



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 杜邢晔

2021年7月

《NIFD季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，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。

复苏的不一致与中国经济的稳中求进

——创新转型与深化资本市场改革

摘要

2020 年至 2021 年上半年，新冠疫情蔓延状况成为左右全球经济的关键因素，疫情传染和疫情防控能力成为了影响国际经济复苏的关键变量。正是疫情蔓延和防控能力的差异导致全球经济复苏的不一致性和全球政策协调的困难。中国经济面对疫情“先进先出”，2020 年下半年开始了全面复苏，发达经济体依靠疫苗控制在 2021 年的第二季度开始转向全面复苏，而新兴市场国家巴西、印度、俄罗斯等则仍受到疫情困扰，复苏进程充满了不确定性。复苏的不一致性导致了各国政策与增长目标的差异，发达经济体采用强刺激政策而供给端恢复慢，已经导致大宗商品价格快速上涨和出现通货膨胀迹象。预计 2021 年四季度发达经济体政策会适当降低刺激力度或收紧，而这对新兴市场国家又会有所冲击。总体来看，2021 年全球经济依然是脆弱复苏的一年。中国经济在率先复苏的基础上保持着稳中求进的发展态势，货币财政政策都趋向于“正常化”目标而不是强刺激，全年增长预计在 8.2%，中国在稳定经济的同时积极调结构和推进高水平对外开放，为后续发展留有了政策激励空间。

疫情的不确定性、各国复苏进程及政策力度的不一致性导致全球资产市场波动加大。在此背景下，中

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
经济增长与金融发展实
验中心研究员

● 张平

国家金融与发展实验室
副主任

● 杜邢晔

国家金融与发展实验室
经济增长与金融发展实
验中心副主任

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

中国宏观金融

地方区域财政

宏观杠杆率

中国财政运行

中国金融监管

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

国 A 股上市公司 2020 年的市场创值能力明显下降，但在财政和金融等多项救助措施的实施下，A 股上市公司的净资产收益率（ROE）下降幅度有所降低。疫情冲击之下，A 股上市公司的研发力度仍普遍上升，传统行业也在积极寻求新的发展之路。2021 年上半年随着经济的进一步复苏，上市公司利润明显提升，创新发展沿国家“双循环战略”、“双碳战略”和“数字化转型”等方向展开，高端芯片、AI、自主软件、网络安全、绿色能源、生物医药和供应链安全等领域成为主攻方向。中国资本市场注册制改革试点取得积极进展，包容性和适应性得到拓展。未来应继续坚持市场化、法治化、国际化的方向，深化资本市场改革，稳步推进全市场注册制、强化金融监管、积极促进 ESG 投资和绿色金融发展，不断提高资本市场服务实体经济能力。

目 录

一、复苏不一致的全球经济	1
(一) 世界各经济体复苏步伐不一致	1
(二) 复苏步伐差异对国际贸易的影响	1
(三) 全球经济政策的不一致性	3
二、2021 年中国宏观经济展望	3
(一) 下半年经济走势	4
(二) 上市公司业绩与宏观经济走势的高度一致性	8
三、中国 A 股上市公司业绩表现	9
(一) A 股上市公司价值来源与价值创造	10
(二) 不同行业公司受疫情的异质性冲击及复苏的非同步性 ..	12
(三) 疫情冲击之下的上市公司转型之路	13
四、增强资本市场服务高质量发展能力	15

一、复苏不一致的全球经济

（一）世界各经济体复苏步伐不一致

随着人们恐惧心理的消退以及一些国家救助措施的实施和疫苗接种的推进，全球经济整体处于持续复苏进程之中。国际货币基金组织（IMF）和世界银行，自 2020 年二季度以来，已数次调降了 2020 年全球经济收缩程度并调高了 2021 年的全球经济增速预测。从 2020 年初至今全球各经济体复苏浪潮推进的先后顺序来看，中国无疑位于潮头，美英紧随其后，然后是欧洲大陆、日本等国，位于潮尾的则是印度、巴西等新兴和发展中经济体。

中国是较早大范围暴发新冠疫情的国家，但在强有力的防控措施下具有明显的“先进先出”特征，国内复工复产在 2020 年二季度快速推进，在 GDP 经历了 2020 年一季度-6.8%的收缩后，二季度便由负转正，全年经济实现了 2.3% 的增长，成为全球唯一实现正增长的主要经济体。美欧等国 2020 年由于疫情的持续蔓延经济出现深度萎缩，其中美国 GDP 下降 3.5%，欧盟 GDP 下降 6.1%。进入 2021 年，发达国家中，随着美英等国疫苗的大范围接种，其国内疫情得到缓解，经济复苏步伐加快，而欧洲大陆的一些国家由于疫苗推进速度较慢，遭受了第 3 波疫情的袭扰，经济复苏步伐放缓；一些新兴和发展中经济体，如：印度、巴西等 2021 年 3 月后出现了疫情的急剧恶化，经济复苏步伐再次放缓。中国 2021 年经济增长预计为 8.2%，在稳定经济的同时正积极调整结构和推进高水平对外开放，为后续发展留下了政策激励空间。

（二）复苏步伐差异对国际贸易的影响

从供给端的恢复状况看，中国国内在疫情“先进先出”的情况下，工业生产率先恢复。随着海外疫情持续蔓延对医疗防疫物品需求激增，叠加一些发达经济体对居民实行大规模现金救助，在其服务业生产恢复停滞、工业生产恢复缓慢的情况下，中国经济的率先复苏，特别是工业产能的及时修复有效缓解了疫情对全球供给端的冲击，为全球物价的相对稳定和宽松货币政策实施创造了有利条件。从 2020 年第二季度开始，中国出口在全球贸易明显萎缩的情况下，出现了逆势增长，在全球贸易中的份额明显提升。

随着复苏进程的推进，目前美国等发达国家的服务业复苏步伐开始加快，前期过高的商品消费占比将会下降，实现向服务消费的转移。3-6月，美国供应链管理协会（ISM）非制造业 PMI 持续高于 60；欧元区 4 月份，服务业 PMI 录得 50.5，进入扩张区间，7 月份已经攀升到 60.4。从美国个人消费支出中的各分项来看，2020 年服务消费占比为 67.1%，较疫情前三年的平均水平低 1.7 个百分点；而 2020 年的耐用品消费支出则在个人消费总支出同比降低 2.7% 的情况下，同比提高了 5.5%，其占个人消费总支出的比重较疫情前三年的平均水平高出了 0.9 个百分点。由于耐用品消费一般具有周期性，前期耐用品消费的提高可能会透支未来的消费。同时，目前美欧日等发达国家工业生产指数已经差不多恢复到疫情前水平。叠加去年下半年的高基数，中国出口下半年的增速可能会明显回落。

