



**NIFD**

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

# NIFD季报

主编:李扬

---

## 中国宏观金融

殷剑峰  
张旸

2023年4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。

# 经济复苏结构不均衡

## 摘要

当前经济复苏的结构并不均衡，出现明显改善的行业，基本都是原来深度萎缩、后由于政策放松而大幅反弹的行业，例如劳动密集型服务业、房地产业、建筑业等。因此，2023年第一季度经济改善更多源于“恢复性”复苏，而内生性增长动能的修复并不明显，物价的持续下滑已是反映。由于居民和企业预期不稳、信心不足，导致宽松的货币供应难以精准滴灌到实体经济，有相当一部分资金脱实向虚，被居民和企业窖藏在定期存款中，或违规挪用于偿还贷款本息、购买理财产品、置换房贷等，导致市场资金利率不降反升。虽然财政政策保持积极，但是受到收支和偿债双重压力掣肘，地方政府财力正在紧绷。随着一系列稳外贸政策显效，今年外需压力料将有所缓解。至于内生性增长动能的修复，由于生产和投资的最终目的是消费，因此发力点还是在消费上。

我们认为，当前消费萎靡并不是由疫情造成的，而是由长期的、内生性的结构性因素导致的。因此，结构性的改革才是对症下药，如在收入分配结构方面，提高居民收入占国民收入比重；在要素投入结构方面，加快人才、科技、创新等高级生产要素投入；在产业结构方面，加快推动传统产业转型升级等。

根据4月份中央政治局会议部署，第二季度的重点群体就业问题有望改善，需求潜力有望进一步释放，新能源汽车出口的高增态势有望延续，平台经济发展将迎来机遇，防范化解风险仍不动摇。

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
- 张昉

### 【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

机构投资者的资产管理

## 目 录

一、宏观经济分析 .....	1
二、宏观金融分析 .....	6
(一) 企业部门.....	8
(二) 居民部门.....	9
(三) 政府部门.....	10
三、小结与下阶段展望 .....	13

## 一、宏观经济分析

受益于防疫、消费和房地产等政策协同发力，2023年第一季度消费显著反弹，对GDP的贡献度超过资本（图1），重新成为经济增长的主动能。而净出口对GDP的贡献由正转负，成为拖累项。根据各行业对GDP贡献的环比变化来看（图2），改善主要集中在交运仓储、批发零售、住宿餐饮等劳动密集型服务业，以及房地产业。而农林牧渔业、工业、建筑业、金融业、信息服务业等贡献都出现下滑，其中工业降幅最大，为14.8个百分点。因此，2023年第一季度经济增长的结构并不均衡，更多归因于政策支持下的“恢复性”复苏，基础可能并不稳固。

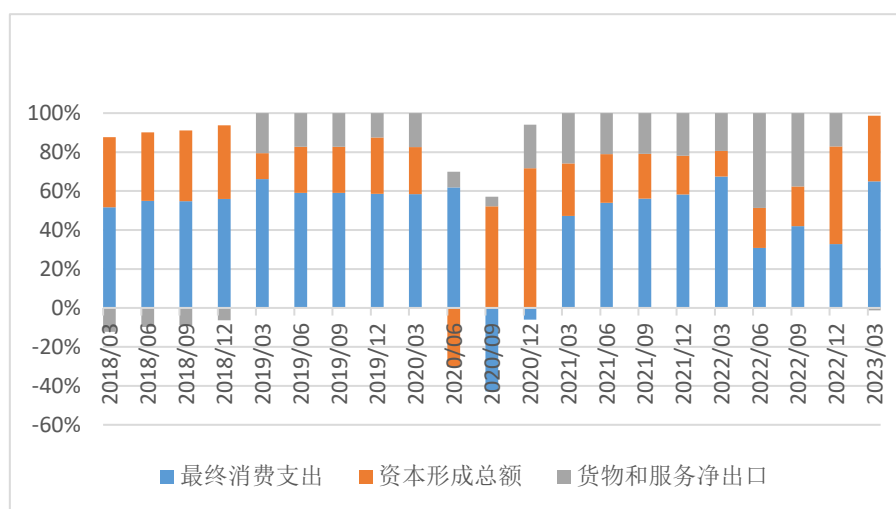


图1 三大需求对GDP累计同比的贡献（%）

数据来源：Wind。

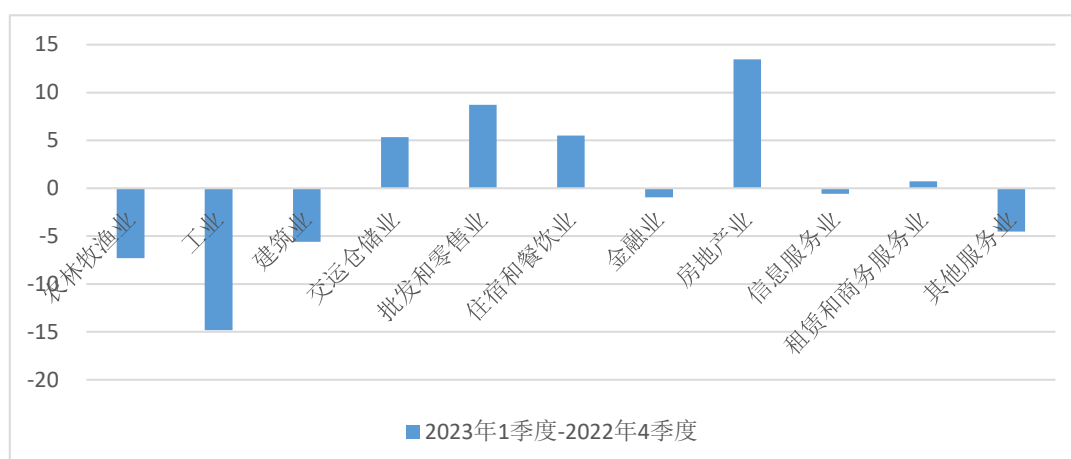


图2 2023年第一季度行业对GDP累计同比贡献率变化（百分点）

数据来源：Wind。

消费复苏结构不均衡，消费品增速大面积反弹，但是部分必选和耐用消费品增速回落，反映核心内需尚未企稳。第一季度消费品零售累计同比增长 5.8%，较上季度大幅提高 6 个百分点，其中，餐饮收入的拉动作用最明显，增速反弹 20.2 个百分点至 13.9%。从规模以上零售来看（图 3），大部分商品增速都高于上季度，其中，与改善性需求有关的消费反弹力度更大，如服装纺织、化妆品、金银珠宝类，增速升幅均超过 10 个百分点，原因与促消费政策有关。而增速下滑的商品，一是作为必选消费品的食品饮料类，延续了自 2022 年第二季度以来的放缓趋势，二是作为可选消费品的文化办公用品类，增速由正转负，三是属于耐用消费品的通讯器材类和汽车类，保持或转为负增长。

