

# 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年美国的经济有望实现软着陆，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。

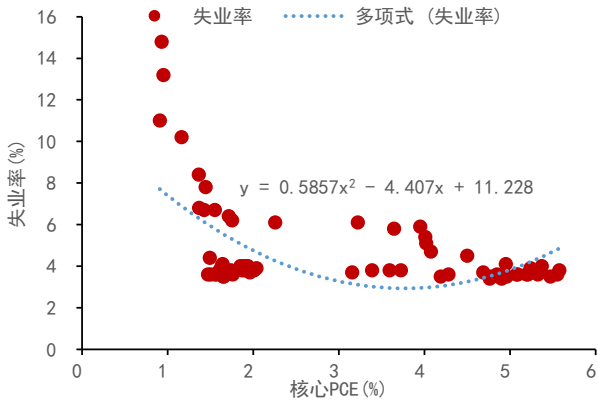
我们认为美国经济当前具备的三个特征有助于上述两个条件的实现：

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<sup>1</sup>，这有利于在经济温和放缓的情况下抑制通胀。

---

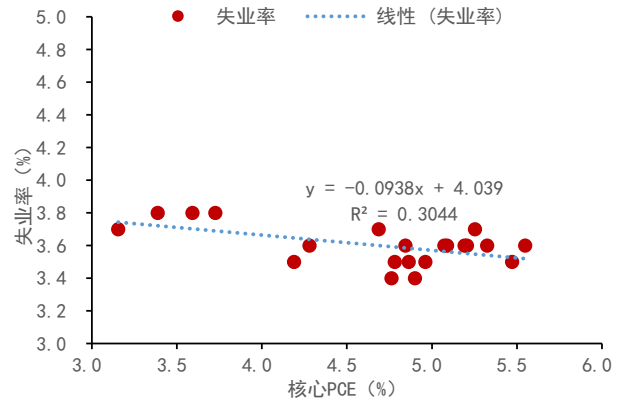
<sup>1</sup> 实际上，从 2009 年以后就有许多关于美国菲利普斯曲线扁平化的讨论

图表1：2018 年以来失业率和核心 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

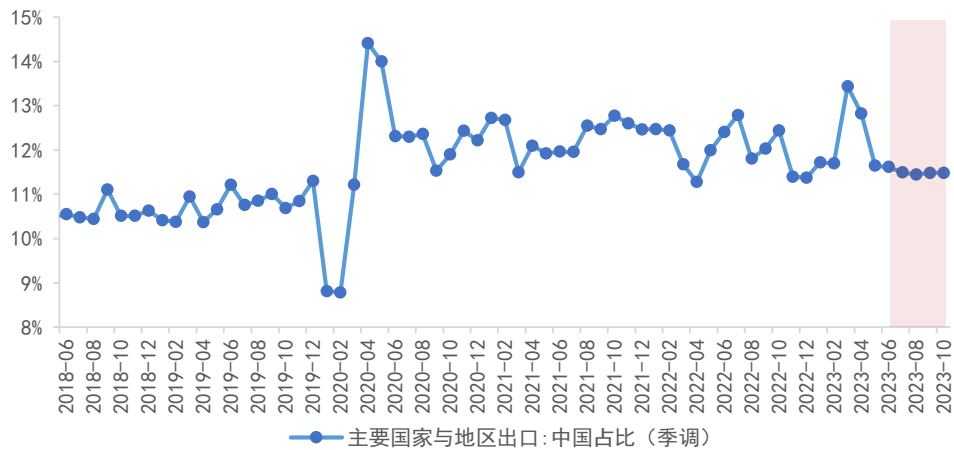
我们也注意到，2023 年 6 月以来，我国在全球市场中的出口份额维持了较为平稳的走势，其中，中国产品在美国及其盟友的市场份额也维持稳定，并无“断链脱钩”明显加速的迹象。虽然目前尚难断定美国及其盟友“断链脱钩”措施的冲击已经完全显现，但是我们认为从最新的趋势上看，未来中国出口在全球市场的份额可能好于预期。

### 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<sup>2</sup>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<sup>3</sup>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。

<sup>2</sup> 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

<sup>3</sup> 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

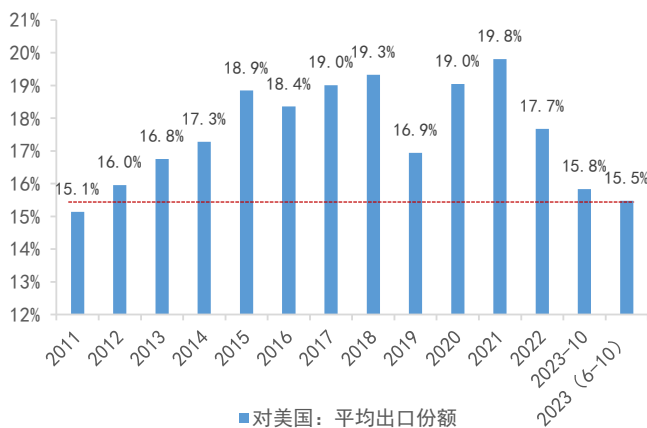


资料来源：Wind，国联证券研究所；注：由于我国10月出口受到超长假期扰动，出于数据可比性考虑，对9、10月数据进行了平滑处理。

### 1.2.3 未来中国出口份额还会持续下降吗？

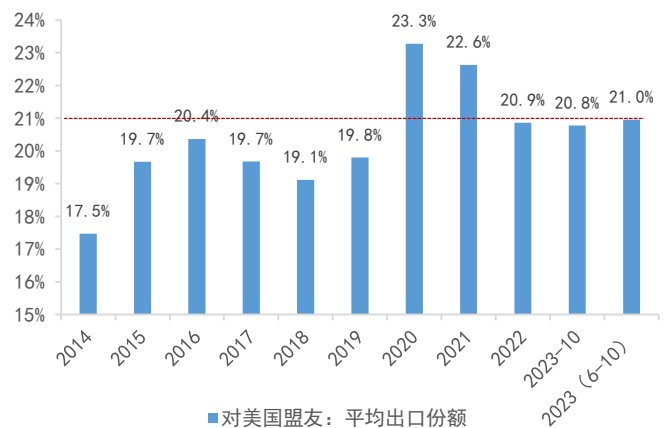
总体而言，2023年下半年以来的几个月，中国出口份额是防疫优化、且积压物资出口造成的扭曲已经消退之后产生的数据，反映出了后疫情时代常态化情形下中国出口产品的竞争力。

