

## 需求端改善 出現「流動性陷阱」幾率低



經濟把脈 明明

中信證券固定收益  
首席研究員

貨幣供給高增而通縮壓力顯現，中國是否正在滑向流動性陷阱？上周3月通脹數據和金融數據落地，消費物價指數(CPI)同比錄得0.7%，而生產物價指數(PPI)同比錄得-2.5%，通縮壓力較上月進一步抬升。與之相對，3月金融數據超預期好轉，新增信貸高達3.89萬億元(人民幣，下同)，M2(廣義貨幣供應)同比增速錄得12.7%，仍處於2016年5月以來的相對高位。回顧今年一季度通脹和金融數據走勢，貨幣供給保持高增而通縮壓力反而顯現，防疫優化落地後總需求回升緩慢，非食品項CPI同比回升拐點遲遲沒有出現，市場擔憂中國經濟面臨滑入「流動性陷阱」的風險。

## 人行政策利率具有調整空間

何為流動性陷阱？簡而言之，流動性陷阱意味着，極低利率環境中貨幣增加對總需求的刺激作用失效。這一概念最早由凱恩斯提出，當利率降至低無可低時，在流動性偏好作用下貨幣需求彈性變為無限大，公眾寧願以現金而非債券形式持有財富，此時增加貨幣供給無法有效調整利率水平。

筆者認為，一季度的經濟指標修復與通脹走勢背離主要有三個原因：信貸擴張提供貨幣增量並未流向消費和投資領域；生產端回暖節奏快於需求端；居民端擴表意願結構性偏弱。然而，在利率環境、貨幣政策有效性方面，當下宏觀環境與流動性陷阱並不一致。

首先，中國政策利率仍有較多調整空間，並非處於「極低利率階段」。流動性陷阱的外在表現是短期名義利率為0或接近0，而中國貨幣政策長期維持穩健基調，當下2.75%的MLF(中期借貸便利)利率仍有較多的調整空間。日本在1990至1995年、美國和歐盟在次貸危機後都經歷了快速大幅降息的過程，且市場利率長期停留在極低水平，為流動性陷阱的產生提供了客觀條件。中國無論是當下以DR007(以利率債為質押的7天期回購利率)為代表的短端資金利率圍繞2%的7天逆回購利率波動，而10年期國債收益率仍維持在2.8%以上，並不符合流動性陷阱「極低利率環境」的前提。

## 「寬貨幣」有效刺激經濟

其次，中國寬貨幣工具對實體經濟

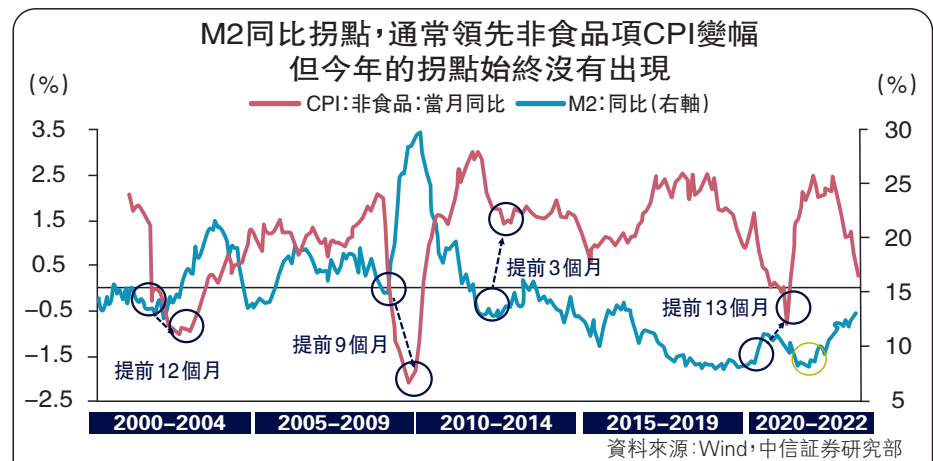
的刺激仍然有效。流動性陷阱本質為央行「寬貨幣」政策對經濟增長的刺激無效，但2022年以來的幾輪總量與結構寬貨幣發力均存在一定成效。總量上，2022年至今三次降準、兩次降息、三次5年期LPR(基礎貸款利率)下調大幅調降了實體經濟的融資成本，而在「第二支箭」民金融資支持工具、金融16條等寬信用政策工具刺激下企業端信貸需求也持續回暖，供給端開工情緒回暖而上游工業品漲價動能較強。當下的問題是貨幣工具從供給向需求端傳導路徑的通暢程度。從2023年一季度金融數據來看，M2-M1同比剪刀差走闊、CPI同比持續收縮，表明從信貸到消費和投資的渠道存在阻礙。

