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

世界银行集团

中国经济简报 - 2023年12月

© 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：© Fengjingmooo/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、黄旸和程丹旭。编写团队在此感谢 Mara Warwick、Lalita M. Moorty 、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，但房地产行业和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性制约，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性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。

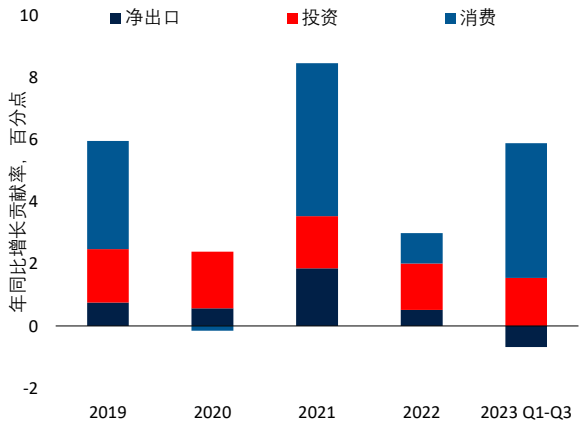
然而，GDP 在中期的稳健增长不仅需要有力的制造业投资，还有赖于更强劲的消费增长。由于房地产企业的资产负债表制约和住房需求的长期下降，预计房地产投资将继续低迷。即使制造业投资保持韧性，中国的总体投资率很可能稳定在一个低于疫情前水平的位置上。尽管投资增速下降是中国经济的一项必要调整，但消费增长需要加快以弥补总需求增长放缓的影响。此外，虽然投资转向制造业带来了资本配置效率的短期改善，但投资规模的快速扩大和政府支持的日益增加可能导致某些行业产能过剩和效率低下。

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

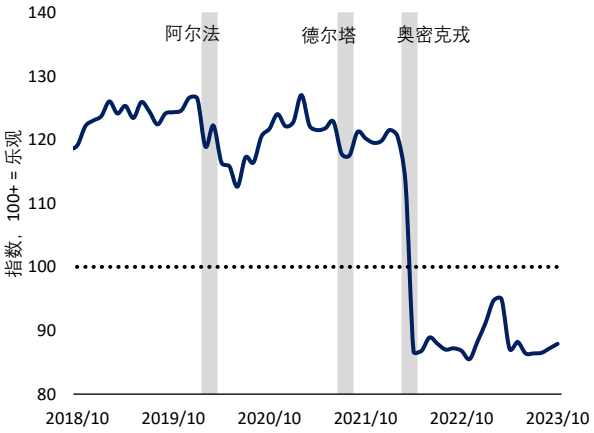
2023 年中国经济活动较上一年的低迷状况有所回升

A. 三大需求对 GDP 增长的贡献



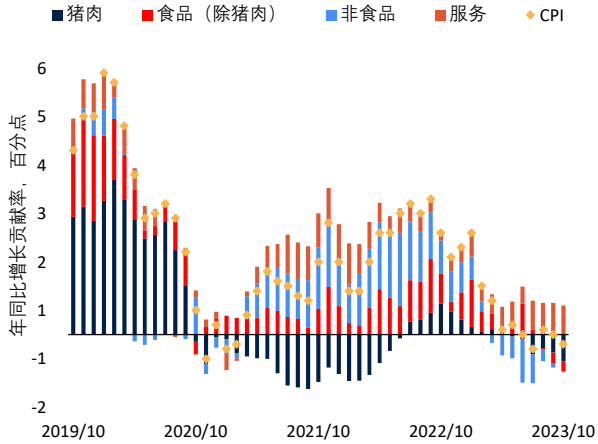
但疫后复苏仍然脆弱，表现之一是消费者信心疲软……

B. 消费者信心指数



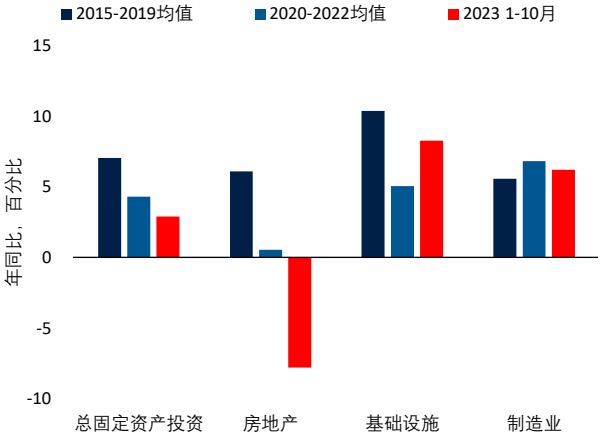
……而且通胀仍然低迷

C. 消费者价格通胀



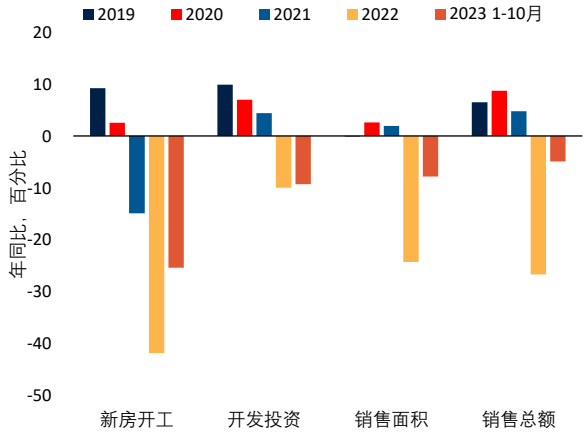
房地产投资严重下滑，导致国内投资增长放缓

D. 各部门固定资产投资



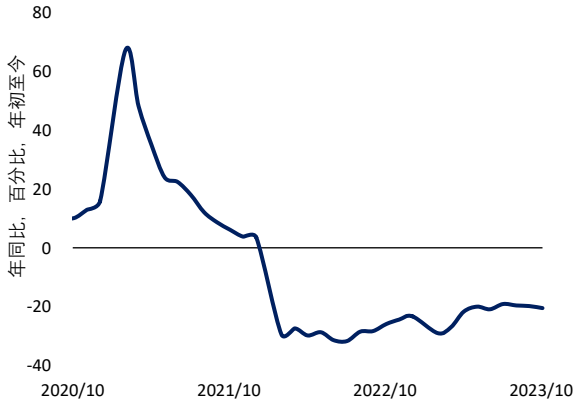
房地产业面临相互交织的短期和结构性挑战

E. 房地产业有关指标



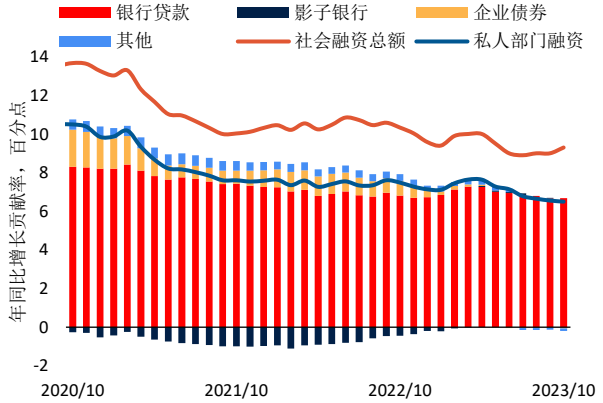
在房地产低迷背景下，土地出让减少，导致地方财政收支矛盾加大

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

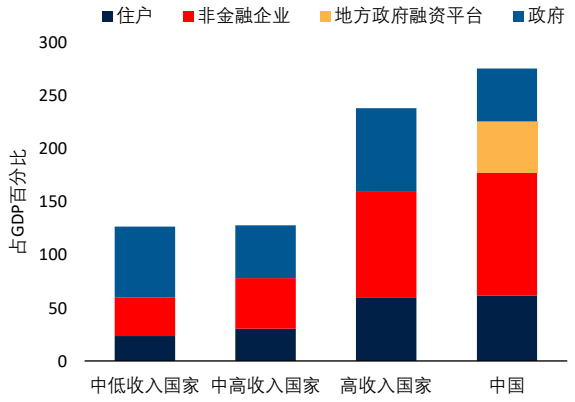


货币政策继续保持宽松，但由于其他主要经济体利率提高，导致资本外流

H. 货币政策分化与资本外流

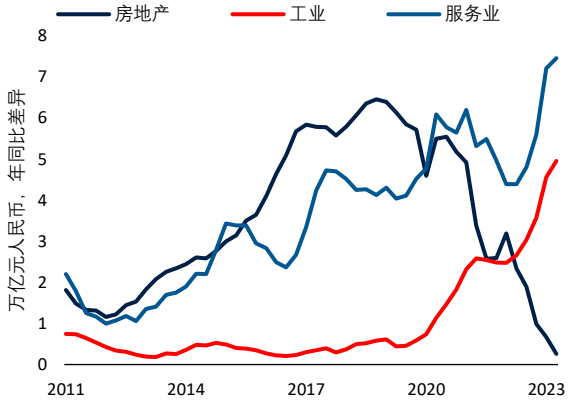
复苏的脆弱性也反映了结构性减速的影响——原因之一是持续的经济失衡

I. 债务与 GDP 比率



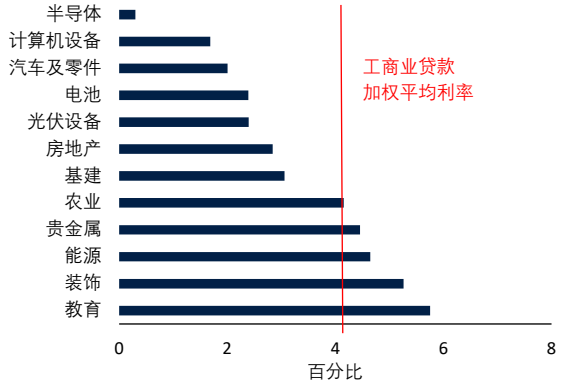
近年已经出现了投资转向，转离高杠杆的房地产业投资……

J. 不同行业新增银行贷款变动



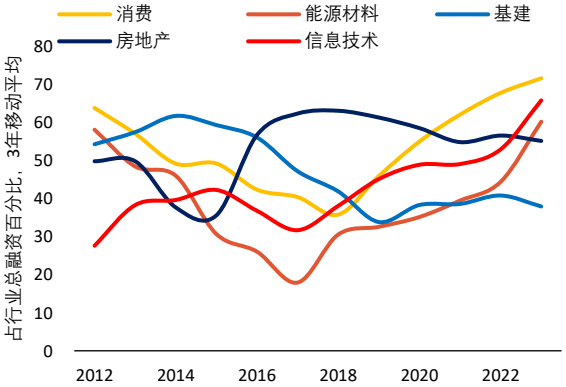
……在一定程度上是由于政府的支持措施将资源引向了重点制造业部门

K. 2022 年上市公司隐含利率



在此过程中不同部门之间以及部门内部的资本配置可能有所改善

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

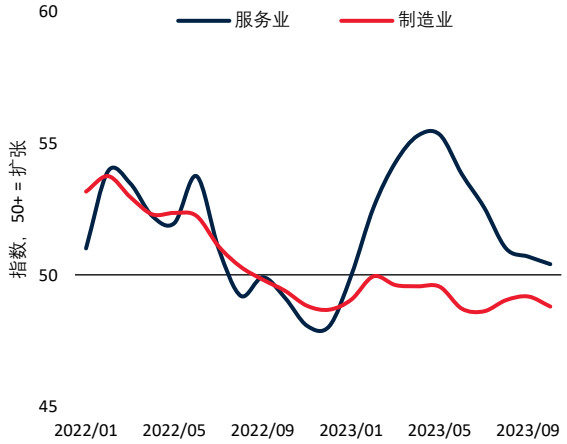
全球经济活动继续放缓

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。

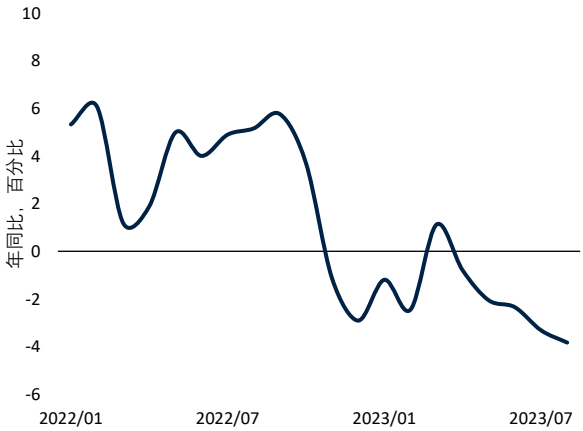
2023 下半年全球货物贸易量与去年同期相比继续萎缩，而全球工业生产增长疲软（图 2B）。领先指标显示全球贸易可能进一步趋软，新出口订单的采购经理人指数最近已处于收缩区间。此外，虽然全球旅游业的复苏提振了服务贸易，但有迹象显示这种复苏正在减弱。大宗商品价格仍处于相对较高水平，名义价格比 2015-2019 年平均水平高出约 45%，且中东冲突的升级给价格带来了额外的上行风险（World Bank 2023a）。金融市场波动较大，在美国政府债券收益率上升和美元走强的背景下，最近全球金融条件总体来说有所收紧。

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。

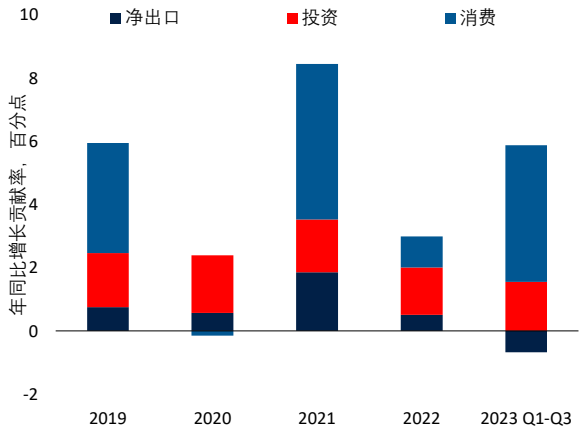
中国经济增长有所改善但复苏仍然脆弱

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）。

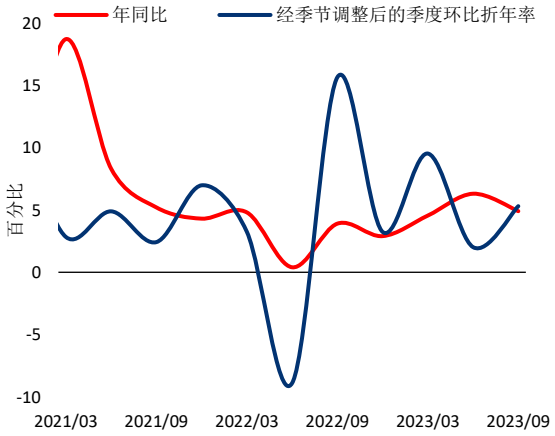
尽管如此，疫后复苏仍很脆弱。经济重开引发了一季度的经济活动激增，但增长势头在第二季度放缓至 2%（年化增长率），然后在第三季度恢复至 5.3%（图 3B）。 增长路径的大幅波动表明经济复苏仍然脆弱，这一方面反映了消费者信心疲软、房地产市场持续低迷和出口不振等短期因素的阻碍，同时也反映了持续经济失衡等结构性因素的影响（参见专题章节）。

图 3. 在脆弱的经济复苏节奏下，GDP 增长波动依旧

A. 三大需求对 GDP 增长的贡献



B. 实际 GDP 增长



来源：国家统计局；世界银行工作人员估算。

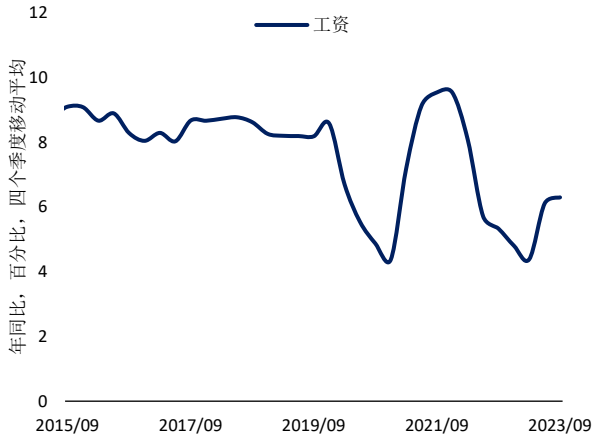
消费的复苏受益于劳动力市场的改善和被积压的服务需求的释放，但也受到收入增长乏力和消费者信心疲软的制约。劳动力市场状况正在改善，失业率从 2 月 5.6%的峰值降到 10 月的 5.0%，回到疫情前水平。1 月至 9 月，城镇累计新增就业 1020 万人。然而就业增长主要是由低技能服务行业的招聘增加所推动，未能相应地转化为收入增长。2023 年前三季度工资同比增长 6.8%，仍低于疫情前 8%以上的增幅（图 4A）。此外，由于低线城市二手房价格较 2021 年峰值下降超过 10%，一些家庭的财富大幅缩水。[1] 再加上劳动力市场改善转化为市场情绪改善需要时间，这些因素继续影响消费者的信心和支出（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