图表7：对美国：中国出口份额



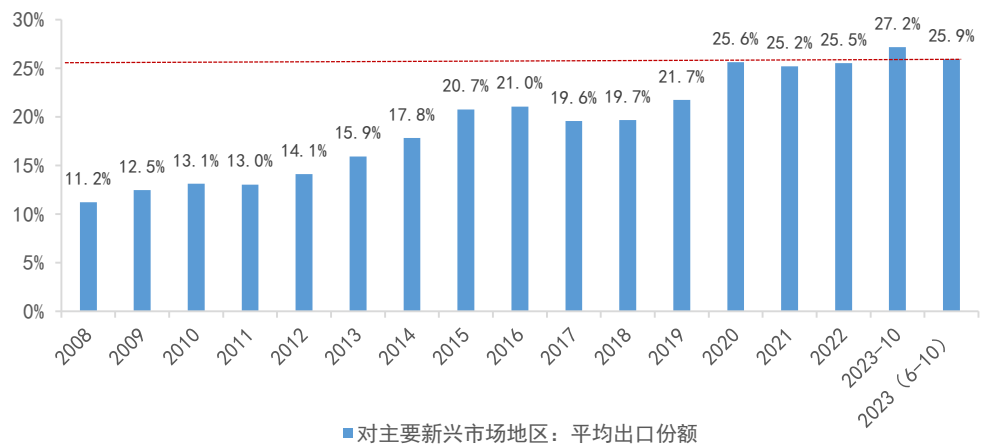
资料来源：Wind，国联证券研究所；注：2023年6-10月使用的是季节性调整后的数据。

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<sup>4</sup>，“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。

<sup>4</sup> [https://www.ciis.org.cn/yjcg/xslw/202007/t20200710\\_1014.html](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<sup>5</sup>，“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。

<sup>5</sup> [https://m.thepaper.cn/baijiahao\\_10099477](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<sup>6</sup>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

<sup>6</sup> 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<sup>7</sup>，“对经济总需求不会产生显著的影响”<sup>8</sup>。

### 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。

<sup>7</sup> 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

<sup>8</sup> 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

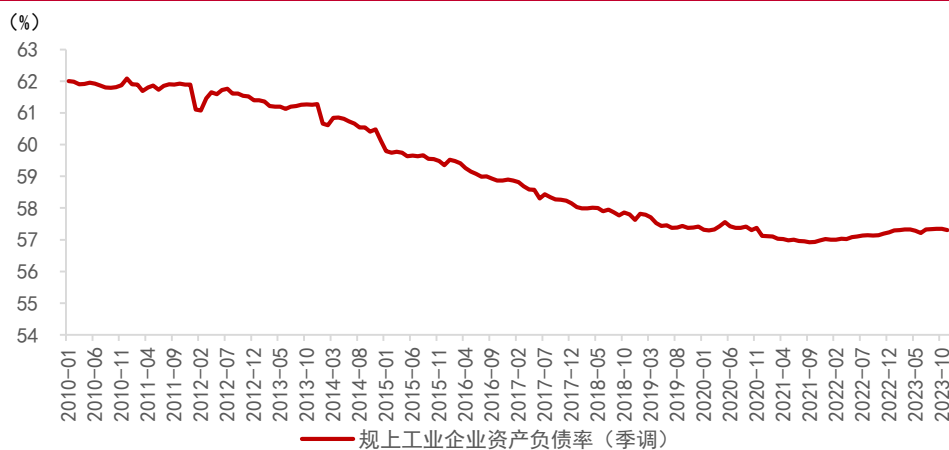
图表11：某股份制商业银行 PB



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<sup>9</sup>。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。

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

## 2.2 产能过剩导致通缩的可能性较小

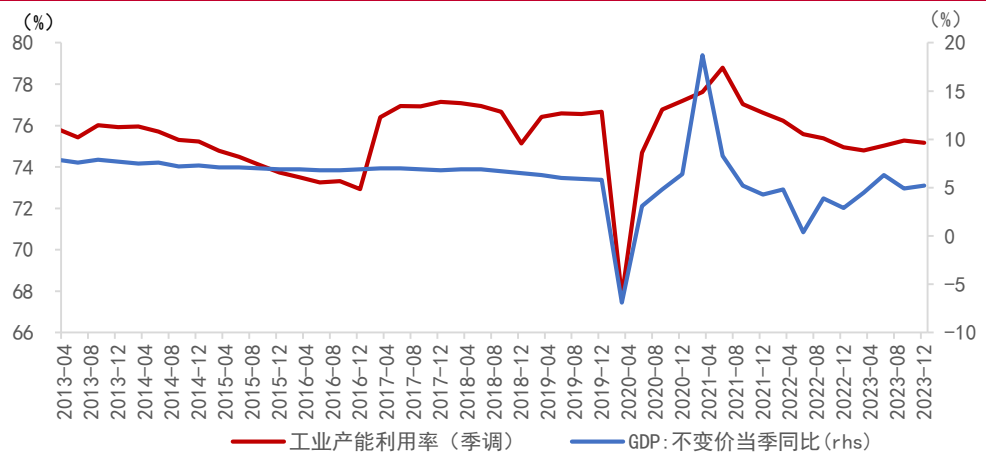
也有投资者担心，当前的产能过剩可能会加剧通缩压力。我们认为这一看法过于悲观了。

### 2.2.1 产能过剩的类型

产能过剩主要有两种类型：周期性产能过剩、结构性产能过剩。周期性的产能过剩由于宏观经济周期的波动产生；结构性产能过剩因需求发生结构变化、不恰当的产业政策、投资的潮涌效应<sup>10</sup>等原因出现。

