



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

中国宏观金融

殷剑峰
张旸

2024 年 2 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、银行业运行、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。

长 征

摘 要

以购买力平价来看,2017 年我国便已成为全球第一大经济体。不过,汇率和物价因素导致我国实际及名义经济增速偏低,这直接影响了市场感受。今年经济运行的外部环境仍面临高度不确定性,主要来自中美经济周期错位、全球经济弱复苏、主要国家进入选举周期等方面。

2023 年三大物价指数乏力,是四十余年来少有的“体感温度”较低之年。虽然消费重新成为经济增长的主动力,但是反映居民就业、消费、收入的指标仍面临压力。未来消费发展的前景,或将取决于通缩压力能否缓解,继而支撑名义 GDP 增长。产业方面,在全球经济弱复苏态势下,工业疲软或将继续拖累经济增长。除了物价因素以外,偿债压力凸显也是经济“体感”较冷的原因之一,去年名义利率已经超过了名义 GDP 增速,新增的融资主要被用于借新还旧。

2024 年将开启存量出清和结构调整的长征之路。一方面,打好存量住房出清、地方政府债务出清、失败中小金融机构出清三大持久的攻坚战。另一方面,产业结构将向消费者服务业、生产者服务业和公共服务业调整。随着国内城镇化推进,房地产市场仍存在结构性机会。不过,要走好未来“两万五千里”,恐怕还需要一场深刻的财政(政府)体制改革。

本报告负责人: 殷剑峰

本报告执笔人:

● 殷剑峰

国家金融与发展实验室
副主任

● 张旸

【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

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

目 录

一、外部环境仍面临高度不确定性	1
二、2023 年经济的“体感温度”较低.....	4
三、2024 年将开启存量出清和结构调整的长征之路	14

一、外部环境仍面临高度不确定性

近两年，西方国家的“中国经济崩溃论”又甚嚣尘上。美国前财政部长萨默斯称，2020 年对中国经济的预测就如 1960 年对前苏联或 1990 年对日本的预测。诺奖经济学家克鲁格曼称，中国未来可能不会重蹈日本的覆辙，因为中国的情况会更糟。实际上，以购买力平价来看（图 1），2017 年我国便已超过美国，成为全球第一大经济体。但是，如果考虑汇率因素，2023 年我国的实际 GDP 只占美国的 80%。如果再考虑物价因素，我国名义 GDP 与美国之比从 2022 年起大幅下滑，2023 年约为 71%。汇率和物价因素导致我国实际及名义经济增速相对偏低，这直接影响了市场感受。

今年经济运行的外部环境仍面临高度不确定性，主要来自以下三个方面。

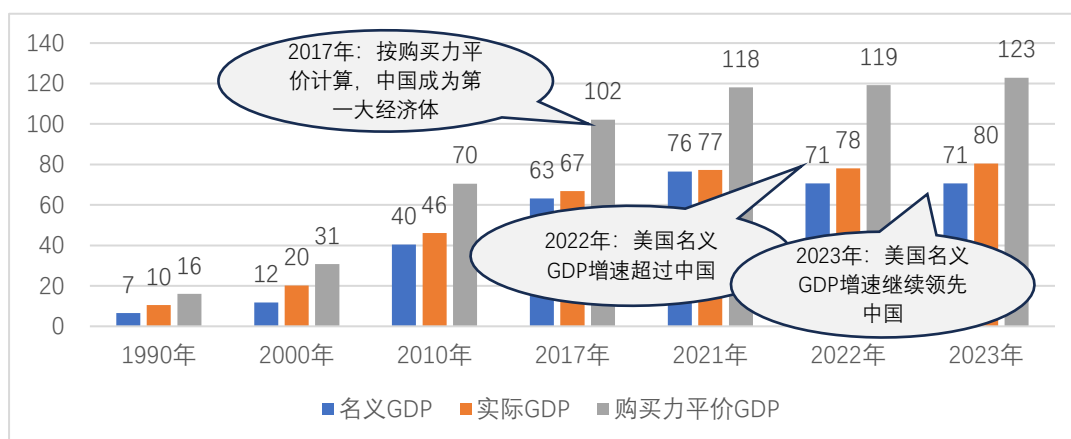


图 1 中美三种 GDP 口径比较（中国/美国，%）

数据来源：CEIC。其中，2023 年美国 GDP 数据为估算。

首先是中美经济周期错位。主要体现在三个点，其一是名义利率错位。2022 年俄乌冲突爆发之后，全球能源价格飙升，美联储开启加息周期以抑制通胀，中美名义利差长期倒挂超过 300 个 bp（图 2）；其二是通胀错位。与美国的通胀表现不同，国内持续面临通缩压力，截止去年 11 月份，中美核心 CPI 涨幅差仍为 341 个 bp（图 3）；其三是实际利率错位。中美实际利差在 2022 年曾超过 700 个 bp（图 4）。

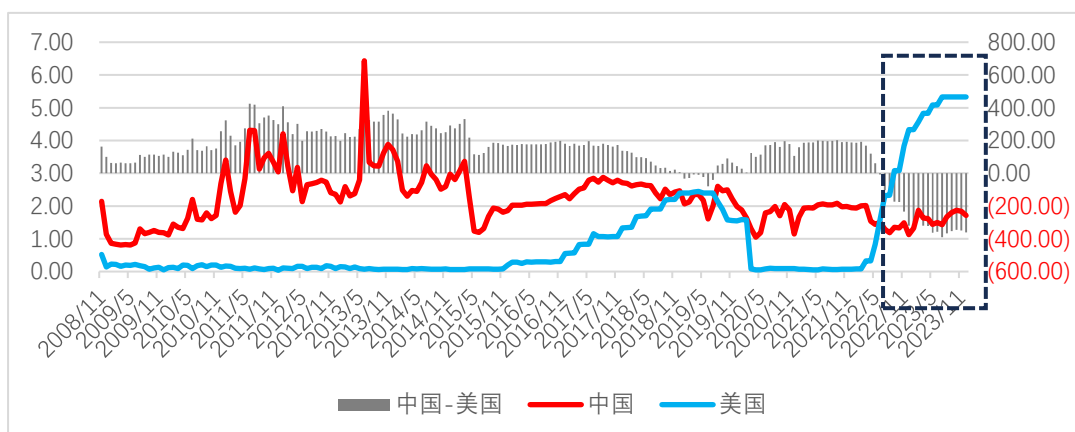


图2 中美短期基准利率（%，左轴）和利差（bp，右轴）

数据来源：CEIC。

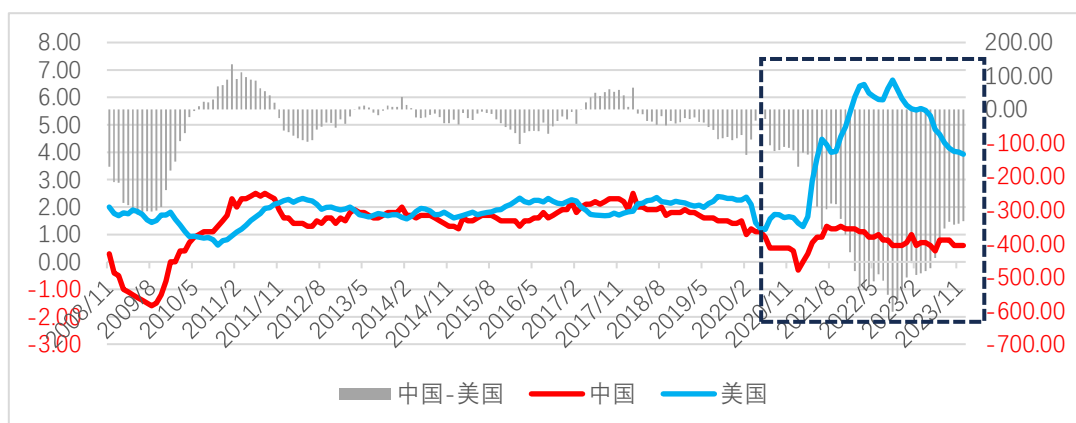


图3 中美核心CPI同比（%，左轴）和中美涨幅差（bp，右轴）

数据来源：CEIC。

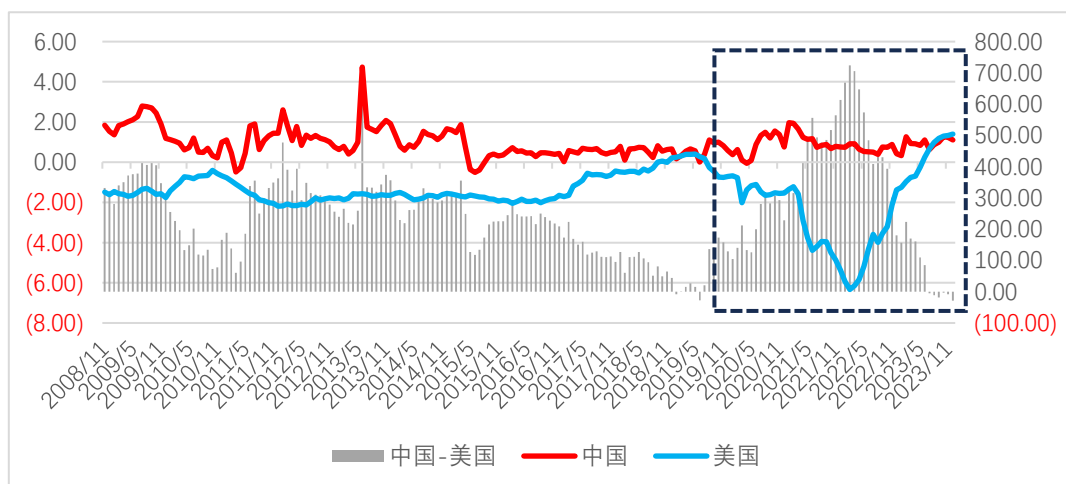


图4 中美短期实际利率（%，左轴）和利差（bp，右轴）

数据来源：CEIC。

2023 年美国的名义利率和实际利率均已经接近 2005 年次贷危机前夕的相对高点（图 5）。尽管美联储本轮加息周期接近尾声，但是如果美国核心 CPI 持续下行，实际利率还会进一步抬升。