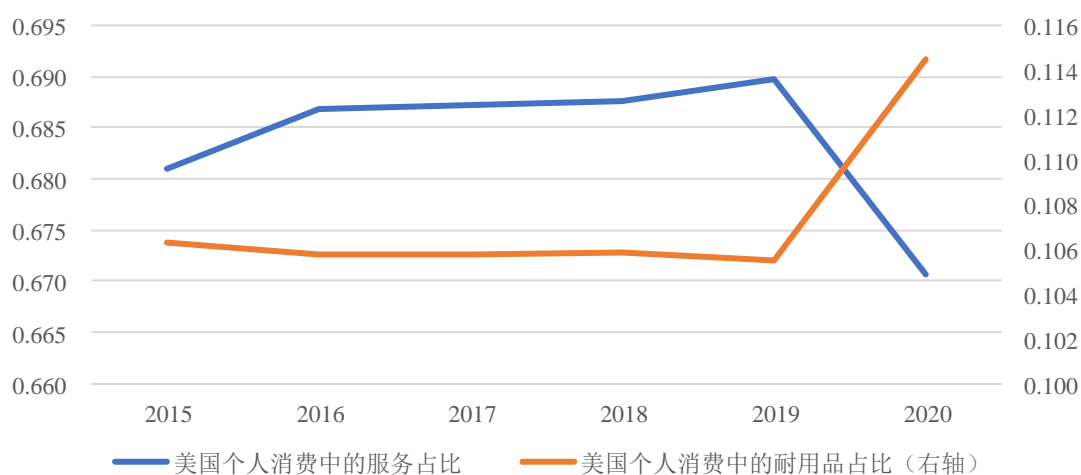


图 1 2015 年至 2020 年美国个人消费支出中的服务与耐用品消费占比

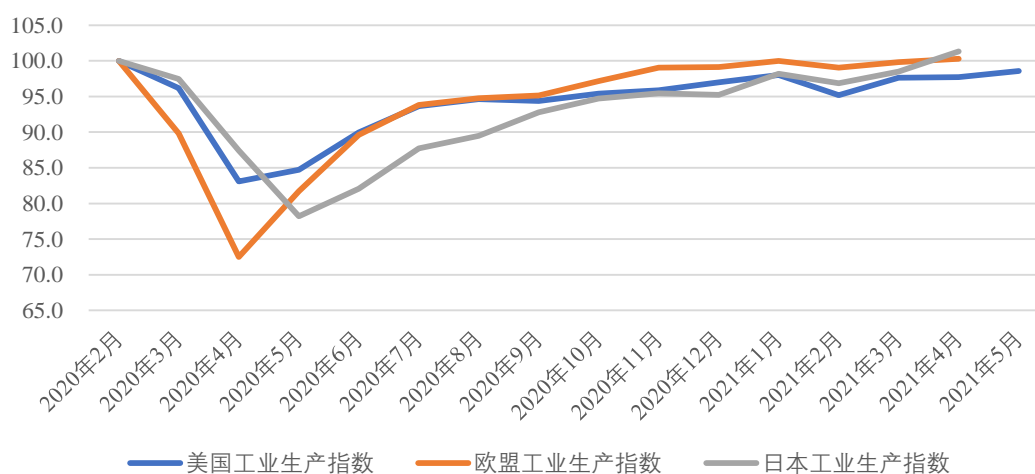


图 2 美欧日新冠疫情暴发以来的工业生产恢复情况 (2020 年 2 月=100)

2020 年的全球疫情持续蔓延也引发了对全球供应链安全的大讨论，效率和安全成了新的供应链目标，引起供应链区域分工的重新调整，对中国的影响仍待评估。中美贸易冲突依然没有缓解，这也对中国的供应链安全敲响了警钟，中国以更高水平开放应对国际冲击，双循环战略 2021 年为起步年，意味着国内结构性调整要迈出坚实的步伐。

(三) 全球经济政策的不一致性

面对疫情，各国都采取了非常规的宏观稳定政策，中国的中小企业救助政策有效降低了 2020 年的经济下滑，积极财政政策则为 2020 年的经济复苏提供了支撑。2021 年，中国货币政策率先走向正常，M2 增速从 2020 年 6 月的 11.1%逐步减速，2021 年 6 月为 8.6%，今年预计增长 8.1%，名义 GDP 预计则在 10%左右的水平。2021 年 M2 增速预计将低于名义 GDP 增速，货币政策有所收紧。作为活跃性指标的 M1，2021 年 5 月增速减缓到 5.5%，企业融资综合成本仍维持在较高位。中国货币政策趋于正常化，总体处于正常偏紧。2021 年 6 月，美联储议息会议释放的政策信号显示，降低量化宽松购买量可能要等到三季度末，提高利率的时间有所前移。拜登上台后，美国不断推出庞大的财政刺激方案，救助计划 1.9 万亿，就业计划 2.3 万亿和家庭计划 1.8 万亿。欧洲和日本货币宽松政策预计将比美国延续更长时间。新兴市场国家由于疫情控制难度依然较大，仍然以复苏为基调。预计在全球原材料价格上涨的情况下，巴西等资源国家会较快复苏，但美国经济持续复苏后的政策正常化也可能对新兴市场国家形成冲击。

全球在经历 2020 年的疫情冲击之后，全球经济数字化和绿色发展双转型加快，各国都面临着新的机遇与挑战，新的基础设施投资刺激也主要集中在数字化和绿色能源等领域，为这一轮经济复苏打下了基础。

二、2021 年中国宏观经济展望

2021 年上半年，在统筹推进疫情防控和经济社会发展的情况下，中国经济实现了同比 12.7%的增长，两年平均增长 5.3%；其中，一季度实现了同比 18.3%的增长，两年平均增长 5.0%，二季度同比增速为 7.9%，两年平均增速为 5.5%，低于市场预期。从需求方面看，上半年国内最终消费需求复苏总体偏

弱。从三大需求对 GDP 增长的拉动作用来看，上半年，最终消费需求、资本形成、货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献率分别为 61.7%、19.2%和 19.1%。与一季度相比，最终消费需求对 GDP 增长的贡献率上升 8.2 个百分点，资本形成、货物和服务净出口则较一季度分别下降 3.3、5.0 个百分点。消费拉动经济增长的基础性作用进一步发挥。在政策逐步走向正常化的情况下，经济增长的内生动力强弱将成为决定经济恢复快慢的关键性因素。随着疫情防控的更加精准有效，国内服务业活动整体正在实现更加充分的修复，叠加出口增速将逐步放缓，中国经济复苏进程应步入下半场，实现工业和服务业更加均衡的复苏。

