



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 11 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。

疫后经济修复、增长路径偏移与资产估值变动

摘要

今年以来，在疫情防控实现较快平稳转段后，我国经济总体处于疫后修复阶段。前三季度，我国国内生产总值（GDP）同比增长 5.2%。总体来看，第三季度在加大宏观政策调控力度的推动下，我国经济较二季度有所回暖；前三季度，因疫情的直接影响已明显消退，我国第三产业增加值增速较前三年同期平均水平明显加快，但仍大幅低于疫情前同期水平，未来仍有修复空间；随着居民外出活动增多以及全球制造业产品供需缺口收窄，我国第一、二产业增加值增速较前三年同期平均水平出现下降，但近四年平均增速仍高于疫情之前，未来可能仍将面临一定下行压力。

2023 年，中国经济总体处于疫后修复阶段，但同时也遇到一些结构性的挑战。全球化转变和美国持续加息所形成的收缩效应，对中国净出口增长和资金流入带来不利影响，而国内如何实现从规模到创新的转变仍需要一个过程。从一些经济指标走势看，进入三季度，随着居民收入增长稳定性加强和疫情造成的心理影响逐步消退，消费有回稳向好之势。

2023 年中国经济总体处于疫情修复阶段，前三季度 GDP 同比增长 5.2%；按照预测，第四季度 GDP 增速可能在 4.9% 左右，全年经济可能实现 5.1% 左右增长；那么 2020~2023 年 GDP 平均增速 4.6%，这与疫情暴发前一些机构的预测值之间产生了较大偏离。可以看出疫情已经对中国经济增长产生了非常大的冲击；外部需求下降和信用收缩正逐步对中国经济形成新的二次冲击。同时，全球化叙事转变可能成为后疫情时代国际经贸关系

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
机构投资者的资产管理

中最为重要的调整和挑战。中国是全球化的受益者也是推动者，未来的全球化转变可能会对中国经济增长路径产生持续的影响。在中国人口加速老龄化、增长基数不断抬升和全球化转变等多重因素共同影响下，中国经济可能逐步向着 3.0%~4.5%的年均增速换挡。

展望来年，全球经济复苏仍然较为乏力，海外需求可能难有大的改观。为保持我国经济平稳健康发展，明年政策提前发力的必要性上升。如果逆周期调节政策能够在今年底明年初及时落地见效，将有利于较长时间内稳增长、稳就业、稳预期目标的实现。

目 录

一、2023 年前三季度我国经济运行基本态势与全年走势预测	1
(一) 前三季度我国经济运行基本情况	1
(二) 2023 年全年我国经济走势预测	3
二、中国经济增长动力切换与路径偏移	4
(一) 制造业回落、服务业修复，服务业未来仍有修复空间	4
(二) 中国经济实际增长路径与趋势路径间的偏离	6
三、增长预期变化可能引发资产估值变动	7
四、稳增长和推动改革才能稳预期	8

一、2023 年前三季度我国经济运行基本态势与全年走势预测

(一) 前三季度我国经济运行基本情况

今年以来，在疫情防控实现较快平稳转段后，我国经济总体处于疫后修复阶段。前三季度，我国国内生产总值（GDP）同比增长 5.2%，较前三年同期平均增速提高 0.1 个百分点，近四年同期平均增速 4.7%，较 2019 年同期低 1.3 个百分点；其中，第一季度 GDP 同比增长 4.5%，近四年同期平均增速为 4.9%，第二季度增长 6.3%，近四年同期平均增速为 4.5%，第三季度增长 4.9%，近四年同期平均增速为 4.7%。分三次产业看，今年前三季度，我国第一产业增加值同比增长 4.0%，较前三年同期平均增速低 0.7 个百分点，近四年同期平均增速为 4.5%，仍较 2019 年同期增速高出 1.6 个百分点；第二产业增加值同比增长 4.4%，较前三年同期平均增速下降 0.8 个百分点，近四年同期平均增速为 5.0%，较 2019 年同期增速仍高出 0.2 个百分点；第三产业增加值同比增长 6.0%，较前三年同期平均增速提高 1.9 个百分点，近四年同期平均增速 4.5%，但较 2019 年同期增速仍低 2.8 个百分点。总体来看，第三季度在加大宏观政策调控力度的推动下，我国经济较二季度有所回暖；前三季度，因疫情的直接影响已明显消退，我国第三产业增加值增速较前三年同期平均水平明显加快，但仍大幅低于疫情前同期水平，未来仍有修复空间；随着居民外出活动增多以及全球制造业产品供需缺口收窄，我国第一、二产业增加值增速较前三年同期平均水平出现下降，但近四年平均增速仍高于疫情之前，未来可能仍将面临一定下行压力。

