

2021 年第三季度中国宏观经济形势分析与预测报告



从需求侧、供给侧和国际侧推动中国经济 高质量发展

“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

二〇二一年十月二十六日

目录

一、当前中国经济运行的主要特征	3
（一）消费疲软，投资增速下滑，对外贸易同比大幅增长	3
（二）CPI 低位徘徊，PPI 不断攀升，剪刀差继续扩大	8
（三）劳动力市场持续回暖，恢复至疫情前水平	11
（四）金融市场总体保持平稳，货币政策回归常态	12
（五）贷款总体需求继续回落，但融资缺口依旧较大	13
（六）人民币汇率在合理区间内双向波动	15
（七）财政收入大幅回升，支出稳定增长，地方债还债压力增大	17
（八）数字人民币和人民币国际化	18
（九）第三次分配对收入不平等调节能力需要谨慎对待	21
（十）实施“双减”时机合理，教育主阵地回迁学校是关键	23
二、中国经济面临的主要风险因素	25
（一）调控政策效果显现，家庭部门债务增速放缓	25
（二）房价涨幅回落，需继续坚持调控确保市场健康运行	26
（三）新冠肺炎疫情冲击或将阻碍全球经济复苏步伐	27
三、从需求侧、供给侧和国际侧推动中国经济高质量发展	29

报告导读:中国 2021 年三季度宏观经济数据日前公布,国内生产总值 823131 亿元,按可比价格计算,同比增长 9.8%,两年平均增长 5.2%,经济总体保持恢复态势,结构调整稳步推进。同时,对于风险挑战也要未雨绸缪。从内部看,家庭债务持续累积,消费、投资增速放缓,企业债务违约现象频现,地方政府偿债压力加大,中长期结构性问题依然存在。从外部看,国际大循环面临新冠疫情和地缘政治因素的双重干扰,使得中国长期受益的稳定外部环境风险和不确定因素增多。

面对国内外新发展变局,中国需要从需求侧、供给侧和国际侧综合发力,推动中国经济高质量发展:一是基于政府、市场与社会三位一体综合治理,促进共同富裕,壮大中产阶层,带动内部消费、投资需求良性循环;二是面向科技前沿深化供给侧结构性改革,更好发挥市场和民企在提升全要素生产率方面的作用,增强创新驱动力;三是积极开展高水平自由贸易与投资协定谈判,参与国际经贸规则重新制定,以合纵连横促进中美经贸关系稳定化。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) 消费疲软,投资增速下滑,对外贸易同比大幅增长

(1) 消费疲软,增速下滑

2021 年第三季度社会消费品零售总额增长放缓,同比增长 4.9%,两年平均增长 2.2 个百分点。7、8、9 月社会消费品零售总额分别为 34925.1 亿元、34394.9 亿元和 36833.0 亿元,同比分别增长 8.5%、2.5%和 4.4%,剔除价格因素,同比增长 6.4、0.9 和 2.5 个百分点,两年平均增速分别为 3.6%、1.5%和 3.9%。

在社会消费品各个类别中,第三季度的餐饮业受 8 月疫情影响出现今年唯一负增长。餐饮类消费第三季度为 11039 亿元,比去年同期提高 4.0%。两年平均增速为-1.1%,低于疫情前水平。由于餐饮类消费受疫情冲击较为敏感,其第三季度同比增速较低主要是受 8 月多地爆发疫情的影响。具体来看,其 8 月同比增速为-4.5%。9 月受中秋和国庆小长假的拉动,餐饮业的同比增速回调至 3.1%,高于去年同期 6.0 个百分点。

在疫情期间起到中流砥柱作用的网上消费,在第三季度继续保持增长,对社会消费品零售总额的增长做出较大贡献。1 至 9 月全国网上零售额累计 91870 亿元,同比增长

18.5%，两年平均增长 14.1%。其中，实物商品网上零售额 75041.8 亿元，同比增长 15.2%，两年平均亦增长 15.2%。

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。第三季度限额以上企业消费品零售额为 38669.7 亿元，相较 2020 年同期增长 4.9%。两年平均下滑 13.7 个百分点。

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。7、8、9 月，食品类当月同比增速分别为 11.3%、9.5%和 9.2%。1 至 9 月累计增速为 10.5%，两年平均增长 10.6%，高出疫情前水平 0.8 个百分点。

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；而去年疫情在第二、三季度的缓和使得基数提高，这些消费在今年 4 月以来同比增速出现回落，稳定的同比增速持续到 9 月。例如中西药品类，自 4 月以来，同比增速维持在 8%左右，尽管在 8 月受到疫情的短暂冲击而有所提高至 10.2%。又例如建筑装潢材料类消费，其同比增速在第一季度经历了大幅攀升之后，于第二季度有所缓和。进入第三季度，同比增速趋于稳定。其 7、8、9 月的同比增速分别为 11.6%、13.5%和 13.3%。两年平均分别为 4.3%、5.0%和 9.1%，高于疫情前同期水平。但伴随着房地产企业违约风险的加大，课题组分析认为未来建筑装潢材料类消费的增长将有所放缓。

然而受到 8 月疫情的影响，一些类别消费的同比增速在 8 月呈现明显下滑。例如化妆品类，其 7、8、9 月的同比增速分别为 2.8%、0%和 3.9%。与此类似的衣着类（7、8、9 各月同比增速分别为 7.5%、-6.0%和-4.8%）和日用品类（7、8、9 各月同比增速分别为 13.1%、-0.2%和 0.5%），通讯器材（第三季度各月同比增速分别为 0.1%、-14.9%和 22.8%）和家用电器类（第三季度各月同比增速分别为 8.2%、-5.0%和 6.6%）的消费，其同比增速亦在 8 月出现短暂下滑后，于 9 月回升。

另外，2021 年 9 月，汽车类零售额 3535 亿元，同比下降 11.8%，占全国社会消费品零售总额的 9.6%。2021 年前三季度，汽车类累计零售额 32066 亿元，占全国社会消费品零售总额的 10.1%，同比增长 15.5%，增速低于同期社会消费品零售总额 0.9 个百分点。

（2）投资增速下滑，整体动力趋缓

全社会固定资产投资同比增速回落,且以两年平均增速衡量的固定资产投资修复也在继续放缓。2021年1-9月,全社会固定资产投资(不含农户)397827亿元,同比增长7.3%;比2019年1-9月增长7.7%,两年平均增长3.8%。其中,民间固定资产投资227473亿元,同比增长9.8%。从环比来看,9月固定资产投资(不含农户)增长0.17%,低于疫情前0.4%左右的环比增速,表明资产投资整体相对乏力。从三大产业来看,2021年1-9月,第二产业投资有所回升,其余两大产业均呈现不同程度回落态势。其中,第一产业投资10395亿元,累计同比增长14.0%,两年同比增速13.0%;第二产业投资119071亿元,累计同比增长12.2%,两年平均增速4.11%;第三产业投资268360亿元,累计同比增长5.0%,两年平均增速3.64%。分领域看,制造业投资继续保持较快恢复步伐,相对较好;基础设施建设投资低迷,复苏不及预期;房地产投资增速下滑,成为拖累固定资产投资的主因。具体来看:

2021年前三季度,制造业投资同比增长14.8%,比全社会固定资产投资增速高7.5个百分点,两年平均增速3.3%,较上月持平,继续保持增长势头。高技术产业投资同比增长18.7%,虽然同比增速较前值回落0.2个百分点,但两年平均增速比前值加快0.4个百分点至13.8%。其中,高技术制造业和高技术服务业投资同比增长分别为25.4%和6.6%,增速较前值分别放缓0.4个百分点和加快0.3个百分点。高技术制造业中,计算机及办公设备制造业、航空航天器及设备制造业、仪器仪表制造业投资同比增速分别为40.8%、38.5%和22.4%,仍处于高位;高技术服务业中,电子商务服务业、检验检测服务业投资同比分别增长43.8%、23.7%,增速较快,这反映出国内投资结构正在发生变化,新旧动能在进行转换。从企业效益来看,制造业投资高增长仍将保持。一方面,1-8月制造业企业利润总额约4.68万亿,两年平均增速21.1%,显著高于历史同期,能够有效激励制造业企业投资需求。另一方面,1-9月制造业产能利用率累积值为77.9%,高于历史同期,意味着制造业景气度相对较高。然而,受能耗双控和原材料成本上行的影响,制造业上游企业面临限产政策硬约束,不利于制造业投资动能的提升;但政策导向仍然支持制造业,尤其是先进制造业,预期未来一段时间制造业投资同比增速将面临较大不确定性。

2021年前三季度,基础设施建设投资同比增长1.5%,低于固定资产投资增速5.8个百分点,比1-8月下降1.4个百分点,两年平均增速由0.2%回升至0.4%。其中,电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长1.6%,增速比1-8月加快0.5个百分点;交通运输、仓储和邮政业投资同比增长2.4%,增速比1-8月下降1.9个百分点;水利、

