



**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

2023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、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。

# 结构恢复、利润反转与建设现代资本市场

## 摘要

2022年至2023年上半年,全球经济结构总体处于由疫后向疫前恢复阶段,主要表现为服务消费替代货物消费的态势较为明显。2023年初,中国疫情防控较快平稳转段,经济总体呈现出向上修复态势,特别是接触性聚集性服务业修复状况良好;但在全球经济结构恢复背景下,外需增速面临一定下行压力。总体来看,2023年中国经济可能实现5.2%左右的增长。从上市公司业绩与宏观经济走势看,与疫情暴发前一样,疫情暴发后,中国A股上市公司业绩表现与宏观经济走势继续保持高度一致。随着2022年PPI-CPI剪刀差逐步收窄,2023年出现负剪刀差,处于供应链上中下游的上市公司利润增速出现反转;表现为上、中游利润增速下降,下游利润增速提升。这种利润增速变化在相应的股票价格指数中也有所反映。2022年,受传播更快的奥密克戎变异毒株影响,中国A股上市公司总体市场创值能力较上年有所下降,但在降低融资成本和税收减免政策的呵护下,上市公司总资产收益率(ROA)较上年有所提升;分供应链上中下游来看,受乌克兰危机影响,包括采矿和上游原材料的上市公司市场创造能力较上年增强,工业下游上市公司市场创造能力较上年则明显下降。2023年,在疫情防控平稳转段后,A股上市公司中社会服务行业利润增速由负转正,非银金融行业利润因上年跌幅较大以及投资者预期改变,利润实现了较快增长,而钢铁、建筑材料行业因房地产市场仍未明显改善,利润仍维持负增长;电子、基础化工、医院生物跌幅较2022年进一步加大,轻工制造业利润跌幅虽较2022年有所收窄,但仍维持较大跌幅。

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  
银行业运行  
保险业运行

这些行业利润增速变化，也反映在相应指数价格变化中。2022年以来，中国资本市场改革开放继续深化，全面实行股票发行注册制启动实施，常态化退市格局基本形成，中美审计监管合作取得重要成果。建设中国特色现代资本市场，是中国式现代化的应有之义，是走好中国特色金融发展之路的内在要求。下一步，应聚焦支持科技创新，稳步提高直接融资比重；围绕建设现代产业体系，培养体现高质量发展要求的上市公司群体；坚持“大投保”理念，更好保护中小投资者合法权益。

## 目 录

一、结构恢复中的全球经济 .....	1
(一) 供给冲击与缓慢修复中的全球经济 .....	1
(二) 经济结构恢复对国际贸易的影响 .....	2
二、2023 年中国宏观经济展望.....	2
(一) 2023 年下半年经济走势.....	3
(二) A 股上市公司业绩与宏观经济走势的高度一致性.....	5
三、中国 A 股上市公司业绩表现 .....	8
(一) A 股上市公司价值来源与价值创造.....	8
(二) 不同行业公司修复状况有所改变 .....	12
四、建设中国特色现代资本市场 .....	14

## 一、结构恢复中的全球经济

### （一）供给冲击与缓慢修复中的全球经济

在经历 2020 年快速下探后,2021 年世界经济总体出现了快速的反弹性增长。根据世界银行数据,2021 年在反弹性复苏的推动下,世界经济增速达到 5.9%。进入 2022 年,世界经济延续了 2021 年四季度以来的放缓修复态势,在经济缓慢修复过程中,包括原油、有色金属等国际大宗商品价格有趋于下行之势。2021 年 12 月布伦特原油现货离岸价较 10 月高点下跌了 11.0%,伦敦金属交易所(LME)现货铜价格 12 月的低点较 10 月高点下跌 12.8%。但 2022 年 2 月爆发的乌克兰危机短期内造成供给冲击和巨大的心理影响,国际原油、有色金属、小麦等商品价格在 2022 年 2 月至 4 月陆续达到多年未遇的高点。在这一过程中,全球通胀走势受到严重影响。

美国 CPI 环比增幅月度均值 2021 年 7 月至 2022 年 1 月为 0.5 个百分点,2022 年 2 月至 6 月达到 1.1 个百分点;其中,CPI 能源项环比增幅月均值由 1.2 个百分点提高到 5.6 个百分点;欧元区调和 CPI 环比增幅月度均值 2021 年 7 月至 2022 年 1 月为 0.4 个百分点,2022 年 2 月至 6 月达到 1.1 个百分点;其中,调和 CPI 能源项环比增幅月均值由 2.8 个百分点提高到 3.4 个百分点。中国 PPI 环比,在经历 2021 年 12 月和 2022 年 1 月分别下降 1.2、0.2 个百分点后,从 2022 年 2 月开始出现连续 4 个月的上涨,累计涨幅达到 2.3 个百分点。

在通胀大幅走高的情况下,美联储从 2022 年 3 月开始启动本轮加息周期,2022 年共加息 7 次,升息幅度累计达到 425 个基点,进入 2023 年美联储仍在继续加息,截至 8 月共加息 4 次,累计升息 100 个基点;欧央行则在 2022 年 7 月开始本轮加息,截至 2023 年 8 月共加息 9 次,升息幅度累计达到 425 个基点。一些新兴市场国家为抑制通胀和防止资本外流,早在 2021 年就启动了加息,世界银行认为这一轮加息为近 50 年来各国步伐最为一致的一次。在利率水平升高的情况下,各国经济活动受到不同程度抑制,这增加了疫后全球经济增长的困难程度。根据世界银行数据,2022 年全球经济增长了 3.1%;2023 年 6 月世行发布的《全球经济展望》预测,2023 年全球经济将仅增长 2.1%。

