大型国有商业银行在整个银行系统遭受巨大外部冲击时，抗险能力是强于股份制银行、城商行和农商行的。基于最新数据的分析结果，我们认为当前国有商业银行抗击系统性风险的能力虽然依然强于其他银行，但其他商业银行的重要性上升速度较快，尤其是城市和农村商业银行与国有商业银行的差异持续缩小，其系统重要性正持续上升。综上所述，为了应对不论是来自个体的冲击还是来自系统的冲击，首先都需要维护国有商业银行的稳定，但其他银行对系统的影响也越来越大，尤其是在当前全球经济复苏仍有很大不确定性，国内经济恢复基础尚不牢固的背景下，需要密切关注城市和农村商业银行风险溢出的变化，警惕个别银行的

²⁵ 注同 22

问题对整个金融系统造成的恐慌及其不利影响。

7. 长期以来金融资源错配严重，亟待推进金融体系市场化改革，释放经济发展潜力

改革开放以来，我国经济社会发展成绩斐然，经济总量跃居世界第二，综合国力和国际影响力实现历史性跨越。然而，近年来世界经济格局不断调整和演化，支撑我国经济高速发展的内在条件和外部环境均已发生重大变化，传统的依靠增加物质资源消耗实现的粗放型高速增长模式难以为继，迫切需要找准转变经济发展方式的切入点和着力点，以实现经济由高速增长向高质量发展的转变。从现代经济增长核算视角来看，全要素生产率（Total Factor Productivity，简称 TFP）是判断经济体增长潜力和质量的重要标准，因而提高 TFP 是助力经济实现高质量发展的关键。

金融作为现代经济的核心和社会资源配置的枢纽，金融资源配置效率高低在很大程度上决定着整个社会资源的配置效率，对经济发展异常重要。总的来看，我国金融体系为经济高速发展提供了重要的支持，但同时金融资源也存在普遍的错配问题，比如低效率的国有企业甚至“僵尸企业”挤占了过多的金融资源，而高效率的民营企业却面临严重的融资难融资贵问题。那么，我国金融资源错配程度如何？金融资源错配问题对我国 TFP 有何影响？课题组借鉴 Gilchrist et al.(2013)的分析框架和中国上市企业微观数据，回答了上述问题。

在本部分中，课题组以 2010-2016 年间在交易所债券市场发行的 1356 家上市公司债券数据为研究样本，并剔除了可转债、服务业公司发债以及城投债等样本。首先，课题组参考 Gilchrist et al.（2013）的研究，用企业债券信用利差的离散程度作为金融资源配置效率的指标，对金融资源错配程度进行衡量和测算。其中，企业债券信用利差用债券的到期收益率与相同剩余期限的国债无风险收益率之差表示。由图 107 可知，我国企业的债券信用利差较为分散，说明金融资源存在错配现象，并且相较于国有企业，民营企业的融资成本较高且分布更为分散。

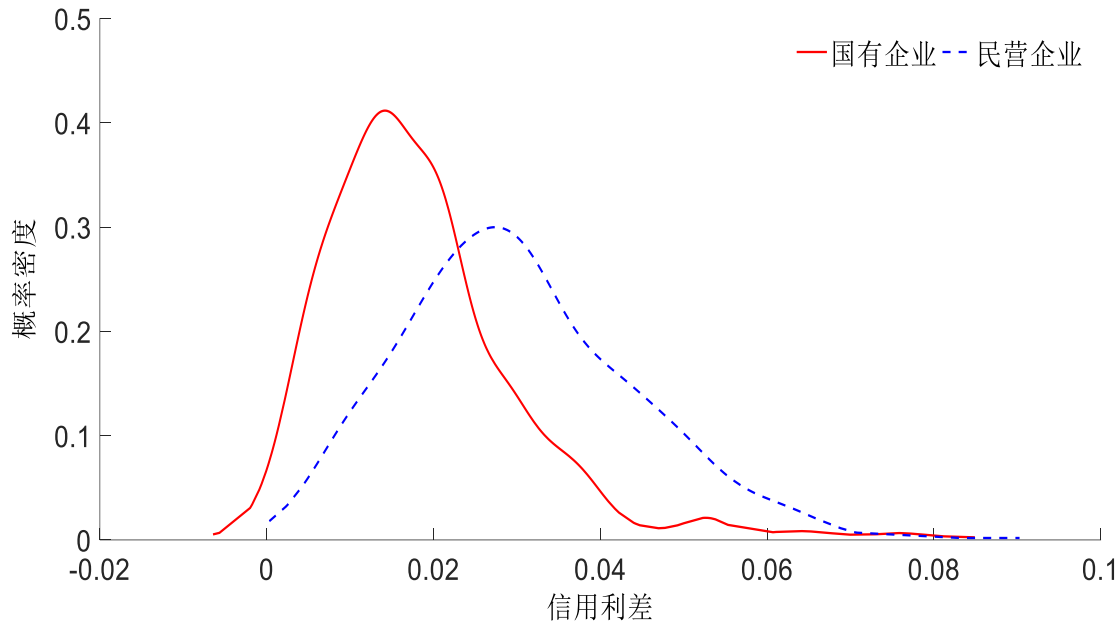


图 107 国有企业和民营企业的融资成本分布
(数据来源: WIND)

然后,课题组通过推导 TFP 测算模型,可以得到由金融资源错配导致的相对 TFP 损失,具体计算公式如下:

$$\log\left(\frac{TFP_E}{TFP}\right) = \frac{\eta\alpha(1-\eta\alpha)}{2}\sigma_{w_i}^2 + \frac{\eta(1-\alpha)[1-\eta(1-\alpha)]}{2}\sigma_{w_k}^2 - \eta^2\alpha(1-\alpha)\text{Corr}(w_i, w_k)\sigma_{w_i}\sigma_{w_k}$$

其中, $w_i \equiv -\frac{1-(1-\alpha)\eta}{1-\eta}\log(1+r_i) - \frac{(1-\alpha)\eta}{1-\eta}\log(r_i+\delta)$, 这里 r_i 为企业 i 的融资成本, δ 为资本折旧率; $w^k \equiv -\frac{\alpha\eta}{1-\eta}\log(1+r_i) - \frac{1-\alpha\eta}{1-\eta}\log(r_i+\delta)$ 。 TFP_E 为没有金融资源错配现象的 TFP 数值, TFP 为实际的 TFP 数值, 因而等式左端可以衡量 TFP 的相对损失; η 为技术水平的规模报酬递减参数, α 为劳动的产出份额, $\sigma_{w_i}^2$ 为 w_i 的方差, $\sigma_{w_k}^2$ 为 w_k 的方差, $\text{Corr}(w_i, w_k)$ 为 w_i 和 w_k 的协方差。

与现有文献一致,将资本折旧率 δ 校准为 0.06, 将技术水平的规模报酬递减参数 η 校准为 0.85, 将国有企业的劳动产出份额 α 校准为 0.5, 将民营企业的劳动产出份额校准为 0.66, 以突出我国国有企业多为资本密集型产业的典型事实。之后,课题组测算了 2010-2016 年间由金融资源错配导致的企业 TFP 损失,如表 14 所示。可见,整体而言,由金融资源错配导致的我国 TFP 损失高达 4.55%。从企业融资成本角度来看,民营企业的平均融资成本为 0.062, 高于国有企业的平均融资成本 0.052, 并且,国有企业间的金融资源错配造成了 7.02% 的 TFP 损失,比民营企业造成的 TFP 损失更多。

表 14 2010-2016 年间金融资源错配导致的企业 TFP 损失

部门	\bar{r}	σ_r	$[r_{P10}, r_{P90}]$	σ_{w_i}	σ_{w_k}	相对 TFP 损失
全部企业	0.057	0.015	[0.037, 0.076]	0.168	0.333	4.55%
民营企业	0.062	0.015	[0.042, 0.080]	0.097	0.219	2.66%
国有企业	0.052	0.014	[0.035, 0.068]	0.295	0.496	7.02%

数据来源：WIND、上海财经大学高等研究院

为更直观地呈现金融资源错配对 TFP 损失影响的趋势，图 108 给出了不同时间段内的 TFP 损失情况。可见，2010-2016 年间，不论是民营企业还是国有企业，由金融资源错配导致的 TFP 损失均有所上升，这一分析结果，与金融危机之后，我国金融资源错配严重，大量流向无效率或低效率的企业，而高效率企业得不到足够的资金的基本事实一致。并且国有企业间由金融资源错配导致的 TFP 损失更多，可能的原因在于国有企业多为资本密集型，因而其经营状况与金融资源配置效率的相关更大。

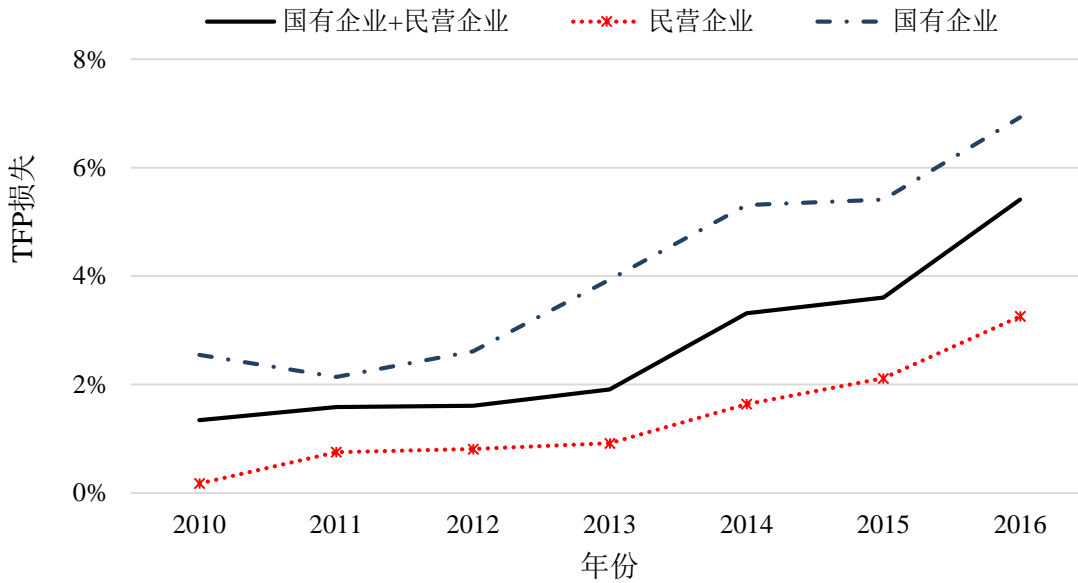


图 108 不同所有制企业金融资源错配所造成的 TFP 损失
(数据来源：WIND、上海财经大学高等研究院)

