

No. 2109

研究报告



新格局、新动力：十四五时期 中国经济和资本市场解析

钟正生



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

<http://www.imi.org.cn/>

國際貨幣網

1937

新格局、新动力： 十四五时期中国经济和资本市场解析

钟正生¹

一、中国经济形势新变化

1. 中国率先完成疫后经济复苏

全球疫情蔓延之下，2020年中国经济率先实现V型反弹，实际GDP增长2.3%，远超IMF对全球GDP增速-3.5%的预测。比较IMF在2020年1月对全球经济增长的预测和一年后在2021年1月的预测，到2022年全球主要地区仍无法完全抚平疫情的影响，但中国和政策刺激力度最大的美国可收复大部分损失。

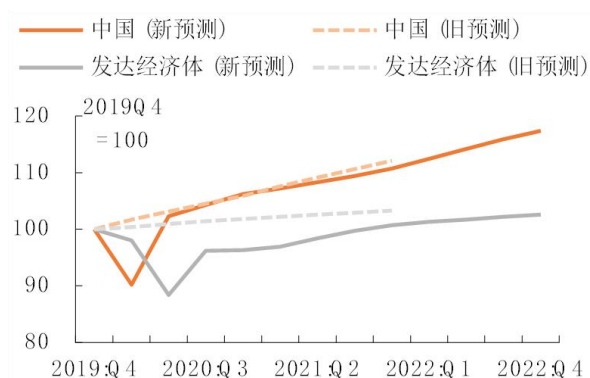


图1 中国已率先完成经济基本修复（资料来源：Wind，平安证券研究所，下同）

¹ 钟正生，平安证券首席经济学家、研究所所长



图2 到2022年全球经济仍无法完全抚平疫情影响

2. 上半年中国经济继续受到出口的拉动

欧美国家率先普及疫苗，美国经济已经入加速修复期，欧盟预计将在二、三季度跟进。发达经济体经济复苏将继续支撑中国出口。2020年中国所提升的出口市场份额主要来自其它发展中出口大国，欧美国家疫苗接种和经济复苏领先所带来的“规模效应”大于“替代效应”。考虑到非发达国家（特别是中国以外的亚洲地区）疫苗接种进程的显著落后，预计需等到三季度之后才会看到其它地区抢占中国的出口市场份额。

