



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

国内宏观经济

张平
杨耀武

2023年 3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。

增长偏移、再平衡与政策应对

摘要

2022年，在多重超预期因素的影响下，中国经济面临着需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，全年国内生产总值为121.0万亿元，按不变价格计算，比上年增长3.0%，与年初制定的目标存在一定差距；若以2019年为基期，近三年平均增长4.5%，增速在全球主要经济体中仍居于前列。从拉动经济增长的动能来看，主要受疫情影响，最终消费对经济增长的贡献率明显减弱；在基建投资和制造业投资增长较快的情况下，资本形成对经济增长的贡献率明显加强；外贸方面，虽然四季度外贸出口同比增速已由正转负，但全年货物和服务净出口对经济增长的拉动作用依然较为强劲。

2023年，全球经济增速特别是发达经济体增速将明显放缓，对中国外贸出口会带来不利影响，同时部分发达国家消费结构转换也会对中国商品出口形成一定制约。2023年，中国固定资产投资可能会呈现基建投资增速小幅下降；制造业投资增速前高后低、全年增速下降幅度较大；房地产投资增速则前低后高、全年难有明显起色，政策推动的基建投资增速可能会领先于其它两大类投资增速。

短期来看，中国经济将受到外需收缩的冲击，从中长期视角看，中国经济同时面临着人口总量下降、城市化进程放缓、财政收支缺口扩大以及全球从“产业对峙”进入“相互（联盟）限制”再到“技术、资本、供应链脱钩”等问题。这些问题将会对中国经济的潜在增速产生影响，也会进一步带来其他经济和社会问题，因此进行经济结构再平衡将非常重要。政策应对方面：一是

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

要提升生产要素报酬率，以增强内循环动力；二是促进服务业高质量发展；三是推动财政体制转型；四是进一步促进高水平对外开放。

目 录

一、2022年中国经济运行状况回顾.....	1
二、2023年中国经济发展可能面临的外部环境及走势展望.....	4
(一) 中国经济发展可能面临的外部环境.....	4
(二) 2023年中国经济运行可能的基本态势.....	5
三、中国经济中长期面临的一些挑战.....	8
(一) 人口总量下降.....	8
(二) 城镇化进程放缓.....	11
(三) 财政收支持续难以平衡.....	11
(四) 需求冲击叠加转移冲击.....	12
四、政策应对.....	14
(一) 提升生产要素报酬率, 以增强内循环动力.....	14
(二) 促进服务业高质量发展.....	15
(三) 推动财政体制转型.....	15
(四) 进一步促进高水平对外开放.....	16

一、2022年中国经济运行状况回顾

2022年，在多重超预期因素的影响下，中国经济面临着需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，全年国内生产总值为121.0万亿元，按不变价格计算，比上年增长3.0%，与年初制定的目标存在一定差距；若以2019年为基期，近三年平均增长4.5%，增速在全球主要经济体中仍居于前列。分季度看，一、二、三、四季度GDP实际同比分别增长4.8%、0.4%、3.9%、2.9%，疫情对经济的影响较为明显。2022年，中国居民消费价格指数（CPI）上涨2.0%，涨幅较上年提高1.1个百分点；其中，食品价格由上年下降1.4%转为上涨2.8%，影响CPI上涨约0.51个百分点；非食品价格上涨1.8%，涨幅比上年扩大0.4个百分点，影响CPI上涨约1.49个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨4.1%，涨幅较上年回落4.0个百分点，其中，生产资料价格上涨4.9%，涨幅较上年回落5.8个百分点，生活资料价格上涨1.5%，涨幅较上年扩大1.1个百分点。

2022年，全国城镇调查失业率全年平均值为5.6%，比2021年提高0.5个百分点，与2020年基本持平；其中，全国16~24岁人口城镇调查失业率全年平均为17.6%，比2021年上升3.3个百分点，较2020年上升3.4个百分点，结构性失业问题有所加重。2020年，农民工总量达到2.96亿人，比2021年增加311万人，增长1.1%；其中，外出农民工1.72亿人，比2021年仅增加18万人，增长0.1%，本地农民工1.24亿人，比2021年增加293万人，增长2.4%。受疫情等多种因素影响，外出农民工增幅明显低于本地农民工增幅。2022年，人民币兑美元汇率在波动中总体有所贬值，美元兑人民币收盘价由年初的6.37升至年末的6.95，人民币兑美元贬值约8.3%；虽然，人民币兑美元贬值幅度较大，但在其他国际主要储备货币兑美元均出现不同幅度贬值的情况下，2022年人民币兑欧元贬值2.1%，人民币兑英镑、日元则分别升值了2.6%、4.6%。

从拉动经济增长的动能来看，主要受疫情影响，最终消费对经济增长的贡献率明显减弱；在基建投资和制造业投资增长较快的情况下，资本形成对经济增长的贡献率明显加强；虽然，四季度外贸出口同比增速已由正转负，但全年货物和服务净出口对经济增长的拉动作用依然较为强劲。2022年，最终消费支出拉动GDP增长1.0个百分点，对经济增长的贡献率为32.8%，较上年下降25.5个百分点，比疫情暴发前的2017~2019年平均59.5%的水平低26.7个百分点。2022年，

资本形成总额拉动 GDP 增长 1.5 个百分点，对 GDP 增长的贡献率高达 50.1%，较上年提高 30.3 个百分点，比 2017~2019 年平均 37.2% 的水平高出 12.9 个百分点。2022 年，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，对经济增长的贡献率为 17.1%，较上年下降 4.8 个百分点，比 2017~2019 年平均 3.4% 的水平高出 13.7 个百分点。

