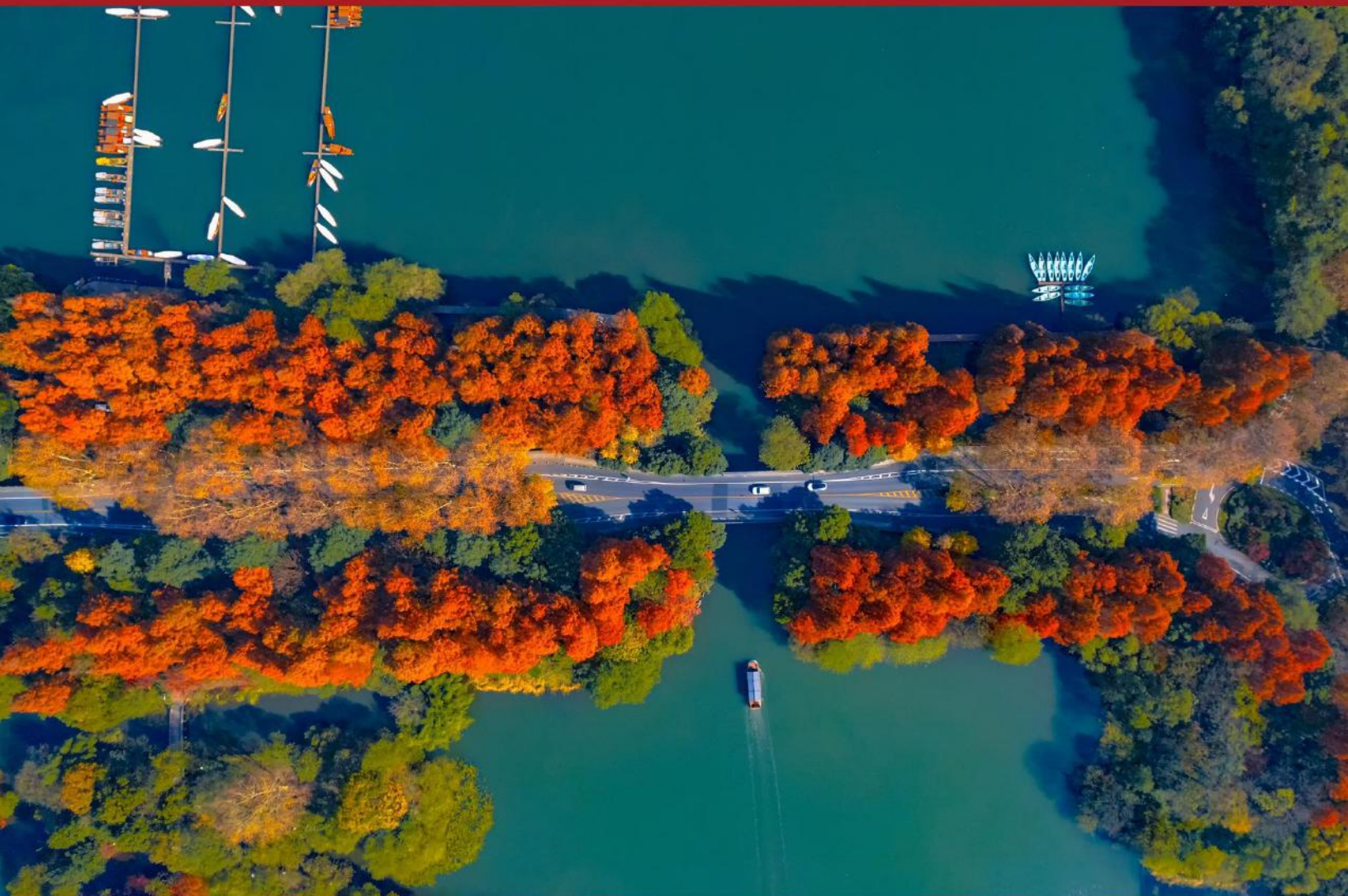


何去何从—— 驾驭后疫情时代中国经济增长路径



专题：投资转向与需求不足

© 2023 年，版权所有，国际复兴开发银行/世界银行

地址：1818 H Street NW

Washington DC 20433

电话：202-473-1000

网站：www.worldbank.org

本报告为世界银行员工的成果。本报告所阐述的任何研究成果、诠释和结论未必反映世界银行、其执行董事会及其所代表的政府的观点。

世界银行不保证本报告所包含的数据准确无误。本报告所附地图的疆界、颜色、名称及其他信息，并不表示世界银行对任何领土的法律地位的判断，也不意味着对这些疆界的认可或接受。

权利和许可

本报告的材料具有版权。由于世界银行鼓励传播其知识，本报告允许复制全文或部分章节用于非商业用途，但须明确注明出处。

任何关于权利和许可的问题，包括各项附属权利，请向世界银行集团出版部门咨询，地址：1818 H Street NW, Washington, DC 20433, USA；传真：202-522-2625；邮箱：pubrights@worldbank.org。

封面照片：© Fengjingmoo/Shutterstock

致谢

2023 年 12 月的中国经济简报是由以下人员组成的团队完成：李雨纱（项目负责人）、Kevin Chua (项目联合负责人)、葛君、Elitza Mileva、Daisuke Fukuzawa、Katherine Anne Stapleton、Sailesh Tiwari、王德文、Maria Ana Lugo、李靖禹、周世超、Marius Vismantas、Samuel Christopher Hill、Veronica Montalva Talledo、黄旻和程丹旭。编写团队在此感谢 Mara Warwick、Lalita M. Moorthy、Aaditya Mattoo、Sebastian Eckardt、Zafer Mustafaoglu、Rinku Murgai 和 Ergys Islamaj 提供的指导和意见，感谢陈天舒、余英、周洛伊、李筱婷、李明洁和尚宇对简报制作和发布所提供的支持。本报告的发现、解读和结论未必反映世界银行执行董事或其代表的政府的观点。若对简报有任何问题或建议，请与陈天舒联系（tchen@worldbank.org）。

目录

概要	7
I. 近期经济形势	11
全球经济活动继续放缓.....	11
中国经济增长有所改善但复苏仍然脆弱.....	12
房地产业面临相互交织的短期和结构性挑战.....	14
在复苏脆弱的背景下，通胀持续低迷.....	14
在全球需求减弱的情况下，出口持续收缩.....	15
经常账户顺差收窄到疫情前水平.....	16
随着工业排放放缓和可再生能源的快速扩张，经济增长的碳强度下降.....	17
面对脆弱的经济增长，政府加大了财政支持力度.....	19
货币政策保持宽松但政策空间有限.....	21
银行业的风险敞口加剧但仍有充足缓冲.....	23
II. 前景、风险与政策考虑	25
全球前景和中国前景.....	25
风险	26
政策考虑	27
III. 专题：投资转向与需求不足	29
再平衡 - 待解的议题	29
结构性投资放缓与转向.....	30
高居民储蓄率导致持续的低消费趋势.....	37
政策考虑	43

图

图 1. 图说中国经济形势.....	9
图 2. 全球经济活动继续放缓.....	11
图 3. 在脆弱的经济复苏节奏下，GDP 增长波动依旧.....	12
图 4. 工资增速放缓和房价下跌影响消费者信心.....	13
图 5. 房地产业的严重下滑导致国内投资增长放缓.....	13
图 6. 房地产业持续下滑.....	14
图 7. 在复苏脆弱的背景下，通胀持续低迷.....	15
图 8. 货物和服务贸易继续收缩，服务进口增长.....	16
图 9. 经常账户顺差收窄至疫情前水平，金融账户赤字扩大.....	17
图 10. 电力和运输行业驱动了 2023 年的排放增长，经济增长的碳强度随着可变可再生能源规模的迅速扩大而下降.....	18
图 11. 土地出让疲软制约了地方政府的财政支出.....	19
图 12. 地方政府融资平台债务面临的压力日益上升.....	20
图 13. 在有限的政策空间里实行货币宽松.....	22
图 14. 银行不良贷款率可控，但银行盈利下滑.....	23
图 15. 贫困将继续减少，但减贫速度低于过去.....	26
图 16. 中国的宏观失衡对经济增长的制约日益增加.....	30
图 17. 中国的投资回报率（特别是基础设施投资回报率）已在递减.....	31
图 18. 房地产业拉动增长的作用下降.....	32

图 19. 债务负担加重削弱了投资增长，而投资回报却在不断减少	33
图 20. 投资转向可能改善了资本配置	34
图 21. 中等技术产品推动出口增长	35
图 22. 自 2000 年代以来，外商直接投资流入激增促进了中国的溢出效应	36
图 23. 尽管居民收入占比提高，但消费仍保持低位	37
图 24. 抚养比上升可能导致储蓄下降	38
图 25. 养老金较低而个人承担的医疗支出较高	40
图 26. 富裕家庭和富裕省份储蓄更多	41
图 27. 与房地产市场相关的动机越来越多地影响了家庭的消费和储蓄行为	42

表

表 1. 地方政府融资平台资产负债表	21
表 2. 中国部分经济指标，2020-2025	25

专栏

专栏 1. 地方政府融资平台的债务风险日益上升	20
专栏 2. 地方债与房地产投资的联系	32
专栏 3. 外商直接投资在技术采用方面的作用	35

缩略语

AE	发达经济体
ASEAN	东南亚国家联盟
BOP	国际收支平衡表
CAR	资本充足率
CCB	城市商业银行
CFPS	中国家庭追踪调查
CHN, CN	中国
CHFS	中国家庭金融调查
COVID-19, COVID	2019 年新型冠状病毒肺炎
CO ₂	二氧化碳
CPI	居民消费价格指数
DRC	中国国务院发展研究中心
EMDE	新兴市场和发展中经济体
EU	欧盟
EV	电动汽车
FDI	外商直接投资
GDP	国内生产总值
GFC	全球金融危机
GW	吉瓦
H1	上半年
H2	下半年
HH	家庭
HIC	高收入国家
ICE	内燃机
IMF	国际货币基金组织
JSB	股份制银行
LGFV	地方政府融资平台
LMIC	中低收入国家
LSB	大型国有银行
LUR	土地使用权
MOF	中国财政部
m/m	月度环比
MSME	中小微企业
NBS	中国国家统计局
NIM	净利差
NPL	不良贷款
ODI	海外直接投资
OECD	经济合作与发展组织
OLS	普通最小二乘法

