



**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10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。

# 经济复苏几何

## 摘要

在未来相当长一段时间内，全球经济体将主要面临两个问题，一是持续滞胀，今明两年全球通胀仍将维持高位，二是经济体之间周期错位，除了美国，其他国家远未追平疫情造成的经济损失。我国与主要经济体的周期错位更加明显，具体体现为复苏错位、通胀错位和利率错位，导致我国面临外需疲软、人民币资产吸引力下降、货币政策空间受限等多重挑战。不过，主要掣肘还是内需疲软。

第三季度经济增长有三个特征，其一是经济底部基本确立，其二是总需求不足、通货紧缩的压力犹存，其三是三产的需求修复好于二产。三驾马车中，消费和外贸边际改善，但是，消费的疤痕效应依然存在，外贸仍面临海外需求疲软、美元升值、地缘冲突等压力。而固定资产投资持续疲软，房地产投资是主要拖累。金融数据方面也印证消费边际回暖，不过私人部门信心仍显不足，体现为企业债券融资萎缩、居民房贷疲软，企业中长期贷款的投资效率不高，以及货币活性依然较低、居民定期存款高增。

我国 CPI 与 PPI 从 2012 年 8 月之后由共周期转向脱钩，主要原因在于我国投资驱动的经济发展模式效率降低。在后人口红利时期，依赖高投资的经济增长模式失灵，投资既无法创造新的就业，也难以产生新的收入，导致 CPI 和 PPI 关系断裂。其实，私人部门早已认识到这点，从 2015 年之后，城投企业便代替私人部门，成为加杠杆的主体，导致

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

### 【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

包含城投在内的地方政府杠杆率大幅攀升，投资效率进一步降低，债务风险快速积蓄。

综合而言，结论有两个：一是第三季度经济周期底部基本确立，起底回升概率很大；二是中长期依然面临的是结构问题，需要从出口导向、投资驱动转向消费主导、创新驱动。

## 目 录

一、	外部形势概览：滞胀与错位的周期 .....	1
二、	中国经济及金融形势：底部基本确立 .....	4
三、	PPI 与 CPI 从共周期到脱钩：中长期的结构性问题 .....	10

## 一、 外部形势概览：滞胀与错位的周期

在未来相当长一段时间内，全球经济体将主要面临两个问题：一是持续滞胀。经历一年多的加息周期，主要国家经济增速放缓，但通胀水平却仍高于各央行控制目标。例如，第三季度美国 CPI 同比从 3% 反升至 3.7%，欧元区、日本的 CPI 同比分别为 4.3%、3%。根据 IMF 于 10 月份发布的《世界经济展望》报告（表 1），今明两年全球通胀仍将维持高位。二是经济体之间周期错位。同样面临滞胀，各经济体却处于不同的经济周期。例如，美国投资和消费强劲，在通胀下行的过程中，失业率也保持低位，美元、美股持续走强，并未出现市场此前普遍预期的衰退景象，被 IMF 预期可能成为 2023 年唯一经济增长超过疫情前预期的主要经济体。而其他发达、新兴与发展中经济体，尤其是中国，远未追平疫情造成的经济损失（图 1）。

表 1 IMF10 月份《世界经济展望》报告（%）

		2022	2023	2024
实际 GDP 增速	全球	3.5	3.0 (持平)	2.9 (下调 0.1)
	发达经济体	2.6	1.5	1.4
	美国	2.1	2.1 (上调 0.3)	1.5 (上调 0.5)
	欧元区	3.3	0.7 (下调 0.2)	1.2 (下调 0.3)
	德国	1.8	-0.5	0.9
	日本	1.0	2.0	1.0
	新兴和发展中经济体	4.1	4.0	4.0
	中国	3.0	5.0 (下调 0.2)	4.2 (下调 0.3)
	印度	7.2	6.3	6.3
全球贸易增速		5.1	0.9 (下调 1.1)	3.5 (下调 0.2)
CPI 同比	全球	8.7	6.9	5.8 (上调 0.6)
	发达经济体	7.3	4.6	3.0
	新兴和发展中经济体	9.8	8.5	7.8

