



【NIFD 季报】2021Q1 中国宏观金融



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 的长期通缩趋势。

.....

本报告全部内容详见附件。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32431