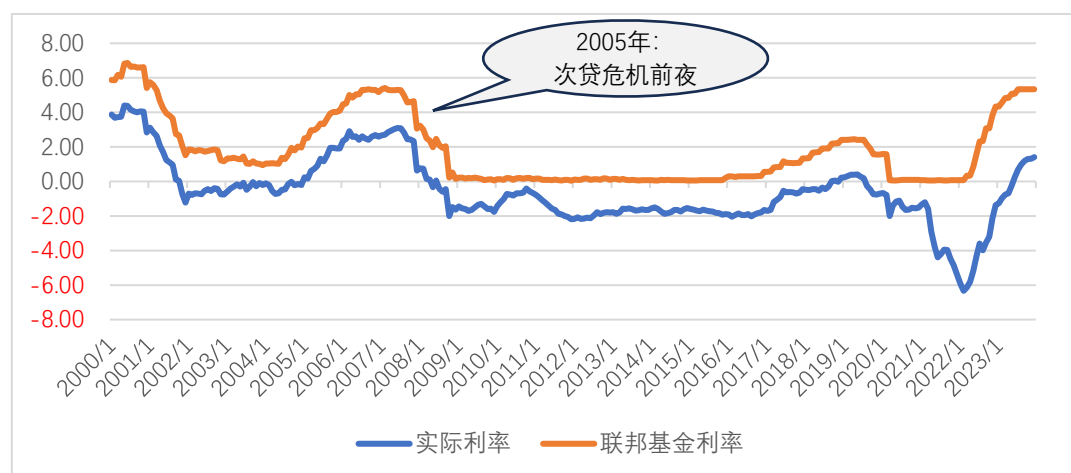


图 5 美国联邦基金利率及实际利率（%）

数据来源：CEIC。

其次是全球经济呈弱复苏态势。除了新冠疫情期间，中国制造业 PMI 和服务业 PMI 的走势与全球性指标基本趋于一致（图 6）。IMF 于今年 1 月份预测 2023 年至 2025 年全球经济增速分别为 3.1%、3.1%、3.2%，今年全球经济可能仍将呈弱复苏态势，全球制造业可能继续低迷，服务业或增长乏力。不过，据海外机构预测，今年国际原油价格有望企稳，我国 PPI 指数持续下跌的态势或将好转。

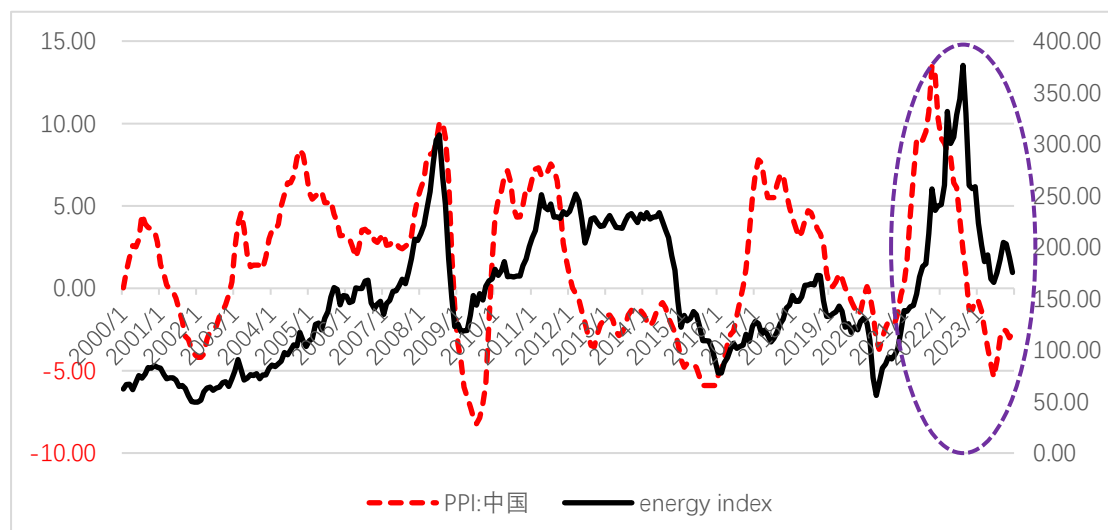


图 6 中国 PPI（%，左轴）与国际能源价格指数（右轴）

数据来源：CEIC。

最后是全球主要国家进入选举周期。据不完全统计，今年将有七十多个国家或地区面临重要选举，涉及俄罗斯、日本、印度、欧洲等，其中最大的不确定性来自美国总统大选。2016年11月份特朗普当选总统后，2018年6月美国公布对华征税清单，2019年5月美国将加征关税从10%提高到25%，期间美国贸易政策不确定性指数（TPU）的波动明显加剧（图7），不断创下阶段性新高。直到2019年12月，特朗普宣布中美达成经贸协议，该指数才回落至2016年前的水平。去年底CNBC的民意调查显示，巴以冲突后，拜登的支持率已经低于特朗普。如果后者今年重新当选，那么中美经贸关系可能会面临再度调整的风险。

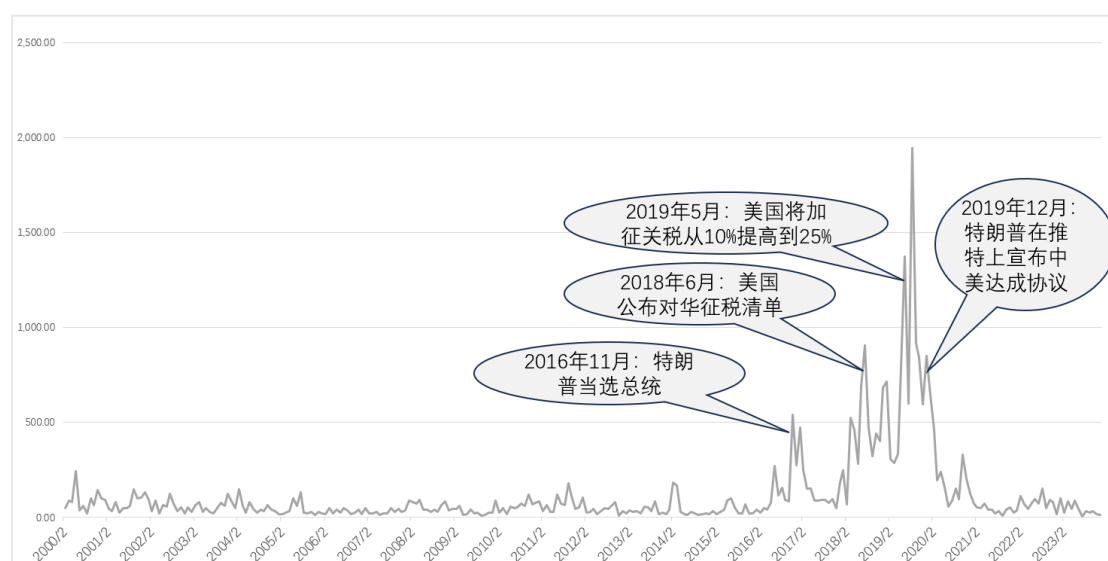


图7 美国贸易政策不确定性指数

数据来源：CEIC。

二、2023年经济的“体感温度”较低

2023年是新冠疫情防控平稳转段后经济恢复发展的一年，GDP增速录得5.2%，不过经济的“体感温度”较低，主要来自几方面原因：一是第二、三、四季度的名义GDP增速均慢于实际GDP增速（图8），即GDP平减指数为负数，说明有效需求不足，经济依然面临通货紧缩风险；二是经济从第一季度后都处于筑底的过程（图8），全年经济增长呈现“L”型走势；三是全年PPI同比保持在负值水平（图9），6月后环比回升；CPI同比基本呈现逐月回落态势，核心CPI同比保持在1%以下。

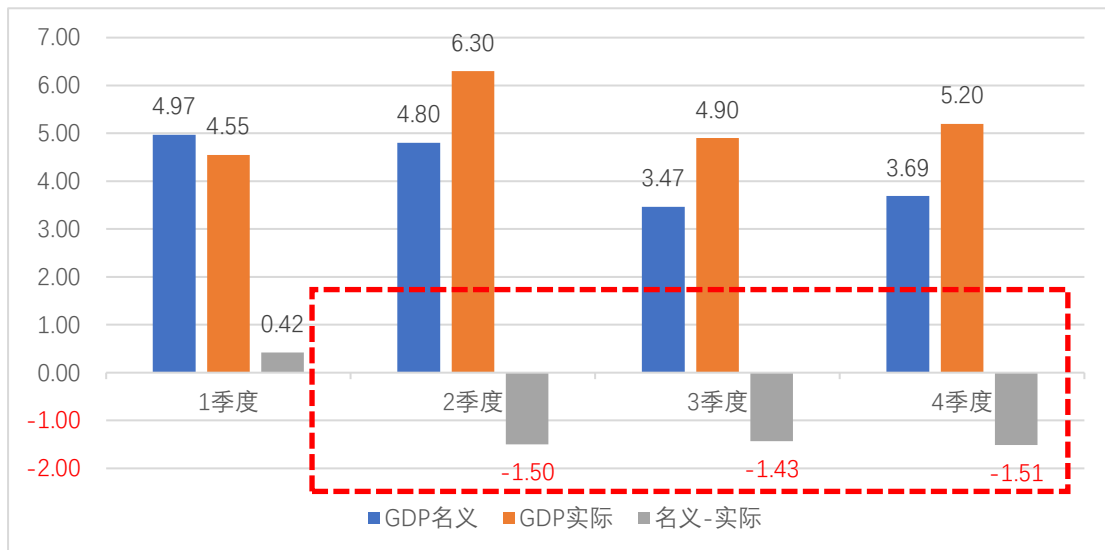


图8 2023年季度名义和实际增长率(%)

数据来源：CEIC。

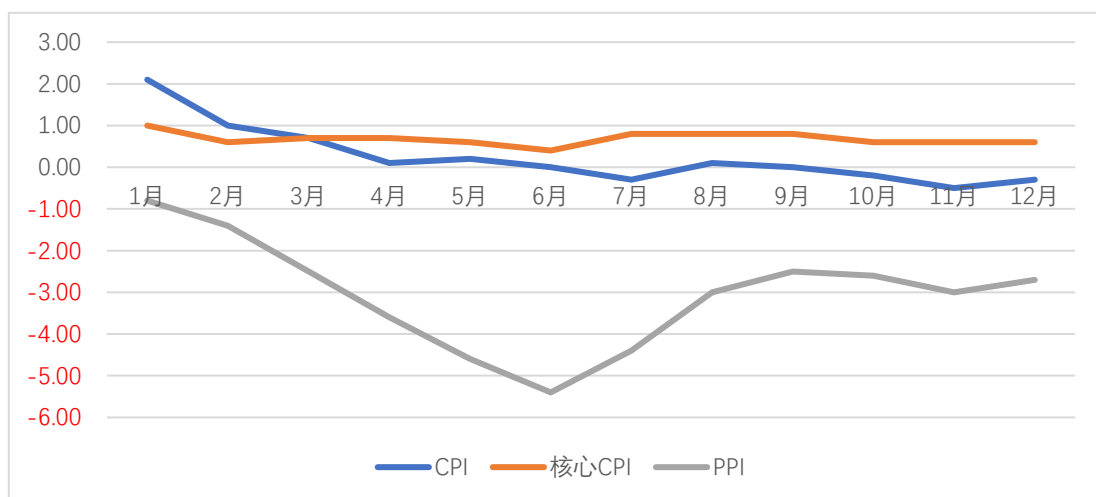


图9 2023年CPI和PPI同比增速(%)

