



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 16 期」

上海金融与发展实验室编

2021 年 07 月 27 日

► 编者按：从三驾马车来看，经济反弹的力度在减弱，主要体现为投资和消费需求疲弱。净出口增长持续强劲，对 GDP 的同比贡献率与投资持平，海外制造业复苏将对我国出口形成长期支撑。随着其他国家疫情得到控制，我国生产替代优势仍面临较大压力。货币和信用创造增速进一步放缓。从企业部门来看，信贷结构优化，短期流动需求下降，中长期贷款高增，票据业务大幅压降。债券市场进入偿还高峰，信用风险持续暴露。制造业供需两端扩张放缓，原材料价格上涨势头得到初步遏制，大中型企业的生产经营活动好于小型企业。从政府部门来看，今年政府债券发行的特点在于“防范风险”，侧重化解存量债务，放缓专项债发行节奏。从居民部门来看，消费贷款疲软，经营贷款高增，未来相当一段时间内房地产市场仍是支撑我国经济复苏的重要支柱。在消费和投资不振的同时，除了住房按揭贷款之外，其他信用创造活动均处于萎靡状态，因而通货不膨胀。目前所有与消费相关的物价指标均很低，整体 PPI 和生产资料价格已经见顶回落。更重要的是，作为经济的领先指标，狭义货币 M1 增速已经掉到去年疫情期间的最低水平。内需不足、经济下滑将成为 3 季度以后的主要矛盾。因此，从 3 季度开始，经济很可能从通货不膨胀快速回落进入通货紧缩状态。预计下半年货币政策将继续保持宽松的基本方向，但由于经济主体借贷意愿和借贷能力羸弱，宽松货币政策提振经济的效力下降，经济反弹需要财政政策有所作为。

内需不振 通货不膨胀

——2021 年 2 季度中国宏观金融形势分析与展望

殷剑峰¹ 张旻²

一、总需求情况

从三驾马车来看，经济反弹的力度在减弱，主要是内循环不畅，体现为投资需求和消费需求疲弱。而外循环表现相对强劲，净出口对我国 GDP 的累计同比贡献率达到 2015 年有统计以来的同期最高，几乎与投资的贡献率持平（图 1）。

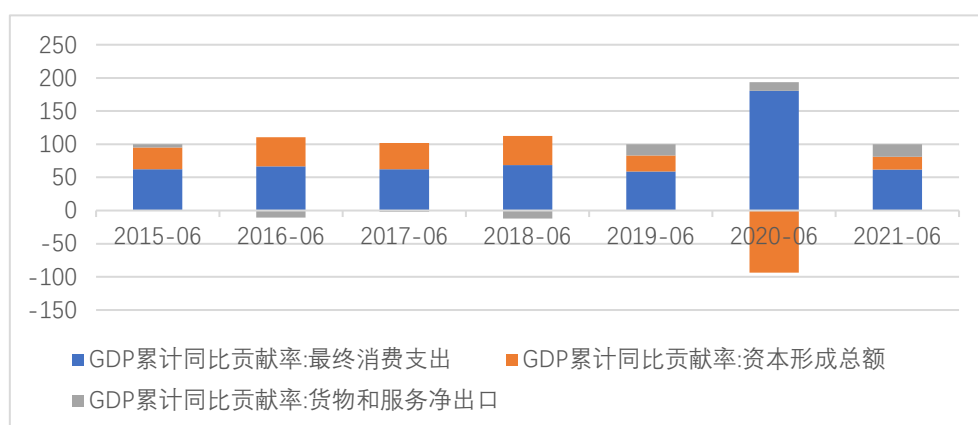


图 1 GDP 累计同比贡献率 (%)

数据来源：WIND。

投资需求疲弱，体现为固定资产投资萎靡、房地产开发投资增速高位趋降。以 2019 年为基期，今年以来固定资产完成额的两年增速降幅在不断加深（图 2），从 1 月份的 0.9% 不断下降至 6 月份的 -14.4%。一、二、三产业呈现相同趋势，6 月份两年增速分别为 -22.1%、-23.7% 和 -9.2%。相较之下，房地产开发投资增速维持高位，今年的两年增速基本保持在 17% 左右，其中，建筑工程是主要拉动力。考虑到今年竣工面积增速转正、房地产销售额的两年增速不低于 30%，我们认为房地产投资增速高的原因，一是今年住宅供地“两集中”政策下，房企为了回款拿地，加大了促销力度并加快了竣工速度，二是大宗商品价格上涨推升建筑工程成本，三是房价上涨预期。不过，年中房地

