



**NIFD**

国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

# NIFD季报

主编:李扬

---

## 国内宏观经济

张平

杨耀武

2022年8月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

# 全球经济复苏的非同步性与中国继续保持增长优势

## 摘要

当前，全球经济增长的势头已被新冠肺炎疫情和国际地缘政治冲突大大削弱，世界经济在 2021 年出现反弹式复苏后，今明两年的增速将趋于下降。这一态势不仅表现在发达经济体中，也会在新兴和发展中经济体中有所体现。只有正确认识这样的世界经济发展大势，才能对我国当下的经济发展状况做出客观理性的评价。2022 年，发达国家恢复性增长的势头衰减，在全球产业链供应链恢复缓慢叠加地缘政治冲突升级的背景下，前期大规模需求扩张性政策的弊端开始显现，高企的通胀迫使发达经济体加速货币政策收紧步伐，经济增速在今明两年趋于下降已难以避免。这一时期，中国经济同样受到国际地缘政治冲突的影响，境内疫情多点散发对经济形成了相当程度的扰动，内需偏弱始终是制约经济发展的主要因素。

综合上半年我国经济增速以及下半年内外需可能的变化态势，我们预计，如果下半年疫情防控形势总体稳定，2022 年下半年中国 GDP 增速可能在 5.7% 左右，全年 GDP 增速可能在 4.2% 左右。如果中国 2022 年全年 GDP 可以实现 4% 以上的增长，那么相对于发达国家的增速优势仍相当明显。物价走势方面，预计下半年 CPI 会在较小范围内上下波动，全年涨幅在 2.0% 左右；下半年 PPI 可能继续逐步回落，但回落速

本报告负责人：张平

本报告执笔人：

● 杨耀武

国家金融与发展实验室  
经济增长与金融发展实  
验中心研究员

● 张平

国家金融与发展实验室  
副主任

### 【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

中国金融监管

中国宏观金融

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

度会受到国际地缘冲突演变态势的影响。

从具有代表性的中国 A 股上市公司微观主体经营业绩来看，2021 年一季度至 2022 年一季度，全部 A 股上市公司的营业总收入和归母净利润累计同比与 GDP 累计同比走势较为一致。在 2020 年同期基数逐季提高的情况下，2021 年一季度至四季度，我国上市公司经营业绩和 GDP 增速总体呈现出先快速冲高而后逐步回落的态势；2022 年一季度在前期基础上又有所下降。分属于产业链上中下游的企业利润分配存在着明显的差异，表现为上游好于中游、中游好于下游，这种利润分配格局在相关股票价格指数中也有明显反映。同时，分属于不同行业的上市公司利润增长也呈现出明显分化。有色金属、基础化工、煤炭、石油化工等行业利润呈现出较大幅度增长；而以酒店餐饮和旅游为主的社会服务行业利润出现持续大幅负增长；一些较难受到疫情影响的行业，如：传媒、电子、国防军工，利润维持较快增长势头。近年来，中国资本市场继续全面深化改革开放，在很多领域取得积极成效。下一步，应持续推进股票发行注册制改革；持续加强资本市场法治供给；持续稳步推进资本市场高水平双向开放。

# 目 录

一、复苏不同步的全球经济 .....	1
(一) 世界主要经济体复苏步伐的非同步性 .....	1
(二) 主要经济体复苏不同步的具体表象 .....	1
二、2022 年中国宏观经济展望.....	3
(一) 下半年经济走势 .....	3
(二) 上市公司业绩与宏观经济走势的高度一致性 .....	5
三、中国 A 股上市公司业绩表现 .....	8
(一) A 股上市公司价值来源与价值创造.....	8
(二) 不同行业公司复苏的非同步性 .....	11
四、继续全面深化资本市场改革开放 .....	13

## 一、复苏不同步的全球经济

### （一）世界主要经济体复苏步伐的非同步性

当前，全球经济增长的势头已被新冠肺炎疫情和国际地缘政治冲突大大削弱，世界经济在 2021 年出现反弹式复苏后，今明两年的增速将趋于下降。这一态势不仅表现在发达经济体中，也会在新兴和发展中经济体中有所体现。只有正确认识这样的世界经济发展大势，才能对我国当下的经济发展状况做出客观理性的评价。

实际上，自新冠肺炎疫情暴发以来，中国在统筹疫情防控和经济社会发展的情况下，用较短时间就实现了供给端特别是工业生产的全面恢复，进而带动了就业、消费、投资和出口的增长，成为 2020 年全球唯一实现经济正增长的主要经济体。2021 年，随着发达国家新冠疫苗的推广和空前规模的财政、货币政策刺激效果显现，供需缺口的存在拉动了就业和生产的复苏，部分发达经济体出现较快恢复性增长；在此过程中，中国外贸出口保持高增速，境内疫情总体可控，消费复苏步伐较快，经济增速仍显著高于发达经济体。进入 2022 年，发达国家恢复性增长的势头衰减，在全球产业链供应链恢复缓慢叠加地缘政治冲突升级的背景下，前期大规模需求扩张性政策的弊端开始显现，高企的通胀迫使发达经济体加速货币政策收紧步伐，经济增速在今明两年趋于下降已难以避免；这一时期，中国经济同样也受到国际地缘政治冲突的影响，境内疫情多点散发对经济形成了相当程度的扰动，内需偏弱始终是制约经济发展的主要因素。在外需可能减弱的背景下，扩大内需是激发微观经济主体活力、扭转微观主体预期的关键。