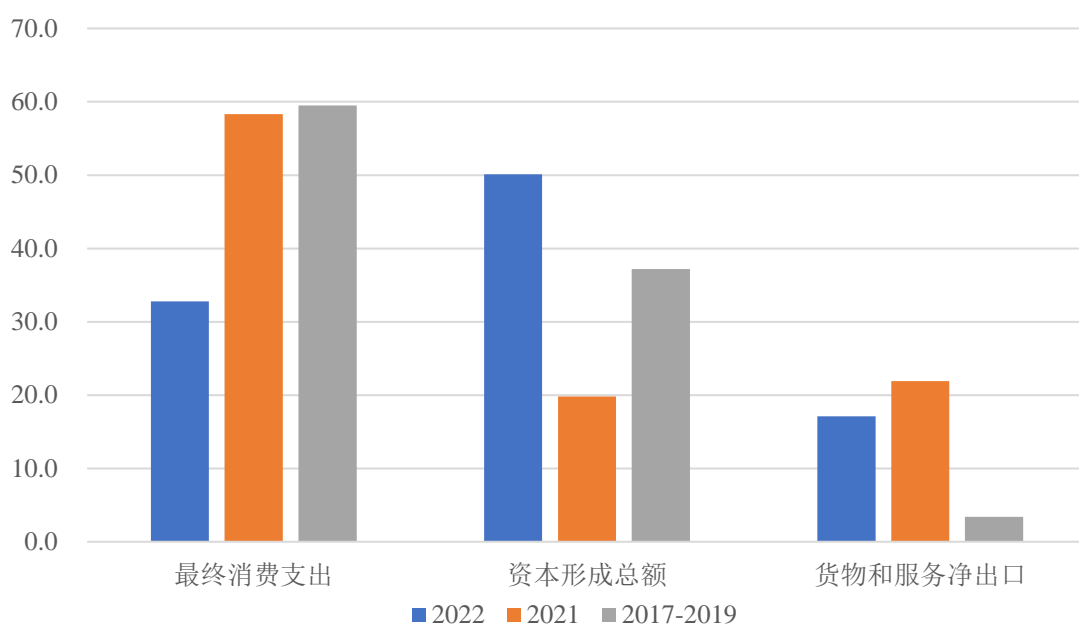


图 1 三大需求对国内生产总值增长的贡献率（单位：%）

数据来源：国家统计局。

注：2017~2019 为三年贡献率的算术平均。

从生产端看，虽然 2020~2022 年，中国工业经济年均增速仍高于 2019 年，但 2022 年的工业经济增速已回落至低于疫情前水平；服务业受疫情扰动，复苏受阻、结构分化明显。2020~2022 年，全国工业增加值平均增速为 5.3%，超过 2019 年工业增加值同比增长 4.8% 的水平；但 2022 年，全国工业增加值同比增长 3.4%，比 2019 低了 1.4 个百分点。2022 年，中国工业产能利用率为 75.6%，比上年下降 1.9 个百分点；分三大门类看，2022 年，采矿业产能利用率为 76.8%，较上年提高 0.6 个百分点，制造业产能利用率为 75.8%，较上年下降 2.0 个百分点，电力、热力、燃气及水的生产供应业产能利用率为 72.8%，较上年下降 2.2 个百分点。

2022 年，全国服务业增加值同比增长 2.3%，较 GDP 增速低 0.7 个百分点，比 2020~2021 年平均增速下降 2.8 个百分点。分行业看，在服务业全行业增加值

增长 2.3%的情况下，住宿和餐饮业、交通运输、仓储和邮政业因受疫情影响较大，行业增加值分别下降 2.4%、0.8%，房地产业因供需两端多重不利因素影响，行业增加值下降 5.1%，而金融业增加值则实现了 5.6%的增长。如果以 2019 年 GDP 增速 6.0%为基准，2020~2022 年 GDP 年均增速 4.5%为基准值的 75.0%，若某一行业增加值三年平均增速与 2019 年行业增加值的增速比值超过 75.0%，则认为疫情暴发以来，该行业的复苏状况良好，否则为较差。可以发现，疫情暴发以来，复苏较好的行业包括农林牧渔业、工业、金融业，复苏较差的行业有住宿和餐饮业、房地产业、建筑业、批发和零售业；其中，住宿和餐饮业、房地产业 2020~2022 年平均增速分别为-2.1%、-0.2%。