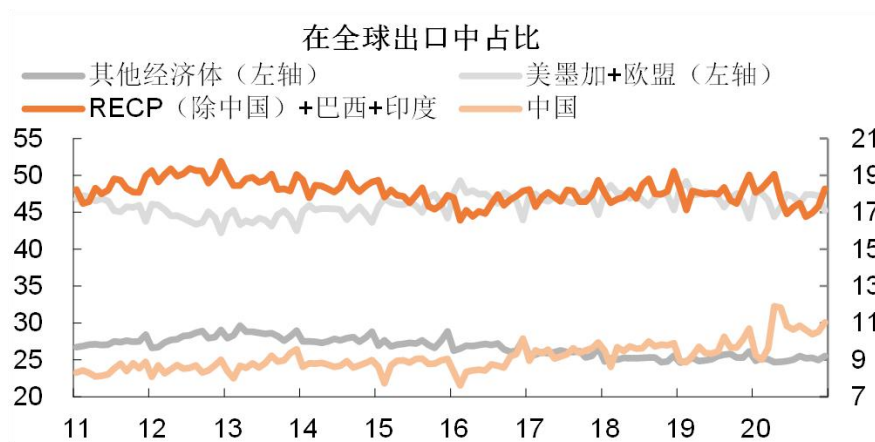


图3 2020年中国出口市占率提升主要是对发展中出口国的替代

基于一定的假设预测 2021 年中国出口增速的形态：

(1) 由于 2020 年发达国家消费受损较少，全球出口到 2021 年底能够基本回补新冠疫情造成的损失。

(2) 考虑欧美新冠疫苗接种和制造业复苏情况，全球出口复苏最快的时间集中在 2021 年第一、二季度，之后动能转弱。

(3) 2021 年中国出口市场份额从 2020 年的 10.7% 逐步回落至 9.6%，考虑到非发达国家新冠疫苗普及进度，下半年回落速度有所加快。

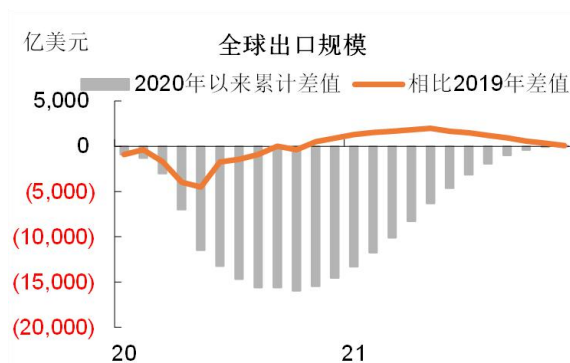


图 4 对 2021 年全球出口总额的数值模拟

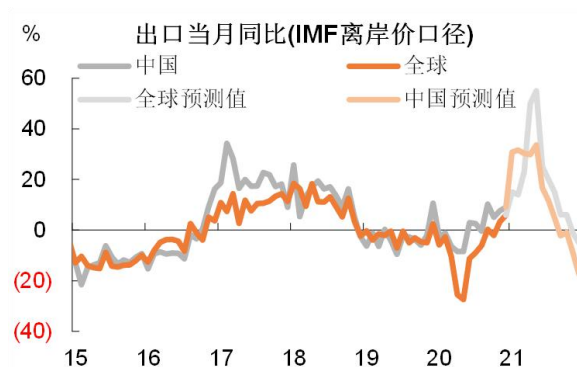


图 5 预计 2021 年 6 月之后中国出口增速快速下滑

在这样一种假设之下，我们预计今年 6 月之后，中国的出口增速会有明显下滑，我们的预测和 IMF 对中国的预测是大体相同的，这是交叉验证。

3. 房地产产业链延续较高景气

在 2020 年房地产销售增长持续加快的情况下，尽管房地产监管进一步趋严，但房地产投资仍然有良好的韧性。2021 年 1-2 月房屋施工面积、竣工面积相比于 2019 年同期呈现较高增速，短期房地产施工仍将支持房地产投资增长，不过需要关注房屋新开工面积增速下降的前瞻意义。2020 年房地产后周期的建筑装潢、家具、家电类消费显著下滑，与房地产销售面积全年 2.6% 的正增长不相匹配，随着房屋竣工面积的增长和疫情影响进一步消退，2021 年房地产相关消费有恢复潜力。

4. 制造业投资的增长动能增强

基于以下原因，制造业投资进一步复苏的空间值得看好。

(1) 中国制造业处于新一轮资本开支周期的起点。纵观历史 3-4 年是资本开支周期，2019 年中国制造业资本开支增速已经处于极低的位置，2020 年新冠疫情暴发，相当于按下暂停键，可以假设，如果没有新冠疫情，中国的制造业开支可能早已触底回升。去年四季度工业产能利用率攀升至高位，进一步加强资本开支启动的逻辑。

(2) 出口高景气有望延续至今年年中，也将给制造业投资带来动力。

(3) 定向政策进一步贯彻，2021 年政府工作报告强调“对先进制造业企业按月全额退还增值税增量留抵税额，提高制造业贷款比重，扩大制造业设备更新和技术改造投资”。2020 年全部新增贷款利，