数据来源：CEIC。

2023年三大物价指数同时乏力，是四十余年来少有的“体感温度”较低之年。从更长的时间周期来看，多个物价指数同时下跌，主要与重大外部冲击或国内经济结构性矛盾突出有关（图10），例如，1982年世界经济危机和2015年国内产能过剩危机时，PPI同比和GDP平减指数下跌；1998-1999年亚洲金融危机和2009年全球金融危机时，三大物价指数同时下跌。2023年PPI同比和GDP平减指数为负，CPI同比几乎为零，“体感温度”之低几近于上述时期。

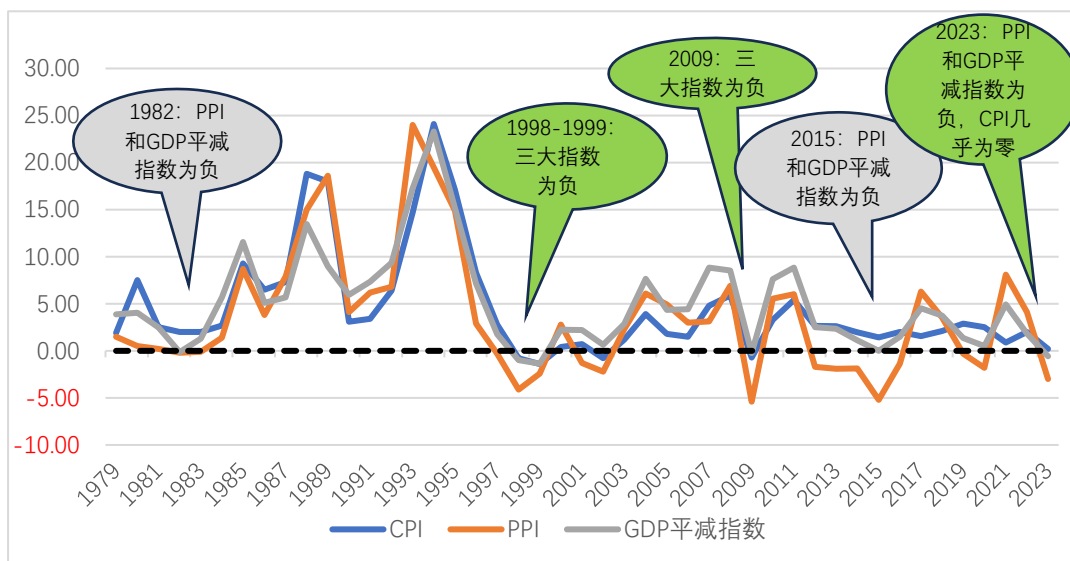


图 10 1979 年-2023 年三大物价指数同比 (%)

数据来源：CEIC。

在主动及被动因素推动下，消费重新成为经济增长的主动力。去年总需求结构呈现投资疲软、净出口萎缩、消费复苏的特征（图 11，图 12）：资本形成总额对经济增长的拉动从 2010 年起长期放缓，2023 年对经济增长的贡献下降至 29%，显著低于疫情前水平；受到全球经济放缓的影响，2023 年净出口对经济增长的拉动和贡献均为负值；最终消费对经济增长的拉动基本恢复到疫情前水平，对经济增长的贡献为 83%，大幅超过疫情前平均水平，其原因来自多方面，一是居民消费需求有所回暖，二是低基数效应，三是另外“两驾马车”份额下降，使消费份额上升。

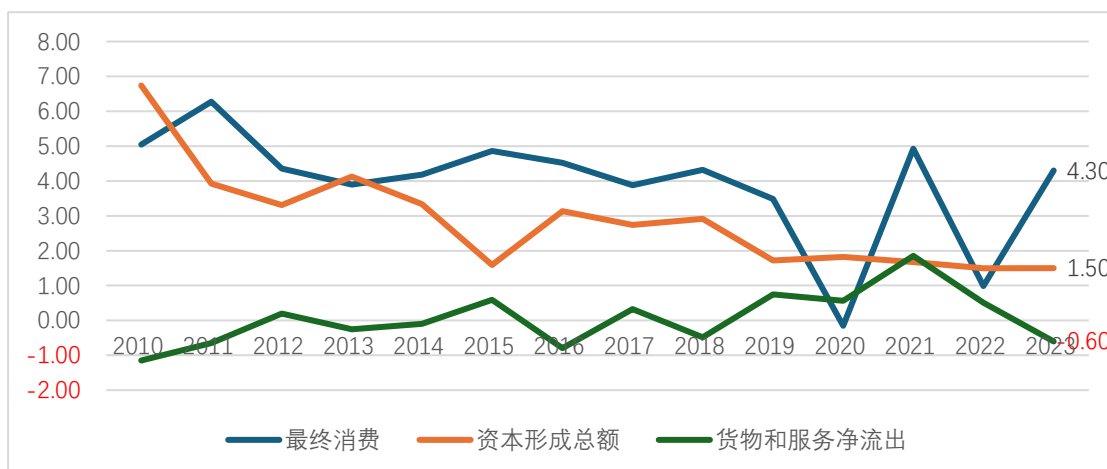


图 11 三大总需求对增长的拉动 (%)

数据来源：CEIC。

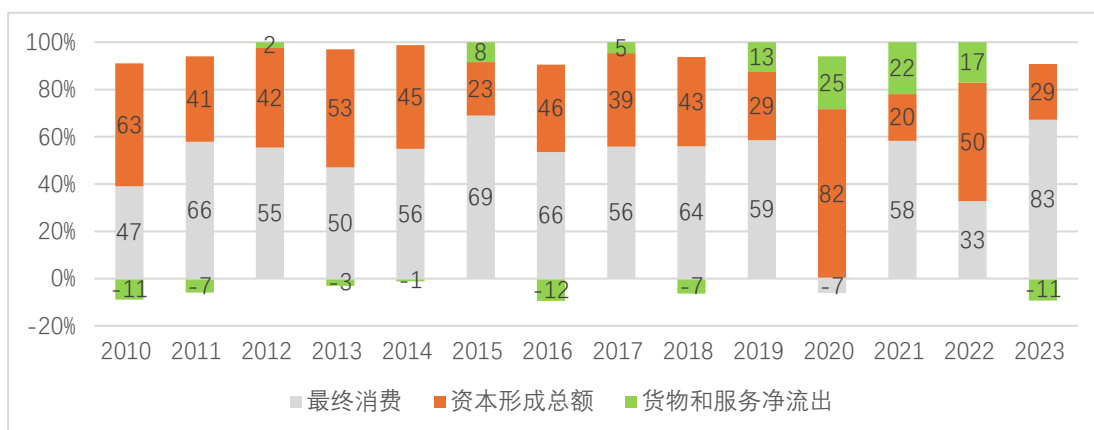


图 12 三大总需求对增长的贡献 (%)

数据来源：CEIC。

未来消费发展的前景，或将取决于通缩压力能否缓解，继而支撑名义 GDP 增长。从 2019 年 1 月起，居民消费意愿指数便基本处于负值区间（图 13），同时核心 CPI 增速快速下滑。从 2023 年起，疫情的疤痕效应逐渐减退，该指数降幅持续收窄，核心 CPI 增速下滑趋势放缓。不过，反映居民就业、消费、收入的指标仍面临压力：2023 年城镇调查失业率低于疫情前水平，但是 16-24 岁劳动力失业率仍高达 14.9%；2023 年社会消费品零售总额增速已经超过 2019 年水平，但是低基数效应明显（图 14）；2024 年元旦假期旅游人数和收入均超过 2019 年同期，但是人均支出略低于 2019 年同期（图 15）；2023 年城镇人均可支配收入增速超过名义 GDP 增速（图 16），但是仍低于 2019 年增速近 3 个百分点，并呈现逐年放缓的趋势。实际 GDP 和名义 GDP 分别反映了经济的供给侧和需求侧。如果通缩压力不能缓解，名义 GDP 增长乃至消费增长仍将受到掣肘。

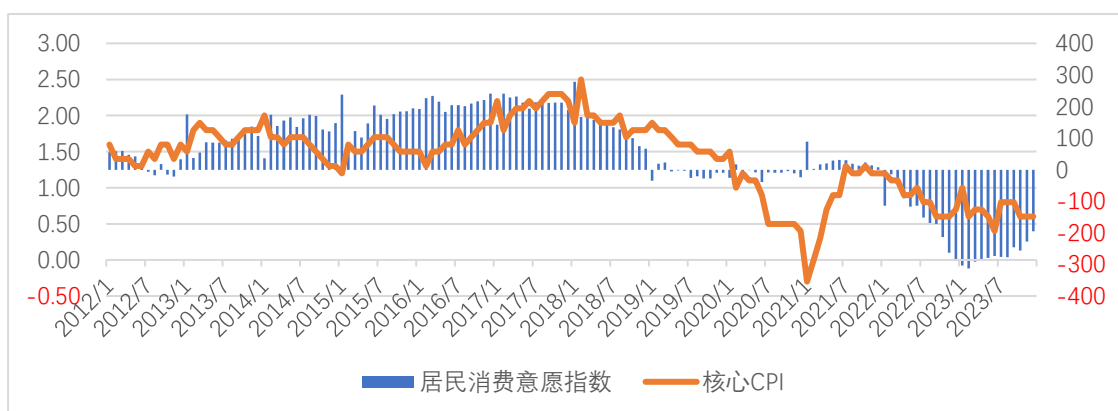


图 13 2012-2023 年核心 CPI 同比 (%)，左轴) 与居民消费意愿指数 (右轴)

数据来源：CEIC，笔者计算。

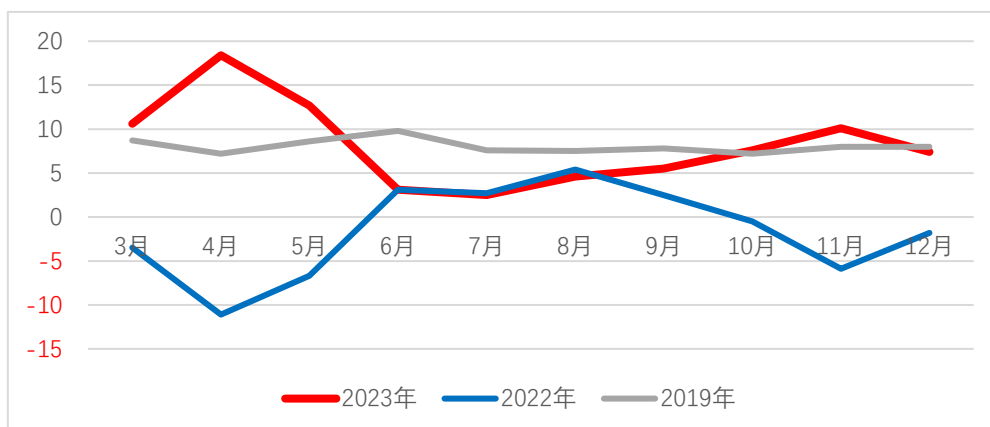


图 14 社会消费品零售额同比 (%)