数据来源：IMF。括号里为较 7 月份预测值变化。

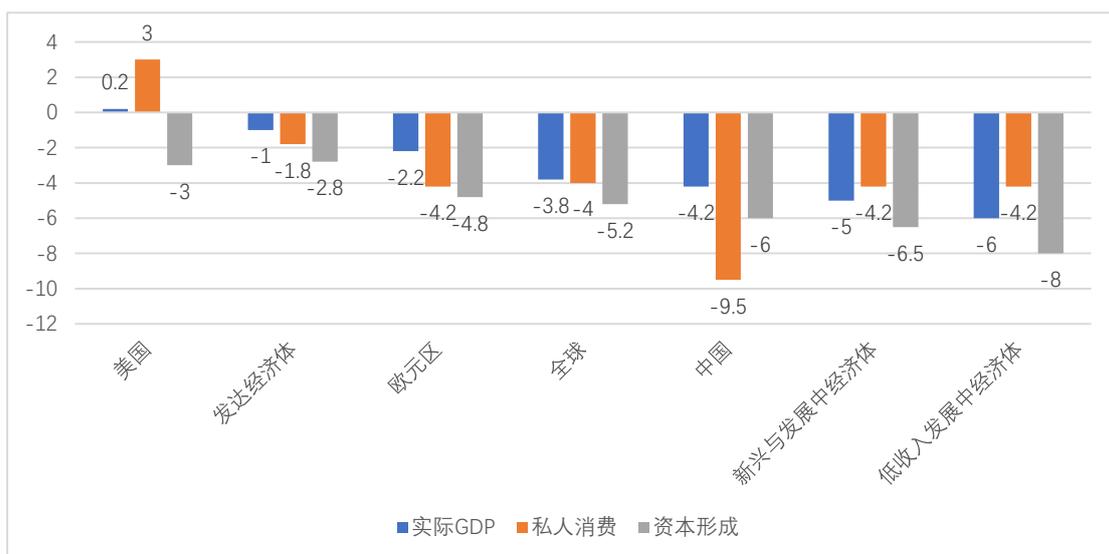


图1 疫情造成的经济损失（与新冠疫情前预测相比的各项经济指标，%）

数据来源：IMF。

我国与主要经济体的周期错位更加明显，具体体现为复苏错位、通胀错位和利率错位。其一，我国经济从2023年才正式开启修复，比其他国家晚了2年左右。无论是制造业还是服务业（图2），2021-2022年间，全球PMI（不含中国）基本一直高于全球PMI（含中国），而2023年后，主要经济体增长放缓、我国经济开启修复，后者迅速反超前者。其二，即便全球供应链紊乱、输入性通胀压力增大，我国仍面临通缩压力。主要经济体核心通胀放缓，但仍保持高位，而我国核心通胀不足1%（图3）。其三，我国利率保持在较低水平。全球加息步伐放缓，但利率仍保持在高位。而国内不断降息，与其他国家利差走扩（图4）。周期错位导致我国经济复苏面临外需疲软、人民币资产吸引力下降、货币政策空间受限等多重挑战。不过，主要掣肘还是内需疲软。

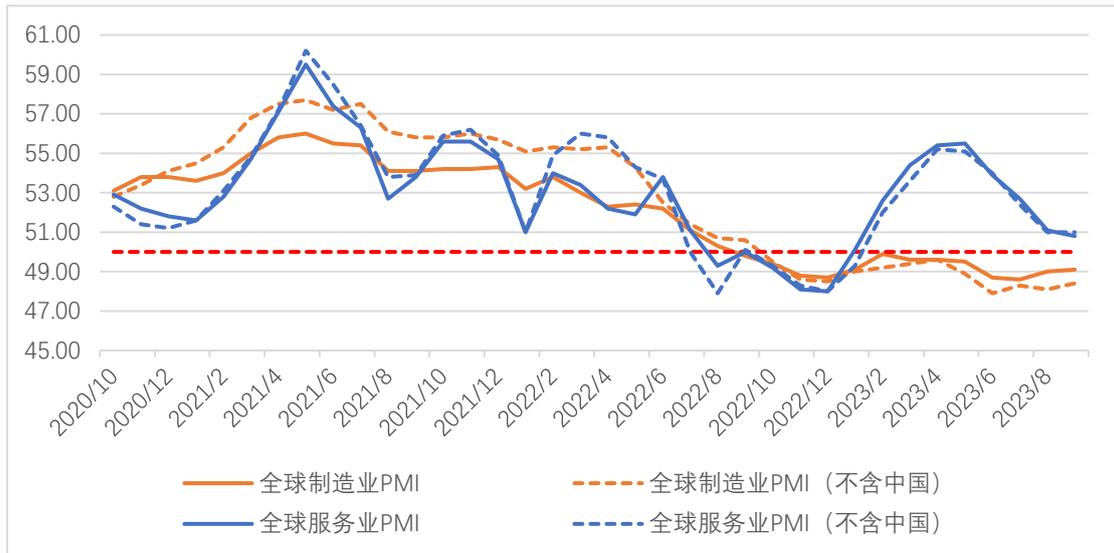


图2 全球制造业与服务业 PMI (%)

数据来源：CEIC。

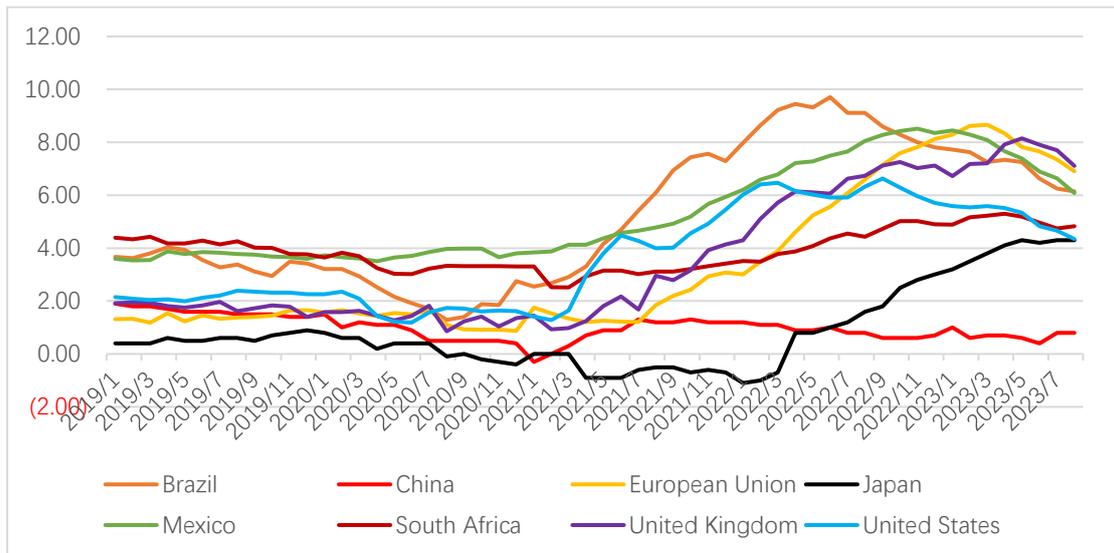


图3 核心 CPI 同比 (%)

