



徐奇渊

xuqiy@163.com

张斌

zbiwep@126.com

中国经济：新常态下的非常态回暖及行业分化

摘要：2016年1季度以来，中国经济持续回暖，但最大特点是价格指数显著回升而剔除价格影响后的数量指标回升微弱。我们对这个现象从三个角度展开了分析：正向需求冲击带动了经济回暖；行政手段去产能对供给能力造成了一次冲击；市场自发产能出清对供给面的市场集中度造成了二次冲击，而在二次冲击当中，行政去产能也进一步强化了市场集中度的提升。三股力量共同导致了产出一通胀关系的变异。供给面发生的这些变化主要集中于矿产资源和化工类行业，这造成了PPI增速和利润改善状况在行业层面出现严重分化。在经济回暖过程中，这种行业分化值得关注。

关键词：中国经济，供给冲击，去产能，市场集中度，行业分化

2016年1季度中国经济开始企稳回暖，这一势头已经延续至2017年3季度

¹。在本轮经济回暖过程中，出口需求改善明显，消费需求稳中有升，工业企业利润快速反弹，制造业和非制造业 PMI 指数持续改善。同时，整体物价水平明显企稳，尤其是工业品出厂价格指数（PPI）一反多年以来持续低迷，在 2016 年 9 月逆转实现正增长，并在 2017 年持续保持高位增速。工业企业不但摆脱了债务—通缩风险，甚至还实现了债务杠杆率的轻微下降。

如何理解本轮经济回暖？就这一问题，观察者们展开了争论，分歧较大。笔者将以产出一物价水平为切入点，尝试厘清本轮经济回暖背后的机制，并以此为基础来评估本轮经济回暖。

一、不同寻常的回暖：产出一物价关系变异

2017 年中国经济增速的预估值为 6.8%，CPI 通胀率预估值为 1.6%。上述两项指标在 2016 年分别为 6.7%和 2.0%。这两年的经济增速水平，均低于 2015 年的 6.9%，而通胀率水平却都高于 2015 年的 1.4%。

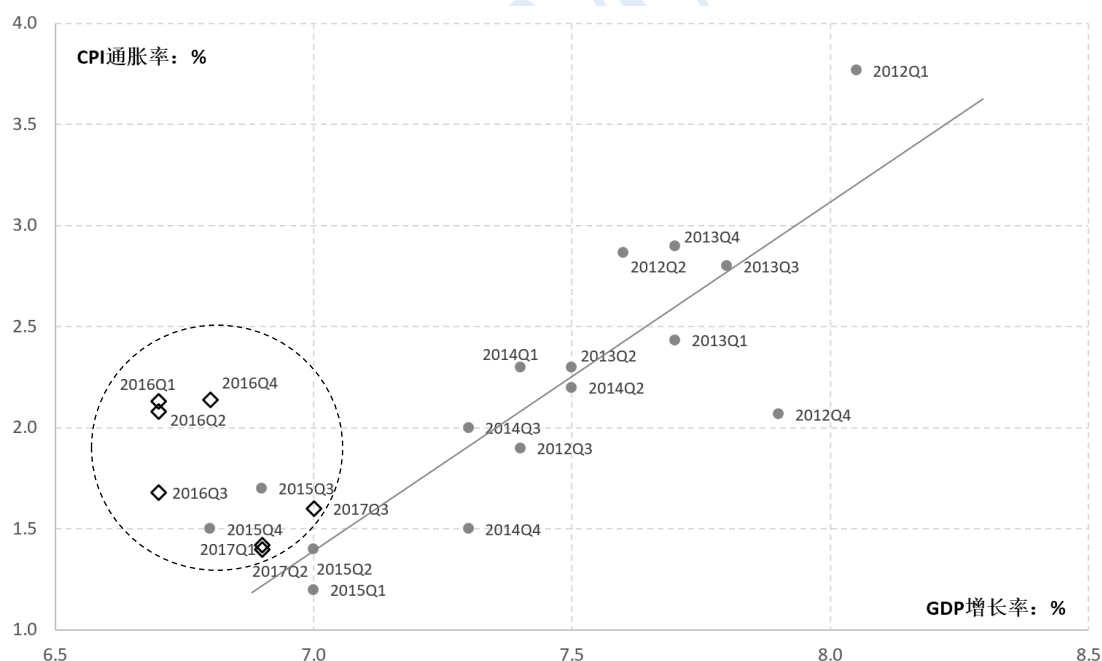


图 1 中国经济：GDP 增速—CPI 通胀率关系发生了变异

注释：图中的菱形空心点，为 2016 年 1 季度以来的散点，实心点为 2015 年 4 季及之前的散点。2017 年 3 季度数据为预估值。另外，趋势线对应的时期，是 2012 年 1 季度到 2015 年 4 季度。数据来源：国家统计局，WIND 数据终端。

¹ 2016 年 3 月前后，制造业 PMI 指数、非制造业 PMI 商务活动指数、工业企业利润总额同比增速等指标均开始好转，成为本轮经济回暖的开始。

观察 2012 年以来 GDP 增速和 CPI 通胀率的季度散点图，可以发现：2016 年 1 季度以来的 GDP 增速和 CPI 通胀率组成的散点，均落在趋势线上方。这表明，2015 年及以前的产出增速—通胀率关系，已经不适用于 2016 年以来的情况。2016 年初至今，相同产出增速，已经对应着更高的通胀率，或者说，相同的通胀率水平，对应于更低的产出增速。这似乎意味着潜在产出增速水平下降，尤其是供给面可能面临一定的负向冲击。这种新的产出—通胀关系，对于我们理解本轮经济回暖有什么启发？

