



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

张畅

2023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。

静待春来

——2022 年宏观经济金融形势总结和展望

摘要

2022 年我国经济复苏的重要引擎是净出口和基建。从三大需求来看，净出口延续了 2021 年以来的高速增长趋势，主要是受到制造业韧性和价格因素的支撑。不过，在各国消化通胀的努力下，以欧美为代表的海外需求持续收缩，工业原料价格涨幅出现回落势头，预计净出口可能会拖累明年经济表现。汽车出口量跃增，或成为 2023 年外贸的亮点；固定资产投资增速持续放缓，房地产行业下行、消费疲软和出口红利减退等因素加大了制造业投资增速的下滑压力。地方政府专项债券持续发力缓和经济下行压力，拉动基建投资增速持续加快。房地产行业回暖仍需时间，主要看相关政策进一步的细化和落实；2022 年消费表现整体疲弱，拖累了经济表现，居民收入增长乏力，消费意愿疲弱，物价结构呈现输入性通胀与内生性通缩并存的特征。从汇率来看，结合近两年来看，人民币汇率保持双向宽幅波动，韧性增强。由于美国通胀率开始下降，2023 年美联储的加息步伐趋于放缓，美元升值的空间相对有限，预计 2023 年人民币兑美元波动幅度收窄，大概率会维持在 7 以下。从利率来看，我国采取不同于主要发达国家的宽松货币政策，资金利率、信贷利率、债券利率的利率中枢基本都低于 2020 年水平，为实体经济复苏提供了有利的金融环境，不过，这也使我国承受了较大的跨境资本外流压力，随着外部压力缓和以及国内政策工具对冲，明年资

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

● 张旻

国家金融与发展实验室
宏观金融研究中心助理
研究员

【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

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

本外流的压力有望缓解。

2022年国内金融环境的特征是货币的信用派生能力减弱，大量资金沉淀在居民存款里，难以流向企业部门，核心原因是市场信心不足、预期不稳。企业部门信用增速不断上升，宽松的流动性减轻了企业的资金拆借压力，但是消费复苏缓慢、产业链供应链阻滞和房地产市场触底等因素对企业的投资和经营意愿形成制约。企业部门复苏的不平衡现象比较明显，体现为能源工业产能和利润更高，以及与生产需求有关的制造业和服务业复苏更快。2022年应该是疫情以来企业发展最困难的一年，不过年末消费和企业中长期贷款都出现积极改善，多项数据均体现市场主体信心正在加快修复；中央政府信用增速比较稳定，地方政府信用增速在下半年较快回落，主要是受到财政发力前置和地方政府隐性债务治理的影响。在经济长期放缓的趋势下，积极的财政政策使得地方政府的赤字抬升，债务积累、隐性债务、债务集中到期等问题都可能加大地方政府的债务压力，掣肘后续财政政策的空间。资源型省份财政收入增长更快，弱资质地区的融资能力减弱，区域间经济发展的不平衡性有所增加；居民部门信用增速不断下滑，由于收入和就业修复慢，居民的消费意愿一直偏弱。就业局势保持总体稳定，但是青年失业率较高。2022年我国人口首次出现负增长，一旦成为长期局势，将对经济和金融都产生严重冲击。需要尽快扭转人口负增长趋势，在人口问题上要注重政策的有效性、连续性和稳定性。

综合而言，我国主要面临三个挑战，一是尽快恢复市场信心和经济秩序，二是防范化解地方政府的债务风险，三是重视解决“少子化”问题。同时，我国也存在三个重要机遇，一是推进“一带一路”建设，二是在落实双碳目标中加快锻造新的产业竞争优势，三是深化财政体制改革。预计2023年的复苏模式将是“基建+内循环”修复。从当前数据来看，疫情防控政策优化对市场有明显的提振作用。随着消费场景的恢复和就业的提升，居民消费将进一步向潜在增速修复。预计2023年经济增速前低后高，如果市场信心延续恢复，房地产行业可能在下半年迎来改善。

目 录

一、宏观经济分析	1
二、宏观金融分析	6
(一) 企业部门	7
(二) 政府部门	9
(三) 居民部门	10
三、2023 年的挑战、机遇与展望	12

一、宏观经济分析

2022 年我国经济复苏的重要引擎是净出口和基建。受到制造业韧性和价格因素的支撑，净出口延续高增，对经济增长的贡献率为 17.1%，高于疫情前同期水平（图 1）。中央出台的一揽子稳经济政策，包括专项债、政策性开发性金融工具、银行配套授信等，对基建投资的支持力度很大，出口红利和高端制造战略对制造业投资也起到一定促进作用，多因素共同支撑资本形成对经济增长贡献 50%，处于历史较高水平。疫情冲击增加经济下行压力，居民收入和就业修复偏慢，使得居民消费意愿疲软，最终消费支出对经济增长贡献仅为 32.8%，远低于往年平均 60%左右的水平。

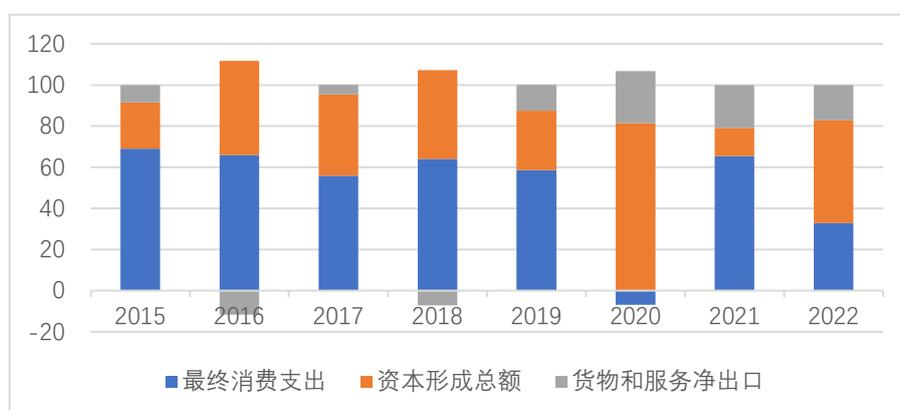


图 1 三大需求对 GDP 累计同比的贡献率 (%)