数据来源：CEIC。

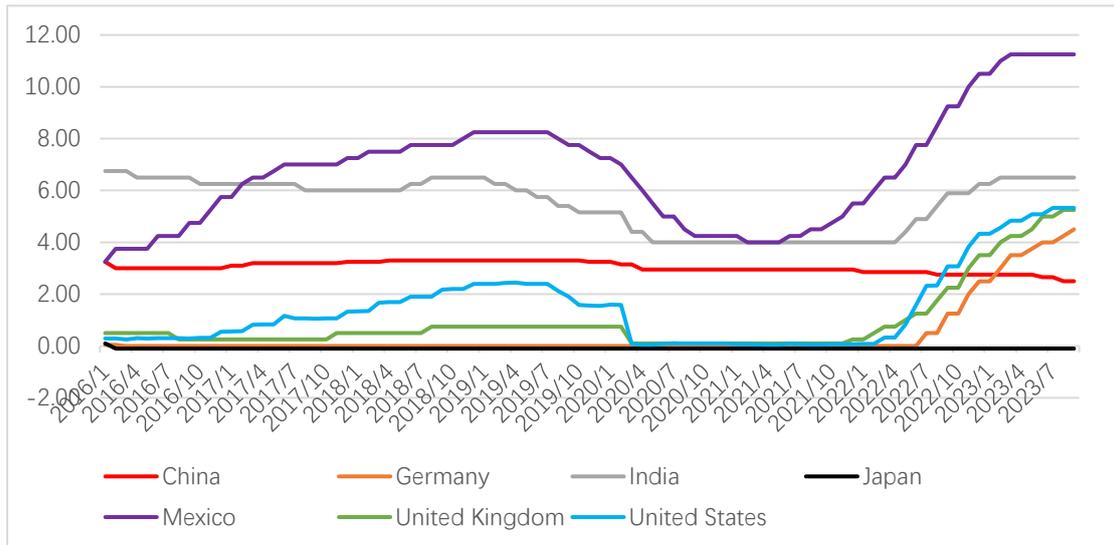


图 4 央行基准利率 (%)

数据来源：CEIC。

## 二、 中国经济及金融形势：底部基本确立

第三季度经济增长有三个特征：**其一，经济底部基本确立**。虽然第三季度实际 GDP 增速为 4.9%，低于第二季度的 6.3%，但超过了市场普遍预期；**其二，总需求不足、通货紧缩的压力依然存在**。名义 GDP 增速仍低于实际 GDP 增速（图 5），表明 GDP 平减指数依然为负。GDP 平减指数、PPI 同比和 CPI 同比是衡量物价变化的三大指数，如今，前两者都为负数，后者放缓至 0%，指向是一致的；**其三，三产的需求修复好于二产**。二产的名义 GDP 增速低于实际 GDP 增速，说明价格形成拖累，产能过剩压力依然存在。而三产实际增速下行，但名义增速已经高于实际增速，说明价格形成支撑，需求基本恢复。

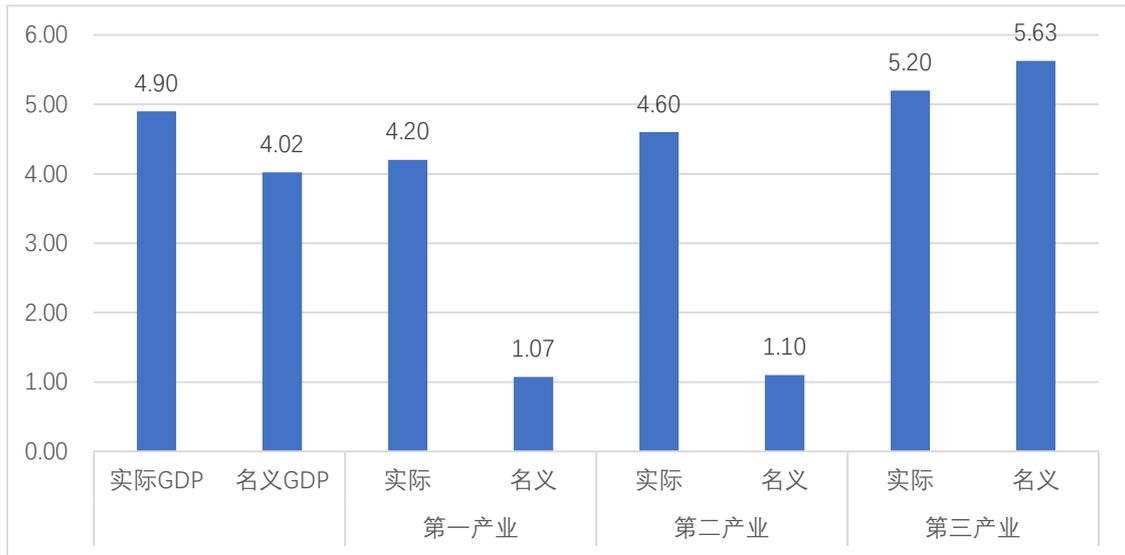


图5 第三季度 GDP 同比增速 (%)

数据来源：Wind。

消费边际改善，但是尚未回到疫情前水平。第三季度消费对 GDP 累计同比的贡献率为 83.2%，超过 2019 年同期（图 6），主要源于两个因素改善：一是就业回升，9 月份失业率下行至 5%，低于 2019 年同期。二是居民收入回升。人均可支配收入的实际增速为 5.9%，与 2019 年同期基本持平。不过，消费的疤痕效应依然存在。9 月份，社会消费品零售总额累计同比增长 5.5%，低于 2019 年同期 2 个百分点左右；从节日消费来看，按照可比口径，今年十一假期日均每人消费额仅为 2019 年同期的 85%；截止 8 月份的消费意愿指数仅为 2019 年同期的 79%。消费品价格仍缺乏上涨动力（图 7），9 月份，整体 CPI 为 0%，核心、服务 CPI 同比在 1% 左右，消费品、食品 CPI 同比分别下降 0.9%、3.2%。