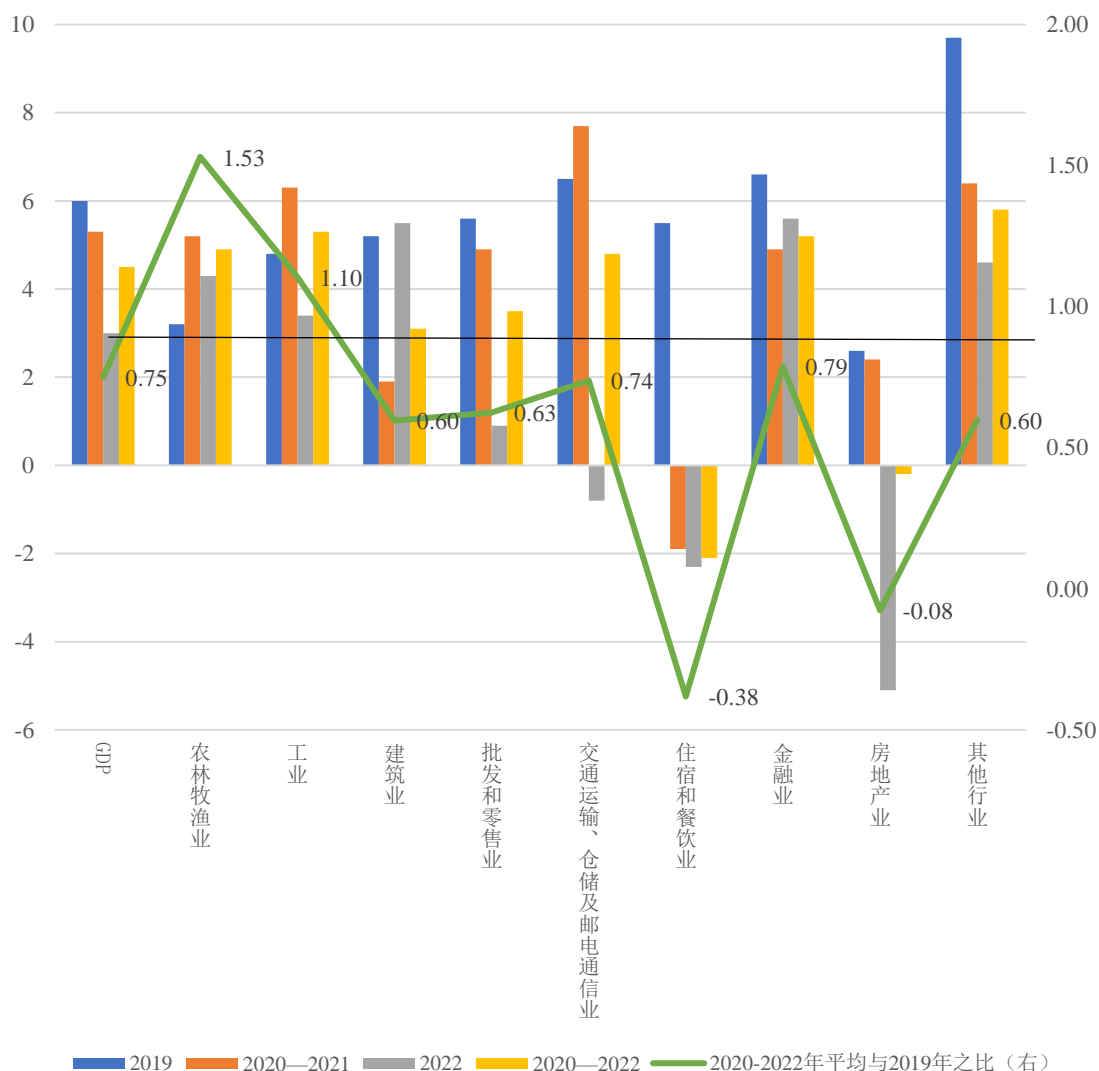


图 2 各行业受疫情影响以来的复苏状况与 2019 年增加值的增速比较

数据来源：国家统计局。

二、2023 年中国经济发展可能面临的外部环境及走势展望

（一）中国经济发展可能面临的外部环境

2023 年，全球经济增速特别是发达经济体增速将明显放缓，对中国外贸出口会带来不利影响，同时部分发达国家消费结构转换也会对中国商品出口形成一定制约。2022 年，面对高企的通胀，美欧等发达经济体持续较快加息，美联储仅在 9 个月时间内就加息 7 次，将联邦基金目标利率区间提高了 4.25 个百分点；欧央行在不到半年时间内，4 次加息总计达到 2.5 个百分点；部分新兴和发展中经济体早在 2021 年就开始了加息进程。进入 2023 年，部分发达经济体通胀虽有所下行，但仍处于相对高位，为了将通胀尽快降至合意区间并有效抑制通胀预期，美联储和欧央行在 2 月初分别加息 25BP、50BP；在消费物价环比涨幅有所扩大的情况下，市场普遍预期美联储和欧央行将在 3 月份继续加息 50BP。在全球央行货币政策总体较快收紧且紧缩效应将逐步显现的情况下，2023 年全球经济增速下滑已较为确定。世界银行 2023 年 1 月发布的最新一期《全球经济展望》报告，将 2023 年全球经济增长预期下调至 1.7%，较去年 6 月份预测值下调了 1.3 个百分点，全球经济 1.7% 的年增速是近三十年来仅强于 2009 年和 2020 年的第三低水平；其中，发达经济体下调了 1.7 个百分点至 0.5%，新兴市场和发展中经济体下调了 0.8 个百分点至 3.4%。

从历史经验来看，中国商品贸易出口增速与作为全球主要消费经济体的经合组织（OECD）国家经济增速有着非常密切的关系，而且我国商品出口同比增速变化滞后 OECD 国家经济增速约一个季度（见图 3）。新冠疫情暴发后，部分发达经济体推出了自二战以来最大规模的财政和货币宽松政策，在服务业因疫情而复苏受阻的情况下，居民支出大量转向实物商品消费，特别是耐用品消费增速大幅高于疫情前水平。2020~2021 年，美国居民个人耐用品消费支出两年实际平均增长 14.2%，比疫情前三年平均值高出 8.5 个百分点，同期服务消费支出两年平均下降 0.4%。目前，美国个人耐用消费品支出已大幅超过应有的趋势水平，但服务消费仍存在明显差距。由于较多种类的服务不具可贸易性且耐用消费品更新换代需要较长时间，所以未来一段时间，我国外贸出口可能会受到全球经济增速放缓和部分发达国家消费结构转换的双重影响。从更长时间来看，在新冠疫情叠

加乌克兰危机的影响之下，未来一些国家以意识形态划分阵营的倾向可能愈发明显。逆全球化呈现出“合法化”、国家化、极端化新动向，凸显为以国家安全名义实施贸易保护主义、以身份认同为标签建构民族民粹主义、以民主人权旗号兜售“伪多边主义”。一些国家开始公开讨论基于意识形态阵营的产业链回迁或友岸外包（Friendshoring）。这些因素极大增加了中国经济社会发展所面临的外部环境的不确定性，提升了中国经济实施结构再平衡的必要性和紧迫性。