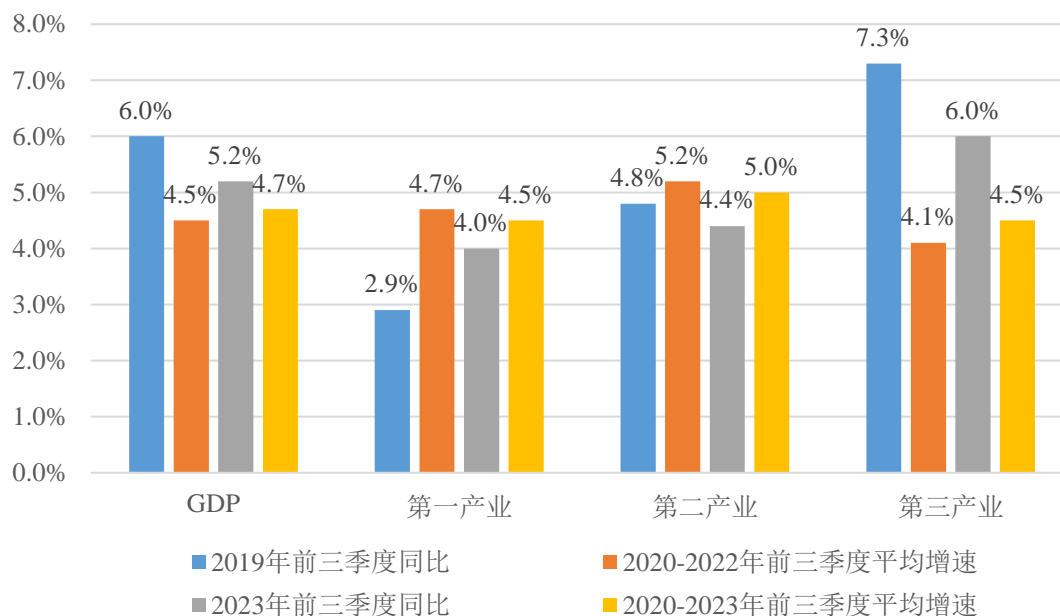


图 1 疫情暴发以来我国各次产业增加值增速与 2019 年同期水平对比

数据来源：国家统计局。

从拉动经济增长的动力来看：一是消费对经济增长的拉动作用凸显，居民生存型消费占比较上年回落，但仍高于疫情前水平。前三季度，我国最终消费支出对 GDP 增长的贡献率为 83.2%，较上年同期提高 41.3 个百分点，比 2017~2019 年同期平均水平高出 20.8 个百分点；居民人均可支配收入实际增长 5.9%，高于同期 GDP 增速，但城镇居民人均可支配收入实际增速只有 4.7%。在我国疫情防控平稳转段后，我国居民人均消费支出实际增长 8.8%，比居民人均可支配收入增速高出 2.9 个百分点，其中城镇居民人均消费支出增长了 8.1%，比可支配收入增速高出 3.4 个百分点。在居民消费结构中，生存型消费占比回落，居民食品类、衣着类、居住类消费占居民消费支出的 58.2%，比上年同期下降 1.5 个百分点，但较 2017~2019 年同期平均水平仍高出 0.4 个百分点；发展型消费占比提高，居民交通通信、教育文化娱乐、医疗保健消费占居民消费支出的 33.4%，比上年同期提高 1.4 个百分点，但较 2017~2019 年同期平均水平仍低 0.1 个百分点。

