



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 9 期」

上海金融与发展实验室编

2021 年 04 月 21 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 季度延续了去年 3 季度以来的反弹态势。然而，从实际 GDP、投资、特别是消费等主要指标看，经济尚未回到疫情爆发前的长期增长路径，反弹力度并没有预期的那么大。与此同时，企业和地方政府债务风险逐步暴露，居民负债快速增加，推动了房地产销售的火爆行情。当前经济增长的三驾马车特征，一是投资仍处于复苏阶段，三个产业的两年平均增速较疫情前的长期增长水平仍有明显差距；二是出口反弹远超疫情前水平，整体贸易格局回稳向好；三是消费反弹难掩疲弱，各项与消费相关的物价指标都呈现通货紧缩的态势，居民收入和支出的修复均不及疫情前水平。1 季度的融资环境以信用“收缩”为主线，主要是融资规模方面的收缩，信贷增速小幅回落，债券增速从疫情期间的快速扩张回归常态，非银行金融机构创造的信用规模增速降幅再加深。分部门来看，企业部门信用增速延续回落，债券市场中地方国企违约明显增多。企业中长期贷款进一步提速，主要与贷款展期、贷款续作、放贷节奏前倾等因素有关。制造业大中小企业复苏出现明显分化，中型企业经营受到的影响相对最大，小型企业的表现相对强势，大型企业对于需求恢复持有乐观预期。政府部门信用增长自 2019 年 4 季度以来首次降速，表达出积极财政政策回归常态的信号，但城投债发行提速。城投债与地方政府债的未来兑付高峰存在高度重合，未来将加大地方政府的还款压力。居民部门信用增速达到 2019 年 2 月份以来最高，短期和中长期消费贷款的走势继续分化，短期和中长期经营贷款延续了疫情以来高速增长的趋势。居民信用高增与房地产市场火爆不无关系，房地产泡沫进一步扩张，热点城市的楼市调控还需再升级。今年以来的一个重要特征是国际大宗商品涨价推动 PPI 大幅反弹。通过分析近 20 年来两次 PPI 由负转正并大幅反弹的现象，人口格局是 PPI 能否向 CPI 传导的关键。当前老龄化趋势加上居民收入长期增长乏力，消费潜力下降。因此，我国并不具备通胀基础，此轮成本推动型的 PPI 反弹与疲软的内需并不匹配。预计二季度 PPI 影响叠加 CPI 翘尾因素正向影响会推动 CPI 小幅上行，但是难以改变 CPI 的通缩态势。

反弹力度不及预期、金融风险逐渐显现

——2021 年 1 季度中国宏观金融形势分析与展望

殷剑峰¹ 张旻²

一、三驾马车

从经济增长的三驾马车来看，主要特征是**投资仍处于复苏阶段、出口反弹远超疫情前水平、消费反弹难掩疲弱**。去年下半年消费对于 GDP 的累计贡献率一直是负的，同时资本形成的累计贡献率迅速反弹并远高于净出口，成为经济增长的主引擎。今年 1 季度消费重新成为经济增长的主要动力，投资、消费和净出口对于 GDP 的累计同比贡献率分别是 24.5%、63.4%和 12.2%，但消费的贡献率低于 2015 年以来同期水平。（图 1）

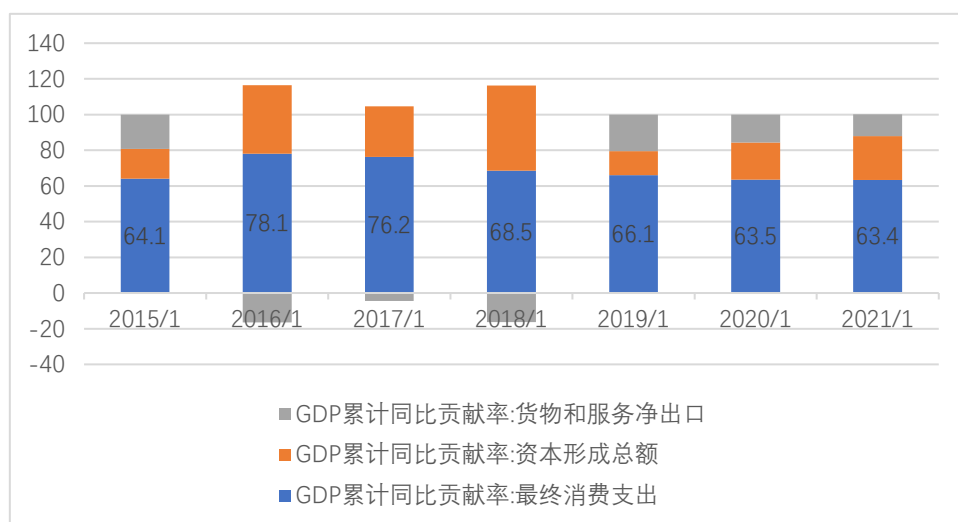


图 1 GDP 累计同比贡献率（%）

数据来源：WIND。

投资仍处于复苏阶段。1 季度固定资产投资的两年平均增长率为-2.9%³，分领域来看，基础设施投资两年平均增长 2.3%，制造业两年平均下降 2%，房地产开发投资两

