



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT

金融与发展要报

「2021 年第 8 期」

上海金融与发展实验室编

2021 年 04 月 13 日

► 编者按：由于 2020 年 1 季度疫情对经济巨大冲击形成的基数效应，2021 年 1 季度将延续去年 3 季度以来的强劲反弹态势。预计 1 季度实际 GDP 增速不会低于 12%，名义 GDP 增速不会低于 15%。在 2021 年全年，各项经济指标会呈现前高后低的格局，宏观经济政策、尤其是货币政策则会前（偏）稳后（偏）松。需要注意的是，反弹没有改变长期结构调整确定的产业分化和区域分化的趋势，产业结构将延续后工业化时代服务业发展超越制造业的特征，在区域发展方面，南北分化正在超过以往的东西分化。就此而言，需要高度重视未来业务经营的产业布局 and 区域布局。

基数效应决定反弹力度、结构调整指明分化趋势

——2021 年 1 季度形势分析与展望

殷剑峰¹

一、1 季度形势概览：强劲反弹 VS 根基不稳

从截止 2 月份的主要宏观经济金融数据看，在投资和出口爆发性增长的带动下，1 季度将呈现强劲反弹态势。不过，由于我国的投资率已经很高（2019 年 44%，超过全球平均水平 20 个百分点），产业结构和区域经济结构正在艰难调整，投资高速增长的可持续性令人质疑。同时，中国商品服务出口占全球份额在 2012 年达到顶峰后即保持稳定，随着疫情稳定，出口也很难成为增长动力。因此，增长最终只能依靠消费。然而，在居民收入增长乏力的情况下，消费却相对疲弱，表现在物价上所有与消费相关的指标都在负增长。在这种背景下，房地产不得不成为整个宏观经济的“亮点”。

当前经济的强劲反弹主要呈现几个特征：

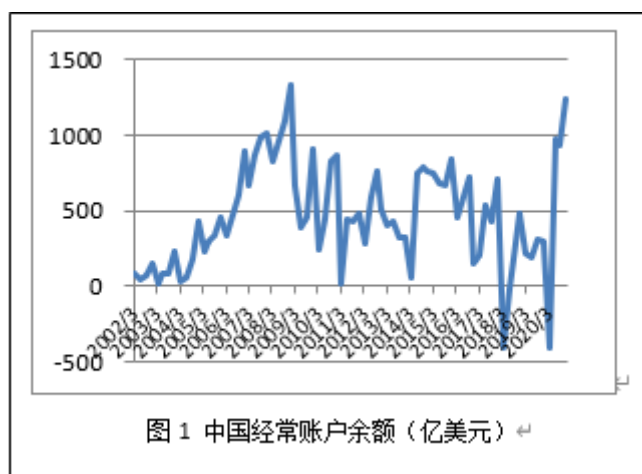
第一，投资全面反弹。自去年 2 季度开始，在“三驾马车”中，投资对经济增长的贡献就远超净出口，而消费对增长的贡献一直是负值。去年 4 季度，投资、净出口和消费对增长的贡献分别为 94%、28%和-22%。在各产业投资中，第一和第三产业的投资整体上好于第二产业，在第三产业中，信息技术行业的表现最为亮眼（表 1）。今年 1 月份以来，各个产业的投资全面恢复，不仅第三产业投资增速大大加快，而且，第二产业和制造业的投资增速也高达 37%和 35%。

