

# 中國經濟沒有通縮風險



經濟把脈 明明

中信證券固定收益  
首席研究員

2023年開年以來強勁的金融數據顯示社會融資需求旺盛，3月份M2（廣義貨幣供應）增速高達12.7%。但從通脹的角度看，經濟的修復過程並沒有反映到價格層面，3月份CPI同比上漲0.7%，前值1.0%；PPI同比下降2.5%，降幅擴大1.1個百分點。這也引發了部分投資者對全面通縮的擔憂。

歷史上看，M2同比拐點通常領先於非食品項CPI同比拐點三個月到一年不等，而距離M2同比上一個底部拐點已過去接近一年半的時間，非食品項CPI同比仍處於下行區間。通脹走勢和M2增速、經濟修復趨勢背離引起市場較多關注。2021年三季度以來M2增速快速抬升，背後是寬鬆的貨幣政策基調，但並沒有持續推動需求快速回暖，背後原因可能是因為貨幣並未進入到商品和服務的生產消費領域。

一方面，在M2同比高增的同時，M1（狹義貨幣供應）同比增速仍然維持低位，M2-M1剪刀差走闊，顯示企業生產經濟活力不高；另一方面，2022年以來企業貸款同比多增明顯，對應企業定期存款大幅增長，也表明企業並沒有將獲得的貸款全部用到生產投資領域。

回到2023年以來經濟修復趨勢確定但通脹偏弱的問題，背後需要關注的是供需兩端修復節奏的分化。

生產端回暖成色較好。今年以來PMI（製造業採購經理人指數）持續好轉並進入高景氣度區間，而2月後PMI生產指數持續好於新訂單指數，指向經濟修復呈現供大於求的格局。觀察PPI各工業部門分項價格環比變化，可以發現今年以來黑色金屬、有色金屬、油氣開採等上游工業行業存在相對明顯的漲價趨勢，同時全國247家高爐開工率、全鋼胎和半鋼胎開工率的回升態勢較好，指向今年商品中上游生產端情緒修復向好。

需求端修復進度偏慢且結構分化。與上游生產端較快修復節奏相對，今年下游消費需求回暖進度較慢，且呈現高強端、低弱端的結構性特徵，同時海外衰退壓力下外需回落壓力在出口端較多顯現。剔除基數效應後的社會消費品零售額四年年化增速為4.1%，結構上金

銀珠寶、煙酒、汽車等高端商品消費需求，整體好於服裝、家電影音、書報雜誌等中低端商品需求，服務需求中餐飲、出行、旅遊等接觸型行業具備更高的修復彈性。內需緩慢修復的同時，海外衰退壓力下外需對中國總需求修復的拖累顯現，去年四季度以來中國出口金額同環比持續為負，而美聯儲加息周期結束前中國出口壓力或難觸頂。

## CPI低企食品價回落

居民端擴表意願有限。2022年四季度至今，隨着防疫優化措施落地以及央行「第二支箭」、金融16條等寬信用工具部署，企業部門經營生產預期好轉而信貸需求快速增長。與之相對，儘管2022年全年5年期LPR（貸款基礎利率）下調三次，地方「一城一策」寬地產工具頻出，年底首套房房貸利率動態調整機制落地，但居民端中長貸需求持續結構性偏弱，信貸修復呈現企業強、居民弱的格局。

防疫優化措施落地後出行限制解除，企業經營恢復態態，但疫情期間居民面臨的失業、收入減少等問題具備長尾影響，並沒有隨着疫情衝擊消退而結束。央行公布的一季度城鎮儲戶問卷調查，顯示「更多儲蓄意願」佔比仍然處於近幾年的相對高位，可見在未來收入預期不穩的環境下，居民預防性儲蓄心態的黏性較強，而槓桿意願延續偏弱。

如前文所述，今年以來CPI同比持續走低的主要拖累因素是食品項降價、非食品需求恢復偏慢。展望未來，雖然基數走高、翹尾回落的環境下CPI同比仍然很難擺脫低位運行的局面，但是前期拖累CPI同比的主要因素可能存在變數——食品項價格尤其是豬肉價格或許仍然有上漲的空間，在非食品項需求中，服務需求的持續修復也是一大利好。因而CPI同比進一步走低的空間不大，通縮的概率偏低。