数据来源：CEIC。

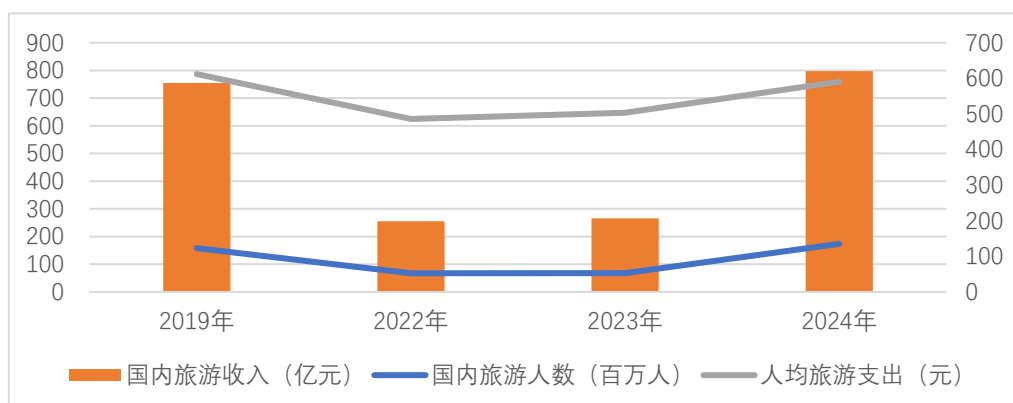


图 15 元旦旅游收入（左轴）、旅游人数和人均旅游支出（右轴）

数据来源：文旅部，笔者计算。

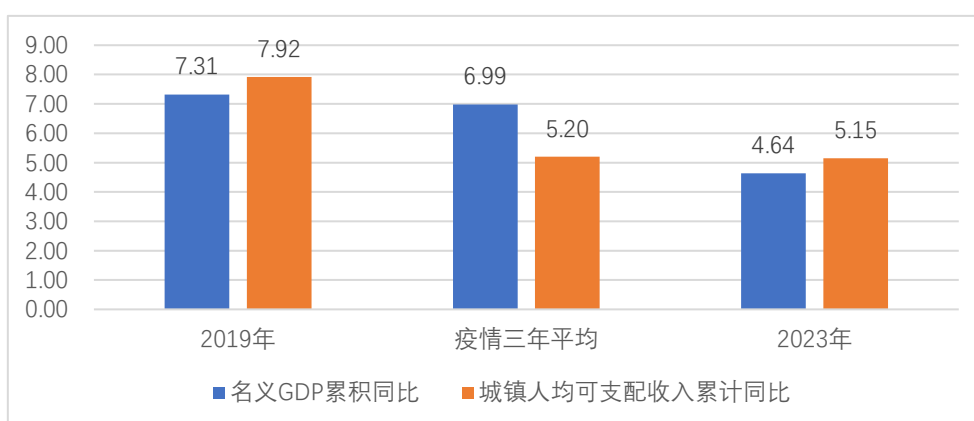


图 16 名义 GDP 与人均可支配收入同比 (%)

数据来源：CEIC。

从产业角度来看，全球经济弱复苏趋势下，工业疲软或将继续拖累经济增长。比较三大产业全年名义和实际增长率（图 17），仅第三产业的名义增长率高于实际增长率，即有效需求修复。第一产业主要受到去年下半年猪价探底的影响。第二产业的影响因素有房地产市场周期性下行、外需疲弱、国际大宗商品价格回落等。实际上，三大产业经济冷热不均，源于各产业对经济周期波动的敏感性不同。第二产业的主要行业工业，是强烈的顺周期行业。改革开放以来，每次经济回落时，工业都会呈现需求不足的特征（图 18），例如亚洲金融危机、全球金融危机等时期。而第三产业对经济周期弱敏感，稳定性相对较高（图 19）。因此，在全球经济弱复苏趋势下，我国作为工业大国，经济增长或将继续面临压力。

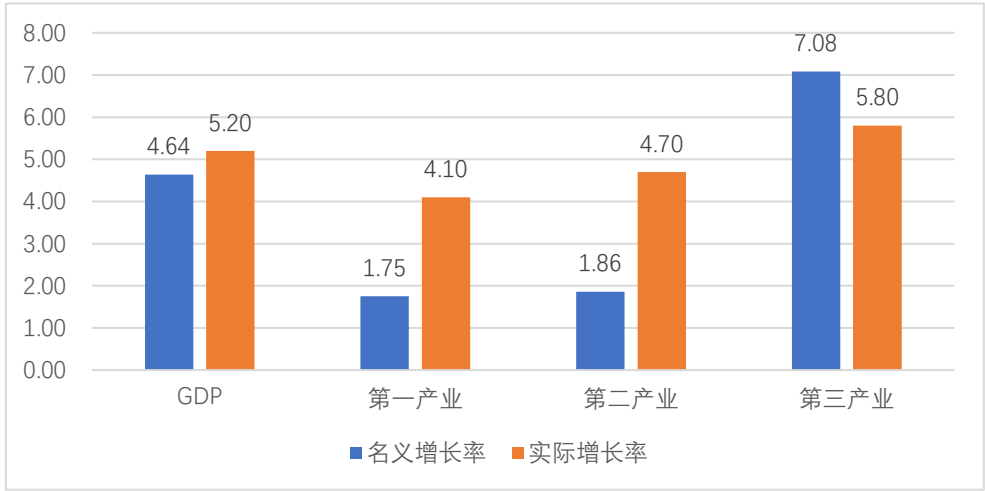


图 17 三大产业全年名义和实际增长率 (%)

数据来源：CEIC。

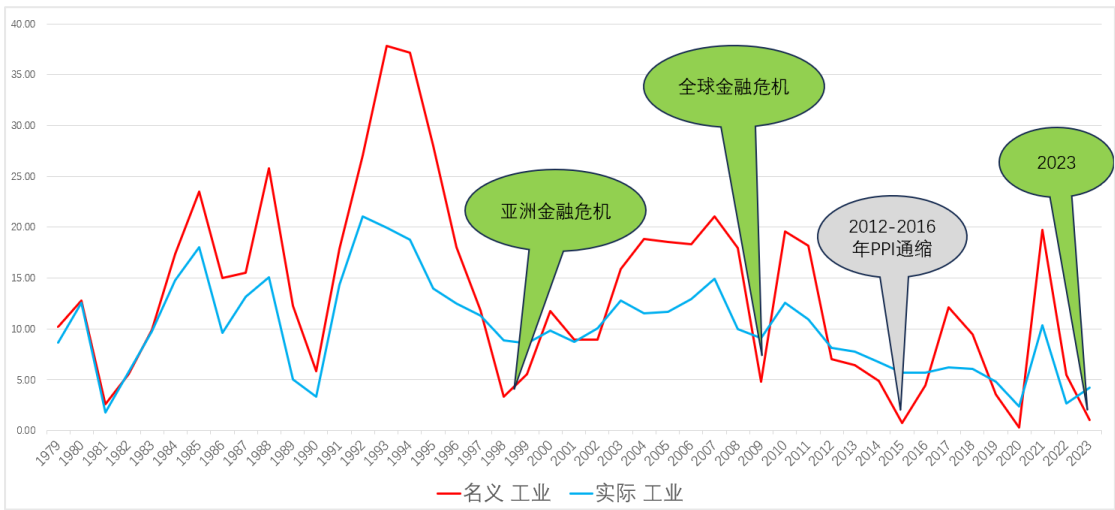


图 18 工业名义和实际增长率 (%)

数据来源：CEIC。

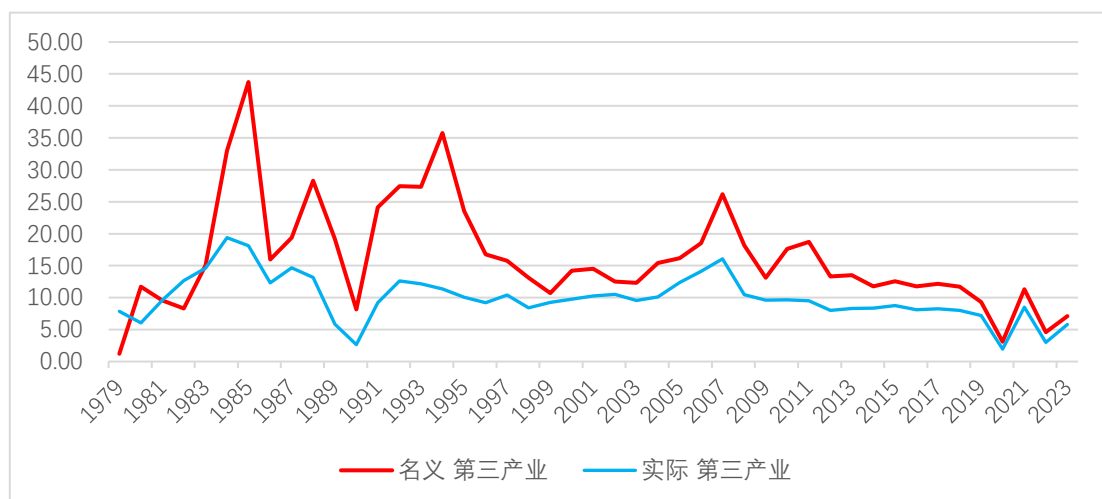


图 19 第三产业名义和实际增长率 (%)

数据来源：CEIC。

经济“体感”较冷，除了物价因素以外，还有一个重要原因是偿债压力凸显。当前名义利率已经超过了名义 GDP 增速（图 20），这意味着新增债务难以付息。因此，去年新增债务主要被用于借新还旧，可以从两个侧面印证：一是实体经济融资结构与总需求表现不吻合。2023 年信用总量为 361.2 万亿元，同比增长 9.46%，其中，增长较快的主要有政府债券、企业中长期贷款和居民短期消费贷款（图 21），但是同期投资增长乏力、居民消费仍然偏弱；另一个是 M1 与 M2 增速的负剪刀差已经维持了 6 年（图 22），说明居民储蓄意愿较强，这与居民消费意愿指数疲软是相互印证的。

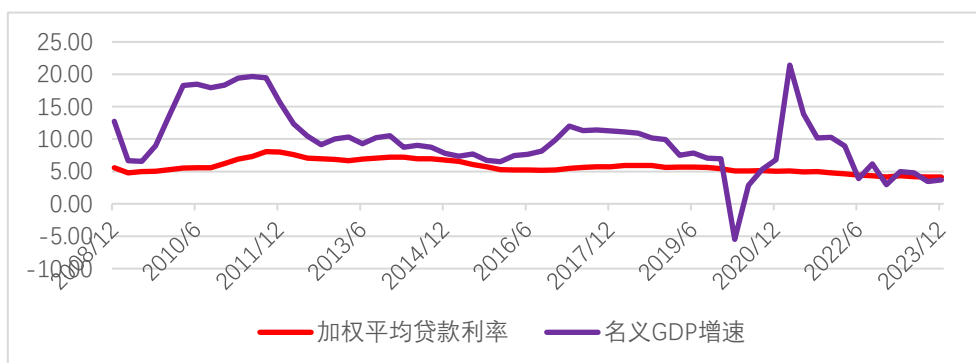


图 20 中国名义 GDP 增速与加权平均贷款利率 (%)