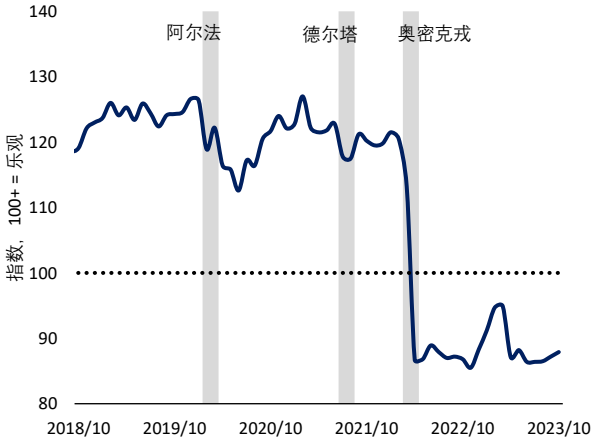
到 10 月，增长率放缓到仅为 0.1%。结构性因素，如有限的社会保障和持续的不平等，也制约了消费（参见专题章节）。

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

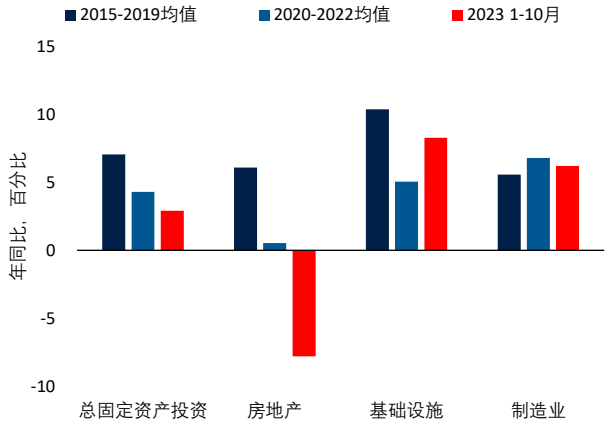


来源：国家统计局；世界银行工作人员估算。

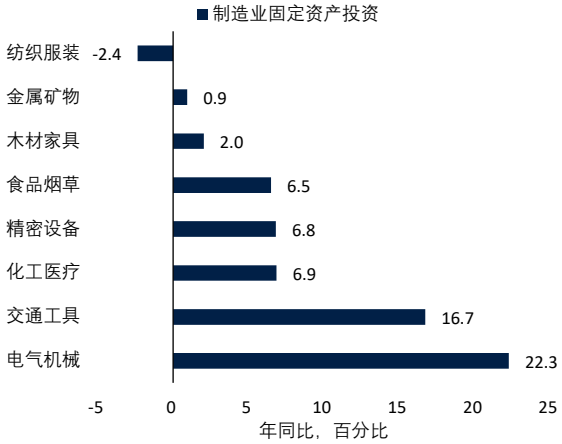
国内投资增速较 2020-22 年有所放缓，主要原因是房地产行业持续面临挑战。由于住房需求疲软和开发商的债务困境，房地产投资继去年下降 8.4%之后，今年前十个月又下降 7.8%（图 5A）。向房地产提供投入品的上游行业（例如建筑材料）投资也在下降。相比之下，制造业投资受益于相对强劲的需求和政策支持，总体保持强韧，特别是在汽车、电气和电子机械行业（参见专题章节）。与此同时，基础设施投资则因政策支持而得到支撑（图 5B）。

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。

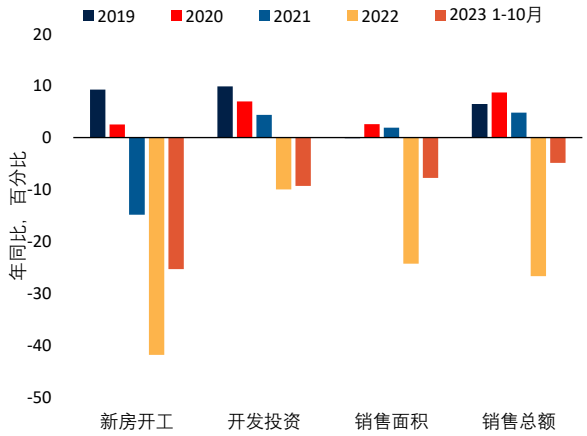
房地产业面临相互交织的短期和结构性挑战

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）。

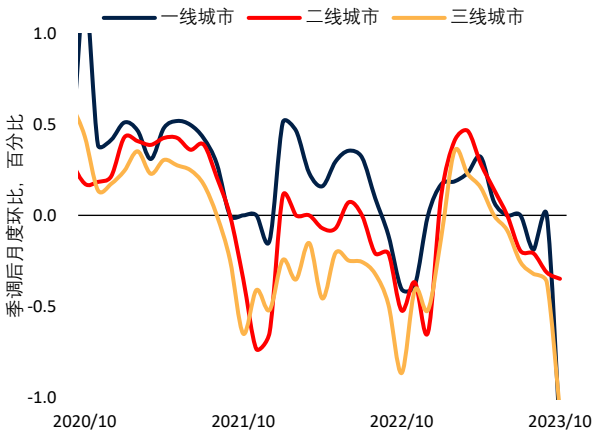
住房需求趋软和房企的高杠杆率削弱了近期政策支持的效果。今年前十个月房屋竣工面积同比增长近 20%，这得益于对“保交楼”项目逾 5000 亿元的政策支持。但与此同时，开发商继续面临资金压力，到位资金同比下降超过 13%。造成这种情况的主要原因是开发商深受高负债困扰以及住房需求放缓，而购房者对期房能否及时交付失去信心又进一步加剧了需求下滑。这就导致房地产投资继续收缩，今年前十个月房地产开发投资和房屋新开工面积分别下降 9.3%和 25.4%。

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。

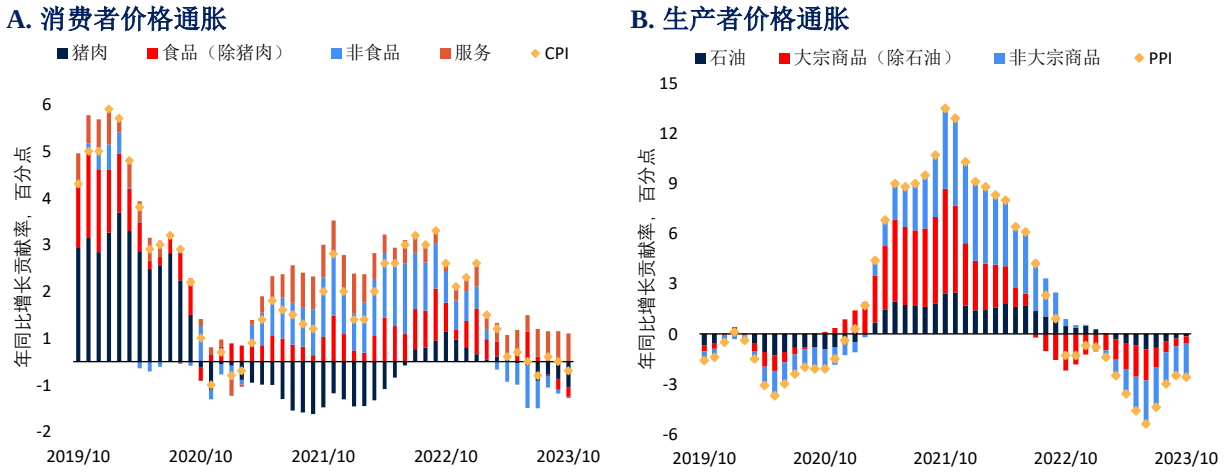
在复苏脆弱的背景下，通胀持续低迷

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升推动下有所缓解。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



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

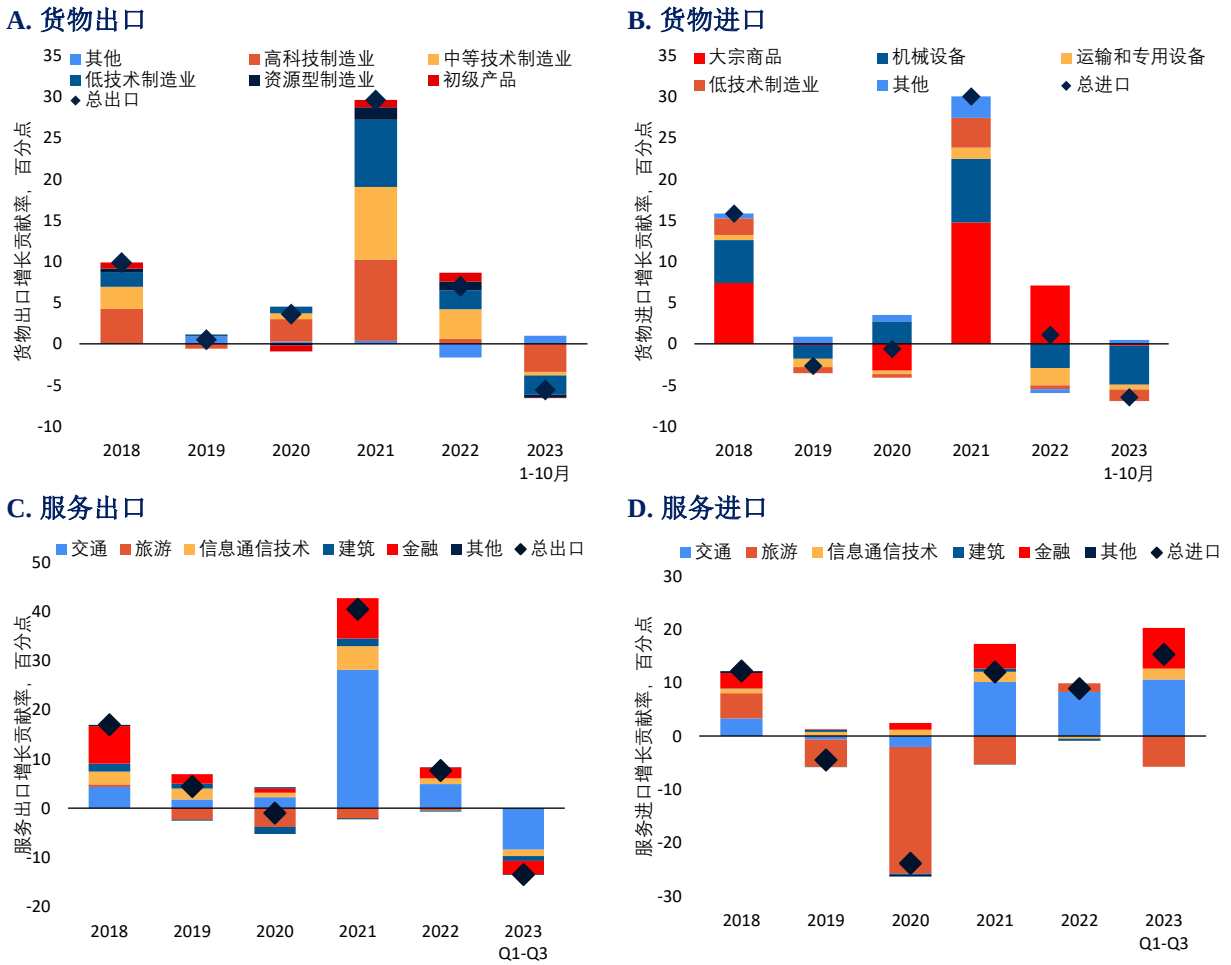
由于全球需求从可贸易商品转向其他方面，外部需求疲软，中国货物出口继续下降。2023 年前十个月的货物出口额同比下降 5.6%，而去年同期是增长 11.1%。出口恶化的情况广泛存在于各种行业、涉及诸多贸易伙伴，但对东盟国家和欧盟的出口恶化最为显著。各个产品类别都出现了萎缩，但高科技制造业的萎缩最严重（图 8A）。与整体货物出口表现不同的是，自 2020 年 8 月以来，包括电动汽车在内的汽车出口一直以两位数的速度增长，中国汽车行业在全球市场上的份额有所扩大。

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

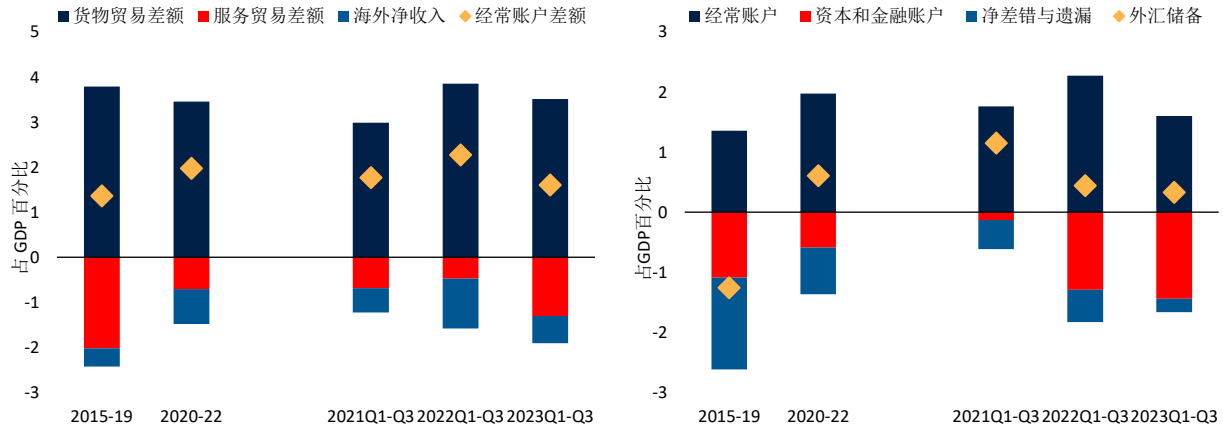
2023 年前三季度，由于出境游的恢复推高了服务贸易逆差，中国经常账户顺差下降，回到疫情前水平。疫情期间中国净出口的短期提振现已消退，再加上全球商品需求下降以及中国旅客出境游增加，使得2023年前三季度出口顺差占GDP比重从2022年同期的3.4%降至2.2%（图9A）。来自外国的净收入有所改善——赤字占GDP比重从去年同期的1.1%减少到0.6%。因此，经常账户顺差占GDP比重从去年前三季度的2.3%下降为今年的1.6%。这也意味着经常账户顺差正逐渐回到疫情前的水平。