流向制造业领域贷款是此前五年全部制造业贷款之和，所以政策对贷款支持力度还是非常之大。

5. 消费是中国经济的薄弱环节

中国经济总体上回复势头是比较平稳的，但必须考虑到一些发展不太平衡，不太充分的地方，尤其集中在消费，消费仍然是中国经济薄弱的环节，居民收入增长较疫情之前还有明显的差距。未来一段时间，选择更多消费，更多储蓄还是更多投资的占比？从去年二季度开始，选择更多储蓄占比的比例就已经居高不下，现在很多人把它倾向于认为是预防性的储蓄，预防性的储蓄后期在多长时间会回到常态，决定着未来整个消费扩张的空间。

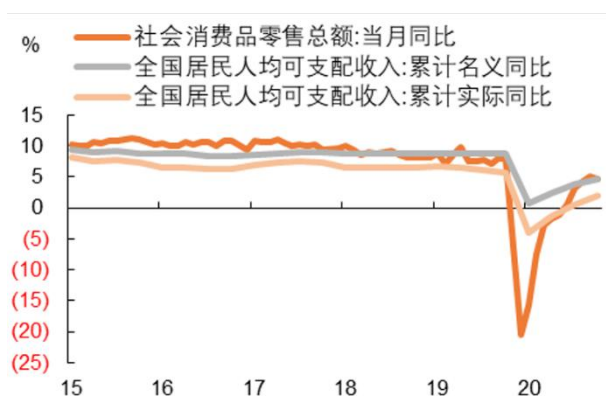


图6 截至2020年四季度，消费相比疫情前仍有显著差距

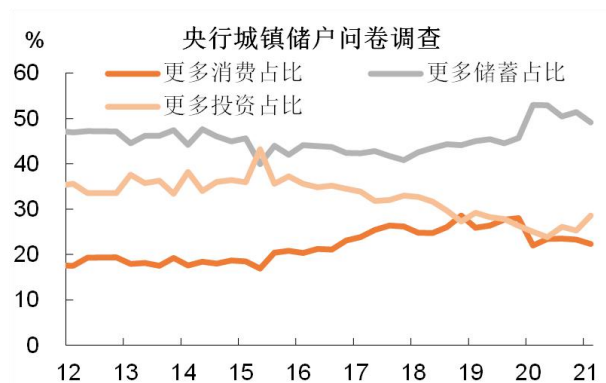


图7 截至2020年四季度，消费相比疫情前仍有显著差距

6. 中国主要面临输入型通胀压力

疫情冲击下中国的刺激政策较为克制，不同于美国大力补贴居民部门，我国主要是支持企业部门，因此后续中国的核心 CPI 的走向可能会温和抬升而不同于美国可能面临的显著抬升。美国提出大规模财政刺激和基建计划，加之大宗商品供给仍因疫情而受损，国际大宗商品价格暴涨。中国供给侧结构性改革持续推进，催化钢铁、煤炭等部分商品价格的上涨。所以，我们会看到中国的通胀里有明显的分化，核心 CPI 从 2018 年开始就持续下滑，但今年近期以来中国的 PPI 工业品价格加速攀升。今年 5 月份 PPI 占比会攀升到 5% 以上。这种工业品价格的上涨对整个供应链影响并不相同，当原材料价格上涨过快可能恶化中下游企业生产经营的风险。PPI 上游原材料价格已经显著超过疫情之前，但下游价格刚刚超过疫情前的水平。从不同企业影响来看，现在大企业的景气非常之好，中小企业的景气非常之弱，因为他们处于供应链或产业链不同层次上。

7. 中国经济增长动能将逐渐触顶

经过四个季度的疫后复苏，中国经济增长从环比意义上已近顶部，下半年季度实际 GDP 或降至 6% 以下。出口对中国工业的拉动主要集中在中游的设备制造行业，而目前中游产成品库存增速已处于较高水平，补库存的空间有限，一旦出口动能弱化，经济的环比拐点可能很快就会随之而来。总结来说，上半年中国经济“云淡风清”，没有什么太多的问题，下半年出口增速如果显著回落，可能会对中国经济带

