

# 2021年第一季度中国宏观经济形势分析与预测报告



## 新发展阶段的中国经济：挑战与出路

“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

二〇二一年四月二十三日

# 目录

一、当前中国经济运行的主要特征.....	1
(一) 消费复苏, 投资回升, 对外贸易持续复苏.....	1
(二) CPI 低位震荡, PPI 涨幅扩大, 价格总体稳定.....	5
(三) 劳动力市场稳步复苏.....	7
(四) 金融市场总体保持平稳, 货币政策逐步回归常态化.....	9
(五) 贷款总体需求创新高, 融资缺口呈扩大态势.....	11
(六) 人民币汇率在合理区间内双向波动.....	12
(七) 财政收支稳步回升, 地方债还债压力增大.....	14
(八) 央行数字货币和数字金融资产.....	16
二、中国经济面临的主要风险因素.....	18
(一) 家庭部门继续积累债务, 消费需求仍未完全复苏.....	18
(二) 房价齐涨, 应继续坚持调控不放松.....	20
(三) 新冠肺炎第三波疫情冲击或将阻碍全球经济复苏步伐.....	21
三、构建高层次国际新发展格局助推高质量发展.....	23

**报告导读：**中国 2021 年一季度宏观经济数据日前公布，国内生产总值 249310 亿元，按可比价格计算，同比增长 18.3%，比 2020 年四季度环比增长 0.6%；比 2019 年一季度增长 10.3%，两年平均增长 5.0%，呈现稳健开局和稳定恢复态势，为实现全年经济增长目标奠定基础。同时，对于风险挑战也要未雨绸缪。从内部看，国内经济发展中长期存在的结构性矛盾依然突出，家庭债务持续累积、地方政府偿债压力加大。从外部看，当今世界正处于百年未有之大变局，新冠肺炎疫情使这一变局加速演变，中国经济社会发展面临中美地缘政治经济全面战略竞争、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挑战，不容小觑。

“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。构建国际新发展格局应该也是其重要组成部分。中国可以考虑从参与融入高标准经贸规则体系、大力开展第三方市场合作，相互融合包容，形成利益共同体，推动数字经济和新能源国际合作等方面发力，进一步拓展高层次国际经济合作，倒逼国内深层次结构改革，畅通中国经济国际循环的通路，并实现国际国内循环相互促进的良好局面，助推中国经济高质量发展。接下来，本报告将从当前中国经济运行的主要特征、风险因素及其对策建议三个方面展开论述。

## 一、当前中国经济运行的主要特征

### （一）消费复苏，投资回升，对外贸易持续复苏

#### （1）消费强劲复苏

2021 年社会消费品零售开局稳健。1-3 月社会消费品零售总额 105221 亿元，同比增长 33.9%，比 2019 年增长 7.6%，两年平均增速为 3.7%。3 月社会消费品零售总额 35484 亿元，同比增长 34.2%；比 2019 年 3 月增长 12.9%，两年平均增速为 6.3%。剔除价格因素，3 月份社会消费品零售总额实际同比增长 33%，两年平均增长 1.8%。

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，一季度累计增长 75.8%，对社会消费品零售总额贡献率达 17.5%。其中，3 月餐饮类消费为 3511 亿元，同比增速达 91.6%，相较 2019 年增长 3.5%，两年平均增长 1.7%。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，截至 4 月 14 日，通过携程预订五

一期期间的机票、酒店、门票、租车的订单量较 2019 年同期分别实现 23%、43%、114%、126%的正增长。从订单量看，携程预计今年五一旅游人次有望突破 2019 年五一水平，达到 2 亿人次新高。

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。1-3 月全国网上零售额累计 28093 亿元，同比增长 29.9%，两年平均增长 12.0%。其中，实物商品网上零售额 23067 亿元，同比增长 25.8%，两年平均增长 13.9%。

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。1-3 月限额以上企业消费品零售额为 38140 亿元，累计同比增长为 42.0%，对社会消费品零售总额增速的贡献率为 11.6%，相较 2019 年增长 8.7%，两年平均增速为 4.3%。

在众多限额以上企业中，有相当一部分消费类别受去年低基数影响，在今年第一季度表现出强劲的增长势头。如衣着类、金银珠宝类、家用电器及音响器材类、家具类、建筑装潢材料类、汽车类和石油及制品类消费均在 1-3 月增速大幅增加，对社会消费品零售总额拉动明显；而化妆品类、通讯器材类消费在去年疫情得到控制之后就稳步回升，将一部分增速分摊到去年下半年。因此。虽然在第一季度仍然观测到较大的同比提高，但增长幅度略小于上述类别的消费品。此外，食品类和中西药品类消费为去年疫情期间的刚性需求，导致其降幅并不明显，所以这两类消费品并没有受到很大的基数效应而在今年第一季度表现较大的涨幅。

基于上述对限额以上企业的分类，我们具体来看，3 月服装类消费同比增长 69.1%，高于 2019 年同期 4.4 个百分点，两年平均增长 2.2%。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，刺激了金银珠宝类的消费。叠加春节及其错峰效应，金银珠宝类商品消费在 1-2 月达到 545 亿元，累计同比增长 98.7%。相较 2019 年提高 7.9%，两年平均增长 3.9%。中国经济稳定复苏，拉动石油及制品类的需求，其自去年年底持续增长。1-3 月累计销售额达 4487 亿元，高于去年同期 23.6 个百分点。同时，伴随世界各国经济复苏，全球贸易好转，石油和燃气制品需求上升，价格提高，使其名义增速逐渐赶超实际增速，3 月名义增速高于实际增速。伴随国民经济稳定回升，2021 年汽车消费需求将继续加快恢复。受基数效应影响，1-3 月汽车类消费累计同比增

速为 65.6%。受去年基数过低、今年经济向好而推动销售市场火热影响，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%。这带动家具类和建筑及装潢材料类消费同比大幅提升，增速接近 60%。

自去年疫情缓解以来，复商复工复课使得化妆品类的消费需求持续提高，1-3 月化妆品累计同比增速达 41.4%。疫情期间居家办公对通讯器材类产品有持续的消费需求。叠加去年 10 月底，以华为 5 纳米芯片手机为首的多款电子产品的问世，通讯器材类需求不断扩大。今年一季度通讯器材类消费为 1474 亿元，同比增长 42.4%。化妆品类和通讯器材类产品的需求持续增加，说明疫情后人们对消费升级的需求不断扩大。

最后，食品类消费和中西药品类消费在疫情期间成为刚需，相较其他消费类别，其在去年疫情期间降幅相对小。因此，并没有为今年的涨幅造成较大的基数效应。事实上，今年第一季度食品类消费相对去年增长 10.0%，相较 2019 年增长 14.3%，两年平均增速为 6.9%。类似的，疫情期间中西药品类的消费持续刚性，并没有为今年的增速造成较大的基数效应。值得指出的是，疫苗的研发和使用在一定程度上刺激了中西药品类的消费，使得其第一季度累计同比增速为 14.9%。

## **(2) 投资回升，制造业投资未完全恢复**

2021 年一季度，全社会固定资产投资名义复合增速为正，环比保持增长。1-3 月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 25.6%，两年平均增长 2.9%，低于 2019 年一季度的 6.3%。从环比看，季调后的 3 月份固定资产投资（不含农户）增长 1.51%，除受疫情冲击的 1 月以外自去年 11 月份以来环比增速保持持续增长。整体民间投资同比增长 26.0%，复合增速为 1.15%。**分大类看，基建、制造业投资均有所改善。**

1-3 月制造业投资同比增长 29.8%，投资额比 2019 年同期下降 2.9%，两年复合增长率为-1.5%，制造业投资信心仍有待恢复。制造业投资最多的几个行业里，高技术制造业中的计算机、通信和其他电子设备制造业增速为 40.4%，两年复合增长率为 10.7%；其他主要行业包括非金属矿物制品业、化学原料及化学制品制造业、专用设备制造业等行业投资增速较高，化学制品制造业和专用设备制造业两年季均复合增速为正。此外，高技术制造业中的医药制造业投资增速一季度两年复合增速达到 12.1%。3 月工业增加值同比增长 14.1%，2 年复合增速 6.2%，去年 11 月以来当月季调环比增速保持在 0.6% 以上，工业增加值增速较为稳定，显示生产端较为活跃。具体来看，今年一二月的疫情和“就地过年”对短期需求冲击较大，影响企业投资信心，从中小企业发展指数来看并

