



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

国内宏观经济

张平
杨耀武

2024 年 8 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

经济结构恢复，中国上市公司利润变动与推动

资本市场高质量发展

摘 要

在经历了新冠疫情、乌克兰危机和高通胀带来的四年经济剧烈波动后，全球经济增速逐渐稳定在明显低于疫情前的水平；同时，新的贸易壁垒和保护主义政策对全球经济增长也构成了长期威胁。全球央行的货币紧缩局面正在迎来转折点。加拿大、欧元区、英国央行已宣布降息，表明发达国家的货币政策方向正在发生变化。随着美国减息周期临近，全球主要国家货币政策一致性增强，这有利于扩大我国货币政策操作空间。

2024 上半年，中国经济总体运行平稳，经济结构持续修复。从生产端看，第一产业增长有所放缓，第二产业继续保持较快增长，第三产业增速高于受疫情影响三年同期平均水平，但仍低于疫情之前。从需求端看，最终消费和资本形成对经济增长的拉动作用减弱，净出口对经济增长的拉动作用增强。预计下半年中国经济可以实现 5.0% 左右的增长，CPI 全年可能接近零增长，PPI 全年跌幅可能在 1.5% 左右。

作为现代金融体系的重要组成部分，资本市场在经济、金融运行中发挥着重要作用，未来应进一步深化资本市场改革，着力提升服务实体经济能力和水平，发挥好激发经济活力、优化资源配置的作用。一是进一步提升支持科技创新的能力；二是进一步提高上市公司现金分红比例；三是进一步加强资本市场监管。

本报告负责人：张平

本报告执笔人：

- 杨耀武
国家金融与发展实验室
经济增长与金融实验中心研究员
- 张平
国家金融与发展实验室
副主任

【NIFD 季报】

全球金融市场
人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率
中国金融监管
中国宏观金融
中国财政运行
地方区域财政
房地产金融
债券市场
股票市场
保险业运行
机构投资者的资产管理

目 录

一、增长趋缓的全球经济	1
(一) 全球经济接近“软着陆”，但下行风险仍占主导地位 ..	1
(二) 全球经济结构恢复过程逐步完成，国际贸易恢复增长 ..	1
(三) 全球主要国家货币政策一致性增强，人民币汇率可能稳中有升.....	2
二、2024 年中国宏观经济展望.....	4
(一) 2024 年下半年经济走势	5
(二) A 股上市公司业绩与宏观经济走势一致性转弱.....	7
三、中国 A 股上市公司业绩表现	10
(一) A 股上市公司价值来源与价值创造.....	10
(二) 不同行业上市公司利润增长变动情况	15
(三) A 股上市公司的创新转型之路.....	16
四、推动资本市场高质量发展	18

一、增长趋缓的全球经济

（一）全球经济接近“软着陆”，但下行风险仍占主导地位

在经历了新冠疫情、乌克兰危机和高通胀带来的四年经济剧烈波动后，全球经济增速逐渐稳定在明显低于疫情前的水平；同时，新的贸易壁垒和保护主义政策加强对全球经济增长也构成了长期威胁。全球央行的货币紧缩局面正在迎来转折点。加拿大、欧元区、英国央行已宣布降息，表明发达国家的货币政策方向正在发生变化。随着中国、欧美等经济体降息以及美国减息周期的临近，全球经济放缓的事实逐步得到确认。

2024 年 6 月，世界银行发布的《全球经济展望》预测全球经济本年将增长 2.6%，较 1 月份的预测值上调 0.2 个百分点；其中，高收入国家将增长 1.6%，较 1 月份的预测值上调 0.3 个百分点，中等收入国家将增长 4.1%，较 1 月份的预测值上调 0.1 个百分点，低收入国家将增长 5.0%，较 1 月份的预测值下调了 0.5 个百分点。近期，尽管前景有所改善，但以历史标准衡量，全球经济仍然较为低迷，下行风险占主导地位，包括地缘政治紧张局势、贸易碎片化、高企的长期利率以及与气候相关的灾难等。

（二）全球经济结构恢复过程逐步完成，国际贸易恢复增长

在一些国家放松疫情防控措施后，2022~2023 年，全球经济结构逐步向疫前恢复；主要表现为服务消费替代商品消费的态势较为明显。以美国为例，2020~2021 年，美国个人耐用品、非耐用品消费（不变价）两年平均增速分别为 12.3%、5.9%，较 2018~2019 年平均增速大幅高出 7.3、3.1 个百分点；而个人服务消费（不变价）2020~2021 年平均增速仅为 0.3%，较 2018~2019 年平均增速低 1.6 个百分点。在疫情防控措施解除后的两年中，美国呈现货物消费向服务消费恢复的态势，2022~2023 年，美国个人耐用品消费、非耐用品消费（不变价）年均增速分别仅为 1.9%、0.7%，增速明显低于疫情之前，而个人服务消费（不变价）年均增速则高达 3.0%，增速明显高于疫情之前。在经历了两年左右的经济结构恢复期之后，美国居民消费支出结构已基本恢复至疫情之前。2024 年上半年，美国个人商品、服务消费支出在个人消费支出之中的占比均达到疫情之前的趋势线水平，商品消费增速较前两年同期明显提升。2023 年初，中国疫情防控较

快平稳转段,居民生活服务性消费呈现较快增长之势;在上年基数抬升的情况下,2024 年服务业向上修复的斜率趋缓。

随着一些国家商品消费增速的提升,国际商品贸易也开始恢复增长。根据世界贸易组织(WTO)发布的《全球贸易展望和统计》数据,2023 年全球商品贸易量同比下降 1.2%,预计 2024 年增速将提升至 2.8%,2025 年进一步提升至 3.3%。在经济结构向疫前恢复过程逐步完成的情况下,2024 年年初以来,全球制造业 PMI 已连续 5 个月处于荣枯线以上。但在全球化叙事转变背景下,欧美等发达国家贸易保护主义明显加强,同时一些国家的大选年也可能牵动对我国贸易政策的转变。近期,美国宣布对包括钢铁、太阳能电池和电动汽车在内的价值为 180 亿美元的从中国进口的商品加征关税,欧盟也宣布从 7 月 4 日起对进口自我国的电动汽车征收临时反补贴税。因此,虽然国际贸易增速已恢复增长,但地缘政治和产业链安全因素对国际贸易增长的国别影响有增无减。未来一段时间,我国外贸出口增长仍面临较大的不确定性。

(三) 全球主要国家货币政策一致性增强,人民币汇率可能稳中有升

2023 年前三季度,美联储四次加息,累计加息 100 个基点,此后美联储停止了加息并将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%~5.5%的高位。这推动了美国 10 年期国债收益率的提升和美元指数的走强。从美元指数与中美 10 期国债收益率之差走势来看,两者之间存在较高的一致性。2023 年初,中美 10 期国债收益率之差接近 90 个基点,2024 年 7 月初已扩大至 230 个基点(见图 1)。中美利差的扩大带来了人民币兑美元汇率贬值的压力,这从中美 10 年国债收益率之差与人民币兑美元汇率走势图中也可以清楚的看到这一点(见图 2)。7 月下旬以来,随着中美利差收窄,人民币兑美元汇率呈现明显的上升态势。2024 年 8 月 8 日人民币兑美元汇率较 7 月 24 日大幅上涨超过 1100 个基点。

2024 年下半年,一方面,美国疫后服务业向上修复的动能明显趋缓,新增非农就业数量下降和失业率上升初显劳动力市场的疲态;另一方面,预计美国通胀将呈现较快下降态势,这是因为国际原油和有色金属价格总体可能震荡下行,同时影响美国消费物价的翘尾因素大幅下降。预计 2024 年三季度末美国 CPI、PCE