来很大的扰动。



图 8 预计三、四季度 GDP 增速将降至 6.2%、5.2%

8. 财政货币政策走向正常化

2021 年从中央经济工作会议到“两会”政府工作报告，都延续了社融和 M2 与名义 GDP 相匹配、宏观杠杆率基本稳定的提法。但考虑到基数因素，二季度从社融、M2 增速以及宏观杠杆率的意义，将看到“紧信用”的特征。但只要幅度符合预期就不意味着实质性的货币政策收紧。

预测今年宏观政策将实行“稳信用+严监管”的组合，因为今年是资管新规过渡期最后一年，会对房地产投融资进行更多的管制，也会看到平台反垄断进一步推进，所以，整体上是监管从严的态势。央行的双支柱框架是货币政策加宏观审慎管理，意味着如果监管从严，那么货币应该从稳，这样应该还是比较良好的、比较灵活的一种搭配。再看今年货币政策将更加突出定向发力，今年的政策工作报告也指出，资金更多流向小微企业、个体工商户、新型农业经济主体，对受疫情持续影响行业企业给予定向支持。这里面需要考虑的问题是，2021 年企业还本付息会自然导致信用环境收缩，紧信用更加需要拿捏好力

度。因为去年社融扩张速度很快，所以今年企业财务费用会扩大很快，所以紧信用要把握好节奏和力度。

虽然 2020 年中国做了很多财政纾困政策，但实际预算赤字只占广义预算赤字的不到八成。今年预算赤字怎么安排呢？今年广义预算赤字略高于去年广义实际赤字。从这个角度来说，我们相对去年只少了 1 万亿抗疫特别国债部分，其他各个财政分项领域都没有明显的收缩；而相比 2019 年度，我们的财政政策还是偏积极的。也就是说，财政正常化之路会比我们预期退得更慢，退的程度更低。

2021 年财政预算报告更加关注隐性债务风险。对此的理解：

（1）政府杠杆率降低不太可能指显性政府债务。

（2）2020 年显性政府债务上行大幅加快而隐性债务增速未见放缓。因此，促使政府部门杠杆率下降（或上行斜率放缓）更可能体现在隐性债务层面，隐性债务监管加强的可能性不容小觑，需要关注资本市场信用风险暴露问题。

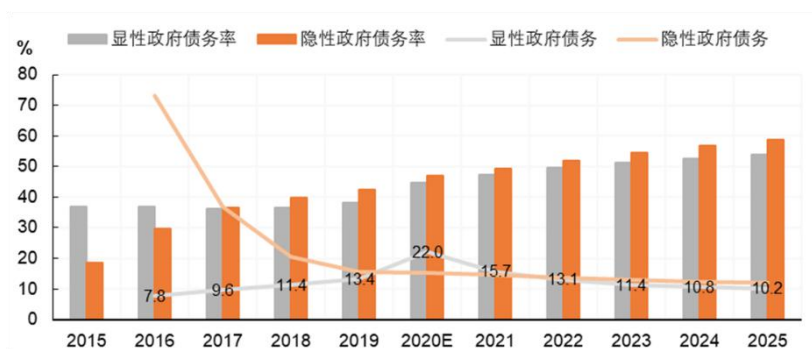


图 9 2021 年实现绝对意义上政府降杠杆难度较大

二、人民币资产长期前景

1. 新兴市场面临“美元回流”压力

拜登上台之后实施积极的防疫与疫苗推广政策，全力推动 1.9 万亿美元经济纾困法案落地，后续有超过 2 万亿美元基建计划，所以美国经济重拾“一枝独秀”前景，美债收益率快速跃升，美元指数反弹势能在增强。这个情况下，很可能出现新兴市场面临美元回流压力。就像 2013 年美联储讨论准备削减美国购债规模时，最终酿成新兴市场资产抛售的浪潮。现在悬在空中的剑没有回落的时候，大家会判断美元回流的压力到底有多大。

