

数说疫后中国经济：封控解除一年后，在面临什么样的危机？

用九类最重要的经济数据与指标，来看中国经济是不是正在面临衰退的风险。



2023年2月19日，中国山东，市民在购物中心内挂满购物袋下面经过。摄：TANG KE / Feature China/Future Publishing via Getty Images

特约撰稿人 穆鲁 发自新加坡

刊登于 2024-01-25

[#经济数据](#) [#解封](#) [#数说中国](#) [#经济衰退](#) [#中国经济](#)



中国经济是不是正在面临衰退的风险？野村综合研究所首席经济学家辜朝明2023年在一个策略研究会中称，与上世纪90年代初的日本类似，中国也在面对资产负债表衰退的挑战。资产负债表衰退即由于私营部门的过度借贷，导致企业和个人以偿还债务和储蓄为经济活动的首要目标，而不是投资和支出。这与日本在90年代初房地产泡沫破裂后的境况相似。当所有人都在节衣缩食以偿还住房贷款和信用卡债务时，很少有人会愿意去投资未来。

虽然中日两国的困境有相似之处，但在一些方面，中国有可能面临着比日本更为严峻的考验。比如，虽然中日两国都面临人口老龄化和少子化，当2022年中国人口开始减少时，中国的人均GDP仅为12700美元左右，而日本则在2011年才开始经历人口负增长，此时人均GDP已达到约43000美元。

这一年，伴随着走低的物价还有继续发酵的房地产危机。据JP Morgan的研究报告，“中国的房地产和建筑活动占国内生产总值（GDP）近30%，几乎高于历史上任何其他国家。”负债累累的中国房地产行业里，大量的房企过度借债，押注永不回落的房价。在收紧的监管政策下，房企近年来也纷纷“暴雷”，还不上原有的债务，资金链断裂，留下悬而未决的烂摊子，大量的烂尾楼在中国各地引发民众集体抗议。而长期高企的房价则导致内需不振，毕竟，青年失业率近年来不断攀升，在需要父母、爷爷奶奶、外公外婆八个钱包支援下才能买得起房的年轻人，又怎么有多余的钱消费？2023年的消费品和工业品的价格指数显示，中国已经进入“通货紧缩”的区间，居民消费持续萎靡不振。

2023年初，伴随着中国放弃“清零政策”，外资曾一度信心满满进入中国的股票市场，然而萎靡不振的经济数据打击了投资者的信心。阴晴不定、朝令夕改的政策也促使投资者用脚投票。2023年12月，在国家新闻出版署发布《网络游戏管理办法草案征求意见稿》后，腾讯在香港盘中一度暴跌近16%。外资纷纷撤出A股和港股市场，全球化配置的基金也在减少中国市场的仓位。第三季度，外商对华直接投资为负数，为1998年来首次为负。随着资本外流，人民币大幅走弱，2023年9月8日，人民币收市创近16年新低。同时，紧张的地缘关系与中美脱钩也让外资企业开始寻找替代性选择，中国的外贸出口总额也出现了2016年来的首次下降。而不断“内卷”，进行价格竞争的中国企业利润率也在走低，商品出厂价一降再降。

本文整理了九类关于中国经济最重要的数据与指标，可以看到封控解除一年后，中国经济在面临什么样的危机。

1. 房地产的全面危机

长久以来，房地产为中国经济的重要引擎。土地出让为地方政府的重要财政来源。而房地产企业往往作为地方经济增长的最大助力之一，较易从银行获得贷款。中国独特的预售制度使得房企可以在楼盘建设完成前就从购房者那里拿到大量的购房款。种种因素叠加，在中国政府2020年出台“三道红线”以限制房地产行业融资前，房地产业整体债务高企。

而“三道红线”是根据习近平“房子是用来住的，不是用来炒的”的口号下出台的政策，其中包括要求房企控制负债率在70%以下；净负债率大于100%；以及现金和短期债务的比例小于一倍。而如果房企被划入红档，则被要求有息负债规模以2019年6月底为上限，不得增加。