¹ 上海金融与发展实验室理事长、浙商银行首席经济学家

² 国家金融与发展实验室助理研究员

³ 文中计算两年平均增长率的方法是，以 2019 年同期数据为基数，假定 2020 年与 2021 年增长率相同。

年平均增长高达 7.6%，房地产投资反弹明显更快。同时，房地产在固定资产投资中的占比进一步提高，1 季度达到 28.7%，为近二十年以来最高。从产业增速来看，虽然三个产业的投资增速都大大加快，分别为 45.9%、27.8%和 24.1%，但剔除一定高基数影响后，一、二、三产的两年平均增速分别是-0.96%、-8.31%和-0.41%⁴（表 1），较疫情前的潜在增长水平仍有明显差距。因而三个产业仍处于复苏阶段。

表 1 一、二、三产的固定资产投资完成累计同比增速（%）

	第一产业	第二产业	第三产业
2019 年 3 月	3.00	4.20	7.50
2021 年 3 月	45.90	27.80	24.10
2021 年 3 月（两年平均增速）	-0.96	-8.31	-0.41

出口反弹远超疫情前水平。1 季度我国出口金额达到 7099 亿美元，同比增长 49%，较 2019 年 1 季度增长 28%，计算得到两年平均增长率为 13%，为 2018 年 4 月份以来最高。从我国对外贸易的全球区域分布来看，亚洲、欧洲和北美是我国最大的贸易伙伴，三个地区分别占我国出口贸易的 88%和进口贸易的 82%。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 1 季度中国对亚洲、欧洲、北美的两年平均增速分别达到 8.6%、13.3%和 10.3%，同时进口的两年平均增速分别为 15.9%、17.9%和 21.7%，出口保持着较高增速，进口增速也大幅反弹，整体贸易格局回稳向好。1 季度中国贸易顺差高达 1163 亿美元，在历年同期中仅次于 2015 年（图 2）。这意味着，一方面，净出口对增长的贡献将会有进一步提升，另一方面，巨额顺差也将对人民币汇率形成支撑。

⁴ 这里计算得到的两年平均增速与统计局官方公布的不同，官方公布一、二、三产的两年平均增速分别是 14.8%、-0.3%和 4%。可是以第一产业为例，2019 年 3 月份和 2021 年 3 月份的固定资产完成额分别是 2408 亿元和 2362 亿元，规模明显萎缩。

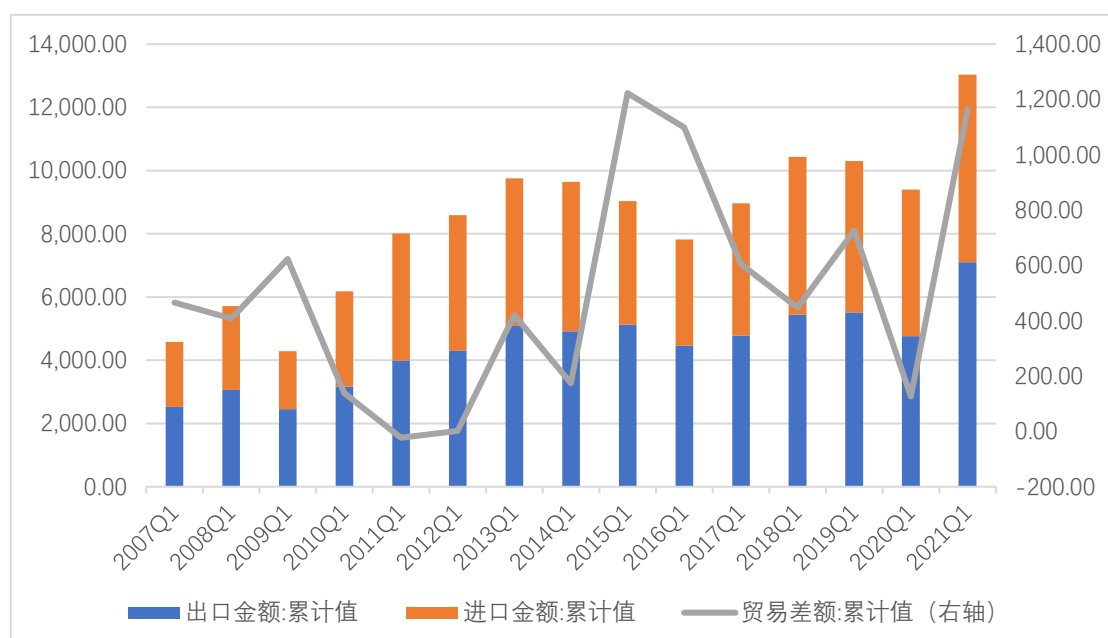


图2 历年1季度进出口情况（亿美元）

数据来源：WIND。

消费反弹难掩疲软。1季度社会消费品零售总额累计同比增长33.9%，较2019年1季度增长7.6%，两年平均增速3.7%，远不及疫情前的增速8%。其中餐饮收入的两年平均增速仅为-0.2%，餐饮收入修复仍然较慢。结合物价指标来看，1季度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累计同比-0.1%，耐用消费品PPI累计同比仅为-1.7%。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。1季度城镇人均可支配收入和支出的两年平均增速分别是6.2%和2.3%，与2019年4季度的同比增速7.9%和7.5%相比，居民收入修复不及疫情前水平，支出更甚。