（一）下半年经济走势

1. 中国经济 2021 年预计增长 8.2%。上半年，工业延续强劲复苏态势。全国规模以上工业增加值，实际同比增长 15.9%，两年平均增长 7.0%，为近 7 年来同期最高水平。服务业复苏仍有较大空间。上半年，第三产业增加值同比增长 11.8%，两年平均增长 4.9%，平均增速较一季度提高 0.2 个百分点；但较疫情前 2018、2019 年同期平均 7.6%的增速仍有不小的差距。从最近几个月三大需求的变化来看，服务业消费复苏空间仍然较大，制造业因前期利润增长影响，投资增速有所加快，而房地产投资增速明显放缓，而对外出口受发达国家复苏向服务业延伸以及去年基数影响，增速总体回落。6 月份社会消费品零售总额近两年平均实际增速为 4.9%，比 5 月提高 0.4 个百分点；其中餐饮消费近两年平均增长 1.0%，较 5 月下降 0.3 个百分点，较 2019 年月均 7.9%增速尚有很大上升空间。国内民航、铁路客运量也处在恢复进程中。国内航线旅客运输量，3 月份略超 2019 年同期水平，5 月份增幅进一步扩大，两年平均增长 5.0%；铁路客运量，一季度较 2019 年同期低 36.2%，两年平均增长-20.1%，上半年较 2019 年同期低 23.0%，两年平均增速为-12.3%，降幅逐步收窄。随着境内零星散发疫情得到进一步控制，未来出行人数有望继续上升，从而带动商务活动和旅游业收入的增长。

固定资产投资方面，6 月份全国固定资产投资增速两年平均为 5.7%，较 5 月份上升 1.0 个百分点；其中，基建投资 3 月份两年平均增速为 5.8%，4、5 月份分别下降至 3.8%、3.4%，6 月有所回升，房地产投资 4 月份两年平均增速为 10.3%，6 月份回落到 7.2%，制造业投资在出口和利润增长较快推动下，2 月份

以来两年平均增速持续提升，4 月份由负转正为 3.4%，6 月份继续提升到 6.0%。

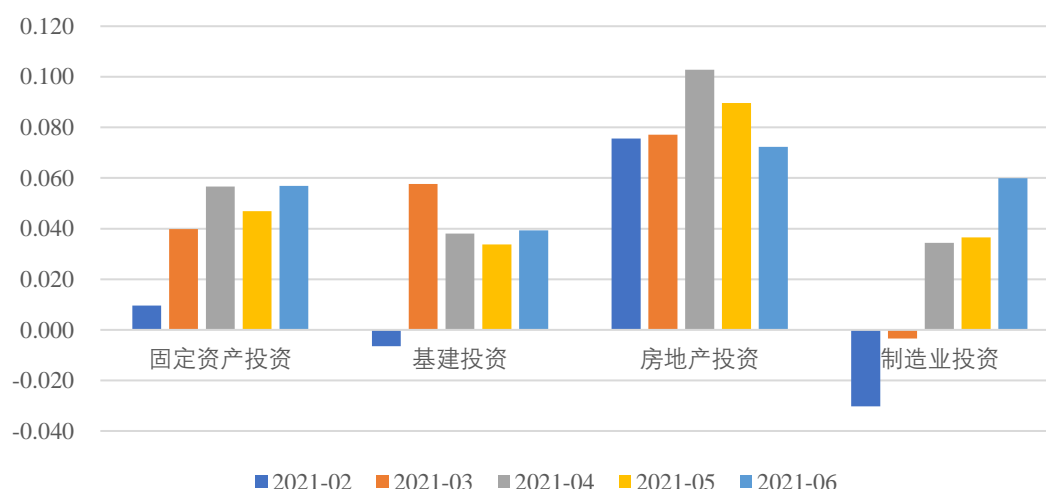


图 3 2021 年 2 月至 6 月固定资产投资及各分项两年平均投资增速

注：2021 年 2 月为 1-2 月累计值，以消除春节的影响。

对外贸易方面，中国外贸进出口仍处在较快增长区间，但随着发达国家复苏向服务业延伸，近期出口增速有所走缓，叠加国际大宗商品价格上涨影响，贸易顺差已现收窄。1-6 月份，出口金额累计同比增长 38.6%，两年平均增速 13.9%，较一季度提高 0.4 个百分点；1-6 月份，进口金额累计同比增长 36.0%，两年平均增速 13.1%，较一季度提高 1.4 个百分点。随着海外复苏向服务业延伸，5 月 PMI 新出口订单指数降到 50 以下，6 月进一步下降到 48.1。进口因国际大宗商品价格上涨等因素影响，6 月进口较 2019 年同期增长 42.0%，两年平均增速 19.2%，比 5 月提高 6.6 个百分点。1-6 月份，贸易顺差为 2515.2 亿美元，较 2019 年同期上涨 38.8%，两年平均增速为 17.8%，平均增速较一季度下降 5.6 个百分点。

综合各方面因素，我们预计，如果疫情不发生大的反弹，今年下半年 GDP 环比增速将恢复到疫情前正常年景时较为稳定的水平，但低于 2019 年，三季度同比增速在 5.5% 左右，四季度同比增长在 4.0% 左右，两年平均增速前三季度为 5.3% 左右；全年增速在 8.2% 左右，两年平均增速为 5.3%。世界银行和国际货币基金组织（IMF）对中国经济 2021 年增速的最新预测分别为 8.5%、8.1%。

表 1 2014—2021 年 GDP 增速及预测值 (%)

	2016 环比	2017 环比	2018 环比	2019 环比	2020 环比	2021 环比	2021 环比 折年	2021 同比	2021 各季 翘尾	2021 累计 同比	两年 平均 增速
一季度	1.6	1.8	2.0	2.0	-9.7	0.4	1.6	18.3	17.9	18.3	5.0
二季度	1.8	1.8	1.6	1.2	11.6	1.3	5.3	7.9	5.7	12.7	5.3
三季度	1.7	1.6	1.3	1.2	3.0	1.1*	4.5*	5.5*	2.6	10.0*	5.3*
四季度	1.6	1.5	1.3	1.2	2.6	1.1*	4.5*	4.0*	0	8.2*	5.3*

