

凡真财经 记录平凡生活中的真实财经故事

# 中国经济通货紧缩了吗?

## 真假通缩之争

在2023年全力拼经济的阶段,大到宏观研判,小到投资理财,搞清楚当下到底是真通缩或非典型通缩还是假通缩,就变得很关键。

随着4月11日国家统计局公布3月CPI数据,与之相关的讨论声忽然多了起来。

从数据来看,3月份全国居民消费价格(CPI)同比上涨0.7%,环比下降0.3%;全国工业生产者出厂价格(PPI)同比下降2.5%,环比持平。单从这看,似乎看不出什么端倪。

但如果观察今年一季度CPI的表现,可以看到,1到3月,CPI同比从2.1%持续下行到了0.7%,这也是时隔13个月再次回落至1%以下。PPI同比从2021年10月份开始也在持续萎缩,3月进一步下行到了-2.5%。这下才引发了市场对于“通缩”的担忧。

一些财经博主或大V认为,从数据上看,中国经济出现了通缩的迹象:CPI虽然是正增长,但对应GDP5%左右的增速,CPI却接近0,实际也是一个比较明显的物价萎缩。所以我个人觉得如果对比于经济增速来说,物价是处于通货紧缩的状况当中。

大家担心的通货紧缩在两方面给我们警示:

一是出现衰退的风险。我们从经济周期和GDP数据上讲,整个中国经济处于复苏的状况,但从物价的萎缩甚至可能负增长来说是在提示衰退的风险。结合起来看,整个经济复苏的根基并不扎实。如果经济没有办法延续复苏态势的话,甚至可能重新再次进入衰退。

二是政策可以进一步发力。能够刺激消费增长的政策应持续发力,还有更多的货币投放,因为货币投放可以帮助大家去扩大消费和投资的冲动。个人判断极有可能在5月之前有相关政策的落地和出台,无外乎就是对于房地产、汽车、家电消费的刺激政策。如果最终消费能够有一定增长的话,对于CPI的走强,对于缓解通货紧缩的担忧都会有比较大的帮助。

## 警惕通缩发生

所谓通货紧缩,按照学术定义,指市场上流通的货币减少,货币的价值升高,商品及劳务价格总水平持续下跌。人们比较直观的感受是物价下跌。



小布视角

# 高质量发展漫谈

我国经济由高速增长阶段转为高质量发展阶段,既是经济发展规律的必然,也是国家审时度势作出的重大发展决策。推动高质量发展是当前和今后一段较长时间的基本方针,自从十九大首次提出高质量发展的论述以来,各地各领域都有所探索和实践,高质量发展的概念正在逐步深入人心。今年两会,高质量发展又被屡屡提及,说明高质量发展仍然处于起步阶段,未来还有很大的空间,这就要求我们在解放思想、提升动能、创新制度方面,需要更多勇气更大作为。

## 理念进步

求真务实是中国共产党的优良传统和作风。求真务实,就是解放思想、实事求是、与时俱进,在马克思主义哲学指引下,不断认识事物的本质,追求事物的规律,并在这种规律指导下实践,创造最佳的结果和效率。在追求高质量发展的过程中,最容易出现偏差的思想误区,就是有意无意地用经济增长来替代经济发展,将增长的总量和增速片面地理解为发展的成果。1993年,我国正式取消国民收入核算,GDP成为国民经济核算的核心指标,其间经历三次制度改进,作为一项被使用了三十年的指标,其重要性之日俱增。但我们应清醒地认识到,GDP代表的增长只是发展的一部分,经济发展除了增长带来的总量和速度以外,还包括经济结构和生产效率的调整与优化,社会制度和治理体系的变革与精简,文化习俗和生态环境的完善与跃升,人民生活品质和福利的提高与充实。我们还应当承认,如果把GDP作为观察经济唯一窗口,这个指标本身存在着诸多缺陷。从常用经济指标体系来看,需要把发展经济的思想从唯GDP论,调整

为多元体系和多样化指标,尤其是新阶段,国内国际双循环需要用国民总收入(GNI)、国民生产总值(GNP)来替代国内生产总值GDP,需要人均GDP、人均GNI等观察发展的真实效果。我们并不是要否定GDP,而是需要与时俱进,在新的发展阶段,在GDP核算的基础上,优化核算体系,厘定一组新的观察指标。

