



NIFD

■家金融与发展实验室

NIFD 季报 主编：李扬

主编：李扬

殷剑峰

张旸

殷剑峰

张旸 王蒋姜

2024 年 2 月

2022 年 4 月

长 征

摘 要

以购买力平价来看，2017 年我国便已成为全球第一大经济体。不过，汇率和物价因素导致我国实际及名义经济增速偏低，这直接影响了市场感受。今年经济运行的外部环境仍面临高度不确定性，主要来自中美经济周期错位、全球经济弱复苏、主要国家进入选举周期等方面。

2023 年三大物价指数乏力，是四十余年来少有的“体感温度”较低之年。虽然消费重新成为经济增长的主动力，但是反映居民就业、消费、收入的指标仍面临压力。未来消费发展的前景，或将取决于通缩压力能否缓解，继而支撑名义 GDP 增长。产业方面，在全球经济弱复苏态势下，工业疲软或将继续拖累经济增长。除了物价因素以外，偿债压力凸显也是经济“体感”较冷的原因之一，去年名义利率已经超过了名义 GDP 增速，新增的融资主要被用于借新还旧。

2024 年将开启存量出清和结构调整的长征之路。一方面，打好存量住房出清、地方政府债务出清、失败中小金融机构出清三大持久的攻坚战。另一方面，产业结构将向消费者服务业、生产者服务业和公共服务业调整。随着国内城镇化推进，房地产市场仍存在结构性机会。不过，要走好未来“两万五千里”，恐怕还需要一场深刻的财政（政府）体制改革。

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

张旸

【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

目 录

一、外部环境仍面临高度不确定性.....	1
二、2023年经济的“体感温度”较低.....	4
三、2024年将开启存量出清和结构调整的长征之路.....	14

一、外部环境仍面临高度不确定性

近两年，西方国家的“中国经济崩溃论”又甚嚣尘上。美国前财政部部长萨默斯称，2020 年对中国经济的预测就如 1960 年对前苏联或 1990 年对日本的预测。诺奖经济学家克鲁格曼称，中国未来可能不会重蹈日本的覆辙，因为中国的情况会更糟。实际上，以购买力平价来看（图 1），2017 年我国便已超过美国，成为全球第一大经济体。但是，如果考虑汇率因素，2023 年我国的实际 GDP 只占美国的 80%。如果再考虑物价因素，我国名义 GDP 与美国之比从 2022 年起大幅下滑，2023 年约为 71%。汇率和物价因素导致我国实际及名义经济增速相对偏低，这直接影响了市场感受。

今年经济运行的外部环境仍面临高度不确定性，主要来自以下三个方面。

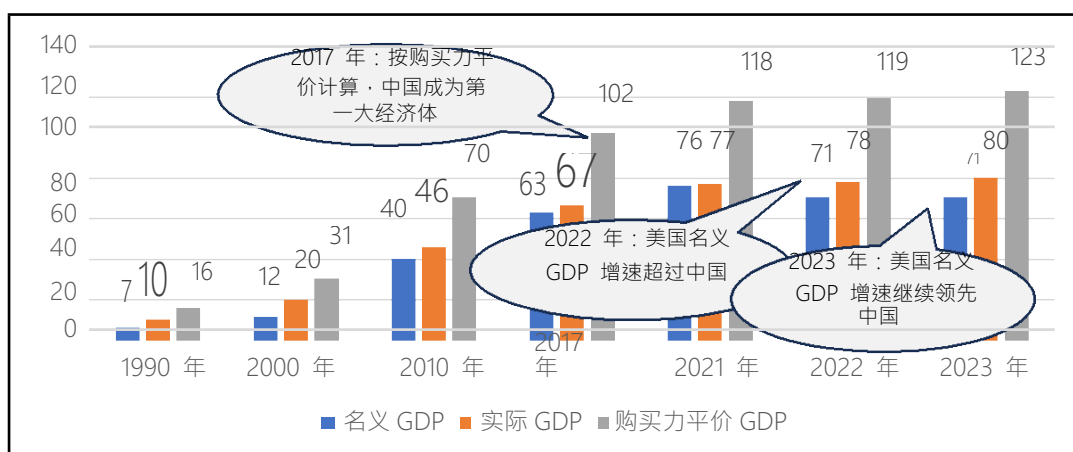


图 1 中美三种 GDP 口径比较（中国/美国，%）

数据来源：CEIC。其中，2023 年美国 GDP 数据为估算。

首先是中美经济周期错位。主要体现在三个点，其一是名义利率错位。2022 年俄乌冲突爆发之后，全球能源价格飙升，美联储开启加息周期以抑制通胀，中美名义利差长期倒挂超过 300 个 bp（图 2）；其二是通胀错位。与美国的通胀表现不同，国内持续面临通缩压力，截止去年 11 月份，中美核心 CPI 涨幅差仍为 341 个 bp（图 3）；其三是实际利率错位。中美实际利差在 2022 年曾超过 700 个 bp（图 4）。