环境和公共设施管理业投资同比增长 0.8%，增速比比 1-8 月下降 1 个百分点。整体来看，基础设施建设投资增长势头较弱，仍然处于低位。究其原因可能在于，资金来源受到制约。具体而言，地方专项债自从疫情以来已然成为基础设施投资的重要资金来源。然而，地方政府面临化解隐性债务风险的压力，需要规范城投公司等融资平台，导致基础设施投资的资金滞后。1-9 月地方政府新增专项债仅完成全年额度的 64.8%，远低于过去两年的完成额。随着后续地方政府新增专项债发行的进一步加快，将对基础设施投资起到一定支撑作用。今年是“十四五”规划开局之年，一系列重大项目将陆续开工建设，预计在项目储备充足的情形下，基础设施投资将会逐步稳定改善。

2021 年前三季度，全国房地产开发投资 112568 亿元，同比增长 8.8%，较固定资产投资增速高 1.5 个百分点，比 1-8 月下降 2.1 个百分点；近两年平均增速 7.2%，比 1-8 月下降 0.5 个百分点。9 月当月房地产开发投资额同比下降 3.5%，增速较上月下滑 3.8 个百分点，也是自 2020 年 3 月以来首次同比增速降为负值，表明房地产投资增速下滑较快。首先，从房地产投资资金来源上看，在房地产调控持续升级的背景下，叠加恒大事件的冲击，金融机构风险偏好持续下降，导致房地产开放资金保持收紧态势，进而对房地产投资起到抑制作用。2021 年 1-9 月房地产资金来源累计同比增速 11.0%，较上月降低 3.8 个百分点，增速呈现整体下行趋势。从资金来源项目看，国内贷款、自筹资金和其他资金增速均大幅下降。

其次，从房地产市场销售状况看，由于恒大事件冲击带来的影响，购房者对房价下跌的预期得到加强，购房意愿降低，商品房销售额显著减少，进而加剧了房地产企业融资的难题。一方面，商品房销售面积增速回落，当月增速持续为负。1-9 月商品房销售面积累计同比 11.3%，较上个月回落 4.6 个百分点；近两年平均增速 4.6%，较 1-8 月回落 1.3 个百分点；其中，9 月当月的两年平均增速比 8 月下降 1.5 个百分点，降至-3.5%。另一方面，商品房价格水平仍在上升，但增速放缓。1-9 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比增速为 3.3%，较上月下降 0.4 个百分点，且各线城市房价涨幅均有所回落。可见，房地产销售走低，在房地产企业高度依赖销售回款的情况下，开始向投资端传导，最终致使房地产投资增速下滑。

最后，从供给端来看，房屋新开工面积持续走低，竣工面积延续高位。在房屋新开工方面，1-9 月房屋新开工面积增速为-4.5%，已连续 3 个月负增长，表明当期楼市景气度不高。在房屋竣工方面，1-9 月房屋竣工面积增速为 23.4%，维持在较高区间。房屋竣工

面积增速持续大于新开工面积，表明房屋施工面积趋于回落，房地产投资下行压力较大。

整体而言，在应对目前地产行业的信用危机和维持房地产市场平稳健康发展的同时，需保持政策定力，如九月底召开的房地产金融工作座谈会重申“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”的政策定调，预计房地产政策将保持连续性、一致性、稳定性。未来严监管、严调控将成为行业常态，叠加房地产企业违约压力增加，金融机构放贷决策将更加谨慎，房地产行业融资环境很难大幅宽松。考虑到“共同富裕”目标下房地产税将积极稳妥推进，预计明年房地产投资仍将弱于今年。

（3）对外贸易同比大幅增长，货物贸易顺差均较去年同期有所增加

2021 年一、二季度，受中国疫情的有效控制和低基数效应的影响以及价格的推升，进、出口增速均大幅上升。随着基数上升，第三季度进、出口增速有所下滑，但仍处于较高水平。2021 年前三季度，进出口、出口、进口的增速分别为 32.8%、33.0%、32.6%。受 2020 年下半年以来人民币汇率升值的影响，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，进出口、出口、进口的人民币值增速分别为 22.7%、22.7%、22.6%。出口方面，2021 年前三季度高速增长，一、二、三季度分别同比增长 48.8%、30.7%和 24.4%，有效拉动了出口增长。尽管前三季度同比增速在逐季下滑，但第三季度内同比增速却逐月上升，7、8、9 月分别同比增长 19.3%、25.6%和 28.1%，表明出口方面的良好态势。前三季度累计出口额已经接近去年全年累计出口额，2021 年全年将实现大幅增长（2020 年全年增长 3.6%），整体表现将明显好于 2020 年。2021 年前三季度所有主要地区出口增速均较去年全年大幅上升，其中巴西、印度、南非增速靠前，日本、东盟靠后，主要受基数效应的影响。进口方面，2021 年前三季度也高速增长，一、二、三季度分别同比增长 29.2%、43.6%和 25.9%。第二季度进口增速大涨主要是我国有效控制了疫情，生产需求逐渐扩大；另外，去年国外疫情从第二季度开始恶化，第二季度为基数低点，进一步今年大宗商品价格不断上升，已处于历史高位。7、8、9 月进口同比增速分别为 28.1%、33.1%和 17.6%，9 月进口增速有所下滑，一定程度上受大宗商品价格过高的影响。2021 年前三季度所有主要地区进口增速也较去年全年均大幅上升，其中南非、美国、印度增速靠前，日本、韩国靠后。差额方面，由于出口增速略快于进口增速，2021 年前三季度贸易顺差较去年同期增长 536 亿美元。从贸易方式上看，无论出口还是进口，2021 年前三季度一般贸易同比增速均高于加工贸易。进出口表现强劲的主要原因有：第

一，新冠疫情导致的低贸易基数的影响和国内经济持续恢复发展。2020 年受新冠疫情影响，全年出口同比增速仅为 3.6%，进口同比增速为-0.6%。由于疫情防控得当，中国经济在全球主要经济体中率先恢复正常，且经受住了包括德尔塔病毒在内的多轮疫情冲击，因而支撑起了进出口的高速增长。第二，全球经济复苏，推动贸易回暖。国际货币基金组织 10 月发布的《世界经济展望》预测 2021 年全球经济增速为 5.9%，世界贸易组织 10 月发布的《贸易统计及展望》预测 2021 年全球货物贸易量将增长 10.8%。2021 年前三季度，中国对美国、欧盟、东盟出口增速分别为 32.7%、31.3%和 29.4%，进口增速分别为 43.9%、27.9%、32.7%。第三，国际大宗商品价格大涨带动进出口价格上涨特别是进口价格，拉高了进出口额。2021 年 9 月 30 日路透 CRB 商品指数相比 2020 年 12 月 31 日上涨 36.4%，相比 2020 年 9 月 30 日上涨 54.1%。受国际大宗商品价格上涨影响，2021 年 1-8 月进口价格平均同比增速为 10.1%，第三季度出口价格也随之上涨，7、8 月出口价格同比上涨 3%、7%。除了货物贸易表现强劲外，服务贸易也有所改善。2021 年 1 至 8 月，服务贸易总额为 4702.7 亿美元，同比增长 17.9%，其中，服务贸易出口（支出）总额为 2042.9 亿美元，同比增长 37.0%；服务贸易进口（收入）总额为 2659.8 亿美元，同比增长 6.48%；服务贸易逆差为 627.0 亿美元，较去年同期减少 389.9 亿美元。

（二）CPI 低位徘徊，PPI 不断攀升，剪刀差继续扩大

2021 年 7、8、9 月 CPI 同比增速分别为 1.0%、0.8%、0.7%，第三季度平均同比增速为 0.8%，略高于 2021 年上半年同比增速 0.5%。第三季度 CPI 同比增速降到“1”以下，消费价格整体相对平稳。7、8、9 月扣除食品和能源的核心 CPI 分别为 1.3%、1.2%、1.2%，平均同比增速为 1.2%，明显高于 2021 年上半年 0.4%的平均增速。核心 CPI 同比增速于 2021 年 1 月触底后反弹，第三季度重新回到“1”以上。2021 年 1-9 月 CPI 同比增速为 0.6%，大幅低于 2020 年同期增速 3.3%；核心 CPI 同比增速为 0.7%，略低于 2020 年同期水平 0.9%。2021 年第三季度 CPI 同比增速高于上半年，主要由非食品价格同比增速显著上升导致，其中 2021 年第三季度非食品价格平均同比上涨 2%（上半年非食品价格上涨 0.7%），而第三季度食品价格平均同比下跌 4.3%（上半年食品价格下跌 0.2%）。

2021 年 7、8、9 月 CPI 同比增速波动主要受食品价格波动的影响。7、8、9 月食品价格同比增速分别为-3.7%、-4.1%、-5.2%，影响 CPI 分别下降约 0.69、0.77、0.98 个百分点。与之相比，7、8、9 月非食品价格同比增速波动较小，分别上升 2.1%、1.9%、2.0%，影响 CPI 上涨约 1.7、1.58、1.65 个百分点。第三季度食品价格同比下跌最主要的原因是