数据来源：CEIC。

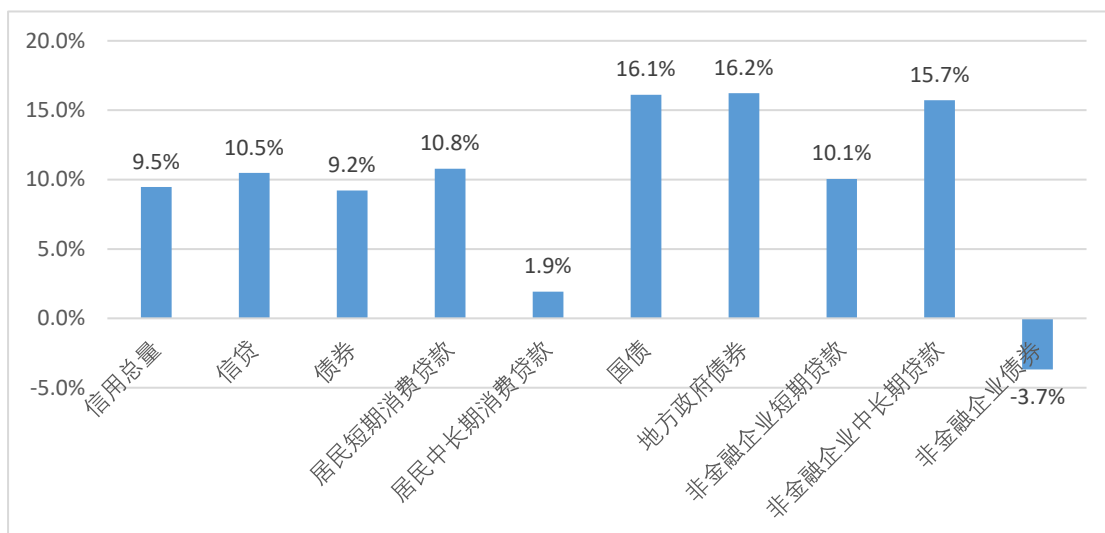


图 21 2023 年信用总量累计同比增速

数据来源：Wind，笔者计算。

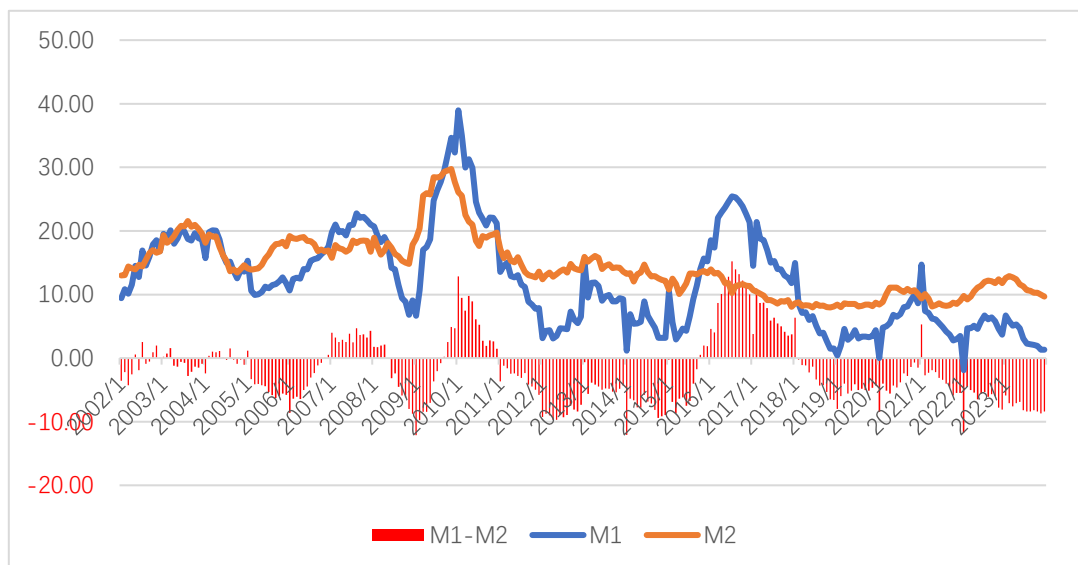


图 22 M1 和 M2 同比增速及两者之差 (%)

数据来源：CEIC。

房地产周期下行是导致 M1 增速放缓的主要原因。M1 的主要影响因素是企业活期存款，房地产是我国的支柱产业，两者存在一定的共周期性（图 23）。从全国房地产市场的供求格局来看（图 24），从 2021 年开始，商品房竣工套数就持续高于新增城镇家庭数，说明房地产已经从卖方市场彻底转向买方市场。随着国内人口步入负增长阶段，未来房地产市场恐怕会延续长期放缓的趋势。不过，其中仍存在区域性机会。2020-2022 年间各地区的房市供求格局表明（图 25），贵州、河北、广西、四川等地区或还有住房需求空间。

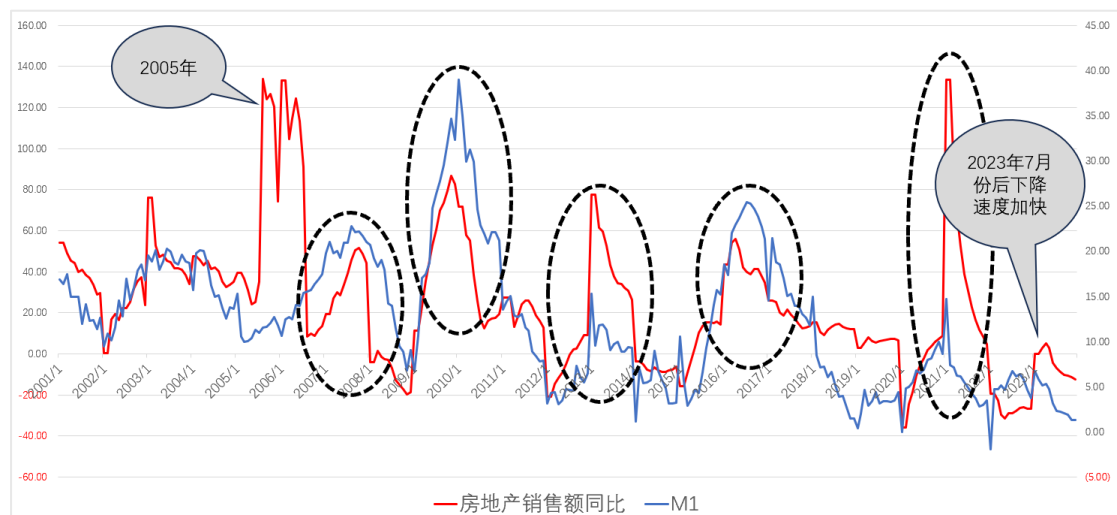


图 23 全国房地产销售额同比（%，左轴）与 M1 同比（%，右轴）

数据来源：CEIC。

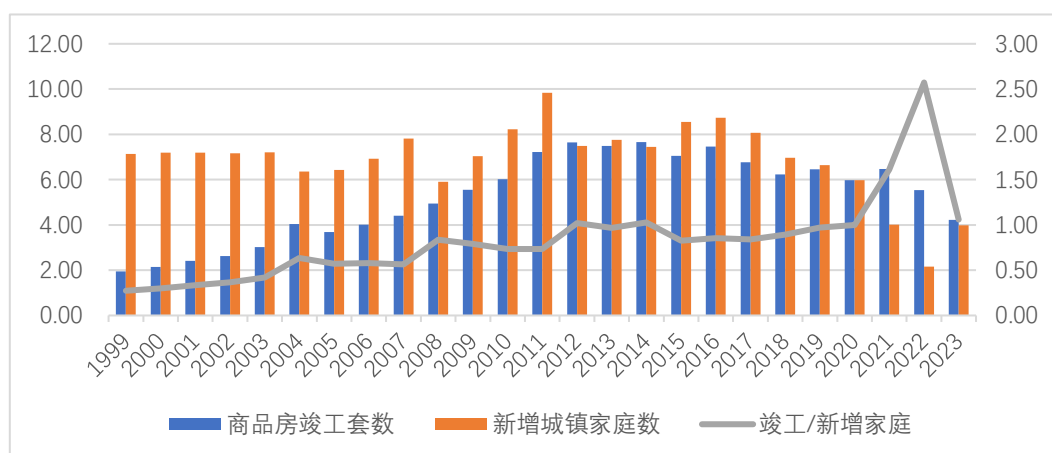


图 24 商品房竣工数（百万套）、新增城镇家庭数（百万户）及两者比较（倍数，右轴）

数据来源：CEIC。

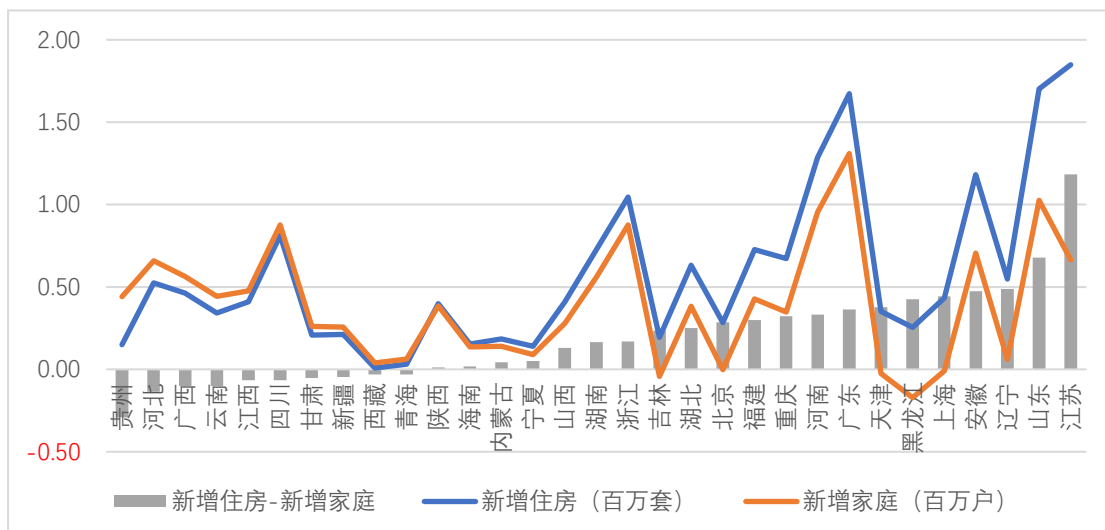


图 25 2020-2022 年新增住房和新增家庭

数据来源：CEIC。

汇市方面，尽管人民币汇率尚未实现完全的市场化，但是中美汇率与中美利差的关系很紧密。2022 年 6 月起中美利差长期倒挂，人民币兑美元持续贬值（图 26）。若美联储开启降息，将对人民币汇率等资产价格形成支撑。