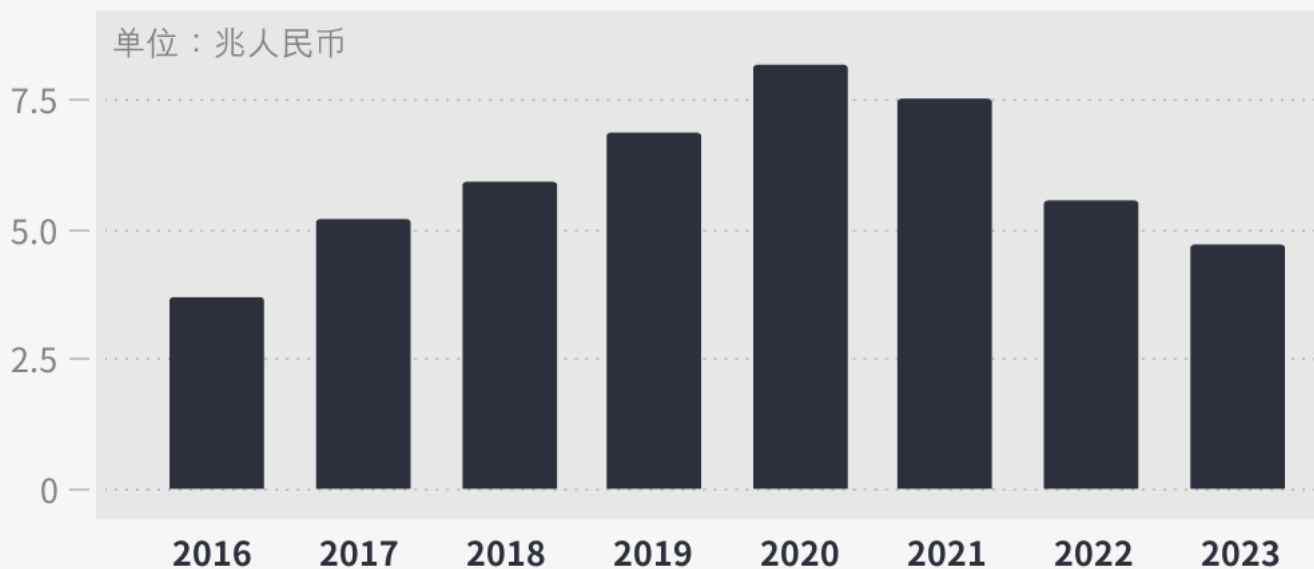
随着恒大暴雷，以及诸多房地产企业随之债务违约，商品房销售额大幅下滑。2021年，新建商品住宅年度销售总量为15.7亿平方米。2022年，新建商品住宅销售量激降至11.5亿平方米，减少26.8%。2023年1-11月份，商品房销售面积10.1万平方米，同比下降8.0%。但据中指研究院数据显示，2023年百强房企销售总额为62791亿元，同比下降17.3%。12月份单月销售额同比下降35.9%。

中国百强房企月度销售同比变化



政府土地出让金收入

低迷的房地产市场也拖累地方政府的财政收入，据财政部的数据，2022年土地出让金收入减少23%，2023年前11个月又同比下降18%。



资料来源：克而瑞、广发固收

端傳媒 Init

据海通证券研究报告，新房销售面积、新开工面积、投资额指标均持续回落，分别较房价最高时的读数回落38%、52%和22%。海通证券根据70个大中城市二手住宅价格指数测算，截至2023年10月，全国房价较最高点（2022年6月）下跌7.6%。

其中，不论是从商品房的销售面积，还是从房价下跌的幅度，三线城市下跌最早、跌幅最大。从2019年开始，三线城市新房成交面积连续四年下跌，预计2023较最高点（2019年）下跌51.4%。

低迷的房地产市场也拖累地方政府的财政收入，据财政部的数据，2022年全国土地出让金收入减少23%，2023年前11个月又同比下降18%。

中国内地和香港特有的“预售”制度，即购房者购买尚未完成的地产项目，开放商可以提前拿到房子预售款，虽然有利于开放商的现金流，也往往造成开发商将预售款挪用其他项目，在现金流紧张的情况下，使得大量购房者无法按期住进新房，引发社会抗争。据彭博社援引非营利性政治倡导组织“Freedom House”的 China Dissent Monitor 项目，自2022年6月以来，中国内地发生了1,800多起与房地产相关的抗议活动。内容多涉及地产未按期交房、施工质量差等问题。