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 上海金融与发展实验室助理研究员

产市场调控更趋密集，6 月份房地产开发投资、房地产销售额的两年增速均出现回落，预计下半年增速会进一步放缓。

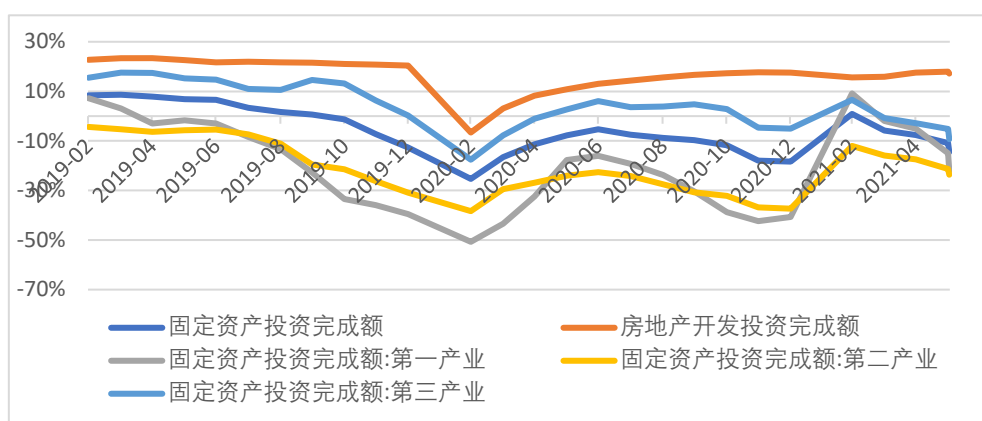


图 2 固定资产投资完成额的两年增速

数据来源：WIND。

净出口持续强劲。以 2019 年为基期，2 季度进、出口的两年增速延续了 1 季度的高速增长趋势（图 3），我国进口和出口金额分别达到 1.3 万亿美元和 1.5 万亿美元，较 2019 年同期分别增长 27%和 30%。从出口数量和出口金额的两年增速均反映出，今年以来化工产品、塑胶制品、机电设备、运输设备、集装箱、集成电路等生产材料出口增速显著上升，说明海外制造业复苏将对我国出口形成长期支撑，而鞋帽、纺织制品等消费品出口增速已经出现小幅回落势头，说明海外供需缺口正在收窄，我国的生产替代优势面临压力。2 季度我国贸易差额达到 2515 亿美元，为 2016 年以来同期最高，巨额顺差成为人民币升值的重要推动因素，CFETS 人民币汇率指数已经处于高位。考虑到美国经济改善、通胀加剧，市场对于美联储收紧货币政策的预期增强，6 月份美元指数已经低位反弹，下半年美元指数走强的概率较大，人民币汇率将面临一定的贬值压力。

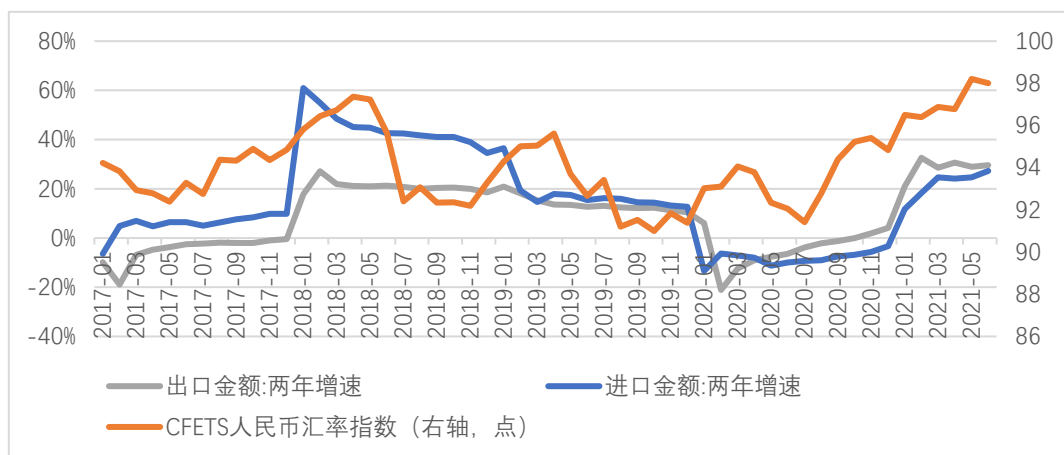


图3 进出口两年增速及汇率指数

数据来源：WIND。

消费有所改善不及疫情前水平。以 2019 年为基期，今年社会消费品零售总额的两年增速从 2 月份的 5.6%持续改善至 6 月份的 8.6%，但仍不及 2019 年同期水平 13.3%。各统计主体间的消费复苏态势明显不均衡，其中，城镇消费复苏明显好于农村，城镇和农村的社消两年增速分别为 10.3%和-1.7%；商品零售明显好于餐饮，商品零售和餐饮收入的两年增速分别为 9.3%和 2%；限额以上企业的商品零售额和餐饮收入的两年增速分别为 11.1%和 10%，大大高于全部企业平均水平，说明限额以下企业和个体户经营仍处于弱势。当前所有与消费相关的物价指标均很低，食品 CPI、非食品 CPI、核心 CPI、消费品 CPI 的环比增速均为零或负数，同时生产资料 PPI 以及整体 PPI 的当月同比已经见顶回落，生活资料 PPI 仅为 0.3%，消费物价上涨动力明显减弱。当前居民收入逐步修复而支出动力不足，6 月份人均可支配收入与人均消费性支出的两年增速分别为 13%和 7.4%，而 2019 年同期分别为 16.5%和 13.7%，消费复苏仍然疲弱。