PBC	中国人民银行
PMI	采购经理人指数
POE	民营企业
PPI	工业生产者出厂价格指数
PPP	购买力平价
PSM	倾向得分匹配
q/q	季度环比
Q1	第一季度
Q2	第二季度
Q3	第三季度
Q4	第四季度
RCB	农村商业银行
RHS	右轴
RMB	人民币
ROA	资产回报率
ROE	股本回报率
ROIC	投资回报率
RURS	城乡居民基本养老保险制度
sa	季节调整
SAFE	中国国家外汇管理局
SOE	国有企业
TWh	太瓦时
UMIC	中高收入国家
US	美国
USD	美元
UWPS	城镇职工养老保险制度
VAT	增值税
WBG	世界银行集团
WDI	世界发展指标
WHO	世界卫生组织
WITO	世界知识产权组织
WTO	世界贸易组织
y/y	与上年同期相比
ytd	年初迄今
4qma	4 个季度移动平均
3yma	3 年移动平均

概要

2023 年中国经济活动有所回升，但复苏依然脆弱。今年前三季度，在服务需求、较有韧性的制造业投资和公共基建的推动下，实际 GDP 同比增速提高至 5.2%。经济重启带来了一季度经济活动的激增，但增长势头在二季度迅速放缓，然后在三季度又有所恢复。这种不稳定的增长表现，加上持续的通缩压力和仍然疲软的消费者信心，表明经济复苏仍然脆弱。

预计 2023 年全年实际 GDP 增长将恢复至 5.2%，比 2023 年 6 月期《中国经济简报》的预测低 0.4 个百分点。随着消费者信心逐步恢复以及政策刺激发挥作用，经济增长势头近期有望企稳，但房地产行业 and 外部需求的持续疲软会给短期增长前景蒙上阴影。预计 2024 和 2025 年 GDP 增速将分别降至 4.5% 和 4.3%，这既反映了短期阻力，也反映了日益增加的结构制约，包括债务水平过高、人口老龄化和持续的经济失衡（参见本报告的专题章节）。

中国经济前景	2020	2021	2022	2023f	2024f	2025f
实际 GDP 增长率 (%)	2.2	8.4	3.0	5.2	4.5	4.3
居民消费价格指数 (CPI) (平均百分比变动)	2.5	0.9	2.0	0.5	1.6	2.1
经常账户差额 (GDP 占比)	1.7	2.0	2.2	1.5	0.7	0.3
广义财政收支 (GDP 占比) *	-8.5	-4.0	-6.4	-6.5	-6.4	-4.2

来源：世界银行。

注：f = 预测值（基线情景）。*世界银行工作人员计算得出。

上述前景存在显著下行风险。房地产市场低迷的持续时间可能长于预期，从而影响消费者信心和支出，并给上游供应商和债权人带来压力。这会进一步挤压地方政府收入、抑制公共投资。从外部来看，如果由于金融条件紧于预期和地缘政治紧张局势加剧而导致全球需求疲软，中国经济会很容易受到影响。另外，气候变化以及它所造成的近几十年来日益频繁的极端天气事件也构成下行风险。相比之下，强于预期的政策支持和结构性改革的进一步进展会给上述前景带来上行风险。

政府需要提供持续的政策支持和开展更深层的结构性改革以对冲经济下行风险、遏制通缩压力并恢复各方信心。鉴于地方政府面临严峻的财政约束，把经济刺激措施的更多融资责任转给中央将有助于扩大必要财政空间。最近通过的预算调整方案，计划增发国债以支持灾后恢复重建和提高防灾救灾能力，是在这方面一个值得欢迎的举措。但要解决地方财政的结构失衡并有效处理地方政府融资平台的债务问题，还需要深化政府间财政体制改革。这包括对地方政府融资平台进行机构和财务重组，例如分拆纯商业资产或者将其剥离。同样，在房地产行业实行短期监管放松和提供流动性支持的同时，还要制定解决企业债务积压的框架。

专题：投资转向与需求不足

投资减速是近年中国整体增长放缓的关键因素之一。随着总投资增速的下降，投资结构也发生了明显转变。房地产业的长期低迷导致房地产投资持续大幅下滑，近两年累计下降 18%。相比之下，回报通常更高的制造业投资具有更强的韧性，同期累计增长 16%。制造业投资的韧性在一定程度上是对一些产品需求激增的回应，如电动汽车、电池和其他低碳技术，同时也反映了政府对半导体等重点制造业部门的愈发支持。

然而，GDP 在中期的稳健增长不仅需要有力的制造业投资，还有赖于更强劲的消费增长。由于房地产企业的资产负债表制约和住房需求的长期下降，预计房地产投资将继续低迷。即使制造业投资保持韧性，中国的总体投资率很可能稳定在一个低于疫情前水平的位置上。尽管投资增速下降是中国经济的一项必要调整，但消费增长需要加快以弥补总需求增长放缓的影响。此外，虽然投资转向制造业带来了资本配置效率的短期改善，但投资规模的快速扩大和政府支持的日益增加可能导致某些行业产能过剩和效率低下。

结构性改革对于促进扩大消费的经济再平衡以及化解资本配置效率低下的风险都至关重要。沿着最近的表态，政策制定者应当再次把重点放在实施结构性改革上，采取旨在加强法治、监管独立性、促进竞争和确保公平竞争环境的具体措施，这有助于确保资源被分配到生产率最高的部门和企业。深化金融领域改革将增强市场化的金融中介作用。提高财政体系累进性、深化户籍制度改革、发展普惠金融等措施将促进居民消费增长。

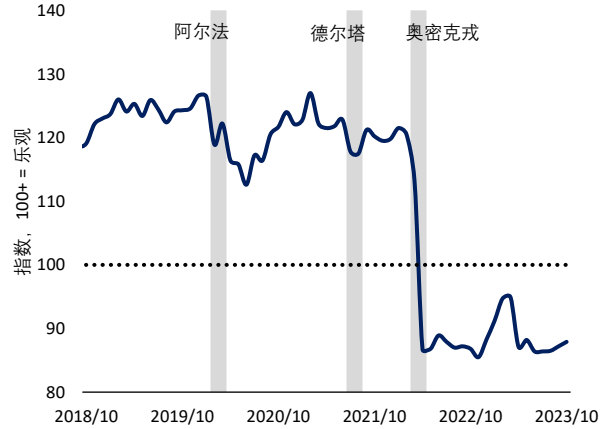
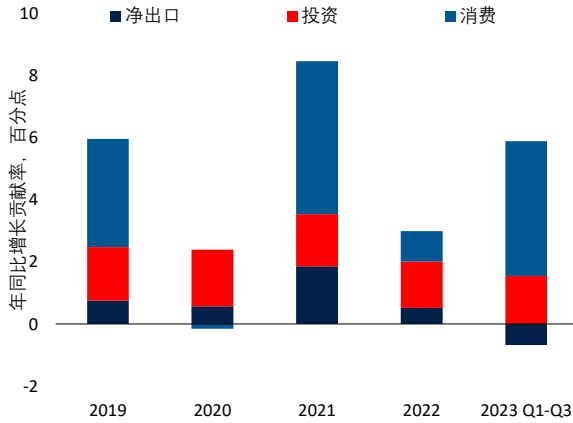
图 1. 图说中国经济形势

2023 年中国经济活动较上一年的低迷状况有所回升

但疫后复苏仍然脆弱，表现之一是消费者信心疲软.....

A. 三大需求对 GDP 增长的贡献

B. 消费者信心指数

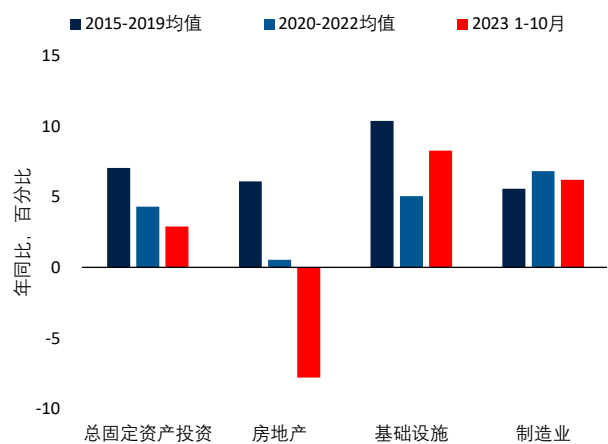
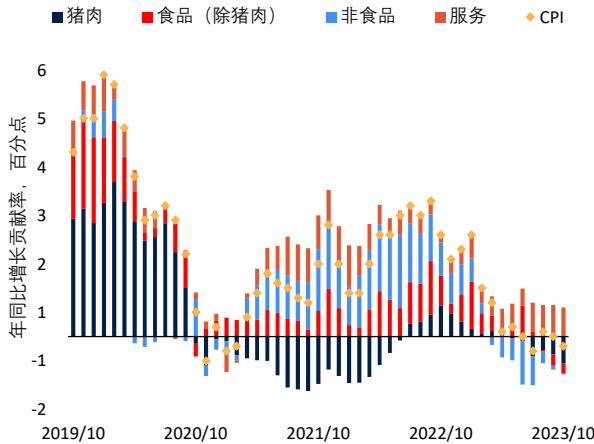