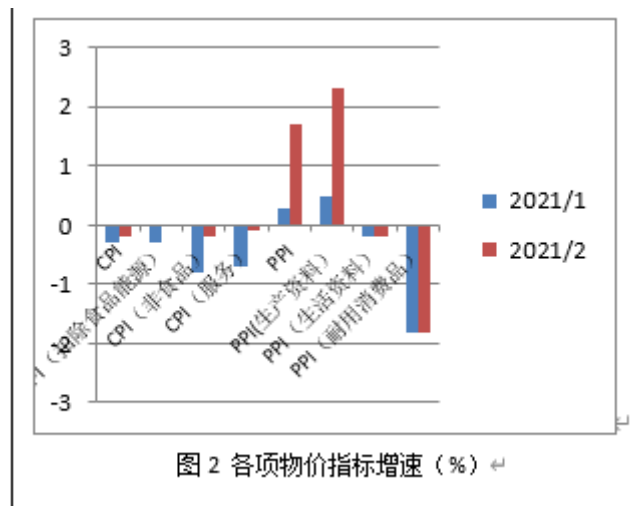
¹上海金融与发展实验室理事长、浙商银行首席经济学家

表 1 三次产业累计投资同比（%）

	第一产业	第二产业	制造业	第三产业	交通运输、 仓储和邮政业	信息传输、 软件和信息技术服务业	房地产业
2020/6	4	-8	-12	-1	-1	14	1
2020/7	8	-7	-10	1	1	18	2
2020/8	12	-5	-8	1	2	19	3
2020/9	15	-3	-7	2	2	20	4
2020/10	17	-2	-5	3	2	20	5
2020/11	18	-1	-4	4	2	20	5
2020/12	20	0	-2	4	1	19	5
2021/1	61	34	37	35	31	18	37
2021/2	61	34	37	35	31	18	37

第二，出口全面反弹。从我国对外贸易的全球区域分布看，亚洲、欧洲和北美是最大的贸易伙伴，三个区域占到出口贸易的 86%和进口贸易的 81%，其中，北美是最大的顺差来源地，欧洲其次，而亚洲是最大的逆差来源地。今年 2 月，中国对亚洲、欧洲和北美的出口增速从去年的两位数增长跳跃到三位数增长，分别高达 103%、212%和 252%，同时，进口增速分别为 14%、18%和 11%，出口增速远远快于进口增速。去年 4 季度中国经常项目顺差就已经高达 1238 亿美元，是过去 20 年以来仅次于 2008 年 4 季度的高点（图 1）。根据 2 月份进出口数据推测，今年 1 季度中国的经常项目顺差很可能成为过去 20 年以来的最高值。这意味着，一方面净出口对增长的贡献将会进一步提升，另一方面，巨额的顺差也将对人民币汇率形成支撑。





第三，消费疲弱。今年的消费数据尚未公布，但是从物价指标看（图 2），消费很难有起色。今年 1、2 月份，扣除食品能源的核心 CPI、非食品 CPI、服务 CPI 乃至整个 CPI 均为负增长或零增长，这种情况在过去 20 年中只有 2009 年全球金融危机后出现过。在 PPI 中，生活资料 PPI 和耐用消费品 PPI 也均为负增长。各项与消费相关的物价指标都呈现通货紧缩的态势，其背后是居民收入增长乏力。截止去年 4 季度，城镇人均可支配收入的增速只有 1.2%，远低于同期 6.5% 的实际 GDP 增速。

第四，房地产销售异常火爆。从全国房地产销售额看，去年 8 月份以后就恢复正增长，但增速最高也不到 9%。今年 1、2 月份，同比增速跳跃到令人称奇的 133%。这种跳跃有基数效应，但还有其他因素。比较历年 2 月份的社融和房地产销售额数据（图 3），2021 年 2 月份房地产销售额是 2003 年以来的最高值，较 2020 年 2 月份同比增长 133%，较 2019 年 2 月份增长 50%。所以，即使不考虑去年疫情导致的房地产销售额负增长、即基数效应，今年 2 月份也是一个增速极快的月份。而且，这种快速增长只能部分归因于社融的增长，因为 2021 年 2 月份社融只较 2020 年 2 月份增长了 16%，较 2019 年 2 月份增长了 21%，这两个数值均远低于同期房地产销售额的增速。所以，房地产市场的火爆除了基数效应和社融增长之外，还可能是预期所致。