未恢复到疫情前的水平。随着影响的消退，从3月PMI指数的订单、库存等短期指标来看企业经营状况已有所改善，国际原油价格回升支撑了工业品价格，工业生产生产向好。到目前为止疫情期间的政策刺激虽已逐步退出，在保持宏观政策连续性稳定性可持续性、“不急转弯”的基调下预计经济仍将保持活力。

1-3月不含电力、热力、燃气及水的生产和制造业的基建投资增速为29.7%，两年复合增速为2.05%，比1-2月复合增长率-2.18%有所上升。基建各子项增速均提升，尤其是交通运输和仓储业投资增速增长加快。从资金来源来看，今年《政府工作报告》提出，拟发行地方政府专项债券3.65万亿元，略低于去年的3.75万亿。从财政部发布的一季度数据来看，再融资债券发行额8757亿元，占地方政府债券发行额的96%；新增债券仅发行364亿元，其中新增专项债券发行150亿元；专项债发行节奏变缓，主要原因是今年提前批额度下达时间相比往年略晚，预计二季度节奏将加快，全年专项债发行节奏保持相对平稳，考虑到提振经济的需求减弱和地方财政紧张，全年基建投资将较为平缓。

房地产投资保持较高增长。1-3月全国房地产开发投资同比增长25.6%，比2019年1-3月增长15.9%，两年平均增长7.6%。从销售数据来看，住宅销售面积增长68.1%，办公楼销售面积增长34.4%，商业营业用房销售面积增长24.9%。商品房销售额38378亿元，增长88.5%，两年平均增长19.1%。其中，住宅销售额增长95.5%，办公楼销售额增长44.0%，商业营业用房销售额增长25.8%，比较来看住宅销售价格增长较多，其次是办公楼销售价格。从构成来看，房地产投资的高增速主要来自于建筑工程，新开工和土地购置在房地产行业约束下较为低迷，预计未来三道红线、贷款集中度管理、土地集中供给等政策的延续将对之后的房地产投资数据产生影响。

### **(3) 对外贸易持续复苏，贸易顺差均较去年同期扩大。**

对外贸易持续复苏，货物贸易顺差较去年同期大幅扩大，服务贸易逆差较去年同期收窄。2021年一季度，受去年较低的基数效应的影响，进、出口增速均出现大幅度增长。其中，进出口总额为13036.0亿美元，同比增长38.6%；出口总额为7099.8亿美元，同比增长49.0%；进口总额为5936.2亿美元，同比增长28.0%。出口增速大于进口增速，贸易顺差为1163.5亿美元，相比2020年同期大幅增长1035.2亿美元。受人民币汇率持续升值的影响，以人民币计价的进出口增速低于以美元计价的进出口增速，2021年一季度，进出口总额、出口、进口的人民币值增速分别为29.2%、38.7%、19.3%。进出口大

幅增长主要源于去年较低的基数。2020年，COVID-19先后在中国和世界范围爆发，导致一季度进出口企业的生产、运输、需求均受到较大的负向影响，内、外部需求疲软。在以上供给和需求负向冲击的双重影响下，去年一季度进、出口分别大幅下跌-13.6%和-3.2%；分贸易方式来看，无论是出口还是进口，加工贸易增速均低于一般贸易增速，这延续了近几年一般贸易增速高于加工贸易增速的趋势。从全球疫情对出口的影响来看，2020年上半年，无论是出口产品数量还是出口产品价值，一般贸易跌幅均大于加工贸易，但随着2020年下半年以来外贸产能和需求的逐渐恢复，一般贸易恢复速度也快于加工贸易恢复速度。从地区来看，中、西部地区的出口恢复速度快于东部地区和东北地区。分国别来看，出口增长的主要动力主要源于美国、东盟和巴西等地区，而进口增长的主要动力主要源于美国、东盟、欧盟、印度和中国台湾等地区。其中，中国对美国进、出口增速均大幅增长，主要源于美国疫情的好转和生产需求的恢复。

服务贸易方面，受全球疫情蔓延和货物贸易收缩影响，服务贸易进口自去年一季度以来出现大幅下滑，服务贸易出口略有下滑。鉴于去年同期服务贸易进口较低的基数，服务贸易逆差较去年同期有所增加。全球疫情持续导致国际商务和旅行等活动大幅收缩，是服务贸易进口大幅下滑的主要原因。在疫苗尚未在全球大范围接种之前，服务贸易进口将很难恢复到2020年之前的水平。2021年1-2月，服务贸易总额为1034.0亿美元，同比增长2.2%，其中，服务贸易出口总额为448.8亿美元，同比增长30.8%；服务贸易进口总额为585.2亿美元，同比增长-12.5%；服务贸易逆差为136.4亿美元，较去年同期减少189.1亿美元。

## **（二）CPI 低位震荡，PPI 涨幅扩大，价格总体稳定**

2021年1-3月CPI同比增速分别为-0.3%、-0.2%、0.4%，一季度平均同比增速为0%，其中扣除食品和能源的核心CPI一季度平均增速亦为0%，相较于2020年CPI和核心CPI年均2.5%和0.8%的增速均有所下降。1月CPI同比增速再次由正转负，主要是受春节错月的影响。正如课题组2020-2021年度报告所预测的，2021年一季度CPI较2020年年均2.5%的增速大幅下降，主要是由食品价格同比增速大幅下降所致。2021年一季度食品价格同比上涨0.2%，大幅低于2020年食品价格上涨速度10.6%。2021年一季度非食品价格同比增速为-0.1%，小幅低于2020年年均增速0.4%。其中1、2、3月食品价格同比增速分别为1.6%、-0.2%、-0.7%，影响CPI上涨约0.30、-0.05、-0.12个百分点；非食品价格同比增速分别为-0.8%、-0.2%、0.7%，影响CPI上涨约-0.64、-0.15、

0.56 个百分点，3 月非食品价格由降转升的主要原因是国际原油价格上涨带动国内汽油和柴油价格分别上涨 11.9% 和 12.8%。

从食品分类来看，猪肉的影响较大，主要原因是猪肉供给恢复使得猪肉价格下降以及去年猪肉价格处于历史高位。2021 年 1-3 月猪肉价格同比增速分别为-3.9%、-14.9%、-18.4%，影响 CPI 上涨约-0.09、-0.39、-0.45 个百分点，均大幅低于 2020 年年均增速 49.7%。除猪肉外，鲜菜价格也对 CPI 有较大影响。2021 年 1-3 月鲜菜价格同比增速分别为 10.9%、3.3%、0.2%（2020 年年均增速为 7.1%），影响 CPI 上涨约 0.24、0.08、0 个百分点。

从非食品分类来看，变化比较明显的有交通和通信类、教育文化和娱乐类以及医疗保健类。受国际原油价格上涨带动国内汽油和柴油价格上升影响，交通工具用燃料价格明显上升，同时受芯片等因素的影响，通讯工具价格亦有明显上升，这两方面共同作用使得交通和通信类价格同比增速近两个月显著上升。随着国内疫情被控制，经济逐渐恢复，教育文化和娱乐类价格同比增速稳中有升。受西药进口价格下调等因素的影响，医疗保健类价格同比增速略有下降。

从消费品和服务的分类角度来看，2021 年一季度 CPI 较 2020 年年均增速大幅下降是由消费品和服务价格同比增速共同下降所致。1-3 月消费品价格同比增速分别为-0.1%、-0.3%、0.6%，影响 CPI 上涨约-0.06、-0.19、0.36 个百分点，均明显低于 2020 年年均增速 3.6%。而 1-3 月服务价格同比增速分别为-0.7%、-0.1%、0.2%，影响 CPI 上涨约-0.26、-0.04、0.08 个百分点，亦低于 2020 年年均增速 0.6%。

综合考虑到基数效应、猪肉供给、全球新冠疫情变化以及石油价格波动等各种因素的影响，课题组预计 2021 年 CPI 同比增速将在低位震荡徘徊，年均增速明显低于 2020 年，核心 CPI 将震荡上行。

2021 年一季度 PPI 涨幅不断扩大。1-3 月 PPI 同比增速分别为 0.3%、1.7%、4.4%，1 月由负转正，随后涨幅快速扩大；环比增速分别为 1%、0.8%、1.6%，3 月环比增速创下 2017 年以来的最高值。一季度 PPI 平均同比增速为 2.1%，明显高于 2020 年年均增速 -1.8%。PPI 同比和环比增速的上升主要受生产资料价格的影响。1-3 月份生产资料价格同比增速分别为 0.5%、2.3%、5.8%，导致 PPI 上涨约 0.35、1.71、4.32 个百分点；生活资料同比增速分别为-0.2%、-0.2%、0.1%，导致 PPI 上涨约-0.06、-0.05、0.04 个百分点。进一步分析发现，2021 年一季度生产资料同比和环比增速上升主要是由于采掘业和原材料同比和环比增速的上升。1-3 月采掘业价格同比增速分别为 1%、6.8%、12.3%，环比



