



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

中国宏观金融

殷剑峰

张旸

2022年11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。

三种通胀格局

摘要

第三季度我国经济顶住压力恢复向好，但是经济发展中的结构性矛盾依旧突出，使得总需求呈现生产需求改善、生活需求疲软的特征，反映出我国正面临内需不足导致的内生性通缩。

第三季度信用总量增长放缓，居民消费信心不足和地方政府合规融资空间见顶是主要原因。企业部门信用融资加快，但是有近一半的资金以定期存款“窖藏”。机械制造业和生产性服务业改善，而市场内需不足导致消费品制造业和生活型服务业疲软。政府部门信用增速放缓，财政延续“减收增支”特征，中央发力难以缓解地方政府财政困难的局面，地方政府的赤字和债务压力抬升。居民部门信用增速延续放缓，消费需求疲软，货币窖藏现象显著。在多重因素影响下，就业压力仍然较大。居民收入和支出增速回升，有望进一步释放消费潜力。

今年以来，美国、中国、欧元区和日本呈现出三种不同类型的通胀格局，即美国的内生性通胀、中国的内生性通缩和欧、日的输入性通胀，三种通胀格局的原因、影响和应对措施各有差异。从长期趋势来看，中国的内生性通缩是人口负增长的自然结果。从短期态势看，疫情冲击是最直接因素，且随着欧美经济的收缩，疫情的反复冲击可能会给经济带来一定压力。对于我国经济面临的长期问题，在党的二十大之后，随着各项政策措施的推行，最终将得到彻底解决。

本报告负责人：殷剑峰

本报告执笔人：

● 殷剑峰

国家金融与发展实验室
副主任

● 张旻

国家金融与发展实验室
宏观金融研究中心助理
研究员

【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

中国宏观金融

中国金融监管

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

目 录

一、宏观经济	1
二、宏观金融	5
(一) 企业部门	5
(二) 政府部门	8
(三) 居民部门	9
三、三种通胀格局	10
(一) 内生性通胀：美国	12
(二) 输入性通胀：欧元区和日本	14
(三) 内生性通缩：中国	15

一、宏观经济

今年我国经济面临的困难挑战明显增多，一方面，美元升值与乌克兰危机外溢引发世界经济深度调整，对我国外贸格局、物价水平带来不稳定因素。二是国内新冠肺炎疫情存在较大不确定性，对企业和居民信心造成反复冲击。通过高效统筹疫情防控和经济社会发展，加快稳经济一揽子政策落实，第三季度我国经济顶住压力恢复向好。但是，我国经济发展中的结构性矛盾依旧突出，在一定程度上削弱了经济复苏力度，其一是“供给冲击、需求收缩、预期转弱”三重压力持续存在，使得消费需求偏弱，制约经济增长后续动力，其二是房地产行业深度下滑，使得相关的投资和消费活动减弱，对经济形成较大拖累。因而，**总需求呈现生产需求改善、生活需求疲软的特征**：消费在食品和能源的价格因素支撑下有所改善，但多项基本生活类消费疲软，导致消费对经济增长的贡献远低于去年同期（图1）；机械制造业的韧性使得我国净出口延续高增，同时，海外需求放缓对消费品、地产周期产品的压力已然显现；基建和机械制造业支撑固定资产投资快速增长，而消费品制造业普遍放缓，房地产和畜牧业投资下滑形成较大拖累。结合物价水平来看，我国正在面临内需不足导致的内生性通缩。

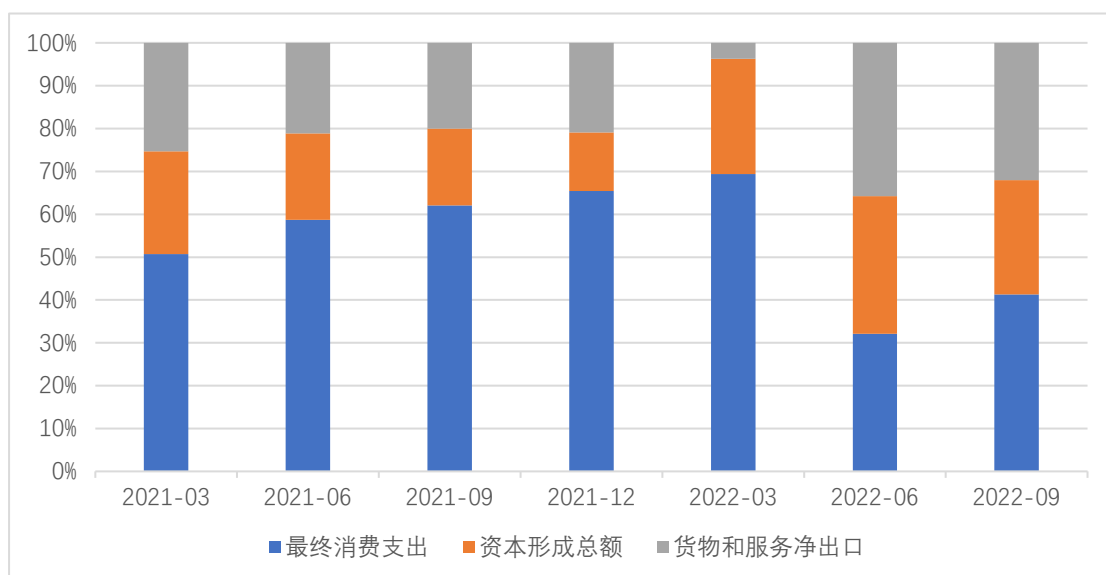


图1 GDP累计同比贡献率(%)

数据来源：Wind。

机电产品韧性支撑净出口保持高增，同时，消费品和房地产周期产品的出口压力显现。美元升值与乌克兰危机外溢推动大宗商品价格持续高涨，引发全球贸

易格局突变，日本、德国等制造业经济体被迫转为贸易逆差，而资源型经济体的贸易顺差明显扩大。三季度我国的贸易顺差以 54% 的速度持续高增（图 2），现已占全球总顺差比重的三分之二。我国之所以能够保持顺差优势，一是东盟对我国净出口的贡献提升。美国、欧盟和东盟是我国主要贸易顺差来源国，占比分别为 49%、33%、18%。年初生效的《区域全面经济伙伴关系协定》（RECP）促进了我国与东盟国家的贸易增长，使得东盟对我国净出口的贡献持续提升，在一定程度上对冲了欧美需求走弱的压力。二是我国制造业产品竞争力增强。机电产品是我国主要的顺差来源商品，第三季度净出口增幅保持在 30% 左右。尽管全球贸易格局向联盟弱式垄断演进，但是我国制造业凭借着完备的产业体系和完善的配套能力，在工业中间品供给的数量和质量方面都有了全面提升，巩固了我国在全球产业链供应链格局当中的世界工厂地位。三是汽车出口高增。能源危机造成日本、德国汽车出口大幅下滑，同时也为我国新能源汽车出口创造了市场机遇。在国内汽车优惠政策的助力下，我国新能源汽车出口井喷式增长，前三季度出口数量和金融同比增长均超过一倍。虽然制造业的韧性支撑我国净出口持续高增，不过，海外经济周期下行对我国非制造业出口的压力已然显现，主要体现在服装、鞋靴、皮革箱包等消费品出口放缓，以及家用电器、音视频设备及零件等地产周期产品出口下降。