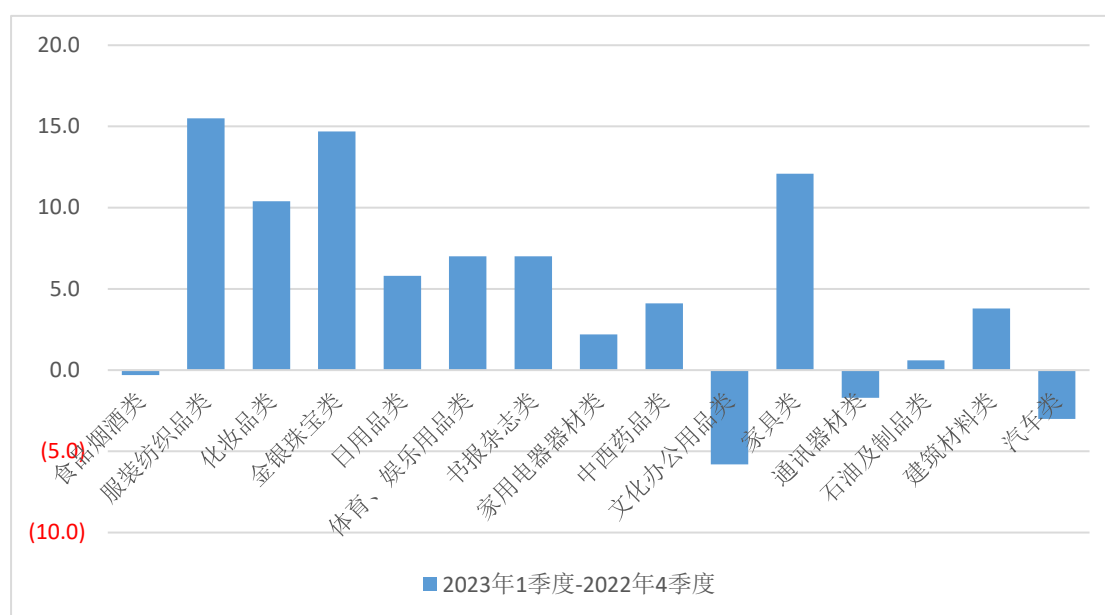


图 3 2023 年第一季度消费品增速变化（百分点）

数据来源：Wind。

从物价指数来看，核心内需也不稳固。当前广义货币增速处于历史高位，而物价指数却进一步下跌。3 月份整体 CPI 当月同比增速为 0.7%，较去年 12 月下滑 1.1 个百分点（图 4）。其中，除了食品 CPI 增长 2.4% 以外（主要是猪肉价格支撑），其他几大项增长均不超过 0.8%。各项与上季度相比涨跌不一：核心 CPI 持平，服务项目 CPI 上升，而食品 CPI、非食品 CPI、消费品 CPI 下跌。从细分类别来看，CPI 较上季度上升的主要有衣着、医疗保健、旅游、房租，基本都与改善性需求和房地产市场回暖有关，而较上季度下跌的主要有生活用品及服务、交通工具和交通燃料，反映基础消费及耐用品消费疲软，能源价格的高基数效应

仍将形成拖累，消费复苏不均衡，内需尚未企稳。从工业价格来看，整体 PPI 和生产资料 PPI 已经连续 6 个月处于负值，需求不足和高基数效应是主要原因。生活资料 PPI 连续 5 个月环比下滑至 0.9%，其中，食品类、衣着类、一般日用品、耐用消费品 PPI 均较去年 12 月份进一步下滑（图 5），且耐用消费品 PPI 由正转负，以上也反映内需不稳特征。

