



Committed to Improving  
Economic Policy.

## Research Note

2021.03.18 (Y-Research RN028)

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

[www.cbnri.com](http://www.cbnri.com)

研究简报

中国观察

# “两会”带来的宏观经济政策启示

## 摘要

“两会”带来的信息量非常大，笔者在本文中重点谈了宏观经济政策方面的三点启示。一是政府为 2021 年的最低可接受经济表现设定了透明的指标；二是考虑到增长预期，预算中的财政紧缩幅度很小；三是货币政策将在 2021 年保持宽松，而当局将越来越依赖宏观审慎措施来遏制正在萌芽的房地产热潮。

## 正文

作者：柯马克（Mark Kruger）/第一财经研究院高级学术顾问

中国“两会”的召开对于像我一样的中国政策研究人员来说非常重要。

“两会”是每年召开的全国人民代表大会（中国最高国家权力机关）和中国人民政治协商会议（中国共产党领导的多党合作和政治协商的重要机构）的统称。

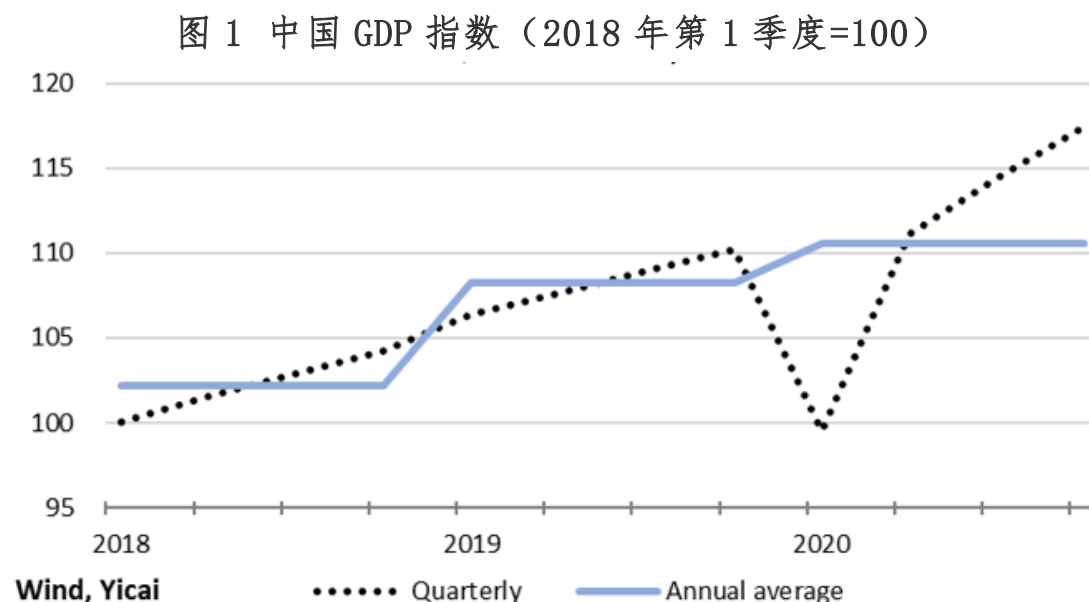
由于信息量非常大，很容易淹没在细节中。我打算回顾一下，重点谈谈宏观经济方面的三点启示。

国务院总理李克强在政府工作报告中提出：“中国将今年的经济增长速度总目标定为6%以上。”

这个目标有点容易被误解。事实上，大多数经济学家都认为中国今年的GDP增速能超过6%，比如，第一财经研究院首席经济学家调研结果显示，预期增速可达8.8%。我更为乐观，我认为可以达到10%。但是，李克强总理并不是简单设立一个容易实现的低标准，而是告诉我们，6%的增速是政策制定者们可以容忍的最低速度，如果增速低于6%，宏观经济政策可能会放松。

6%的增速其实挺快的。如果经济增长可以达到这个速度，中国政府通常就很满意了。但是今年不同，因为虽然2020年的整体增速很慢，但是到了下半年经济强势反弹。

图 1 显示,去年第四季度的 GDP 增速约为 6%,高于 2020 年均值。由此来看,即便中国今年的经济活动仅能维持 2020 年末的水平,依然可以实现 6%的增速。