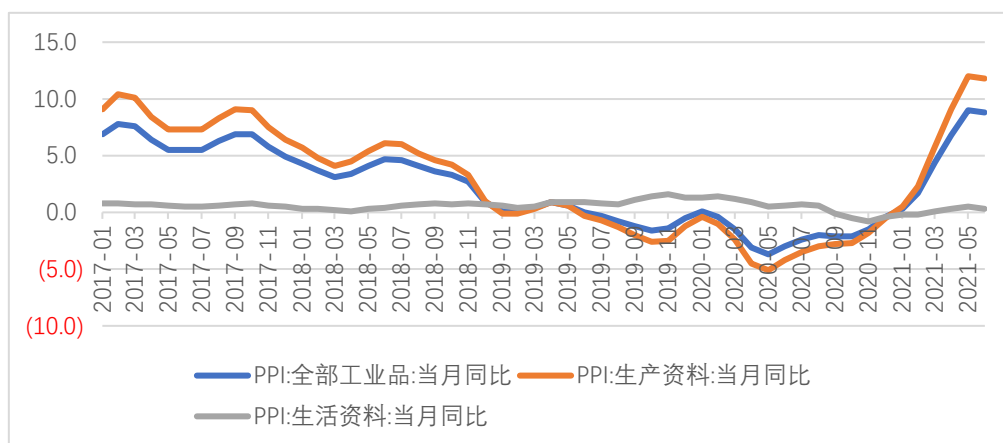


图 4 PPI 走势 (%)

数据来源：WIND。

二、实体经济部门负债情况

今年货币和信用创造增速进一步放缓。疫情期间 M2 增速曾一度高达 11.1%（图 5），而后从 2020 年下半年开始阶段性回落，今年 6 月份 M2 同比增长 8.6%，与 2019 年同期基本持平。非金融部门信用总量 3 同比增速在去年 4 季度达到高点 12.1% 后开始回落，今年 6 月份同比增速达到 10.2%，与 2019 年同期基本持平。当前融资环境较去年收紧，货币和信用创造走弱，增速基本回到了疫情前的水平。但是今年货币和信用的增量处于低于 2020 年同期、高于 2019 年同期的水平，金融体系对实体经济的支持力度仍然较强。

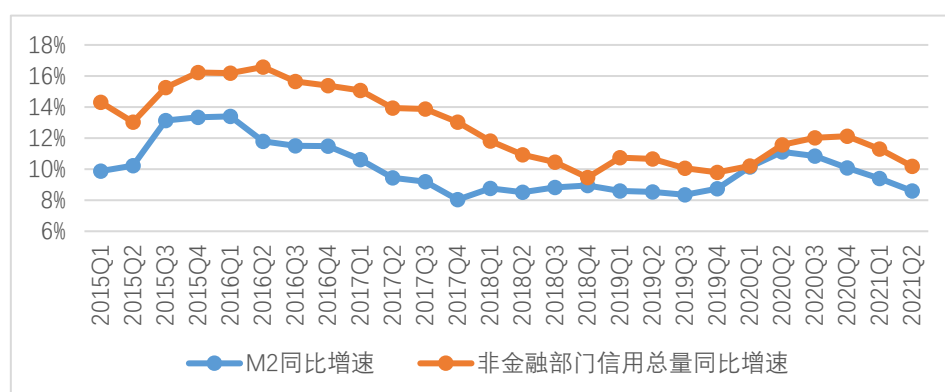


图 5 货币及信用增速 (%)

数据来源：WIND。

³ 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。

2 季度信用总量规模达到 297 万亿元，上半年增量为 16 万亿元，较去年同期少增近 3 万亿元。其中，各融资渠道的信用创造活动变动不一：首先，信贷支持力度增强，今年上半年境内外信贷余额增加 13.4 万亿元，较 2020 年同期多增 4210 亿元，主要是企业中长期贷款及居民经营贷款高增；其次，债券融资放缓，上半年余额增加 3.7 万亿元，较 2020 年同期少增近一半，主要是大批量债券到期；再次，非银行金融机构创造的信用规模萎缩幅度加深，其中，委托贷款乱象逐步出清，增速降幅持续收窄，而信托业务受到“两压一降”监管政策的持续影响，降幅近一步深化。

(1) 企业部门

2 季度企业部门信用总量余额为 165.6 万亿元，同比增速从 1 季度的 8% 下降至 7%，延续了去年下半年以来的回落趋势。分融资工具来看，今年上半年企业贷款增量为 9.3 万亿元，略低于去年同期，而企业债券（除去城投债）增量仅为 1082 亿元，不仅大大低于去年同期，在历史同期中也处于较低水平。信贷市场和债券市场出现明显分化的原因，我们认为，是与存量债务展期、续贷有关。存量债务的展期和续贷需求，可以通过信贷市场、由债务人与银行一一谈判达成，但是，这在公开透明的债券市场难度较大，而且近几年大量企业主体评级遭到下调，发债成本显著上升。因此，信贷融资持续高增，而债券市场余额增量明显回落。