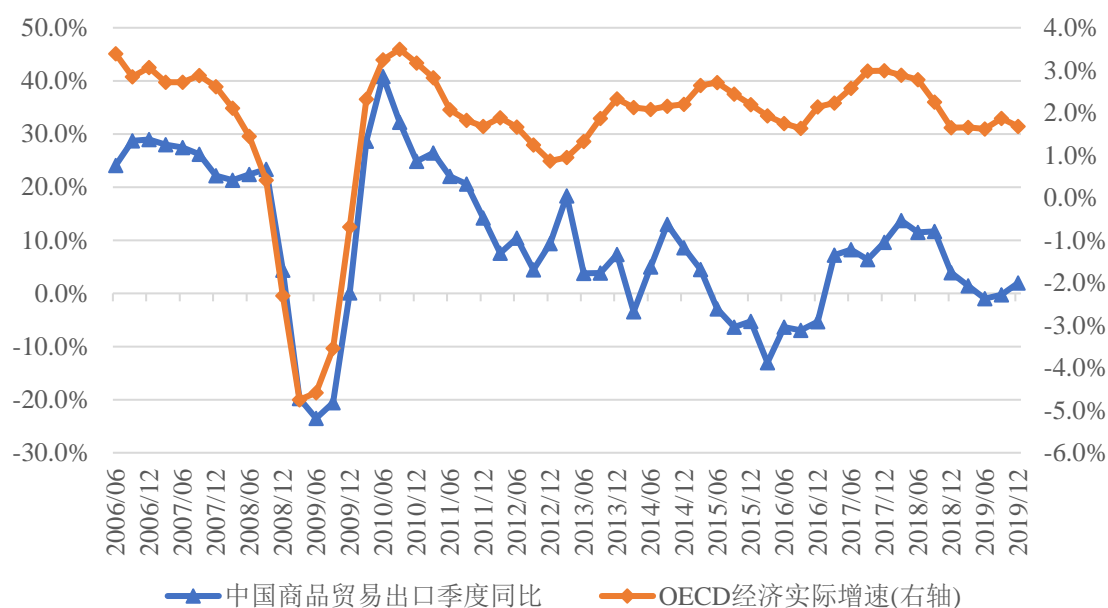


图3 2006~2019年我国商品贸易季度出口与OECD季度经济增速之间的关系

数据来源：WIND。

（二）2023年中国经济运行可能的基本态势

2023年，中国固定资产投资可能会呈现基建投资增速小幅下降；制造业投资增速前高后低、全年增速下降幅度较大；房地产投资增速则前低后高、全年难有明显起色，政策推动的基建投资增速可能会领先于其它两大类投资增速。在继续实施积极财政政策以及政策性金融加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持背景下，作为扩大内需与供给侧结构性改革有机结合的重要手段，2023年基建投资增速将领先于其它两类投资增速，但由于上年基数已明显抬升，所以同比增速会较上年小幅回落。考虑到房地产同时具有投资品和消费品的双重属性，2023年房地产投资同比增速下降仍将持续一段时间，全年难有较大幅度增长。实际上，房产是我国居民家庭的主要资产持有形式，近年来在家庭总资产中的占

比近七成；居民通过按揭贷款购房后，需要在长时间内持续利用未来收入归还房贷。当前，我国限购、限贷政策以及购房贷款利率、税率等的调整会相应改变拥有房产的成本，但房地产销售端的回稳还需等待居民收入增速预期和房地产价格上涨预期的改善，这可能需要连续数个季度经济增速的回升才能实现。制造业投资，受外需收缩和产能利用率下降影响，增速会前高后低，全年增速下降幅度可能会超过基建投资。

2023 年，即使不考虑居民收入增速会快于前三年所带来的效应，社会消费品零售总额也可实现两位数以上的增长（名义增速）。过去三年，新冠疫情对消费增长持续形成较为严重的扰动。从社会消费品零售总额来看，月度同比三年平均增速最高为 4.3%，与居民人均可支配收入三年平均增速相当。2023 年疫情对消费的扰动将消退，居民人均可支配收入增长将较前三年平均有所加快；而且一些对劳动技能要求相对较低的服务业恢复增长相对较快，会带动消费收入弹性较高居民收入的更快增长。即使不考虑居民收入增速加快的影响，假定今年的社会消费品零售总额月度最低增速仍为 4.3%，在考虑消费平滑机制和一些月份极低基数的情况下，2023 年社会消费品零售总额增速也可实现两位数以上的增长。当然，一些服务消费并未包含在社会消费品零售总额统计范围之内，从近期来看，增速势头较为良好。新冠疫情暴发之前，中国的最终消费率已超过 55%，因此 2023 年消费较快增长将充分发挥拉动经济增长的基础性作用。

受国际需求收缩及基数抬升影响，我国出口增速将转为负增长，净出口对经济增长可能会形成一定拖累。疫情暴发后的头两年，中国外贸出口取得了超预期增长，两年复合增长率为 16.0%；2022 年，受一些经济体货币政策持续收紧等因素影响，中国外贸出口同比增长 7.0%，增速有所放缓，特别是四季度出口同比出现负增长。2023 年，全球经济增速将明显放缓；同时，随着一些国家通胀可能较快下行，价格对我国出口额的增速贡献也会趋于下降。在外需走弱、内需走强的情况下，净出口对中国经济增长的拉动作用可能转负。

综合投资、净出口增速变化以及疫情对消费的扰动将消退，我们预计 2023 年中国 GDP 增速可能在 5.0%左右。这一增速高于 2020—2022 年平均 4.5%的增速，但仍低于未受疫情影响时中国经济所能达到的潜在增速，适度的扩张性政策和持续激发市场活力仍相当关键。2023 年 1 月，世界银行发布的《全球经济展

望》报告，预测 2023 年中国经济将增长 4.3%；国际货币基金组织《世界经济展望》报告，预测 2023 年中国经济将增长 5.2%。2023 年，疫情对中国经济增长的扰动将明显趋弱，同时考虑到 2022 年各季度基数变动、疫情发生以来中国经济各季度增速变化规律，我们适当调整了 2023 年各季度 GDP 环比增速的预测值（见表 1）。按照我们的推算，2023 年中国 GDP 可能实现 5.0% 左右的增长，第一、二、三、四季度的 GDP 同比增速可能约为 3.2%、7.4%、4.4%、5.2%。如果 2023 年中国经济增速在 5.0% 左右，会继续低于疫情冲击前的潜在增速水平，那么中国经济实际增长路径与潜在路径间的差距将继续有所扩大。（图 4）

表 1 2016~2023 年中国经济环比增速（%）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
一季度	1.4	1.8	1.9	1.7	-10.1	0.8	1.6	2.0*
二季度	1.9	1.7	1.7	1.4	11.6	1.4	-2.7	1.2*
三季度	1.7	1.6	1.4	1.3	3.2	0.4	3.9	1.0*
四季度	1.6	1.6	1.4	1.1	2.4	1.3	0.1*	0.9*

注：资料来源国家统计局，2022 年四季度环比增速为预计值，2023 年一至四季度为预测值。

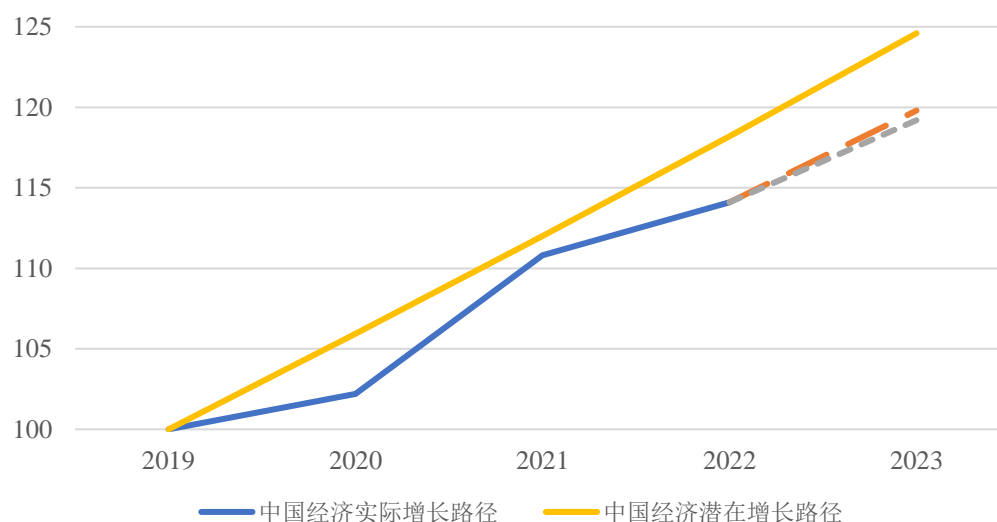


图 4 新冠肺炎疫情冲击下中国经济实际增速与趋势间的偏离

注：2019 年=100；红色线为 2023 年经济增速达到 5.0% 后所能实现的经济总量，灰色线为 2023 年增速继续保持前三年平均 4.5% 后所能实现的经济总量。