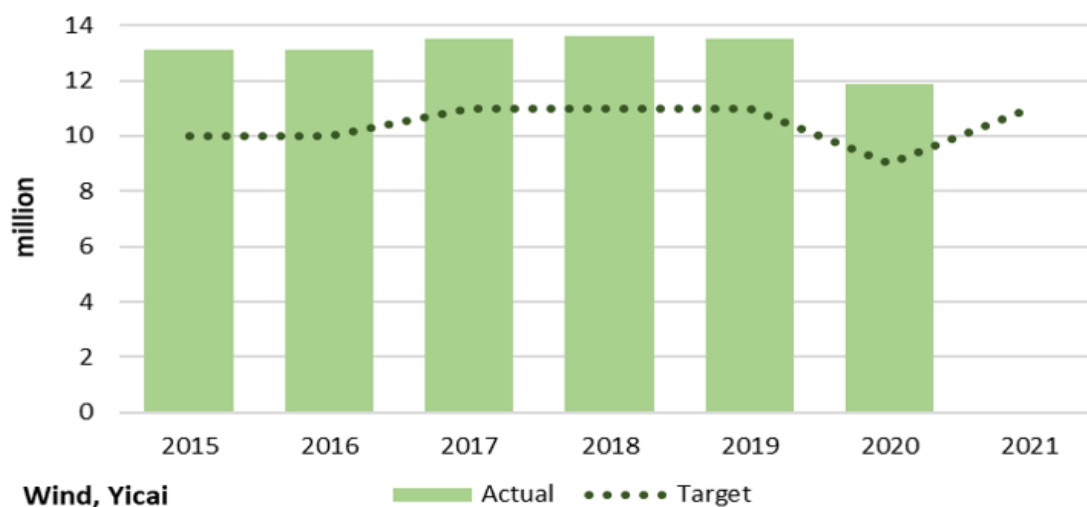


虽然数字总体上看起来不错,但是 6%的增速意味着经济已经基本停滞了。经济从停滞中获得的增长被称为“基数效应”,去年的低基数夸大了今年的增长。

在政府工作报告中,李克强总理还设立了新增 1100 万城镇就业岗位的目标。如图 2 所示,实际新增通常比目标高出 200 多万,所以与其说是目标,还不如当作是一个“下限”。

城镇就业目标的另一个好处是可以追踪每月的新增就业岗位,据此我们可以知道政府是否需要担忧。去年的新增城镇就业数据对于监测经济复苏的速度特别有用。

图 2 城镇新增就业岗位



因此，第一点启示是，政府为 2021 年的最低可接受经济表现设定了透明的指标。

我认为，设定“下限”的同时，也可以设立一个“上限”。毕竟，中国已经基本达到全面就业，同时面临上行和下行风险。设定“上限”可以很好的了解什么时候经济增长过快，政府应该采取政策来抑制过快增长。

鉴于经济观察家们对于“实现目标”的执着，政府或许可以考虑把经济增速的目标设定在一个大的范围内（即设定一个“上限”和一个“下限”）来稳定预期。

2020 年，财政政策相当具有刺激性，尽管没有预算预期的那么具有刺激性。

如图 3 所示，总体（权责发生制）赤字只反映了政府财政支持的一部分。

为了评估财政状况，我将主要的财政赤字、从财政储备基金中提取或支付的任何款项、预算外债券的发行以及政府管理基金相加。幸运的是，所有这些“线下”项目都可以在预算文件中找到，该文件也是在“两会”期间发布的。

2019至2020年，调整后的财政赤字从占GDP的7.3%上升到8.7%。赤字的差异（GDP的1.4%）提供了广泛的财政支持。根据去年的预算文件，我曾预计财政支持将占GDP的3.7%左右。事实是，地方政府出乎意料地在房地产相关的资金上有盈余。

2021年，调整后的财政赤字将降至GDP的8.1%，这意味着财政政策将拖累0.6%的经济增长。考虑到8.8%的增长预期，预算中的财政紧缩幅度很小，这是第二点启示。