进一步地，我们通过反事实分析，以回答若通过金融体制改革使得金融资源配置优化会对 TFP 有何影响？若金融资源错配加剧会对 TFP 有何影响？为回答上述问题，课题组将企业 i 的融资成本 r_i 改写为无风险利率 r_i^* 和信用利差 s_{it} 之和的形式，即 $r_{it} = r_i^* + s_{it}$ 。其中，我们用国债利率衡量无风险利率 r_i^* ，用债券的到期收益率与相同剩余期限的国债无风险收益率之差衡量信用利差 s_{it} 。在此，考虑两种情形，一是通过金融改革使得金融

资源错配程度减轻一半，即 $r_{it} = r_t^* + 0.5s_{it}$ ；二是金融资源错配程度进一步加剧，造成信用利差扩大一倍，即 $r_{it} = r_t^* + 2s_{it}$ ，两种情形下造成的 TFP 损失如表 15 所示。可见，当金融资源错配程度缓解一半时，由金融资源错配造成的 TFP 损失减少至 2.28%，而当金融资源错配程度加剧时，由金融资源错配造成的 TFP 损失增加至 7.75%。需要说明的是，这里课题组用的样本为我国上市公司，总体而言，上市企业的经营和融资状况好于其他非上市企业，这意味着我们的基准情形会低估金融资源的错配程度，而真实的金融资源配置程度可能比资源错配程度加剧的情形更严重，因而金融资源错配导致的 TFP 损失不容忽视。

表 15 不同金融资源错配情形导致的企业 TFP 损失

情形	\bar{r}	σ_r	$[r_{P10}, r_{P90}]$	σ_{w_l}	σ_{w_k}	相对 TFP 损失
金融改革 ($r_{it} = r_t^* + 0.5s_{it}$)	0.045	0.009	[0.033,0.056]	0.075	0.152	2.28%
基准情形 ($r_{it} = r_t^* + s_{it}$)	0.057	0.015	[0.037,0.076]	0.168	0.333	4.55%
错配加剧 ($r_{it} = r_t^* + 2s_{it}$)	0.080	0.029	[0.045,0.117]	0.398	0.762	7.75%

数据来源：WIND、上海财经大学高等研究院

总结来看，课题组利用中国 2010-2016 年上市公司的数据，研究了金融资源错配导致的全要素生产率损失。结果显示，金融资源错配导致企业全要素生产率损失 4.55%，并且国有企业间的金融资源错配造成的 TFP 损失为 7.02%，比民营企业间金融资源错配导致的 TFP 损失更多，可见金融资源错配已然成为我国经济发展道路上的“绊脚石”。进一步地，通过反事实分析发现，若通过金融改革将金融资源错配程度减半，则 TFP 损失将减少至 2.28%。因此，在当前构建国内国际双循环新格局，推动高质量发展的关键时期，面对新形势，迫切需要推进金融体系市场化改革，根治金融资源错配问题，让资本市场回归到发挥市场配置作用的本源，把更多的金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节，才能充分释放经济增长潜能。

（三）新冠肺炎流行期中国经济增长与发展面临的主要外部不确定性

1. 疫情冲击下，中国出口在全球价值链中地位的提升将面临困难

在贸易保护主义和全球疫情的冲击下，全球价值链面临重新调整，中国出口产品的综合竞争力有待进一步提升。根据 WTO 的定义，全球价值链贸易可分为简单价值链贸

易和复杂价值链贸易。在简单价值链贸易中，贸易品在一国生产后，仅跨一次国境，出口至目的地国家，被用于目的地国的生产并最终在目的地国家被消费；在复杂价值链贸易中，贸易品多次跨越国境。课题组认为，在新一轮的全球价值链调整的过程中，我国出口产品在简单价值链网络和复杂价值链网络中将呈现不同的特点。

首先，中国在简单价值链中的地位和作用将进一步得到巩固。根据定义，参与简单价值链贸易的产品以最终产品为主，其全球价值链的链条相对较短（价值链层数较少），具有如下特点：买方驱动的市场，供应商数量多元化，价值链上下游企业之间的联系较为脆弱，存在较少的承诺或技术转让关系。因此，在本次全球疫情负向冲击的影响下，全球出口需求疲弱，由于价值链上下游企业间的联系较弱，导致处于边缘地位的出口商被淘汰，出口商数量大幅减少。存活下来的出口商将获取更大的市场份额，并进一步巩固其市场势力，从而使得潜在企业进入出口市场的难度增加。本次疫情在冲击国际市场需求的同时，并未对中国出口产品的供给产生较大影响，因此，中国出口品在简单价值链中的地位和作用将进一步得到巩固。而复杂价值链以中间产品为主，其特点表现为：市场有生产驱动，价值链上下游企业之间的联系更为紧密，存在较多的承诺或技术转让关系，因此，负向的疫情冲击不会对市场结构产生较大影响。为了验证以上推断，课题组基于全球疫情爆发（2020年3月）前后的双重差分模型，检验了疫情后最终产品（简单价值链贸易）和中间产品（复杂价值链贸易）的不同出口表现。表16所示，疫情后，最终产品的出口比中间产品的出口更为强劲。

表 16 疫情冲击对最终产品和中间产品的不同影响

	lnexport
Final*Post	0.0443***
	(0.006)
国家层面控制变量	是
省份层面控制变量	是
省份固定效应	是
月份固定效应	是
产品*国家固定效应	是
观测数	9,299,510

注：Final 为二值变量，如产品为最终产品，则 Final 取值为 1，否则为 0。Post 为时间虚拟变量，2020 年 3 月及其以

后，取值为 1，2020 年 3 月之前取值为 0。因变量为出口额的自然对数。*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

数据来源：海关产品数据库

第二，中国在复杂价值链的地位和作用面临被削弱的风险。疫情爆发后，各国生产均受到不同程度的负向冲击。全球价值链经历了供应紧张甚至断供的危机，为此，越来越多的跨国企业重新在生产效率和价值链安全之间进行权衡。世界银行在 2020 年疫情期间对跨国企业的调查显示，37%的跨国企业会调整其供应链使其更加多元化，14%的跨国企业会选择近岸外包（near shoring）或回流（reshoring）。因此，缩短价值链长度或区域价值链将成为全球价值链重新调整的主要方向。而中国作为“世界工厂”，在供应链多元化的趋势下，中国将面临较多的价值链转移。此外，根据联合国贸易和发展会议 2020 发布的世界投资报告，预计 2020 年全球外国直接投资流量将比 2019 年的 1.54 万亿美元最多下降 40%。这将是外国直接投资自 2005 年以来首次低于 1 万亿美元。预计 2021 年外国直接投资将进一步减少 5%至 10%，2022 年才开始回升。全球直接投资活动的放缓将进一步阻碍中国在复杂价值链地位的提升。

第三，贸易保护主义对出口增长的长期影响不容乐观。2018 年以来，作为中国最主要的贸易伙伴，美国已经对中国主要出口产品加征了 10%至 25%不等的关税。诸多相关文献的研究已经表明，美国对中国产品加征关税后，由于短期内难以找到替代产品，关税提高将大幅传导至美国消费品价格的上涨，并减少美国消费者的福利，而关税提高对国内出口的短期影响不大。此外，在本次疫情冲击下，中国较好的疫情防控使得其生产并未受到较大影响，而国外生产受到疫情的影响较大，因此，疫情爆发以来，中国出口增速持续回升，且中国出口占世界市场的份额也有所上升。疫情期间出口的快速增长一定程度上掩盖了全球贸易保护行为对出口的负向影响。长期来看，疫情导致的中国出口高速增长并不具有可持续性，而随着全球价值链的调整和重塑，贸易保护主义对出口的长期负向影响将逐渐显现，因此，出口将面临较大的长期下行压力。

2. 全球主要经济体聚焦景气复苏，新冠短期影响仍不容轻视

国际货币基金组织和世界银行于 2021 年的 4 月与 6 月分别发布定期经济形势分析预测报告，指出 2021 年全球经济将显著好转，达成 5.6%~6%的实际增长；亚太地区仍然在年度增量中占据突出地位，整体增速不低于 7.7 个百分点。世界银行预测，2021 年发达经济体整体增速为 5.4%。其中，美国全年增速预测值为 6.8%，日本 2.9%，欧元区 19 国 4.2%。国际货币基金组织进一步预测，德国 GDP 实际增速 3.6%，法国 5.8%，英国 5.3%，加拿大 5%；新兴市场和发展中经济体预计增速可达到 6.7%。东盟五国增速为

4.9%，俄罗斯 3.8%，拉丁美洲 4.6%，中东和中亚 3.7%，撒哈拉以南非洲 3.4%。综合 6 月下旬的标普和瑞信报告，中国年度实际 GDP 将较 2020 年提升 8.2%~8.5%，摆脱新冠肺炎全球大流行的影响，在“十四五”开局之年重回疫情前的经济发展轨道。

课题组判断，截至 2021 年二季度末，中美两国新冠疫苗接种均有望达到适合接种人群总数的一半；根据约翰斯霍普金斯大学的统计数据，全球新冠肺炎总感染人数将超过 1 亿 8 千万，而死亡人数或将超过 400 万。另一方面，疫苗接种率的提升并不足以抵御最新病毒变种在人群密集区域的传播——迄今为止，印度爆发的德尔塔新冠变异毒株已经在多个国家和地区成为主要致病源。鉴于德尔塔变种具备更高的传染力和致死性，单纯依靠疫苗或“紧急状态”“宽松隔离”已被证实并不足以实现群体免疫，进而扑灭病毒。目前，全球主要经济体都在筹划开放国门，推动国际交流和跨国贸易正常化，以加快经济脱离低迷区间的进度。然而，在全球日增感染人数的量级没有显著降低、防疫规定落实不够到位、疫苗接种覆盖群体不够全面的前提下，过早开放会导致病毒持续变异，令其绕过免疫屏障的概率增大。

2021 年 4 月以来，发达地区经济活动陆续重启，社会失业率持续下降。为缓解社会消费品对单一供应商的依赖，西方国家寻求自建、扩增产能的动机更趋强烈。5 月后，从中欧全面投资协定审议进程暂停，到 6 月 G7 峰会，针对中国的对抗情绪逐渐加强。从 HIS Markit 采购经理人指数速报数据来看，各国的基本生产状况并不完全乐观：英国和日本的采购经理人指数均在第二季度出现了下行态势，而美国和欧元区整体指数依然维持在疫情扩散后的高位。整体上，西方经济体实行宽松货币政策营造的高通胀预期也对吸引制造业回流不利，而且美联储在短期对加息的态度并无改观。因此，改变当前全球消费品供应和产能格局为时尚早，中国仍然是全球贸易额增长的重要推动力量。

(1) 疫苗助力美国社会解封，明年经济增长有望回归合理水平

2021 年一季度，经过二次调整的美国 GDP 实际同比增速为 0.4%，与 2020 年同期增速 0.3%相比上浮 0.1 个百分点；同期环比实际增速为 6.4%，较前一季度提高 2.1 个百分点，初步显现复苏迹象。关于二季度产出数据，圣路易斯和亚特兰大联储经预测得出，当季年化 GDP 增速分别为 9.1%和 9.3%，与前次预测值相比略微上调。世界银行对美国 2021 年 GDP 的预测为 6.8%，与 1 月预测值相比上调 3.3 个百分点。