数据来源：Wind。

净出口延续了 2021 年以来的高速增长趋势（图 2），年平均增速为 43%，主要是基于制造业韧性和价格因素的支撑。在过去的十年间，我国制造业的增加值从 2012 年的 2.7 万亿美元，增加到 2022 年的 4.8 万亿美元，占全球的比重从 22.3%提高至接近三分之一，即便是新冠疫情爆发后，全球制造业格局加速调整，我国仍稳居世界第一制造大国地位，在全球产业链供应链中起主导作用。不过，在全球经济减速的大环境下，我国制造业出口的压力也在持续显现，机电产品出口普遍呈现数量下降、金额增长的趋势，价格因素在其中的支撑作用更为明显。

明年我国净出口形势并不十分乐观。在各国消化通胀的努力下，以欧美为代表的海外需求持续收缩，工业原料价格涨幅出现回落势头，我国制造业出口高增的两大基础双双减弱，净出口可能会拖累明年经济表现，可以看到，2022 年第四季度机电产品出口和净出口的当月同比增速已经转负。如果中美贸易摩擦持续升

级，我国外贸将进一步承压。汽车出口或成为 2023 年外贸的亮点。在过去三年，中国汽车出口数量几乎每年都增加一百万辆，2022 年达到 311.1 万辆，同比增长 54%，这主要得益于我国汽车综合实力提升、新能源汽车消费带动以及政策协同发力，将缓解我国外贸的下行压力。

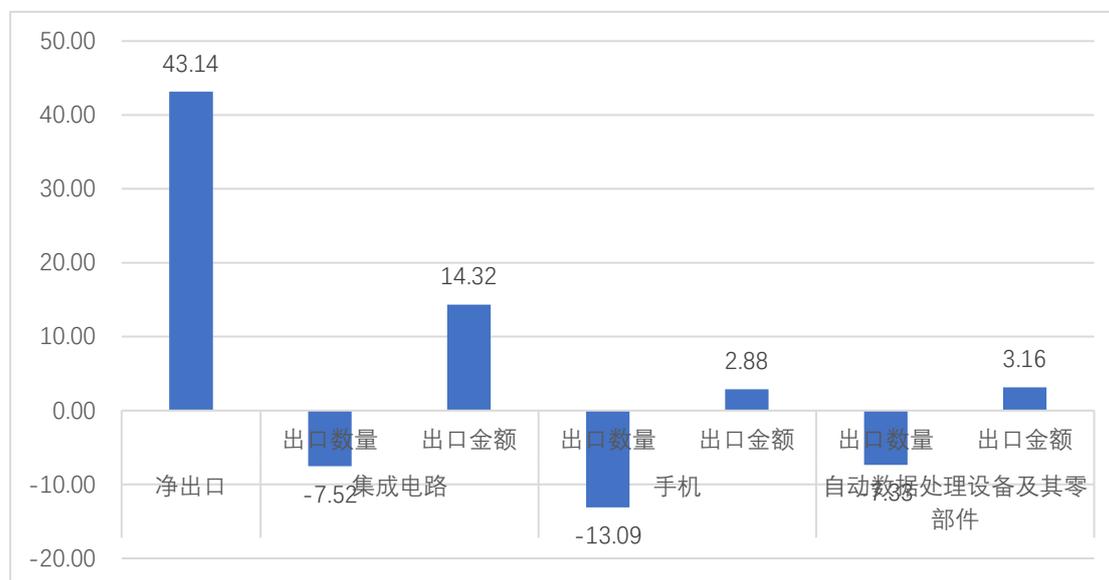


图 2 2022 年净出口及部分机电产品出口的年平均同比增速 (%)

数据来源：Wind。

固定资产投资增速持续放缓（图 3）。在过去的一年里，作为经济支柱的房地产行业迎来深度调整，投资、筹资、拿地、开工、施工、竣工、销售等多项指标连续半年多下降（图 4），对相关制造业也产生了冲击，再加上消费端复苏滞后、机电产品出口压力增大，使得制造业投资增速放缓。不过，我国产业升级发展的态势没有改变。战略性新兴产业发展带动了高技术制造业市场需求，在财税、金融等组合政策的支持下，各地区积极推进制造业高质量发展，多个地方的新能源汽车、集成电路、光子芯片等高新技术产业项目陆续开工，过去两年高技术制造业投资平均增速为 30% 左右，明显高于制造业总体增速。地方政府专项债券持续发力缓和了经济下行压力，拉动基建投资增速持续加快，全年累计增长 11.5%，增速高于过去四年水平。11 月份监管部门先后出台了一系列房地产纾困政策，从银行授信、债券融资、股权融资三个渠道打开房企融资空间，但是 12 月份行业数据尚未出现积极变化。行业信心恢复仍需时间，主要看相关政策进一步的细化和落实。

