



**NIFD**

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

# NIFD季报

主编:李扬

---

## 中国宏观金融

殷剑峰

张 旻

2021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、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。

# PPI 滞胀

## ——2021 年 3 季度中国宏观金融形势分析与展望

### 摘 要

在全球能源供需缺口扩大、国内局部疫情反复、能耗双控政策的影响下，我国经济的恢复仍不稳固，固定资产投资持续不振，消费反弹难以改变后人口红利时期的下行趋势。价格因素进一步支撑了外需韧性，不过全球经济复苏步伐放缓将使我国进出口面临下行压力。

信用增速进一步放缓。企业部门的信用扩张力度明显放缓，投资意愿和融资需求都在减弱，债券市场在偿还高峰下违约情况加剧。工业增加值已经恢复至疫情前水平，但行业间利润严重分化，与化工原料采集加工相关的行业利润增长较高，而中下游行业利润增长乏力。制造业的景气度明显下滑，中小型企业利润空间再被压缩，非制造业的景气度也需进一步改善。政府部门的信用扩张力度有所减弱，专项债发行加快，但整体进度仍然偏慢。年内偏紧的城投政策加剧了城投平台分化，资金加速向经济发达地区聚集。今年政府财政呈“收多支少”特征，抓住当前“稳增长”压力较小的窗口期，增强财政的可持续性，为后续的财政政策拓宽了空间。居民部门信用扩张力度小幅加强，主要是经营贷款增速仍然较高。受到收入增速回落及房贷市场收紧的影响，居民消费贷款持续疲软，存在明显的存款定期化特征。

今年我国经济的典型特征是 PPI 滞胀。与 2012 年之前 PPI 的上涨机制不同，此轮 PPI 上涨虽然也有外部油价、铜价上涨向内部传导的因素，但主要因素在于内部煤炭供给的缩减。考

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

● 张昉

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

中国宏观金融

地方区域财政

宏观杠杆率

中国财政运行

中国金融监管

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

考虑到价格惯性，预期 10 月份的 PPI 生产资料价格和整个 PPI 还将继续攀升。如果没有供给侧的明显改善，PPI 的峰值要到 11 月、甚至 12 月才能来临。当前银行体系流动性供求基本平衡，四季度稳货币、稳信用、稳财政大概率成为政策的主要基调，结构性货币政策工具将进一步发挥作用。

## 目 录

一、总需求情况 .....	1
二、部门信用总量分析 .....	4
(一) 企业部门 .....	4
(二) 政府部门 .....	6
(三) 居民部门 .....	8
三、PPI 滞胀 .....	9

## 一、总需求情况

前三季度我国名义 GDP 增速为 13.9%，剔除基数影响后，两年平均增速<sup>1</sup>为 7.7%，低于 2019 年同期。3 季度净出口对 GDP 的累计同比贡献率超过了资本形成，这是 2015 年有统计以来同期首次，主要是价格因素支撑了外需韧性。3 季度我国经济增长的特点是投资持续不振、消费趋势性下行、进出口高位趋降。总体来看，在全球能源供需缺口扩大、国内局部疫情反复、能耗双控政策的影响下，我国经济恢复仍不稳固。



图 1 往年同期 GDP 同比贡献率 (%)

数据来源：Wind。

**投资持续不振。**今年固定资产投资的两年平均增速降幅不断加深，9 月份一产、二产、三产固定投资的两年平均增速分别为-5%、-7%、-7%。与之相反的是，今年房地产开发投资增速一直保持在 8% 左右。为何会存在这种相悖的现象呢？按理说，房地产开发投资对于其他产业同时存在拉动、挤出双重效应。以制造业为例，一方面，房地产会提振建材、家电、家具需求，拉动制造业的生产投资，另一方面，大量资金、人才流向房地产市场，会挤占制造业的生产要素。2016 年以前，房地产开发投资对制造业具有明显的拉动作用（图 2），例如，在全球金融危机期间，房地产开发投资增速从 2009 年 2 月的 1% 持续上涨至 2010 年 7 月的 37.2%，有力地拉动第二产业投资增速从 2010 年 2 月份持续上涨至 2011 年 12 月份。但从 2016 年开始，暴涨的房价大幅侵蚀了居民的消费意愿，也加剧了资金

<sup>1</sup> 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。

“脱实向虚”的现象，二者增速逐渐分化，拉动作用明显减弱，挤出效应明显增强。疫情以来，社会资本明显向房地产行业倾斜，对其他产业、尤其是制造业的挤出效应更加突出。今年年中房地产市场调控趋严，下半年房地产开发投资、房地产销售额的两年平均增速都有所放缓，挤出效应料将有所缓解。不过，社会资本回流制造业的程度还要看制造业利润的修复情况以及企业经营预期。

