

中国宏观经济分析与预测

(2021 年 6 月)

新百年的中国与世界：
从人口大国迈向人力资源大国

研究报告（总第 96 期）



清华大学中国经济思想与实践研究院 · 中国与世界经济研究中心

2021 年 6 月 6 日发布

一、 2021 年全年宏观经济运行分析与判断

1. 中国经济仍处于疫后恢复期，相关的改革和政策仍需持续推进
2. 投资：整体稳步修复向好，尚未恢复至正常水平
3. 消费：受收入增速拖累，增长动力有待进一步释放
4. 杠杆率：信贷供给收紧，需提防相关风险
5. 价格：大宗价格推升 PPI 上涨，但对 CPI 传导较弱
6. 国际收支和汇率：经常账户回弹，趋势或难持续，人民币汇率仍面临不确定性
7. 国际经济形势：关注疫情分化与反复、国际货币政策转向两大风险，全方位积极应对

二、 从人口大国迈向人力资源大国

1. 人力资源而非人口总量是经济长期发展的基础
2. 如何保护和提升人力资源
3. 如何提高人力资源的使用效率

我们认为 2021 年中国经济仍处于疫后恢复期，因此相关的改革和抗疫政策仍需持续推进。目前疫情在全球范围内尚未完全结束，我国居民收入和消费尚未恢复到疫情前的正常水平，仍处于“六稳六保”政策驱动下的缓慢恢复期，中国经济企稳根基尚需进一步筑牢。考虑到基数效应以及国际疫情可能转好造成的外贸条件变化，我们预计全年经济呈现逐季下降趋势。结合高频数据与各分项的增长趋势进行测算，我们预计 2021 年全年实际 GDP 增速约为 8.2% 左右。如主要风险集中爆发，全年实际 GDP 增速有可能降至 7% 左右；如国际经济形势整体向好，消费恢复平稳，则全年实际 GDP 增速有望突破 8.5%。

对于备受关注的户口问题，我们认为，人力资源总量而非人口总数是长期经济发展基础，中国人力资源总量到 2050 年前仍有望保持增长。人力资源总量是指一个经济体内考虑到人口素质（包括健康水平和受教育水平）的有能力参与经济社会活动的人口工作时间储备。在综合考虑人口结构的变化、健康和受教育水平的提高之后，中国最近 20 年以来人力资源总量整体上呈现不断上升的趋势，2019 年人力资源总量相较 2000 年提高 14%。根据预测，随着教育和健康水平的继续提升，中国的人力资源总量将在 2050 年之前保持平稳缓慢上升，可以为新百年的中华民族伟大复兴提供坚实保障。我们建议，中国的人口国策应当转变为人力资源战略，更加关注人的发展，更加关注教育和健康。

	2019 年	2020 年	2021 年 1-6 月	2021 年全年
GDP (%)	6.0	2.3	12.2*	8.2*
CPI (%)	2.9	2.5	1.1*	1.5*
PPI (%)	-0.3	-1.8	7.4*	5.0*
出口同比(%)	0.5	3.6	30.0*	12.0*
进口同比(%)	-2.7	-1.1	25.0*	8.0*
M2 余额同比(%)	8.7	10.1	8.3*	8.0*
零售同比(%)	8.0	-3.9	14.0*	11.5*
固定资产投资同比(%)	5.4	2.9	12.1*	9.0*

注：带*的为预测值，除 M2 外所有指标均为年初至该时段末的累计同比

ACCEPT 宏观预测课题组成员：

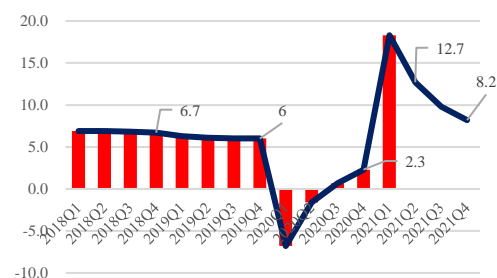
李稻葵、厉克奥博、徐翔、黄张凯、李冰、陆琳、郭美新、龙少波、冯明、石锦建、吴舒钰、陈大鹏、张驰、张鹤、郎昆、侯温韬、王子航

联系方式

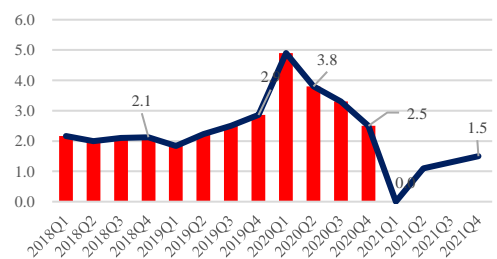
电话：010-62797782

网址：www.accept.tsinghua.edu.cn

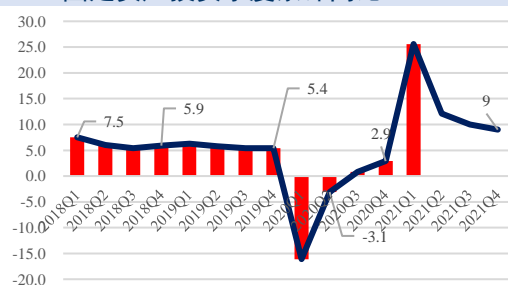
GDP 增长率季度累计同比



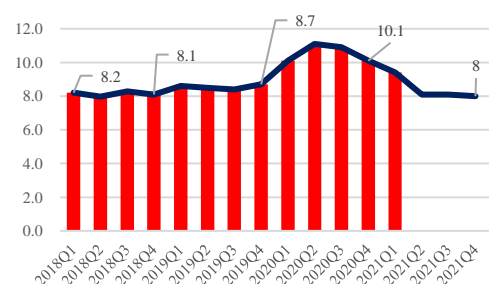
CPI 季度累计同比



固定资产投资季度累计同比



M2 同比



资料来源：国家统计局，中国人民银行，ACCEPT 计算

ACCEPT | An Academic Center for the Chinese Economic Practice and Thinking
清华大学中国经济思想与实践研究院
Institute for Chinese Economic Practice and Thinking, Tsinghua University

一、 2021 年全年宏观经济运行分析与判断

2021 年全年，我国 GDP 增速预计达到 8.2%。2021 年第一季度，我国实际 GDP 增速为 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%。目前疫情在全球范围内尚未完全结束，我国居民收入和消费尚未恢复到疫情前的正常水平，仍处于“六稳六保”政策驱动下的缓慢恢复期，中国经济企稳根基尚需进一步筑牢。考虑到基数效应以及国际疫情可能转好造成的外贸条件变化，我们预计全年经济呈现逐季下降趋势。结合高频数据与各分项的增长趋势进行测算，我们预计 2021 年二季度实际 GDP 增速约为 9%，全年实际 GDP 增速约为 8.2%左右。如主要风险集中爆发，全年实际 GDP 增速有可能降至 7%左右；如国际经济形势整体向好，消费恢复平稳，则全年实际 GDP 增速有望突破 8.5%。

今年以来，固定资产投资延续恢复态势，剔除基数效应的投资增速稳步回升。1-4 月，固定资产投资同比增长 19.9%，两年平均增长 3.9%；但相对于工业、出口、消费，投资复苏进度相对偏慢、力度相对乏力，整体投资增速尚未恢复至疫情之前的正常增长水平。分行业来看，制造业投资恢复进度最慢，两年平均增速尚未转正；基建投资复苏乏力，增速低位徘徊；房地产投资一枝独秀，表现出较强韧性和活力，是当前拉动投资增长的主要动力。展望下半年，固定资产投资仍将保持稳定恢复态势，但增长动能可能仍然减弱，政策加力刻不容缓。ACCEPT 预计全年固定资产投资增速为 8.5%-9.5%。

今年一、二季度，居民消费对于需求拉动做出的贡献尚未得到充分释放。虽然第一季度居民消费与社会消费品零售总额的同比增速分别高达 17.6%和 33.9%，然而较高的增长速度主要是由于去年低基数所导致的。综合考虑过去两年的整体情况，当前居民消费的增长速度仍要慢于疫情爆发前 2018 年与 2019 年的水平。导致消费反弹不足的最主要原因，是总产出恢复并未完全反映在居民收入的提升之中。除收入因素之外，年初疫情的偶有复发与消费习惯的调整也部分地导致了居民消费增长的放缓。我们认为，在经济增长总体性恢复的大背景下，今年三至四季度，我国居民消费有望出现 U 型反弹。

2021 年第一季度中国实体经济宏观杠杆率为 267.8%，接近发达经济体平均水平。从杠杆率的结构来看，非金融企业部门杠杆率达到 161.4%，是我国宏观杠杆率较高的主要原因；另一方面，我国居民部门杠杆率近年来快速上升，值得引起重视。通过数据分析，我们发现我国非金融企业杠杆率近年上升的主要原因来自房地产行业高速发展、地方政府融资平台大量举债和发展经济时对基建投资的过多依赖三个方面，而居民部门杠杆率的上升主要来自住房贷款的持续积累。2021 年以来，随着信贷边际收紧，加上疫情防控常态化及宏观经济复苏，我国宏观杠杆率得以小幅下降。但是，我国杠杆积累的模式决定了在去杠杆过程中不可避免地会触碰以下风险点，必须妥善应对：一是房地产行业杠杆率过高，需警惕信贷突然收紧导致的债务危机；二是地方政府隐性债务风险仍然存在，需要多措并举加以化解；三是中小银行经营风险不容小觑，监管政策仍需继续发力。

今年以来，国际大宗商品价格出现快速上涨态势，1-5 月的 CRB 同比增速表现出两位数加速上涨趋势，黑色金属、有色金属和煤炭等是上涨的主要种类。前期应对疫情下的流动性充裕、国际大宗产地减产、政策性供给收缩以及需求复苏是此轮大宗价格上涨的主要原因。大宗商品价格大幅上升明显地推升了国内 PPI 上涨，国内 PPI 同比增速也呈现出同步加速上扬趋势。但大宗商品价格将在第二季度末见顶回落，并带动国内 PPI 同比增速的回调，预计 2021 年 PPI 同比增速为 5%左右。大宗价格和 PPI 上涨向 CPI 的传导能力较弱，2021 年以来的 CPI 增速一直维持在比较温和的水平。2021 年 1-4 月的 CPI 同比增速分别为-0.3%、-0.2%、0.4%和 0.9%（5 月尚未公布），尽管呈现出上涨的态势，但仍处于 1%的较低水平区间。预计 2021 年下半年 CPI 同比增幅会有所扩大，但全年的 CPI 同比增速将在 1.5%左右，消费领域并无通胀压力。

经常账户顺差与人民币币值重回高位，但未来走势仍存在较大不确定性。2020 年中国经常账户顺差达 2740 亿美元，是 2019 年的 2.7 倍，达到 2016 年以来的最高值。同时，自 2020 年三季度以来，人民币对美元汇率震荡走强，至 2021 年 5 月末突破 6.4，也达到近年来的高点。然而，尽管经常账户与人民币汇率走势具有一定的惯性，二者仍面临一定的波动风险。经常账户顺差在 2020 年的恢复的主因是疫情推动货物贸易出口大涨且大幅压减旅行逆差，全球疫情得到控制后经常账户可能重回此前的下行趋势。疫情爆发至今人民币兑美元汇率的走势则与美元指数波动高度相关，未来量化宽松收紧、欧美推出产业政策吸引制造业回流、中美贸易冲突持续等不确定性都有可能改变人民币的升值趋势，而投资者预期的反转往往会带来大规模的资本跨境流动。因此，仍应谨慎关注国际金融环境

变化对资本流动与外汇市场带来的影响。避免贬值、资本外流与国内金融资产价格波动联动引发系统性金融风险。

由于各国疫情防治措施和疫苗接种率不同，各国经济恢复呈分化趋势。发达国家如英美以色列等国通过疫苗接种有望在年底基本控制疫情。但是，由于疫苗紧缺，东南亚和拉美等发展中国家的疫苗接种率较低，今年基本控制疫情的可能性不高。4月初，IMF 预测发达国家的 2021 年 GDP 增速普遍比低收入国家高 2-3%。因此，全球一致抗疫才能促进各国经济协同发展。同时，中美和中欧关系的正常化也有利于全球经济恢复。但美国和欧盟内部不同团体利益不一致，对中态度分化。中国应从新的角度思考国际关系，积极联合美欧内理性化团体，创造合作机会。

（一）国内经济形势分析

1. 投资：整体稳步修复向好，尚未恢复至正常水平，增长后劲仍需加力

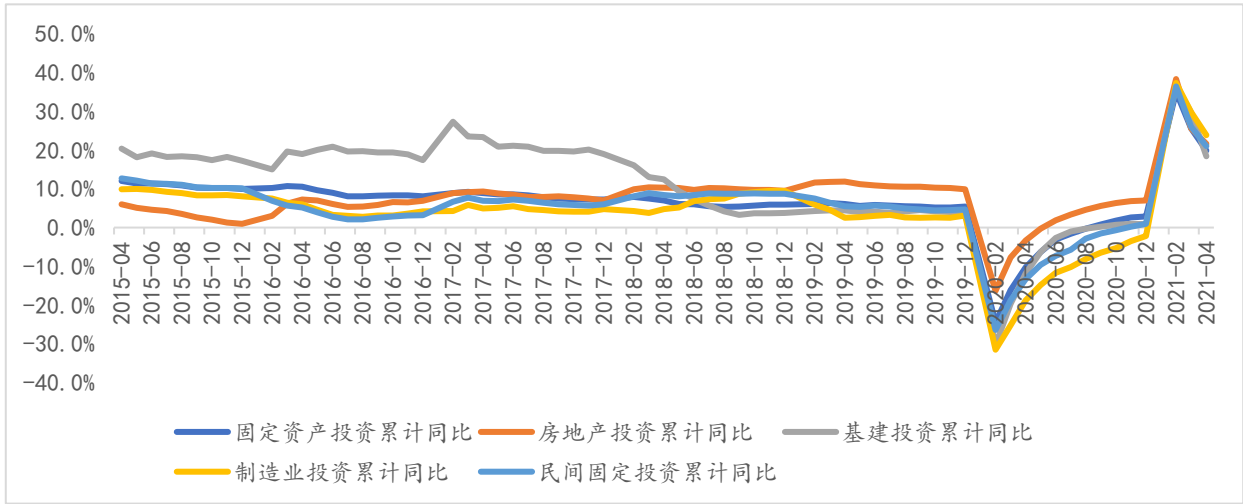
固定资产投资延续恢复态势，剔除基数效应的投资增速稳步回升。受去年同期基数效应大幅波动影响（1-2 月断崖式下跌，3 月后疫情逐步减弱，复工复产加快，投资降幅逐月收窄），1-4 月投资同比增速大幅高于历史同期，但呈现逐月回落、向正常增速回归趋势，累计投资增速从 2 月的 35.0% 降至 3 月的 25.6%，再到 4 月的 19.9%。与此相对应的是，剔除基数效应的投资增速逐月加快，逐步向疫情之前正常增速水平收敛。两年平均投资累计增速从 2 月的 1.7% 回升至 3 月的 2.9%，再到 4 月的 3.9%。两年平均投资增速与 2019 年同期增速的缺口，从 2 月的 4.4 个百分点收窄至 3 月的 3.4 个百分点，再到 4 月的 2.2 个百分点。

投资结构持续优化向好。第一产业、高技术产业和社会领域投资增长较快。第一产业投资两年平均增长 15.2%，高技术制造业和高技术服务业投资两年平均分别增长 13.7%、7.8%，社会领域投资两年平均增长 10.6%，恢复情况均好于整体投资。**民间投资活力有所增强。**今年以来，“放管服”改革深化激发了市场主体创业创新动力和活力。1-4 月，民间投资同比增长 21.0%，两年平均增速为 2.9%，比一季度提高了 1.2 个百分点。

总体而言，投资增速尚未恢复至疫情之前水平。从去年 3 月开始，中国的疫情逐渐减退，复工复产有序推进，但经济恢复的不均衡、不平衡特征一直延续至今，主要体现在供给好于需求，外需领先内需等方面，投资尚未恢复至疫情之前便是具体体现。如果以 2019 年同期增速作为参照标准，将其视为疫情之前的正常增长水平，以两年平均增速作为 2021 年同期投资增速恢复的情况，可以发现，整体投资及制造业、基建、房地产三大行业投资，2021 年 1-4 月的两年平均增速分别为 3.9%、-0.4%、2.4%、8.4%，而 2019 年 1-4 月上述四项同比增速分别为 6.1%、2.5%、4.4%、11.9%，表明当前无论是整体投资还是三大项投资恢复情况与疫情之前的水平均还存在不同程度的缺口，尽管这个缺口在逐月收窄。值得注意的是，1-4 月制造业投资的两年均速为 -0.4%，尚未转正；测算发现，如果以 2019 年 1-4 月制造业投资规模作为基数，2021 年 1-4 月制造业投资与 2019 年同期相比，不仅没有增长，反而下降了 0.8%。

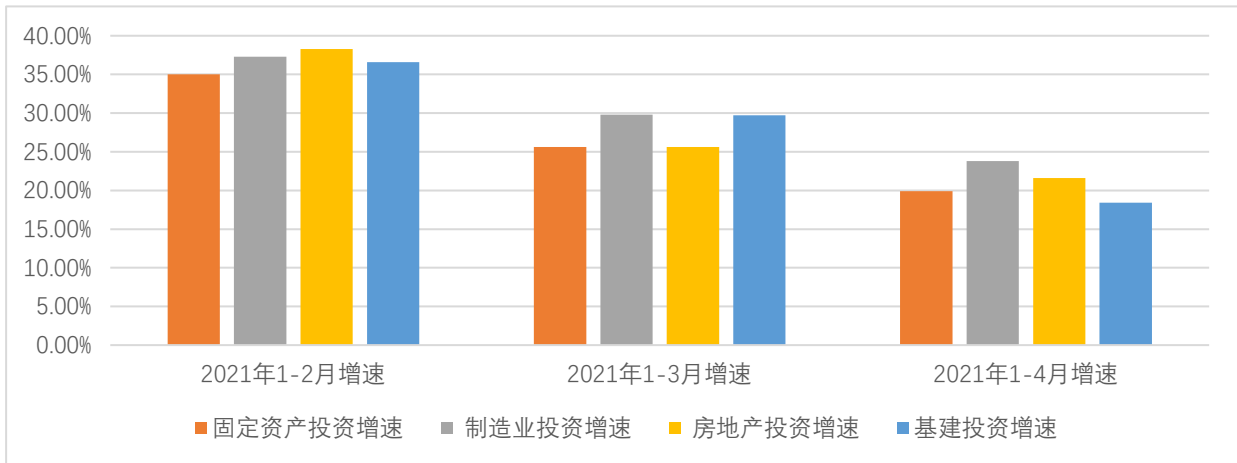
从环比增速来看，投资增长情况也弱于历史同期。通过测算 2016-2021 年每一年内，4 月单月固定资产投资完成额与当年一季度投资完成额的比值，我们发现，在 2016 年至 2019 年这一比值比较稳定地保持在 53%-55% 这一区间；2020 年因为疫情对 2 月份投资的冲击是断崖式的，3 月开始迅速恢复，因此该年这一比值达到近 63% 是可以理解的；2021 年在经济逐步向常态恢复的过程中，这一比值仅为 49.8%，明显低于疫情前四年的平均水平，一定程度上表明投资恢复的边际动力有所减弱。

