

# 中国宏观经济月报

2023/4/11

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin\_yan@chiefgroup.com

## 既不通缩 也未衰退

今年年初几个月我国通胀和居民消费等数据低于“市场预期”，导致关于中国通缩和经济衰退的讨论热闹非凡。本文主要厘清三个关系，以帮助投资者更好理解当前经济现状，不被所谓的“经济学家”误导。

### 一、居民部门负债率与经济周期间无相关关系，更不用说因果关系。

#### • 我国当前情况并非资产负债表衰退。

资产负债表衰退是日本经济学家辜朝明分析日本经济自上世纪90年代泡沫破灭后陷入长期低迷走势得的现象而总结出来的。指的是，一个国家某种广泛持有的高杠杆资产泡沫破灭后，资产价格大幅下跌，负债价格相对稳定，使得大量私人部门资产负债表迅速恶化，为了恢复健康的金融状态和信用评级，家庭和企业部门被动增加储蓄、偿还债务、修复资产负债表，这种去杠杆行为会导致总需求下降，经济步入衰退，也即陷入“债务——通缩”循环。此时，私人部门的首要目标是减少债务、而非正常经济时期的利润最大化，因此货币政策无效，只有通过实施积极财政政策，政府部门增加支出，填补私人部门减少的需求。

资产负债表衰退的形成需要几个条件同时满足：一、国家某种广泛持有的高杠杆资产泡沫破灭，资产价格暴跌；二、货币政策失效、信贷需求不足；三、私人部门大幅去杠杆；四、物价通缩。

对于我国而言，这四个条件均不满足。一、我国房价高位平稳运行，并未大幅下跌；二、货币政策非常有效，今年前三个月信贷均超预期，实现开门红，显示市场需求较为强劲；三、私人部门并未大幅去杠杆，年初少部分人提前还贷只是在利率降低时进行的正常的主动操作，并非资产泡沫破灭后的被动缩表；四、当前物价并未通缩，只是在全球大宗商品价格下跌、基数效应等的作用下的正常回落。因此，我国当前情况并非资产负债表衰退。