周期性的产能过剩与总需求的不足是一个硬币的两面<sup>11</sup>，正因此，周期性的产能过剩与通货紧缩往往同步出现。一般而言，周期性的产能过剩无需过度担忧，这是因为当经济由低谷重新走向繁荣时，富余产能减少，产能过剩则得到化解<sup>12</sup>。

图表13：工业产能利用率与经济增速相关



资料来源：Wind，国联证券研究所

由于市场不完善、信息不对称和经济结构总是在调整之中，结构性的产能过剩在一个经济体中其实无处不在、无时不在——即使在经济的顶峰，也会有企业因为销路不畅而破产清算。但是结构性产能过剩本质仍是一个结构性问题，通过市场出清释放资源并把资源重新配置到有需求的部门，经济又会重新回到均衡。也正是由于出清机制发挥作用，结构性产能过剩一般而言主要是在微观和行业层面产生影响。

<sup>10</sup> 比如科技发展数码相机取代传统相机，感光胶片等就会出现产能过剩；又比如企业家一窝蜂投资一些热门领域，如光伏等也一度产生严重产能过剩；过于集中的政府补贴也常常扭曲资源配置，造成产能过剩。

<sup>11</sup> [http://views.ce.cn/view/ent/201404/01/t20140401\\_2583457\\_1.shtml](http://views.ce.cn/view/ent/201404/01/t20140401_2583457_1.shtml)

<sup>12</sup> 沈建光，“以创造性破坏化解中国的产能过剩”，《新金融评论》，2015年第一期

我们认为，简单说结构性的产能过剩会产生通缩压力的说法值得商榷。结构性产能过剩的本质是资源错配与浪费——在需求有限的领域过度配置了真实资源（资本、劳动、土地等）。这些过剩领域的产品和服务当然可能价格下降，存在通缩压力；但是，这些领域以外的产品和服务则可能因为供给不足而产生通胀压力。

当然，如果由于某些原因结构性的产能过剩达到较大规模<sup>13</sup>，短时间内较大范围的供给出清会带来劳动力与其他资源阶段性的闲置，可能会导致经济萧条和较大的通缩压力。即使如此，政府需要注意克制对这些产能过剩行业的各类补贴和支持，硬化预算约束（特别是针对国有企业），不然很有可能造成“僵尸企业”问题。一旦僵尸企业大范围出现，可能会降低实体经济的真实回报和中性利率的水平，导致更大范围和更长期的通缩压力<sup>14</sup>。

### 2.2.2 中国当前的产能过剩以周期性产能过剩为主

如何看待中国当前的产能过剩？这种过剩又是否会带来更严重的通缩压力？判断中国是否存在大范围的结构性产能过剩至关重要：

- 只有大范围结构性产能过剩才存在短期的明显出清压力和经济调整压力；
- 反过来，如果当前的产能过剩以周期性为主，那就无需过度担忧。依靠内生性经济增长动能和稳增长政策推动经济复苏就有望解决大部分问题。

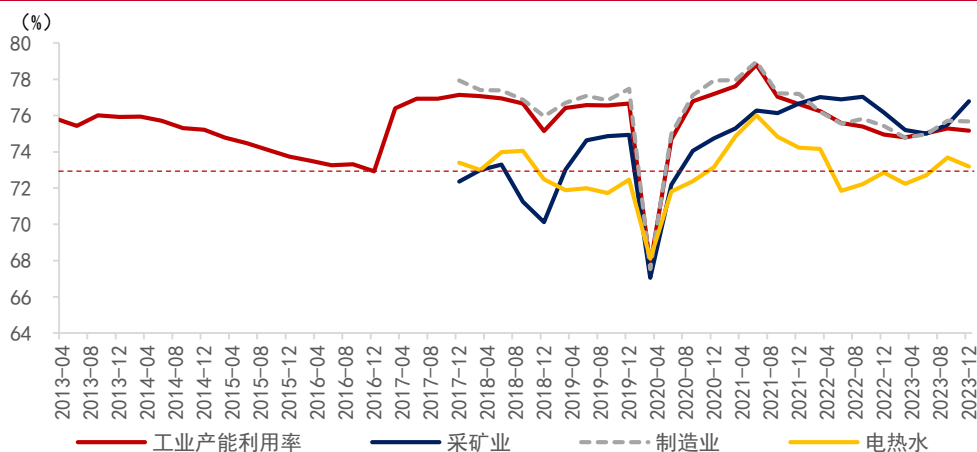
那么中国当前的产能过剩中存在大范围的结构性产能过剩吗？如果是这种情况，考虑到当前经济周期仍然处于偏底部的位置，那么周期性因素叠加结构性因素，中国的产能利用率应该处于历史上较低的水平。

从季节性调整后的数据来看，当前我国工业行业产能利用率并不算太低。实际上，2023年四季度，工业行业的产能利用率为75.2%，明显高于2015年工业部门存在严重结构性产能过剩的时期。这可能说明，当前我们面临的产能过剩可能主要是宏观经济周期偏弱的影响，结构性的产能过剩并不突出。