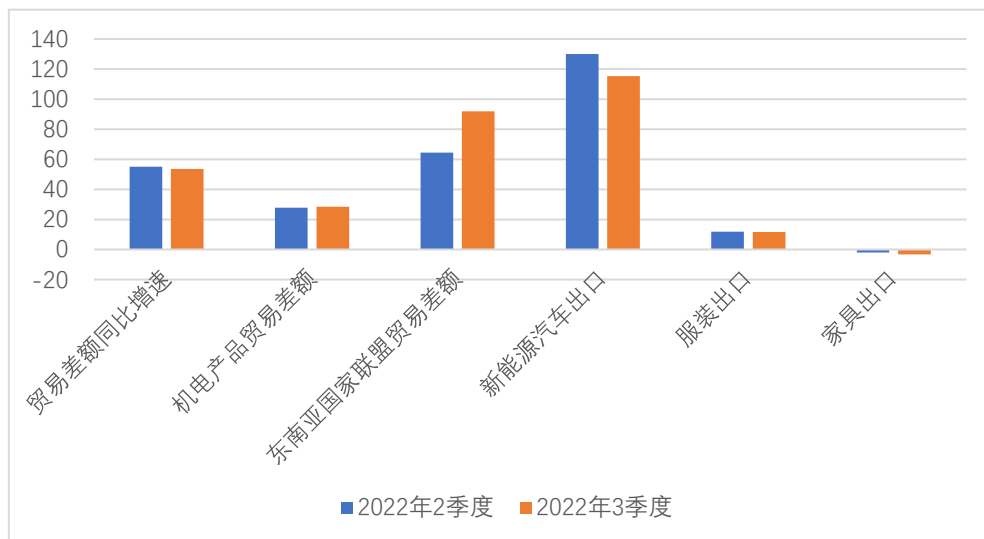


图 2 主要贸易指标累计同比增速对比 (%)

数据来源：Wind。

基建、机械制造业投资支撑固定资产投资快速增长，房地产投资和畜牧业投资形成拖累。出口带动机械制造业的投资快速增长，同时稳增长政策依托基建投

资进一步发力显效。不过，房地产开发投资和畜牧业投资增速大幅下降，拖累固定资产投资完成额增速从第二季度的 6.1% 小幅下滑至第三季度的 5.9%（图 3）。从产业来看，**第一，房地产开发投资深度萎缩。**今年房地产投资、筹资、拿地、开工、施工、竣工、销售等多项指标持续下降。虽然多个城市的地产调控政策出现不同程度的松动，但是受到住房需求趋势性降低、居民收入修复缓慢、市场主体信心不足等一系列因素的影响，房地产行业持续全面深度下滑。**第二，畜牧业投资降幅加深，**虽然猪肉价格回升，但是受到养殖成本抬升以及去年高基数作用影响，畜牧业投资延续下降。**第三，生产类制造业投资好于生活类制造业，**在工业复苏、外贸韧性和政策利好因素的支撑下，机械制造业较快增长。但是，终端需求不足，导致消费品制造业投资增速普遍放缓。**第四，服务业投资冷暖不一，**疫情冲击使得接触性服务业投资放缓，基建投资带动交运仓储投资提速。工业需求和数字产业发展使得信息传输、软件和信息技术服务业投资加速增长。资本市场震荡和去年高基数压力导致金融业投资连续 8 个月下降。**第五，基建带动相关产业投资加快，**基建投资增速从第二季度的 9.3% 提高至 11.2%，创下 2021 年 5 月份以来最高增速，带动交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水的生产和供应业以及水利、环境和公共设施管理业这三个产业投资增速同步提升，建筑业降幅延续收窄。

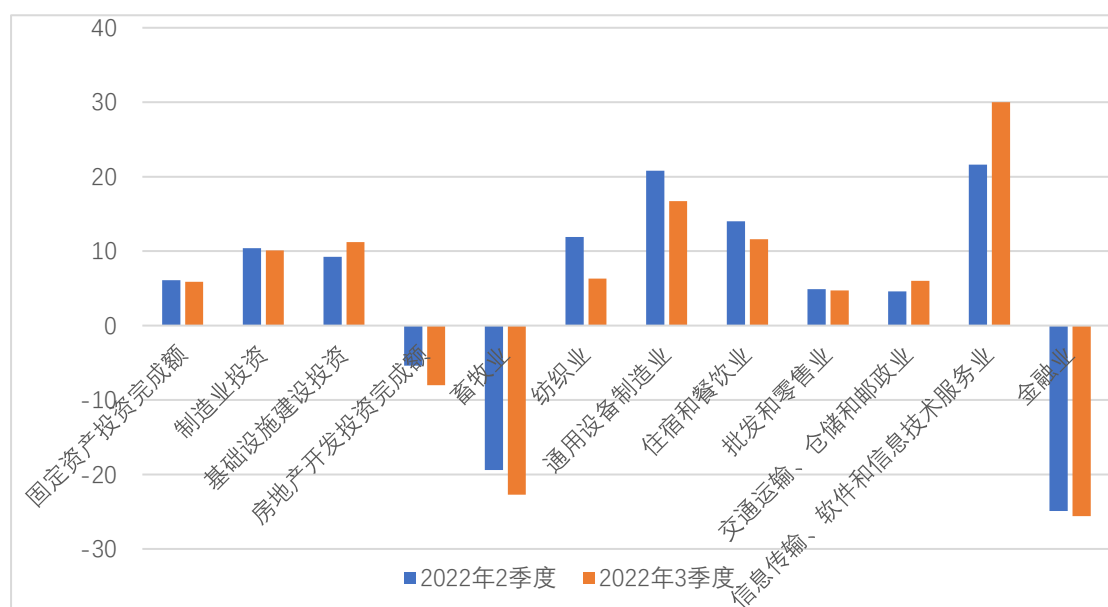


图 3 主要投资指标同比增速对比 (%)

数据来源：Wind。

消费改善主要受到价格因素支撑，多项基本生活类需求恢复较慢。随着促消费政策持续显效，商品零售逐步改善，社会消费品零售总额增速从上季度的-0.7%提高至0.7%。但是，剔除价格因素之后，社消实际增速仍未转正。从限额以上企业商品销售情况来看，商品消费改善主要来自于能源和食品消费快速增长(图4)，这两项占总体消费的比重将近三分之一。相比之下，其他基本生活类需求恢复较慢，日用品增长2%，纺织、服装、化妆品同比下降。部分升级类消费需求释放，金银珠宝类、体育娱乐用品类增速由负转正，书报杂志类和文化办公用品类增长近7%。房地产行业低迷蔓延至消费领域，导致家具和建筑装潢材料消费延续负增长。在政策支持下，汽车拉动消费的作用开始显现，汽车零售增速由负转正。由于疫情多点多源多链散发，对餐饮业修复形成长期干扰，餐饮收入持续下降。

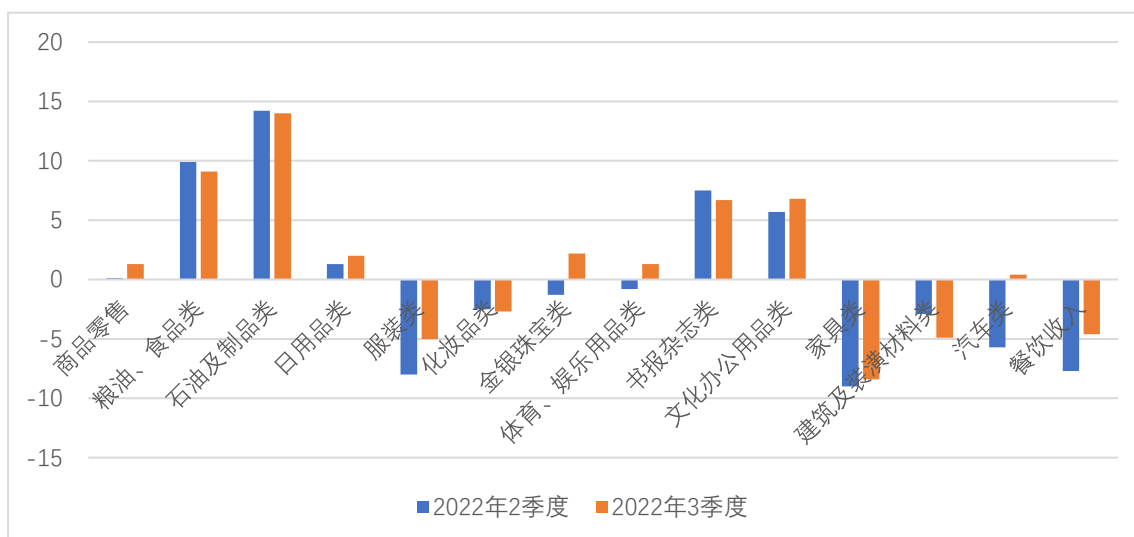


图4 主要消费品零售指标同比增速对比 (%)