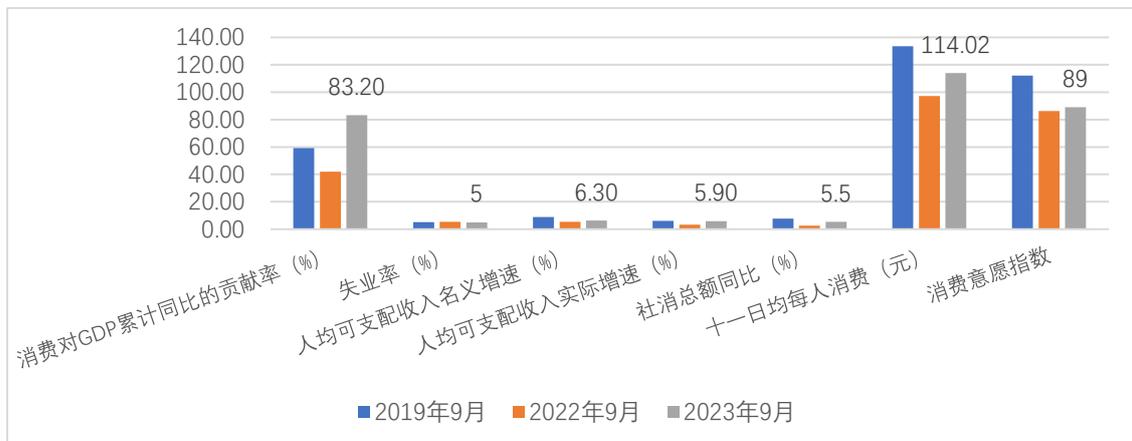


图6 消费相关指标 (%)

数据来源：国家统计局。

注：其中，消费意愿指数为 8 月份数据。

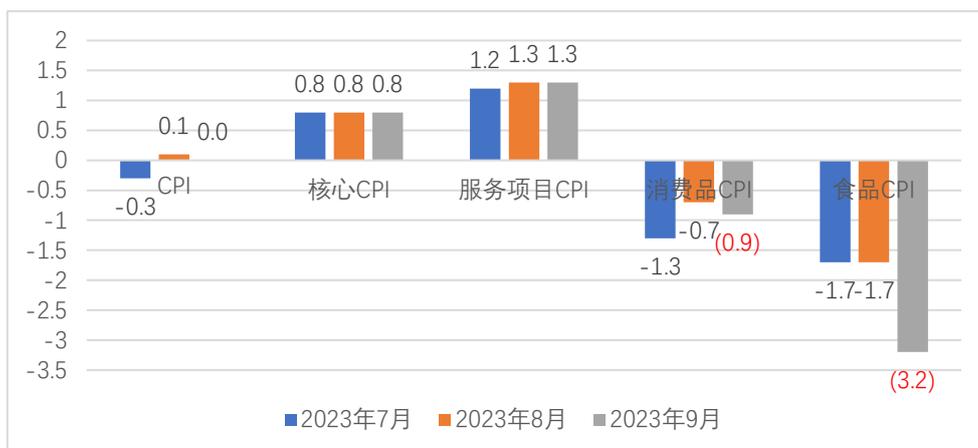


图7 CPI当月同比增速(%)

数据来源：CEIC。

外贸边际改善，但仍面临较大压力。在高基数效应改善、部分大宗商品价格回升等有利因素下，7至9月份出口当月同比降幅逐月收窄（图8）。不过，外贸仍面临较大压力。一是海外需求仍然疲软，全球制造业PMI连续第13个月低于荣枯线，美国、欧盟、东盟等主要贸易伙伴PMI均在收缩区间（图9）。二是美元升值的影响也比较大，以美元计价的进、出口降幅更高。近期的地缘政治冲突也可能通过大宗商品供应链对外贸产生扰动。

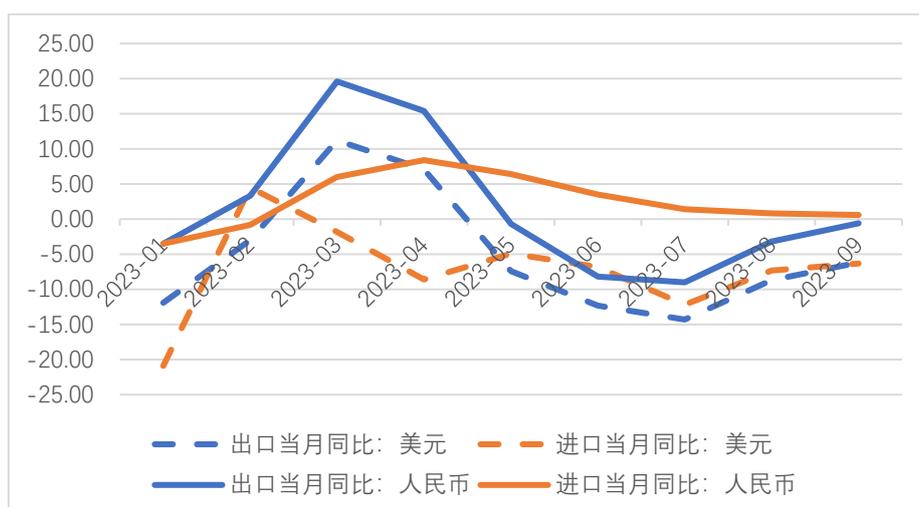


图8 进、出口当月同比增速(%)