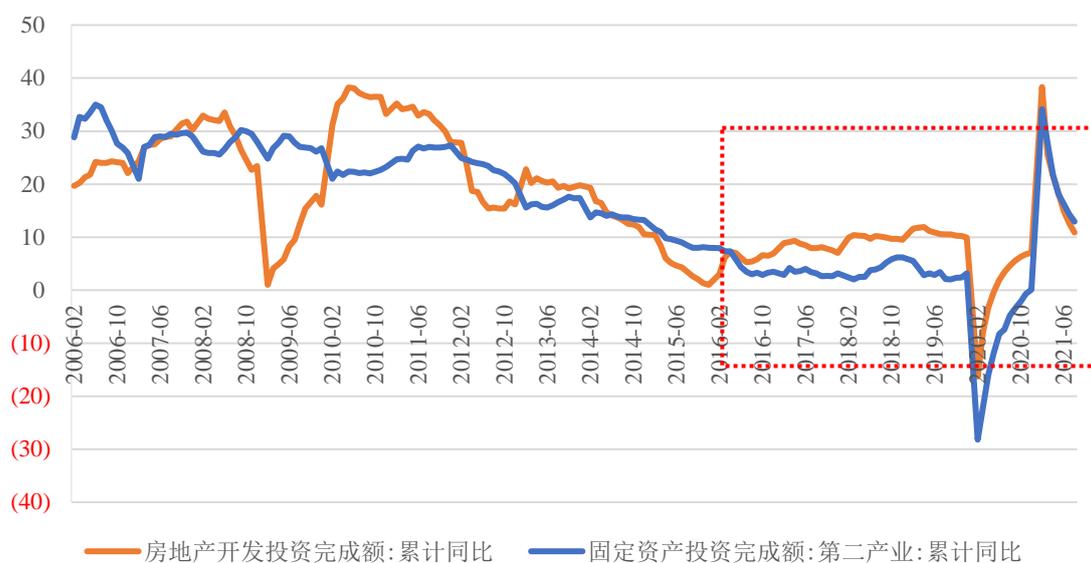


图2 固定投资同比增速 (%)

数据来源: Wind。

**进出口增速高位趋降。**3 季度我国进、出口延续了年初以来的高速增长趋势，贸易额较 2019 年同期分别增长 29%、31%。进、出口贸易额的高增，主要是受到国际大宗商品价格上涨的推动。全球供需失衡以及能耗调控使得能源价格大幅上涨，煤炭、原油和天然气的价格较去年同期分别上涨了 2 倍、1 倍和 3 倍左右，同时金属价格仍然保持过去十年以来的高位（图 3）。另一个原因是受益于海外制造业复苏，今年以来我国机电产品的进、出口金额一直保持着两位数的增幅，其中，机床的进、出口数量较 2019 年同期增长了近一倍。不过，2 季度起我国制造业的新出口订单 PMI 和进口 PMI 陆续开始下行，反映出全球经济复苏步伐放缓，后期我国进出口仍将面临下行压力。