### （二）主要经济体复苏不同步的具体表象

全球一些主要经济体复苏的不同步性可通过 GDP 和物价变动来简单加以刻画。这里我们利用 2018 年一季度至 2022 年一季度中国、美国、欧盟、日本 GDP 指数季度时间序列，通过 HP 滤波剔除趋势项，来考察各经济体 GDP 周期波动的相关性。从表 1 可以看出，中国的 GDP 季度波动与美国、欧盟、日本的相关性非常弱，相关系数最高也仅为 0.2，而美国、欧盟、日本 GDP 季度波动之间

具有非常强的正相关性，相关系数均超过 0.9。

**表 1 中国、美国、欧盟、日本 GDP 周期波动的相关性**

	中国	美国	欧盟	日本
中国	1	0.1310	0.2046	0.1635
美国	0.1310	1	0.9749	0.9296
欧盟	0.2046	0.9749	1	0.9232
日本	0.1635	0.9296	0.9232	1

数据来源：wind，经笔者测算。

注：时间跨度为 2018 年一季度至 2022 年一季度。

在全球大宗商品价格快速上涨的情况下，一些主要经济体的 PPI 走势较为一致；但由于防疫策略和政策救助重点的差异，一些主要经济体供给端和需求端恢复状况不同，造成 CPI 走势存在明显差异。利用 2018 年一季度至 2022 年二季度中国、美国、欧盟、日本物价指数季度时间序列，通过 HP 滤波剔除趋势项，来考察各经济体物价周期波动的相关性，可以发现：中国 PPI 季度波动与美国、欧盟、日本具有强相关性，相关系数最弱也超过 0.8；而中国 CPI 季度波动与美国、欧盟之间显现出弱的负相关性，与日本 CPI 季度波动相关性较强。

**表 2 中国、美国、欧盟、日本 PPI 周期波动的相关性**

	中国	美国	欧盟	日本
中国	1	0.9617	0.8287	0.9172
美国	0.9617	1	0.8445	0.8944
欧盟	0.8287	0.8445	1	0.9534
日本	0.9172	0.8944	0.9534	1

数据来源：wind，经笔者测算。

注：时间跨度为 2018 年一季度至 2022 年二季度。

**表 3 中国、美国、欧盟、日本 CPI 周期波动的相关性**

	中国	美国	欧盟	日本
中国	1	-0.3516	-0.2227	0.5511
美国	-0.3516	1	0.8748	0.3389
欧盟	-0.2227	0.8748	1	0.5591
日本	0.5511	0.3389	0.5591	1

数据来源：wind，经笔者测算。

注：时间跨度为 2018 年一季度至 2022 年二季度。

## 二、2022 年中国宏观经济展望

2022 年上半年，中国经济发展面临的国际环境更趋复杂，国内疫情呈现多点散发，突发因素超出预期，经济运行出现一定程度波动。1~2 月，我国经济实现良好开局，多项经济指标较快回升；进入 3 月份，受新冠肺炎疫情和乌克兰危机影响，我国经济发展面临的“三重压力”明显加大；4 月份，新冠肺炎疫情对我国的影响范围进一步扩大，部分地区疫情防控措施升级、供应链产业链也受到相当程度影响，我国经济增长显著承压。5 月份以来，随着我国疫情防控形势总体向好，多地生产生活秩序陆续恢复，一揽子稳定经济大盘的政策措施相继推出并落地见效，我国经济呈现出企稳回升态势。总体来说，2021 年上半年，虽然受新冠肺炎疫情和乌克兰危机等超预期因素影响，但在高效统筹疫情防控和经济社会发展的情况下，中国经济实现了同比 2.5% 的增长；其中，一季度同比增长 4.8%，二季度同比增长 0.4%。

从三大需求对 GDP 增长的贡献率来看，疫情对消费形成了明显的扰动，在经济下行压力加大的情况下，政府主导的投资主动发力，充分发挥了拉动经济增长的关键性作用，同时在出口保持相对韧性、进口增速下降的情况下，净出口拉动经济增长的作用提升。上半年，最终消费需求、资本形成、货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献率分别为 32.1%、32.1%、35.8%。与一季度相比，最终消费需求对 GDP 增长的贡献率下降了 37.3 个百分点，资本形成、货物和服务净出口则较一季度分别上升 5.2 个百分点、32.1 个百分点。在境内疫情防控形势总体向好的情况下，消费增速将逐步恢复，稳定经济增长的基础性作用将逐步显现；在实现全年经济社会发展目标挑战性明显加大的情况下，促进投资较快增长仍将是贯穿全年的重点工作之一；但在发达国家货币政策收紧、前两年同期基数抬升的情况下，货物和服务净出口对经济增长的拉动作用可能会逐步趋弱。