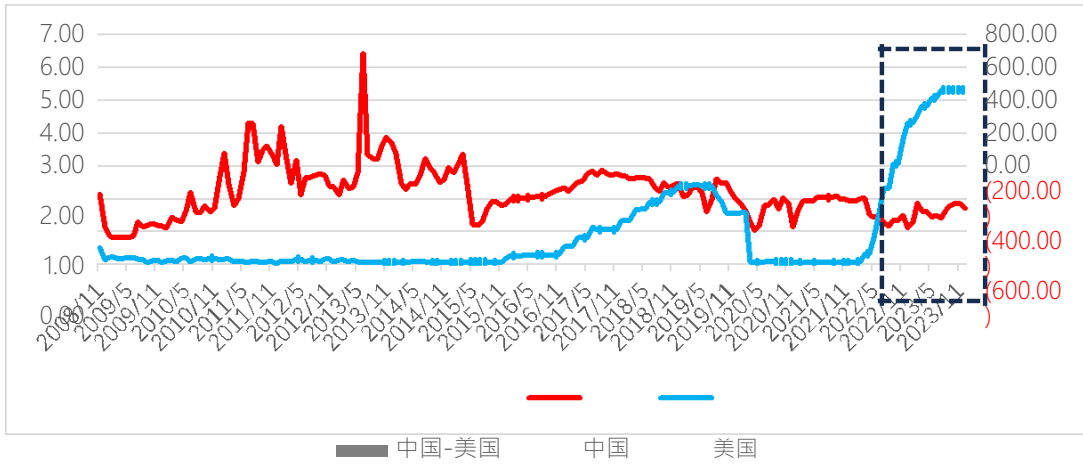


图2 中美短期基准利率（%，左轴）和利差（bp，右轴）

数据来源：CEIC。

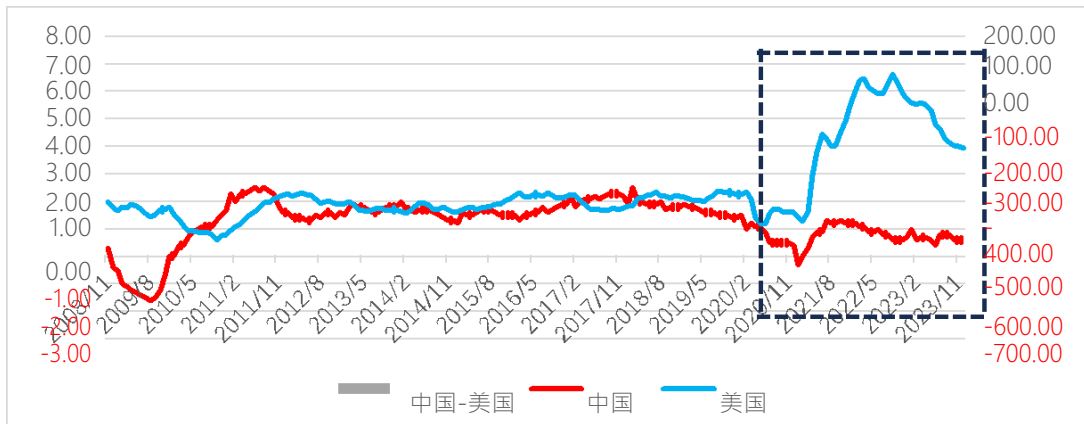


图3 中美核心 CPI 同比（%，左轴）和中美涨幅差（bp，右轴）

数据来源：CEIC。

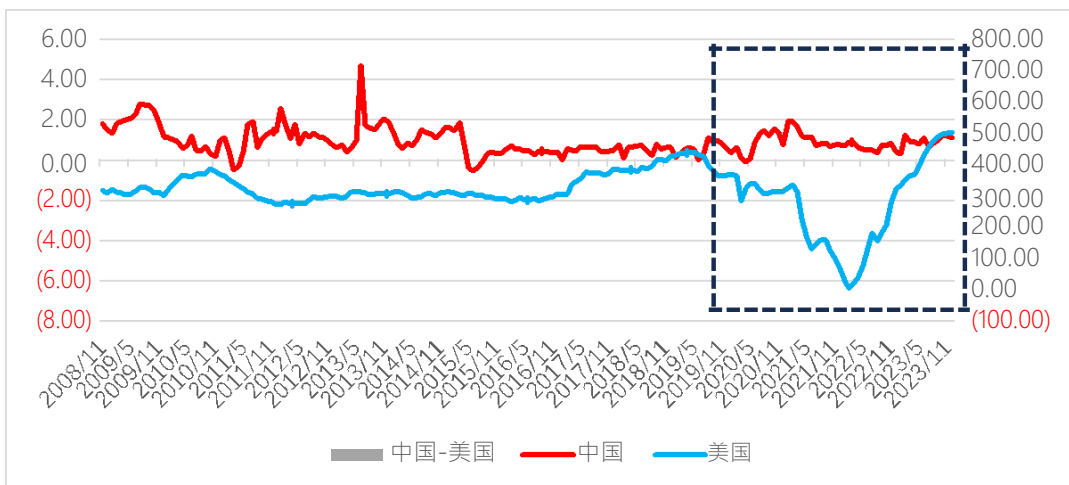


图4 中美短期实际利率（%，左轴）和利差（bp，右轴）

数据来源：CEIC。

2023 年美国的名义利率和实际利率均已经接近 2005 年次贷危机前夕的相对高点（图 5）。尽管美联储本轮加息周期接近尾声，但是如果美国核心 CPI 持续下行，实际利率还会进一步抬升。