图1 固定资产投资及各分项同比增速比较



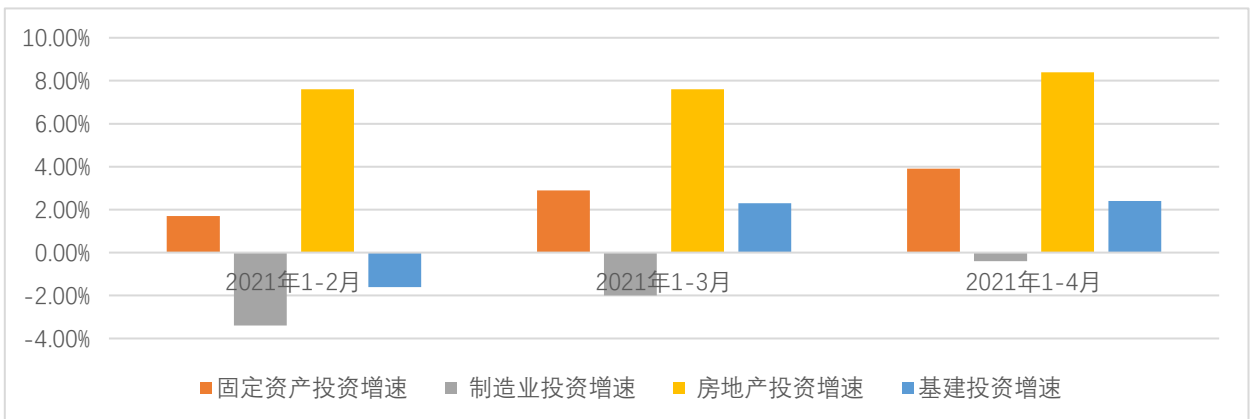
数据来源：国家统计局。

图2 固定资产投资及各分项同比增速比较（2021年1-4月）



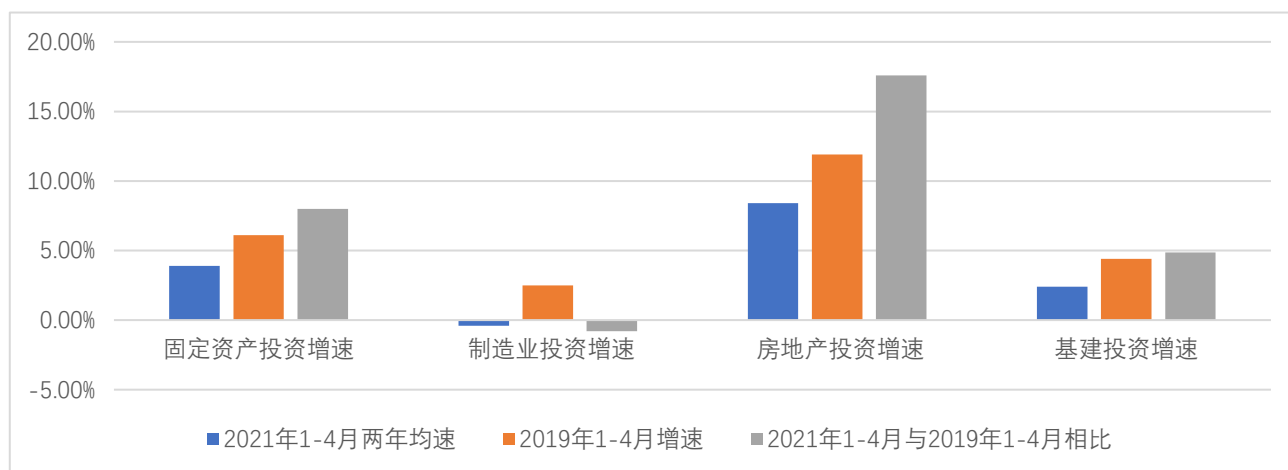
数据来源：国家统计局。

图3 固定资产投资及各分项同比增速比较（2021年1-4月）



数据来源：国家统计局。

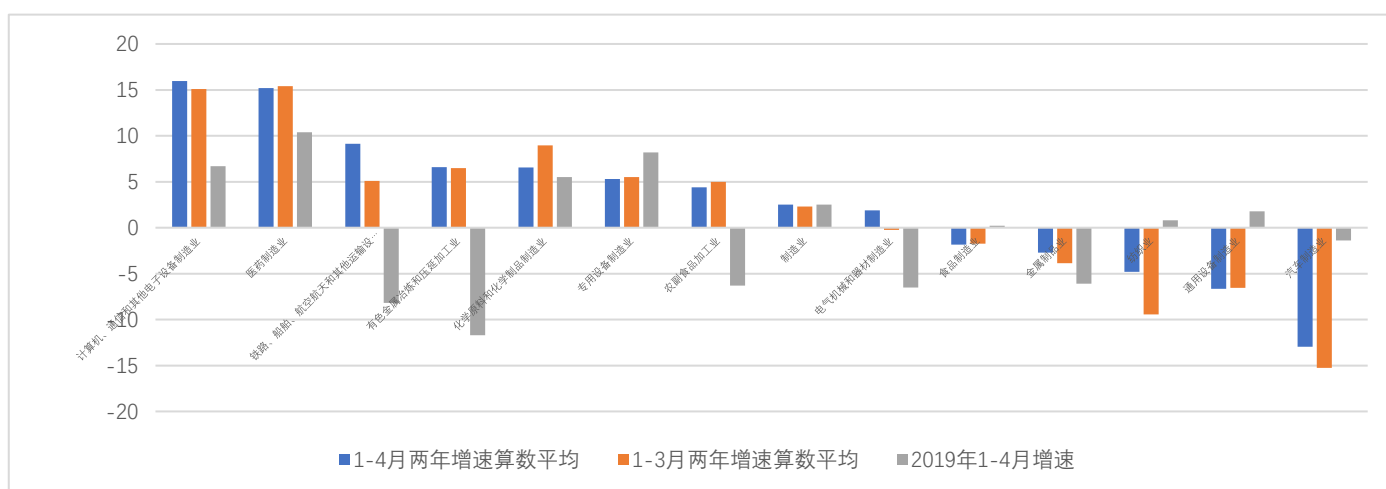
图4 固定资产投资及各分项两年平均增速比较（2021年1-4月）



数据来源：国家统计局。

分行业来看，制造业投资恢复进度最慢，两年平均增速尚未转正；基建投资复苏乏力，增速低位徘徊；房地产投资一枝独秀，表现出较强韧性和活力，是当前拉动投资增长的主要动力。制造业细分行业恢复分化较为明显，整体复苏进度较慢，主要是受到汽车、通用设备、纺织业、金属制品、食品制造等行业的拖累，一些行业如计算机和通信、医药制造等增长势头良好。基建投资边际恢复力度在减弱，4月相对于3月，两年平均增速仅提高了0.1个百分点，主要的原因在于整体经济恢复向好背景下，通过基建投资实现逆周期调节的需求有所下降，表现在来自于政府筹措的新增债券融资包括地方专项债发行增速放缓。与过去四年相比，今年1-4月政府债券融资的月度新增水平低于历史平均，以4月为例，新增政府债券融资仅3739亿元，在过去五年中仅高于2020年4月3357亿元的水平，明显低于2017-2019年这三年4月平均超5000亿元的水平。同样，作为基建自筹资金主要来源的影子银行融资也明显低于历史同期平均水平。房地产投资表现出较高景气度，体现为韧性较强、量价高位、库存低位。房地产投资增速保持在较高水平。2021年1-4月，全国房地产开发投资完成额40240亿元，同比增长21.6%，两年平均增长8.4%，两年平均增速较1-3月提高0.8个百分点。房地产市场量涨价升。2021年1-4月商品房销售面积同比增长48.1%，两年平均增长9.3%，远超疫情前水平，70个大中城住宅价格（包括新房和二手）指数稳中趋涨。商品房库存处于低位。2020年下半年以来库存去化加速，存销比降至2012年以来的低位；商品房待售面积继续减少，住宅待售面积降至2012年末水平。

图5 制造业投资及各分项增速分化明显



数据来源：国家统计局。

图 6 政府债券月度增量比较 (2017-2021)

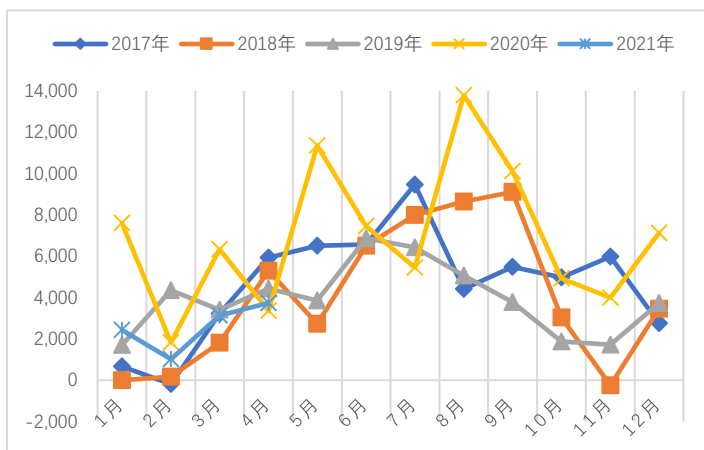
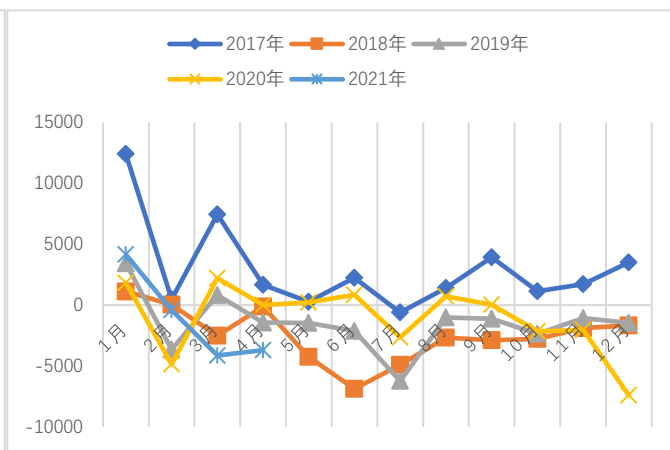
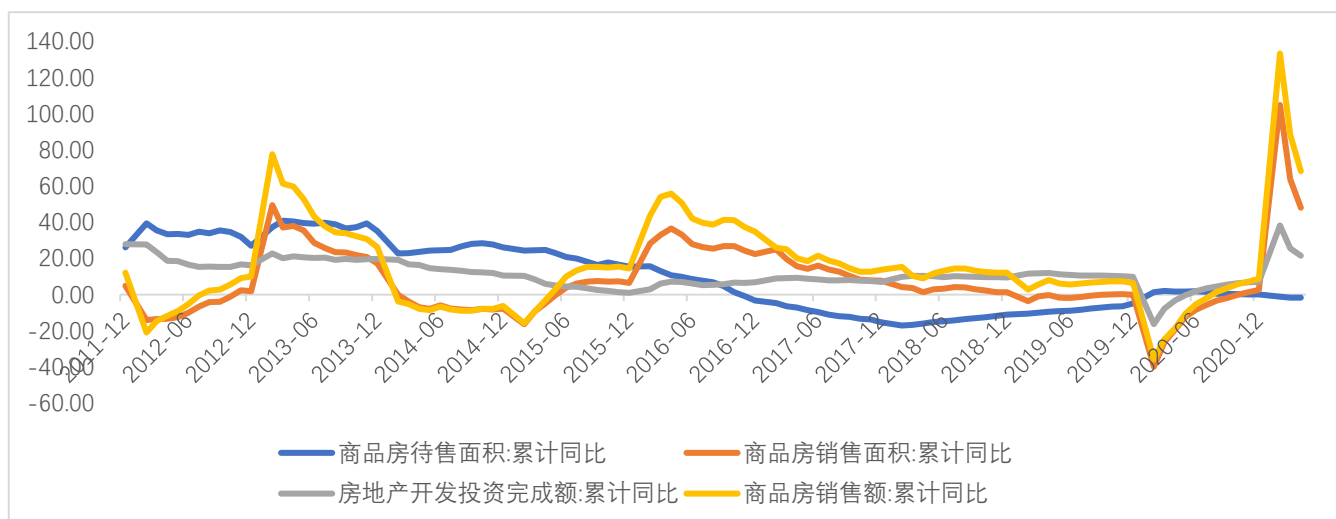


图 7 影子银行规模月度增量比较 (2017-2021)



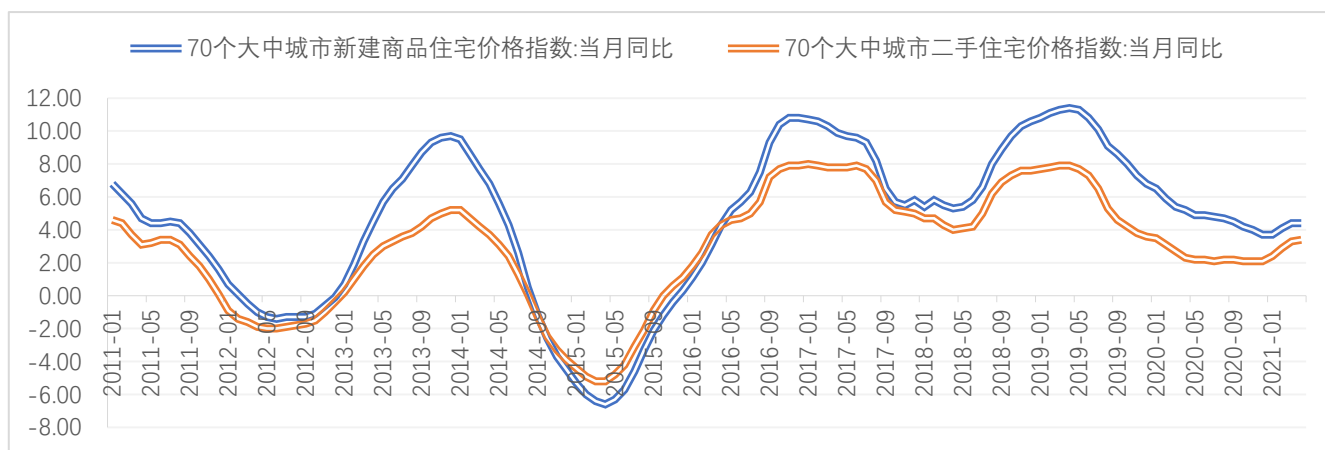
数据来源: 国家统计局。

图 8 房地产投资及销售同比增速情况



数据来源: 国家统计局。

图 9 主要城市新建和二手住宅价格指数同比增速情况



数据来源: 国家统计局。

展望下半年，固定资产投资仍将保持稳定恢复态势，但增长动能可能有所减弱，政策加力刻不容缓。ACCEPT 预计全年固定资产投资增速为 8.5%-9.5%。

从制造业投资看，以目前的恢复节奏推算，剔除基数效应后的制造业投资在三季度有望恢复到正增长水平，但后续增长动能可能不足。主要原因来自于三个方面：一是在百年未有之大变局背景下，外部环境复杂严峻，全球疫情时有反复，未来的不确定性让企业家信心不足，制约投资意愿；二是大宗商品和原材料价格持续上涨对中下游制造业盈利的挤压效应已经显现，且可能会持续一段时间；三是新一轮环保、碳减排相关政策将对传统制造业行业投资扩张造成影响。

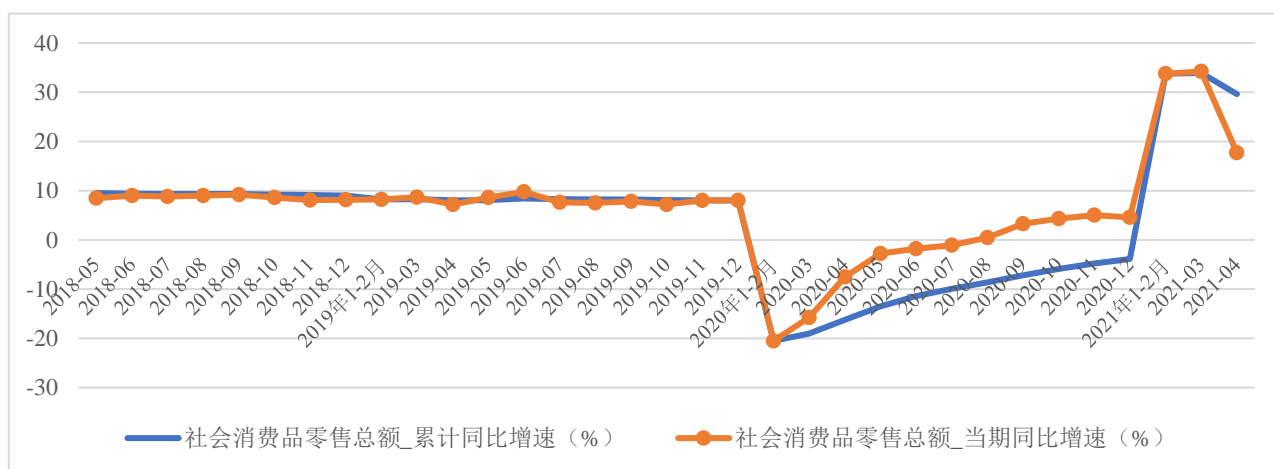
从基建投资看，增速短期反弹乏力、中长期也不乐观。判断依据来自三个方面：一是逆周期调节的紧迫性和必要性下降，财政资金和信贷资金对基建的支持很难有明显增长，而政府债券及自筹资金也难以扩张，使得困扰基建投资的融资缺口始终无法破局；二是新基建投资空间有限，且面临很多约束，包括政府难以主导新基建投资，企业投资新基建又面临风险高、迭代快、周期长等问题，近期启动的基础设施公募 REITs 对项目本身要求很高，大面积推广没有可能性；三是地方官员的积极性、主动性难以充分调动。

从房地产投资看，掣肘投资增长的因素有增无减，边际动能可能减弱，但韧性仍有望保持，全年增速可能会维持在一个较高区间。主要依据是，房地产投资高增速可能将受到政策调控和流动性收紧双重制约，但从一些领先指标如库存量下降、销量保持高水平等来看，房地产投资将保持热度和韧性，预计年内房地产投资仍将是固定资产投资增长的主要拉动力量。但制约因素也会给房地产投资走势带来较大不确定性，一是在“房住不炒”总基调下，房地产调控易紧难松，可能还会加码；二是货币政策边际收紧，国内信用环境趋紧，房地产资金来源进一步受到制约；三是土地购置面积下滑，后期房地产投资增速受限。