猪肉价格同比大幅下跌。受猪肉供给充裕影响，猪肉价格在第二季度已回到之前正常水平并在第三季度持续下降，且 2020 年同期处于历史高位，7、8、9 月猪肉价格同比增速大幅下降，分别为-43.5%、-44.9%、-46.9%，影响 CPI 下降约 1.05、1.09、1.12 个百分点。由于当前的猪肉价格已接近 2013 年以来的最低价，已对养猪积极性产生一定的负面影响，课题组预计 2021 年第四季度将保持基本稳定，2022 年猪肉价格同比增速将显著上升。值得注意的是，受“长江十年捕禁”等政策的影响，水产品价格自年初以来明显上升，2021 年 7、8、9 月水产品价格同比增速分别为 13.8%、11.7%、9.8%，影响 CPI 上涨约 0.25、0.21、0.18 个百分点，高于上半年 8.9%的平均增速，减弱了猪肉价格对 CPI 的影响。进一步，鲜菜、鲜果价格对 CPI 也有较大影响。2021 年 7、8、9 月鲜菜价格同比增速分别为-4.0%、-1.5%、-2.5%，影响 CPI 下降约 0.08、0.03、0.05 个百分点，明显低于上半年的同比增速 3.2%。第三季度鲜菜价格同比下降主要是因为去年同期不利天气和多地洪涝灾害导致的高基数效应。7、8、9 月鲜果价格同比增速分别为 5.2%、5.0%、-0.8%，分别影响 CPI 上涨约 0.09、0.08、-0.01 个百分点。

从非食品分类来看，交通通信类、教育文化娱乐类、医疗保健类的影响较大。2021 年 7、8、9 月交通通信类价格同比增速分别为 6.9%、5.9%、5.8%，影响 CPI 上涨约 0.86、0.74、0.73 个百分点，平均涨幅明显高于 2021 年上半年 2.1%的平均增幅，主要是因为国际原油价格上涨带动的汽油和柴油价格上升（第三季度平均分别上涨 23.8%和 26.4%）。随着我国疫情防控逐渐常态化，疫情对生产和生活的影响越来越小，教育文化类需求逐渐释放，加上 2020 年较低的基数效应，教育文化类第三季度价格平均同比增速 3.0%，高于 2021 年上半年同比增速 0.88%。为了保障民生，近两年国家一直在逐渐降低进口西药的价格，由此医疗保健类价格基本平稳，第三季度价格平均同比增速 0.4%，略高于 2021 年上半年同比增速 0.25%。值得注意的是，除了上面提到的几类重要的非食品价格变化外，9 月居住类的水电燃料价格在全球能源短缺背景下呈现明显上升，9 月同比增速为 2.6%，较 8 月上升 0.8 个百分点，且未来有进一步上升的趋势。

从消费品和服务的分类看，2021 年第三季度 CPI 较上半年同比增速上升主要是由服务价格同比增速明显上升所致。第三季度内 CPI 同比增速下降是因为消费品和服务价格同比增速均下降。7、8、9 月消费品价格同比上升 0.6%、0.3%、0.2%，影响 CPI 分别上涨约 0.37、0.19、0.12 个百分点，均低于 2021 年上半年同比增速 0.7%。而 7、8、9 月服务价格同比增速分别为 1.6%、1.5%、1.4%，影响 CPI 上涨约 0.61、0.57、0.53 个百分点，明显高于 2021 年上半年同比增速 0.3%。

受猪肉价格同比大幅下跌等因素的影响，2021 年第三季度 CPI 同比增速再次降到“1”以下。考虑到猪肉供给短期充裕、原油等大宗商品价格波动以及基数效应等因素的综合影响，课题组预计 2021 年第四季度食品价格同比增速保持低位，非食品价格将有所上升，CPI 同比增速将保持在 1 附近，2022 年 CPI 同比增速将呈现上升趋势；同时，第三季度扣除食品和能源的核心 CPI 已回到“1”以上，考虑到国内疫情控制得当，经济运行正常以及大宗商品的传导机制，课题组预计 2021 年第四季度和 2022 年核心 CPI 也将稳中有升，通胀压力上升。

上面讨论了消费价格水平 CPI 的变化，下面将进一步讨论生产价格水平 PPI 的变化。2021 年 7、8、9 月 PPI 同比增速分别为 9.0%、9.5%、10.7%，同比涨幅继续扩大，创下历史新高；7、8、9 月 PPI 环比增速分别为 0.5%、0.7%、1.2%。第三季度 PPI 平均同比增速为 9.7%，高于 2021 年上半年同比增速 5.1%。2021 年 1-9 月 PPI 同比增速为 6.7%，大幅高于去年同期增速-2.0%。PPI 同比增速主要受生产资料价格的影响，根据课题组的计算发现，目前生产资料在 PPI 中的权重约占 74%。7、8、9 月生产资料价格同比增速分别为 12.0%、12.7%、14.2%，均明显高于上半年同比增速 6.8%，分别导致 PPI 上升约 8.95、9.44、10.60 个百分点；生活资料同比增速为 0.3%、0.3%、0.4%，略高于上半年同比增速 0.1%，分别导致 PPI 上涨约 0.08、0.07、0.11 个百分点。进一步分析可以看出，2021 年第三季度生产资料同比增速上升主要是由采掘业和原材料同比增速的上升引起。7、8、9 月采掘业价格同比增速分别为 38.7%、41.8%、49.4%，环比增速分别为 5.2%、3.0%、5.5%，而上半年采掘业价格同比增速为 18.5%。7、8、9 月原材料价格同比增速分别为 17.9%、18.3%、20.4%，环比增速分别为 0.8%、0.9%、1.9%，而上半年原材料价格同比增速为 10.4%。

分行业来看，第三季度几乎所有工业行业价格都同比上升，且部分工业行业价格同比大幅上升。2021 年第三季度 30 个主要行业中，27 个行业产品价格同比上升，仅医药制造业、汽车制造业和电力、热力生产和供应业同比价格略有下降。其中，平均同比增速高于 5% 的行业有 13 个，高于 10% 的行业有 9 个，高于 20% 的行业有 8 个，高于 30% 的行业有 5 个，分别为煤炭开采和洗选业（59.2%），石油和天然气开采业（44.3%），黑色金属矿采选业（43.4%），石油、煤炭及其他燃料加工业（37.1%），黑色金属矿采选业和黑色金属冶炼和压延加工业（34.0%）。与 2021 年上半年相比，第三季度 30 个主要行业中 26 个行业价格同比增速上升，增幅大于 5 个百分点的行业有 8 个，大于 10 个百分点的行业有 5 个，大于 15 个百分点的行业有 3 个，分别为煤炭开采和洗选业（41.7 个

百分点)，石油、煤炭及其他燃料加工业（22.3 个百分点），石油和天然气开采业（17.6 个百分点）；其余 4 个价格同比增速下降的行业降幅均不超过 2 个百分点。

受全球疫情导致的供需缺口和原材料供应短缺等因素的影响，煤炭、石油、和天然气等以能源为代表的大宗商品价格大幅上升，2021 年第三季度 PPI 同比增速创下历史新高。尽管物流领域央企重组有助于降低成本，拉低出厂价格，但近期山西和陕西洪涝灾害严重，对煤炭的短期供给形成一定的冲击，且随着冬季的逐渐到来，居民对能源的需求加大，能源价格还将继续上升。进一步考虑到疫情反弹可能性，全球能源短缺以及“双碳”目标等综合因素的影响，课题组预计第四季度 PPI 同比增速仍将保持高位震荡，2022 年将逐渐回落。

从上面分析可以看出，2021 年第三季度 CPI 与 PPI 剪刀差继续扩大。结合 CPI 和 PPI 的分析，课题组预计 2021 年第四季度 CPI 与 PPI 剪刀差仍然很大，2022 年将逐渐减小。

（三）劳动力市场持续回暖，恢复至疫情前水平

2021 年第三季度劳动力市场指标持续稳定。第三季度失业率降低至疫情前水平以下，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 从业人员指数环比有所下降；居民人均可支配收入增速放缓，两年平均增速回到疫情前水平区间；农村外出劳动力人数和月收入水平同比上升。

数据显示，7-9 月的全国城镇调查失业率分别为 5.1%、5.1%、4.9%，同比下降 0.6%、0.5%、0.5%。7-9 月 31 个大城市调查失业率为 5.2%、5.3%、5.0%，同比下降 0.6%、0.4%、0.5%。于此同时，全国城镇新增就业人员累计 1045 万人，同比上升 16.37%。7-9 月全国企业就业人员周平均工作时间为 47.7、47.5、47.8 小时，与上一季度持平，同比小幅上升 0.9、0.7、1 小时。PMI 从业人员指数有所下降。7-9 月制造业 PMI 从业人员指数分别为 49.6%、49.6%、49.0%，非制造业为 48.2%、47%、47.8%。其中，服务业 PMI 从业人员指数分别为 47.5%、46.4%、46.9%，建筑业从业人员指数为 52.1%、50.6%、52.6%。

第三季度居民人均可支配收入累计值为 26265 元，同比增长 9.7%，两年平均增速为 7.1%，恢复至 2017-2019 年疫情前平均水平。城镇与农村居民可支配收入累计值分别为 35946 元和 13726 元，同比上升 8.7%、11.2%，农村收入上升速度快于城市。城乡居民收入比值为 2.62，同比下降 0.05。三季度外出务工农村劳动力人数累计 18303 万人，同