### （一）下半年经济走势

我们对下半年中国消费、投资、净出口的走势判断，仍然可以沿用年初做出的研判（详见年初发布的报告《整固前行、人口转变与政策应对——2021 年国内宏观经济分析与 2022 年展望》），而且形势更为明朗。唯一要做的调整是，

针对上半年经济增速状况，对下半年和全年的经济增速预测加以修订。

1. 中国经济 2022 年预计增长 4.2%。综合上半年我国经济增速以及下半年内外需可能的变化态势，我们预计，如果下半年疫情防控形势总体稳定，2022 年下半年中国 GDP 增速可能在 5.7%左右，全年 GDP 增速可能在 4.2%左右。虽然，在经历几轮的疫情冲击之后，我国经济恢复的速度出现了一些变化，但基建投资稳增长和一系列促进消费的政策在下半年仍会持续，我国经济仍有望向潜在增速 5.5%左右靠拢，考虑到 2021 年各季度基数变化以及疫情以来中国经济各季度增速变化规律，我们适当调整了 2022 年三、四季度 GDP 环比增速的预测值（见表 4）。按照我们的推算，2022 年下半年中国 GDP 增速可能在 5.7%左右，全年可能实现 4.2%左右的增长，三、四季度的 GDP 同比增速可能约为 5.9%、5.6%（图 1）。一些国际组织近期也下调了 2022 年中国经济增速预测值，国际货币基金组织（IMF），7 月份发布的《世界经济展望》将中国 2022 年的经济增速预测值调整为 3.3%，较 4 月份下调 1.1 个百分点；亚洲开发银行（ADB），7 月份发布的《2022 年亚洲发展展望》补充报告，将中国 2022 年经济增速预测值调整为 4.0%，较 4 月份调降 1.0%。如果中国 2022 年全年 GDP 可以实现 4% 以上的增长，那么相对于发达国家的增速优势仍相当明显。

**表 4 2015—2022 年中国经济环比增速（%）**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
一季度	1.7	1.4	1.8	1.9	1.8	-10.3	0.6	1.4
二季度	2.0	1.9	1.7	1.6	1.3	11.7	1.5	-2.6
三季度	1.7	1.7	1.6	1.4	1.4	3.3	0.4	5.7*
四季度	1.6	1.6	1.6	1.4	1.2	2.4	1.4	1.2*