## 豬肉蔬菜價格續走低

再次，中國通縮壓力抬升原因存在較多層次，總需求偏弱為原因之一。2023年以來，中國CPI同比持續回跌而PPI同比持續通縮並非單一因素導致，除去總需求修復節奏不及總供給導致的非食品項與核心CPI漲價壓力較低外，豬肉蔬菜價格持續走低引起的食品項通縮，國際油價低位震盪，以及基數效應導致PPI同比難以回正也是重要原因。從食品項來看，蔬菜價格走勢遵循季節性規律，而4月來豬價下行放緩也意味着後續食品項降價壓力可能會趨於減輕。PPI同比通縮中基數效應是主要原因，而國際油價低位運行主導的輸入型通縮對中國經濟修復影響相對有限，而上下游有色、黑金等工業品持續環比漲價意味着，生產端開工情緒好轉將對PPI環比存在一定支撐。總體而言，總需求弱修復並非中國影響物價的唯一主線。

## 乘用車銷售已回升

需求側預期改善需要時間，而中期視角上中國經濟陷入流動性陷阱的風險相對較低。無論是CPI非食品項漲價動能較弱，還是PPI上游工業品漲價節奏快於下游，都指向了當下國內需求弱修復的格局。2022年疫情擾動下居民端面臨失業、可支配收入下降的問題，儘管2023年防疫優化措施全面落地而疫情衝擊消退，但這類問題長尾影響並未快速消除。但在經濟逐步修復的大趨勢下，需求側的改善也在逐步顯現。高頻數據方面30大中城市商品房成交面積已經回升至往年同期的新高，乘用車銷量也延續抬升，可見需求側改善是漸進式的過程，需要更多時間顯現。綜上所述，中期視角上中國陷入流動性陷阱的可能性相對有限。



## 息口低位 租客買樓好時機



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

有記者致電訪問筆者，「為何近期市場上多了租客去買樓呢？」回應：「因為近年實際按揭息口(約3.375厘的H按封頂息口)與租金回報率相差不遠，不少租客基本上也是供得起樓的。」「低嗎？香港不是加了息嗎？」加息的確是加重了原有的供樓負擔，但這只是事實的一部分，其實銀行的存款利息亦可能同時增加，應該更要將實際息口對比通脹、收租回報率及經濟增長，如果息口是和這些數字相當接近的話，基本上息口是很「抵」的。

過去半年，可以說是樓價最低，息口最「抵」的時候，因為住宅部分板塊的收租回報率曾經去到3.1厘，而最平實際息口在加息之下，維持在3.5厘或以下。筆者年輕的時候收租回報率有機會達到5厘，但當時的按揭息口多是在15厘以上，即以前租客買樓是要在租金基礎上再加一分息(10厘)去供樓的，其實絕大多數的租客供不起樓。

現時香港有兩項優點：

第一是低通脹，香港作為國際大都

會通脹只有1.7%，對比一些歐洲大城市，面對通脹超過10%以上。當然，香港通脹低不是偶然，因為背靠祖國，很多影響通脹的因素其實在價格上都佔有優勢。

第二是在聯繫匯率制下，香港息口相對美國市場是嚴重滯後的，此點亦不是偶然，除了因為香港的存款多而引致難以加P按(最優惠利率按揭)之外，H按(銀行同業拆息按揭)亦是享受平息，按揭息口甚至許多時比定期更底，其實特區政府面對套息活動的追擊是不斷付出代價的，而在這種情形之下享受低息和匯率穩定。

## 上車門檻達可負擔水平

現時單以屯門、天水圍為例，樓價300萬元或以下的二手住宅放盤量約有50個，而500萬元或以下的二手住宅單位約900個，其中大部分也是兩房單位，這些都是25至34歲組別的人均入息中位數字(2.1萬元)，兩口子可以負擔得到的，小家庭合力透過每月儲蓄收入的三成、約3至4年時間就可以儲到樓價500萬元的一成首期，收入既可以借到自住九成按揭，並通過入息要求和壓力測試，這些地方都是北部都會區有充分基礎的區域。



▲中國一季度GDP同比增長4.5%，分產業來看，固定資產投資(不含農戶)累計同比增長5.1%。

今年一季度，按不變價格計算，中國生產總值(GDP)同比增長4.5%，較上年四季度環比增長2.2%。國內經濟呈現恢復向好態勢。分產業來看，第一產業同比增長3.7%，第二產業增長3.3%，第三產業增長5.4%，第三產業回暖程度最好。分類別看，一季度社會消費品零售總額同比增長5.8%；固定資產投資(不含農戶)累計同比增長5.1%，其中基建投資(不含電力)增長8.8%，製造業增長7%，房地產業下滑5.8%；工業增加值累計同比增長3%。從具體分項來看，經濟復甦的亮點主要體現在四個方面。