美国总统拜登在 6 月先后就医疗和基建问题表态，支持医疗援助法案和总投入规模约 1.2 万亿美元的基建计划，以便平衡劳动业市场供求，落实就业岗位，推动美国经济发展，提高本国制造业在全球经济体中的竞争力，充分吸引海外资本回流。根据美国劳

工部数据，2021年前五个月私人部门雇员平均时薪分别上涨0.01、0.08、-0.03、0.21和0.15美元；不考虑疫情补贴的情况下，企业薪资水平已经较疫情暴发初期有所提升，尤其是4月和5月，疫苗的有序接种促使美国放松了防疫管制，市场逐渐恢复活力。名义平均周薪方面，自2月出现本年度最低的1038美元后，3月起美国私营企业工人收入逐渐回升，至5月底达到2011年以来的最高点1058.52美元；受物价因素影响，平均周薪的实际值同比下降了2.2个百分点。2021年美国失业率总体下行，从年初的6.3%回落到5.8%左右。家庭储蓄率的降低与就业意愿的上升呼应：2021年5月，美国家庭储蓄率达到新冠肺炎流行后的新低，仅有12.4%，并且这一比例在流行病医药支出高企和物价上涨的情形下可能会继续降低。

消费者价格指数同比增速在2021年2月突破了2020年3月以来的最高值，达到1.7%，并由此一路上扬，至5月底已经逼近次贷危机前的高点，触及5%区间。按照商品种类核算，食品价格同比仅上涨2.2%，自去年12月起连续6个月涨幅回落；以商品来源分类，进口产品的价格上涨约10%。这说明，本轮物价上涨主要来自于货币宽松政策实施后，外部生产者根据美元贬值预期先行调整价格，导致通货膨胀二次输入。零售数据方面，3月零售总额环比增幅11.3%，在4月显著收窄到0.9%，而5月销售额环比减少1.3%，甚至比预测降幅0.8%扩大了0.5个百分点。这其中，杂货店和园艺、五金工具的销售降幅最大，均跌出-3%区间。消费者信心调查结果显示，美国居民二季度各月信心指数均高于80，但仍没能恢复到2019年以前90的水平线上方。

尽管美国疫苗接种率已达50%重要关口，居民的日常生活依然受到新冠德尔塔变异毒株的影响，每日平均新冠病例确诊数还停留在万人规模。迫于降低外部依赖和重振基建的需要，美国需要开放社会，未来可能会达成病毒与生产间的微妙平衡。

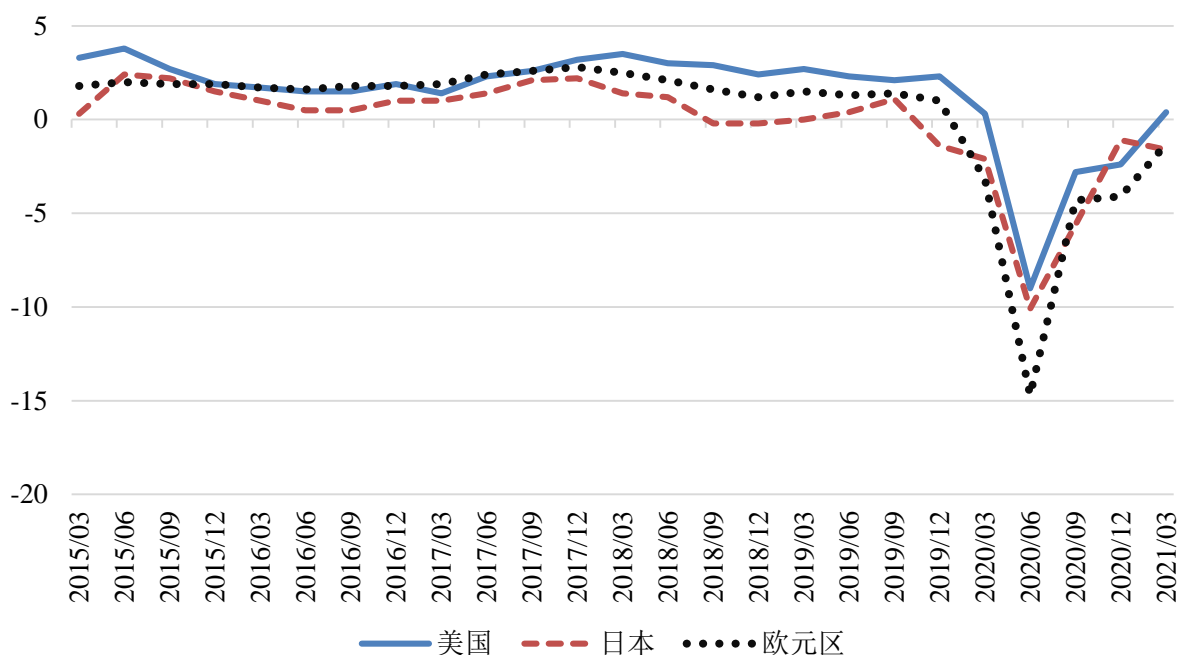


图 109 美国、日本和欧元区的 GDP 同比增速
(数据来源: CEIC, 单位: %)

(2) 欧元区经济回暖趋势显现

欧洲各国自 2020 年一季度末受到新冠肺炎冲击后, 不得不放弃短期内提振景气的政策, 转而实行不严格的抗疫方案。2021 年 6 月, 面临越来越大的开工复产压力, 欧盟正式宣布, 将在七国推出临时“疫苗护照”, 持有护照的入境人员无需隔离观察。以当前疫苗接种进度推算, 这一临时护照的应用范围将从中东欧向南欧和西欧扩展; 民众被德尔塔毒株广泛感染且疫苗效力不及预期的英国则可能暂时被排除在疫苗护照互认的名单之外。

率先倡议内部旅行无隔离的德国最近与部分欧洲国家的意见频频出现分歧, 不仅主张维持与俄罗斯的合作, 保障“北溪二号”项目的施工, 还对中欧投资协定持正面态度。显然, 德国对于经济增长的需求较为迫切。产出数据方面, 德国一季度 GDP 增速为-1.8%, 与 1.7%的预测值相比下滑 3.5 个百分点, 远不及预期。这其中, 家庭消费大幅下跌 5.4%, 是德国产出下降的主要因素。与疫情前的 2019 年四季度相比, 德国 GDP 累计缩水已经达到 5 个百分点, 甚至超过欧元区 19 国同期降幅。这也是德国总理默克尔力排众议、提振经济的重要原因。

与德国相比, 欧元区 19 国 2021 年一季度 GDP 同比实际增速-1.3%, 环比增速-0.3%, 比 2020 年 4 季度环比增速上升 0.3 个百分点。1 月起, 欧元区核心 CPI 同比数值维持上行趋势, 从 0.9%升至 5 月的 2%, 已经初步脱离了课题组在 2020 年中期报告提出的轻

度紧缩区间。5月欧元区景气指数为1.5，实现连续12个月回暖；消费信心指数则从年初的-15.5反弹至5月的-3.3。两大指数的变化趋势均能反映出新冠肺炎流行对预期的影响在减弱，但对比中国的防控措施，欧洲各国能否延续现阶段的经济表现，还存在不确定性。

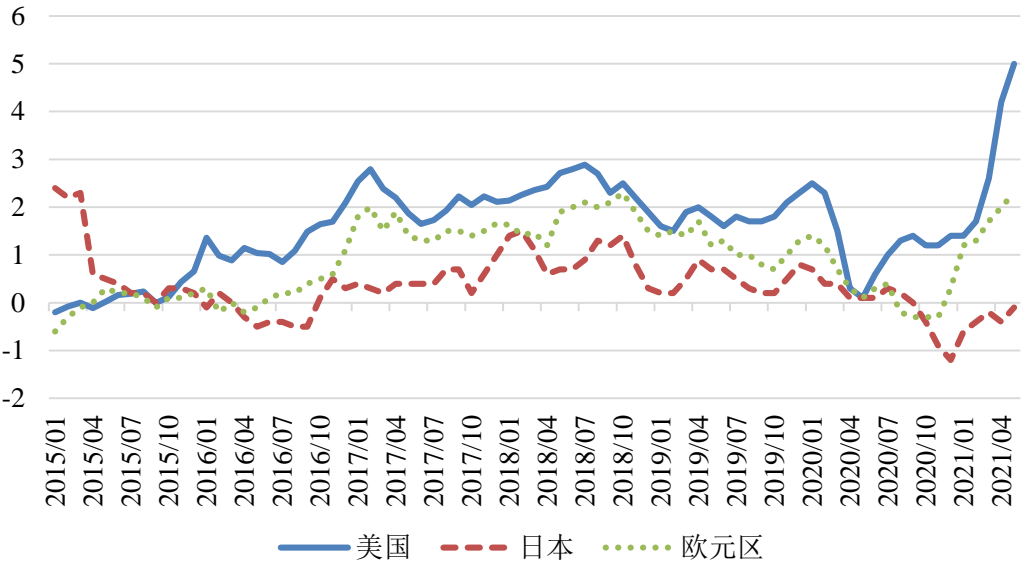


图 110 美国、日本和欧元区的 CPI 同比增速
(数据来源: CEIC, 单位: %)

西欧和北欧发达经济体中，法国和英国在 2021 年一季度产出环比实际增速分别为-0.1%和-1.5%。两国的失业率在 2020 年末达到最高，到 4 月为止情况有所好转，已经分别从 9%和 5.1%回落到 8%和 4.7%。疫情蔓延期间，西方部分经济体采取的宽松货币政策和大宗商品价格的上涨也影响到了欧洲国家，英国 CPI 同比增长了 2.1%，已经提高到 2019 年的水平。考虑到法国新冠病毒感染人数增长势头尚未得到明显遏制，而且英国病例中德尔塔变异毒株的感染比例提升迅猛，未来中东欧和西欧的贸易往来有可能难以完全畅通，同理北欧经济也将因为不能顺利打开国门而蒙受潜在损失。这意味着 GDP 增长乏力的丹麦、挪威和瑞典三国需要更加周密、积极地调配资源，以安全稳定的方式提振产出。2021 年一季度，丹麦、挪威和瑞典的 GDP 同比增速分别为-1.3%、-1.4%和 0%，对应的环比增速为-1.3%、-0.6%和 0.8%。挪威和瑞典 5 月的 CPI 同比变化率延续上升态势，分别为 2.7%和 1.8%；失业率也持续走高，达到 5%和 9.8%。丹麦的相应经济指标较为稳定。

南欧国家中，意大利和西班牙并没能像西欧和北欧一样妥善平衡疫病防治和经济增长。意大利一季度的 GDP 环比增速 0.1%，比 2020 年四季度的-1.8%上浮 1.9 个百分点；