.....而且通胀仍然低迷

房地产投资严重下滑，导致国内投资增长放缓

C. 消费者价格通胀

D. 各部门固定资产投资

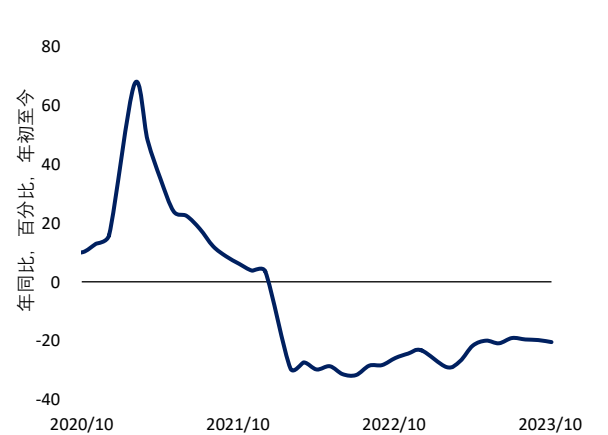
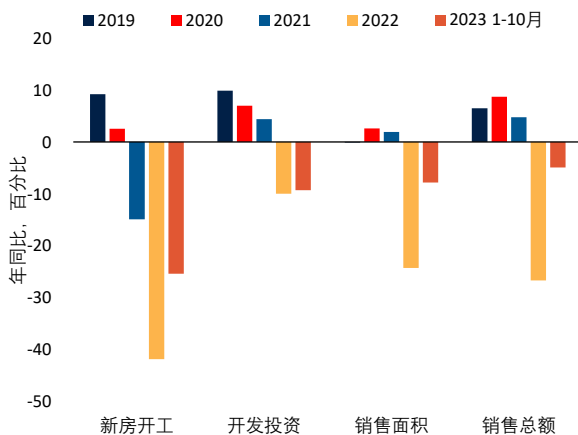


房地产业面临相互交织的短期和结构性挑战

在房地产低迷背景下，土地出让减少，导致地方财政收支矛盾加大

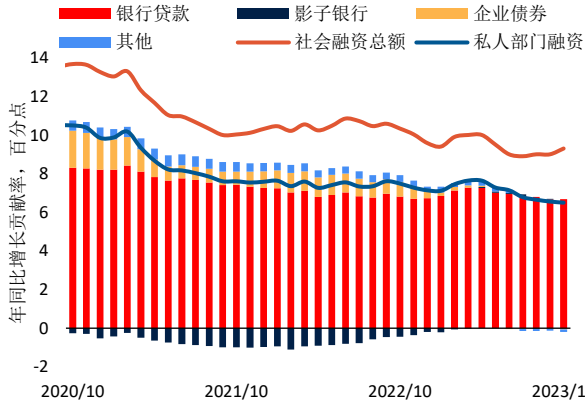
E. 房地产业有关指标

F. 土地出让收入



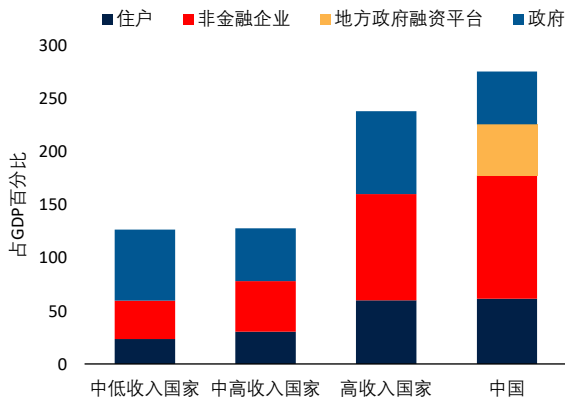
财政支持的加强和中央转移支付的增加缓解了地方政府的融资制约并推动了信贷增长

G. 信贷增长分解



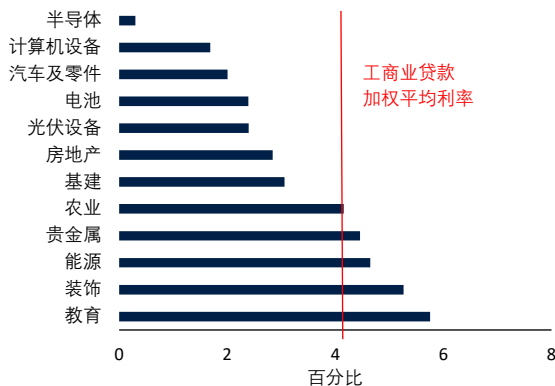
复苏的脆弱性也反映了结构性减速的影响——原因之一是持续的经济失衡

I. 债务与 GDP 比率



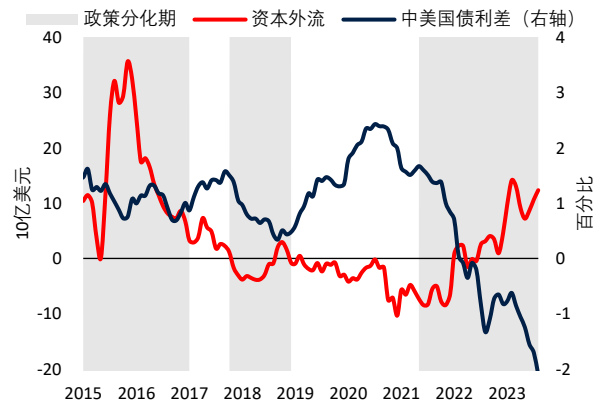
.....在一定程度上是由于政府的支持措施将资源引向了重点制造业部门

K. 2022 年上市公司隐含利率



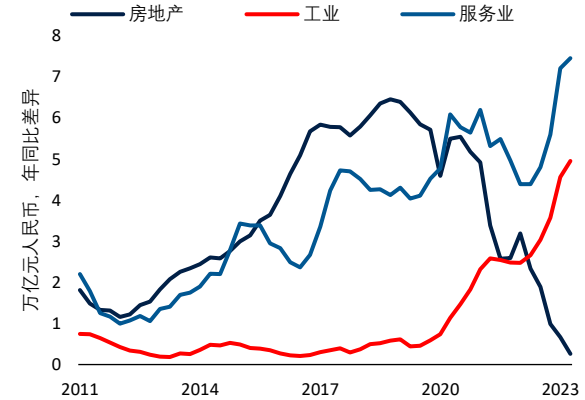
货币政策继续保持宽松，但由于其他主要经济体利率提高，导致资本外流

H. 货币政策分化与资本外流



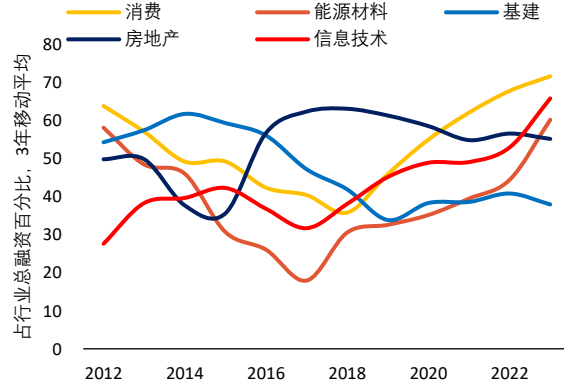
近年已经出现了投资转向，转离高杠杆的房地产业投资.....

J. 不同行业新增银行贷款变动



在此过程中不同部门之间以及部门内部的资本配可能有所改善

L. 投资回报率高于行业中位数的公司募资占比



来源：国家统计局；中国海关统计；国家外汇管理局；中国人民银行；财政部；国家统计局《中国住户调查年鉴》；世界发展指标；国际货币基金组织全球债务统计；Wind 数据库；CEIC 数据库；世界银行工作人员估算。

注：参见正文各图附注。

I. 近期经济形势

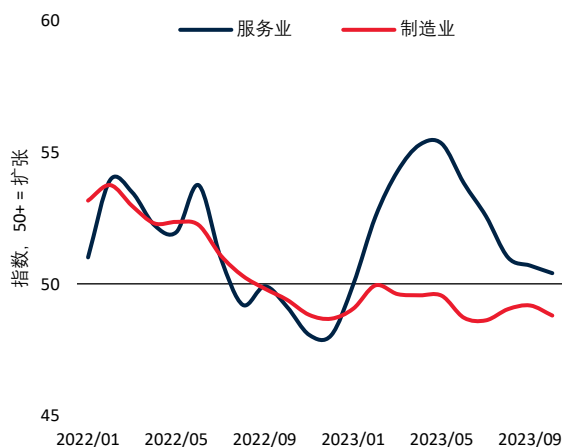
全球经济活动继续放缓

全球经济活动继续放缓，最近的采购经理人指数（PMI）显示疲软态势正从制造业向服务业扩散，包括发达经济体在内（图 2A）。美国经济增长在强劲消费的支撑下表现出了出乎意料的韧性，但最近也出现了活动减弱和劳动力市场降温的迹象。欧元区今年早些时候增长就已基本陷于停滞，第三季度转为负增长，而核心通胀仍远高于欧洲央行的目标。日本虽然服务业活动仍然强劲，但制造业活动的领先指标表现疲软，而通胀率按历史标准来看处于高位。

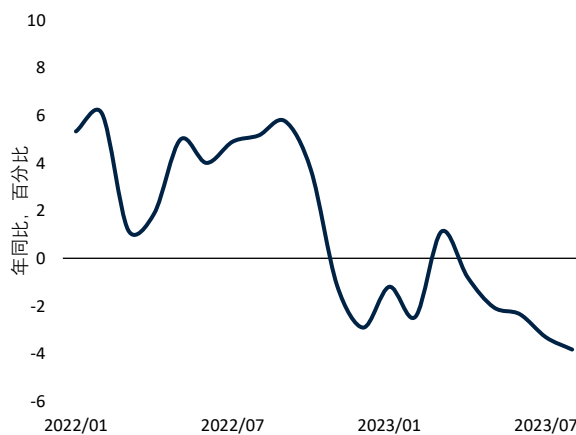
2023 下半年全球货物贸易量与去年同期相比继续萎缩，而全球工业生产增长疲软（图 2B）。领先指标显示全球贸易可能进一步趋软，新出口订单的采购经理人指数最近已处于收缩区间。此外，虽然全球旅游业的复苏提振了服务贸易，但有迹象显示这种复苏正在减弱。大宗商品价格仍处于相对较高水平，名义价格比 2015-2019 年平均水平高出约 45%，且中东冲突的升级给价格带来了额外的上行风险（World Bank 2023a）。金融市场波动较大，在美国政府债券收益率上升和美元走强的背景下，最近全球金融条件总体来说有所收紧。