从信贷融资来看，企业短期流动需求下降，中长期贷款高增，贷款结构优化。上半年企业短期贷款余额增加 1.4 万亿元，不及 2020 年同期增量的一半，反映出企业的流动性需求逐步回归常态；中长期贷款余额增加 6.6 万亿元，较 2020 年同期多增近 1.7 万亿，一方面，这说明金融机构有力地支持了企业的中长期投资，当前制造业中长期贷款同比增速连续 4 个月超过 40%，上半年基础设施业的中长期贷款同比多增近 1 万亿元；另一方面，考虑到当前固定资产投资完成额的同比增速仅为-9%，同时企业仍存在货币窖藏现象，上半年企业定期存款增加 2.7 万亿元，超过了 2019 年全年的增量，说明中长期贷款高增也与贷款展期、贷款续作、放贷节奏前倾等因素有关。此外，1、2 季

度企业的票据融资同比增速为负，原因一是银行压降票据业务以优化信贷结构，二是受到考核口径变更的影响，今年起普惠型小微企业贷款的监管考核口径中剔除了票据贴现和转贴现业务相关数据。

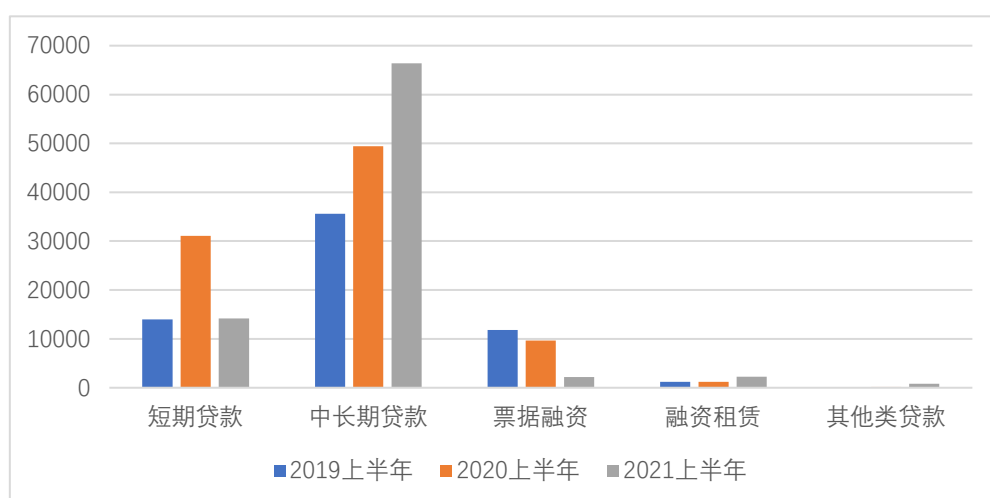


图6 往年上半年企业贷款增量（亿元）

数据来源：WIND。

从债券市场来看，企业债券进入偿还高峰，同时信用风险持续暴露。今年企业债券融资（不含城投债）增速下滑明显，从1季度的6.3%进一步回落至2季度的2.6%，处于历史低位。其实上半年债券的发行量和发行只数并不低（图7），只是偿还量远高于去年同期水平，造成净融资规模不仅低于2020年同期，也低于2019年同期。从债券违约情况来看，上半年企业债券违约规模达到1027亿元，与2019年全年违约规模相近，约为2020年全年违约规模的65%左右。从企业性质来看，民营企业的本息违约规模占比49%，其次是地方国企占比41%；从违约行业来看，航空违约本息规模占比18.8%，主要是海航集团系，其次是房地产开发占比18.6%，主要是华夏幸福系；从是否首次违约来看，今年12家首次违约企业的违约本息规模达到464亿元，占比45%，而这些企业的存续债券余额还有500亿元左右，将对债券市场产生持续影响，债券违约规模大概率会延续逐年增加的趋势。从另一个角度也能看出债券市场信用风险抬升：近几年新发行的企业债券中，用于偿还到期债务的资金比重逐年升高，截止上半年已经超过50%，企业的偿债压力明显增大。