二是受政策推动影响，制造业和基建投资保持较强韧性，但在房地产投资降幅扩大的情况下，固定资产投资增速下降。前三季度，我国资本形成总额对 GDP 增长的贡献率为 29.8%，比上年同期提高 9.4 个百分点，比 2017~2019 年同期平均水平低 5.9 个百分点。从固定资产投资来看，前三季度，我国固定资产投资（不

含农户)同比增长3.1%，较上半年回落0.7个百分点，比去年同期下降2.8个百分点；在固定资产投资中，基建投资增速稳中有降，制造业投资表现出较强韧性。前三季度，制造业投资同比增长6.2%，增速虽比去年同期下降3.9个百分点，但较上半年提高0.2个百分点；基建投资同比增长8.6%，增速比上半年下降1.6个百分点，但仍维持在较高水平；房地产投资同比下降9.3%，降幅比上半年扩大1.2个百分点，较去年同期扩大1.1个百分点。

三是净出口对经济增长产生负向拉动作用，其中货物外贸进、出口降幅扩大，货物贸易顺差同比下降。前三季度，我国货物和服务净出口对GDP增长的贡献率为-13.0%，降幅比上半年扩大2.2个百分点，但较去年同期下降50.7个百分点（由37.7%下降为-13.0%）。前三季度，我国货物贸易顺差为6303亿美元，比去年同期下降2.3%；其中，三季度，虽然上年同期基数有所下降，但受全球对制造业产品供需缺口变化影响，我国出口同比下降10.8%，一、二季度同比增速分别为0.1%、-5.4%。第三季度，我国进口同比下降9.4%，一、二季度同比增速分别为-6.2%、-7.0%，降幅逐步扩大。

（二）2023年全年我国经济走势预测

2023年，中国经济总体处于疫后修复阶段，但同时也遇到一些结构性的挑战。全球化转变和美国持续加息所形成的收缩效应，对中国净出口增长和资金流入带来不利影响，而国内如何实现从规模到创新的转变仍需要一个过程。从一些经济指标走势看，进入三季度，随着居民收入增长稳定性加强和疫情造成的心理影响逐步消退，消费有回稳向好之势。今年7、8、9月份，我国社会消费品零售总额同比分别增长2.5%、4.6%、5.5%，剔除基数影响，近四年同期平均增速分别为3.1%、3.2%、3.9%；基础设施投资方面，随着地方专项债发行提速和增发国债部分在今年使用，基建投资增速将保持相对稳定；房地产投资全年将呈现较大幅度负增长，成为拖累投资增长的主要因素；制造业投资，在政策支持下，也将保持较强韧性。外需方面，受海外需求总体收缩和去年同期基数下降的综合影响，我国外贸出口可能会持续一段时间负增长，但跌幅有可能收窄。综合出口、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年四季度中国GDP增速可能在5.1%左右，GDP全年可能实现5.1%左右的增长。

物价走势方面，2023年10月中国消费者物价指数（CPI）环比下降0.1%，

同比下降 0.2%。四季度，受季节等因素影响，鲜菜、鲜果价格可能会有所上涨；猪肉价格在经历一段时间快速上涨之后已呈现基本稳定的状态。非食品价格中，受节假日影响，交通通信类价格可能有所上涨，对服务类价格会形成一定支撑。在考虑翘尾因素的情况下，四季度 CPI 同比涨幅月均可能仍维持在零左右，全年 CPI 同比涨幅可能在 0.3%左右。10 月中国工业生产者出厂价格指数（PPI）环比持平，同比下降 2.6%。从国际定价的商品来看，前期受 OPEC+国家减产和国际地缘局势紧张影响，国际能源价格有所上行，但短期内并不存在价格持续上行的基础；国内定价的黑色金属等价格受基建投资和预期变化影响，价格可能有所上升。因此，四季度中国 PPI 环比可能会呈现持平或小幅波动状态，在去年价格变动的翘尾因素影响减弱的情况下，四季度 PPI 同比降幅月均可能在 2.6%左右，全年 PPI 同比降幅可能在 3.0%左右。人民币兑美元汇率在前期贬值幅度较大的情况下，四季度可能出现稳中有升的局面，年末可能围绕在 1 美元兑 7.1 元人民币左右波动。