图 2. 全球经济活动继续放缓

A. 全球采购经理人指数



B. 全球贸易量



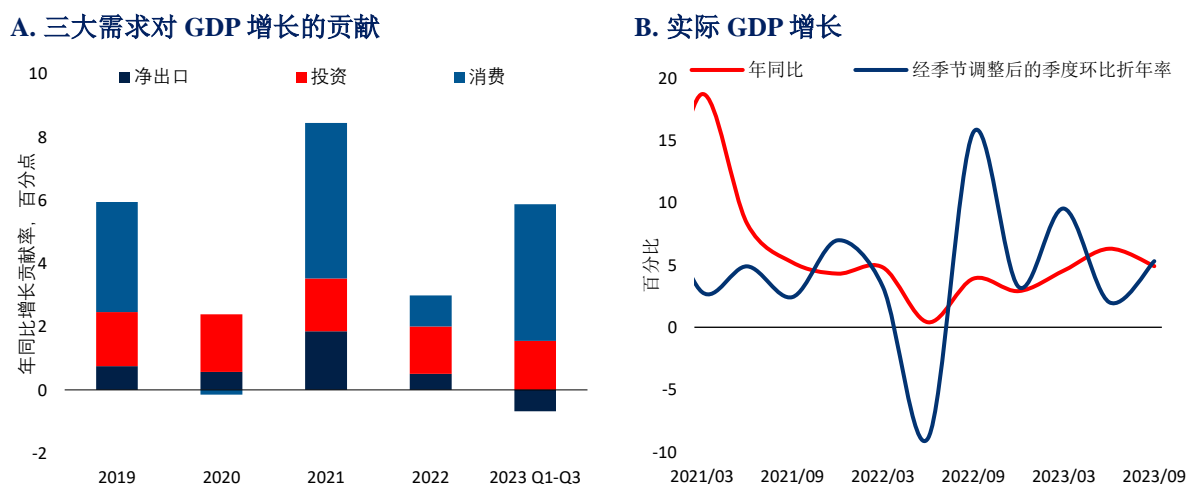
来源：荷兰经济政策分析局（CPB）《世界贸易监测》；Haver 数据库；世界银行工作人员估算。

中国经济增长有所改善但复苏仍然脆弱

在服务需求、较有韧性的制造业投资和公共基建推动下，2023 年中国 GDP 增长较上一年的低迷状况有所加快。2023 年前三季度 GDP，在 2022 年 3% 的低基数上，同比增长了 5.2%（图 3A）。消费是驱动增长的主要动力，得益于疫情结束后服务需求的释放，而商品消费则相对滞后。制造业和基础设施投资的韧性抵消了房地产投资的下降，投资总体来说对经济增长有正贡献。与此同时，由于外部需求疲软制约出口而进口有所改善，净出口收缩（图 3A）。

尽管如此，疫后复苏仍很脆弱。经济重开引发了一季度的经济活动激增，但增长势头在第二季度放缓至 2%（年化增长率），然后在第三季度恢复至 5.3%（图 3B）。增长路径的大幅波动表明经济复苏仍然脆弱，这一方面反映了消费者信心疲软、房地产市场持续低迷和出口不振等短期因素的阻碍，同时也反映了持续经济失衡等结构性因素的影响（参见专题章节）。

图 3. 在脆弱的经济复苏节奏下，GDP 增长波动依旧



来源：国家统计局；世界银行工作人员估算。

消费的复苏受益于劳动力市场的改善和被积压的服务需求的释放，但也受到收入增长乏力和消费者信心疲软的制约。劳动力市场状况正在改善，失业率从 2 月 5.6% 的峰值降到 10 月的 5.0%，回到疫情前水平。1 月至 9 月，城镇累计新增就业 1020 万人。然而就业增长主要是由低技能服务行业的招聘增加所推动，未能相应地转化为收入增长。2023 年前三季度工资同比增长 6.8%，仍低于疫情前 8% 以上的增幅（图 4A）。此外，由于低线城市二手房价格较 2021 年峰值下降超过 10%，一些家庭的财富大幅缩水。¹ 再加上劳动力市场改善转化为市场情绪改善需要时间，这些因素继续影响消费者的信心和支出（图 4B）。在今年上半年，消费品零售总额平均月环比（季调后）增长率为 1.4%，但从 7 月

¹ 房产是中国居民家庭财富的关键组成部分，占家庭总资产的 65%（Bayoumi and Zhao 2021）。

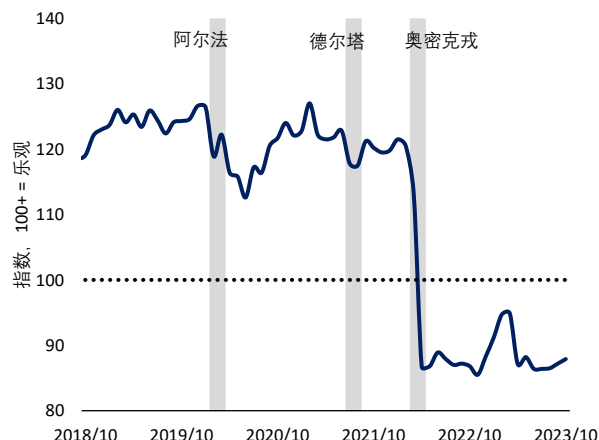
到 10 月，增长率放缓到仅为 0.1%。结构性因素，如有限的社会保障和持续的不平等，也制约了消费（参见专题章节）。

图 4. 工资增速放缓和房价下跌影响消费者信心

A. 名义工资增长



B. 消费者信心指数

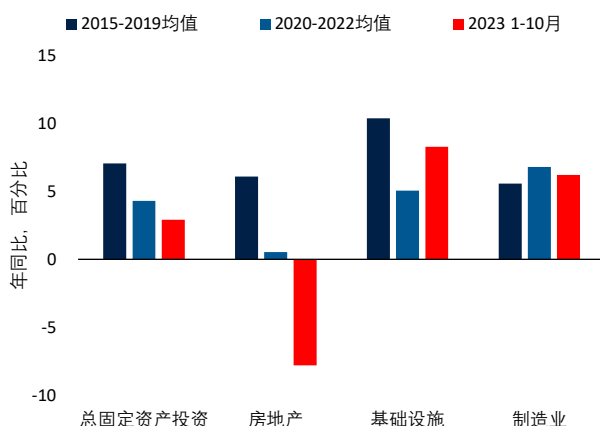


来源：国家统计局；世界银行工作人员估算。

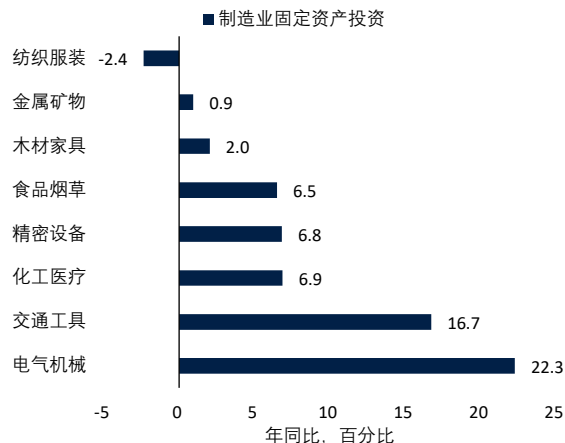
国内投资增速较 2020-22 年有所放缓，主要原因是房地产行业持续面临挑战。由于住房需求疲软和开发商的债务困境，房地产投资继去年下降 8.4% 之后，今年前十个月又下降 7.8%（图 5A）。向房地产提供投入品的上游行业（例如建筑材料）投资也在下降。相比之下，制造业投资受益于相对强劲的需求和政策支持，总体保持强韧，特别是在汽车、电气和电子机械行业（参见专题章节）。与此同时，基础设施投资则因政策支持而得到支撑（图 5B）。

图 5. 房地产业的严重下滑导致国内投资增长放缓

A. 各部门固定资产投资



B. 2023 年 1-10 月制造业投资



来源：国家统计局；世界银行工作人员估算。

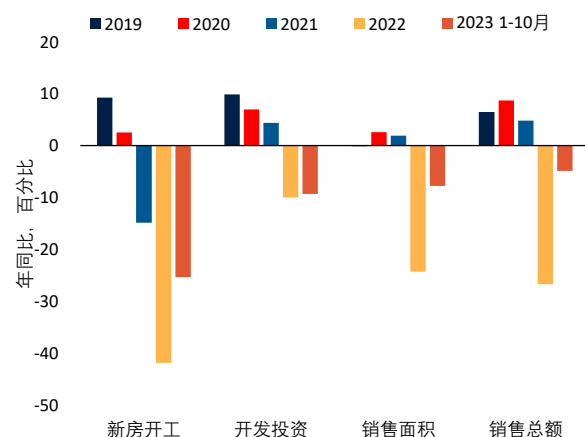
房地产业面临相互交织的短期和结构性挑战

尽管中国的房地产政策有所放松，但由于仍存在结构性挑战，住房需求仍然低迷。今年前十个月，新房销售总额和销售面积同比分别下降 4.9% 和 7.8%（图 6A）。在占中国住房市场约 80% 的二线及以下城市，销售下滑更为显著，且在这些城市，房价月环比持续下跌（图 6B）。尽管实施了降低首付比例和贷款利率等需求侧宽松措施，但市场仍未企稳，说明这些政策尚未有效解决住房需求不振的问题。导致需求疲软的部分原因是疫后收入前景的不确定性以及人们对房屋交付情况的担忧，而人口结构变化和城市化进程减缓等结构性因素加剧了问题的严重性（参见专题章节）。