<sup>13</sup> 通常只有地产泡沫破灭这类较大的宏观需求变动的冲击出现，或者是政府有大规模补贴行为才会出现这种情况。

<sup>14</sup> 张晓慧等，“供给侧视角下的僵尸企业与低利率陷阱”，《新金融评论》2020年第四辑

图表14：工业行业产能利用率（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

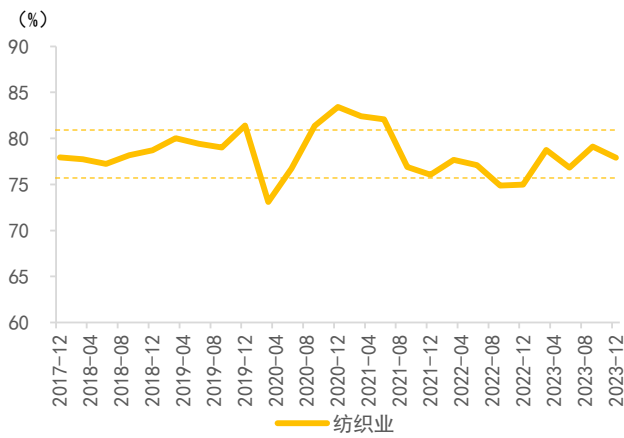
分行业来看，周期性行业有可能同时出现周期性与结构性的产能过剩问题。由于统计局公布的细分行业的时间区间有限（仅有 2018 年以来的数据），我们无法用上述方法将细分行业与历史上产能过剩较为严重的时期相比较，从而判断结构性产能过剩的严重程度。

但是，非周期性行业受宏观周期影响较小，如果出现产能过剩的问题，应该主要是结构性的。所以我们以统计局公布的 4 个非周期性行业<sup>15</sup>为样本，观察细分工业行业中结构性产能过剩的情况。

2023 年 4 季度，这 4 个行业的产能利用率相较历史均值的波动幅度均落在 1 个标准差之内，说明这些非周期性的行业可能也没有出现明显的结构性产能过剩问题。其中确实医药行业产能利用率略偏低，但是由于医药行业还存在一些原料药等周期性行业，不能排除其产能利用率略微偏低在一定程度上受到周期性因素的影响。

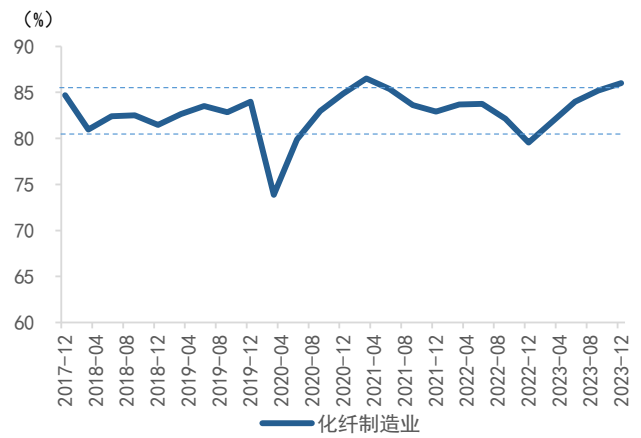
<sup>15</sup> 统计局共公布了 16 个主要工业行业的产能利用率，参考《金融学季刊》2018 年的刊文《定价偏差与 IPO 抑价之谜》的分类：“农林牧渔、采掘业、石油、化学塑胶塑料、金属非金属、房地产业、交通运输仓储业、建筑业、电力煤气及水的生产和供应业、机械仪器仪表业为周期性行业，其他行业为非周期行业”，其中 12 个行业为周期性行业，其余 4 个为非周期行业。

图表15: 纺织行业的产能利用率 (季调)



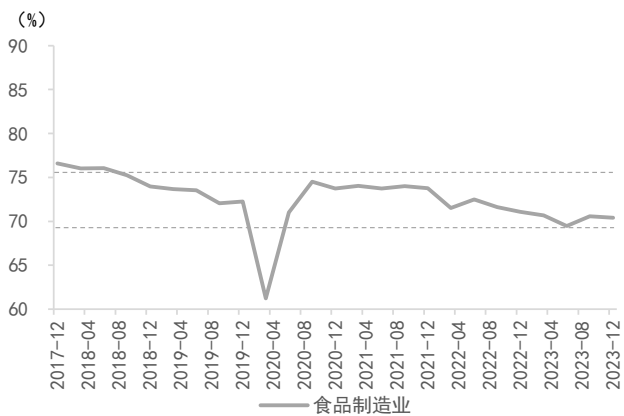
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表16: 化纤行业的产能利用率 (季调)



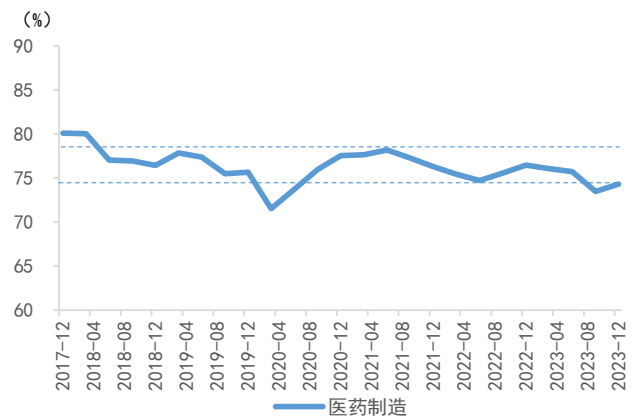
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表17: 食品制造业的产能利用率 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 医药制造业的产能利用率 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

这意味着, 以非周期性行业作为一个样本观察, 也支持我们结构性产能过剩并不严重的观点。



### 3. 宏观政策力度无忧

一些投资者担忧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，可能导致实际利率被高估。虽然我们认为还会有降息出现，且降息会更有力地推动经济复苏；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勉强够用。