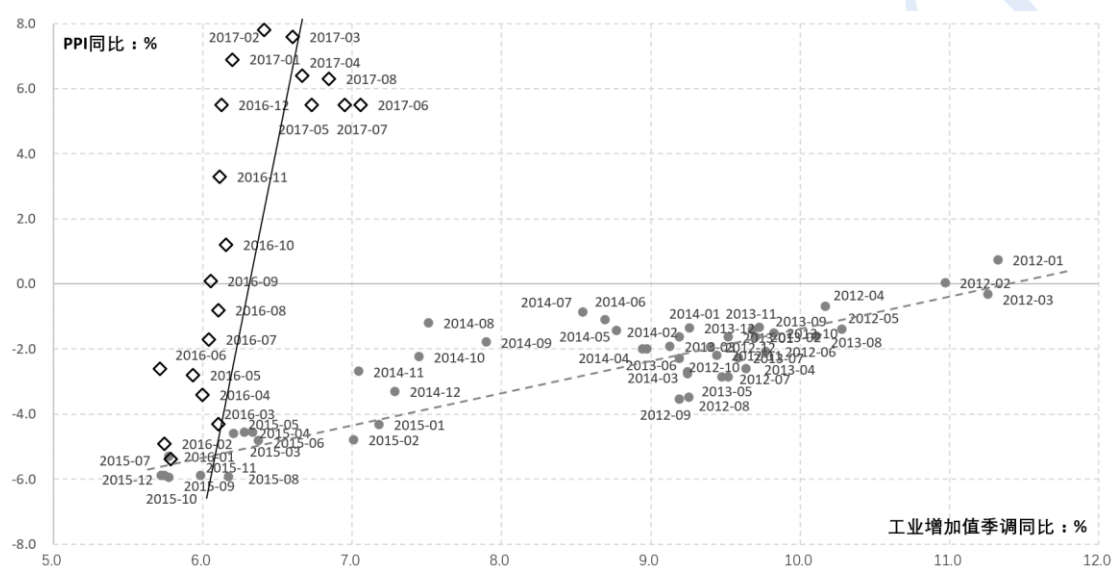


图 2 中国经济：工业增加值增速—PPI 增速发生了变异

注释：图中的菱形空心点，为 2016 年 1 月以来的散点，实心点为 2015 年 12 月以及之前的散点。另外，虚线趋势线，对应于 2012 年 1 月至 2015 年 12 月；实线趋势线，对应于 2016 年 1 月至 2017 年 8 月。
数据来源：国家统计局，WIND 数据终端。

如果只看工业部门，观察工业增加值增速和 PPI 增速，产出一通胀关系的变异现象将更加一目了然。2012 年至 2015 年，工业增加值与 PPI 同比增速的关系表现为：较大的工业增加值增速变化，对应较小的 PPI 增速波动。其间，工业增加值同比增速的最大波动范围达到近 6 个百分点，而 PPI 同比增速的波动范围也仅有 6 个百分点。但是在 2016 年 1 月至 2017 年 8 月，工业增加值同比增速的波动范围只有 1.5 个百分点不到，而 PPI 同比增速的波动范围却达到了近 14 个百分点。

与之对应，2015 年 12 月之前工业增加值增速—PPI 增速的趋势线非常平缓，但是 2016 年 1 月至 2017 年 8 月，新的趋势线非常陡峭。对比两条趋势线可以看

到：2016年1月以来的散点上，相同的工业产增加值增速，对应着更高的PPI增速。以2017年2月为例，当月工业增加值同比增速为6.4%，PPI同比增速为7.8%。而在2015年6月，工业增加值增速也几乎为6.4%，但是PPI同比增速却只有-4.8%。几近相同的工业增加值增速，PPI通胀率却相差超过12个百分点。本轮经济回暖的背后，到底发生了什么？

通过对GDP增速—CPI通胀率、工业增加值增速—PPI增速的分析，我们发现：在本轮经济回暖过程中，产出一通胀关系发生了变异，尤其是在工业部门，这种变异更为明显。因此，在本轮经济回暖的过程中，经济增速、工业增加值的回升是其中的一面，而更为特殊的一面则是与CPI通胀率和PPI通胀率的伴生关系发生了重要的变异。在经济新常态背景下，我们观察到了经济增速中枢从高速，切换到了中高速。但是通胀率却不降反升，甚至PPI通胀率还创下了多年来的历史新高。

如果从名义值来看，当前总体物价和企业利润均处于扩张状态。然而，企业新增投资却并不积极，剔除价格因素后的多数宏观经济指标增长有限。2016年以来的经济回暖，与曾经的经济回暖相比，更多体现在价格回暖而非数量上升。

如何理解这种新常态下的非常态回暖？本文第二部分将会关注需求方面的冲击，从消费、出口、库存周期等角度，来观察需求冲击对本轮经济回暖所起到的作用。但是，正向的需求冲击只能解释经济回暖，无法解释产出一通胀关系的变异。本文第三和第四部分，将分别从供给面的产能冲击、供给面的市场结构变化，来试图解释这种产出一通胀关系的变异，并在此基础上对本轮的经济回暖做出评估。

二、正向需求冲击：能够解释回暖但不能解释变异

2017年中国经济增长强于预期与总需求回暖有关，但固定资产投资并没有真正起到支撑作用。2017年1至8月，固定资产投资累计同比增速为7.8%，而2016年同期，这一增速为8.1%，2016年全年增速也是8.1%。可见，固定资产投资名义增速在2017年略有下降，如果进一步考虑到PPI通胀率在2017年强劲走势，则固定资产投资的实际增速将更低。