比上升 2%。农村外出劳动力月均收入为 4454 元，同比上升 10.4%，两年平均增速 9.57%，高于疫情前 2017-2019 年 6%-8% 的区间。

（四）金融市场总体保持平稳，货币政策回归常态

从货币供应来看，2021 年 9 月末，M1 和 M2 的同比增速分别为 3.7% 和 8.3%，较 8 月分别下降 0.5 个百分点和上升 0.1 个百分点，较去年同期分别下降 4.4 和 2.6 个百分点。货币供应增速已基本回复至疫情前水平。从社会融资规模的存量来看，9 月末，社会融资规模存量为 308.05 万亿元，同比增速为 10%，较 8 月回落 0.3 个百分点，较去年同期下降 3.5 个百分点，信用扩张进一步放缓，已低于疫情前水平。社融增速与 M2 增速变化趋势基本一致。

从融资需求来看，前三个季度社会融资规模增量累计为 24.75 万亿元，同比少增 4.87 万亿元，但受去年高基数的影响，增量水平仍显著高于 2019 年同期增量水平。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 16.83 万亿元，同比多增 1421 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 2531 亿元，同比少增 521 亿元；非金融企业境内股票融资增加 8142 亿元，同比多增 2042 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 2.43 万亿元，同比减少 1.66 万亿元；政府债券净融资 4.42 万亿元，同比减少 2.31 万亿元；表外融资减少 1.57 万亿元，同比多减 1.4 万亿元。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 13.5% 和 12%，比社会融资存量的增速分别高出 3.5 和 2 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，前三季度人民银行在公开市场净投放资金 2800 亿元，其中 9 月单月净投放 5900 亿元；通过中期借贷便利（MLF）共计净回笼约 1500 亿元一年期的资金，整体净投放约 1300 亿元。6 月底商业银行的超额准备金率为 1.2%，是 2013 年以来的最低水平。9 月份同业拆借加权平均利率为 2.16%，比上月高 0.08 个百分点，比上年同期高 0.36 个百分点；9 月末银行间债券质押式回购加权平均利率为 2.19%，比上月高 0.1 个百分点，比上年同期高 0.26 个百分点。9 月末货币市场利率同比有所上行，但较上月末稳中略升。总体来看，货币政策保持稳健，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。值得注意的是，今年前八个月人民银行对流动性均持续净回笼的情况下，9 月单月在公开市场净投放 5900 亿元，在 9 月末使

得流动性从净回笼转为净投放，预计三季度末商业银行的超额准备金率将有所回升。¹

需要注意的是，虽然当前我国经济，尤其是工业领域稳步复苏，但当前我国经济复苏的基础仍有待巩固。其中，上半年 GDP 累计同比增长 12.7%，前 8 个月累计工业增加值的两年平均增速为 6.6%，高出 2019 年的同期水平约 1 个百分点。但上半年 GDP 的两年平均增速为 5.3%，较工业增加值增速低 1.3 个百分点，且失业率同比上升 0.2 个百分点，居民收入的两年平均增速距 2019 年同期水平还有一定差距，²使得消费的复苏程度及其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 均不足 1%。³

更重要的是，当前企业一方面受到由大宗商品价格迅速上涨带来的成本冲击，另一方面产能还受“双碳”目标的制约，叠加本就复苏缓慢的终端需求，这些可能在四季度甚至明年年初对企业经营产生较大压力，企业信用利差上升的压力短期内难以大幅缓解。由于去年国内宏观杠杆率大幅上升，前三季度我国货币政策总体保持稳健，关键货币政策中间目标已基本回复至疫情前水平，宏观杠杆率和企业杠杆率下降趋势已经显现，⁴课题组认为货币政策在四季度有边际趋松的空间。

（五）贷款总体需求继续回落，但融资缺口依旧较大

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 年第三季度中国人民银行发布的银行家问卷调查报告显示，贷款总体需求指数为 68.3%，比上季度下降 2.2 个百分点，比上年同期下降 5.2 个百分点，基本回到疫情前的水平，说明当前实体经济融资需求仍然偏弱。从行业层面来看，房地产、基建和制造业等多个领域的贷款需求均出现进一步的回落。其中，房地产企业贷款需求指数为 45.3%，比上季度下降 2.8 个百分点，基础设施贷款需求指数为 63.0%，比上季度下降 2.0 个百分点；制造业贷款需求指数为 67.4%，比上季度下降 1.3 个百分点。

¹ 截至二季度末，我国商业银行的平均超额准备金率为 1.2%，为 2017 年以来的最低水平。

² 截至二季度末，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 6.32%和 4.95%，虽然平均收入增速较 GDP 增速高出约 1 个百分点，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 1.6 和 3.3 个百分点，使得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。

³ 截至 2021 年 9 月，CPI、核心 CPI、非食品 CPI 和生活资料 PPI 累计同比增速分别为：0.6%、0.7%、1.1%和 0.2%。

⁴ 国家资产负债表研究中心(CNBS)的数据显示，我国实体经济部门的杠杆率水平从 2020 年末的 270.1%下降至 2021 年二季度末的 265.4%，两个季度的降幅约为 5 个百分点，同期非金融企业部门的杠杆率水平约下降 3.5 个百分点。

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%表示银行放款审批条件较为宽松。2021 年第三季度中国人民银行发布的银行家问卷调查报告显示，自上季度以来，银行机构贷款审批指数一直保持在 50%以下，并已连续六个季度下降，三季度数值为 49.7%，仅比上季度降低 0.1 个百分点，反映出银行贷款审批条件收紧的趋势开始缓解。

综合来看，第三季度贷款总体需求指数与银行贷款审批指数同向而行，两者的差值虽有所缩小，但数值仍高达 18.6%。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，实体经济融资缺口依旧较大。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。在资金需求端，一方面，近期受能耗双控和拉闸限电等事件的冲击，导致部分企业生产意愿下降，资金需求大幅下降；另一方面，原材料价格走高以及资金成本提高的双重压力，挤压了企业利润，进而对企业资金需求端产生明显抑制效应，最终导致企业的资金融资需求下降。随着疫情对实体经济影响逐渐减弱，消费需求回暖，财政政策持续发力，叠加央行加大对企业融资支持力度，将带动企业资金融资需求，实体经济融资需求有望提升。在资金供给端，由于房地产融资相关政策的收紧以及房地产企业的信用风险逐渐显现，一定程度上会对银行资产质量造成负面影响，导致银行对信贷投放比较谨慎。在“增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增长基本匹配”的货币政策引导下，随着商业银行资产质量的改善，预期银行贷款审批条件将逐步放松。

分企业规模看，各类规模企业贷款需求指数均下行。其中，大型企业贷款需求指数为 56.2%，比上季下降 3.0 个百分点；中型企业为 60.7%，比上季下降 1.6 个百分点；小微企业为 72.1%，仅比上季下降 0.2 个百分点，幅度远远小于大型企业的 3 个百分点，这说明要求银行加大对小微企业金融支持力度的政策并没有有效缓解小微企业融资需求，小微企业融资困难的问题依然存在。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”发展格局和确保经济高质量发展的重要基础，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。

近期小微企业的融资困境主要是供给端的问题，金融机构风险偏好下降，小微企业

难以获得足够的资金支持。因此，缓解小微企业融资困境，首先要拓宽小微企业直接融资渠道，发挥地方性银行在小微企业融资中的地位。其次，要进一步发展和完善小微企业信用担保体系和法律法规，采取积极的金融支持政策让民间资本参与建设信用担保体系，增加小微企业的资金外源渠道。

（六）人民币汇率在合理区间内双向波动

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，全球经济逐渐回暖，在岸人民币兑美元汇率在合理区间内双向波动。2021 年上半年，美元走弱，人民币震荡升值。6 月美联储 FOMC 会议的偏鹰态度表明了联储货币政策正常化的决心，人民币汇率震荡下行，之后在 6.5 附近双向波动。2021 年第三季度，外汇储备规模在经历了 7 月的小幅上涨之后，在 9 月回落至 3.2 万亿美元。2021 年 9 月末，人民币兑美元即期汇率为 6.4626，较 2021 年二季度末调贬 14 个基点。2021 年第三季度人民币在岸与离岸的汇差（离岸减去在岸）较 2021 年第二季度有所减小，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。

6 月偏鹰的美联储会议，使市场预期其货币政策将加快收紧，美元指数走高，人民币承压。2021 年 6 月 24 日，为缓解人民币贬值压力、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，中国人民银行在香港成功发行了 50 亿元 6 个月期人民币央行票据。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，三季度以来央行干预汇市的力度与二季度基本持平，尤其在 7 月突然大幅上升。这显示出在因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，央行及时加大了政策力度，稳定市场情绪和预期，使人民币汇率在合理区间内波动。9 月 22 日，美联储 9 月 FOMC 会议释放偏鹰的政策信号，市场预期美联储提前在 2022 年年中结束缩减债券购买，加息时点可能提前至 2022 年底以前，美元震荡走强。中国恒大集团流动性风险暴露引发市场对国内隐含金融风险的担忧，人民币汇率短期贬值压力有所增加。9 月底，人民银行三季度货币政策例会和多部门联合召开的房地产金融工作座谈会中的政策导向，加强了市场相对乐观的情绪。