#### 3.1 不完美的复苏：来自美国、韩国和瑞典的经验

从海外的经验上来看，其他国家在地产拐点后的经济复苏过程中，货币与财政政策也会由于汇率、通胀、外部援助等各方面因素的掣肘而受到限制，但这并不影响复苏的最后实现以及资本市场的回升。

在考察了时间较近的美国（2008 年）、韩国（1997 年）和瑞典（1990 年）在地产泡沫后经济复苏的情况后，我们发现，其货币财政政策的宽松也受到较多限制。

**货币政策方面，三个案例中的货币宽松都有所不足，或是宽松力度有限，或是宽松时间较晚。**

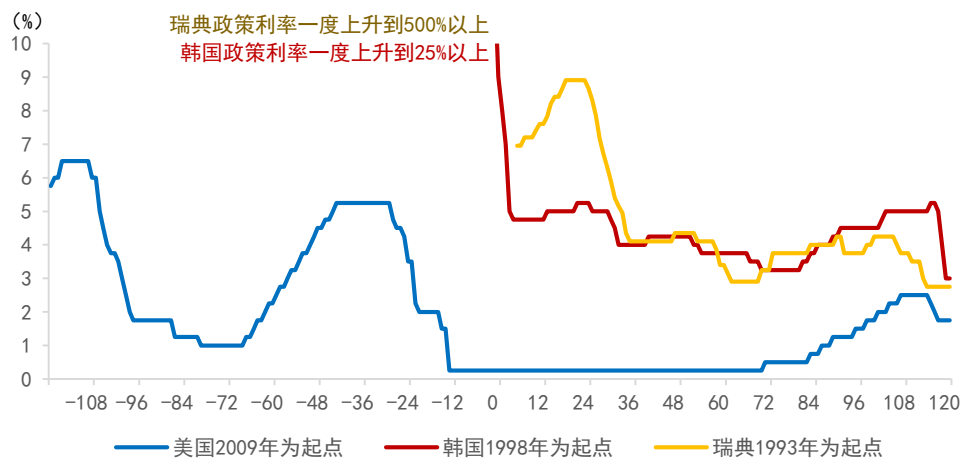
具体而言，金融危机发生后，美国货币政策受到零利率下限的限制而显得不够宽松——与泰勒规则所要求的利率水平有明显差距。虽然联储通过 QE 进行了弥补，但是货币政策的宽松有限也抑制了经济的复苏速度。

韩国和瑞典的货币政策也存在抑制性因素，但是原因不同。两国本来采取固定汇率（或者实质上的固定汇率）盯住美元和马克，因为当时的美元和马克处于升值中，为了稳定汇率，两国央行也不得不在泡沫破灭、失业率高企之际大幅提升政策利率（韩国政策利率一度上升到 25% 以上，瑞典的短期利率一度上升到 500%），本国经济因此雪上加霜。

后来，为了稳定经济，韩国和瑞典被迫在 1997 年底和 1992 年底放弃了固定汇率，转向通胀目标制，经济开始有所复苏。但是，由于两国汇率大幅贬值，通货膨胀也因此明显上升。为了遏制通胀，两国政策利率也需要保持一定水平，特别是瑞典的通胀在失业仍然维持高位的时候还出现了一些反复，导致瑞典央行重新加息。直到通胀彻底回落，两国的政策利率才得以较明显的放松。

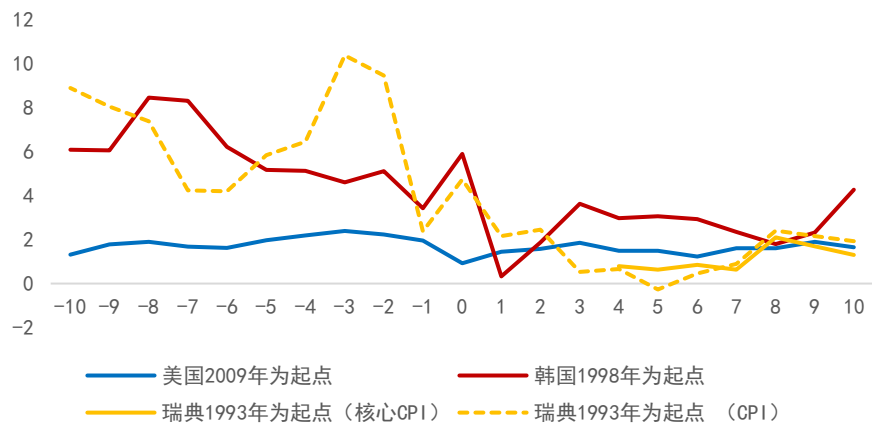
总体而言，至少在经济复苏初期，我们考察的三个国家的货币政策都未能完全发挥支撑经济增长的作用。

图表19: 美国、韩国、瑞典在经济复苏前后 120 个月的政策利率



资料来源: Bloomberg, Wind, 国联证券研究所整理

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



资料来源: Wind, 国联证券研究所

财政政策方面,受制于债务压力、获取 IMF 援助的要求、财政节俭观念等因素,美国、韩国、瑞典都在经济复苏初期,就退出了财政刺激,并没有为促进经济更强有力的复苏而维持财政宽松的力度。

具体而言,在次贷危机发生之后,美国政府一方面通过财政对金融体系注资稳定金融系统,一方面在 2009 年 2 月借助《经济复苏与再投资法》刺激经济,两年实际投资开支为 7830 亿美元。但是此后,社会各界出于对于政府债务高企的担忧<sup>16</sup>,国会没有拨款对经济进一步刺激。实际上,2011 年美国也丧失了 AAA 的主权信用评级。