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

A. 经常账户差额　　**B. 国际收支**



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

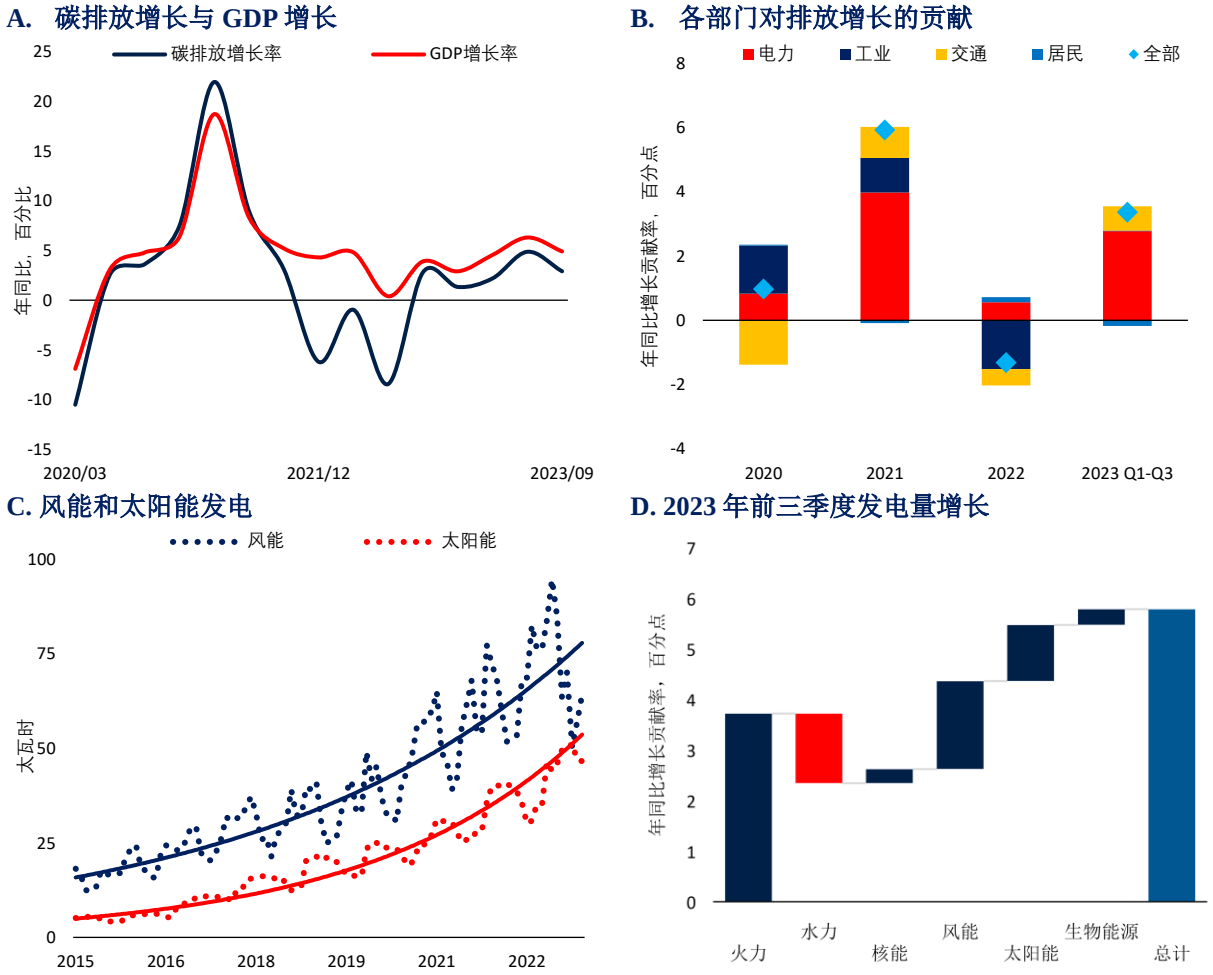
2023 年中国碳排放增长温和，低于 GDP 增速，反映了工业排放的放缓。据估算，2023 年前三季度中国二氧化碳排放同比增长 3.4%，低于 GDP 增速，显示出经济增长与碳排放逐渐相对脱钩的迹象（图 10A）。前三季度的排放增长主要由电力行业所推动，而工业排放量与 2022 年同期基本持平（图 10B）。工业排放增长放缓是由于钢铁和水泥这两个排放量最高的行业的产出随着房地产建设的下滑而下降。

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。

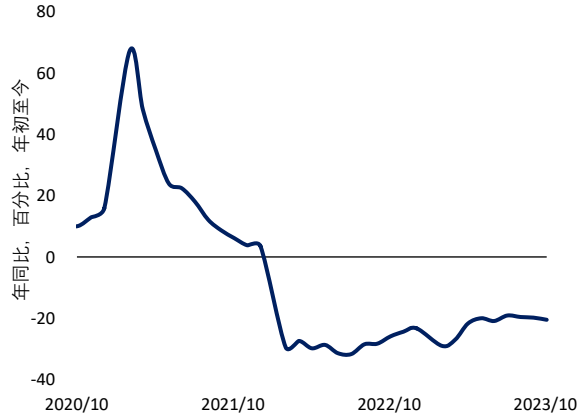
面对脆弱的经济增长，政府加大了财政支持力度

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）。

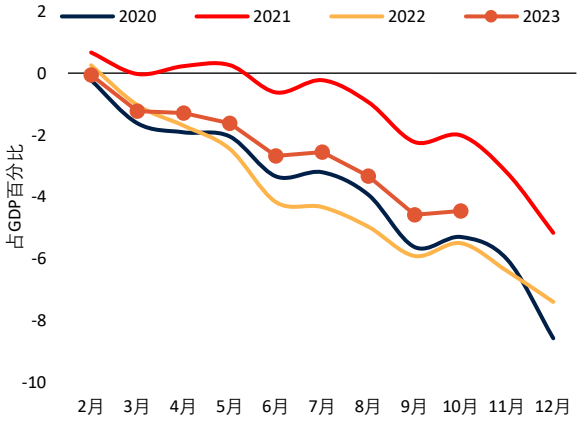
为应对当前经济的脆弱性，财政支持力度有所加大，中央增加了对地方的转移支付以缓解地方政府的融资约束。全国人大批准中央政府增发 1 万亿元特别国债（占 GDP 的 0.8％），用于支持自然灾害的恢复，预防和减轻工作。此举实际上将今年的广义财政赤字目标从 GDP 的 6.4％提高到了 7.2％（表 2）。[4] 值得注意的是，这些债券的偿本付息将完全由中央政府负责，不会给地方政府增加财务负担。[5]

图 11. 土地出让疲软制约了地方政府的财政支出

A. 土地出让收入



B. 广义财政赤字



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。

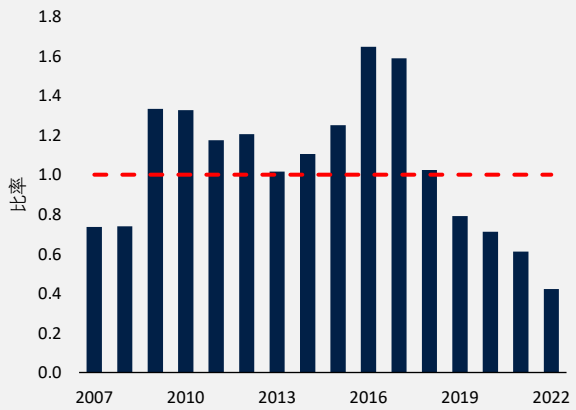
专栏 1. 地方政府融资平台的债务风险日益上升

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。

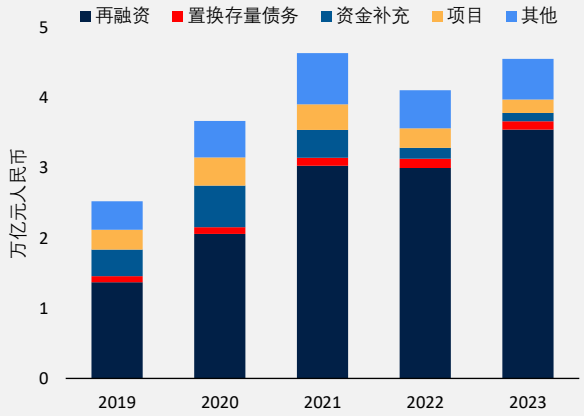
当前，地方政府融资平台面临日益严峻的流动性压力。截至 2022 年末，LGFV 资产负债表上的现金和现金等价物（对偿还短期负债至关重要）占总资产比重已从 2017 年的 10.5% 大幅下降至 6.1%（表 1）。现金短债比大幅下降和短期负债占负债合计的比例上升，进一步凸显了流动性的紧张。目前，样本内超过半数的 LGFV 所拥有的流动性资产不到偿还其即将到期负债所需金额的一半（图 12A）。此外，平台收入的很大一部分是来自于基础设施项目，但只能以账面收入而非现金的形式收到，这很可能代表地方政府对平台的欠款（IMF 2021）。LGFV 日益紧张的流动性加剧了违约风险，并给金融部门带来压力。

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。

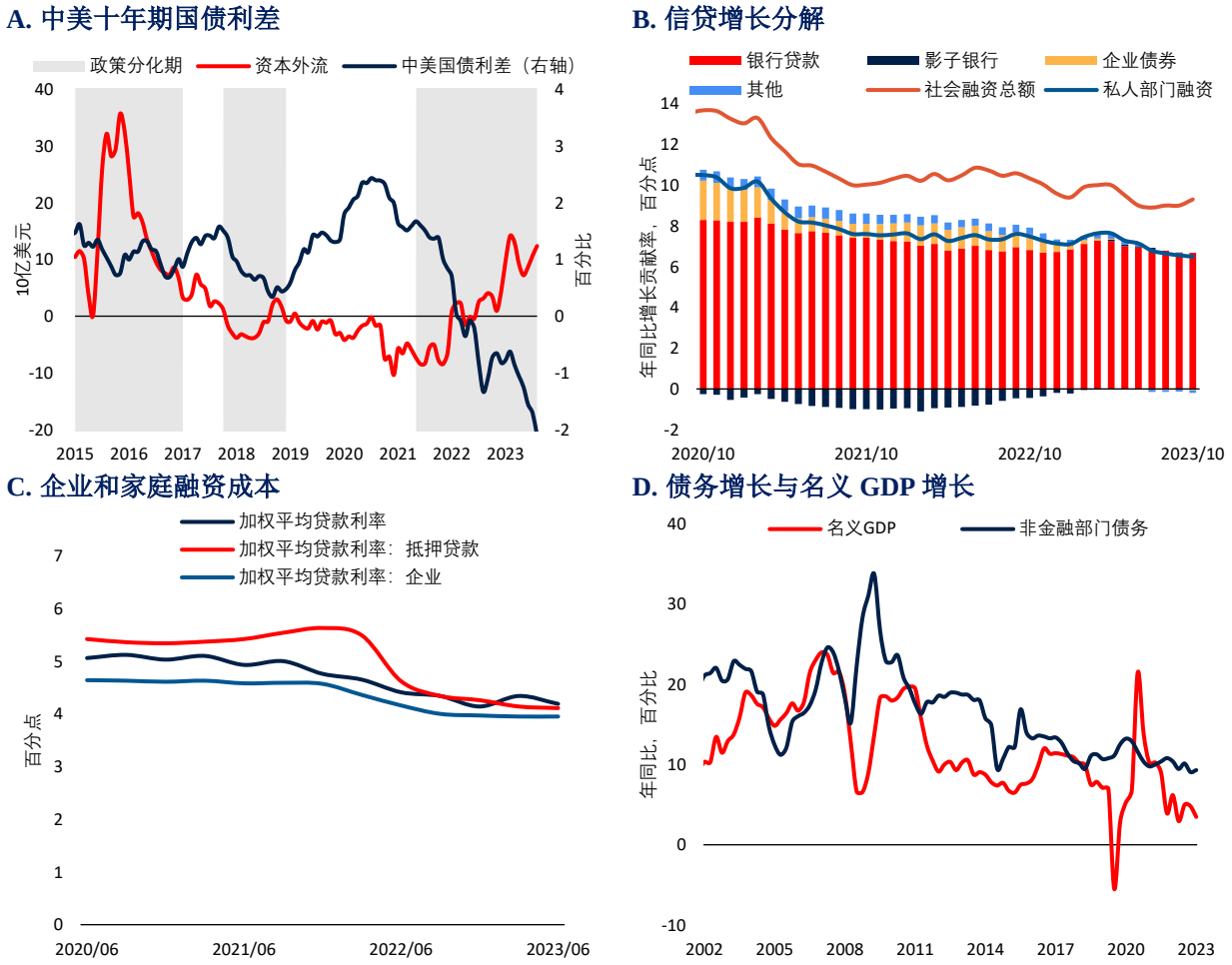
货币政策保持宽松但政策空间有限

[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



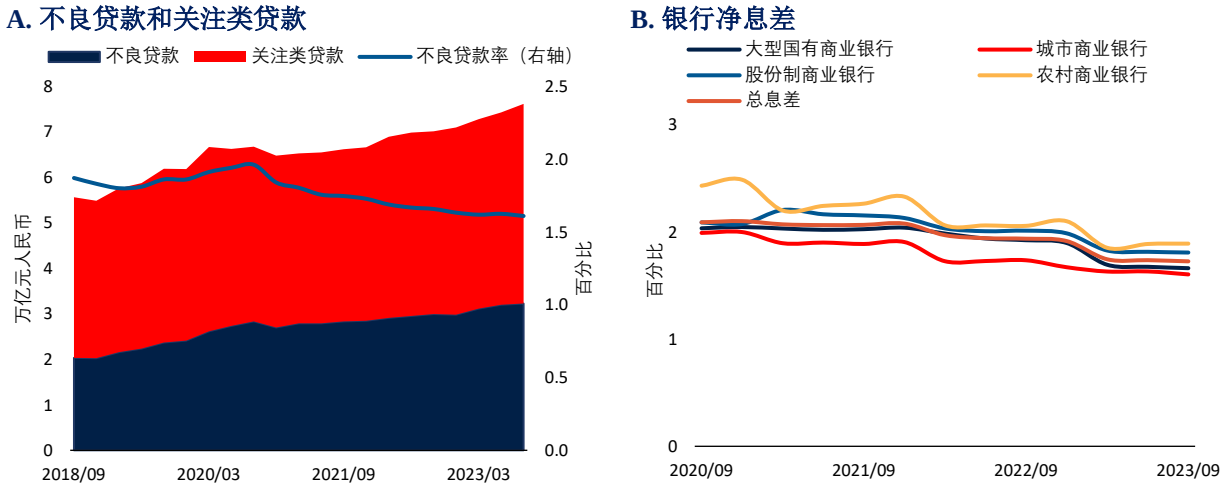
来源：国家统计局；中国人民银行；CEIC 数据库；世界银行工作人员估算。
注：图 B 中的信贷增长指除股权融资以外的社会融资总额累计同比。

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 16.4%（2023 年 9 月末为 38.4 万亿元），房地产开发贷款占 5.6%。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] 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。

II. 前景、风险与政策考虑

全球前景和中国前景

预计年底前全球整体经济活动将继续趋软，今年全年的全球增长率将会下降，明年仍将增长乏力（World Bank 2023b）。这种疲软前景反映了各国——包括发达经济体以及新兴市场和发展中经济体——为应对高通胀而大幅收紧货币政策的滞后效应。自 2022 年初美国进入货币紧缩周期以来，美联储已将政策利率上调约 5 个百分点，这是过去四十年来的最大升幅之一。此外，由于核心通胀居高不下，预计高利率将比年初的预期持续更长时间。

基于 2022 年的低基数效应，预计 2023 年中国经济增长率为 5.2%，然后在 2024 年下降至 4.5%（表 2）。短期来看，在消费者情绪逐渐回升以及政策刺激的推动下，增长势头将会趋稳。但是，房地产行业的复苏较慢和外需持续低迷的可能性依然存在。预计 2024 年政府将维持适度扩张的财政和货币政策立场以支持经济增长。

表 2. 中国部分经济指标，2020-2025

除非另有说明，单位为年度百分比变动	*2020*	*2021*	*2022*	*2023f*	*2024f*	*2025f*
实际 GDP 增长率，以不变市场价格计算	2.2	8.4	3.0	5.2	4.5	4.3
私人消费	-1.7	11.7	0.5	10.4	6.2	5.6
政府消费	3.1	3.3	4.8	2.7	3.2	2.9
固定资本形成总额	3.2	3.1	3.3	3.3	4.1	4.0
货物和服务出口	1.7	18.4	-2.3	-0.1	1.6	2.0
货物和服务进口	-1.4	10.3	-6.0	3.3	2.8	2.7
实际 GDP 增长率，以不变要素价格计算	2.2	8.4	3.0	5.2	4.5	4.3
农业	3.1	7.1	4.1	2.9	3.0	3.0
工业	2.5	8.7	3.8	3.7	3.4	3.2
服务业	1.9	8.5	2.3	6.6	5.5	5.2
通货膨胀率（居民消费价格指数）	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
外商直接投资净值（GDP 占比）	0.7	0.9	0.2	-0.6	-0.3	0.1
广义财政收支（GDP 占比）*	-8.5	-4.0	-6.4	-6.5	-6.4	-4.2
政府债务（GDP 占比）	45.4	46.9	50.5	54.9	58.3	59.1
基础财政收支（GDP 占比）*	-7.5	-3.0	-5.3	-5.2	-5.1	-2.7

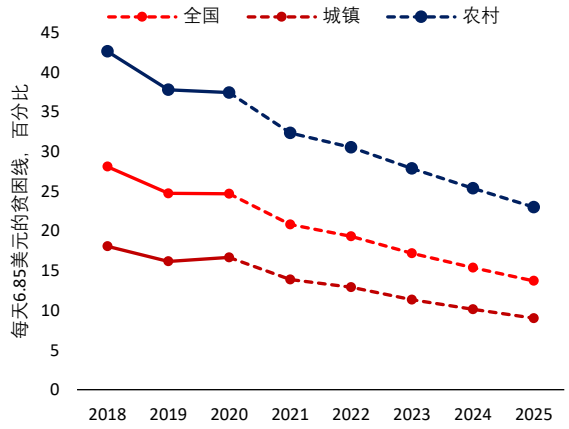
来源：世界银行。
注：f = 预测（基线）。* 世界银行工作人员计算。

预计整体通胀将温和上升。随着消费的持续复苏，预计服务业通胀的上升将继续保持，而食品价格将因猪肉价格触底回升和高基数效应减弱而有所反弹，因此整体通胀率预计上升至 1.5%。