核心通脹和PPI同比或已經接近底部。從歷史上看，商品房銷售面積同比領先PPI同比約九個月，本輪商品房銷售面積同比於2022年5月觸底，對應本輪PPI同比下行趨勢或將於2023年一季度前後迎來拐點。如果考慮PPI同比還受制於海外經濟走弱、原油價格下滑的影響，一季度後PPI同比或進入磨底階段，進一步下行的風險逐步下降。對於核心CPI而言，隨着服務需求逐步回暖，以及PPI同比的觸底，核心通脹料進入「磨底一回升」通道。



▲人民幣國際化的目的是要讓人民幣在離岸市場用起來，並且在全球範圍形成人民幣使用生態圈。

離岸人民幣市場在經過十多年發展已建立了一定基礎，形成以香港為全球業務樞紐，以倫敦、新加坡為重要支撐，以其他設有人民幣清算行的地區為關鍵節點的網狀分布格局，並產生交叉輻射效應。香港是離岸人民幣市場建設的重中之重，無論是目前資金池規模、市場深度及產品廣度、使用人民幣市場主體的積聚效應，還是多年來香港一直較好地完成人民幣國際使用試點任務的表現，香港具備帶動新一輪離岸人民幣市場建設的能力。

# 建好離岸市場 助力人民幣國際化



撥雲見日 應堅

中銀香港金融研究院  
資深策略員

## 一、美元國際化的歷史

離岸美元市場是美元國際化的關鍵元素。布頓頓森林體系破產，並未動搖美元作為國際貨幣體系支柱地位，反而解除了將美元與黃金捆綁在一起的枷鎖，令美元可更自由發揮國際貨幣功能。與此同時，離岸美元市場加快發展，市場認可美元與其他貨幣可兌換性，不再關注美元的「含金量」，越來越多金融資產及交易以美元錨定。

在岸市場與離岸市場在美元國際化進程中的角色是不同的。美國境內是美元流動性的源頭、美元計價資產的大本營，在美國經濟、政治及軍事實力強大支持下，美元不斷走向境外，成為被全球公認的「硬通貨」，但在相當長時間內美國債券市場只對少數境外機構開放，國際融資功能並不強，其他國際使用也不多。歐洲美元市場出現，大量吸納境外美元，便利各國在倫敦等地發行美元債券，也便利倫敦金融機構進行美元貸款。

美元定價也在離岸美元市場建立後進一步強化。在美國境內，美聯儲調整貨幣政策，引導市場利率，形成從短端資金市場到長端資本市場完整的利率曲線，成為全球美元資產定價基準，而美元外匯交易從境內延伸到境外，保持24小時不間斷，離岸市場外匯交易佔比更大（去年在美國發生的美元兌換只相當於全球兩成），佔據美元連續報價的重要時間區間。

與美元混合型開放不同，人民幣國際化循序漸進展開，遵循「先經常後資本，先實體後投資，先跨境後境外」的路徑，這種安排主要是基於金融服務實體經濟基本原則，也是由人民幣在「走出去」前實際使用狀況所決定的。

## 二、人民幣有序「走出去」

人民幣國際化第一步是從跨境貿易領域邁出的。2009年人行等部委率先在上海、廣東及港澳、東南亞之間試點跨境貿易人民幣結算，主要為支持在金融海嘯中經營陷於困難的進出口企業。因歷史原因，境外沒有太多人民幣資金，為令境外企業可向境內貿易夥伴支付人民幣或收到人民幣可方便兌換成外幣，人行引入清算行及代理行兩種清算模式，打通了跨境人民幣兌換及流動渠道。相比之下，美元等其他貨幣國際化起點不一樣，原本在境外有存量，又有商業清算渠道支持，很容易實現貿易計價及結算，這些國家更多研究資本項目國際化。