## （二）经济结构恢复对国际贸易的影响

2022年，在一些国家放松疫情防控措施后，全球经济结构逐步向疫前恢复，主要表现为服务消费替代货物消费的态势较为明显。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14.2%、5.7%，较2018~2019年平均增速大幅高出8.9、3.1个百分点；而个人服务消费（不变价）2020~2021年平均增速为-0.4%，较2018~2019年平均水平低2.3个百分点。2022年以来，美国消费呈现货物消费向服务消费恢复的态势，2022年，美国个人耐用品消费、非耐用品消费（不变价）同比分别下降0.4%、0.5%，个人服务消费（不变价）同比增长了4.5%。2023年上半年，美国个人耐用品、非耐用品消费环比折年率月均分别为2.0%、-0.1%，较2019年同期低0.5、2.9个百分点，而个人服务消费环比折年率月均则为2.5%，较2019年同期高出1.0个百分点。虽然，美国自2022年3月以来已连续11次加息，但劳动力市场仍维持较为紧张的局面，其中服务业就业增长是主要推动因素。2023年上半年，美国私人部门新增非农就业累计129万人，比2019年同期增加36.4万；其中，服务生产增加117.3万，比2019年同期多增37.7万，商品生产仅增长11.7万，比2019年同期少增1.3万，商品生产中制造业生产仅增长1.5万，比2019年同期少增0.9万。2023年初，中国疫情防控实现了较快平稳转段，一些接触型聚集型服务业明显回升，服务业增加值增速明显加快，经济结构也呈现出向疫前恢复态势。

在经济结构逐步由疫后向疫前恢复的过程中，全球服务业PMI持续处于荣枯线以上，制造业PMI持续处于荣枯线以下。2023年7月，摩根大通全球制造业PMI仅为48.7，与上月持平，已连续11个月处于荣枯线以下；全球服务业PMI为52.7，已连续7个月位于荣枯线以上。由于较多服务需求可贸易性较差，因此全球需求结构向疫前恢复会对国际贸易增长带来不利影响，在前三年全球贸易实际年均增长2.8%的基础上，世界银行6月发布的《全球经济展望》预测，2023年全球贸易可能仅能实现1.7%的增长，低于GDP预期2.1%的增速。在全球贸易增速放缓背景下，我国货物出口增长将持续面临一定下行压力。

## 二、2023年中国宏观经济展望

2023上半年，在疫情防控平稳转段后，中国线下消费场景较快恢复；在前期

积压的部分需求集中释放和政策前置发力的情况下，一季度中国经济向上修复的态势较为明显；进入二季度，中国经济发展转入更多依靠内生动能推动的平稳修复期，经济修复斜率有所趋缓。上半年，中国国内生产总值(GDP)同比增长 5.5%；其中，主要受基数变动影响，二季度 GDP 同比增长 6.3%，增速较一季度加快 1.8 个百分点，但剔除基数变动影响的近四年二季度平均增速为 4.5%，较一季度平均增速下降 0.4 个百分点。分三次产业看，上半年，我国第一产业增加值同比增长 3.7%，较前三年同期平均增速下降 0.9 个百分点，比 2019 年同期增速高出 0.6 个百分点，疫情暴发以来较快增长势头虽有所趋缓但仍高于疫情之前；第二产业增加值同比增长 4.3%，较前三年同期平均增速下降 1.0 个百分点，比 2019 年同期增速低 0.7 个百分点，增速已由升转降；第三产业增加值同比增长 6.4%，较前三年同期平均增速提高 2.5 个百分点，比 2019 年同期增速下降 0.8 个百分点，增速虽较前三年明显加快但仍低于疫情之前。总体来看，今年上半年，我国第一产业增速仍保持较快增长、第二产业增速回落至低于疫情前，第三产业增速虽较前三年明显加快但仍低于疫情前。

## **(一) 2023 年下半年经济走势**

### **1. 预计 2023 年中国经济可以实现 5.2% 的增长**

今年初，由于前期积压的部分需求得到集中释放，我国消费修复的斜率较为陡峭，进入二季度消费修复的斜率开始趋缓。今年一季度，我国社会消费品零售总额同比增长 5.8%，近四年同期平均增速为 4.3%；二季度，近四年同期平均增速已降至 3.7%，消费增速可能已回落至新的平台。如果下半年我国社会消费品零售总额四年同期平均增速仍维持 3.7% 的水平，那么全年社会消费品零售总额同比将增长 7.9% 左右，低于年初的预期水平。基础设施投资，在前几年基数抬升的情况下，累计同比增速可能将有所下降；房地产投资全年可能仍将维持较大负增长，成为拖累投资增长的主要因素；制造业投资虽有一定韧性，但累计同比增速也将处于稳中有降的状态。外需方面，在海外需求总体收缩和去年同期基数抬升的情况下，下半年我国外贸出口可能会持续一段时间负增长。综合中国出口、固定资产投资以及消费增长可能面临的现实情况，我们预计 2023 年三、四季度中国 GDP 增速可能分别为 4.5%、5.3% 左右，下半年 GDP 增速可能在 4.9% 左右，全年 GDP 可能实现 5.2% 左右增长，可以实现全年经济增长目标。(见图 1) 世界



银行 2023 年 6 月份发布的《全球经济展望》报告预测，2023 年中国经济可以实现 5.6% 的增长，较 1 月份的预测值调高了 1.3 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，2023 年中国经济可以实现 5.2% 的增长，与 4 月份的预测值持平。