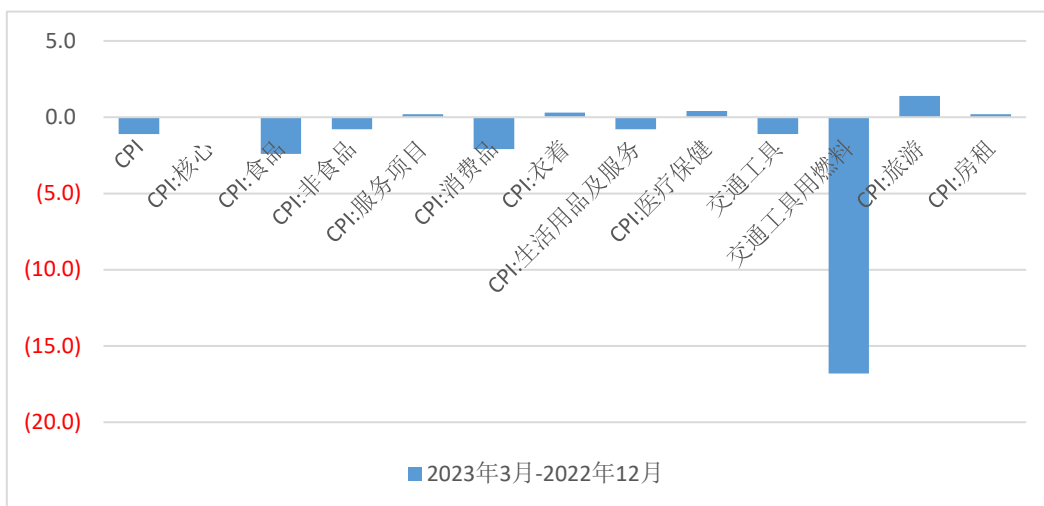


图 4 2023 年第一季度 CPI 变化（百分点）

数据来源：CEIC。

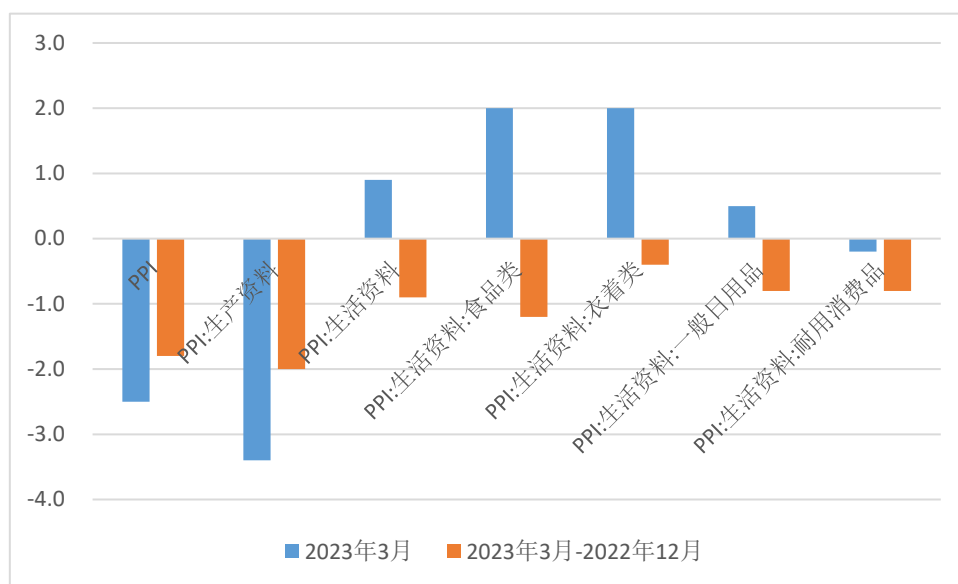


图 5 2023 年第一季度 PPI 及变化（百分点）

数据来源：CEIC。

投资复苏的结构也不均衡，出现明显改善的是汽车制造业、建筑业、房地产业、科研技术服务业，主要与外需、房地产、科创政策有关，而大部分制造业和

服务业投资均有所放缓。基建投资仍保持历史较高水平。第一季度固定资产投资累计同比增长 5.1%，与上季度持平（图 6）。从第二产业来看，建筑业投资大幅反弹，累计同比增长 32.1%，较上季度提高 30.1 个百分点，主要是受到基建增长和房地产回暖的双重支撑；制造业投资同比增长 7%，较上季度下滑 2.1 个百分点，在 30 个制造业子行业中，仅有 5 个行业的投资增速高于或略高于上季度，其中，出现明显增长的只有汽车制造业，投资增速较上季度提高 6.4 个百分点至 19%，主要由出口、特别是新能源车出口带动增长，背后因素，一是疫情和地缘冲突使海外汽车产业链受阻，而我国国内具有相对完整的汽车工业链条，因此全球汽车产业格局向我国倾斜；二是我国在电动化智能化领域处于全球领先水平，新能源车的国际竞争力显著增强。从第三产业来看，14 个子行业投资大面积放缓，其中，交运仓邮、批发零售、住宿餐饮等劳动密集型产业投资增速均低于上季度；出现较大改善的行业主要有两个，其一是房地产业，在稳地产政策下有所回暖，投资同比下降 5.1%，降幅较上季度收窄 3.3 个百分点；其二是科研技术服务业，由于政策持续强化核心技术攻坚，投资同比增长 33.6%，较上季度提高 12.6 个百分点。受益于资金监管环境优化，金融、教育行业投资增速也出现小幅提升。基建投资同比增长 10.82%，较上季度下滑 0.7 个百分点，是 2022 年 6 月份以来首次减速，但仍处于历史较高水平。