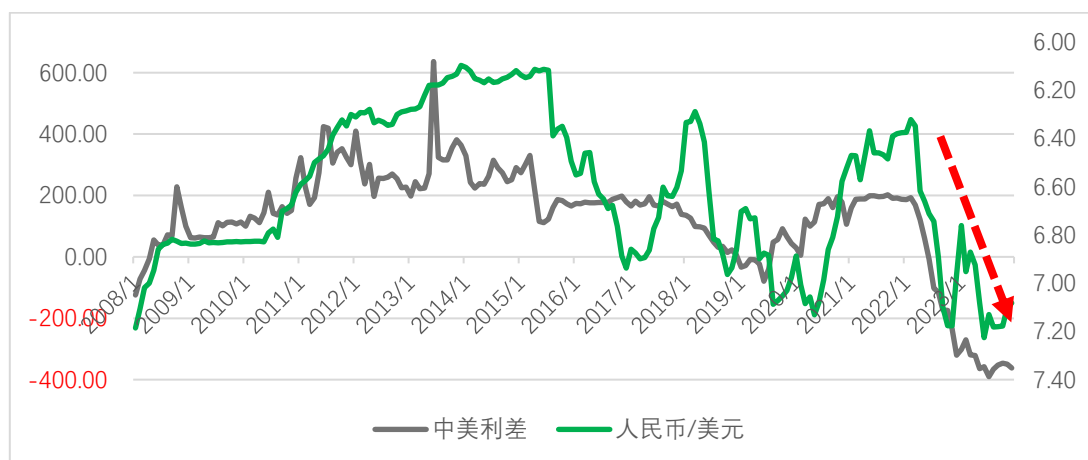


图 26 中美利差（bp，左轴）和人民币兑美元汇率（逆序刻度，右轴）

数据来源：CEIC。

股市方面，当前股指已经跌到历史估值低位。以美国道琼斯指数的 20%和 10%作为参考上下限（图 27），可以看到，上证综指曾多次突破区间上限，例如 1993 年邓小平南巡、2000 年中国加入 WTO、2007 年股权分置改革、2009 年出台四万亿政策、2015 年股灾前夕等时期。2022 年上证综指罕见跌出区间下限，去年中央金融工作会议提出“加快建设金融强国”目标后，也未能扭转其下跌趋势。近期监管出台一揽子政策稳定资本市场，多角度限制做空，“国家队”资金加快进

场护盘，“中字头”股集体反弹，中石油时隔 8 年罕见涨停。不过，股市何时走出底部，可能还要结合企业经验效益进一步观察。



图 27 上证综指与道琼斯工业指数

数据来源：CEIC。

三、2024 年将开启存量出清和结构调整的长征之路

有人质疑未来中国是否会像日本一样陷入长期停滞，笔者认为不会，我国的数字资本、新能源资本和人力资本的发展前景都远超当年的日本。不过，需要正视的是，我国经济发展仍面临一些困难和挑战。去年召开的中央经济工作会议和中央金融工作会议，对今后一个时期的经济和金融工作做出全面部署，昭示我国将开启存量出清和结构调整的长征之路。其中最重要的工作之一，是打好三大持久的攻坚战。

持久的攻坚战之一是存量住房的出清。房市已经面临供给过剩风险，然而现在施工的住房还有 5000 多万套（图 28）。根据新增家庭数量估算，存量住房恐怕需要十年左右才能消化完。因此，房地产的投资不可能再快速增长了，未来面对的将是长期去库存的压力。

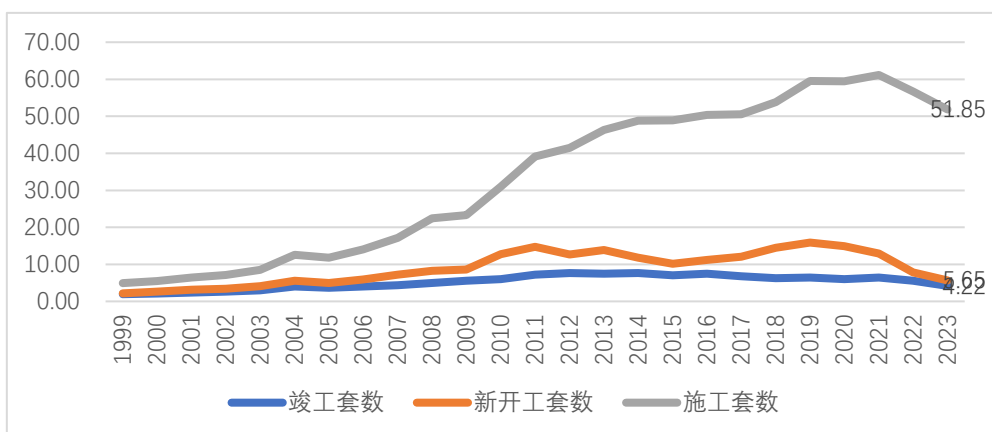


图 28 住房竣工、开工、施工数（百万套）

数据来源：CEIC，笔者计算。

持久的攻坚战之二是地方政府债务的出清。计入城投平台负债后，2023 年广义地方政府债务规模约 90 多万亿元（图 29）。假设利率降到 1%，每年也要还将近 1 万亿元的利息。地方政府的收入主要来自土地出让金。随着房地产周期下行，地方土地出让金收入在 2021 年达到峰值（图 30），而后大幅下滑，2022 年仅结余 2000 多亿元。因此，“以时间换空间”是必要之举，近期多地政府也在谋划储备超长期特别国债项目，这将是一个漫长而艰难的过程。

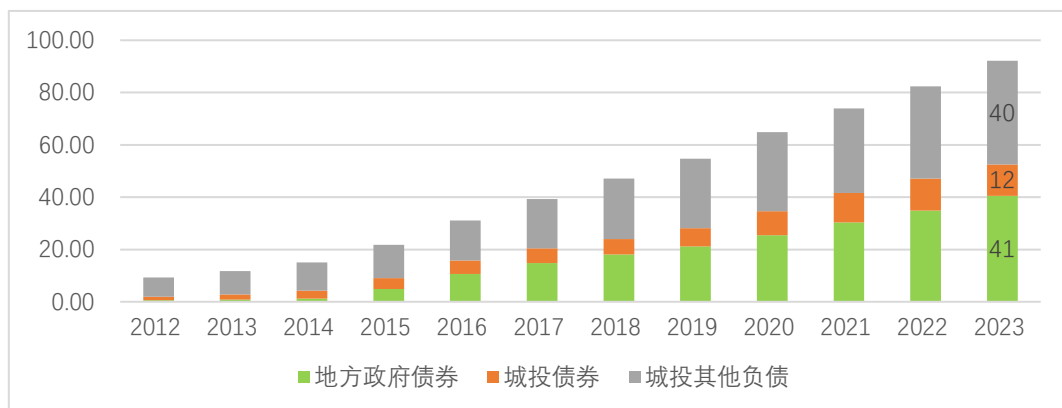


图 29 广义地方政府债务（万亿元，不含应付账款）

数据来源：CEIC，笔者计算。

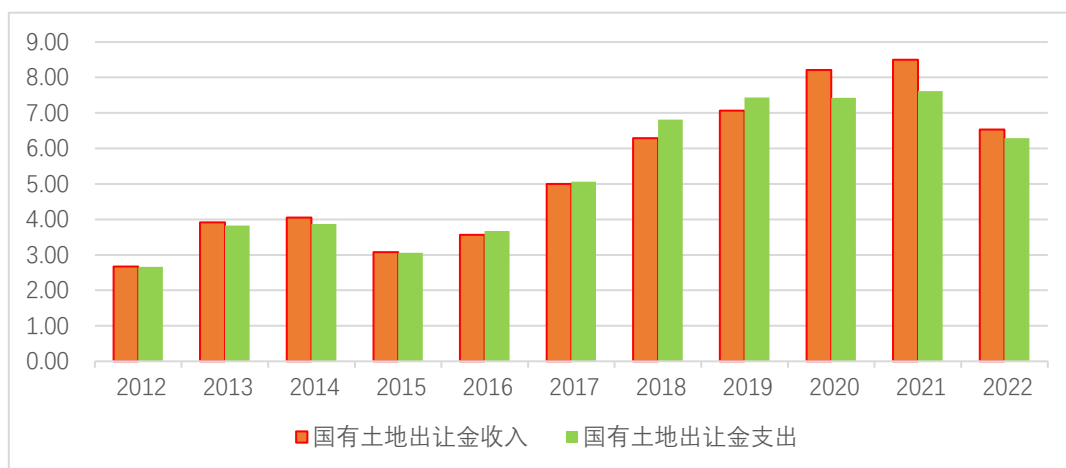


图 30 国有土地出让金收入与支出（万亿元）

数据来源：CEIC。

持久的攻坚战之三是失败中小金融机构的出清。2009 年以来，大型银行在银行业的资产占比持续下滑（图 31），而小型银行的资产占比快速上升，2023 年已超过 25%。这与地方土地财政有着极其密切的关系。随着地方化债力度不断加大，与之相对应的就是失败中小金融机构加快出清。根据央行发布的 2023 年第二季度金融机构评级结果，3992 家参评银行中，“红区”银行有 337 家，“黄区”银行有 1724 家，合计资产占比 9.35%，说明将近四千家银行样本中，有将近一半是需要观察或出清的，主要是中小银行。这也并非短期可完成的易事，需要在长期实践探索中推进化解。

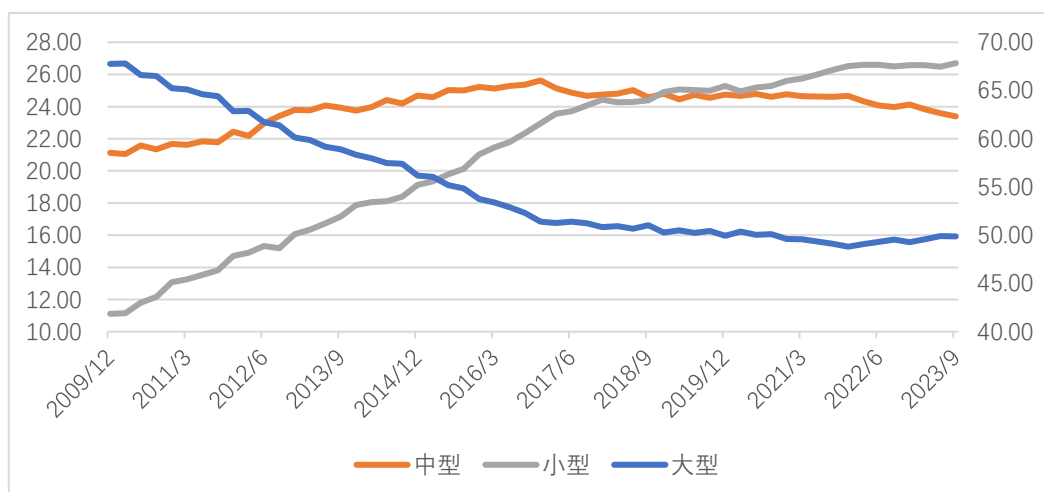


图 31 大、中、小型银行资产份额（%，大型银行为右轴）

数据来源：CEIC。

那么未来我国产业结构调整的方向是什么？从国际经验来看，随着社会经济不断发展，产业结构重心会逐渐从农业过渡到工业，再过渡到服务业。2012 年起，我国第三产业 GDP 便超过第二产业，成为经济增长的主力。不过，与美国、日本、德国等高收入国家相比，我国的服务业占 GDP 的比重并不高（图 32），未来仍具有较大成长空间。