在跨境貿易人民幣結算獲得成效後，人行又將人民幣結算模式複製到跨境直接投資及跨境債券、股票投資，在資本項目形成突破。尤其是2016年10月人民幣被納入SDR（特別提款權）貨幣籃子，激活境外央行及機構投資者增持人民幣資產。監管部門適時降低銀行間債券市場准入門檻，便利本外幣兌換，增強套期保值手段等，加上RQFII（人民幣合格境外機構投資者）、滬港通、深港通、債券通等跨境渠道不斷拓寬，人民幣跨境使用進入一個新高峰。2022年全國跨境人民幣收付42萬億元，五年增長近3倍，接近美元跨境收付規模，部分沿海地區人民幣已成為第一大跨境收付貨幣。

境外人民幣使用漸次展開，雖然發展慢於跨境業務，但在機制及政策上已着手做了準備。以香港清算行為基礎，2005年開始建設境外第一個即時人民幣結算系統（RTGS），為香港本地及與其他境外地區之間人民幣自由流動建立金融基礎設施保障。跨境貿易人民幣結算試點後，重簽的人民幣清算協議允許本地同業及商戶之間轉賬人民幣。2010年2月，金管局釐清本地金融機構開展人民幣業務的要求及標準。之後香港離岸人民幣外匯交易市場、資金市場、點心債市場率先啟動，並出現離岸人民幣匯率（CNH）、離岸人民幣同業拆息定盤價（CNY HIBOR）等定價機制，香港離岸人民幣中心升級成為全球離岸人民幣業務樞紐。

相比跨境人民幣業務，離岸人民幣使用更加體現市場驅動，但受到境外市場因素干擾也大。離岸市場使用主體也發生很大變化，除了人民幣結算及投融資真實需求外，還夾雜投機力量及隨機因素，故離岸人民幣業務發展的穩定性不如跨境使用。例如，2014年點心債發行量達到4300多億元，但2015年因匯率波動而曾跌破1000億元，去年再增至6200多億元歷史新紀錄。

然而，離岸人民幣使用十分重要，既有必要性，又有迫切性。一是按美元國際化經驗，離岸人民幣市場是人民幣國際化關鍵組成部分，離岸市場發展程度代表國際化水平；二是人民幣國際化的目的是要讓人民幣在離岸市場用起來，並且在全球範圍形

成人民幣使用生態圈；三是在各國呼籲國際貨幣體系改革下，中國作為負責任大國，應提升人民幣國際貨幣功能並推動人民幣流向各國，提供新的結算工具選項，增強金融交易韌性；四是跨境人民幣使用已部分遇到瓶頸，只有不斷優化離岸人民幣市場，才能促進跨境人民幣業務高質量發展。

## 三、離岸發展重在機制建設

從2018年起，香港離岸人民幣業務已連續五年保持復甦，人民幣清算量、跨境結算量、即遠期兌換量、點心債發行量及資產管理等重要業務指標大幅增長，市場基礎不斷夯實，業務創新動力增強。但對照美元國際使用情況差距仍很大，與倫敦離岸美元市場相比，香港離岸人民幣市場只屬於初級發展階段，產品豐富度及使用場景不處於同一層次，更關鍵的是市場機制不夠成熟，市場結構單一布局，市場關聯性缺失。

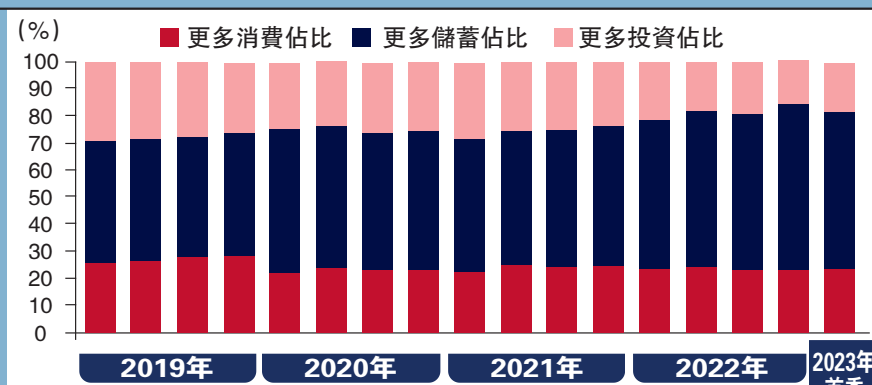
但由於缺乏多層次、多元化優質人民幣底層資產作為支撐，主要人民幣交易仍依賴以美元資產作為中介。因此，積極推進離岸人民幣市場建設，要以市場機制建設為發力點，以建立完善的離岸人民幣市場體系為目標，帶動全球人民幣使用有序展開：