## 中國經濟呈現平穩復甦



金融熱話 李奇霖

紅塔證券研究所所長  
首席經濟學家

首先，消費特別是服務性消費明顯回暖。

今年以來隨着防疫措施優化，生產生活秩序恢復，居民消費明顯回暖，對經濟增長的支撐作用增強。一季度，最終消費支出對經濟增長貢獻率達到66.6%，高於資本形成總額的貢獻。服務需求特別是接觸型、聚集型的服務需求快速釋放。一季度，服務業增加值同比增長5.4%，比上年四季度加快3.1個百分點，對經濟增長的貢獻率達到69.5%。

從結構來看，一是接觸型、聚集型服務業快速反彈。居民外出就餐、購物、旅遊、住宿明顯增多，帶動相關服務業增長。一季度住宿和餐飲業增長13.6%(前值-5.8%)；社零口徑下3月餐飲收入同比增長26.3%。二是物流和人流增多推動出行和交通運輸業較快恢復。一季度，交通運輸、倉儲和郵政業增加值同比增長4.8%，前值-3.9%。出行增多也帶動線下社交類商品消費增加。金銀珠寶消費同比增長了37.4%；服裝、鞋帽、針紡織品消費增長17.7%；化妝品消費增長9.6%；體育、娛樂用品消費同比增長15.8%。

往後看，在低基數效應及出行需求繼續釋放作用下，二季度社零同比讀數有望進一步走高。4-6月陸續迎來五一和端午假期，這是疫情防控優化後且度過觀望期後居民的首個小長假，居民旅行意願十分強烈。攜程發布五一旅遊前瞻顯示，截至4月6日，國內遊訂單同比增長超七倍，已恢復至2019年水平，而出境遊預訂同比增長超過18倍，二季度的假日經濟將有望帶動居民出行消費再度衝高。

其次，地產行業回暖。

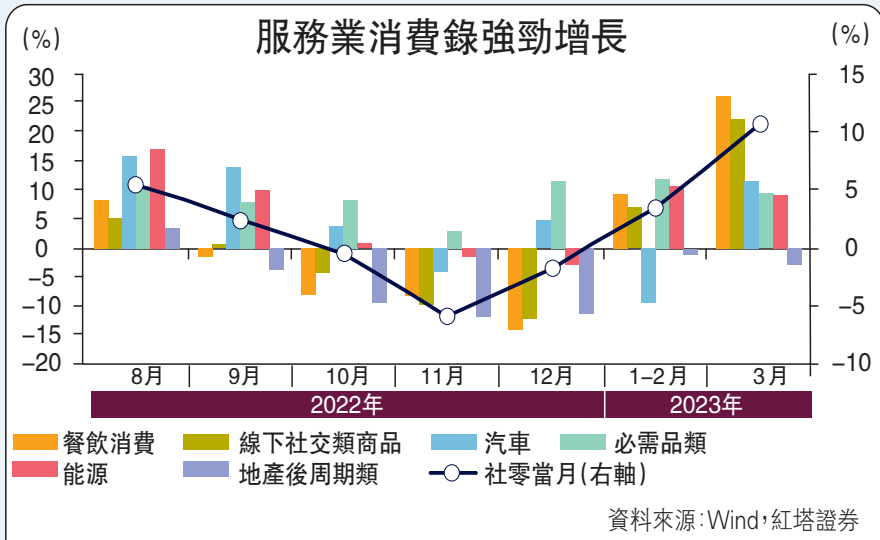
3月商品房銷售面積累計同比下滑1.8%，與上月相比降幅縮減1.8個百分點。其中，住宅銷售面積累計同比增長4.1%，是自去年以來的首次回正。地產銷售回暖一方面是因為去年基數較低，另一方面則是政策不斷刺激下，此前積壓需求的集中釋放。

房屋成交回暖推動房款回流至房企，1-3月房地產開發資金同比下滑9%(前值-15.2%)，其中，訂金及預收款和個人按揭貸款的改善最明顯，分別同比下滑2.8%和2.9%，前值分別為-11.4%和-15.3%。

供給端「保交房」政策的推動作用依舊很明顯，房企資金改善後主要用於竣工端，竣工面積累計同比增長14.7%，在上月回暖(+8.0%)的基礎上繼續環比提高6.7個百分點。

第三，優勢產業的生產及投資皆具韌性。

在綠色轉型及數字化智能化的推動下，中國製造業產業鏈加快創新發展，產品成本優勢凸顯，競爭優勢提升，汽車、電氣機械及器材等行業出口十分亮眼，同時國內新能源汽車的銷售也具備良好韌性，電氣機械等產品的滲透率也有進一步提高的空間。