注：资料来源国家统计局，2022 年三季度至四季度环比增速为预测值。



图 1 2015 年以来中国 GDP 各季度同比增速及 2022 年三、四季度预测值

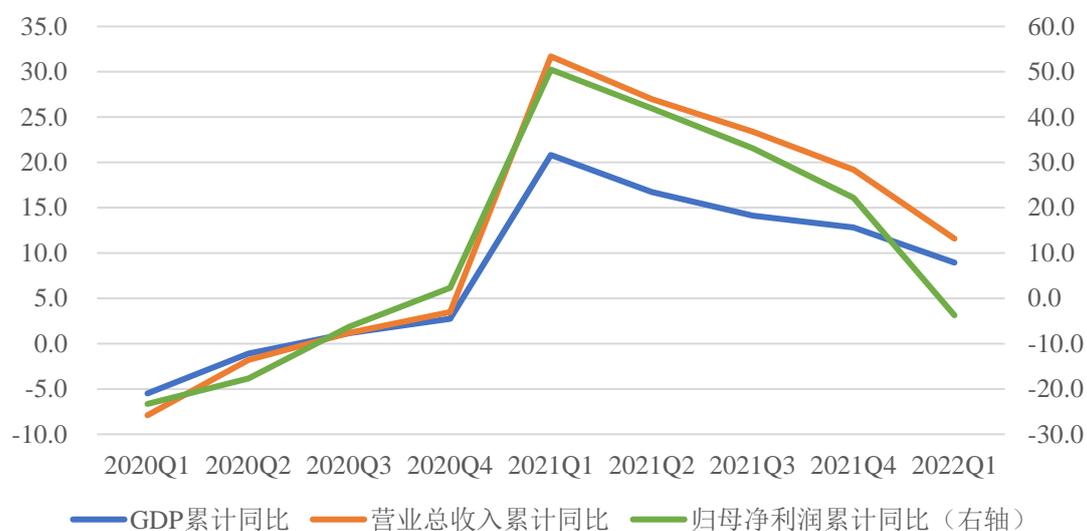
注：资料来源国家统计局，2022 年三季度至四季度同比增速为预测值。

2. PPI-CPI 剪刀差收窄，难通胀，预计全年 CPI 涨幅会维持在 2.0%左右。物价走势方面，预计下半年 CPI 会在较小范围内上下波动，全年涨幅在 2.0%左右；下半年 PPI 可能继续逐步回落，但回落速度会受到国际地缘冲突演变态势的影响。下半年，一方面因疫情形势总体好转，服务消费价格上涨的约束缓解，另一方面前期工业品价格上涨的压力会逐步向下游工业消费品传导；同时，猪肉价格在下半年可能有所抬升，但快速上涨的可能性仍然不大。综合判断 2022 年全年 CPI 涨幅会超过上年，但仍处在相对温和的区间。随着海外实物消费增速的减弱以及国际大宗商品价格已处于高位等因素影响，叠加国内保供稳价政策的持续，下半年 PPI 将继续逐步回落，但回落速度会受到国际地缘冲突演变态势的影响。

## （二）上市公司业绩与宏观经济走势的高度一致性

目前，中国 A 股上市公司已经超过 4800 家，随着一批代表未来发展方向的高新技术企业登陆科创板、创业板、北交所，A 股上市公司对国民经济的代表性进一步增强，其经营情况直接影响整个国民经济质量，构成了整个宏观经济的重要微观基础。从 A 股上市公司经营业绩来看，2021 年一季度至 2022 年一季度，全部 A 股上市公司的营业总收入和归母净利润累计同比与 GDP 累计同比走势较为一致。在 2020 年同期基数逐季提高的情况下，2021 年一季度至四季度，

我国上市公司经营业绩和 GDP 增速总体呈现出先快速冲高而后逐步回落的态势；2022 年一季度在前期基础上又有所下降。



**图 2 2021 年一季度至 2022 年一季度 A 股上市公司经营业绩与 GDP 季度累计同比增速**

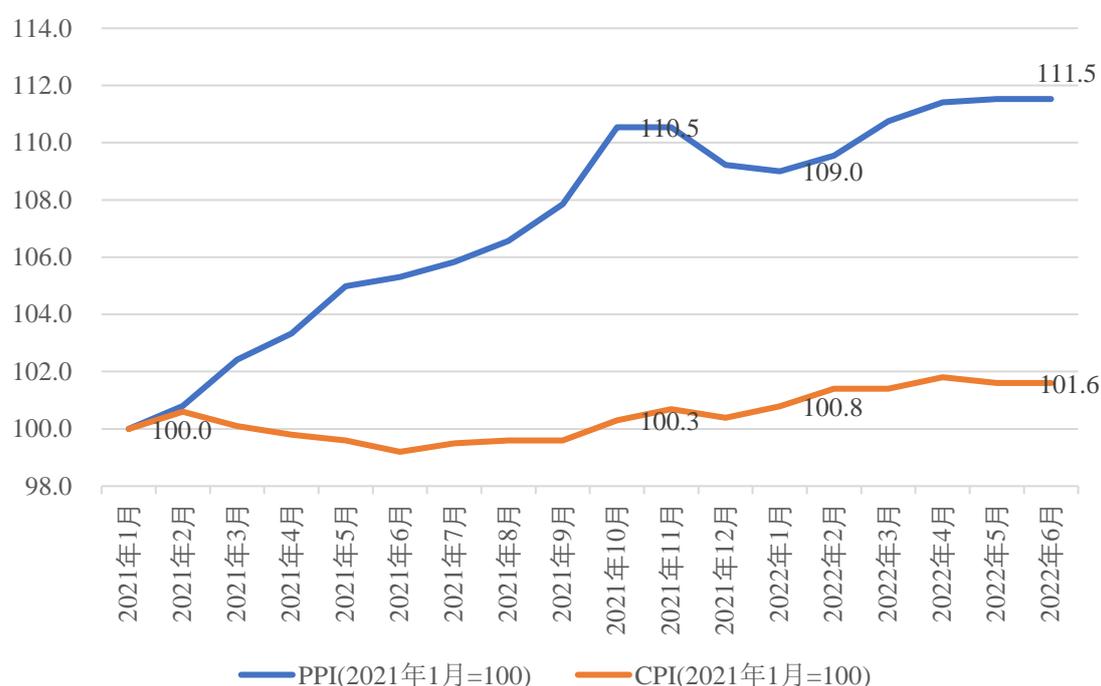
注：GDP 累计同比增速为名义值。

2021 年一季度至四季度，包括原油、有色金属等在内的国际大宗商品价格总体呈现持续较快上涨，叠加我国在满足全球供需缺口过程中，制造业出口需求大幅提升加重了煤炭供需失衡问题，2021 年 8、9 月份，我国部分地区出现了“拉闸限电”现象，加大了部分工业产品的价格上涨压力。2021 年 10 月份，我国 PPI 环比增幅达到 2.5%，这是 2011 年 1 月公布该数值以来的最高水平；PPI 同比涨幅则高达 13.5%，创下 1995 年 8 月以来的新高。在 PPI 快速上涨的同时，由于受下游企业竞争较为剧烈和国内需求总体偏弱影响，2021 年各月我国 CPI 同比涨幅始终处于低位波动状况，全年 CPI 较上年上涨 0.9%。