二、中国经济增长动力切换与路径偏移

（一）制造业回落、服务业修复，服务业未来仍有修复空间

新冠疫情暴发后，在全球制造业产品供需缺口持续存在的情况下，2020 年三季度至 2022 年三季度，中国制造业生产和货物出口保持较高增速，使得中国经济在遭受新冠疫情冲击之下，仍保持了足够的韧性。2020~2022 年前三季度，中国 GDP 平均增速为 4.5%，低于 2019 年同期水平；制造业增加值平均增速为 5.3%，高于 2019 年同期水平；以美元计价的货物出口平均增速高达 13.9%，高于 2012~2019 年同期水平。2022 年四季度以来，随着全球制造业产品供需缺口逆转，中国货物出口开始下降、制造业生产放缓。2023 年初，在疫情防控较快平稳转段的情况下，中国服务业特别是需要人员密接的服务业较快修复，推动 2023 年经济有望实现 5%以上的增长。2022 年四季度，中国以美元计价的货物出口同比下降 6.8%，制造业增加值增速降至 2.3%；2023 年前三季度，中国货物出口同比下降 5.7%，制造业增加值增速为 4.1%，不仅低于前三年同期平均水平，也较 2019 年同期下降 0.4 个百分点。在制造业和出口增速下降的同时，前三季度，我国服务业增加值同比增长 6.0%，增长较前三年同期平均水平高出 2.0 个百分点，

但较 2019 年同期值低了 1.3 个百分点。

分行业看，前三季度住宿和餐饮业、租赁和商务服务业、交通运输、仓储及邮电通信业、批发和零售业增加值分别实现了 14.4%、9.5%、7.5%、6.1% 的增长，增幅较前三年同期分别提高了 17.1、6.9、2.2、2.8 个百分点。在基建投资仍是稳增长的重要手段以及“十四五”规划的重大项目工程持续推进的情况下，建筑业也实现了较快增长。前三季度，建筑业增加值同比增长 7.2%，较前三年同期平均增速提高 4.1 个百分点；房地产业增加值同比下降 0.9%，增速较前三年平均水平下降 1.5 个百分点，大幅低于 2019 年同期 2.8% 的水平。

如果以 2019 年前三季度 GDP 增速 6.0% 为基准，2020~2022 年同期 GDP 平均增速 4.7% 是基准值的 78.3%，若某一行业增加值近四年同期平均增速与 2019 年前三季度行业增加值的增速比值超过 78.3%，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、交通运输、仓储及邮电通信业和金融业，工业中的制造业复苏状况又好于工业总体；复苏较差的行业有住宿和餐饮业、租赁和商务服务业、房地产业；其中，住宿和餐饮业、租赁和商务服务业四年复合平均增速分别为 1.3%、4.3%，而 2019 年同期增速则分别为 5.5%、8.2%，未来仍有一定修复空间。