二、实体经济部门负债情况

1 季度信用总量规模⁵达到 290 万亿元，同比增速为 11.3%，较 2020 年 4 季度下降 0.9 个百分点，信用扩张增速明显放缓。**1 季度的融资环境以信用“收缩”为主线**，主要是融资规模方面的收缩，分融资渠道来看，一是境内外信贷增速较去年 4 季度下降 0.1 个百分点至 12.7%，延续了 2020 年下半年以来小幅回落的趋势。二是债券增速从去年 4 季度的 19.8% 大幅下降至 15.9%，债券融资从疫情期间的快速扩张回归常态。三是非银行金融机构创造的信用规模增速从去年 4 季度的 -7% 下降至 -7.5%，1 月份银监会再强调持续整治影子银行，融资类信托业务进一步压降。1 季度信用总量增量为 29.5 万亿元，其中，政府部门占比下降 0.6 个百分点至 27.8%，企业部门占比下降 5.9 个百分点至 40.9%，居民部门占比增加 6.4 个百分点至 31.3%，**居民部门的单季度信用增量 9.2 万亿元达到 2007 年有记录以来最高**，这可以解释近期火爆的房地产市场。

(1) 企业部门

1 季度企业部门信用总量 162 万亿元，同比增速从去年 4 季度的 10% 下降至 8%，延续了去年下半年以来的回落趋势。分融资工具来看，今年企业的**贷款融资增速小幅回落**，同比增速从去年 4 季度的 14% 下降至 12.2%；**债券融资增速大幅下降**，同比增速从去年 4 季度的 14% 下降至 6.3%；**表外融资进一步萎缩**，同比增速从去年 4 季度的 -8.15% 下降至 8.3%（图 3），由此，企业对于传统信贷融资的依赖度进一步加深，1 季度贷款融资、债券融资和非银融资占比分别为 74%、11.8%、14.3%，信贷融资占比达到 2011 年 4 季度以来新高。

⁵ 为了体现包含非银行金融机构在内的整个金融部门的金融能力，我们于 2013 年构建了一个宏观金融指标：“信用总量”，从金融部门资产方的角度，对金融部门为包括政府、非金融企业、居民在内的整个非金融部门创造的债务性融资工具进行了统计，其中既有银行信贷和金融部门持有的非金融债，也包含了被概括在“影子银行”范畴内的信用创造。