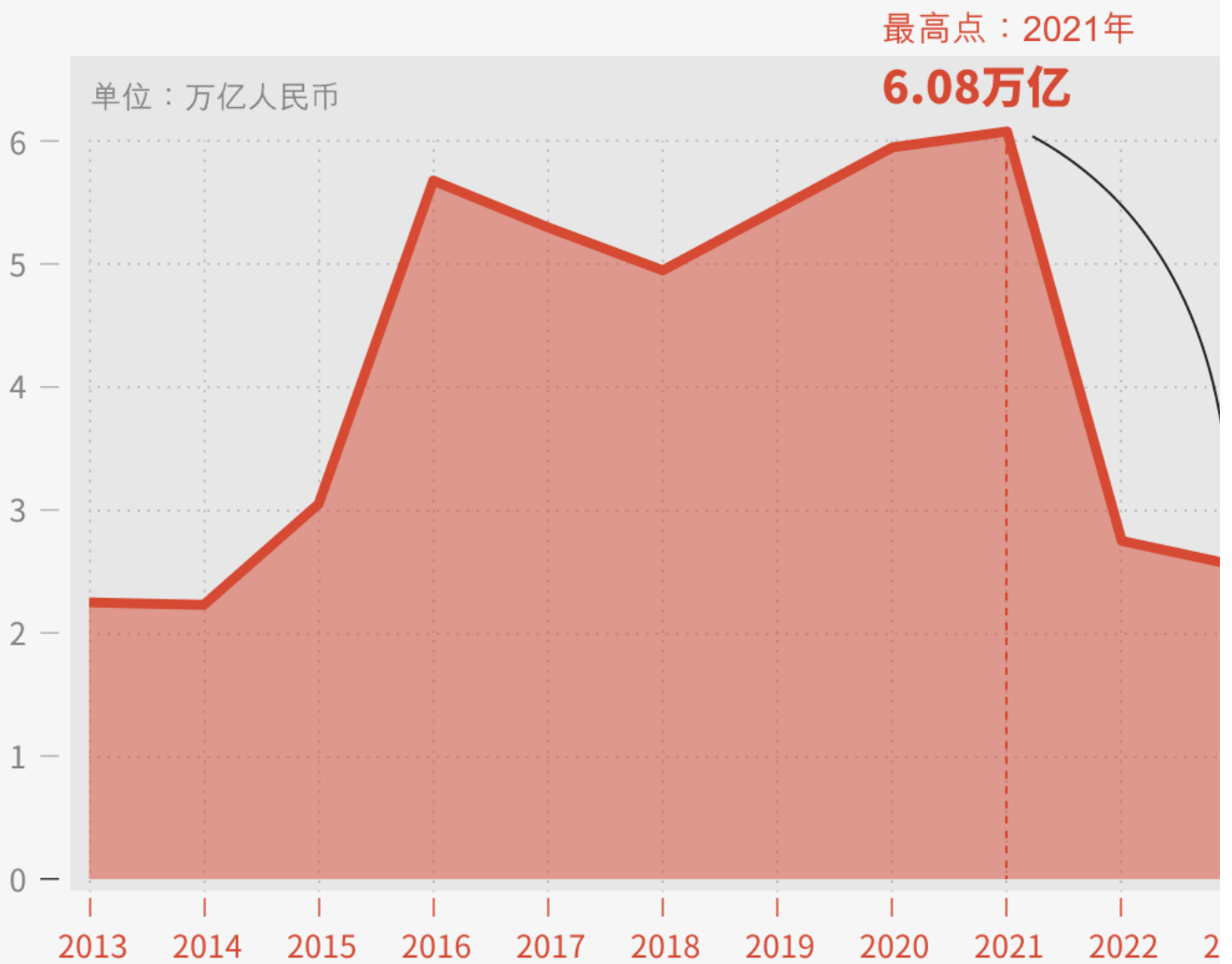
2. 社会融资需求疲软

据中国人民银行的数据，2023年12月人民币贷款存量增长率为10.4%，据彭博社数据，该月增长率为2003年有数据以来的最低水平。

中国人民银行数据显示，2023年全年社会融资规模增量累计为35.59万亿元，比上年多3.41万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加22.22万亿元，同比多增1.18万亿元，增速比过去几年均有下滑。人民币贷款包括对企业、金融机构、居民部门贷款和其他部门的贷款。过去两年，房地产危机愈演愈烈，销售大幅下滑，住户贷款需求疲软。

新增人民币贷款（住户中长期贷款）

过去两年，房地产危机愈演愈烈，销售大幅下滑，住户贷款需求疲软。



资料来源：中国人民银行

端傳媒 Init