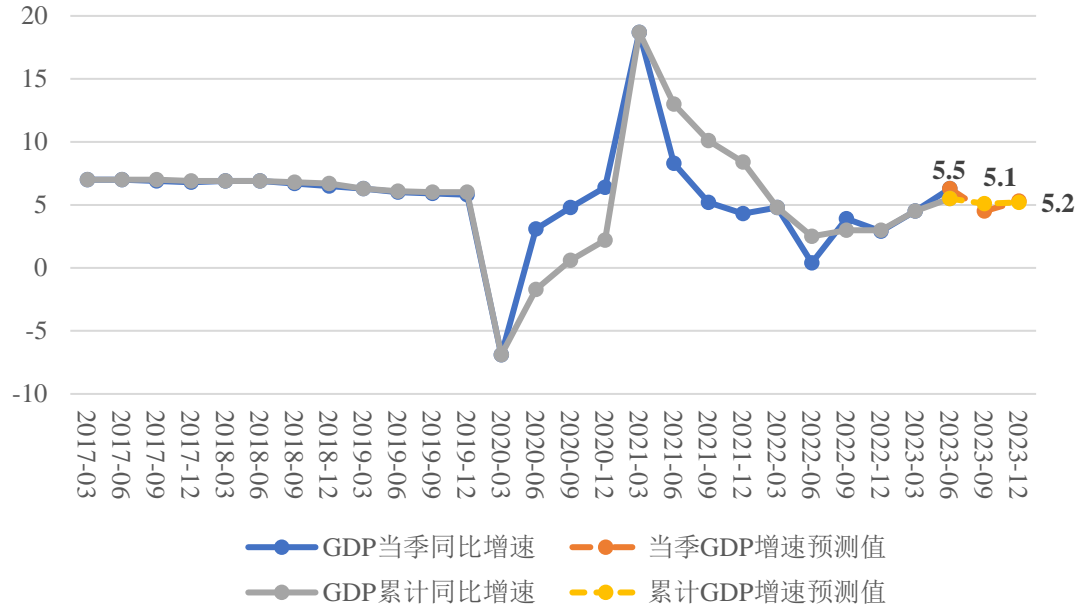


图 1 2017 年以来 GDP 当季同比和累计同比增速及 2023 年三、四季度预测值

数据来源：国家统计局，2023 年三、四季度增速为预测值。

## 2. PPI 定基指数仍处于高位，环比可能继续下降；CPI 全年可能零增长

今年上半年，随着全球需求变化和乌克兰危机影响减弱，我国 PPI 月均环比下降 0.43 个百分点。在上年价格变动翘尾因素向下拉动 2.8 个百分点的情况下，6 月份 PPI 同比下降 5.4%，跌幅较 1 月份扩大 4.6 个百分点。上半年，中国规模以上工业企业利润总额同比下降 16.8%；其中，采矿业利润同比下降 19.9%，制造业利润同比下降 20.0%。当前，虽然我国 PPI 同比已出现较大幅度下降，但 PPI 定基指数(2020 年 1 月=100)相对疫情前仍处于历史高位。与 2011 年 1 月相比，2020 年 1 月我国 PPI 定基指数下降 0.9 个百分点，其中，采掘业、原材料均下降 3.8 个百分点，加工业下降 2.1 个百分点；2023 年 6 月，我国 PPI 定基指数较 2020 年 1 月高出 6.2 个百分点，其中，采掘业高出 29.0 个百分点，原材料高出 13.7 个百分点，加工业高出 3.3 个百分点。(见图 2)随着我国货物出口数量总体有可能趋降，以及国内经济修复重心主要集中在生活性服务业，叠加房地产市场依然偏冷，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，但如果环比仍出现较快下降，那么 PPI 同比仍将处于较深的负增长区间，这对我国工业和制造业利润增长将形成持续压力。