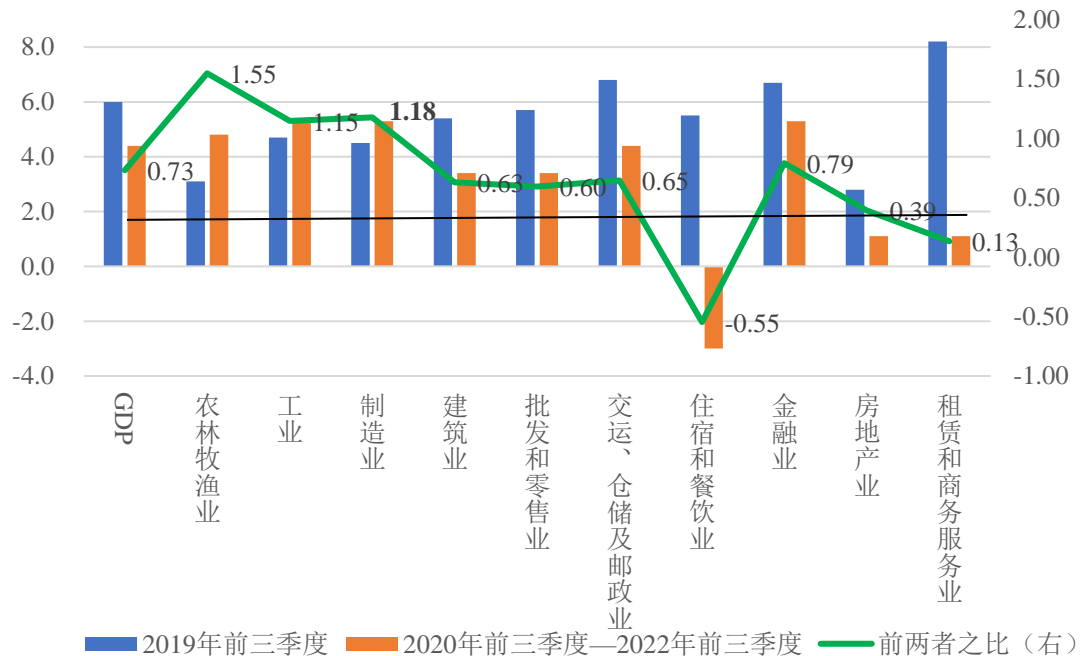


图 2 2019 年前三季度与 2020~2022 年同期各行业增加值变动情况

数据来源：国家统计局。

注：2020~2022 年前三季度为年均复合增速。

（二）中国经济实际增长路径与趋势路径间的偏离

2023年中国经济总体处于疫情修复阶段，前三季度GDP同比增长5.2%；按照我们的预测，第四季度GDP增速可能在4.9%左右，全年经济可能实现5.1%左右增长；那么2020~2023年GDP平均增速4.6%，这与疫情暴发前一些机构的预测值之间产生了较大偏离。

实际上，在新冠肺炎疫情影响尚未显现之前，一些国内外机构就对今后一段时间中国经济增速做出了预测，连结这些增速点就构成了中国经济可能的增长趋势线。按照2020年1月初世界银行对中国经济增速的预测，2020年、2021年、2022年中国经济增速分别为5.9%、5.8%、5.7%。中国社科院经济研究所《中国经济报告2020》总报告组对2020~2023年中国经济增速的预测值分别为5.9%、5.8%、5.6%、5.4%。上述机构对2020~2023年中国经济增速的预测值较为接近。在此我们利用两家机构预测的平均值作为中国经济在未受疫情影响下的可能增长趋势。通过观察中国经济可能的增长趋势路径与实际增长路径间的偏离，可以看出疫情已经对中国经济增长产生了非常大的冲击；外部需求下降和信用收缩正逐步对中国经济形成新的二次冲击。同时，乌克兰危机所引发的地缘政治冲突仍在持续发酵，可能成为全球化加速转变的重要因素。全球化转变可能成为后疫情时代国际经贸关系中最为核心的调整和挑战。中国是全球化的受益者也是推动者，未来的全球化转变可能会对中国经济增长路径产生持续的影响。在中国人口加速老龄化、增长基数不断抬升和全球化转变等多重因素共同影响下，中国经济可能逐步向着3.0%~4.5%的年均增速换挡。