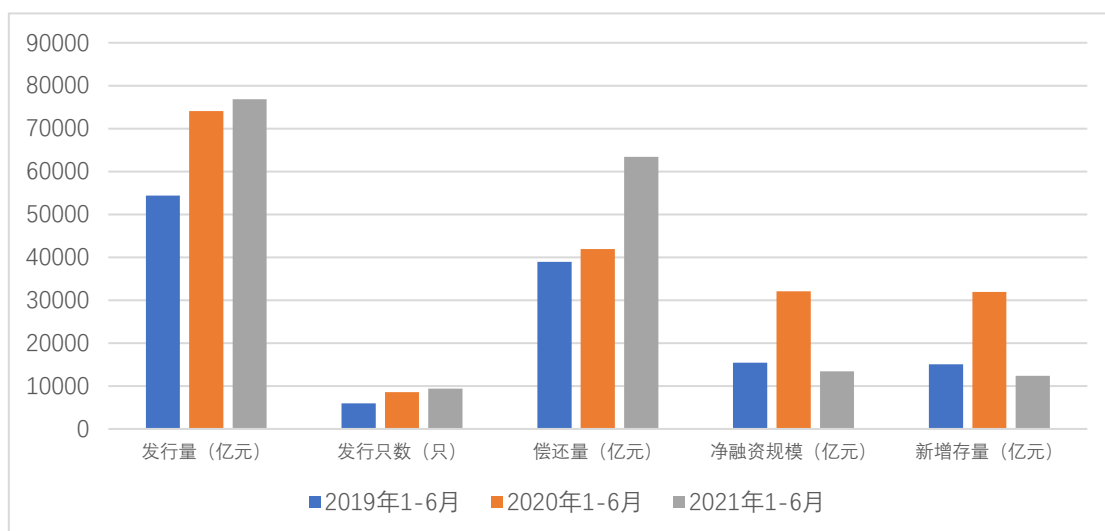


图 7 往年上半年企业债券融资情况

数据来源：WIND。

当前的制造业经营状况有三个特点，一是制造业供需两端扩张放缓，2 季度与生产和订单有关的 PMI 指标基本都在走弱。二是原材料价格上涨势头得到初步遏制，出厂价格、主要原材料购进价格 PMI 在 6 月份明显回落，这与近期一系列供保稳价政策以及国储投放预期有关。三是 6 月份原材料库存降幅加深、产成品库存降幅收窄，存在被动加库存迹象。不同规模企业的景气度存在分化，第一，大中型企业的生产经营活动好于小型企业，大、中型企业生产与新订单 PMI 扩张速度放缓，而小型企业生产与新订单 PMI 已经降到了枯荣线以下。第二，小型企业对进口原材料的需求加强，大、中型企业的进口 PMI 下降至枯荣线以下，而小型企业进口 PMI 反升至枯荣线之上。第三，小型企业两项库存降幅加深，补库存意愿不强。第四，大型企业的利润将受到更大挤压（图 8），在大宗商品宏观调控下，大型企业原材料价格 PMI 与出厂价格 PMI 的差值从 3 月份的 7.5 个百分点扩大至 6 月份的 13.4 个百分点，而同期中型企业和小型企业的差值均收窄了一半左右。考虑到债券市场频繁出现集团型企业大规模违约的情况，需要警惕大型企业的信用风险爆发，继而向中小型企业传导。

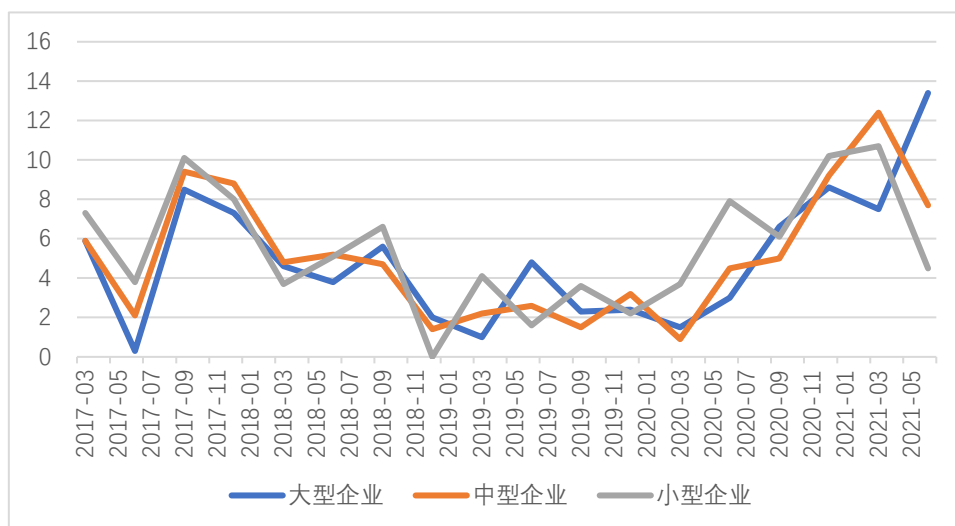


图 8 主要原材料购进价格 PMI-出厂价格 PMI (%)

数据来源：WIND。

(2) 政府部门

2 季度政府部门信用总量余额为 63.9 万亿元，同比增速从 1 季度的 15.3% 进一步回落至 13.9%。其中，中央政府债务增量大幅压降，上半年余额增加 5333 亿元，较 2020 年同期少增近一半，与 2019 年同期水平相近；地方政府债务增量仍然不低，上半年余额增加 2.6 万亿元，约为 2020 年同期水平的 87%，高于 2019 年同期水平。

今年政府债券发行的特点在于“防范风险”，一方面是侧重化解存量债务，降低财政风险。截止 2 季度发行的地方政府债券中（图 9），用于偿还存量债务的再融资债券占比 56%，远高于历史同期，同时新增债券规模明显压降，因此，上半年地方政府债券余额增量低于 2019 年同期。另一方面是优化专项债发行节奏，提高资金使用效率。今年下达的地方专项债额度仅略低于去年，但是发行节奏明显放慢，上半年新增专项债券规模不及 2020 年同期的一半，其原因是考虑到去年各省专项债集中发行对于市场承销、项目储备、实施进度和资金安排产生了不小的压力，今年财政部对各省专项债进行统筹协调，均衡了发债节奏，加强了项目的审核管理。今年新增专项债券额度还剩下 73%，约 2.7 万亿元，预计下半年难以用完。