同期 GDP 则同比萎缩 0.8 个百分点。西班牙 1 季度的相应数据为 GDP 环比实际收缩 0.4%，同比收缩 4.2 个百分点。失业率方面，意大利在 2021 年就业情况不容乐观，失业率始终位于 10% 以上，5 月水平为 10.7%；西班牙失业率在一季度为 15.98%，高于去年同期。此外，西班牙还须设法遏制物价的快速上涨：其 5 月 CPI 同比变化率为 2.7%，比意大利高 1.4 个百分点。综合来看，南欧经济体的恢复进度不及预期，即使未来西欧景气恢复，西班牙也需要欧盟的财政支援才能脱离衰退区间。

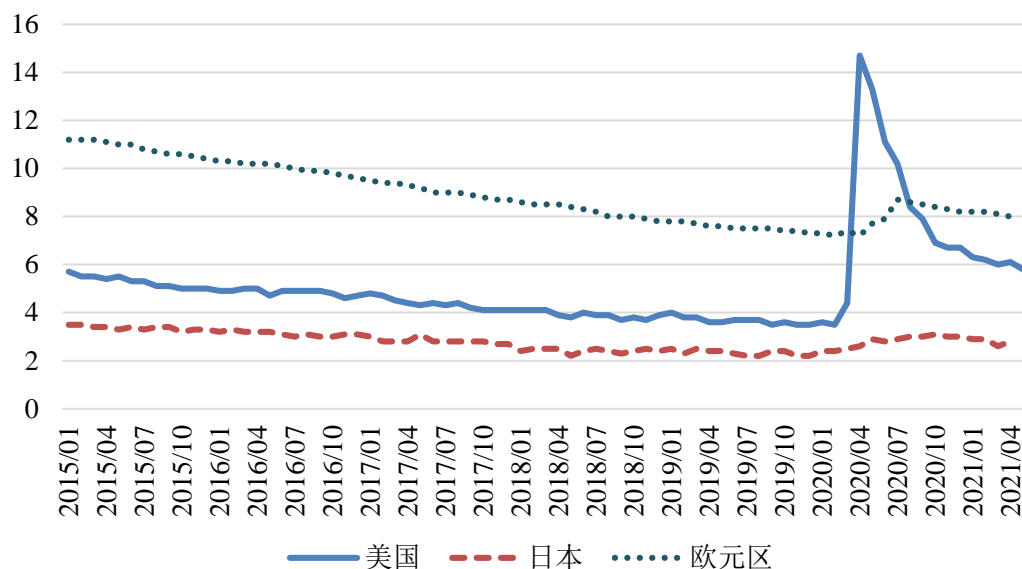


图 111 美国、日本和欧元区的失业率
(数据来源: CEIC, 单位: %)

(3) 亚太地区着力规避第三波疫情，经济形势总体稳定

2021 年二季度，临近奥运会召开，日本的疫苗接种覆盖人口比例未达预期，而经济复苏步伐也略显迟缓。日本一季度国民生产总值环比增速为-1%，比 2020 年四季度下降 3.8 个百分点；同比实际增速-1.6%，为连续第六个季度出现低于-1%的同比负增长。韩国一季度 GDP 环比实际增速 1.7%，比上季度提高 0.6 个百分点；同比实际增速 1.9%，为新冠全球大流行后首次实现正增长。另外，韩国失业率也从年初的 5.4%下降至 5 月的 3.8%。受食品和交通运输价格上涨影响，韩国 CPI 变化率从 1 月的 0.6%扩大至 5 月的 2.6%，已达 2017 年 8 月后的新高。基于目前的基本面走势，课题组判断韩国将领先日本令经济复苏。

东南亚主要经济体中，越南 2021 年一季度 GDP 同比增速为 4.48%，与上一季度持平；CPI 增幅由 1 月的-0.1%逐步扩大至 5 月的 2.9%，总体位于合理区间；失业率则由 2020 年二季度的峰值 2.73%逐步下降。另一方面，5 月贸易逆差为 20.7 亿美元，为 2018

年后单月最大规模。泰国一季度 GDP 环比实际增速为 0.2%，比上季度增幅缩窄 1.1%，而一季度同比 GDP 下降-2.6%，复苏势头可能中止。菲律宾的复苏基础比泰国更加薄弱：一季度 GDP 环比增速 0.3%，相对上季度收窄 3.5 个百分点，同时菲律宾高达 8.7% 的失业率已经持续 3 个季度未见缓和，2 月以来的物价增速也未低于 4.5%。印度尼西亚和马来西亚的状况则介于菲律宾和泰国之间。

在 RCEP 协议框架内，我国与东盟经济体的贸易往来显著增加。与 2020 年同期相比，2021 年 1~5 月人民币计价进口和出口额分别提升 29% 和 29.3%，亚太区域的经济整合与市场互补程度进一步提高。预计随着我国产业结构的升级调整，部分东南亚经济体将体现人力成本优势，吸引产业和就业机会向当地转移。

(4) 拉美和非洲经济体面临保增长方针下的艰难选择

金砖国家之中，俄罗斯受新冠变异毒株引发的第三波疫情影响，潜在经济衰退可能性增大。2021 年一季度，俄罗斯总产出呈现同比和环比“双收缩”格局，幅度分别为-0.7% 和 -17.9%，其中餐饮与娱乐支出的大幅下滑是 GDP 萎缩的首要因素。虽然其 4 月失业率下降到 5.2%，但 5 月 CPI 涨幅已超过 6%。货币政策方面，俄罗斯央行已经于 2 月将基准利率从 4.25% 提高至 5.5%，却仍无法有效抑制物价上涨。南非一季度的 GDP 环比增速为 4.6%，比上季度回落 0.8 个百分点，而同比连续第四个季度收缩，幅度为 3.2 个百分点。南非失业率在去年二季度降到 23.3% 的低点后，于 2021 年一季度反弹至 32.6%，同时 CPI 增速也快速从 2 月的 2.9% 上升到 5 月的 5.2%，陷入滞涨的可能性增加。此外，南非政府在 6 月下旬宣布，为应对德尔塔毒株的迅速传播，将提高疫情防控至 4 级。

巴西经济形势出现初步好转，其一季度产出实际同比增速首次出现疫情以来的正值，为 1%，而环比实际增速虽然比 2020 年四季度回落 2 个百分点，但也具有 1.2% 的水平。另一方面，与南非类似，巴西 5 月的失业率为 14.7%，CPI 增速为 8.06%，经济政策有效性还将经受考验。

秘鲁的经济恢复状况整体好于巴西：一季度 GDP 环比增速与上季度持平，同比实际增长 3.8%；虽然秘鲁全国失业率高达 15.1%，但 CPI 增速仅为 2.45%，且商业信心指数也回到 50 分界线上方。与之相对，阿根廷在先后遭受本币危机和新冠冲击后，形势不容乐观。尽管其 GDP 环比和同比实现双增长，5 月高达 48.8% 的物价上涨幅度也会极大抑制经济系统修复的潜力。

二、基准条件下 2021 年中国主要经济指标增速预测

课题组基于 IAR—CMM 季度模型对中国经济增长率和其他关键经济指标进行了预测，表 17 报告了 2020 年与 2021 年各关键经济指标的实际增长情况和预测结果。

表 17 上海财经大学高等研究院对中国各主要经济指标增速的预测²⁶

	单位	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2020 全年	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2021 全年
GDP	%	-6.8	3.2	4.9	6.5	2.3	18.3	8.6	6.5	6.0	9.3
投资	%	-16.1	-3.1	0.8	2.9	2.9	25.6	13.2	10.5	7.5	7.5
消费	%	-11.9	-3.9	0.9	4.6	-2.2	20.6	13.9	9.5	8.6	12.6
出口	%	-13.6	-0.2	8.5	16.7	3.7	48.9	28.2	8.5	5.1	19.6
进口	%	-3.1	-9.5	3.6	5.4	-0.7	28.2	43.3	23.0	18.8	27.6
CPI	%	5.0	2.7	2.3	0.1	2.5	-0.03	1.1	1.1	1.4	0.9
PPI	%	-0.6	-3.3	-2.2	-1.3	-1.8	2.1	8.2	6.0	5.0	5.3
GDP 平减指数	%	1.6	-0.1	0.6	0.5	0.7	2.4	2.5	2.9	2.7	2.6

数据来源：CEIC、WIND、上海财经大学高等研究院

课题组对 2021 年基准预测的外部环境主要假设条件包括：（1）新冠疫情仍在全球流行，主要经济体增速较 2020 年有所回升。（2）2021 年下半年全球经济将保持复苏步调，世界银行预测年度全球经济实际增长 5.6%；美国、日本和欧元区的实际增速分别为 6.8%、2.9%和 4.4%；根据国际货币基金组织预测，德国、法国和英国的全年增速为 3.6%、5.8%和 5.3%；新兴市场和发展中经济体总体增长 6.7%，其中东盟五国实际年增速为 4.9%。（3）美联储 2021 年下半年联邦基金利率仍将维持在 0~0.25%区间。（4）人民币兑美元汇率 2021 年下半年将继续在 6.5 附近宽幅双向波动，仍处在合理区间。

基于前面对中国经济形势与风险的分析，课题组对 2021 年基准预测的内部环境主

²⁶ 该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截止 2021 年 7 月 1 日所发布的数据。除投资增长率外，表中其余增长率均为当季同比增长率。

投资增长率是指全社会固定资产投资总额的累计同比增速，不同于支出法 GDP 核算中的资本形成总额，固定资产投资包括土地、旧建筑物和旧设备的购置费用，但不包括存货增加部分，也不包括 500 万元以下项目的投资、零星固定资产购置、商品房销售增值、新产品试制增加的固定资产、未经过正式立项的土地改良支出以及无形固定资产增加等。

消费增长率是指社会消费品零售总额的当季同比增速。不同于支出法 GDP 核算中的最终消费支出，社会消费品零售总额包括居民使用的建筑材料、非政府单位的商品零售额以及政府单位使用的交通工具和电讯产品，但不包括餐饮之外的服务类消费和虚拟消费（如自产自销的农产品和自有住房消费）等。

要假设条件包括：（1）国内疫情延续 2021 年以来的发展状况。（2）居民杠杆率攀升，继续对消费形成负面影响，假定受家庭新增贷款趋势未变但 GDP 增速下滑的影响，家庭杠杆率 2021 年再上升 4 个百分点。（3）2021 年制造业投资和房地产投资随着基数效应减弱增速放缓，基础设施建设投资增速乏力。（4）根据银保监会公布的相关数据，截止 2021 年一季度末，商业银行不良贷款率为 1.80%。课题组假设截止 2021 年二季度末我国商业银行不良贷款率将下降至 1.78%。（5）财政政策保持适度的支出强度，强调提质增效和可持续性，全年财政赤字将达 3.57 万亿元，赤字率约降低至 3.15%。（6）货币政策，继续保持稳健的货币政策，预计 2021 年下半年将维持基准利率和准备金率不变。

可以看出，受 2020 年初的新冠疫情冲击，2020 年一、二季度经济增速大幅下滑，受去年基数较低的影响，预计 2021 年第二至四季度 GDP 增速分别为 8.6%、6.5%和 6.0%，全年增速 9.3%。