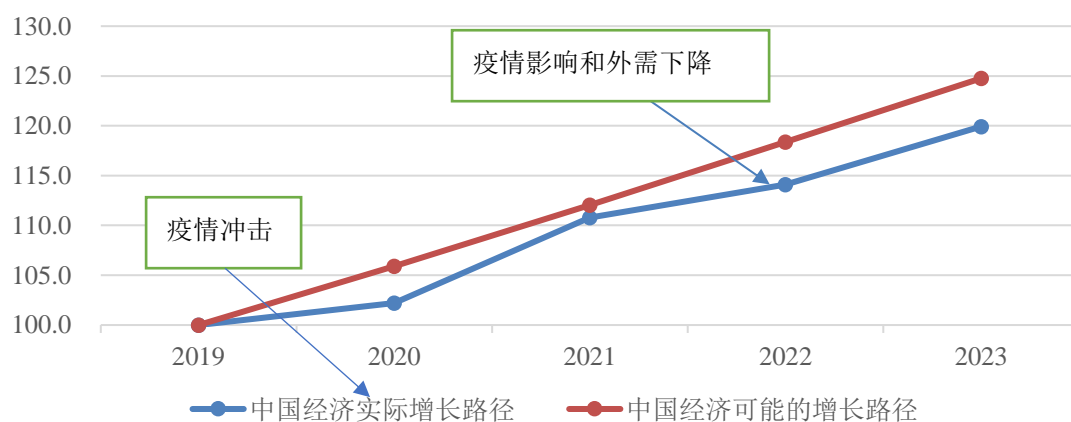


图3 疫情暴发以来中国经济实际增速与趋势间的偏离

注：2019年=100。

三、增长预期变化可能引发资产估值变动

过去相当长一段时间，中国经济保持了高速和中高速增长，在货币供给快速增长、名义 GDP 高速增长、城镇化进程快速推进以及宽松的金融条件等因素的相互作用下，中国资产的估值较快提升。随着推动中国资产高估值的因素逐步发生变化，中国资产高估值的状况也将发生改变。一是汇率因素已经发生根本性变化。2016 年，人民币正式纳入特别提款权（SDR）货币篮子，汇率定价机制进行了市场化改革，双向波动成为常态。近年来，中国外汇收入主要依靠贸易顺差，2020~2022 年资本和金融项下均为净流出。在全球化转变的大背景下，未来中国贸易顺差收窄是必然的，汇率可能将继续面临一定的贬值压力。

二是经济增长减速已经偏离了原有的高速增长轨道，2020~2025 年中国经济年均实际增速预计在 4.5% 左右，未来经济增速将保持在 3%~5% 的区间，增长的持续放缓将导致企业利润和个人收入增速下降，推动资产价格上涨的动能下降，预期现金流压力也会加大。

三是中国城市化到 2028 年预计将达到 70%，基本完成建设周期。从人口总量来看，2022 年人口已经负增长，未来下降速度有可能进一步加快，持续的资产需求动力下降，建设周期也将加快结束。

四是杠杆率已处于较高水平，金融条件也发生了变化。2022 年，中国实体经济部门杠杆率已超 270%；其中，居民部门杠杆率超过了 60%，较国际金融危机爆发后的 2008 年末提高近 45 个百分点。由于经济增速持续放缓的压力，会降低加杠杆的动力，在资产价格增速放缓的情况下，信贷扩张的速度也可能会受到影响。

五是地缘政治冲突频发可能引发国别风险，对现有的资产估值会造成不利影响，高盛的一份报告认为，这可能使市盈率降低 30%。

决定中国资产周期的一些根本性因素已经发生了变化了，因此，基于现金流贴现的资产，如：地产、股票等都可能被重新估价，而债券市场则因利率水平持续下降而收益下降，企业债等信用压力导致风险加大。中国的资产将回到资产带来现金流或分红的角度来定义资产价格，而不是基于高经济增长和人民币升值的高溢价定价模式。资产估值从溢价周期阶段转向了现金流定价周期阶段，这会形成资产价格向下的压力。