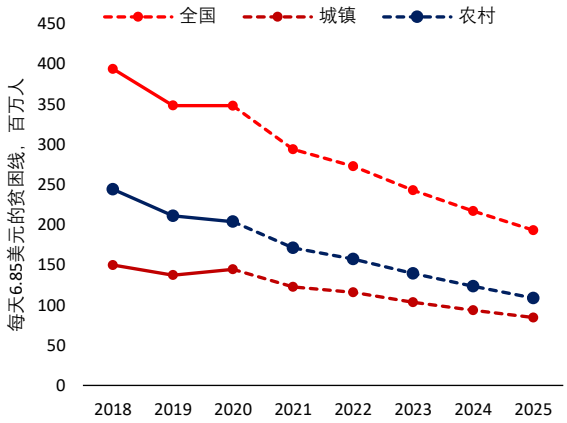
2023 年减贫步伐加快，但 2024 年将略有放缓。按照中国的贫困标准（每人每天 2.3 美元，2017 年 PPP），农村极端贫困已基本消除，但 2023 年估计全国仍有 17%的人口（2.43 亿人）消费水平低于世界银行对中等偏高收入国家的贫困线，即每人每天 6.85 美元（2017 年 PPP）（图 15A）。2023 年减贫步伐加快，这意味着今年将有 3000 万人脱贫，高于 2022 年的 2100 万（图 15B）。而经济增长前景的下滑意味着 2024 年减贫步伐可能放缓，预计脱贫人口 2600 万。城市化的持续发展意味着生活在城镇地区的贫困人口比例将继续上升。

图 15. 贫困将继续减少，但减贫速度低于过去

A. 贫困率（每人每天 6.85 美元的贫困线）



B. 贫困人口（每人每天 6.85 美元的贫困线）



来源：世行工作人员根据中国国家统计局数据和世行 GDP 预测所做的估算。
注：贫困线=每人每天 6.85 美元。用于计算贫困率的分组数据最后样本年份为 2020 年。预测方法以人均 GDP 增长估算为基础，假定分配效应为中性，向居民人均消费的传导率为 0.85。

风险

上述前景中存在很多来自国内因素的下行风险。房地产低迷的持续时间可能长于预期，房产价格和相关活动大幅、长期下滑，导致家庭财富减少，开发商及其债权人和供应商承受更大压力。这将进一步挤压地方政府的收入，削弱投资和地方偿债能力。房地产行业的持续动荡可能造成消费者信心长期疲软，从而导致预防性储蓄居高不下并抑制消费增长。持续的不确定性可能削弱信心，加剧投资和劳动力市场的挑战。不过，强于预期的政策支持和结构性改革的进一步进展可能提振市场情绪，从而推动经济以高于预期的速度增长。

从外部来看，中国经济容易受到全球需求疲软、金融条件紧于预期以及地缘政治紧张加剧等因素影响。外部需求趋弱会影响出口，并对国内经济活动——尤其是出口导向部门的投资和就业——产生不利影响。新一轮中东冲突爆发后地缘政治风险显著上升，如果冲突升级，可能对大宗商品市场产生重大影响。历史经验表明，冲突大幅升级可能导致石油供应严重受扰、能源价格飙升（World Bank 2023a）。能源价格上涨将推高其他大宗商品

的生产成本，特别是包括某些金属和食品在内的能源密集型商品。贸易保护主义抬头也会带来额外风险，特别是在此类措施限制中国关键技术进口、减缓有助于生产率提高的创新转移并导致高科技供应链脱钩的情况下。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，2023 年中国经历的具有破坏性的高温热浪和洪涝就凸显了这一点。

政策考虑

中国的脆弱复苏意味着政府需要通过持续的政策支持来保护经济发展免受下行风险影响。尽管国内经济活动有所增加，但由于市场情绪疲软、房地产行业长期低迷，加之地缘经济局势持续紧张，导致中国经济复苏依然脆弱。解决脆弱性需要：（i）实行持续的政策宽松以实现更稳健的复苏；（ii）有助于恢复信心的结构性改革；（iii）补救房地产业和地方政府融资平台的脆弱性以缓解金融稳定性风险。推动经济结构实现从投资转向国内消费的再平衡、促进创新和生产率提高都将对消除中国长期增长面临的制约发挥关键作用。

继续实行货币宽松并采取措施刺激信贷需求有助于支持民营部门复苏。鉴于当前存在负产出缺口，宽松的政策立场对促进消费需求和遏制通货紧缩压力都是恰当的。不过，政策宽松幅度应考虑与其他主要经济体的利差问题，以遏制资本大量外流的风险。此外，为确保提高政策的有效性和传导性，在采取宽松的货币政策和信贷政策的同时，还应采取增强信心的措施，包括进行结构性改革以刺激民营投资（见下文）。

虽然货币政策空间受到限制，但财政政策仍有刺激空间，但鉴于地方政府现有的债务挑战，应由中央财政提供支持。增加中央转移支付可以缓解地方政府的融资制约并解锁更多财政刺激——包括增加气候减缓和适应措施以及社会保障方面的支出。由中央财政增发的 1 万亿元用于支持灾后恢复和提升防灾减灾救灾能力的国债是朝着正确方向迈出的一步。在现有的刺激措施之上，改善政府间转移支付机制和加强地方政府收入基础的改革也会有助于解决财政可持续性问题。由中央政府向资金匮乏的市县政府直接进行转移支付可以降低交易成本，也有助于确保资金到达最需要它们的单位。

在采取支持性财政和货币政策的同时，重新关注结构性改革有助于在短期内恢复信心，并在长期内改善增长前景。当局最近发布了关于支持民营企业获得资金、减少市场准入壁垒、促进公平竞争的指导意见。尽管出台了这些政策声明，但看来投资者仍保持着谨慎态度。为提高政策可信度，政府需要在加强法治、提高监管独立性、促进竞争、确保公平竞争环境（在获取资源、信贷和市场机会等方面对国内外民营企业和国有企业给予平等对待）等领域拿出具体实施细节与措施。此外，征求企业意见、为其提供前瞻性指导和充足过渡期有助于提高监管变化的可预测性。

为了促进效率相对更高的民营投资，还需要解决一些房地产市场的高杠杆率和产能过剩问题。在短期放宽监管以及提供流动性支持的同时，可以更果断地制定大规模应对存量

债务的框架，这可能有助于房地产行业恢复更加稳健和可持续的增长。重组过程中要将保交房作为优先事项并加以密切监控，尤其是那些得到政府支持的房企。与此同时，要对购房者尤其是在建房屋的购房者提供临时保护，避免让其承担不交房风险。当局为保障项目完工提供短期流动性支持是一个合理解决方案。如果房屋能够按期完工并交付，居民信心和住房销售就可能有所改善。这有助于稳定房地产需求，进而帮助开发商获得偿还债务所需资金。

与此同时，当局需要密切监测并努力化解金融稳定风险。虽然从银行报告来看它们仍有充足的资本和流动性，但由于对房地产开发商贷款放缓、杠杆过高部门还款能力减弱以及政策措施导致银行贷款利率下降等因素，银行在净息差和不良贷款方面承受压力。此外，区域性银行对地方政府平台债务的风险敞口越来越大。有关部门需要通过恰当的政策支持过度杠杆的有序化解，同时保持金融部门的充足流动性。发放新贷款时对质量和效率的考虑应当优先于数量。需要实施相关计划来统一商业银行、企业和地方融资平台的金融资产分类和风险管理，这对评估它们的财务健康真实状况非常重要。建立用来管理资不抵债、公司重组和破产的更有力机制对企业和银行解决不良贷款、核销债务和改善信贷配置至关重要。

最后，推动从投资转向消费的经济再平衡、促进创新和生产率提高，这有助于解决中国经济的结构性挑战，实现更加可持续的增长。由于生产率增长放缓和人口红利消退，中国面临潜在增长率的下降。增长仍然过于依赖投资，但高债务和实物资本积累的回报递减制约了投资驱动型增长的空间。因此，未来的增长动力取决于中国经济在两个维度上的再平衡：（i）注重创新和生产率——这要求实施更有助于将资本重新配置到生产率较高的部门、促进市场开放和竞争的政策；（ii）从注重投资转向注重消费——这需要实施重振就业、加强社会保障体系、提高财政体系累进性、改革户籍制度和促进普惠金融等方面的政策（参见专题章节）。

III. 专题：投资转向与需求不足

再平衡 - 待解的议题

在疫情之前的十年，中国在实现从出口转向内需的再平衡方面取得了进展，但这种外部再平衡也伴随着日益增加的内部失衡，如过度依赖投资和债务快速积累。2008 年全球金融危机前，中国的出口驱动型增长造成了严重外部失衡，2007 年经常账户顺差占 GDP 比重达到10%的峰值。这既反映了人民币币值被低估，也反映出一些结构性扭曲（例如金融和工资抑制）对消费的抑制作用。因此，中国是以经常账户顺差的形式输出国内储蓄。全球金融危机后，随着外部需求减少，经常账户顺差占 GDP 比重逐渐下降至 2019 年的 0.7%。然而，外部失衡收窄是以内部失衡加剧为代价的，2009 至 2019 年间，平均投资比重升至 GDP 的 45%，而在 2008 年之前的十年里，这一比例约为 38%（图 16A）。这种投资扩张维持了 GDP 的高速增长，但也导致债务持续大幅攀升，尤其是包括表外地方政府融资平台在内的非金融企业债务。

三年疫情加剧了此前已经存在的这些经济失衡。受疫情影响，加之政府提供的收入支持有限，消费增长减弱。政府收紧了房地产业监管以推动行业去杠杆，导致投资减少。疫情期间国内需求低迷，国民储蓄增加，造成经常账户顺差再次上升。与此同时，债务占 GDP 比重从 2019 年的 259%增加到 2022 年的 287%，明显高于中等偏高收入国家甚至高收入国家的平均水平（图 16B）。经济重启后，积压的消费需求得到释放，带动了消费增长，重新点燃了经济再平衡进程。

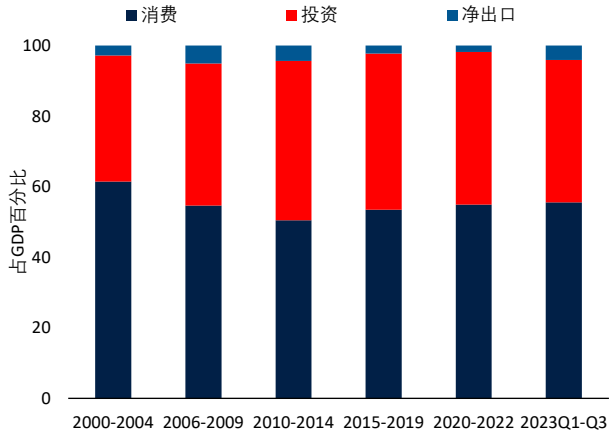
中国宏观经济失衡对增长的制约日益增加。现在中国的有形基础设施已很完备，这意味着新的基础设施投资对经济增长的贡献要小于过去。全国很多地区的房地产过度投资和房地产企业的高杠杆率导致行业严重衰退、财务压力巨大。随着住房需求增长放缓，未来房地产业对 GDP 增长的贡献将会下降。全球经济增长放缓导致对中国出口的需求减弱，而且中国已经在全球出口市场上占了很大份额，再加上地缘经济紧张局势加剧——这些因素限制了中国通过扩大净出口促进增长的空间。因此，中国必须依靠消费作为拉动经济增长的主要引擎。

消费驱动型经济不一定会带来比近年（疫情前）更快的 GDP 增长，但会带来更加可持续的增长。投资是为未来的增长创造生产能力。然而，过度投资加剧了中国已经高企的债务负担，从而增加了金融脆弱性和无序去杠杆风险。这种风险已在房地产领域变成现实。另外，基于其与上游产业的联系，建筑业的碳排放也要大于其他大多数经济部门（World Bank 2022）。因此，降低投资对增长的贡献有助于实现更加绿色和可持续的增长并降低金融风险。除此之外，过度投资会减少民众福利和代际公平。根据菲尔普斯的“资本积累黄金律”，国家应以有助于长期消费最大化的方式进行储蓄和投资（Phelps 1961）。这将

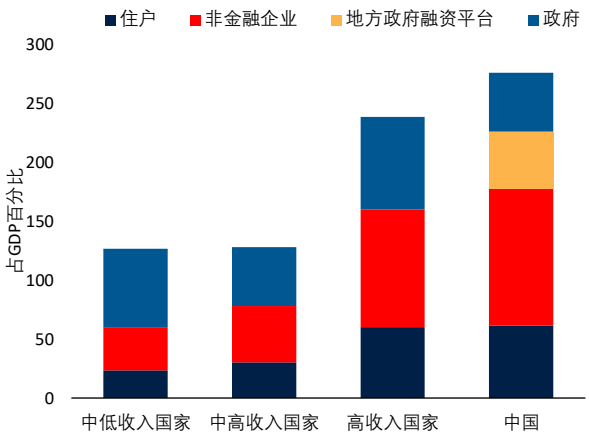
确保当代人不会比后代人储蓄更多、消费更少。中国极高的储蓄率和投资率，以及边际投资的低回报率，意味着有可能在不降低子孙后代消费水平的情况下提高当前消费。

图 16. 中国的宏观失衡对经济增长的制约日益增加

A. 三大需求占 GDP 比重



B. 债务与 GDP 比率（2022 年）



来源：国家统计局；世界发展指标；国际货币基金全球债务统计；世界银行工作人员估算。

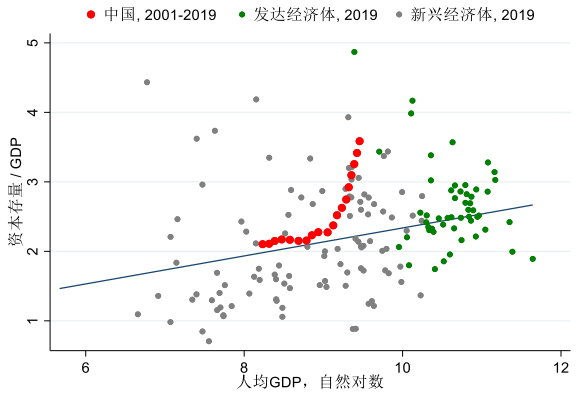
结构性投资放缓与转向

由于存量资本日益饱和及错配，中国的投资收益正在递减。随着经济日趋成熟，有形资本的增加自然会导致进一步资本积累的收益递减。在中国，金融中介的效率不足导致信贷错配，加剧了这种情况。例如，向高杠杆且回报递减的部门（尤其是房地产和基础设施）提供大量信贷已被证实会挤占其他民营企业的融资，而这些企业本来可以为整个经济体系带来更多创新和效率提升（Wei 2021）。因此，中国的资本投资回报已经大幅下降，体现在中国资本产出比上升迅速，已高于同等收入水平的国家（图 17A）。

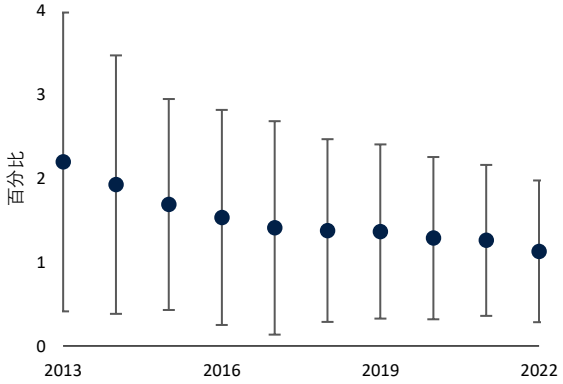
基础设施投资的回报率下降尤为突出。过去二十年，主要由于交通运输和城市开发方面的资产积累，中国基础设施领域的资本产出比大幅上升，进而导致国家整体资本产出比提高（Herd 2020）。与此同时，最初为基础设施投资而设立的地方政府融资平台资产回报率已从 2013 年的 2.2%下降至 2022 年的 1.1%，进一步凸显了基础设施投资回报递减的趋势（图 17B；专栏 1）。现在，中国的工人人均公共资本存量已达到与经合组织国家类似的水平，表明原有的基础设施差距正在消除。

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

A. 资本产出比



B. 地方政府融资平台平均资产回报率



来源：国际货币基金组织投资与资本存量数据集；Wind 数据库；世界银行工作人员估算。
注：图 B：地方政府融资平台平均资产回报率是采用发行债券的地方政府融资平台的资产加权均值计算得出的。