2. 消费：受收入增速拖累，增长动力有待进一步释放

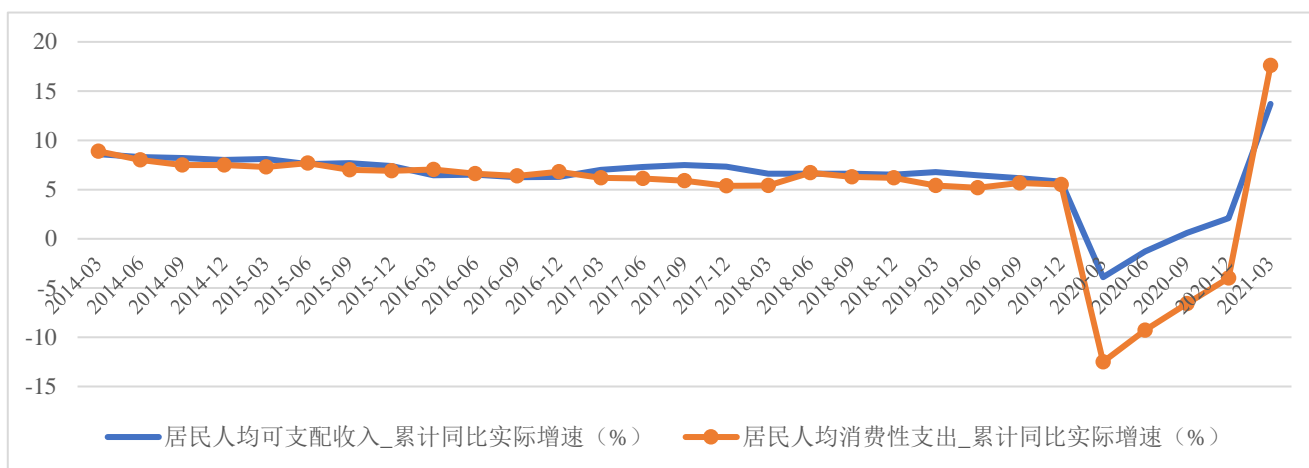
2021 年，居民消费增速在第一季度冲高后出现回落。社会消费品零售总额在第一季度月均增长 30%以上，4 月增速降至 17.7%。相较于 2019 年 4 月，今年 4 月社消增长 8.8%，过去两年平均增速为 4.3%，与疫情之前的增速存在一定差距。从环比上看，2021 年 4 月份社会消费品零售总额增长 0.3%，相对于 3 月份的提升比较有限。从已经公布的 2021 年一季度居民消费数据上来看，消费对于经济增长复苏的驱动作用仍有待提高。今年 1-3 月，全国居民人均消费支出 5978 元，比上年同期增长 17.6%，比 2019 年一季度增长 8.0%。扣除价格因素，2020 至 2021 年年平均实际增长 1.4%，相较于居民可支配收入增长低 3.4 个百分点。

图 10 社会消费品零售总额增速



数据来源：国家统计局。

图 11 居民可支配收入增速



数据来源：国家统计局。

除总量上的冲高回落外，居民消费结构进一步发生变化。按消费类型划分，商品零售稳定回升，餐饮、旅游等服务性消费复苏仍然比较缓慢。今年4月份，商品零售额同比增长15.1%，增速虽比上月有所回落，但与疫情前的2019年同期增速9.8%相比，继续保持较快增长。较疫情前2019年同期，4月份餐饮收入仅同比增长0.8%，相比2021年一季度餐饮收入同比下降2%有所回升。按消费场景划分，网络购物、线上消费占总消费比重逐步提高的趋势进一步维持。今年1至4月，全国实物商品网上零售额同比增长23.1%。两年平均增长15.6%，比1至3月份两年平均增速加快0.2个百分点，线上消费的逐步扩张和多样化仍是中国数字经济发展的一大亮点。与之相对，实体店零售业务恢复仍处于缓慢复苏过程中，限额以上零售业实体店商品零售额两年平均增长4.5%，超市、便利店和专卖店商品零售额两年平均增速分别为4.5%、5.3%和7.7%。

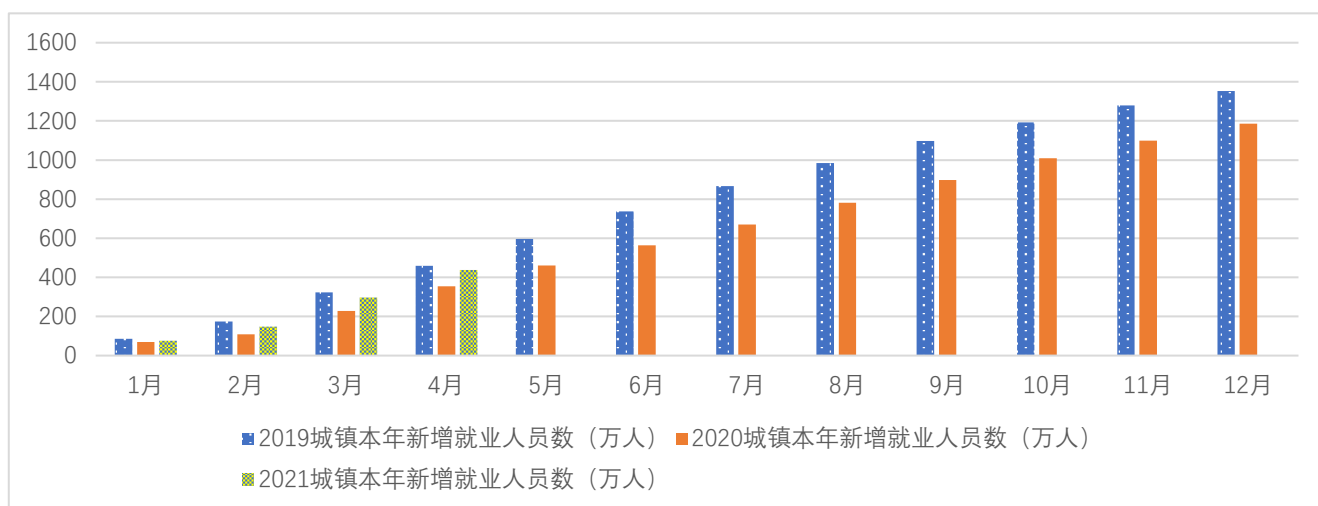
通过上面对消费数据的分析我们推断，在2021年内，我国居民消费仍存在进一步恢复的空间，尤其是在服务性消费和线下实体消费上。导致当前这两类消费增速不高、进而拖累整体消费增长的原因主要有二：

第一，经济复苏尚未完全拉动居民收入水平快速提升。今年一季度，全国居民人均可支配收入9730元，比上年同期名义增长13.7%。但从两年平均的角度，实际增长仅为4.5%，较之2019年第一季度低了2.3个百分点。从就业数据上，我们也能够得出类似判断。今年3、4月份，我国城镇调查失业率分别为5.3%和5.1%，但仍高于2018年与2019年的同期水平。今年1月至4月，全国城镇新增就业437万人，就业形势依然比较复杂。

第二，今年上半年零星疫情影响下的消费倾向。今年上半年，由于海外部分国家防控不力，导致我国辽宁、安徽、广东等地陆续出现外源性的零星疫情，对于居民消费的常态化造成一定扰动。此外，由于过去一年多以来部分居民的线上消费（含线上购物，外卖服务，线上娱乐等）习惯已经形成，对于常规性的线下消费（如实体店购物和餐饮旅游消费）造成了一定影响。2020年全年，居民人均可支配收入累计增速已经回升至4.7%左右，而同期家电消费累计增速仅为-3.8%，这与往年可支配收入与家电消费增速基本一致的情况不符，也说明了我国居民消费有进一步恢复的空间。

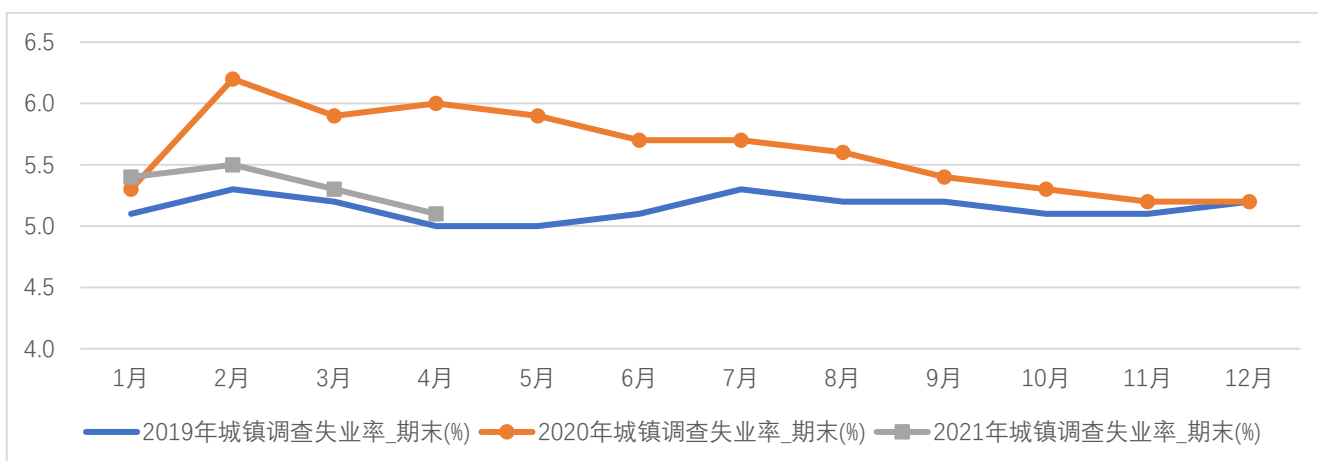
从总体上看，我们认为上述导致消费复苏放缓的两项原因中，居民收入的影响是主导性的，居民可支配收入的增长速度与居民消费水平的变化高度一致，居民消费占当期可支配收入的比例基本稳定。因此，想要进一步促进居民消费发挥驱动经济复苏的重要作用，有效提升居民可支配收入势在必行。

图 12 城镇新增就业人数



数据来源：国家统计局。

图 13 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局。

展望今年下半年，在偶发疫情得到有效控制、经济复苏在居民实际收入中得到反映的前提下，居民消费增速有望在三、四季度出现“U型”反弹，主要原因有三：首先，收入水平的持续恢复将重振消费者信心，促使居民消费倾向回归正常水平。各级政府提出的稳就业政策，尤其是支持灵活就业的举措，将促进居民收入持续提升，进而传导到居民消费上。其次，服务型消费恢复态势明显。迄今为止的今年三个法定节假日（春节、清明和五一假期），旅游消费市场逐步回暖态势显著，五一期间的全国国内旅游出游人次已超过 2019 年同期水平。再次，新一轮促消费政策将有可能继续加码，从边际上促进居民消费倾向回归正常水平。

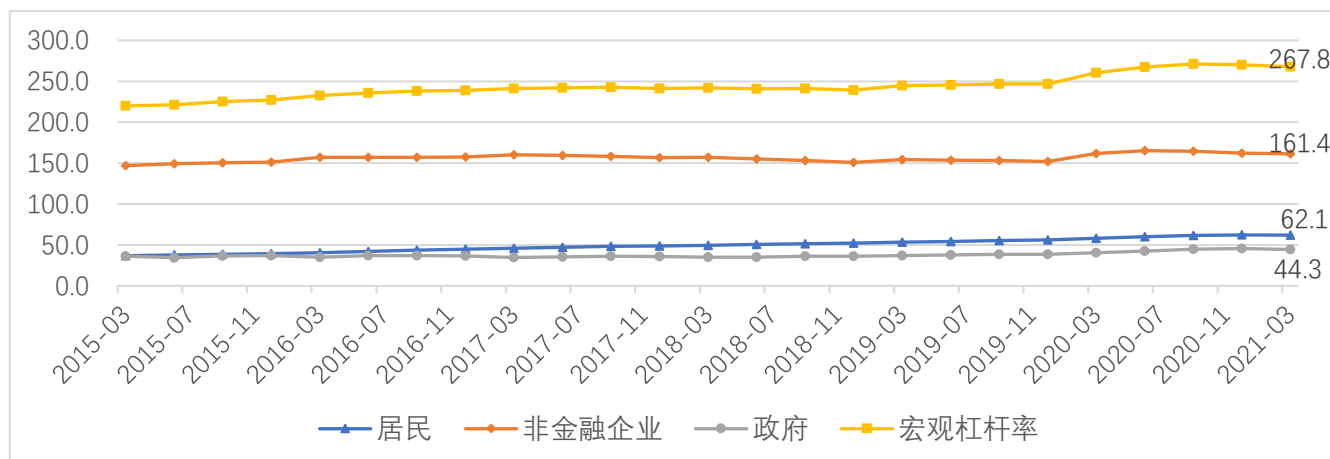
3. 杠杆率：信贷供给收紧，需提防相关风险

随着疫情防控常态化及宏观经济持续复苏，我国宏观杠杆率持续小幅下降。根据国家资产负债表研究中心测算，2021 年第一季度中国实体经济（包括政府、非金融企业和居民）杠杆率为 267.8%，与 2020 年末的 270.1%相比下降了 2.3 个百分点，延续了 2020 年下半年的去杠杆趋势。其中，非金融企业部门杠杆率 161.4%，较 2020 年末下降 0.9

个百分点；居民部门杠杆率 62.1%，较 2020 年末下降 0.1 个百分点；政府部门杠杆率 44.3%，较 2020 年末下降 1.3 个百分点。

从国际比较来看，根据国际清算银行测算，截至 2020 年第三季度，我国非金融部门整体杠杆率 285%，已接近发达经济体平均水平。分部门来看，我国非金融企业部门杠杆率普遍高于样本内的其他经济体；家庭部门杠杆率介于发达经济体和新兴经济体整体水平之间，但是过高的增速值得警惕；政府部门杠杆率和新兴经济体整体水平大致相当，低于发达经济体整体水平。

图 14 中国宏观杠杆率



数据来源：国家资产负债表研究中心 (CNBS)。

我国实体经济杠杆率较高的主要原因在于非金融企业杠杆率较高。从整体看，我国非金融企业杠杆率占实体经济杠杆率的 60%，是实体经济杠杆率最主要的组成成分；就非金融企业杠杆率本身而言，其水平已远高于美国、英国、日本等发达国家；特别是 2008 年以后，我国非金融企业杠杆率快速上升，值得引起高度重视。为了探索我国非金融企业部门杠杆率上升的原因，我们根据全国经济普查数据，对各行业企业杠杆率的演变进行了测算。其中，由于第二次和第三次经济普查并未披露分行业的企业负债规模数据，我们仅使用第一次、第四次经济普查对全国各行业企业法人单位的资产负债数据进行分析，对比 2004 年和 2018 年企业杠杆率的变化。

表 1 2004、2018 年各行业企业杠杆率

行业分类	资产负债率		杠杆率		杠杆率上升
	2004	2018	2004	2018	
采矿业	48.8%	59.6%	6.1%	7.4%	1.3%
制造业	58.3%	55.2%	77.5%	64.1%	-13.4%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	53.7%	59.8%	16.6%	13.9%	-2.7%
建筑业	62.6%	65.0%	14.5%	24.5%	10.0%
交通运输、仓储和邮政业	47.7%	59.9%	12.5%	23.6%	11.1%
房地产业	72.6%	76.6%	37.1%	96.8%	59.7%
批发和零售业	69.8%	68.2%	31.6%	39.6%	8.0%
住宿和餐饮业	60.5%	67.9%	3.1%	2.1%	-1.0%
金融业	95.5%	85.2%	225.8%	298.5%	72.7%
信息传输、软件和信息技术服务业	39.6%	46.5%	6.6%	7.9%	1.3%
租赁和商务服务业	44.0%	52.4%	23.1%	64.5%	41.4%
科学研究和技术服务业	52.3%	51.1%	2.8%	10.1%	7.3%

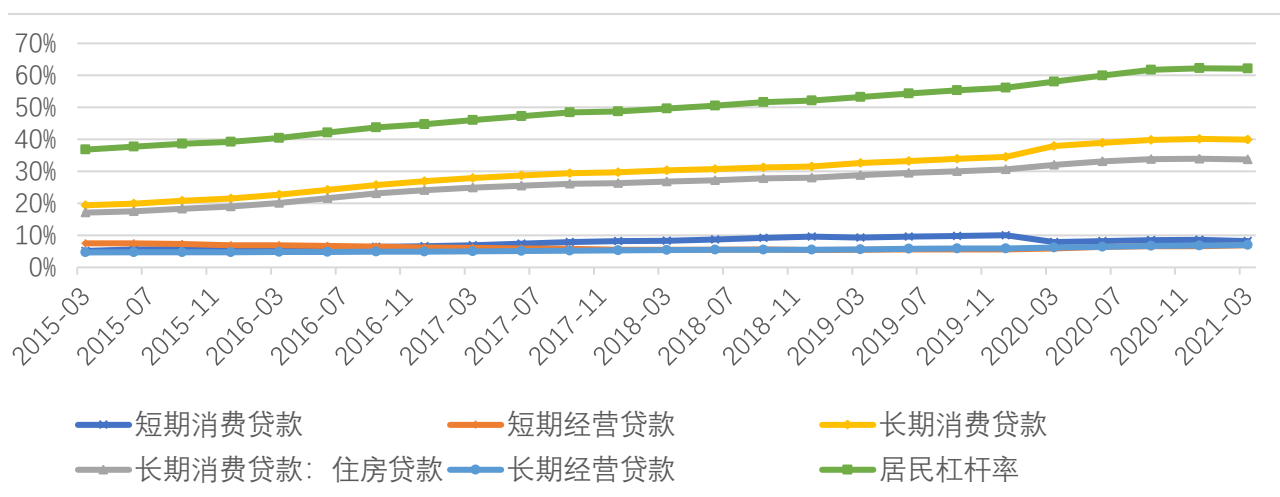
水利、环境和公共设施管理业	56.3%	54.7%	1.7%	10.8%	9.1%
居民服务、修理和其他服务业	46.5%	54.5%	0.9%	0.7%	-0.3%
教育	40.3%	16.7%	0.2%	1.7%	1.5%
卫生和社会工作	46.6%	41.1%	0.2%	2.5%	2.3%
文化、体育和娱乐业	46.9%	46.5%	0.9%	2.2%	1.3%

注：资产负债率=总负债/总资产，杠杆率=总负债/名义GDP，总资产、总负债数据取自第一次、第四次全国经济普查公报。需要指出的是，国家资产负债表研究中心测算的非金融企业杠杆率主要针对企业贷款、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，与经济普查中的总负债在统计口径上存在一定差异。

我们发现，自 2004 年以来我国非金融企业杠杆率的上升主要来自房地产业、租赁和商务服务业及基建领域，而工业企业总体而言呈去杠杆趋势。具体而言，房地产企业杠杆率上升最多，其中负债主要集中在房地产开发经营企业；租赁和商务服务业杠杆率上升次高，负债主要集中在商务服务业，这其中地方政府融资平台的作用不容忽视。这是因为商务服务业中包含“投资与资产管理”，指“政府主管部门转变职能后，成立的国有资产管理机构和行业管理机构的的活动；不包括资本活动的投资”，根据业内人士表示，这一类公司实际上就是地方政府融资平台。除了房地产业、租赁和商务服务业外，交通运输、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业等传统基建行业和建筑业企业杠杆率也有一定幅度的上升。与之形成鲜明对比的是制造业，尽管制造业 2018 年杠杆率绝对水平并不低，但不论从资产负债率还是从杠杆率的变化趋势看，制造业整体而言都呈现出去杠杆趋势。由此可见，我国非金融企业杠杆率近年来快速上升的背后实际上与房地产行业高速发展、地方政府融资平台大量举债和依赖基建投资拉动经济等因素直接相关。

此外，我国居民部门杠杆率的持续上升也与房地产密不可分。2021 年一季度，住户中长期消费贷款余额 42.3 万亿，占住户全部贷款的 64.3%。在中长期消费贷款中，个人住房贷款余额达 35.7 万亿，占中长期消费贷款的 84.4%。由此估算，居民部门杠杆率中住房贷款占比约为 54.3%。近年来，居民住房贷款始终保持较高的增长速度，与居民杠杆率的上升趋势基本一致。因此，居民部门杠杆率的上升主要来自住房贷款的持续积累。