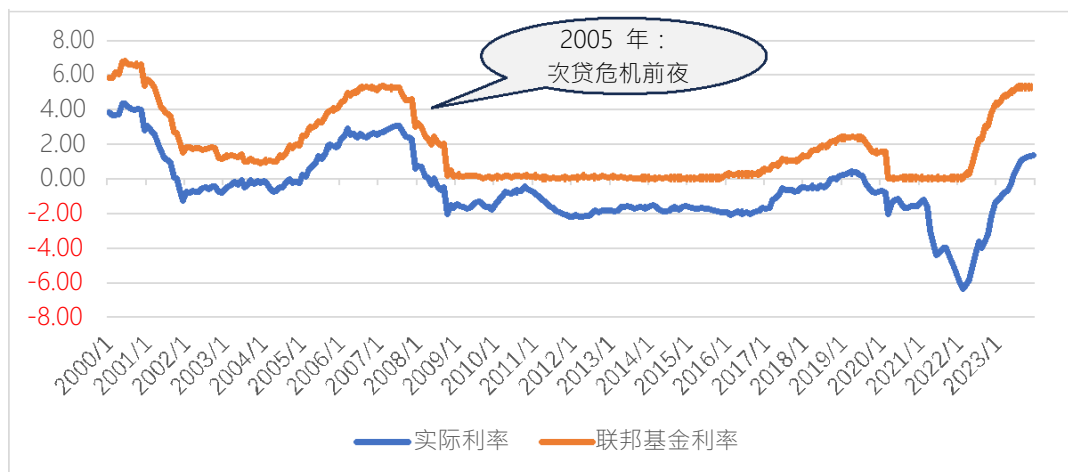


图 5 美国联邦基金利率及实际利率（%）

数据来源：CEIC。

其次是全球经济呈弱复苏态势。除了新冠疫情期间，中国制造业 PMI 和服务业 PMI 的走势与全球性指标基本趋于一致（图 6）。IMF 于今年 1 月份预测 2023 年至 2025 年全球经济增速分别为 3.1%、3.1%、3.2%，今年全球经济可能仍将呈弱复苏态势，全球制造业可能继续低迷，服务业或增长乏力。不过，据海外机构预测，今年国际原油价格有望企稳，我国 PPI 指数持续下跌的态势或将好转。