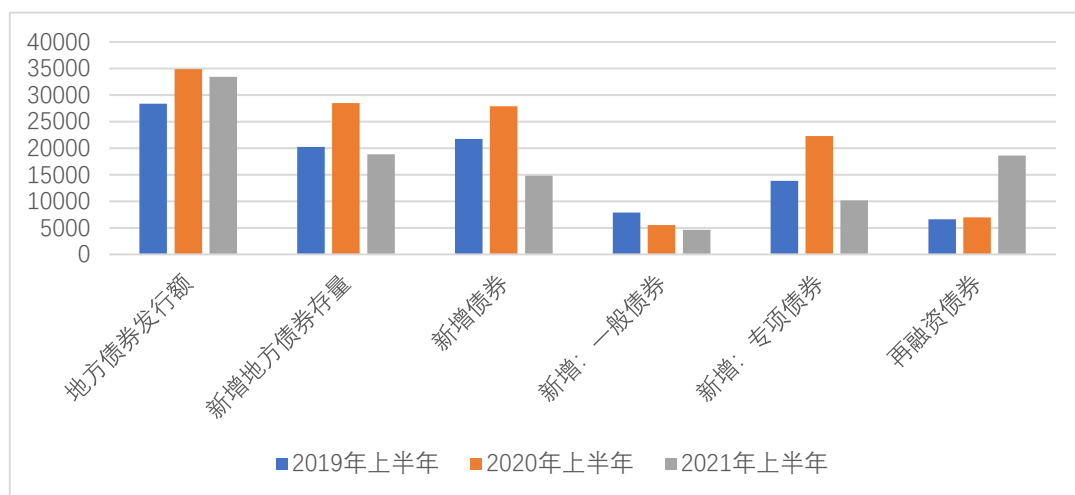


图 9 往年地方政府债券上半年发行情况（亿元）

数据来源：WIND。

城投债融资增速下滑，但增量仍然显著。2 季度城投债的同比增速从 1 季度的 21.8% 下滑至 17.2%，上半年余额增加 1.1 万亿元，虽然是 2019 年同期的两倍左右，但是低于 2020 年同期水平，主要是因为今年城投债发行参照区域的主体评级、资产规模、隐性债务、资金用途等情况加强了总量控制。从月度数据来看，5 月份以及后面的 7 月份净融资额为负，这是 2018 年 10 月份以来首次，反映出城投债进入偿还高峰。此外，每年发行的城投债中，用于偿还债务的资金比重越来越高，2018 年约为 45%，2021 年上半年已经达到 62% 左右，将近三分之二新发行的城投债被用来偿还存量债务而非促进经济增长，说明地方政府和城投公司的偿债压力比较大，地区风险也有所上升。城投债与地方政府债的未来兑付高峰存在高度重合，主要是在 2023 至 2025 年左右，未来几年存在城投债和地方政府债同时违约的可能。我们认为，城投公司及城投债的风险管控加强将成为长期趋势，但是受到再融资需求的影响，年内城投债增量将高于疫情前水平。

（3）居民部门

2 季度居民信用总量余额为 67.8 万亿元，同比增速从 1 季度的 16.3% 降至 15.1%。具体体现为居民消费贷款疲软，以及经营贷款高增（图 10）。上半年居民消费性贷款余额增加 2.8 万亿元，较 2019 年同期少增 2370 亿元，其中，居民的短期消费贷款增量较 2020 年同期有所增加，但是仍不及 2019 年同期水平；中长期消费贷增量低于

2020 和 2019 年同期水平。与疲软的消费贷款形成巨大反差的是经营贷款的高增。上半年居民经营性贷款余额增加 1.8 万亿元，较 2020 年同期多增近 6000 亿元，其中短期及中长期经营贷款增量均不低。经营贷款高增的原因，一是延续了普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划，二是部分经营贷违规流入了房地产市场。