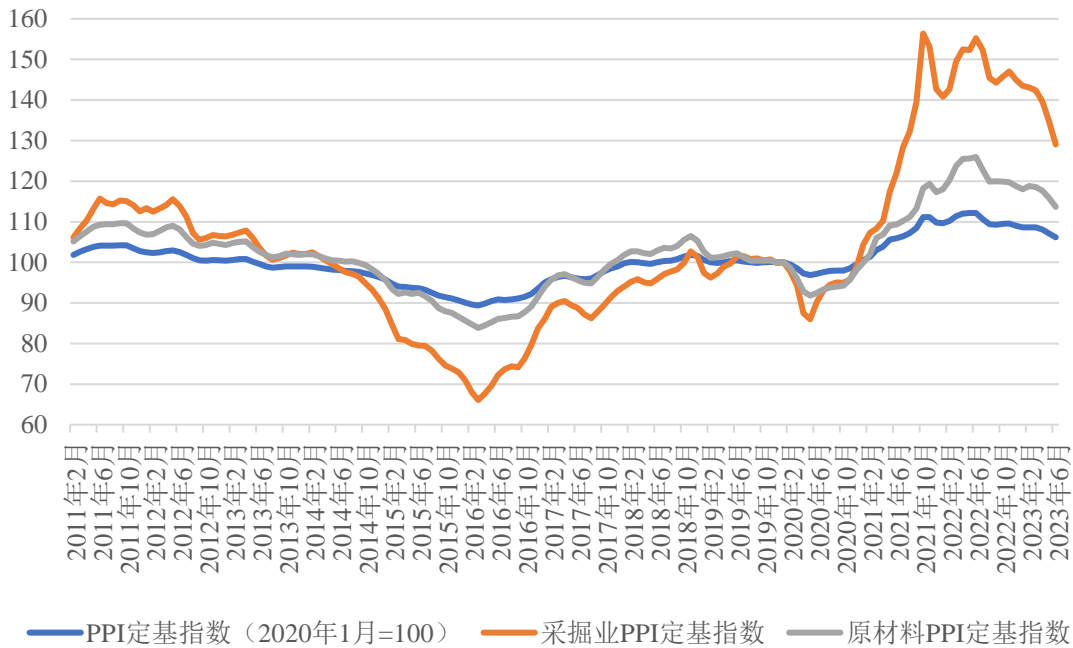


图 2 2011 年 1 月至 2023 年 6 月我国 PPI 及主要分项定基指数变动情况

注：2020 年 1 月=100

数据来源：国家统计局，经笔者计算得到。

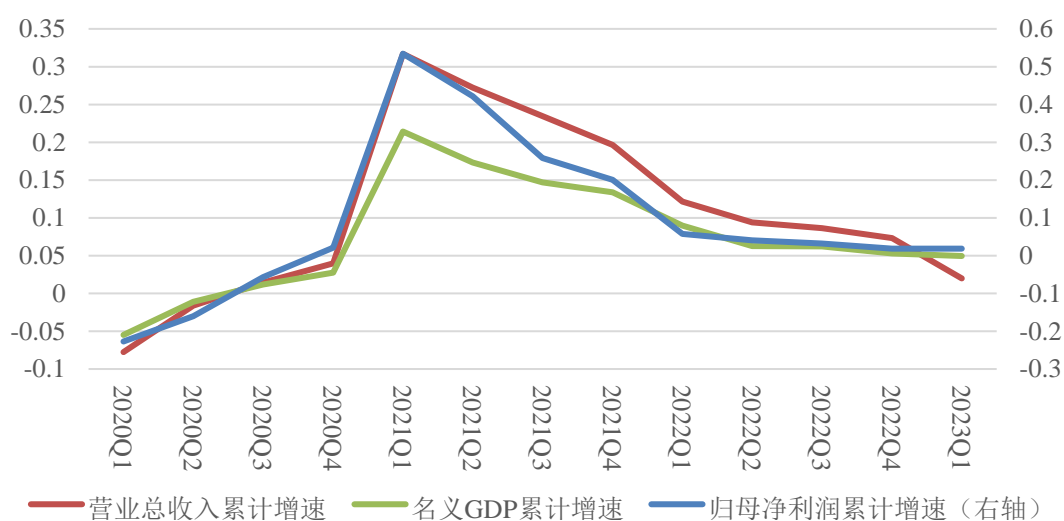
受春节效应和疫情防控政策优化调整影响，2023 初，中国 CPI 环比呈现先升后降的态势。1 月份 CPI 环比上涨 0.8%，2 月份转为下降 0.5%。1~2 月份累计上涨 0.3%。3 月份以来，在国际原油价格总体下降、猪肉价格持续下行以及疫情影响消退后外出务工人员供给增加的背景下，中国 CPI 环比连续小幅下行，叠加翘尾因素贡献较年初下降 0.8 个百分点，6 月份 CPI 同比零增长，涨幅较 1 月份下降 2.1 个百分点，其中翘尾因素影响贡献了近四成。下半年，随着翘尾因素贡献明显下降叠加终端需求总体偏弱，中国 CPI 同比有可能出现一段时间负增长。CPI 全年可能零增长。

## (二) A 股上市公司业绩与宏观经济走势的高度一致性

### 1. A 股上市公司营收和利润同比增速与名义 GDP 同比增速亦步亦趋

目前，中国 A 股上市公司已逾 5200 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”。从新冠疫情暴发以来的 A 股上市公司经营业绩看，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，总体呈现在 2020 年一季度深度下探后，2020 年二至四季度逐步回升；2021 年一至四季度，受上年同期基数逐步抬升影响，中国 A 股上市公司经营业绩与 GDP 增速均呈现冲高后逐步回落的态势；2022 年继续呈逐季缓慢下降，2023 年一季度又有小幅下降。（见图 3）



**图 3 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-CPI 剪刀差变动影响产业链上中下游公司利润增长

2022 年 2 月至 5 月，受乌克兰危机影响，中国 PPI 环比连续 4 个月上涨；在危机引发的恐慌心理得到缓解后，6 月至 9 月，PPI 环比呈现持平或下降态势，在 10、11 月 PPI 环比小幅上涨后，12 月又转为下降。2022 年全年，虽然中国 PPI 环比累计上涨了 0.7 个百分点，但受上年价格变动的翘尾因素影响，2022 年 PPI 同比涨幅呈逐月下降态势，四季度 PPI 同比已出现负增长。在 PPI 同比涨幅持续下降的同时，由于受下游企业分散程度高、竞争激烈以及国内终端需求总体偏弱影响，2022 年各月中国 CPI 同比涨幅始终在 3% 以内上下波动，月度极差仅为 1.9 个百分点，全年涨幅为 2%。这种窄幅波动的状况在 PPI 生活资料同比中也表现的相当明显。2023 年一季度，受上年同期基数抬升和环比继续走低影响，PPI 同