(1) 预测本轮美债收益率上行高点在 2.5% 左右，时间预计在 2023 年之前，而下一波上行或在 2021 年下半年。原因如下：①1990 年以来，10-2 年美债收益率期限利差经过三轮周期，每轮周期的高点都在 2.5%-3% 之间。按此幅度，2023 年之前 10 年期美债收益率的上限或在 2.5% 左右。②从实际利率修复的角度考虑，疫情冲击前十年美国实际利率平均在 0.5%，现在美国的实际利率从之前 -1% 的低位回到 -0.5%。如果未来更长时间美债收益率回到过去十年的平均水准，加上 2% 的通胀预期，现在美联储实行平均通胀目标制，自然希望通胀预期锚定平均通胀率 2% 左右，这意味着 10 年美债收益率回到 2.5% 左右。③2021 年是美国经济疫后修复最快的年份；美国财政部一般账户尚有 1.12 万亿美元资金可供 7 月前使用，下半年美债供给或将放量；美国实现群体免疫后，核心 CPI 预计显著提升，美联储或将开

始讨论缩减 QE。现在，美联储基本按兵不动，乐见其成。前段时间美债收益率上升之后现在开始盘整，如果下半年美国实现群体免疫，通胀开始加速攀升，十年美债收益率有可能启动新一轮上行。但今年年底，我们预计可能很难会超过 2% 的位置。

(2) 美债利率上行速度将放缓，对美股“杀估值”的边际影响减弱。发达经济体在疫情前长期保持“低利率、低增长、低通胀”的格局，不太可能仅依靠疫情后的财政货币刺激而彻底改变。预测 2021 年 10 年美债利率高点或在 2% 左右。

(3) 当前美股相对美债的性价比仍高。随着美国经济复苏，若美债上行速度不是太快，美股实质性转熊市的风险较小。

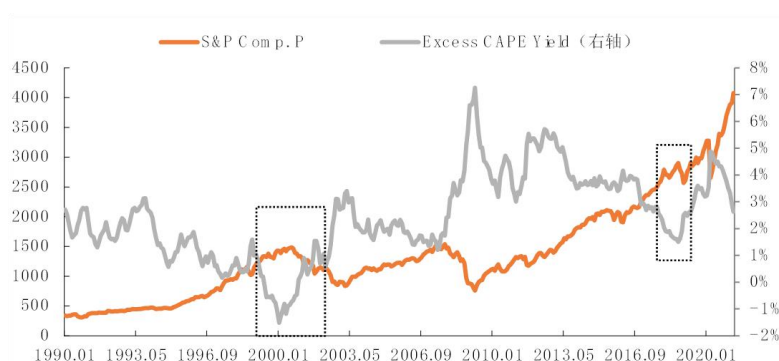


图 10 目前美股性价比仍然良好，但美债若进一步快速上行将对美股构成威胁

(4) 以一年为期，人民币资产可能相较逊色。从货币政策正常化、经济环比动能转弱角度，今年 A 股的收益预期不会太好；中国债券可能随经济增长动能转弱而有所表现，但在货币政策正常化的大背景下，对其空间还需边走边看。最近市场的反应，股票用一个词来概括“震荡”，债券用一个词来概括也是“震荡”，涨也涨不上去，跌也有支撑。



图 11 目前沪深 300 仍有杀估值的压力，债券市场转牛需待经济转弱信号出现之后

A 股龙头股调整尚不充分，处于盈利向上、信用收缩的阶段，我们相对看好低估值的中证 500。行业配置上，目前应该是两个逻辑：1.盈利高增长。不管经济是什么样的状态，行业有很高的景气，有看得见抓得着的景气就很好；2.基本面复苏，加上低估值。。所以，关注碳中和产业链、数字经济、地产后周期、可选消费、金融等板块。

2. 中长期人民币资产仍具吸引力

（1）相比于主要发达经济体，人民币资产的相对收益优势更明显，吸引全球资产主动配置。目前中国与主要国家之间仍然保持着 100bp 以上的利差，在主要发达经济体央行继续施行零利率和量化宽松政策的情况下，未来全球追逐收益的资金只能更多来到中国。