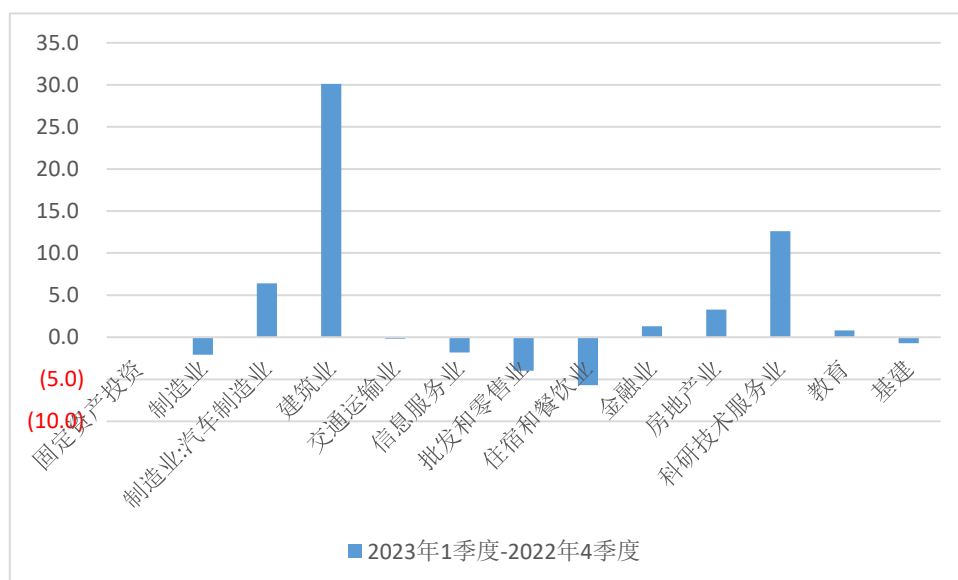


图 6 2023 年第一季度行业固定资产投资增速变化（百分点）

数据来源：CEIC。

出口增速逐月向好，外贸或低位企稳。虽然从季度增速来看，第一季度出口



和进口双双放缓，但是从月度增速来看，出口呈现逐月向好的趋势，净出口也大幅增长，1至3月份出口当月增速分别为-1.9%、5.2%、23.4%（图7），净出口增速分别为28.2%、-42.3%、100%，主要得益于我国外贸的强大韧性，以及一系列外贸稳规模优结构举措成效显著。进一步分析机电产品的出口情况。海外需求从2022年开始放缓，导致我国各类机电产品出口数量陆续下降，随着价格支撑因素减弱，总体机电产品的出口金额于去年10月份起也由增长转为下降。但是今年以来，机电产品出口的价、量因素均出现了积极变化。从价来看，3月份机电产品出口总金额增速由从去年底的-12.9%连续3个月回升至12.3%，家用电器、通用器械、电子元件等多半产品都恢复了正增长，其余产品也大多降幅收窄。从量来看，大部分机电产品也都出现了增速转正或降幅收窄的积极变化。最为强劲的是汽车出口，价、量增速都在100%左右，其中电动车出口价、量增速甚至超过200%。以上或表明我国外贸低位企稳的迹象。



图7 2023年前三月份出口增速(%)

数据来源：CEIC。

整体就业形势平稳，但是毕业生失业率再度攀升。第一季度城镇调查失业率为5.3%（图8），较去年12月份降低0.2个百分点，其中，25-59岁的基础群体失业率下降0.5个百分点至4.3%，处于2018年有记录以来较低水平；而16-24岁的毕业生群体失业率跃升2.9个百分点至19.6%，自有记录以来仅低于2022年7月份的高点19.9%。

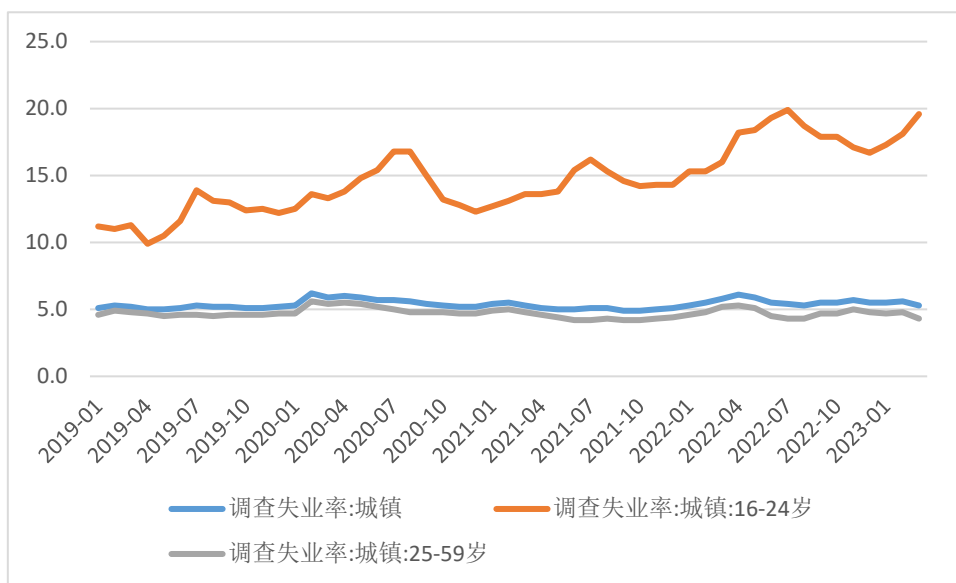


图8 城镇调查失业率 (%)

数据来源：CEIC。

房地产市场供给端压力仍然较大，需求端修复不及疫情前水平。供给端来看，第一季度开工面积、施工面积延续负增长，分别同比下降 19.2%、5.2%，降幅分别较上季度收窄 20 个百分点、2 个百分点。“保交楼”政策效果显著，房地产竣工面积同比增长 14.7%，处于 2021 年 12 月份以来最高水平。需求端来看，房地产销售额同比增速从上季度的-26.7%回升至 4.1%，不及 2019 年同期 5.6%的水平。东部地区房地产销售修复更快，东、中、西部销售额分别同比增长 9.1%、-5.2%、-4.9%。大部分城市的房价仍低于去年同期，截至今年 3 月份，70 个城市的新建住房价格指数中，超过 50 个城市连续 7 个月同比下降。结合房地产投资等数据来看，房地产市场的整体修复程度相对有限。

## 二、宏观金融分析

**2023 年第一季度货币和信用增速双双提高。**第一季度 M1、M2、信用总量分别同比增长 5.1%、12.7%、9.6%，较上季度分别提高 1.4 个、0.9 个、0.6 个百分点。其中需要注意两个增速差：一是 M2 与 M1 的增速差，为 7.6 个百分点，较上季度小幅收窄 0.5 个百分点，处于 2010 年以来 85%分位数水平。反映货币活性小幅改善，但是存款定期化趋势仍然明显；其二是 M2 与信用总量的增速差，为 3.1 个百分点，已经持续 4 个月保持正差值，并逐月走阔，主要原因是企业债券融资放缓、甚至转为下降，减少信用扩张而不影响货币。还有一个原因是表外

理财回表，资金从信用转化为货币。两因素均与债券市场调整有关。由于偿还高峰到来，以及债券利率上行，债券市场修复压力仍然较大。

第一季度信用总量规模为 350 万亿元，其中居民部门、信贷渠道的信用扩张较快。第一季度，信用总量环比增加 13.6 万亿元。分部门来看，企业是信用扩张的主体，但是居民信用扩张明显加快。企业增量占比 66.3%，同比下滑 4.9 个百分点；居民增量占比 18.7%，同比上升 6.9 个百分点；政府部门增量占比 15.1%，同比下滑 2 个百分点。分融资渠道来看，银行信贷是信用扩张的主要渠道，债券融资放缓，非银金融机构的信用创造活动继续修复。境内外信贷增量占比 84.7%，同比上升 5.3 个百分点；债券融资增量占比 15.7%，同比下滑 6.6 个百分点；非银创造的信用增量占比-0.4%，同比收窄 1.3 个百分点。