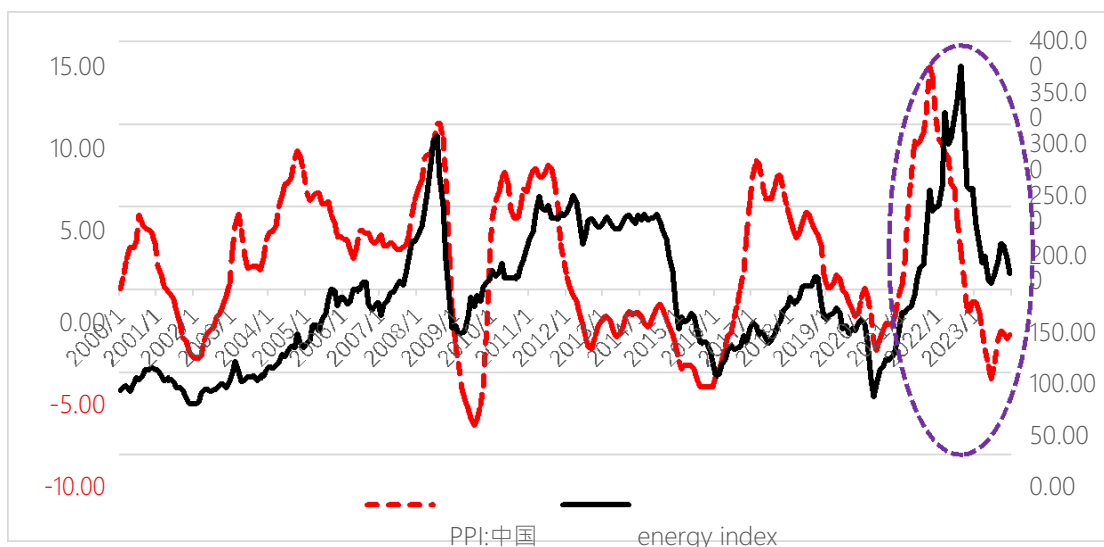


图 6 中国 PPI（%，左轴）与国际能源价格指数（右轴）

数据来源：CEIC。

最后是全球主要国家进入选举周期。据不完全统计，今年将有七十多个国家或地区面临重要选举，涉及俄罗斯、日本、印度、欧洲等，其中最大的不确定性来自美国总统大选。2016年11月份特朗普当选总统后，2018年6月美国公布对华征税清单，2019年5月美国将加征关税从10%提高到25%，期间美国贸易政策不确定性指数（TPU）的波动明显加剧（图7），不断创下阶段性新高。直到2019年12月，特朗普宣布中美达成经贸协议，该指数才回落至2016年前的水平。去年底CNBC的民意调查显示，巴以冲突后，拜登的支持率已经低于特朗普。如果后者今年重新当选，那么中美经贸关系可能会面临再度调整的风险。