将较快回落至 2% 左右。考虑到劳动力市场已显露出一定疲态，美联储在三季度启动降息进程的可能性较大。在欧元区、加拿大、英国等发达经济体央行已经启动降息的情况下，美联储降息进程加快将使全球主要国家货币政策取向一致性加强，这有利于人民币汇率稳定并增大我国货币政策操作空间。

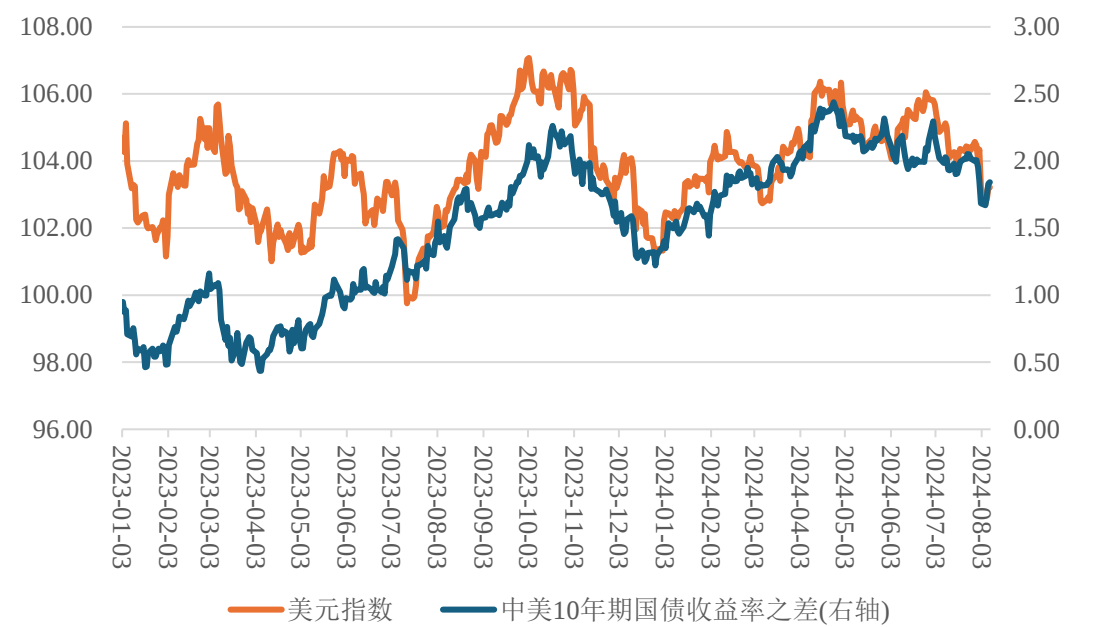


图 1 中美 10 年期国债收益率之差与美元指数变动情况

资料来源：Wind 资讯金融终端。

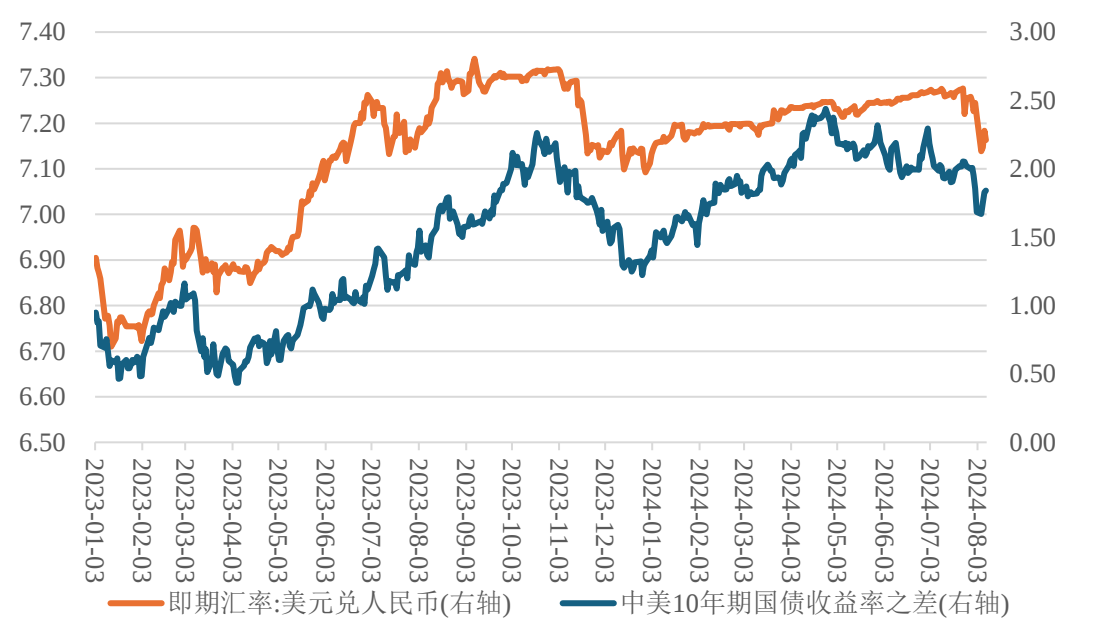


图 2 中美 10 年国债收益率之差与人民币兑美元即期汇率变动情况

资料来源：Wind 资讯金融终端。

二、2024 年中国宏观经济展望

2024 上半年，中国经济总体运行平稳，经济结构持续修复。从生产端看，第一产业增长有所放缓，第二产业继续保持较快增长，第三产业增速高于受疫情影响三年同期平均水平，但仍低于疫情之前。从需求端看，最终消费和资本形成对经济增长的拉动作用减弱，净出口对经济增长的拉动作用增强。上半年，中国国内生产总值（GDP）同比增长 5.0%；分季度来看，一季度，GDP 同比增长 5.3%，2020~2024 年同期平均增速为 5.0%；二季度 GDP 同比增长 4.7%，2020~2024 年同期平均增速为 4.5%，较一季度下降 0.5 个百分点。从环比增速来看，二季度 GDP 环比增长仅 0.8%，较去年同期低 0.1 个百分点；在全球经济增速放缓背景下，我国下半年经济增长仍面临一定挑战。上半年，我国城镇调查失业率有所下降，完成全年城镇新增就业目标进度快于上年同期；物价方面，主要受翘尾因素变动影响，PPI 同比跌幅收窄、CPI 同比涨幅下降。

为巩固经济回升向好态势，我国实施积极的财政政策和稳健的货币政策。2024 年上半年，在支持科技创新和制造业发展的主要政策上，减税降费及退税超过 1.6 万亿元；贷款加权平均利率趋降，7 月份，1 年期和 5 年期以上贷款市场报价利率（LPR）分别为 3.35%和 3.85%，分别较 2023 年 12 月份下降 0.1 个百分点、0.35 个百分点。从金融总量增长情况看，2024 年前七个月，我国社会融资规模增量累计 18.87 万亿元，比上年同期少 3.22 万亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 12.38 万亿元，同比少增 3.27 万亿元，对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 970 亿元，同比多减 388 亿元；7 月末，广义货币（M2）供应量余额同比增长 6.3%，增速较去年同期下降 4.4 个百分点；狭义货币（M1）供应量余额同比减少 6.6%，去年同期为增长 2.3%。2024 年前几个月，我国 M1 和 M2 同比增速下行幅度较大，除与前期禁止通过手工补息高息揽储影响外，可能还与实体经济有效融资需求不足有关。2024 年下半年，我国实体经济特别是民营企业融资需求可能仍较为有限，政府债券发行节奏加快，对增加社会融资规模可能会发挥重要作用。

