



程实：中国经济相对优势彰显 债券投资价值



文/新浪财经意见领袖专栏作家 程实 王宇哲



财政部将在香港面向全球金融市场机构投资者发行美元主权债券，这也是自 2017 年重启美元主权债券发行后连续第五年发行。连续的美元主权债券发行表明，中国推动更高水平全面对外开放的主基调坚定不移，而中国经济相对优势也得到全球投资者的充分肯定。我们认为，从复工复产进度、复苏稳定性、政策发力空间、产业转型机遇、经济发展质量等方面分析，当前中国经济的比较优势进一步凸显，2021 年的美元主权债券发行料将成为全球对中国经济的又一次信心投票。

第一，疫情管控有力奠定双循环相互促进的发展格局。自 2020 年初新冠疫情爆发以来，全球经济面临严峻挑战。由于疫情的持续影响，主要经济体的封闭性被动增加，复苏也呈现出明显的非均衡态势。相对而言，

中国有效的疫情防控措施保障了复工复产的稳定性，成为全球生产端在产业链、贸易链上的关键节点。从短期看，国内生产供应的相对优势令其他经济体对于中国供应链的依赖性明显增强，外循环景气有望延续；从长期看，经济的稳定性也成为中国释放内需潜力的重要保证，以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局渐显雏形。2021年上半年，中国经常账户顺差1227亿美元，占GDP比重为1.5%，与2020年的数值（1.9%）相比，运行更趋均衡。事实上自后金融危机时代以来，在全球金融市场屡次出现波动的时候，中国经济的稳定性令中国资产日渐成为更加重要的锚定物。在双循环新发展格局的带动下，全球对于中国经济相对强势地位的认可也有望在供给和需求双向形成相互加持的良性互动。

第二，经济增长表现稳健强化人民币资产的避险属性。根据IMF在7月对于全球经济的预测，2021年只有将近30%的经济体能够恢复到新冠疫情之前的水平，这也意味着超过70%的经济体仍处在增长“填坑”的阶段。从复工复产的全球时序进度看，2020年下半年以来中国经济复苏进程大致领先欧美发达经济体一到两个季度，考虑基数效应2021年中国经济增速高峰在上半年已现。但如果从更为可比的增速指标看，中国仍将明显引领主要经济体。根据市场预期，2021年第四季度全球前四大经济体有望于年内首次同时实现相对于2019年同期的正增长，但中国的两年平均同比增速仍超出美、欧、日等经济体4个百分点以上（详见附图）。中国经济良好的发展势头彰显出在新冠疫情冲击下微观主体的相对韧性，也为全球金融投资提供了重要的缓冲垫。2021年上半年，外国来华各类投资4428

亿美元，同比增长 1.7 倍，处于近年来较高水平。其中，来华直接投资快速增长 1.6 倍，来华证券投资同比增长 84%，充分体现出中国资产对境外投资者的吸引力和人民币内生的避险属性。

第三，“跨周期调节”理念将优化宏观政策的发力方式。2020 年，发达和新兴经济体自大萧条以来首次同时陷入衰退。在百年未有之大变局下，各国出台了一系列救助和纾困政策。但从政策效果看，短期内复苏重点偏向宏观层面，整体上政策的渗透效应相对有限，自金融危机以来长期影响全球经济的痼疾仍没有完全化解，甚至部分更为凸显，比如收入分配严重失衡，地缘冲突复杂化，新经济治理相对缺位，全球公共物品缺乏协调机制等。与之相比，中国的宏观政策不仅审慎有度，而且跨周期调节也上升为中国经济新发展阶段的重要政策理念。我们认为，跨周期调节的切实落地有助于优化政策发力方式：第一，在全球经济波动剧烈的背景下，逆周期政策可能会放大波动，只有跨周期政策才能行稳致远；第二，在疫情影响跨周期的背景下，政策也需要着眼于新常态下的系统性变化；第三，跨周期调节有助于实现复杂形势下的多重政策目标，包括稳增长、防通胀、控风险、调结构；第四，跨周期调节与“十四五”规划有序衔接，为中国经济从高增速模式向高质量模式的长期转变提供政策指引。

第四，中国经济内生换挡运转衍生出持续的产业机会。近年来，中国经济已经开启了运行模式的深层次变化，这种内生的经济换挡主要体现为以下五个方面：一是从外需进一步向内需换挡，二是从出口进一步向消费

换挡，三是从房地产投资进一步向基建投资换挡，四是从第二产业进一步向第三产业换挡，五是从传统经济进一步向数字经济换挡。尽管去年以来受到疫情的外生影响，但中国经济转型升级的步伐并未放慢，创新和科技发挥引领作用，现代产业蓬勃发展。2020年，中国高技术制造业增加值占规模以上工业企业增加值的比重达15.1%，较十二五规划收官的2015年提高3.3个百分点；全社会R&D经费支出较2015年增长72%；截至2020年末有效专利数量为2015年末的2.2倍。中长期看，通过制度创新推动关键领域改革将促进要素自由流动、提升资源配置效率，中国经济结构仍会不断优化，高端制造和现代服务业升维发展的红利仍将延续。依托于完整的工业体系和庞大的内需市场，中国在推进产业基础高级化、产业链现代化的进程中也必将孵化出一批具有国际竞争力的优质企业。

第五，更高水平全面开放成为高质量发展的重要推动。过去几年，中国对外开放步履稳健，“十四五”规划也明确提出“建设更高水平开放型经济新体制”。我们认为，这个“更高水平”不仅是量的增长，更是质的提升，不仅是“以我为主”的顺势之举，也是基于“亲诚惠容”的深层次全面合作和长期交往。展望未来四十年，中国经济在全球价值链中的地位

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27532