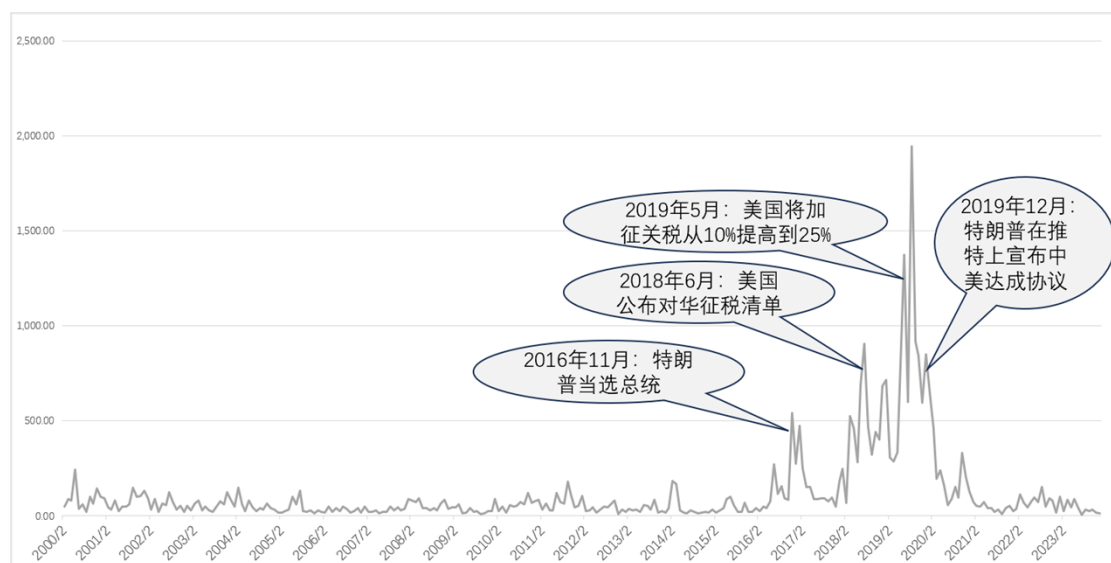


图7 美国贸易政策不确定性指数

数据来源：CEIC。

二、2023年经济的“体感温度”较低

2023年是新冠疫情防控平稳转段后经济恢复发展的一年，GDP增速录得5.2%，不过经济的“体感温度”较低，主要来自几方面原因：一是第二、三、四季度的名义GDP增速均慢于实际GDP增速（图8），即GDP平减指数为负数，说明有效需求不足，经济依然面临通货紧缩风险；二是经济从第一季度后都处于筑底的过程（图8），全年经济增长呈现“L”型走势；三是全年PPI同比保持在负值水平（图9），6月后环比回升；CPI同比基本呈现逐月回落态势，核心CPI同比保持在1%以下。

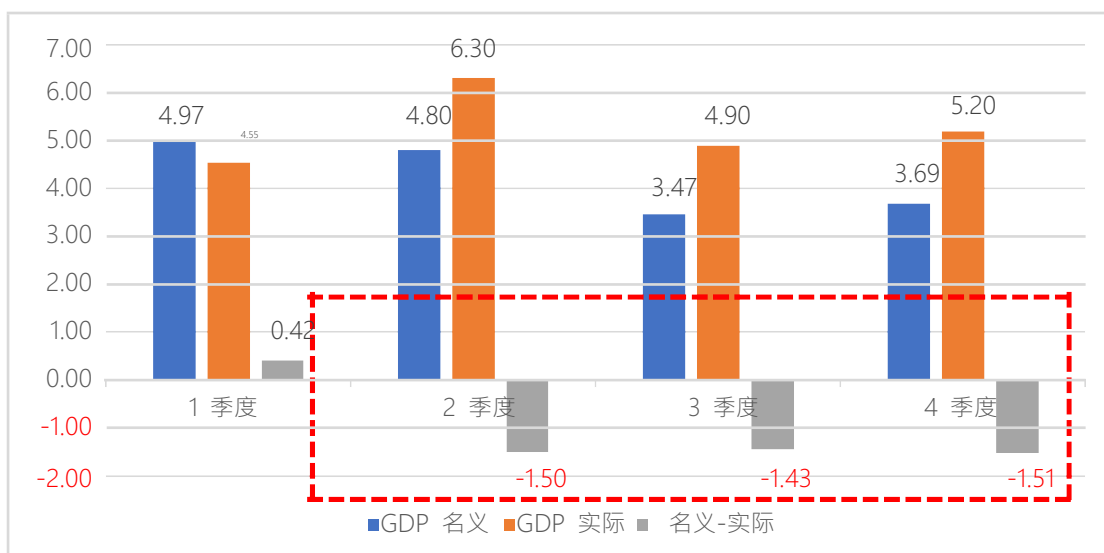


图 8 2023 年季度名义和实际增长率 (%)

数据来源：CEIC。

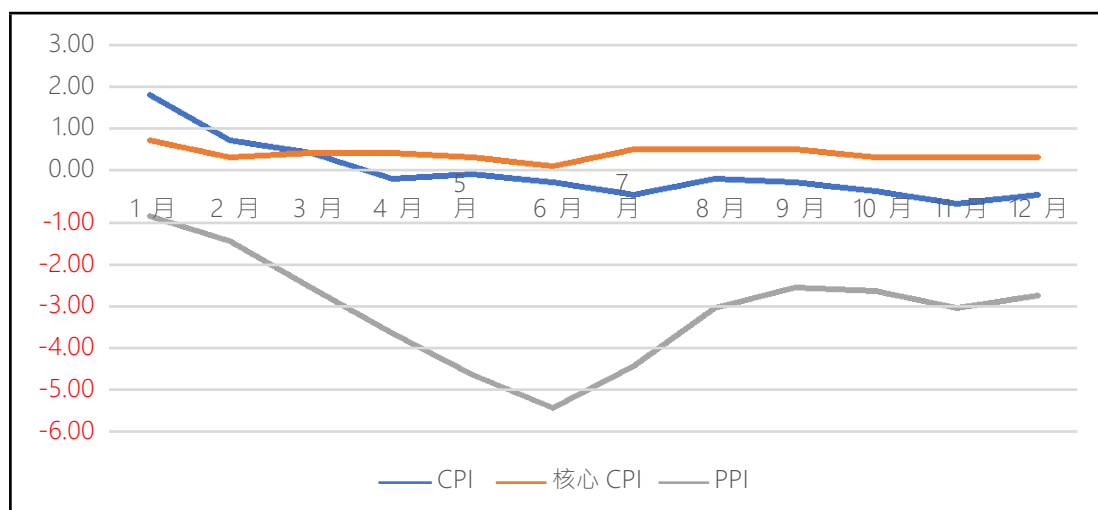


图 9 2023 年 CPI 和 PPI 同比增速 (%)