比跌幅继续扩大；CPI 同比涨幅仍维持低位波动。

在 PPI 同比涨幅持续下降、CPI 同比涨幅维持低位波动的情况下，PPI 与 CPI 之间的剪刀差由 2021 年的持续扩大转为 2022 年的逐步收窄，2023 年一季度出现了负剪刀差。（见图 4）PPI 与 CPI 剪刀差的变化，会引起位于产业链不同环节的企业利润增速变化。2021 年，中国工业行业 A 股上市公司呈现上游行业利润增速高于中游行业、中游行业利润增速高于下游行业的局面；这种公司业绩差异，在各板块股票价格指数涨跌幅中已得到很好体现。2022 年上半年，中国工业行业 A 股上市公司上、中游利润增速逐渐放缓，但仍高于下游行业；进入下半年，上游公司利润增速继续放缓，下游公司利润增速逐步提高，2022 年四季度下游公司利润增速已超过上、中游公司。2023 年一季度，由于 PPI-CPI 同比增速呈现负剪刀差，中国工业行业 A 股上市公司利润增速呈现出下游高于中游、中游高于上游的局面。从具有代表性的指数相对涨跌幅来看，2021 年初至 2022 年 6 月 30 日，中证上、中、下游指数收盘价分别上涨了 33.8%、-4.7%、-20.7%，呈现出上游高于中游、中游高于下游的特点；2022 年 6 月 30 日至 2023 年 3 月 31 日，中证上、中、下游指数分别下跌了 7.8%、11.8%、4.5%，呈现出下游行业跌幅明显小于上、中游的局面。（见表 1、表 2）

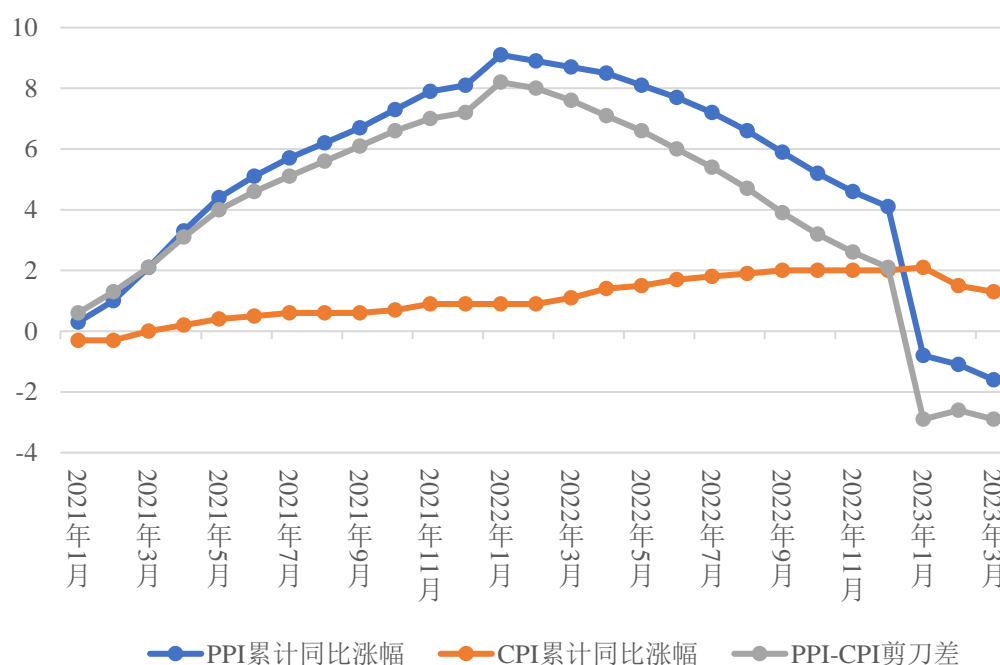


图 4 PPI 与 CPI 累计同比涨幅及 PPI-CPI 剪刀差情况 (%)

数据来源：国家统计局，经笔者计算得到。

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	2021 年一季 度	2021 年 上半年	2021 年 前三季 度	2021 年全 年	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
上游行业	1149.7	408.0	139.9	117.7	42.5	34.0	19.3	14.4	-20.7
中游行业	125.3	51.8	38.5	28.6	4.9	4.5	-0.5	-0.5	-10.1
下游行业	63.2	27.1	6.7	0.1	0.8	-1.0	8.3	17.5	13.3

注：2020 年一季度及上半年上游行业利润很少，因此 2021 年一季度及上半年利润增速非常快。

表 2 A 股市场代表性指数涨跌情况

单位：%

时间段	2021 年 1 月 4 日至 2022 年 6 月 30 日	2022 年 6 月 30 日至 2023 年 3 月 31 日
中证上游	33.8	-7.8
中证中游	-4.7	-11.8
中证下游	-20.7	-4.5

### 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，利用各主要财务比率之间的内在关系，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。2022 年，受传播更快的奥密克戎变异毒株影响，中国经济面临一定下行压力。为稳定经济，2022 年 4 月召开的中央政治局会议要求，加大宏观政策调节力度，实施好退税减税降费等政策，用好各种货币政策工具。2022 年，中国贷款市场报价利率（LPR）实现了 3 次下调；其中，1 年期 LPR 累计下调了 15 个基点，5 年期 LPR 累计下调了 35 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，可以综合分析疫情对企业市场创造能力的影响，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：

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

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代表公司的借贷成本，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，我们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 类股票，具体结果如表 3 所示。从中可以看出，虽然受到更具传染性的奥密克戎变异毒株影响，A 股上市公司市场创造能力受到一定影响，但在融资成本下降和减税降费政策的扶持下，2022 年 A 股非金融上市公司总资产收益率（ROA）较 2021 年有所提高，但净资产收益率（ROE）在上市公司总体杠杆率下降的情况下，较上年小幅下行。