韩国的财政政策因受到 IMF 救助计划的严格限制而快速收紧。在 1997 年 12 月

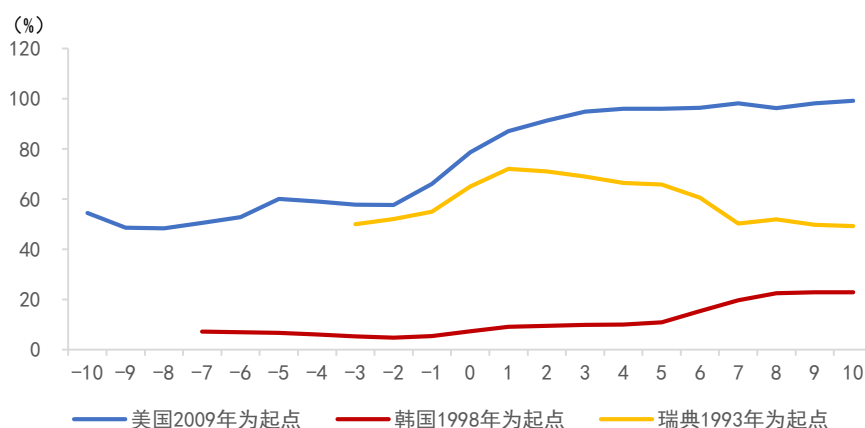
<sup>16</sup> 例如,2009 年联储前主席格林斯潘表示,美国联邦政府债务增加是美国经济中最令人担心的部分 ([https://news.ifeng.com/world/200910/1017\\_16\\_1391965\\_1.shtml](https://news.ifeng.com/world/200910/1017_16_1391965_1.shtml)); 美国国会共和党对于政府支出没有节制感到担忧。(<https://news.sina.com.cn/w/2010-10-17/091321292257.shtml>)

发布的协议<sup>17</sup>中，IMF 要求韩国政府在 1998 年收紧财政政策以减少货币政策的压力。具体的措施包括增加税收收入；减少经常性支出，尤其是减少对企业部门的支持；减少政府低优先级的资本支出等。

在地产危机期间为了稳定金融系统和提供社会保障，瑞典政府债务也大幅上升到二战以来的最高水平。1992 年为了稳定汇率，瑞典政府当时就考虑采取财政紧缩的安排。到 1994 年新政府上台之后，由于认为危机期间瑞典已经产生了太高的财政赤字，有必要进行财政节俭。政府削减了支出并增加了税收<sup>18</sup>。此时，瑞典的失业率仍然在 8% 以上，直到 1997 年以后才明显下行。

政府部门杠杆率显示，三国在危机期间政府杠杆率有所上升，但此后就基本保持了平稳，甚至瑞典还有所下降。

图表21：美国、韩国、瑞典在经济复苏前后 10 年的政府杠杆率



资料来源：Jonung, Kiander, and Vartia (2008)<sup>19</sup>, Wind, 国联证券研究所估计

总体而言，尽管在地产危机后，经济的复苏的基本面并不巩固，货币与财政政策也受到种种因素制约，不能充分、及时地发挥作用，但美国、韩国、瑞典最终仍实现了经济的复苏。

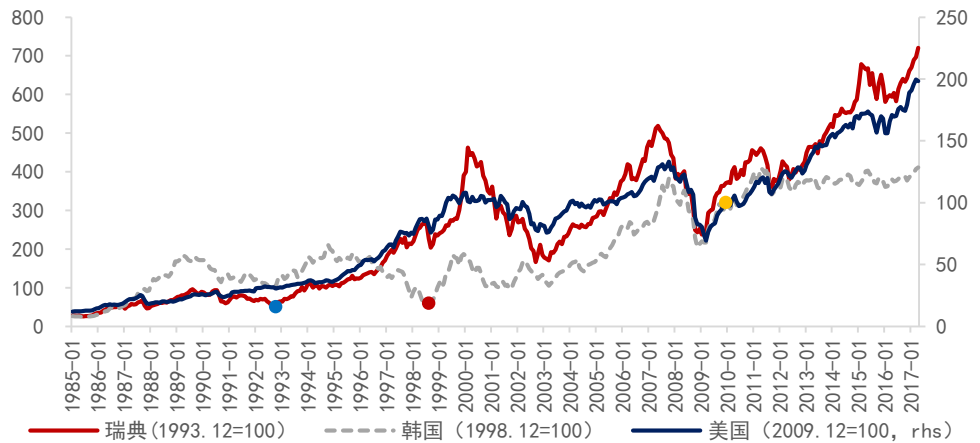
而当经济走过复苏的拐点之后，美国、韩国、瑞典的股票市场也都迎来了迎来中等级别的牛市，股票指数均出现了一年以上的持续回升。

<sup>17</sup> <https://www.imf.org/external/np/oth/korea.htm>

<sup>18</sup> Lars Jonung, “Financial Crisis and Crisis Management in Sweden. Lessons for Today”, ADBI Working Paper, 2009

<sup>19</sup> Jonung, L., J. Kiander, and P. Vartia. 2008. The great financial crisis in Finland and Sweden. The dynamics of boom, bust and recovery, 1985-2000. European Economy, Economic Papers 367. Brussels: European Commission

图表22: 美国、韩国、瑞典在经济复苏后的股指表现



资料来源: Wind, 国联证券研究所

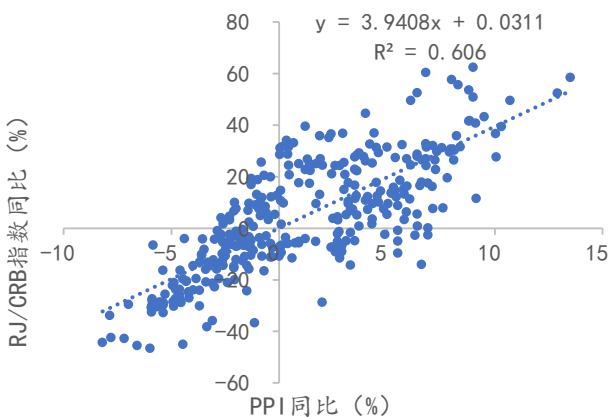
### 3.2 参考 PPI 估计的实际利率偏高

市场有观点担忧, 当前我国实际利率的水平仍然过高, 对经济复苏构成抑制。我们认为更宽松的货币政策确实有利于经济更快复苏, 也倾向于认为 2024 年还会有一次降息的安排; 但是我们认为投资者如果参考 PPI 可能高估中国的实际利率。