利率方面，短、中期资金利率上行，资金面趋紧。7 天常备借贷便利 (SLF) 利率和超额准备金利率，分别是我国利率走廊的上下限。7 天逆回购利率 (SLO) 和 1 年期中期借贷便利 (MLF) 分别是政策引导的短期和中期利率中枢。2 月初，以 DR007 (7 天银行间存款类机构债券质押式回购加权利率) 和 R007 (7 天银行间债券质押式回购加权利率) 为代表的市场利率超过 7 天 SLO (图 9)。2 月中旬，1 年期的 DR1Y 和 R1Y 也超过了 1 年期 MLF。短、中期市场利率同时超过政策利率中枢，资金供应趋紧态势明显。第一季度货币供应提速的同时，央行还通过超额续作 MLF、逆回购以及降准等多重方式，净投放现金 961 亿元，释放中长期资金约 6000 亿元。但是短中期利率却一直上行并持续高于政策利率。货币政策稳中偏松与市场资金面收紧存在矛盾，与居民及企业部门将货币以定期存款方式窖藏有关。

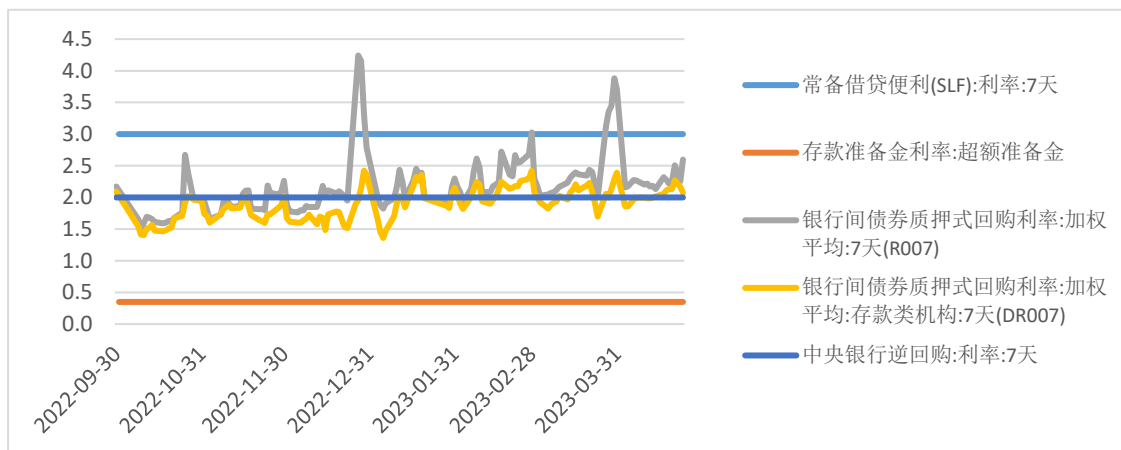


图 9 利率走廊及资金利率走势 (%)

数据来源: Wind。

## （一）企业部门

企业部门信用融资加快，支撑因素来自于短期、中长期贷款双双高增，以及委托贷款在基础设施投资基金的支撑下加快增长。2023 年第一季度，企业部门信用总量为 193 万亿元，同比增长 10.1%（图 10），增速较上季度提高 0.4 个百分点。分融资渠道来看，其一是企业贷款融资加快，余额同比增长 13.7%，增速较上季度提高 0.6 个百分点。其中，短期贷款增速环比提高 1.5 个百分点至 9.5%，增速创 2020 年第三季度以来新高；中长期贷款增速环比提高 2.9 个百分点至 17.4%，创 2011 年 2 月份以来新高；票据融资增速环比下滑 19 个百分点至 11%，创近两年新低。总体上，企业的短期及中长期融资需求旺盛，且信贷结构改善。其二是企业债券融资收缩，扣除了城投债的企业债券余额同比下降 2.2%，增速较上季度下滑 2.1 个百分点。主要原因是偿还高峰到来，第一季度企业债券整体比上年同期多偿还近四万亿元，导致净融资规模同比下降 57.9%，以及债券利率上行，债券滚续需求下滑；其三是非银行金融机构为企业创造的信用活动继续修复，余额同比下降 1.4%，降幅较上季度收窄 0.4 个百分点，主要原因是基础设施产业投资基金中的大部分资本金贷款以股东借款方式投放，推动委托贷款快速增长。

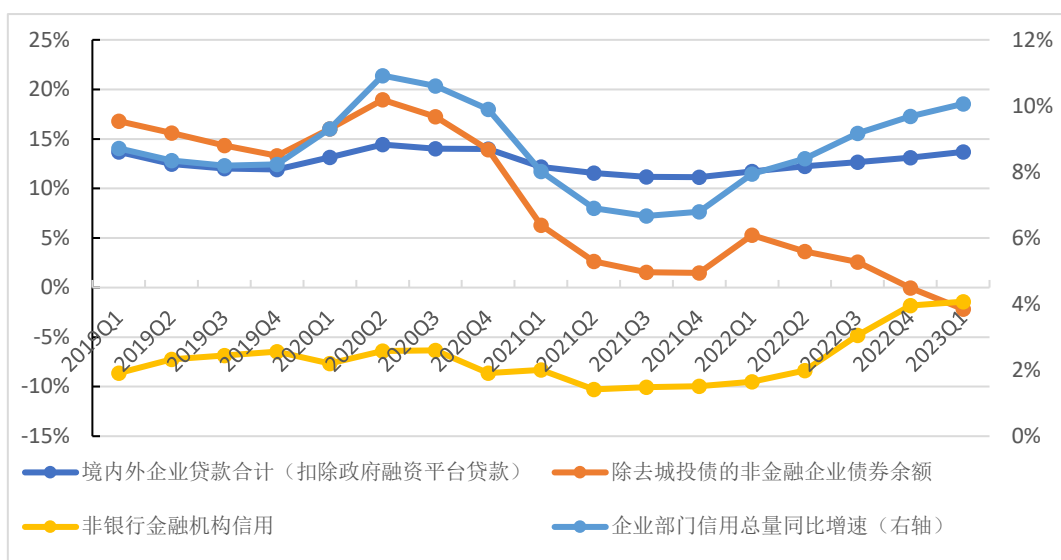


图 10 非金融企业信用总量各科目同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

企业的货币窖藏现象进一步延续，预期和信心仍未企稳。第一季度企业存款同比增长 8.9%，增速较上季度提高 2.1 个百分点。其中，活期存款增速由负转

正，环比提高 2.3 个百分点至 1.6%，企业的流动性有所好转，不过程度有限；中长期存款增速环比提高 1.8 个百分点至 13%，企业仍更愿意将货币窖藏在银行。