注：2021 年后三个季度环比增速按 2019 年环比水平下降 0.1 的水平假设，而后的*代表预测值。

2. CPI 和 PPI 分叉，难通胀，预计全年 CPI 涨幅会维持在 1.0% 以内。近期受国际原油、铁矿石、有色金属价格走高和国内供给面政策变化等影响，PPI 同比增速 1-5 月份持续走高，5 月，PPI 同比增速高达 9.0%，创 2008 年 7 月以来的新高；6 月，PPI 同比增速为 8.8%，虽较 5 月有所回落，但主要是受到了翘尾因素的影响，环比仍上涨了 0.3 个百分点。CPI 在猪周期和终端消费需求恢复相对较缓的背景下，环比增速自 3 月以来持续为负，其中食品价格环比下降较快，非食品价格在连续 3 个月维持 0.2% 的小幅上涨态势后，6 月份转为持平，上游原材料价格上涨还很难向下游传导。预计，下半年随着发达国家居民出行增加和绿色复苏的推进，定价权主要集中在海外的原油和有色金属价格可能仍会上涨，从而带动 PPI 环比增速继续小幅上行或总体持平，但是考虑到 PPI 翘尾因素对同比涨幅的贡献已在 5 月份触及 2.8% 年内顶峰，后续将逐月下降，因此下半年 PPI 同比会转为下降。CPI 食品项，受猪周期影响，年内环比有可能进一步下行，而非食品项会继续维持较为温和的环比增长；在翘尾因素即将在 6 月触及 1.0% 的年内顶峰情况下，CPI 下半年月度同比增速难以突破 1.5%，全年维持在 1.0% 左右。PPI 与 CPI 剪刀差的持续存在将对上中下游企业盈利产生较大的影响。

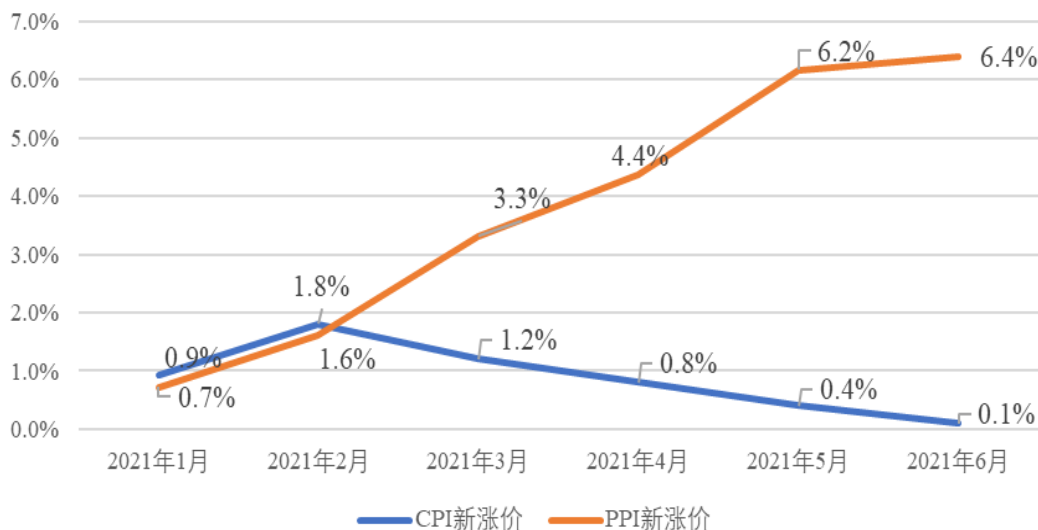


图4 2021年1-6月新涨价因素对物价的影响

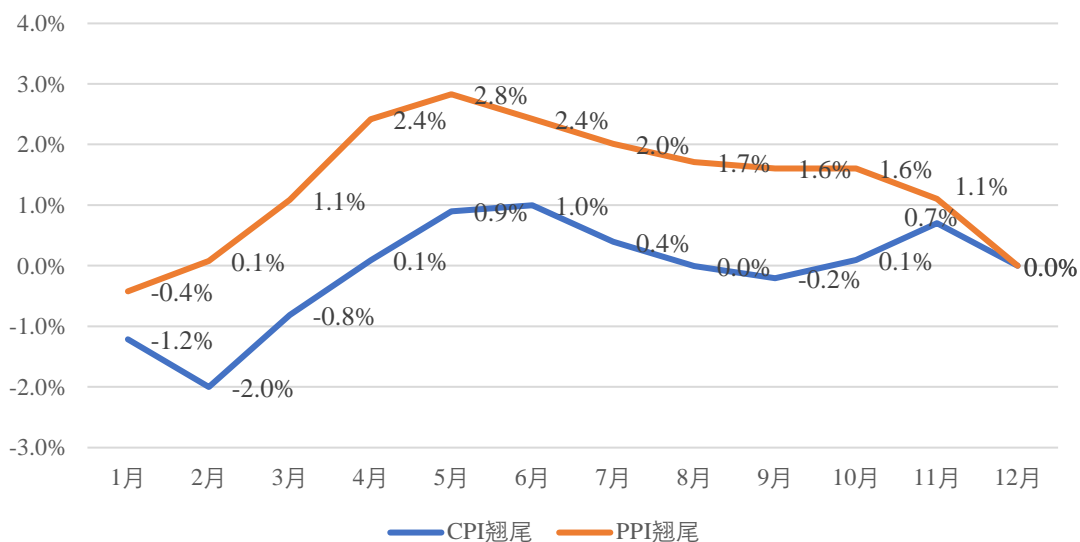


图5 2021年各月CPI和PPI翘尾因素对物价的影响

3. 汇率预计以 6.5%为中枢，上下窄幅波动。欧洲和美国 PMI 超过 60，复苏特征明显，2021 年 6 月的美联储议息会议结果显示，美联储对经济增速和通胀提升的预期明显增强，但也包含政策收紧预期。未来一段时间美元指数有可能进一步走强，下半年人民币单边升值压力将明显缓解，但中国出口强劲、中美十年期国债利差均值仍在高位等都支持人民币保持稳定，汇率可能再次转向双向波动，预计以 6.5 为中枢上下窄幅波动。