（2）美股在中长期面临调整风险。过去十年的长牛表现下，美股存在高估值问题。2022-2023 年美联储可能加息，美债利率将显著上行并使美股风险承压。加上未来拜登加税政策出台，有概率触发美元资产的大级别调整。中国目前没有明显的股债跷跷板的效应，但美股和 A 股却肯能有明显的跷跷板效应。

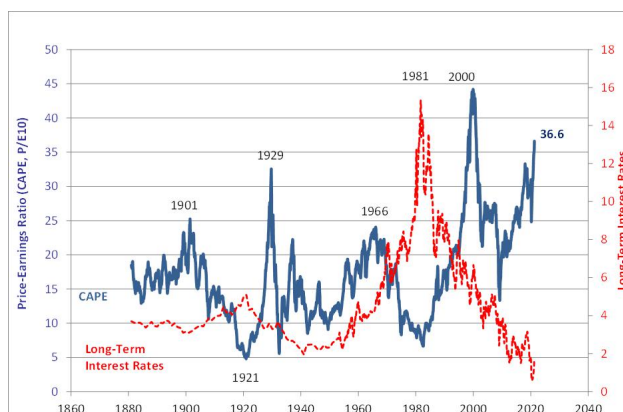


图 12 美股 CAPE 与长期美债利率

(3) 增配人民币资产是良好策略。目前全球资产配置中，对人民币资产明显低配、对美元资产明显超配。随着中美博弈可能走向“持久战”和“消耗战”，中美资产之间的相关性将趋于减弱，势必需要两边均衡配置。国家外管局统计，截至 2019 年底，境外投资者在中国的股票、债券的持有比重在 3%-4% 左右，比 2016 年末外资持有比重几乎翻了一倍。但这个水平不仅明显低于发达国家（譬如美国）——境外投资者直接持有的股票占比为 16%，直接加间接持有的比例达到 40%，也明显低于一些主要的新兴市场国家。全球资产配置来讲，中国是绝对低配，未来人民币资产有很大的增持空间。

不过，说一千道一万，人民币资产有这么良好的收益前景，最终取决于中国高质量发展。要不然股市的发展就成了无本之木，无源之水。

3. “十四五”规划高度重视高质量发展

在“十四五”规划中，提到两个相对增速目标：一是“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”。全员劳动生产率是 2010 年不变

价 GDP 与全部就业人员的比率，考虑到我国进入人口快速老龄化阶段，“十四五”期间就业人员会进一步减少，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”。这体现收入分配层面改善民生、扩大消费的政策导向。2014 年以来，我国居民可支配收入增速要比名义 GDP 增速稳定，2017、2018 年居民可支配收入增速低于名义 GDP 增速。但 2019、2020 年经济下行期，可支配收入下行幅度相对较小。本次政府工作报告在稳定和扩大消费的方式上，首要一条就是“多渠道增加居民收入”。

“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，要防止中国制造业“未富先去”。制造业份额过早下降可能带来不利影响有：（1）影响中长期经济增长。中国第二产业 TFP 增速仍高于第三产业，仍是创新最集中、最活跃的领域。（2）不利于产业结构升级。“过早去工业化”可能造成高端制造业和现代服务业“营养不良”。（3）加剧劳动力市场的结构失衡。去工业化往往首先体现在工业逐渐丧失就业份额上，尤其低技能劳动力会受到不成比例的冲击。



图 13 中国实际工业增加值份额有所回落

4. “十四五”期间高质量发展的政策红利

(1) **激发市场主体活力。**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(允许所有制造业企业参与电力市场化交易，中小企业宽带和专线平均资费再降 10%，取消港口建设费)；破除制约民营企业发展的壁垒，弘扬企业家精神。此外，还强调“金融机构要坚守服务实体经济的本分”。