**当前工业经济疲软与服务业经济反弹并存，企业修复不均衡。**一方面，**工业经济增长乏力**。其特征，一是生产放缓，第一季度工业增加值同比增长 3%，较上季度下滑 0.6 个百分点；二是大类行业全部放缓，采矿业、制造业、电燃水供应业的增加值同比增速分别为 3.2%、2.9%、3.3%，均低于上季度水平，其中制造业增速低于整体工业水平；三是企业经营困难，第一季度规模以上工业企业利润同比下降 21.4%，较上季末下滑 17.4 个百分点；四是景气度不稳，虽然与去年末相比，今年第一季度生产、新订单、新出口订单等大部分 PMI 都从回升至了 50 以上，但是与 2 月份相比，3 月份各项 PMI 基本都出现回落。另一方面，**服务业经济反弹**。其特征，一是产值增速明显加快，第一季度服务业实际 GDP 同比增长 5.4%，较上季度提高 3.1 个百分点，服务业生产指数累计同比增长 6.7%，较上季度提高 6.8 个百分点；二是大部分行业形成拉动作用，除了房地产和交运仓邮业以外，其他主要行业均高于整体服务业增速，其中，住宿餐饮业增速最高且反弹力度最大，同比增长 13.6%，较上季度回升 15.9 个百分点；三是企业经营增长，截至 2 月份，规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 3.4%，比上季度加快 0.7 个百分点；四是景气度持续改善，服务业的商务活动指数为 56.9%，创下 2012 年有记录以来新高。

## **（二）居民部门**

居民部门信用总量规模为 77.5 万亿元，同比增长 7.1%（图 11），增速较上季度提高 1.7 个百分点。具体来看，短期消费贷款增速环比提高 9.5 个百分点至 9.4%，中长期消费贷款增速环比下滑 0.3 个百分点至 2.3%。**居民消费意愿回暖**。短期及中长期经营贷款分别增长 15.8%、21.7%，增速较上季度分别提高 2.1 个百分点、2.5 个百分点。经营贷款高增的原因，一方面是**消费修复、个体工商户的经营融资需求旺盛**，另一方面是**部分经营贷款被挪用至房地产市场**，今年已有不少银行因此受到处罚。

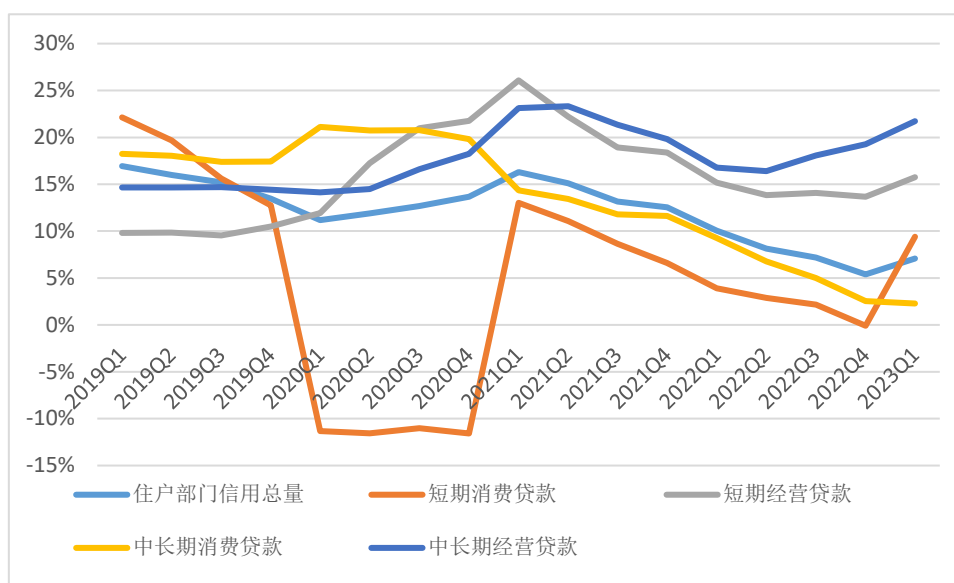


图 11 居民部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

**居民存款窖藏现象加剧。**第一季度，居民存款同比增长 18%，增速较上季度提高 0.7 个百分点。其中，活期存款增速环比下滑 2 个百分点至 9.8%，居民存款通过消费向企业存款转化；定期存款增速环比提高 1.7 个百分点至 21.8%，反映货币窖藏现象加剧。虽然第一季度消费反弹，但是多为“恢复性”的，居民预期不稳、信心不足，核心需求仍然萎靡，大量资金被放在定期存款、结构性存款中。在多地银行下调存款利率的背景下，部分资金也转移至带有理财性质的储蓄型保险中。

**当前居民收入修复仍不理想。**扣除价格因素，第一季度人均可支配收入增长 3.8%，较上季度回升 0.9 个百分点，距离疫情前 7% 左右的水平仍有较大差距。

### （三）政府部门

政府部门信用总量为 79.6 万亿元，同比增长 11%（图 12），增速基本与上季度持平。其中，中央政府的信用增速环比上升 1.5 个百分点至 12.7%，原因是国债发行提速；地方政府的信用增速环比下滑 0.6 个百分点至 10.2%，原因是债券偿还高峰到来，余额增速放缓。第一季度地方政府债券、城投债发行分别同比增长 9.2%、21.9%，偿还规模分别同比增长 133.7%、39%，导致净融资规模分别同比下降 2.7%、1.6%。