从固定资产投资的三大板块来看：（1）基础设施投资在2017年1至8月的

累计同比增速为 16.1%，低于 2016 年同期 18.3%。(2) 同期房地产业累计同比增速为 5.1%，同样低于 2016 年同期的 6.0%。(3) 只有制造业投资累计同比增速为 4.5%，高于 2016 年同期的 2.8%。不过正如前面描述的，如果考虑到 2017 年 1 至 8 月 PPI 增速 (6.3%) 大幅高于 2016 年的同期水平 (-0.8%)，则事实上 2017 年的固定资产投资并不是 2017 年总需求回暖的支撑因素。

总需求回暖的真正支撑因素，来自消费、出口，以及存货投资。从消费来看，2017 年 1 至 8 月，社会消费品零售总额累计同比增速为 10.4%，略高于 2016 年同期的 10.3%。如果考虑到 2017 年同期 CPI 通胀率均值为 1.5%，低于 2016 年同期的 2.0%。消费需求的扩张至少处于稳中有升的状态。另外，从出口需求来看，2017 年 1 至 8 月，人民币计值的出口贸易累计同比增速为 13%，大大高于 2016 年同期的一1%。这同时得益于前期人民币汇率的一度走弱，以及主要贸易伙伴的进口需求回暖。关于存货投资，虽然诸多研究对于存货投资接下来的走向有较大分歧，但较容易形成的共识是，存货投资在本轮经济回暖过程中，起到了正向的推动作用。不过，在关于存货投资的争论中，一些研究对存货分析还存在误解(徐奇渊、杨盼盼，2017)。

总需求回暖是事实，但是这并不能解释前文提及的产出—通胀关系变异，尤其是无法解释工业增加值增速—PPI 通胀率关系的变异。如果看近两年不变价 GDP 增速的变化，其只有 0.2 个百分点的波动幅度。比起 2016 年之前的持续下降，这种变化相当平稳，无法解释 PPI 生产资料行业(采掘工业、原材料工业)价格 20%到 50%这样的剧烈波动。

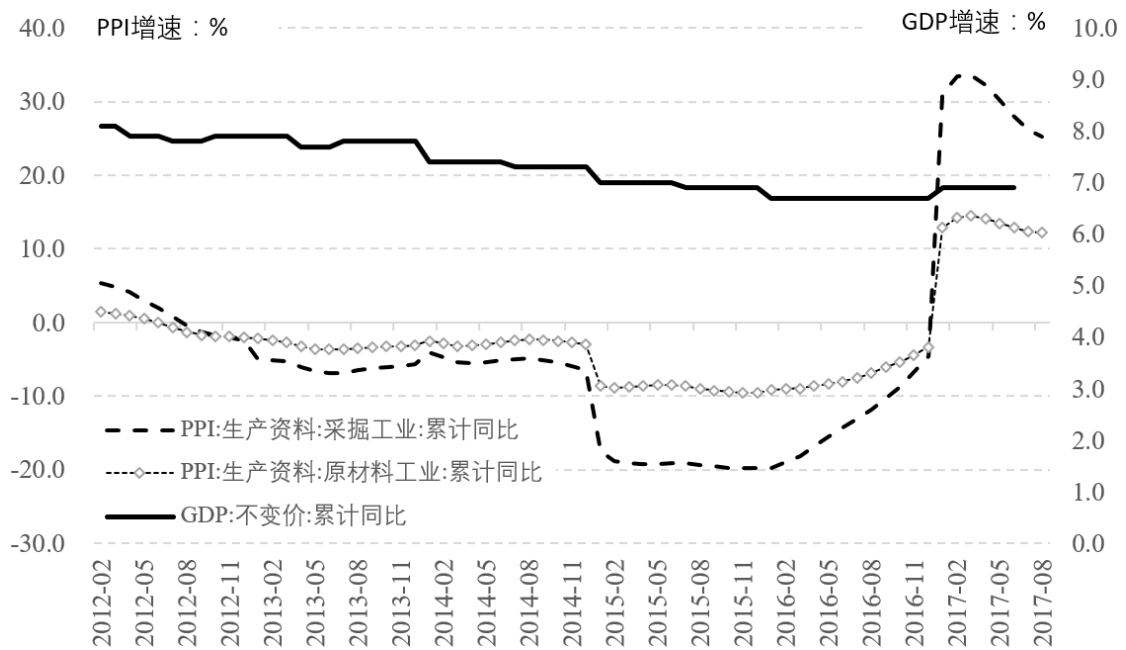


图3 实体经济的总需求扩张不足以支撑PPI增速上升

数据来源：国家统计局，WIND 数据终端。

从货币流动性来看，M2 同比增速自 2016 年以来总体上处于下行状态，2017 年以来继续保持这一趋势。2017 年的 M2 同比增速，已经从年初的 11.3% 下降到了 8 月的 8.9%。如果考虑银行理财产品、同业存单等因素，计算 M2+口径的同比增速，上述趋势也并不会改变（伍戈，2017）。