实际利率由名义利率减去通胀水平得出, 常见的做法是使用 PPI 与 CPI 加权计算通胀水平。由于 PPI 当前负增长, 自然会得到较高的实际利率。

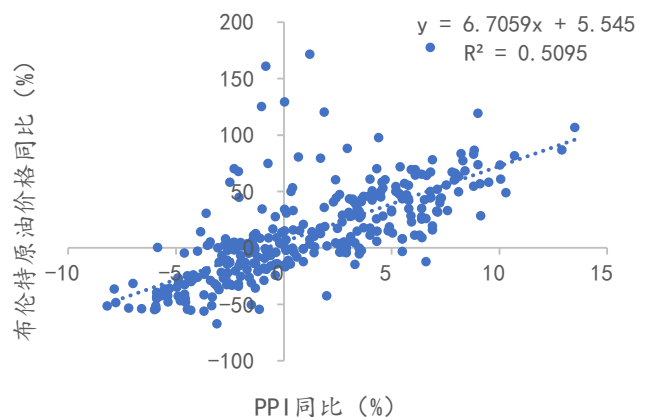
然而, 我们此前的研究显示, 我国的 PPI 由国际大宗原材料主导 (图 23、24), 但我国的工业行业以中游制造业为主导 (图 25、26)。

图表23: RJ/CRB 指数同比对 PPI 同比的解释力



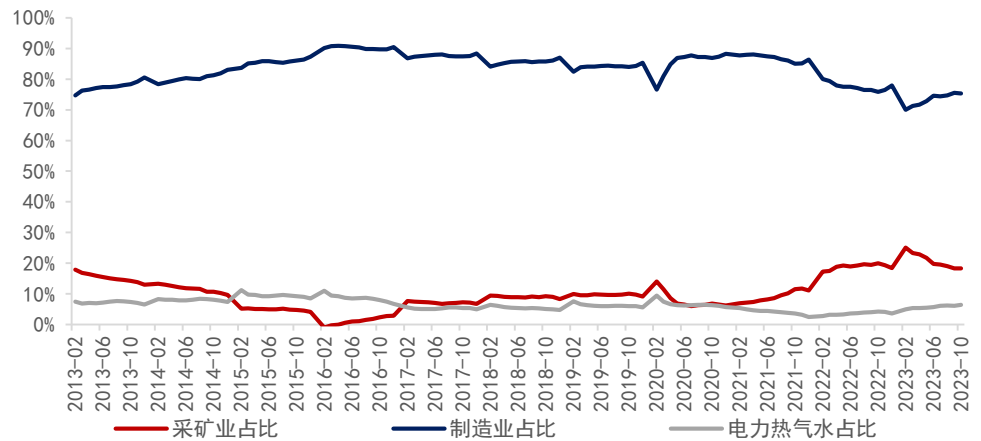
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表24: 布伦特原油同比对 PPI 同比的解释力



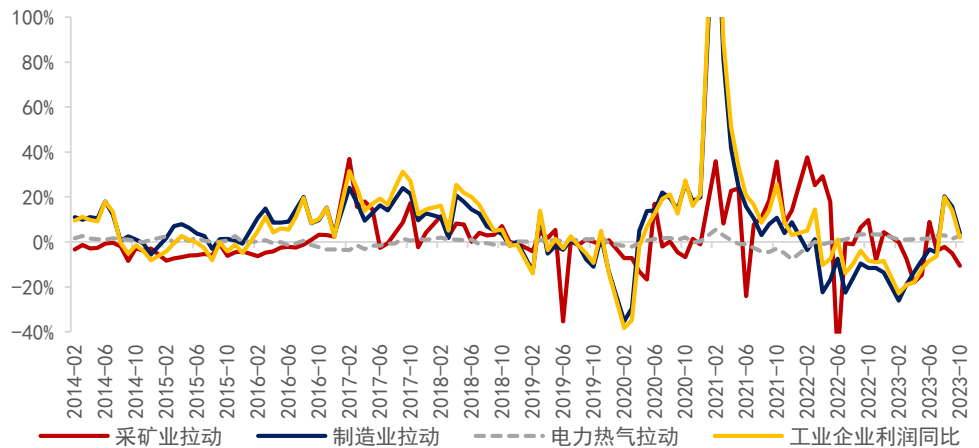
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表25：上下游行业在工业企业利润中的占比



资料来源：Wind，国联证券研究所

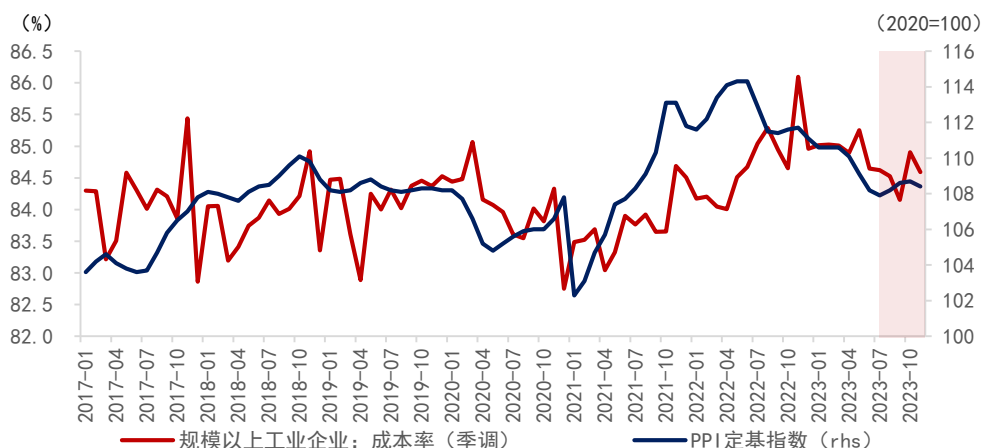
图表26：上下游行业对工业企业利润增速的拉动



资料来源：Wind，国联证券研究所

这意味着 PPI 的下行主要是原材料下降导致的，历史经验和微观反馈都表明由于中游的企业部门不会把成本下降带来的收益全部让利给下游客户，中国工业企业部门的毛利率反而是改善的。在这种情况下，中国工业部门实际面对的情况可能是通胀，而非通缩。