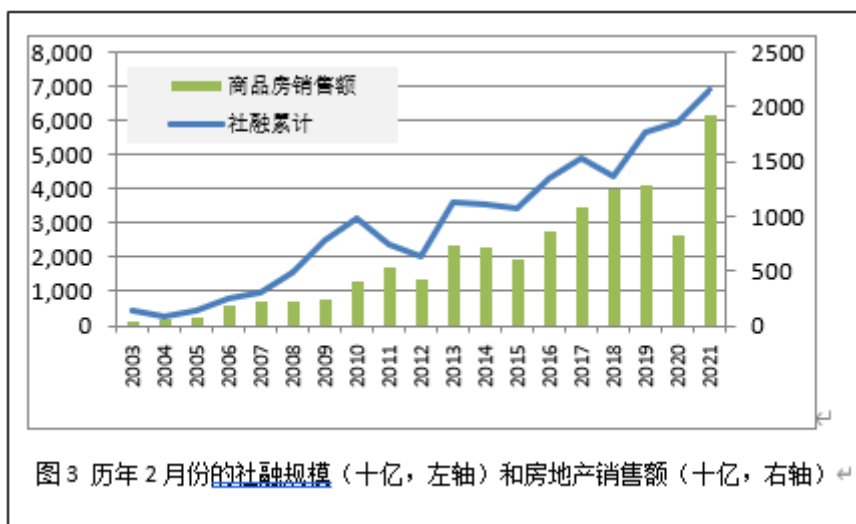


图3 历年2月份的社融规模（十亿，左轴）和房地产销售额（十亿，右轴）

第五，货币政策按兵不动，财政刺激力度下降。从货币政策看，2020年即没有太大刺激。将2005年以来央行资产增量进行一个比较可以看到，央行资产的年度增量甚至比大多数年份都要低，尽管2020年疫情对经济的冲击远远超过了2008年全球金融危机。由于上半年以投资、外贸为主的经济指标会比较好看，同时，下半年的不确定性又较大，央行应该会继续按兵不动。从财政政策看，2021年财政预算赤字只有3.57万亿，明显低于2021年的3.76万亿。同时，预算中公共财政支出和政府性基金支出也只有1.98%，明显低于2017-2020年10%以上的支出增速。因此，财政的刺激力度也在下降。

二、产业分化：服务业化 VS 制造业（二产）贷款份额下降

2020年的疫情冲击将主要经济指标“砸出来”一个V型反弹，但无论这种反弹力度有多大，都没有改变过去十年来就已经确定下来的经济发展趋势。第一个趋势是经济已经从工业化转向了服务业化。以第二产业和第三产业增加值占GDP比重看，2012年第三产业占比就超过第二产业，到2020年第三产业占比为55%，远高于第二产业38%的占比。在第二产业中，制造业增加值占GDP的比重在2012年为32%，到2020年下降到26%。

不同产业增加值占比的变化就引出了一个最近被争议的现象——制造业贷款份额的持续下滑（图 4）。以主要金融机构中长期贷款余额为例，2015 年工业贷款只相当于服务业贷款的 32%，到 2020 年这一比重下降为 24%。如果以人民银行公布的 2010-2018 年分行业的贷款，制造业贷款和第二产业贷款份额的下降趋势也非常明显。在 2010 年第二产业贷款和制造业贷款分别占贷款总额的近 40%和 23%，到 2018 年，两个比重分别下降到 31%和 16%。与此同时，第三产业贷款占比从 2010 年的 58%上升到 2018 年的 67%。

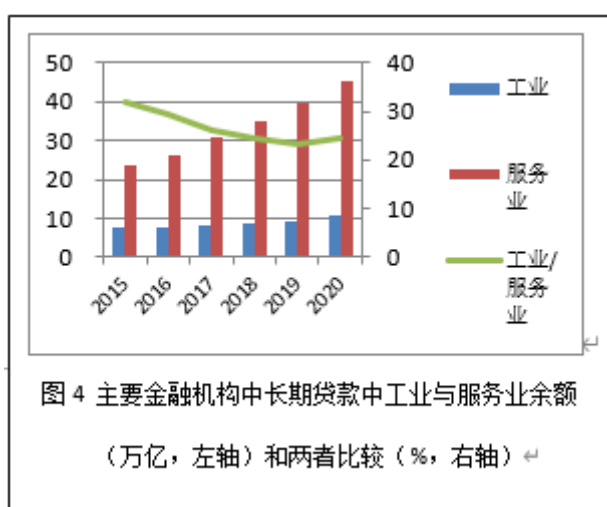


表 2 分产业/行业贷款占贷款比重 (%)				
	第一产业	第二产业	其中：制造业	第三产业
2010	1.92	39.59	23.23	58.48
2011	1.81	41.36	24.40	56.83
2012	1.76	41.86	24.71	56.38
2013	1.86	40.64	24.10	57.50
2014	1.93	38.87	22.44	59.20
2015	1.75	35.88	20.38	62.36
2016	1.65	34.20	19.01	64.16
2017	1.57	32.70	17.45	65.73
2018	1.43	31.27	16.34	67.31
注：贷款总额不包括对居民部门贷款。				

