

新格局 新动力

——“十四五”时期中国经济解析

钟正生

摘要：2021年是“十四五”规划的开局之年。本文从七个方面分析“十四五”时期中国经济形势的新变化，解读政府工作报告的新部署和我国未来高质量发展的政策红利，并立足基本国情与全球形势，分析人民币资产的长期前景。

关键词：政府工作报告；政策红利；人民币资产
中图分类号：F832 **文献标识码：**A

一、中国经济形势的新变化

第一，中国率先完成疫后经济复苏。根据IMF的预测，到2021年年底，中国和美国基本可以实现经济复苏，速度快于大部分国家。预计中国将率先走出疫情影响，美国随后。

第二，中国经济增长的结构分化。一方面，工业生产态势较好，利润率回升；另一方面，消费仍是薄弱环节，居民收入增长较疫情前尚有明显差距。根据央行第一季度调查问卷，居民选择“更多储蓄”的占比依然很高。预防性储蓄会导致疫情之后的居民储蓄率上升。自2020年第二季度开始，中国疫情控制卓有成效，生产生活基本恢复常态，但居民

储蓄率居高不下，这也是目前消费尚未恢复到疫情之前的原因。

第三，全球经济共振复苏，中国出口加速增长。2020年，中国出口增速从3月起“V型”反弹，但上半年与下半年出口反弹的主导力量不同：上半年的主导力量是部分产品市场占有率提升；下半年则是全球经济共振复苏，外需整体扩张。

第四，制造业投资的增长动能增强。一方面，根据历史经验，每过三到四年，中国制造业投资将迎来一波增长。2019年制造业投资处于相对较低的位置，2020年新冠肺炎疫情按下“暂停键”；若无较大宏观政策冲击，中国将迎来制造业投资的增长。本文预测，2021年中国制造业投资增长8%以上，更乐观的预测可达10%以上。另一方面，出口高景气有望延续至2021年年中，也将给制造业投资带来动力。此外，2020年制造业贷款额是过去五年的总和，信贷支持力度强劲。

第五，输入性通胀压力骤增。输入性通胀压力比较大，专家预测，2021年5月PPI同比将攀升至5%以上。国际大宗商品价格上涨，将导致中国工业品价格加速攀升，造成大企业和中小企业景气度

作者简介：钟正生，平安证券首席经济学家、研究所所长。

① 本文根据作者在2021年“‘十四五’规划与中国经济高质量发展”研讨会的演讲稿整理，由中国银行研究院赵延辰博士整理。

分化加剧。

第六，中小企业还需恢复元气。当前，原材料价格上涨较快，加大了中下游企业生产经营的风险。大企业多为周期商品的生产企业，原材料涨价对它们是有利的，而以周期品为原料的广大中小企业的利润则会被侵蚀。

第七，经济增长动能接近触顶。由于2020年同期基数非常低，2021年第一季度经济增速非常高，第二季度也不会太差。本文预测经济增速在2021年第二季度到第三季度之间会出现一个拐点。经济增长一个重要的支撑因素是出口，国外疫情控制、疫苗接种是分层推进的，因此，国外需求的恢复也是分层推进的，结合其对中国市占率的影响，本文预测，2021年下半年中国出口增速将有明显回落。

二、政府工作报告的新部署

第一，2021年经济发展目标回归常态。两会设定目标为实际GDP增长6%以上、财政赤字率3.2%左右，目标设定留有一些余地，主要是由于2021年经济存在不确定性。不确定性主要来自疫情的演化以及自身经济不平衡、不充分的发展。一方面，全球疫情和疫苗接种有较大不确定性，2021年还会有很大变化；另一方面，美联储的货币政策可能会导致新一轮的美元回流，中国的宏观政策应对也有很强不确定性。

第二，2021年财政政策保持“连续性和可持续性”。一方面，财政政策的指标安排相比2020年只是微降，其他指标没有太多变化；对比2019年，财政政策仍然是积极的。2021年财政市场设定比预期的更积极，财政政策退出慢于预期。另一方面，直达机制对市场主体的支持力度体现出财政政策的“定向调控、精准调控”。

第三，货币政策“灵活精准”。一方面是理解货币政策的“价”。央行是流动性的总闸门，各大银行是金融市场主要资金的流出方，很多中小银行和非银金融机构是资金的流入方，央行关注DR007，旨在重点关注银行资金的流动性。另一方面是理解货币政策的“量”。政府工作报告对货币政策总量的指引，延续了社融和M₂与名义GDP相匹配、宏

观杠杆率基本稳定的提法，第一季度宏观杠杆率下降，全年控制杠杆的节奏灵活地调整，货币政策和财政政策也是灵活调整的。其中，货币政策将更加突出定向发力，政府工作报告强调“使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向小微企业、个体工商户、新型农业经营主体，对受疫情持续影响行业企业给予定向支持”。

拓宽“价”和“量”两个理解维度，中国人民银行有两个抓手，即宏观审慎和货币政策。宏观审慎包括房地产三条红线、投融资集中度的管理以及对金融贷违规的严查。2021年是资管新规过渡期的最后一年，本文认为，2021年将实行“稳信用+严监管”的政策组合，原因在于，过紧的货币政策会造成资本市场的波动，可能对实体经济复苏带来更大的冲击，因此，监管和货币政策应合理配合。