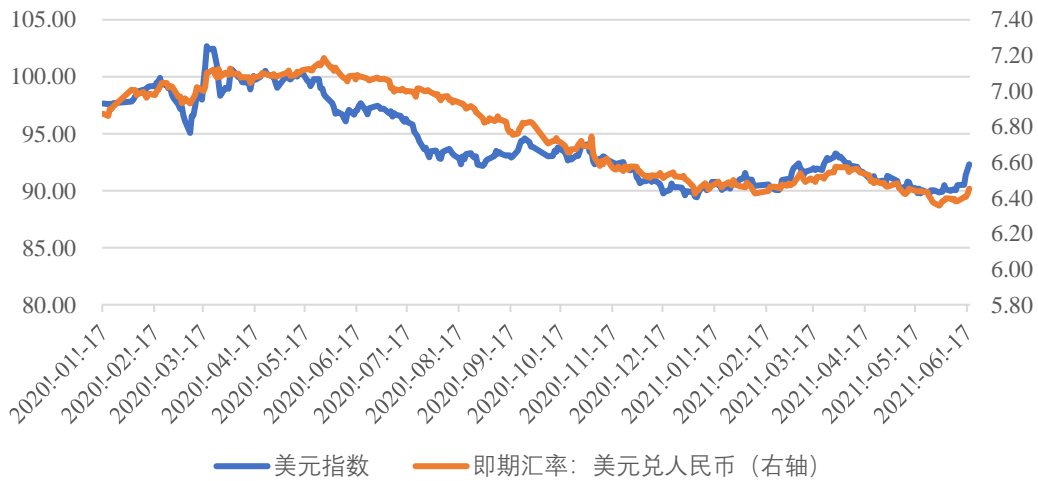


图 6 2020 年以来美元指数与人民币汇率走势

(二) 上市公司业绩与宏观经济走势的高度一致性

目前，中国 A 股上市公司已经超过 4300 家，随着一批代表未来发展方向的高新技术企业登陆科创板和创业板，A 股上市公司对国民经济的代表性进一步增强，其经营情况直接影响整个国民经济质量，构成了整个宏观经济的重要微观基础。从 A 股上市公司经营业绩来看，2020 年一季度至 2021 年一季度，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 GDP 累计同比走势亦步亦趋，总体呈现出 2020 年一季度快速深度下探，2020 年二至四季度较快复苏，2021 年同比快速增长的态势（见图 7）。

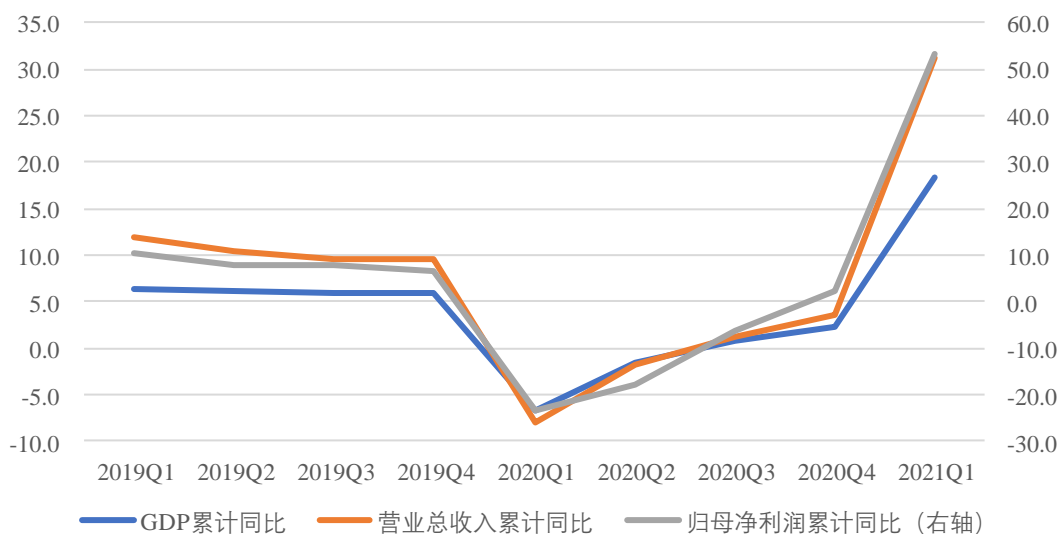


图 7 2020 年至 2021 年一季度 A 股上市公司经营业绩与中国 GDP 季度累计同比增速

2020 年二季度以来，包括原油、有色金属、铁矿石等在内的国际大宗商品价格总体出现持续较快上涨，带动国内原材料和上游工业品价格的上涨。国内 PPI 环比涨幅 2020 年 6 月以来由负转正，2020 年 12 月环比涨幅为 1.1%，2021 年 3 月和 5 月高达 1.6%；CPI 则由于国内终端消费需求仍偏弱，维持在低位波动，其中非食品 CPI 环比涨幅 2020 年 3 月至 2021 年 6 月始终维持在-0.4%至 0.4%的区间。PPI 与 CPI 之间的剪刀差扩大，使得位于产业链不同环节的企业利润会出现分化，这一现象在 2016-2017 年 A 股上市公司业绩以及股价涨幅中已有所体现。

从 A 股上市公司工业行业上中下游 2019 年一季度至 2021 年一季度的利润走势来看，虽然上中下游公司自 2020 年二季度利润都出现较为快速的修复，但修复速度存在明显差异。2021 年一季度，工业行业上中下游上市公司利润近两年平均增速分别为 34.2%、21.8%和 6.9%，呈现出上游好于中游、中游好于下游的局面。上中下游行业上市公司业绩差异，在 A 股市场较为具有代表性指数的相对涨跌幅度中也有所体现。以中证上游、中游、下游指数为例，2020 年 6 月 30 日至 2021 年 7 月 23 日，中证上游、中游、下游指数收盘价分别上涨了 81.1%、42.6%和 16.9%，同样呈现出上游高于中游、中游高于下游的特点。

表 1 工业行业 A 股上市公司分上中下游利润增加情况（单位：%）

时间段	2020 年 一季度	2020 年 上半年	2020 年 前三季度	2020 年 全年	2021 年 一季度
上游行业	-121.1	-69.5	-30.0	-11.6	34.2
中游行业	-33.7	1.0	2.5	17.4	21.8
下游行业	-48.8	-15.3	-1.5	0.5	6.9

注：2021 年一季度利润增长为以 2019 年一季度为基期的两年几何平均增长率。

三、中国 A 股上市公司业绩表现

国内外的宏观经济环境和政策走向会影响上市公司业绩表现，同时上市公司的价值创造和成长能力也反映了宏观经济基本面的情况。在新冠疫情的巨大冲击之下，不同行业公司遭受的影响程度存在很大差异，复苏的步伐也存在较大不同。疫情之下，服务业特别是需要人员密切接触的服务业因疫情防控需要长时间处于暂停营业或限制上座率的状态，而很多工业部门则由于全球疫情防