中国正处于估值转变阶段，估值转变可直接导致经济收缩。改变的特征表现在以下四个方面：一是投资者从资本利得获取转向现金流收益，这会导致资产价格最为重要的增长价值出现收缩，原有基于增长价值的定价会受到挑战，资产估值降低的潜在压力非常大。二是从现金流分析看，居民的现金流增长有所改善，但由于就业预期和负债支出影响了居民现金流的预期，因此追逐现金流成为了居民重要的选择。同样企业资产收益率下降和负债上升，特别是基于全球化转变，规模—效率导向的出口制造业受到压制，资产收益率会进一步收紧，现金流压力会加大，需要降低资产负债率和减低投资，直接影响了资产的供求。三是宏观因素，美国持续的高利率导致资金外流，汇率贬值压力加大，资产价格受到国际宏观因素的影响也会凸显，如：上证指数屡破 3000 点，房价在房地产新政下复苏缓慢。四是中国长期潜在增长放缓压制了资产价格上涨，经济潜在增速放缓一定程度上受到人均收入即将进入高收入阶段的影响，加上人口负增长和全球化转变，使得中国经济潜在增长率降至 5% 以下，这加大了对资产估值的影响。

资产估值转变导致了居民、企业部门降低对资产的购买，如果资产估值转变为资产价格下跌，则会引发双重效应，一是投资者抛售资产；二是金融机构会出现要客户增加抵押物的“金融加速器”效应，资产价格向下时银行会通过增加抵押物将企业逼向无流动性，个人和企业会被推向资产负债表收缩。当前维持资产价格主要靠政府，政府通过不断增加负债来保持资产价格稳定，从短期稳定宏观是正确的，但如果过度稳定资产，会导致逆向选择，大量僵尸企业等待国家救济，形成僵尸企业吸收大量国家资源的情景，将对经济发展带来长期的不利影响。当前，中国的资产重估转变已经逐步展开，一方面应稳定资产估值预期，另一方面也要清理僵尸企业，这样才能推动中国经济结构重组。

四、稳增长和推动改革才能稳预期

从今年前三季度的经济表现来看，我国经济总体处于向上修复过程之中，但二季度以来修复的斜率趋缓，经济运行面临新的困难挑战。在此背景下，应密切跟踪内外需变化，根据实际情况适度加强逆周期调节，保持经济运行在合理区间。目前来看，我国实现全年经济增长 5.0% 左右的目标难度不大，但也应该看到，今年我国经济虽然受到外需下降的影响，同时也得益于疫后服务业修复的推动。如果今年经济最终实现了 5.0% 左右的增长，那么近两年平均增速在 4.0% 左右。

展望来年，全球经济复苏仍然较为乏力，海外需求可能难有大的改观。国际货币基金组织（IMF）10月发布的最新《世界经济展望》报告预计，2023年全球经济可能实现3.0%的增长，2024年增速将降至2.9%，2024年增速较今年7月预测值下调了0.1个百分点。在服务业今年已实现较好修复的基础上，明年服务业继续修复的动能也将趋弱。因此，为保持我国经济平稳健康发展，明年政策提前发力的必要性上升。如果逆周期调节政策能够在今年底明年初及时落地见效，将有利于较长时间内稳增长、稳就业、稳预期目标的实现。

提高中央政府负债率。当前，我国地方政府的负债率明显高于中央政府，如果包含隐形债务那么地方政府的负债率会更高。应该看到，地方政府的高负债是因弥补地方财政缺口而累积起来的，属于中央—地方收支不匹配的产物，化解地方债务问题应采取综合措施，包括对债务做一下技术性的处理。同时，相对于地方政府来说，中央政府的负债利率较低，这也有利于维持债务的可持续。因此，未来应逐步提高中央政府的负债率，以稳定地方政府债务。

降低实际利率，稳定估值周期。在中国经济处于高速或中高速增长阶段，资产的高收益能够覆盖利息支出而有余，因此实际利率较高是合理的，但在经济增速显著下降的情况下，较高的实际利率会进一步压低企业的收益，限制企业资产的扩张。实际上，中国现在的经济增速已难以支持高利率。从中国A股上市公司反映的情况看，本世纪头十年，剔除金融和房地产行业的A股上市公司总资产息税前利润率年均均为8.3%，2019年已下降至4.9%。因此，降低利率可以稳定企业收益率，从而稳定资产价格。同时，降低实际利率也有利于提高资产未来收益的折现值，这也有利于稳定资产价格。

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。