消费增速受物价回落及基数影响，人民生活逐步回归正常，社会消费品零售总额增速在 2021 年第一季度大幅提升。预计 2021 年第二至四季度的社会消费品零售总额同比增速较一季度有所回落，分别为 13.9%、9.5%和 8.6%。全年增速为 12.6%。

投资增速同样受基数影响较 2020 年有大幅提升，预计 2021 年下半年，工业企业利润增速趋稳，将带动制造业投资回升，同时基础建设投资较为平稳，在以上因素共同作用下，预计 2021 年第二至四季度，整体固定资产投资增速累计同比分别为 13.2%、10.5%和 7.5%，全年增速 7.5%。

出口增速受基数影响大幅回升后持续下降，进口增速二季度较一季度继续提升将在三、四季度逐步回落。受新冠疫情上半年在全球产生变种并引发第三波蔓延，一些主要制造国停工停产，产业链转移暂缓，促使我国出口企业的业务激增，但随着其他各经济体新冠疫苗的广泛接种，预计 2021 年第二至四季度出口增速分别为 28.2%、8.5%和 5.1%，全年出口增速为 19.6%。进口方面，预计 2021 年第二至四季度出口增速分别为 43.3%、23.0%和 18.8%，全年进口增速为 27.6%。

考虑到 2021 上半年猪肉等食品价格增速大幅下降、国际大宗商品价格快速上涨、以及国内外货币政策变化，预计 2021 年 CPI 同比增速将在第三、四季度逐渐呈现回升趋势，第二至四季度，CPI 同比增长分别为 1.1%、1.1%和 1.4%，PPI 同比增长则在二季度达到峰值之后逐渐下降，分别为 8.2%、6.0%和 5.0%，全年 CPI 和 PPI 增速分别为 0.9%和 5.3%。

2021 年，中国经济进入全面恢复的一年，受去年基数低的影响，上半年各方面经济

指标增速表现良好，全球经济随着疫苗接种的逐渐覆盖，也缓慢得到恢复。中美贸易摩擦预计仍将继续存在，国际大宗商品价格迅速上升，新冠病毒变种及疫苗有效率，使得中国仍面临较大的外部环境不确定性，并可能进一步影响进出口，及下游企业的利润。与外部不确定性相比，内部经济的不确定性更大。房地产景气度下降，银行不良贷款率上升。课题组认为，在外部环境不可控的情况下，应更多地聚焦于内部经济改革，扩大开放，释放内部经济活力，以更好地应对内外部经济的不确定性，实现我国经济的持续增长与高质量发展。

三、不同情景下的主要经济指标预测及其政策应对

(一) 不同情景下的经济预测与政策应对

假设情景 I：疫情冲击和贸易保护主义长期影响下，外部环境面临恶化风险。

随着全球疫情的不不断蔓延，越来越多的跨国企业重新在生产效率和价值链安全之间进行权衡。世界银行在 2020 年疫情期间对跨国企业的调查显示，37%的跨国企业会调整其供应链使其更加多元化，14%的跨国企业会选择近岸外包（near shoring）或回流（reshoring）。因此，缩短价值链长度或区域价值链将成为全球价值链重新调整的主要方向。而中国作为“世界工厂”，在供应链多元化调整的趋势下，将面临较多的产业链转移。部分产业链转移将对 2021 年下半年的进出口贸易产生负向影响。此外，疫情期间出口的快速增长一定程度上掩盖了全球贸易保护行为对出口的负向影响。长期来看，疫情导致的中国出口高速增长并不具有可持续性，而随着全球价值链的调整和重塑，贸易保护主义对出口的长期负向影响将逐渐显现，因此，出口将面临较大的长期下行压力。

基于以上考虑，课题组考察外部环境恶化对经济增速影响的两种情景：（1）保守悲观，假设出口增速下降至 18.6%，较基准情形下降 1.0 个百分点；（2）悲观，假设出口增速下降至 17.7%，比基准情形下降 1.9 个百分点。表 20 报告了 2021 年的预测结果，在保守悲观（1）与悲观（1）两种情景下，全年 GDP 增速分别为 9.1%和 8.9%，外部环境恶化对投资和进口也带来负面影响，进口较基准分别下降 1.6 个百分点和 3.0 个百分点，固定资产投资累计同比较基准分别下降 0.2 个百分点和 0.4 个百分点。

表 18 外部环境恶化情景下对中国 2021 年各主要经济指标增速的预测

情景 I	保守悲观（1）			悲观（1）		
	2021Q3	2021Q4	2021 全年	2021Q3	2021Q4	2021 全年
GDP	6.3	5.6	9.1	6.0	5.2	8.9
投资	10.4	7.3	7.3	10.2	7.1	7.1
消费	9.3	8.4	12.5	9.0	8.3	12.4
出口	6.5	3.5	18.6	4.6	2.1	17.7
进口	19.8	16.2	26.0	16.8	14.0	24.6

CPI	1.1	1.5	0.9	1.1	1.8	1.0
PPI	5.7	4.9	5.2	5.5	5.0	5.1

数据来源：上海财经大学高等研究院

假设情景 II：大宗商品价格大幅上涨对经济的影响

2021 年上半年 PPI 同比增速急剧上升且于 5 月创下了 2009 年以来最高值，主要是因为石油、矿产、钢铁等大宗商品价格大幅上涨以及去年同期较低的基数效应。而本轮大宗商品价格大幅上涨主要受全球宽松货币政策的滞后影响、新冠疫情对全球供应链的冲击，以及世界经济复苏（预期）等多种因素共同作用的结果。

考虑到目前国际接种率以及疫苗预防变种病毒的有效性并不乐观，2021 年下半年依然面临新冠变种病毒大规模扩散的风险。若该情景发生，则大宗商品的生产和运输将再次受阻，而且多国的宽松货币政策将势必进一步延长，由此可能引起大宗商品价格的进一步大幅上升。在全球化背景下，我国对能源、基础原材料等大宗商品的依存度较高，大宗商品价格的大幅上升势必带动国内 PPI 的明显上升（大量文献基于实证分析也显示大宗商品价格对 PPI 有重要的影响），进而通过进一步传导也对 CPI 产生一定程度的影响。虽然大宗商品价格上涨使得部分上游企业利润增加进而投资扩大，但他们在国民经济中的占比相对较小，也有相当一部分大宗商品是靠进口的，而且中下游企业会受到原材料价格上涨影响使得成本增加，造成利润下滑进而拖累投资、就业和生产。企业利润和就业下降将影响家庭收入，进一步拖累消费。

因此，课题组考虑了大宗商品价格攀升对中国经济增速影响的两种情景：（1）保守悲观，假设 PPI 增速上升至 6.6%，较基准情形上升 1.3 个百分点；（2）悲观，假设 PPI 增速上升至 7.4%，比基准情形上升 2.1 个百分点；表 21 报告了 2021 年的预测结果，在保守悲观（2）与悲观（2）两种情景下，全年 GDP 增速分别为 8.6%和 8.2%，大宗商品价格攀升对投资和消费也带来负面影响，固定资产投资累计同比较基准分别下降 0.3 个百分点和 1.0 个百分点，消费同比较基准下降 0.3 个百分点和 0.4 个百分点，CPI 增速分别上升至 1.3%和 1.5%，较基准情形上升 0.4 个百分点和 0.6 个百分点。

表 19 大宗商品价格迅速上涨情景下对中国 2021 年各主要经济指标增速的预测

情景 II	保守悲观（2）			悲观（2）		
	2021Q3	2021Q4	2021 全年	2021Q3	2021Q4	2021 全年

GDP	5.6	4.7	8.6	4.9	3.7	8.2
投资	10.2	7.2	7.2	9.7	6.5	6.5
消费	9.1	7.9	12.3	8.9	7.8	12.2
出口	11.4	10.5	22.1	11.1	10.4	21.9
进口	28.5	28.4	31.8	28.5	28.7	31.8
CPI	1.7	2.5	1.3	1.9	3.0	1.5
PPI	8.0	8.4	6.6	9.6	9.9	7.4

数据来源：上海财经大学高等研究院

假设情景 III：房地产景气度下降对经济增速的影响

2020 年下半年以来，针对热度居高不下的房地产市场，政府出台了一系列政策调控房市，包括以控制房地产金融风险为前提的房企融资“三条红线”、房地产贷款集中度管理，以稳定房价为主要目的的部分试点城市集中供地、“限房价、竞地价”等措施，使得房企资金来源变得紧张，拿地节奏也受到挑战；部分房企流动性出现紧张，爆出债务违约，主要商业银行的房地产业不良贷款余额 2019-2020 年的增幅大大超过 2018-2019 年的增幅，间接说明了房地产企业的风险。受此影响，房地产开发投资虽暂时未出现较大波动，未来在持续的政策作用下可能回落加速。

基于上述不确定性因素，经课题组测算，房地产开发投资增速每下降 1 个百分点，全社会固定资产投资增速下降 0.65 个百分点，因此考察 2021 年全年房地产投资增速下降的两种情形。1) 适度降温情形：假设房地产投资增速下降，导致 2021 年我国全社会固定资产投资同比增速低于基准 1.5 个百分点，同时拉低与住房相关的商品消费，使得 GDP 全年增速为 8.1%；2) 大幅降温情形：假设房地产投资增速大幅下降导致 2021 年我国全社会固定资产投资同比增速低于基准 3 个百分点，同时拉低与住房相关的商品消费，使得 GDP 全年增速下降至 6.9%；其他假设以及货币政策、财政政策维持在基准情景。

表 20 房地产景气度下降情景下对中国 2021 年各主要经济指标增速的预测

情景 III	适度降温 (3)			大幅降温 (3)		
	2021Q3	2021Q4	2021 全年	2021Q3	2021Q4	2021 全年

GDP	4.3	3.9	8.1	3.2	1.0	6.9
投资	8.8	6.0	6.0	7.7	4.5	4.5
消费	9.5	7.4	12.3	9.5	6.5	12.0
出口	10.5	10.7	21.9	9.3	11.1	21.7
进口	27.9	29.2	31.8	28.6	29.1	32.0
CPI	2.1	2.9	1.5	2.3	3.1	1.6
PPI	8.3	8.8	6.8	8.4	9.0	6.8

数据来源：上海财经大学高等研究院

假设情景 IV：企业违约风险增加导致银行系统不良贷款率上升对经济增速的影响

根据债券兑付数据显示，进入 2021 年以来，虽然中央国有企业的违约风险明显下降，但是地方国有企业违约风险持续上升，已达 2015 年以来最高水平，且民营企业的违约风险转降为升。更重要的是，在今年国内货币政策回归正常化的背景下，债市整体流动性较去年偏紧，投资者风险偏好下降，民营企业债券净融资额度持续负增长，国有企业的债券净融资额较去年同比明显下降，企业偿债压力上升。