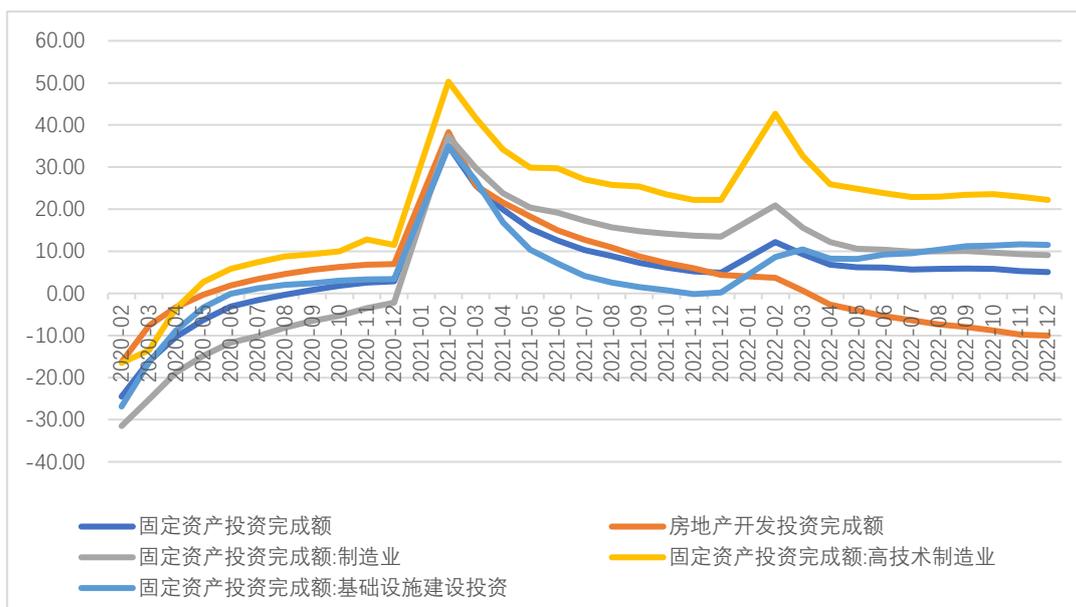


图3 行业固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源：Wind。

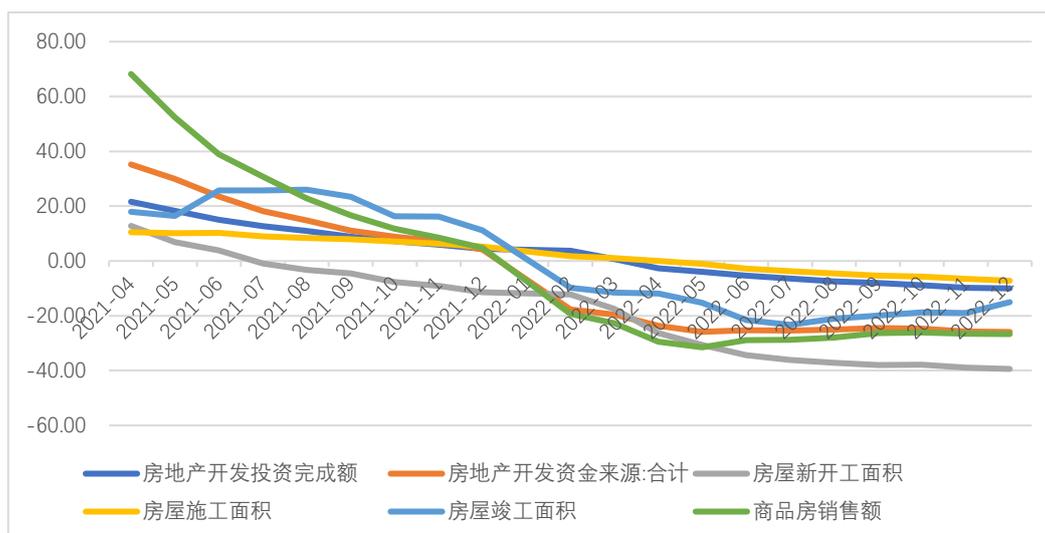


图4 房地产行业部分指标累计同比增速 (%)

数据来源：Wind。

2022年消费表现整体疲弱，是经济的拖累项。社会消费品零售总额全年累计同比下降0.2%，商品零售增长0.5%，餐饮收入连续9个月负增长，互联网商品零售增速也远低于往年水平。消费增长需要收入增长和消费意愿为基础，可这些基础目前都比较薄弱。居民收入增速放缓，2022年全国居民可支配收入增长5%，较疫情前水平要低将近4个百分点。居民的消费意愿也很疲弱，这点在2022年的物价结构中已有所体现——食品、能源和消费品价格受成本推动明显上涨，而

核心 CPI 和服务价格持续通缩（图 5），呈现输入性通胀与内生性通缩并存的特征。消费和投资是相辅相成的，缺乏消费支出，投资放缓也是自然结果。

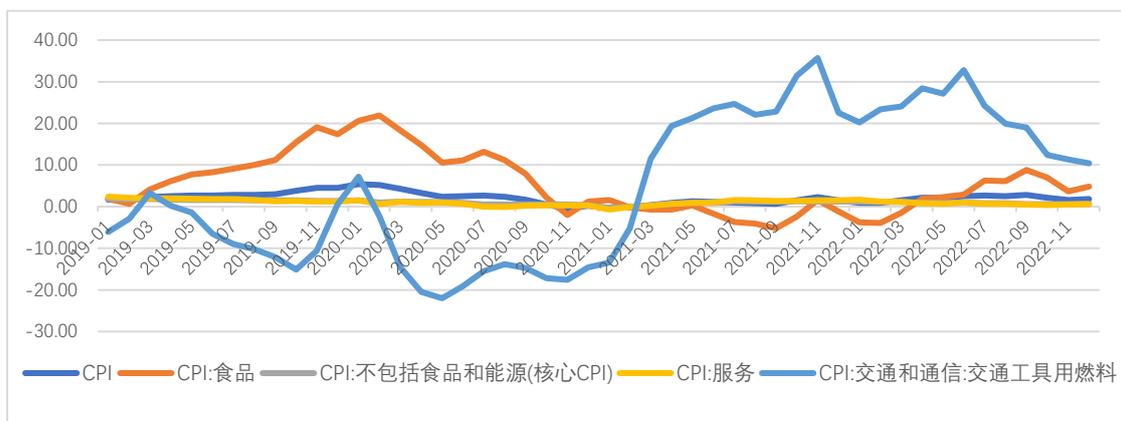


图 5 CPI 当月同比增速 (%)