（一）2024 年下半年经济走势

1. 预计下半年中国经济可以实现 5.0%左右的增长

2024 年，中国经济总体仍处在疫后的结构修复期，消费向上修复的斜率可能逐步趋缓。一季度，我国社会消费品零售总额同比增长 4.7%，近五年同期平均增速为 4.4%；二季度，同比增速下降至 2.6%，近五年同期平均增速已降至 3.5%，消费增速可能已回落至新的平台，预计全年社会消费品零售总额同比增速可能在 3.7%左右。2024 年上半年，我国基础设施投资增速逐步回落，如果下半年政府债券发行和使用节奏加快，那么将推动基建投资增速逐步企稳。房地产投资可能进入筑底阶段，全年可能仍会有较大幅度负增长，成为拖累投资增长的主要因素。在大规模设备更新和消费品以旧换新等政策效果逐渐显现的情况下，制造业投资可能仍将维持较高增速。外需方面，受去年同期基数下降的影响，下半年我国外贸出口同比增速可能提高，但仍面临一定的不确定性。面对外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛，7 月 30 日中央政治局会议强调，要以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险，充分发挥经济体制改革的牵引作用，及时推出一批条件成熟、可感可及的改革举措，同时会议指出，宏观政策要持续发力、更加给力。综合我国消费、固定资产投资以及出口增长可能面临的情况，我们预计三、四季度我国 GDP 同比增速可能均在 5.0%左右，全年 GDP 可能实现 5.0%左右增长。

世界银行 2024 年 6 月份发布的《全球经济展望》报告预测，2024 年中国经济可以实现 4.8%的增长，较 1 月份的预测值上调 0.3 个百分点；国际货币基金组织（IMF）2023 年 7 月发布的《世界经济展望》报告预测，2024 年中国经济可以实现 5.0%的增长，较 4 月份的预测值调高 0.4 个百分点。

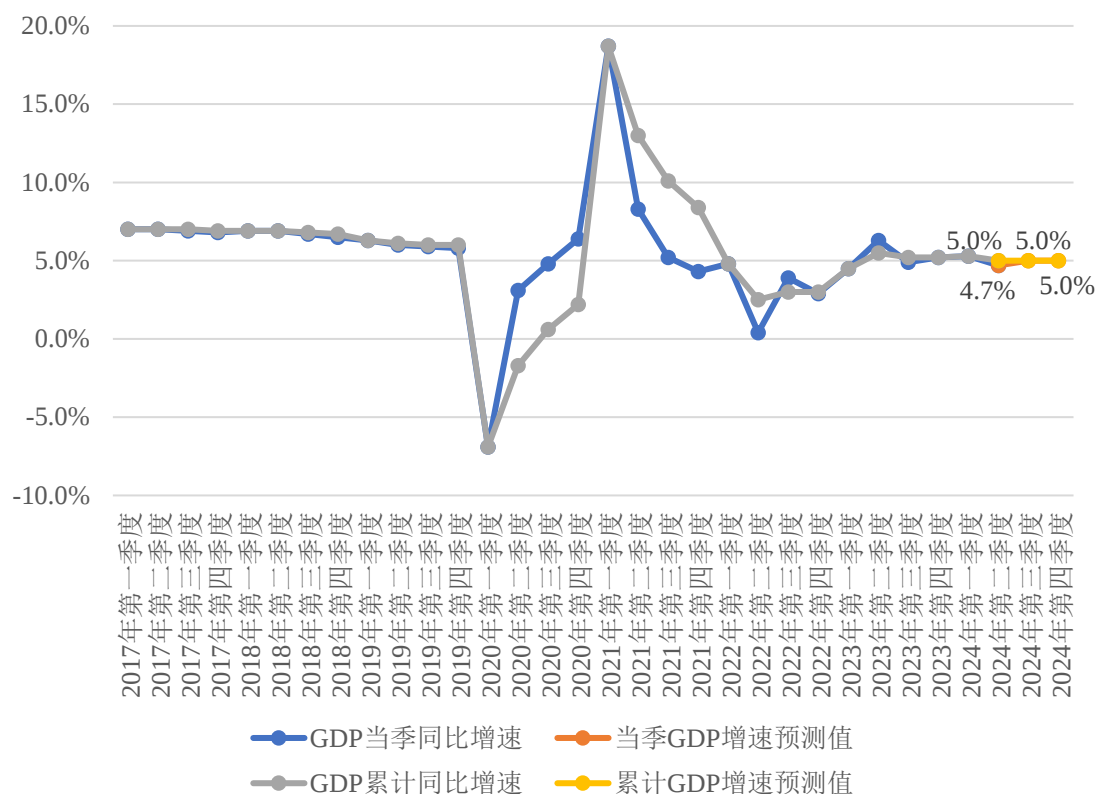


图3 2017年以来GDP当季同比和累计同比增速及2024年三、四季度预测值

注：2024年三、四季度增速为预测值。

数据来源：国家统计局。

2. CPI下半年同比可能出现一段时间负增长，PPI全年跌幅可能在1.5%左右

2024年1~7月份，受国际原油和有色金属价格上涨以及国内钢材、水泥价格下降的综合影响，我国PPI环比月均下降0.13个百分点，跌幅较去年同期收窄0.27个百分点。在价格变动的翘尾因素向下拉动作用明显减弱的情况下，7月份PPI同比下降0.8%，跌幅较1月份收窄1.7个百分点。当前，虽然受翘尾因素下拉作用减弱，我国PPI同比跌幅已明显收窄，但PPI定基指数（2020年1月=100）相对疫情前仍处于历史高位。2024年7月，我国PPI定基指数较2020年1月高出5.1个百分点，其中，采掘业高出33.4个百分点，原材料高出15.3个百分点，加工业高出0.6个百分点。2024年下半年，受2023年基数下降影响，我国货物出口同比增速可能提升，但近两年同期平均增速可能仍处在低位，叠加房地产市场依然处在筑底阶段，未来一段时间，我国PPI环比仍可能出现负增长。虽然，下半年翘尾因素对PPI同比的向下拉动作用将有所减弱，但如果环比仍出

现下降，那么 PPI 同比仍难以由负转正。预计 PPI 全年跌幅可能在 1.5% 左右。

受春节效应和消费向上修复的斜率趋缓影响，2024 年上半年，我国 CPI 环比呈现先升后降的态势。1、2 月份 CPI 环比分别上涨 0.3%、1.0%；3 月份，受节后食品烟酒价格以及交通通信等服务价格回落影响，CPI 环比下降 1.0%；4 月份，食品烟酒类价格仍有所下降，但除居住以外的服务类价格均有所上涨，带动 CPI 环比上涨 0.1%；5、6 月份，虽然猪肉价格有所上涨，但受鲜果、鲜菜以及汽油价格下降影响，CPI 环比分别下降 0.1%、0.2%。主要受翘尾因素较 2023 年同期下拉作用扩大 1.1 个百分点的影响，2024 年上半年，我国 CPI 同比上涨 0.1%，涨幅较上年同期下降 0.6 个百分点。7 月份，受食品价格上涨影响，CPI 环比增长 0.5%，增幅较去年同期提高 0.3 个百分点。未来一段时间，猪肉价格继续较快上涨的动能减弱，同时国际能源价格总体可能震荡下行，叠加三季度翘尾因素向下拉动作用较二季度增大，预计下半年我国 CPI 同比涨幅可能下降，甚至出现一段时间负增长，全年可能零增长。