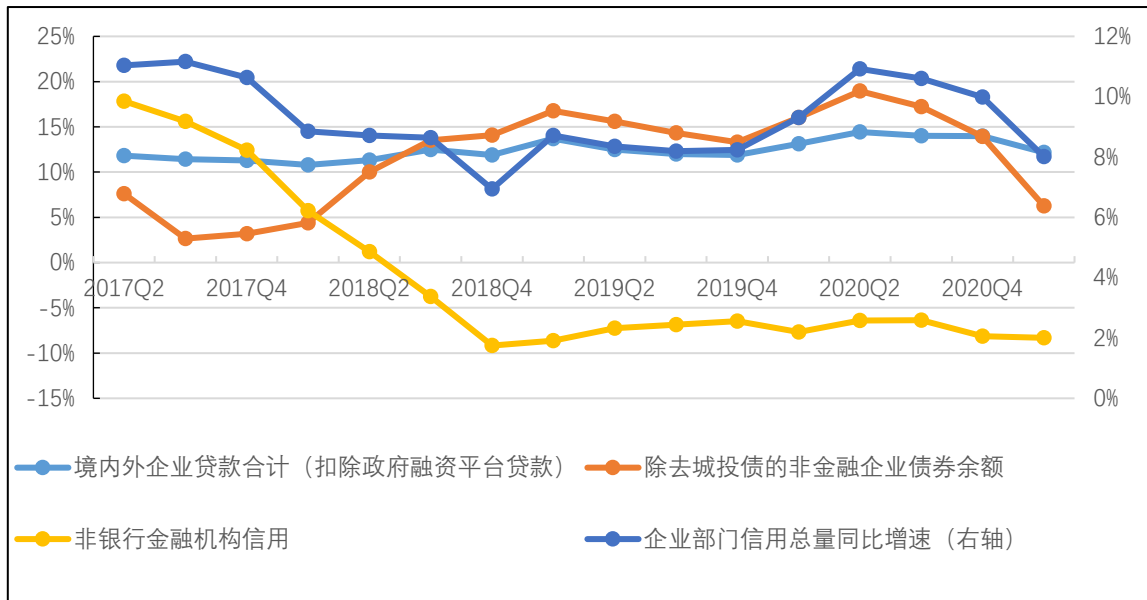


图3 非金融企业信用总量科目同比增速 (%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

债券融资增速下滑，除了与去年高基数有关，也与企业债务压力增大、债券市场违约增多有关。今年债券市场违约有五个特征：一是与去年同期相比，债券违约数量、规模和主体均增多，今年1季度30家违约主体违约债项69只，逾期本息共计661亿元，2020年1季度22家违约主体违约债项56只，逾期本息共计557亿元。二是地方国企违约明显更多，1季度国企逾期本息占比62%，其中近九成是地方国企，而2020年国企逾期本息占比48%，其中地方国企占比不到六成。三是疫情对于行业的影响凸显，航空和房地产相关行业违约占比60%。四是债券种类向中期票据倾斜，1季度中期票据逾期本息占比38%，而在2020年和2019年全年占比分别是28%、19%。五是上市公司违约占比上升，1季度逾期本息占比34%，而2020年和2019年全年占比分别是18%、30%。

今年值得关注的另一个特点是企业的中长期贷款进一步提速，同比增速16.9%，达到2011年2季度以来最高，单季度增加4.5万亿元，创历史最高。增量中62%流向了制造业、基础设施和服务业，其中，制造业中长期贷款新增2695亿元，占比6%；服务业（不含房地产）新增1.54万亿元，占比34%；基础设施中长期贷款新增9749亿

元，占比 22%。不过，考虑到固定投资的两年平均增速并不高，中长期贷款高增应该主要与贷款展期、贷款续作、放贷节奏前倾等因素有关。

从制造业企业的经营情况来看，**大中小企业复苏出现明显分化**。与去年 4 季度相比，今年 1 季度的制造业 PMI 指数保持 51.9% 不变，各分项升降不一，受到大宗商品涨价的影响，制造业原材料购进价格 PMI 从 68% 升至 69.4%，达到 2017 年以来最高。分规模来看，**中、小型企业受到的原材料涨价影响更大**，原材料购进价格 PMI 涨幅分别为 3.2 个百分点和 1.9 个百分点，而大型企业仅涨 0.2 个百分点，大型企业的议价能力和风控能力更强。分项来看，**中型企业经营受到的影响相对最大**，一是生产活动收缩，生产 PMI 与用工 PMI 均出现下降，二是原材料涨价的同时出厂价格保持不变，其利润空间明显受到挤压，三是虽然生产活动预期 PMI 增强，但原材料库存 PMI 和产成品库存 PMI 一降一升，说明中型企业在被动加库存。而**小型企业的表现相对强势**，整体 PMI 再度站上枯荣线，生产 PMI 与用工 PMI 均上升，三项订单 PMI 均有所增强，生产活动预期 PMI 58.4% 达到 2018 年 3 月份以来最高，原材料库存与产成品库存同向增加。大型企业方面供需双双回落，生产经营预期 PMI 从 63.5% 大幅下滑至 58.4%，不过原材料库存 PMI 和产成品库存 PMI 一升一降，体现出企业仍有加库存意愿，或反映出大型企业对于需求恢复的乐观预期。

（2）政府部门

1 季度政府部门信用总量为 62 万亿元，同比增速从去年 4 季度的 16.6% 下降至 15.2%，为 2019 年 4 季度以来首次降速，**表达出积极财政政策回归常态的信号**。中央政府信用总量为 20.9 万亿元，同比增速从去年 4 季度的 24.1% 下降至 23.7%，其中国债余额增速 23.8% 仍是历史高值。地方政府信用总量为 41 万亿元，同比增速从去年 4 季度的 13.1% 下降至 11.4%，其中地方政府债券增速 15.4% 为 2015 年地方债发行以

来最低，主要原因是地方政府专项债券发行额同比下降 66%。值得关注的是城投债加速增长，增速从去年 4 季度的 20.7% 上升至 21.8%，单季度新增 8569 亿元创历史新高，余额占地方政府信用的比重从 2018 年 3 季度的 23.2% 持续上升至今年 1 季度的 26.8%，这一变化与 2018 年 101 号文支持地方政府市场化融资有关。

1 季度地方政府债券发行有四个特点，一是地方债发行节奏回倾。今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，略低于去年的 3.75 万亿元，但仍高于 2019 年的 2.15 万亿元，今年地方政府专项债规模仍然不低。鉴于 1 季度一般债和专项债券的发行增速仅为 2.9% 和 -66%，年内发行高峰将重新集中在二三季度。二是再融资债券发行前倾且用途变化。1 季度发行的 8951 亿元地方政府债券中，96% 为再融资债券，而 2019 年以来该项占比一直不高于 30%。再融资债券的原本用途是用于偿还部分到期的地方政府债券本金，2020 年底以来天津、四川、江苏等多省发行再融资债券用于偿还存量债务，侧面说明了地方政府偿债压力凸显。后续季度还需对此持续关注。三是地方债券发行期限正常化，一般债券期限从上年末的 14.7 年缩短至今年 2 月份的 7.8 年，同期专项债期限从上年末的 14.6 年缩短至 8.6 年，基本回归至了疫情前的期限水平。四是发行利率仍然较低，2 月份一般债和专项债利率分别为 3.36% 和 3.41%，与去年 12 月份的利率 3.34% 和 3.44% 相比变化不大。