数据来源：Wind。

结合近两年来看，人民币汇率保持双向宽幅波动，韧性增强。继 2021 年上涨 3.4% 后，2022 年美元指数又上涨了 5.4%，在全球独领风骚。美元强势的原因有很多，包括全球避险情绪上升、美国经济复苏较快、美联储抑制通胀大幅升息等等。美元升值使得大规模海外资金回流美国市场，导致其他国家货币暴跌，同期欧元、英镑、日元和人民币兑美元分别贬值 5.9%、10.6%、14.5% 和 9.2%。结合近两年来看，人民币汇率弹性增强，总体上保持双向宽幅波动（图 6）。2021 年人民币表现相当强势，CFETS 人民币汇率指数从 2020 年的 94.84 提高至 102.47，涨幅达到 8%，主要受到进出口贸易、国内外货币政策分化等因素支撑。由于 2022 年主要发达国家频频升息、国内经济复苏不及预期，使得人民币表现转弱，CFETS 人民币汇率指数下滑至 98.67，不过仍高于往年大部分水平，在全球主要货币中表现稳健。由于美国通胀率开始下降，2023 年美联储的加息步伐趋于放缓，美元升值的空间相对有限，预计 2023 年人民币兑美元波动幅度收窄，大概率会维持在 7 以下。

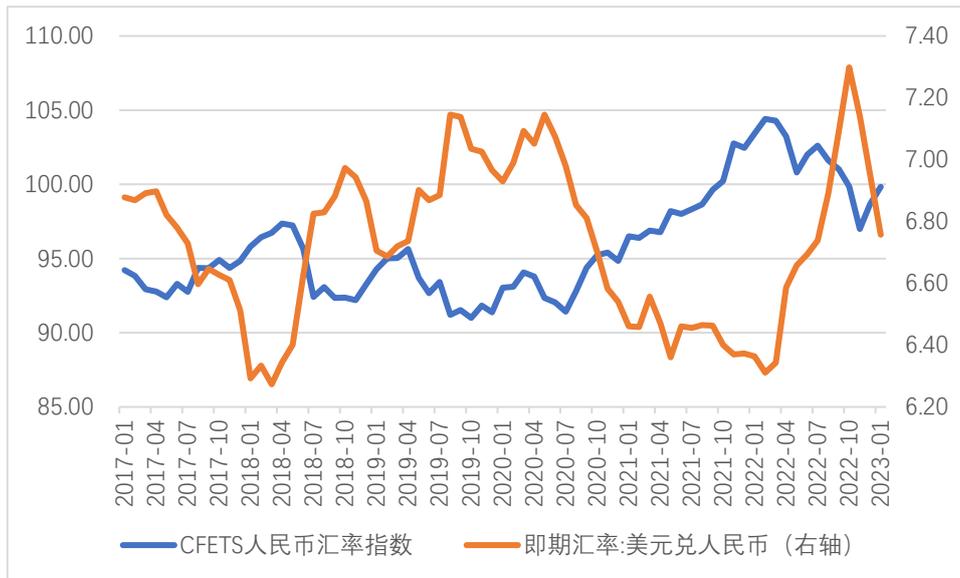


图6 人民币汇率指数及对美汇率变化

数据来源：Wind。

由于通胀和经济表现的差异，2022年我国采取了不同于主要发达国家的宽松的货币政策。2022年人民银行共计降息3次，其中，1年期LPR累计下降15个基点，5年期LPR累计下降35个基点，中央对稳楼市的侧重更加明显。政策利率引导市场利率下行，资金利率、信贷利率、债券利率的利率中枢基本都低于2020年水平（图7），为实体经济复苏提供了有利的金融环境。预计2023年货币政策可能继续保持稳中偏松的基调，从总量和价格层面进一步宽松的力度或将有限，从结构层面将会更加精准有力，重点支持普惠金融、科技创新、绿色发展等领域。2022年还有一个令人关注的现象，美国10年期国债收益率上涨超过我国10年期国债收益率，是继2010年以来首次，这是中美经济表现和货币政策分化的结果，使我国承受了较大的跨境资本外流压力，前三季度，我国的非储备性质金融账户逆差为2123亿美元，主要在于证券投资中的债券投资逆差2416亿美元，几项数据均创下历史最高。随着外部压力缓和以及国内政策工具对冲，明年资本外流的压力有望缓解。

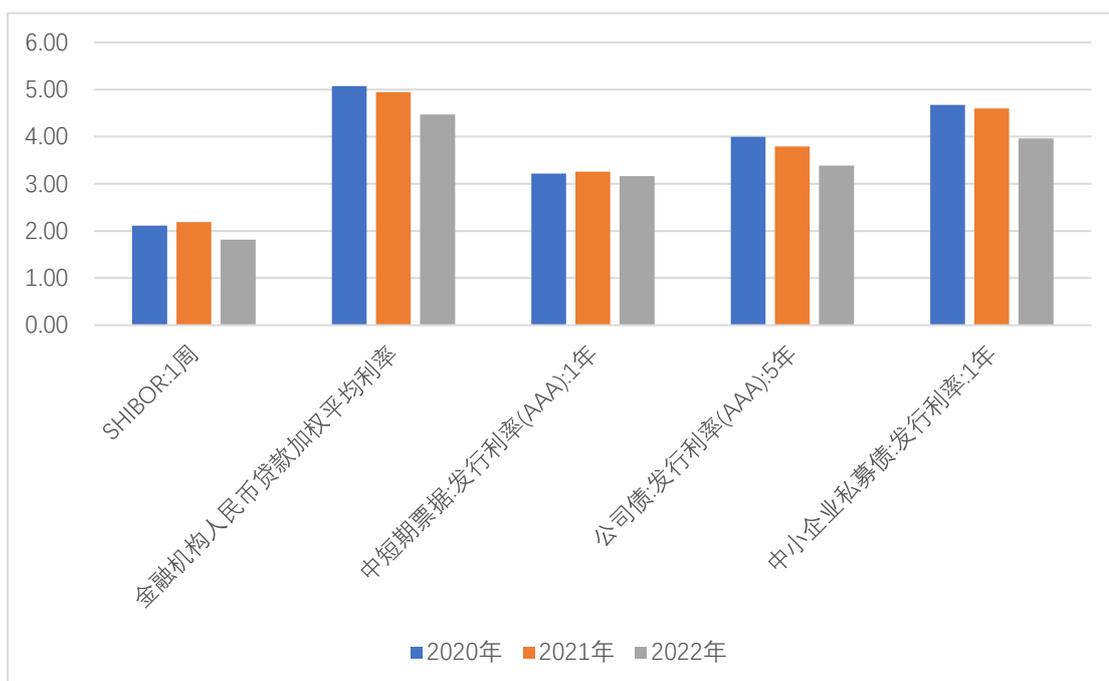


图7 资金利率、贷款利率和债券利率全年均值 (%)