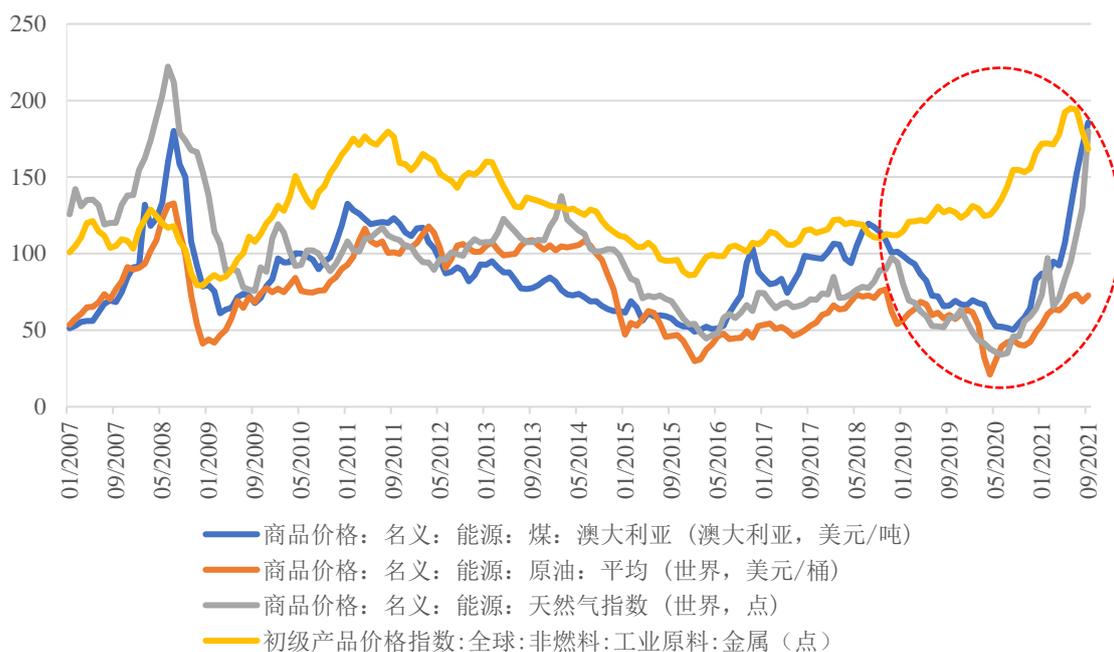


图3 国际大宗商品价格走势

数据来源：Wind。

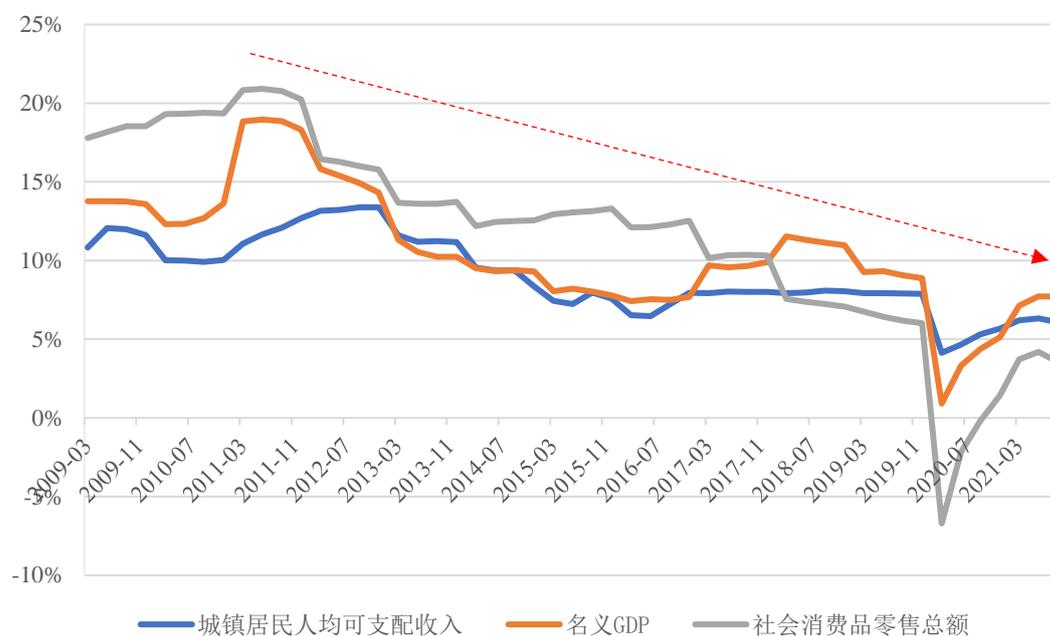


图4 两年平均增速比较（%）

数据来源：Wind。

**基数效应掩盖了消费的下行趋势。**虽然今年我国社会消费品零售总额的同比增速普遍高于往年同期，但是剔除基数效应后，消费的两年平均增速并没有改变2011年以来的下行趋势。这是我国人口结构变化这一中长期因素导致的。2010年我国劳动年龄人口达到顶峰，2016年我国劳动年龄人口开始负增长。这种人口格局变化导致我国经济增速趋势性下行、居民收入增速趋势性放缓、消费趋势性下滑（图4）。由于终端消费市场疲软，PPI向CPI的传导并不显著，当前核心CPI、消费品CPI、服务CPI的累计同比增速均不超过1%。考虑到后续对能源燃料的刚需，4季度CPI很有可能出现结构性上涨，当前交通工具燃料CPI累计同比增速已经达到13%。

## 二、部门信用总量分析

今年的融资环境以“信用收缩”为主线。3季度我国非金融部门信用总量为303万亿元，同比增长9.5%，受到去年高基数影响，增速创2019年以来最低。3季度信用总量增量为6.2万亿元，低于2020年同期、高于2019年同期水平。各融资渠道的信用创造活动增速均在放缓，3季度信贷余额的同比增速为11.6%，较去年同期下滑1.5个百分点，主要是因为企业短期贷款、居民中长期贷款增速回落；债券融资余额的同比增速为11.7%，较去年同期大幅下滑7.9个百分点，主要是因为债券市场进入偿还高峰；非银行金融机构创造的信用规模同比下降9.2%，较2020年同期跌幅扩大3.6个百分点，其中委托贷款降幅进一步收窄，信托创造的信用降幅进一步扩大。