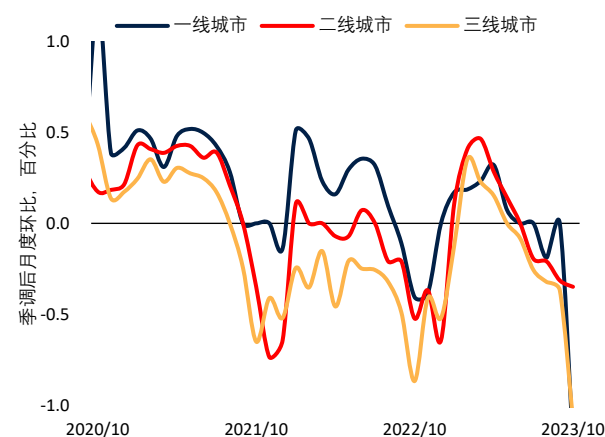
住房需求趋软和房企的高杠杆率削弱了近期政策支持的效果。今年前十个月房屋竣工面积同比增长近 20%，这得益于对“保交楼”项目逾 5000 亿元的政策支持。但与此同时，开发商继续面临资金压力，到位资金同比下降超过 13%。造成这种情况的主要原因是开发商深受高负债困扰以及住房需求放缓，而购房者对期房能否及时交付失去信心又进一步加剧了需求下滑。这就导致房地产投资继续收缩，今年前十个月房地产开发投资和房屋新开工面积分别下降 9.3% 和 25.4%。

图 6. 房地产业持续下滑

A. 房地产市场供给与需求变动



B. 新房价格



来源：国家统计局；世界银行工作人员估算。

在复苏脆弱的背景下，通胀持续低迷

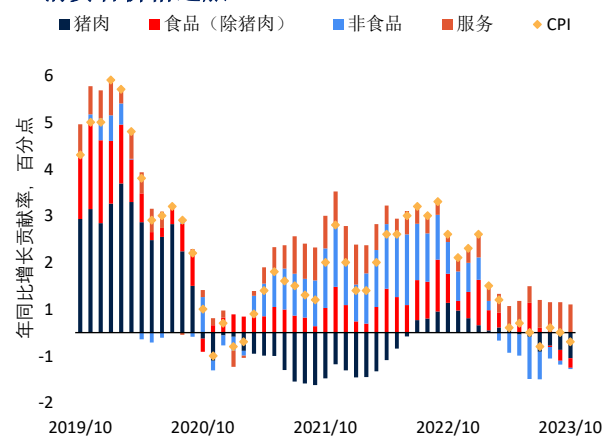
在经济复苏脆弱且不均衡的背景下，消费者价格通胀保持低位。自 2023 年 4 月以来，整体通胀率几乎没有增长，相比之下 2022 年的增长率为 2.0%。今年 7 月出现了两年多以来的首次通缩，且 10 月份又再次出现。通胀下降是由于商品价格下跌抵消了服务业通胀的上升，这反映了消费者需求的不同走势。房地产业疲软导致房屋租金和家电价格保持低位，

而汽车厂商为争夺市场份额而降价，加剧了价格下行压力。如果剔除波动较大的食品和能源价格，核心通胀率一直在 0.7% 左右徘徊，持续低于疫情前 1.6% 的水平（图 7A）。

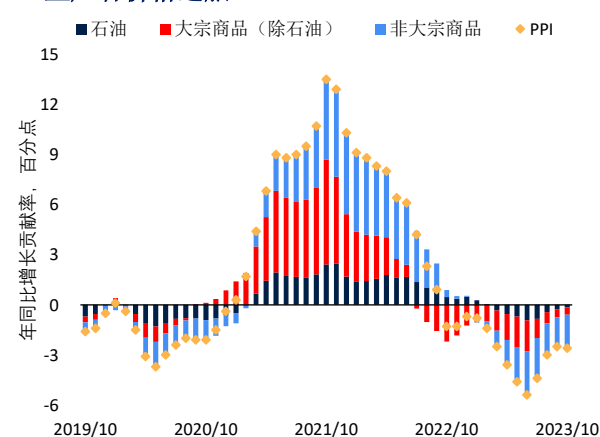
生产者价格持续处于通缩状态，但近几个月在全球大宗商品价格上涨推动下有所缓解。工业生产者出厂价格指数（PPI）处于通缩状态已经持续了一年（图 7B），主要原因是国内工业需求持续疲软。房地产行业的长期低迷是导致需求疲软的原因之一，特别是在金属、水泥和建筑机械等上游行业。不过，最近全球能源价格的上升趋势使国内出厂价格的收缩有所减轻。

图 7. 在复苏脆弱的背景下，通胀持续低迷

A. 消费者价格通胀



B. 生产者价格通胀



来源：国家统计局；世界银行工作人员估算。

在全球需求减弱的情况下，出口持续收缩

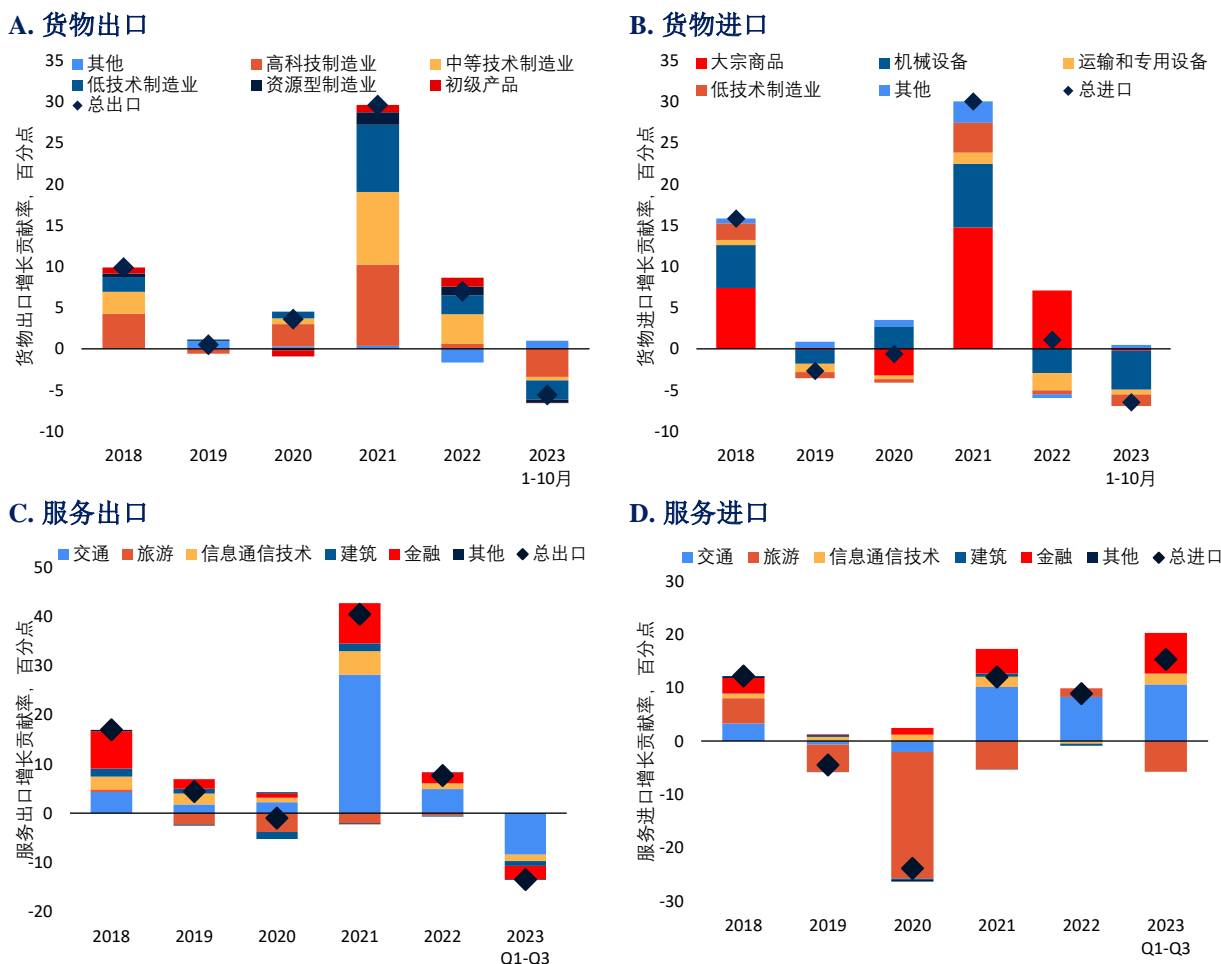
由于全球需求从可贸易商品转向其他方面，外部需求疲软，中国货物出口继续下降。2023 年前十个月的货物出口额同比下降 5.6%，而去年同期是增长 11.1%。出口恶化的情况广泛存在于各种行业、涉及诸多贸易伙伴，但对东盟国家和欧盟的出口恶化最为显著。各个产品类别都出现了萎缩，但高科技制造业的萎缩最严重（图 8A）。与整体货物出口表现不同的是，自 2020 年 8 月以来，包括电动汽车在内的汽车出口一直以两位数的速度增长，中国汽车行业在全球市场上的份额有所扩大。

货物进口也继续下降。2023 年前十个月的货物进口额同比下降 6.5%，而去年同期是增长 3.5%（图 8B）。出口行业的加工进口需求疲软、国内商品消费需求不振以及房地产投资低迷导致了进口总额的下降。

由于运输服务出口下降，服务出口收缩，而服务进口则随着出境旅游的复苏有所增长。2023 年前三季度服务出口同比收缩 13.5%，主要是金融服务、入境旅游和运输服务出口持续下降导致的，而运输服务出口的下降又反映了货物出口和货运价格的下滑（图 8C）。