需要注意的是，城投债与地方政府债的未来兑付高峰存在高度重合。存量城投债集中在 2023 至 2025 年到期，三年到期余额 7 万亿元，占存量总额的比重为 53.4%（图 4）。而地方政府债偿还相对集中在 2021 至 2026 年，其中 2023 年至 2025 年偿还量达到 8.8 万亿元，占存量总额的比重为 29%（图 5）。这意味着地方政府的还款压力将大幅攀升，未来几年存在城投债和地方政府债同时违约的可能。

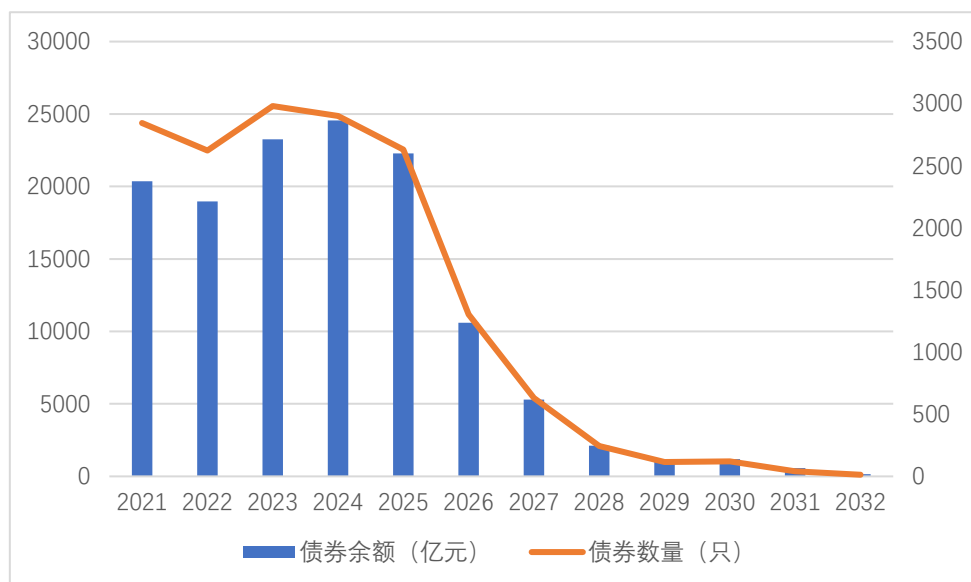


图4 存量城投债未来兑付情况

数据来源：WIND。

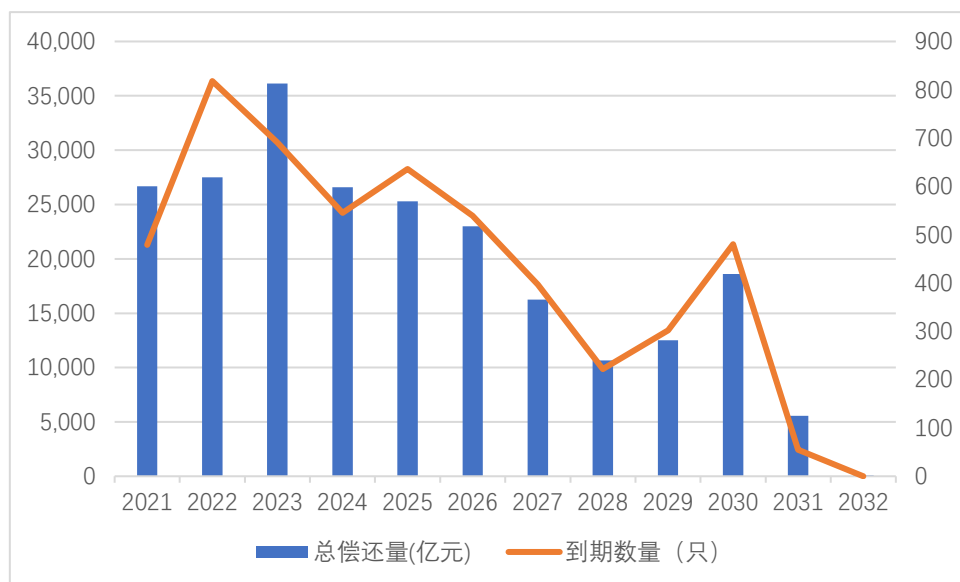


图5 存量地方政府债未来兑付情况

数据来源：WIND。

(3) 居民部门

1 季度居民部门信用总量为 65.8 万亿元，同比增速从上年 4 季度的 13.7%提高至 16.3%，达到 2019 年 2 月份以来最高。消费贷款方面，**短期和中长期消费贷款的走势继续分化**。短期消费贷款两年平均增速 0.1%，基本没有反弹，较上年 4 季度环比减少 545 亿元，这种首季度消费贷款环比减少的情况已经持续了三年（图 6）；中长期消费