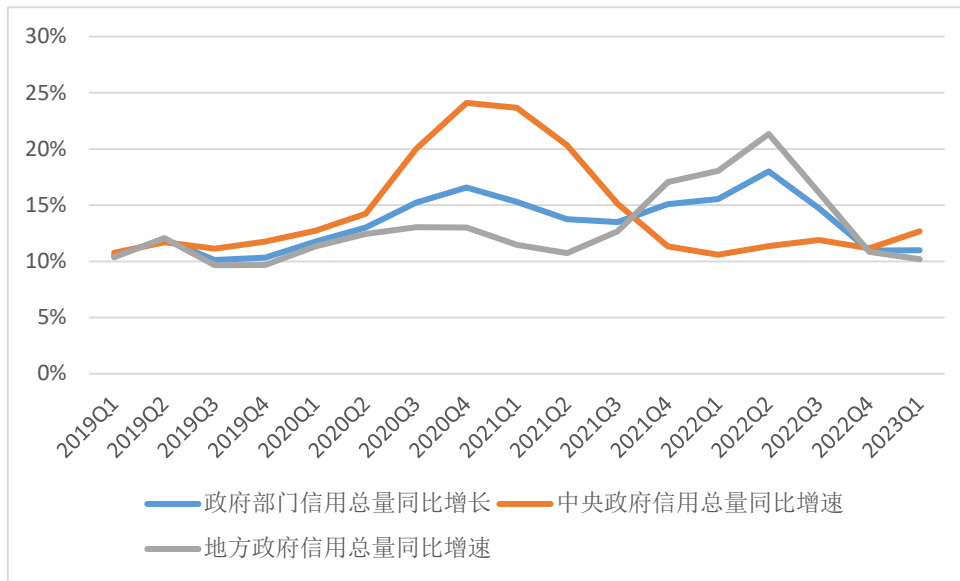


图 12 政府部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

经济修复不均衡叠加财政延续发力，导致财政收支压力上升。第一季度，一般公共预算收入、支出分别同比增长 0.5%、6.8%，与上季末相比分别下降 0.1 个百分点、提高 0.7 个百分点。经济修复不均衡叠加财政延续发力，导致政府收支差距扩大。从收入端来看，税收收入同比下降 1.4%，已经连续 11 个月下降，但是降幅较上季末收窄 2.1 个百分点，主要归因于企业所得税、增值税、房产税、契税、土地使用税等增速回升，与企业经营修复（主要是服务业）、房地产修复有关。而消费税、个人所得税、关税、进口税、印花税、耕地占用税、资源税等增速由正转负，车辆购置税继续深度萎缩，主要源于财政政策对消费、外贸、市场交易、农业、国有资源利用（补充财政收入）、汽车产业等重点领域的税费支持。非税收入同比增长 10.9%，增速较上季末下滑 13.5 个百分点，已经连续 13 个月高于财政收入增速，政府积极推进闲置国有资产盘活工作。从支出端来看，科学技术、社保就业、城乡事务、农林水务、债务付息这几项增速较上季末增加，反映当前发力点集中在核心技术攻坚、稳就业、促基建和化风险上。综合来看，今年财政政策更加精准、有力，同时兼顾当下和未来，也意味着今年财政收支矛盾仍将突出。由于消费税、车购税、关税都是中央独享税，导致中央收入由增长转为下降，而地方收入由下降转为增长，第一季度中央、地方政府收入增速分别是 -4.7%、5%，支出增速分别是 6.4%、6.9%，央地收入差距明显缩小。

由于土地市场持续低迷，政府性基金总体收入、支出跌幅双双扩大，第一季

度收入、支出分别同比下降 21.8%、15%，较上季末分别下滑 1.2 个、12.5 个百分点。其中，地方政府收入同比下降 23.6%，较上季末下滑 3.7 个百分点，支出同比下降 15.2%，较上季末下滑 10.5 个百分点。第一季度土地市场出让收入、支出仍然深度萎缩，对地方财力仍有较大影响。

**今年地方政府债券发行速度仍然较快，主要支持传统基建。**第一季度累计发行地方政府债 2.1 万亿元，同比增长 15.6%，增速创近 6 个月来新高。其中，新增一般债券同比增长 14.9%，占全部增量的 15%；新增专项债券同比增长 4.5%，占比 64%；再融资债券同比增长 73%，增速创 2022 年 1 月份以来新高，占比 21%，债券滚续需求增多。专项债仍是新增债券的主体，发行进度约 36%，与去年持平，主要用于支持市政和产业园区基础设施、交通基础设施、社会事业以及保障性安居住房等传统领域，而支持新型基础设施和新能源项目的比重目前在 1% 左右。

**地方政府的债务压力持续攀升。**自 2009 年以来，积极的财政政策已经实施了 15 年，使得政府、尤其是地方政府的债务迅速扩张。自 2018 年有记录以来，地方政府债务余额的年均增速为 16.4%，远高于同期 GDP 的年均增速 7.8%。据社科院统计，2015 年至 2020 年，政府显性债务的付息支出增速均在 20% 以上。在去年税源萎缩的背景下，地方政府债券付息首次突破万亿、达到 1.1 万亿元。需要注意的是，虽然债券的本金能够通过再融资债券滚续，但是利息却必须由财政资金偿还。虽然目前地方政府显性债务相对可控，但是仍有四点需要关注：其一是**地方政府之间的资产和财力存在差异**，化债进度不一，弱资质地区的债务更容易“滚雪球”；其二是**寻找财政“不可能三角”——增支、减收、控债的优解**，把握好稳增长与防风险的平衡；其三是**防范隐性债务风险的不确定性**；其四是**警惕财政、企业、金融风险共振**。

**近年来地方政府的隐性债务化解工作稳步推进。**按照监管部门之前的表述，全国要在 2028 年前实现隐性债务清零。过去两年广东、北京和个别市县已先后实现了隐性债务清零。与此同时，城投公司的市场化转型也进一步提速。2023 年以来，以江苏为首的等多个省份城市的多家城投企业宣布“不再承担政府融资职能”。截至 3 月 1 日，今年已有 56 家平台公司“退出”，数量达到了去年全年的一半。自 2010 年中央加强融资平台管理以来，以不同程度“退出”的城投企