2021年，企业每年利息偿付占中国GDP的比重已达13.5%，占新增社融的比重高达54.6%。因此，2021年紧信用需要拿捏好力度。

最后，关于财政政策和货币政策的配合。2013年中国实施“紧财政+紧货币”的政策，2014年之后，以财政支出和社融增速来衡量，货币政策和财政政策变为松紧搭配。目前，本文不认可中国经济已经恢复得非常扎实、可以通过财政货币双收紧来施压的观点。

三、高质量发展的政策红利

2021年政府工作报告有两个突出特点，一是对2021年及“十四五”时期经济高质量发展的重视，二是对GDP增速目标的相对淡化。“十四五”规划中提到了两个相对增速目标，一是“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”，考虑到我国进入人口快速老龄化阶段，“十四五”期间就业人口会进一步减少，有利于全员劳动生产率保持在高位。二是“居民人均可支配收入增长与国内生产总值增长基本同步”，这体现了在收入分配层面的改善民生、扩大消费的政策导向。此外，“十四五”规划还首次提出“保持制造业比重基本稳定”，其背景是中国工业份额回落时点偏早，旨在防止中国制造业“未富先去”。

此外，2021年政府工作报告还强调细化了以下关键点，将成为中国经济行稳致远的关键所在。

第一，激发市场主体活力。随着中小企业所得税起征点的提高，财政对基建依赖程度明显降低，制造业投资显著增加。制造业投资中九成来自民营企业，而民营企业投资回报较低，主要原因在于其较高的营业成本。我国正积极开展要素市场化配置综合改革试点，用改革办法推动降低企业生产经营成本，破除制约民营企业发展的壁垒，弘扬企业家精神。

第二，创新驱动发展。中国的研发支出和发达国家相差很多，要通过多种促进手段，积极激励企业创新，尤其促进私营部门科研投资占比提升，提高我国自主创新能力。

第三，全面实施乡村振兴战略。2020年我国乡村脱贫如期完成。做好巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴的有效衔接，确保不发生规模性返贫，提高土地出让收入用于农业农村的比例，启动农村人居环境整治提升五年行动，加快发展乡村产业。

第四，完善新型城镇化战略。2019年，《求是》杂志发表习近平总书记重要文章，强调要适应新形势，谋划区域协调发展新思路。一方面，参照美国和日本的城市化，城市化基本分为两个阶段——单个城市规模扩张阶段与大城市带动周边小城市阶段。我国目前的城镇化率大致在60%，处于美国和日本城镇化两阶段的中间，因此，未来我国新型城镇化的驱动力为发展壮大城市群和都市圈，实施城市更新行动。这也是城市经济学的规律。另一方面，根据国务院发展研究中心的研究，我国未来的经济增量可能有七成左右与新型城镇化、大型城市群的发展相关。乡村振兴和城镇化并非完全矛盾的。乡村振兴的目标是让农民过上体面的生活，投资中的“二八法则”，可能未来在农村中是“一九法则”，即10%的农村有特色农业、特色旅游，90%的农村只能依赖城市。要保证所有的农民都能过上体面的生活，这是公共财政需要做的，这两方面在逻辑上并不矛盾。

第五，实行高水平对外开放。2021年中国政府将坚定维护多边贸易体制，推动区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）尽早生效实施、中欧投资协定

签署，加快中日韩自贸协定谈判进程，积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）。在相互尊重的基础上，推动中美平等互利经贸关系向前发展。

四、人民币资产的长期前景

在2021年的政府工作报告出台之前，有专家预测2021年美国的经济恢复较快，即将进入经济快车道，美债收益率会较快上升，美联储可能会开始考虑减少资产购买，甚至在更早的时间加息。2013年，由于美联储鹰派操作导致全球美元回流，对新兴市场造成冲击。目前，美债收益率已经处于很高的位置，若继续上行，将对我国经济产生怎样的冲击，是值得研究的。

本文认为，第一，目前的新兴市场与2013年相比有诸多不同，各国外汇储蓄增多，外债规模和期权结构更加健康，更加注重宏观审慎，IMF对资本的看法也发生了变化。第二，美联储吸取教训，在资金回收的过程中更加关注外溢效应的影响。第三，中国成为世界第二大经济体，在很大程度上已经不属于新兴经济体的范畴，国际投资者已不再单纯将中国作为新兴经济体的一员来看待。从全球资产配置来看，全球资产中有不到10%配置在新兴市场，而中国占2%~3%左右，与中国的经济体量相差较远。“十四五”时期，中国追求高质量发展，推行稳定的宏观政策，将通过体制机制改革释放更多红利。因此，本文预测，在“十四五”时期以及未来更长的时间内，人民币资产将成为全球重要的投资资产。

参考文献：

- [1] 梁婧．中国经济发展“十三五”回顾与“十四五”展望[J]．国际金融，2021（2）：19-26
- [2] 钟正生．从几个焦点问题看一季度经济走势[N]．21世纪经济报道，2021-03-04（004）
- [3] 钟正生、张璐．新冠肺炎疫情中的人民币汇率[J]．中国金融，2020（5）：69-70
- [4] 钟正生、管涛、黄益平．如何有效应对新冠疫情冲击下的总需求不足问题[J]．国际经济评论，2020（4）：54-66+5

（责任编辑：冯天真）