作出任何逻辑推演需要基于特定的前提条件，所谓差之毫厘谬以千里，前提条件不同，得到的结

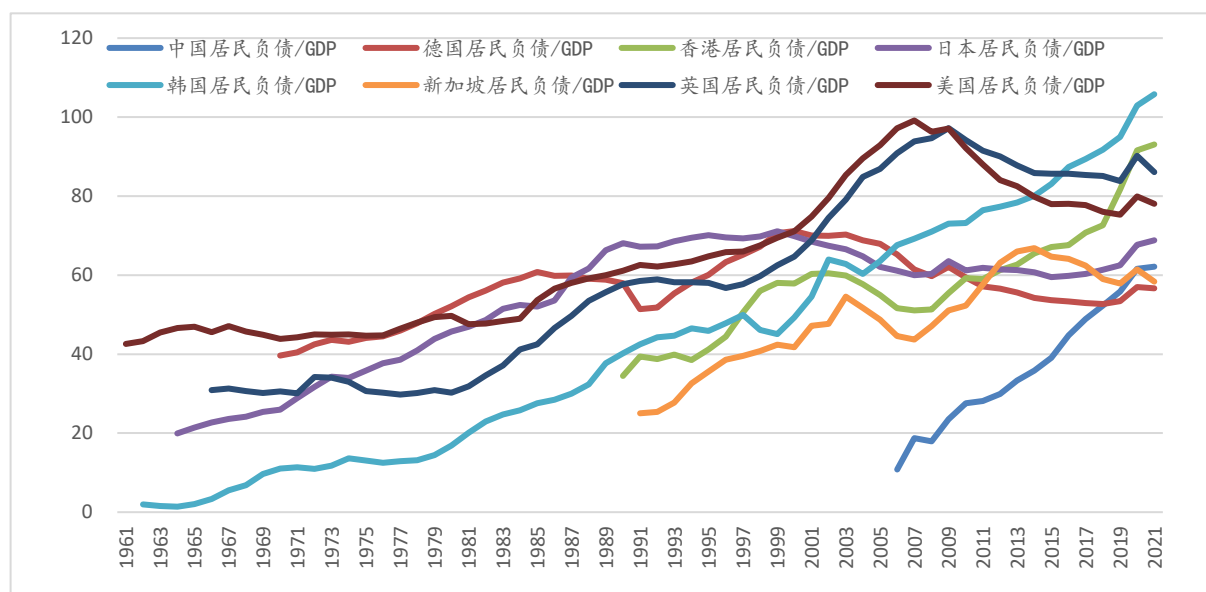
论必然天壤之别。

- 与其他主要经济体相比，我国居民部门负债率不是很高。

而且，就债务水平而言，虽然 2008 年金融危机之后，我国居民部门快速加杠杆，使得居民负债与 GDP 的比值从 18% 升至 62%。但放眼全球，一者，每个国家或地区均经历过居民部门快速加杠杆的阶段；二者，中国当前 62% 的数值与其他主要经济体相比处于相当或较低水平。

如果按照某些经济学家所言，我国居民部门债务率高，已经通过“债务——通缩”循环陷入通缩和衰退，那么韩国、香港、英国、美国等其他主要经济体也早已在通缩和衰退中苦苦挣扎数年。

图表 1：中国居民部门负债水平在全球来看不高

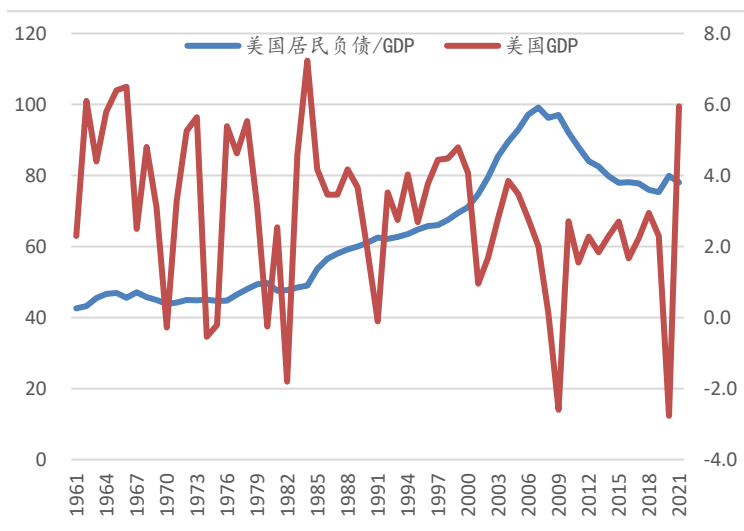


资料来源：IMF、致富研究院

- 负债率高不必然导致经济衰退。

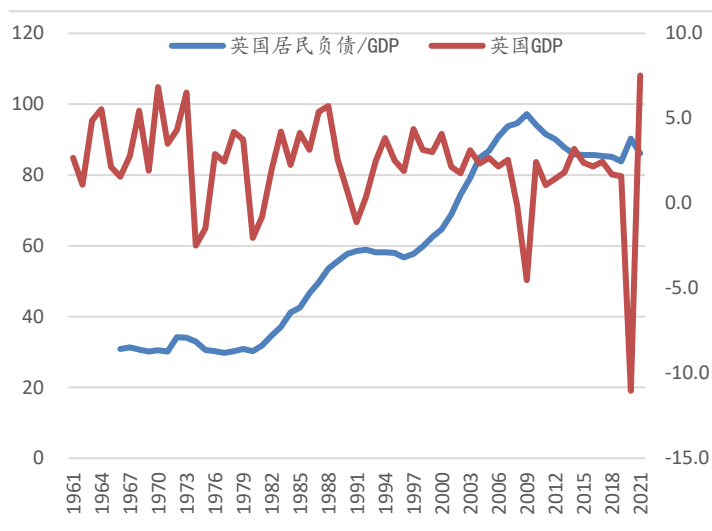
分析各主要经济体的历史情况可以发现，居民部门债务率或整体债务率的提升与经济周期直接无必然关系。美国和英国在 2008 年之前的几十年、日本在上世纪 90 年代之前的几十年中居民部门债务/GDP 的比值均持续提升，但期间经济走过数轮周期；韩国和香港债务率当前仍处于快速提升趋势中，持续创历史新高，但经济继续在复苏和衰退相互交替地周期性发展。这些充分说明了债务率提升并不导致经济衰退。