图 15 居民部门杠杆率结构分解

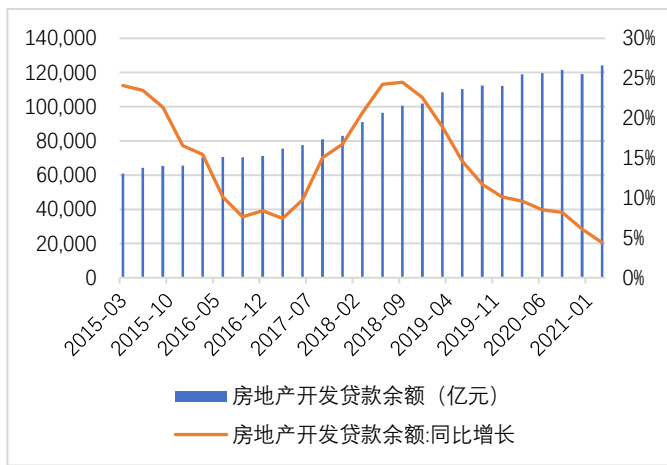


数据来源：中国人民银行、国家统计局、国家资产负债表研究中心 (CNBS)、ACCEPT 测算。

近年来，随着去杠杆政策影响的不断深化和房地产调控的逐渐加强，我国房地产信贷过快增长的趋势逐渐得到遏制，对杠杆率的稳定起到了重要作用。一方面，自 2018 年四季度以来，我国房地产开发贷款余额同比增速持续下降，2021 年第一季度降至 4.4%，增速创 2005 年以来新低，房地产开发贷款占金融机构各项贷款比例也同样呈现

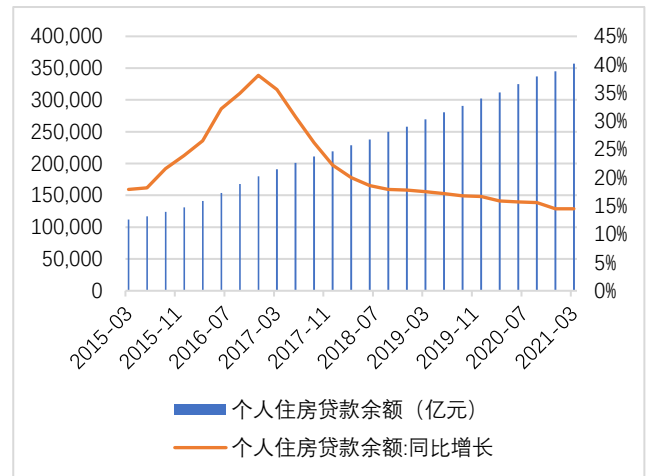
下降趋势。另一方面，随着商业银行对住房信贷的收紧，我国个人住房贷款增速在 2017 年后也持续放缓，截至 2021 年二季度，住房贷款余额同比增速已降至 14.5%。

图 16 房地产开发贷款规模及增速



数据来源：中国人民银行。

图 17 住房贷款规模及增速



数据来源：中国人民银行。

基于导致我国杠杆率上升的主要因素分析，结合当前信贷边际收紧的整体环境，我们认为目前有三条可能的重大风险，需要妥善进行应对：

风险一：房地产行业杠杆率过高，警惕信贷突然收紧导致的债务危机

近年来，房地产企业杠杆率过高的现象已经引起决策层的高度重视，随着规定了银行的房地产贷款及个人贷款上限的《关于建立银行金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》自 2021 年 1 月 1 日起实施，明确了收紧地产开发商融资的“三道红线”逐渐在各省市落地。房地产行业去杠杆的融资限制陡然收紧，踩到至少一条“红线”的房企不在少数。杠杆率过高之下，房企由于信贷收紧导致偿债能力不足的风险加速暴露。

华夏幸福的债务危机是今年房地产领域风险暴露的典型代表。作为 1998 年成立的房地产企业，华夏幸福成长迅速，其杠杆率伴随着高负债快速增长。从 2011 年底到 2021 年初，华夏幸福有息负债从 28.2 亿增至 1952.5 亿；偿债财务指标上，华夏幸福全部踩中“三道红线”，随着信贷政策收紧，住房市场降温，其资金链断裂，违约负债迅速滚雪球式增长（从 2021 年 2 月到 5 月，逾期债务从 52.55 亿元陡增至 572.20 亿元）。事实上，2020 年起，华夏幸福剔除预付款的资产负债率（三道红线标准之一）一跃过线（70%），而早在 2018 年以来，其净负债率总体上就已呈攀升趋势，企业流动性不断变差。在这种情况下，以“三道红线”为代表的信贷紧缩政策进一步限制了华夏幸福的再融资能力，导致企业陷入债务危机。

我们认为，以华夏幸福的债务危机为代表，房地产行业目前正面临“高杠杆、紧信贷”的潜在困境。房地产企业债务违约，恶性杠杆加持，尽管大部分企业暂时能够靠股东的资本力量支撑，但如若信贷政策持续收紧，单靠销售回款难以中短期内盘活资金链，企业不但自身面临破产风险，更有可能在行业内部分化加剧中被淘汰，这不仅会对债权人造成损失，更会给房地产产业链造成冲击。

针对房地产行业的风险，我们认为房地产企业不能被动等待纾困政策或股东资本，而是要主动出击改善流动性、偿债能力。具体而言，可通过减少拿地，加速去库存化、轻资产化，以减少资金大额支出及资金在房地产产业链上的低效占用，使资金向高效回报的位置积聚，并加速销售资金回笼；另一方面，短期内来看，应积极寻求战略投资以跳出短期踩到“三道红线”导致的恶性融资循环，谋求长期改善经营模式、优化资金结构。

风险二：地方政府隐性债务风险

我国地方政府隐性债务清理工作持续开展，但是在目前的形势下，我们仍面对来自隐性债务的传统风险与后疫情时代的特殊风险。

举债规模与偿付能力错配。对隐性债务背后“政府信用”的盲目相信使得地方政府举债市场供给量可观，加上举债形式多样，地方政府违规融资规模虽然不清但预估不小。业界普遍认为，地方政府总体举债规模超出实际偿债能力，成为未知的“灰犀牛”。债务期限错配。地方政府不得不“借新还旧”，杠杆率长期居高不下。地方政府投资周期长的基建项目，则回报慢且收益不稳定，无法及时偿债。信贷资源错配。考虑到政府主导项目所天然附带的隐性担保属性，基建项目大量挤出了对中小企业的放贷。财政风险向金融风险转化，影响投资效率，得不偿失。地方政府偿债压力大、未向债权人一方提供足够信用担保时，债权方基于风险考虑，有可能停止持续性的信贷投放，导致在建项目停工、政府与金融机构发生冲突等。

后疫情时代的显著特征是，权宜性宽松信贷政策逐渐退出，政府部门疫情期间所加杠杆逐渐回落，同时谋求实际 GDP 增长以稀释债务存量。但是，如果无法做到经济刺激政策和债务消化、债务规模控制的平衡，可能导致地方政府隐性债务反弹。

防范化解地方政府债务风险，一方面要从债务结构上进行调整，对于国企举借的政府性债务应进行有效置换，划归为地方政府债务或中央政府国债，另一部分真正的企业债要流转起来，对于不良债务及时排毒重组，避免持续给僵尸企业输血；另一方面，必须通过深化国企改革，将国企从地方政府融资行为中剥离，给国企松绑，真正做到政企分开，避免国有企业继续成为地方政府的融资工具。

同时，为了走出一条高质量、可持续的基础设施建设之路，我们建议成立全国性的基础设施投资公司，统一管理地方基建项目的规划、融资、建设与监督。可以从发改委、财政部、审计署以及其他相关部门抽调职能人员，比照世界银行及其他国际开发机构的运作方式，由这一公司对全国地方政府的基建项目进行市场化成本收益分析，发行债券或组织社会资本为项目融资，并行使出资人权利对项目进行监督、追责。通过该方法，一方面，可以把地方的隐性债务从银行体系中切割出去、转而依赖债券融资，不让地方政府的融资和再融资继续挤占宝贵的银行信贷资源，从而有效缓解企业尤其是中小企业的融资压力；另一方面，通过行政手段和市场手段“双管齐下”，可以对地方政府的借贷行为进行根本性的有效管理，从而对其基建行为产生有效制约。

除化隐为显的融资平台改造、融资渠道整顿外，我们认为，地方政府也应当改善支出结构，合理配置中央转移支付、地方财政收入及显性债务的使用范围，降低债务期限错配，实现债务规模稳中有降。在不滥举债的前提下，政府应发挥好持续性刺激地方经济的作用，用实体经济的回报为地方政府债务背书。

风险三：中小银行经营风险

近年来，中小银行资产占比呈上涨趋势，2017 年以前中小银行资产占比快速攀升，银行资产负债表持续扩张，其后资产增速放缓但仍普遍高于银行总体增速，其经营风险对整个经济体而言不容小觑。部分中小银行长期以来偏离主业，过于依赖同业业务，但是中小银行同业存单发行难度增大，同业拆借利率上升，给中小银行带来更困难的资本补充问题。在与大银行的竞争上，金融创新、金融科技进一步压缩了中小银行的“称霸”空间，中小银行因此不得不承担更多与资本、管理、科技实力不相匹配的风险。经济增速放缓、经济下行压力下，随着企业经营状况的不稳定与金融监管政策的收紧，去杠杆过程中中小银行资产质量下降，不良贷款率上升，进一步影响整体流动性、实体经济融资等，并导致银行债务违约、金融系统性风险的威胁加大。

包商银行事件中反映严重的中小银行同业负债风险、贷款风控问题以及多方面因素导致的不良贷款堆积问题，幸得政府主动出击将风险有效控制。2017 年 9 月底，包商银行同业负债占比甚至一度高达 53%。2019 年 5 月被央行银保监会接管前，包商银行已经出现严重信用危机，同业客户中 400 多家中小金融机构的风险极易形成连锁反应。在占主体的小微企业贷款业务中，风险难以量化，中小银行主要依靠长期了解企业、通过其具体情形判断，客观性本就难以保障。而包商银行信贷内控问题不止于此，其职员曾多次违规大规模放贷，甚至事前不对企业材料进行审核，导致贷款难以追回，加深了银行面对的信用风险。我们认为，在中小银行的信贷业务运营中，整体风险管理与业绩增长之间没有有效的平衡，加上人员流动性大、专业性不足，其往往被暴露在极大的信用风险之中。

中小银行作为提供小微企业贷款的主力，前期的快速扩张，虽然扩大了规模但风控能力、风险承担能力无法与之匹配，杠杆质量问题将导致去杠杆时问题暴露。对此，监管层已经做出以下应对准备：做实资产分类、继续加大不良贷款处置力度、拓宽不良资产处置渠道（综合使用核销、清收、批量转让、债转股等手段，做到应核尽核，应处尽处）。

虽然目前来看，中小银行法准金额足以覆盖问题资产规模，央行的再贴现和常备借贷便利额度能够直接、迅速地缓解当前可能的流动性紧张和信用被动收缩问题，但是我们依旧不能放松警惕，日常监管并进一步优化中小银行资产负债表结构仍是第一位的。一方面，我们建议利用政策工具引导中小银行回归本业，服务小微企业，如将业务结构纳入银行业绩考核体系，以税收优惠、融资便利、利率限制放宽、提高不良贷款容忍度等形式提供外部激励；另一方面，地方政府可以推动金融体系与科技体系的融合，从实处为中小银行信用风险控制提供支持，如帮助中小银行实现金融科技覆盖，利用区块链、供应链金融等技术、服务改善小微企业信用不足、担保不足的现状，同时促进贷款业务正规化，减少信息不对称。

4. 价格：大宗价格推升 PPI 上涨，但对 CPI 传导较弱

2021 年以来，国际大宗商品价格出现快速上涨态势。2021 年 1-5 月的 CRB 现货指数同比增速分别达到了 10.32%、11.77%、17.92%、29.71%、45.95% 和 49.36%，同比增速呈现出两位数加速上涨态势。2021 年 5 月的 CRB 指数(540.86) 已经超过国际金融危机后的阶段性高点（2008 年 4 月达到 468.62），并接近于 2010-2011 年通胀上行期的历史性高水平（2011 年 4 月达到 575.66）。

国际大宗商品价格飙升明显地推升了国内工业品出厂价格 PPI 的上涨。国内 PPI 同比增速也呈现出同步加速上扬趋势，2021 年 1-4 月国内 PPI 同比增速分别为 0.3%、1.7%、4.4%、6.8%（五月尚未公布）。可见，国际大宗价格上涨对 PPI 的增速上升的传导是基本同步的和明显的。从构成角度来看，国际大宗商品价格上涨主要带动的是 PPI 生产资料（包括采掘品、原料和加工业产品三大类）的上涨，而对 PPI 生活资料（包括食品、衣着、一般日用品和耐用消费品四大类）的传导幅度有限。而从国内南华大宗商品价格指数来看，金属类和工业品类的价格上涨幅度较大，而能化类和农产品涨幅相对较小。黑色金属、有色金属和煤炭是此轮大宗价格上涨中的主要种类。

图 18 CRB 和国内 PPI 同比变化趋势 (%)

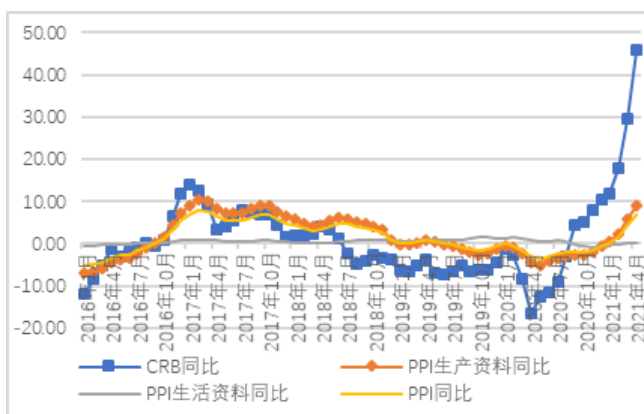
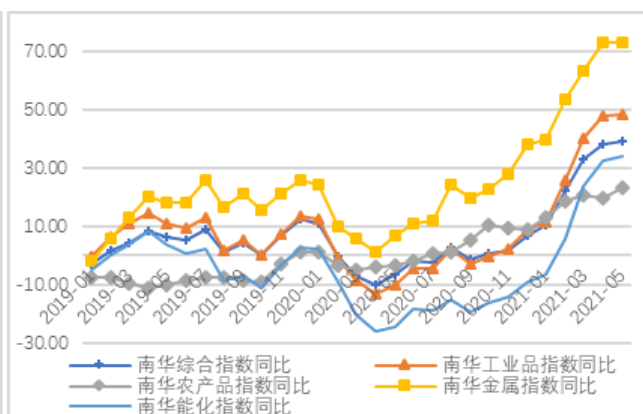


图 19 国内南华大宗商品价格指数同比变化趋势 (%)



资料来源：WIND 数据库。

从大宗商品价格上涨对 PPI 的影响差异来看，影响力度依次是：PPI 采掘品类 > PPI 原料类 > PPI 加工产品类。这说明大宗商品价格对 PPI 的影响力度，在工业生产部门呈现出由上游到中游再到下游依次衰减的态势。从原材料、燃料、动力购进价格指数 PPIRM 来看，工业企业的生产成本上涨幅度较大的项主要也是有色金属和黑色金属，以及化工原料。

总体来看，应对疫情下的流动性充裕、国际大宗产地减产、政策性供给收缩以及需求复苏是此轮大宗价格上涨的主要原因。若从以上四个条件加以判断，未来短期内大宗商品价格继续大幅上涨的空间较小。一是，5月巴西卫生部宣布巴西的疫苗接种进度快于预期，推测未来疫情可能会有所好转，大宗产品的国际产能和供给压力可能会有所降低。二是，美联储4月的货币政策会议纪要对未来有可能收紧货币政策的讨论有所暗示，并提高了市场对于美联储未来加息预期。市场还认为美联储有可能在第三季度释放缩减QE的预期，而流动性的收紧从美元标价角度对大宗继续上涨有抑制作用。三是，在前期大宗商品持续上涨的压力下，国内长期内稳步推进的“碳达峰”和“碳中和”限产政策与短期内亟需保供稳价政策之间会有一定的协调，有利于通过国内供给增加以抑制价格上涨。从5月下旬开始，在中央稳价保供的政策作用下，国内普通混煤(-7.1%)、螺纹钢(-13.6%)、线材(-13.2%)、热轧普通薄板(-13.1%)、电解铜(-3.6%)、铝锭(-5.7%)等煤炭类、黑色金属类和有色金属类大宗商品价格已经纷纷出现了回调趋势，抑制了PPI持续上涨的势头。四是，目前中国经济的生产端恢复较好，但需求端的消费、制造业投资和基建投资复苏的力度相对还较弱，这将从需求侧方面抑制大宗价格继续上涨。因此，由以上几方面因素分析可知，下半年的大宗商品价格继续上涨的可能性较低。

为了促使国内大宗商品价格更快地回归到合理的水平，保持宏观价格的稳定，我们建议：一是，继续采取稳定和增加国内大宗产品生产和供给的措施，协调好长期双碳目标下的限产政策和短期保供稳价政策之间的关系；二是，有效地保持市场的竞争秩序，查处大宗商品领域不正当垄断、炒作和哄抬价格的相关行为；三是，长期内需要增强大宗商品的国内勘探和自我供给能力，拓宽大宗商品的国际供应渠道，并建立大宗商品战略储备机制，增强多方供给的稳定性。四是，需要继续加快经济结构的转型升级，通过技术进步提升大宗产品的利用效率，降低经济高质量发展对于大宗的依赖程度，提升生产企业对于大宗原材料成本波动的吸收能力。

综合以上分析以及翘尾因素判断，我们预测大宗商品价格将在第二季度见顶逐步回落，并带动国内PPI同比增速的回调。2021年第二季度的PPI同比增速在达到最大值后开始下降，预计2021年PPI同比增速为5%左右。

虽然PPI增速上涨明显，但是PPI向CPI传导较弱，全年CPI温和可控。

2021年以来的CPI增速一直维持在比较温和的水平，并未有通胀压力。2021年1-4月的CPI同比增速分别为-0.3%、-0.2%、0.4%和0.9%（5月尚未公布），尽管呈现出上涨的态势，但仍处于1%的较低水平区间。可见，尽管国际大宗商品价格带来了PPI的上升，但对下游CPI的传导似乎并不畅通，上半年的大宗价格和PPI上涨并没有给下游的CPI带来通胀压力。事实上，自2012年以来，我国PPI与CPI的变化趋势就已经出现了背离态势，两者的变化趋势呈现出明显的差异性，上游PPI向下游CPI的传导机制已经明显减弱。

从PPI的构成成分相似程度来看，CPI变化趋势只与PPI生活资料价格变化的趋势基本保持一致，而与PPI生产资料价格变化趋势的差异性较大。因此，大宗商品价格上涨主要是对PPI生产资料价格上涨带来较大影响，而对PPI生活资料的影响较小，也没有对CPI造成上涨压力。