增速分别为 5.5%、2.8%、1%；1、2、3 月份原材料价格同比增速分别为-0.8%、2.9%、10.1%，环比增速分别为 1.8%、2.1%、3.9%。总体来说，2021 年一季度 PPI 同比增速较 2020 年明显上升，且一季度内涨幅快速扩大。

正如课题组 2020 年第三季度和年度报告所预测的，近几个月 PPI 同比增速不断上升。综合考虑到基数效应、全球新冠疫情的反复、新冠疫苗接种速率、全球经济恢复情况、多国特别美国的超预期刺激政策以及国际原油等大宗商品价格波动等各种因素的影响，课题组预计 2021 年 PPI 同比增速先上升后下降，在二季度达到高峰，年均增速将显著高于 2020 年。2021 年一季度 CPI、PPI 剪刀差快速扩大，考虑到接下来几个月 CPI 同比增速将在低位震荡徘徊，PPI 同比增速将先升后降，课题组预计 2021 年 CPI 和 PPI 剪刀差也将先升后降。

### **（三）劳动力市场稳步复苏**

2021 年一季度失业率恢复至疫情前水平，新增就业人数上升，城乡收入差距缩小，人口流动性逐步恢复，春节后劳动力市场供需复苏。

#### **（1）失业率恢复至疫情前水平，新增就业人数上升，城乡收入差距缩小**

受去年疫情期间基数较低影响，2021 年一季度指标同比大幅好转。一季度失业率恢复至疫情前水平，新增就业人数同比上升；全国企业就业人员周平均工作时间保持稳定；PMI 从业人员指数环比温和上升；农村外出劳动力人数和月收入水平同比增加；居民人均可支配收入增速同比上升，城乡收入差距同比缩小。

数据显示，1-3 月的全国城镇调查失业率分别为 5.4%、5.5%、5.3%，春节后环比下降，同比增加 0.1%、-0.7%、-0.6%。其中，2、3 月 31 个大中城市城镇调查失业率为 5.5%、5.3%，同比下降 0.2%、0.4%。与此同时，新增就业人数至 3 月累计 297 万人，同比上升 29.69%。2、3 月全国企业就业人员周平均工作时间为 46.3、46.9 小时，与上一季度持平，同比分别上升 6.1、2.1 小时。PMI 从业人员指数稳健上升。1-3 月制造业 PMI 从业人员指数分别为 48.4%、48.1%、50.1%。非制造业为 47.8%、48.4%、49.7%。其中，服务业 PMI 从业人员指数分别为 46.9%、47.4%、51.7%，建筑业从业人员指数为 52.8%、54.2%、55%。

#### **（2）居民收入增速同比增加，城乡收入差距缩小**

一季度农村外出务工人员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。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。

### **(3) 人口流动性规模逐步恢复**

一季度全国人口流动性规模逐步恢复至 2019 年疫情前同期水平。受“就地过年”政策影响，春节前流动规模水平持续较低。随着疫情防控形势稳定，节后人口流动规模逐步恢复，接近疫情冲击前水平。

今年春运之初，受疫情影响，各地积极响应“就地过年”号召，自 1 月 19 日起至 2 月 10 日，全国总体迁徙规模指数就持续在较低的水平，远低于去年农历同期水平。1 月全国公路、铁路、民航以及水路客运总量均大幅下降。1 月全国公路客运总量总计 47527 万人，同比下降 49.4%，相比 2019 年，下降 55.4%，其中，河北省受年初疫情影响，下降幅度最大，同比减少 53.9%。1 月全国铁路客运量总计 15715 万人，同比下降 42.1%，相比 2019 年，下降 44.6%。民航方面，1 月国内旅客运输量总计 3018.1 万人，同比减少 40.4%，相比 2019 年，下降 36.2%。水路方面，1 月全国水路客运总量达 852 万人，同比下降 38.7%，相比 2019 年，减少 43.7%。

由于各地外出务工人员受“就地过年”影响较大，进入 2 月以来，全国人口流动规模虽然逐步恢复，但相比疫情冲击之前还有一定差距。公路方面，2 月全国公路客运总量达 39397 万人，同比增加 185.7%，恢复到 2019 年同期水平的 32.3%。铁路方面，2 月全国铁路客运总量达 14318 万人，同比增长 284.6%，相比 2019 年，恢复到 2019 年同期水平的 49.2%。

春节后，疫情防控成效初显，人们出行意愿进一步增强，铁路客流稳步提升。此外学生群体受“就地过年”政策影响较小，3 月全国人口流动水平恢复较快。3 月全国铁路客运总量总计 24376 万人，同比增长 225.2%，恢复到 2019 年同期水平的 87.5%。从铁路旅客周转量来看，3 月全国旅客周转量达 932.59 亿人/公里，恢复到 2019 年同期水平的 84.4%。第一季度累计铁路客运量总计 54408 万人，同比增长 41.9%。

### **(4) 春节后劳动力市场供需复苏**

根据 BOSS 直聘研究院发布的《2021 年春节复工首周就业趋势观察》，数据显示 2021 年春节后复工一周，市场招聘需求快速增长，较疫情笼罩的 2020 年同期增长 124%，特别是去年疫情期间受影响较大的旅游、餐饮、商贸等行业及中小微企业，其中餐饮行业 2021 年春节后首周人才需求同比上升 155%，酒店行业同比上升 130%，广告/传媒行业同比上升 89%，旅游行业同比上升 65%，互联网金融行业同比上升 53%。值得注意的是，中小企业招聘需求旺盛，2020 年春节后，百人以下规模的小微企业招聘需求一度下降 60%，小微企业主要分布于住宿餐饮业、批发零售业、旅游业、商贸业等服务性行业，因此小微企业通常要在正月十五以后，伴随农民工复工大潮，才开始进入春招高峰。2021 年情况发生了较大的变化，数据显示，小微企业在节后首周便开始大规模招聘，招聘需求占整体比例达到 56%。平台数据显示，节后一周，在百人以下规模的小微企业中，来自互联网（18.1%）、生活服务（17.3%）和教育培训三大行业（12.6%）的招聘需求比例最高。从人才供给端来看，各地政府有序“返岗复工”及“就地过年”政策双重因素叠加，蓝领类岗位的求职人群活跃度也较往年有较大提高。平台数据显示，在蓝领类岗位活跃求职者中，高中以下学历和 35 岁以上的人群占比分别较 2020 年同期增长了 4% 和 1.2%，与此同时，2021 届应届生的求职活跃程度有较大幅度的提升，节后一周较节前增长超过 60%。

根据智联招聘发布的《2021 年春季中国雇主需求与白领人才供给报告》，智联招聘持续监测全国 38 个主要城市的职场竞争变化趋势，并根据平台大数据，分析得出，2021 年春季求职期全国人才竞争指数<sup>1</sup>为 44，意味着在全国范围内平均每 44 人竞争一职的局面，这一指数在 2019 年和 2020 年同期分别为 47.3 和 46.3，这意味着 2021 年春季求职期招聘需求同比增幅超简历投递，求职竞争较去年同期降温。数据显示，2021 年第一季度交通运输服务竞争指数排在首位，达到 196.7，但同比下降 16.5；此外，与去年第一季度相比，蓝领岗位招聘求职双端均有明显增长。

#### （四）金融市场总体保持平稳，货币政策逐步回归常态化

从货币供应来看，2021 年 3 月末，M1 和 M2 的同比增速分别为 7.1% 和 9.4%，较 2 月分别下降 0.3 和 0.7 个百分点，较去年同期分别上升 2.1 个百分点和下降 0.7 个百分点。货币供应增速的峰值虽然已过，但依然处于三年来的高位。从社会融资规模的存量来看，3 月末，社会融资规模存量为 294.55 万亿元，同比增速为 12.3%，较 2 月回落 1 个百分