控物资、居家办公和物质消费对服务消费的替代作用出现了较快且充分的复苏。

（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等因素影响，企业期间费用波动和税负调整成为影响企业净利润的重要因素。2020 年，受新冠疫情冲击，中国 A 股上市公司的总体市场创值能力受损。在疫情暴发之后，中国各级政府采取了迅速有力的措施，为企业提供支持和减轻负担。中央政府针对疫情防控采取了直接性的财政和税收优惠政策，包括各级财政直接对疫情防控进行财政性支出。很多地方政府也陆续发布了地区性的救济措施，积极与金融部门协调，保障对相关企业不抽贷、不断贷、不压贷政策的落实，部分地方政府提出降低企业成本，保障中小企业信贷存量不低于 2019 年。同时，央行也为市场注入了流动性，促进市场流动性的合理充裕，贷款市场报价利率（LPR）1 年期和 5 年期，从 2020 年 1 月 20 日 4.15%、4.80% 经两次下跌，2020 年 4 月 20 日分别为 3.85% 和 4.65% 并维持至此，下跌幅度分别为 30BP 和 15BP。在此背景下，利用杜邦财务分析框架对净资产收益率进行分解，还原公司的息税前利润，这样可以综合分析疫情对企业市场创值能力的影响，以及公司融资成本和税负负担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 2 所示。从中可以看出，在新冠疫情的冲击之下，2020 年 A 股上市公司净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA），在 2019 年较低的基础上，又有所下降。

表 2 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 ^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
2009	0.090	0.079	0.039	0.034	0.077	0.760	0.009	2.307	0.225
2010	0.112	0.104	0.049	0.045	0.082	0.863	0.008	2.285	0.213
2011	0.103	0.093	0.044		0.072	0.903	0.009	2.357	0.228
2012	0.082	0.070	0.034	0.029	0.064	0.860	0.011	2.414	0.241
2013	0.085	0.072	0.035	0.030	0.066	0.838	0.010	2.444	0.232
2014	0.077	0.065	0.032	0.027	0.067	0.782	0.011	2.427	0.235
2015	0.058	0.043	0.025	0.018	0.066	0.669	0.011	2.356	0.252
2016	0.064	0.052	0.027	0.022	0.069	0.637	0.009	2.333	0.234
2017	0.080	0.067	0.035	0.029	0.077	0.693	0.009	2.285	0.209
2018	0.075	0.063	0.033	0.027	0.072	0.722	0.009	2.298	0.235
2019	0.071	0.058	0.031	0.025	0.069	0.711	0.009	2.305	0.228
2020	0.067	0.052	0.030	0.023	0.070	0.660	0.008	2.263	0.213

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 2020 年 A 股非金融上市公司的总体市场创造价值能力（营运利润率×总资产周转率）较 2019 年下降了近 30 个 BP，但影响公司创造能力的主要是总资产周转率的下降，这反映了疫情冲击之下，企业停工停产的影响。疫情暴发后，中国各级政府采取了一系列救助措施，降低企业的实际税率；同时，金融让利也降低了企业的融资成本，非金融上市公司的财务费用较 2019 年下降了 10 个 BP，实际融资成本降低了 38 个 BP。这有效的缓解了疫情对公司 ROA 和 ROE 的影响。如果 A 股非金融上市公司的实际税率和财务费用比维持在 2019 年的水平，并保持其他条件不变的话，那么 ROE 会比实际情况低约 20 个 BP。

（二）不同行业公司受疫情的异质性冲击及复苏的非同步性

2020 年一季度疫情暴发之初，餐饮娱乐、交通运输、商业贸易等一些需要人员密切接触的服务行业因客流量大幅下降而受到较大冲击，同时采掘、有色金属、汽车等由于消费下降也受损较为严重。但由于居家办公、疫情防控物资需求增大等原因，农林牧渔、食品、医药生物等行业受到的冲击较少，农林牧渔行业甚至出现逆势上扬，还有一些较难受到疫情影响的行业，如：国防军工、银行业等也保持较快的增长。二季度，随着境内疫情防控取得重大战略成果，国内复工复产全面加速、基建投资增速加快，海外对中国抗疫物资和居家办公产品需求增大，同时原油、有色金属等国际大宗商品价格从 2020 年 3 月的低位较快上涨，带动了国内有色金属、通信、化工、计算机、汽车、采掘、机械设备、医药生物等行业的较快复苏。进入 2021 年，在国内工业复苏已经较为充分且疫情防控更加精准有效的情况下，在还有较大复苏空间的情况下，服务业复苏的步伐开始加快，餐饮娱乐、交通运输、商业贸易等行业复苏加快。在部分国际大宗商品价格持续上涨的情况下，采掘、钢铁等行业利润快速增长。

为表示 A 股上市公司各行业所受疫情冲击及复苏状况，图 8 分别列出了 2020 年一季度各行业上市公司利润增长、2020 年全年利润增长的情况。为呈现 2021 年来各行业复苏的差异，我们用 2021 年一季度相对于 2019 年同期的两年平均增速与 2020 年增速之差来加以表示。从图中可以看出，代表餐饮旅游内容的休闲服务、采掘、纺织服装、钢铁、钢铁等行业 2021 年来复苏或利润继续增长较快。

这些行业的利润增长，也会一定程度上反映在公司的股价中。从各行业具有代表性指数来看，在 2021 年来复苏加快的行业中，休闲服务、采掘、纺织服装、钢铁、轻工制造、交通运输行业，各自对应的申万指数在 2021 年初至 2021 年 6 月 25 日的收盘价涨幅，分别为 1.8%、21.1%、6.5%、24.2%、5.6%和 2.6%，超过同期沪深 300 指数-0.5%的涨幅。在 2021 年来复苏放缓的行业中，通信、计算机、房地产、非银金融和食品饮料行业，各自对应的申万指数在同期的涨幅，分别为-7.1%、-4.2%、-4.8%、-12.5%和-1.2%，跌幅均超过了沪深 300 指数。