物价走势方面，预计 2023 年 CPI 同比将呈现较为明显的前高后低走势，全

年涨幅可能在 2.5%左右；PPI 则可能呈现出一定的通缩特征。2023 年，一方面受疫情防控措施优化调整影响，服务消费释放可能会造成前几年受抑制的服务消费价格较快上涨，形成一定的结构性通胀压力；另一方面随着制造业产能利用率下降，耐用及非耐用消费品价格上涨的压力减弱；同时，猪肉在能繁母猪头数仍维持在较高水平的情况下，价格会保持相对平稳。综合以上情况并考虑上年 CPI 变动的翘尾因素，2023 年全年 CPI 涨幅可能在 2.5%左右，同比读数比上年略高并呈现出明显的前高后低走势。随着海外需求收缩以及全球供应链由短期受阻转为疫后调整，一些国际大宗商品价格可能会稳中有降，叠加国内资源保障能力增强，我国 PPI 环比可能会小幅下降，考虑上年翘尾因素，PPI 同比可能会延续 2022 年 10 月以来的下降走势。这对工业企业利润增速以及产业链上中下游企业的利润分配格局都将产生一定影响。

三、中国经济中长期面临的一些挑战

短期来看，中国经济将受到外需收缩的冲击，从中长期视角看，中国经济同时面临着人口总量下降、城市化进程放缓、财政收支缺口扩大以及全球从“产业对峙”进入“相互（联盟）限制”再到“技术、资本、供应链脱钩”等问题。这些问题将会对中国经济的潜在增速产生影响，也会进一步带来其他经济和社会问题，因此进行经济结构再平衡将非常重要。

（一）人口总量下降

1. 出生人口减少

根据国家统计局最新统计公报，2022 年末全国总人口为 141175 万人，比上年末下降 85 万，全国人口增长率已低于死亡率，自然增长率为-0.60%。这是新中国成立以来，除 1960 年的特殊时期，中国首次出现人口总量下降。今后，中国人口总量下降问题在相当长一段时期内将难以逆转，而且会进一步加重。根据全国人口普查数据，2020 年中国 15~49 岁育龄妇女人数比 2010 年减少了 5700 多万人，其中 20~34 岁生育旺盛期育龄妇女减少近 2200 万人。2020 年，5~39 岁女性人口较 15~49 岁女性人口少近 2000 万人，10~24 岁女性人口较 20~34 岁女性人口少 3000 多万人，这意味着即使不考虑 5~39 岁、10~24 岁女性在未来十年的死亡问题，2030 年进入 15~49 岁、20~34 岁育龄妇女的人数仍会大幅减少，尤其

是 20~34 岁生育旺盛期育龄妇女人数减少的幅度更大。

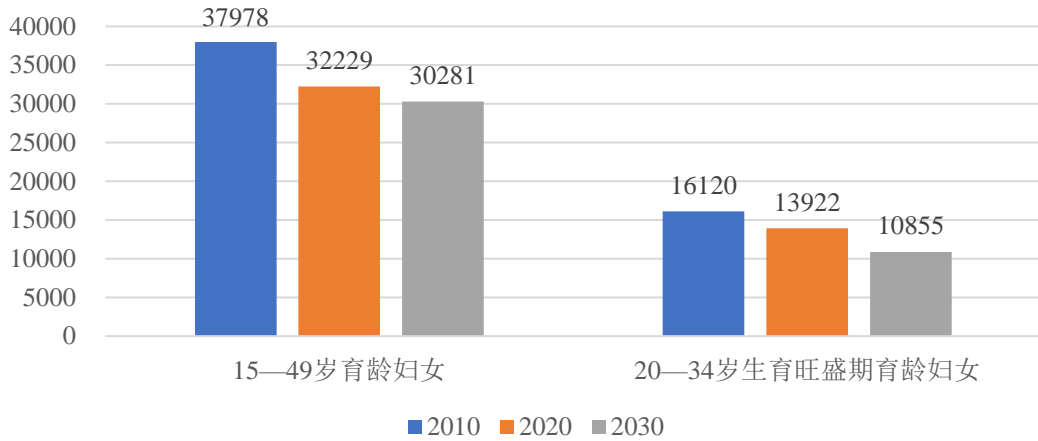


图 5 中国育龄妇女数量变动情况（单位：万人）

注：2030 年 15~49 岁育龄妇女人数是根据 2020 年的 5~39 岁年龄女性人数得到，尚未考虑这些女性在未来一段时间内死亡的风险；2030 年 20~34 岁育龄妇女人数获得方法也一样。

一方面是中国育龄妇女人数的减少；另一方面妇女总和生育率（TFP）还在持续下降。根据世界银行 WDI 数据，2020 年中国妇女总和生育率为 1.28，已下降至低于日本 1.34 的水平。随着人均收入水平的提高，妇女总和生育率下降是较为普遍的现象且很难逆转，同为东亚国家的韩国，2020 年妇女总和生育率甚至下降到了 0.84 的低水平。（图 6）