（二）A 股上市公司业绩与宏观经济走势一致性转弱

1. A 股上市公司营收和利润同比增速与名义 GDP 同比增速一致性下降

目前，中国 A 股上市公司已逾 5350 家，涵盖了国民经济行业分类中除公共管理、社会保障和社会组织以及国际组织 2 个非盈利门类行业外的 18 个门类行业，97 个大类行业中的 80 个大类行业。近年来，一批新兴产业公司陆续在科创板、创业板、北交所上市，中国 A 股上市公司经营业绩对国民经济运行状况的代表性进一步增强，真正成为国民经济的“晴雨表”。在受疫情影响三年中，全部 A 股上市公司的营业总收入和归母净利润累计同比与名义 GDP 累计同比走势高度一致。在疫情防控平稳转段后，A 股上市公司总体业绩表现与名义 GDP 走势仍保持基本一致，但一致性较之前有所下降。这可能是因为，目前 A 股上市公司中制造业占比近 7 成，疫情平稳转段后，我国服务业呈现积极的向上修复态势，而在出口增速下降的情况下，制造业企业业绩表现则明显弱于受疫情影响时期，从而造成上市公司业绩表现弱于整体经济的情况。（见图 4）

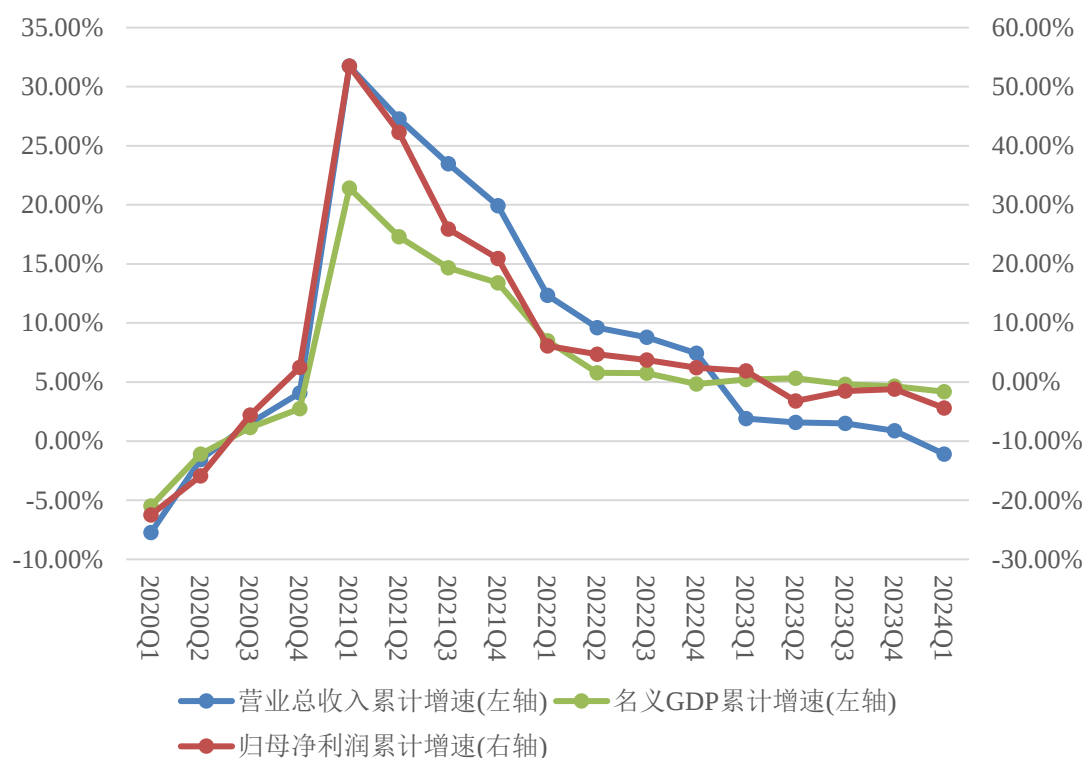


图4 新冠疫情暴发以来A股上市公司经营业绩与名义GDP季度累计同比增速

数据来源：国家统计局，WIND，经笔者计算得到。

2. PPI不同分项的变动影响产业链上中下游公司利润增长

2023年，中国PPI环比有7个月下降，3个月持平，仅2个月上涨，月均降幅为0.23个百分点；其中，采掘业生产资料PPI环比月均降幅为0.6个百分点，原材料生产资料PPI、加工业生产资料PPI环比月均降幅分别为0.2、0.3个百分点，生活资料PPI月均降幅为0.1个百分点。受2023年价格变动的翘尾因素影响，PPI同比跌幅呈现先扩大后有所收窄的态势；其中，上游采掘业PPI年中跌幅大于原材料PPI，原材料PPI跌幅又大于加工业PPI，而加工业PPI跌幅又大于下游生活资料PPI。2024年一季度，受环比下降和上年价格变动的翘尾因素继续下拉影响，中国PPI同比继续呈现负增长；其中，上游采掘业生产资料PPI同比跌幅较大，中游原材料和加工业PPI跌幅居中，下游生活资料PPI跌幅较小。（见图5）

受上游采掘业PPI、中游原材料和加工业PPI以及下游生活资料PPI不同的变化趋势影响，2023年，下游行业上市公司利润增速始终高于上、中游上市公司；2024年一季度，这一状况仍然持续，但差距已较2023年明显减弱。应该注

意的是，2023 年和 2024 年一季度，中国工业行业下游上市公司利润增速始终高于上中游上市公司，但并不代表下游上市公司的市场创值能力高于上中游公司，实际上，下游公司利润增长较快而上中游利润下降，主要是受到前几年下游公司利润大幅下降而上中游公司利润快速增长的影响。（见表 1）