在 PPI 快速上涨而 CPI 上涨缓慢的情况下，我国 PPI-CPI 剪刀差快速拉大，从 PPI 生产资料与 PPI 生活资料间的增长差来看，情况也是如此。这意味着上游工业品价格的快速上涨很难通过下游消费品价格上涨传导出去，从而形成行业上中下游企业之间的显著利润差异。

2022 年一季度，受乌克兰危机影响，原油、有色金属和粮食等国际大宗商品价格又出现快速上涨，使得我国 PPI 在经历 2021 年 12 月和 2022 年 1 月的环比下降后，又转为上涨。虽然，受去年同期基数抬升影响，2022 年初以来我国

PPI 同比读数逐月走低，但如果以 2021 年 1 月份的价格为基数，计算去年初至今年 6 月份的 PPI 和 CPI 上涨情况，以消除翘尾因素对今年 PPI 和 CPI 同比读数的影响，可以发现 2022 年 6 月，我国 PPI 相对于 2021 年 1 月已上涨 11.5%，而 PPI 同比读数高达 13.5% 的 2020 年 10 月份 PPI 较 2021 年 1 月上涨 10.5%；而 2022 年 6 月 CPI 相对于 2021 年 1 月仅上涨 1.6%。因此，虽然 2022 年 6 月 PPI 同比读数较 2021 年 10 月的高点已下降 7.4 个百分点，但以去年初的价格为基数，PPI 与 CPI 间的剪刀差仍高达 9.9 个百分点，比 2021 年 10 月份仅收窄了 0.3 个百分点。



**图 3 2021 年 1 月至 2022 年 6 月经基期调整的 PPI 和 CPI 走势情况**

数据来源：国家统计局，仅笔者测算。

从 A 股上市公司工业行业上中下游 2021 年一季度至 2022 年一季度的利润走势来看，虽然上中下游公司 2021 年初以来利润都出现较为快速的修复，但修复速度存在明显差异（见表 5）。2022 年一季度，工业行业上、中、下游上市公司利润近两年平均增速分别为 60.4%、10.1%和-4.4%，呈现出上游好于中游、中游好于下游的局面。上中下游行业上市公司业绩差异，在 A 股市场较为具有代表性指数的相对涨跌幅度中也有所体现。以中证上游、中游、下游指数为例，2021 年 1 月 4 日至 2022 年 6 月 30 日，中证上游、中游、下游指数收盘价分别

上涨了 33.8%、-4.7%和-20.7%，同样呈现出上游高于中游、中游高于下游的特点。

**表 5 工业行业 A 股上市公司分上中下游利润增加情况（单位：%）**

时间段	2021 年 一季度	2021 年 上半年	2021 年 前三季度	2021 年 全年	2022 年 一季度
上游行业	null	null	154.3	146.4	60.4
中游行业	225.1	89.8	70.2	51.9	10.1
下游行业	87.0	34.2	9.8	0.4	-4.4

注：2021 年一季度及上半年上游行业利润增长率因 2020 年一季度及上半年利润为负，无法计算利润增长率，所以未列出。

### 三、中国 A 股上市公司业绩表现

国内外的宏观经济环境和政策走向会影响上市公司业绩表现，同时上市公司的价值创造和成长能力也反映了宏观经济基本面的情况。在新冠肺炎疫情的巨大冲击之下，不同行业公司遭受的影响程度存在很大差异，复苏的步伐也存在较大不同。疫情之下，服务业特别是需要人员密切接触的服务业因疫情防控需要，较长时间处于暂停营业或限制上座率的状态，而很多工业部门则由于全球疫情造成防疫物资、居家办公和物质消费对服务消费的替代作用出现了较快且充分的复苏。

#### （一）A 股上市公司价值来源与价值创造

以上市公司净资产收益率（ROE）为核心，利用各主要财务比率之间的内在关系，可以对企业财务状况和盈利能力进行综合评价。中国 A 股上市公司受到资本市场制度不完善等因素影响，企业期间费用波动和税负调整成为影响企业净利润的重要因素。2021 年，受新冠肺炎疫情冲击减弱和上年低基数影响，中国 A 股上市公司的总体市场创值能力修复。2021 年，中国保持了宏观政策连续性稳定性可持续性，政策不“急转弯”，兼顾了稳增长和防风险需求。根据中国人民银行《2021 年第四季度中国货币政策执行报告》发布的数据，2021 年全年我国企业贷款加权平均利率为 4.61%，比 2020 年下降 0.1 个百分点，为改革开放四十多年的最低水平。在此背景下，利用杜邦财务分析框架对净资产收益