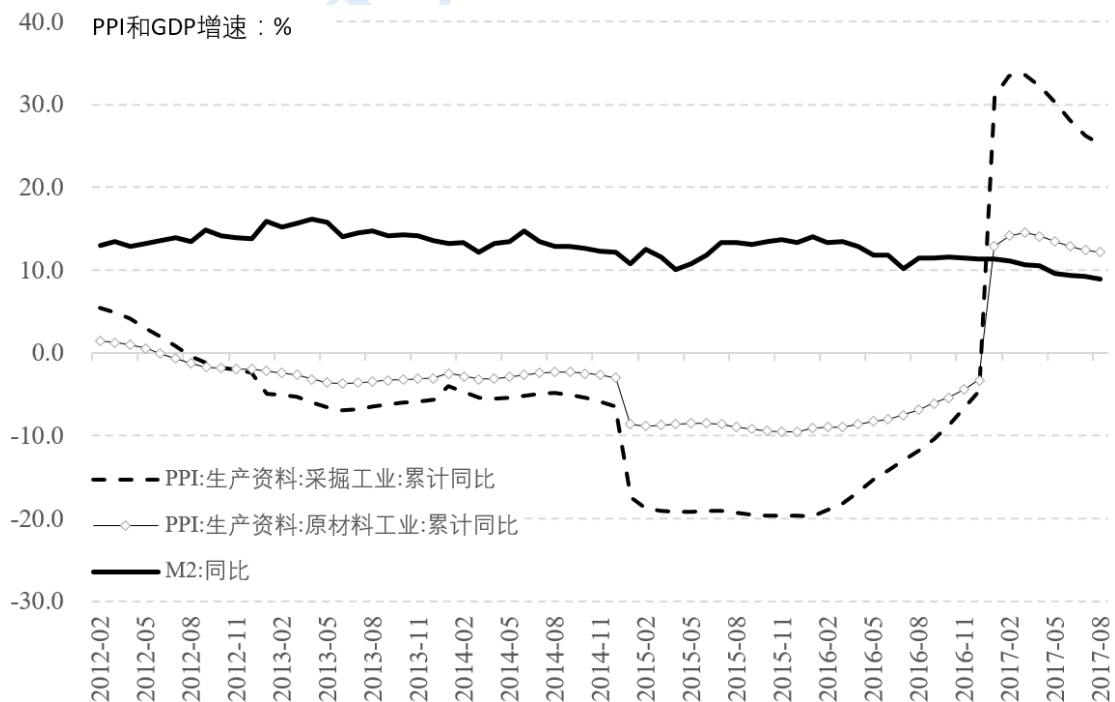


图4 流动性的扩张也无法解释PPI增速抬升

数据来源：中国人民银行，WIND 数据终端。

三、去产能政策对供给能力造成了一次冲击

2015 年末的中央经济工作会议提出供给侧改革以来，去产能政策开始在相关行业，尤其是一些上游行业展开。不过，去产能的政策在一定程度上衍生成为去产量，这对上游行业的供给能力带来了负面冲击。这意味着在相关行业产品价格上升的同时，并未伴随产量的相应扩张。

以煤炭行业为例：本轮去产能启动于 2016 年初。2016 年 4 月，国家发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》，要求全国所有煤矿按 276 个工作日组织生产。此后，煤炭产量走势不断收紧，2016 年下半年，国内煤炭供给缺口不断扩大，煤炭价格快速上涨。

2016 年末，北方进入供暖季，煤炭供求缺口的压力进一步加剧。在此时点上，发改委于 2016 年 11 月放松了煤炭行业 276 个工作日的限制，对符合要求的煤企准许其按照 330 工作日进行生产，并进一步推进中长期合同签订，以缓解煤价上涨压力。由于煤炭价格在 2016 年末已经升至高位，再加上采暖季的结束，2017 年初煤炭价格的绝对水平开始回落。不过进入 2017 年下半年之后，全国煤炭价格又有抬升的迹象。

在上述价格波动过程中，4 次中央环保督察，也对煤炭价格（包括其他能源、化工行业在内）产生了冲击。4 次环保督察的时间分别为：2016 年 7 月中旬至 8 月，2016 年 11 月末到 12 月末，2017 年 4 月末到 5 月末，2017 年 8 月初至 9 月初。4 次环保督察的立案调查或处罚数量分别为 2587 件、6310 件、8687 件、2115 件，拘留人数分别为 284 人、265 人、405 人、146 人。其他整治措施还包括办理案件、关停整改、问责等内容。