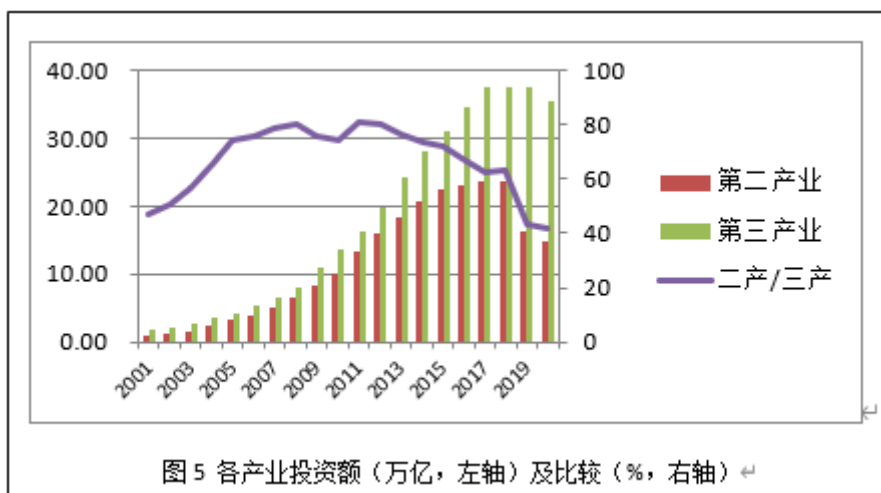


图5 各产业投资额（万亿，左轴）及比较（%，右轴）

对于制造业与第二产业贷款份额的下降，一种观点认为，这是非常不正常的现象，甚至认为这是银行不支持实体经济的表现。我们认为，这种观点是完全错误的。首先，制造业与第二产业贷款份额下降是产业结构演化的自然结果。前述二产和三产增加值占 GDP 比重的相对变化已经说明产业结构演化的趋势，再从二产和三产投资额看（图 5）——这直接决定了各产业对贷款的需求，2011 年第二产业、第三产业投资额分别为 13 万亿和 16 万亿，二产投资额相当于三产的 81%，此后二产投资额与三产投资之比就不断下降，到 2020 年仅为 42%。不仅如此，二产投资额在 2018 年达到 24 万亿的峰值后，其绝对规模也在下降。

其次，分行业贷款份额的变化是商业银行规避风险的自然结果，有利于防范化解金融风险。同样以人民银行公布的 2010-2018 年分行业贷款数据（图 6），在 2012 至 2018 年不良率上升的批发和零售业、农林渔牧业、制造业、采矿业、住宿和餐饮等行业中，贷款占比都相应出现了下降。当然，在不良率下降的教育、信息技术、科学研究等行业，贷款占比却没有显著上升、甚至下降，这也与银行不放贷无关，而是与体制（教育和科学研究行业多以事业单位这种非市场化体制为主）和行业发展特性（信息技术行业属于轻资产、贷款需求较小的行业）有关。

从其他成熟国家的经验看，制造业贷款份额的下降是必然趋势。例如，以德国和日本为例，这两个国家与我国有类似的产业结构和金融结构。与美国相比，德国和日本的产业结构更加侧重于制造业而不是服务业，金融结构则都是以银行而不是资本市场为主导。按照与中国的可比口径，在上个世纪 60 和 70 年代，德国和日本制造业贷款占比高达 35%左右，80 年代开始不断下降，90 年代之后制造业贷款占银行贷款的比重就一直保持在 10%强。参照德国和日本案例，在不包括居民贷款的贷款总额中，中国制造业贷款的比重可能还会继续下降到 10%以上的某个水平，然后趋于稳定。

三、区域分化：东西分化 VS 南北分化

长期以来，中国经济发展的区域特点表现为东西部差距较大，经济发展水平由高到低依次从东部沿海地区到中部地区、再到西部地区。然而，近些年表现出另一个重要特征，就是南北差距正在取代东西差距。