### （一）企业部门

3季度企业部门信用总量为167万亿元，同比增速为6.6%，较2020年同期下降4个百分点，信用扩张力度明显减弱。分融资工具来看（图5），企业贷款增速为11.2%，延续了2020年3季度以来的小幅下行趋势；债券增速为1.5%，自2020年2季度以来大幅放缓；非银创造的信用规模同比下降10.5%，降幅较2季度进一步加深。

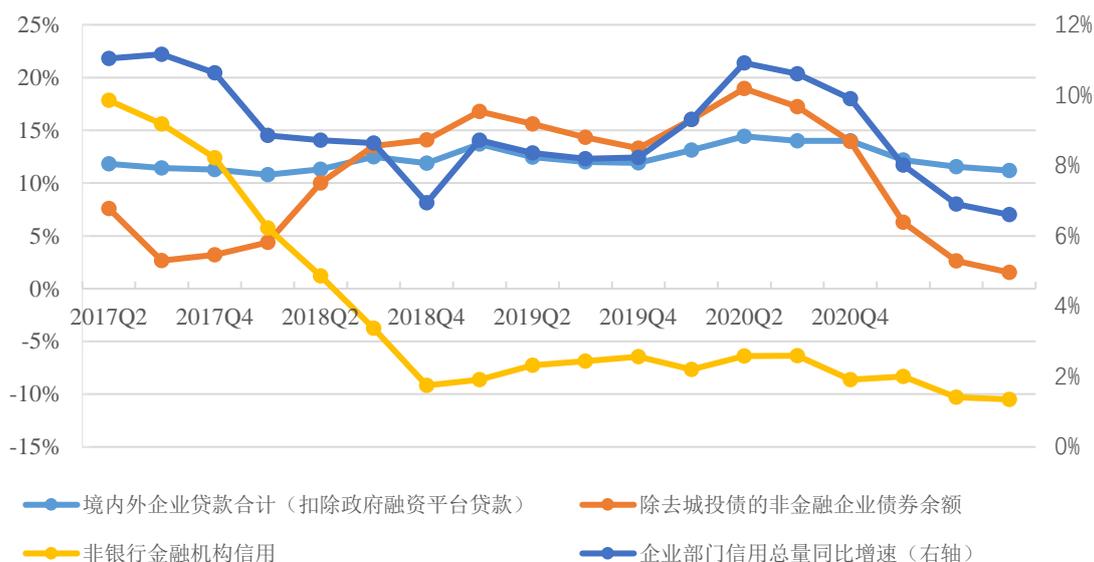


图5 企业部门各融资工具同比增速情况

数据来源：国家金融与发展实验室。

企业信贷方面的特点是投资意愿和融资需求都在减弱。3季度企业短期贷款余额下降1855亿元，主要是受到季节性因素影响；企业中长期贷款增量回落，余额增加1.8万亿元，较去年同期少增0.6万亿元，一方面是因为今年放贷节奏前倾，上半年企业中长期贷款增量较高，另一方面是因为能耗双控政策下一些行业生产受限，企业的投资需求回落。从企业存款来看，3季度企业定期存款增加6065亿元，较去年同期少增3430亿元，企业的货币窖藏现象好转；活期存款下降8516亿元，较去年同期多减2683亿元，除了企业盈利修复不均衡外，还在于居民部门消费萎靡、使得居民存款向企业存款的转移受阻，导致企业的投资意愿不强，拖累M1同比从年初的14.7%连续8个月下滑至9月份的3.7%。

企业债券市场方面的特点是偿还高峰下债券违约加剧。3季度企业债券总发行量为4万亿元，创下历史最高水平。同时企业债券已经进入偿还高峰期，3季度总偿还量为3.2万亿元，仅次于2020年4季度水平。在偿还高峰下，3季度债券违约的规模和数量都较2季度进一步增加，而且中央国企违约占比提高：1季度地方国企违约爆发，违约规模占比61%，其次是民企占比30%；2季度起国资委加强了对地方国企的风险管控，地方国企违约迅速收敛，民企违约占比跃升85%；3季度民企违约61%，而中央国企违约占比提高至23%，均为方正、紫光两家校企连续违约。2、3季度非首次违约债券的违约规模占比都在95%左右，