数据来源：Wind。

在国内稳价保供政策持续发力和去年高基数效应的作用下，第三季度PPI通胀快速回落，整体PPI和生产资料PPI当月同比增速分别从去年10月份的高点13.5%和17.9%已回落到当前的不足1%。不过，工业原料价格走势并不一致。煤炭的定价权在国内，随着煤矿产能加速释放，9月份煤炭采选业价格已经由涨转跌。而石油和天然气价格取决于国际市场，由于西方国家仍难摆脱俄罗斯能源的制约，国际能源市场持续紧张，国内石油和天然气开采业价格涨幅有所回落但仍处历史相对高位。价格效应从上游向中下游进一步传导，生活资料PPI和CPI当月分别上涨1.8%和2.8%，其中涨幅贡献较多的是猪肉、燃料和粮食，主要是受到上游成本抬升、去年基数较低和部分消费需求恢复等多重因素的影响。虽然

CPI 整体似乎有通胀压力，但是核心价格和服务价格却持续通缩——当月核心 CPI 增速同比下滑至 0.6%，服务 CPI 增速同比下滑至 0.5%，两个指标已经连续 6 个月不高于 1%。在有效需求不足、劳动力市场疲软的背景下，私人消费对经济的支撑作用仍显不足。

二、宏观金融

第三季度信用总量规模为 333.4 万亿元，同比增速从上季度的 10.4% 下滑至 9.9%，为去年第四季度新一轮政策发力以来首次增速放缓。从融资渠道来看，信贷融资延续 2020 年第三季度以来的放缓趋势，主要是受到居民消费贷款增速下滑的拖累；债券融资增速放缓，归因于地方政府债券、城投债和部分企业债券融资增速下滑；非银行金融机构创造的信用增速降幅继续收窄，其中，委托贷款增速转正，2018 年以来的资管新规整改取得阶段性成果，金融服务实体经济的渠道进一步拓宽。从融资部门来看，生产需求改善支撑企业信用融资增速加快（图 5）；中央政府的支出责任增强使得信用融资速度提升；财政发力前置导致下半年地方政府信用融资增速快速回落；居民消费贷款尚未出现趋势性改善，信用融资增速延续放缓。

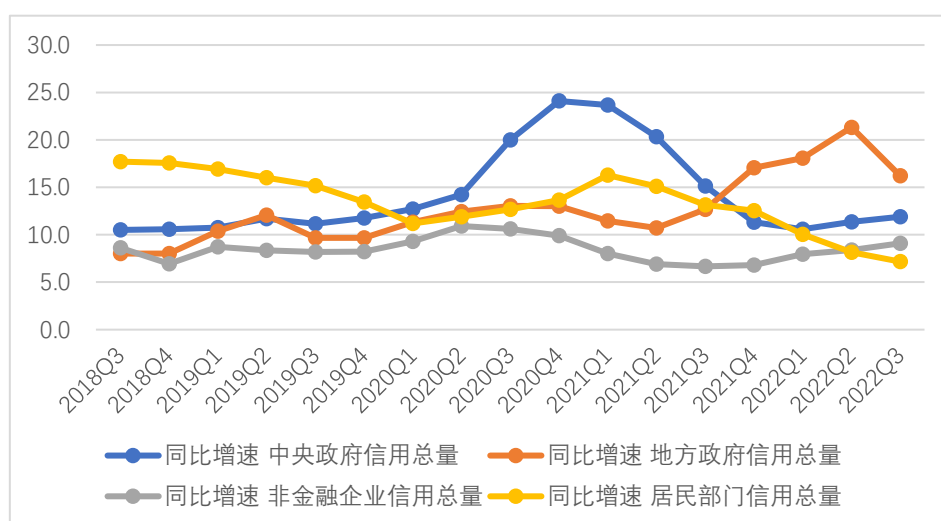


图 5 非金融部门信用总量各部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

（一）企业部门

第三季度企业信用总量余额为 182.4 万亿元，同比增速从第二季度的 8.4% 提高至 9.1%（图 6）。从融资渠道来看，企业信贷融资的规模和结构同步改善，规

模增速从第二季度的 12.2%提高至 12.7%，其中，短期贷款和中长期贷款双双提速，票据融资增速放缓但仍处于历史相对高位；同期债券融资增速从 3.7%下滑至 2.6%，公司债和企业债增速放缓，中期票据和短期融资券融资加快；非银行金融机构为企业创造的信用增速从-8.4%收窄至-5.4%，委托贷款恢复正增长，结束了 2018 年第一季度以来的萎缩态势，信托贷款降幅延续收窄。虽然企业融资加快，但是有近一半的资金以定期存款形式“窖藏”，第三季度企业信用融资增加 2.9 万亿元，定期存款增加 1.4 万亿元。企业信心仍显不足，难免使得货币政策驱动实体经济的效果打折扣。