(2) **创新驱动发展。**中央本级基础研究支出增长 10.6%；延续执行企业研发费用加计扣除 75%政策，将制造业企业加计扣除比例提高到 100%，激励企业创新；对先进制造业企业按月全额退还增值税增量留抵税额，扩大制造业设备更新和技术改造投资；加大 5G 网络和千兆光网建设力度，丰富应用场景。

(3) **全面实施乡村振兴战略。**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；加快发展乡村产业等。

(4) **完善新型城镇化战略。**十四五期间，中国常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，实施城市更新行动；本次政府工作报告将房地产放在了民生部分，在市场房住不炒基础上提出通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加大城市保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房。

(5) **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；在相互尊重基础上，推动中美平等互利经贸关系向前发展。

三、中国资本市场发展方向

证监会主席易会满日前在演讲中指出资本市场在新发展阶段主要的使命担当表现在两个方面：一是**市场化的资源配置功能**，通过股权债权投资融资、并购重组等各种市场化机制安排，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，把各类资金精准高效转化为资本，促进要素向最有潜力的领域协同集聚，提高要素质量和配置效率；二是**激励约束机制**，科技创新除了需要资本支持，更重要的是要充分激发人的积极性创造性，资本市场特有的风险共担、利益共享机制能够有效地解决这个问题，从而加快创新资本形成，促进科技、资本和产业高水平循环，推动产业基础高级化、产业链现代化。当然，中国股市上涨阶段，融资功能肯定发挥得更好，当然我们希望股市在市场化资源配置里发挥更多的作用。最近也谈到市场波动，不管是股票还是债券，现在讨论市场震荡，震荡实际就是波动的同义词。易会满在谈及市场波动时指出，只要没有过度杠杆就不会出大事，关键是要有一个合理的资金结构。从2015年股灾之后，中国的监管部门就高度关注场内场外、境内境外、各类市场主体，坚持看得清、可穿透、管得住，通过一系列措施控制好杠杆资金的规模 and 水平。从融资融券交易余额占A股总成交金额的比重来看，目前A股市场杠杆风险总体可控。

我国注册制改革取得了从2019年科创板试点注册制到2020年创

业板注册制推广的阶段性成果。易会满强调，证监会注册环节对交易所审核质量及发行条件、信息披露的重要方面进行把关并监督。从实践情况看，这些安排行之有效、很有必要。不少中介机构尚未真正具备与注册制相匹配的理念、组织和能力，还在“穿新鞋走老路”。对IPO“带病闯关”的，将严肃处理，决不允许一撤了之。

IPO节奏反映了监管对股市的呵护。谈及IPO排队现象，易会满指出：排队现象是多重因素造成的，总体上反映了中国实体经济的发展活力和资本市场的吸引力在逐步增强。注册制改革后，注册审核周期已经大幅缩短，接近成熟市场。要实现资本市场可持续发展，需要充分考虑投融资的动态积极平衡。只有一二级市场都保持有序稳定，才能逐步形成良好的新股发行生态。

有序推动资本市场制度型对外开放。易会满强调，对于资本正常的跨境流动乐见其成，但热钱大进大出对任何市场的健康发展都是一种伤害，都是要严格管控的。去年3月份，美元融资荒造成全球金融市场的巨震，全球资产都在跌，只有美元在涨。我们总结了一下各个市场，尤其新兴市场资金净流入流出的情况，得出一个结论：新兴市场的股票跌得最惨，而中国的股票跌幅就很窄；新兴市场的债券基本是净流出的，而中国的债券市场基本没有净流出。所以，从冲击结果来看，中国的资本市场已经初步具备了抵御风险的能力，抵御极端的市場波动的能力。未来一旦美债利率上行过快，美元阶段性走强，美元回流冲击下，这个冲击中国也能完全承受得住。这样的情况之下，中国应当坚持以我为主，坚守发展的定力。经过中美贸易冲突和新冠