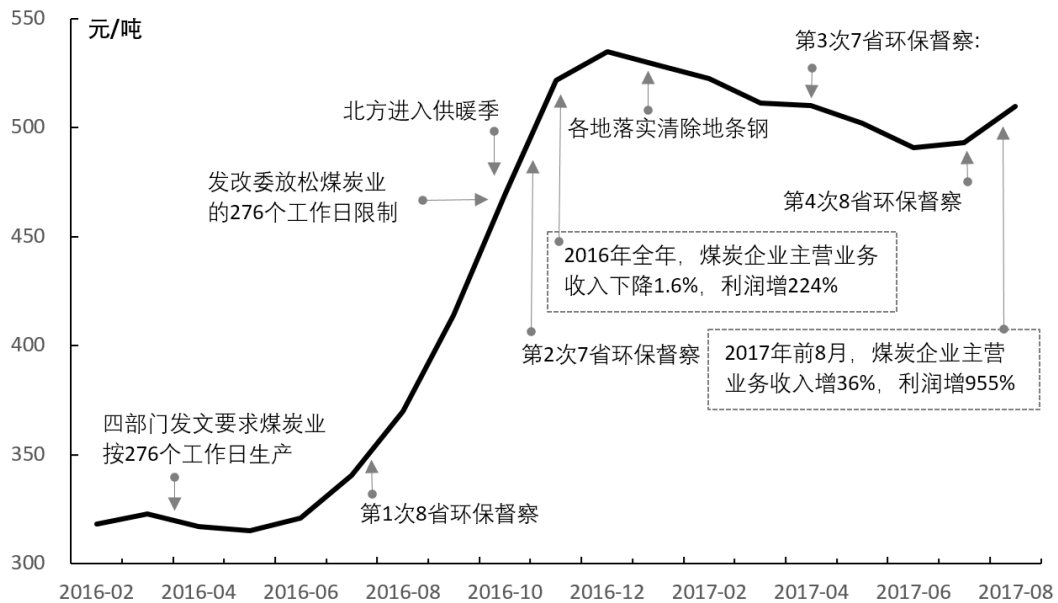


图5 影响煤炭产能的政策和全国电煤价格指数

数据来源：国家发改委、国家统计局、WIND 数据终端，以及作者根据新闻资料整理。

在去产能政策和环保督察措施的影响下，煤炭产量实际上受到了限制。在总需求扩张回暖的情况下，煤炭价格猛涨。2016年上半年，全国电煤价格水平大致处于320元/吨的水平。在2016年末，这一价格已经突破530元/吨。2017年上半年，价格稳中有降，但下半年又开始有所上升。与之相对应，2016年全年，全国煤炭企业主营业务收入下降1.6%，但是利润却大幅上升224%。2017年1至8月，煤炭企业主营业务收入增速转正，实现了36%的增速，但是利润却更是猛增了955%。煤炭价格的大幅变化，会通过动力煤、燃料煤等渠道向中、下游行业传递。除了煤炭行业之外，还有一些矿产、化工行业也面临类似情况，但是一般的制造业则面临完全不同情况。分析2017年8月的数据，可以观察到：39个工业细分行业的PPI同比增速，出现了明显的分化。

首先，12个行业的PPI增速高于工业部门整体的PPI增速（6.3%）。这12个行业当中，有8个行业为矿产资源的开采、冶炼和加工行业，另有2个行业为化工类行业。其中，涨幅最高的煤炭开采和洗选业，其PPI同比涨幅达到32.1%，涨幅第二的黑色金属冶炼及压延加工业（钢铁行业），其PPI同比涨幅为29.1%。

另外的27个行业，其PPI同比增速则低于工业部门的整体增速（6.3%）。这些行业主要涉及家电、家具、纺织、皮革、食品、医药、娱乐用品等轻工业，也包括机械仪表、汽车制造等制造业。其中，有24个行业PPI同比增速低于3%、

19 个行业 PPI 增速低于 2%、11 个行业 PPI 增速低于 1%、6 个行业 PPI 增速等于或低于 0%。

39 个工业细分部门的 PPI 增速出现了严重分化，这意味着：第一，本轮 PPI 增速上升，主要发生在矿产资源开采、冶炼和加工行业，以及化工行业。这些行业基本以重工业为主。第二，其他中下游工业部门的 PPI 增速较低，绝大部分都低于 3%。这些行业以轻工业、或机械设备、交通运输工具为主。第三，以重工业为主的上游原材料价格上升明显，而轻工业和机器设备为主的下游企业的产成品价格上升幅度有限，这意味着上游企业利润有了显著改善的同时，下游企业的利润压力仍然较大。第四，对于 PPI 增速等于或低于 0 的 6 个行业而言，在面临着原有的债务—通缩循环的压力同时，还进一步面临着原材料成本上升的压力。