反映出首次违约极易转化为多次违约，并对债券市场造成持久影响。3 季度违约债券的余额在 700 亿左右，意味着本轮债券违约潮远未结束。前三季度债券违约 1551 亿元，已经近乎 2020 年全年的违约规模。

今年以来，在出口带动以及政策帮扶下，我国工业经济恢复态势向好，1 至 9 月份工业增加值的两年平均增速为 6.4%，高于 2019 年同期水平。工业企业利润增长较快，今年的两年平均增速一直保持在 20% 左右，应收账款平均回收期普遍低于 2019 年同期，资金压力明显缓解。不过，受到化工原料价格上涨的影响，行业间利润明显分化。与化工原料采集加工相关的采矿、制造行业利润涨幅较大，1 至 8 月份黑色金属矿采选业、燃料加工业的利润两年平均分别增长 98%、71%，而中下游行业利润增长明显乏力，1 至 8 月份纺织业、汽车制造业、电热力的生产和供应业的利润两年平均分别增长 2%、3%、-6%。

由于行业间利润严重分化以及企业预期等原因，制造业的景气度明显下滑。我国制造业的整体 PMI、生产 PMI、三项订单 PMI、采购 PMI 在 6 个月的持续下行后已经降至荣枯线之下，而原材料购进价格、出厂 PMI 却仍在不时向上反弹。化工原料涨价、局部地区疫情反复以及能耗调控是导致供需两端双双疲软的重要原因。企业的景气度持续分化，中、小企业 PMI 降至荣枯线以下，小型企业生产和需求萎缩幅度更深。大型企业的成本已经向终端市场传导，9 月份原材料价格 PMI 较 6 月份下降了 1.3 个百分点，同期出厂价格 PMI 上涨了 6.1 个百分点；中、小型企业的议价能力较弱，成本向终端市场传导受阻，其利润空间被进一步压缩，与 6 月份相比，中型企业 9 月份原材料价格 PMI 涨幅较出厂价格 PMI 高出 1.5 个百分点，小型企业 9 月份原材料价格 PMI 涨幅较出厂价格高出 2.1 个百分点。对于非制造业，除了价格 PMI 和在手订单 PMI，其他商务活动、新订单、活动预期等 PMI 都低于 2007 年以来的历史同期，反映出非制造业景气度需进一步改善。

## （二）政府部门

3 季度政府部门信用总量为 66.7 万亿元，受到去年高基数影响，信用扩张力度有所减弱，同比增速为 13.5%，较 2020 年同期下降 1.8 个百分点。今年财政发力明显后置，3 季度政府信用单季度增加 2.9 万亿元，创下 2007 年有统计以来最高。本季度中央政府的信用总量为 22.1 万亿元，同比增速为 15.1%，较去年同期

下降 5 个百分点，处于近年较高水平；地方政府的信用总量为 44.6 万亿元，同比增速为 12.7%，较 2020 年同期略降 0.4 个百分点，也处于近年较高水平（图 6）。