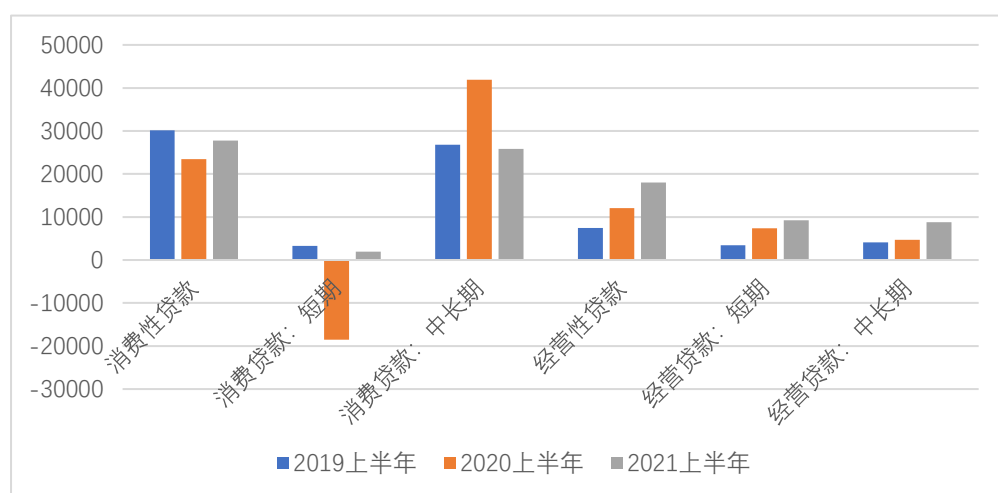


图 10 往年上半年住户贷款增量（亿元）

数据来源：WIND。

今年房地产企业纷纷加大了促销回款力度，房地产销售市场异常火爆，上半年销售额较去年同期多增了 2.6 万亿元。2 季度房地产开发资金中，定金及预收款、个人按揭贷款这两项的两年增速分别达到 39% 和 27%。去年 2 季度房地产价格泡沫就已经抬头，特别是一线城市，今年 3 月份一线城市住宅价格指数的同比增速达到 3.25%，创下 2017 年 10 月份以来最高。2 季度国家与地区对房地产市场的调控力度增强，包括加强对违规信贷的监管、发布二手房指导价格、限购限贷升级、批次供地集中、土拍规则细化等，在一系列配套政策下，房地产泡沫得到初步遏制，一、二、三线城市的价格增速均出现小幅回落。随着监管部门对虚抬房价、投机炒房等不法行为的打击力度进一步加强，下半年房地产市场价格增速将进一步回落，考虑到房企回款需求强烈，预计下半年房地产销售增速仍然不低，未来相当一段时间内房地产市场仍是支撑我国经济复苏的重要支柱。

今年居民的货币窖藏现象仍然明显。上半年居民存款增加 7.4 万亿元，低于 2020 年同期、高于 2019 年同期水平，其中，活期存款增加 9391 亿元，低于过去两年同期

增量，而定期存款增加 6.5 万亿元，与去年同期增量相近，较 2019 年同期多增近 7000 亿元。定期存款高增，反映出居民的消费意愿不强，这与当前消费数据修复困难是相对应的。

三、货币政策取向：防通缩

综合以上分析，我们认为当前通货不膨胀。**第一，经济反弹的力度在减弱**，尤其是投资需求和消费需求疲弱。而高增的净出口又面临产业链迁移、中美贸易摩擦等多重风险。**第二，信用创造在走弱**。从居民部门来看，今年 4 月份之后，随着对住房市场的政策收紧，居民按揭贷款以及与住房市场藕断丝连的个人经营性贷款增速明显回落，再加上居民收入修复较慢，居民借贷的意愿和能力是在下降的。从企业部门来看，当前企业的投资意愿并不高，主要是因为市场的投资回报率不高，这是长期的、结构性的问题所导致的，而非短期的周期因素。扣除用于借新还旧的新增负债之后，可以看到当前企业的负债动力并不强。从政府部门来看，地方财政风险抬升使得地方债发行节奏放缓，同时城投债也面临较大的偿债压力，因此今年政府部门的负债是在收缩的。**第三，物价指标疲软**。物价水平的特点是所有与消费相关的指标均很低，原先被鼓噪的通胀之源——整体 PPI 和生产资料价格都见顶回落，对于消费物价的拉动作用进一步减弱。更重要的是，作为经济的领先指标，狭义货币 M1 增速已经掉到去年疫情期间的最低水平，M1 与 M2 的差距进一步扩大，居民及企业的存款定期化倾向是导致该现象的重要原因。总之，一切迹象显示，内需不足、经济下滑将成为 3 季度以后的主要矛盾。我们认为，当前是通货难以膨胀，3 季度开始经济很可能将快速回落进入通货紧缩状态。

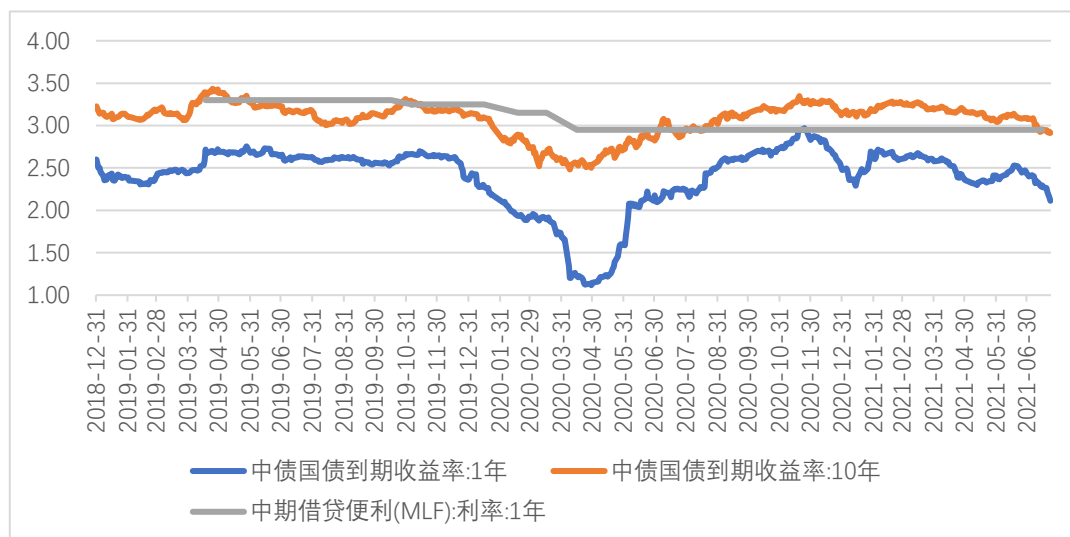


图 11 中国国债收益率 (%)