数据来源：Wind。

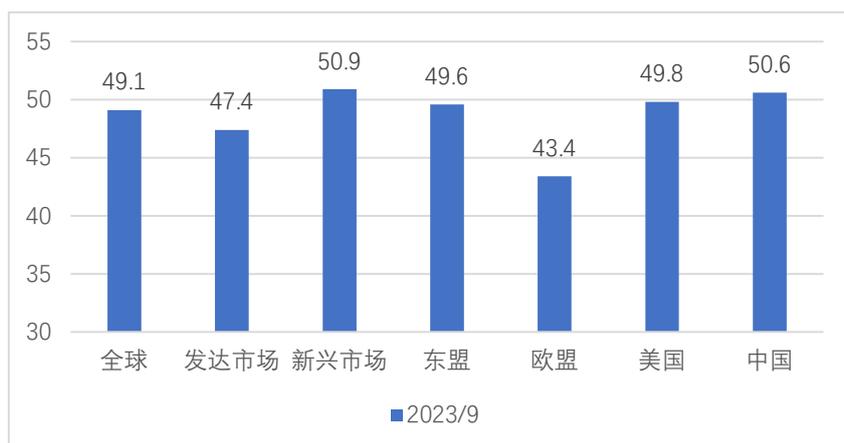


图9 全球主要经济体 PMI (%)

数据来源：CEIC。

固定资产投资持续疲软，房地产投资是主要拖累。统计局公布，9月份固定资产投资完成额的累计同比增速为3.1%，而我们根据固定资产投资完成额规模计算得到的9月份增速为-11%。对比统计局披露的增速和据规模计算的增速这两个指标自2001年以来走势，发现统计局分别在2002-2006年、2011年经济过热时下调了投资增速，而在2018年后经济放缓时上修了投资增速，我们认为其中可能存在主观动机(图10)。即便如此，固定资产投资完成额增速也远低于2022年和2019年同期(图11)，背后的主要原因是房地产市场持续萎靡，房地产销售额、新开工面积、施工面积的萎缩幅度，以及新、二手房价，都没有明显改善。

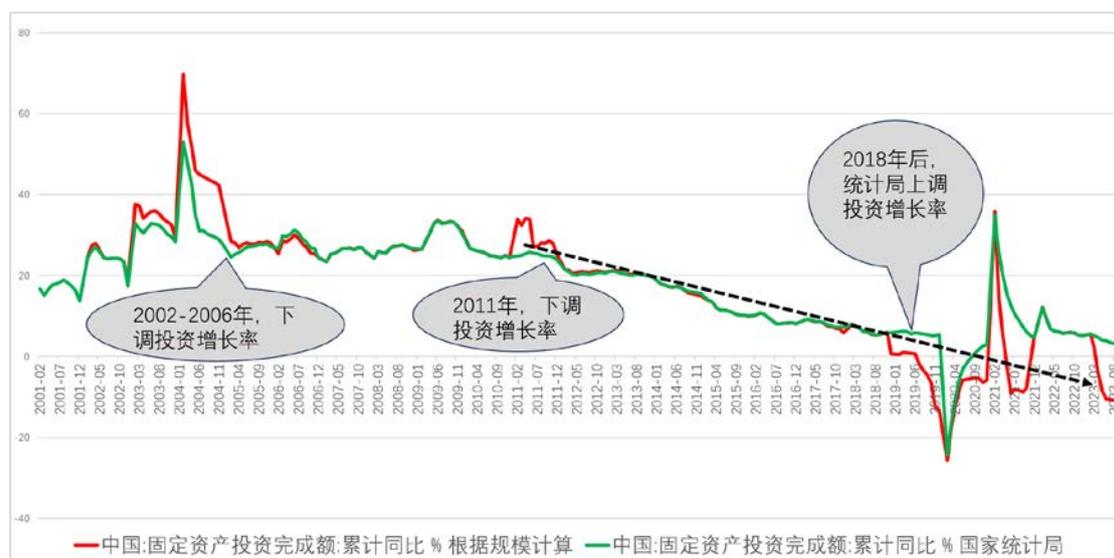


图10 两种固定资产完成额投资增速对比 (%)