---

<sup>1</sup> 竞争指数=简历投递量/职位发布量。

点，较去年同期上升 0.16 个百分点，信用扩张开始放缓。社融增速放缓与 M2 增速回落基本相匹配。

从融资需求来看，一季度社会融资规模增量累计为 10.24 万亿元，同比少增 8730 亿元，但由于去年高基数的影响，仍处于近年来一季度增量的次高位。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 7.91 万亿元，同比多增 6589 亿元，金融机构对实体经济的支持力度不减；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 1845 亿元，同比少增 65 亿元；非金融企业境内股票融资增加 2467 亿元，同比多增 1212 亿元，股权融资对社会融资规模增量的拉动持续上升；企业债券净融资 8614 亿元，同比减少 9178 亿元；政府债券净融资 6584 亿元，同比减少 9197 亿元；表外融资减少 374 亿元，同比少减 465 亿元。社会融资规模存量的分项中，政府债券和人民币贷款存量的同比增速分别为 18.8% 和 13.0%，比社会融资存量的增速分别高出 6.5 和 0.7 个百分点，政府债券和人民币贷款仍是支持社会融资规模存量增长的主要力量。

从流动性投放来看，一季度人民银行在公开市场净回笼资金 5100 亿元，通过中期借贷便利（MLF）共计净投放约 2000 亿元一年期的资金，整体净回笼约 3100 亿元。3 月份同业拆借加权平均利率为 2.01%，比上月低 0.05 个百分点，比上年同期高 0.61 个百分点；3 月末银行间债券质押式回购加权平均利率（DR007）为 2.01%，比上月低 0.09 个百分点，比上年同期高 0.57 个百分点。3 月末货币市场利率同比有所上行，但较上月末稳中有降。总体来看，货币政策保持稳健，信用扩张正逐步放缓，为应对疫情冲击的非常规货币政策已基本退出，当前金融系统流动性总体保持平稳。

需要注意的是，虽然当前中国经济复苏强劲，工业增加值的两年平均增速基本恢复至 2019 年的同期水平，一季度 GDP 同比增长 18.3%，两年平均增速为 5%，失业率同比下降 0.4 个百分点，但是居民收入<sup>2</sup>和民间固定资产投资<sup>3</sup>的两年平均增速距 2019 年同期水平还有一定差距，消费的复苏程度以及投资增速的可持续性均有一定不确定性。而通胀方面，虽然大宗商品价格上涨迅速，但不论是 CPI 和核心 CPI 还是生活资料 PPI 均

---

<sup>2</sup> 城镇居民人均可支配收入均值和中位数的两年平均累计同比增速分别为 5.1% 和 3.9%，虽然平均收入增速与 GDP 增速总体相当，大多数家庭的收入增速还是低于 GDP 增速，且较 2019 年同期水平分别低约 3.1 和 2 个百分点，居民部门需求距离完全恢复仍有明显差距，这也恰好与增速均不足 1% 的 CPI 和生活资料 PPI 相印证。这些均显示本来就复苏缓慢的消费可能会进一步被拖累。

<sup>3</sup> 虽然一季度不论基础设施和房地产投资还是民间投资的增速均十分强劲，但随着地方财政紧张程度加剧以及房地产相关调控政策的趋严，基础设施和房地产投资的高增速预计难以持续。而民间固定资产两年平均累计同比增速仅为 1.1%，远低于 2019 年同期 6.4% 的水平，一季度的强劲增长仅为去年同期大幅下降的补偿，其高增速的持续性仍有待观察。

不足 1%。<sup>4</sup>这些均显示当前我国经济复苏的基础仍有待巩固，虽然去年国内宏观杠杆率大幅上升，但货币政策回归正常化的步伐仍不宜太快。

### （五）贷款总体需求创新高，融资缺口呈扩大态势

贷款总体需求指数是反映银行家对贷款总体需求情况判断的景气扩散指数，由中国人民银行针对全国约 3000 家银行机构开展调查获得，其取值范围在 0-100%之间，以 50% 作为信贷需求的分界线，数值高于 50% 以上意味着企业贷款需求处于向好或扩张状态。2021 年第一季度中国人民银行发布的银行家问卷调查报告显示，贷款总体需求指数创近五年新高为 77.5%，比上季度提高 5.9 个百分点，比上年同期提高 11.6 个百分点，表明实体经济贷款融资需求强劲。与之相对应的是银行贷款审批指数，它是反映银行家对贷款审批条件松紧的扩散指数，其取值范围在 0-100%之间，数值高于 50% 以上表示银行放款审批条件较为宽松。2021 年第一季度中国人民银行发布的银行家问卷调查报告显示，银行贷款审批指数已经连续四个季度下降，数值为 51%，比上季度降低 2.6 个百分点，比上年同期降低 13.7 个百分点，这在一定程度上表明银行贷款审批条件愈发趋严。

整体而言，第一季度贷款总体需求指数与银行贷款审批指数反向而行，两者的差值进一步扩大，高达 26.5%。若以贷款总体需求指数与银行贷款审批指数的差值来刻画融资缺口，不难看出，融资缺口呈现扩大态势。为此，课题组将分别从资金需求端和资金供给端两个视角就融资缺口的变化给出解释。从资金需求端来看，随着新冠疫苗的接种，经济企稳背景下国内外需求持续复苏，企业投资信心和预期将得到修复，使其更有意愿扩大生产和投资规模，叠加消费景气度回升等因素，预期实体企业贷款融资需求会持续攀升。从资金供给端来看，商业银行内外部环境错综复杂，加之新冠肺炎疫情等突发事件的冲击，导致银行业整体信用风险显著增加。特别是在《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”）到期压力的情形下，商业银行对潜在不良贷款暴露风险的担忧，会促使其降低风险偏好，收紧贷款审批条件。但在货币政策“不急转弯”的背景下，随着银行业资产质量持续改善，“不良+关注”类贷款不断下降，预期银行贷款审批条件将边际放松。

分企业规模看，各类规模企业贷款需求指数均上行。其中，大型企业贷款需求指数为 63.8%，比上季度提高 4.5 个百分点；中型企业贷款需求指数为 66.8，比上季度提高

---

<sup>4</sup> 2021 年一季度，CPI、核心 CPI、非食品 CPI 和生活资料 PPI 累计同比增速分别为：0%、0%、-0.1%和-0.1%；3 月，CPI、核心 CPI、非食品 CPI 和生活资料 PPI 当月同比增速分别为：0.4%、0.3%、0.7%和 0.1%。

3.9个百分点；小微企业贷款需求指数为76.5%，比上季度提高1.8个百分点。在中国，中小微企业贡献了全国50%以上的税收、60%以上的GDP、70%以上的专利发明、80%以上的城镇就业和90%以上的企业数量。中小微企业的韧性与活力是加速构建“双循环”发展格局的重要基础，是提升产业链供应链稳定性和竞争力的关键环节。但中小微企业本身资产规模较小、抵押品不足、抗风险能力弱，且财务制度以及公司治理不完善，银行等金融机构难以对其进行信用评估，导致中小微企业难以获得足够的信贷资金支撑。

疫情期间为助力中小微企业复工复产，中小银行大量信贷投放加大了自身资本消耗，从而降低了其对中小微企业放贷的积极性，可见中小微企业的融资困境仍然是供给端的问题。然而，随着中小银行资本补充渠道不断拓宽，如允许地方政府专项债用于补充中小银行资本，积极发行有专项用途的金融债为中小银行资本减压以及通过合并重组、注资参股等方式化解风险，中小银行资本补充压力将大大缓解，抗风险能力预期将提升，使得中小微企业融资困境将有所缓解。

#### （六）人民币汇率在合理区间内双向波动

2020年12月30日，中欧投资协定谈判如期完成，对中欧发展具有重要里程碑意义，利好全球自由贸易和经济复苏。进入2021年，随着世界主要经济体疫苗研发与接种进程的推进，全球经济有望回暖，在岸人民币兑美元汇率在合理区间内双向波动。2020年第一季度，外汇储备规模3月份小幅回落，但仍继续站稳3.1万亿美元，1月份和2月份甚至一度突破3.2万亿美元。2021年3月末，人民币兑美元即期汇率为6.5566，较2020年四季度末调贬168个基点。2021年第一季度人民币在岸与离岸的汇差（离岸减去在岸）较2020年末有所减小，显示人民币做空压力得到缓解，人民币汇率的市场化形成机制不断完善。

2021年1月7日，为缓解人民币升值压力，央行、外管局将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由1.25下调至1。自2月下旬美国预期通胀走高拉升美债收益率，市场预期其货币政策将收紧，美元指数走高，人民币承压。3月份，美国1.9万亿美元经济刺激政策正式落地，市场波动较大，4月1日，在岸人民币与离岸人民币分别贬值至6.5739和6.5753，突破6.55关口。从上海财经大学高等研究院构建的外汇干预指数可以看出今年以来央行干预汇市的力度不大，但3月份干预指数突然上升。这显示出因为疫情和国际政治经济局势导致的内外部环境不确定性较大，人民币面临贬值压力时，央行及时加大政策力度，稳定市场情绪和预期，使人民币汇率在合理区间内波动。