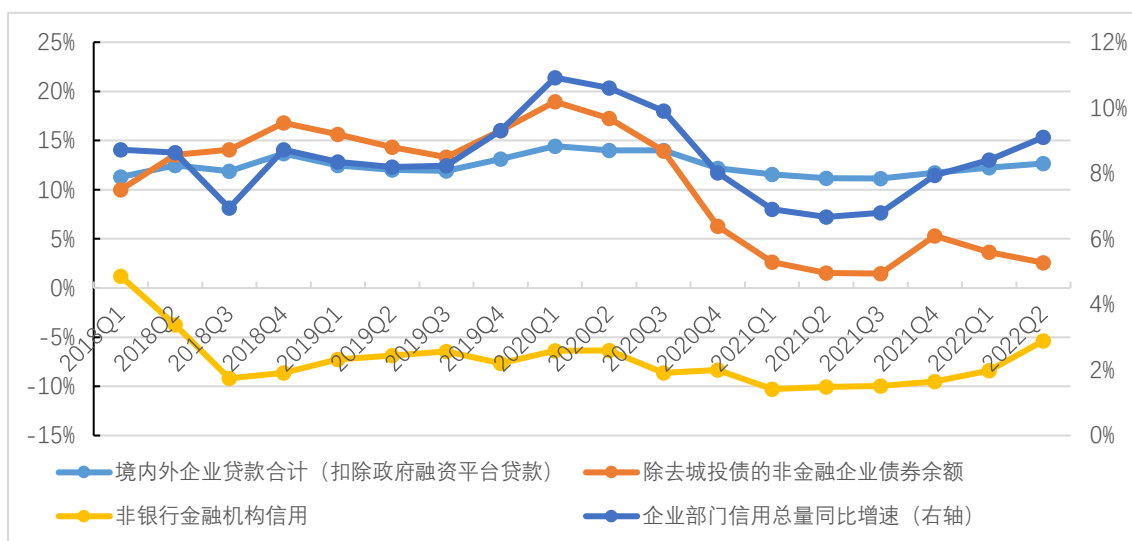


图 6 非金融企业信用总量各科目同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

机械制造业的改善程度优于消费品制造业。国内工业原材料的稳供保价政策持续显效，带动上游采矿业产能和利润进一步向常态回调（图 7）。同时，基建发力叠加出口增长扩大了工业产品需求，使得中下游机械工业的成长空间逐步释放，专用设备、电气机械及器材、汽车、仪器仪表等制造业均呈现出产能加快、利润改善的特征。制造业用能需求高增，也拉动电力、热力的生产和供应业的产能加快、利润修复。但是，消费品制造业恢复仍然较慢。疫情反复与房地产市场疲软导致消费品需求不足，农副食品加工、纺织、医药等制造业的产能增速下滑、利润延续下降。从景气指数来看，9 月份制造业的生产 PMI 处于扩张区间，而三项订单 PMI 都在收缩，制造业整体 PMI 紧邻荣枯线上端，反映出供需复苏不平衡导致制造业的恢复基础尚不稳固。分企业规模来看，大型企业的生产、订单和价格 PMI 均优于中、小型企业，意味着保市场主体的政策还需进一步向中小微企

业落实。基建发力带动建筑业生产活动加快，建筑业生产和需求 PMI 分别为 60.2%、51.8%。

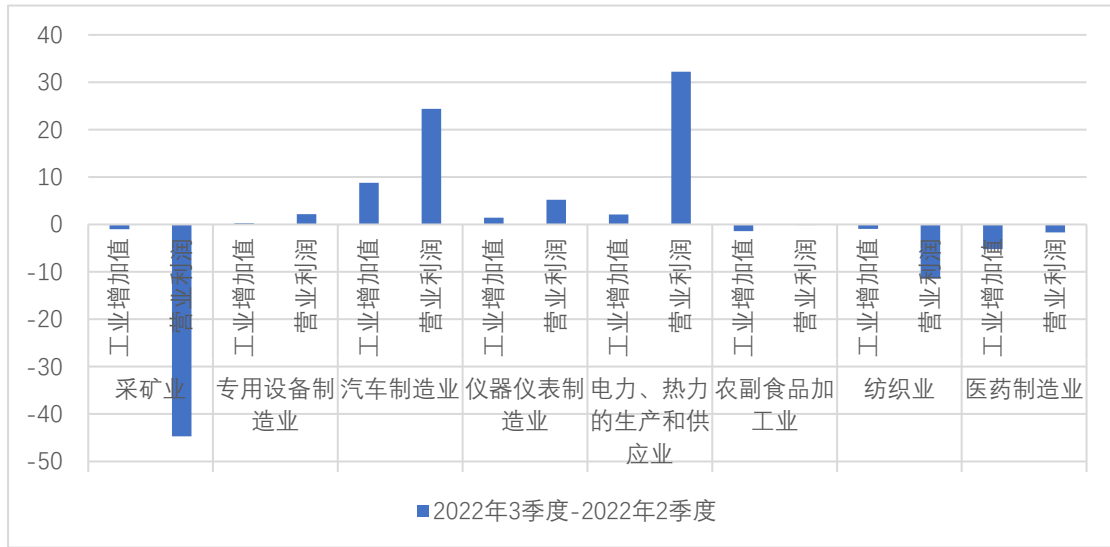


图 7 工业增加值与利润同比增速变化幅度 (百分点)

数据来源：Wind。

生产性服务业的景气度高于生活性服务业。受到制造业供需恢复的拉动，金融业和信息传输、软件和信息技术服务业等生产性服务业保持快速增长(图 8)，生产性服务业 PMI 指数也处于高度扩张区间，9 月份邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业 PMI 指数均高于 60.0%。而生活需求仍显疲软，虽然交运仓储、批发零售和住宿餐饮业等消费性服务业增速回升，但是距离常态水平尚有差距，生活性服务业 PMI 指数处于深度收缩区间，零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等接触型聚集型服务行业 PMI 均低于 45.0%。

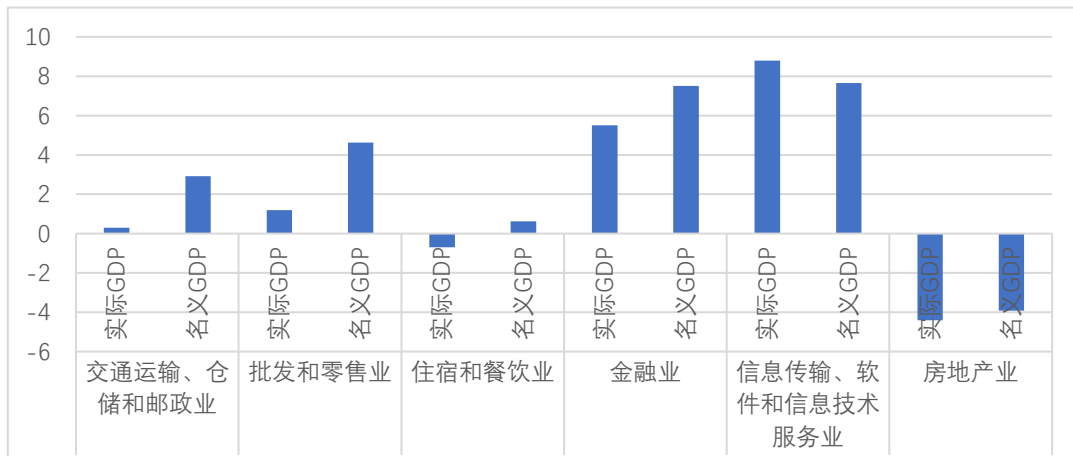


图 8 主要服务业 GDP 同比增速 (%)

数据来源：Wind。

（二）政府部门

第三季度政府信用总量余额为 76.5 万亿元，增速从上季度的 18% 下降至 14.8%，为去年第四季度财政政策转向积极以来首次放缓（图 9）。其中，中央政府信用增速从 11.4% 小幅加快至 11.9%，国债筹资加快以强化需求引导供给；地方政府信用增速从 21.3% 下滑至 16.2%，地方政府债券和城投债融资增速双双放缓，前三季度地方政府合规融资空间基本见顶。虽然地方债务融资增速回落，但是实物工作量持续形成，支撑基建投资延续高增，反映出政府投资实效进一步凸显。在财政收入下降、税期因素以及去年高基数的影响下，第三季度财政性存款同比下降，使得财政发力空间进一步紧缩。需强化对资金和项目使用管理的衔接政策，以平稳过渡第四季度的政府融资空档期。