业已累计超过 3000 家，多集中在浙江和江苏，主要原因是配合隐性债务清理，以及规避融资监管。不过，部分已“退出”城投企业的实际股东仍为当地政府，高管仍为政府任命，主要业务仍为地方基建。因此，“退出”城投企业与地方政府信用的剥离程度仍需进一步评估。

### 三、小结与下阶段展望

当前经济复苏的结构并不均衡，出现明显改善的行业，基本都是原来深度萎缩、后由于政策放松而大幅反弹的行业，例如劳动密集型服务业、房地产业、建筑业等。因此，**2023 年第一季度经济改善更多源于“恢复性”复苏，而内生性增长动能的修复并不明显**，物价的持续下滑已是反映。居民和企业预期不稳、信心不足，导致**宽松的货币供应难以精准滴灌到实体经济**，有相当一部分资金脱实向虚，被居民和企业窖藏在定期存款中，或违规挪用于偿还贷款本息、购买理财产品、置换房贷等，导致市场资金利率不降反升。虽然财政政策保持积极，但是受到收支和偿债双重压力掣肘，地方政府财力正在紧绷。随着一系列稳外贸政策出台显效，今年外需压力料将有所缓解。至于内生性增长动能的修复，由于生产和投资的最终目的是消费，因此**发力点还是在消费上**。

我们通过滤波方法提取了消费的主要趋势，时间区间选取 2010 年（劳动年龄人口占比达峰的年份）至 2023 年 3 月份。结果发现，虽然消费在疫情后有短暂反弹，但是随后又回归疫情前的长期下滑趋势（图 13）。从规模以上增速来看，除了石油及制品类消费和药品类消费在疫情后持续反弹回升以外，其他必选消费、可选消费全部回归长期下滑趋势。背后主要有两方面影响因素：其一是居民收入增速持续下滑（自 2014 年有记录起）。其二是 16-24 岁毕业生群体失业率持续攀升（自 2018 年有记录起）。值得注意的是，无论是疫情前还是疫情后，居民收入和毕业生失业率趋势的斜率并没有发生变化，说明消费萎靡并不是由疫情造成的，而是由长期的、内生性的结构性因素导致的。因此，结构性的改革才是对症下药，如在收入分配结构方面，提高居民收入占国民收入比重；在要素投入结构方面，加快人才、科技、创新等高级生产要素投入；在产业结构方面，加快推动传统产业转型升级等等。

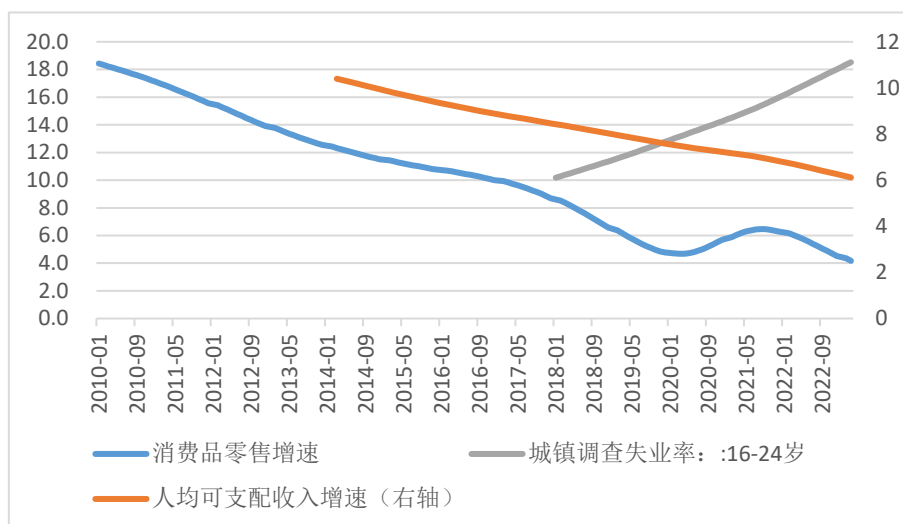


图 13 消费相关数据的主要趋势 (%)

数据来源：CEIC。

结合 4 月 28 日的中央政治局会议部署，我们认为第二季度有以下几个关注点：**其一是重点群体就业问题有望改善。**今年多项会议、多份文件将“稳就业”摆在首位，围绕“扩、促、兜”综合施策，例如对吸纳毕业生群体的企业发放补贴，并支持金融机构助力企业稳岗扩岗等。随着政策落实见效，今年重点群体就业问题有望改善。**其二是需求潜力有望进一步释放。**国内服务业反弹修复，引领消费市场逐步回暖。政治局会议强调“财政政策和货币政策形成扩大需求的合力”，接下来，宏观政策将聚焦总需求，进一步加强协调配合。**其三是新能源汽车出口的高增态势有望延续。**我国新能源车出口竞争力明显增强，产量和销量在过去两年逐年翻番。此次政治局会议提出“巩固和发展新能源汽车优势”，国家及地方层面有望出台面向新能源车及配套基础设施的支持政策，进一步提升我国新能源车的国际竞争力。**其四是平台经济发展将迎来机遇。**政治局会议在“平台企业规范健康发展”的基础上新增“鼓励头部平台企业探索创新”表述，表达了中央支持平台经济的态度，将促进平台企业通过创新（数字化）赋能实体经济，引领发展、创造就业并加强国际竞争力。**其五是防范化解风险不动摇。**政治局会议提到“聚焦金融、房地产、地方政府债务等重点风险领域”。金融化险的重点是中小银行、保险和信托的改革化险。这些机构的抵御风险能力往往较弱，且大部分业务与“房地产”“城投企业”等风险积聚领域深度绑定，更容易受到信用风险冲击，继而引发区域性或全国性金融风险；房地产保持“房住不炒”、“保交楼”、“探索房地产发展新模式”等基调，稳信心、稳预期仍将是政策重点。

4 月份我国全面实现不动产统一登记，将有助于提高房地产调控的精准性；地方政府债务化险的重点仍是严控新增隐性债务。接下来财政部将进一步打破政府兜底预期，分类推进融资平台公司市场化转型，厘清城投与政府的界限。

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。