从CPI的构成来看，大宗商品价格主要直接影响的是CPI消费品价格，而对CPI食品价格和CPI服务价格的直接影响相对有限。其一，我国CPI的构成中，食品占比仍然较高，服务的占比在不断提高，而工业消费品的占比在降低，这使得上游大宗商品价格和PPI的变动对下游CPI的传导作用在减弱。尽管当前大宗等原材料成本占比高的家电等工业消费品行业、装修行业价格已经出现了较为明显的上调，但对总体CPI的影响幅度依然较小。其二，由于国内下游工业消费品行业市场集中度较低，市场竞争激烈，为了维持一定的市场份额，厂商在短期内不能很好地将生产成本的上涨传递至下游消费环节，从而对CPI的传导影响能力有限。其三，在当前猪周期下行和果蔬供给增加的带动作用下，CPI食品价格同比增速的下降也拉低了CPI上涨的动力。另外，由于短期内居民消费增速不及预期，尚未恢复到疫情前水平，这也从需求端制约了CPI的上涨。可见，通过大宗价格和PPI的直接成本方式影响总体CPI上涨，从而形成全面通胀的概率很小。即使我们充分考虑到PPI对CPI传导的时滞效应，下半年CPI的上涨空间依然有限。

为此，我们建议的是，需要更多地采取引导和管理好通胀预期的方式，防止大宗和PPI上涨通过不合理的通胀预期向CPI传导。为此，需保持前期大宗商品保供稳价政策的连续性，维持大宗商品平稳甚至短期内的下跌趋势，阻断人们的通胀预期。同时，通过相关的政策宣传、公告和舆论引导，使居民增加大宗商品上涨并不一定带来消费领域价格全面上涨的认识，引导居民形成正确的、合理的通胀预期，防止通胀预期带来消费端价格的上涨。

总体来说，我们预计 2021 年下半年 CPI 同比增幅会有所扩大，但全年的 CPI 同比增速将在 1.5% 左右，消费领域并无通胀压力。

图 20 CPI 同比上涨变化趋势 (%)

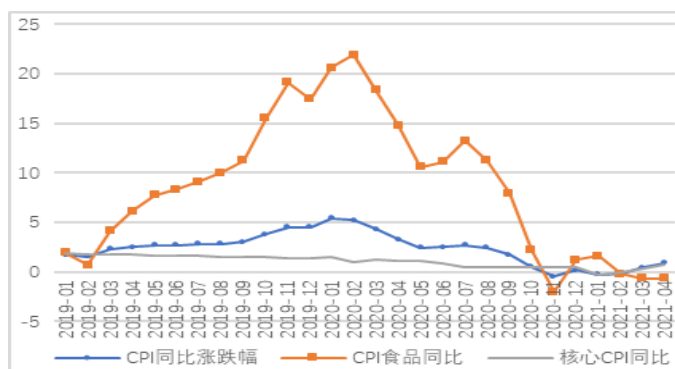
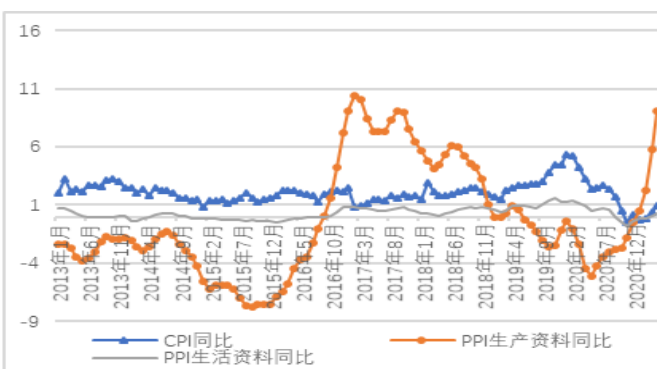


图 21 CPI、PPI 生产资料和生活资料同比变化趋势 (%)



资料来源: WIND 数据库。

5. 国际收支和汇率：经常账户回弹，趋势或难持续，人民币汇率仍面临不确定性

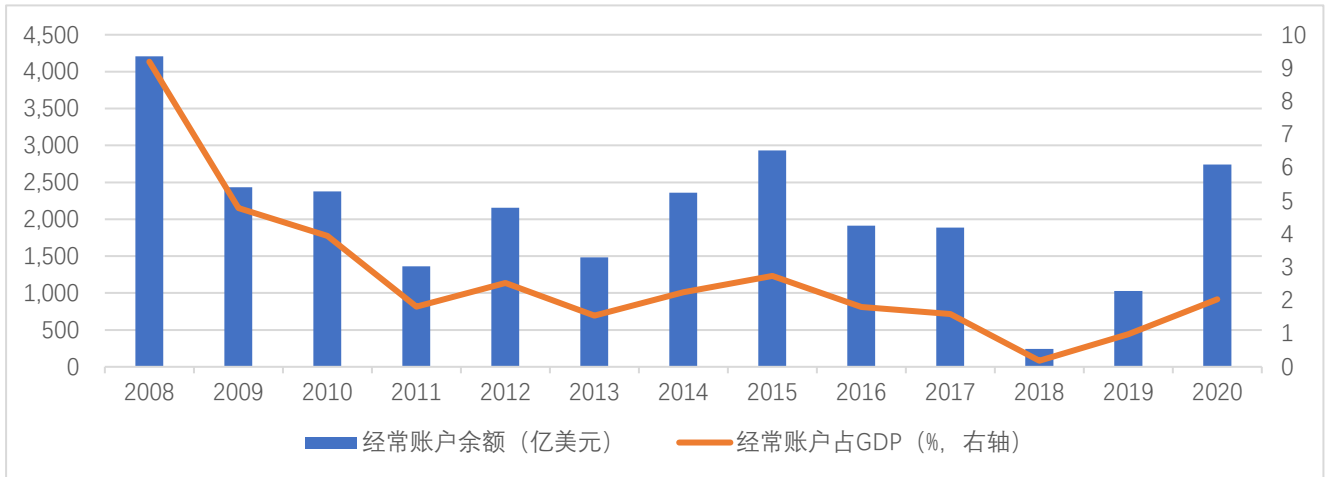
2020 年三季度以来，由于国内疫情控制与经济恢复领先于其他经济体，中国面临的国际金融环境大幅度改善，经常账户余额由负转正，人民币汇率也由贬转升。相对于疫情之初对经常账户逆差以及汇率贬值的忧虑，2020 年国际收支与汇率的表现可谓惊喜。然而，探究现象背后的动因则不难发现，若国际疫情随着疫苗接种逐步得到控制，则经常账户顺差的仍有可能回归 2016-2018 年的下降趋势，而国际金融与政治环境的变动也可能改变人民币的升值趋势。因此，从维护国内宏观经济稳定的角度出发，汇率、资本流动等国际金融风险仍需密切关注，避免贬值、资本外流与国内金融资产价格波动联动引发系统性金融风险。

(1) 2020 年经常账户顺差显著回升，但长期仍可能回归下行趋势

国家外汇管理局发布的数据显示，2020 年全年中国经常账户顺差达 2740 亿美元，是 2019 年的 2.7 倍，达到 2016 年以来的最高值，自 2018 年以来实现连续两年增长。同时，根据国际货币基金组织公布的数据，2020 年中国经常账户余额占 GDP 的比重为 2.0%，也达到 2016 年以来的最高值。2019 年与 2020 年经常账户顺差占 GDP 比重的持续回弹与过去十年的趋势有所不同。自国际金融危机以来，经常账户顺差占 GDP 的比重呈现震荡下行的大趋势，由 2008 年的 9.2% 下滑至 2018 年的 0.2%，同期顺差绝对值也从 4200 亿美元降低至 241 亿美元，甚至在 2018 年上半年出现单季逆差。2019 年，服务贸易（特别是境外旅行消费）等的严格管理使得服务贸易逆差收窄，经常账户顺差有所回弹，2020 年经常账户顺差则在此基础上进一步回升，恢复至 2015-2016 年的水平。

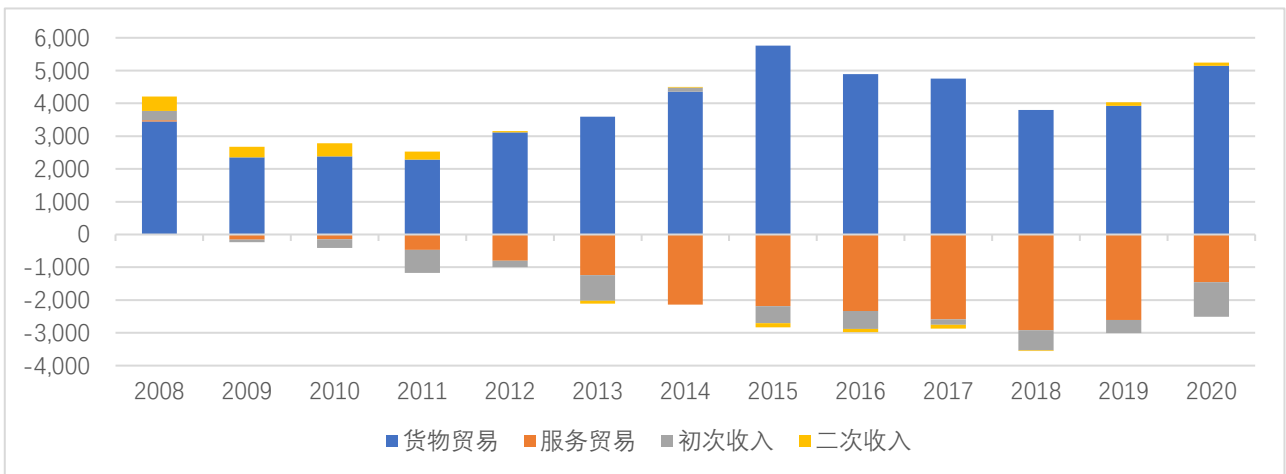
然而，从经常账户的结构看，顺差回弹主要受到疫情因素的助推。一方面，由于国内的疫情控制与经济恢复领先于其他经济体，2020 年中国的出口表现优于预期，这使得货物贸易顺差在 2020 年大幅提高，达到 5150 亿美元，较 2019 年增长 31%，是 2016 年以来的最高值。另一方面，由于国际旅行限制，服务贸易逆差大幅度缩小至 2020 年的 1453 亿美元，较 2019 年减小 44%，大约回调至 2013 年的水平（相较而言，2019 年境外消费管理后服务贸易逆差较 2018 年仅收缩了 11%，可见疫情对国际旅行影响之显著）。随着其他经济体的疫情得到控制，生产逐步恢复，中国的货物贸易出口将边际回落，而随着疫苗接种的推行，国际旅行也将逐步恢复。因此从中期看，货物贸易顺差有可能再次回落，而服务贸易逆差则可能再次扩大。在上述因素推动下，经常账户顺差可能再次回落，甚至出现逆差。事实上，2020 年 1 季度就出现了这样的情景。受疫情影响，当季经常账户顺差同比减小 74.8%，而服务贸易逆差同比仅减小 25.9%，经常账户录得逆差 405 亿美元。

图 22 中国 2008-2020 年的经常账户余额



注：经常账户余额数据来源于外管局；经常账户占 GDP 的比重来源于 IMF World Economic Outlook, April 2021。

图 23 中国 2008-2020 年的经常账户结构（亿美元）



注：数据来源于外管局。

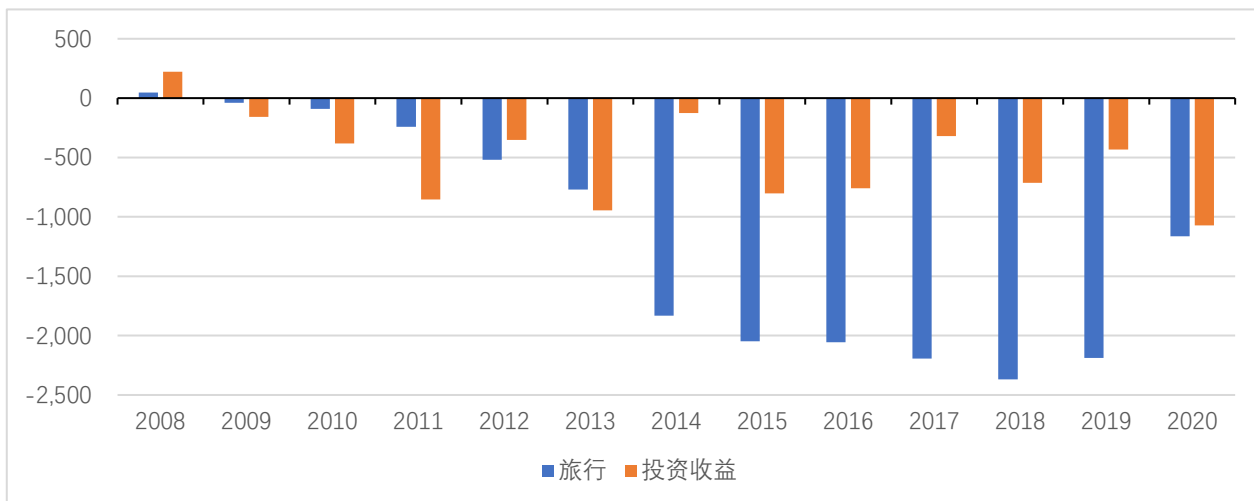
在双循环的新发展格局下，中国经济对外需的依赖将进一步边际下降，经济自身的结构调整（如劳动力、环境成本提高）以及国际贸易摩擦等因素将对出口的进一步增长带来挑战。同时，与满足国内经济活动所需的原材料、中间品以及满足人民生活的消费品相关的进口需求将进一步释放。因此，未来很难继续依靠贸易顺差稳定经常账户余额。从经常账户的结构出发，服务贸易中的旅行项和初次收入中的投资收益项可以作为稳定经常账户的抓手。

对中国的国际收支而言，旅行是服务贸易的重要子项。2014 年以来，旅行逆差占服务逆差比例均超过 80%。然而旅行项之中的一个组成部分是离岸购物，即中国居民到境外购买商品，一部分原因是认为一些国外产品质量更好（如电饭煲、马桶盖、奶粉），另一部分是避税（如奢侈品）。未来应进一步探索吸引上述离岸购物回归境内，如提高国内产品的质量与品牌意识，进一步优化海南离岛免税商品的种类与购物体验。

近年来中国的初次收入一直维持逆差，主要是由投资收益逆差带来的。2020 年，中国投资收益录得逆差 1071 亿美元，是 2008 年以来的最高值。中国的对外投资主要是集中于官方储备资产（以国际投资头寸表口径计算，2020 年末达 39%），要兼顾投资的安全性与流动性，因而对外投资的整体收益率较低。相较而言，中国的对外负债则主要集中于直接投资（以国际投资头寸表口径计算，2020 年末达 49%），整体收益率较高。2020 年，在欧美主要经济体资本市场表现较好的背景下，中国对外投资收益为 2244 亿美元，较 2019 年下降 12.8%，是 2016 年以来的最低

值，而外国投资者在中国取得的投资收益为 3315 亿美元，较 2019 年增长 10.2%，达到 2008 年以来的最高值。未来应探索更加多元、高效的对外投资结构与手段，提高投资收益。若能将投资收益逆差扭转为顺差，则也可对经常账户的稳定做出重要贡献。

图 24 中国 2008-2020 年经常账户中的旅行项与投资收益项（净额，亿美元）

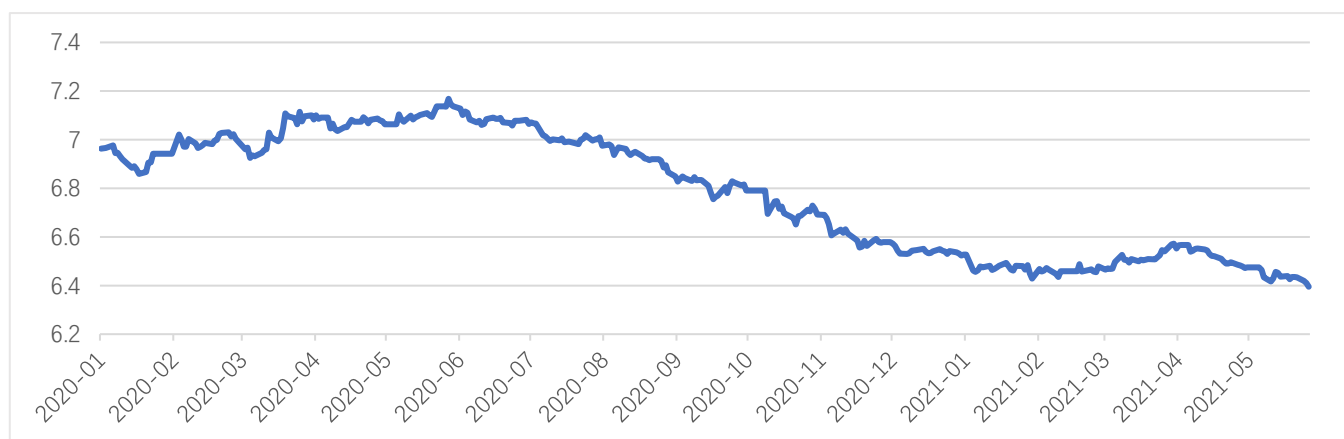


注：数据来源于外管局。

(2) 人民币汇率兑美元升值，但仍面临不确定性

五月末，人民币兑美元汇率突破 6.4，人民币币值达到三年来的最高点。自 2020 年初新冠疫情发生以来，人民币兑美元汇率经历了两轮“贬值-升值”周期。具体而言，2020 年初至 2020 年中，在中国自身疫情发展、国际避险情绪提高，以及海外疫情为出口带来负面影响预期的共同作用下，人民币兑美元贬值，但 2020 年下半年随着国内经济恢复、国际主要货币当局开启量化宽松等，人民币出现较大幅度的升值；2021 年一季度，人民币兑美元再次贬值，而四月以来则重回升值区间。对于未来人民币的走势，主流观点认为人民币的升值存在较强的惯性，将会进一步升值，部分研究甚至在讨论“破 6”的可能性。然而，分析近一段时间汇率波动的影响因素，就会发现短期内人民币对美元汇率存在一定的不确定性。

图 25 人民币兑美元汇率（在岸市场，月平均值）



数据来源：Wind 数据库。

2020年以来人民币对美元的汇率波动与美元自身币值的波动具有较高的相关性。为了更清晰的展示这一关系，我们计算了美元指数月度环比贬值率（美元指数月度增长率的相反数）与人民币对美元汇率月度环比升值率。比较可知，2020年以来，人民币升值往往伴随着美元的贬值，反之亦然。进入2021年，二者的相关关系更加密切。人民币有效汇率与兑美元双边汇率之间的关系可以为上述相关性提供另一个例证。与2019年年末相比，人民币实际有效汇率、名义有效汇率的最大升值幅度分别为6.0%与6.3%，而人民币兑美元的最大升值幅度则达到8.6%；与2021年2月的高点相比，至2021年4月，人民币实际有效汇率贬值1.4%，而兑美元汇率则贬值0.9%。因此，近期人民币币值波动对贸易的实际影响是有限的。