一是加大力度引入優質人民幣計價資產，推動形成離岸人民幣使用生態圈。在現有國債及央票常態化發行基礎上進一步擴大市場規模，有序引導境內政策性銀行、商業銀行及國有企業到離岸市場發債，吸引國際組織、外國政府、跨國企業及國際銀行參與點心債融資；加快推進香港人民幣計價股票建設，開發人民幣基金、保險及理財產品，為各類市場主體配置人民幣提供更多選擇。

二是積極發展離岸人民幣利率市場，形成完整的離岸人民幣利率曲線。以優質人民幣資產為基礎，激活人民幣抵押品功能，推動離岸人民幣利率交易、衍生品交易；鼓勵香港主要金融機構做市報價，做大做強人民幣債券回購業務，構建與投融資業務相關的風險對沖體系，培育人民幣避險功能；充分利用香港機構持有的境內人民幣債券，探索跨境抵押債券回購業務創新。

三是多渠道促進跨境人民幣流動，不斷收窄兩地人民幣資金價格差距。進一步優化跨境人民幣結算便利性，推動香港人民幣資金池擴容，協助穩定周邊國家人民幣流動性，令人民幣「流得進」、「轉得動」、「留得住」，保持境內外人民幣利率基本一致，便利人民幣投融資；允許更多內地金融機構以人民幣參與境外人民幣資產投資與交易，探索境外機構直接參與人行公開市場操作。

## 內地居民現時「更多儲蓄意願」佔比處於相對高位



資料來源：Wind，中信證券研究部

## 美衰退機會增 聯儲加息難



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席  
兼任住宅總裁

美國及歐洲多家銀行出現財政問題，反映息口已經去到一個甚高程度，部分銀行吃不消。隨之而來的將是世界經濟衰退，不少金融界人士指出衰退已經逼近，美國會由加息變為減息、挽救經濟，股市及樓市等投資市場或者會因此回穩。

明尼阿波利斯聯儲銀行行長卡什卡里表示，近期銀行業危機增加了美國經濟陷入衰退的風險，暫時難以估計事件對經濟及貨幣政策的影響。卡什卡里指出，銀行業危機毫無疑問地讓美國走入衰退，但暫時難以估計銀行業危機導致的信貸收縮程度、經濟受損程度以及對聯儲局加息的影響。

今年有貨幣政策決定權的卡什卡里認為，因應信貸收縮及經濟放緩，暫決定聯儲局下次議息時利率政策的考慮。卡什卡里近年來的觀點是聯儲局須進取加息以應對通脹，但他最新的評論反映其對加息的看法趨向審慎。

緣政治周期，世界正處於危險邊緣，可能會面臨三個「地震式」劇變。

世界銀行行長馬爾帕斯表示，該行目前在評估其全球增長預測，但仍未排除全球經濟陷入衰退可能性。國際貨幣基金組織總裁格奧爾基耶娃透露，部分發達經濟體出現銀行危機，反映世界經濟不穩，今年世界經濟增長料放緩至3%以下。

美國經濟走向衰退，加息行動將變為減息，目的是刺激經濟復甦。市場預期，美國以至歐洲的減息行動，將會在今年底或明年初展開，屆時股市及樓市等投資市場將會轉跌為升。通脹依然高企，聯儲局未必會太快速減息，不利整體經濟回復正常。在高通脹之下，聯儲局減息會趨於保守，不會太急進。



▲美國上月CPI增幅放緩，但核心CPI仍高，5月加息0.25厘的機會仍較大。