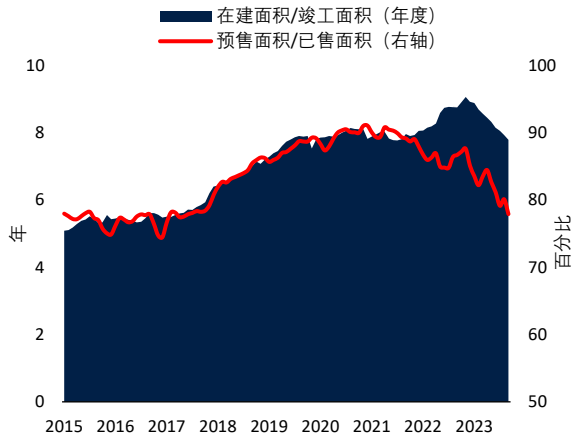
房地产业也面临回报率下降和杠杆率过高的问题。房地产企业的盈利能力自 2010 年代初以来一直下降，资产回报率从原来的 2.5%降至最近的不足 1%。[11] 回报递减的原因之一是住房存量增加，尤其是在低线城市（Rogoff & Yang 2023）。2022 年住房在建面积是竣工面积的 9 倍, 但在相关政策支持下 2023 年这个比例有所下降（图 18A）。近期估计表明，如果把现有的未完工住房包括在内，中国一半以上省份将面临住房供应过剩问题（IMF 2023）。与此同时，2020 年房地产业的负债已接近 GDP 的 17%，不过最近降为不到 14%（图 18B）。2020 年以来个人住房贷款存量占 GDP 比重也有所下降。这一去杠杆化过程是 2020 年政策转向的结果，但新增债务的回报率自 2010 年代以来就已下降，表明由债务驱动的高周转增长模式已经走到尽头（图 18C；专栏 2）。[12]

随着住房需求的结构性下降，预计房地产业对增长的贡献将会减弱。诸如人口减少、城市化趋于成熟以及人均住房面积已接近发达经济体水平等结构性变化，预计将使中国的住房需求从 2018 年的约 15 亿平方米峰值减少到 2035 年的不足 9 亿平方米（图 18D）。而住房需求的结构性下降将导致住房销售减少（尽管明年可能会出现周期性复苏），并给建筑材料、家具和金融等上下游行业带来压力。

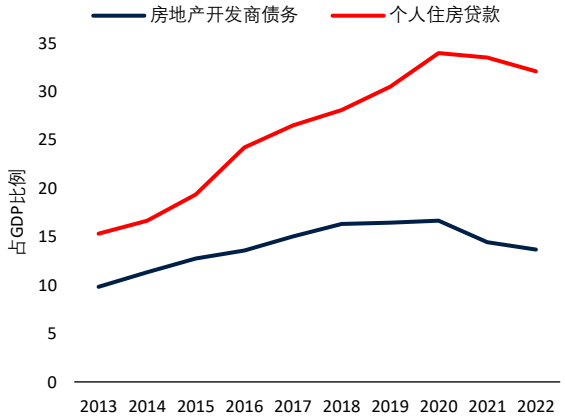
[11] 基于房地产业国有和民营企业的回报率中位数（S&P Capital IQ）。
[12] 中国 80%以上新房是在完工之前售出，这个比例大大高于其他国家。

图 18. 房地产业拉动增长的作用下降

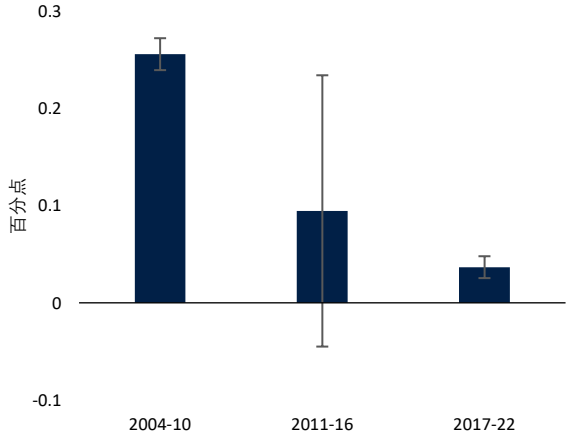
A. 在建房地产供给



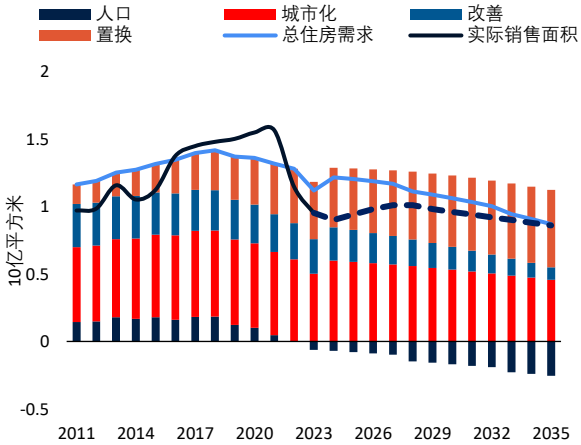
B. 房地产相关债务



C. 债务股本比提高 10 个百分点对股本回报率的边际影响



D. 长期住房需求



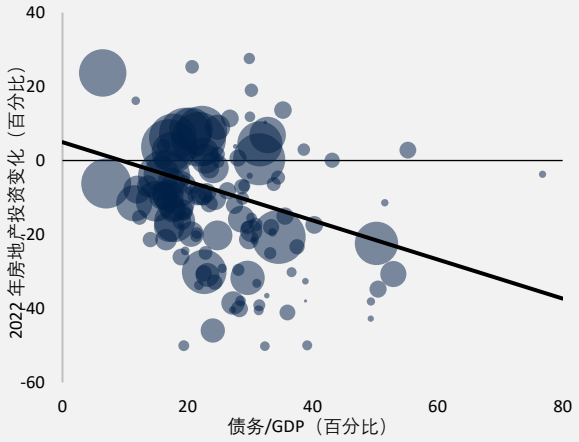
来源：S&P Capital IQ；CEIC 数据库；中国人民银行；Wind 数据库；世界银行工作人员估算。
注：图 C：柱状高度代表回归系数，因变量是股本回报率，自变量是债务股本比与时期虚拟变量的交互项。须线显示 90%置信区间。样本包括 2004 年至 2022 年间 963 家房地产企业。回归中控制了滞后股本回报率、公司和年份固定效应。图 D：对住房需求的预测使用了以下假设：人口变化基于联合国的低位预测；城市化率根据政府确定的目标在 2035 年达到 75%；人均住房面积继续按当前趋势增长，到 2035 年达到 45.8 平方米（二次外推法）；更换/拆除高峰期为建成后 50 年（2000 年之前建成的房屋为 30 年），拆除年份符合正态分布，标准差为 25 年（15 年）。现有家庭的住房建设年份数据来自 Rogoff & Yang (2023)，50%的现有家庭住房得到改善（面积增加），住房存量基准年为 2010 年。

专栏 2. 地方债与房地产投资的联系

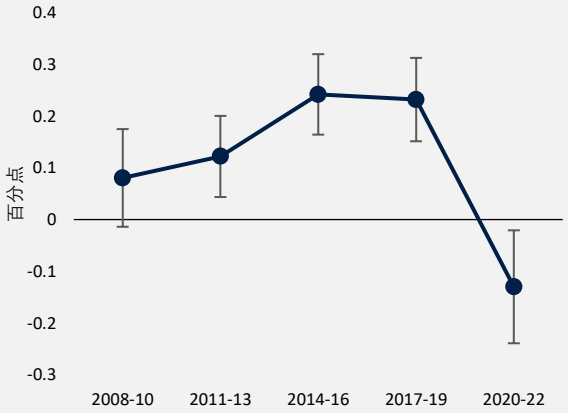
中国过去几十年的经济高速增长在一定程度上是归功于其土地财政体系。过去四十年里，基础设施投资的快速增长支持了中国的经济增长与发展。土地财政体系为地方政府筹集了用于基础设施投资的资金。地方政府通过从农村征地，进而建立新的城市土地使用权，随后将其出售给土地使用者和开发商，再将卖地收入用于各种用途（Gyourko et al. 2022）。作为有权将农用地转换为城市用地以及调整城市土地用途的法律实体，地方政府在地价上涨的背景下，直至近期都能可以获得可观的财政收入。

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

A. 各城市房地产投资增长与债务积累的相关性



B. 各城市 GDP 增长与房地产投资的相关性



来源：CEIC 数据库；世界银行工作人员估算。
注：图 A：债务指地方政府直接债务。气泡大小代表 2022 年各市的房地产投资规模。拟合线考虑了投资规模。图 B：图中显示了各个城市 GDP 增长率与房地产投资占 GDP 比重的回归系数和 90% 置信区间，并与横轴上的各个时期进行了交互。回归控制了滞后 GDP 增长、人口、城市和年份固定效应。

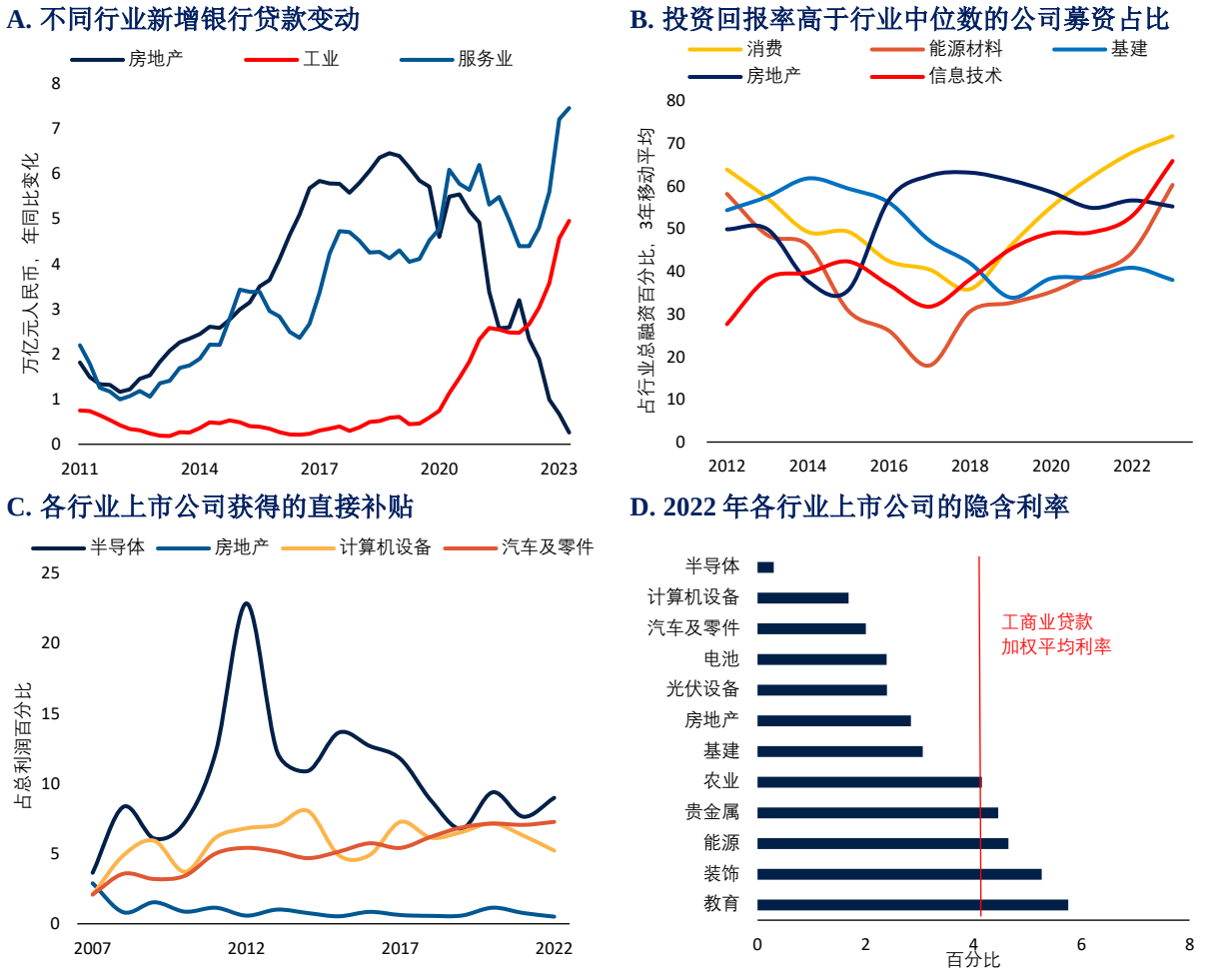
土地财政将房地产投资与地方政府债密切联系起来。地方政府有通过基础设施投资达到本地 GDP 增长目标的动机，这就确保了城市房地产投资的土地供应。与此同时，土地和未来的卖地收入被用作地方政府直接举债或通过融资平台举债的关键抵押品（Liu & Xiong 2018）。如果地方政府可以发行新债，房地产投资就得以持续；如果土地财政体系的盈利能力有保证，那么地方政府就可以发债。然而，2022 年中国的房地产开发投资下降了 10%，在债务与 GDP 比率较高的城市下降更为严重（图 19A）。文献显示外生房价上升会对地方政府融资平台的债券评级有正影响、对平台债券的收益率利差有负影响，表明了房地产市场与地方政府债之间的联系（Ambrose et al. 2015）。

用土地财政为地方政府提供收入的做法可能已经达到极限。房地产投资与城市经济增长呈正相关，但住房存量的逐步积累已导致房地产投资收益递减（图 19B；Rogoff & Yang 2023）。近期房地产市场的低迷虽然在一定程度上是由政策引发，但也反映了住房需求的结构性疲软（见正文）。开发商对土地的需求持续下降，土地转让低迷限制了地方政府投资的资金空间。因此，地方政府必须实现收入来源多元化，并将投资方向从传统的基础设施转向到其他优先事项——如气候变化适应与减缓以及社会性支出。

在推力和拉力共同驱动下，投资从房地产到其他行业的转向可能改善了资本配置。自 2017 年以来，信贷配置已从生产率较低的房地产转向工业和服务业（图 20A）。同时，除房地产和基础设施建设外，工业和服务业内部的资本分配也有所改善，将资金引向投入投资回报率（ROIC）高于行业中位数的公司（图 20B）。这些发展表明，推动因素正促使资金从生产率较低的房地产流向高生产率行业中的优秀企业。另一方面，对制造业的政策支持起作为拉动因素进一步吸引投资离开房地产。例如，半导体等制造业部门可以获得直

接补贴和优惠贷款（见图 20C 和 D）。后者在一定程度上可以归因于政府支持机制，比如中国人民银行的结构性货币政策工具和中国政策性银行提供的低息贷款。[13]

图 20. 投资转向可能改善了资本配置



来源：中国人民银行；Wind 数据库；世界银行工作人员估算。
注：图 A：曲线显示新增银行贷款的年度变动。图 B：公司募资包括增发股权融资和债权融资。2023 年数值为估算得出的预测值。图 D：隐含利率是用利息支出除以有息债务计算得出。

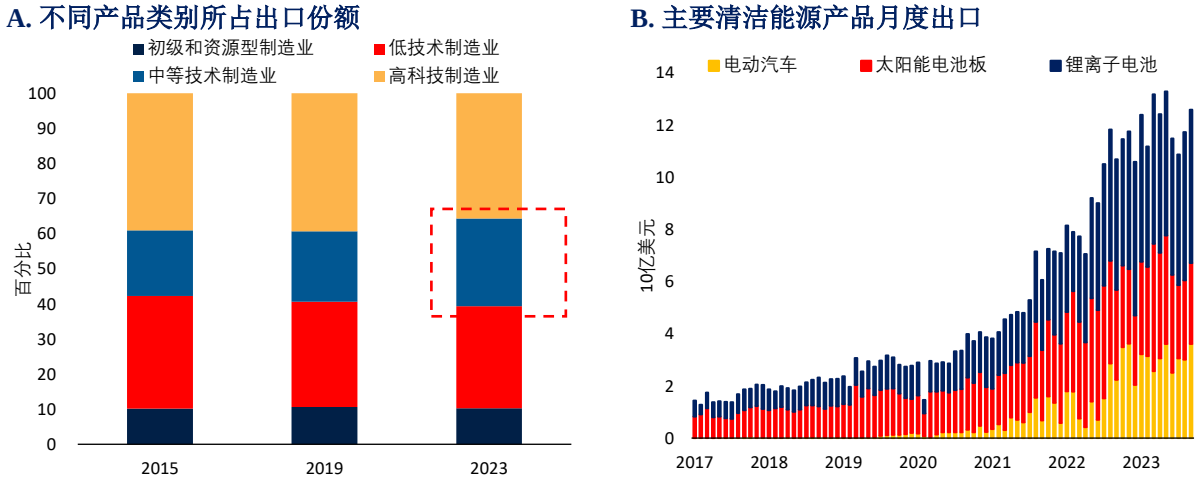
投资转向在一定程度上是由强劲的外部需求推动，特别是绿色行业的需求。中国的出口篮子已从低技术制造业转向中等技术制造业，后者在总出口额中占的比重从 2015 年的 19%增加到 2023 年前 9 个月的 25%（图 21A）。这种增长在很大程度上是来自以下三类产品：汽车、化工产品和通用机械。例如，汽车在中国出口中占的份额从 2015 年的 4.6%提高到 2023 年前 9 个月的 7.0%。电动汽车占了汽车出口总额的一半左右。此外，太阳能板和锂离子电池（两者都属于中等技术出口产品）等清洁能源产品出口也是出口增长的重要驱动