数据来源：Wind。金融机构人民币贷款加权平均利率为前三季度平均值。

二、宏观金融分析

2022年非金融部门信用总量为336.7万亿元，较上年增加28万亿元，同比增长9.1%，处于2005年有记录以来最低水平。M2为266万亿元，较上年增加28万亿元，同比增长11.8%。货币与信用增量相当，增速高于信用增速，这在历史上并不常见，反映货币的信用派生能力减弱（图8）。从存款来看，企业和居民都呈现出明显的货币窖藏现象，企业体现为活期存款下降、定期存款高增，活期和定期存款分别减少1880亿元、增加5.1万亿元，增量较上年同期分别下降134%、增长40.4%；居民体现为活期、定期存款双增，活期和定期存款分别增加4万亿元、13.8万亿元，增量较上年同期分别增加153%、67%，反映居民消费需求不足，大量资金沉淀在居民存款里，难以流向企业部门，使得企业经营资金紧张、投资意愿不足，也不排除部分企业将活期存款转向理财产品进行套利。造成上述“少负债、多存款”现象的核心原因是市场信心不足、预期不稳。

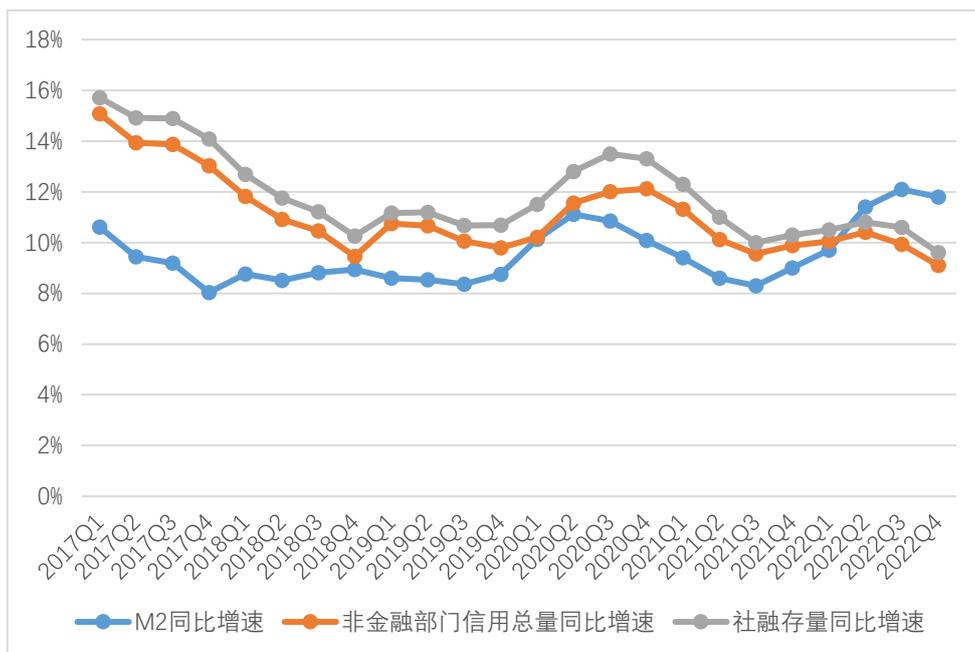


图8 货币及信用增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室宏观研究中心，Wind。

(一) 企业部门

第四季度企业部门信用总量为 184.25 万亿元，同比增长 9.88%，较上季度提高 0.7 个百分点，延续了 2021 年第三季度以来的增速上升趋势（图 9）。从贷款、债券、非银行金融机构创造的信用这三个融资渠道的变化来看，银行贷款增速较高，同比增长 13.1%，继 2021 年第三季度以来持续上升，其中，企业的短期贷款和票据融资增速比上年有明显提高，而中长期贷款和融资租赁增速都趋势性放缓，反映宽松的流动性减轻了企业的资金拆借压力，但是，受到消费复苏缓慢、产业链供应链阻滞和房地产市场触底的影响，企业信心仍显不足，在一定程度上制约投资和经营意愿；企业的债券融资（扣除了城投债）增速从 2022 年第一季度的 5.31% 持续下滑至第四季度的 -0.05%，是有记录以来首次负增长，其中，企业债、公司债、短期融资券、定向工具和资产支持证券的增速下滑趋势非常明显，其影响因素是多方面的，从一级市场来看，在宽流动性环境下，银行信贷和政府市场化融资对企业发债可能产生挤出效应，从二级市场来看，年末房企和防疫政策环境放松改善市场预期，使得债券收益率上行、权益市场偏好回升，债券类理财产品大面积赎回引发踩踏效应；非银行金融机构创造的信用同比增速从 2021 年第三季度的 -10.28% 逐季回升至 -0.27%，其中，委托贷款增速已经转正，信托创造的信用增速降幅收窄至个位数，反映 2018 年以来的表外融资严监管行动或进