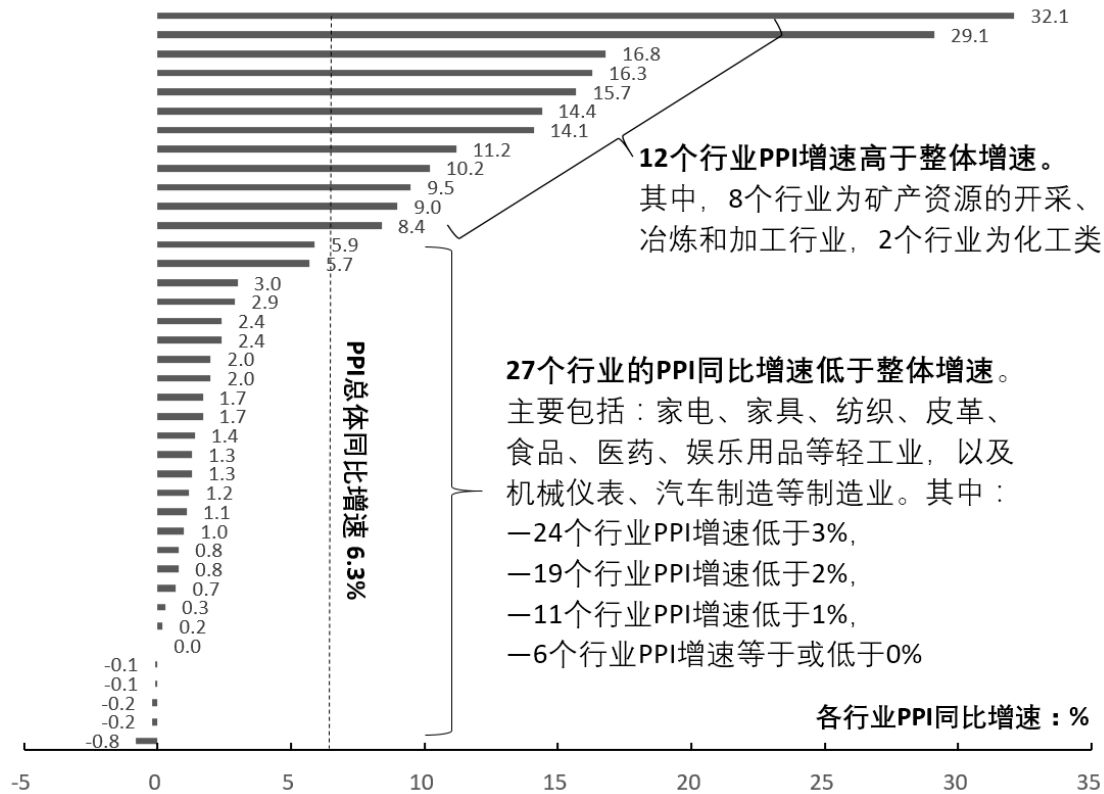


图 6 各行业 PPI 同比增速严重分化：2017 年 8 月

数据来源：国家统计局，WIND 数据终端。

四、市场结构变化给供给面造成了二次冲击

另一股力量是市场结构变化。首先，市场自发地在工业部门实现了产能出清，工业部门的产能从爆发期过渡到平稳期。自 2010 年以来，中国的工业部门增速已经出现持续收缩。对标其他高收入国家的历史经验，中国的工业化高峰期已过，

从制造业到服务业的经济结构转型势不可当。工业部门增速收缩是总产能增速下降、但产品质量提高的过程，也是产业集中度提高的过程。这个过程并非线性均匀的发生，而是在积聚力量后猛然爆发，然后进入新的平稳期。2011年至2015年是工业部门产能出清的爆发期，工业品价格大面积持续下跌、大量企业破产、大量产能被淘汰，产业集中度也在快速提升。爆发期过后，工业部门产能和产品质量调整到了新的阶段，产能出清实现了从爆发期到平稳期的切换。另外，在2015年之后，特别是2016年至今，供给侧改革的去产能和环保督察等措施，又在较短的时期内，进一步强化了市场集中度的提升。2015年及之前的市场主导的自发集中度提升，以及2016年以来政策干预主导下的市场集中度提升，都使得市场结构发生了较为显著的改变。

这里仍以煤炭行业为例：最大2家企业的市场集中度，从2010年的13.4%提高到了2015年的15.9%，并进一步提升至2017年初的18%。最大4家企业的集中度，从2010年的17.7%提升到了2015年的24.2%，并进一步提升至2017年初的26.3%。最大10家企业的市场集中度，从2010年的28.3%提升至了2015年的41.7%，并在2017年初上升至43.4%。整体上，在6年多时间中，上述3个口径的市场集中度分别提高了4.6、8.5、15个百分点。与欧美发达国家相比，这一市场集中度水平并不算高，但从纵向来看变化显著。除了煤炭行业之外，化工、水泥、挖掘机等中上游行业也显示出类似特征。同一时期，钢铁行业市场集中度的变化是个例外，不过其在2016年也出现了稳中有升。

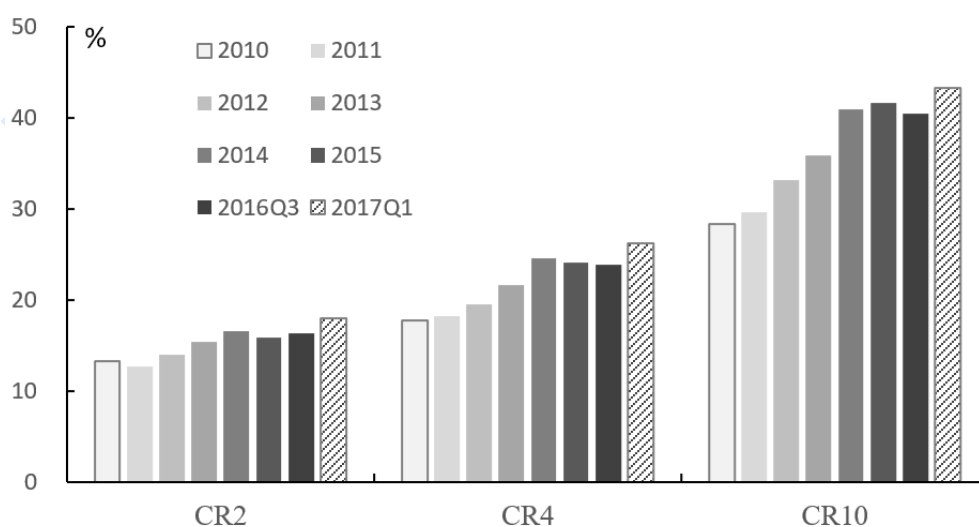


图7 2010年以来煤炭行业集中度有显著提升

注释：CR2为行业最大2家企业产量在全行业中的占比，CR4和CF10分别对应于最大4家、最大10家的市

场集中度。数据来源：WIND 数据终端，中国煤炭工业协会，海通证券研究所（姜超、于博，2017）。

在市场集中度提升、产能出清进入平稳期以后，工业部门在整体上不会再次大幅、快速增加产能。世界上从制造到服务转型成功的经济体，工业部门增速再也没有长期地超出过 GDP 增速，这背后是发展阶段的力量²。从趋势上看中国主要工业品的需求收入弹性都小于 1 且在下降通道当中，所以中国也会是不例外。某一段时间的工业部门反弹不过是下降通道中的插曲。