[13] 最近，有些地方政府融资平台将重点从基础设施投资转向以股权投资的形式推动工业发展。根据 Wind 数据库，自 2019 年以来，平台发行的债券当中有 90 只是为了成立用于投资初创企业和工业的股权基金。

力（图 21B）。不过，2023 年这些产品在出口总额所占比重仍不到 5%，不足以抵消高科技出口增长放缓的影响。

内需走强和本土化（onshoring）增加在一定程度上缓解了高科技制造业出口的增长放缓。高科技制造业出口增长已陷入停滞，而且 2022-23 年仍显著低于其趋势增长率，反映了高科技行业的周期性衰退以及供应链的结构性转变。相比之下，这些产品的国内需求有所增加——其中部分原因是自给自足的需要上升和进口受限。本土化——即用国内产品替代进口的中间投入品——有所加速，加工进口与出口的比率下降。值得注意的是，今年前十个月电气、电子和电信机械行业的国内投资增长率跃升至 22.3%。

图 21. 中等技术产品推动出口增长



来源：国家统计局；Ember；世界银行工作人员估算。

然而，进一步的投资再平衡可能导致与产能过剩和效率低下风险相关的新挑战。将资源主要投入特定制造业部门的做法可能导致效率低下和某些行业的产能过剩。过去的经验表明，政府直接补贴和财政支持对助长钢铁行业的产能过剩和效率低下负有一定责任（DRC 2015; Ma et al. 2018）。这类问题今后有可能升级，特别是在外部环境变得不利的情况下，一些国际市场的市场准入可能会变得更加受限。

不断上升的不确定性和日趋不利的外部环境带来了额外风险。实证分析显示，政策不确定性的加剧导致投资减少，这种影响在发生了监管变化的行业更为明显（World Bank 2023c）。此外，获取尖端技术受到更多限制和外商直接投资减少等因素相结合，也制约着投资和生产率溢出效应（专栏 3）。

专栏 3. 外商直接投资在技术采用方面的作用

外商直接投资（FDI）通过技术和技能的溢出促进东道国经济增长。溢出效应可以分解为水平溢出效应和垂直溢出效应：水平溢出效应指对同行业企业的影响，垂直溢出效应指对下游或上游行业企业的影响。关于外商直接投资对当地上游中间产品市场发展的积极影响（后向溢

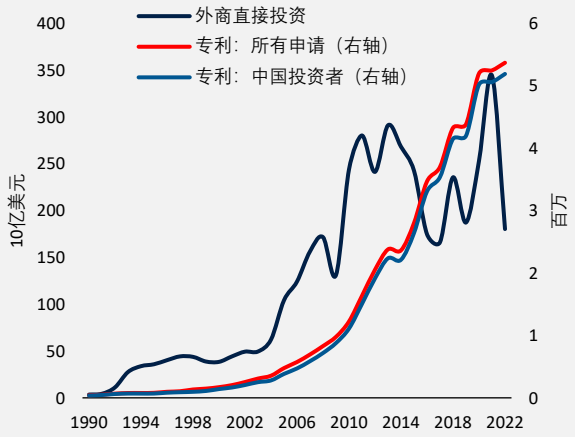
出），文献中已有详细记载（Javorcik 2004; Blalock & Gertler 2008; Gorodnichenko et al. 2014; Kee 2015; Eslava et al. 2015）。如果外国客户公司将知识转移给当地供应商、提出更高的产品质量和准时交货要求，并且/或者增加对中间产品的需求、使当地供应商能够受益于规模经济，这就产生了后向溢出效应。对水平溢出和下游中间市场（前向溢出），文献发现其结果好坏参半或影响较弱：就水平溢出而言，竞争效应既可能产生正面影响也可能产生负面影响；而前向溢出通常不太涉及技术转让。

为了利用外商直接投资的溢出效应发展本土产业，外国公司需在华设立合资企业以换取市场准入。2001 年中国加入世贸组织之后，外商直接投资流入大幅增加。与此同时，国内创新（以专利申请数量衡量）也大幅增长（图 22A）。多项研究发现，外商直接投资流入增加产生了正面溢出效应。在实行“以市场换技术”政策的汽车行业，2001 至 2014 年国内汽车厂商生产的车型故障率下降了 75%以上，表明通过知识溢出实现了重大质量改进（Bai et al. 2020）。Lin et al. (2009) 分析了 1998 年和 2005 年制造业企业的数据，发现国有和民营企业都受到外商直接投资前向和后向垂直溢出效应的影响。有关文献还表明，外商直接投资与“以市场换技术”政策的结合对整体经济也产生了积极影响（Holmes et al. 2015; Whalley & Xin 2010）。

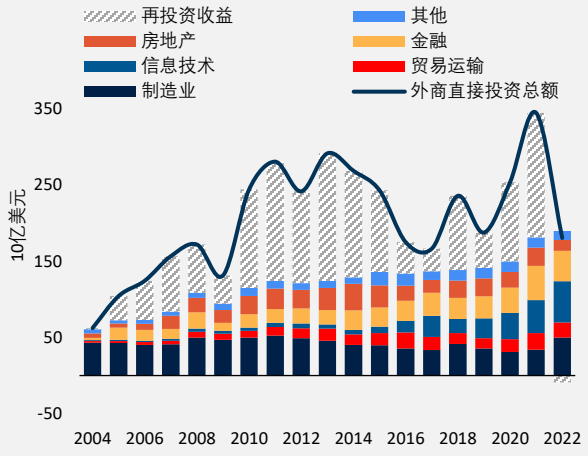
考虑到外商直接投资的正面溢出效应，近期流入的下降令人担忧。下降的主要原因是收益再投资和其他资金流减少，而不是“绿地投资”减少。绿地投资相对较为稳定并在 2022 年之前一直保持增长，但 2023 年 1-10 月的数据与 2022 年同期相比下降了 9%。在一些国内产业已经较为完善的领域，外商直接投资对技术进步的重要性可能不及以前，但对新兴产业来说，外商直接投资带来的收益可能非常之大。事实上，制造业领域的绿地投资在 2010 年代初就已达到顶峰，随后投资大量进入服务业，特别是 IT 行业和科学研究领域（图 22B）。中国开放金融业和其他服务业的持续努力可能就是外商直接投资直到不久前一直保持增长的推力。

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

A. 中国外商直接投资流入与专利申请数量



B. 外商直接投资流入部门分解



来源：CEIC 数据库，世界知识产权组织；世界银行工作人员估算。

注：图 B：收益再投资可能包括商务部报告的利用外商直接投资中未包含但符合国际收支平衡表中外商直接投资定义的其他资金流，例如与中国公司境外上市和公司间债务相关的资金。“其他”项包括农业、能源、建筑业和其他服务业。

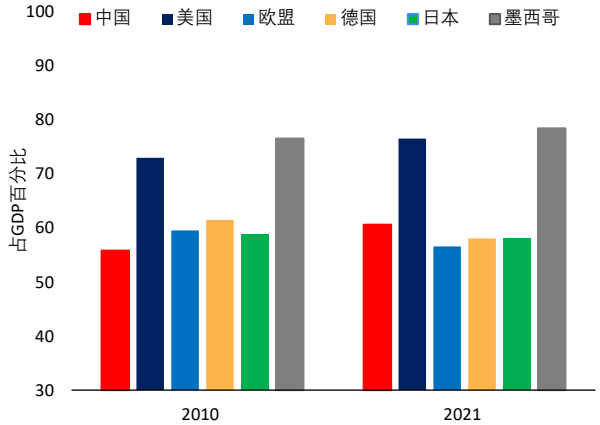
高居民储蓄率导致持续的低消费趋势

尽管今年消费有所回升，但仍处于结构性低位。居民消费占 GDP 比重从 2010 年的 34.6%上升到 2019 年的 39.1%和 2022 年的 37.2%，但仍低于中等偏上收入国家 45.5%的平均水平。尽管疫情过后消费推动了今年的经济增长，但从结构上来说仍处于较低水平，与疫情前一样。长期低消费的背后有两个潜在的结构性因素：居民可支配收入占国民收入比例较低；储蓄率较高。现在这两个因素当中的前者对消费的制约已较为有限。

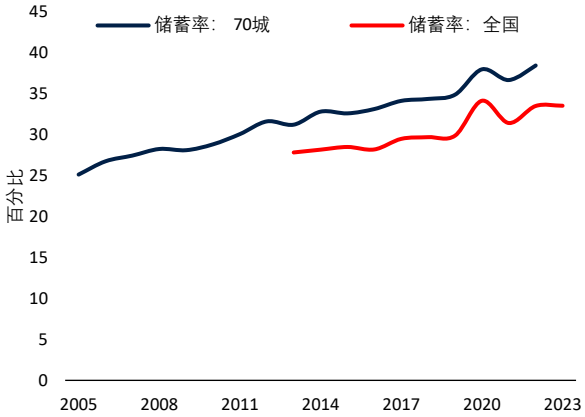
如今可支配收入对居民消费的制约已经较小。由于劳动力需求增加和劳动力数量萎缩，自 2010 年代初期以来劳动收入在国民收入中所占份额稳步上升，[14]扭转了此前十年的趋势（Huang and Lardy 2016）。包括社会保障和财产收入在内的其他收入来源在过去十年有所增加，使中国的居民可支配收入占 GDP 比重从 2010 年的 55.8%上升到 2021 年的 60.6%，超过欧盟国家和日本的平均水平（图 23A）。

图 23. 尽管居民收入占比提高，但消费仍保持低位

A. 可支配收入占 GDP 比重



B. 70 个城市居民储蓄率



来源：世界发展指标；经合组织；世界银行工作人员估算。

注：图 B：70 城储蓄率是 70 个一至三线城市居民储蓄率的简单平均数，来源于城镇住户调查数据。全国储蓄率是根据国家统计局住户收支与生活状况调查的季度支出和收入数据计算。2023 年的储蓄率是根据前三季度数据计算。

低消费反映了中国很高的居民储蓄率。虽然收入是居民消费的主要决定因素，但它不能充分解释近期趋势。与其他国家相比，中国居民消费对短期可支配收入的弹性仍然很高，为 0.7。[15] 这种高弹性表明，虽然中国人一生中的边际消费倾向低于其他国家，但他们对

[14] 居民可支配收入占 GDP 比重从 2000 年的 65%大幅下降到 2010 年的 56%以下。农村剩余劳动力向城镇流动可能制约了城镇工资增长（Perkins 2015）。工人从农业（劳动报酬在增加值中占很大比例）转向工业和服务业（劳动收入占比相对农业要低得多）可能是导致这种情况的另一个因素（Bai and Qian 2010）。

[15] 使用中国 68 个大城市 2013—2022 年度数据，用 Arellano-Bond GMM 方法估算滞后消费增长相对于收入增长的弹性系数。控制变量包括滞后储蓄、滞后房价增长和滞后财政支出。估计系数在 1%的水平上具有统计显著性，并且在各种替代估计方法中表现稳定。

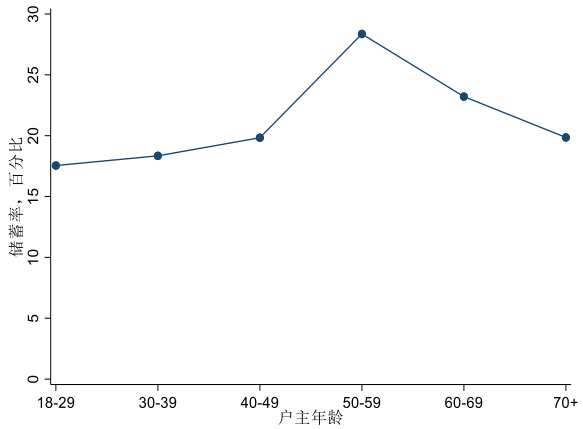
短期收入变化更为敏感，他们因收入的周期性下降而降低消费水平的表现更为突出。这一特点，加上疫情期间的人口流动限制、供应扭曲和高度不确定性，可以解释为什么这段时间中国居民储蓄陡增（图 23B）。然而除了疫情之外，还有一些结构性因素可以解释居民储蓄的增加，包括过去的人口趋势、预防性储蓄和收入不平等。

1) 人口结构变化

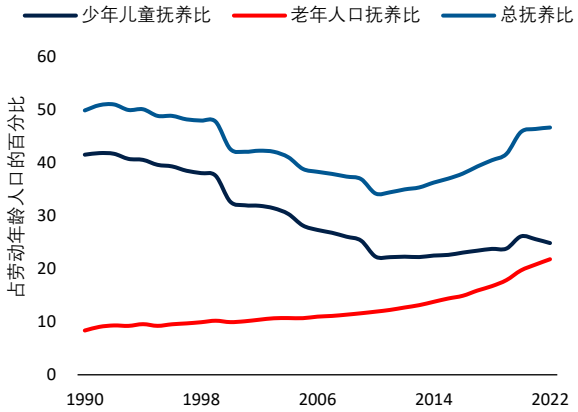
过去，出生率下降和劳动年龄人口增加等人口结构变化导致了高储蓄率。出生率下降意味着儿童数量减少，因此教育、医疗和育儿支出减少，家庭储蓄增加。与此同时预期寿命有所延长，导致人口快速老龄化，因此个人要为退休准备更多储蓄。这些动态此前导致了总储蓄的增加——因为劳动年龄人口的储蓄多于需要动用储蓄资金的老人（Modigliani and Cao 2004）。最近的生命周期储蓄率“快照”证实了这种储蓄模式。家庭储蓄在育儿年龄（户主）下降，40 岁以后开始上升，最终在 50-59 岁的退休年龄达到顶峰。此后储蓄率开始以较快速度下降，但即使在 70 岁以上的人群中储蓄率也仍保持正值（图 24A）。[16]

图 24. 抚养比上升可能导致储蓄下降

A. 生命周期储蓄率



B. 抚养比



来源：国家统计局；世界银行工作人员根据 2022 年人力资源和社会保障部统计公报做出的估算；Tiwari, S., V.S.M. Talledo, and K. Zhang（即将出版）根据 2018 中国家庭追踪调查（CFPS）数据做出的估算。
注：图 A：图中数值是基于用每个年龄组虚拟变量对储蓄率进行 OLS 回归的结果做出的储蓄率线性预测。回归模型还控制了家庭规模。图 B：“少儿”指 0-14 岁的少年儿童，老人指 65 岁及以上的人口。

[16] 对整个生命周期储蓄率的分析（尤其是对高收入和经合组织国家的分析）显示，老年人在一定年龄后会开始动用此前的储蓄。我们在中国没有看到这种模式，这可能有两个原因。首先，在高收入国家，这种分析通常使用个人层面的收入和支出数据以及储蓄数据进行，而中国的消费和储蓄信息是家庭层面的，我们将家庭数据与户主的年龄搭配，因此在多代家庭普遍存在的情况下，即使存在这种生命周期的储蓄变动，我们也观察不到。其次，那些超过一定年龄而选择保持独立家庭单位的人可能具有某些特殊特征，不能代表老年人口整体。

今后，老龄化的快速发展将给储蓄带来下行压力。中国目前的人口结构已经老龄化（65 岁及以上人口比例超过 14.9%），原来抚养比逐渐下降的有利趋势正在扭转。虽然少儿抚养比自 2008 年以来大体保持稳定，但老年抚养比持续上升（图 24B）。[17]进行储蓄的工作年龄人口越来越少，而需要动用储蓄资金的退休人员越来越多。据国际货币基金组织估计，在其他条件相同的情况下，这些人口变化将使 2015 至 2030 年间家庭储蓄率占可支配收入比重下降 6 个百分点（IMF 2018）。