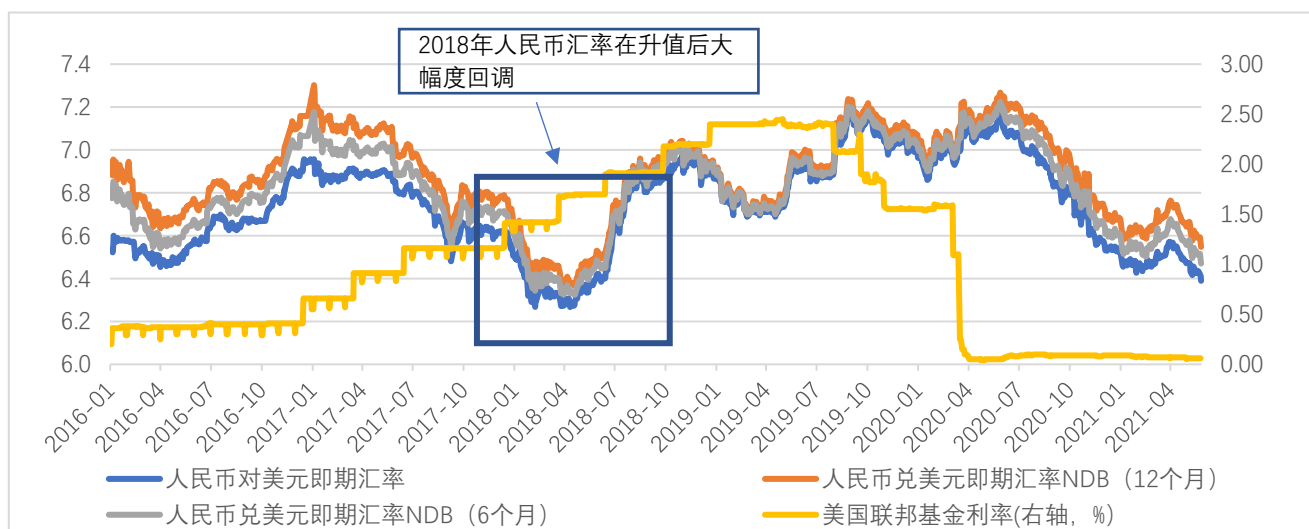
未来人民币走势的不确定性至少来源于三个方面。

第一，当前发达国家货币当局的量化宽松仍在继续，但货币政策边际收紧可能会提前到来。一方面，现金补贴、失业救济等财政政策使得发达国家的消费复苏快于生产复苏，劳动力工资面临上涨压力；另一方面，大宗商品价格的上涨也将逐步向消费端传导。在上述通胀压力下将促使货币当局收紧量化宽松或加息，近期美联储部分官员的表态也暗示了有关考虑。即便加息已被投资者纳入预期，但其带来的利差变化以及对新兴市场稳健性的担忧仍将导致部分资金回流发达经济体，使得美元走强、人民币走弱。

第二，欧美疫情逐步得到控制，经济逐步复苏，有更多精力着手实施产业链本土化与基建投资，不排除一些企业在补贴与其他政策下将产业链转移回欧美国家。

第三，尽管拜登政府较特朗普政府有更强的确定性，但中美、中欧围绕政治、经济问题的博弈仍在继续，不排除部分政客进一步炒作中国议题，创造新的贸易、金融摩擦。类似事件也将带来人民币贬值压力。事实上，从香港离岸市场人民币无本金交割远期（NDF）成交价格看，未来6个月、12个月人民币对美元汇率（在岸价）均较即期汇率贬值（5月26日分别为6.47与6.54），即投资者仍认为人民币并不一定会延续快速升值路径。

图 26 人民币对美元汇率及其 NDF 与美国联邦基金利率



数据来源: Wind 数据库。

外汇市场同时受到实体经济因素和金融因素的影响。在短期，投资预期的快速反转往往引发汇率与资本流动的大幅度波动。2015年“811汇改”后人民币贬值、资本外流以及股市、汇市联动给国内的宏观调控带来了不小挑战。2018年上半年的汇率波动可以提供借鉴。2017年年初至2018年年初，人民币汇率快速升值，至2018年4月突破6.3，当时许多观点认为人民币“破6”将是大概率事件。然而，随着美联储连续收紧货币政策，新兴市场货币出现大幅度波动，加上贸易战的影响，2018年5月起人民币出现大幅度贬值至年末接近6.9。

在当下复杂的国际经济、政治局面下，仍应谨慎关注国际金融环境变化对资本流动与外汇市场带来的影响，严

防国际收支与汇率波动引发系统性金融风险。事实上，近期货币政策当局已经有所行动。5月27日，全国外汇市场自律机制工作会议明确表示不能将汇率作为工具刺激出口或抵消大宗商品价格上涨，强调汇率必然是“测不准的”；5月30日，《金融时报》发表评论员文章提示有可能导致人民币贬值的众多因素；5月31日，中国人民银行决定上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，回笼外汇流动性约200亿美元。政策层的一系列信号传递了稳定市场预期、防范国际收支大幅度波动的明确意图。

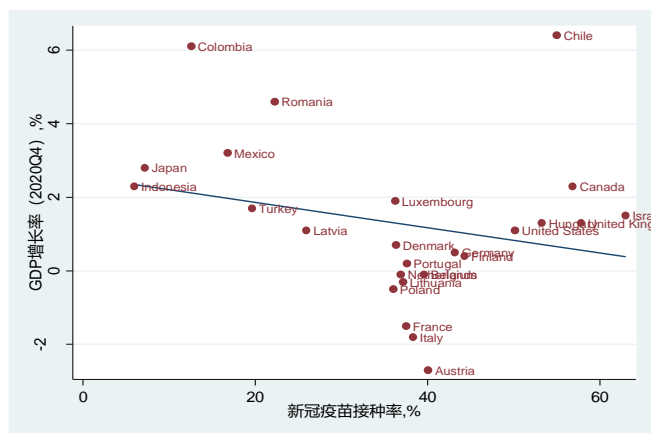
（二）国际经济形势：关注疫情分化与反复、国际货币政策转向两大风险，全方位积极应对

1. 各国疫苗接种率和经济恢复分化严重

2020年底-今年年初的第三波疫情高峰主要集中于美国、英国、德国、意大利和加拿大等发达国家。国际货币基金组织（IMF）4月发布的最新一期世界经济展望显示，除去拉丁美洲和加勒比沿海国家，2020年疫情控制较差的国家主要是美欧等发达国家，他们的GDP增长普遍比亚洲和欧洲的发展中国家低2-3%。进入3月后，全球每日新增新冠病毒确诊人数再次激增，进入第四波高峰期，全球确诊人数从3月初单日38万左右，迅速上升到4月25日的82.6万。主要受损国是印度等东南亚和拉丁美洲国家。截至5月30日，发达国家如英美以色列等国的疫苗接种率都超过50%，有望在今年年底基本控制疫情。而东南亚和拉美等发展中国家的疫苗接种率都低于15%，远远小于群体免疫屏障75%的目标，由于疫苗紧缺，这些国家今年基本控制疫情的可能性较低。

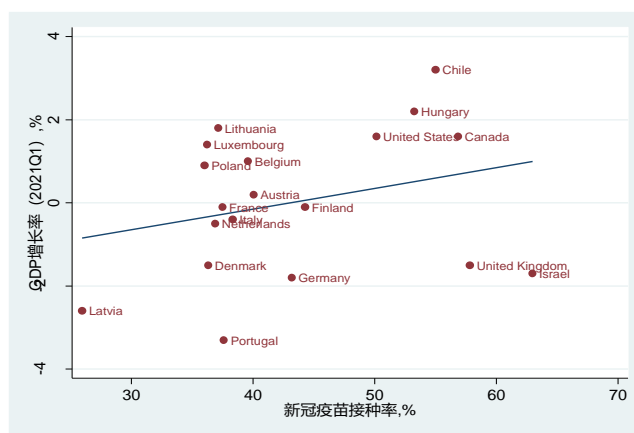
英美等发达国家也正式从20年12月开始接种新冠疫苗。各国经济恢复和新冠疫苗接种率高度相关，呈分化趋势。根据OECD最新数据和疫情数据（数据库Our world in data），截止5月30日的25个国家疫苗接种率和2020年第四季度的GDP增长环比数据负相关（图1）。去年经济衰退越大的中高收入国家对疫苗接种投入越多，接种率越高。同时，除印度尼西亚，哥伦比亚，墨西哥，土耳其和罗马尼亚五个国家外（此五个国家，疫苗接种率比较低<20%，但今年第一季度GDP增长为正），最新的疫苗接种率和2021年第一季度的GDP环比增长正相关（图1）。随着变异新冠病毒从印度蔓延，疫苗接种缓慢的经济体下滑风险加深，如南亚、东亚、拉丁美洲等国。2021年GDP增长与现阶段疫苗接种率和未来半年疫苗接种可得性高度正相关。IMF预测美国、英国等发达国家的2021年GDP增速预期普遍比低收入国家高2-3%。考虑到美国和欧盟加息或量化宽松政策转向收紧，同时，这些发达国家疫情恢复后开始实施产业链转移与基础设施投资，国际资金将从发展中国家回流到发达国家，发展中国家将会面临债务危机风险，引发更大经济危机。

图 27 新冠疫苗接种率（截至 5 月 30 日）与 2020 年第四季度 GDP 增速关系



资料来源：OECD 数据库，OUR World in Data 新冠疫情数据库。

图 28 新冠疫苗接种率（截至 5 月 30 日）与 2021 年第一季度 GDP 增速关系



资料来源：OECD 数据库，OUR World in Data 新冠疫情数据库。

中国经济恢复有赖于外贸的稳定发展。根据 IMF4 月报告，全球的工业产值和制造业贸易基本恢复到疫情前，但服务贸易依然有很大缺失。中国外贸延续去年增长势头，2021 年前 4 个月进出口、出口增速创 10 年来同期最高水平。“宅经济”产品继续带动出口增长。中国服务贸易方面，出口上升，进口下降，知识密集型服务贸易占比提高，占服务出口总额的 55.2%，占服务进口总额的 38.9%。在外商投资政策方面，国家发改委颁布的《鼓励外商投资产业目录（2020 年版）》在 2021 年 1 月 27 日起施行，新目录进一步放松外资管制。今年 3 月 11 日，国家发展改革委宣布将会同相关部门修订《鼓励外商投资产业目录》，扩大外商投资备案制项目范围。东盟已经在 2020 年成为中国第一大贸易伙伴。东亚、南亚、拉丁美洲的新一轮疫情蔓延可能会降低中国与这些国家的贸易，影响中国经济恢复速度和进一步发展。

2. 美欧内部各团体利益不一致，对中态度分化

中美和中欧关系对全球经济的恢复至关重要，美欧内部各团体对中国态度不一。

5 月 27 日和 6 月 2 日中美双方进行两次通话。第一次全面经济对话中方牵头人刘鹤与美贸易代表戴琪通话，中美两国新一轮贸易谈判可能将于三季度开启，同时评估中美第一阶段贸易协定的成果。第二次是刘鹤与美财政部长耶伦讨论综合性经济问题。基于这两次对话的沟通，6 月 3 日，中国商务部新闻发言人高峰称，中美经贸领域已经开始正常沟通，双方同意下一步为生产者和消费者务实地解决一些具体问题。

但是中美关系正常化依然面临较大政治风险。4 月 21 日，美参议院外交关系委员会通过《2021 年战略竞争法案》。这是由国会推动的立法，全面对抗中国。该法案主要起草者梅嫩德斯在声明中指出，这代表了“前所未有”的两党合作，美国将动员所有战略、经济和外交工具抗衡中国。6 月 3 日，美国总统拜登签署行政令，将 59 家中国企业列入禁止美国个人与投资机构投资的黑名单，这是延续前任总统特朗普去年 11 月签订的行政令，对黑名单进行修改和扩增。

美国国会对中国态度渐渐强硬，而拜登政府的“该竞争时竞争、能合作时合作”的对华战略相对比较理性，美国内部不同团体对中态度分化。

另外，欧洲议会对中国比较强硬，5 月 20 日，欧洲议会通过决议，在中方解除对欧洲议会议员等实施的反制裁前，将“冻结”关于批准中欧投资协定的有关讨论。但西班牙政府率先改变态度，对中国比较友好。5 月 26 日，国家主席与西班牙首相桑切斯通电话，加强中西合作，西班牙愿意推动中欧投资贸易协定的实施，维护多边协议。

3. 政策：中国应提倡全球一致抗疫，同时联合美欧内部的理性团体，创造合作共赢机会

由于新冠病毒高度变异和传播隐秘，控制疫情需要全球各国合作。由于印度疫情严峻，自顾不暇，全球疫苗产能急剧下降。发达国家的疫苗需率先满足自己国家的使用。除中国外，发展中国家普遍缺乏疫苗的生产能力和采购能力。而中国国药集团（北京）和科兴的生物新冠疫苗分别在 5 月 8 日和 6 月 1 日正式通过世卫组织紧急使用认证，成为世界卫生组织推荐采购产品。其中，国药疫苗已在全球 70 个国家和地区及国际组织批准注册上市或紧急使用，100 多个国家和国际组织提出采购需求，国内外供应超过 2 亿剂，接种已覆盖 196 个国家人群，是全球使用最广泛、使用效果最好、安全性最高、受好评最多的新冠疫苗。我们应该扩大疫苗产能和运输能力，帮助其他发展中国家人民接种疫苗，实现群体免疫目标。中国尤其要帮助东盟各国控制疫情，有利于维持中国产业链顺利运转和稳定进出口。

全球经济恢复也离不开良好的中美和中欧关系。美国和欧盟内部不同利益团体对中态度分化，中国应从新角度思考国际关系，联合美国、欧盟内部的理性团体，创造相互合作共赢机会，推进中美经贸关系正常化，推动中欧投资贸易协定的落实。中美和中欧关系正常化对全球经济恢复至关重要。

二、从人口大国迈向人力资源大国

（一）人力资源而非人口总量是经济长期发展的基础

1. 人口红利理论缺陷

改革开放四十余年来，中国创造了人类历史上最大规模的经济增长，人民收入水平和生活水平大幅提高，发展成就举世瞩目。在 1978-2019 年的 41 年间，中国按可比价格计算的 GDP 增长了 39 倍，年均增速达到 9.4%；按购买力平价计算，中国 GDP 占世界的比重从 4.9% 上升到 18.2%，经济总量世界占比的提升速度超过了英国、美国、日本、“亚洲四小龙”在各自经济发展史上的最高增长记录¹。1978 年，中国城乡居民人均可支配收入仅为 343.4 元/年和 133.6 元/年。伴随经济高速发展，截至 2019 年，按可比价格计算，两者分别增加到改革开放之初的 17 倍和 21 倍。我国在改革开放以来获得了经济体量和质量的飞速发展，而“人口红利”则被公认是其背后的重要推动力之一。新中国成立以来，我国经历了数次人口生育高峰。按照人口发展的惯性规律，在改革开放之后，先前“婴儿潮”中的新生人口陆续步入劳动年龄且相互叠加，劳动力规模持续扩大。同时由于我国在改革开放初期考虑到中国国家大、底子薄、人口多、耕地少的特点，执行了计划生育政策的基本国策，出生率快速下降，使得人口年龄结构呈现“中间大、两头小”的形态，从而使得劳动年龄人口占总人口比重在一定时期内维持较高水平、总抚养比维持较低水平，进而对经济增长创造了有利的“人口条件”或“人口机会”。改革开放以来，我国在政治、经济、社会、对外开放等多个领域的政策探索与创新充分开发并利用了当时的人口优势，实现了人口机会向经济效益的转变，进而收获了人口红利，为中国的经济奇迹做出了巨大的贡献。例如外向型的劳动密集型产业的发展推动我国成为世界制造业大国、2001 年加入世界贸易组织后的快速发展使得我国于 2010 年超过日本成为世界第二大经济体等。多年来，众多学者根据不同的研究视角和方法，测算出人口红利对经济增长的贡献率介于 10%—30%²。

但是，随着人口年龄结构的演进、“人口机会”的动态转型，我国于世纪之交步入了老龄化社会，其进程仍在加速、程度仍在加深。2020 年的第七次全国人口普查结果显示，中国 65 岁以上老年人口数量为 1.91 亿，人口老龄化水平为 13.5%。根据第五次、第六次全国人口普查，2000 年、2010 年的人口老龄化水平分别为 6.96%、8.87%。可见，近 10 年来的人口老龄化进程在明显加速。另一方面，国家统计局数据显示，中国劳动年龄人口（15-64 岁）在 2013 年达到 10.06 亿人峰值，之后开始下降；其占总人口比重在 2010 年达到 74.5% 峰值，之后步入下行。第七次全国人口普查结果显示，我国当前劳动年龄人口占比为 68.5%。近十余年来，学术界针对人口老龄化及其对中国经济增长的潜在影响展开了大量研究，很多结论认为中国的劳动年龄人口数量下降将导致有效劳动力规模萎缩，年龄结构的生产效应降低，人口抚养比上升，人口红利将减弱直至消失，最终会显著拖累我国中长期的经济增长潜力³。

为什么说人口红利理论具有缺陷，主要有以下两个原因。第一，人口红利理论关注了人口数量或年轻人口数量，然而我们认为与之相比健康人口数量更为关键。我们应当清醒的看到，几十年来，我国人口的健康状况、受教育水平均得到了长足的发展，并达到了历史性的新高度。1981—2019 年，中国人口平均预期寿命已由 67.8 岁提升至 77.3 岁，不但高于世界平均预期寿命，且趋近主要发达国家的平均水平。**第二，人口红利理论并未考虑到人口素质的提升。**1981—2019 年，中国学前教育毛入学率由 12.6% 提高至 83.4%，超过中高收入国家平均水平；九年义务教育巩固率在 2019 年达到 94.8%，义务教育普及程度达到高收入国家平均水平；高中教育毛入学率由 39.6% 提高至 89.5%，超出中高收入国家平均水平；高等教育毛入学率由 1.6% 提高至 51.6%，进入高等教育普及化阶段，2019 年高等教育在学总规模达到 4002 万人，居世界第一⁴。与 2010 年相比，2020 年 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，文盲率由 4.08% 下降为 2.67%，人口素质不断提高⁵。因此，我们认为尽管 21 世纪的中国正处在人口加速老龄化、劳动年龄人口数量下降、抚养比提高等不可逆转的社会大背景下，但我们认为，仅仅从劳动年龄人

1 李稻葵等（2020）。

2 原新、高瑗、李竞博（2017），原新、高瑗（2018），原新、金牛（2021）。

3 例如，蔡昉（2004，2007），陆旸、蔡昉（2014，2016），王德文等（2004）。

4 《2019 年全国教育事业统计公报》，中华人民共和国教育部官网。

5 《第七次全国人口普查主要数据情况》，国家统计局官网。

口绝对数量减少、抚养比提高等数量视角对人口红利做出悲观的判断是带有较大局限性的。相反地，我们应该用客观、全面、动态的眼光看待人口红利。

2. 人力资源是经济长期发展的基础

我们认为，在新的发展阶段，应该充分考虑健康、教育等表征人口素质的因素对人力资源的影响，跳出人口结构与人口红利的传统逻辑，关注人本身的发展，而不是人口数量的增减，国家的政策应该重点关注如何保护、提升和用好中国的社会人力资源总量。虽然已有部分文献对健康、教育等人力资源因素及其对人口红利的意义做了探讨⁶，但是遵循这个逻辑对“人力资源总量”进行重新测算和国际比较还不多见。本报告将以人力资源总量为核心指标对中国的“人力资源红利”做出具体测算，并提出相关的政策建议。

我们认为，人力资源总量而非人口总量是经济长期发展的基础。随着人们健康状况的持续改善、受教育水平的不断提高，传统的以人口数量或年轻人口数量为标准的指标已经不足以对当前我国人力资源储备进行精准测度。比如，在本世纪初，我国居民的预期寿命只有 71 岁，新增劳动力的平均受教育年限也仅有 9.6 年，而在 20 年后的今天，我们的健康状况明显改善，预期寿命已经提高至接近 77 岁，预期受教育年限也提高了接近 5 年。在同样人口存量的基础上，健康和受教育水平的提高有助于提升人们的人力资源配置，也就是说，与 20 年前的 22 岁青年相比，同样一个 22 岁刚刚步入就业岗位的青年，考虑到他的预期寿命和受教育时长分别提升了 5 年左右，因此可以以更健康的身体状况更高效地在他在工作岗位上进行工作，从而具备更高的人力资源配置。