疫情冲击后，大家耳熟能详的是一句话就是，“做好自己的事情，就是重要的事情！”

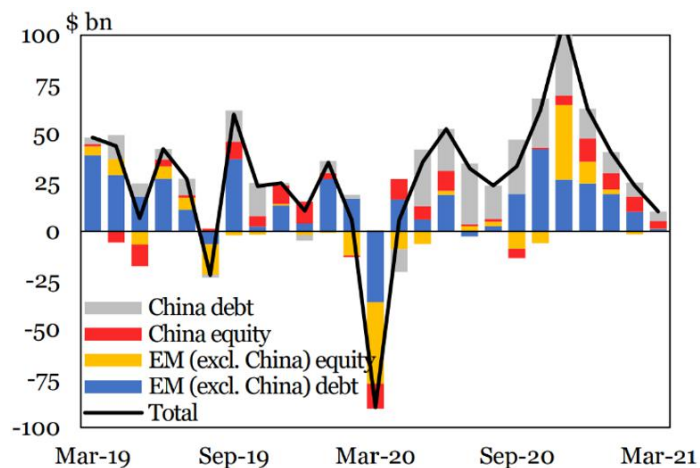


图 14 从 2020 年 3 月美元流动性大幅收紧的经验来看，中国资本市场已经初具抵御风险的能力，未来应当坚持以我为主，坚守发展定力

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2108	《人民币国际化报告 2020》系列四：充分发挥上海对高质量发	IMI
	展和高水平开放的引领作用	
IMI Report No.2107	《人民币国际化报告 2020》系列三：人民币国际化进程稳步向前	IMI
IMI Report No.2106	IMI 宏观经济月度分析报告（第 46 期）	IMI
IMI Report No.2105	后疫情时期中国货币政策挑战	夏乐
IMI Report No.2104	《人民币国际化报告 2020》系列二：国际货币格局变迁中的人民币	IMI
IMI Report No.2103	《人民币国际化报告 2020》系列一：人民币国际化十年 RII 升至 3.03	IMI
IMI Report No.2102	IMI 宏观经济月度分析报告（第 46 期）	IMI
IMI Report No.2101	IMI 宏观经济月度分析报告（第 45 期）	IMI
IMI Report No.2019	IMI 宏观经济月度分析报告（第 44 期）	IMI
IMI Report No.2018	全球供公司所得税税率的新特征及趋势	张文春
IMI Report No.2017	2021 年社融展望：信用收紧之下，社融增速怎么看？	廖志明
IMI Report No.2016	2020 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2015	IMI 宏观经济月度分析报告（第 43 期）	IMI
IMI Report No.2014	2019 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2013	2018 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2012	IMI 宏观经济月度分析报告（第 42 期）	IMI
IMI Report No.2011	IMI 宏观经济月度分析报告（第 41 期）	IMI
IMI Report No.2010	IMI 宏观经济月度分析报告（第 40 期）	IMI
IMI Report No.2009	人民币国际化报告 2020 — 上海如何建设全球金融中心（发布稿）	IMI
IMI Report No.2008	IMI 宏观经济月度分析报告（第 39 期）	IMI
IMI Report No.2007	IMI 宏观经济月度分析报告（第 38 期）	IMI
IMI Report No.2006	IMI 宏观经济月度分析报告（第 37 期）	赵然
IMI Report No.2005	IMI 宏观经济月度分析报告（第 36 期）	IMI
IMI Report No.2004	新冠肺炎疫情对中国贸易投资影响分析	IMI
IMI Report No.2003	IMI 宏观经济月度分析报告（第 35 期）	IMI
IMI Report No.2002	IMI 宏观经济月度分析报告（第 34 期）	IMI
IMI Report No.2001	IMI 宏观经济月度分析报告（第 33 期）	IMI
IMI Report No.1912	天府金融指数报告	IMI
IMI Report No.1911	IMI 宏观经济月度分析报告（第 31 期）	



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn