

外需、通缩和产能过剩风险无需担忧！

——中国经济如何走向复苏（五）

作者

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 邮箱：fanl@glsc.com.cn
 分析师：方诗超
 执业证书编号：S0590523030001
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

专题内容摘要

核心观点：

四季度中国经济负产出缺口扩大，投资者对2024年经济形势，特别是对外需、通缩压力和政策力度仍有担忧。我们认为，首先，在美国经济有望软着陆、中国出口全球份额平稳、以及中美关系步入“新常态”的情况下，2024年的中国出口或好于预期。其次，“债务通缩”的微观机制在中国不太成立且中国产能过剩以周期性问题为主，价格额外下行的风险也比较有限。最后，工业企业ROA高于贷款利率，货币政策的宽松力度可能也已经够用。

➤ 2024年出口无忧

2024年美国有望实现软着陆，支撑外需。同时，2024年中国出口在全球市场的份额或也好于预期：从最新的数据上看，6月以来我国的出口份额在75个主要经济体组成的样本中保持平稳（11.5%左右）；其中，中国产品在美国及其盟友市场的份额也维持稳定（18%-19%），并无“断链脱钩”影响加速显现的迹象。此外，近期中美互动改善，可能意味着中美关系正逐步进入稳定竞争的“新常态”，中国外部环境的稳定性增强，也有利于出口。

➤ “债务-通缩”循环发生的概率较小

近期市场对高债务可能导致通缩有较多担忧。我们认为，由高债务导致通缩的一些微观机制在中国不完全成立，“债务-通缩”循环出现的概率较小。一方面，我国银行体系有广泛的政府信用背书，同时存款保险制度也已经建立，高债务引发金融危机导致通缩的可能性有限。另一方面，我国企业部门的高杠杆很大程度上与融资平台有关。但从我国工业企业杠杆率处于历史上的相对低位（57.3%）来看，并不存在债务率过高影响信贷获取的问题。

➤ 产能过剩导致通缩的可能性较小

有投资者担心当前的产能过剩可能加剧通缩压力。我们认为产能过剩分周期性和结构性两种。只有大范围结构性的产能过剩才容易因为出清触发经济萧条和进一步通缩。2023年4季度中国工业行业的产能利用率为75.2%，明显高于2014-2016年工业部门存在严重的结构性产能过剩的时期。这说明，当前的产能过剩可能主要受宏观经济周期偏弱的影响。随着总需求回升，产能过剩问题就有望缓解，并带来价格水平的反弹。

➤ 宏观政策力度无忧

一些投资者担心当前逆周期调节的政策力度不够。海外经验显示，其他国家在地产拐点后的政策力度可能也受到限制，但经济最终也都迎来复苏。同时，我们认为市场参考PPI计算通胀水平，可能高估实际利率。虽然我们还会认为会有降息出现，且降息会更有利地推动经济复苏。但是，从ROA与贷款利率的视角来看，即使不降息，货币政策的宽松力度可能也已经够用。

风险提示：经济、政策与预期不一致，地缘政治恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险。

相关报告

正文目录

1.	2024 年出口无忧	3
1.1	2024 年美国的经济有望实现软着陆	3
1.2	近期中国出口份额保持平稳	4
1.3	中美关系或正逐步进入“新常态”	8
2.	通缩风险较为有限	10
2.1	“债务-通缩”循环发生的概率较小	10
2.2	产能过剩导致通缩的可能性较小	13
3.	宏观政策力度无忧	17
3.1	不完美的复苏：来自美国、韩国和瑞典的经验	17
3.2	参考 PPI 估计的实际利率偏高	20
3.3	ROA 的视角：货币政策宽松力度可能已经够用	22
4.	风险提示	24

图表目录

图表 1:	2018 以来失业率和核心 PCE (%)	4
图表 2:	2022 年 3 月以来失业率和核心 PCE (%)	4
图表 3:	主要国家与地区出口：中国的份额	5
图表 4:	中国在美国及其盟友进口中的份额	6
图表 5:	中国在美国进口中的份额	6
图表 6:	中国在美国盟友进口中的份额	7
图表 7:	对美国：中国出口份额	7
图表 8:	对美国盟友：中国出口份额	7
图表 9:	对主要新兴市场地区：中国出口份额	8
图表 10:	2024 年 1 月中美多层次互动频繁	9
图表 11:	某股份制商业银行 PB	12
图表 12:	我国工业企业的杠杆率处于历史较低水平	12
图表 13:	工业产能利用率与经济增速相关	13
图表 14:	工业行业产能利用率（季调）	15
图表 15:	纺织行业的产能利用率（季调）	16
图表 16:	化纤行业的产能利用率（季调）	16
图表 17:	食品制造业的产能利用率（季调）	16
图表 18:	医药制造业的产能利用率（季调）	16
图表 19:	美国、韩国、瑞典在经济复苏前后 120 个月的政策利率	18
图表 20:	美国、韩国、瑞典在经济复苏前后 10 年核心 CPI 同比增速	18
图表 21:	美国、韩国、瑞典在经济复苏前后 10 年的政府杠杆率	19
图表 22:	美国、韩国、瑞典在经济复苏后的股指表现	20
图表 23:	RJ/CRB 指数同比对 PPI 同比的解释力	20
图表 24:	布伦特原油同比对 PPI 同比的解释力	20
图表 25:	上下游行业在工业企业利润中的占比	21
图表 26:	上下游行业对工业企业利润增速的拉动	21
图表 27:	规上工业企业成本率（季调）与 PPI 指数	22
图表 28:	工业企业 ROA 与贷款利率	23
图表 29:	规上工业企业利润绝对规模（季调）	23

四季度中国经济环比增速放缓，负产出缺口重新扩大，市场对 2024 年中国经济能否实现复苏（定义为负产出缺口收敛）也颇有担忧。针对市场对外需、债务通缩、产能过剩和政策力度不足的担忧，我们在本文中做出一一回应。

1. 2024 年出口无忧

在美国经济有望软着陆支撑外需，中国出口份额相对稳定的情况下，我们认为 2024 年出口表现或好于市场预期。

1.1 2024 年美国有望实现软着陆

我们认为尽管 2024 年美国可能持续温和降温，但可能避免负增长，实现软着陆。

从逻辑上看，美国经济想要实现软着陆需要两个前提条件：

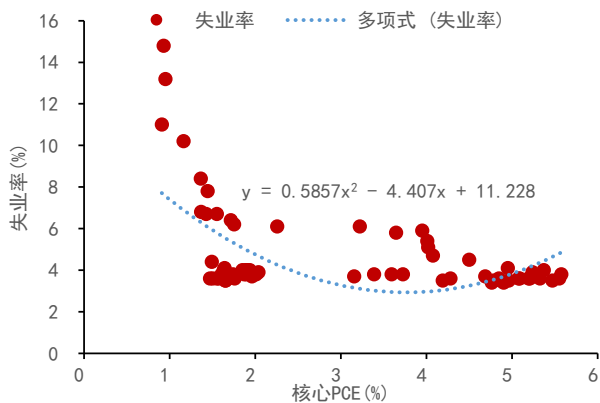
- 在美国经济温和放缓的情况下，通胀可以得到明显的抑制；否则，美联储就必须接受以经济衰退为代价让通胀回落；
- 美联储可以比较好地管理总需求，实现总需求增长温和放缓；反过来，如果需求不受控的大幅放缓，就可能触发经济衰退。

我们认为美国经济当前具备的三个特征有助于上述两个条件的实现：

第一，我们注意到，2022 年美联储加息以来，美国的菲利普斯曲线表现的非常扁平¹，这有利于在经济温和放缓的情况下抑制通胀。

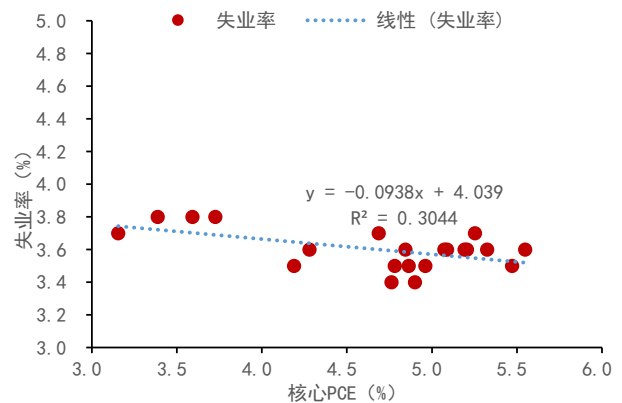
¹ 实际上，从 2009 年以后就有许多关于美国菲利普斯曲线扁平化的讨论

图表1：2018 以来失业率和核心 PCE (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：2022 年 3 月以来失业率和核心 PCE (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

第二，受益于人工智能技术等带来的制造业投资，美国经济总供给可能超预期回升。总供给的改善也有助于在维持一定经济增速的情况下抑制通胀。

第三，货币政策影响总需求的敏感性可能下降了。本轮周期政策利率在短时间的快速上涨，失业率并没有出现显著的上行，或说明经济对利率敏感度下降。当经济增长对货币政策敏感性不太高的时候，就不太容易出现总需求因为加息失速下滑的局面，有利于软着陆的实现。

1.2 近期中国出口份额保持平稳

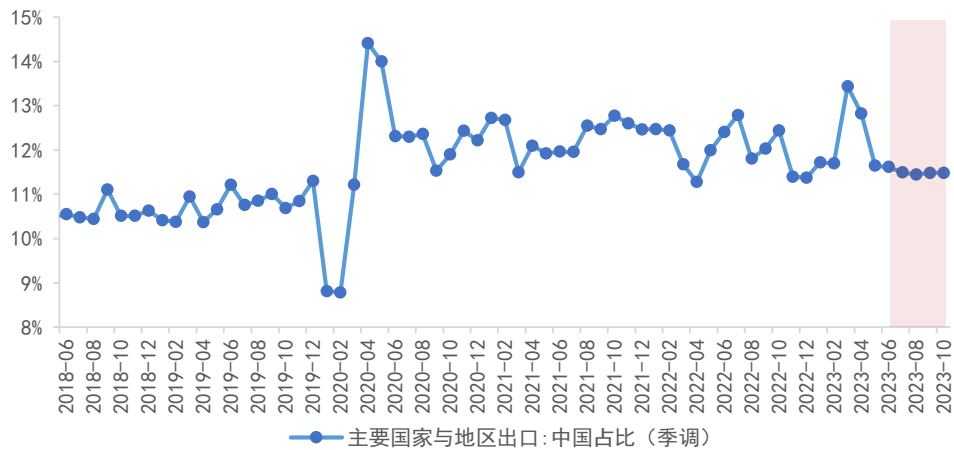
我们也注意到，2023 年 6 月以来，我国在全球市场中的出口份额维持了较为平稳的走势，其中，中国产品在美国及其盟友的市场份额也维持稳定，并无“断链脱钩”明显加速的迹象。虽然目前尚难断定美国及其盟友“断链脱钩”措施的冲击已经完全显现，但是我们认为从最新的趋势上看，未来中国出口在全球市场的份额可能好于预期。

1.2.1 中国出口全球份额基本平稳

考虑到在全球出口份额的官方指标仅有年度数据，难以追踪月度出口份额的变化，我们通过 WTO 公布的 75 个国家与地区²的商品出口数据，计算下半年以来中国在主要国家与地区中的出口份额。

从月度的出口占比数据来看，6 月到 10 月，我国出口的份额表现平稳，没有出现明显的恶化。当然，此前的 3-4 月，由于积压物资与订单的影响，我国出口份额曾出现大幅的上升，属于特殊情况。

图表3：主要国家与地区出口：中国的份额



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：由于我国 10 月出口受到超长假期扰动，对 9、10 月数据进行了平滑处理。

1.2.2 “断链脱钩”也没有在近期明显加速

针对部分投资者担忧的美国及其盟友对中国供应链“断链脱钩”的担忧，我们对中国在不同出口对象中的份额进行了进一步的测算，结果显示，从最近几个月的情况来看，中国在美国及其盟友中的出口份额也保持了平稳，并无“断链脱钩”影响明显显现的迹象。

首先，在美国³及其盟友（包括五眼联盟、G7 联盟、欧盟 27 国中所有数据可得的国家，下同）的进口中，中国的份额在近几个月保持了平稳。

² 75 个国家与地区包括：阿尔巴尼亚、阿根廷、埃及、爱尔兰、爱沙尼亚、奥地利、澳大利亚、巴拉圭、巴西、白俄罗斯、保加利亚、北马其顿、比利时、冰岛、波黑、波兰、玻利维亚、丹麦、德国、俄罗斯、厄瓜多尔、法国、菲律宾、芬兰、哥伦比亚、哥斯达黎加、哈萨克斯坦、韩国、荷兰、黑山、加拿大、捷克、克罗地亚、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、罗马尼亚、马耳他、马来西亚、美国、秘鲁、摩洛哥、墨西哥、南非、挪威、欧盟、葡萄牙、日本、瑞典、瑞士、萨尔瓦多、塞浦路斯、斯洛伐克、斯洛文尼亚、泰国、突尼斯、土耳其、危地马拉、乌克兰、乌拉圭、西班牙、希腊、新加坡、新西兰、匈牙利、以色列、意大利、印度、印度尼西亚、英国、越南、智利、中国大陆、中国香港、中国台湾

³ 由于中美海关对中国出口美国的货物金额统计在中美贸易摩擦后存在较大不同，我们对美国进口金额中来自中国的部分，以中国海关统计数据进行了替换调整。

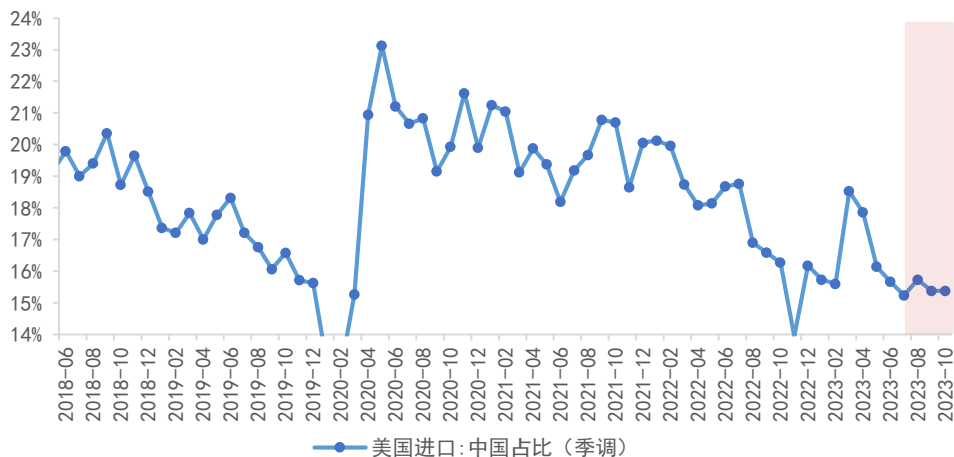
图表4：中国在美国及其盟友进口中的份额



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：由于我国10月出口受到超长假期扰动，出于数据可比性考虑，对9、10月数据进行了平滑处理。

其中，中国在美国进口中的份额保持稳定，甚至略有上升。而对美国盟友的出口，虽然在8月稍有波折，但也很快反弹，整体维持了平稳。

图表5：中国在美国进口中的份额



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：由于我国10月出口受到超长假期扰动，出于数据可比性考虑，对9、10月数据进行了平滑处理。

图表6：中国在美国盟友进口中的份额

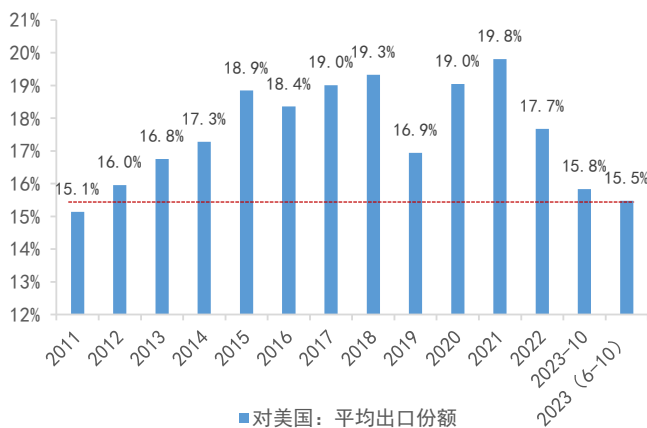


资料来源：Wind，国联证券研究所；注：由于我国10月出口受到超长假期扰动，出于数据可比性考虑，对9、10月数据进行了平滑处理。

1.2.3 未来中国出口份额还会持续下降吗？

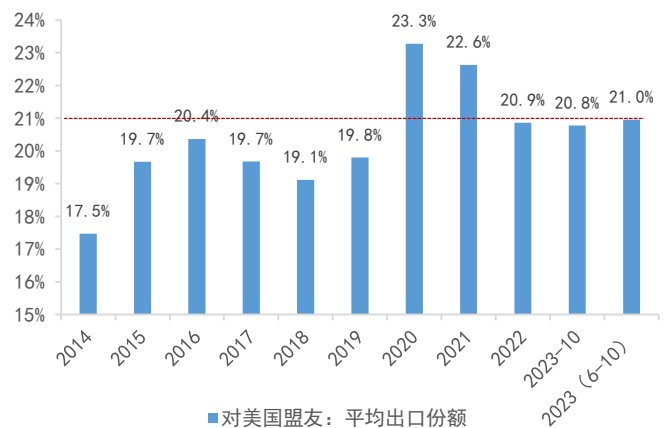
总体而言，2023年下半年以来的几个月，中国出口份额是防疫优化、且积压物资出口造成的扭曲已经消退之后产生的数据，反映出了后疫情时代常态化情形下中国出口产品的竞争力。

图表7：对美国：中国出口份额



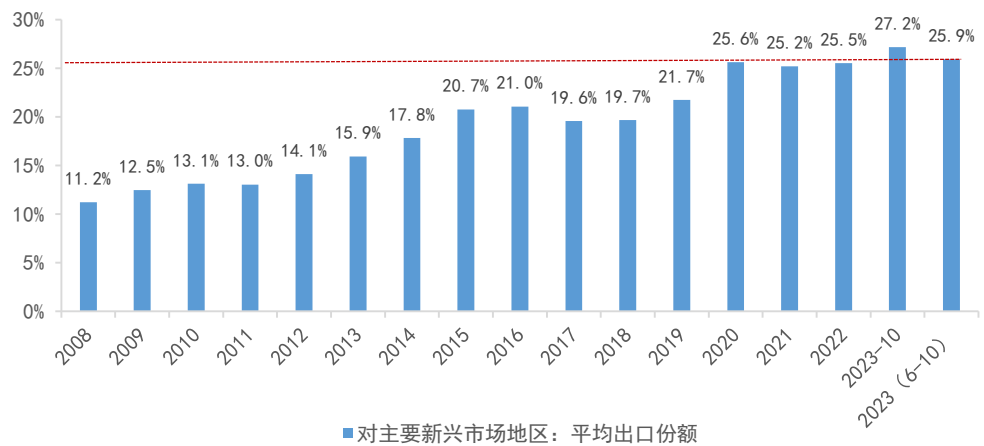
资料来源：Wind，国联证券研究所；注：2023年6-10月使用的是季节性调整后的数据。

图表8：对美国盟友：中国出口份额



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：2023年6-10月使用的是季节性调整后的数据。

图表9：对主要新兴市场地区：中国出口份额



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：2023年6-10月使用的是季节性调整后的数据。

从最近几个月的数据来看，中国在美国市场的份额保持在 15.5%左右，在美国盟友和新兴经济体市场的份额反而较 2022 年有所上升，达到 21.0%与 25.9%。虽然目前尚难断定美国及其盟友“断链脱钩”措施的冲击已经完全显现，但是我们认为从最新的趋势上看，未来中国出口在全球市场的份额可能好于预期。

1.3 中美关系或正逐步进入“新常态”

我们认为支持中国外需的另一个有利因素在于外部环境的稳定性改善。2023 年以来，中美互动频率达到了过去五年以来的新高，中美关系出现缓和的态势。我们认为，中美关系正在逐步进入“新常态”，中国的外部环境的稳定性可能明显改善。

1972 年中美关系正常化以来，美国在较长时间内对执行了对华接触(engagement)战略。1994 年 7 月，克林顿政府发表的《国家安全战略报告》指出⁴，“美国正同中国进行广泛接触，确保两国拥抱经济和安全利益。美国把人权和‘最惠国’待遇脱钩，让中国发展更加开放的市场经济，接受国际贸易实践。”美方预期，伴随着中国经济的市场化，中国在政治体制和价值观方面也会逐步向西方标准看齐。

然而，情况并未完全向美方预期的方向发展。特别是 2010 年以来，随着中国实力的增强叠加中美方在路线选择方面分歧加剧，美国认为中国对美国的价值观、主导的国际秩序、乃至经济利益都形成了挑战和威胁。2017 年底，特朗普政府发布的《国家安全战略报告》中，多次称呼中国为“战略竞争者”。2018 年 10 月美国副总统彭斯在哈德森研究院的讲话呼吁美国人重视中国的全方位威胁，在某种程度上从官方角度宣告了美国正式放弃“接触战略”，而转向对华竞争战略。

⁴ https://www.ciis.org.cn/yjcg/xslw/202007/t20200710_1014.html

2018年-2023年，中美之间摩擦急剧增加，这可能与两国都处于对新关系的适应磨合期有关。但是，双边关系朝不可控方向发展，显然也不符合任何一方的利益。

2022年底以来，虽然有波折，中美关系逐步出现了缓和的迹象。2022年11月，中美元首巴厘岛会晤，并达成外交、财经、气候变化和公共卫生等多个领域的六条共识。2023年，中美高层互访频繁，并建立了商务、经济和金融工作组。2023年底，两国元首在旧金山会晤，在政治外交、军事安全等多个领域达成20多条共识，中美关系进一步缓和。2024年以来，中美之间也保持了高频的互动。

图表10：2024年1月中美多层面互动频繁

	时间	事件
官方 层面	1月1日	国家主席习近平与美国总统拜登互致贺信
	1月8日-1月9日	第17次中美国防部工作会晤在美举行
	1月11日	商务部部长王文涛与美国商务部部长雷蒙多举行通话
半官 方层面	1月8日	中美1.5轨对话框架下专题座谈在美举行
	1月5日	全国友协、中国人民外交学会等两国友好机构举办纪念中美建交45周年的招待会
智库 人文 层面	1月9日	卡特中心、美中关系全国委员会、美中贸易全国委员会和复旦大学美国研究中心在美联合举办研讨会
	1月8日-1月10日	华阳海洋研究中心与美国PAX Sapiens基金会在三亚联合举办闭门研讨会
	1月8日	美国前财政部长萨默斯来华访问
民间 层面	1月	北京大学乒乓球队访美、美国弗吉尼亚大学乒乓球队访华

资料来源：澎湃新闻，国联证券研究所整理

我们认为，近期中美互动的改善可能意味着美国对华战略从接触到竞争的磨合期已经过去，中美关系正逐步进入较为稳定的竞争之中。最近被任命为美国常务副国务卿的坎贝尔曾在中国发展高层论坛的2020年会上表示⁵，“未来中美两国的主旋律仍然会是竞争，但双方应共同努力，建立沟通与危机管控机制，实现‘稳定竞争’（stable competition）”。从最新的情况上来看，中美关系可能正在进入“新常态”。中国外部环境的稳定性有所增强。

⁵ https://m.thepaper.cn/baijiahao_10099477

2. 通缩风险较为有限

近期市场对价格水平的下行有较多担忧，讨论较多的两个可能导致通缩的风险因素是债务通缩与产能过剩。

我们认为高债务导致通缩的一些微观机制在中国不完全具备，由于“债务”而导致“通缩”的压力其实比较有限。而当前中国的产能过剩以周期性产能过剩为主，因为结构性产能过剩而需要出清调整并且导致未来一段时间全面通缩的风险也并不高。

中国当前存在一定的价格下行压力的主要问题可能主要还是总需求不足。经济内生性动能逐步改善叠加稳增长政策持续推出有望逐步提振国内的需求与价格水平。

2.1 “债务-通缩”循环发生的概率较小

近期，张五常教授在一篇关于中国当前经济状况的文章中提示，要警惕通缩的风险，引发广泛关注。文中提到了费雪的“债务-通缩”理论加剧了部分投资者对高杠杆背景下中国通缩风险可能加剧的担忧。

2.1.1 早期“债务-通缩”的路径并不清晰

回顾费雪关于“债务-通缩”理论的著作《繁荣与萧条》，高债务导致通缩主要有两条路径，其一是资产的廉价出售，导致资产价格的下跌；其二是人们竞相偿还银行债务，导致货币数量的收缩。

但费雪在书中也指出，第一条路径中，资产的降价交易“不是根本原因”，因为“卖方丧失的消费能力由买方获得”。最为根本的是第二条路径。在过度负债⁶的情况下，人们采取措施纠正这一状况，竞相清偿银行债务，导致存款货币数量收缩。而根据费雪方程式 $MV=PQ$ ，货币数量 M 的下降将引发价格总水平 P 下降。

但我们认为，这一推论有待商榷。一方面，过度负债的定义含混不清，明斯基（1982）指出，费雪并没有明确为什么“可承受的债务会演变为过度负债”，也就很难理解人们为什么会有竞相偿还银行债务的动机。实际上，当基本面恶化，企业难道不是需要更多负债来维系现金流？如果看到好的投资机会，企业也需要继续举债抓住机会来改善自身的盈利状况。没有理由认为企业会主动偿还债务。

另一方面，对于费雪方程式，也存在较多争议：费雪认为其中货币的流通速度 V 由于制度性的因素，在短期内可视为常数；而交易量 Q 对产出水平常常保持固定的

⁶ 费雪认为，过度负债的定义是，债务相对其他重要的经济因素（资产、收入、流动性）来讲都明显过多。

比例，也基本保持稳定，这在后续的许多学术研究中也受到质疑。

实际上，在“债务-通缩”理论提出之初，由于其对相关的作用机制描述并不全面，没有在学界引起足够的重视。当时对这一理论的主流观点是，这只是导致了借款人向贷款人的财富再分配⁷，“对经济总需求不会产生显著的影响”⁸。

2.1.2 信息不对称下“债务-通缩”的路径

由于高债务和通缩确实常常形影相伴，此后的学者如伯南克、明斯基、托宾等经济学家对费雪的“债务-通缩”理论进行了补充与拓展。从“信息不对称”的角度考虑问题，学者们终于逐步弄清楚了高债务和通缩之间的关系：

由于借贷双方存在严重的信息不对称，杠杆率约束、抵押品制度、银行作为金融中介的存在等现代金融制度的安排许多都与解决信息不对称有关。考虑到信息不对称的影响，高债务则可能限制信贷扩张，影响总需求而产生通缩压力。

首先，资本金太少、债务太高的企业很难获得信贷。托宾指出当债务人所拥有的资产价格下跌，会影响其续借信贷的能力。伯南克指出当资产价格下跌时，一些人可能被迫抛售资产，引发资产价格的螺旋式下跌。这更会导致大量企业杠杆率被动上升，影响信贷的获得。

其次，较高债务的环境中，一旦基本面弱于预期，企业部门的损失可能很快向金融部门传导，并可能出现螺旋式恶化，影响金融稳定。伯南克的研究表明银行系统搜集了大量当地的企业和居民的信息，一旦银行大范围倒闭，信贷的恢复也需要漫长的时间。

最后，高债务环境下，信贷违约率上升，伯南克认为银行预期借贷成本会上升（或者说风险偏好会随之下降），借贷意愿下降，导致信贷规模收缩。

2.1.3 “债务-通缩”在中国发生概率较小

总体来看，我们认为“债务-通缩”循环出现的概率较小。

一方面，我国银行体系以国有制银行为主导，同时存款保险制度也已经建立，在政府信用的背书下，银行大量倒闭的可能性极低。实际上，即便是在港股市场中净率接近于 0 的商业银行，也依然能够保持正常运作。因为金融危机而引发信用收缩并导致通缩的可能性很低。

⁷ 李宝良，郭其友，郑文智. 金融中介功能的经济分析与应对金融危机的经验教训——2022 年度诺贝尔经济学奖得主主要经济理论贡献述评[J]. 外国经济与管理

⁸ 刘哲希，韩少华，陈彦斌. “债务-通缩”理论的发展与启示[J]. 财经问题研究

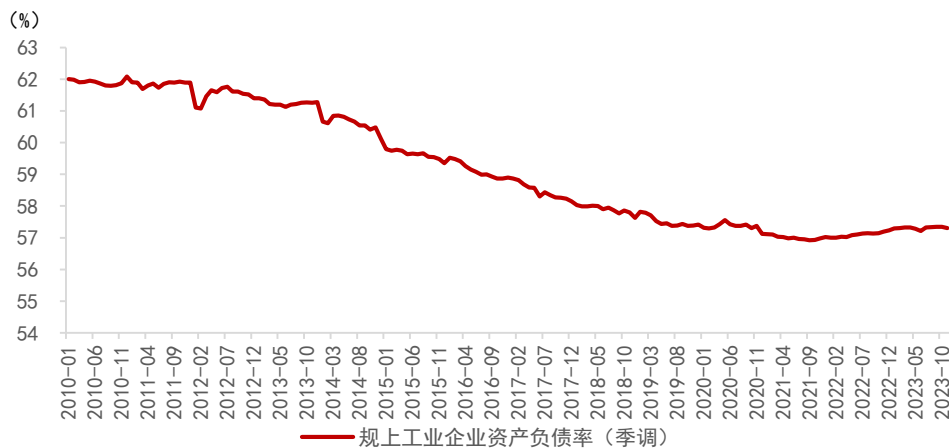
图表11：某股份制商业银行 PB



资料来源：Wind，国联证券研究所

另一方面，资本金不足的企业确实不太容易获得贷款；而大范围违约更是会降低银行的风险偏好。但是我国企业部门高杠杆很大程度上与融资平台有关⁹。单从我国工业企业的资产负债表来看，当前企业杠杆率处于历史上的相对低位，并不存在债务率过高的情况。

图表12：我国工业企业的杠杆率处于历史较低水平



资料来源：Wind，国联证券研究所

反过来，如果像张五常教授在文章中建议的推高通胀——例如通过汇率贬值实现，可能会存在通胀预期失控的风险。在这种情况下，一方面通胀高企，一方面需求和就业仍然疲软，“滞涨”的风险反而上升。

⁹ <https://www.safe.gov.cn/shanghai/2017/1027/624.html>

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/565024103024011044>