人力资源总量是指一个经济体考虑到人口素质（包括健康水平和受教育水平）的有能力参与经济社会活动的人口工作时间储备。为此，我们设计了人力资源总量新测度，在反映人口总量和人口结构等传统人口数据的基础上，试图捕捉这种健康和教育对人力资源总量的影响。具体来说，人力资源总量刻画的是当前的存量人口在现有的受教育水平下可健康工作的时间，其测度方法如下：

$$\text{人力资源总量} = \text{全部人口预期健康寿命时长} \times \text{劳动力技能}$$

其中，人口预期健康寿命时长指的是全国所有人口预期健康寿命的加总，根据世界卫生组织（WHO）的相关数据，我们对不同年龄区间人口剩余预期健康寿命⁷进行估算，综合各年龄区间的人口数量分布，我们可求得在当前人口存量和年龄结构下，我国人口预期健康寿命总时长。随着时间的推移，人口总量、年龄结构和预期健康寿命发生变化，这些都会对全国人口预期健康寿命时长产生影响，比如，老龄化的加剧会在同样人口总量的情况下，缩减人口预期健康寿命时长，而我国人口健康状况的改善又将提升总体预期健康寿命，从而提升人力资源潜力。

人力资源总量测度的第二个重要组成部分是劳动力素质，这反映了教育投资对人力资源提升的重要作用，而最简单直接的刻画就是受教育年限的提高对人们工作效率的提升。参考历史经验和文献资料，教育产出回报率一般在 8%到 18%之间⁸，也就是说，每增加一年的平均受教育时长带来的劳动产出增长至少为 0.08，这相当于将我国的人力资源配置提升了 8%。我们将人口预期健康寿命与教育投资产出回报率相乘，就可得出一个国家的人力资源配置总量，因此，随着平均受教育水平的提高，即便不考虑人口总量、结构和健康水平的变化，一个国家的人力资源配置总量也处于逐步上升的态势。

根据以上的定义和测算方法，我们计算了本世纪初至今不同国家的人力资源配置总量。以 2000 年为基年，并将 2000 年人力资源总量设为 100，我们将之后各年人力资源总量进行标准化处理，得出人力资源总量的国际可比指标。

⁶ 例如，原新、高瑗、李竞博（2017），原新、金牛（2021）。

⁷ 出生预期健康寿命是 WHO 公布的统计指标，该指标考虑到各类常规致死和非致死疾病可能对人们健康工作和生活造成影响，从而在预期寿命的基础上剔除这些不同疾病对健康生活时长造成的折损。出生预期健康寿命指标是我们对不同年龄区间人口预期健康寿命进行估算的基础。

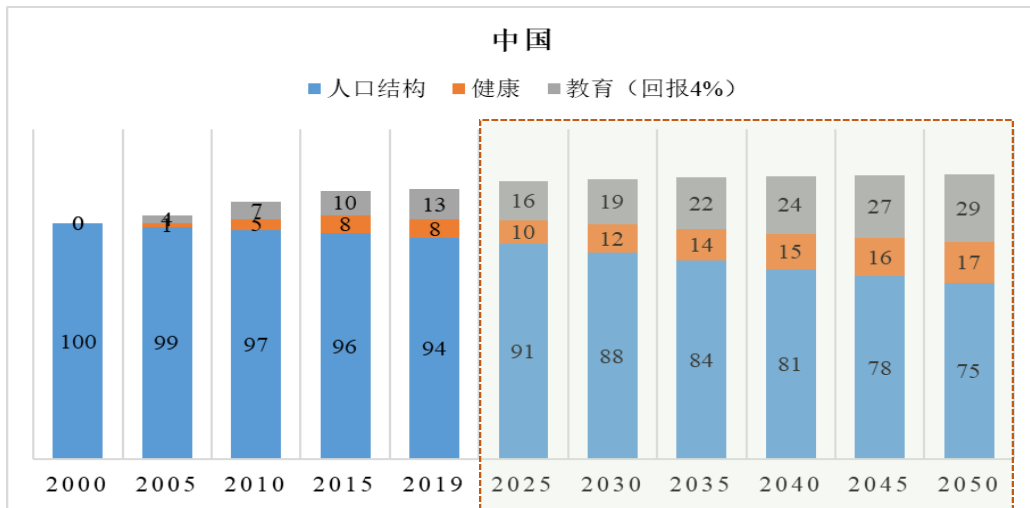
⁸ 参考李稻葵、石锦建、金星晔，“十三五”时期中国经济增长潜力和前景分析，《投资研究》2015 年第 12 期

3. 中国人力资源总量到 2050 年前仍然保持增长态势

按照以上分析方法，我们对本世纪初以来中国的人力资源总量进行了测算，并将影响人力资源的因素分成三大类，分别是人口数量和结构的变化、健康水平的改善、受教育水平的提高，分别研究这三种因素对中国人力资源存量的影响。如图 29 所示，以 2000 年为基年（人力资源存量为 100），最近 20 年来我国的人力资源总量仍呈现稳步上升的趋势，这主要归因于健康和教育质量的改善。事实上，如果假设人们预期健康寿命不变，且受教育年限也停留在 2000 年的水平，那么虽然中国人口总量从 2000 年的 12.9 亿上升至 2019 年的 14.3 亿，但叠加人口老龄化的影响，我国的人力资源储备相较 20 年前甚至下降了 6%。然而，如果考虑到当前存量人口的身体状况较之 20 年前更加健康了，正如图 30 所示，中国人的预期寿命在 20 年内增加了 5.5 岁，而预期健康寿命同样提高了 4.8 岁，健康寿命的增加提升了人们健康工作的潜能，对人口老龄化带来的负面冲击形成了一定程度的缓冲。由图 29 可见，与 2000 年相比，健康寿命的增加使我国人力资源总量提升 8%，可以完全填补由人口老龄化带来的人力资源损失。在此基础上，我们再测算由受教育程度的改善带来的人力资源提升。如图 31 所示，近年来我国的劳动人口的受教育年限逐年增加，2019 年我国的 15 岁以上人口的平均受教育年限为 8.67 年，较之 2000 年提高了 1.6 年，考虑到最低 8% 的教育产出回报，同样一个劳动人口可以贡献更高的产出效率，这相当于使我国的人力资源总量进一步提升了 13%。因此，在综合考虑人口结构的变化、健康和受教育水平的提高之后，我国最近 20 年以来人力资源总量整体上呈现不断上升的趋势，2019 年人力资源总量为 114，相较 2000 年提高 14%，这一增速超过了人口总量的变化（11.1%）。

进一步地，我们对未来三十年我国人力资源总量的变化趋势进行预测和分析。数据基础是联合国经济和社会事务部对未来数十年各国人口总量和结构进行的预估，联合国的人口结构预测存在不同的情景假设，包括不同的死亡率、出生率以及人口的跨国流动等，我们选取的是基准情形，即完全基于各国人口变化的历史路径和国际经验做出的比较中性的人口预期，值得注意的是，这种基准情形预测并未考虑到疫情冲击以及中国生育政策的调整对未来人口结构造成的影响。除了利用联合国的人口数量和结构预测数据，我们还假设未来随着医疗水平的提高和医疗制度的完善，中国各年龄阶段人口的预期健康寿命会以过去 20 年的平均增速上升，2035 年我国的出生预期健康寿命将提升至 73.4 岁，接近日本当前的水平，而 2050 年我国的出生预期健康寿命将进一步提高至 77.5 岁，几乎完全向与日本等长寿发达国家收敛。对于人均受教育水平，我们采用最为保守的估计，假定未来三十年间我国人均受教育年限还将以过去 10 年的速度增加，即到 2035 年 15 岁以上人口的平均受教育年限上升为 9.88 年，达到美国上世纪 60 年代底的水平；到 2050 年上升为 11.01 年，达到美国上世纪 80 年代初的水平。在以上假设条件下，我们对 2050 年前中国人力资源总量的变化趋势进行展望。我们发现，如果没有任何政策调整，年轻人口的断崖式下跌的确会对人力资源总量有一定的拖累，相比于 2000 年，2035 年人口数量和结构的变化会使得人力资源总量下降 16%，而到了 2050 年这一数字将继续扩大至 25%。然而，我们却不必为人口数量的变化过度担忧，因为健康和教育的改善不仅能填补（年轻）人口下降的冲击，而且能使得我国的人力资源储备更加优化。预计未来三十年，我国的人力资源总量将持续上升，在 2035 年将提升至 119.4，而在 2050 年达到 121 的水平，也就是说相较本世纪初的人力资源总量将提高 21%，而健康和教育水平的改善合计将对人力资源总量产生超过三分之一的贡献。

图 29 中国的人力资源总量变化：历史趋势和预测



数据来源：世界卫生组织、联合国世界人口展望 2019、世界银行 WDI 数据库、Wittgenstein Centre for Demography and Global Human Capital (2018)，作者测算。

图 30 中国预期寿命和预期健康寿命

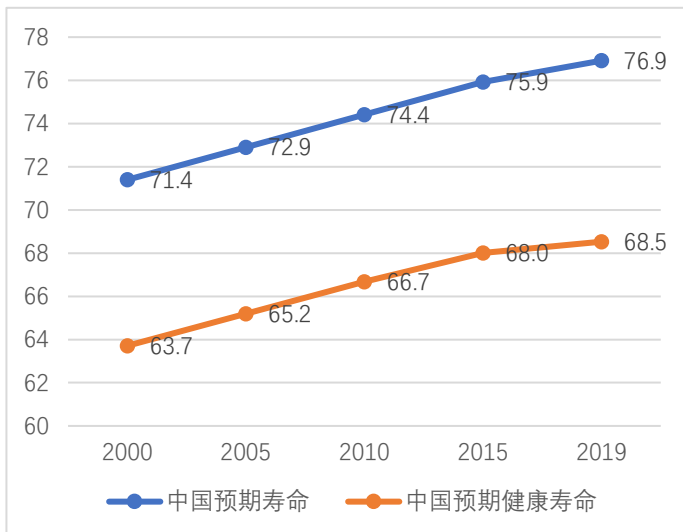
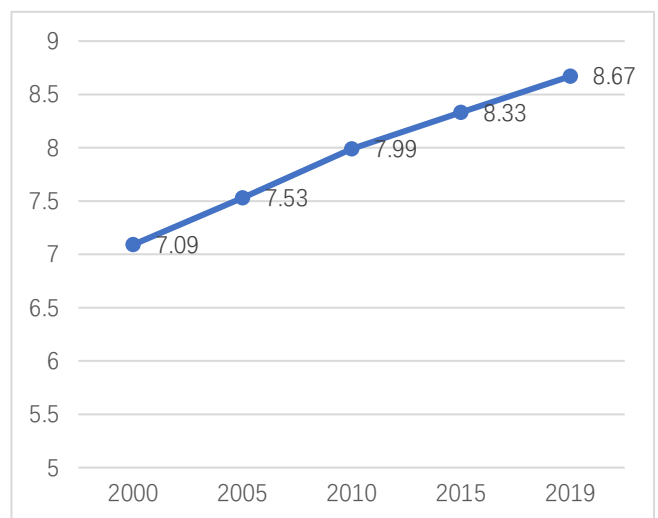


图 31 中国 15 岁以上人口的平均受教育年限



数据来源：世界卫生组织 WHO。

数据来源：Wittgenstein Centre for Demography and Global Human Capital (2018). Wittgenstein Centre Data Explorer Version 2.0. Available at: www.wittgensteincentre.org/dataexplorer.

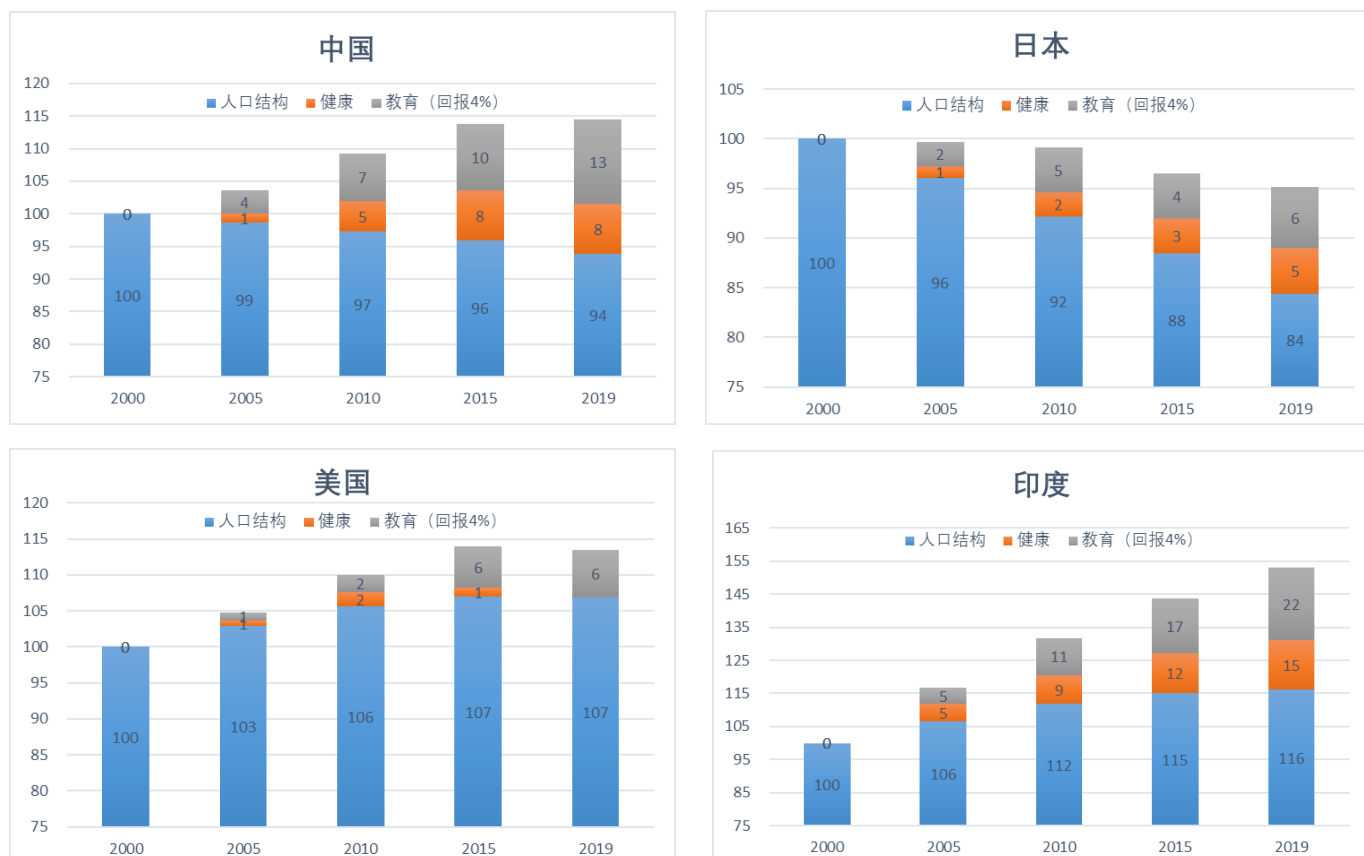
4. 人力资源总量的国际比较

按照上文对人力资源总量的测算方法，我们分别计算了本世纪初至今中国、日本、美国、印度四国的人力资源总量变化（均以 2000 年为基年），并将分解测算了人口数量和结构、健康水平、受教育水平三个因素在其中的贡献。可以发现，中国在过去 20 年内总人力资源总量提升了 14.4%，人力资源的红利仍在不断释放。从结构变化来看，与 2000 年相比，2019 年健康水平的提高使我国人力资源总量提升了 7.8%，教育水平的提高使人力资源总量提升了 12.8%，两者效应的叠加完全抵消了人口总量增速下降和老龄化对我国人力资源总量的影响（-6.2%）。跨国比较来看，日本的人力资源总量在过去 20 年间一直呈下行趋势，其中人口老龄化使得日本的人力资源总量下降了 15.6%，尽管健康水平和教育水平的提升起到了一定的替代效应，但仍无法改变整体人力资源不断下降的大趋势，根据我们测算，日本 2000-2019 年间人力资源总量下降了 4.9%。美国在过去 20 年间人力资源总量提升了 12.8%，其中人口

结构改善贡献了 6.9% 的增长，教育水平提升贡献了 6.5%，健康水平变化贡献了 -0.6%。印度由于基数水平很低，因此在过去 20 年间人力资源呈现大幅改善趋势，总量增长了 53.0%，其中人口结构和数量变动贡献了 16.2%，健康水平改善贡献了 14.8%，教育水平提升贡献了 22.0%。

上文所构造的人力资源指标反映了一国的存量人口在现有的受教育水平下可健康工作的时间，是一种对人力资源总量的测度。我们认为在提升人力资源总量的基础上，一个同样重要的问题是如何提高人力资源的利用率，使已有的人力资源能够更好地服务于中国经济的长期稳定发展和人民生活水平的提升。我们认为从国际比较来看，中国的人力资源利用率还有进一步提升空间。根据世界银行数据，目前中国人的预期寿命已达到 76.9 岁，处于中等偏上水平，非常接近美国的 78.8 岁和 OECD 成员国的 80.2 岁。然而根据 OECD（2018）统计，中国的正常退休年龄明显低于其他国家，这就导致了尽管中国人力资源总量丰富，但仍有大量的人力资源未被有效利用，表现为尽管有大量收入水平较低的劳动力仍然有持续工作的意愿和能力，却因为强制退休政策，不得不较早退出劳动力市场。改革开放以来，中国男性预期寿命已经从 1980 年的 65 岁上升到 2019 年的 75 岁；女性预期寿命从 1980 年的 69 岁上升到 2013 年的 79 岁，均提高了 10 岁。这意味着当前 55 岁的男性蓝领工人，其平均健康水平要好于或等于其父辈在 45-50 岁时的平均健康水平，但是目前的退休制度强制这部分人在 55 岁时退休。因此倘若能够在充分尊重人民参与经济活动的意愿、保护其劳动积极性的基础上，退休制度能适当灵活甚至鼓励延迟退休，同时给自愿延期退休的劳动力增加延期退休福利，消灭年龄歧视，这将大幅提高我国人力资源的利用率，有效对冲劳动力数量和比例下降的不利影响，缓解我国人口老龄化问题。

图 32 中国、日本、美国、印度的人力资源总量变化



数据来源：世界卫生组织、联合国世界人口展望 2019、世界银行 WDI 数据库、Wittgenstein Centre for Demography and Global Human Capital (2018)，作者测算。

表 2 主要国家和地区的正常退休年龄与预期健康寿命比较

国家和地区	预期寿命 (2019 年)	预期健康寿命 (2019 年)	正常退休年龄 (2016 年)	预期健康寿命-正常退休年龄
中国（大陆）	76.9	69	60(男)、50/55(女)	15
中国香港	85.1	-	65	
美国	78.8	66	67	-1
法国	82.6	72	63	9
德国	80.9	71	65	6
日本	84.4	74	65	9
韩国	83.2	73	65	8
新加坡	83.5	74	65	9
印度	69.7	60	55	5

数据来源：世界卫生组织；世界银行 WDI 数据库；OECD (2018), *Pensions at a Glance Asia/Pacific 2018*, OECD Publishing, Paris.