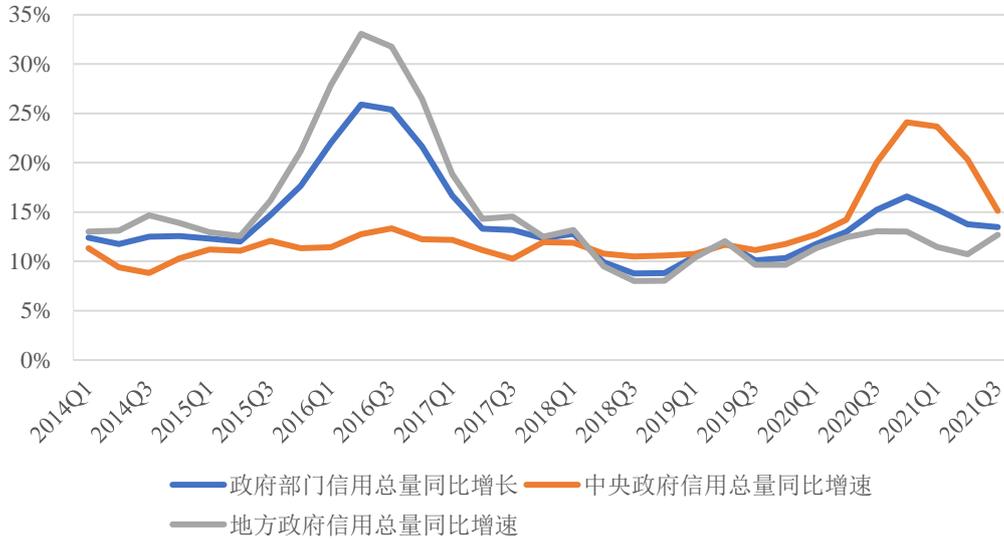


图 6 政府部门信用总量同比增速

数据来源：国家金融与发展实验室。

**专项债发行节奏偏慢，城投债平台加剧分化。**3 季度地方政府专项债券巨额发行 1.4 万亿元，创历史新高，但是年内发行进度仍然偏慢，前三季度的发行额不到年限额的 70%。7 月份银保监会 15 号文进一步收紧了城投平台的融资环境，但 3 季度城投债发行反而进一步加快，余额增速从 2 季度的 17% 提高至 21%，这是因为地方城投平台资质不同，政策对市场的影响偏结构性，例如，江苏、浙江等优资质地区利差收窄、发行增速较高，而云南、天津、东北三省等弱资质地区利差明显走阔、发行增速较低甚至下降。资金加速向经济发达地区聚集，城投平台明显分化。

**今年政府财政呈“收多支少”特征。**9 月份中央及地方财政收入的两年平均增速分别为 3.1%、5.5%，中央政府收入增速修复较慢，而地方财政收入增速已经恢复至 2019 年同期水平，这主要得益于税收收入增速已经恢复至接近疫情前水平；9 月份中央及地方财政支出的两年平均增速分别为 -1.9%、0.5%，央、地财政支出均大幅放缓，民生类如教育、科学技术、文旅传媒、社保就业等支出的两年平均增速保持较低的正值，基建类如节能环保、社区事务、交通运输等支出的

两年平均增速均为负值。政府抓住当前“稳增长”压力较小的窗口期，增强财政的可持续性，防范化解隐性债务风险，为后续的财政政策拓宽了空间。

### （三）居民部门

3 季度居民部门信用总量为 69.5 万亿元，同比增速为 13.2%，较去年同期略高 0.5 个百分点，信用扩张力度小幅加强。从融资工具来看（图 7），消费贷款持续疲软，3 季度短期及中长期消费贷款同比增速分别为 8.7%、11.8%，均处于历史较低水平；经营贷款保持高增，3 季度短期及中长期经营贷款同比增速分别为 18.9%、21.3%，虽然较年初高点有所回落，但仍处于历史较高水平。经营贷款增速较高的原因，一是普惠小微企业贷款延期还本付息政策延续至年底，二是仍有部分经营贷违规流入了房地产市场。

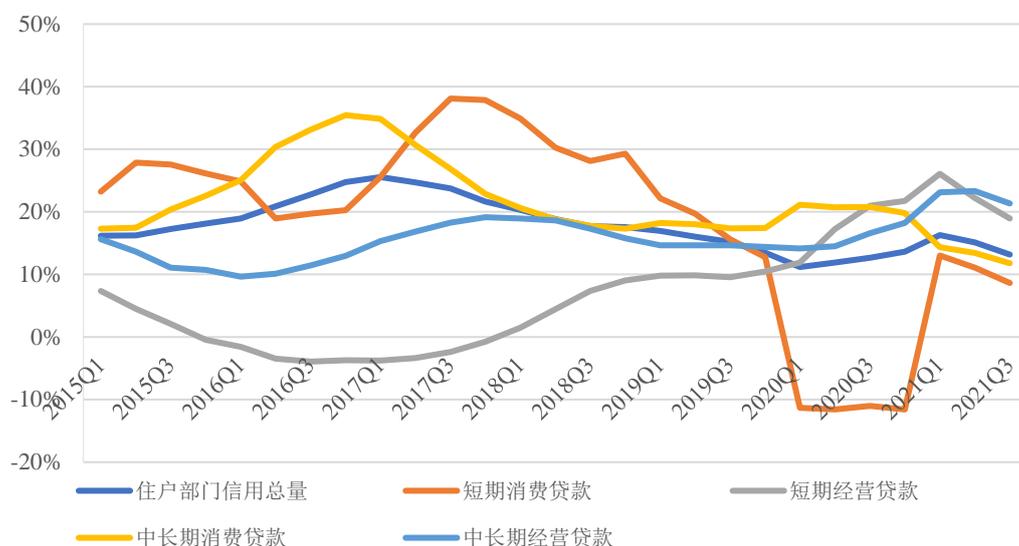


图 7 住户部门各融资工具同比增速

数据来源：Wind。

消费贷款的疲软，一方面是因为居民收入增速面临下行压力，3 季度居民收入的两年平均增速从 2 季度的 6.3% 下滑至 6.1%，这是 2020 年以来增速首次回落，反映出疫情后居民收入的反弹力度有限，难以突破后人口红利时期的长期回落趋势。因此，居民支出意愿减弱，除了食品支出以外，衣着、居住、家用设备、医疗保健、交通通讯、教文娱等支出的两年平均增速都远不及疫情前水平。另一方面是因为房地产金融调控加强，今年监管机构围绕限售、限价、限购、限贷出台了一系列调控措施，房贷市场被明显收紧，中长期贷款增速迅速回落。