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，随着全球疫苗接种进程的推进，尤其在发达国家，

新冠肺炎疫情开始得到控制，全球经济逐渐复苏。第四，我国货币政策保持稳定。第五，近期国际形势错综复杂。美国上半年专注应对疫情和恢复经济，之后美国与中国的博弈可能再次出现。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 年终人民币汇率将在 6.40 左右呈现双向宽幅波动。**

在金融对外开放方面，7 月 21 日中国人民银行副行长陈雨露表示，国务院常务会议要求优化外资银行保险等金融机构准入门槛的要求，完善金融机构母子公司跨境往来的规则，优化外资参与境内金融市场的方式和制度，这是我们努力的方向。9 月 4 日证监会副主席方星海表示，证监会将坚定不移推进高水平的对外开放，推出更多务实性开放举措，包括：深化境内外资本市场互联互通，完善拓展沪伦通机制；健全境外主体境内发行制度，完善企业境外上市监管制度等。

人民币长期贬值压力不可忽视。首先，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，9 月降至约 8.8% 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 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。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贬值预期。2021 年以来，三者贬值幅度逐步增加，且分化逐渐扩大（1 年 NDF：2021/6：2.39%；2021/7：2.59%；2021/8：2.64%；2021/9：2.75%。2 年 NDF：2021/6：4.65%；2021/7：4.68%；2021/8：4.85%；2021/9：5.08%。3 年 NDF：2021/6：6.61%；2021/7：6.51%；2021/8：6.58%；2021/9：6.63%）。2021 年 10 月三年的远期外汇交易价格指向约 6.85% 的贬值幅度，故而长期贬值压力仍不可忽视。

更长期的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）财政收入大幅回升，支出稳定增长，地方债还债压力增大

2021 年 1-9 月，累计全国一般公共预算收入 164020 亿元，同比增长 16.3%。其中，中央一般公共预算收入 76526 亿元，同比增长 17.1%；地方一般公共预算本级收入 87494 亿元，同比增长 15.6%。全国税收收入 140702 亿元，同比增长 18.4%；非税收入 23318 亿元，同比增长 5.4%。随着经济稳步回暖，财政收入大幅增长。

受去年疫情冲击造成的低基数效应影响以及经济恢复的拉动，大多数税种同比增速大幅提升，财政收入情况得到可观改善。其中，国内增值税累计同比增长 17.4%，企业所得税累计同比增长 18.8%，国内消费税累计同比增长 12.3%，个人所得税累计同比增长 21.6%，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。增速最高的是证券交易印花税，累计同比增长 40%，表明我国资本市场发展势头良好。与土地和房地产相关的契税累计同比增长为 16.7%，相比 1-6 月 32.7% 的累计同比增速来说有所下降，体现了国家坚定“房住不炒”的政策理念。

全国政府性基金预算收入稳健增长。1-9 月政府性基金收入为 61018 亿元，累计同比增速为 10.5%，较 2019 年同期增长 2.8%。其中，中央政府性基金收入为 3181 亿元，累计同比增速为 20.8%；地方性基金收入为 57837 亿元，累计同比增速为 10%。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 7.9%，较 2019 年同期仅增长了 2.1%，这也意味着“房住不炒”的政策基调延续背景下，地方政府对土地出让收入的依赖程度将不断降低。同时，考虑到地方政府债务压力依旧较大，应积极稳妥推进房地产税立法和改革。

2021 年 1-9 月公共财政支出累计同比上升 2.3%，继续保持缓慢回升，但单月增速有所下降。其中，教育支出、科学技术支出、文化旅游体育与传媒支出、社会保障和就业支出、卫生健康支出同比累计分别上升 5.2%、0.8%，3.3%，2.4%，2.3%，而节能环保支出、城乡社区支出、农林水支出和交通运输支出则出现了下降，同比累计分别下降 8.3%，1.2%，4.5%与 4.3%。

地方政府债务规模继续增长。截至 10 月 20 日，地方政府债券余额 28.87 万亿元，同比增长 13.65%；城投债余额 12.55 万亿元，同比增长 16.68%；地方政府债券形式的显性债务合计 41.42 万亿元，同比增长 14.52%。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（93.9%）、贵州（81.0%）、天津（80.8%）、新疆（64.0%）、甘肃（59.9%）、吉林（58.77%）等。共计 12 个省份的负债率超过 50%，比去年同期增

加 5 个。各省负债率比上年平均增加 5.4 个百分点。余额规模超 1.5 万亿元的债务大省比上年新增 3 个，包括江苏（4.46 万亿元）、浙江（3.10 万亿元）、山东（2.77 万亿元）、广东（2.25 万亿元）、四川（2.23 万亿元）、湖南（1.98 万亿元）、湖北（1.70 万亿元）、河南（1.58 万亿元）和安徽（1.57 万亿元）。

2021 年财政政策更加强调提质增效，要求降低政府杠杆率，地方债额度下达较晚，没有设定明确的进度目标，全年债券发行节奏有所放缓。截至 10 月 20 日，共发行地方政府债券 1562 支，累计发行总额 5.84 万亿元，2020 年同期分别为 1783 支和 6.12 万亿元，发行总额小幅减少（-4.54%）。其中一季度仅发行 8951 亿元，二季度和三季度发行比较密集，分别达到 2.45 万亿元和 2.27 万亿元。发行债券中，再融资债券 2.64 万亿元，年内到期的地方政府债券还有 2100 亿元需要在年底前继续融资。新增债券 3.19 万亿元，其中一般债券 6948.23 亿元，专项债券 2.48 万亿元，专项债占比仍然较高，但发行进度仅 68%，还有近 1.2 万亿元专项债券需在 11 月底前完成发行。

随着债务存量不断攀升，地方财政负担越来越沉重，前三季度公共财政债务付息支出已达 7661 亿元，同比增长 4.2%，预计全年该项支出将超过 1 万亿元。2021 至 2026 这五年，存量债务进入到期高峰，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 5.82 万亿元，2023 年和 2024 年均达到 5.6 万亿元。未来债务还本付息压力仍将不断累积，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，并非长久解决之道，一旦地方经济和财政收入增速下滑，无法匹配债务负担的增速，政府债务风险就会迅速积累。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，增强风险防范意识，放弃靠举债解决财政危机的冲动，适度举债，合理安排财政资金，回到可持续发展的正路上来，通过加快改革步伐充分释放经济潜力，竭力开源节流，在改革中求发展，谋求经济的长期健康增长。

（八）数字人民币和人民币国际化

中国数字人民币 DC/EP 系统及多边央行数字货币桥（mBridge）的测试正稳步有序地进行中，进度保持在世界前列。这将对提升金融服务普惠水平、提高人民币国际竞争力起到重要作用。

（1）数字人民币和普惠金融

2021年7月16日，人民银行《中国数字人民币的研发进展白皮书》，从研发背景、定义和目标愿景、设计框架、央行数字货币的可能影响与数字人民币体系的应对策略、工作进展等五个方面对中国数字人民币的研发进展进行了概括。这是中国首次面向国内和全球披露数字人民币研发情况，明确了数字人民币不计付利息、可控匿名等特点，与项目组之前的报告相一致。除此之外，数字人民币具有可编程性，通过加载不影响功能的智能合约实现可编程性，可根据交易双方商定的条件、规则进行自动支付交易，促进业务模式创新。也就是说，未来数字人民币通过加载智能合约，其灵活性可以适用于多种环境和关系，比如定向用途、定向人群、定向场景等。可以预想在未来，运营机构可以利用智能合约技术，在发放法定数字货币贷款时为用户信息绑定指定商户可用的法定数字货币，从而实现专款专用，精准扶贫的普惠金融目的。

为进一步降低公众获得金融服务的门槛，保持对广泛群体和各种场景的法定货币供应。数字人民币兼具账户和价值特征，不依赖银行账户即可实现价值转移，并支持离线交易，具有“支付即结算”特性。且采用可变面额设计，以加密币串形式实现价值转移。没有银行账户的社会公众可通过数字人民币钱包享受基础金融服务，短期来华的境外居民可在不开立中国内地银行账户情况下开立数字人民币钱包，满足在华日常支付需求。

对于国内外一直关注的零售型央行数字货币可能对货币体系、货币政策、金融市场、金融稳定等方面的影响，比如可能导致金融脱媒，在危机时可能会加剧商业银行挤兑问题等，进行了相关设计以降低负面影响。第一，数字人民币坚持M0定位，不计付利息，以降低与银行存款的竞争。并且保证只要存在对实物人民币的需求，人民银行就不会停止实物人民币供应或以行政命令对其进行替换。第二，人民银行也适当设置制度摩擦，防范银行挤兑快速蔓延。提出了数字人民币分级分类设计，分别设置交易金额和钱包余额上限。第三，人民银行还为数字人民币建立大数据分析及风险监测预警框架，以提高数字人民币管理的预见性、精准性和有效性。

目前在支付领域还存在着“数字鸿沟”。在一些偏远山区、宽带网络基础设施较弱的地方，一些人群难以享受到数字金融科技带来的好处。智能终端的使用门槛造成不同群体从数字金融服务中获益的能力有所分化，对于有障碍人群，单纯依赖数字技术的普惠服务难以实现便利和高效。因此，一些中小银行、微型金融机构由于自身的科技实力较弱，数字化转型困难，难以与大型机构竞争，被迫退出市场。而数字人民币是人民银

行为国内零售支付市场提供的公共产品，其初心就是推动金融普惠的发展。在数字人民币的试点过程中，一直努力落实金融普惠的理念。这能对缓解国内收入和财富不平等、实现第三次再分配等起到重要作用。

此外，针对当前中国经济面临的中小微企业资金紧张、贷款难等问题，数字人民币也给出一个很好的解决思路。它建立了一种可能的渠道，绕过金融中介，在经济严重衰退的时候给个人和急需贷款的企业提供资助。这种新的数字化技术可以帮助央行和政府调节经济，将货币投放转化为实际投资。除此之外，数字人民币还可以提供固定用途贷款，如扶贫贷款。按照政策规定，扶贫小额信贷要坚持户借、户用、户还，精准用于贫困户发展生产、经营，不得用于非生产性支出。但目前多数资金用途的事后追踪是由人员进行现场调查，没有系统性的方法实现固定用途贷款的资金用途限制。而数字人民币即可为解决这一问题提供思路，具体可参考中钞区块链技术研究院的一项名为“数字货币贷款发放的方法、装置、设备及存储介质”的专利。

国际方面，世界各主要经济体均加快对央行数字货币的研发和讨论。7月14日，欧洲中央银行宣布启动数字欧元项目并展开相关调查研究。调查研究为期2年，是数字欧元项目的初始阶段，旨在解决数字欧元的设计和发行等关键问题。紧随其后，美国方面鲍威尔表示，美联储将在“不久的将来”发表一篇关于央行数字货币的官方报告。10月13日，G7国家财长与央行行长在华盛顿举行会议。本次会议达成了关于央行数字货币的13项公共政策原则的共识。共识提出，在设计和提供央行数字货币时，应考虑到诸如金融稳定性、运营的弹性、网络安全、能源效率、包容性、隐私和打击非法融资等一系列重要问题。可见，在央行数字货币领域，各国已正式进入多边合作与竞争阶段。

（2）多边央行数字货币桥项目

为应对地区间数字货币支付系统竞争，以及未来可能的主权数字货币跨境交互，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”（mBridge）项目。mBridge的前身是香港和泰国央行合作的Inthanon-LionRock项目。该项目通过测试交易隐私、外汇匹配、监控和合规等关键功能，首次证明了两个司法管辖区之间通用央行数字货币平台的可行性，

mBridge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”到同一个基于分布

式账本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。这就使得同一分布式账本技术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。

今年9月28日，国际清算银行（香港）创新中心联合中国人民银行数字货币研究所、香港金融管理局、泰国央行以及阿联酋央行，联合发布了 mBridge 项目第一阶段报告。报告表示，应用央行数字货币和分布式账本技术的多边央行数字货币模式有助于实现更快速、更便宜和更安全的跨境支付和结算。在 mBridge 的公共平台中，多种官方数字货币结算的通用原型平台能够在几秒钟内完成国际转账和外汇操作，而不是使用现有的 SWIFT 商业银行网络。由此将节约近一半成本，与传统代理行模式相比实现了跨越式改进。

报告还表示，mBridge 未来将继续探索现有平台的局限性，涉及流动性管理和分布式账本技术处理大交易量时的可伸缩性和性能等。此外，项目传导还将包含政策需求和措施，以确保对特定于管辖权的法规的遵从，以及测试和调查适当的治理模型。预计下一阶段，该项目将在安全可控的环境下鼓励与商业银行和其他市场参与者进行试验。

报告中特别指出，mBridge 是香港金管局“金融科技 2025”策略中一项重要措施。目的是加强央行数字货币的研究，令香港能就央行数字货币的未来发展作好充分准备。中国人民银行表示，mBridge 项目将进一步构建有利环境，让更多亚洲及其他地区的央行共同研究提升金融基础设施的跨境支付能力，以解决跨境支付中的效率低、成本高及透明度低等难题。根据研究成果，各参与方将评估 mBridge 在跨境资金调拨、国际贸易结算及外汇交易中应用的可行性。

总而言之，中国人民银行利用自身在数字货币领域的先发优势，不断加大跨境合作、获取国际认可，为未来的人民币国际化做充分准备，这与项目组在之前报告中的大力倡议不谋而合。

（九）第三次分配对收入不平等调节能力需要谨慎对待

我国基尼系数高，收入两级分化严重。我国基尼系数长期高于 0.45，94 个国家地区

的基尼系数对比中，我国在 2000 年和 2015 年的排名分别位于第 72 位与第 78 位，排名位于大部分欧美国家和亚洲国家之后，处于中间偏后的位置。2015 年我国收入前 1% 人群与后 50% 人群收入占比分别为 0.14 与 0.143，两个收入人群收入比值为 0.97，低于同期美国的 1.43，高于德国的 0.71。

通过三次分配改变收入份额是我国实现共同富裕的重要路径。其中初次分配指市场主体通过市场提供生产要素取得的收入；再分配指国家通过税收政策对各收入主体初次分配的收入进行再分配；第三次分配指社会主体在道德、文化、习惯等影响下，通过民间捐赠、慈善事业、志愿行动等方式济困扶贫的行为。

在初次分配上，我国劳动收入份额相对较低。根据 Our World in Data 的数据，我国 2004 年劳动收入占 GDP 的比重为 49.9%，在 209 个国家中排名 87；2017 年劳动收入占比 51.3%，排名 73；2004 年到 2017 年平均劳动占比 49.5%，排名 85。我国劳动收入占比在世界范围内处于中间偏上的位置，高于非洲和部分亚洲国家，低于欧美国家和世界平均。再分配能有效调节收入不平等。世界各国税前基尼系数均高于其同一时期税后基尼系数，爱尔兰改变幅度最大为 26%，墨西哥最小为 2%。在各个国家和地区中，欧洲各国的税收调节能力最强，亚洲和北美各国的则相对较小。

第三次分配对收入不平等的调节能力需要谨慎对待。中德美三国对比，美国高额的慈善金额并没有对其收入不平等的改善产生显著效应。根据世界银行数据，美国和德国在劳动收入、税收占比上的差距并不明显，中国在劳动收入占比上相对较低。德国个人捐款额对 GDP 的平均占比为 0.16%，中国的总捐款额平均占比为 0.10%，而美国的个人捐款额平均占到了 GDP 的 1.4%，远高于中德两国。但德国不平等状况优于中美两国，德国基尼系数长期处于 0.33 以下，而 2016 年美国基尼系数为 0.48，中国为 0.465。据此我们无法得出慈善捐款总额占比的提高对不平等状况的改善有显著效应。印度尼西亚慈善事业的发展与其收入不平等程度的改善之间同样没有强相关性。自 2013 年起，印度尼西亚在 CAF（国际慈善援助基金会）评测中慈善指数呈现上升趋势。2019 年全球 126 个国家进行慈善指数排名，印度尼西亚首次进入前十，排名第十。在此榜单里，CAF 分别从“帮助陌生人”、“捐赠”、“志愿时长”三个角度对各个国家进行评分，其中印度尼西亚在捐赠项的排名达到了第六名。美国在该榜单总排名为第一，捐赠排名为第十一。同一时间印度尼西亚的收入不平等情况并没有明显改善，其 2017 年前 1% 与后 50% 收入份额分别为 10.86%、16.38%，与 2011 年的 10.97%、16.86% 基本持平。

（十）实施“双减”时机合理，教育主阵地回迁学校是关键

近期出台的“双减”措施通过严格控制义务教育阶段学生的作业量和作业形式、禁止学科类培训机构资本化运作、严肃查处教师校外有偿补课行为、要求学校开设课后服务减轻学生的教育负担和家长焦虑情绪。课题组认为“双减”实施时机合理，强化学校教育主阵地作用是关键。

（1）从学生的身心发展来看，“双减”实施确实迫在眉睫。

青少年心理健康水平有待改善。根据《中国国民心理健康发展报告（2019~2020）》的调查，2020年我国青少年的抑郁检出率为24.6%，与2009年相当，但大幅高于美国抑郁检出率最高的俄勒冈州的14.6%⁵。其中，受检者有轻度抑郁的占比17.2%，重度抑郁的占比7.4%，且受检者抑郁水平随着年级升高而提高，初中阶段为发病高峰。

青少年健康状况正在恶化。据《中国国民心理健康发展报告（2019~2020）》，对比2009年，2020年各学段青少年的睡眠时长均有下降，小学和初中阶段青少年上学日平均睡眠时长均减少40分钟以上。据《中国儿童近视状况研究》研究，2018年我国儿童整体近视比例为53.6%，其中小学生近视比例为36%，初中生为71.6%，远高于美国中小學生10%的近视率。学生作业负担较重，户外活动时间不足。《中国儿童发展报告（2019）》的研究发现，小学阶段14.5%学生作业用时在2.5小时及以上，初中这一占比达到31.4%，其中有15.7%学生的作业用时在3小时以上；61.8%小学生锻炼身体用时在0.5小时以下，初中生这一比例为75.4%。据此，课题组认为实施“双减”政策迫在眉睫。

（2）“双减”执行初见成效，但仍难以缓解家庭对课外教育的较强需求

“双减”实施一个月以来，实现了对全国各省市的覆盖，大部分家长的焦虑情况有所缓解，但课外培训需求依然旺盛。

教育部9月23日发布会指出，全国98.2%的学校出台了作业管理办法，92.1%的学校建立了校内作业公示制度，64.3%的学校的学生能在规定时间内完成作业。基础教育“双减”工作监测平台通过网络问卷调查发现，99.6%的学生家长反映本学期老师没有给家长布置作业或要求家长批改作业。全国有10.8万所义务教育学校（不含寄宿制学校和村小学）已填报课后服务信息，其中96.3%的学校提供了课后服务，85%学生参加了

⁵ 数据来源：英国《每日邮报》。

课后服务。“双减”政策基本覆盖全国。

“双减”实施一个月以来，大部分家长的焦虑情况得到缓解。据共青团中央宣传部和中国青年报社社会调查中心八月份的调查，72.7%受访家长表示教育焦虑有所缓解，其中中等收入家长的焦虑缓解程度最高，达到74.3%。

但课外教育需求依然旺盛。据国家统计局广东调查总队八月专题调研，仍有24.0%的受访家长表示会继续参加校外学科类培训。其中51.4%的家长表示要继续参加补课是为了扩展孩子知识面，44.1%的家长希望可以通过培训辅导让孩子赶上大多数同龄人。希望继续补课的家长中，选择给孩子购买线上学科辅导课程的占44.6%；参加校外培训机构的课后学科培训的占34.7%，聘请1对1家教有17.5%；而让孩子和同学拼班请名师辅导的则占到了16.4%。

（3）韩国经验与“双减”展望

韩国自1980年开始治理课外教育。1980年，韩国出台《7.30教育改革》以限制过热的课外补习。据《韩国日报》，当时有70%初中生参与课外补习，其中患有身体或精神疾病的学生比例达27%，初高中升学压力巨大。该改革法案直接否认了课外补习的合法性，禁止私人机构兴办教育。但法案没有取得预期的效果，课外补习在韩国依旧盛行。现有文献⁶发现韩国的补习学院数量从1980年的381所增加到2000年的14013所，参与的学生人数则从11.8万人增加到2000年的13.88万人。该法案在韩国民众的抵制下于2000年宣布废除。

进入21世纪，韩国改革更侧重于教育质量方面的提升，把课外教育纳入学校教育系统之中。为此采取了以下措施：构建网络学习平台；提供不同类别的补充性课程；提供课外学校服务。新世纪的补偿政策对课外教育的治理达到了更好的效果。据韩国统计厅2010年的私立教育报告，2007到2010年，学生补习的总体参与率分别为77%、75.1%、75%和73.6%，初步呈现下降趋势。

由此可以看出，仅取缔课外培训无法有效降低负担，学校教育系统的发展才能降低对课外教育的强烈需求。因此，课题组认为：（1）坚持把教育的主阵地迁回学校，提高学校的教学质量，将补课机构提供的教育资源内化到学校的教育中，保证所有家庭都有机会获得高质量的、平等的教育资源。（2）提高学校的课后服务质量。学校要充分利用

⁶ 周霖, & 周常稳. (2017). 韩国影子教育治理政策的演变及其启示. 外国教育研究, 044(005), 66-76.

双减带来的额外课后时间，提供丰富多彩的服务内容，为学生提供学习和发展空间，帮助学生实现身体和心理的全面健康发展。（3）大力推动线上教学的发展。丰富的线上教学资源不仅可以帮助学生学习，也助于减轻家长经济负担。（4）推进教育体制改革，继续大力发展素质教育，让学生和家长树立“终身学习”的理念，进一步改变唯分数论的社会观念，这对于促进学生全面发展、缓解家长焦虑、改善补课需求都将有不小的帮助。

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）调控政策效果显现，家庭部门债务增速放缓

家庭金融配置方面，2021年第三季度家庭部门债务继续攀升，但无论是从环比还是同比来看，增速均出现明显下降。无论是短期贷款新增额还是中长期贷款新增额，从2021年第二季度开始，同比增速均变为负值，且负增长幅度越来越大。具体而言，三季度居民户新增人民币贷款总额1.77万亿元，低于过去四年的同期水平，与2016年同期持平。新增人民币中长期贷款1.29万亿元，环比下降11%，同比下降28%，成为自去年一季度以来的最低单季增量。其中，7月同比下降35%，8月同比下降24%，9月同比下降27%。三季度居民户新增人民币短期贷款4800亿元，环比下降15%，同比下降38%。其中，7月新增人民币短期贷款罕见地暴跌至85亿元，同比下降94%。8月同比下降47%，9月同比下降5%。

受新增贷款增速放缓的影响，家庭债务累积额的增速也在下降。从2021年3月开始，无论是短期贷款，还是中长期贷款，债务存量增速就呈现下降趋势。家庭部门的债务存量方面，截止到2021年9月，家庭部门共积累了17.10万亿元左右的短期贷款，52.43万亿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。在家庭债务增速同比下降的同时，家庭存款增速也同比下降。2021年7月，家庭部门存款减少1.36万亿，8月新增0.33万亿，9月继续新增2.07万亿。整个三季度，家庭部门新增存款1.04万亿元，比去年同期减少了5800亿元。受家庭部门债务增速放缓和经济复苏影响，家庭部门杠杆率（家庭债务占GDP的比重）从2021年以来已经连续两个季

度下降。

家庭部门的债务累积虽被迫降速，家庭部门的存款速度降的更快。家庭部门银行存款余额增速已经由年初2月的13.8%下降至9月的10.6%。受住户存款增速放缓的影响，自2021年2月以来，家庭部门贷款存款比例继续攀升，且区域异质性加剧。课题组认为，家庭部门存款增速下降有两点值得注意，一是家庭存款增速的下降并未体现为消费，这从三季度的消费数据不及预期可以体现；二是家庭存款增速与经济发展程度正相关，利用分省数据，课题组发现越是经济增速缓慢的地区家庭部门存款增速越低。这就说明家庭部门存款增速下降可能是被动的，并不是预防性储蓄动机下降导致。

那么该如何理解今年以来家庭债务与存款增速双双下降呢，课题组认为，这主要是房地产调控效果在二手房市场显现的结果。今年二季度以来，中央政府继续加码对房地产行业的管控政策。叠加恒大债务违约事件不断发酵对市场造成的负面冲击，房地产市场出现了明显的降温。由于商业银行分配给新房和二手房相关的信贷额度被严格限制，我国的房地产行业素有“金九银十”的说法，但是今年九月却较为惨淡。今年九月30个大中城市商品房成交面积同比下降27.1%。这直接限制了家庭债务的扩张。

利用城市二手房出售挂牌量信息，课题组进一步检验了调控政策对存款和贷款的影响。首先，课题组构造了省级2021年二手房交易指数，即2021年的二手房交易量与2020年的交易量之比，这一指标越低，表明今年二手房市场越惨淡，说明调控政策的效果越明显。课题组发现，这一指标不仅与2021年至今的家庭存款增速正相关，也与家庭债务增速正相关。从经济学上来说，如果家庭A要买100万的住房，首付30万，那么如果其购买新房，则债务增加70万，存款减少30万，但如果家庭A购买的是家庭B的二手房，则家庭B会增加100万的现金，在这种情况下，债务增加70万，存款增加100万。而目前的情形显然与二手房市场受到冻结的逻辑更一致。

但是，房地产的调控政策可持续承受的压力越来越大，到十月初，已经有少数非热点城市在管控力度上做出边际放松，但课题组认为“房住不炒”的基调不会发生根本性的转向。在背负巨额债务，且存款增速日益下降的当下，家庭部门的现金流成为国内大循环实现的制约因素。

（二）房价涨幅回落，需继续坚持调控确保市场健康运行

2021年前三季度，全国房地产政策分化开始扩大，一线、二线城市调控力度依然较

大，而部分三、四线城市开始发布“限跌令”，但“稳房价、稳地价、稳预期”的大调控背景，有效防止了房价大幅波动，从近期 70 城市房价指数当月同比走势来看，房价近期增速有所下滑，确保了房地产市场的健康运行。

新建住宅市场持续降温。前三季度，新建住宅价格累计涨幅较去年同期收窄 0.05 个百分点至 2.41%，其中三季度价格累计上涨 0.70%，较二季度收窄 0.22 个百分点，较去年同期收窄 0.48 个百分点。分梯队来看，各城市新建住宅价格累计涨幅较二季度及去年同期均有收窄。其中，一线城市新建住宅价格累计上涨 2.58%，涨幅较去年同期收窄 0.26 个百分点，居各梯队城市首位。分城市群来看，各主要城市群三季度价格涨幅较二季度及去年同期均有收窄。其中，长三角区域前三季度价格累计上涨 2.90%，较去年同期收窄 1.24 个百分点。