基于以上分析，课题组将考察由国有企业违约风险上升的两种情景：（1）保守悲观：国有企业平均违约率维持在当前水平，但民营企业违约率略微上升，违约率增加 1 个百分点，使得我国商业银行不良贷款比例在基准情景基础之上增加 0.1 个百分点，违约率增加 1 个百分点；（2）悲观 I：投资者风险偏好持续下降，民营企业融资难度大幅上升，违约率增加 2 个百分点上升至 8%，使得我国商业银行不良贷款比例在基准情景基础之上增加 0.3 个百分点；（3）悲观 II：在民营企业违约率增加 2 个百分点的基础之上，叠加地方国有企业违约率从 1.2% 飙升至 2%，使得我国商业银行不良贷款比例在基准情景基础之上增加 0.5 个百分点。三种情景下对投资的影响分别使得投资累计增速较基准情形下降 0.3 个百分点、0.5 个百分点和 0.7 个百分点，使得消费增速较基准下降 0.7 个百分点、1.2 个百分点和 1.5 个百分点，进而导致 GDP 增速下降 0.3 个百分点、0.5 个百分点和 0.7 个百分点。

表 21 商业银行不良贷款率上升情景下对中国 2021 年各主要经济指标增速的预测

情景 IV	保守悲观 (4)			悲观 (4.1)			悲观 (4.2)		
	2021Q3	2021Q4	2021 全年	2021Q3	2021Q4	2021 全年	2021Q3	2021Q4	2021 全年
GDP	5.9	5.7	9.0	5.5	5.4	8.8	5.0	5.1	8.6
投资	10.3	7.2	7.2	10.2	7.0	7.0	10.1	6.8	6.8
消费	7.6	7.7	11.9	5.6	7.6	11.4	4.7	7.5	11.1
出口	7.8	9.5	20.8	4.7	9.1	19.8	2.9	9.2	19.3
进口	23.6	26.3	29.8	19.8	25.9	28.7	17.6	26.3	28.3
CPI	1.1	1.4	0.9	1.1	1.3	0.9	1.0	1.3	0.8
PPI	5.7	5.0	5.2	5.2	5.0	5.1	5.1	4.9	5.0

数据来源：上海财经大学高等研究院

假设情景 V：国外疫苗接种有效率不及预期

当前全球疫情局势仍不明朗，截至北京时间 2021 年 7 月 6 日，全球单日新增感染人数仍超 30 万例。世界卫生组织宣布“德尔塔”变异病毒已蔓延至全球主要国家，该毒株具有传播能力强、潜伏期短等显著特点，同时它还具有更显著的疫苗抵抗特性。当前全球范围内疫苗接种覆盖率距离全民免疫水平仍远远不够，并且存在着病毒变异降低疫苗免疫能力的风险，这将给我国经济带来显著的外部风险。

鉴于上述不确定性因素，考虑美国接种疫苗对其经济复苏的影响，我们分别考察美国在 2021 年疫苗接种有效率仅达到 20% 的悲观情景（基准预测下假设美国 2021 年的疫苗接种有效率为 50%）：假设低于基准预期的疫苗接种有效率带来美国经济的下滑，导致外需下降，预计 2021 年我国出口低于基准 4.1 个百分点；下表报告了 2021 年的预测结果，在悲观情景下全年 GDP 增速分别为 8.8%。进口和投资在悲观情景下分别有 6.4% 和 0.7% 的下降。

表 22 国外疫苗接种有效率不及预期情景下对中国 2021 年各主要经济指标增速的预测

情景 V	悲观 (5)		
	2021Q3	2021Q4	2021 全年

GDP	5.7	5.2	8.8
投资	10.0	6.8	6.8
消费	9.3	8.3	12.5
出口	0.0	-0.7	15.5
进口	9.2	9.3	21.2
CPI	1.2	1.8	1.0
PPI	6.4	6.9	5.8

数据来源：上海财经大学高等研究院

（二）不同情景分析基础上的政策力度选项

课题组根据量化准结构模型进行情景模拟分析，下表总结了 2021 年下半年基准情景和其他不同情景下全年各主要经济变量的预测结果。其中，基准情景下预计全年 GDP 增长率为 9.3%；在情景 I（外部环境恶化）、情景 IV（商业银行不良贷款率上升）的保守悲观情形下，预计全年 GDP 增长率下降至 9.0%-9.1%；在情景 I（外部环境恶化）的悲观情形下、情景 II（大宗商品价格攀升）的保守悲观情形下，情景 IV（商业银行不良贷款率上升）的悲观情形下以及情景 V（国外疫苗接种有效率不及预期）的悲观情形下，预计 GDP 增速下降至 8.6%-8.9%；在情景 II（大宗商品价格攀升）的悲观情形下，情景 III（房地产景气度下降）的适度降温情形下，GDP 增速降为 8.1%-8.2%；在情景 III（房地产景气度下降）的大幅降温情形下，则经济增速将大幅下降，全年 GDP 增速降至 6.9%。

表 23 中国 2021 年各种情景下主要经济指标增速的预测

情景	基准	I. 外部环境恶化		II. 大宗商品价格大幅上涨	
		保守悲观	悲观	保守悲观	悲观
GDP	9.3	9.1	8.9	8.6	8.2
投资	7.5	7.3	7.1	7.2	6.5
消费	12.6	12.5	12.4	12.3	12.2
出口	19.6	18.6	17.7	22.1	21.9
进口	27.6	26.0	24.6	31.8	31.8
CPI	0.9	0.9	1.0	1.3	1.5

PPI	5.3		5.2	5.1	6.6	7.4
情景	III. 房地产景气度下降		IV. 商业银行不良贷款率上升			V. 国外疫苗有效率不及预期
	适度降温	大幅降温	保守悲观	悲观 1	悲观 2	悲观
GDP	8.1	6.9	9.0	8.8	8.6	8.8
投资	6.0	4.5	7.2	7.0	6.8	6.8
消费	12.3	12.0	11.9	11.4	11.1	12.5
出口	21.9	21.7	20.8	19.8	19.3	15.5
进口	31.8	32.0	29.8	28.7	28.3	21.2
CPI	1.5	1.6	0.9	0.9	0.8	1.0
PPI	6.8	6.8	5.2	5.1	5.0	5.8

数据来源：上海财经大学高等研究院。单位：%

根据课题组模拟的结果，即使在较悲观的假设情景下，也可实现政府工作报告中设定的“6%以上”的经济增长目标，但在不同情景下的外生冲击有可能会拖慢经济增速的回升幅度。课题组结合量化准结构模型探讨不同假设情景下的政策选项。假设主要通过调整准备金率和提高财政赤字的需求管理政策来实现基准情景下 9.3% 的经济增速，则财政政策或货币政策在不同情景下需要在基准假设之外作出的调整力度分别如下：

(1) 在情景 I 下，假设在疫情冲击和贸易保护主义下外部环境恶化导致出口和投资下降，则在保守悲观情形下，全年 GDP 增速为 9.1%，此时货币政策不需要在基准政策的基础上作出额外调整，但财政赤字需要增加 1668.9 亿元，超过预算赤字 4.67%，全年赤字率约为 3.3%；悲观情形下，全年 GDP 增速为 8.9%，此时货币政策需要在基准政策的基础上额外降准 1 次 50 个基点，并且财政赤字需要增加 3337.8 亿元，超过预算赤字 9.4%，全年赤字率约为 3.4%。

(2) 在情景 II 下，假设大宗商品价格大幅上涨导致 PPI 和 CPI 增速攀升，抑制投资和消费增长，则在保守悲观情形下，全年 GDP 增速为 8.6%，此时货币政策不需要在基准政策的基础上作出额外调整，但财政赤字需要增加 7523.5 亿元，超过预算赤字 21.07%，全年赤字率约为 3.8%；悲观情形下，全年 GDP 增速仅为 8.2%。此时货币政策不需要在基准政策的基础上作出额外调整，但财政赤字需要增加 10867.3 亿元，超过预算赤字 30.4%，全年赤字率约为 4.1%。课题组并不建议在经济增速已经较快的情景下采

用如此激进的短期需求管理政策来进一步提高经济增速。

(3) 在情景 III 下, 假设房地产景气度下降导致房地产投资以及全社会固定资产投资增速下滑, 则在适度降温情形下, 全年 GDP 增速为 8.1%, 此时货币政策需要在基准政策的基础上额外降准 3 次, 每次 50 个基点, 并且财政赤字需要增加 10013.4 亿元, 超过预算赤字 28.1%, 全年赤字率约为 4.0%; 大幅降温情形下, 全年 GDP 增速甚至会下探到为 6.9%, 此时货币政策需要在基准政策的基础上额外降准 4 次, 每次 50 个基点, 且财政赤字需要增加 20026.9 亿元, 超过预算赤字 56.1%, 全年赤字率约为 4.9%。即使此时增速下探幅度较大, 课题组也并不建议采用如此激进的短期需求管理政策来提高经济增速。

(4) 在情景 IV 下, 假设商业银行不良贷款率上升, 则在仅有少量民企违约的保守悲观情景下, 全年 GDP 增速约为 9.0%, 此时货币政策不需要在基准政策的基础上作出额外调整, 但财政赤字需要增加 2503.4 亿元, 超过预算赤字 7.0%, 全年赤字率约为 3.4%; 在投资者风险偏好变化的悲观情景 1 下, 全年 GDP 增速约为 8.8%, 此时货币政策需要在基准政策的基础上额外降准 1 次 50 个基点, 且财政赤字需要增加 4172.3 亿元, 超过预算赤字 11.7%, 全年赤字率约为 3.5%; 在民企和国企均出现违约的悲观情景下, 全年 GDP 增速约为 8.6%, 此时货币政策需要在基准政策的基础上额外降准 2 次, 每次 50 个基点, 并且财政赤字需要增加 5841.2 亿元, 超过预算赤字 16.36%, 全年赤字率约为 3.7%。

(5) 在情景 V 下, 假设国外疫苗有效率不及预期, 则全年 GDP 增速约为 8.8%, 此时货币政策不需要在基准政策的基础上作出额外调整, 但财政赤字需要增加 4172.3 亿元, 超过预算赤字 11.7%, 全年赤字率约为 3.5%。

此外, 根据 Mendoza 和 Ostry (2008) 和 Ghosh 等 (2013) 评估财政可持续性的方法, 课题组结合我国财政收支以及政府债务等数据, 测算了我国当前的财政空间以及不同政策选项对财政空间的使用情况。具体而言, 课题组设定财政基本赤字率是政府负债率的三次函数, 并在考虑经济增长率, GDP 数据等控制变量后进行估计, 测得负债率上限约为 92%, 显著低于 Ghosh 等 (2013) 对大多数发达国家的测算结果。根据课题组估算的地方政府显性债务 39 万亿元加上一季度末的中央政府债务余额 21 万亿元, 可以得到我国当前政府负债率约为 59%²⁷, 由此计算我国的财政空间约为 GDP 的 33%, 同样显著低于大多数发达国家。课题组测算了不同情景下的财政政策选项需要占用的财政政策空间, 即通过赤字政策实现基准经济增速 9.3% 时, 财政赤字总额与估算财政空间的比