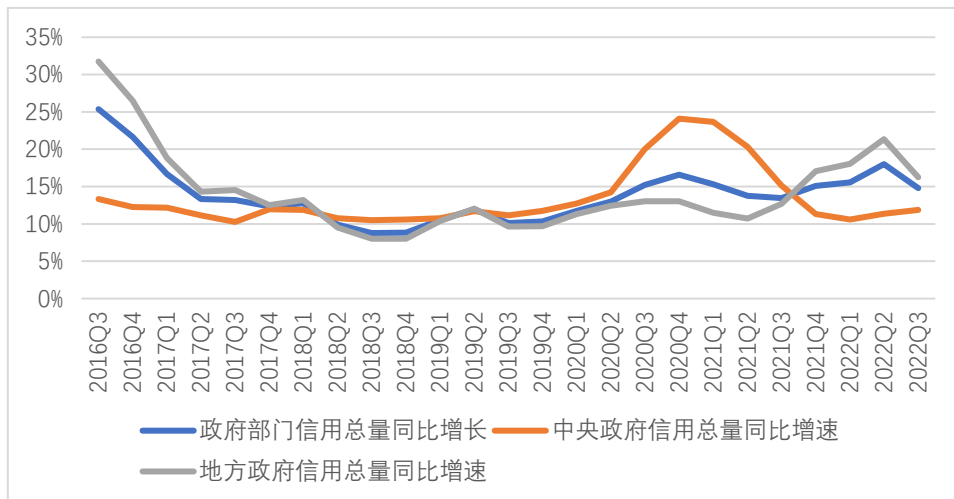


图 9 政府部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

政府财政延续“减收增支”特征，赤字和债务压力加大。中央和地方政府收入持续下降，一方面，这与今年税式支出力度大有关，相关税种的税收收入持续下降，另一方面，这也与疫情和房地产市场因素的负面影响有关，部分企业效益和土地出让收入表现不佳。因而，非税收入成为支撑财政收入增长的主要动力，主要在于原油价格上涨带动石油特别收益金专项收入增加、地方政府加大盘活闲置资产力度、矿产价格上涨带动资源收入增加。与此同时，中央和地方政府的财政支出保持增长，支出结构呈现重民生轻基建的特征。政府性基金收入增速持续负增长，土地使用权出让收入下降是主要拖累因素。与上半年表现不同的是，第三季度政府性基金支出累计增速不断下降，除了土地出让收入对应的支出下降以

外，专项债发行放缓也使得基建类基金支出增速回落。此轮“减收增支”财政政策已经持续六个月，中央政府发力难以缓解地方政府财政困难的局面，第三季度地方政府的一般公共财政收支赤字和政府性基金收支赤字同时达到历史同期最高赤字水平。多地区的财政空间逐渐缩小，而稳民生、稳基建的压力还在不断加大。同时，新增债务空间较小，化解存量隐性债务的压力也在逐渐攀升。要化解地方政府的赤字和债务压力，根本还在于对中央和地方政府之间财权事权与支出责任不匹配的财政体制进行改革。

大部分地区城投债净融资额下降，弱资质主体和地区下降更明显。地方的财政压力对城投公司的项目回款和财政补贴产生影响，与去年同期相比，今年第三季度城投债总发行量低、总偿还量高，导致净融资额同比下降 60%。分发行主体来看，AA 级及以下主体净融资规模降幅最大，其次是 AAA 级和 AA+级，AA+级主体占总净融资规模的比重超过 90%。分发行地区来看，全国 19 个地区城投债净融资额同比下降，包括浙江、山东、广东、上海等经济发达地区；11 个地区呈现净偿还态势，多位于西南、西北、东北。从发行利差来看，以 AA+级为例，大部分省份发行利差较去年同期收窄，而云南、甘肃、贵州、青海、吉林、天津的发行利差同比上升。

（三）居民部门

第三季度居民信用总量余额为 74.5 万亿元，同比增速从上季度的 8.1%下滑至 7.2%，延续了 2021 年第二季度以来的放缓趋势（图 10）。疫情反弹与房地产市场下行，导致居民消费需求疲软，短期和中长期消费贷款延续放缓，目前均处于历史较低增速水平。银行业继续推动普惠型小微企业贷款增速、户数“两增”目标落实，使得居民短期及中长期经营贷款增速改善。与企业部门相比，居民的货币窖藏现象更为显著，第三季度居民信贷融资增加 1.2 万亿元，居民定期存款增加 2.4 万亿元，定期存款增量是信贷融资增量的两倍，比例远超往年同期水平。

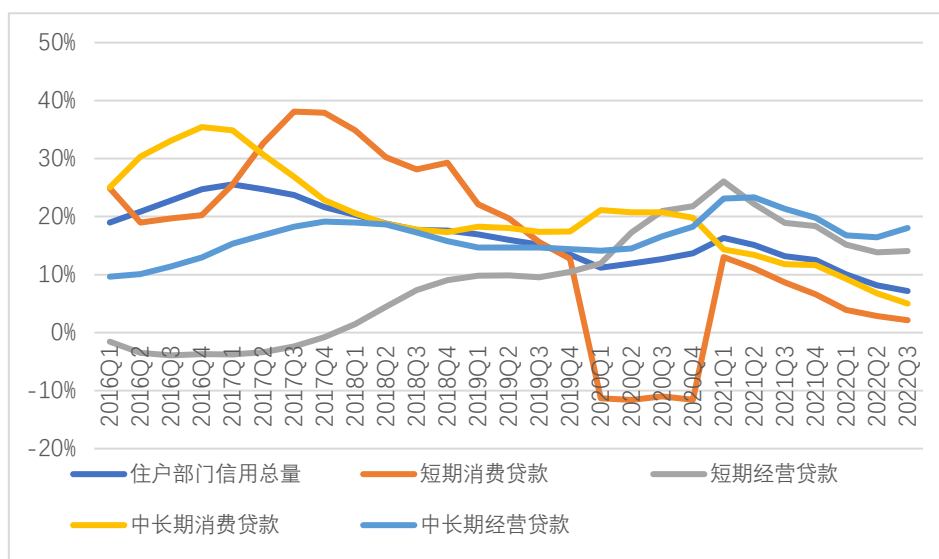


图 10 居民部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

虽然国家和地方层面都密集推出许多稳岗扩就业政策，但是，在经济发展放缓、结构性就业矛盾持续、疫情不确定性、毕业生总量高增等多重因素影响下，第三季度就业压力依旧较大，城镇调查失业率为 5.5%，与第二季度持平。毕业生群体就业形势有所改善，16 至 24 岁人口失业率从第二季度的 19.3% 下降至 17.9%。9 月份疫情多地多点散发，使得当月主体人群和农民工失业率小幅上升，25 至 59 岁人口失业率为 4.7%，较第二季度上升 0.2 个百分点，本地户籍人口失业率为 5.4%，上升 0.1 个百分点，外来农村户籍人口失业率为 5.5%，上升 0.2 个百分点。

居民收入和支出增速自去年第二季度以来首次回升。扣除价格因素，全国居民人均可支配收入的实际增速从第二季度的 3% 提高至 3.2%，已经连续三个季度高于 GDP 增速，主要得益于工资性收入、经营净收入增长改善。全国人均消费性支出的实际增速从第二季度的 0.8% 提高至 1.5%，食品、生活用品及服务、交通和通信支出增速提高。若居民收入能够延续改善，将进一步释放居民消费潜力，增强内需对经济增长的拉动作用。

三、三种通胀格局

今年货币政策力度很大，前三季度 M2 增加 24 万亿元，增量超过 2021 年全年水平，拉动 M1 增速自年初以来持续回升（图 11）。但是宽流动性对经济增长

的刺激力度不及往年，前三个季度经济实际累计同比增速分别是 4.8%、2.5%、3%，并且经济复苏过程中出现三种分化，一是上游和中下游的分化，二是生产活动和生活活动分化，三是房地产行业和其他行业的分化。分化的根本原因是内需不足，由此，我国正呈现出与其他发达国家不同的通胀格局。