数据来源：CEIC。

2023 年三大物价指数同时乏力，是四十余年来少有的“体感温度”较低之年。从更长的时间周期来看，多个物价指数同时下跌，主要与重大外部冲击或国内经济结构性矛盾突出有关（图 10），例如，1982 年世界经济危机和 2015 年国内产能过剩危机时，PPI 同比和 GDP 平减指数下跌；1998-1999 年亚洲金融危机和 2009 年全球金融危机时，三大物价指数同时下跌。2023 年 PPI 同比和 GDP 平减指数为负，CPI 同比几乎为零，“体感温度”之低几近于上述时期。

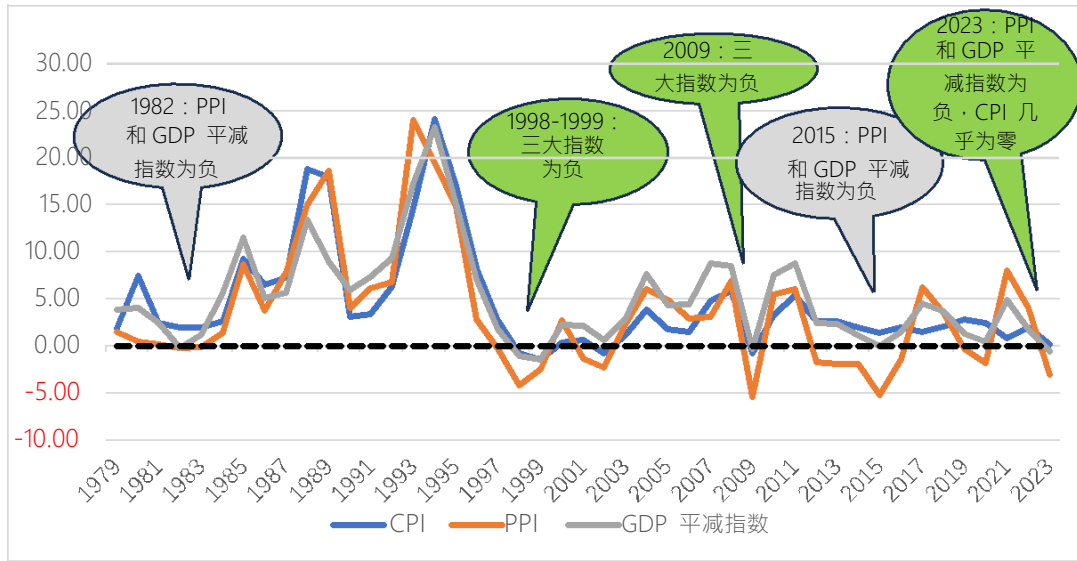


图 10 1979 年-2023 年三大物价指数同比 (%)

数据来源：CEIC。

在主动及被动因素推动下，消费重新成为经济增长的主动力。去年总需求结构呈现投资疲软、净出口萎缩、消费复苏的特征（图 11，图 12）：资本形成总额对经济增长的拉动从 2010 年起长期放缓，2023 年对经济增长的贡献下降至 29%，显著低于疫情前水平；受到全球经济放缓的影响，2023 年净出口对经济增长的拉动和贡献均为负值；最终消费对经济增长的拉动基本恢复到疫情前水平，对经济增长的贡献为 83%，大幅超过疫情前平均水平，其原因来自多方面，一是居民消费需求有所回暖，二是低基数效应，三是另外“（两驾马车）”份额下降，使消费份额上升。