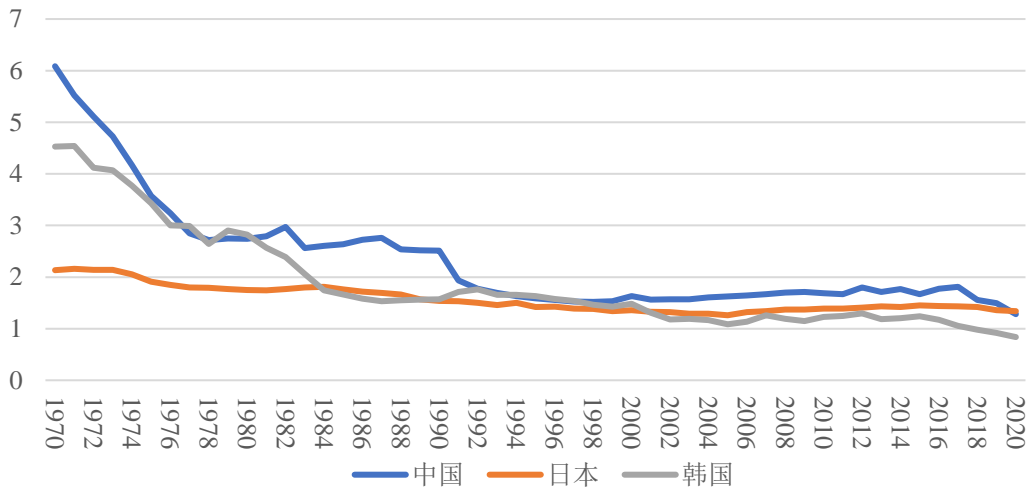


图 6 1970~2020 年中、日、韩三国妇女总和生育率变动情况

数据来源：世界银行 WDI 数据库。

2. 老年人口及死亡率上升

2020年，中国65岁及以上老年人口为1.91亿人，比2010年增加了7100多万，占总人口的13.5%，比2010年提高4.6个百分点。随着1962~1975年生育高峰期出生人口年龄的增长，其中部分人口将在未来十年陆续退出劳动力市场，一些人口将进入65岁及以上老年人口序列。（图7）老年人口增加会带来死亡率的提高以及劳动年龄人口占比的下降。2020年，15~59岁劳动年龄人口占总人口之比为63.3%，较2010年下降6.8个百分点，2030年有可能进一步下降至60%左右。

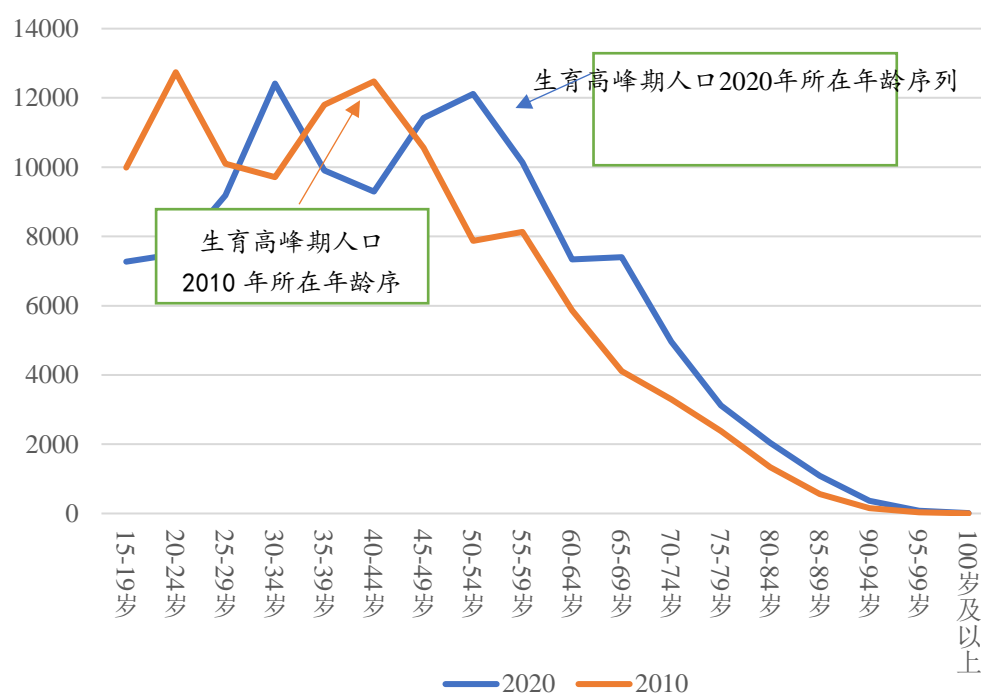


图7 2010和2020年各年龄队列人口情况 (单位: 万人)

数据来源：第六次、第七次人口普查。

如果对经济增长进行分解，可以得到：经济增长率 ≈ 劳动生产率增长率+劳动参与率增长率+劳动年龄人口占比增长率+总人口增长率。中国人口的上述变化，对未来一段时间经济增长的影响主要体现在以下方面：一是总人口增长率在2022年由正转负且降幅将逐步扩大；二是劳动年龄人口占比增长率仍持续为负。在劳动参与率已较高的情况下，未来中国经济增长只能依靠劳动生产率的提高。另外，从全球来看，一是老龄化导致国家的持续负债；二是社保上缴和税收占比不断上升，企业承压；三是需要持续降低实际利率，以保持债务永续。

（二）城镇化进程放缓

2022年，中国常住人口城镇化率为65.22%，比上年末提高0.5个百分点。上世纪90年代中期以后，中国常住人口城镇化率快速提升，1996~2015年城镇化率提升速度虽有所波动，但总体较为平稳，年均提升大约1.4个百分点。2015年以来，常住人口城镇化率提升幅度开始持续走低，2015年为1.6个百分点，2022年已经下降至0.5个百分点。从仍在乡村的人口年龄结构看，当前乡村人口已严重老化，向城镇转移的动能明显下降。2020年，乡村45岁及以上人口占乡村总人口的49.4%，已接近一半，2010年这一比例仅为31.4%；2020年，城市、城镇相同年龄段的人口占比则分别为38.1%、40.0%，农村45岁及以上人口占比明显较高。如果未来中国不能推动更为灵活的农村土地要素市场化配置改革方案，从而在农村实施大面积机械化，那么为保障粮食供给，农村也需要一定数量的劳动力。因此，虽然与发达国家超过80%的城镇化率相比，中国的城镇化率仍有上升空间，但每年的上升幅度将较为缓慢。中国城镇化进程放缓将带来房地产开发需求的下降，城市基建负债的压力将越来越大，房地产开发、土地财政、城市基建循环的动能将趋弱。