与此形成对比的是服务进口同比增长 15.3%，这是由于随着国际旅行的恢复，出境旅游出现反弹，不过仍未达到疫情前的水平（图 8D）。

图 8. 货物和服务贸易继续收缩，服务进口增长



来源：中国海关统计；国家外汇管理局；世界银行工作人员估算。

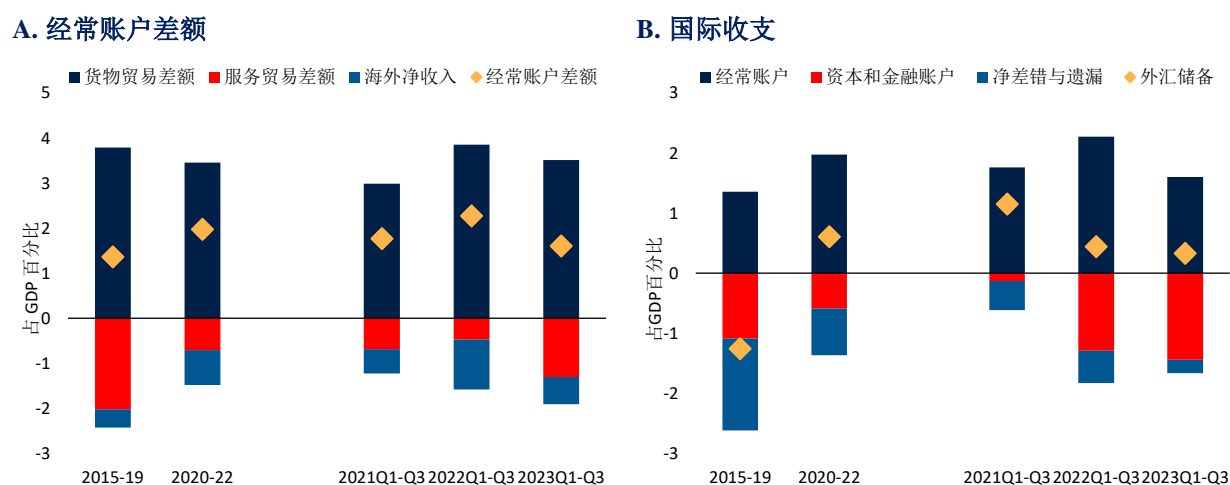
经常账户顺差收窄到疫情前水平

2023 年前三季度，由于出境游的恢复推高了服务贸易逆差，中国经常账户顺差下降，回到疫情前水平。疫情期间中国净出口的短期提振现已消退，再加上全球商品需求下降以及中国旅客出境游增加，使得 2023 年前三季度出口顺差占 GDP 比重从 2022 年同期的 3.4% 降至 2.2%（图 9A）。来自外国的净收入有所改善——赤字占 GDP 比重从去年同期的 1.1% 减少到 0.6%。因此，经常账户顺差占 GDP 比重从去年前三季度的 2.3% 下降为今年的 1.6%。这也意味着经常账户顺差正逐渐回到疫情前的水平。

由于资本外流和对外投资增加，金融和资本账户逆差扩大。² 与其他主要国家的利差不断扩大、商业不确定性依然较高以及地缘政治紧张局势等因素抑制了外国资本流入。2023 年前三季度外商直接投资（FDI）流入占 GDP 比重从去年同期的 1.1% 下降至 0.1%。随着经济重新开放，前三季度 FDI 流出也增至 GDP 的 1.1%。相比之下，包括证券投资、金融衍生品和其他投资在内的非 FDI 净流出在 2023 年前三季度总共只占 GDP 的 0.4%，低于 2022 年同期的 1.6%。总体而言，资本和金融账户逆差占 GDP 比重从 2022 年前三季度的 1.3% 上升至 2023 年同期的 1.4%（图 9B）。

资本净流出和美元的广泛走强继续使人民币承压。尽管中国经常账户保持较大顺差，但 2023 年前 11 个月人民币兑美元平均汇率与去年同期相比贬值 4.5%，而贸易加权汇率则保持稳定。与此同时，中国外汇储备略减，但仍保持充裕，为 3.1 万亿美元。

图 9. 经常账户顺差收窄至疫情前水平，金融账户赤字扩大



来源：国家外汇管理局；Wind 数据库；世界银行。

随着工业排放放缓和可再生能源的快速扩张，经济增长的碳强度下降

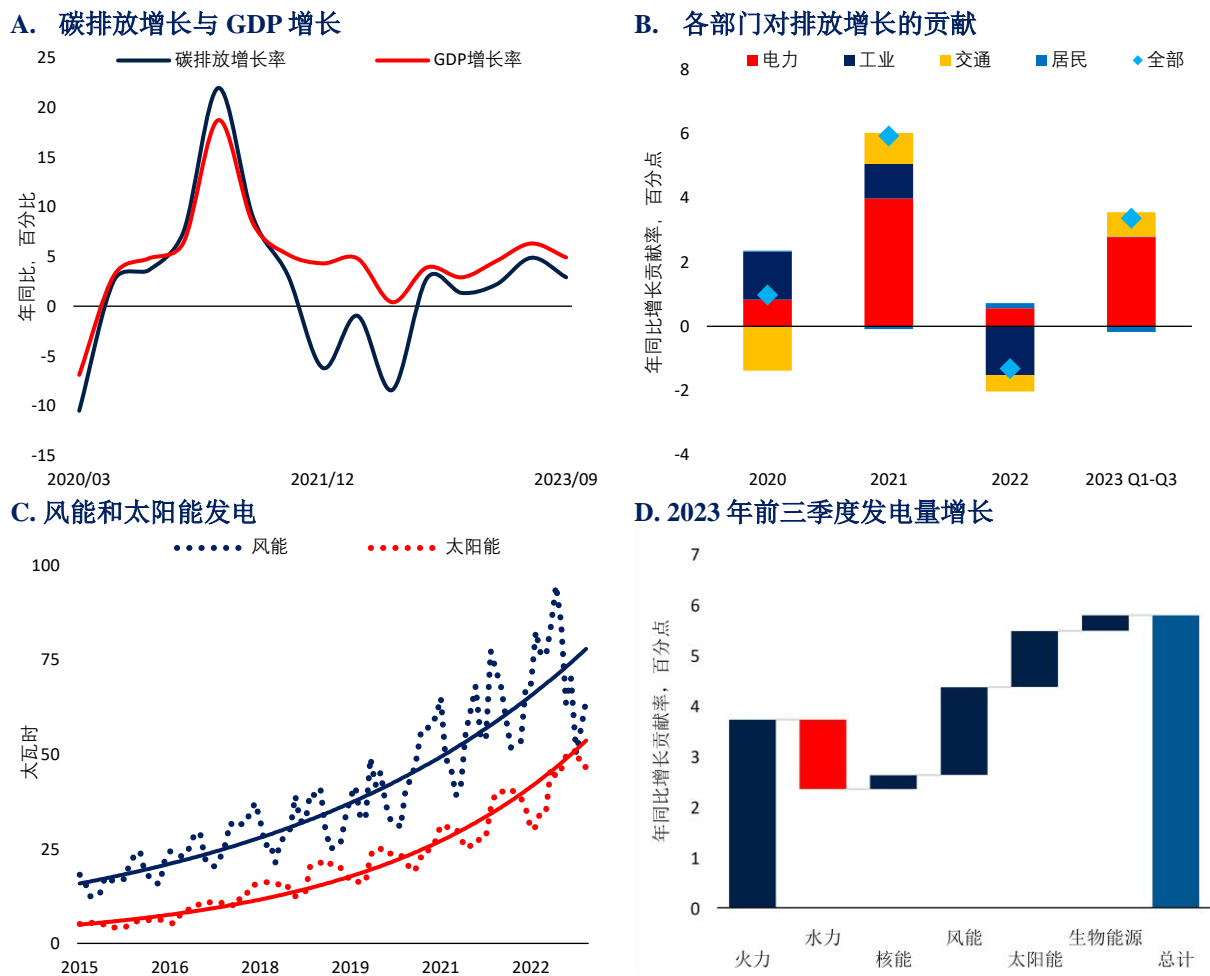
2023 年中国碳排放增长温和，低于 GDP 增速，反映了工业排放的放缓。据估算，2023 年前三季度中国二氧化碳排放同比增长 3.4%，低于 GDP 增速，显示出经济增长与碳排放逐渐相对脱钩的迹象（图 10A）。前三季度的排放增长主要由电力行业所推动，而工业排放量与 2022 年同期基本持平（图 10B）。工业排放增长放缓是由于钢铁和水泥这两个排放量最高的行业的产出随着房地产建设的下滑而下降。

可变可再生能源发电装机容量继续呈指数级增长。太阳能和风能新增装机量继续创下新高。2023 年前九个月，太阳能发电新增装机量比 2022 年同期同比增长 140%，预计 2023

² 2023 年 3 季度的证券投资数据暂未公布。

全年新增将是 2020 年的四倍。新增太阳能装机量的一半是屋顶太阳能，这是“整县屋顶分布式光伏试点项目”的一个组成部分。装机量的这种增长意味着 2023 年前九个月太阳能发电量比 2022 年同期同比增长了 22%。前三季度风电新增装机量同比增长 70%，从而使风能发电量增加 21%（图 10C）。不过由于上半年严重干旱，2023 年前九个月水力发电量同比下降 9%。

图 10. 电力和运输行业驱动了 2023 年的排放增长，经济增长的碳强度随着可变可再生能源规模的迅速扩大而下降



来源：全球实时碳数据（Carbon Monitor）； Ember； Wind 数据库；世界银行工作人员估算。

与此同时，化石燃料发电也在继续增长以满足电力需求——尽管其增速低于太阳能和风能。2023 年前九个月总发电量也快速增长，同比增加 5.8%（图 10D）。电力需求的快速增长一方面反映了交通运输和制造业的电气化程度提高，同时也反映了经济结构从重工业向制造业的转变——制造业主要用电力而不是化石燃料作为能源，过程排放较低。为了满足这种不断上升的电力需求并抵消天气情况导致的水力发电减少，占总发电量的三分之二的火力发电量前九个月同比增长 6%。此外，政府还在继续加快对新建燃煤电厂的审批，