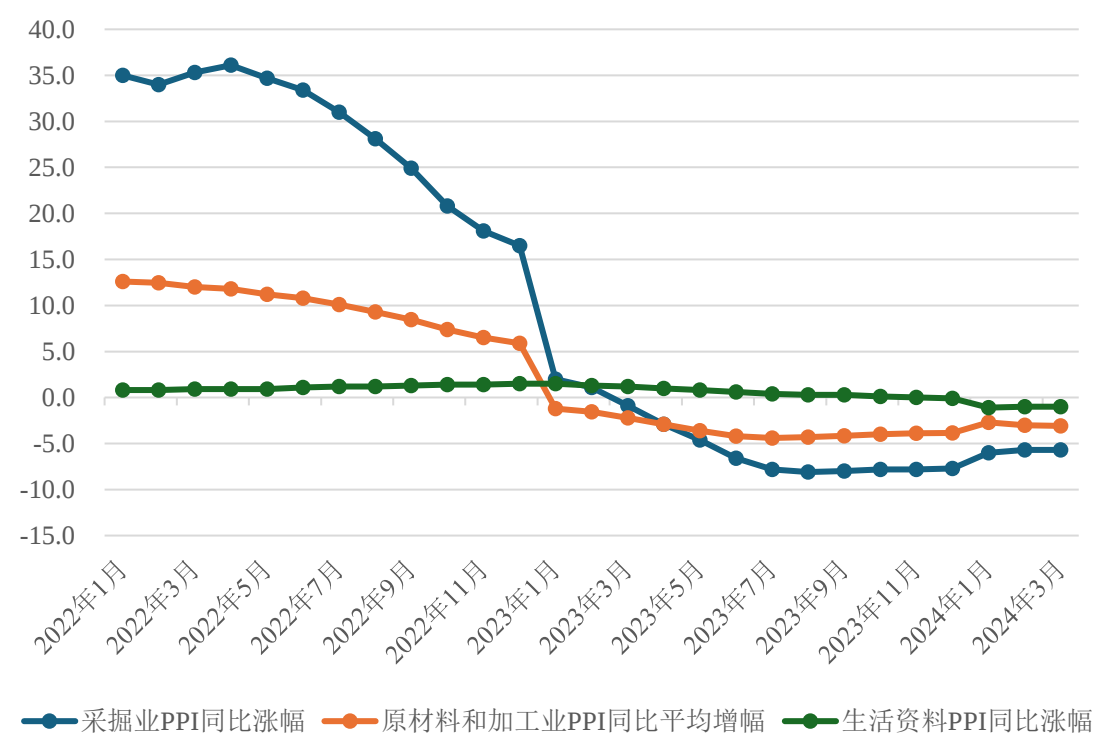


图 5 PPI 不同分项变动情况（上年同期=100）

数据来源：国家统计局，经笔者测算。

表 1 工业行业 A 股上市公司上、中、下游利润增长情况

单位：%

时间段	2022 年 一季度	2022 年 上半年	2022 年 前三季度	2022 年全 年	2023 年一 季度	2023 年上半 年	2023 年前三 季度	2023 年全 年	2024 年一 季度
上游行业	42.5	34.0	19.3	14.4	-20.7	-14.8	-11.1	-10.0	-6.1
中游行业	4.9	4.5	-0.5	-0.5	-10.1	-24.8	-19.3	-20.4	-16.3
下游行业	0.8	-1.0	8.3	17.5	13.3	5.5	15.3	17.7	10.0

数据来源：Wind 资讯金融终端，经笔者测算。

三、中国 A 股上市公司业绩表现

（一）A 股上市公司价值来源与价值创造

以上市公司净资产收益率（ROE）为核心，利用各主要财务指标之间的内在关系，可以对企业财务状况和盈利能力进行综合评价。中国 A 股上市公司受到资本市场制度不完善、宏观政策调整等因素影响，企业期间费用波动和税费调整成为影响企业净利润的重要因素。2023 年，我国疫情防控较快平稳转段，经济呈现积极的向上修复态势，特别是在疫情影响三年中受冲击较为严重的一些服务行业，向上修复的态势较为明显。为巩固经济回升向好态势，2023 年 4 月召开的中央政治局会议强调，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在；会议提出，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。2023 年，全国新增减税降费及退税缓费超 2.2 万亿元；同时，中国贷款市场报价利率（LPR）实现了数次下调，1 年期 LPR 累计下调了 20 个基点，5 年期 LPR 累计下调了 10 个基点。在此背景下，利用杜邦分析框架对资产收益率进行分解，还原公司息税前利润，可以综合分析疫情平稳转段后企业市场创造能力的变化，以及公司融资成本和税负对企业价值创造能力的影响。具体公式如下：

$$ROE = \left(\frac{EBIT}{\text{营业收入}} \times \frac{\text{营业收入}}{\text{总资产}} - \frac{\text{利息支出}}{\text{总资产}} \right) \times \frac{\text{总资产}}{\text{所有者权益}} \times (1 - \text{税率})$$

上式中，营运利润率中息税前利润使用净利润、财务费用与所得税之和衡量，营运利润率和传统杜邦分析中销售净利润的区别主要在于财务费用和所得税。利息支出与总资产之比可以从一定程度上反映公司的利息负担，但现实中通常用负债或有息负债来代替总资产，这样可以更为准确地反映上市公司的实际融资成本。

中国上市公司的收益率差异在行业间表现得很明显，特别是金融与非金融上市公司，直接分析可能难以反映实体经济运行情况。为了降低行业间差异的影响，本文使用申万证券行业分类标准将上市公司房地产、银行和非银金融上市公司去除，并删除 ST、ST*类股票，具体结果如表 2 所示。从中可以看出，虽然我国经济呈现积极的向上修复态势，但在部分工业产能利用率下降、PPI 同比呈现较大

幅度负增长、CPI 同比增幅收窄的情况下，2023 年我国 A 股非金融上市公司市场创值能力有所下降；融资成本下降和减税降费及退税缓费政策对于稳定 A 股非金融上市公司总资产收益率（ROA）仍然发挥了一定作用。

表 2 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST、ST*股票）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2014	0.0771	0.0649	0.0316	0.0266	0.0680	0.7745	0.0113	2.4393	0.2358
2015	0.0574	0.0428	0.0243	0.0181	0.0660	0.6616	0.0112	2.3661	0.2526
2016	0.0630	0.0515	0.0268	0.0220	0.0697	0.6325	0.0089	2.3455	0.2360
2017	0.0786	0.0656	0.0342	0.0286	0.0767	0.6878	0.0093	2.2971	0.2112
2018	0.0720	0.0604	0.0312	0.0262	0.0706	0.7172	0.0094	2.3076	0.2422
2019	0.0667	0.0559	0.0288	0.0241	0.0664	0.7076	0.0092	2.3173	0.2397
2020	0.0654	0.0491	0.0287	0.0216	0.0685	0.6588	0.0082	2.2755	0.2213
2021	0.0827	0.0701	0.0364	0.0309	0.0734	0.7219	0.0068	2.2699	0.2245
2022	0.0801	0.0712	0.0359	0.0319	0.0713	0.7073	0.0051	2.2324	0.2088
2023	0.0731	0.0640	0.0326	0.0286	0.0683	0.6735	0.0049	2.2413	0.2067

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

根据 ROE 分解公式，可以看出 2023 年 A 股非金融上市公司的总体市场创值能力（营运利润率×总资产周转率）较 2022 年下降近 44 个基点（BP），营运利润率下降和总资产周转率下降都对公司创造能力产生了影响。2023 年，A 股上市公司营运利润率下降与产品价格环比继续走低有一定关系；在制造业上市公司数量占比近 7 成的情况下，总资产周转率下降除受产品价格变动影响外，可能还受到以下两方面影响，一是货物贸易出口由 2022 年的正增长转为负增长造成企业产能利用率下降，二是疫情平稳转段后，国内服务业需求恢复对制造业产品的需求增长也造成了一定负面影响。

为方便考察不同类型上市公司疫情平稳转段后的业绩表现。在此将 2023 年的上市公司按产业分为三类，第一类为农、林、牧、渔业上市公司，第二类包含采矿业、制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业、建筑业上市公司，第三类为第一类和第二类以外行业的上市公司。可以发现，受猪肉价格下降等因素影响，第一类 A 股上市公司总资产周转率虽较上年小幅上升，但营运利润率则出现较为明显的下降，造成此类公司市场创值能力较 2022 年下降了 128 个 BP（见

表 3)；第二类 A 股上市公司总资产周转率和营运利润率均较上年有所下降，造成该类公司市场创值能力较 2022 年下降了 62 个 BP（见表 4）；第三类 A 股上市公司总资产周转率虽较上年小幅下降，但在疫情防控平稳转段后，营运利润率则呈现较大幅度上升，造成此类公司市场创值能力较 2022 年上升了 27 个 BP（见表 5）。因此，2023 年 A 股上市公司市场创值能力较上年下降，主要是由第一、第二类公司造成的，第三类公司的市场创值能力较上年则有所提升。