图表27：规上工业企业成本率（季调）与 PPI 指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

我们举个例子来说明这个问题：

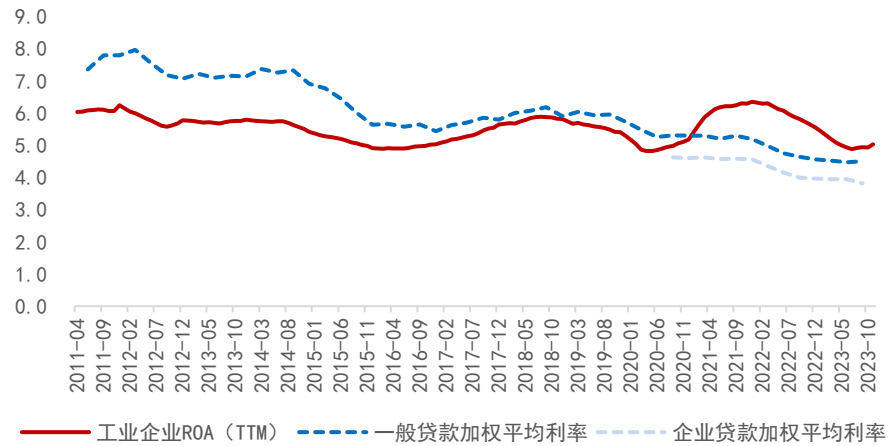
假定一个工业企业产品的出厂价是 100 元，原材料成本是 85 元，则生产一个产品工厂的毛利是 15。当 PPI 下行，出厂价降至 99，成本率降至 84.7%，工业企业毛利反而上升到 15.1（《工业企业利润为何超预期增长？》）。

如果企业借入债务，这些债务需要企业用销售产品来偿还。在一个通缩的环境里，一年以后需要偿还的产品数量是上升的。但是我们上述的分析表明，PPI 下降时，企业实际上只需要生产更少的产品即可以偿还债务，所以当前中国工业企业整体面临的环境实质上是通胀的。

### 3.3 ROA 的视角：货币政策宽松力度可能已经够用

最后，对比企业 ROA 与贷款利率来看，当前贷款利率已经下行到工业企业 ROA 之下，这意味着从微观上看，投资是赚钱的。货币政策宽松的程度可能已经勉强够用。如果考虑到近期工业企业 ROA 进一步向上拐头，结论更是如此。

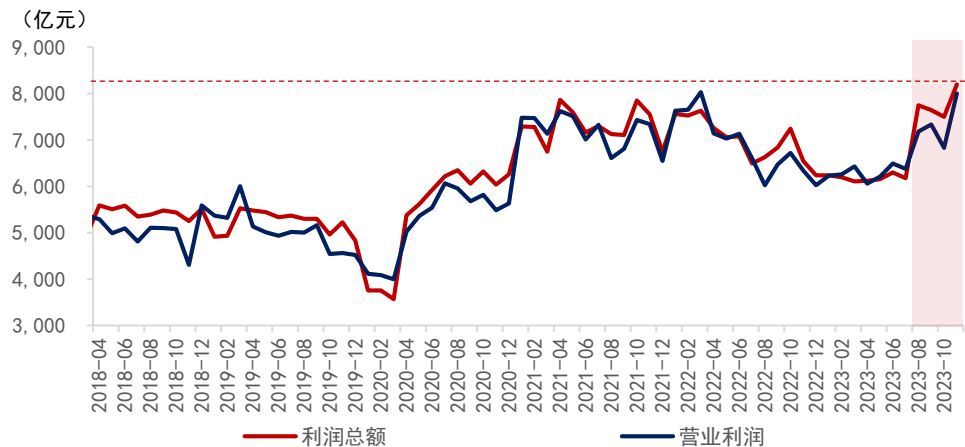
图表28：工业企业 ROA 与贷款利率



资料来源：Wind，国联证券研究所

工业企业 ROA 的拐头与近期工业企业利润明显反弹直接相关。季节性调整后的数据也显示，规上工业企业利润的绝对规模在 2023 年 8 月明显上行，并在 11 月达到了近五年来的历史新高。

图表29：规上工业企业利润绝对规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

从 ROA 角度得出货币政策宽松力度勉强够用，而从实际利率的角度得出货币宽松仍然远远不足。这一矛盾的主要原因在于 ROA 包含了工业品价格下降成本主要由原材料生产国承担、中国以及中国企业部门整体受益这个因素，而参考 PPI 计算实际利率则没有考虑这个因素。

#### 4. 风险提示

1) 经济与政策与预期不一致：如果稳增长政策的力度不及预期，经济修复速度可能慢于我们的估计。

2) 地缘政治恶化超预期：如果发生超预期的地缘政治事件，出口、投资可能都会低于我们的预期。

3) 外需超预期下行：如果外需出现超预期的下滑，出口可能低于我们的估计。

4) 地产出现系统性风险：如果地产出现风险事件，经济复苏可能弱于我们预期。



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