内需萎靡的情况下，中国企业纷纷减少开支、进行裁员和暂缓扩张计划。房地产危机也随之影响到银行业。由于担心坏账高企，银行也对放贷持更为审慎的态度。

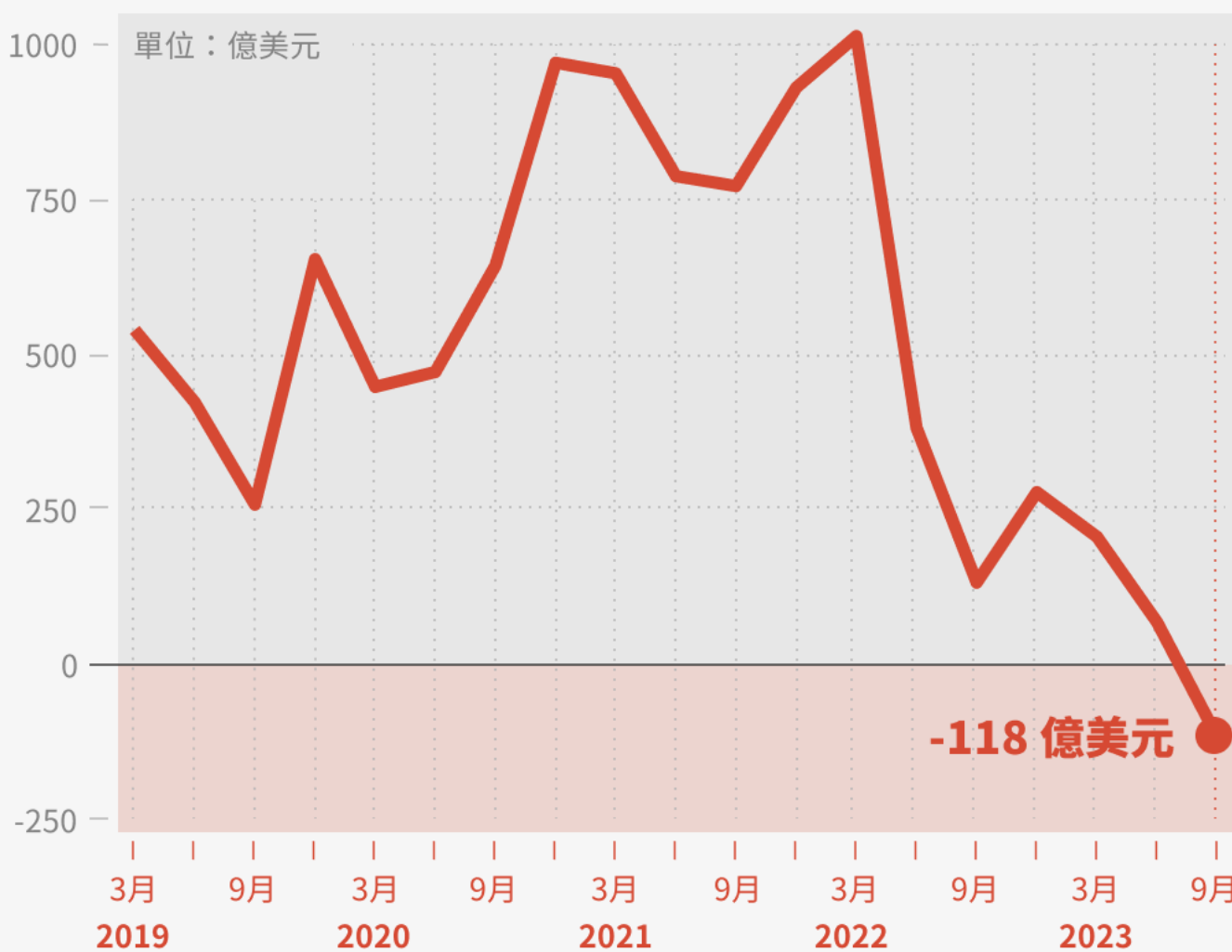
据中国人民银行数据，全年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的62.4%，同比低3%。央行2023年10月份新闻发布会提到，“人民银行将继续坚持稳中求进的工作总基调，稳健的货币政策精准有力，增强信贷总量的稳定性和可持续性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义GDP增速相匹配。”中国名义GDP在2023年增长5.2%，但这是在2022年因为疫情封锁基数较低、仅有3%增长的前提下的变化，也低于疫情前中国的经济增长速度。