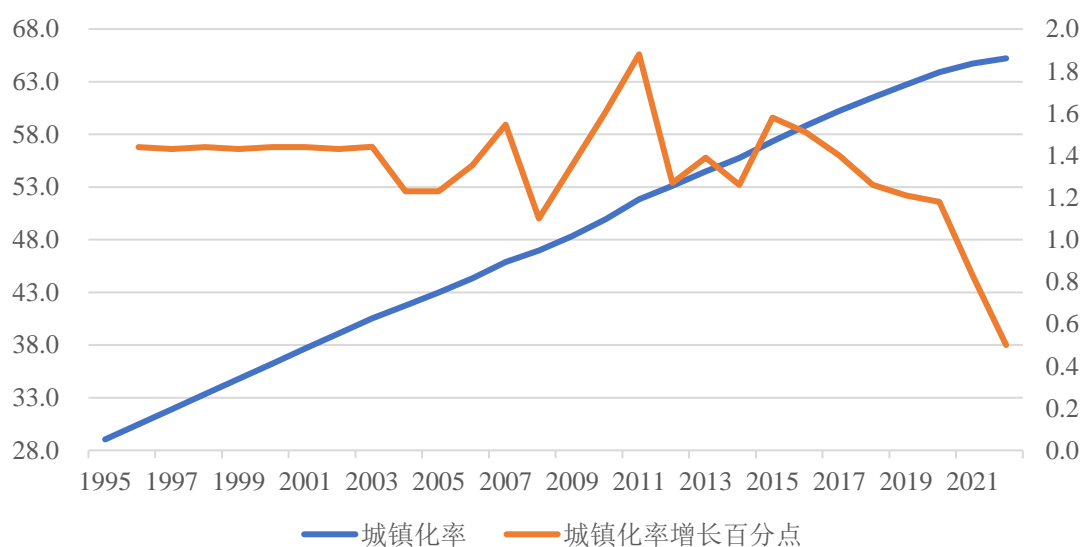


图8 1995~2022年中国常住人口城镇化率变动情况

（三）财政收支持续难以平衡

根据国家金融与发展实验室副主任殷剑峰的测算，2012~2020年，计入土地出让金后，中国政府收入占国民收入的比重上升至25%；其中，福利支出占政府

支出的 32.0%，低于全球主要发达国家以及新兴市场和发展中经济体，政府投资占社会全部投资的 36.5%，远高于全球主要发达国家以及新兴市场和发展中经济体，雇员报酬占政府支出的 34.0%，也大幅高于全球主要发达国家以及新兴市场和发展中经济体。因此，中国政府财政支出具有“投资财政”和“吃饭财政”的特征。从财政收支平衡状况来看，2002~2012 年，政府可支配收入可覆盖大约 90% 的财政支出；2015 年之后，政府支出对债务的依赖程度显著上升，疫情暴发前的 2019 年政府可支配收入覆盖了财政支出的 78.9%，2020 年受疫情影响，财政收入下降、支出增加，政府可支配收入仅能覆盖财政支出的 61.3%。

未来一段时间，中国老年人口将持续较快增长，政府的福利支出将较快增加。从国际经验来看，老龄化将导致国家负债率提高；社保上缴和税收占比不断上升，企业承压；需要持续降低实际利率，以保持债务的永续。但是中国大量超额货币能否一直保持低通胀仍然较为困难，如果锚定海外资产为基准，通缩存在，如果以国债发行为锚定，预计会出现贬值和通胀。同时，城市化进程的放缓，将压缩政府土地出让金的收入。如果不能有效解决“投资财政”和“吃饭财政”问题，那么财政收支缺口会进一步扩大。

（四）需求冲击叠加转移冲击

中国是世界第一制造业大国，在世界制造业增加值中的占比从 2004 年的 9% 增加至 2021 年的 30%，超过了第二至第五制造业大国占比的总和。2023 年，随着全球经济增长明显放缓，特别是全球供应链再调整，中国将受到双重冲击，一是外需收缩的冲击，这是阶段性的；二是产业链转移的冲击，这种冲击持续的时间会更长久。预计 2023 年，中国的贸易顺差将大幅收窄，货物和贸易净出口对经济增长的拉动作用将转负。

国际货币基金组织（2010）特别分析了一些发达经济体与新兴市场经济体，在过去 50 年中的 28 次顺差逆转经历。在这一过程中，这些国家需要进行经济结构的再平衡，通过大量经验分析与案例研究发现：

1. 经济增速会因再平衡而平均降低 1.2 个百分点。
2. 结构调整加快，结构调整中最为积极的贡献者为投资。投资上升较多，平均达 3.3 个百分点，私人消费提高 0.8 个百分点，贸易盈余带动明显下降。
3. 就业结构调整，就业总体规模略有下降，贸易部门下降导致原有就业结构

需要调整，但整体就业压力不会因再平衡下降过多，因为贸易部门就业下降的速度慢于非贸易部门就业增长速度。

4. 经济明显过热。由于再平衡往往需要通过刺激投资和消费来完成，会导致明显的经济过热现象，物价上涨较快。物价上涨的同时，东亚国家或地区普遍伴随着房地产价格的快速上升，日本上世纪 80 年代中后期的资产泡沫令人震惊。

5. 产业结构调整和创新加快。非贸易部门的份额明显提高，贸易部门与非贸易部门就业的重新配置，而中高技术份额显著提高，体现一国经济在全球分工价值链中地位的提升。再平衡倒逼经济结构调整和创新。