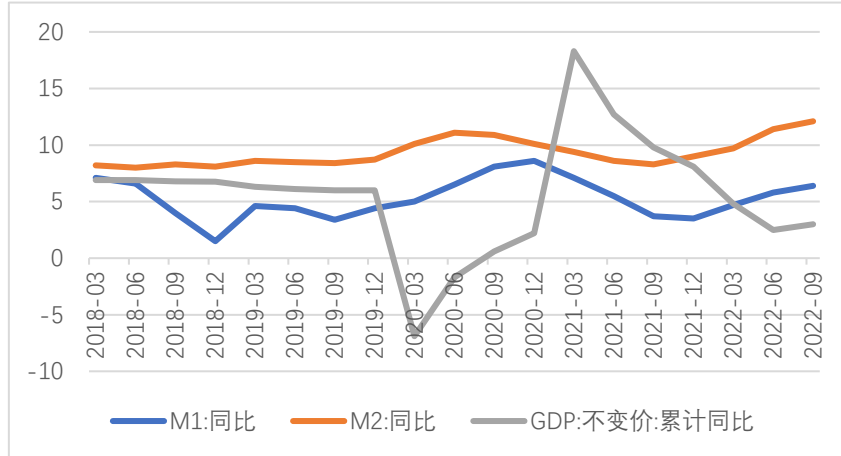


图 11 货币供应与经济增长增速 (%)

数据来源：Wind。

在美国、中国、欧元区、日本等前四大经济体中，今年以来呈现出三种不同类型的通胀格局，即美国的内生性通胀、中国的内生性通缩和欧、日的输入性通胀（图 12）。三种通胀格局的原因、影响和应对措施各有差异。

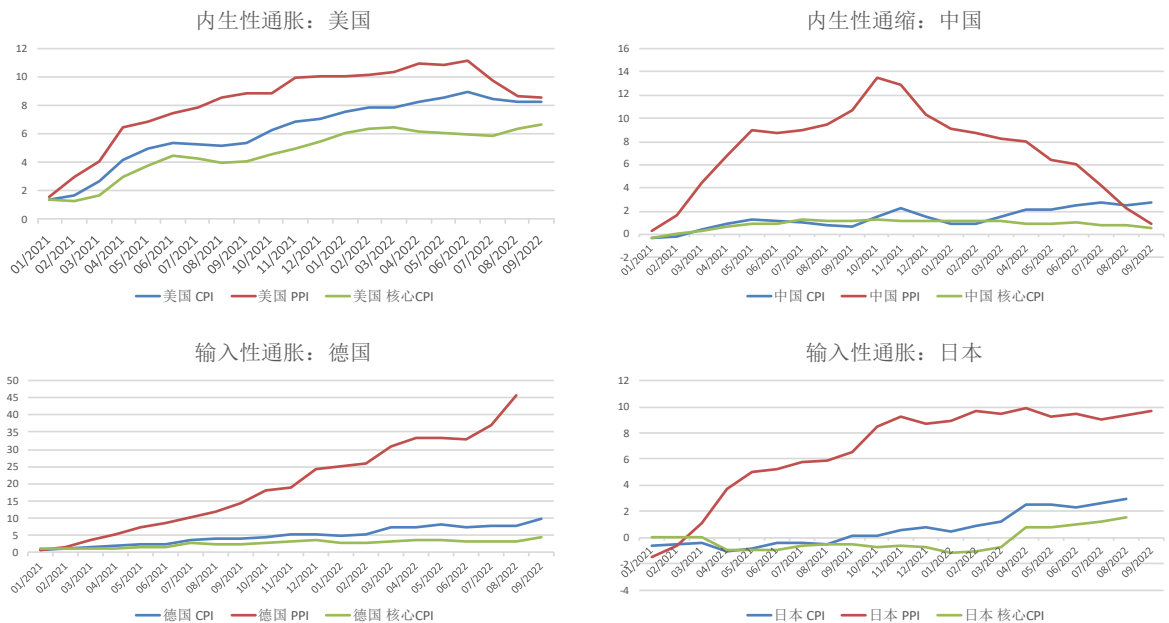


图 12 2021 年 1 月-2022 年 9 月前四大经济体的通胀态势 (%)

数据来源：CEIC。

注：“核心 CPI”为扣除食品和能源的 CPI。

（一）内生性通胀：美国

美国的内生性通胀是经济内部总需求扩张导致的需求拉动型通胀，受旺盛需求的拉动，这种通胀表现为几乎同时上涨的 PPI、CPI 和核心 CPI。自去年 3 月份以来，美国的 CPI 和 PPI 同时高企，今年 9 月份 CPI 和 PPI 高达 8%和 9%，特别是核心 CPI 也录得近 7%，各项物价指数均为两次石油危机以来的最高值。

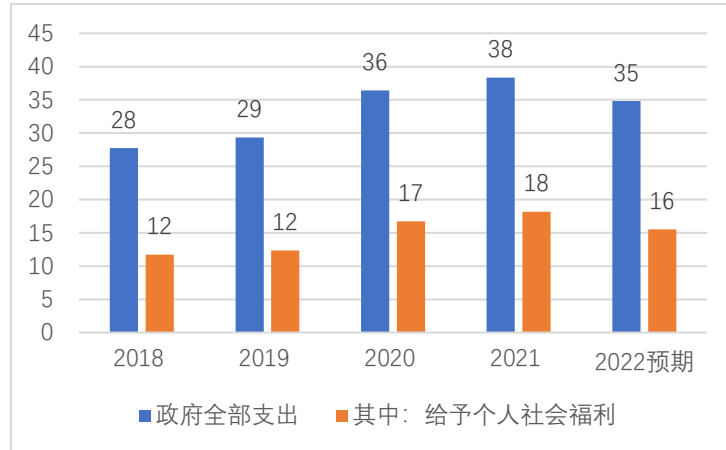


图 13 美国政府支出（万亿美元）

数据来源：CEIC。

为了应对两次石油危机以来最为严重的通胀压力，自今年 3 月份以来，美联储采取了持续、大幅度加息的激进紧缩政策。然而，回顾疫情以来美国的财政货币政策可以发现，当前这场通胀恰恰是 2020 年新冠疫情爆发后，美联储联手美国财政部采取的极其激进的 MMT（现代货币理论）政策所致。简单地说，就是“直升机撒钱”。首先是美国政府史无前例的财政扩张政策。在疫情爆发后的 2020 和 2021 两年，美国政府全部支出分别为 36 万亿和 38 万亿美元，两年合计较往年增加了 16 万亿美元。增加的财政支出主要是用于补贴受疫情影响的美国家庭部门。2020 和 2021 两年财政给予个人的社会福利支出分别为 17 万亿和 18 万亿美元，两年合计较往年增加了 11 万亿美元——在两年疫情期间，每个美国人平均获得了相当于人均年收入一半、共计约 3 万亿美元的政府补贴。

财政支出的大幅增加当然不是来自于征税，而是来自于史无前例的货币扩张政策。2008 年美国狭义货币供应量为 1.63 万亿美元，至 2019 年达到 4.04 万亿美元，11 年时间只增加了约 2.4 万亿美元。新冠疫情爆发后，2020 年美国狭义货币供应量飙升到近 18 万亿美元，2021 年底达到近 21 万亿美元。仅仅用两年时间，货币扩张了 5 倍之多，增加了 16 万亿美元——这与美国财政支出两年增

加的数额完全相等。货币供应量飙涨的背后是美联储大规模的“扩表”：从2020年初至2021年底，美联储资产从4.4万亿美元翻番达到8.9万亿美元，其中，美联储持有的美国国债占国债存量的比重从13%上升到24%，持有的资产证券化产品占存量的比重从41%上升到69%。