入收尾阶段。

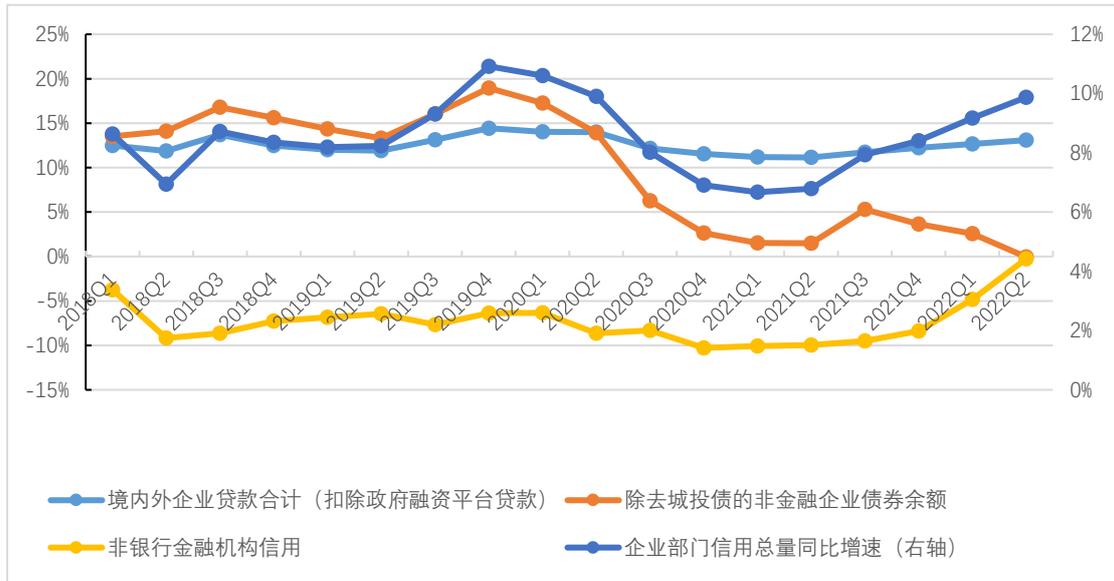


图9 非金融企业信用总量各科目同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

在消费需求不足和工业原料价格上涨的双重压力下，企业部门复苏存在不平衡现象。表现一是能源工业与非能源工业的利润分配差距较大，采矿业、电气水行业的利润增幅要远高于其他制造业。2022 年采矿业利润同比增长 48.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增长 41.8%，制造业利润同比下降 13.4%。表现二是与生产需求有关的制造业和服务业受到出口和基建的提振复苏更快，而与生活需求有关的制造业和服务业表现疲软。例如，专用设备、电气机械及器材、汽车等制造业的产能快速增长、利润改善，而农副食品加工、纺织、印刷医药等制造业的产能增速下滑、利润延续下降。生产性服务业如电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等，其商务活动指数要普遍高于零售、住宿、餐饮、居民服务等生活性服务业。

2022 年应该是疫情以来企业发展最困难的一年。持续三年的疫情干扰叠加房地产市场触底，冲击私人部门的信心和预期，多个经济和金融指标均体现出内需不足的特征，居民储蓄难以向企业流动，制约了企业的复苏进程，无论是制造业还是服务业，PMI 全年均值都低于 50%，中小微企业的受损程度更高。乐观的是，11 月份多项支持政策出台后，12 月份社会消费品零售总额当月同比增速从 -5.9% 回升至 -1.8%，企业中长期贷款当月增长 264%，1 月份制造业和非制造业 PMI 均重返荣枯线之上，多项数据均体现市场主体信心正在加快修复。

（二）政府部门

第四季度政府部门的信用总量为 77.6 万亿元，同比增长 11.03%，继第三季度之后进一步放缓（图 10）。其中，中央政府信用增速比较稳定，基本保持在 11% 左右；地方政府信用在下半年较快回落，增速从第二季度的 21.3% 下滑至第四季度的 11%，处于疫情以来同期较低水平，主要是受到财政发力前置和地方政府隐性债务治理的影响，地方政府债券和城投债融资双双放缓，地方政府合规融资空间趋于见顶。2022 年政府存款增加了 1.8 万亿元，与上年增量基本持平，其中，财政性存款减少 2223 亿元，同比少增 110%，反映各级政府财政支出力度很大；机关团体存款增加 1.3 万亿元，同比多增 45%，这部分主要包括社保结余、住房公积金、机关团体存款等，受财政政策的影响较少。

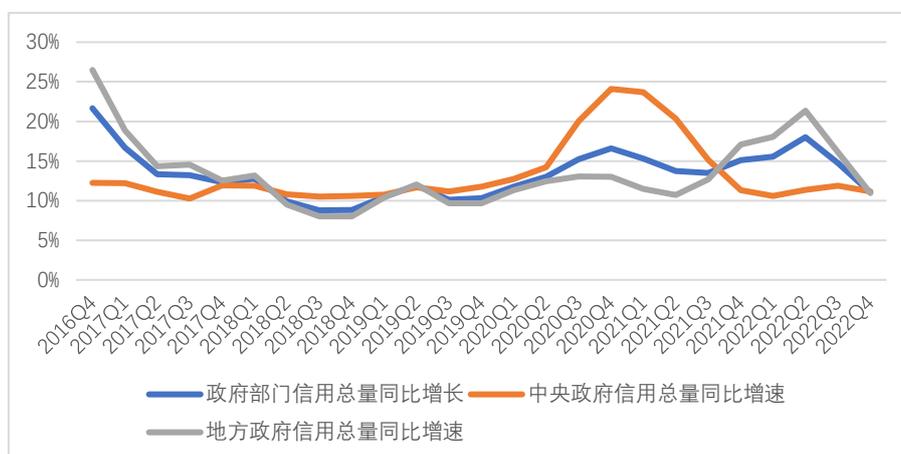


图 10 政府部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

积极的财政政策使得地方政府的赤字和债务压力抬升，可能会掣肘后续财政政策的空间。2021 年财政收入指标完成较好，中央和地方的财政都有一定程度超收，为后续财政政策腾挪了空间。为了实现稳增长目标，2022 年的财政政策更加积极，全年新增的减税降费及退税缓税缓费超 4.2 万亿元，专项债规模超过 4 万亿元，力度超过 2020 年，推动经济总体回稳向好。政府财政普遍承压，尤其是地方政府的赤字压力和债务压力都有所上升。从财政层面来看，中央和地方基本都呈现歉收增支的特征。全国税收收入下降 3.5%，主要是受到税式支出力度加大、部分企业效益受损和土地交易下滑等因素影响。各级政府多渠道盘活国有资产来弥补减收，使得全国非税收入增长 24.4%。中央和地方支出增速都保持疫情以来较高水平，民生等重点领域支出得到有力保障。中央和地方的政府性基金