表 3 统计了中国七大区域以及三大子区域（京津冀、长三角、珠三角（广东、不含香港和澳门））主要指标占全国比重的变化。可以看到，东部沿海地区的京津冀和东北全部是赤字，包括 GDP、二产、三产、贷款、社融、商品房销售额在内的所有指标的占比都是下降的。在华东地区，虽然 GDP 和资本形成的比重下降，但其余各项指标的占比依然是上升的。长三角地区 GDP、二产和三产占全国的比重一直保持在 25%左右的水平，与 2010 年相比，2019 年三项指标占比只发生了略微的下降，消费品零售和社融的比重则较大幅度地上升。不过，在华东地区，沿海的山东各项指标占比也呈现下降态势。所以，在作为传统发达地区的东部沿海，大体以淮河为界，呈现出淮河以北各项经济金融指标占全国比重下降，而淮河以南却欣欣向荣的局面。这被戏称为“南宋取代北宋”。

表 3 中国不同区域部分经济、金融指标占全国比重的变化 (%)						
时间范围	指标	华北	其中： 京津冀	东北	华东	其中： 长三角
2010-2019	GDP	-1.64	-1.00	-1.80	-0.14	-0.08
	二产	-1.87	-1.21	-2.40	0.10	-0.08
	三产	-2.38	-1.83	-1.34	0.07	-0.47
	消费品零售额	-3.51	-2.23	-4.36	2.15	2.37
2010-2017	资本形成	-3.34	-0.90	-3.35	-0.27	-0.54
2010-2019	贷款	-3.10	-1.80	-1.87	1.26	0.47
2013-2019	社融	-6.28	-4.23	-4.62	7.59	7.93
2010-2020	商品房销售额	-5.80	-4.85	-6.03	3.05	0.83
时间范围	指标	华中	华南	其中： 广东	西南	西北
2010-2019	GDP	1.02	0.07	-0.09	2.19	0.31
	二产	1.47	0.01	-0.12	2.21	0.48
	三产	1.70	-0.29	-0.42	1.93	0.31
	消费品零售额	2.14	-0.55	-0.52	3.59	0.54
2010-2017	资本形成	1.73	0.48	1.51	2.85	1.90
2010-2019	贷款	2.64	0.43	0.23	1.35	-0.71
2013-2019	社融	0.99	5.24	4.97	-1.06	-1.86
2010-2020	商品房销售额	4.02	2.46	2.61	1.69	0.60
注：不含港澳台地区。						

在南北差距拉大的同时，东西部差距在缩小。原先落后的华中、西南和西北地区，大多数指标占全国比重都在上升。例如，西南地区除了社融占比下降之外，其余各项指标的占比都大幅度上升；华中地区包括疫情最为严重的湖北，其所有指标占全国比重都在上升。

南北差距拉大有多种因素造成，其中有两个重要的结构性因素：其一，产业结构变动的趋势。随着产业结构的服务业化，工业化时代政府主导、自上而下发号施令的管理机制逐渐失灵，需要有更加市场化的社会经济治理模式，这是经济服务业化对社会上层建筑的必然要求。华北、京津冀和东北二产、三产占全国的比重都在大幅度下降，需要认真考察其中的原因。其二，人口结构和增速。自 2010 年开始中国劳动年龄

人口（15-64 岁）比重达到顶峰，中国进入老龄化时代，2016 年中国劳动年龄人口总数也开始负增长，预计 2027 年中国将进入总人口负增长阶段。从其他国家的教训看，人口老龄化、尤其是人口负增长的国家（如日本、俄罗斯）都发生了经济停滞。这种状况同样反映在中国区域经济发展格局上，以东北最为典型。东北自 2014 年开始进入人口负增长阶段，这是表 3 中东北各项经济金融指标表现都很糟糕的关键原因。2020 年全国房地产销售额都大幅度上升，只有两个区域是负增长：遭受疫情冲击最为严重的华中地区和人口负增长的东北地区。

领导如有批示，请告知。

联系地址：上海市黄浦区南车站路 564 号 7 楼

联系人：杨斌

联系电话：021-3330 2077 / 13761339183