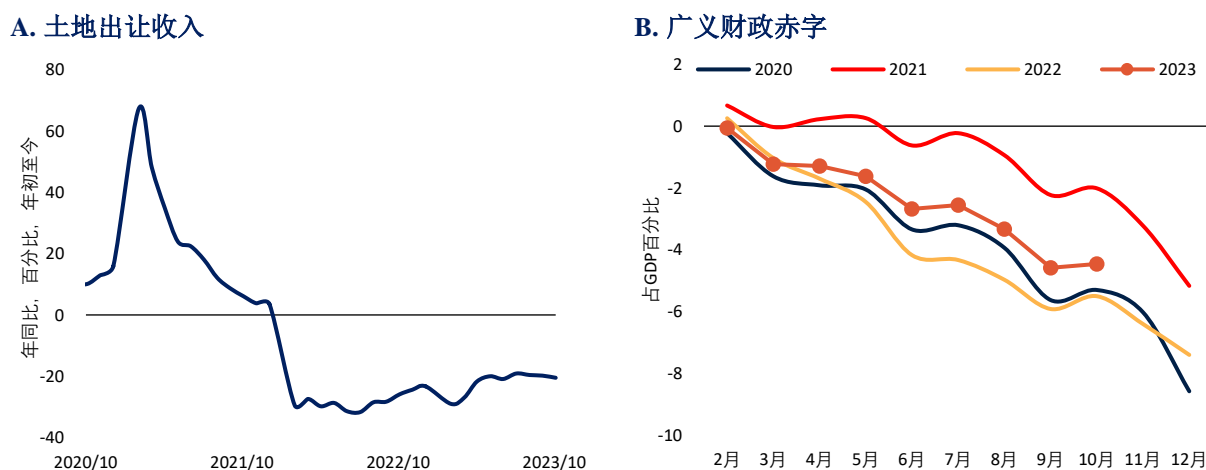
预计三季度批准的项目有 25 吉瓦，这意味着 2023 年在建或已经批准的新增煤电装机容量达到 243 吉瓦，相当于 2022 年煤电总装机容量的 20% 以上。这意味着当前的“十四五”期间（2021-25 年）中国煤电装机容量增长快于前两个五年规划时期，增加了中国经济被锁定于碳密集型基础设施和产生搁浅资产的风险。

面对脆弱的经济增长，政府加大了财政支持力度

土地出让疲软制约了地方政府的财政支出。1-10 月广义财政收入同比增长 2.5%。今年前十个月，尽管税收收入增长了 10.7%，³但由于土地出让收入大幅下降 20.5%，拉低了广义财政收入的增长（图 11A），这导致对地方政府融资平台（LGFV）债务可持续性的担忧日渐增长（专栏 1）。作为基础设施融资的主要来源，土地出让收入的疲软导致地方财政收支矛盾加大。1-10 月广义财政支出同比下降 1.2%。总体来看，财政政策的支持力度低于去年：截至 10 月，广义财政赤字占 GDP 比重为 4.5%，而 2022 年同期是 5.5%（图 11B）。

为应对当前经济的脆弱性，财政支持力度有所加大，中央增加了对地方的转移支付以缓解地方政府的融资约束。全国人大批准中央政府增发 1 万亿元特别国债（占 GDP 的 0.8%），用于支持自然灾害的恢复，预防和减轻工作。此举实际上将今年的广义财政赤字目标从 GDP 的 6.4% 提高到了 7.2%（表 2）。⁴值得注意的是，这些债券的偿本付息将完全由中央政府负责，不会给地方政府增加财务负担。⁵

图 11. 土地出让疲软制约了地方政府的财政支出



来源：财政部；国家统计局；世界银行工作人员估算。

³ 2023 年税收增速较高的部分原因是 2022 年的增值税抵留退税政策带来了低基数效应。

⁴ 这是中国第四次发行中央特别国债，前三次分别是 1998 年发行 2700 亿元补充四大国有银行资本金、2007 年发行 1.55 万亿元从央行购买外汇以建立中国的主权财富基金以及 2020 年发行 1 万亿元以应对新冠疫情。

⁵ 与之相对，2020 年应对新冠疫情特别债券的发行要求地方政府偿还本金的 70%。

注：中国的预算体系包括：(i)一般公共预算，包括税收和非税收入、经常性支出和部分资本性支出；(ii)政府性基金预算，主要反映地方政府的土地租赁收入和特定基础设施和社会项目支出；(iii)社会保障基金预算，记录社保缴款和支出；(iv)国有资本经营预算，即国有企业基金预算。广义预算结余是指(i)、(ii)、(iii)、(iv)之和减去政府稳定基金净提款。(iii)和(iv)只报告年度数据。一般公共预算中的地方财政收入不包括中央的转移支付，中央财政支出不包括对地方的转移支付。

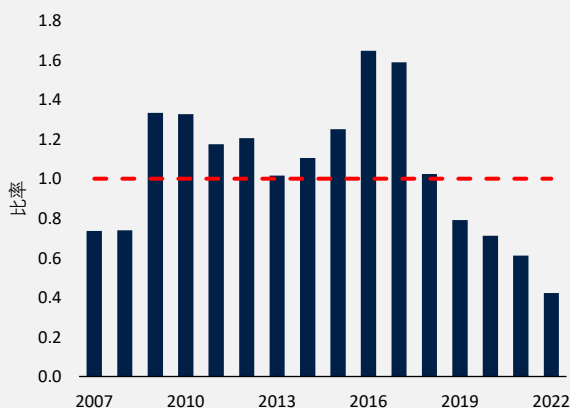
专栏 1. 地方政府融资平台的债务风险日益上升

中国不断上升的债务风险在一定程度上是来自地方政府融资平台（LGFV）的脆弱性。地方政府大量利用这类平台来进行基础设施建设和实施逆周期政策调控，LGFV 债务占 GDP 比重已大幅上升至 50% 左右，导致中国整体宏观杠杆率已经超过高收入国家的平均水平（图 16B）。对 1800 多家发行债券的 LGFV 的分析显示，2022 年它们的负债合计（包括债务和各种其他支付义务，如应付款项）大幅增加至约 GDP 的 80%，其中一年内到期的短期负债占 GDP 的 31%。值得注意的是，LGFV 贷款占国内银行贷款总额的 15% 以上，这意味着银行业对 LGFV 的风险敞口较高。

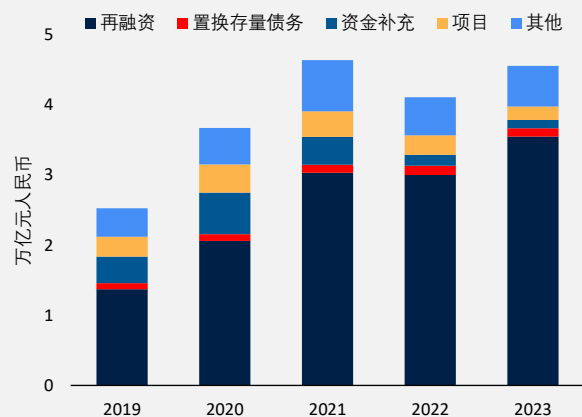
当前，地方政府融资平台面临日益严峻的流动性压力。截至 2022 年末，LGFV 资产负债表上的现金和现金等价物（对偿还短期负债至关重要）占总资产比重已从 2017 年的 10.5% 大幅下降至 6.1%（表 1）。现金短债比大幅下降和短期负债占负债合计的比例上升，进一步凸显了流动性的紧张。目前，样本内超过半数的 LGFV 所拥有的流动性资产不到偿还其即将到期负债所需金额的一半（图 12A）。此外，平台收入的很大一部分是来自于基础设施项目，但只能以账面收入而非现金的形式收到，这很可能代表地方政府对平台的欠款（IMF 2021）。LGFV 日益紧张的流动性加剧了违约风险，并给金融部门带来压力。

图 12. 地方政府融资平台债务面临的压力日益上升

A. 现金短债比



B. 新筹资金的用途



来源：Wind 数据库；国际货币基金全球债务统计；中国人民银行；世界银行工作人员估算。

LGFV 的高杠杆率导致它们在为新投资项目提供资金方面越来越受限，削弱了它们推动地方经济发展的作用。截至 2023 年 9 月中旬，地方政府融资平台今年新筹集的债券和非标资金中近

80%⁶ 用于偿还现有债务，而不是为新项目融资。此外，LGFV 的资产负债表还显示，实物资产尤其是在建工程增长放缓，到 2022 年末，实物资产占总资产比重微降至 54.2%（图 12B）。与此同时，LGFV 的股权比例有所下降，这表明它们对债务融资的依赖日渐上升，而资本回报率的下降则表明资本配置和投资管理的效率降低（表 1；图 17B）。因此，由于 LGFV 更倾向于优先处理和偿还已经累积的负债，而非投资有潜力的新项目，它们作为地方基础设施投资和经济增长关键驱动力的传统角色正在被削弱。

表 1. 地方政府融资平台资产负债表
(占总资产百分比, 加权平均)

资产	2017	2022	负债	2017	2022
金融资产与其他	45.0	45.8	短期负债	19.4	24.8
现金和现金等价物	10.5	6.1	贷款	2.3	3.6
应收账款	24.4	21.0	应付账款	2.9	4.1
无形资产	3.5	5.8	其他	14.2	17.1
其他	6.6	12.9			
实物资产	55.0	54.2	长期负债	37.2	36.5
存货（包括土地）	32.2	26.3	贷款	21.2	20.0
固定资产	7.4	13.8	债券	9.2	9.5
在建工程	11.1	8.6	其他	6.8	7.0
房地产	4.4	5.5	所有者权益	43.3	38.7
资产合计	100.0	100.0	负债和所有者权益合计	100.0	100.0

来源：Wind 数据库；世界银行工作人员估算。

近期为解决 LGFV 债务风险采取的措施有助于缓解它们的流动性压力，但鉴于 LGFV 负债规模且与房地产业联系密切，长远来看这些措施可能还不够。今年 10 月以来，地方政府已发行超过 1.2 万亿元再融资专项债券（相当于 GDP 的 1.0%），用于清偿地方政府对融资平台的欠款并对现有 LGFV 债务进行再融资。然而，与 LGFV 的高杠杆率相比，这一数额相对较小。值得注意的是，近三分之一的 LGFV 资产与房地产市场密切相关——如投资性房地产和土地库存（表 1）。伴随房地产行业的长期低迷，LGFV 资产负债表预计将因资产价值下降而进一步恶化，这可能使其流动性挑战进一步升级为偿付能力问题。