同时，居民部门存在明显的存款定期化特征。3 季度居民活期存款下降 477 亿元，延续了 2 季度的下降趋势；居民定期存款增加 1.1 万亿元，高于去年同期水平。当前国内经济恢复尚不稳固，居民的储蓄意愿较强，同时房地产调控收紧也促使居民将购房存款转入定期。

### 三、PPI 滞胀

今年我国经济的典型特征是 PPI 滞胀。一方面，3 季度实际 GDP 增速下滑到 4.9%，创年度新低；另一方面，PPI 涨到 10.7%，创年度新高。考虑到 CPI 以及 PPI 中的生活资料价格几乎都是零增长，因此，当前经济的实际状况是消费和投资不振导致的通货紧缩。

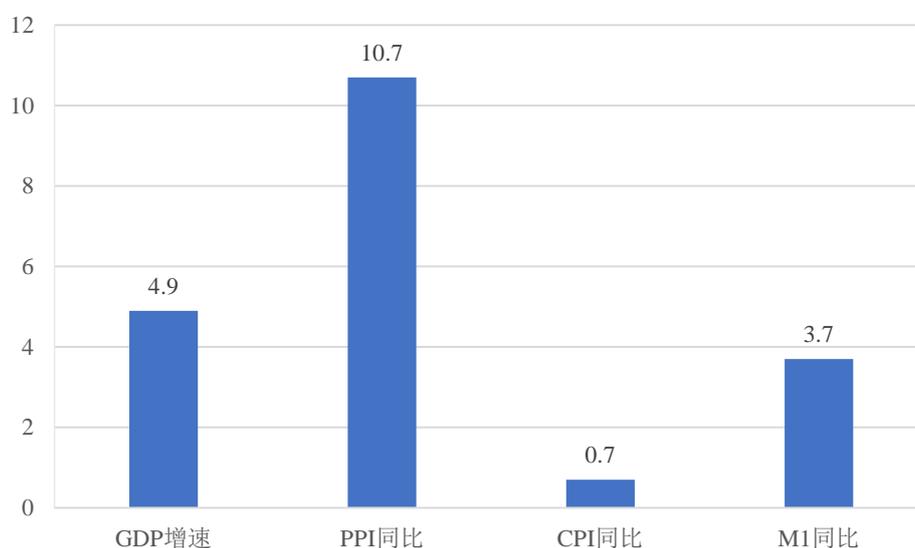


图 8 2021 年 9 月经济表现 (%)

数据来源：Wind。

过去 20 年中 PPI “胀” 的现象出现过三次，分别是全球金融危机前的 2004 年到 2008 年 3 季度、“四万亿” 后的 2010 年到 2011 年底，以及供给侧改革期间的 2017 年至 2018 年。这几次 PPI “胀” 存在三个共同特点：第一，在 PPI 上涨的过程中，PPI 生产资料价格的涨幅都大于 PPI 生活资料价格的涨幅；第二，在构成 PPI 生产资料价格的三个成分中，采掘工业价格涨幅>原材料工业价格涨幅>加工工业价格涨幅；第三，在 PPI 采掘工业价格中，推动价格上涨的都是“四要素”：煤炭、石油、黑色金属和有色金属。所以，PPI “胀” 一直保持着上游挤压中下游的基本特点。

不过，以 2012 年为界，此前和此后的 PPI “胀” 存在两个非常明显的差异。

**第一，PPI 生产资料价格与 PPI 生活资料价格、PPI 与 CPI 等两对价格指数之间是否存在共周期现象。**在 2012 年前，虽然 PPI 生产资料价格涨幅高于 PPI 生活资料价格涨幅，整体 PPI 涨幅高于 CPI 涨幅，但这两对价格指数之间呈现出同涨同落的共周期现象。但从 2012 年开始，两对价格指数共周期的现象瓦解，即使 PPI 生产资料价格上涨，PPI 生活资料价格和 CPI 也基本处于低增长、零增长的态势。直观表现就是，生产资料价格与生活资料价格、PPI 与 CPI 之间几乎已经不存在相互传导的效应。