数据来源：WIND。

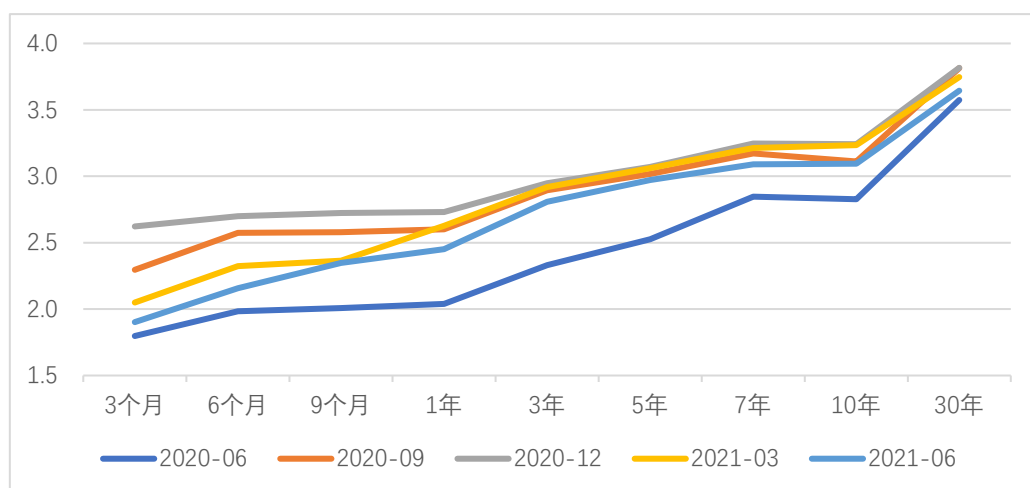


图 12 中国国债收益率曲线 (%)

数据来源：WIND。

7月初央行宣布降准，大概能够在银行体系内部释放约1万亿的资金。这说明在稳经济和稳通胀之间，央行已经向市场表明了态度。2季度美债收益率大幅下行推动中美利差扩大，我国国债收益率利用空间进一步下行（图11），截止7月23日，1年期国债收益率为2.1%，回到了去年6月份的水平，10年期国债收益率为2.9%，已经向下突破1年期MLF利率。此外，国债收益率期限利差在去年下半年收窄、今年再度扩大（图12），向市场重新释放宽松信号。从央行的资产负债表来看（图13），上半年央行资产负债表扩张2000亿元左右，在资产端，“对其他存款性公司债权”下降，与去年投放的再贷款、再贴现等流动性工具到期有关。在负债端，基础货币下降，政府存款高增，这与财政支出收缩、融资资金囤积有关。

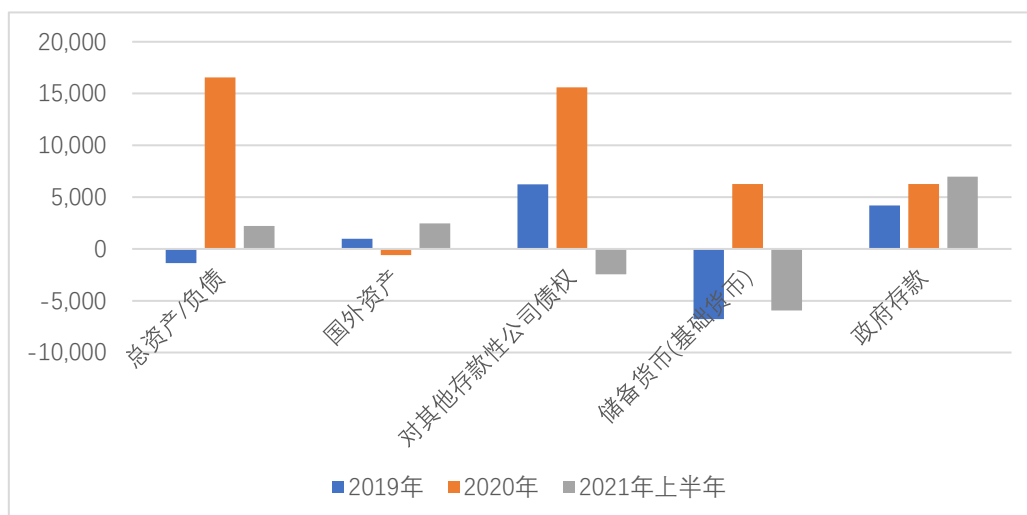


图 13 货币当局资产负债变动（亿元）

数据来源：WIND。

受到国债收益率的下行的影响，经济整体的负债成本例如企业债券收益率已经有所降低，预计下半年货币政策将稳中偏松。央行全面降准降息的概率不大，但是很可能会通过结构性工具精准滴灌科技创新、小微企业、绿色发展等领域。同时下半年财政政策可能会进一步发力，配合货币政策实现稳增长目标，将财政存款通过财政支出使用出去，扩大内需，带动其他经济主体的融资积极性。