有效解决 LGFV 债务问题需要加快重组和改革。政府可以将纯商业资产从 LGFV 的资产负债表上剥离出去（例如投资性房地产）。诸如基础设施之类的公共资产应纳入政府的广义财务报告中。这个过程需要中央和地方政府以及金融机构的协同努力。虽然目前对 LGFV 借款条款进行全面调整的策略可能有助于缓解短期流动性压力，但为了从根本上解决 LGFV 债务问题，还需对 LGFV 的职能进行重组并实施结构性改革，以缓解地方政府在收入和融资方面的约束。

货币政策保持宽松但政策空间有限

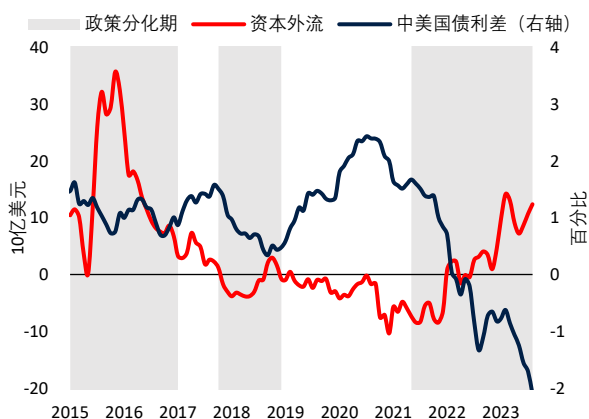
⁶ 这里的资金包括票据、债券、商业票据和其他非标准债务工具，但不包括银行贷款。目前还没有地方政府融资平台的新增银行贷款数据。

今年中国人民银行继续实施货币宽松政策，但进一步宽松的空间有限。鉴于通胀压力较低，央行适度下调了主要政策利率以支撑经济增长，同时也保持了市场上的充裕流动性。3 月，中国人民银行将存款准备金率下调 25 个基点，9 月又再次下调 25 个基点。然而，其他主要经济体的高利率和资本外流风险可能制约中国实行货币宽松的空间。自 2022 年 4 月以来，中国十年期国债收益率与美国同等国债收益率之间的利差一直为负（图 13A）。

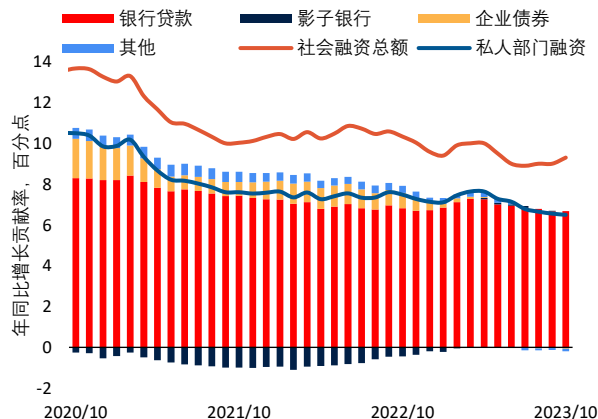
政府债券的大量发行推动了信贷增长。10 月非金融部门信贷同比增速提高至 9.3%，不过仍低于 2022 年 9.5% 的增速（图 13B）。政府债券发行激增是驱动近几个月信贷增长的主要因素。与此形成对比的是企业贷款和企业债券增长放缓，反映出信贷需求疲软，尤其是房地产企业和地方政府融资平台的信贷需求较低。尽管下调现有房贷利率和降低首付比例等措施带来了居民信贷需求的小幅增长（图 13C），但居民部门中长期贷款的增速仍低于历史趋势。与此同时，由于信贷增长速度超过了名义 GDP 增速，中国非金融部门整体杠杆率（包括外债）已升至 GDP 的 300% 左右（图 13D）。

图 13. 在有限的政策空间里实行货币宽松

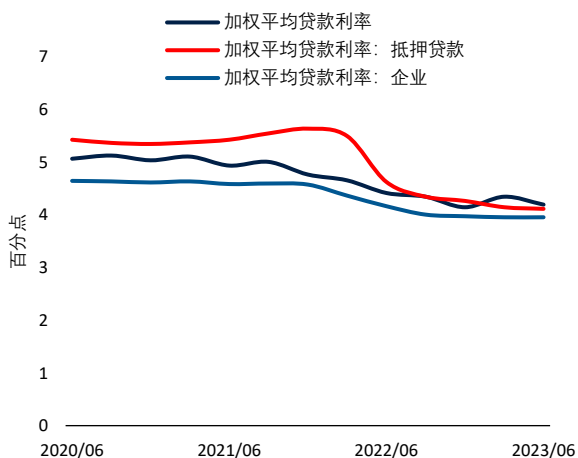
A. 中美十年期国债利差



B. 信贷增长分解



C. 企业和家庭融资成本



D. 债务增长与名义 GDP 增长



来源：国家统计局；中国人民银行；CEIC 数据库；世界银行工作人员估算。

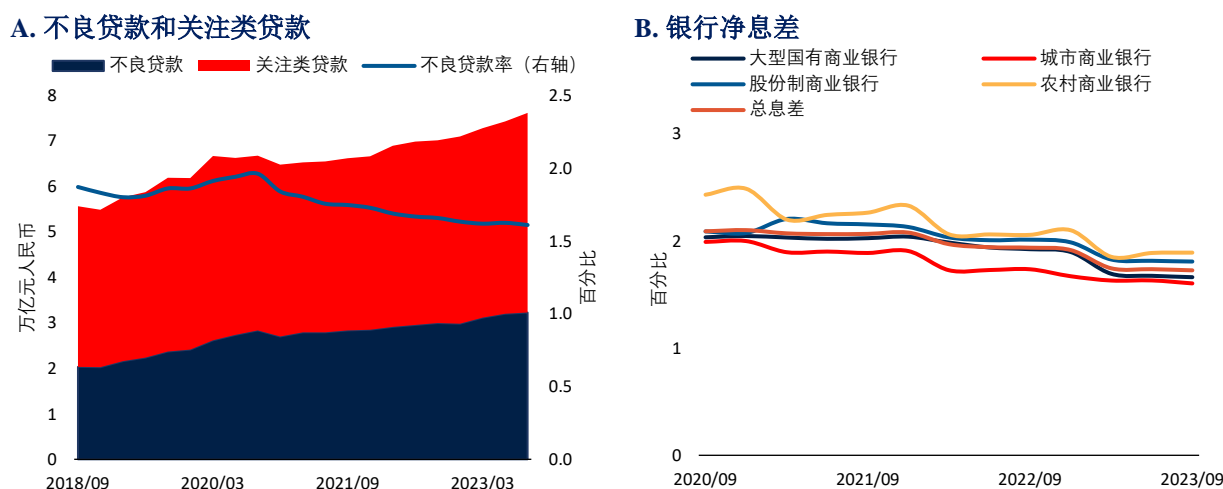
注：图 B 中的信贷增长指除股权融资以外的社会融资总额累计同比。

银行业的风险敞口加剧但仍有充足缓冲

房地产企业的高杠杆率以及经济增速的放缓使银行面临更高的风险。个人住房贷款占银行人民币贷款余额的 17.5%（2023 年 6 月末为 40.3 万亿元），房企贷款占 5.7%。房企贷款对房地产行业的动荡更为敏感：2023 年 6 月末，16 家大型银行的房企不良贷款（NPL）较年初增长 7.9%，达到 2925 亿元人民币，不良贷款率高达 4.4%，不过这些不良贷款占比仍不到总贷款余额的 0.1%。⁷ 与此同时，房贷不良贷款率一直保持在 0.5% 以下。⁸ 2023 年 9 月，商业银行业整体不良贷款率为 1.6%（图 14A），拨备覆盖率为 207.9%。农村商业银行由于不良贷款率相对较高、资本充足率相对较低，在借款人——特别是与房地产行业相关的借款人——偿债能力不断减弱的情况下更为脆弱。

银行由于利息收入下降和负债成本上升，盈利能力下降。今年以来，由于执行降低贷款利率的政策，银行业净息差从去年的 1.9% 降到不到 1.8%，其中大型国有银行的降幅更为明显（图 14B）。与此同时，储户的储蓄增加，而且越来越多地使用比活期存款利息更高的定期存款。⁹ 最近银行降低了存款利息，特别是定期存款利息，以支撑它们的净息差。

图 14. 银行不良贷款率可控，但银行盈利下滑



来源：国家金融监管总局；世界银行工作人员估算。

注：图 B：基于国家金融监管总局对银行的官方分类。

银行业总体来说仍有充足缓冲。银行资本仍然充足，2023 年 9 月总体资本充足率（CAR）为 14.8%，高于 10.5% 的监管要求。资本相对较少的中小城商行、农商行与资本充足的大型国有银行之间存在较大差距。政府正在积极支持中小银行补充资本。用于补充中小银行

⁷ 来源：世界银行工作人员根据半年报数据估算。

⁸ 同上。

⁹ 基于对 33 家银行的财务报告的估算显示定期存款同比增长 20.5%，居民定期存款同比增长 25.4%。

资本金¹⁰的政府专项债发行增加，截至 2023 年 11 月发行量达到 1523 亿元，是 2022 年的两倍多，相当于被中国人民银行认定的“高风险”银行资产总额的 27.1%。2024 年 1 月，中国有关当局将正式实施中国版《第三版巴塞尔协议改革最终方案》。“最终方案”要求建立更精细的银行资产风险权重分配系统，新规的实施有望使银行体系资本充足率净增加，尤其是大型国有银行可能受益于核心一级资本充足率的提高。

¹⁰ 这种注资对帮助那些无法通过公开股权市场融资的中小银行补充资本至关重要，特别是在整个行业的资产回报率（ROA）和股本回报率（ROE）下降导致银行可用于增加资本的留存收益减少的情况下。

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/906240024015010054>