数据来源：Wind。

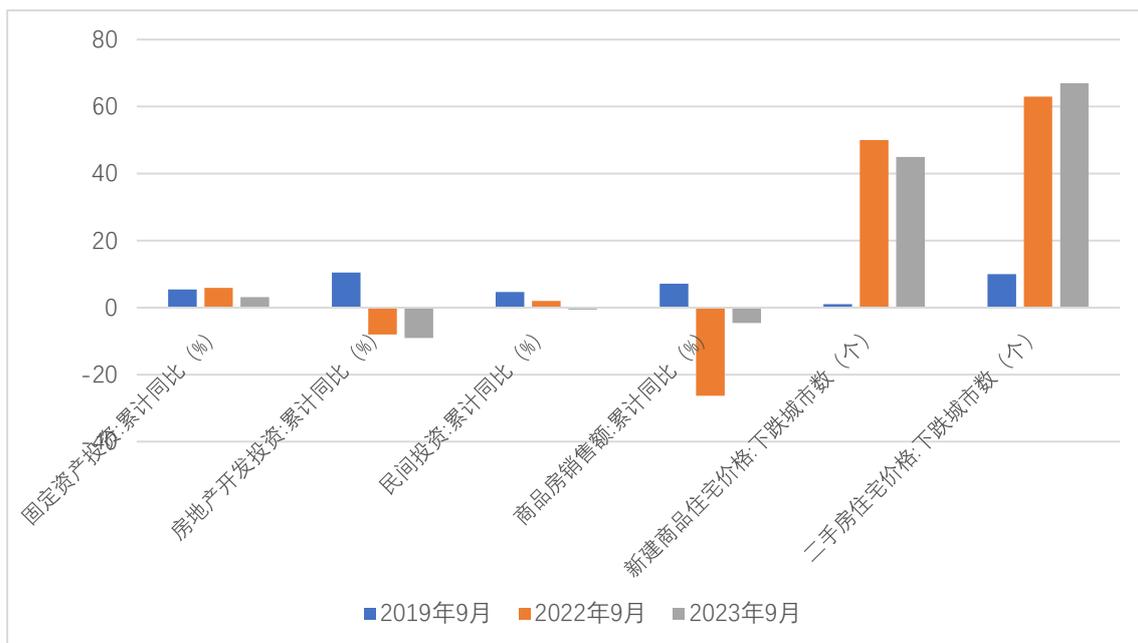


图 11 投资相关指标

数据来源：Wind。

与消费相关的金融数据印证边际回暖，不过企业和居民信心仍显不足。第三季度信用总量为 356.9 万亿元，同比增长 9.14%，从结构上来看，居民短期消费贷款和政府债券融资仍保持较快增长（图 12），反映积极的财政政策推动消费复苏，这与消费边际回暖的表现是相互印证的。不过，主体信心仍显不足：一是企业债券融资下降、居民房贷疲软。以市场化方式进行的直接融资在一定程度上反映了企业对未来投资回报的信心，而企业债券融资余额已经连续三个季度收缩；二是企业中长期贷款的投资效率并不高。企业中长期贷款高增与固定资产投资疲软并存的现象自 2022 年下半年起持续至今，原因有几种：1. 小规模投资较多，因此未被录入固定资产投资完成额的统计口径（500 万元及以上）。从固定投资完成额的结构来看，也存在投资规模收缩的特征——扩建投资、设备工器具增速提升，而新建投资（固定资产价值扩张三倍以上）、建筑安装工程增速放缓；2. 利用较低成本的长期贷款置换债券与表外融资；3. 借新还旧。考虑到 9 月份制造业和服务业的 PMI 分别为 50.2%、50.9%，勉强站在荣枯线上方，预计后两种或更为主因；三是货币活性依然较低，居民定期存款高增。一方面，M1 同比较 M2 同比更快下滑，二者增速差仍保持在历史高位（图 13），居民定期储蓄增速仍在 20% 以上，向企业部门回流不畅；另一方面，M2 与信用总量的增速差仍为正值，也