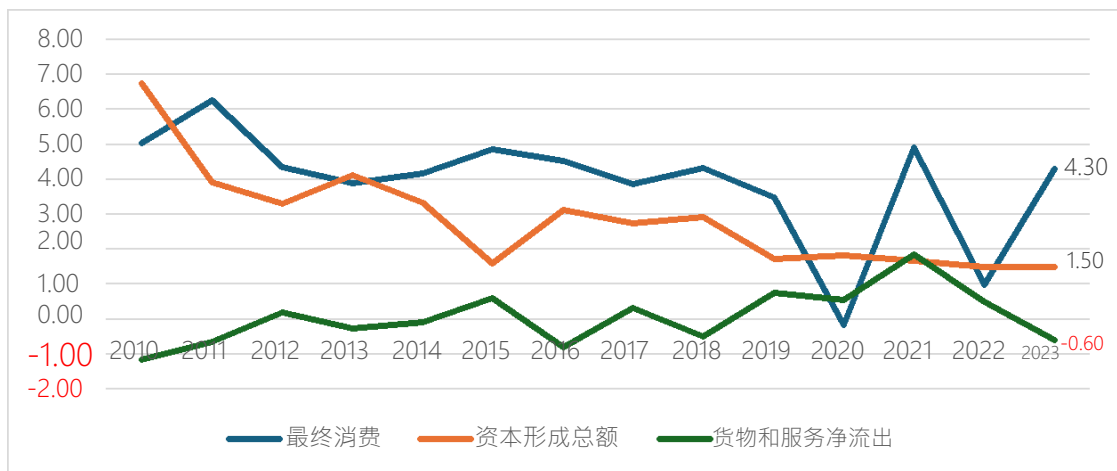


图 11 三大总需求对增长的拉动 (%)

数据来源：CEIC。

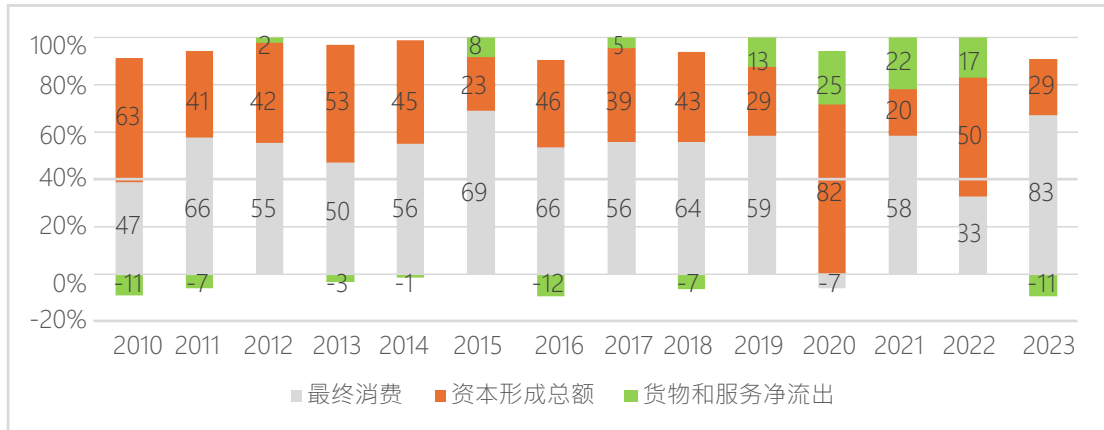


图 12 三大总需求对增长的贡献 (%)

数据来源：CEIC。

未来消费发展的前景，或将取决于通缩压力能否缓解，继而支撑名义 GDP 增长。从 2019 年 1 月起，居民消费意愿指数便基本处于负值区间（图 13），同时核心 CPI 增速快速下滑。从 2023 年起，疫情的疤痕效应逐渐减退，该指数降幅持续收窄，核心 CPI 增速下滑趋势放缓。不过，反映居民就业、消费、收入的指标仍面临压力：2023 年城镇调查失业率低于疫情前水平，但是 16-24 岁劳动力失业率仍高达 14.9%；2023 年社会消费品零售总额增速已经超过 2019 年水平，但是低基数效应明显（图 14）；2024 年元旦假期旅游人数和收入均超过 2019 年同期，但是人均支出略低于 2019 年同期（图 15）；2023 年城镇人均可支配收入增速超过名义 GDP 增速（图 16），但是仍低于 2019 年增速近 3 个百分点，并呈现逐年放缓的趋势。实际 GDP 和名义 GDP 分别反映了经济的供给侧和需求侧。如果通缩压力不能缓解，名义 GDP 增长乃至消费增长仍将受到掣肘。



图 13 2012-2023 年核心 CPI 同比 (%)，左轴) 与居民消费意愿指数 (右轴)