如果将第二类公司中的采矿业、制造业上市公司分别进行考察，以观察工业上下游上市公司的业绩表现，可以发现，2023 年采矿业上市公司的市场创值能力较 2022 年下降了 127 个 BP；制造业上市公司市场创值能力较 2022 年下降了 82 个 BP（见表 6、表 7）。这里应该注意的是，在考察工业企业利润同比增速差异的时候，需要关注 PPI 各分项同比增速的变化，而在考察公司市场创值能力时，则需关注 PPI 各分项的环比变化情况。如果以 2020 年 1 月为起点（2020 年 1 月=100），考察新冠疫情暴发后的 PPI 各分项环比变动的累计效果，可以发现，2022 年受乌克兰危机影响，采掘业 PPI 一段时间保持较快增长，2023 年采掘业 PPI 则较快回落，而加工业 PPI 由于前期上涨幅度有限，2023 年回落的幅度也相对较小。在这种背景下，2023 年中国 A 股采矿业上市公司创值能力虽较上年回落幅度较大，但创值能力绝对水平仍大幅高于制造业上市公司。

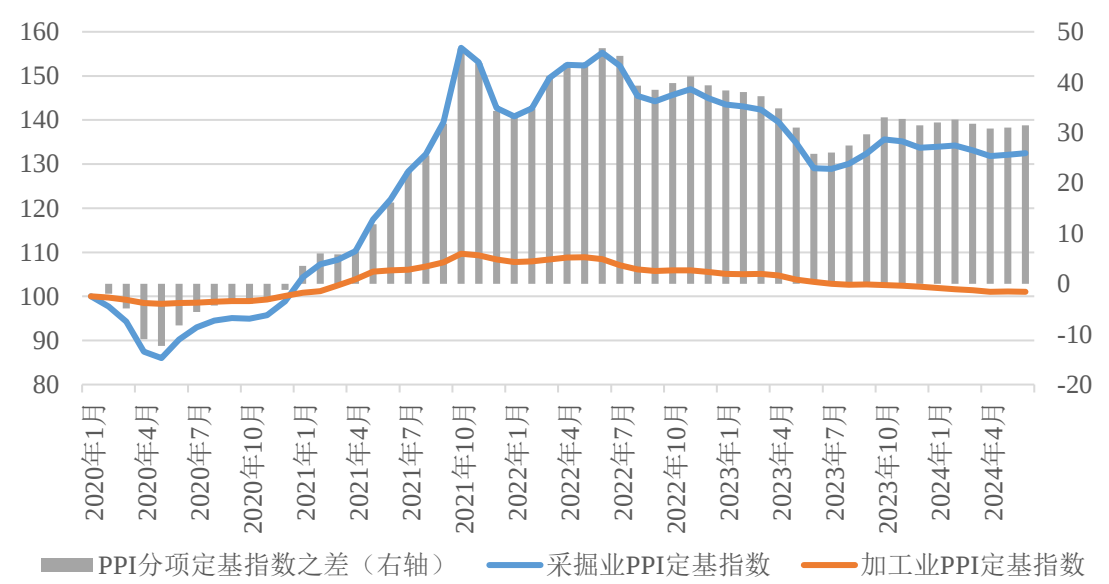


图 6 PPI 分项定基指数剪刀差变动情况 (2020 年 1 月=100)

数据来源：国家统计局，经笔者计算得到。

表 3 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST、ST*股票，仅包含农、林、牧、渔业公司）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2019	0.1716	0.1615	0.1018	0.0958	0.1631	0.6908	0.0089	1.6855	0.0185
2020	0.1878	0.1817	0.1016	0.0983	0.1745	0.6347	0.0075	1.8494	0.0164
2021	-0.1312	-0.1332	-0.0536	-0.0544	-0.0695	0.5747	0.0124	2.4491	null
2022	0.0212	0.0252	0.0091	0.0108	0.0387	0.6536	0.0153	2.333	0.0892
2023	-0.0056	-0.0769	-0.0023	-0.0322	0.0185	0.6753	0.0139	2.3912	null

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润；2021、2023 年因 EBT 均为负，因此没有报告实际税率。

表 4 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST、ST*股票，包含采矿业、制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业、建筑业公司）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2019	0.0684	0.0588	0.0290	0.0249	0.0672	0.6972	0.0088	2.3593	0.2376
2020	0.0731	0.0564	0.0317	0.0245	0.0746	0.6512	0.0082	2.3039	0.2142
2021	0.0893	0.0773	0.0388	0.0336	0.0774	0.7151	0.0066	2.3037	0.2053
2022	0.0895	0.0804	0.0391	0.0351	0.0751	0.7089	0.0047	2.2888	0.1943
2023	0.0779	0.0698	0.0338	0.0303	0.0703	0.6692	0.0047	2.3048	0.2035

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

表 5 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST、ST*股票，不包含第一及第二类公司）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2019	0.0556	0.0400	0.0256	0.0184	0.0607	0.7526	0.0107	2.1752	0.2689
2020	0.0286	0.0136	0.0131	0.0062	0.0400	0.6926	0.0082	2.1784	0.3256
2021	0.0644	0.0487	0.0302	0.0228	0.0614	0.7559	0.0074	2.1335	0.2251
2022	0.0485	0.0401	0.0239	0.0198	0.0570	0.7030	0.0063	2.0312	0.2924
2023	0.0581	0.0472	0.0289	0.0235	0.0619	0.6911	0.0056	2.0075	0.2209

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

表 6 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST、ST*股票，仅包含采矿业）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运 利润 率	总资产 周转率	财务 费用 比	权益 乘数	实际 税率
2019	0.0578	0.0564	0.0294	0.0287	0.0529	0.9877	0.0095	1.9642	0.3103
2020	0.0432	0.0224	0.0222	0.0115	0.0504	0.8098	0.0089	1.9502	0.3068
2021	0.0910	0.0923	0.0456	0.0472	0.0726	0.9887	0.0071	1.9575	0.2811
2022	0.1326	0.1327	0.0710	0.0711	0.0981	1.0265	0.0063	1.8672	0.2474
2023	0.1127	0.1175	0.0612	0.0637	0.0939	0.9371	0.0058	1.8433	0.2561

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

表 7 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST、ST*股票，仅包含制造业）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运 利润 率	总资产 周转率	财务 费用 比	权益 乘数	实际 税率
2019	0.0727	0.0594	0.0344	0.0281	0.0724	0.7037	0.0073	2.1165	0.2135
2020	0.0842	0.0660	0.0409	0.03205	0.0848	0.6780	0.0071	2.0599	0.1889
2021	0.1031	0.0866	0.0506	0.0425	0.0904	0.7355	0.0052	2.0374	0.1749
2022	0.0842	0.0660	0.0433	0.0320	0.0754	0.7104	0.0021	2.0439	0.1583
2023	0.0728	0.0612	0.0355	0.0298	0.0669	0.6783	0.0025	2.0515	0.1732

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

2023 年，中国疫情防控较快平稳转段，为巩固经济回升向好态势，中国政府推出了包括减税降费、降低企业融资成本等政策措施。从 A 股非金融上市公司财务成本和实际税率看，2023 年 A 股非金融上市公司财务费用比与 2022 年相比下降了 2 个基点，实际税率则较 2021 年下降 21 个基点。如果 A 股非金融上市公司财务费用比维持在 2022 年水平并保持其他条件不变，那么 2023 年 ROA 会比实际情况低 4 个基点；如果实际税率维持在 2022 年水平并保持其他条件不变，则 ROA 会较实际情况低 2 个基点。因此，降低企业融资成本和税费减免对提高非金融上市公司 ROA 均发挥了一定作用。