率进行分解，还原公司的息税前利润，这样可以综合分析企业市场创值能力，以及公司融资成本和税负负担对企业价值创造能力的影响。具体公式如下：

$$ROE = \left( \frac{EBIT}{营业收入} \times \frac{营业收入}{总资产} - \frac{利息支出}{总资产} \right) \times \frac{总资产}{所有者权益} \times (1 - \text{税率})$$

上式中，营运利润率中息税前利润使用净利润、财务费用与所得税之和衡量，营运利润率和传统杜邦分析中销售净利润的区别主要在于财务费用和所得税。利息支出与总资产之比可以从一定程度上代表公司的借贷成本，但现实中通常用负债或有息负债来代替总资产，这样可以更为准确地反映上市公司的实际融资成本。

**表 6 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST 股票）**

年份	ROE <sup>a</sup>	ROE <sup>b</sup>	ROA <sup>a</sup>	ROA <sup>b</sup>	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2012	0.0811	0.0698	0.0335	0.0289	0.0644	0.8551	0.0108	2.4199	0.2445
2013	0.0848	0.0720	0.0346	0.0294	0.0661	0.8340	0.0100	2.4482	0.2328
2014	0.0768	0.0646	0.0316	0.0266	0.0675	0.7782	0.0112	2.4321	0.2361
2015	0.0573	0.0425	0.0243	0.0180	0.0656	0.6643	0.0111	2.3596	0.2529
2016	0.0634	0.0518	0.0271	0.0222	0.0696	0.6354	0.0088	2.3394	0.2350
2017	0.0785	0.0657	0.0343	0.0287	0.0764	0.6915	0.0093	2.2889	0.2109
2018	0.0726	0.0610	0.0316	0.0265	0.0707	0.7206	0.0094	2.2985	0.2410
2019	0.0679	0.0568	0.0294	0.0246	0.0672	0.7088	0.0091	2.3082	0.2355
2020	0.0690	0.0525	0.0305	0.0232	0.0711	0.6586	0.0082	2.2585	0.2103
2021	0.0812	0.0701	0.0359	0.0310	0.0728	0.7205	0.0069	2.2616	0.2122

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

中国上市公司的收益率差异在行业间表现得很明显，特别是金融与非金融上市公司，直接分析可能难以反映实体经济运行情况。为了降低行业间差异的影响，我们使用申万证券行业分类标准将上市公司房地产、银行和非银金融上市公司去除，并删除 ST 类股票，具体结果如表 6 所示。从中可以看出，在新冠肺炎疫情对经济的影响较上年较弱以及全球大宗商品价格持续走高，叠加融资

成本的继续下降，2021年A股上市公司净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）较上年出现了较大幅度的上升，改变了2018年以来总体持续走低的局面。2021年A股上市公司ROE为2014年以来的最高水平。

根据ROE分解公式，可以看出2021年A股非金融上市公司的总体市场创造价值能力（营运利润率×总资产周转率）较2020年上升了近56个BP，营运利润率增加和总资产周转率提高都对公司创造能力产生了影响；这一方面反映了2021年疫情对企业的生产干扰较上年减弱以及出口大幅增长带动了工业企业产能利用率的提高，另一方面也反映了上市公司产品价格变化的影响。如果将2021年的上市公司分为两类，第一类仅包含采矿业和上游原材料行业，第二类包含剔除第一部分的剩余上市公司，以分别考察上市公司的业绩表现；可以发现，2021年两类上市公司的总资产周转率较上年均有所上升，但在营运利润率方面仅第一类上市公司出现上升，上升幅度为227个BP，而第二类则出现了下降，下降幅度为65个BP（见表7、8）。从营运利润率与总资产周转率的乘积表示的上市公司市场创造能力来看，第一类上市公司市场创造能力总体较上年提高320个BP，而第二类上市公司创造能力则较上年下降16个BP。

2021年，虽然疫情的影响有所减弱，但在政策不转急弯的情况下，中国上市公司的实际税率与上年基本持平；同时，金融让利继续降低了企业的融资成本，非金融上市公司的财务费用较2020年下降了13个BP。这有效的提升了上市公司ROA和ROE水平。如果A股非金融上市公司的财务费用比维持在2020年的水平，并保持其他条件不变的话，那么ROE会比实际情况低约23个BP。

**表7 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及ST股票，仅包含采矿和工业原材料）**

年份	ROE <sup>a</sup>	ROE <sup>b</sup>	ROA <sup>a</sup>	ROA <sup>b</sup>	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2018	0.0743	0.0706	0.0370	0.0352	0.0651	0.9350	0.0103	2.0075	0.2677
2019	0.0536	0.0546	0.0258	0.0263	0.0518	0.9160	0.0111	2.0754	0.2893
2020	0.0568	0.0400	0.0278	0.0196	0.0584	0.8049	0.0102	2.0391	0.2433
2021	0.1106	0.1071	0.0547	0.0530	0.0811	0.9736	0.0085	2.0211	0.2239