3. 外商直接投资第一次出现负数

中国外商直接投资在过去两年一直急速下跌，自2022年第一季超过1000亿美元，接近2013年底的历史高位后，此后逐季下滑，2023年第三季度则出现净流出，减少118亿美元，是自1998年有记录以来首次下降，凸显出由于地缘政治、紧张的中美形势和疲软的经济，外资逐渐对中国丧失信心，正在从中国撤资。

外商直接投资额

2023年第三季度出现净流出，减少118亿美元，是自1998年有记录以来降，凸显出外资逐渐对中国丧失信心，正在从中国撤资。



资料来源：国家外汇管理局

端傳媒 Init

与此同时，由于出口额的下降和疲软的消费，以及持续低迷的房地产行业影响工业品需求，在华外企2023年也利润下降。根据[国家统计局数据](#)，2023年1-11月，外商及港澳台商投资企业实现利润总额16217.8亿元，同比下降8.7%。

外资的流出也同中国与发达经济体的货币政策相悖有关。随着通胀高企，美联储在2023年内数次大幅加息，其他发达经济体也随之加息。而中国则因为经济疲弱、失业率高企、房价下跌不得不维持低利率，以刺激经济增长。通常，美国政府的10年期国债收益率被认为是无风险收益率，即投资者不用承担风险就可以获得的收益。在美国利率高企的情况下，大量国际投资者进入美国的资本市场。随着中国与世界其他主要经济体利率差异走高，中国对外资吸引力也大幅下降。

中国2023年多次表示要加大吸引外商投资。8月份，[国务院](#)发布《关于进一步优化外商投资环境加大吸引外商投资力度的意见》，提出包括强化知识产权行政保护、保障外商投资企业依法参与政府采购活动等措施吸引外资。但种种政策效果寥寥，下半年外资撤资愈演愈烈。

4. 人民币汇率创16年新低

2023年初，随着中国结束疫情清零政策，推出“[金融支持房地产16条](#)”等措施，人民币汇率曾短期走高，触及年内高点6.67人民币兑1美元。随着美联储2023年2月进一步加息，使得美元资产吸引力升高。此外，原本外资投资者对清零政策放开后的经济复苏或有期待，但由于经济复苏速度缓于预期，中国经济数据疲软，人民币此后一路走低。

对于中国出口导向型经济体来说，长久以来国际贸易产生的货物涉外收付款顺差是人民币汇率的重要支撑。而据[彭博社](#)和中国国家外汇局数据显示，2023年9月人民币收付款录得逆差近446亿美元，创七年来最高。2023年有数据的11个月中，仅有两个月人民币收付款录得顺差，一个月人民币收付款实现收支平衡，而剩余八个月人民币收付款均录得逆差，且在下半年逆差加剧，表明外资外流的压力攀升，带来相应的资金外流产生的汇率贬值压力。2023年9月8日，在岸人民币收市创近16年新低，报价7.3415人民币兑1美元。