（二）不同行业上市公司利润增长变动情况

2023 年，我国疫情防控较快平稳转段，需要人员密接的社会服务业、传媒业、交通运输业上市公司利润实现了较快的向上修复；农林牧渔业因猪肉价格回落，利润明显下降；钢铁、建筑材料因房地产投资下降，利润呈较大幅度负增长；电子、基础化工、医药生物因境内外需求回落，利润出现较大幅度负增长；有色金属、煤炭因价格下降，利润也有较大幅度下降。2024 年一季度，我国部分在疫情影响三年中受冲击较严重的行业继续延续了向上修复态势，社会服务业、交通运输业利润继续较快增长；猪肉价格上涨带动了农林牧渔业利润跌幅明显收窄；电子行业在上年同期利润明显下降的情况下，2024 年一季度利润出现较大幅度回升；同时，轻工制造、汽车、食品饮料行业利润也保持较快增长（见图 7）。

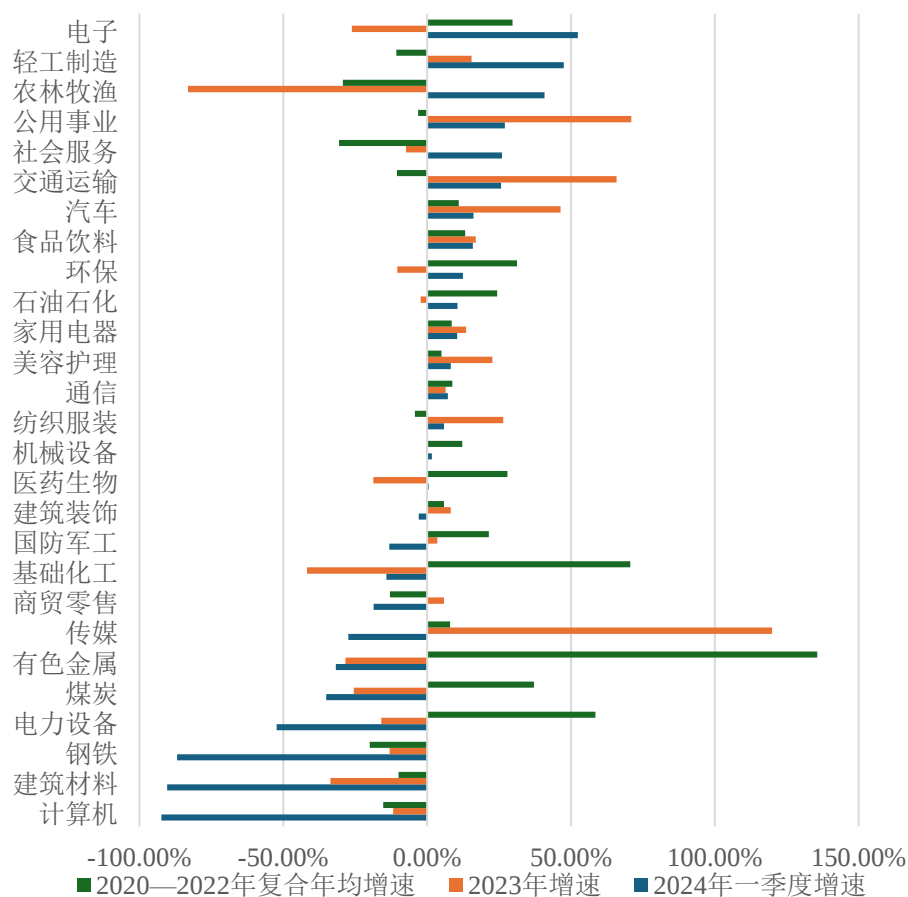


图 7 A 股上市公司 2020 年至 2024 年一季度各行业利润增长变动情况

注：农林牧渔业 2023 一季度和 2024 年一季度利润均为负，2024 年一季度的利润增速为利润跌幅的减少程度；主要包括酒店、旅游的社会服务业 2020、2021、2022 年利润均为负，2020~2022 年利润增速为三年增速的算术平均数，2023 年利润转正，2023 年增速为 2020~2023 年四年复合平均增速。

这些行业利润增长变化也会在公司股价中也有所反映。从各行业具有代表性的股价指数看，在受疫情影响的 2020~2022 年利润增长较快，而在 2023 年和 2024 年一季度利润持续下行的行业中，基础化工、电力设备、有色金属各自对应的申万指数，2020 年初至 2023 年初分别上涨了 49.7%、112.5%、52.7%，同期沪深 300 指数下跌 6.4%；2023 年初至 2024 年 6 月末，基础化工、电力设备各自对应的申万指数分别下跌了 26.1%、38.5%，同期沪深 300 指数下跌 11.0%。

（三）A 股上市公司的创新转型之路

中国 A 股上市公司不仅包括传统产业公司，近年来，随着科创板开板、创业板改革、北交所成立和全面实行股票发行注册制，一批战略性新兴产业公司陆续登陆 A 股市场，随着我国加快布局未来产业，一批代表未来发展方向的创新型企业也将登陆 A 股市场。在数字化、绿色化、智能化转型推动下，一批传统产业公司也在寻求新突破。

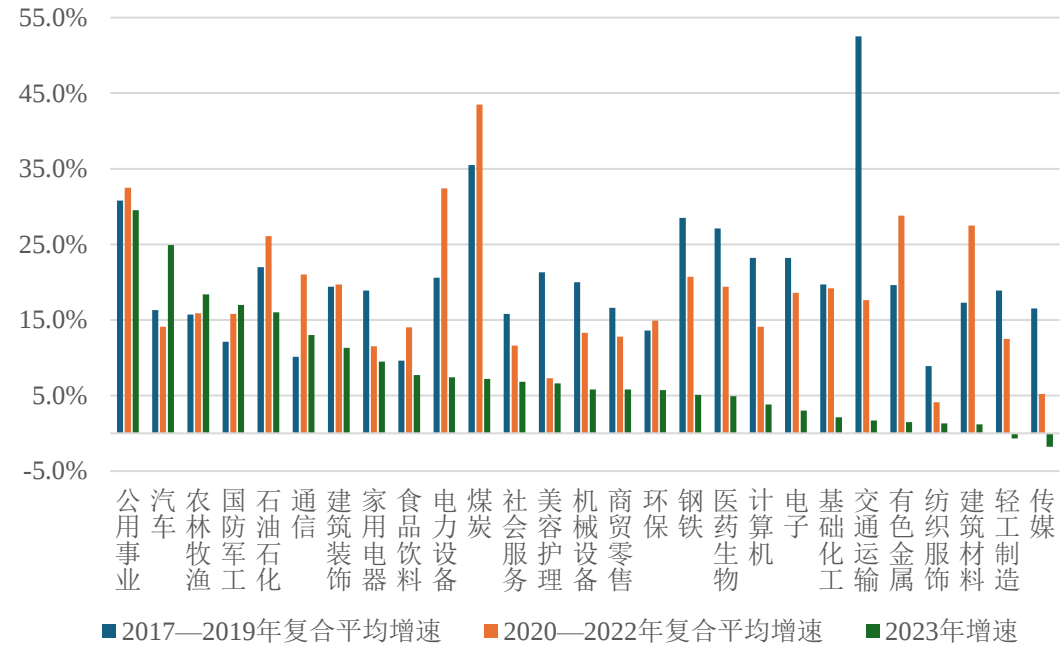


图 8 各行业 A 股上市公司近年来研发支出增长情况

资料来源：Wind 资讯金融终端。

高研发投入是保持和提高公司和产品竞争力、实现上市公司高质量发展的必由之路。根据 A 股上市公司年报披露的数据，在受疫情影响的 2020~2022 年，所有行业的研发投入均保持了正增长；其中，不仅有电力设备、通信、国防军工、公用事业、环保这些行业 2020~2022 年研发支出年均复合平均增速高于疫情发生