图3 调整后的财政赤字（占GDP百分比）



Ministry of Finance, Yicai

关于货币政策，李克强总理表示，货币供应量和社会融资规模将与名义GDP“同步增长”，宏观杠杆率将保持“稳定”。

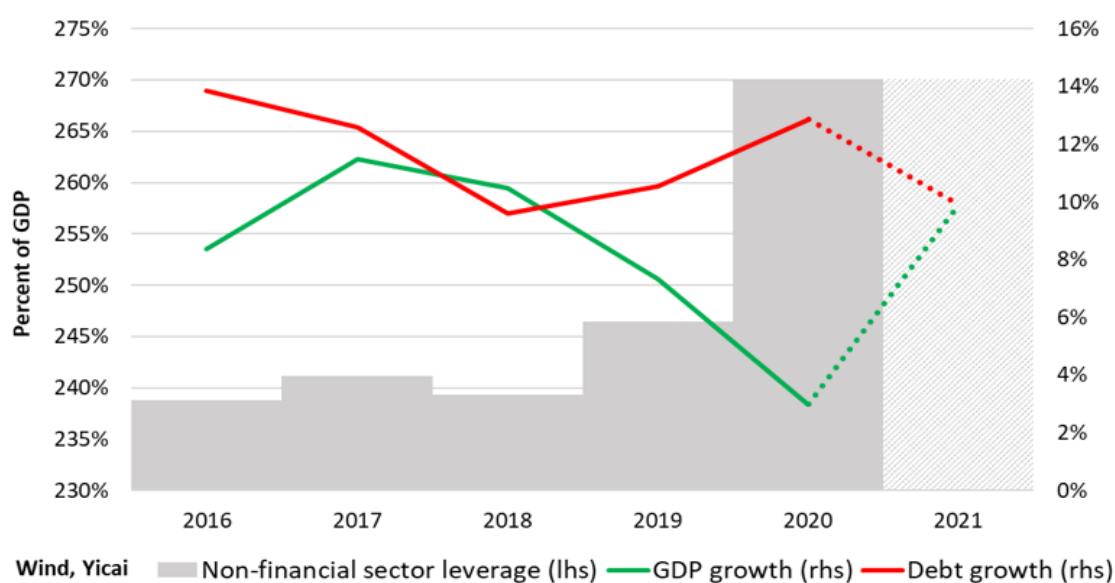
在正常时期，中性货币政策将使货币供应量以与名义 GDP 基本相同的速度增长。中性信贷政策将使债务与 GDP 之比保持基本稳定，但现在不是正常时期。

图 4 显示了名义 GDP 和非金融部门债务的增长以及宏观杠杆率（非金融债务与 GDP 的比值）。去年，名义 GDP 增长了 3%，而债务增长了 13%，结果宏观杠杆率从 247% 跃升至 270%。

根据预算的规划假设（预算赤字 3.57 万亿元，预计占 GDP 的 3.2%），我们预计 2021 年名义 GDP 将增长 10%。我们假设债务的增长率相同，因而宏观杠杆率保持不变，仍为 270%。

如果货币当局真的以 10% 的名义 GDP 增长为目标，他们就有可能忽略“基数效应”，高估经济的增长速度。如果他们将潜在增长率（可能会低几个百分点）作为目标，那么他们可以使宏观杠杆率接近疫情前的水平，并减少信贷过剩。

图 4 负债指标



中国的货币当局处境不易。

一方面，核心通胀率接近于零。这证明了宽松的货币条件，正如李克强总理宣布 2021 年的通胀目标为 3%。

另一方面，不断上涨的大宗商品价格正在导致更高的生产者价格。尽管 2 月份生产者价格同比仅上涨了 1.7%，但这是自 2018 年 11 月以来的最大增幅。生产者价格不断上涨预示着未来会出现通胀。

也许更重要的是，新房价格正在加速上涨（其中三线城市的增长速度最快，见图 5）。这已导致包括上海、无锡、杭州、深圳和北京在内的许多城市收紧购房政策。

第三点启示：货币政策将在 2021 年保持宽松，而当局将越来越依赖宏观审慎措施来遏制正在萌芽的房地产热潮。

图 5 房价同比增速 (%)