2) 预防性储蓄

尽管过去几十年中国社会保障体系有很大改善，但预防性储蓄仍是驱动储蓄的重要因素。家庭进行储蓄，目的是保护自己免受未来因年老、疾病和事故以及劳动收入意外下降可能造成的冲击。

尽管养老金覆盖率很高，但平均基本养老待遇仍相对较低。2022 年，86%的劳动年龄人口向城镇职工养老保险或城乡居民养老保险缴费，两者大约各占一半。[18] 就养老金领取者而言，44%（1.36 亿）从城镇职工养老保险中领取养老金，平均为人民币 3605 元/月（图 25A）。这个水平相当于城镇职工平均工资的 41%，与美国和加拿大的比率相当。参加城乡居民养老保险的人获得的养老金通常很低，均值低于国家贫困线。2022 年，农村居民每月基础养老金平均为 205 元，相当农村人均收入的约 12%。因此，参加城乡居民养老保险的家庭有通过储蓄补偿有限退休待遇的动机。此外，养老金和社会保险的分散化、地方化管理阻碍了各种待遇的可携带性，而这对促进劳动力流动是至关重要的。

此外，养老金制度面临着很大的财务可持续性风险，这也可能导致高储蓄。养老金制度的可持续性挑战源于高遗留成本、人口老化和退休年龄低等因素（World Bank 2017）。尤其是城镇职工养老保险，它包含一个待遇确定/现收现付的部分，从长远来看，人口老化会威胁其可持续性。由于人们对养老金制度可持续性的担忧以及对长期护理的需求不断上升，居民家庭可能不得不依赖自我保险，导致与公共养老金计划相比家庭储蓄过度。

在医疗支出方面，尽管自付费用有所下降，但很多费用不能通过社会医疗保险支付，这意味着居民家庭要继续承受沉重的医疗负担。疫情爆发前，人均医疗支出每年增长 15.8%，高于 11.4%的人均 GDP 增长率，因此人们必须依靠储蓄来支付高额医疗支出。政府努力提供更慷慨的基本医疗服务以满足需求（World Bank and WHO 2019）。2000 至 2020 年间，政府支出在卫生总支出中占的比例翻了一番，达到 55%。个人自付比例从 2000 年的 59%下降到 2020 年的 35%（世卫组织全球卫生支出数据库）。然而，个人自付比例仍然远高于欧盟（14.4%）、日本（12.6%）和美国（10%）（图 25B）。此外，政府医疗支出

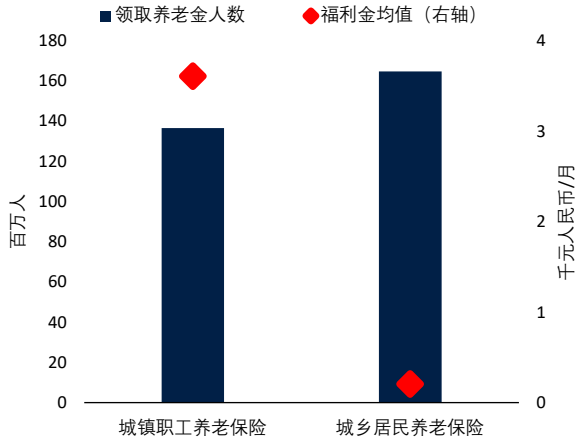
[17] 在过去二十年中，中国的抚养比一直低于中等偏高收入和高收入国家的平均水平。自 2010 年以来，中国抚养比开始上升，并且接近中等偏高收入国家的平均水平。

[18] 中国有两个主要的养老保险制度：一是城镇职工养老保险，它对民营部门城镇职工是强制性的；城乡居民养老金是一个包含社会养老金的自愿制度，涵盖农民工、非正规部门职工和自雇人员。

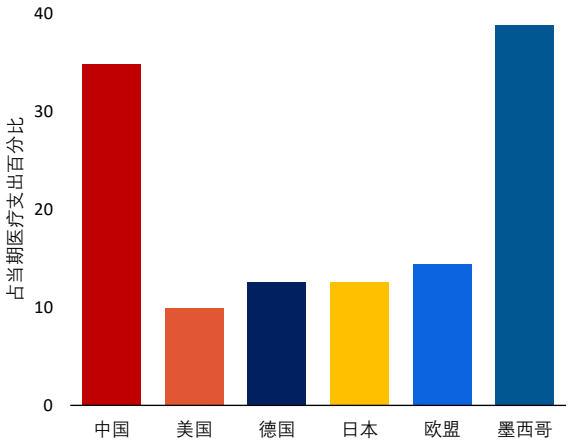
仍仅占 GDP 的 3%，而 2019 年经合组织国家平均水平为 7.8%。此外，虽然大多数中国成年人都有某种形式的医疗保险、只有 3.2%的人没有参保，但保险的有效覆盖范围要低得多，有三分之二的人必须自掏腰包支付很多医疗费用，尤其是药品费用（Lee et al. 2022）。

图 25. 养老金较低而个人承担的医疗支出较高

A. 养老保险受益人和养老金



B. 2020 年个人承担的医疗支出



来源：国家统计局；世界发展指标；世界银行工作人员根据 2022 年人力资源和社会保障部统计公报做出的估算。

最后，居民家庭也为了应对潜在的就业冲击而储蓄。失业保险与劳动合同挂钩，覆盖 51.8%的城镇职工。城镇职工工伤保险覆盖率为 63.4%。农民工通常不在城镇社保体系之内。社会救助在保护因失业或生意失败而收入意外下降的家庭方面作用也很有限。中国的主要社会救助计划“低保”仅覆盖 4%的人口，而且其中大多数都是因家庭成员年龄过大或残疾而无法工作的家庭。相比之下，中等偏高收入国家现金转移救助的平均覆盖率为 17.6%的人口，高收入国家达到 23.6%。

3) 收入不平等

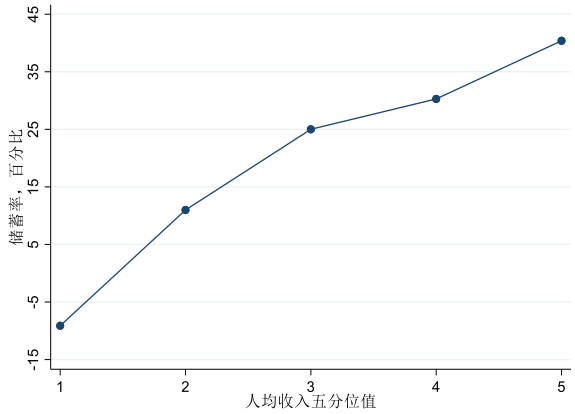
高度不平等会导致高储蓄率，因为富裕家庭往往会将更大比例的收入用于储蓄。中国的收入不平等程度相对中国的发展水平而言是很高的，2021 年基尼系数为 46.6。收入越高的家庭储蓄率越高（图 26A）。如果经济增长的过程导致在收入分配中居于较高十分位的群体收入份额增加，那么总储蓄率将继续保持在较高水平。这种规律也存在于空间维度上。国内富裕省份的家庭储蓄率通常也更高（图 26B）。地级数据显示，家庭储蓄率随着收入水平的提高而增加（IMF 2022）。如能减少这些纵向和横向不平等，不仅可以确保那些不太富裕的中国家庭从增长中受益，而且也可以使他们成为增长的贡献者。

尽管现有政策和投资对于全方位增加经济机会、促进增长发挥着重要作用，但要想减少不平等，可能还需要更好地利用财政工具进行收入再分配。中国正继续努力实现均衡发展，加强落后地区的市场联通，同时继续重点推进乡村振兴。消除极端贫困就是这些努力

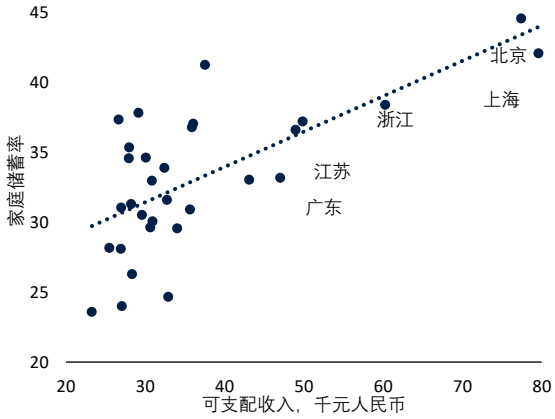
的成果。但当前的不平等程度仍然很高，这就要求财政政策在纠正市场造成的不平等方面发挥更大作用。近期研究表明，中国的财政体系通过医疗和教育服务的形式提供实物福利，极大地减少了不平等。然而从现金角度来看，相对不太富裕的家庭当中有很大一部分是财政体系的净纳税人，支付的税收多于他们获得的福利。也就是说，那些本来会把钱花掉的人手中现金太少，从而拖累了当今的消费。不仅如此，这种情况也会加剧经济不安全感和预防性储蓄动机，从而压低未来的消费支出。

图 26. 富裕家庭和富裕省份储蓄更多

A. 不同收入分配水平家庭的储蓄率



B. 各省储蓄率与收入



来源： Tiwari, S., V.S.M. Talledo, and K. Zhang（即将出版），数据来自 2018 年中国家庭追踪调查（CFPS）。
注：图 A 绘制的是基于用每个类别变量对储蓄率进行 OLS 回归的结果做出的储蓄率线性预测。

除了上述结构性因素之外，与房地产市场相关的动机对家庭消费和储蓄行为的影响也越来越大。房地产市场的快速发展导致用于房贷首付的储蓄增加，提高了家庭债务，并侵蚀了非住房消费支出预算。拥有住房可能通过四个关键渠道影响家庭消费，即首付储蓄、房贷债务、财富效应和财产性收入效应。

1) **用于购房首付款的储蓄。**由于婚姻市场竞争等因素推动，以及对优质教育和医疗等由家庭住址决定的公共服务的需求，人们往往需要购买住房。住房购买的增加与家庭储蓄的增加相关联。[19] 房价上涨使购房一事变得更加紧迫——特别是在户口更难获得的城市。这种状况促进了家庭储蓄的上升（图 27A）。在农村地区，建房资金 70%来自家庭储蓄，相当于 51 个月的家庭收入。[20]
2) **债务负担。**家庭债务占 GDP 比重已从十年前的 30%稳步上升到 2023 年的 62%。平均而言，62%的家庭债务与购房有关，包括住房抵押贷款和亲友借款在内。[21] 购房后，

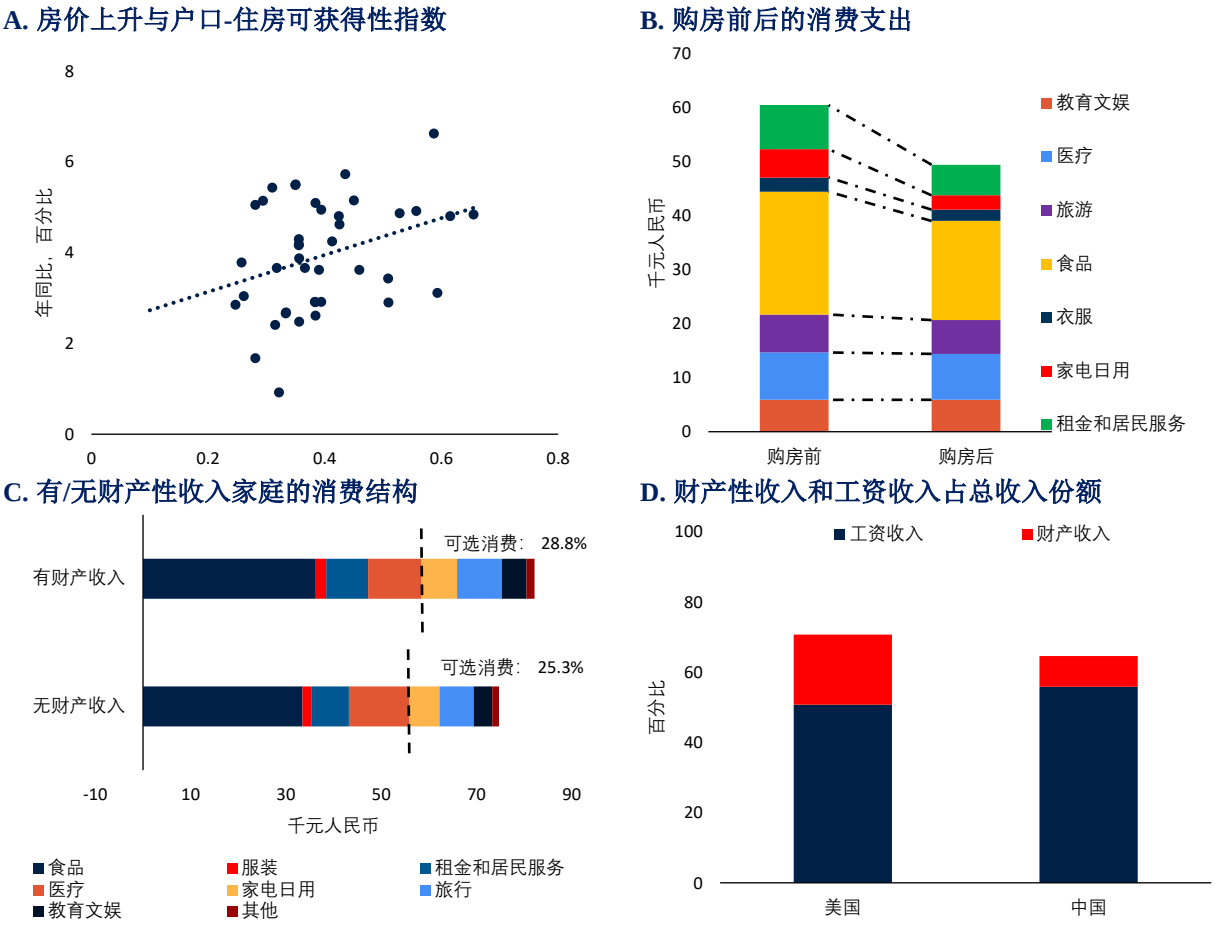
[19] 我们利用国家统计局省级住户调查数据进行的估算显示，家庭储蓄率 每上升一个单位，六年后的住房销售会增加 2%。另外，储蓄率与当前住房销售无显著相关性。
[20] 使用 2019 年 CHFS 数据库进行的家庭层面估算。
[21] 同上。

家庭支出（不包括房贷）平均下降 22%，尤其是是食品（比如外出就餐）和房租支出大幅下降（图 27B）。

3) **财富效应。**房产价值上升可能会导致消费者增加支出，而房产价值下降可能带来相反结果。然而，关于住房财富效应的实证分析得出的结论各异（Wang and Wen 2012; Chen, Yang, and Zhong 2016）。房产升值对消费的积极影响可能会被家庭债务上升的负面影响所抵消。此外，财富效应对有房者的影响和首付储蓄效应对无房者的影响可能在宏观层面上相互抵消。

4) **财产性收入效应。**实证结果表明，有财产性收入的家庭相比没有财产性收入的家庭消费支出高出 9.9%。[22]这是因为财产性收入的边际消费倾向高于工资收入（Fang and Zhang 2011）。此外，有财产性收入的家庭往往会把收入的更高份额用于非必需消费而不是基本支出（图 27C）。不过，调查数据显示可能只有不到一半的中国家庭拥有财产性收入，[23]而且与美国等其他经济体相比财产性收入在中国家庭收入中占比很小，因此这种效应可能有限（图 27D）。

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



[22] 见图 27C 的注释。

[23] 使用 2019 年中国家庭金融调查（CHFS）数据库进行的家庭层面估算。

来源：世界银行工作人员使用 2017 和 2019 年的 CHFS 数据库所做估算；CEIC 数据库。
注：图 A：户口-住房可获得性指数衡量通过购房获得户口的难度。该指数由中国家庭金融调查与研究中心编制（Zhang et al 2019）。图 B：该图使用 PSM-DID 伪随机实验的系数显示了各类别消费支出的平均变化。我们将样本年份之间住房相关债务和资产均有增加的家庭识别为处理组，并用倾向得分匹配（PSM）方法匹配对照组家庭。我们使用双向固定效应回归估计 DID 系数，控制变量包括家庭总资产、总负债、总收入和工资收入。图 C：财产性收入包括金融资产收入和住房、商铺和农田的租金收入。消费结构的差异通过将各类消费（对数）分别与表示家庭是否获得财产性收入的虚拟变量进行回归。回归控制了家庭总收入、资产、债务、社保状况等固定特征，使用了 2019 年 CHFS 数据库的数据。