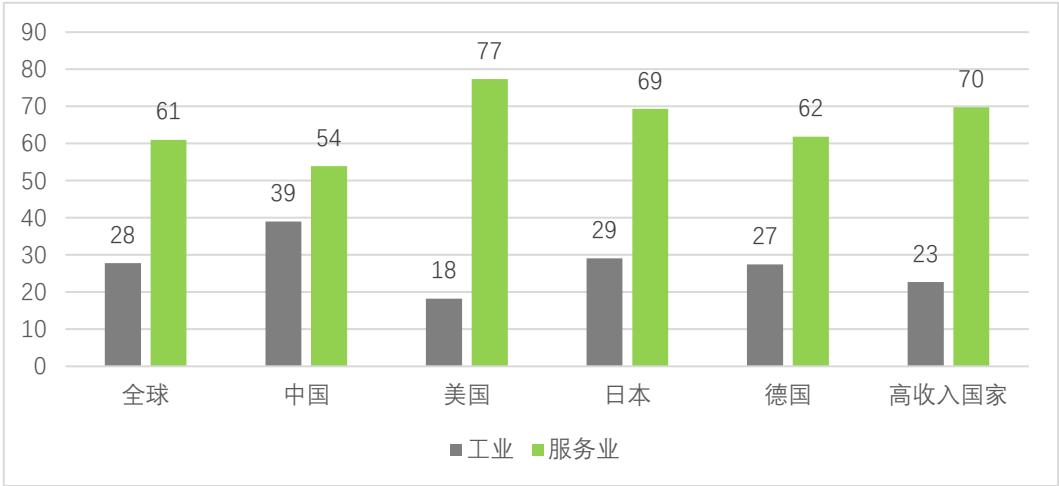


图 32 GDP 的产业结构（%，2019 年）

数据来源：CEIC。

当前制约第三产业发展的主要因素之一是投资结构与效率错配，即大部分投资投向了效率不高的行业。2013-2022 年间，第一、第二产业分别用 2.7%、35.9% 的投资贡献了 7.8%、40.3% 的 GDP（图 33），而第三产业用 61.4% 的投资却只贡献了 51.9% 的 GDP。从第三产业的行业结构来看（图 34），房地产、水利环境、交通运输等、文体行业是导致投资效率偏低的主要原因，这些行业合计投资占比为 78%，但合计 GDP 占比仅为 24%。实际上，外资早已认识到这一点，并率先完成了投资结构转型。外商直接投资于房地产的份额从 2014 年起大幅下降，取而代之的是信息、租赁和商务服务、科学研究等三大行业，合计投资占比在 2022 年达到 67%（图 35）。将国内外的第三产业投资结构进行比较（图 36），我国投资效率不高的原因显而易见。

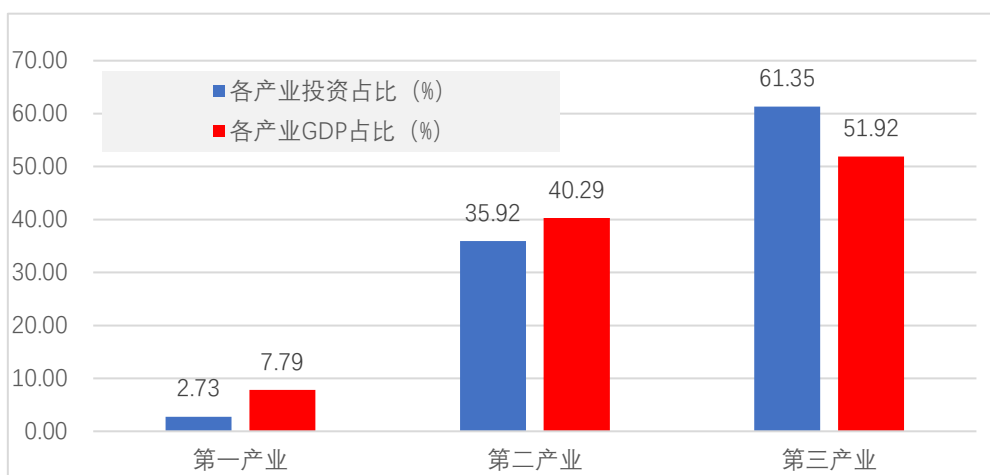


图 33 2013-2022 年各产业投资和 GDP 占比

数据来源：CEIC，笔者计算。

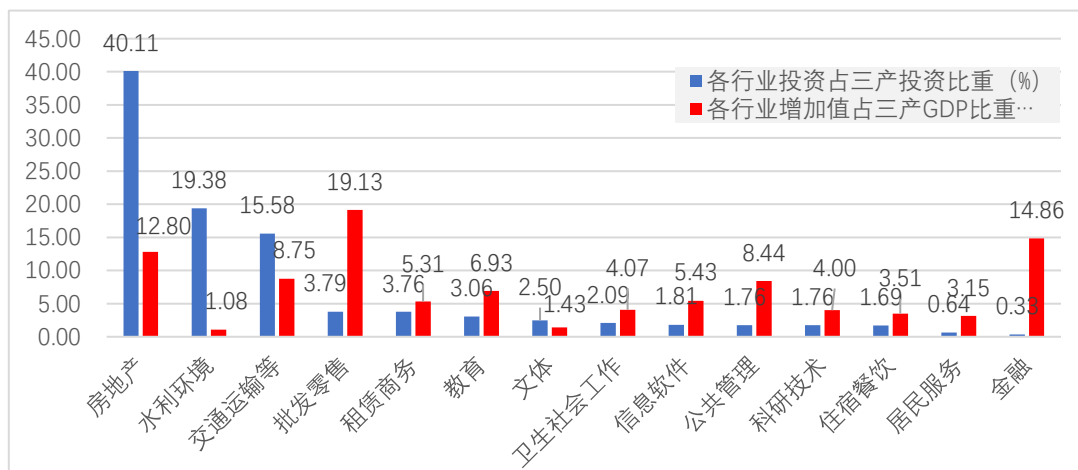


图 34 第三产业中各行业投资、增加值占比（%，十年均值）

数据来源：CEIC，笔者计算。

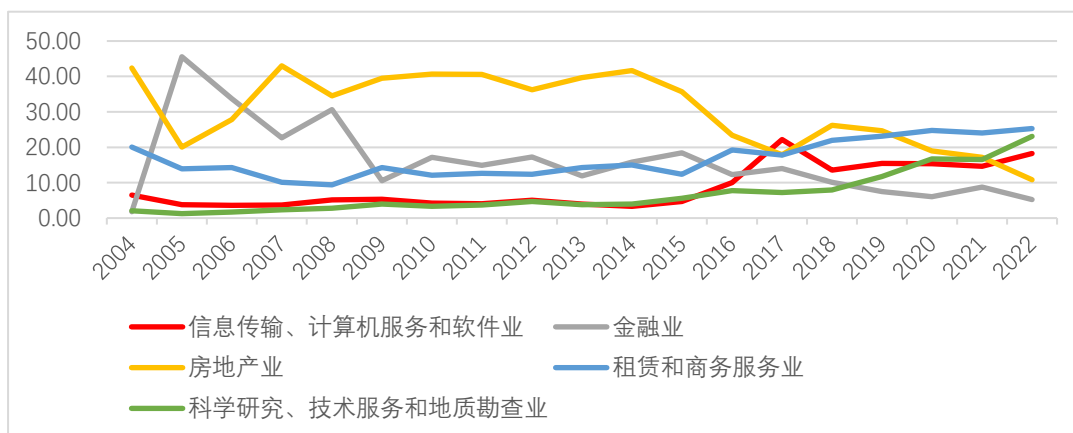


图 35 第三产业外商直接投资结构（行业投资/第三产业投资，%）

数据来源：CEIC，笔者计算。

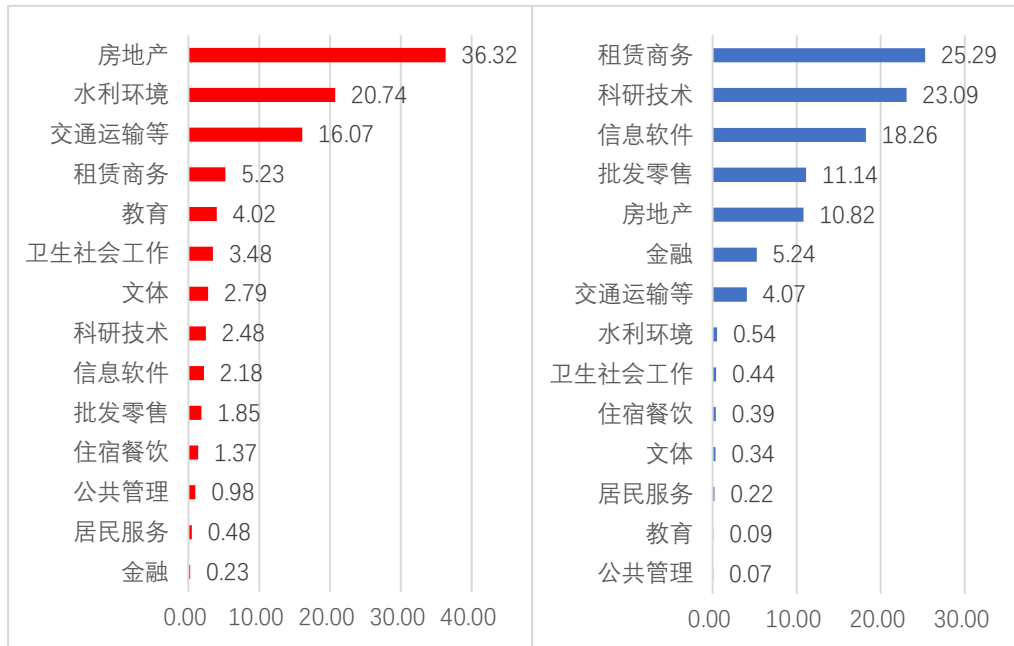


图 36 三产行业的固定资产投资结构（左图，%）与外商直接投资结构（右图，%）

数据来源：CEIC，笔者计算。

未来产业结构将向消费者服务业、生产者服务业和公共服务业调整。从大类行业来看，比较近十年的投资和增加值占比（图 37），投资相对过剩的行业有两类：一是金融房地产，投资占比 40.4%，GDP 占比 27.6%，包括金融业和房地产业；二是基础设施，投资占比 35%，GDP 占比 9.8%，包含交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业。而投资相对不足的行业有三类：一是消费者服务业，投资占比 8.6%，GDP 占比 27.2%，包含批发和零售业，住宿和餐饮业，居民服务、修理和其他服务业，文化、体育和娱乐业；二是生产者服务业，投资占比 7.3%，GDP 占比 14.8%，包含信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，科学研究和技术服务业；三是公共服务业，投资占比 6.9%，GDP 占比 19.5%，包含教育，卫生和社会工作，公共管理、社会保障和社会组织。