2021年人民币汇率走势主要受以下因素影响。首先，中美利差处于高位，我国金融市场相对稳定，会吸引海外资产流入。第二，我国资本项目开放正在有序推进。央行行长易纲表示2021年将统筹推进金融服务业开放、人民币汇率形成机制改革和人民币国际化，提高人民币汇率弹性。第三，随着全球疫苗接种的推进，新冠肺炎疫情或将得到控制，一季度全球制造业PMI强劲回升，全球经济逐渐复苏，中国有望在下半年实现开放。第四，我国货币政策保持稳定。第五，近期国际形势错综复杂。3月的“棉花政治”事件，俄罗斯与乌克兰剑拔弩张，伊核问题，4月日本决定向大海排放核废水，加之美国屡次对台湾释放错误信号，使得中国与美日关系一度紧张。中美贸易摩擦也将长期存在。这些都将增大人民币汇率的波动。**综上所述，课题组认为2021年中人民币汇率将在6.50左右呈现双向宽幅波动。**

在金融对外开放方面，发改委表示2021年将推动更大范围、更宽领域、更深层次对外开放，进一步缩减外资准入负面清单，继续扩大鼓励外商投资领域。2月19日，国家外汇管理局资本项目管理司司长叶海生在《中国外汇》中表示：修订境内个人参与境外上市公司股权激励计划的管理规定，取消年度购付汇额度限制，优化管理流程；研究论证允许境内个人在年度5万美元便利化额度内开展境外证券、保险等投资的可行性；配合人民银行做好粤港澳大湾区“理财通”试点。3月30日，国家外汇管理局、央行、银保监会、证监会联合发布《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》，主要内容包括提高人民币可兑换水平，支持跨境贸易投资自由化便利化，扩大海南金融业对外开放等。同日，富时罗素宣布自10月29日开始将中国国债纳入富时世界国债指数(WGBI)。

人民币长期贬值压力不可忽视。其一，中国外汇储备仍然具有弱点，纵使相较进口额度以及短期外债，外汇储备均十分充足，大大高于IMF所提供的警戒线。但是外汇储备/M2比例近来呈现下降趋势，2019年底已经下降至11%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%）。今年以来，外汇储备/M2比例下降幅度明显增大，3月降至约9.06%的水平。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。其二，中国经济下行压力犹存。其三，需要关注新冠疫情和中美贸易摩擦的进一步发展。

贬值预期若使用人民币无本金交割远期外汇交易衡量，一年、两年与三年期远期外汇交易均显示较大的人民币的贬值预期。2020年以来，三者贬值幅度逐步增加，且分化逐渐扩大。（1年NDF：2020/12：2.13%；2021/1：2.31%；2021/2：2.37%；2021/3：2.73%。2年NDF：2020/12：4.32%；2021/1：4.37%；2021/2：4.82%；2021/3：5.23%。3年NDF：2020/12：6.34%；2021/1：6.27%；2021/2：6.73%；2021/3：7.00%）。2021年3月三年的远期外汇交易价格指向约7%的贬值幅度，故而长期贬值压力仍不可忽视。更长期汇率走势将受到中国货币政策的目标、各国货币政策、中国金融开放改革、国际关系等基本面影响。

### （七）财政收支稳步回升，地方债还债压力增大

2021年1-2月全国一般公共预算收入累计收入41805亿元，累计同比增长18.7%。其中，税收收入为37064亿元，累计同比增长18.9%；非税收收入为4741亿元，累计同比增长16.8%。随着经济稳步回暖，财政收入将逐步回归正常轨道。

受去年疫情冲击造成的低基数效应的影响以及经济恢复的拉动，大多数税种同比增速都已转正，财政政策“不急转弯”“结构优化”的目标方针得到很好体现。其中，国内增值税累计同比增长19.9%，企业所得税累计同比增长13.2%，国内消费税累计同比增长10.1%，个人所得税累计同比增长3.1%，说明我国实体经济持续稳健恢复，这也与经济增长情况基本匹配。然而，增速最高的为证券交易印花税累计同比增长90.5%、与土地和房地产相关的契税累计同比增长为65.5%以及车辆购置税累计同比增长为52.9%，这也表明1-2月份国内房地产和股票市场等资产交易比较活跃。

全国政府性基金预算收入大幅增长，实现历史同期最高增速。1-2月份政府性基金收入为12585亿元，累计同比增速为63.7%，较2019年同期增长33%。其中，中央政府性基金收入为584亿元，累计同比增速为16.4%；地方性基金收入为120001亿元，累计同比增速为67%。值得一提的是，地方性基金收入中的国有土地使用权出让收入累计增速为67.1%，较2019年同期增长了39.6%，这也意味着“在房住不炒”政策基调延续的背景下，由于公共财政收支压力加大，地方政府对土地出让收入的依赖程度依然较高，预期后续土地出让收入仍将以稳定持续为主。

2021年1-2月公共财政支出累计同比上升10.5%，相对2019年同期累计同比上升7.6%，呈现稳步回升趋势。其中，教育支出、科学技术支出、节能环保支出和城乡社区



事务支出同比累计分别上升 16.2%、27.6%，2.3%，13%，文化旅游体育与传媒支出、社会保障和就业支出、卫生健康支出累计同比分别上升 20.5%、10.5%、13.2%。交通运输支出累计同比下降 7.1%。

地方政府债务在疫情背景下规模继续增长，截至 4 月 18 日，地方政府债券余额 26.08 万亿元，同比增长 15.67%，城投债余额 11.63 万亿元，同比增长 16.9%。地方政府债券形式的显性债务合计 37.71 万亿元，同比增长 16%。根据课题组估算，负债率较高的省份除天津外，主要集中在西部，包括青海（86.14%）、贵州（77.3%）、天津（77%）、新疆（56.1%）、吉林（52.39%）、甘肃（52.35%）、宁夏（51%）等。各省负债率比上年平均增加 3.1 个百分点。余额规模超 1.5 万亿元的债务大省包括江苏（4.11 万亿元）、浙江（2.77 万亿元）、山东（2.46 万亿元）、四川（2.04 万亿元）、广东（1.94 万亿元）、湖南（1.9 万亿元）和湖北（1.55 万亿元）。

2021 年地方债额度下达较晚，并且要求政府杠杆率有所降低，财政政策更加强调提质增效，债券发行大幅放缓。截至 4 月 18 日，共发行地方政府债券 217 支，累计发行总额 1.41 万亿元，相比 2020 年同期的 1020 支和 3.48 万亿元大幅减少近六成，并且其中一季度仅发行 8951 亿元，4 月份发行 5192.8 亿元。2021 年发行债券中，新增债券仅 1974.16 亿元，其中新增一般债券 667.37 亿元，专项债券 1306.79 亿元，专项债占比仍然偏高。另外 1.2 万亿元均为再融资债券，考虑到年内到期的地方政府债券还有 2.15 万亿元，预计本年度还将继续发行较大规模的再融资债券。

随着债务存量不断攀升，地方财政负担越来越沉重，2020 年公共财政债务付息支出已达 9829 亿元。2021 至 2026 五年，存量债务进入到到期高峰，如果考虑城投债，每年存量债务到期额均超过 4.4 万亿元，其中 2021 年到期额达 5.59 万亿元，2023 年达到 5.62 万亿元。未来债务还本付息压力还将不断累积，地方政府债务存在较大的局部违约风险。目前许多地方政府只能通过借新还旧不断滚动债务，但这只是饮鸩止渴，并非长久的解决之道。化解地方政府债务风险的关键在于要让地方经济和财政收入增速超过债务负担的增速，这就要求地方政府增强风险防范意识，适度举债，合理安排财政资金，并通过加快改革步伐充分释放经济潜力，在改革中求发展。

地方债政策方面，2021 年更加重视债务风险化解。2020 年 12 月的中央经济工作会议，2021 年 3 月份的《政府工作报告》中均专门强调了“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”。财政部在 1 月份印发了《地方政府债券信息公开平台管理办法》，为政府性