政策考虑

中国经济预计将在中期出现结构性减速，需要对此加以良好管理，通过包括需求结构再平衡在内的各种措施实现有序放缓，这一点十分重要。中国需要稳定总需求并保持中期增长，以便继续向发达经济体靠拢。实现这一目标需要一个协调一致的经济和制度改革议程，其中要包括关于财政、金融和实体部门等各方面改革的政策组合。

通过财政政策促进再平衡并深化政府间财政体制改革

财政体制改革对于中国的再平衡进程至关重要。财政改革的目标应是减少对大规模公共投资的依赖，硬化地方政府的预算约束。财政战略的重点需要从努力动员资源与投资转向加强财政纪律、提高效率、提供优质服务和良好地管理风险。这种转变需要在充满挑战的周期性环境中实现，而且还面临经济增长减速快于预期的风险，因此需要加以妥善管理。在对公共投资进行调整时，需求对照周期性风险来确定步伐快慢。

为了确保可持续增长，必须深化政府间财政改革。地方政府的支出责任庞大但收入自主权有限，因此它们承担的大量职能没有资金支持。这导致了地方政府对土地租赁收入的不可持续的严重依赖以及债务和预算外债务积累。今后，开展地方收入改革可能有助于减少对土地租赁收入的依赖，例如可以调整增值税的分税安排以及在未来适当的时候开征经常性的房地产税作为地方税源。

在强化高效金融中介活动的同时推动金融部门去风险

金融部门改革应以遏制风险、保障金融稳定为目标。中国当前的金融体系高度依赖银行，但今后由市场提供的股权资金可能需要在缓解各经济领域的高债务风险方面发挥更大作用。这也有助于增加人们对储蓄的投资选择。有关部门需要使用包括政策激励和政策限制在内的一揽子措施，对高风险部门的资产负债表，特别是负债结构方面风险突出（如民营房企）的资产负债表，进行慎重的评估和重组。这些举措的目的是确保在各部门债权人的风险敞口、风险管理、流动性和消费者保护等方面实现更好平衡，特别是在零售金融消费者对某些经济领域有直接风险暴露但却没有充分风险评估或保护的情况下。

加强市场化的金融服务有助于优化资本配置，将其引向生产率更高的投资。当银行和和资本市场为客户提供新的贷款、债券和股权融资时，机构应优先考虑将金融资源引导至能带来最大财务、经济和社会影响（三重底线）的领域，将资金引向最高效的企业，扩大普惠金融和绿色金融，采取积极主动的措施来优化宏观杠杆，并使金融系统的增长质量和数量与实体经济发展目标以及国家发展的高层目标（如气候相关目标）基本保持一致。此外，进一步完善市场利率定价机制，制定解决信息不对称和征信数据质量问题的综合框架可以改善信贷配置并降低融资成本。实施这些措施的关键是建立以商业为导向的融资环境，减少对国家主导或政府引导的资本配置的依赖。正如前面讨论的历史实例所示，这对避免陷入低效陷阱至关重要。

强化监管改革以促进竞争、提高投资回报

公平的竞争性市场和可预测的监管环境有助于提高投资回报。要想实现更有效的资源配置，就要有运作良好的产品市场和要素市场（资本和劳动力），以便资源流向生产率最高的部门和企业而不是被限于低生产率用途。从国内来说，这需要采取有助于促进企业重组和低效企业退出市场、新的高效企业进入市场的综合性体制和政策变革，同时要缓解约束力最强的监管、制度和金融瓶颈，使成功企业可以进一步投资与扩张。从外部来看，维持和深化中国对全球市场和供应链的融入将确保中国企业可以通过投资和贸易中的更多竞争和知识流动而继续向全球生产率前沿靠拢。

这些不同改革要素之间存在很强的关联性和互补性。如果只在单个政策领域开展局部改革或采取孤立措施，那么可能会影响有限并导致意想不到的后果。硬化地方政府预算约束的措施与金融体系去风险有着内在联系。旨在放开并强化正规金融中介活动（通过银行体系进行，从长远来看还要加上资本市场）的改革可以形成有利于商业导向融资的环境，减少由政府主导或指导的资本配置。实体部门改革反过来会强化金融部门改革的影响，从而降低风险并增加回报，特别民营部门投资的回报。因此，改革的整体将大于部分之和。

相应的，在投资转向的同时必须开展有助于降低储蓄率和刺激消费的改革。房地产投资放缓是房地产业的必要调整之一，这样才能向可持续的需求水平靠拢，也有助于将资源重新分配到生产率更高的部门。然而在推动去杠杆进程的同时，还需要采取增加国内消费和遏制过度储蓄的措施，这样才能减轻对总需求的影响，避免引起外部失衡再现。重振国内消费要求通过结构性政策来改善财政体系的累进性、加强社会安全网、改革户籍制度并发展普惠金融。

提高财政体系累进性

把更多钱放入低收入家庭的口袋将带来整体消费的上升。与高收入家庭相比，低收入家庭通常有更高的边际消费倾向。因此，如果资金从高财富家庭转移到低财富家庭，总消费就会增加。

在财政收入方面，财政体系可以从有支付能力的群体那里获得更多收入。这可以通过提高累进税在财政收入中所占份额来实现——目前中国的累进税收入占 GDP 比例落后于经合组织和中等收入国家。尽管中国的个人所得税具有与经合组织国家相当的累进性，但收入级距相对较宽，个人免征额也较高。另外个税的税基也很小——大多数职工根本不缴纳个人所得税，而工资稍高的人因为起征税率低并且涵盖的工资范围宽，缴纳的个税也很少（World Bank 2023b）。

在支出方面，中国的财政体系已经在为更需要支持的人提供更多支持，但中国（中央层面）有资源做得更多。例如，政府可以增加教育、卫生和社会保护等社会服务支出，从而加强机会平等并缩小地区差距和城乡差距。2020 年中国教育支出占 GDP 比重为 3.6%，低于中等偏上收入国家 4.1%的平均水平。医疗支出占 GDP 的 3.1%，同样低于中等偏上收入国家 3.5%的平均水平。这方面的进一步改进可将重点放在缩小农民工和农村居民在获得高质量公共服务方面与城镇居民的差距上。

加强社会保护

缩小养老保险的覆盖缺口并提高某些类型退休人员的养老待遇有助于减少预防性家庭储蓄。 养老保险缴费的高费率、某些类型职工的低工资以及个人账户的低回报率是阻碍养老保险参保率提高的主要因素。城镇居民养老保险的回报率仅相当于一年期存款利率。Lei et al. (2013) 通过分析 2011 年中国健康与养老追踪调查的数据发现，对城镇居民养老保险，人们更愿意只在较短年限里参保并会选择最低缴费档次。其他调查数据的研究结果显示，参加城乡居民养老保险的人集中在 45 岁，这时他们有还 15 年时间来缴费，达到参保最低要求。此外，职工养老保险与居民养老保险待遇的巨大差别引发了充足性和公平性问题。居民保险的基础养老金较低，需要加以提高；同时，由于它的资金来自中央和地方政府收入，因此也要考虑到财政承受能力（World Bank 2021）。

建立更集中的全国性养老保险体系可以促进劳动力向生产率较高的地区和行业迁移，有助于提高收入和消费。城乡居民养老保险制度目前仍实行县级统筹，这意味着可携带性有限且管理成本较高。有关部门最近采取了一些措施，试图解决可携带性问题。城镇职工搬迁时，可将个人账户积累的资金和统筹账户资金的 12%转到另一城市。2014 年的另一项政策举措促进了城乡居民养老保险内部以及它与城镇职工养老保险之间的待遇转移。但由于养老制度由地方上分散管理，这些举措的实际落实受到阻碍。

可以考虑将失业保险计划的临时性扩展永久化。疫情期间对失业保险采取了扩大覆盖范围、放宽资格要求以及缩小本地和非本地户籍职工之间的区别等临时性做法，疫情后可以继续保持。疫情期间的经验表明，从财政角度来说，扩大对农民工和更广泛弱势群体的覆盖范围以及提高各种补助金额都是完全可以承受的。

开展户籍制度改革，确保农民工社会权益

深化户籍改革对确保农民工享有与城镇户口人员同等的社会权益至关重要。鉴于城市人口迅速老化、出生率降低的现实以及持续开展结构性/绿色转型的必要，预计国内移民将通过扩大消费需求、增加劳动力和技能多样性等渠道对支持地方经济发挥重要作用。

实施更具雄心的户籍制度改革有助于在未来几十年将流动人口变成驱动中国经济增长的动力。与城镇户口职工相比，农民工的社会保护获取有限。此外，农民工通常预计自己返回农村后的收入会减少。这两个因素都可能鼓励预防性储蓄行为。实证分析显示，2007 年农民工的边际消费倾向比城镇居民低 16-20 个百分点（Chen et al. 2015）。可以进一步开展改革，把放开落户和改善社会保护获取的举措扩展到中小城市以外，使农民工能够自由选择在任何城市登记落户。

发展普惠金融

进一步推进利率市场化改革并发展普惠金融有助于消除消费者面临的财务障碍，促进消费增长。过去二十年里，由于零售投资选择有限、金融投资回报率低，居民部门要靠增加储蓄来弥补投资的低回报（Carrol 2000）。随着 2015 年取消存款利率上限，理财产品和互联网金融产品激增。尽管这些产品为投资者提供了更高回报并促进了消费增长，但同时也带来了消费者保护、信息披露和监管等方面的巨大挑战。今后可以在扩大对缺乏金融服务和金融服务不足群体的金融服务方面采取更多措施。实证研究显示，普惠金融的发展和金融产品覆盖范围的扩大有助于增加居民消费（Yi and Zhou 2018）。

参考文献

Ambrose, B. W., Deng, Y., & Wu, J. (2015). Understanding the risk of China's local government debts and its linkage with property markets. Available at SSRN 2557031.

Bai, C. and Qian, Z. (2010). The factor income distribution in China: 1978–2007. China Economic Review, 21(4), pp. 650–670.

Bai, J., Barwick, P. J., Cao, S., & Li, S. (2020). Quid pro quo, knowledge spillover, and industrial quality upgrading: Evidence from the Chinese auto industry (No. w27644). National Bureau of Economic Research.

Bayoumi, T., & Zhao, Y. (2021, August 16). Incomplete Financial Markets and the Booming Housing Sector in China. IMF Working Paper, 20/265. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3710338

Blalock, G., & Gertler, P. J. (2008). Welfare gains from foreign direct investment through technology transfer to local suppliers. Journal of International Economics, 74(2), 402-421.

Carroll, C., Overland, J., & Weil, D. (2000). Saving and growth with habit formation. American Economic Review, 90(3), 341-355.

Chen, B. et al. (2015). How urban segregation distorts Chinese migrants' consumption. World Development, 70, pp.133-146.

Chen, B., Yang, X., & Zhong, N. (2020). Housing demand and household saving rates in China: Evidence from a housing reform. Journal of Housing Economics, 49, 101693.

Development Research Center of the State Council Task Force. (2015). Further policy research on resolving overcapacity: Current characteristics, risks, and countermeasures of overcapacity in China — Based on field research and micro-data analysis. Management World, (5).

Eslava, M., Fieler, A. C., & Xu, D. Y. (2015). (Indirect) Input Linkages. American Economic Review, 105(5), 662-666.

Fang, F., Zhang, Y. (2011). Marginal Propensity to Consume and Tendency of Different Incomes of Urban and Rural Residents. Finance and Trade Economics, 2011(04):22-30+136.

Gorodnichenko, Y., Svejnar, J., & Terrell, K. (2014). When does FDI have positive spillovers? Evidence from 17 transition market economies. Journal of Comparative Economics, 42(4), 954-969.

Gyourko, J., Shen, Y., Wu, J., & Zhang, R. (2022). Land finance in China: Analysis and review. China Economic Review, 101868.

Hallward-Driemeier, M., & Nayyar, G. (2018). Trouble in the Making? The Future of Manufacturing-Led Development. Washington D.C.: World Bank.

Herd, R. (2020). Estimating capital formation and capital stock by economic sector in China: The implications for productivity growth [Policy Research Working Paper No. WPS 9317]. World Bank Group. http://documents.worldbank.org/curated/en/846601594661216544/Estimating-Capital-Formation-and-Capital-Stock-by-Economic-Sector-in-China-The-Implications-for-Productivity-Growth

Holmes, T. J., McGrattan, E. R., & Prescott, E. C. (2015). Quid pro quo: technology capital transfers for market access in China. The Review of Economic Studies, 82(3), 1154–1193.

Huang, Z., & Lardy, N. R. (2016, January 5). Financial services in China. Peterson Institute for International Economics. Retrieved from https://piie.com/blogs/china-economic-watch/financial-services-china

IMF. (2018). China's High Savings: Drivers, Prospects, and Policies. IMF Working Paper WP/18/277. Washington D.C.: IMF.

IMF. (2021). Local government financing vehicles revisited. In Article IV, Selected Issues, December 2021. IMF eLibrary.

IMF. (2022). People's Republic of China: Selected Issues. IMF Country Report no. 22/22. Washington D.C.: IMF.

IMF. (2023). China Monitor, July 2023. Washington D.C.: IMF.

Javorcik, B. (2004). Does foreign direct investment increase the productivity of domestic firms? In search of spillovers through backward linkages. American Economic Review, 94(3), 605-627.

Kee, H. L. (2015). Local intermediate inputs and the shared supplier spillovers of foreign direct investment. Journal of Development Economics, 112(C), 56-71.

Lee, D. et al. (2022). Health insurance coverage and access to care in China. BMC Health Services Research vol 22, No. 140.

Lei, X., Zhang, C., & Zhao, Y. (2013). Incentive problems in China's new rural pension program. In C. Giulietti, K. Tatsiramos, & K. F. Zimmermann (Eds.), Labor Market Issues in China (Research in Labor Economics, Vol. 37, pp. 181-201). Emerald Group Publishing Limited.

Lin, P., Liu, Z., & Zhang, Y. (2009). Do Chinese domestic firms benefit from FDI inflow? Evidence of horizontal and vertical spillovers. China Economic Review, 20(4), 677-691.

Liu, C., & Xiong, W. (2018). China's Real Estate Market. NBER Working Paper, w25297.

Ma, H., Huang, G., Wang, R., et al. (2018). The causes of overcapacity in China's steel enterprises and the analysis of ownership differences. Economic Research Journal, 53(03), 94-109.

Modigliani, F. and Cao, S. (2004). The Chinese saving puzzle and the Life-cycle Hypothesis. Journal of Economic Literature, XLII, pp. 145-170.

Perkins, D. (2015). Understanding the slowing growth rate of the People's Republic of China. Asian Development Review, 32(1), pp. 1–30.

Phelps, E. (1961). The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen. The American Economic Review, 51(4), 638-643.

Rogoff, K., & Yang, Y. (2023). Rethinking China's Growth. Working Paper. Draft for Economic Policy Conference, October 19-20.

Wang, X., & Wen, Y. (2012). Housing prices and the high Chinese saving rate puzzle. China Economic Review, 23(2), 265-283.

Wei, C. (2021). State ownership and target setting: Evidence from publicly listed companies in China. Contemporary Accounting Research, 38(3), 1925-1960.

Whalley, J., & Xian, X. (2010). China's FDI and non-FDI economies and the sustainability of future high Chinese growth. China Economic Review, 21(1), 123-135.

World Bank (2017). China Economic Update: Growth Resilience and Reform Momentum. Washington, DC: World Bank Group.

World Bank (2021). China's Pension Reform: Progress, Challenges, and Prospects. World Bank Technical Note.

World Bank (2022). China Country Climate and Development Report. CCDR Series. Washington, DC: World Bank Group. http://hdl.handle.net/10986/38136 License: CC BY-NC-ND.

World Bank. (2023a). Services for Development: East Asia and Pacific Economic Update, October 2023. [Online]: https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/e9a7d669-f854-4de6-8afb-a0a01ae85e21/content

World Bank. (2023b). China Economic Update: Sustaining Growth through the Recovery and Beyond. Washington, DC: World Bank Group.

World Bank. (2023c). World Bank East Asia and the Pacific Economic Update, April 2023: Reviving Growth. © Washington, DC: World Bank. http://hdl.handle.net/10986/39598 License: CC BY 3.0 IGO.

World Bank and World Health Organization (2019). Healthy China: Deepening Health Reform in China. Washington, DC: World Bank Group.

Yi, X., & Zhou, L. (2018). Whether the development of digital inclusive finance has significantly affected household consumption: Micro evidence from China. Journal of Financial Research, 11, 47-67.

Zhang, J., Wang, R., & Lu, C. (2019). A Quantitative Analysis of Hukou Reform in Chinese Cities: 2000-2016. Growth and Change, 50(1), 201-221.