贷款两年平均增速为 17.7%, 已经从 2020 年平均 20% 的高增速回落至疫情前的水平, 单季度增量为 1.5 万亿元, 仅次于 2019 和 2020 年同期。经营贷款方面, **短期和中长期经营贷款延续了疫情以来高速增长的趋势**, 同比增速分别为 26.1% 和 23.1%, 单季度增量分别为 6086 亿元和 5215 亿元, 均创下历史最高。**经营贷款的高增, 一方面归因于央行低利率的小微企业贷款和延期还本免息政策直达实体, 另一方面是由于部分经营贷违规流入了房地产市场。**

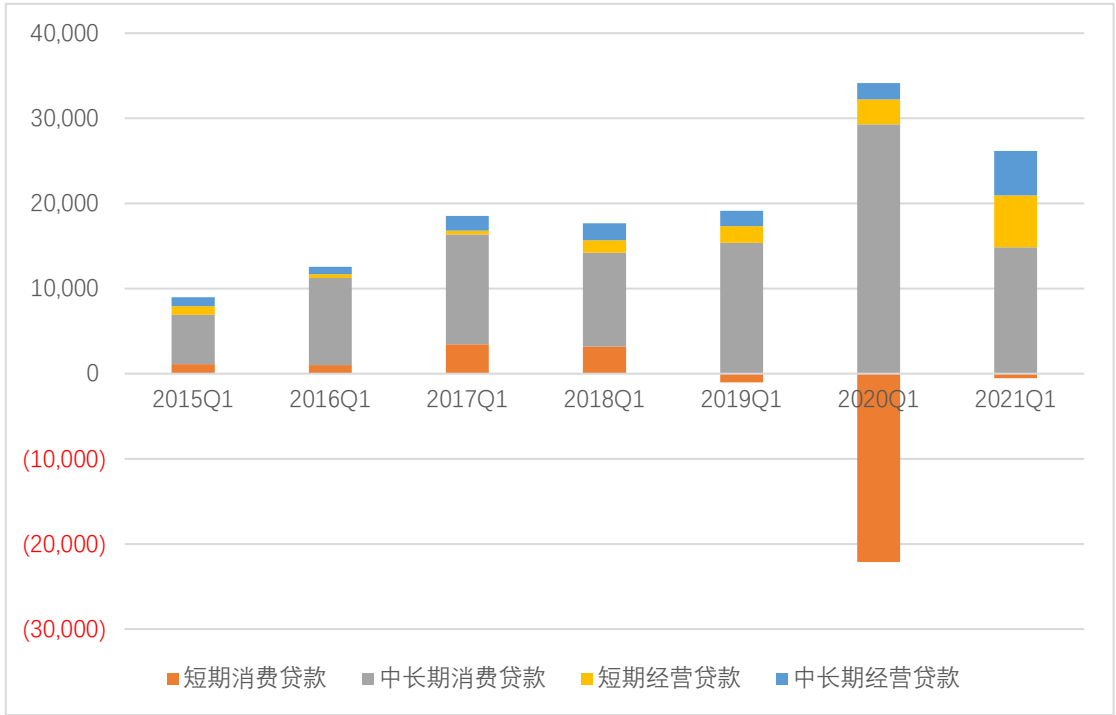


图 6 历年 1 季度居民部门信用总量环比增量（亿元）

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

2020 年“三道红线”等一系列调控政策限制了房企的规模扩张，房地产投资的各项指标，除去高基数因素后，两年平均增速并不高（表 2），同时新开工意愿也不强，竣工速度明显加快。

表 2 房地产开发各项指标累计同比增速（%）

	房地产开发 投资完成额	本年购置 土地面积	本年土地 成交价款	房屋施 工面积	房屋新开 工面积	房屋竣 工面积
2019 年 3 月	11.8	-33.1	-27.0	8.2	11.9	-10.8
2021 年 3 月两年 平均增速	7.6	-4.9	-17.7	6.8	-3.4	1.7

与房地开表现不同的是，年初以来房地产销售市场异常火爆，3 月份销售额达到 3.8 万亿元，为历史同期最高，较 2020 年 3 月份增长 88.5%，较 2019 年 3 月份增长 42%。进一步计算得到两年平均增长率高达 19%，为 2017 年 7 月份以来增速最高。不过，这种增速的跃升除了基数效应外，只能部分归因于社融增长，因为 2021 年 3 月份社融只较 2020 年 3 月份增长了 12.3%，较 2019 年 3 月份增长了 25%，远低于房地产销售额的增速。所以，房地产市场的火爆还有预期因素所致。一、二、三线的新建住宅和二手住宅指数同比较上年 4 季度均有明显回升，尤其是 3 月份一线城市二手住宅价格指数同比达到 11.4%，该指标在 2020 年 3 月份仅为 2.4%。房地产泡沫进一步扩张，热点城市的楼市调控还需再升级。