²⁷ 根据中国社会科学院国家金融与发展实验室的政府杠杆率数据, 2020 年我国政府负债率约为 45.6%。

值。

下表报告了不同情景下为达到基准经济增速所需的财政政策与货币政策组合。

表 24 各情景假设下实现基准经济增速所需的政策力度

情景	I. 外部环境恶化		IV. 商业银行不良贷款率上升		
	保守悲观	悲观	保守悲观	悲观 1	悲观 2
全年 GDP 增速	9.1	8.9	9.0	8.8	8.6
货币政策需增加力度	无额外调整	1 次降准 50 个基点	无额外调整	1 次降准 50 个基点	2 次降准 50 个基点
赤字超预算额 (亿元)	1668.9	3337.8	2503.4	4172.3	5841.2
赤字超预算比率 (%)	4.67	9.4	7.0	11.7	16.4
估算赤字率 (%)	3.3	3.4	3.4	3.5	3.7
总赤字占用财政空间 (%)	9.96	10.41	10.18	10.63	11.08
情景	II. 大宗商品价格大幅上涨		III. 房地产景气度下降		V. 国外疫苗有效率不及预期
	保守悲观	悲观	适度降温	大幅降温	悲观
全年 GDP 增速	8.6	8.2	8.1	6.9	8.8
货币政策需增加力度	无额外调整	无额外调整	3 次降准 50 个基点	4 次降准 50 个基点	1 次降准 50 个基点
赤字超预算额 (亿元)	7523.5	10867.3	10013.4	20026.9	4172.3
赤字超预算比率 (%)	21.07	30.4	28.1	56.1	11.7
估算赤字率 (%)	3.8	4.1	4.0	4.9	3.5
总赤字占用财政空间 (%)	11.52	12.41	12.19	14.86	10.63

数据来源：上海财经大学高等研究院

值得注意的是，以上各政策选项分析均是基于单一情景假设所进行的探讨，提出的

货币政策力度和财政政策力度也只是政策最终的目标效果，并没有深入探讨具体的政策工具。原因在于，在现实中多个情景往往会相互叠加，相互影响，带给中国经济内外多重冲击，这些不确定性的交互作用可能带来放大效应，导致中国经济的下行压力加大，需要结合实际经济情况灵活运用不同政策工具。此外，由于在各情景下模拟的全年 GDP 增速相对 2020 年均有明显回升，对于个别悲观情景来说，采用激进的需求管理政策来强行进一步拉高增速可能会得不偿失。课题组在往年的报告中已经多次强调，宏观经济政策应当着眼于经济整体的长期健康运行，避免短期经济刺激政策的长期负面作用损害增长潜力和可持续发展能力。

（三）短期经济政策的长期经济影响

作为我国地方政府用来缓解财政收入不足和筹集建设发展资金的独特且重要的手段，土地财政备受各界的关注。特别是 08 年金融危机之后，通过发展基础设施建设提升经济发展成为各地方政府重要的短期经济政策。在分税制改革和地方官员 GDP 锦标赛的背景下，土地财政收入是地方政府用来进行基础设施建设的基本保障。同时，在地方政府债务水平普遍较高的情况下，确保土地财政收入对于防范债务违约风险具有重要作用。因此，地方政府对于土地财政收入的依赖度普遍较高，全国近九成城市土地出让金占一般性公共预算收入超过 50%，其中温州，昆明和福州等城市此比例超过 150%。

虽然在过去十年中土地财政作为地方政府重要的财政收入来源对于稳定短期经济波动体现了重要的作用，但此短期经济政策带来了显著的长期经济影响。土地的高价格使得地方政府成为我国房地产市场中的最大受益方，而土地财政的高依赖度又使得地方政府有进一步推升房价的动力。房地产价格的高涨促使企业将资金更多用于购买住宅房屋而在房地产市场获利。特别是以深圳为代表的部分城市，企业由于受疫情冲击而获得的低利率经营贷大量的流入房地产市场，进一步推升房价。地方政府囿于较高的土地财政依赖度，并未执行完全有效的房地产市场调控政策而使得房价上涨的预期依然较为普遍的存在。所以基于以上判断，课题组使用数据证实企业在将资金投入房地产市场的同时造成了用于研发的支出减少，拖累了衡量技术进步的重要指标全要素生产率（TFP）的增速。下图表示在省级层面上，土地财政依赖度越高的省份其 TFP 增速越慢。根据宏观经济学增长理论以及世界各国的发展经验，我们可知只有技术进步才能推动一国经济长期的增长。因此，过度的依赖于土地财政收入而不断推升房地产市场，会阻碍技术进步的速度，影响我国长期经济发展。在坚定“房住不炒”的同时应该考虑如何扩大地方政府税收来源来改变地方政府的激励机制。

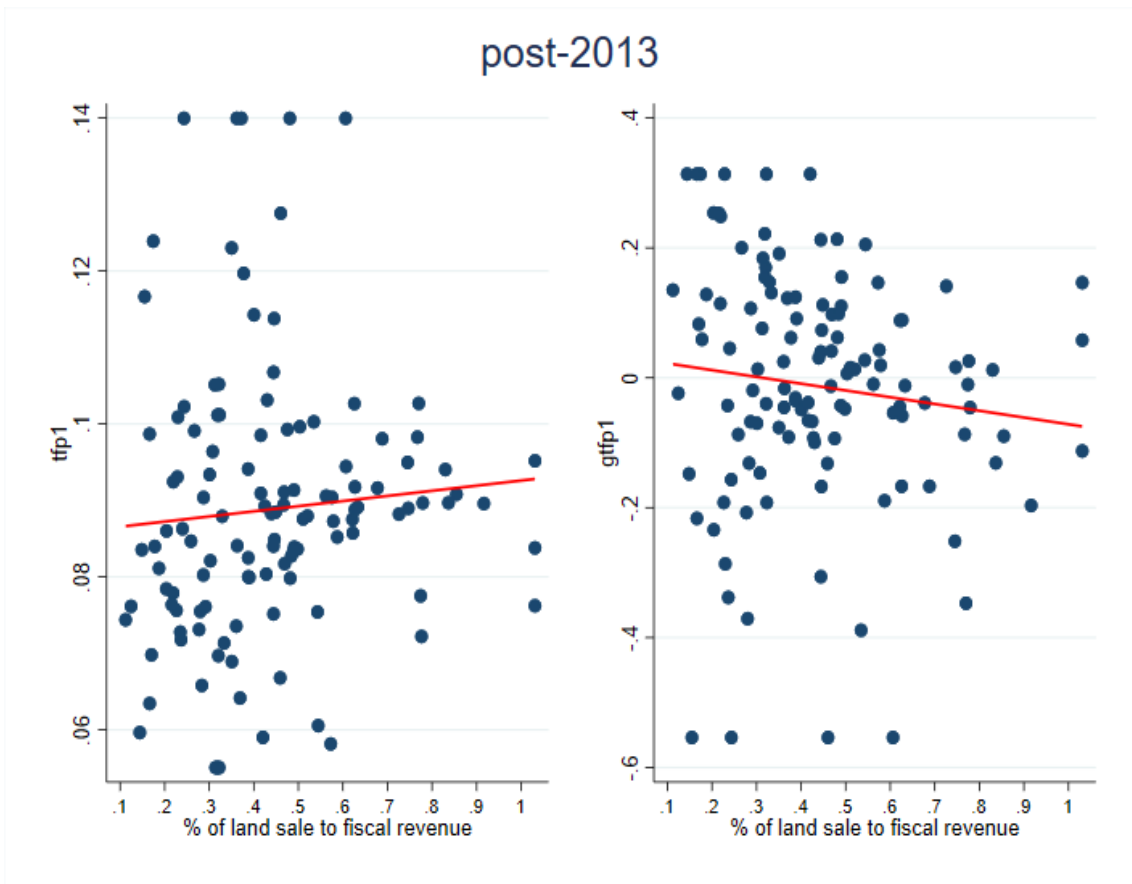


图 112 土地收入依赖度与全要素生产率
(数据来源: 上海财经大学高等研究院)

四、以深化制度性改革开放和高层次国际经济合作助推新发展格局构建

当今世界正面临百年未有变局与新冠肺炎疫情交织的复杂局面，中国经济社会发展面临地缘政治经济战略竞争、贸易保护主义和逆全球化浪潮、发达经济体超宽松政策效应溢出等一系列重大外部风险。同时，中国自身也面临人口老龄化少子化、收入差距贫富差距过大、家庭部门债务持续攀升、地方政府债务居高不下、关键高新技术瓶颈等一系列结构性问题。面对前所未有的新风险和挑战，“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要明确指出，构建新发展格局是应对新发展阶段机遇和挑战、贯彻新发展理念的战略选择。

面向未来一个时期，中国除了要继续深化供给侧结构性改革、注重需求侧改革和管理、发挥超大规模市场优势和挖掘内部需求潜力外，还要进一步全面扩大对外开放，深化高层次国际经济合作，为构建高质量国内循环和国际循环互动新发展格局营造良好的内外部环境。历史经验表明，中国的发展离不开世界，世界的发展也离不开中国。中国需要努力寻找不同国家利益交汇点，凝聚不同文明价值的最大公约数，同时增加社会的包容性和透明度，以此增加相互信任，构建面向未来的更高水平国际循环。具体来看，中国下一步构建新发展格局应围绕高层次国际经济合作从以下三方面着力。

第一，深化规则、标准等制度型开放，参与乃至引领全球经贸规则升级，倒逼国内经济改革深化，为构建新发展格局提供规则制度基础。当前，世界各国围绕全球经贸规则的博弈日趋激烈，新冠疫情又推高了全球经贸合作的壁垒，同时新技术革命也推动新领域的规则、标准不断出台，这些都要求中国必须深化规则、标准等制度型开放，在参与乃至引领相关领域更高标准的全球性经贸和投资规则设计、调整的过程中，更好地维护中国的国家利益，并倒逼国内经济改革深化，在更高的水平上推动国际国内双循环的相互促进，实现商品服务要素的优化配置和经济高质量发展。尽管面临逆全球化思潮和贸易保护主义的干扰，但是零关税、零壁垒、零补贴、加强知识产权保护、创造公平竞争营商环境等依然是开放体系下全球经济贸易和投资的方向。其中，关于“三零”目标尽管短期实现困难重重，但应作为努力的方向。

一方面，对外要加速与国际更高标准经贸和投资规则体系的对接。2020 年底区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）成功签订，包括中国在内的东亚太平洋 15 国经过平等协商和专业谈判，达成了一份更高水平的自由贸易规则体系，标志着与欧洲、北美三足鼎

立的东亚太平洋贸易一体化板块的形成，为发展 WTO 规则体系做出了重大贡献。在此基础上，中国对加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）表达了积极态度。作为目前全球最高标准的区域自由贸易协定，CPTPP 所有缔约国家最迟将在 2039 年之前放开至少 95.9% 的关税细目，是对贸易保护主义的回应。近期，英国已加入了 CPTPP 的缔约谈判，而中国与 CPTPP 缔约国中有多国同是 RCEP 成员国，或签有双边多边自由贸易协定，中国应发挥好近水楼台的便利。