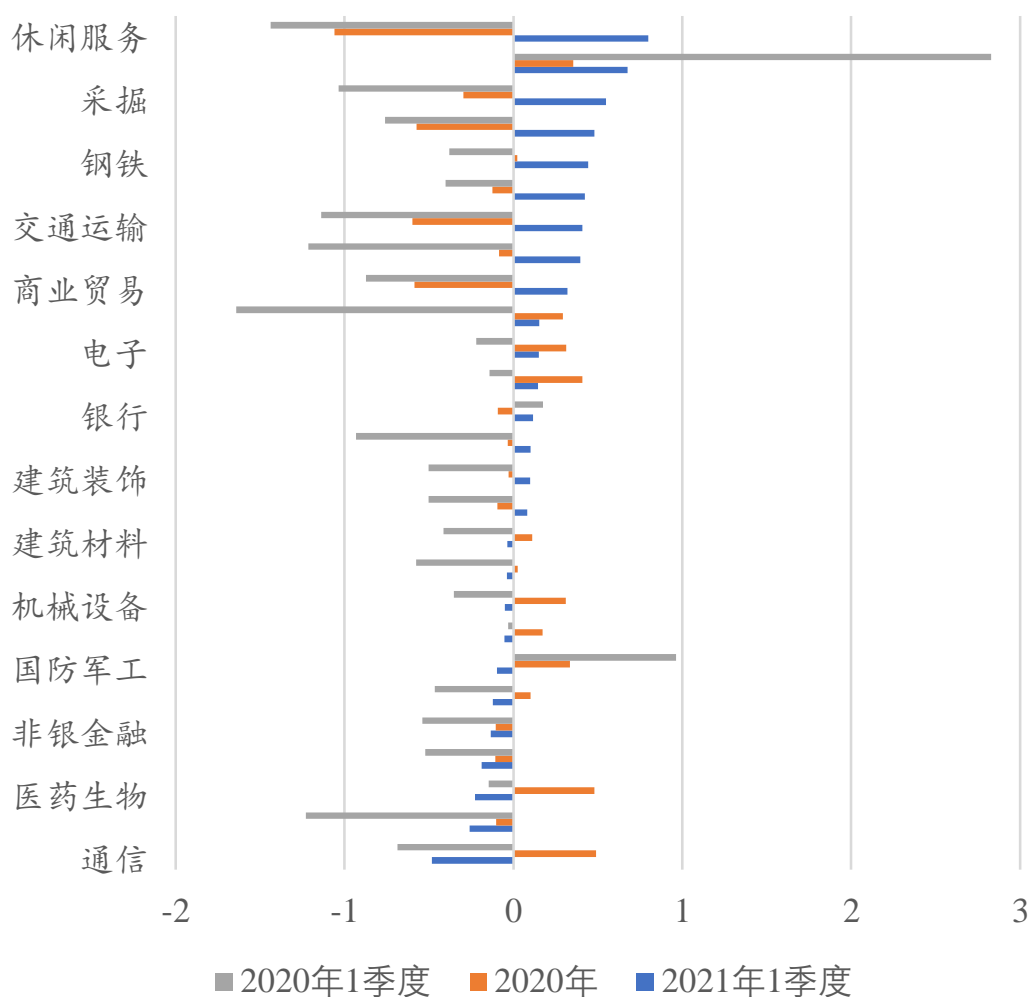


图 8 A 股上市公司 2020 年一季度至 2021 年一季度各行业利润增长情况

注：2021 年一季度利润增速为近两年平均增速与 2020 年利润增速之差。

随着中国经济复苏进入下半场，服务业可能得到进一步修复，叠加海外消费中物质消费对服务消费替代作用的减弱，下半年中国服务业与工业有望实现更加均衡的复苏。这些结构性变化对各板块的影响仍值得继续观察。

（三）疫情冲击之下的上市公司转型之路

中国 A 股上市公司不仅包含传统产业部门的上市公司，也包含代表未来发展方向的新兴产业上市公司。随着科创板在 2019 年 6 月开板，2020 年 8 月创业板改革并试点注册制也正式落地，更多创新型企业陆续进入 A 股市场。疫情冲击之下，一些传统产业也在寻求新的突破。与传统产业上市公司相比，新兴产业上市公司在研发投入、成长性等方面表现出不同的特征。

高研发投入是保持和提高公司和产品竞争力、实现经济有规模扩张向创新驱动增长的必由之路。根据上市公司披露的 2020 年年报，与疫情之前的 2019 年相比，除商业贸易行业研发费用与营业总收入之比有所下降外，其余行业研发强度都保持了正增长。在各行业研发强度排序方面，除国防军工超过了电气设备位列第 5，其他行业排序没有改变。

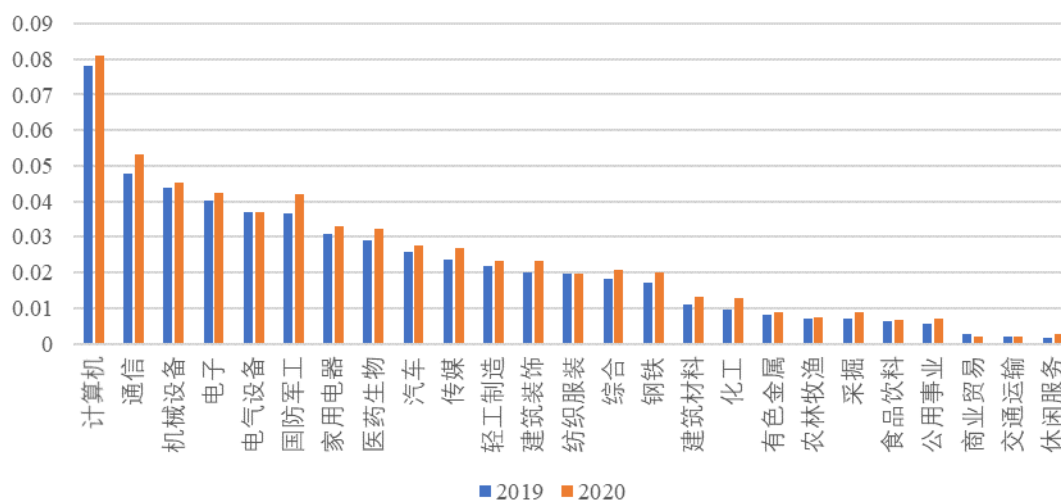


图 9 2019 年和 2020 年上市公司研发费用与营业收入之比

从 A 股上市公司平均工资增长来看，虽然受到疫情冲击的影响，但通信、医药生物、国防军工等行业依然维持了较快的工资增长率，而一些传统行业，如：钢铁、纺织服装、采掘、建筑装饰，以及休闲服务、商业贸易等受疫情冲击比较严重的服务性行业，人员平均工资降幅较大。