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

表 8 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST 股票，不包含采矿和工业原材料）

年份	ROE <sup>a</sup>	ROE <sup>b</sup>	ROA <sup>a</sup>	ROA <sup>b</sup>	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2018	0.0719	0.0572	0.0298	0.0237	0.0734	0.6500	0.0090	2.4138	0.2295
2019	0.0732	0.0576	0.0306	0.0241	0.0742	0.6427	0.0085	2.3939	0.2196
2020	0.0730	0.0566	0.0313	0.0243	0.0759	0.6160	0.0076	2.3315	0.2013
2021	0.0719	0.0583	0.0307	0.0249	0.0694	0.6509	0.0064	2.3382	0.2063

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

## （二）不同行业公司复苏的非同步性

2021 年及 2022 年一季度，新冠肺炎疫情对我国经济的冲击总体较上年减弱，但酒店餐饮、旅游等需要人员密切接触的社会服务行业还不时受到疫情扰动的影响。在部分大宗商品价格持续上涨的背景下，有色金属、基础化工、煤炭、石油化工等行业 2021 年及 2022 年一季度利润呈现出较大幅度的增长；而受疫情持续扰动影响，以酒店餐饮和旅游为主的社会服务行业，2020 年以来利润出现持续大幅负增长。一些较难受到疫情影响的行业，如：传媒、电子、国防军工，2021 年维持较快的增长势头。海外疫情持续和生活必需品需求增长，带动了医药生物、食品饮料等行业利润增长。在 2021 年下半年房地产行业政策收紧和销售走弱的情况下，房地产行业利润出现持续负增长。受猪肉价格下跌影响，2021 年及 2022 年一季度，农林牧渔业出现较大幅度亏损，行业中亏损规模居前的均为生猪养殖企业。

这些行业的利润增长情况也会一定程度上反映在公司的股价中。从各行业具有代表性指数来看，在 2021 年及 2022 年一季度复苏较好的行业中，有色金属、基础化工、电力设备、钢铁、煤炭、石油化工，各自对应的申万指数在 2021 年初至 2022 年 7 月 14 日的收盘价涨幅，分别为 26.4%、22.4%、16.1%、65.4%、9.9%；而在 2021 年及 2022 年一季度复苏受阻的行业中，社会服务、房地产、农林牧渔，各自对应的申万指数在同期的涨幅，分别为-24.0%、-17.4%、-10.3%。