另一方面，对内要积极推动知识产权保护、国有企业、政府补贴等领域的新型规则设计。在知识产权保护层面，应立足于进入创新型国家前列的远景目标，逐步对接 CPTPP 为代表的更高标准知识产权保护条款。在国有企业方面，应遵循竞争中性原则，从维护市场公平竞争的角度出发构建符合我国国情的竞争政策规则体系。在政府补贴领域，应遵循《WTO 补贴与反补贴措施协议》的基本理念和原则，逐步推动从专向性补贴向功能性补贴的过渡。整体上，要以开放倒逼国内市场化改革深化和营商环境优化，以竞争中性、所有制中立的原则进行体制性、结构性改革，形成国企、民企、外企公平竞争的市场环境，让市场在资源配置中真正发挥决定性作用，为双循环新发展格局构建提供规则制度基础。

第二，充分发挥市场、民企的活力优势，激发关键核心技术创新动力，大力推动第三方市场合作，提高产业链、供应链的韧性、弹性和竞争力。受中美战略竞争加剧及新冠疫情的双重影响，世界各国纷纷重新审视自身的供应链和产业链安全问题，在地化、多元化建设正成为各国进行产业再布局的重点考量，加上美国对中国的技术封锁、脱钩和对特定企业的所谓制裁等，使得中国深度嵌入并曾受益其中的区域和全球供应链、产业链遭受直接冲击。在此背景下，中国同样需要思考如何提高自身产业链、供应链的韧性、弹性和竞争力，以稳定的价值链来畅通国内大循环和国际大循环的通路，以竞争中性所有制中立来落实市场对资源配置的决定性作用。综合来看，这需从民企主导技术创新和第三方市场经济合作两个角度双管齐下，有助于强化中国市场经济国家地位，让公有制为主体、多种所有制共同发展的基本经济制度落地生根。

创新分为两种，一种是基础研究的创新，这个得靠政府、大学。由于基础科学创新往往周期长，见效慢，但外部性巨大，从长远来说，基础性研究关系到国家的安全，社会的稳定，经济的稳定，要有前瞻性，但这种投入常常是亏本的，逐利的企业一般不愿意去做，这时，政府及大学就需要补位，需要投入人力和资源去做，所以要靠国家。然而，创新不仅仅是基础研究创新，还包括应用科技创新。二者一个立足当下，一个立足

长远，不可偏废，不应对立。应用科技创新更多要靠民营企业，靠企业家精神。民营企业主要是靠赢得市场竞争而求得生存和发展，对市场变化和技术进步更加敏感，更趋向于将资本投入到边际生产率高的领域，这就决定了它们在运用创新规律方面更具优势。

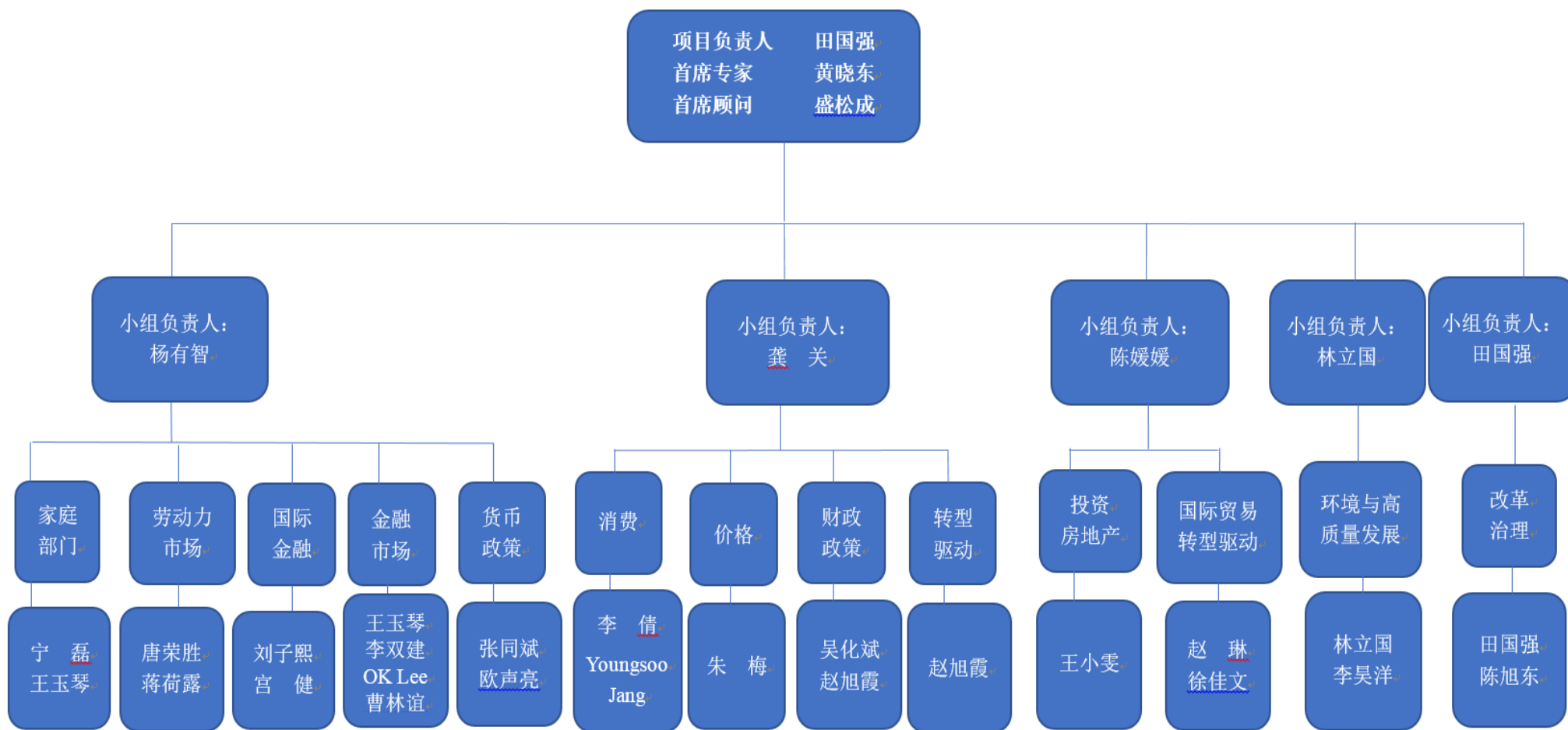
同时，中国应开拓第三方市场经济合作这样一个更为包容、平等、可持续的国际合作方式，也相对容易为各方所接受。它通过两个或多个国家与包括政府、跨国公司和多边组织等在内的第三方开展资金、技术、管理等方面合作的模式来实现互利共赢发展。对于第三方市场合作，同样应该发挥市场、民企的主导作用，单纯依靠政府、国企推行“走出去”战略，容易引起其他市场经济国家的警惕和反弹，包括不承认中国的市场经济国家地位。尤其是那些依靠行政力量合并重组的巨无霸国企，在国际上跟其他国家的私有企业相比，往往也有压倒性优势，这可能会加大所在国同类企业和政府的担忧。我们在国内改革中要落实让市场在资源配置中起决定性作用，在国际经济合作中也应遵循这样的基本规律和原则。因此，应鼓励和引导民营企业深入参与第三方市场合作，与跨国公司、多边组织合作，从而凝聚形成激励相容的利益共同体。

第三，响应数字技术变革和新能源变革，更换赛道，面向世界拓展数字经济和新能源经济合作机遇空间，促进中国经济新旧动能的转换。当前，以大数据、云计算、5G和人工智能等为代表的数字技术和新能源革命方兴未艾。新冠疫情长期化背景之下，数字技术在疫情监测、在线医疗、在线学习、线上消费等方面均得到深度应用，极大地改变了人们生产生活方式。数字化转型将成为世界和中国经济新旧动能转换的关键动力。不过，各国在数字治理规则、数据安全等方面还没有达成广泛共识。在此背景下，数字经济合作应成为当前中国推动国际经济合作的一大重点内容。中国应该在多双边场合积极表态，主动发出同各方加强数字经济合作的信号，积极同各方探讨并制定全球数字治理规则，维护全球数据安全，推动数字经济发展，为全球经济注入可持续增长和包容性发展的新动能。

与此同时，新能源动力革命是人类社会进步的重要标志，当下世界能源结构正从碳能源轨道向光能源、硅能源、氢能源、再生能源轨道切换，加快建设“光伏、特高压、新能源”三位一体体系，是中国突破围堵或遏制的重大战略突围点，分别对应着新能源发电、能源传输和新能源汽车领域，这些都是今后中国乃至世界经济有效能源体系的根本性发展方向。通过加速构建以新能源为主体的新型电力系统，以此来建立低碳的能源体系以应对气候变化，也是中国2060年实现“碳中和”战略目标的重要保证。对中国而言，这恐怕是一场比半导体更重要的竞赛，因为可极大避免能源短板和发动机等

高精密机械瓶颈等国家经济安全问题。并且，能源低碳发展的新能源革命已成为世界各国的共识，是今后取之不尽、用之不完经济有效能源的根本发展方向。中国在相关领域的技术储备和制造能力处于全球前列，应发挥新能源全产业链优势，与其他国家积极开展新能源项目合作。

附录一：项目架构图



附录二：上海财经大学高等研究院简介

上海财经大学高等研究院（Institute for Advanced Research）成立于2006年7月，作为国家首批“985工程”优势学科创新平台项目——“经济学创新平台”建设项目和理论经济学上海市高峰Ⅱ类学科的重要组成部分，高等研究院致力于以准确的数据为依据，先进的理论为指导，科学的研究方法为手段，理论结合实际，定性与定量分析并举，研究中国改革和发展中出现的长远重大战略性问题和当前难点、热点经济问题，力图打造一个集科学政策咨询、重大项目研究、学术前沿探讨和高级人才培养于一体的大型综合研究机构。

高等研究院持续聚焦中国改革发展中的长远重大战略问题和当前热点难点问题，强调分析解决问题所需要的三个维度的结合：理论逻辑、实践真知、历史视野，以体现“六性”：科学性、严谨性、针对性、现实性、前瞻性和思想性，对于所给出的政策建议注重以全局观念、系统思维和综合治理方法来处理好改革、发展、稳定、创新、治理的辩证统一关系，所形成的系列研究成果得到了党和国家领导人、社会各界和媒体的广泛关注和肯定。

高等研究院现拥有“数理经济学”教育部重点实验室，设立数据调研中心、中国宏观经济研究中心、农业与城乡协调发展研究中心、环境与自然资源研究中心、中国教育改革与发展研究中心、人口流动与劳动力市场研究中心、市场机制设计与信息经济研究中心、卫生经济与老龄化研究中心、经济学研究全球竞争力评估中心和博士后中心等常规研究中心以及高端教育与国际交流中心，并与高等教育出版社合办全英文学术季刊 *Frontiers of Economics in China*。