债务风险设置了“预警机制”和警戒线，并在4月份强调“保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，对违法违规举债行为，发现一起、查处一起、问责一起，坚决遏制隐性债务增量。”地方债务风险防范与化解政策密集出台，对于隐形债务风险和过度举债、违规举债乱象都将起到遏制作用，但是同时需要关注，财政部在3月发布的《2020年中国财政政策执行情况报告》中明确指出“坚持中央不救助原则，建立市场化、法治化的债务违约处置机制，做到‘谁家的孩子谁抱’”，这意味着财力薄弱的地方政府需要丢掉中央兜底的幻想，放弃靠举债解决财政危机的冲动，回到可持续发展的正路上来，竭力开源节流，谋求经济健康增长。

## （八）央行数字货币和数字金融资产

### （1）数字人民币和人民币国际化

2020年可谓央行数字货币世界元年。中国人民银行率先在深圳、苏州、成都和北京等地进行的数字人民币支付系统DC/EP的测试，使得央行数字货币，尤其是数字人民币，获得了世界范围内的广泛关注。如世界银行、国际货币基金组织等国际组织，以及美国、欧盟、日本等世界主要经济体，均对央行数字货币的开发做出了概念解释或初步规划。

2021年伊始，中国人民银行继续加大对DC/EP系统的测试。首先是测试的地点扩展到了上海、海南、长沙等地。其次是载体从智能手机钱包扩展到了“数字人民币卡”。此外，中国人民银行就数字人民币发行和使用的“双层结构”性质给出了详尽解释。即在DC/EP系统内，中国人民银行负责数字人民币的发行和批发。而各个符合资质的金融机构作为第二层结构，负责数字人民币的零售和数字钱包的日常管理。这种双层结构的设计，在最大程度上避免了央行直接与私营部门金融机构产生业务竞争，降低了银行挤兑风险，因此在国际上得到比较广泛的认可。IMF的相关工作论文中，将这种双层结构作为各国设计央行数字货币系统的原则之一提出。

可见，数字人民币的设计思路清晰，技术准备和国内使用环境也日渐成熟。因此本项目组认为，数字人民币有望在北京冬奥会测试完成后正式在全国范围内落地。这与习近平主席在博鳌亚洲论坛2021年年会开幕式上的主旨演讲思想一致。习主席明确指出，“要抓住新一轮科技革命和产业变革的历史机遇，大力发展数字经济”。

数字人民币的开发，与人民币国际化紧密相关。在上一年度的宏观报告中，本项目组就曾指出，数字化是人民币国际化进程中的必经之路，数字支付领域也是人民币国际化的必争之地。今年2月，香港金管局、泰国央行、阿联酋央行以及中国人民银行数字

货币研究所联合发起了“多边央行数字货币桥（Multi-CBDC Bridge）”项目。该项目旨在搭建一个可跨越不同央行数字货币系统、兼容性强的实时跨境支付系统。

即使是在央行数字货币系统全面普及的未来，实时跨境支付仍会面临以下几大难题：首先，不同国家设计开发的央行数字货币系统可能差异极大。例如采用何种记账方式和交易验证手段，以及保留多大程度的匿名性等。在这些关键问题上，由于经济发展阶段和实际国情不同，各国并未、也难以达成一致共识。其次是国家货币主权问题，即实时跨境支付可能导致的强势货币替代弱势货币现象。其核心在于如何防止 A 国公民在跨境支付网络上，直接利用 B 国法定货币行使交易、储值 and 计价单位的职能，导致 A 国法定货币被替代、货币主权受损。最后，在一个对接了多国央行数字货币系统的实时跨境支付系统上，会产生各国监管部门协调和国家信息安全的问题。

对此 Multi-CBDC Bridge 给出的解决方案是，建立一个可兼容不同性质、不同设计的央行数字货币的多边桥。其基本思路是，将不同货币系统内的央行数字货币，甚至是传统法定货币，“映射”到同一个基于 DLT 技术搭建的支付网络中。参与该网络的国家央行，基于本国法定货币的销毁或创造，在走廊网络上向本国金融机构发行或回收相应的“存托凭证”。参与该网络的金融机构，则可以在网络上自由、实时地进行不同存托凭证之间的兑换。同时，一国金融机构有权与本国央行进行法定货币和存托凭证的自由兑换，在正常情况下兑换比例应为 1:1。这就使得同一 DLT 支付网络可以支持多国央行数字货币，并且不与某一国家本身的央行数字货币系统直接对接。因此，如果把一国的央行数字货币系统看作一条完整的链，那么 Multi-CBDC Bridge 则是一条“跨链的链”。

该项目得到国际清算银行（BIS）香港创新中心的大力支持。在 3 月 22-25 日的国际清算银行创新峰会上，Multi-CBDC Bridge 受到巨大关注。但也需要注意，该项目会和当前主流的跨境支付系统 SWIFT，以及以 Diem、Stellar 等为代表的由私营部门主导搭建的跨境支付系统之间直接竞争。

特别值得关注的是，Multi-CBDC Bridge 项目是中国人民银行和阿联酋央行的一次合作，其中涵义颇深。本项目组认为，这会是中国人民银行将数字人民币与大宗国际贸易商品-石油-进行挂钩的一次重要尝试。在上一年度的宏观报告中，本项目组就曾指出，现阶段阻碍数字人民币国际化的一个重要问题是在开发过程中与其他国家合作不足。Multi-CBDC Bridge 是数字人民币寻求国际合作，挑战美元支付体系，特别是美元-石油

之间绑定关系的坚实一步。在数字货币和跨境支付领域，中国、美国、欧盟三足鼎立的发展趋势已日见雏形。

## **(2) 加密数字货币和数字金融资产**

年初以来，以比特币（bitcoin）为代表的众多加密数字货币经历了一轮暴涨。近日，原本币值十分低廉的狗狗币（dogecoin）也经历了一轮翻倍式的暴涨<sup>5</sup>。狗狗币的设计初衷是为讽刺比特币等加密数字货币的无用性（intrinsically useless）。其币值的暴增恰恰说明，某些加密数字货币虽然在币值方面展现出巨大成长性，但本质仍是纯粹的泡沫资产（pure asset bubble），蕴含风险巨大，不建议稳健型投资者投资。

与之对应，各国都把对数字金融资产的监管提上日程。日前，美国财政部长耶伦公开表示，比特币的合法性和稳定性仍存在问题，且其币值极强的波动性或会使投资者遭受巨大损失。FATF 发布了针对虚拟资产金融服务商的 travel rule，要求服务商提供数字金融资产交易中的买卖双方的真实信息。由 Facebook 主导发起的跨境支付项目 Libra 在年初变身为 Diem，但由于各国监管力度的加剧，落地日程不明朗。

另一方面，作为世界规模最大的数字货币交易平台之一的 Coinbase 于 4 月 14 日在纳斯达克直接上市。其背后隐含了一个基本矛盾，即去中心化、匿名设计的加密数字货币与中心化、实名制的数字货币交易平台之间的矛盾。本项目组认为，虽然监管数字货币，尤其是去中心化的加密数字货币本身十分困难，但政府可以转而加强监管提供相关金融服务的交易平台和支付平台。本项目组认为，未来数字货币领域的竞争不仅局限于数字货币本身，而更多会是在交易平台和支付平台之间。

## **二、中国经济面临的主要风险因素**

当前，中国经济面临的风险因素依然很多，下面主要从家庭债务、房地产市场、全球经济环境等相对比较突出的风险维度进行剖析。

### **(一) 家庭部门继续积累债务，消费需求仍未完全复苏**

家庭金融配置方面，2021 年一季度家庭部门债务继续不断攀升，在 1 月和 3 月均超过了 1 万亿的月增量，是有记录以来首次出现月增过万亿的局面。其中，居民户新增人民币中长期贷款在 2021 年一季度高达 1.98 万亿元，刷新了 2020 年第三季度的 1.8 万亿元

---

<sup>5</sup> 出于不鼓励该类投资的原则，本项目组在报告中隐去具体的涨跌百分比，感兴趣的读者请自行查阅。

的记录，创下历史新高。而居民户新增人民币短期贷款在 2021 年一季度攀升至 5829 亿元，其中 1 月和 3 月的新增短期贷款数量均超过了历史同期水平。相比之下，受疫情影响，去年一季度的居民户新增人民币短期贷款数量为-509 亿元。从新增贷款的增长速度来看，整个一季度，居民户新增人民币中长期贷款同比增长 57%，环比增长 47%；居民户新增人民币短期贷款环比增长 49%。