**第二，推动 PPI 采掘工业价格上涨的“四要素”角色有所不同。**在 2012 年前，煤炭价格涨幅一般都低于其他三个价格的涨幅。例如，2009 年“四万亿”之后，在 2010 年初到 2011 年底的 PPI 大幅上涨过程中，价格涨幅由高到低依次是石油、黑色金属、有色金属和煤炭。但在 2012 年后的 PPI 上涨中，煤炭价格的涨幅已经领先于其他三个价格的涨幅。例如，在去年底以来的 PPI 上涨过程中，价格涨幅由高到低依次是煤炭、石油、黑色金属和有色金属，9 月份价格的同比增速分别为 75%、44%、29% 和 12%。

**2012 年前后 PPI “胀” 的两个差异实际上表明，PPI 上涨的机制已经发生了深刻变化。**在推动 PPI 上涨的国内外因素中，以往国外因素大于国内因素，现在则相反；在推动 PPI 上涨的供求两侧因素中，以往是以需求拉动为主，现在则主要在于供给推动。

**首先，推动 PPI “胀” 的国内外因素发生了变化。**在采掘业的“四要素”中，由于中国煤炭的产量和消费量占到全球产销量的 50% 以上，因此，煤炭的供求基本由中国国内的产销决定；而在石油、黑色金属（如铁）、有色金属（如铜）的供给上，中国非常依赖进口，因而价格受制于国际大宗商品市场。去年以来“四要素”价格涨幅的次序表明，由国内供求决定的煤炭价格是此轮 PPI 上涨的主要因素。

**其次，推动 PPI “胀” 的供求因素发生了变化。**在 2012 年前，PPI 生产资料价格与生活资料价格、PPI 与 CPI 等两对价格的共周期现象表明，当时推动 PPI 上涨的因素既来自供给侧，但更主要是需求侧。所有价格指数的同时上涨反映了经济周期性上扬过程中总需求的旺盛，对生产资料需求的上涨超过了供给增加，进而带动价格的上升。在 2012 年后，PPI 生产资料价格上涨，但 PPI 生活资料

和 CPI 反应并不大，说明总需求不旺，推动 PPI 上涨的因素主要在供给侧产量的缩减。

能够佐证上述判断的证据就是国内煤炭产量和煤炭价格的关系。以国内煤炭产量的同比增速看，在 2012 年前，其均值维持在 12% 左右的高水平，并且，煤炭产量增速的变化与煤炭价格的变化基本一致。例如，煤炭价格上升时，煤炭产量的增速也上升，这意味着价格上涨对应着供给的加速提升，因而价格上涨主要不是因为供给少了，而是因为需求相对变多了。在 2012 年后，煤炭产量增速大幅度下降，其中在 2013 年初到 2017 年中，煤炭产量均为负增长，其结果是 2017 年 1 到 9 月份煤炭价格每个月同比增长都在 30% 以上。2017 年下半年以后，煤炭产量同比增速最高也仅为 5%，而从去年 8 月份以来，不断下滑，今年已经完全是负增长。与供给下滑相对应，煤炭价格同比从去年的负值飙升到今年 9 月的近 80%。

总而言之，本轮 PPI 的胀虽然也有外部油价、铜价上涨向内部传导的因素，但主要因素在于内部煤炭供给的缩减。与 2012 年前对应着总需求上升的 PPI“胀”不同，现阶段 PPI 的胀已经对经济产生了严重的负面影响。由于上游价格过快上涨，而中下游价格低增长、甚至零增长，中下游企业利润被严重挤压。进一步，由于中下游企业是投资和就业的主体，这又挤出了中下游企业的投资，并导致居民工资性收入下降，进而消费萎靡。

考虑到价格惯性，我们预期 10 月份的 PPI 生产资料价格和整个 PPI 还将继续攀升。如果没有供给侧的明显改善，PPI 的峰值要到 11 月、甚至 12 月才能来临。

年初以来货币政策稳中偏松，7 天期逆回购利率、MLF 等短中期政策利率维持不变，DR007 围绕 7 天逆回购利率小幅波动，1 年期及 10 年期国债收益率从去年 11 月份开始趋势性下行。今年 8 月份起国债收益率开始上行，目前 10 年期国债收益率已经回到 3% 以上，但仍处于近年来的相对低位。当前银行体系流动性供求基本平衡，从央行的公开表态来看，预计四季度降息、降准的可能性不大。但是考虑到当前市场不振，货币政策收紧的概率也比较低。临近年底，财政增支空间相对有限。因此，四季度**稳货币、稳信用、稳财政**大概率成为政策的主要基调，结构性货币政策工具将进一步发挥作用。

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。