表 2 经常账户反转后的主要指标及变动情况

	德国	日本	日本	韩国	台湾	平均	中位数
	1970	1973	1988	1989	1988		
产出与消费							
实际人均 GDP 增长率	3.4	1.6	5.7	9.6	6.1	5.3	5.7
实际人均 GDP 率（变动）	-0.2	-5.1	2.1	-0.3	-2.3	-1.2	-0.3
实际人均 GDP 增长率相对于世界（变动）	..	-3.8	2.1	0.9	-2.3	-0.8	-0.7
实际私人消费增长率	5.7	3.2	4.6	8.9	11	6.7	5.7
实际私人消费增长率（变动）	1.5	-3.2	1.2	1.2	3.2	0.8	1.2
产出成分的变化							
净出口贡献	-1.2	0.6	-0.4	-3.9	-3.2	-1.6	-1.2
净出口贡献（变动）	-1.2	0.5	0.1	-5.4	-6.8	-2.6	-1.2
国内需求贡献	4.6	1	6.1	3.5	9.3	6.9	6.1
国内需求贡献（变动）	1	-5.6	2	5.2	4.5	1.4	2
劳动生产率增长	3.9	2.5	4.1	6.8	6	4.7	4.1
劳动生产率增长（变动）	0.6	-4.6	0.8	0.5	-0.1	-0.6	0.5
就业增长	0	-1	1.5	2.3	-0.1	0.6	0
就业增长（变动）	1	-0.4	1.2	-0.7	-2	-0.2	-0.4
经常账户储蓄与投资的变动							
经常账户（占 GDP 百分比，变动）	-2.1	-2.2	-1.7	-7	-10.3	-4.7	-2.2
储蓄（占 GDP 百分比，变动）	0.7	-3.1	1.8	-0.3	-6	-1.4	-0.3
私人储蓄（占 GDP 百分比，变动）	-0.1	-1.4	-1.5	-1	-6.7	-2.1	-1.4
投资（占 GDP 百分比，变	2.9	-0.9	3.5	6.8	4.3	3.3	3.5

动)							
部门间资源再配置							
非贸易品份额（变动）	..	1.6	0.5	4.3	6.6	3.2	3
中高技术份额（变动）	1.1	1.8	9.8	4.2	1.8
贸易部门就业增长	..	-3.6	0.2	-1.6	-4.1	-2.3	-2.6
非贸易部门就业增长	..	0.7	2.7	5.5	3.6	3.1	3.1
过热指标							
消费者价格指数	4.6	14.3	2	7.6	3.2	6.3	4.6
消费者价格指数（变动）	2.9	8.2	1.1	3.3	2.9	3.7	2.9
产出缺口	0.6	0.9	1.7	0.2	0.7	0.8	0.7
产出缺口（变动）	0.7	1.3	4.2	1.5	1.2	1.8	1.3

对中国而言，这次再平衡要比以往更为深刻，并会持续多年，从国际经验看经济转型是根本。短期内，中国疫情防控措施的调整会有利于再平衡，经济增长也获得了一些支撑，但持续的再平衡调整过程，会直接降低中国经济的潜在增长率。在过去的全球化快速推进过程中，中国通过压低消费，提高储蓄转化为产能满足全球消费；人民币发行和工业生产基于全球化进程，货币供给有相应的外汇储备作为支撑；资本的回报率也是基于全球化。如果失去全球化，中国需要进行巨大的再平衡调整，需要考虑提高消费、保持收益率、保持币值稳定等问题；同时也会失去全球化带来的创新机遇。

四、政策应对

（一）提升生产要素报酬率，以增强内循环动力

在人口形势转变的背景下，近年来中国为了提高劳动生产率，采取了持续增加投资以提升人均资本存量的办法。这造成了杠杆率水平的较快提升，新增投资的回报率下降，投资特别是民间投资的动力减弱。当前，中国需要注重提高劳动力要素的质量。劳动力素质主要包括身体素质和受教育水平两方面。提高居民身体素质特别是健康预期寿命可以相应增加老年人的劳动参与率。从目前中国劳动力平均受教育年限看，与发达国家相比，劳动力平均受教育年限较低，与一些新兴市场国家相比，劳动力平均受教育年限提升速度较慢。部分劳动力平均受教育年限提升较快的新兴市场国家，在实施义务教育后，其义务教育年限已进行了上

调。2013年，巴西将义务教育年限由8年提高至14年；菲律宾则在2010年将义务教育年限由10年提高至11年，2018年又继续上调至13年。中国9年制义务教育已实施近40年，期间产业结构已发生很大变化。现阶段，应向前（高中阶段）和向后（学前教育）延长义务教育时间。在提高存量劳动力整体素质方面，应推动实施更好的终生教育。劳动力要素质量的提升不仅有利于提高劳动者报酬，也有利于提高资本回报率。这将促进消费的增长和激发投资活力，增强内循环动力。

（二）促进服务业高质量发展

随着经济发展和经济结构的再平衡，中国服务业占比将继续提升。当前，应实施公共服务普惠性与市场化服务提供相结合，重点对科教文卫体、娱乐、数字化服务等大量公共服务领域进行放松管制的改革，促进国内服务业的产业升级。科技文卫体等服务的发展将有利于广义人力资本的积累，从而促进广义人力资本积累—劳动生产率提高—收入水平提升—消费持续升级—人力资本再提升的良性互动。同时，要消减制约国内居民消费升级换代的政策规定，当前消费升级的核心是现代服务业需求，如金融、医疗、教育、文化、体育、安全等新兴服务，但这些需求受到行政严格管制，供给不足、质量不高，应放松管制推进国内现代消费服务业发展，下大力气提升服务消费的供给和消费水平，才能实现可持续的内生经济增长。

（三）推动财政体制转型

现阶段应积极推动财政体制转型。财政体制转型需实现财权和事权相匹配。这种重新匹配，不仅仅表现在财政收入和公共支出的匹配，也应该体现城市居民享受服务与纳税责任的匹配，否则会造成财税资源配置的扭曲，挑战财政的可持续性。公共财政制度改革方向应包括：一是税收体制的改革。从流转税为主导的税收体制，转向以直接税和间接税为双支柱的混合型框架；二是消费税作为价外增值税与以流转税为基础的价内增值税相配合；三是强化政府预算和负债硬约束，这需要立法层面和政府监督层面的改革，当然这一改革也需要做债务的技术性处理，因为大量地方债务是因弥补地方财政缺口而累积的，属于中央—地方收支不匹配的产物，需要纠正过来。

（四）进一步促进高水平对外开放

在中国劳动力成本优势逐步下降，国内产业升级和创新驱动成为经济持续发展核心因素的情况下，中国需要加强与地区国家的产业间和产业内合作。通过加强对外投资的方式，转移部分劳动密集型产业或一些环节，这既可以为产业升级腾挪一定空间，也可以通过海外的要素收益回流促进国内的研发和技术创新，保持对外竞争的优势。《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）的签署是一个非常好的契机，部分东盟国家劳动力丰富，中国与东盟国家产业间和产业内合作的前景广阔，同时中国与日韩间的技术合作也存在较大的空间。在对外开放的进程中，中国应主动参与国际规则的制定，发出中国声音，贡献中国方案和中国智慧，推动国际经济体系和全球经济治理朝更加公正合理的方向发展。

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。