**表 3 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST 股票）**

年份	ROE <sup>a</sup>	ROE <sup>b</sup>	ROA <sup>a</sup>	ROA <sup>b</sup>	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2013	0.0848	0.0720	0.0346	0.0294	0.0661	0.8340	0.0100	2.4482	0.2328
2014	0.0768	0.0646	0.0316	0.0266	0.0675	0.7782	0.0112	2.4321	0.2361
2015	0.0573	0.0425	0.0243	0.0180	0.0656	0.6643	0.0111	2.3596	0.2529
2016	0.0634	0.0518	0.0271	0.0222	0.0696	0.6354	0.0088	2.3394	0.2350
2017	0.0785	0.0657	0.0343	0.0287	0.0764	0.6915	0.0093	2.2889	0.2109
2018	0.0726	0.0610	0.0316	0.0265	0.0707	0.7206	0.0094	2.2985	0.2410
2019	0.0679	0.0568	0.0294	0.0246	0.0672	0.7088	0.0091	2.3082	0.2355
2020	0.0690	0.0525	0.0305	0.0232	0.0711	0.6586	0.0082	2.2585	0.2103
2021	0.0812	0.0701	0.0359	0.0310	0.0728	0.7205	0.0069	2.2616	0.2122
2022	0.0805	0.0713	0.0361	0.0320	0.0717	0.7070	0.0051	2.2299	0.2071

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 2022 年 A 股非金融上市公司的总体市场创造价值（营运利润率×总资产周转率）较 2021 年下降近 18 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。2022年，A股上市公司营运利润率下降与产品价格环比增速变化有一定关系；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，一是奥密克戎变异毒株对企业生产的影响加大，二是出口增速较2021年下降造成企业产能利用率的降低。如果将2022年的上市公司分类两类，第一类包含采矿业和原材料行业，第二类包含剔除第一类的剩余公司，以分别考察上市公司的业绩表现；可以发现，2022年包括采矿业和工业原材料的第一类公司营运利润率和总资产周转率均较上年有所提升，这类公司市场创值能力较2021年提高23个BP；而第二类公司营运利润率和总资产周转率则均出现下降，市场创值能力较2021年下降29个BP（见表4、表5）。这里应该注意的是，在考察公司利润的同比增速不同，我们需要关注PPI-CPI同比剪刀差的变化，而在考察公司市场创值能力时，则需关注PPI与CPI环比变化情况。如果以2020年1月为起点（2010年1月=100），以考察疫情暴发以来PPI与CPI环比变动的累计效果，可以发现：虽然2022年PPI同比涨幅较上年有所放缓，但受乌克兰危机造成的环比继续上涨，PPI定基指数在2022年5、6月份才到达峰值，PPI-CPI定基指数剪刀差在2021、2022年呈现出双峰态势，而且2022年PPI-CPI定基剪刀差的月均值为8.8个百分点，较2021年提高了2.3个百分点。因此，在这种背景下，2022年中国A股采矿和上游原材料上市公司创值能力较上年继续提高，而其他下游行业则较上年有所下降。

**表4 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及ST股票，仅包含采矿和工业原材料）**

年份	ROE <sup>a</sup>	ROE <sup>b</sup>	ROA <sup>a</sup>	ROA <sup>b</sup>	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2018	0.0743	0.0706	0.0370	0.0352	0.0651	0.9350	0.0103	2.0075	0.2677
2019	0.0536	0.0546	0.0258	0.0263	0.0518	0.9160	0.0111	2.0754	0.2893
2020	0.0568	0.0400	0.0278	0.0196	0.0584	0.8049	0.0102	2.0391	0.2433
2021	0.1106	0.1071	0.0547	0.0530	0.0811	0.9736	0.0085	2.0211	0.2239
2022	0.1152	0.1117	0.0586	0.0568	0.0827	0.9828	0.0067	1.9657	0.2138

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 股票，不包含采矿和工业原材料）

年份	ROE <sup>a</sup>	ROE <sup>b</sup>	ROA <sup>a</sup>	ROA <sup>b</sup>	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2018	0.0719	0.0572	0.0298	0.0237	0.0734	0.6500	0.0090	2.4138	0.2295
2019	0.0732	0.0576	0.0306	0.0241	0.0742	0.6427	0.0085	2.3939	0.2196
2020	0.0730	0.0566	0.0313	0.0243	0.0759	0.6160	0.0076	2.3315	0.2013
2021	0.0719	0.0583	0.0307	0.0249	0.0694	0.6509	0.0064	2.3382	0.2063
2022	0.0692	0.0582	0.0299	0.0252	0.0670	0.6309	0.0047	2.3156	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。