前的 2017~2019 年，一些传统行业，如：煤炭、有色金属、建筑材料、食品饮料、石油化工、农林牧渔的研发支出年均复合增速也高于疫情之前。2023 年，除传媒和轻工制造外，其他行业上市公司研发支出仍保持正增长；其中，国防军工、汽车、农林牧渔业上市公司研发支出增速高于 2020~2022 年。（见图 8）

从研发支出与营业总收入之比表示的研发强度来看，疫情发生后的 2020~2022 年，除商贸零售、农林牧渔行业上市公司外，其他行业上市公司研发强度均有所提升；其中，不仅有计算机、通信、医药生物、社会服务、国防军工、环保、传媒这些行业 2020~2022 年研发强度年均提升幅度高于 2017~2019 年的年均提升幅度，一些传统行业，如：建筑材料、煤炭、钢铁、食品饮料、石油石化、家用电器、纺织服饰、建筑装饰，研发强度年均提升幅度也高于疫情之前。2023 年，我国一些行业上市公司研发强度继续实现了较快提升；其中，基础化工、公用事业、农林牧渔、电子、美容护理、钢铁、汽车、煤炭、通信、机械设备、轻工制造、国防军工、交通运输、商贸零售研发强度提升幅度均高于 2020~2023 年的年均提升幅度。2023 年，一些行业上市公司研发强度出现下降，如：社会服务、传媒、纺织服饰行业，主要是受到疫情平稳转段后营业收入快速增长的影响。

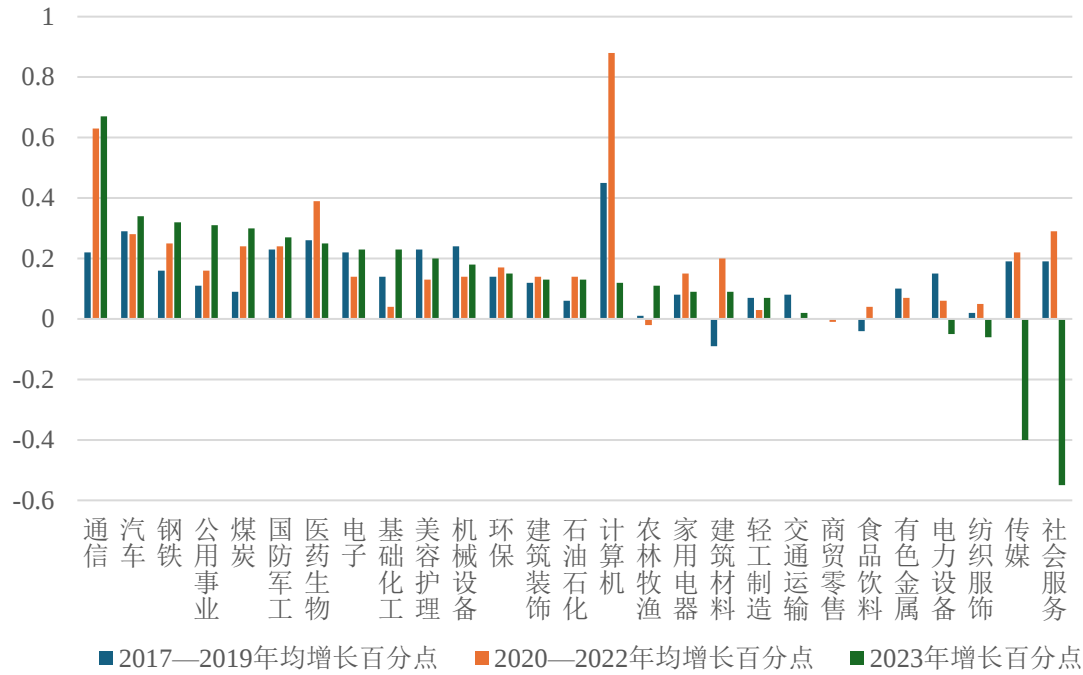


图 9 各行业 A 股上市公司近年来研发强度年均增长情况

资料来源：Wind 资讯金融终端。

四、推动资本市场高质量发展

党的二十届三中全会对进一步全面深化改革做出系统部署，全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提出，健全投资和融资相协调的资本市场功能，防风险、强监管，促进资本市场健康稳定发展。中央金融工作会议提出更好发挥资本市场枢纽功能，表明资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的重要作用。强大的资本市场是现代经济的标配。推动资本市场高质量发展，有利于促进科技、产业和资本高水平循环，完善现代化产业体系，推动发展新质生产力；有利于丰富金融产品和服务，创造更多增加居民财产性收入的机会；也有利于发展股权融资，优化融资结构，完善中国特色现代金融体系。从经济与金融的关系来看，经济是肌体，金融是血脉，两者共生共荣。过去相当长时间，中国成功推进了快速的工业化和城镇化进程。2023年，常住人口城镇化率达到66.2%，户籍人口城镇化率为48.3%，户籍人口城镇化率比常住人口城镇化率低17.9个百分点；工业增加值占比近年来始终保持在30%以上。从上市公司结构看，目前制造业上市公司数量占A股上市公司总量近70%。为扩大内需和促进产业升级，为经济高质量发展提供有力支持，近日国务院印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》《关于促进服务消费高质量发展的意见》，对推进新型城镇化、促进服务消费高质量发展提出行动计划和发展意见。这将有利于推动A股制造业上市公司转型升级，同时有利于一批高质量的服务业公司登陆A股市场，从而提高上市公司质量。

为深入贯彻党的二十大和二十届二中、三中全会、中央经济工作会议、中央金融工作会议精神，全面落实国务院工作部署，2024年，中国证监会系统扎实推动新“国九条”及资本市场“1+N”政策文件落实落地，统筹推进强监管、防风险、促进高质量发展各项工作。作为现代金融体系的重要组成部分，资本市场在经济、金融运行中发挥着重要作用，未来应进一步深化资本市场改革，着力提升服务实体经济能力和水平，发挥好激发经济活力、优化资源配置的作用。

一是进一步提升支持科技创新的能力。党的二十届三中全会提出，构建支持全面创新体制机制，构建同科技创新相适应的科技金融体制，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持，完善长期资本投早、投小、投长期、投硬科技的支持政策。未来应增强资本市场制度的包容性适应性，完善私募股权和创

业投资支持政策，进一步畅通“募投管退”循环，发挥好创业投资、私募股权投资支持科技创新作用，提升对科技创新企业的全链条全生命周期服务能力。

二是进一步提高上市公司现金分红比例。新“国九条”明确提出，强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示；加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率；增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。在我国经济高速增长时期，较低的现金分红比例有利于上市公司增强未来发展潜力，以获得更高的成长价值，但在经济增速趋缓的背景下，现金分红对于投资者持有股票的意义就显得相当重要，这也是回报投资者和稳定股票价值的关键。

三是进一步加强资本市场监管。中央金融工作会议强调，切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管，全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，消除监管空白和盲区。全面强化“五大监管”有利于防范和化解金融风险，有利于资本市场长期健康发展，有利于保护投资者合法权益，也有利于增强投资者信心。未来，应以改革进一步加强资本市场“五大监管”，进一步完善涵盖市场各参与主体、各业务领域的监管制度机制，畅通投资者维权救济渠道，突出资本市场以人民为中心的价值取向，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。