反映直接融资需求低迷。

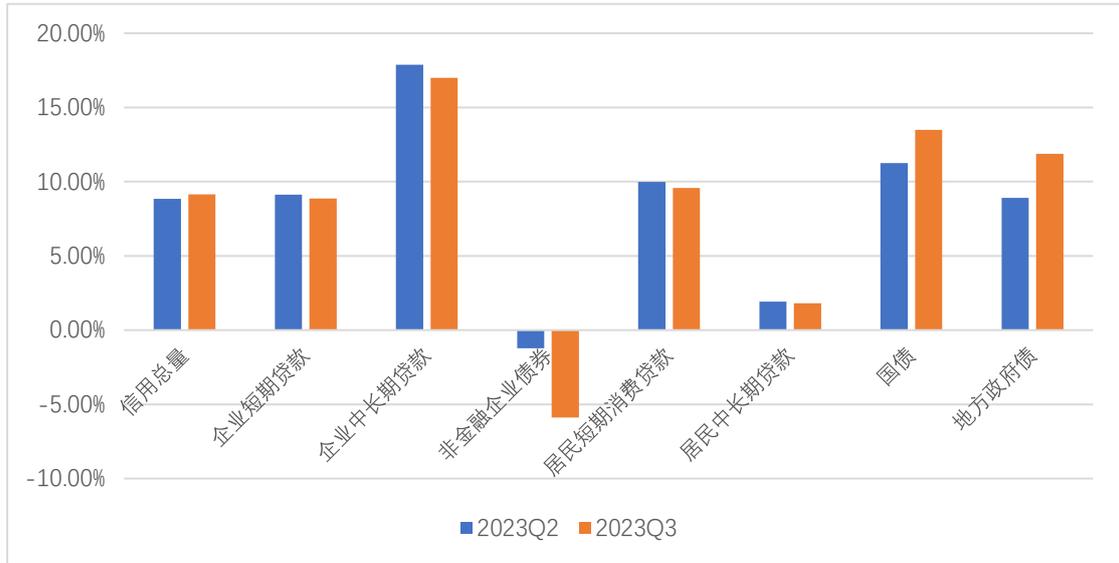


图 12 信用融资同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

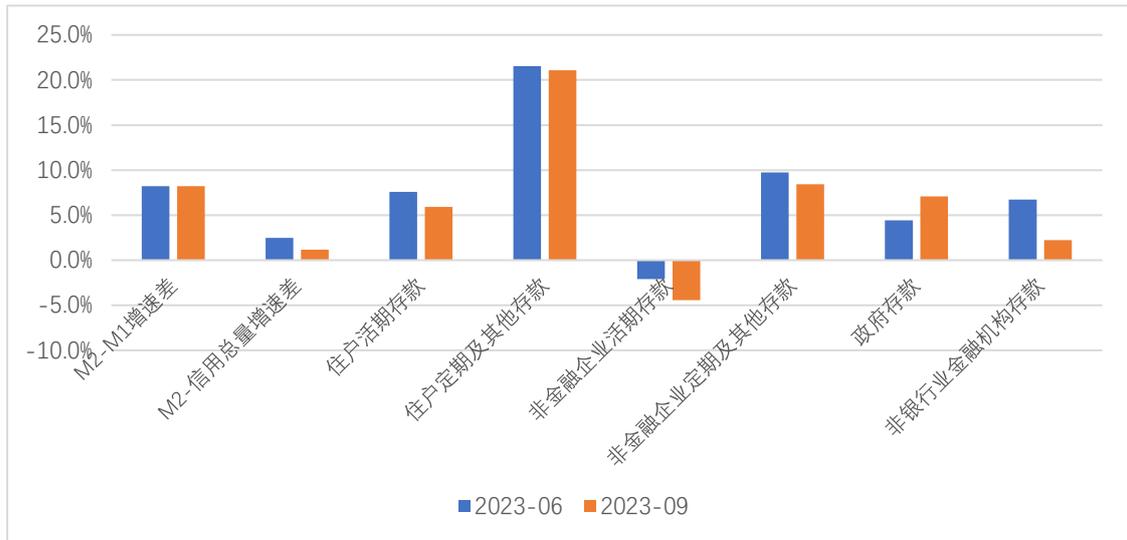


图 13 货币同比增速 (%)

数据来源：Wind。

### 三、 PPI 与 CPI 从共周期到脱钩：中长期的结构性问题

无论是发达国家还是中等收入国家，普遍存在 CPI 与 PPI 共周期的现象（图 14），具体可以分为三类：第一，成本驱动型，PPI 带动 CPI；第二，需求拉动型，CPI 带动 PPI；第三，由共同因素同时驱动 CPI 和 PPI，如预期、劳动力成本等。但是，我国 CPI 与 PPI 却从 2012 年 8 月之后由共周期转向脱钩（图 15）。

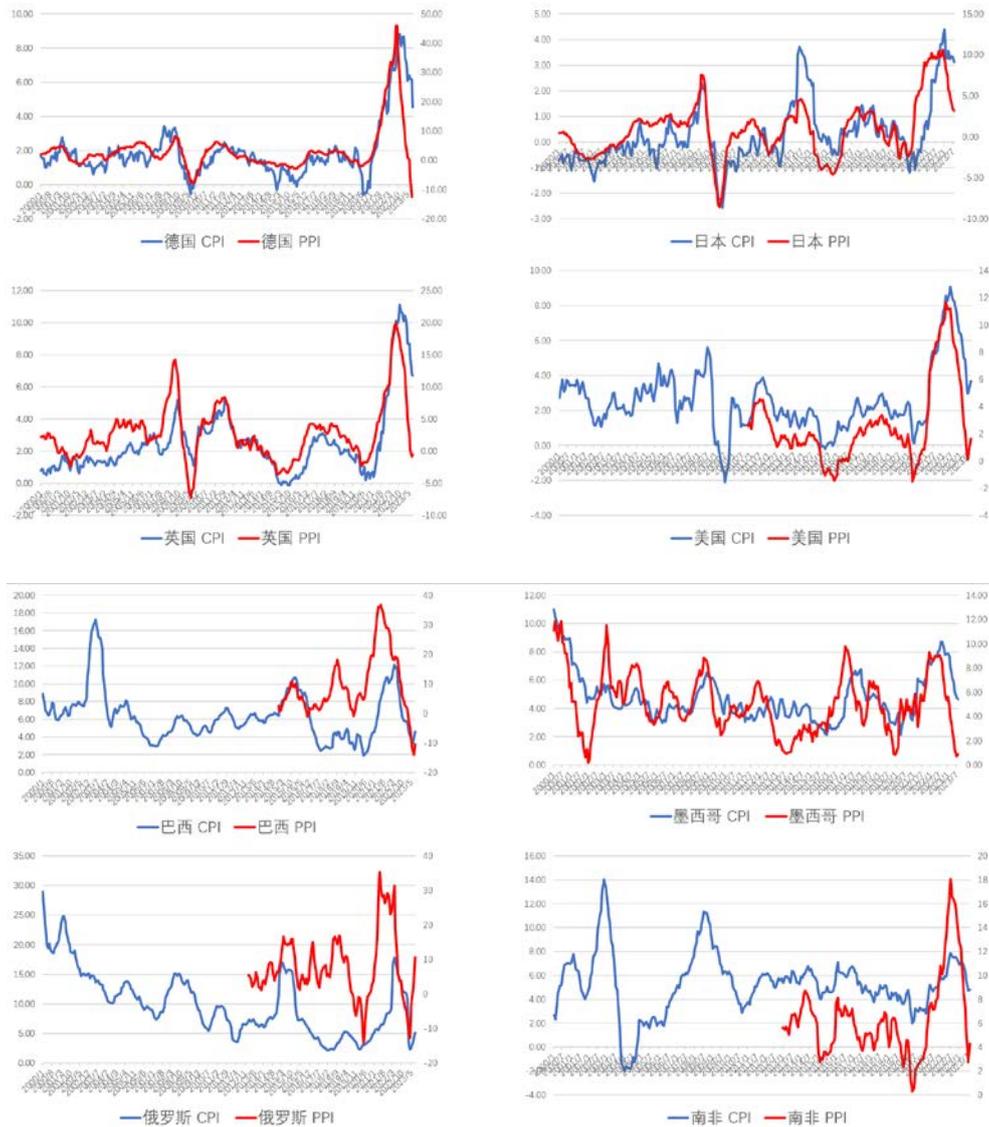


图 14 主要国家 CPI 与 PPI 同比 (%)