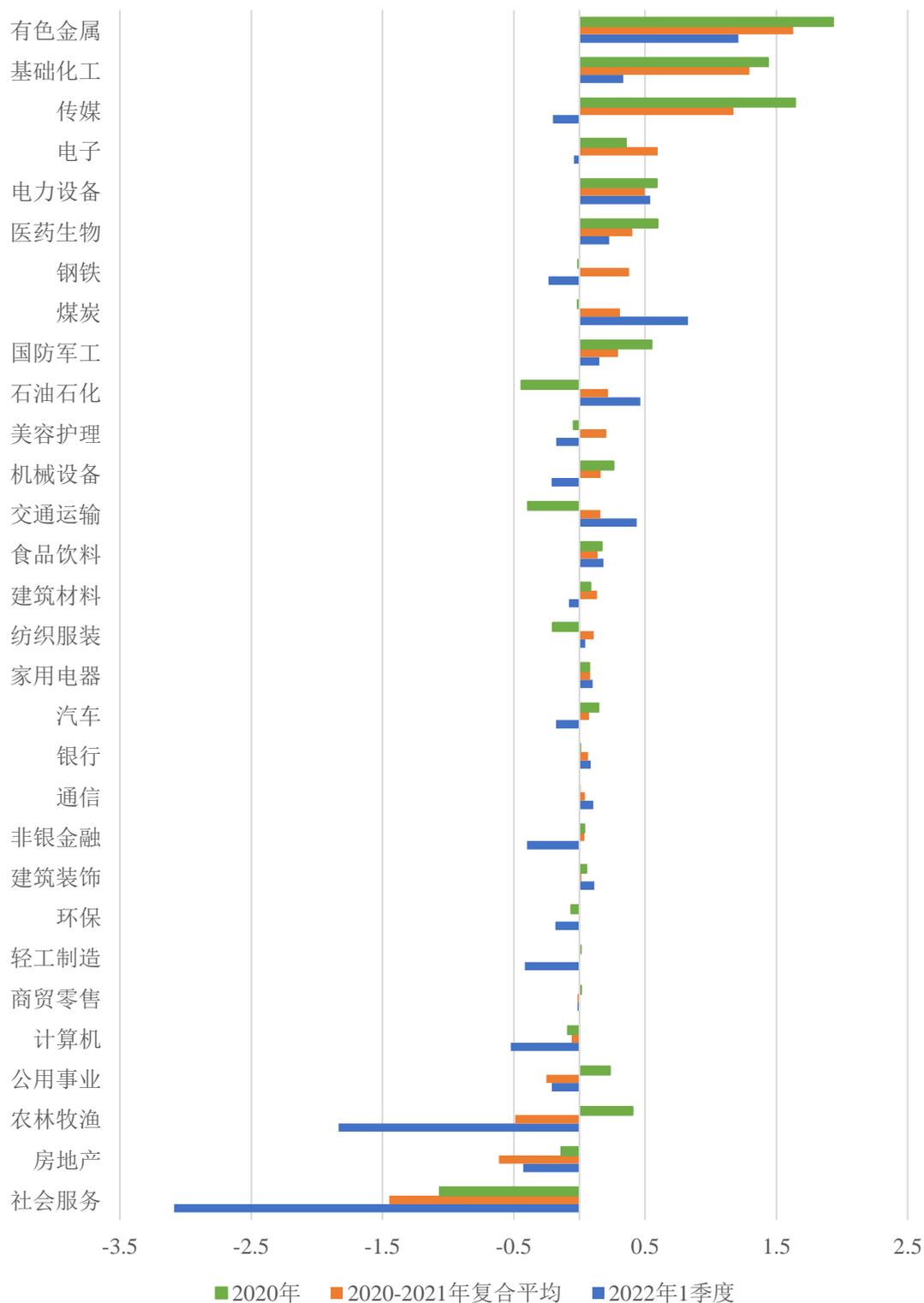


图4 A股上市公司2020年至2022年一季度各行业利润增长情况

注：农林牧渔业2021年利润为负，2020~2021年利润增速为两年增速的算术平均，商品零售2020年、2021年利润均为负，2020~2021年利润增速为两年负增长的算术平均。

#### 四、继续全面深化资本市场改革开放

近年来，中国资本市场在坚持市场化法治化基础上，继续全面深化改革开放，着力构建中国特色现代资本市场。2021年9月，经国务院批准设立的我国第一家公司制证券交易所——北京证券交易所注册成立，为打造服务创新型中小企业主阵地迈出重要步伐。截至2022年6月30日，在北交所累计上市的企业数量已达100家。2021年，中国资本市场股债融资规模创历史新高，要素资源更好地向科技创新领域集聚。为规范期货交易和衍生品交易行为，保障各方合法权益，《中华人民共和国期货和衍生品法》2022年4月20日，由第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十四次会议通过，2022年8月1日开始实施，这有效填补了中国期货和衍生品领域的法律空白。同时，中国资本市场双向开放和国际监管合作取得新进展，外资投资A股市场渠道得以拓展，沪深港通标的扩大，QFII新规落地实施，A股在国际指数中的比例逐步提升，实现了中欧通；商品期货、期权国际化品种也不断增加，目前共计有9个品种向境外投资者开放，国际投资者交易和持仓占比在5%~10%之间。在立足新发展阶段、完整准确全面贯彻新发展理念、服务构建新发展格局和高质量发展过程中，应继续坚持“建制度、不干预、零容忍”，继续全面深化资本市场改革开放，推动我国资本市场高质量发展。

一是持续推进股票发行注册制改革。注册制改革是完善要素资源市场化配置体制机制的重大改革，也是发展直接融资特别是股权融资的关键举措。自2018年科创板起步，到2020年创业板试点注册制，再到2021年北京交易所成立并同步试点注册制，注册制改革在我国扎实推进，市场融资功能进一步完善。要继续坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段三原则，进一步完善以信息披露为核心的注册制安排，突出主板改革这个重中之重，加快推进发行监管转型，统筹推进发行承销、交易、并购重组、持续监管、退市等制度改革，推动各项制度安排在实践中不断发展完善。

二是持续加强资本市场法治供给，保护投资者合法权益。资本市场是法治市场，因此加强市场法治供给非常重要。要继续推动制定私募基金监管条例、上市公司监管条例、公司债券管理条例等法规，推动独立董事制度改革。继续加大对资本市场违法犯罪活动的查处和打击力度。加快健全行政执法、民事赔

偿和刑事惩戒相互衔接机制，推进证券纠纷特别代表人诉讼常态化，加快行政处罚没款优先用于投资者赔偿制度落地。进一步提升证券期货违法违规成本，显著增强执法震慑力。

三是持续稳步推进资本市场高水平双向开放。积极营造有利于境外中长期资金入市的市场环境，把外资引进来投资到我国股市、期货和债券市场；积极引导理念、技术、服务领先的外资金融机构包括券商、基金管理公司等进入国内市场，为投资者提供更好服务。利用国内超大规模市场优势，加快全球优质生产要素在国内聚集。推动境外上市备案制度落地实施，积极支持符合条件的企业境外上市融资。通过资本市场对外开放，加强市场主体贯彻新发展理论的动力，引导上市公司加强科技创新，推动上市公司主动践行“双碳”战略履行社会责任。

**版权公告：**【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。