（二）如何保护和提升人力资源

今天的中国，正在从一个人口大国迈向人力资源大国。收获人力资源红利、推动我国经济社会的中长期发展，关键之关键在于把人的发展置于首位，既不能简单地聚焦于人口数量的增长，也不能把人资本化。随着经济不断发展，科技不断进步，社会不断文明，经济增长越来越不取决于人口总量，而是人力资源总量。

应当看到，改革开放以来的计划生育政策在协调人口与经济、社会、资源、环境可持续发展方面的重要意义，这也是为什么我们今天开始放宽生育限制，出台了三孩政策。我们认为，这既是应对老龄化问题的新举措，更是新发展阶段尊重和顺应百姓生育意愿的新理念。但是，不应该把解决我国人口问题过度聚集于生育政策上，生养子女既是一个复杂的决策过程，同时又是一个长期慢变量，20 年之内很难看到成果，短期内甚至还会加快人口抚养比的上升。我们认为，解决中国人口问题的核心，应该是在尊重和顺应百姓的生育意愿的基础上，通过不断提升百姓的教育水平和健康水平，保护和提升中国的人力资源总量，尽量推迟中国人力资源总量出现下降的时间点，在 2050 年之前维持人力资源的总量充沛，为新百年中华民族的伟大复兴提供坚实的人力资源支持。

具体来说，

（1）教育方面，一方面要不断提高义务教育年限，另一方面要不断提升教育质量。截至 2010 年底，我国已在全国 2856 个县（市、区）全部实现“两基”（基本实施九年义务教育和基本扫除青壮年文盲），全国“两基”人口覆盖率达到 100%，领先于其他发展中大国。同时，我们也应看到，我国实行的九年义务教育与高收入国家相比还有一定距离。2018 年，美国实行的义务教育年限为 12 年，英国 11 年，法国 11 年，德国 13 年⁹。随着我国国力的提升，从长期来看，延长义务教育年限，例如涵盖 1-2 年学前教育或高中阶段教育，将是提升我国人口素质、发展未来人力资源的重要途径。另一方面，我们也要从提升教育质量的角度来发掘人力资源潜力，我国九年义务教育的普及是在较低的起点上和较短的时间内实现的，对于一个 14 亿人口的大国来说，基础还比较薄弱，区域之间、城乡之间、学校之间的差距还比较突出，存在发展不平衡、质量有待提高等诸多现实问题。为此，“十四五规划”明确提出“建设高质量教育体系”、“提升国民素质，促进人的全面发展”。其中，优质均衡成为义务教育改革和发展的战略重点，这将在“十四五”乃至未来更长的一个时期为提升我国整体的人口素质和人力资源的存量发挥积极作用。

在义务教育之外，我们也应注重高等教育和职业教育的合理优化，注重让受教育者获得更多的劳动素质和技能。当下的中国，大学毛入学率已经超过 50%，但是很多学习内容在毕业后的工作和生活中并没有发挥出实际作用，这意味着学生在不断延长的受教育年限中学了很多对自身成长、自我发展无用的知识，这无疑是教育资源的巨大浪费。我们认为，给定同样的教育年限，中国的教育在未来要注意技能型、素质型教育的提升。在义务教育之外，教育体系应更加灵活化，应鼓励年轻人客观看待自我的职业生涯，参加职业培训，而不是一味地鼓励他们去选择大学的

9 《Global Education Monitoring Report 2020》，UNESCO。

学位项目；应鼓励企业和学校建立良好的伙伴关系，让职业教育为国家培育高技能工人，以适应我国未来产业升级的大趋势，并满足科技行业和高端制造业对高技能工人的大量需求；同时也应加大宣传力度来提高国民对高水平职业培训的认可，并说明这些培训可以带来成功的职业生涯。在这方面，这些来自于德国职业教育的成功经验给我们提供了很好的借鉴。

(2) 健康医疗方面，我们认为在享受环境治理带来的健康红利同时，要致力于探索出一套能够广泛服务于大多数百姓的高水平医疗卫生服务体系，以及活跃的科技研发创新体系。降低医疗药品费用占中低收入者生活支出比重是缓解百姓“看病贵”、增加人力资源的有效途径，也是促进我国医药卫生事业健康发展、保障并提高人民群众健康水平的重要抓手。与此同时，要充分依靠市场力量培育医药研发创新体系，避免陷入低价格、低质量的陷阱，为人力资源健康水平的不断提升提供充足动力。

总之，随着人均生活水平的不断提高，我们不应该简单的把老龄化、少子化等人口结构问题视作洪水猛兽，悲观看待。中国已经从一个人口大国发展成为人力资源大国，我们通过对人力资源总量这一指标的构建和测算，认为中国的人力资源红利将在新百年的中华民族伟大复兴征程中继续保持。更加关注人的发展，更加关注教育和健康，将是中国未来人力资源战略的最主要方向。

(三) 如何提高人力资源的使用效率

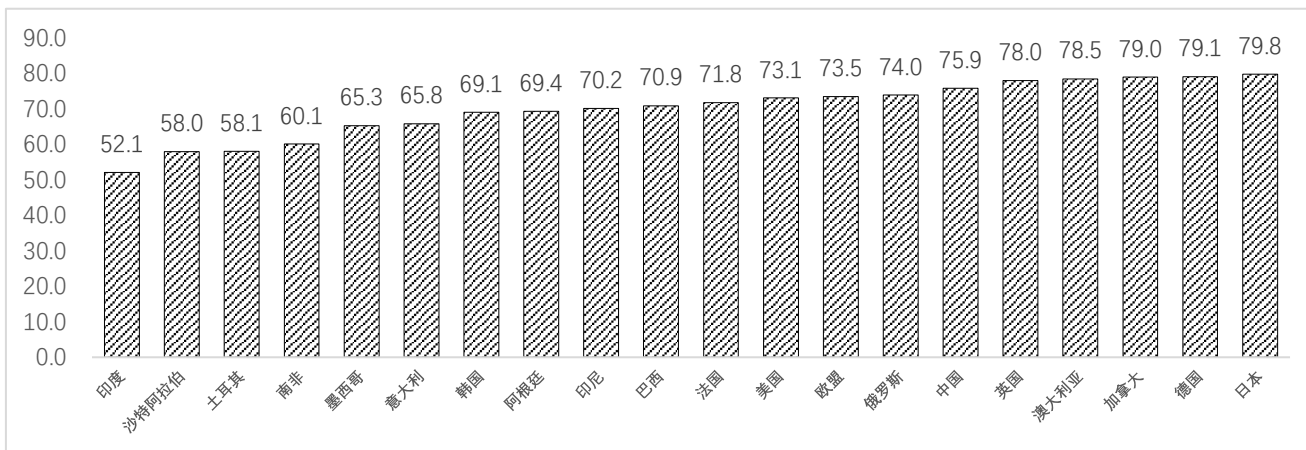
党的十九大报告指出，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。新发展阶段的背景下，需要从经济社会发展全局高度和中长期发展角度最大限度发挥人力资源对经济社会发展的支撑作用。中国今天及未来三十年年依旧是一个人力资源大国，提高人力资源的利用率，首先是利用好现有丰富人力资源的优势，充分发挥劳动就业积极性。这是建设人力资源强国的必然要求，也是培育人力资源发展的有效途径。

(1) 尊重人民劳动意愿，保持较高水平的劳动参与率，调动人口参与经济活动的积极性

人口结构的调整速度比较缓慢，在结构调整过程和劳动生产率有效提升的同时，可以为愿意参与劳动的人群提供良好的社会经济和制度环境，在尊重个人意愿的前提下充分利用现有的人力资源。在劳动力数量增长难以带动经济增长的形势下，提高个体的劳动参与意愿能够在部分程度上抵消人口数量红利消失带来的负面影响。衡量劳动参与意愿的一个重要指标是参与经济活动的人口占比，即劳动参与率。

我国的劳动参与率呈现如下四个特点。第一，跨国比较来看，中国的劳动参与率水平较高。世界银行数据显示，15-64 岁年龄段的劳动参与率中国 2019 年为 75.9%，在 G20 国家中高于平均水平，仅次于英国、澳大利亚、加拿大、德国和日本（如图 33 所示）。第二，虽然我国的劳动参与率水平较高，但是近三十年来从 1990 年 84.2%的水平开始持续缓慢下降。降低的原因包括经济体制改革、人口老龄化、高等教育和技能培训的普及、劳动收入水平上升以及退休失业社会保障制度的完善等。第三，不同年龄阶段的劳动参与率分布不均，我国的老年人口劳动参与率有相对下降的趋势。根据 OCED 数据，美国 2000 年到 2010 年 65 岁以上人口的劳动参与率从 12.9%上升为 17.4%（2019 年进一步升至 20.2%），而中国同一时期相同年龄段劳动参与率虽然水平较高，但是从 2000 年的 25.1%降至 2010 年的 21.1%。第四，女性明显低于男性。2010 年第六次人口普查数据显示女性的劳动参与率为 63.7%，比男性的 78.2%低 14.5 个百分点。

图 33 2019 年各经济体 15-64 岁年龄劳动参与率（占总人口比例，%）



数据来源：世界银行

为了更好地使用人力资源的体制和机制，调动人口参与经济活动的积极性，可以考虑以下措施：

第一，在退休问题上保持灵活性，尊重劳动者的意愿。第七次全国人口普查数据显示，我国 60 岁及以上人口有 2.6 亿人，占总人口比重达到 18.7%，其中高中及以上文化程度的人口比重为 13.9%，比十年前提高了 4.98 个百分点。60-69 年龄段的老年人口在 60 岁以上人口占比 55.83%，随着医疗健康状况的改善，这部分老年人具有丰富的技能经验和较好的身体条件，其中相当部分老年人发挥余热的意愿和热情比较高，希望参与更丰富的社会活动来提高生活充实感和幸福感。可以考虑采取一系列措施为这些老年人参与经济活动提供社会支持。一是稳妥实施渐进式延迟法定退休年龄，应借鉴国际经验，并充分考虑我国的现实国情、文化传统和历史沿革，本着实事求是的态度，充分征求各界意见。二是优化退休后返聘管理机制，出台《退休返聘人员管理和权益保护条例》，允许企业和退休人员灵活签署雇佣合同，依法保障退休返聘人员的合法权益，鼓励退休人员通过返聘继续“发光发热”。三是优化病休等提前退休管理机制，对于未到法定退休年龄而身体健康状况不再满足岗位要求的人员，采取灵活提前退休机制，解决员工对延迟退休的后顾之忧。

第二，在用工体制中破除“年龄歧视”。一是应动态调整弱化所谓“青年-中年-老年”群体的具体认定标准，避免相关群体过早被标注“中高年龄”标签，有利于其在劳动力市场保持竞争力，也减轻其心理压力。二是加强对中高年龄求职者的法律保护。美国、日本等发达经济体普遍将就业年龄歧视以立法方式加以禁止，而我国这项工作尚处空白。建议将禁止年龄歧视写入《中华人民共和国劳动法》和《中华人民共和国就业促进法》等法律法规，并要求地方政府清理涉嫌年龄歧视的规章制度。

第三，给女性参与劳动提供更好的支持和选择空间。女性参与劳动的意愿受到观念、教育和收入水平等多方面因素影响。一方面，年幼子女看护基础设施的完善，尤其是婴幼儿学龄前教育等公共服务的普及，有利于减轻女性的生活负担，提升工作意愿和效率。另一方面，可以向就业困难的女性群体提供扶助和就业政策倾斜，对低技能女性劳动者加强技术培训，为其创造就业条件。最后，注意加强对女性劳动参与者的保护，避免性别歧视，创造更加公平健康的工作环境。

（2）政府与市场同向发力，推进与人力资源结构相适应的经济发展模式

第一，推动产业从劳动密集型向知识密集型转型升级。虽然我国在较长时间段内仍将葆有丰富的人力资源，但是人力资源的结构将发生重要变化，对产业转型升级提出新要求。例如，富士康员工中 30 岁以下员工占比约 60%，30-39 岁员工约 30%，两者合计约 90%。一位 50 岁的同志，即使身体完全健康，也很难胜任富士康工厂一线生产制造任务，劳动风险也更高。为了提高人力资源利用效率，尤其是中高年龄人力资源，应推动产业进一步向知识密集型转型升级，充分发挥人力资源中“知识积累”的作用。我们在之前的宏观报告中多次指出，中长期看来，我国部分产业、部分生产环节向其他经济体转移是正常的跨国产业转移，遵循着客观的经济学规律，我们应积极适应和引导

这个过程。

第二，加强对中高龄求职者的就业再培训。智联招聘问卷调查发现，有 80.0%的中高龄求职者愿意从事电子商务等新就业形态，但是需要增强相关能力，尤其是数字能力。建议提高对职业教育的财政支持力度，并规范职业教育市场、提高职业教育质量，鼓励相关机构针对中高龄求职者提供个性化的培训，完善职业资格证书和技能证书认证体系，助力中高龄求职者顺利进入新领域。

第三，逐步建立和完善与人口结构调整相匹配的相关产业，促进经济转型升级。老年人口占比的上升将带动健康医疗和养老看护等服务需求的提升，消费需求的改变将推动相关产业的结构调整和转型升级。目前我国养老产业和相关配套设施还很不充分不完善，针对老年人这个规模持续扩大的关键群体，需要大力增加健康产业的支持力度，搭建技术创新平台，积极开发健康医疗和数字经济的融合，满足老年人的消费和高质量养老需求。

(3) 顺应经济地理再布局，推动人力资源在国土空间上的合理配置

在清华大学中国经济思想与实践研究院发布的 2020 年四季度宏观报告中，我们曾呼吁推动中国经济地理再布局。¹⁰改革开放以来特别是 2000 年以后，中国人口的地理分布随着生产力布局的变化，在更广阔的地理范围内发生着快速变化。从 2010 年以来我国人口地理分布的变化趋势来看，一是人口从向核心大城市集中转变为向区域化中心城市群集中，尤其是长三角、珠三角、成渝地区集中；二是跨区域的城乡二元流动开始向本区域的城乡二元流动转换，东部地区尤为明显。这种趋势性的变化，既是人口地理分布随生产力提高、产业集群和城市群发展的必然，也是国内劳动要素市场改革成效的体现。这种聚集发展进一步推动了城市化水平和产业发展，也带来了人力资源利用效率的持续提升。

但是，从目前人口地理分布与生产力布局的匹配程度来看，人口地理分布的变化相对滞后，未来劳动力流动所能释放出的增长潜力依然巨大。以北上广深为例，四地 GDP 占全国的 12.5%，而人口仅占全国的 5.2%；以全国 10 城和 20 城的 GDP 和人口占全国比重来看，人口占比落后经济比重分别达到 11 和 16 个百分点。以 2019 年人均 7 万以上的 10 个省市为例，GDP 占全国的 54.5%，而人口只有全国的 38.1%。此外，2019 年全国农民工总量 2.9 亿人，其中外出农民工 1.74 亿人，占全国人口的 12%，东部地区农民工以就近转移为主，中西部地区则以外出为主，也从另一个侧面反映出当前我国人口地理分布未来优化调整的空间还很大。应顺应经济地理再布局，推动人力资源在国土空间的合理配置，让人力资源流向最能发挥其价值、效率最高的地区。建议进一步推动户籍制度改革，推动落户门槛条件以及名额分配进一步清晰化、透明化以及适度标准化，推动降低乃至取消落户门槛，尤其是取消买房才能落户的条件。完善居住证制度，建立健全以居住证为载体的基本公共服务提供机制，给予常住人口以市民待遇，包括养老、医疗和子女教育等。

表 3 当前我国人口及 GDP 在部分省份、城市的分布

城市与省份	GDP 总和 (亿人民币)	人口总和 (万人)	GDP 占全国比重 (%)	人口占全国比重 (%)
北上广深	124,081	7,388	12.5%	5.2%
前 10 城	230,310	17,174	23.2%	12.1%
前 20 城	343,500	25,712	34.7%	18.0%
前 10 省	540,179	54,301	54.5%	38.1%

注：“前 10 城”为 GDP 总量排名前十的十个城市，分别为上海、北京、深圳、广州、重庆、苏州、成都、武汉、杭州、天津；“前 20 城”为 GDP 总量排名前二十的城市，在前述 10 城的基础上还有南京、长沙、宁波、无锡、青岛、郑州、佛山、泉州、东莞、济南；“前 10 省”为人均 GDP 超过 7 万的 10 个省市，分别为广东、江苏、山东、浙江、重庆、湖北、北京、上海、天津、福建。

数据来源：各省统计局。

¹⁰ 参见：清华大学中国经济思想与实践研究院(ACCEPT)宏观预测课题组：《中国宏观经济形势分析与未来取向》，《改革》2021 年第 1 期，第 1~17 页。

参考文献:

1. 蔡昉 (2004):《人口转变、人口红利与经济增长可持续性——兼论充分就业如何促进经济增长》,《人口研究》,第 2 期,第 2-9 页。
2. 蔡昉 (2007):《中国劳动力市场发育与就业变化》,《经济研究》,第 7 期,第 4-14 页。
3. 李稻葵等 (2020):《中国的经验:改革开放四十年的经济学总结》,上海三联书店。
4. 陆旸、蔡昉 (2014):《人口结构变化对潜在增长率的影响:中国和日本的比较》,《世界经济》,第 1 期,第 3-29 页。
5. 陆旸、蔡昉 (2016):《从人口红利到改革红利:基于中国潜在增长率的模拟》,《世界经济》,第 1 期,第 3-23 页。
6. 王德文、蔡昉、张学辉 (2004):《人口转变的储蓄效应和增长效应——论中国增长可持续性的人口因素》,《人口研究》,第 5 期,第 2-11 页。
7. 原新、高瑗 (2018):《改革开放以来的中国经济奇迹与人口红利》,《人口研究》,第 6 期,第 3-14 页。
8. 原新、金牛 (2021):《中国人口红利的动态转变——基于人力资源和人力资本视角的解读》,《南开学报(哲学社会科学版)》,第 2 期,第 31-40 页。
9. 原新、高瑗、李竞博 (2017):《人口红利概念及对中国人口红利的再认识——聚焦于人口机会的分析》,《中国人口科学》,第 6 期,第 19-31 页。

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使清华大学中国经济思想与实践研究院（ACCEPT）违反当地的法律或法规或可致使清华大学中国经济思想与实践研究院（ACCEPT）受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属清华大学中国经济思想与实践研究院（ACCEPT）。未经清华大学中国经济思想与实践研究院（ACCEPT）事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被清华大学中国经济思想与实践研究院（ACCEPT）认为可靠，但清华大学中国经济思想与实践研究院（ACCEPT）不能担保其准确性或完整性，而清华大学中国经济思想与实践研究院（ACCEPT）不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。清华大学中国经济思想与实践研究院（ACCEPT）可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映学者或研究人员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表清华大学中国经济思想与实践研究院（ACCEPT）。

清华大学中国经济思想与实践研究院（ACCEPT）版权所有。保留一切权利。

	清华大学中国经济思想与实践研究院（ACCEPT）
地址:	北京市海淀区清华大学经济管理学院舜德楼 128 室（100084）
电话:	(010)62797782
传真:	(010)62797782
网址:	http://www.accept.tsinghua.edu.cn