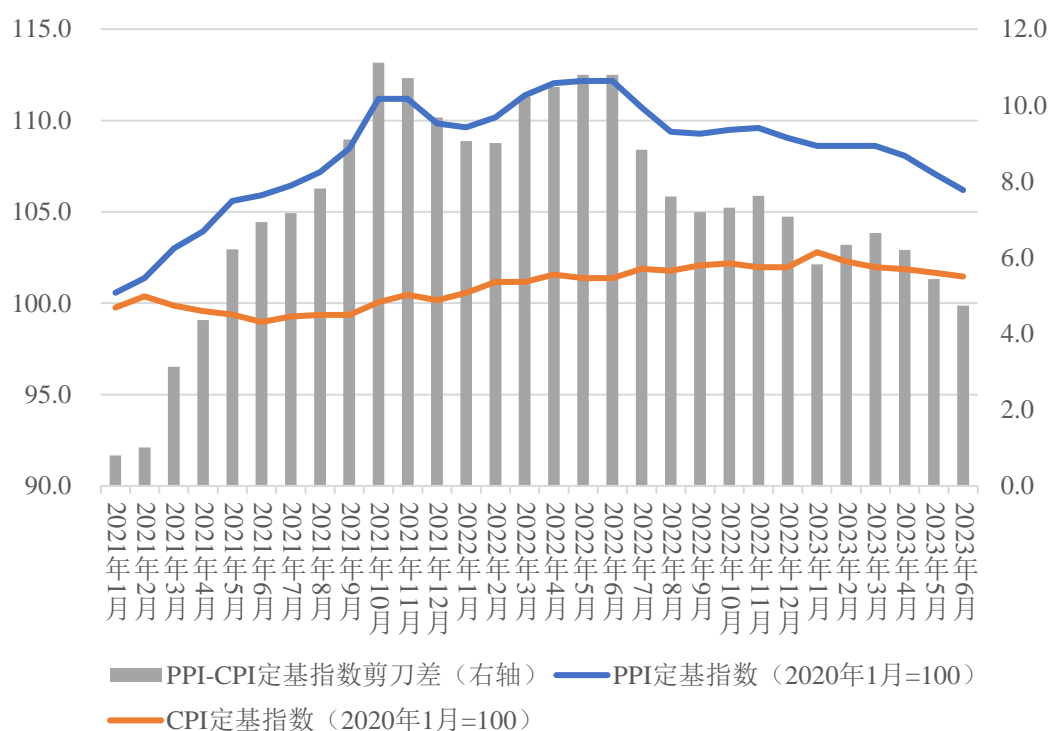


图 5 PPI-CPI 定基指数剪刀差变动情况（2020 年 1 月=100）

数据来源：国家统计局，经笔者计算得到。

2022 年，受更具传染性的奥密克戎变异毒株影响，中国疫情防控形势更加严峻复杂，在此背景下，中国政府推出了包括降低企业融资成本、减免税费在内的一揽子救助措施。从 A 股非金融上市公司财务成本和实际税率看，2022 年 A 股非金融上市公司财务费用较 2021 年下降了 18 个基点，实际税率则较 2021 年下降 0.51 个百分点。如果 A 股非金融上市公司财务费用比维持在 2021 年水平并



保持其他条件不变，那么 2022 年 ROA 会比实际情况低 18 个基点；如果实际税率维持在 2021 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 都发挥了作用。

## （二）不同行业公司修复状况有所改变

2022 年，受奥密克戎变异毒株影响，我国疫情防控形势较为严峻特别是餐饮、旅游等需要人员密接的社会服务行业受影响较大；农林牧渔业因猪肉价格回升，利润由负转正；钢铁、建筑材料因房地产投资下降，利润呈现较大幅度负增长；电子、基础化工、医药生物、轻工制造因海外需求回落，利润业呈现出不同程度的负增长。2023 年一季度，随着我国疫情防控较快平稳转段，需要人员密接的社会服务业较快修复，利润由负转正；非银金融利润因上年跌幅较大以及投资者预期有所改变，利润实现了较快增长；而钢铁、建筑材料因房地产市场仍未明显改善，利润仍然维持负增长；电子、基础化工、医药生物跌幅较 2022 年进一步加深；轻工制造业利润跌幅虽较 2022 年有所收窄，但仍维持较大跌幅。总的来看，2022 年至 2023 年一季度，社会服务业、非银金融业、计算机利润增长出现明显反转，钢铁、建筑材料、电子、基础化工、医药生物、轻工制造业利润出现持续负增长；有色金属业利润则在前三年快速增长的情况下，今年一季度出现明显负增长。（见图 6）

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来看，在利润增长出现反转的行业中，非银金融、计算机，各自对应的申万指数在 2022 年初至年末收盘价分别下跌 21.3%、26.5%，2023 年初至 8 月 8 日，分别上涨了 17.8%、19.4%；在利润持续负增长的行业中，建筑材料、基础化工、医药生物，各自对应的申万指数在 2020 年初至年末收盘价分别下跌 25.7%、18.4%、19.3%，2023 年初至 8 月 8 日继续跌了 5.1%、7.2%、10.4%。