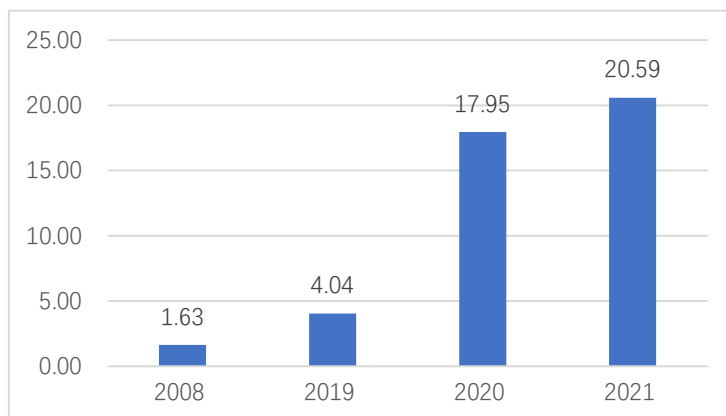


图 14 美国狭义货币供应量 M1 (万亿美元)

数据来源：CEIC。

所以，美国的通胀完全是因为货币政策印钞票、财政政策补贴家庭的结果——这是二战以来从未发生过的情况。对于这种量化宽松导致的通胀，仅仅是加息这种价格政策很难收回数量政策（量宽）泼出去的“水”。可以看到，尽管美联储在缩表，但截止8月份美国的M1依然保持在21万亿美元。同时，与2000年、2005年加息相比，美国联邦基金利率尚处于较低的位置（图15），更不用说跟两次石油危机期间相比——当时联邦基金利率超过了20%。



数据来源：同花顺Find

图 15 2000 年以来美、欧、日货币政策基准利率

数据来源：同花顺。

总之，为应对两次石油危机以来最严重的通胀，美联储加息缩表的步伐还将至少持续到明年上半年，直至美国经济出现明显衰退的迹象。在此期间，美元将继续保持强势地位。

（二）输入性通胀：欧元区和日本

欧元区和日本的输入性通胀是国际石油、天然气价格上涨导致的成本推动型通胀，在内需羸弱的情况下，这种通胀表现为飙涨的 PPI，但同时低得多的 CPI 和核心 CPI（图 12）。尤其是严重依赖俄罗斯能源的欧元区，能源价格涨幅已经远远超过两次石油危机期间。以德国为例，自 2021 年下半年全球石油、天然气价格上涨以来，PPI 就高达两位数，今年由于俄乌战争，8 月份更是达到 46%。与高企的 PPI 相比，德国的 PPI 和核心 CPI 要低很多，但在 9 月份 CPI 达到了 10%，核心 CPI 达到近 5%，均为二战以后的历史最高水平。

对于当前的通胀问题，欧央行于 9 月份采取了加息措施（图 15），预期至年底可能继续加息 75 个 bp。然而，由于两个原因，欧央行加息政策可能收效有限。其一，与美国的内生性通胀不同，欧元区面临的输入性通胀取决于外部石油、天然气价格。之前的报告中我们提到，全球正处于一个能源需求大幅跃迁的时期，能源价格可能将长期维持在高位。以石油价格为例（图 16），虽然石油现价在 2022 年已经达到 1861 年以来的历史最高位，但是，从石油可比价看，截止 2021 年依然只有 71 美元/桶，远低于两次石油危机期间的 110 美元/桶和 2011 至 2013 年间的 120 美元/桶。

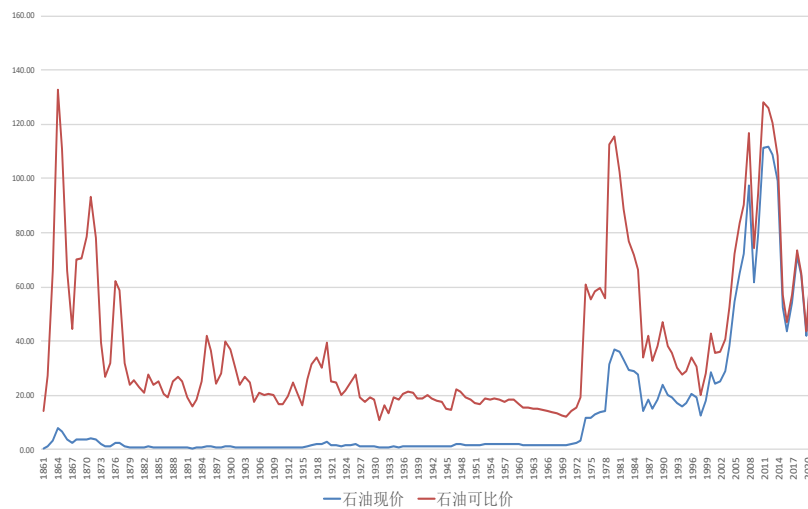


图 16 1861-2022 年石油价格

数据来源：CEIC，英国石油公司。

其二，欧元区 19 个成员国的各项经济指标正在迅速分化，加息可能导致南方国家经济雪上加霜。从欧债市场的反应看（图 17），自今年 3 月份俄乌战争以来，希腊、意大利等南方国家的国债相对于德国国债的利差再次大幅上升，充分反映了市场对南方国家再次陷入主权债务危机的担忧。

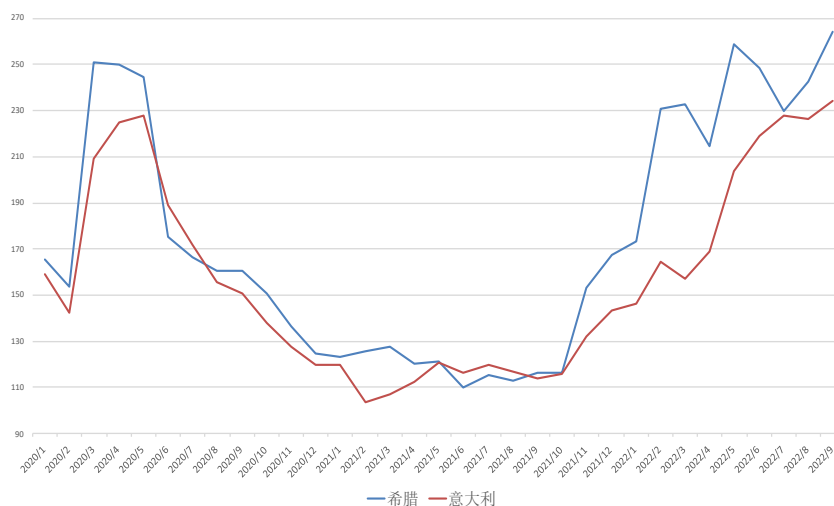


图 17 希腊和意大利十年期国债与德国国债利差 (bp)

数据来源：CEIC。

与欧元区相比，由于对俄罗斯能源的依赖较低，日本输入性通胀的程度也要低很多。PPI 自去年底以来维持在 10% 左右的水平，同时，受长期人口负增长的影响，核心 CPI 在今年 4 月份之前一直是负增长，4 月份开始正增长，但最高也只有 1.6% 的水平。由于通胀压力较低，截止 10 月份，日本无担保隔夜拆借利率（日本银行的货币政策基准利率）依然为负值，日本的负利率政策已经维持了 6 年（图 15）。

（三）内生性通缩：中国

与美、欧不同，中国正在面临的是内需不足导致的内生性通缩（图 18）。观察中国的 CPI，近期似乎有通胀压力。自今年 4 月份以来，CPI 已经连续 5 个月突破 2%。9 月份，CPI 中粮食和猪肉价格同比高达 3.6% 和 36%，受此影响，CPI 达到了 2.8%。然而，观察中国的核心 CPI 和 PPI，则是一番通缩景象。核心 CPI 自 4 月份就跌破 1%，9 月份仅为 0.6%。一般以为，核心 CPI 在 1% 以下就可以认为经济进入到通货紧缩状态。与此同时，去年下半年以来由能源生产资料价格推动的高 PPI 持续回落，今年 9 月份已经低至 0.9% 的水平。按照这种趋势，第四季度可能就会进入到 PPI 通缩状态。