正如经济增长是经济发展的基础,从统计核算过程来看,GDP是核算GNI的基础,只有先核算GDP,才能核算出GNI,GNI等于GDP加上从国外获得的初次分配收入净额。人均GDP主要反映一个国家的人均经济发展水平,人均GNI主要反映一个国家获得收入的人均水平。GDP衡量的是“做蛋糕”,GNI衡量的是“分蛋糕”,做大蛋糕的根本目的是为了分配到更多份额的蛋糕。共同富裕是高质量发展的重要目的,从这个角度来看,GNI和人均GNI的重要性不言而喻。所以,我们需要适时调整我们的经济发展理念和观察指标,并围绕新的经济发展思想,即高质量发展思想,重新组织经济发展和评价体系。

## 技术进步

科技是第一生产力。纵观人类的发展史,本质上就是一部科技进步史,所有社会财富的增长都是科技的积累与进步。社会财富井喷与经济飞速发展的阶段,必然是技术大爆发和技术革命的时期。从石器时代、农耕时代、蒸汽机时代、电气化时代、信息化时代到当前的人工智能时代,我们不难发现,两个里程碑之间的技术进步,呈指数级的增长,而两个里程碑之间的时间差距,呈指数级的缩短。技术进步是发展的根本动能,现在,数字经济的来临,数字化技术向着社会的方方面面渗透,成为经济增长的新动能。



## 保守疗法复苏经济

目前中国尚未出现典型的通缩。不过,经济的确偏冷,“准通缩”已经出现了。这主要反映在PPI上,同比下降2.5%,创下一年来新低。

值得注意的是,当前货币政策对“币值稳定”的重视,也是“准通缩”出现的一大原因。央行高层多次强调维持人民币“币值稳定”,它体现在两个方面:对内的购买力稳定,以及对外的汇率稳定。

说白了,就是面对经济下行周期的时候不想再大水漫灌。因为大水漫灌虽然简单粗暴管用,但后遗症比较大,会带来贫富差距拉大,还会影响人民币国际化,影响友好国家使用人民币。所以,这一轮经济复苏使用的是保守疗法。

但总需求不足仍是主要矛盾。通胀低位,不会对政策构成掣肘,当务之急是全力拼经济。

## 史上最强信贷水平?

同日,央行发布了金融数据。如果说通胀数据释放了一些悲观情绪,那么金融数据可以说是振奋人心了。因为无论是从总量上,还是结构上,3月的信贷数据都能称

得上是同期最强水平。

史上最强信贷来了?总量上,3月社会融资规模新增5.38万亿元,高于预期4.42万亿元,同比多增7079亿元,社融存量同比增速10.0%。新增人民币贷款3.89万亿元,高于预期3.09万亿元,同比多增7600亿元,贷款余额同比增速11.8%。信贷和社融数据均刷新了同期的历史记录。

结构上,居民端也出现了边际变化。从过去的企业端融资发力,到现在居民端也有意愿开始借钱了。对比去年同期,居民户贷款新增了4908亿元,其中,短期贷款增加2246亿元,中长期贷款增加2613亿元。这意味着,短期的消费意愿,以及中长期的购房意愿,都出现了明显的改善。

但是为什么市场没有出现想象中的大涨呢?我们再看深一步看,3月M2同比增速12.7%,M1同比增速5.1%。当前M2-M1剪刀差,是在继续走扩的。

M2-M1剪刀差,一般反映的是经济的活跃程度。因为M2-M1的部分主要为流动性弱于活期存款的那部分货币,包含企业定期存款、居民储蓄存款和其他存款等等。

当M2-M1增速走扩时,意味着信贷增量虽然变多了,但这一部分钱还没有被利用起来。企业、居民将活期存款定期化或理财化,而没有被有效利用起来,资金存在空转的现象。

从今年A股表现来看,市场已经逐渐从前期的“强预期、弱现实”,转向“弱预期、弱现实”。经济表现依然存在着分化。一方面,受政策推动的基建、地产板块处于复苏态势。但另一方面,企业盈利整体依旧不及预期。

简单来说,当前市场并不缺流动性,但如何把这部分钱有效转化到消费、投资中去,还需要经济复苏以及信心修复来提供持续的支撑。如何去撬动这一部分的流动性,打开市场的风险偏好,会是未来解决问题的关键。