从新增贷款的构成来看，无论是中长期贷款，还是短期贷款，经营性贷款在 2021 年一季度继续保持着上升势头，由于经营性贷款是主要针对农户和个体工商户的贷款，这一增加也体现了金融机构在疫情过后、全球复苏时期对实体经济的支持，当然，也要警惕部分经营性贷款违规进入房地产市场。具体而言，1 月短期经营性贷款增加 2612 亿元，中长期经营性贷款增加 2258 亿元，均处于较高的水平。而消费贷款自去年二季度以来已回归历史平均水平。

在家庭部门的债务存量方面，截止到 2021 年 2 月，家庭部门共积累了 15.5 万亿元左右的短期贷款，49.1 万亿元左右的中长期贷款。从家庭债务的结构来看，2017-2019 年间，家庭短期贷款占家庭债务总量的 28% 左右，而自 2020 年 1 月以来，这一比例一直维持在 24% 上下。在债务的增速方面，受经济恢复和基数效应的叠加，一季度的新增短期、新增中长期贷款数量均有大幅的增加。不过由于经济的逐渐复苏，虽然债务数量在扩大，但是住户存款的增幅更大，所以到 2021 年 2 月，家庭部门杠杆率（住户贷款总量与住户存款总量之比）有所下降。在全球经济未完全复苏的背景下，家庭部门积累的大量债务仍然会削弱家庭的现金流，可能成为国内大循环实现的制约因素。

家庭债务在持续累计的同时，家庭存款的增速加快。2021 年 1 月，家庭部门新增存款 1.48 万亿，2 月新增 3.26 万亿，3 月继续新增 1.94 万亿。整个一季度，家庭部门新增存款 6.68 万亿元，比去年同期增加了 2100 亿元，是有记录以来的最高值。家庭部门 1-2 月存款增加最多的 5 个省份分别为广东、江苏、山东、浙江以及四川，均是民营经济较为发达或人口较多的省份。虽然新增存款总量创下新高，但存款总量的增速低于 2019 和 2020 年同期的增速。这一方面可能是由于伴随着经济的复苏，家庭预防性储蓄动机下降。

去年二季度以来，随着全国各地复工复产，房地产市场也开始回暖，部分重点城市甚至再一次出现“楼市热”的情况。2020 年二、三季度均出现了中长期贷款环比骤增的情况，2020 年全年新增中长期贷款总量刷新了 2016 年以来的新高。面对此轮的“楼市热”，

政策层面及时出台一系列措施，坚决落实“房住不炒”的理念。然而到了 2021 年一季度，新增中长期贷款再一次创下新高，刨除一季度是房地产市场旺季的因素，仍然可以视作是此轮“楼市热”的余温。在整体经济尚未完全恢复的背景下，负债总量的上升无疑会造成家庭消费的疲软。利用家庭债务的结构模型，课题组发现，当房价上升时，不但家庭的债务累积，而且家庭的消费还会下降，特别是年轻家庭的消费。一季度的消费数据也反映了这一情形。2021 年一季度社会零售品销售总额为 10.52 万亿元，仅比 2019 年同期的 9.779 万亿元增加 7.6%，两年的累积增速不但远低于 GDP 的增速，更是低于 8% 以上的疫情前平均增速。从家庭调查数据来看，全国居民人均消费支出 5978 元，与 2019 年一季度同比名义增长 8.0%，两年平均实际增长 1.4%。相比之下，2019 年一季度，全国居民人均消费支出 5538 元，同比实际增长 5.4%。

## （二）房价齐涨，应继续坚持调控不放松

去年年底在融资新政的影响下房企加大了对住房的供给，据不完全数据，2020 年 10 月全国 300 个城市共推出土地面积 11977 万平方米，环比增加 7%，同比增加 8%；11 月全国 300 个城市共推出土地 13157 万平米，环比增加 8%，同比增加 7%，下半年 30 城房地产交易较去年也更为活跃，2020 年部分地区已经出现房价上涨的趋势。从房价指数来看，3 月一、二、三线城市新建商品住宅价格指数同比分别上涨 0.7%、4.2% 和 6.8%，环比分别上涨 0.5%、0.4% 和 0.3%，环比涨幅较上个月分别上涨 0.1、收窄 0.1 和持平，与去年年底相比，一、二、三线城市新建商品住宅价格累计上涨了 1.3%、1.5% 和 0.8%。从二手房看，3 月一、二、三线城市二手住宅价格指数同比分别上涨 11.4%、3.3% 和 2.3%，环比分别上涨 1.0%、0.4% 和 0.3%，一线环比涨幅较上个月收窄 0.1%，二线涨幅与上个月持平，三线环比涨幅与较上个月扩大 0.1%，与去年年底相比，一、二、三线城市二手住宅价格累计上涨了 3.4%、1.2% 和 0.8%。一线城市中，受低基数影响，深圳 3 月同比上涨 14.6%，为一线城市中最高，广州同比上涨 11.5%、北京同比上涨 9.9%、上海同比上涨 9.7%。

从大环境看，一方面疫情后全球货币宽松，以美国为例，2020 年美联储资产负债表增长超过 3 万亿美元，多印的美元不仅使得美元贬值，其流动性泛滥更是加剧原材料和大宗商品上涨。对于美国以外的国家，不仅仅要面对本国在后疫情危机时代的经济复苏，还可能面临美元贬值带来的输入性通胀，同时一些国家本身也出现货币贬值，房价出现集体上涨，如土耳其、俄罗斯、美国。另一方面，疫情也导致居民对住房环境的需求上

升，买房需求得到释放，成为房价上涨的另外一个原因。相比而言，中国整体房价上涨幅度不大，上升较快的主要集中在一线城市，因其升值预期和居民缺乏有效的投资工具而显得尤为突出。总的来说，进入一季度以来，由于一手房限价，整体二手房3月涨幅较大，上海、深圳等一线城市受政策调控影响环比涨幅放缓，但一线城市整体相对于去年年底累计涨幅仍较大，预计未来房市调控仍需通过收紧房贷、提高购房门槛、打击投机性炒房等严厉的调控手段配合三道红线、贷款集中度管理、土地集中供给等政策控制部分城市房价过热、减少高房价向其他地区溢出。

### （三）新冠肺炎第三波疫情冲击或将阻碍全球经济复苏步伐

2020年三季度起，新冠肺炎第二波疫情导致全球经济体复苏的阻力增加。在诸多国家和地区中，我国进入抗疫常态化阶段，社会生产和居民生活已经基本恢复正常。欧美国家和地区在2020年冬季依靠逐渐升级的防疫措施，在控制新冠病毒感染人数方面取得了较为明显的成效。然而，南美、南非和印度等地零星爆发的集中流行趋势仍然对周边国家和地区构成警示。短期来看，在2021年二季度初期，全球主要经济体还将经受新冠肺炎第三波疫情的考验。

根据国际货币基金组织发布于2021年4月的《世界经济展望》，2020年全球GDP实际下降幅度为3.3%，而2021年的“反弹”会令世界经济增速达到约6个百分点。这其中，中国在2021年的实际GDP增速为8.4%，印度的实际增速预计为12.5%，东盟五国的增速预计也将达到4.9个百分点，而欧洲新兴市场和发展中经济体的全年增速可达4.4%；全球发达经济体的总体增速有望恢复至5.1%，其中美国GDP增速预测值为6.4%，欧元区则可达到4.4%的增长幅度。课题组判断，疫苗的投放和接种有助于推动国际社会组织生产，恢复正常的经济秩序，但常态化的管理与民众配合依然不可或缺。2021年，全球经济将会延续缓慢复苏态势。

**美国经济脱离低谷，量化宽松暗含风险。**2020年三、四季度，美国实际GDP环比数据显示经济回暖迹象：三季度相比二季度总产出实际增长3.5；在第二波疫情的冲击下，四季度环比增速经调整最终为2.0%。相应地，三、四季度的同比增速经季节调整后分别为-2.8%和-2.4%。截至4月18日，亚特兰大联邦储备银行给出的2021年一季度GDP年化增速预测值为8.3%，浮动范围为4.5%~10%。根据国际货币基金组织4月发行的《世界经济展望》主要经济体增长预测数据，美国2021年经济实际GDP增长幅度约为6.4%，比2020年全年增速上调9.9个百分点。

生产环节数据显示，第二波疫情后期，美国的多项采购经理人指数保持向上势头。其中，2021年2、3月的制造业PMI分别为58.6和59.1，达到2020年疫情爆发后新高；相应的服务业PMI也分别达59.8和60.4。商品销售方面，2021年2至4月，消费者信心指数分别为76.8、84.9和86.5，而3月的环比零售额增长幅度为9.8个百分点。上述数据显示出拜登上任后的财政扩张计划对市场信心的提振。