內外消費的帶動下相關產業及產業鏈上下游的配套行業都增加投資，增多生產。

1-3月固定資產投資中，高技術製造業投資增長15.2%，細分行業中有色金屬冶煉及壓延加工業、專用設備製造業、汽車製造業、電氣機械及器材製造業投資完成額分別同比增長10.8%、10.6%、19.0%、43.1%。

3月工業生產中，汽車製造業同比增長13.5%、電氣機械及器材製造業同比增長16.9%，專用設備製造業同比增長7.3%，有色金屬冶煉及壓延加工業同比增長7%。

第四，基建投資一如既往地對經濟增長起到重要支撐作用。

3月基礎設施投資(不含電力)累計同比增長8.8%(前值9%)。高增長的基建投資與一季度前置發行的專項債、大規模振動的企業中長期信貸，以及持續提高的瀝青開工率相印證。相應地，基建的高景气度自然也就帶動相關行業生產增多，如3月黑色金屬冶煉及壓延加工業和非金屬行業的工業增加值同比增長6%和3.8%。

不過，國內需求不足的問題也很明顯，具體表現在三個方面：

第一，「就業—收入—消費」循環還不夠通暢。

隨着經濟平穩復甦，居民總體就業情況好轉，3月全國城鎮調查失業率為5.3%，較上月下滑0.3個百分點。勞動力人口失業率下降，25-59歲人口失業率4.3%，比上個月回落0.5個百分點；農民工群體失業率下降，外來農業戶籍人口失業率比上月下降0.7個百分點。

就業好轉推動居民收入增加，一季度，全國居民人均可支配收入實際同比增長3.8%，比上年全年加快0.9個百分點。從收入來源看，經營性收入提升幅度最大，3月累計同比增長5.8%，去年末僅為4.8%，但工資性收入增長僅加快了0.1個百分點。可以看出來，一季度居民就業和收入的改善更多可能受社交距離擴大後服務業和商品零售業回暖的帶動，以及基建和地產施工相關的建築業帶動。

就業是民生之本，就業決定了收入，收入又進一步決定消費能力。當報復式消費釋放完畢後，消費後續的增長趨勢將更多取決於收入及收入預期。隨着經濟的逐漸恢復，用工需求會增加，居民的就業和收入有望進一

步改善，今年消費有望好於去年。

居民可支配收入增速(3.8%)低於經濟增長(4.5%)，收入增長趕不上經濟增長。青年人口的失業率也進一步提高(3月環比提高1.5個百分點，位於近六年高點)。對於居民收入的分配以及大學畢業生的就業，政策還需進一步完善和幫扶。

第二，「地產銷售—投資—開工」的良性循環也有待進一步打通。

儘管3月房屋銷售情況明顯回暖，但房企仍面臨較大的資金壓力，擴大投資的意願並不充分。房地產開發投資完成額累計同比下滑5.8%，較上月下降了0.1個百分點，房屋新開工面積增速降幅擴大，累計同比增速為-19.2%，前值-9.4%。房地產自籌資金累計同比下滑-17.9%，仍處於低位，房企資金壓力還是比較大。因此土拍市場也比較低迷，3月全國住宅類土地成交面積低於歷史同期，同比減少45.4%，土地溢價率也位於低位。

往後來看，地產的修復速度可能會放緩。一方面是前期積壓需求集中釋放後，銷售回暖的速度會放緩，可以看到4月第一個星期的30大中城市商品房銷售面積已明顯回落，且回落幅度超出季節性。另一方面，今年以來無論是房屋銷售還是土拍拿地或者是整體的投資情況，國企背景的房企的表現都優於民企，這意味着行業出清還將持續一段時間。

第三，民間投資位於低位，對民營企業的支持有待加強。

1-3月固定資產投資同比增長5.1%，國有控股投資增長10%，而民間投資卻比上月下滑了0.2個百分點，僅增長0.6%。這主要是因為，一是在房地產市場調整下，民營房企銷售增速低，內部資金周轉不順暢的同時外部融資也比較難，一季度房地產開發民間投資下降13.8%。二是今年出口回落的大趨勢下，外貿行業訂單增長放緩，而外貿企業中民營企業佔比又比較高。後續還需政策加大對民營企業的支持以助力其信心恢復，推動投資回穩。

最後進行一個總結。今年以來，隨着生產生活秩序回歸正軌，經濟逐步回暖。但不容忽視的是，「就業—收入—消費」和「地產銷售—投資—開工」的良性循環均有待進一步打通，對民營企業的支持也需要加強，後續仍需政策的持續助力。