五、三种力量交织：温和增长伴随价格快速上升

正向需求冲击带动了经济活动回暖、去产能对供给能力造成了一次冲击、市场结构变化给供给面造成了二次冲击。这三股力量同时交织在一起会怎么样？

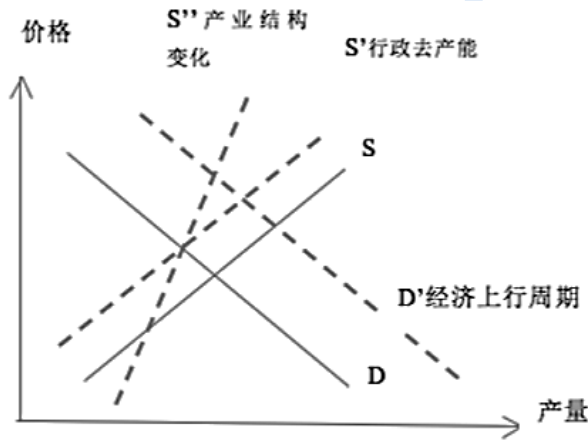


图 8 需求和供给面三种力量交织带来了新的产出一物价关系

一股力量是正向需求冲击，带来的是需求曲线向右移动（从 D 到 D'）。仅依靠这个力量，我们将会看到价格和产量双双同步上涨。

另一股力量是行政去产能带来的供给面负向冲击，将影响到供给曲线向左移动（从 S 到 S'）。煤炭和钢铁都是重要的上游产品，这些行业调整也会影响到下游企业的供给曲线变化。

第三股力量是产能出清进入平稳期，市场集中提升和产品质量提升，对供给面造成二次负向冲击。这带来的是供给曲线更加陡峭（从 S'到 S''）。在此情况下，

² 这里分析的依据主要是历史经验，从中国现实的微观机制上角度来看，也可以进行分析。具体参照本文第五部分的第三点。

给定价格的上涨幅度，企业扩大供给的幅度将非常有限，或者给定价格下降企业愿意减少的供给下降。市场自发的工业部门产能出清从爆发期到平稳期，市场留存下来的企业数量下降，效率高规模大的企业占据的市场份额上升（定价能力更强），即便是留下来企业在前几年的优胜劣汰厮杀中资产负债表也已经难看。这种格局下，即便面临周期性需求回暖，企业应对措施是提价（或者减少降价）和修复资产负债表，而不会继续扩大产能（张斌，2017）。

六、关注非常态回暖下的行业利益再分配

由于行政去产能对供给面造成的一次冲击，市场集中度提升对供给面造成的二次冲击，且均主要发生在上游行业。这造成了工业部门的 PPI 增速并未在各行业出现普遍上升，而是出现了严重分化。PPI 在矿产资源的开采、冶炼和加工行业，以及化工行业的大幅上升，一方面使得这些行业的利润迅速改善，另一方面提高了中下游行业的生产成本，使得这些行业的利润改善面临更大压力。

下面我们基于两个时期进行分析，比较 39 个工业行业的利润增速改善情况：第一个时期是 2017 年以来，各行业利润增速情况，即 2017 年 1 至 8 月的表现。第二个时期是 2015 年同期，即本轮行政去产能之前、以及产能出清进入平稳期之前，各行业的利润增速情况。将上述两个时期各行业的利润增速进行比较，可以得到以下结论：

表 1 分行业的利润改善幅度：2017 年 1 至 8 月与 2015 年同期相比

行业分类	各行业利润改善幅度（百分点）
高于整体工业企业的行业 (9 个行业)	煤炭开采和洗选业, 1020 黑色金属冶炼及压延加工业, 159 黑色金属矿采选业, 113 有色金属矿采选业, 59 有色金属冶炼及压延加工业, 41 非金属矿物制品业, 32 造纸及纸制品业, 32 专用设备制造业, 26 化学原料及化学制品制造业, 24
整体工业企业	23.5
高于制造业的行业 (4 个行业)	仪器仪表制造业, 21 水的生产和供应业, 19 通用设备制造业, 16 汽车制造, 16
整体制造业	14.1
改善幅度为正, 但低于制造业的行业 (10 个行业)	其他采矿业, 14 化学纤维制造业, 9 燃气生产和供应业, 8 医药制造业, 5 非金属矿采选业, 5 纺织服装、服饰业, 4 酒、饮料和精制茶制造业, 4 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业, 4

	计算机、通信和其他电子设备制造业, 2 印刷业和记录媒介的复制, 1
增速没有改善、以及增速恶化行业 (16个行业)	文教、工美、体育和娱乐用品制造业, 0 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业, 0 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业, 0 废弃资源综合利用业, -1 金属制品业, -2 金属制品、机械和设备修理业, -2 橡胶和塑料制品业, -2 食品制造业, -3 纺织业, -3 电气机械及器材制造业, -4 烟草制品业, -6 农副食品加工业, -6 家具制造业, -7 其他制造业, -9 石油加工、炼焦及核燃料加工业, -18 电力、热力、燃气及水的生产和供应业, -36

注释：各行业利润改善幅度等于 A 减去 B，其中 A=2017 年 1 至 8 月利润总额同比增速，B=2015 年 1 至 8 月利润总额同比增速。数据来源：国家统计局，WIND 数据终端。

首先，有 9 个行业的利润增速改善幅度大于同期整体工业企业的改善幅度³。其中煤炭开采和洗选业的利润改善幅度高达 1020 个百分点。这 9 大行业，除了专用设备制造业、造纸及纸制品业之外，全部都是矿产资源的开采、冶炼和加工行业，以及化工行业，因此以重工业为主。