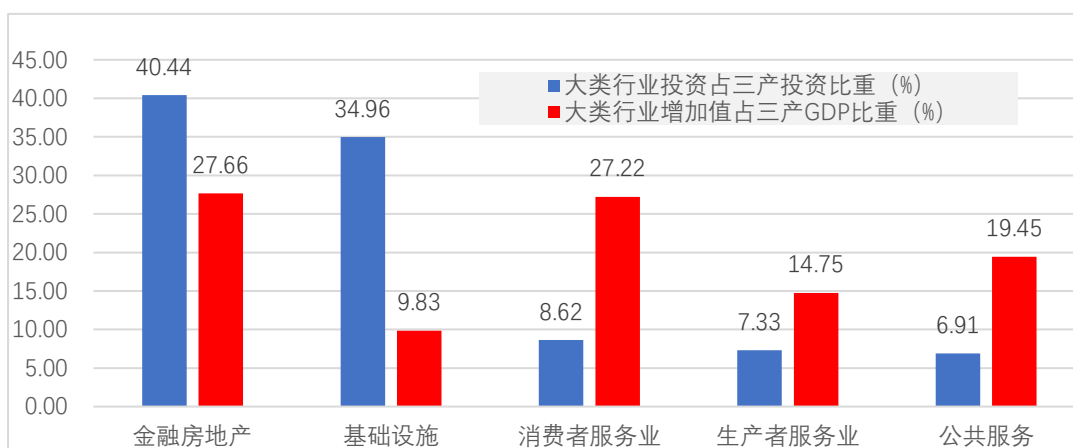


图 37 大类行业投资、增加值占三产比重（%，十年均值）

数据来源：CEIC，笔者计算。

随着我国城镇化率推进，房地产市场仍存在结构性机会。以日本为例，日本的存量房地产贷款在上世纪 90 年代泡沫危机之后开始下降(图 38)，但是从 2012 年开始快速上升，人口结构变化仍是主要原因——在日本推进城镇化的过程中，不结婚的单人家庭不断增加，家庭规模缩小导致住房租赁需求上升（图 39）。不过，这在短期有益于房地产市场发展，若人口负增长的态势不改变，那么长期仍难扭转住房需求下滑的趋势。与国际主要国家相比，我国的城镇化率还有提升空间（图 40），未来人口将向城市、都市进一步集中。可以借鉴日本的经验，抓住住房租赁市场发展机遇，同时采取有力措施扭转人口下滑的趋势。

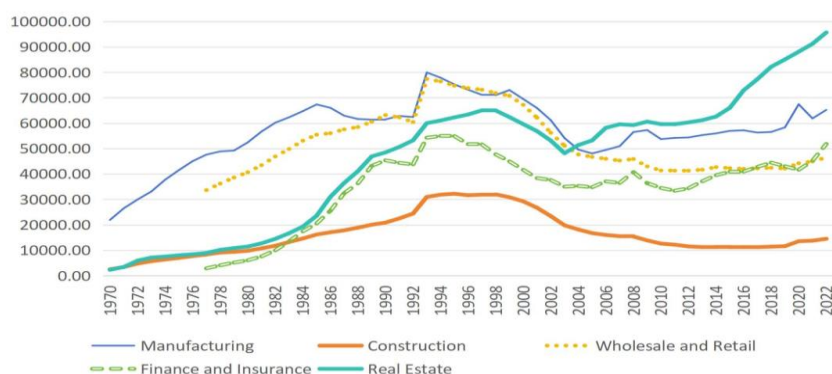


图 38 行业未偿贷款和贴现（十亿日元）

数据来源：日本总务省统计局。

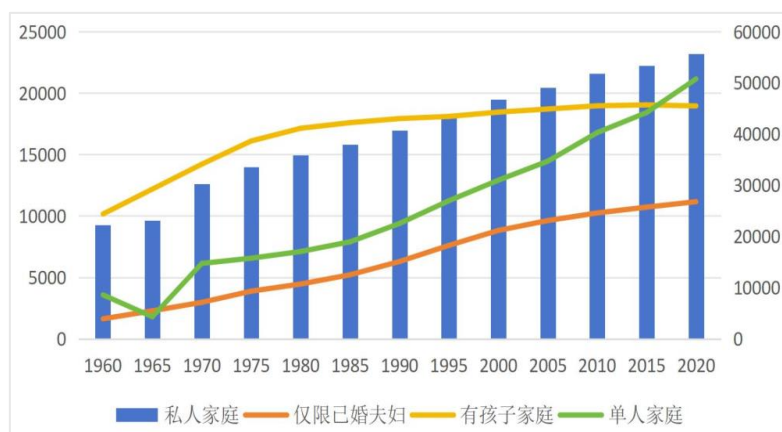


图 39 日本家庭户数（千人）

数据来源：日本总务省统计局。

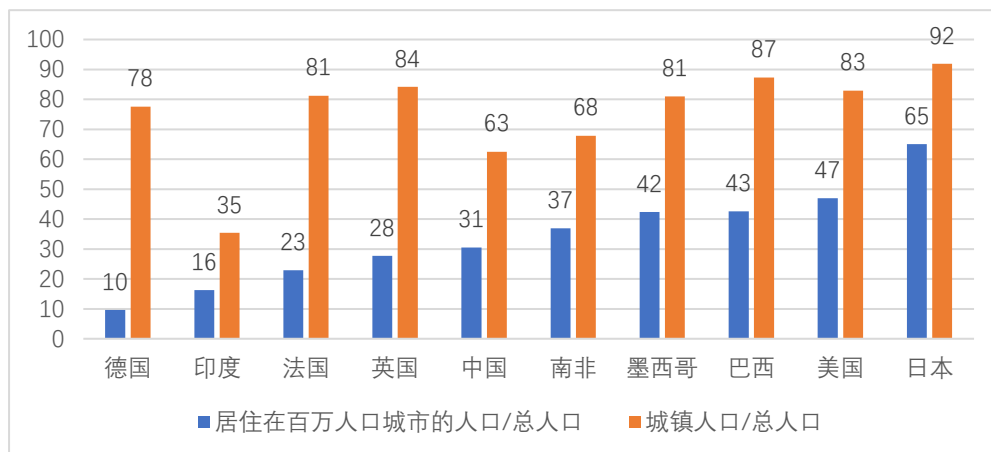


图 40 2022 年部分国家人口比重（%）

数据来源：CEIC，笔者计算。

存量化解、结构调整和人口问题都需要政府更加有为。因此，要走好未来“两万五千里”长征，恐怕还需要一场深刻的财政（政府）体制改革。在增长型财政体制下，我国政府的投资倾向保持在 40%-50% 的较高水平（图 41），而福利支出占财政支出的比重只有 32%，在 15 个国家中排名倒数第一（图 42）。同时，央地政府间财权与事权和支出责任不匹配，地方财政收支矛盾突出。未来政府支出体制和央地分权体制，都将面临一场深刻的革命。

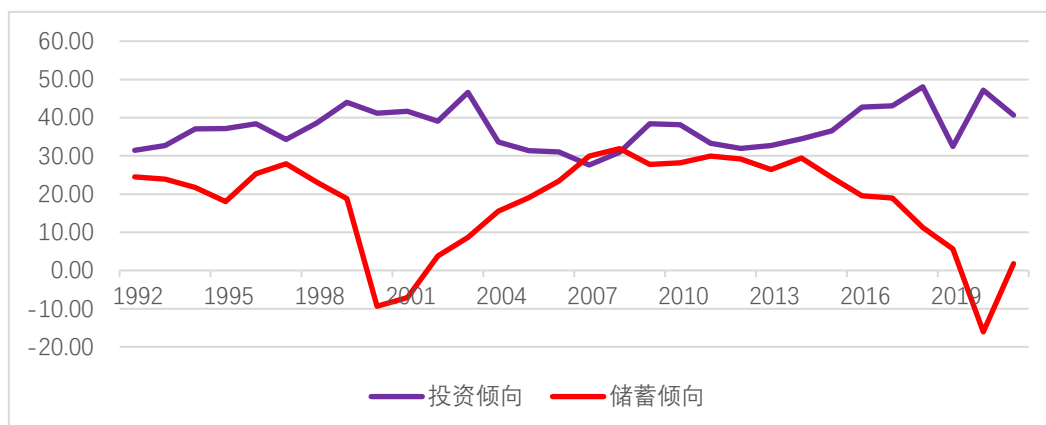


图 41 中国政府部门的投资倾向与储蓄倾向 (%)

数据来源：CEIC，笔者计算。

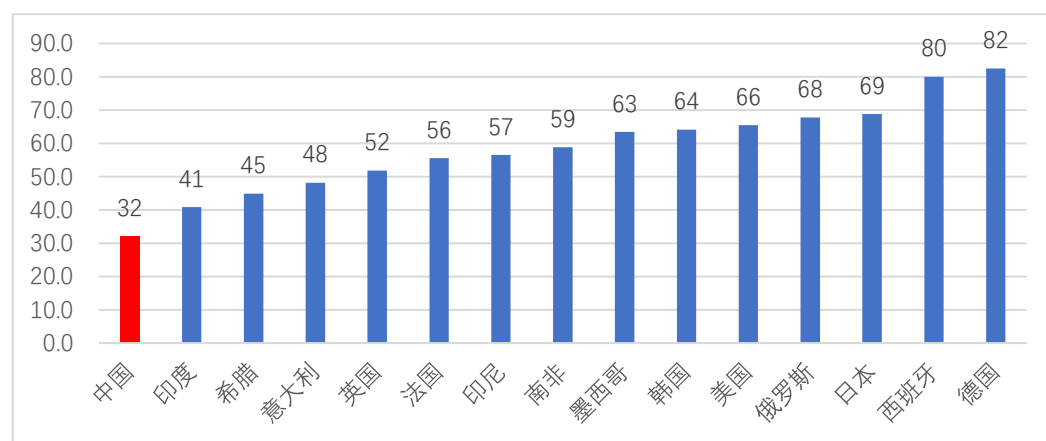


图 42 各国政府社会福利支出/财政支出 (%)

数据来源：CEIC，笔者计算。

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。