而中国则试图用市场干预和指导的方式阻止人民币下跌，但这些干预手段让官方的人民币国际化口号和成为全球储备货币的雄心壮志显得无力。据[路透社援引采访](#)的28位人民币外汇市场人士，2023年全年，中国监管者至少采取了24次市场干预行为，其中包括但不限于：国有大行据悉被要求在外汇市场维稳，以在境内外市场卖出美元的手段来稳定人民币汇率。监管也要求部分券商尽量减少自营外汇交易业务，凸显央行试图通过窗口指导等手段减少人民币交易数量，使得境内人民币市场交易量激降，从而缓解贬值压力。

种种干预行为使得2023年第四季度境内人民币交易量大幅走低，10月人民币兑美元交易量[仅为1.85亿美元](#)，据路透社统计为有记录以来最低月交易量。

5. 青年失业率屡创新高，不再公布

青年失业率指的是年龄在16-24岁之间年轻人的城镇调查失业率。中国从2018年开始公布这一数据。国家统计局于2023年7月起停止公布青年失业率。在数据停止发布前的一年多来，青年失业率一直处于高位，并屡创新高。2024年1月，国家统计局重新开始发布青年失业率，[据报](#)，2023年12月的青年失业率为14.9%，这一数据低于6月份逾20%的数字，但是统计局表示其修订了该数据的统计方法，将在校学生从统计样本中排除，由于统计方法并未被详细解释说明，该举也引发新公布的青年失业率是否可靠的[质疑](#)。

2023年6月中国青年失业率为21.3%，为历史最高纪录，并且在4-6月连续三个月保持在20%以上的高位，分别达20.4%、20.8%和21.3%。国家统计局新闻发言人之后付凌晖在发布会上表示，暂停发布的主要原因是，经济社会在不断发展变化，统计工作需要不断完善，劳动力调查统计也需要进一步健全优化。

[与之对比](#)，美国2023年6月的青年失业率为7.5%，欧盟同期的青年失业率为14.1%。

这不是中国官方第一次停止公布引起争议的数据，对许多投资者和经济学家来说，愈发不透明的数据公开情况让中国的实际经济状况成为黑洞，而无法做出投资决定，进一步削弱投资者信心。

信息和数据的不透明也不仅限于经济领域。2023年底，中国最高法院办公厅下发《关于建设全国法院裁判文书库的通知》，将于2024年1月上线全国法院裁判文书库取代此前的中国裁判文书网，但这一数据库仅供法院人士在内部专网检索裁判文书，而不对律师、学者和社会公众开放。在此前，对公众开放的中国裁判文书网于2013年开放，但法院公开文书数量近年来却逐年大幅下降。法院公开文书数量从2020年的2338余万篇，降到2023年的335万余篇。

6. 股市连续多年下跌

2023年初，伴随着对中国重新开放的乐观预期，2023年1月香港恒生指数曾短暂大涨超过10%，A股沪深300指数也大涨7.4%，然而，进入2023年2月后，恒指和A股双双大跌，此后全年延续跌势。2023年，恒生指数全年收跌13.82%，创下连续四年连跌，这也是港股历史上首次出现连续四年下跌。2024年1月22日，港股跌破15000点，是2022年10月以来第一次跌破15000点。沪深300指数也连续三年下跌，2023年收跌11.38%，2024年1月跌破2800点，#A股超5000只个股下跌#更成为微博热搜话题。

据思睿研究的研究报告，“人民币走弱和中国市场投资回报的欠佳诱发了外资流出。而迄今为止，央行的货币宽松未能奏效，人民币却进一步走弱。”

建银国际证券研报显示，从2021年的高点至2023年6月底，外资持有中国资产总额下降了大约9.9%，相当于10675亿人民币。其中，外资持有的股票总额下降15.5%，或者6124亿人民币，同期沪深300指数回撤24.0%。彭博社数据**显示**，截至2023年12月28日，2023年外资累计净买入A股约443亿元人民币，仅为前一年总额的约一半水平。

此外，伴随宏观经济走软和内需不振，A股上市公司的盈利能力也有下滑。深市2830家上市公司三季度报表显示，实现净利润8812.64亿元，同比下降7.30%。同期，沪市2248家上市公司季报显示，实现净利润3.51万亿元，同比下降1.5%。