数据来源：CEIC，笔者计算。

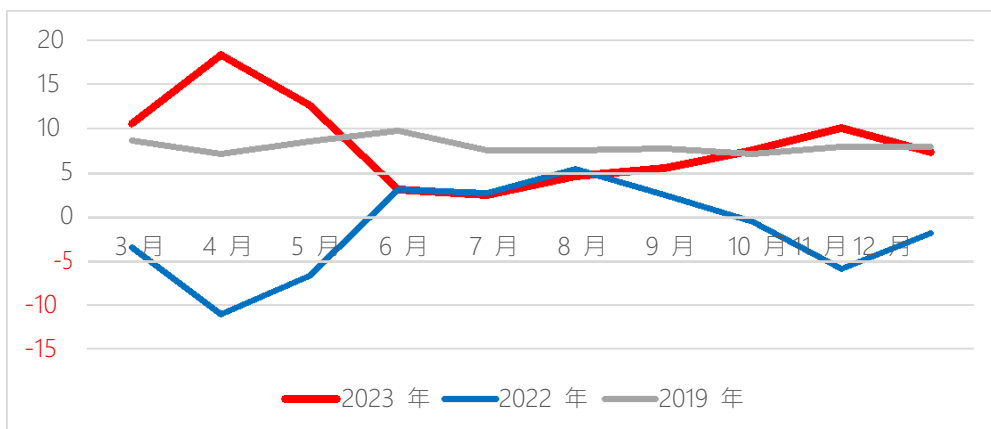


图 14 社会消费品零售额同比 (%)

数据来源：CEIC。

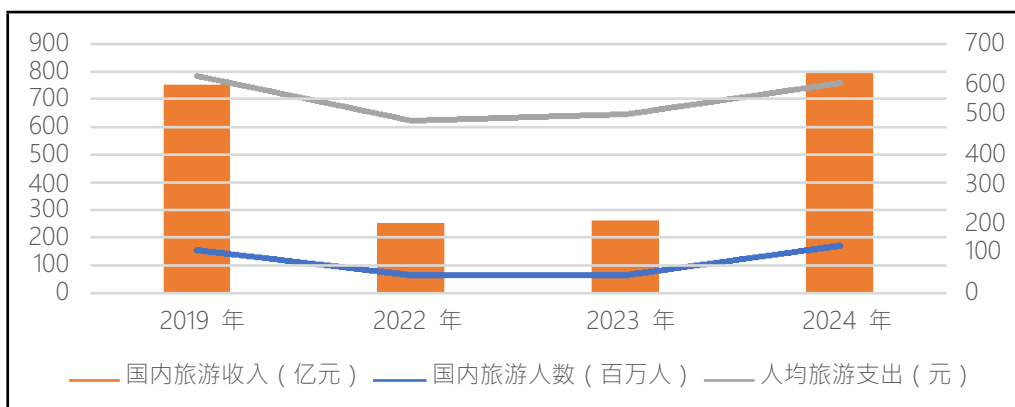


图 15 元旦旅游收入 (左轴)、旅游人数和人均旅游支出 (右轴)

数据来源：文旅部，笔者计算。

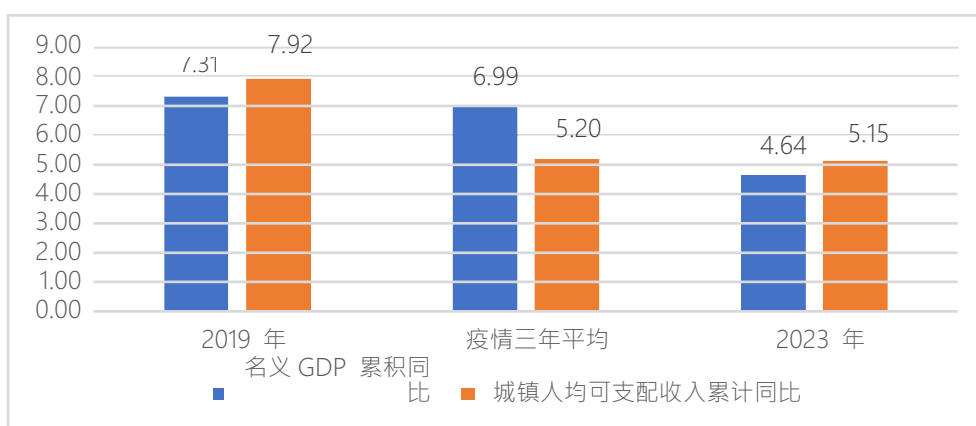


图 16 名义 GDP 与人均可支配收入同比 (%)

数据来源：CEIC。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/955322240201011133>