图表 2：美国居民负债与 GDP 增速关系



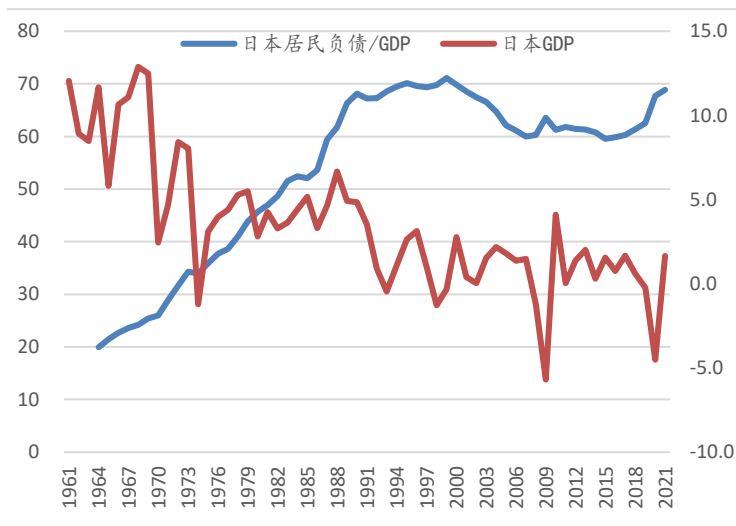
资料来源：IMF、IB、致富研究院

图表 3：英国居民负债与 GDP 增速关系



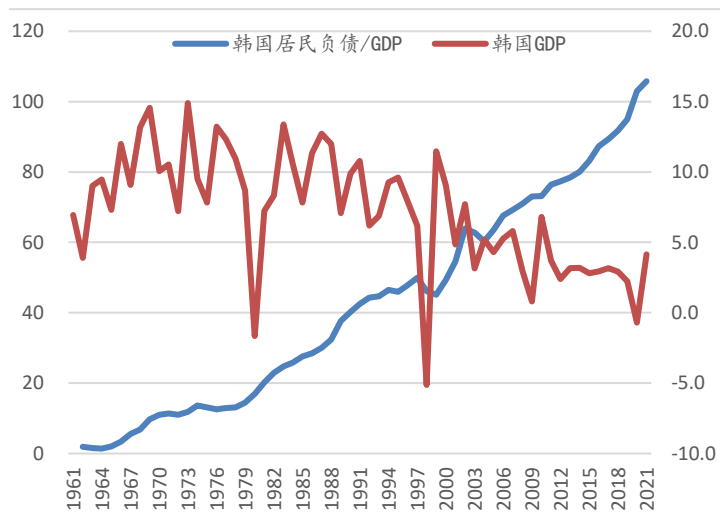
资料来源：IMF、IB、致富研究院

图表 4：日本居民负债与 GDP 增速关系



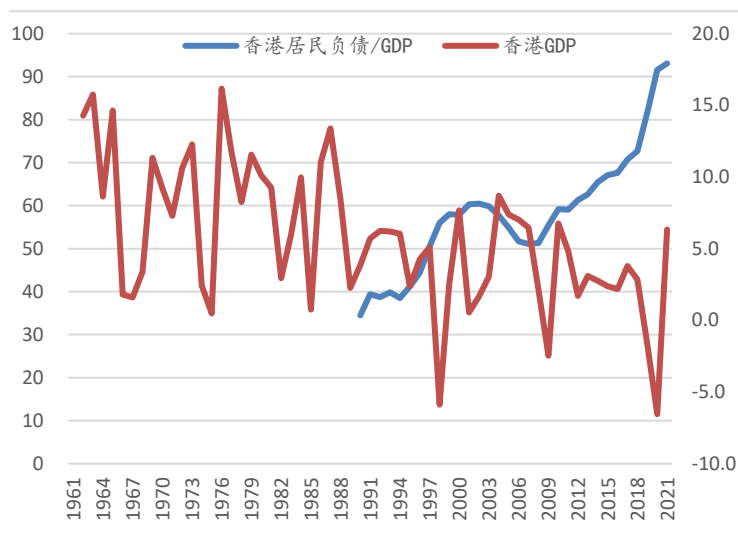
资料来源：IMF、IB、致富研究院

图表 5：韩国居民负债与 GDP 增速关系



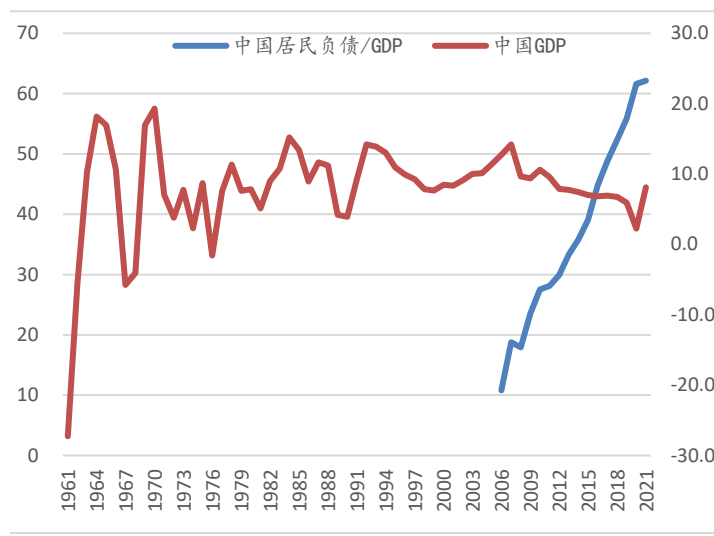
资料来源：IMF、IB、致富研究院

图表 6: 美国居民负债与 GDP 增速关系



资料来源：IMF、IB、致富研究院

图表 7: 英国居民负债与 GDP 增速关系



资料来源：IMF、IB、致富研究院

## 二、中国尚不是消费主导型国家，所以消费走弱未必导致经济衰退。

虽然我国消费在 GDP 中占比已经超越投资，成为三驾马车中体量最大的那一者。但我国居民消费支出中绝大多数都是必需品，耐用品占比很低，这就使得我国消费总额及增速较为稳定，波动性小，对经济增速的影响也较小。而投资和净出口虽然占比下降，但这两者波动性大，所以对我国经济增速的影响也就较大。而且，我国当前所处经济发展阶段和国家基础设施现状显示，我国投资仍有很大空间。因此，当消费走弱时，政府可以加大基础设施投资进行调节，保持经济总体平稳运行。

## 三、物价涨幅回落≠通缩，更≠经济衰退。

### 物价涨幅回落≠通缩。

通货紧缩是指货币供应量少于流通领域对货币的实际需求量而引起的货币升值，进而引起商品和劳务价格的价格总水平持续下跌的现象，包括物价水平、货币供应量和经济增长率三者同时持续下

降。我国当前的 CPI 回落只是物价涨幅的回落，但价格水平继续上涨，并未下降。同时，货币供应量依然保持两位数增速，经济增速也持续为正，这些指标都证明我国当前并非通缩。

- **物价涨幅回落≠经济衰退。**

众所周知，通胀或通缩的原因主要有五个：需求拉动型、成本推动型、外部输入型、货币传导型和结构型。只有当需求过多导致通胀或需求疲弱导致通缩时，才会与需求过多导致的经济过热或需求过少导致的经济衰退同时出现，其他四个原因引致的通胀或通缩并不同时伴随经济过热或经济衰退。

当前，我国 CPI 和 PPI 回落一方面是国际大宗商品高位回落的带动，另一方面是去年高基数的基数效应所致。我们在之前的报告对今年物价走势进行预测时，就明确提出今年 CPI 涨幅会呈现“先降后升”的 V 字型走势，前几个月公布的数据印证了这种预测，并未“超出预期”。同时，经济在一季度也恢复良好，处于从上季度疫情对经济的冲击中恢复的过程中，并非衰退。

## 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

| 香港                                                                                         | 北京                                                                                        | 上海                                                                                               | 深圳                                                                                             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>香港致富证券有限公司</b><br>香港德辅道中 308 号<br>富卫金融中心 11 楼<br>电话：(852) 25009228<br>传真：(852) 25216893 | <b>香港致富证券有限公司北京代表处</b><br>北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层<br>电话：(8610) 66555862<br>传真：(8610) 66555831 | <b>香港致富证券有限公司上海代表处</b><br>上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室<br>电话：(8621) 38870772<br>传真：(8621) 58799185 | <b>香港致富证券有限公司深圳代表处</b><br>深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼<br>电话：(86755) 33339666<br>传真：(86755) 33339665 |

网址：[www.chiefgroup.com.hk](http://www.chiefgroup.com.hk)