资本与价格方面，美联储仍将利率稳定在0~0.25%区间。总额为约2万亿的新基建计划和1.9万亿的新冠救助方针公布后，2021年1月初的美元指数回升势头再度转为向下跌落，同时美国10年期国债收益率短期显著上扬。1至3月的核心通货膨胀率先降后升，分别为1.4%、1.3%和1.6%。结合失业率数据来看，2021年一季度延续了2020年4月以来的劳动力市场回暖态势，尤其是3月的失业率已降至6%的最低点。美联储主席鲍威尔在4月初的讲话指出，通货膨胀率将持续温和增长，目前利率水平长期也不会提高。课题组认为，在美联储的量化宽松政策执行过程中，其货币政策的外溢效应可能会在国际资本流动等方面给外部经济体带来新的不确定因素。

**欧洲和日本面临第三波疫情冲击，复苏前景不乐观。**在新冠肺炎毒株变异、本地疫情防控失措和疫苗供应不足的重重不利条件影响下，欧洲国家或许难以通过高效、稳妥、不耽搁生产的方式顺利抵御第三波疫情。截至2021年4月中旬，法国、德国、意大利和瑞典等国已经受到春季新冠肺炎流行影响，每日确诊病例大幅增加。由于欧元区失业率依然在8%以上，新冠肺炎的卷土重来对于2020年四季度环比GDP总体增速为-0.7%的欧元区经济体将构成严峻挑战。

西欧国家之中，德国和法国2020年四季度实际同比增长率分别为-3.9%和-5%，相应的环比实际增速为0.3%和-1.4%。整体来看，3月商业景气指数和消费者信心指数分别为0.3和-10.8，为1月以来连续第3个月回升；制造业和服务业采购经理人指数也在3月分别达到62.5和49.6，创下年内新高。日本2020年三、四季度GDP实际环比增速分别为5.3%和2.8%，复苏力度衰减；相应季度的同比增速分别为-5.8%和-1.3%。考虑到日本应对第三波疫情仍然不够积极，2021年的劳动力就业水平也远没有回到疫情前的水平，社会生产能力恢复受阻必然会制约其一季度的产出增长和社会消费水平提升。

**新兴市场国家和发展中经济体艰难复苏。**与发达经济体相比，除了国际购买力下降，以及医疗资源紧缺导致国内抗疫工作始终无法全面顺利开展以外，大部分新兴市场国家和发展中经济体还面临疫苗紧缺的难题。缺乏及时普遍的接种能力，会令上述经济体在



面对变异毒株威胁时再度陷入困境。

金砖四国中，俄罗斯 2020 年四季度环比增速仅为 1.5%，难以逆转三季度-3.2%增速带来的衰退局面；另一方面，2021 年 3 月，俄罗斯通货膨胀年率已经上涨至 5.79%，超出控制目标 1.79 个百分点。巴西和南非在前期抗疫过程中难以获得社会各界共识，导致病毒变异后引发更加难以处理的大范围疫情传播。其中，巴西在 2020 年四季度 GDP 虽然环比增长 3.2%，但全年 GDP 仍萎缩 1.1%，复苏前景难料；南非 GDP 全年萎缩 4.1%，虽然 2020 年以来通货膨胀年率控制在 3% 左右，但高达 30% 的失业率可能难以支撑疫情后经济的全面复苏。印度在四国之中表现相对较好，2021 年的预计产出增长最高，但其国内的第三波疫情冲击最强，这也为印度达成年内增长目标添加了不确定性。

东南亚主要经济体的表现不一，新加坡和越南已经逐渐从上一轮冲击的影响中恢复，印度尼西亚和马来西亚的全年增速尚未由负转正，而菲律宾则同时面临低增长和高失业的不利环境。近期如果 RCEP 正式生效，那么东盟国家的景气状况可能会得到一定程度的扭转。

### 三、构建高层次国际新发展格局助推高质量发展

“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。构建国际新发展格局应也是其重要组成部分。这样，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、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，为构建国际、国内新发展格局营造良好的外部环境。并且，中国改革已进入深水区，更需要通过高水平的对外开放来倒逼深层次结构改革。因此，以构建高层次国际新发展格局作为重点推进全面扩大开放，这不仅是应对当前中美关系及其外部环境变化的权宜之计，更是中国自身改革发展和现代化建设的内生需要。

构建国际新发展格局，政治和经济不可能完全分家，国际经济合作也需要国际政治合作。在政治关系上，中国应把握新冠疫情全球协同治理的时机，积极争取各国的政治支持，同时尽量避免经济问题政治化，避免将中美经贸摩擦扩散到以意识形态作为典型特征的冷战中。因为一旦形成冷战，将会引起类似美国与前苏联那样更加激烈的冲突，西方国家可能会重新站队，改变其立场，或使中国退回封闭状态，无法分享世界文明进

步的成果，这特别不利于中国和其他西方国家的合作发展。当前的中美关系和国际形势是危中有机，只要有大的战略定力、准确定位和正确把握，中国可以化危为机。

历史经验表明，中国的发展离不开世界，世界的发展也需要中国，对中美两个最大国更是如此。中国需要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，构建更高水平、更高质量的开放型世界经济。具体到经济方面，中国可以考虑从参与融入高标准经贸规则体系、大力开展第三方市场合作，相互融合包容，形成利益共同体，推动数字经济国际合作等方面发力，进一步拓展高层次国际经济合作，倒逼国内深层次结构改革，畅通中国经济国际循环的通路，并实现国际国内循环相互促进的良好局面，助推高质量发展。这些国际经济合作的拓展，反过来也有利于中美双边经贸关系的改善。

**第一，加速与国际更高标准经贸和投资规则体系的对接，倒逼国内经济改革深化，为双循环新发展格局构建提供规则制度基础。**在经过多年艰难谈判后，中国和东盟签署了《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)，并和欧盟完成了《中欧全面投资协定》(CAI)谈判（尽管受双方制裁与反制裁影响而出现一定变数），这些是近年来中国经济外交行动的最突出成果，也为中国应对与美国的战略竞争提供了砝码。进入新时期，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正成为开放体系下全球经济贸易和投资的目标和重点。其中，关于“三零”目标短期实现困难重重，但应作为努力的方向。说“零关税、零壁垒、零补贴”是第二次入世，并不为过。只有这样，才能通过国际经济利益的再调整促进新的全球自由贸易体系形成，才能在对全球贸易规则的重新制定过程中充分保障自身利益。

同时，中国应加快推进中欧、中日韩、中韩、中日、中英等主要多边双边自由贸易协定升级谈判，拓展美国以外的主要经济体市场，争取利益同盟。因为如果不采取该做法，我们可能会被孤立在世界经济体制之外。在此过程中，中国也应对WTO改革发出自己的声音，形成支持多边主义、自由贸易的统一战线，增加多边贸易体制的权威性和有效性。更重要的是，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，以市场、民企为主导，大力推动第三方市场合作，积极维持区域和全球供应链、产业链稳定安全，促进经济利益共同体建设。**由于中美战略竞争加剧及新冠疫情导致的国际人员和贸易往来限制，区域和全球供应链、产业链遭受直接冲击，各国纷纷开始重新审视自身供应链和产业链安全问题，在地化建设正成为各国产业布局的重点考量。在此背景下，与赢家通吃相比，第三方市场经济合作更加包容、更可持续、更为平等，是一个比较容易被各方接受的合作方式。它通过两个或多个国家与第三方开展资金、技术、管理、能源等方面合作的模式来实现互利共赢，这里的第三方包括政府、跨国公司和多边组织等。

需要注意的是，这里所说的第三方市场合作应该发挥市场、民企的主导作用，政府更多是引导和推动，不宜参与太深。单纯依靠政府、依靠国企推行“走出去”战略，容易引起其他市场经济国家的警惕和反弹，包括不承认中国市场经济地位。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。我们不仅要在国内改革中落实让市场在资源配置中发挥决定性作用，而且在国际经济合作中也应该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，借新冠疫情带来的数字技术场景化应用普及以及新能源变革，面向世界拓展数字经济和新能源经济合作，促进经济新旧动能转换。**当前，全球新一轮科技革命和产业变革蓄势待发，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。新冠疫情期间，数字技术在疫情监测、在线医疗、在线学习、线上消费、复工复产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”三位一体的循环体系，是中国突破围堵或遏制一个重大战略突围点，分别对应

着新能源发电领域、能源传输领域和新能源汽车领域，这些都是今后的根本性发展方向，并且从全球来看，也具有前景巨大的市场。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：项目组架构图