也呈现收入增速远高于支出增速的特征，地产周期下行使得地方土地使用权出让收入同比降幅超过 20%。由于地方政府承担了较多的支出责任，其财政压力更加突出，一般公共预算收支和政府性基金收支赤字同时达到历史最高水平。

从债务层面来看，新增地方债大规模发行，使得地方政府债务余额快速增长。以信用总量/GDP 计算杠杆率，2022 年中央和地方政府的杠杆率分别为 21.3%和 43%，创下历史同期新高，较上年分别上升了 1.2 个百分点和 2.3 个百分点。除了债务积累问题以外，地方政府还面临隐性债务化解和债务集中到期等问题。隐性债务虽然不纳入政府财政预算管理、但最终需要政府间接承担偿还责任，主要是全球金融危机之后暴增的地方融资平台以地方政府信用背书而获取的巨额债务。2022 年地方政府债券余额为 34.9 万亿元，占 GDP 的比重为 29%，如果将政信合作、城投债加入统计口径，那么政府债务会扩大至 52 万亿元，占 GDP 的比重上升至 43%。此轮地方政府债券偿还高峰，已经从 2021 年开始。2021 年至 2026 年的年均偿还接近 3 万亿元，较 2018 年至 2020 年的年均偿还量高出一倍还多。

区域间经济发展的不平衡性有所增加，具体体现为，其一，资源型省份财政收入增长更快。受到大宗商品价格上涨的影响，中西部资源型省份的工业企业利润增长强劲，山西、内蒙古的全年财政收入累计同比增长 20%左右，增速远高于其他省份，主要依靠原油价格上涨带动石油特别收益金专项收入，和矿产价格上涨带动资源收入增加等特殊因素拉动。其二，弱资质地区的融资能力减弱。从社会融资规模数据来看，中部、东部省份的社融增长，而吉林、贵州等经济较弱省份融资较上年收缩。受到城投债监管趋严和地方政府信用背书能力减弱的影响，弱资质地区城投发行回落，2022 年云南、辽宁、天津、青海、贵州、甘肃等 9 个弱资质地区的城投债净融资呈现净偿还态势。预计随着国际大宗商品价格回落，区域间经济发展不平衡的现象会有所好转，不过还是会受到各地区政府债务风险处置能力的影响。

(三) 居民部门

第四季度居民部门的信用总量为 74.9 万亿元，同比增长 5.4%，增速自 2021 年第二季度以来持续下滑。由于收入和就业修复慢，居民的消费意愿一直偏弱，短期和中长期消费贷款增速延续了 2021 年初以来的下滑趋势（图 11）。相较之

下，居民短期和中长期经营贷款增速相对平稳，主要是受益于银行业继续推动普惠型小微企业贷款增速、户数“两增”目标落实。

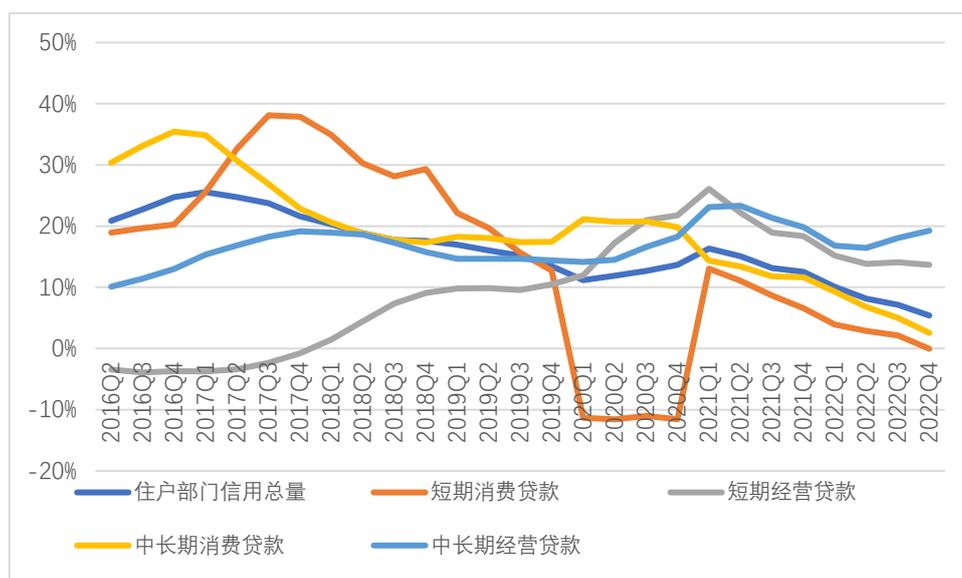


图 11 居民部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

2022 年国家和地方层面密集推出许多稳岗扩就业政策，包括降低失业、工伤保险费率，阶段性缓缴三项保险费单位缴费部分，支出就业补助资金，发放稳岗返还、一次性留工培训补助、一次性扩岗补助等，使得就业局势保持总体稳定。但是青年失业率较高，16~24 岁城镇青年失业率年均 18%。造成该现象的原因，其一是经济下行压力加大，初次进入劳动力市场的青年群体普遍面临摩擦性失业。其二是由于疫情、周期或政策因素，往年吸纳劳动力较多的领域，如劳动密集型服务业、平台经济、房地产关联产业等，其就业吸纳能力都大大减弱。其三是存在劳动资源错配这一长期结构性矛盾，高校毕业生更加青睐新兴制造业和现代服务业的高质量岗位，而对用人需求较高的传统制造业、传统服务业岗位偏好较低。

2022 年还有一个值得重视的现象是我国人口首次出现负增长。我国在 2010 年劳动年龄人口占比达峰，2015 年劳动年龄人口开始负增长，2022 年总人口出现负增长，人口减少 85 万人，出生人数低于 1000 万人，人口自然增长率为-0.6%，几项数据均表明我国可能由此正式进入人口负增长时代。国外案例早已证明，长期人口负增长会对经济和金融都产生严重冲击。在经济的供给侧，劳动力和资本、技术一起构成了经济增长的三个基本要素；在经济的需求侧，人口规模决定了整个经济的消费和投资规模。因此，人口负增长会产生严重的经济后果——长期停