三、物价指标

今年以来的一个重要特征是 PPI 大幅反弹。PPI 累计同比增速从去年 7 月份的低点 -2%回升至今年 3 月份的 2.1%，其中，生产资料价格增幅较大，而生活资料价格变化并不大。生产资料价格上涨的主要原因是国际供需变化与流动性富裕推动国际大宗商品价格上涨，进而传导至国内原材料市场。可以看到，当前能源价格、食品价格以及工业金属价格分别涨到了过去三年、过去七年和过去十年的最高水平（图 7）。

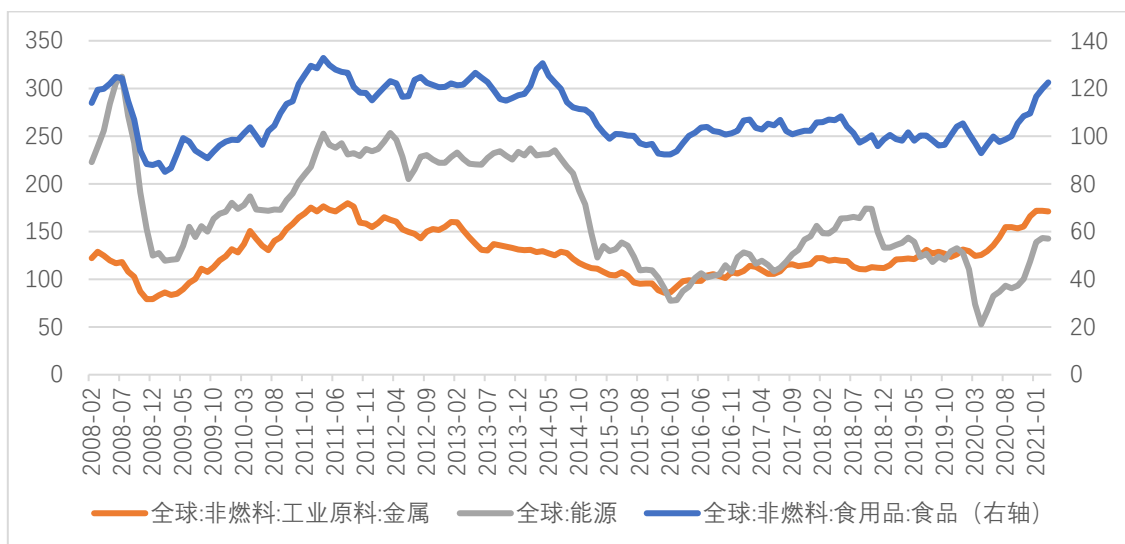


图7 初级产品价格指数（2016年=100）

来源：IMF。

在过去的20年里，PPI由负转正并大幅反弹的现象出现过两次，一次是2009年至2011年，一次是2016年至2017年，然而两次PPI反弹对于CPI的传导结果却截然不同。（图8）2009年至2011年期间，4万亿经济刺激计划有力地带动了固定资产投资的快速增长，直接推动PPI从2009年9月份的低点-6.5%拉升至2011年8月份的7.1%，同时内需也得到了有效扩大，生活资料PPI迅速跟随生产资料PPI反弹，CPI从2009年7月份的低点-1.2%反弹至2011年9月份的5.7%，其中食品CPI、非食品CPI、服务CPI、消费品CPI均迎来反弹，我国经济迎来全面复苏。而后在2012年，产业结构调整 and 产能过剩压制了工业品价格，PPI进入长期通缩状态。2015年在供给侧改革影响下，供给收缩对工业品价格形成支撑，PPI从2016年1月份的低点-5.3%大幅反弹至2017年3月份的7.4%，不过同期生活资料并未跟随生产资料大幅回升，CPI也没有随之上涨。