从长期趋势来看，中国的内生性通缩是人口负增长的自然结果。2010 年中国劳动年龄人口占总人口比重达峰，2015 年劳动年龄人口达峰，2022 年很可能总人口达峰。在这种人口态势下，自 2011 年以来，整个投资增长率就一直处于趋势性下滑的态势，第二产业（尤其是制造业）、第三产业（尤其是房地产业）都呈现出投资持久萎靡的状态。在投资萎靡的过程中，名义贷款利率和真实贷款利率也都处于下降的趋势。投资增长率和贷款利率的双双下降反映的是人口负增长的长期影响：资本边际报酬持久下滑。

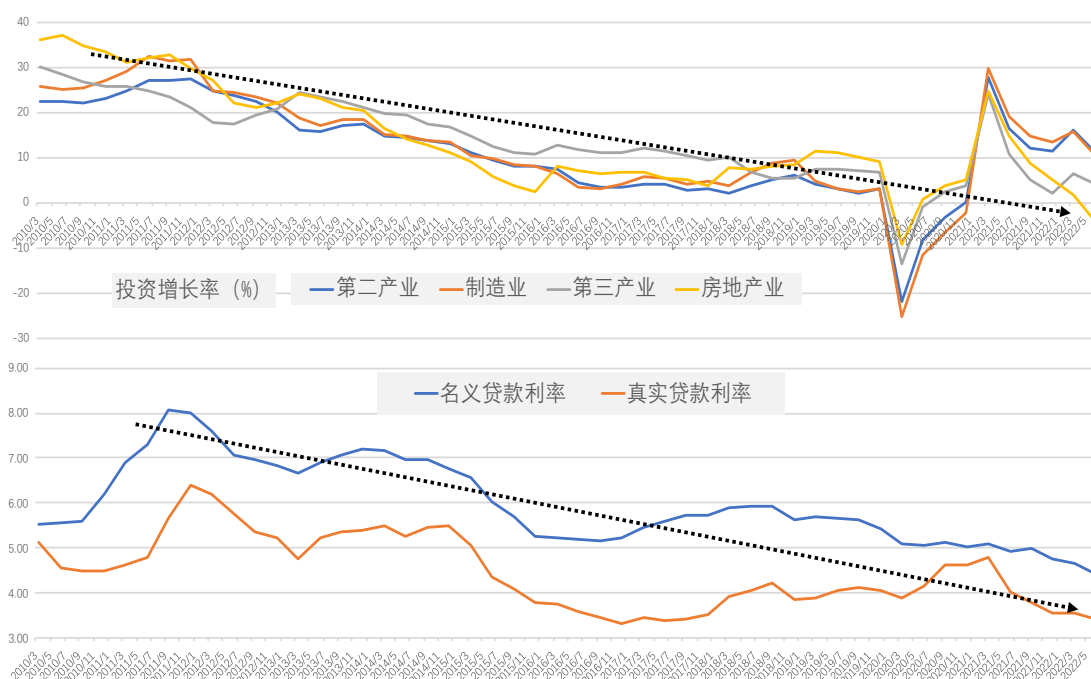


图 18 中国的投资增长率和贷款利率

数据来源：CEIC。

注：“名义贷款利率”为贷款加权平均利率；“真实贷款利率”为名义贷款利率减去核心 CPI。

从短期态势看，疫情冲击是造成内需不足和内生性通缩的直接因素。疫情冲击使得居民和企业的信心受挫，内需疲软。今年截至 9 月份，在地方政府专项债的带动下，累计社融同比增速保持在 12% 左右，但是，非金融企业中长期贷款增速仅为羸弱的 3.8%，居民中长期贷款更是低至 -50.9%。9 月份的城镇消费同比为 2.5%，海关统计的进口同比陷入负增长。

能够反映当前疫情影响的一个直接指标是新冠肺炎疫情的医学观察人数（图 19）。自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，医学观察人数有三个高峰：其一是 2020 年初疫情刚爆发时；其二是今年 3 月份上海疫情爆发期间；其三是今年 9 月

份以来。从10月15日起，医学观察人数已超过40万人，正接近今年3月份的高点。

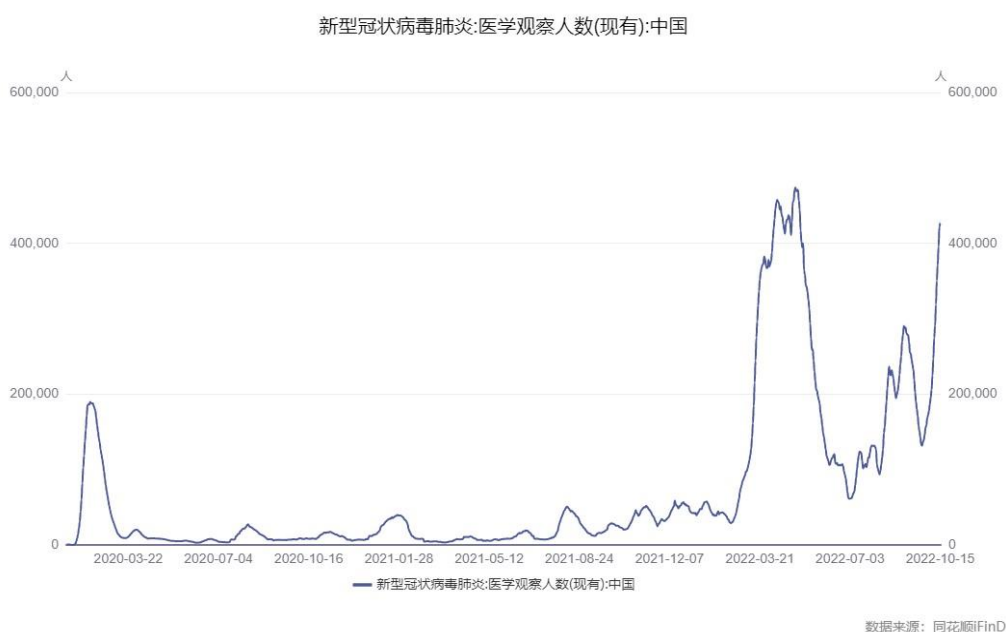


图 19 新冠疫情医学观察人数

数据来源：同花顺。

随着欧美经济的收缩，疫情的反复冲击可能会给经济带来更大压力。对于我国经济面临的长期问题，我们认为，在党的二十大之后，随着各项政策措施的推行，最终将得到彻底解决。

下阶段，首先是要持续加大保供稳价政策力度，保障产业链供应链顺畅运转，释放中下游企业及中小企业的盈利空间。其次，在疫情常态防控下保证正常的生产生活秩序，加强财政、货币、产业、就业、收入等系列政策的协调配合，扩大民间投资，促进居民消费，提振内需。最后，防范化解房企资金链风险，尽快探讨推进房地产发展新模式。**财政政策方面**，一是调整中央与地方的财权事权与支出责任之间的分配，由中央财政承担更多的支出责任，减轻地方政府的财政压力。二是适当扩大地方政府的财政空间，通过现金补贴、税式支出、转移支付等方式支持实体经济发展，稳定和提振市场信心。三是强化衔接资金项目管理，打好第四季度收官之战。**货币政策方面**，一是强化结构性货币政策工具的使用，支持重点领域和薄弱环节，撬动更多有效投资和消费。二是维护房地产市场融资平稳，引导个人住房按揭贷款利率下行，支持刚性和改善性住房需求，推动“保交楼”专项借款加快落地使用。三是保持货币政策的相对独立性，继续实施逆周期调节

和跨周期调节，以扩大内需为战略基点，深化“以国内大循环为主体、国内国际双循环”新发展格局，释放经济增长的内生动力。

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。