滞，其典型案例是日本。在长期停滞的过程中，由于年轻人失业率上升、收入水平下降，结婚生育的意愿大幅度降低，于是就形成了人口减少、经济萧条、人口进一步减少的恶性循环。从金融层面来看，当人口进入负增长后，房地产泡沫破裂极易引发私人部门资产负债表衰退，政府部门不得不增加负债弥补投资和消费缺口。由于人口减少与经济停滞形成恶性循环，政府部门的债务杠杆率会因分母收缩而大幅攀升。所以，要尽快扭转人口负增长趋势，在人口问题上要注重政策的有效性、连续性和稳定性。

三、2023 年的挑战、机遇与展望

从国际层面来看，全球供应链阻滞的现象自 2020 年以来一直没有完全修复。2022 年的地缘政治冲突引发全球粮食、能源、海运价格暴涨，使得全球产业链进一步陷入紊乱。在此形势下，各国对产业链主导权的争夺更加激烈，推动世界分工格局从全球化向区域化加速调整。为了遏制高企的通胀，主要发达国家竞相加息，美元和美债收益率快速拉升，导致非美国家、尤其是新兴国家，面临跨境资金流出、对美汇率贬值、风险资产估值调整、美元债务偿还压力攀升等问题。从国内层面来看，居民就业和收入修复不足，输入性通胀压力与内生性通缩压力并存，使得企业间复苏差异较大，非能源工业和与生活需求有关的制造业服务业恢复缓慢。海外需求和价格因素面临减弱，对机电出口、制造业投资和生产性消费都将产生影响。种种压力随着房地产市场触底进一步放大。市场主体信心不足使得扩张性政策的效果不及预期，成为制约经济复苏的首要原因。

综合而言，我国当前主要面临三个挑战：**一是尽快恢复市场信心和经济秩序。**为了顺利落实党“二十大”中提到的“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，我们需要尽快恢复市场信心和经济秩序。对此，2022 年中央经济工作会议已经做出具体部署。首先是优化对疫情的判断，消除对中国经济影响最直接的短期因素。其次，明年的五项政策和五项工作任务向需求侧倾斜，将积极的财政政策列为第一位政策，将扩大国内需求列为第一项任务，在国内需求中，把恢复和扩大消费摆在优先位置，疏通居民部门到企业部门的资金流堵点。再次，对收缩性政策进行纠偏，例如平台反垄断、房企融资限制。一系列支持政策将在 2023 年进一步显效，助力市场信心和经济秩序修复。**二是防范化解地方政府的债务风险。**地方政府的债务风险与地方财政、中央财政、银行体系、地方

国有企业都关系密切。因此，要进一步加快处置地方政府债务风险，严格规范地方政府举债，合理匹配地方债务水平与经济发展需要，多措并举推进债务风险化解，避免财政、金融与经济风险交叉溢出。推进全国财政工作会议部署落实，适度加强中央事权和支出责任。**三是重视解决“少子化”问题。**人口负增长是导致我国内生性通缩的主要原因。人口负增长一般兼具“老龄化”和“少子化”两个特征。我国很早就提出了积极应对老龄化战略，而少子化问题在近几年才得到重视。其实，后者才是扭转人口负增长的关键。2022年8月份国家卫生健康委、国家发展改革委、中央宣传部等17部门联合发布《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》，将婚嫁、生育、养育、教育一体考虑，涵盖财政、税收、保险、教育、住房、就业等六个方面。下一步更需各个部门和各级政府形成合力，保证国家生育支持措施在地方上落实见效。

同时，我国也存在三个重要机遇：**一是推进“一带一路”建设。**“一带一路”对深化我国对外开放程度具有重要意义，也是我国应对“逆全球化”浪潮的重要手段。过去两年我国与沿线国家的贸易加快增长，进出口规模年均增长20%左右，占我国外贸总值的比重提升至32.9%，较2013年倡议提出之际提高了7.9个百分点，将在一定程度上缓解欧美对我国需求下滑的压力。目前沿线国家对我国中间产品的依赖度较高，占出口规模的比重超过半数，能够以此倒逼制造企业升级来增强国内经济增长的内生动力。**二是在落实双碳目标中加快锻造新的产业竞争优势。**2022年的国际能源危机使得各国对能源转型的需求更加急迫。中央经济会议进一步明确政策导向，在产业政策中提出“在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势”。这基本厘清了双碳与发展的关系：前者是手段，后者是目的。双碳不是简单地减污降碳，而是要通过减污降碳给产业结构调整和发展带来新机遇，服务于国家经济高质量发展目标。可以看到，新能源汽车出口正在成为国内汽车产业发展与对外贸易升级的重要增长点。**三是深化财政体制改革。**1994年分税制建立起来的财政体制框架，其局限性日益突出，财权上收、事权和债务下放的央地财政关系正在成为当前地方政府债务困境的溯源。若能进一步推进财政体制改革工作，建立健全中央和地方政府之间财权事权与支出责任更为匹配的财政体制，那么将大大改善基层政府的财政状况，增强财政资源统筹和可持续性。

2021年我国经济的复苏模式是“出口+房地产”，2022年的复苏模式是“出口+基建”，预计2023年的复苏模式将是“基建+内循环修复”。疫情防控政策放开对市场有明显的提振作用。根据高德地图提供的拥堵延时指数来看，北京、上海、广州、杭州、南京等主要地区的疫情爆发窗口期主要集中在2022年12月份和2023年1月上半旬，在春节前基本缓和。根据文化和旅游部测算，2023年春节假期国内出游人次已经恢复至2019年同期的88.6%，旅游收入恢复至73.1%，春节旅游经济数据还是比较积极的，居民消费也出现恢复性增长。随着消费场景的恢复和就业的提升，居民消费将进一步向潜在增速修复。预计2023年经济增速前低后高，如果市场信心延续恢复，房地产行业可能在下半年迎来改善。

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。