7. 外贸出口额同比下滑

中国2023年向外出口的商品价值为3.38万亿美元，同比下降4.6%，为2016年以来的首次下降。疫情期间，在全世界大部分其他地区收紧防疫措施时，中国的外贸特别是出口，在疫情头两年是中国经济发展的重要引擎。

但近两年，激化的地缘政治冲突和中美紧张的关系也使得不少跨国公司担心对中国供应链的过分依赖。2023年10月份，[《环球时报》报道](#)称，多个监管部门对富士康集团进行税务和用地情况稽查，被外界怀疑此举意图干涉台湾选举。富士康在中部省份河南运营全球最大的iPhone生产基地，其创始人郭台铭曾准备以独立候选人身份参加台湾总统选举，但后在2023年11月宣布退选。

据T Rowe Price的**研究报告**，自2018年中美贸易战开始，中国商品占美国的进口量已经从逾20%的水平下降到15%以下。在此期间，在俄罗斯面临美国和欧盟的多重贸易制裁的情况下，中国对俄罗斯的出口额上升。据海关总署数据，2023年前11个月，[中俄两国贸易总额](#)达2181.76亿美元，同比增长26.7%。这是中俄两国之间贸易总额首次突破2000亿美元。

8. 制造业全年多在萎缩区间

采购经理人指数（PMI）为一综合性指标，是每月对受访企业的负责采购原料或者产品的采购经理进行调查，并依调查结果编制成的指数。若高于50%表示行业景气，正处于扩张期，若低于50%表示处于紧缩期。中国的制造业PMI指数在2023年第一季度曾迅速爬升，但从2023年第二季度开始，仅9月份高于50%，其余月份均低于50%，表明制造业全年多在萎缩区间。制造业新订单、新出口订单指数全年也多处于萎缩区间。

据国家统计局**12月的公告**，“调查中部分企业反映，海外订单减少叠加国内有效需求不足是企业面临的主要困难。”

9. 陷入“通缩陷阱”

[居民消费价格指数]（CPI）是反映消费商品及服务价格水平变动情况的经济指标，自2023年初，中国的CPI持续处于通货紧缩的区间。通货紧缩即商品价格的普遍持续性下降，2023年，中国居民消费价格连续下降，同时，居民贷款与出口均增长乏力，很多外资银行经济学家担心中国可能已经陷入“通缩陷阱”，即物价连连下滑，居民预期到未来的经济不景气，因而推迟消费、减少投资，进一步拖累经济增长，并将中国现在的情况同此前的日本对比。中国的通货紧缩一方面源于消费者信心疲软，内需不振，高企的失业率和不确定的经济前景使得许多人减少消费，增加储蓄以面对未来。另一方面也反映了生产力过剩，为了减少库存，中国的制造业不断进行价格竞争，对商品价格进一步降价。

用于衡量工业品出厂价格——也就是工业产品第一次出售的价格——的生产者价格指数（PPI），2023年12月份同比下降2.7%，并已连续15个月都是负值，这表明经济放缓，并且企业的利润也有可能随之下滑。

为刺激经济，中国央行2023年多次降低利率。多地也取消购房限制或降低对购房者资格的要求以刺激楼市，2023年下半年，中国地方政府发行了超万亿元的人民币特殊再融资债券，以置换城投债务，并且鼓励地方基础设施建设。然而种种刺激措施下，消费者信心未有显著提升。

2023年8月31日，中国上海，太平洋百货公司结业，职员正在整理店铺内的物品。摄：Wang Xiaofei/VCG via Getty Images

[#经济数据](#) [#解封](#) [#数说中国](#) [#经济衰退](#) [#中国经济](#)

本刊载内容版权为端传媒或相关单位所有，未经[端传媒编辑部](#)授权，请勿转载或复制，否则即为侵权。

端传媒的下一程，需要你的守护。今天就成为订阅会员，支持我们走下去，支持华文世界不可或缺的深度报导和多元声音。点击了解[更多会员计划](#)