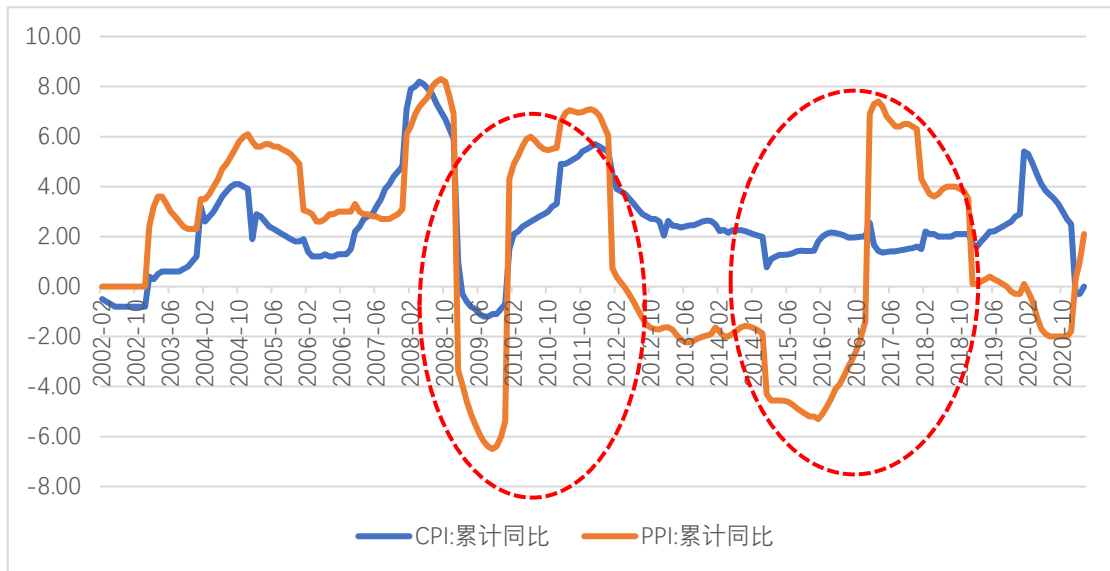


图 8 CPI 与 PPI 同比增速 (%)

来源：CEIC。

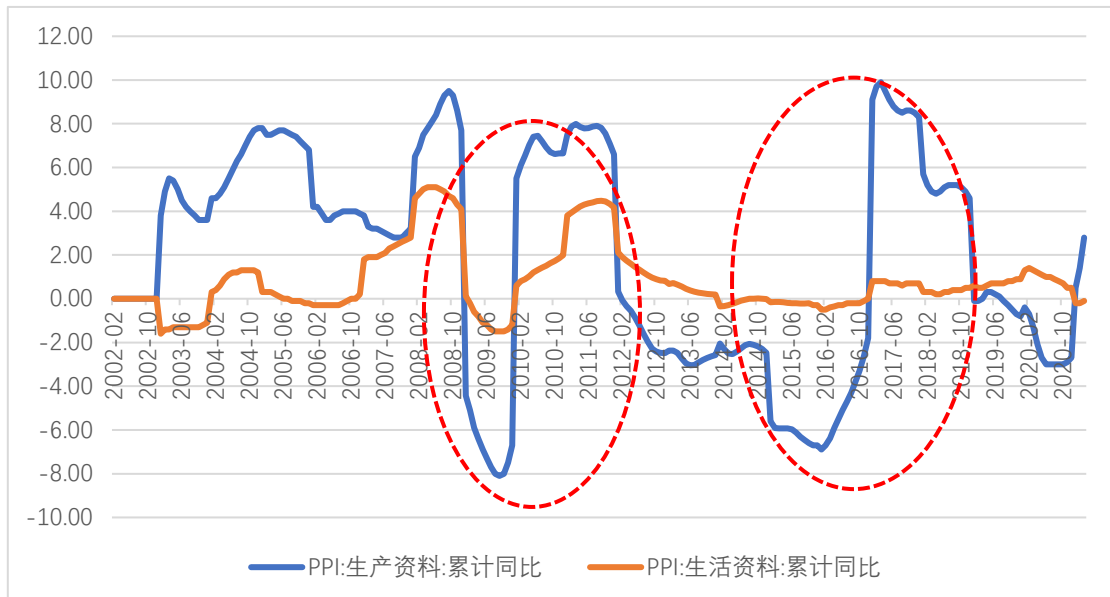


图 9 PPI 生产资料与生活资料同比增速 (%)

来源：CEIC。

在 PPI 对 CPI 的两次传导中，生产资料向生活资料的传导效率不同（图 9），其根本原因在于我国的人口格局发生了深刻变化。我国 15 至 64 岁的劳动年龄人口占比在 2010 年达到顶峰，为后金融危机时期带来了更多的消费和投资需求。2014 年劳动年龄人口总数开始负增长，根据联合国人口中位数预测，我国 2027 年总人口将负增长。这

种人口格局决定了物价水平的中枢。老年人的消费意愿并不强，年轻人由于未来养老压力也在减少消费，因而消费增长低迷成为近年的长期趋势。从另一个典型事实也可以说明物价与人口相关：在人口正增长、人口年轻的撒哈拉沙漠以南地区，过去十年的 CPI 高达 10% 以上；在人口增速放缓、正在步入老龄化的亚洲新兴经济体中，过去十年的 CPI 已经跌落到 3% 以下；而在人口老龄化、人口负增长的发达国家，过去十年的 CPI 则只有 1% 左右。

综合来看，老龄化发展趋势使得消费潜力下降，尤其是疫情以来居民收入修复缓慢。因此我们判断，我国并不具备通胀基础，此轮成本推动型的 PPI 反弹与疲软的内需并不匹配，也难以改变居民收入增速长期下降的趋势。预计二季度 PPI 影响叠加 CPI 翘尾因素正向影响会推动 CPI 小幅上行，但是难以改变 CPI 的通缩态势。对制造业来说，这也意味着，上游的价格涨幅将高于下游，而中游企业的议价能力普遍较弱，其利润将承担不小压力，可能会面临资金链断裂风险，这点从中型企业 PMI 变化中已经可以看到。

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