其次，有 4 个行业的利润增速改善幅度低于整体工业企业的改善幅度，同时又高于整体制造业的改善幅度⁴。还有 10 个行业的利润增速改善为正，但是低于制造业的整体改善情况。

最后，还有 16 个行业的利润增速没有改善，甚至出现了恶化。情况最糟糕的是电力、热力、燃气及水的生产和供应业，其利润增速下降了 36 个百分点。实际上在 2017 年 1 至 8 月，该行业的利润同比增速为-22.6%。这些显然和电煤价格的大幅上升造成的成本急升有关。这 16 个行业的利润增速不变、甚至恶化，与整体工业部门同期利润增速的大幅改善（23.5 个百分点）形成了鲜明对比。

表 1 中利润增速改善最大的 9 个行业中，只有专用设备制造业不属于矿产资源、原材料和化工业，我们将这个行业剔除，将剩下 8 类行业称为“利润改善最大行业类”。可以发现以下结论（表 2）：在 2015 年 1 至 8 月，这 8 类行业的加总利润为 7108 亿元，在规模以上工业企业总利润 37663 亿中占比为 19%。而在 2017 年 1 至 8 月，这 8 类行业的加总利润上升至 13694 亿元，几乎翻了一倍，其在规模以上工业企业总利润 49214 亿元当中，占比上升至 28%。两相比较，8

³ 整体工业企业改善幅度为 23.5 个百分点。

⁴ 整体制造业企业的改善幅度为 14.1 个百分点。

类行业的利润占比提升了 9 个百分点，利润总额增速为 93%。同期 39 个行业整体利润总额的增速为 31%；其中剔除 8 个行业之后，剩下 31 个行业的整体利润总额增速为 16%。

表 2 8 类行业的利润改善在整体工业部门中表现突兀

		2015 年 1 至 8 月 利润总额	2017 年 1 至 8 月 利润总额	利润增加	各行业对 利润增加的贡献
		I	II	II-I	
	规模以上工业企业总体	37,663	49,214	11,551	100%
1	煤炭开采和洗选业	256	2,001	1,745	15%
2	黑色金属冶炼及压延加工业	358	2,035	1,677	15%
3	化学原料及化学制品制造业	2,675	4,055	1,380	12%
4	非金属矿物制品业	2,115	2,887	772	7%
5	有色金属冶炼及压延加工业	736	1,362	626	5%
6	造纸及纸制品业	416	642	226	2%
7	有色金属矿采选业	280	408	128	1%
8	黑色金属矿采选业	271	304	33	0.3%
	8 类行业加总	7,108	13,694	6,586	57%
	其他 31 类行业加总	30,555	35,520	4,965	43%

数据来源：国家统计局和作者计算。

换一个角度，与 2015 年 1 至 8 月相比，2017 年 1 至 8 月整体工业部门的利润总额增加了 11551 亿元，其中仅上述 8 类行业就贡献了 6586 亿元。8 类行业对利润总额的增量贡献了 57%，而这些行业在 2015 年的总体利润占比仅为 19%。其中，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业，三类行业的贡献分别达到 15%、15%、12%。同时，其他 31 个行业在 2015 年的利润占比为 81%，但是对同期利润增量的贡献仅为 43%。

由此我们可以看出，在中国经济增速温和回暖的背后，产出一物价关系发生变异的原因是在需求回暖的同时，供给面受到了两轮冲击。这些冲击，既有来自行政去产能的影响（供给曲线向左移动），也有市场自发力量为主造成市场集中度提升和产能出清进入平稳期带来的影响（供给曲线斜率更加陡峭）。

供给面发生的这些变化，主要集中于矿产资源和化工类行业，这进一步体现为 PPI 增速在行业之间的显著分化，以及利润增速在各行业间的严重异化。矿产资源和化工类行业中的 8 类行业利润增速改善非常明显，而同时还有 16 个行业的利润增速没有改善、甚至出现了恶化。如果注意到，矿产资源和化工类行业是

国有企业为主的重工业，而另外 16 个行业则是典型的非国有企业为主的轻工业。因此，这种行业利益的再分配，实际上还具有更为广泛、更多维度的经济和社会影响。

参考文献：

张斌，《当前经济运行中的三股力量》，中国金融四十人论坛讨论稿，2017 年 9 月 10 日。

徐奇渊、杨盼盼，《对存货概念的四种误解》，中国社科院世经政所全球发展展望研究系列（GDP）讨论稿 Policy Brief No. 17.006，2017 年 9 月 20 日。

姜超、于博，《黑暗中寻找光明——周期性行业集中度测算与展望》，海通证券研究所研究报告，2017 年 5 月 25 日。

伍戈，《供给扰动中的需求扩张》，CF40 青年论坛双周内部研讨会第 100 期，2017 年 9 月。

（作者单位：中国社会科学院世界经济与政治研究所）

IWEP MACRO 简介：“世经政所宏观研究”是中国社会科学院世界经济与政治研究所的宏观研究小组的研究成果，主要关注的研究领域为中国宏观经济和国际宏观经济。成员包括姚枝仲、张斌、张明、东艳、徐奇渊、肖立晟、郑联盛、苏庆义、杨盼盼、王碧珺、贾中正、常殊昱、张弛、崔晓敏、崔秀梅。主要的研究产品分为财经评论和工作论文。

声明：本报告为非成熟稿件，仅供内部讨论，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。报告内容仅代表作者个人学术观点。