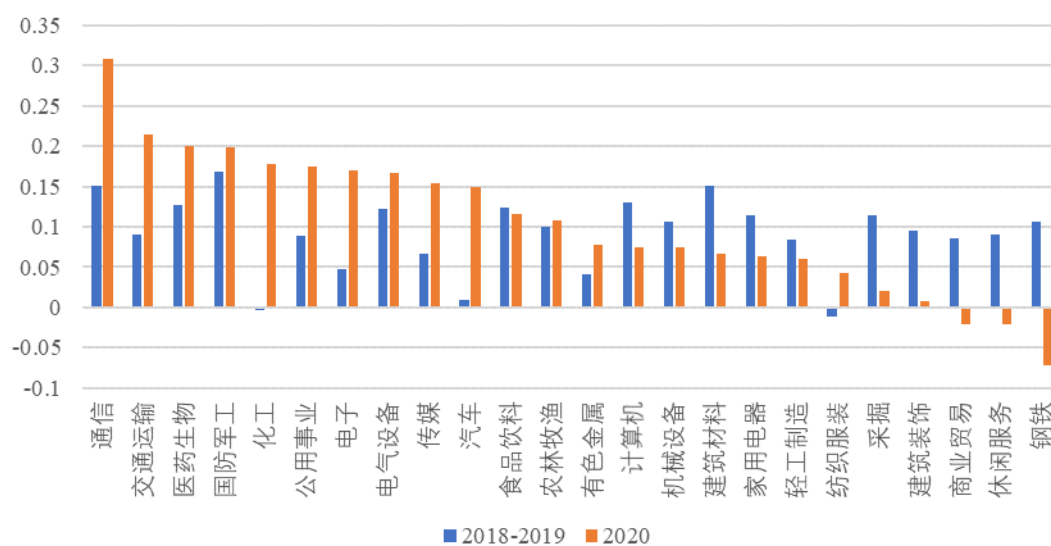


图 10 2018—2020 年 A 股各行业上市公司工资增长情况

注：2018—2019 年行业工资增速为两年工资增速的几何平均。

从各行业资本性支出来看，疫情冲击之下，大多数行业投资都非常谨慎，汽车、休闲服务、采掘、商业贸易、传媒、纺织服装等行业投资明显放缓。农林牧渔行业利润 2020 年实现了逆势增长，投资在前两年较快增长的基础上，继续快速增长，表明产业正在向资本更加密集的方向转变；公用事业因基建投资等稳增长的需要增速也较快。

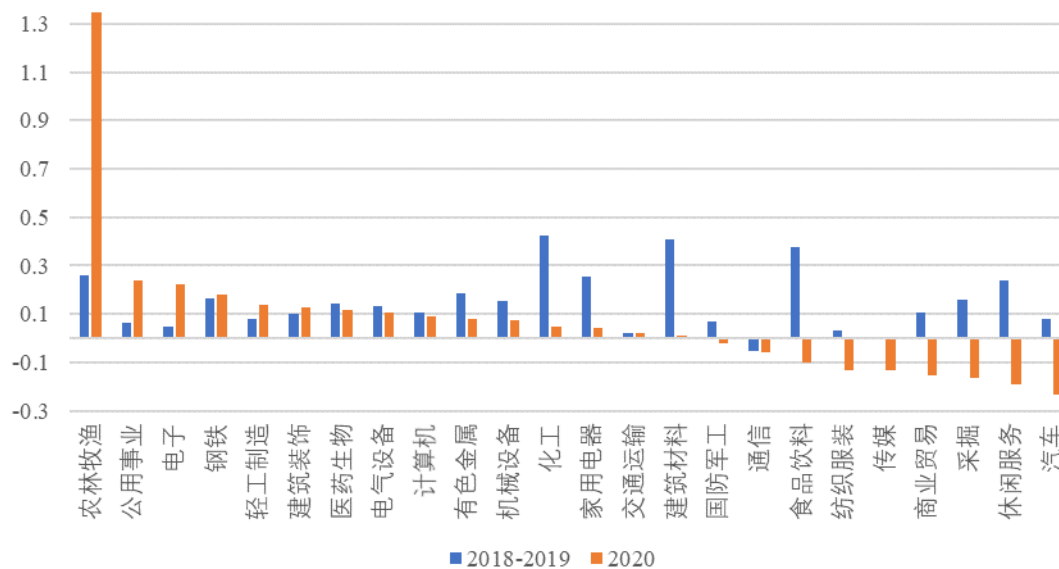


图 11 2018—2020 年 A 股各行业上市公司资本性支出增长情况

注：2018—2019 年行业工资增速为两年工资增速的几何平均。

四、增强资本市场服务高质量发展能力

近年来，中国资本市场在坚持市场化、法治化、国际化方向的基础上，推出了很多的具体举措。2019 年 6 月，科创板在上海证券交易所正式开板，2020 年 8 月，深圳证券交易所的创业板改革并试点注册制。自设立科创板并试点注册制、创业板改革并试点注册制以来，已有 435 家科技类企业上市融资，募资额超 4800 亿元。中国 A 股公司上市结构明显改善，科技、医药、消费、新能源等行业的市值合计占比显著提升。新《证券法》和《刑法修正案（十一）》2020 年 3 月 1 日开始实施，大幅提高了对证券违法行为的处罚力度，强化了证券期货违法犯罪的“行刑衔接”。在立足新发展阶段、贯彻新发展理念、服务新发展格局过程中，应继续坚持市场化、法治化、国际化的方向深入资本市场改革，着力提升资本市场服务高质量发展能力。

一是坚持注册制改革不动摇。自科创板和创业板试点注册制以来，市场运行总体平稳，融资功能进一步完善。注册制的改革方向，不能因市场的一时涨跌而动摇，不能因惯性思维而否定注册制改革总体较为成功的事实。在坚持信息披露为核心的基础上，应充分由市场自主形成合理价格，从而发挥市场在资源配置中的决定性作用。应及时做好注册制试点总结评估和改进优化，加强投资者合法权益保护，完善退市制度。

二是依法加强对证券违法行为的打击力度。加强对欺诈发行、财务造假等行为的打击力度，是维护资本市场规则的必要基础，也是市场形成合理定价的重要条件。加快修订证券期货犯罪案件刑事立案追诉标准，出台欺诈发行股票责令回购等配套制度，推动期货法立法。加强对中介机构的日常监管，强化中介机构责任。

三是支持绿色发展。为实现 2030 前“碳达峰”和 2060 前“碳中和”的目标，资本市场应继续支持符合条件的绿色企业融资、大力发展绿色债券市场，积极促进 ESG 投资。支持有利于生态环保和环境治理行业的企业发行上市，细化绿色债券支持项目目录。以环境信息披露为抓手，继续提升上市公司环境信息透明度，加强 ESG 评价体系建设。促进 ESG 投资，有效利用市场化手段，加快将企业利润最大化造成的社会成本内部化为企业的成本，引导企业主动保护环境、增强社会责任意识。

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。