数据来源：CEIC。

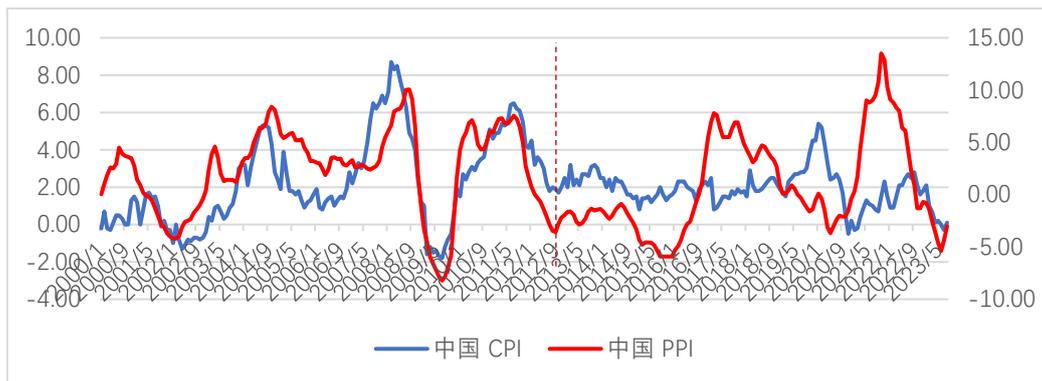


图 15 中国 CPI 与 PPI 同比 (%)

数据来源：CEIC。

对 CPI 和 PPI 关系断裂的原因，目前学术界主要有三种观点：其一，上、下游产业结构差异，上游垄断、下游竞争，因此上游价格上涨难以传导致下游价格上涨；其二，PPI 与 CPI 的构成差异，尤其是消费结构转变使得 CPI 愈加受到服务品价格的影响，而 PPI 的变化很难影响服务品价格；其三，PPI 统计方法有两大缺陷，没有包括服务品，以及重复统计。但是上述观点无法解释这些问题：为什么同样的统计方法在 2012 年前是 PPI 与 CPI 关联，在 2012 年后是 PPI 与 CPI 脱钩？为什么其他服务业占比高的发达国家、收入水平相近的新兴和发展中国家，没有出现 PPI 与 CPI 的脱钩？为什么我国 PPI 与消费品 CPI、食品 CPI 也脱钩了？

其实，CPI 与 PPI 脱钩的主要原因，在于我国投资驱动的经济发展模式效率降低。在人口红利时期，投资驱动生产资料价格上涨，同时，投资创造就业和收入，推动消费需求和消费品价格上涨，使得 CPI 和 PPI 共周期。但是，随着我国的劳动年龄人口占比、劳动年龄人口总数、总人口陆续于 2010 年、2015 年、2021 年达峰，依赖高投资的经济增长模式失灵，投资既无法创造新的就业，也难以产生新的收入，导致 CPI 和 PPI 关系断裂。简言之便是投资效率降低。其实，私人部门早已认识到这点——从 2015 年之后，包括居民和企业（不含城投）在内的整体私人部门一直在去杠杆，而加杠杆的部门主要就是城投企业（图 16），导致包含城投在内的政府杠杆率、尤其是地方政府杠杆率大幅攀升，投资效率进一步降低，债务风险快速积蓄。

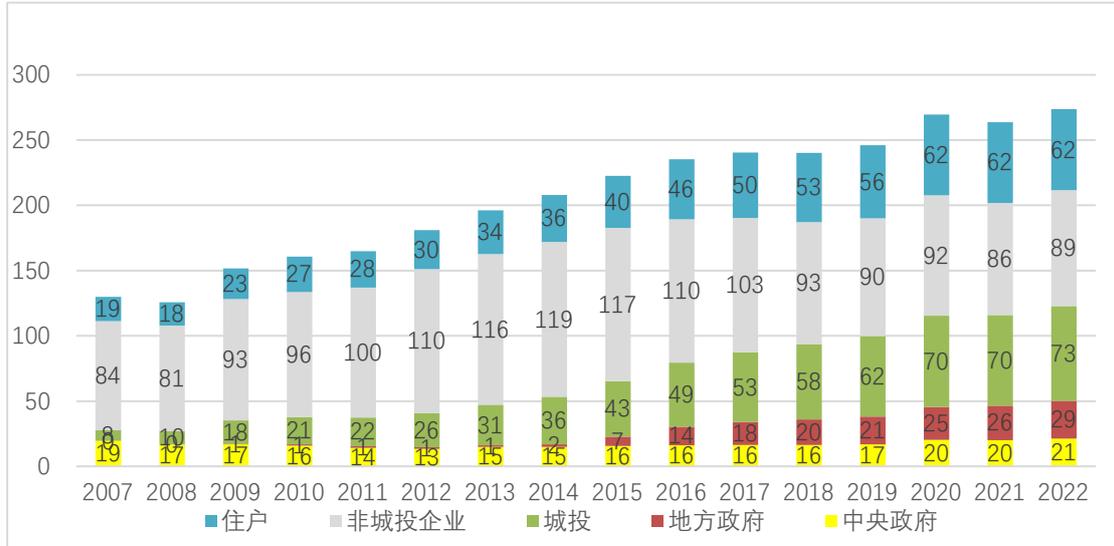


图 16 2007 年-2022 年中国宏观杠杆率 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

综合而言，结论有两个：一是第三季度经济周期底部基本确立，起底回升概率很大；二是中长期依然面临的是结构问题，需要从出口导向、投资驱动转向消费主导、创新驱动。

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。