二手房住宅价格方面，2021 年 9 月，70 个大中城市二手房住宅价格环比总体呈略降态势，同比涨幅持续回落。在环比方面，一线城市二手住宅销售价格环比由上月上涨 0.2% 转为下降 0.4%。其中，北京、上海和广州环比分别由上月上涨 0.4%、0.2% 和 0.5% 转为下降 0.2%、0.6% 和 0.4%；深圳下降 0.5%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。在同比方面，一线城市二手住宅销售价格同比 7.7%，涨幅比上月回落 1.4 个百分点，二线城市二手住宅销售价格同比上涨 3.0%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。三线城市二手住宅销售价格同比上涨 1.4%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点。

房地产行业是国民经济的重要组成部分，房价与居民生活息息相关。受恒大事件的冲击，购房者担忧买到烂尾楼，促使房价出现明显下调。大环境上看，今年以来全国房地产调控政策呈现收紧态势，各地区、各部门坚持房住不炒，持续稳地价、稳房价、稳预期，有效防范化解了潜在风险。总体来说，随着多主体供应、多渠道保障，购租并举住房制度不断完善，市场主体趋于理性，预期房地产市场将继续保持平稳发展。

（三）新冠肺炎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。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。2021 年上半年，美国实际 GDP 环比数据显示经济回暖迹象。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 月份的制造业 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。之后 PMI 一直维持高位，九月份制造业 PMI 达到 60.1。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 1 季度延续了 2020 年 4 月以来的劳动力市场回暖态势，尤其是 9 月的失业率已降至 4.8% 的最低点。美联储 9 月 FOMC 会议释放偏鹰的政策信号，市场预期美联储提前在 2022 年年中结束缩减债券购买，加息时点可能提前至 2022 年底以前。

欧洲和日本复苏前景不乐观。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三重不利条件影响下，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。欧元区失业率 9 月份为 7.5%，依然处于高位。

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，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，9 月份已经高达 7.4%。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。南非 2021 年以来通货膨胀年率控制已经达到 5.07%，且高达 34% 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，2021 年年第三季度 GDP 同比增速已经达到 20.13%。

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、从需求侧、供给侧和国际侧推动中国经济高质量发展

从 2021 年前三季度的表现来看，中国经济恢复的基础也尚不牢固，经济实现平稳运行仍面临不少显性和潜在风险点。尤其是家庭部门债务继续攀升；一些大型房地产企业出现债务违约；地方政府债务呈现出规模增加和期限延长的新特点，鉴于地方政府与其他部门之间紧密的政治关联关系和复杂的债务债权关系，需警惕地方政府部门独立的债务偿还风险外溢蔓延为银行风险。这些需要从财政政策、货币政策、宏观审慎政策、产业政策等系列政策综合治理、辩证施策，尤其是要防范化解系统性金融风险。

从中长期看，中国经济高质量发展主要面临三方面挑战：一是内需的提振面临诸多难题，包括资本报酬边际收益递减而带来的投资下滑，中等收入群体扩大乏力及家庭部门杠杆率攀升带来的消费不足；二是供给侧的结构性失衡和供给质量水平的不充分，仍处于产业链和价值链的中低端部分，一些关键核心技术受制于人；三是国际大循环面临新冠疫情和地缘政治因素的双重干扰，使得中国供应链出现脱节、断裂现象，外部需求波动显著。这些问题的解决，需要通过加大需求侧改革和壮大中等收入群体，继续深化供给侧结构性改革和推动创新驱动转型，以及借助国际侧的更高水平的对外开放来实现。

第一，基于政府、市场与社会三位一体综合治理，促进共同富裕，壮大中产阶层，带动内部消费、投资需求良性循环。作为一个拥有 14 亿多人口的世界大国，中国具有超大规模的市场优势和庞大的消费潜力。根据国家统计局的数据，目前中国的中等收入

群体已超过 4 亿人，由 1.4 亿个年收入在 10 万元至 50 万元之间的家庭构成，他们在购车、购房、旅游、医疗、科技、教育、养老等方面拥有巨大消费潜力。如果通过综合治理实现中等收入群体倍增，不断逼近共同富裕的目标，中国的内部需求将进一步放大。

共同富裕需要发挥市场、政府和社会的不同作用。市场是配置资源的基本渠道和激励机制，必须尽可能地通过完善市场体系来改善初次分配格局，发展经济，将“蛋糕”做大，这是共同富裕的基础，所以还是要首先注重效率原则。然而，仅靠市场不能实现共同富裕，还需政府的适当作用。市场不仅是效率的代名词，它通过和政府的共同作用也可以实现共同富裕的目标。政府的作用不仅在于以公平为宗旨进行二次分配，更重要的还在于为所有公民参与市场活动保障起点平等、过程公平。

政府应通过基本普及十二年义务教育，适当降低劳务所得最高边际税率，研究推出房产税、遗产税、赠与税等，为大众创造一个尽可能公平竞争的起点，然后让市场去运作，我们就可能近似达到既公平也有效率的资源配置，并壮大中等收入群体。这些通过政府保障起点平等，通过市场效率达到共同富裕的制度性安排才是至关重要的。然而，个体能力的差异以及经济活动中无处不在的不确定性，也会导致收益结果的不同，因而还需要建立捐赠机制，积极参与社会公益和慈善的社会规范，通过这样的第三次分配来进一步促进共同富裕。

第二，面向科技前沿深化供给侧结构性改革，更好发挥市场和民企在提升全要素生产率方面的作用，增强创新驱动动力。全要素生产率本质上是一种资源配置效率，产业优化、企业竞争、技术创新带来的资源重新配置可提高经济的全要素生产率。以提高全要素生产率推动中国经济高质量发展，关键在于正确处理好政府和市场的关系，完善有利于优化市场资源配置，尤其是有利于促进民营企业发展的制度环境和体制机制。相对于国有企业而言而言，民营企业在政府补助与政策倾斜方面并不占优，更有利于促进民营企业通过创新-垄断-竞争的循环迭代来实现全要素生产率的提升，从而市场竞争所带来的正向选择机制也更为明显。

向创新驱动的转型是中国经济在新阶段实现可持续增长、高质量发展和跨越中等收入陷阱的必由之路。美国针对中国所制定的种种技术封锁清单，恰恰也为我国高科技发展的突破指明了方向。并且，在第四次工业革命和数字经济发展方面，中国的起点并没有落后太多，乃至在一些领域还具备不对称优势。要引导中国企业尤其是民营企业抓住海外数字基础设施领域的市场机遇，在全球范围内投资陆海光缆、宽带网络、卫星通信、

大数据和云计算等新基建资产，参与构建数字经济领域的全球供应链和产业链，不断形成国家发展新的核心竞争优势。

从驱动转型的路径来看，对于新时代中国的高科技创新发展，既要立足自身优势基础和自力更生，集聚和培养高端科创人才，加强基础科学研究，突破关键核心技术，着力推动以质量和效益为核心的创新战略，实现国家科技自主创新实力的持续稳步增强，也要进一步面向世界科技前沿，推进实施开放创新战略，持续扩大国际科技交流与合作，尤其是要依托民营企业在海外设立更多的研发中心、科创平台、孵化基地，为我国科技创新发展赢得更多的国际理解、拓展更多的合作渠道、积累更多的技术储备。

第三，积极开展高水平自由贸易与投资协定谈判，参与国际经贸规则重新制定，以合纵连横促进中美经贸关系稳定化。中国在稳定和开拓美国市场的同时，要积极开拓美国以外的市场，东盟、欧盟的市场规模也颇可观，已成为中国第一和第二大贸易伙伴。尤其是 2020 年底以东盟对外达成的 5 个“10+1”（东盟+1）自由贸易协定为基础进行整合而成的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）的成功签署，为新时期中国对外贸易的开拓开了个好头。同时，中国递交了加入 CPTPP 的申请，可以加入 CPTPP 谈判为契机推动制度性开放和全球经济治理改革。其中，日本、澳大利亚、新西兰等 RCEP 和 CPTPP 双重成员国，均与美国有较大的双边经济自由度，可为抵消美国的贸易保护主义、提升供应链韧性打入楔子，倒逼中美经贸关系稳定化。

在此过程中，中国要实质参与并影响国际经贸规则制定和全球经济治理，需要强有力的谈判专家团队以及研究支持和技术支持，但目前我国在这方面的人才、知识和技术储备还远远不足，对国际经贸规则的跟踪研究还存在很大缺口，导致在一些规则制定中无法辨析我国的国家利益究竟在哪里，行业协会和企业等市场主体的参与也很少。为此，中国应广泛调动行业协会和企业的积极性，让规则的使用者主动参与到规则的制定中去，同时加大对相关领域智库平台和国际组织人才培养项目的支持引导，向国际组织输送更多来自中国的工作人员和管理人员，以更好地找准世界需求，发出中国声音，讲好中国故事，赢得更多的尊重和理解。

附：项目组架构图