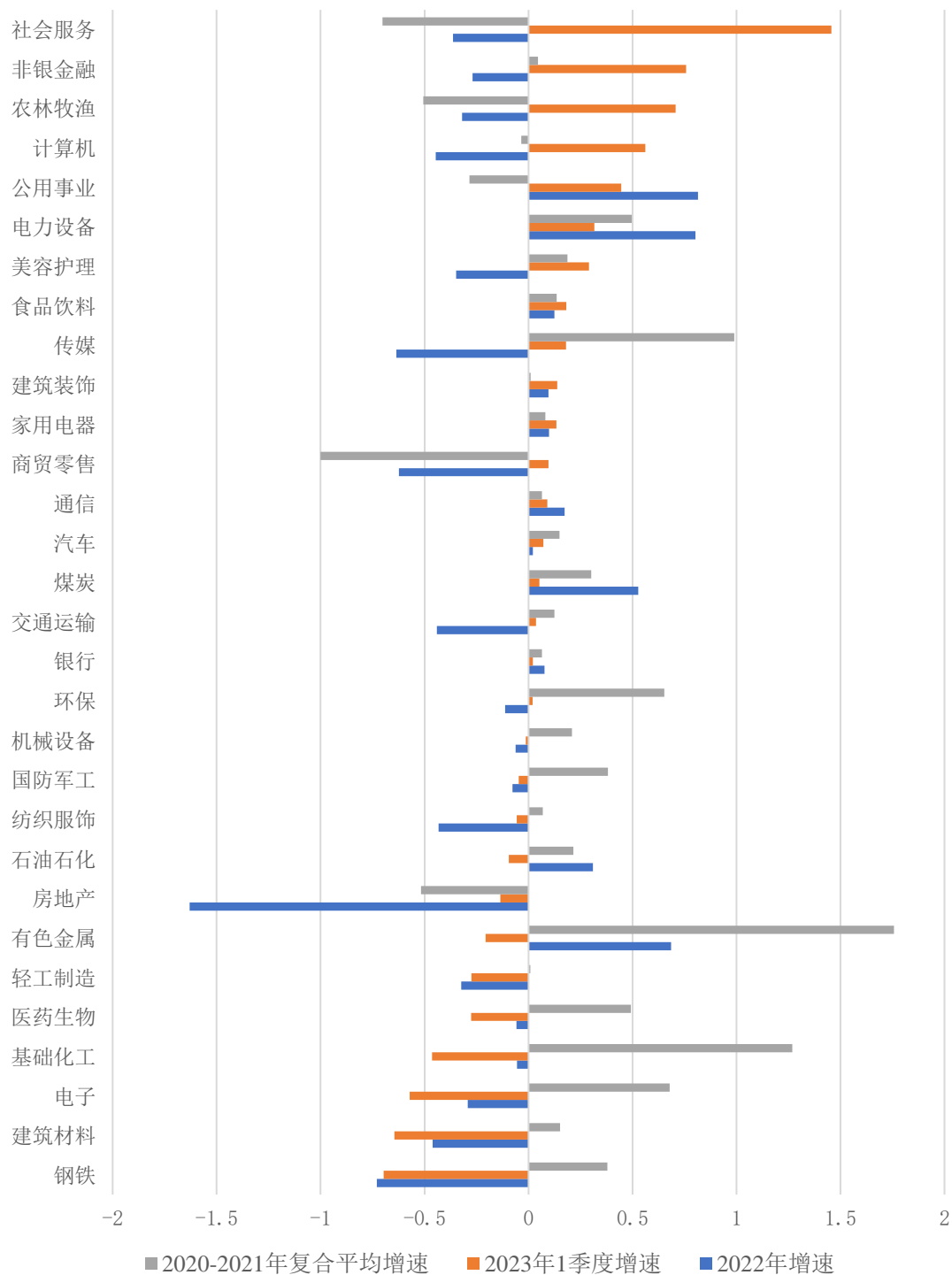


图6 A股上市公司2020年至2023年一季度各行业利润增长变动情况

注：农林牧渔业2021年利润为负，2022年利润由负转正，2022年一季度和2023年一季度利润均未负，为方便表示，2020~2021年利润增速为两年增速的算术平均数，2022年增速为2020~2022年三年利润复合平均增速，2023年一季度利润增速为利润降幅收窄的程度；商贸零售业2021年利润为负，2022年利润由负转正，2020~2021年利润增速为两年增速的算术平均数，2022年增速为2020~2022年三年利润复合平均增速；主要包括酒店、旅游的社会服务业2020、

2021、2022 年利润均为负，2020~2021 年利润增速为两年增速的算术平均数，2022 年利润负增长表示的是利润跌幅加深的程度，2023 年~季度利润增速反映的是利润由负转正的情况。

#### 四、建设中国特色现代资本市场

过去五年，中国持续推进新一轮资本市场改革开放，抓住注册制改革这个“龙头”，制定实施“深改 12 条”，一揽子推进交易、退市、再融资和并购重组等基础制度改革。资本市场法治建设取得突破性进展，一批管长远、管根本的制度机制相继落地，新证券法、刑法修正案（十一）、期货和衍生品法发布实施，证券执法司法体制机制不断健全。2022 年以来，资本市场改革开放继续深化，全面实行股票发行注册制启动实施，常态化退市格局基本形成，中美审计监管合作取得重要成果。私募投资基金监督管理条例正式发布，境外上市备案管理制度落地实施，上市公司独立董事制度改革顺利推进。建设中国特色现代资本市场，是中国式现代化的应有之义，是走好中国特色金融发展之路的内在要求。建设中国特色资本市场要坚持目标导向和问题导向相结合，以重点突破带动整体推进。

一是聚焦支持科技创新，稳步提高直接融资比重。当前，科技创新已成为中国实现经济质的有效提升和量的合理增长的关键推动力量，一批可能有未来发展前景、风险和收益并存的创新型企业存在着资金需求。提高直接融资比重，增加长期资本供给，有利于满足不同类型、不同生命周期企业的多元化、差异化融资需求。在这一过程中，中国资本市场需着力健全支持优质科技型企业的制度机制，统筹多层次市场体系建设，统筹股市和债市协同发展，统筹一二级市场动态平衡，进一步畅通“科技-产业-金融”的良性循环。

二是围绕建设现代产业体系，培养体现高质量发展要求的上市公司群体。目前，中国 A 股上市公司已逾 5000 家，涵盖了国民经济行业 20 个门类行业中，除 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，构成了宏观经济的重要微观基础。下一步，资本市场要更好服务建设现代化产业体系，有针对性地提高现代化产业体系的完整性、先进性、安全性。在这一过程中，要切实落实“两个毫不动摇”，完善市场化激励约束机制，增强推动上市公司质量提升的合力，大力提高对各种所有制、不同类型、不同规模企业的服务能力。

三是坚持“大投保”理念，更好保护中小投资者合法权益。投资者是资本市场重要的参与主体。目前，中国资本市场投资者数量已超 2.2 亿，其中 95%以上为中小投资者。保护中小投资者合法权益，不仅关系到资本市场的发展和稳定，也关系到社会公平正义。保护中小投资者合法权益，需要树牢“大投保”理念，加强行政执法、民事赔偿、刑事追责的机制衔接，畅通投资者维权救济渠道。运用更多现代科技手段，提升问题线索发现能力。

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。