我们既要看到中长期经济复苏的潜力,也要注意短期信心修复上的不确定性。未来要出现趋势性大幅上涨的行情,难度还是比较大的,更要注意阶段性的、结构化的机会。

## 制度进步

深化改革,推动生产关系适应生产力的发展,实现体制机制的解构和重构是重大的系统工程。改革不是一味地追求形式的创新和内容的创新,首先是反思过去的做法和检讨是否正确执行,在此基础上进行修补,也是重大的改革。从营造高质量发展的公平氛围来看,这个反思应当包括对法制的理解、对法律的尊重和执行的到位问题。如果把对偷漏税的视而不见和变相鼓励,作为营商环境的正向指标,我们且不说国家财政资金平衡会出现问题,仅就市场的公平竞争角度来看,没有法律的秩序保护,就意味着更多的社会总成本投入以及对未来信心的缺乏,没有法律的公平执行,就意味着社会效率的下降和对产权尤其是知识产权的践踏。所以从保护社会秩序,构建良好营商环境的角度来看,必须有法必依,执法必严。当然,这并不意味着我们就不改革税制、简化税种、降低税负,而是在反思和全面检讨的基础上,在作出执行环节的修补基础上,踏出第二步的制度内容改革和程序改革,才是正确的制度进步途径。

在追求高质量发展的新征程上,理念进步、技术进步、制度进步“三位一体”,相辅相成。高质量发展主要是经济要求,同时也是对社会全面发展的总要求,从人均GNI数据来看,我国已经跨越了中等收入陷阱,即将迈入高收入国家行列,未来的经济发展面临着IMF总裁拉加德所谓的发达国家的“新平庸格局”的挑战。这也是重新理解高质量发展的意义所在,只要做到高质量,只要不甘平庸,一定有希望突破即将到来的经济“新平庸格局”。

小布

A股点评

# 指数震荡 重心缓升

截至4月14日15时,上证指数报3338.15点,当日上涨0.65%,当周涨幅为0.32%;深成指报11800.09点,当日上涨0.51%,当周跌幅为1.4%;创业板指数报2428.09点,当日上涨0.93%,当周跌幅为0.77%。

当周沪指收于3338点,为本轮行情的一个收盘新高。相对年内各行业割裂的表现来看,指数明显偏强。主要原因在于:一是外部流动性方面,美元通胀下行趋势延续下加息临近结束,市场转向年底降息预期,美国长、中、短期国债利率在银行业危机后均大幅走低,美国加息周期结束,对全球资产提供偏松流动性环境;二是国内看,经济回归常态、复苏力度略有不足,价格下行和信贷增长均超预期,稳增长基调不变,偏宽松的流动性环境仍将维持,降准、降息预期仍存,如近期部分中小银行纷纷下调存款利率;三是市场增量资金有限,存量资金对数字经济、中特估、新能源赛道、军工、医药等方向的机会切换得较快,致使行业极致分化成为常态。

兴业证券认为,指数震荡、重心缓升,短期关注半导体设备、材料的国产替代以及季报优异的超跌反弹,中期创新药逻辑、ChatGPT刺激下的TMT逻辑以及建筑央企逻辑均比较扎实,休整中宜逢低配置。

长江证券义乌营业部认为,外资净流入64亿,科创50指数涨超3%,半导体板块领涨市场。领涨方向主要集中在设备与材料端,主要受到了北方华创一季报业绩超预期刺激。一季度本为北方华创的业绩淡季,“淡季不淡”传递出设备板块景气度恢复的积极信号。半导体板块之前大部分跟着数字经济走同步,周五走势开始分离,承接了数字经济人工智能方向流出的资金。资金从人工智能扩散到半导体,这条逻辑线很清晰,ChatGPT出现,引发算力紧缺的问题,会加快IDC等数字基础设施的建设,从而拉动半导体需求,预计二季度以后就能够实际拉动。人工智能的思路带来行业需求的提升,再加上半导体库存周期有望在下半年反转,所以是一个中期趋势机会。半导体从开始上涨到现在,涨幅已不低,但相对AI等涨幅来说,还是有机会的,回调时可以入场。

4月是财报季,年报和一季报在4月底必须披露完毕,步入本月中、下旬,业绩密集披露来临,资金开始关注一季度业绩向好的板块,投资者可以多关注。

特约记者 杨庆文

期货点评

# 沪镍不锈钢 涨幅领先

当周期货市场行情多空分化,周内众多数据出炉,引领市场情绪变化。从板块看,上游化工品和贵金属板块走势偏强,黑色建材和油脂板块走势偏弱。具体看,燃料油、沪镍、不锈钢等涨幅领先,焦煤、焦炭、棕榈油等跌幅居前。金融期货方面,股指周内分化,IF表现相对较弱,国债期货有所走高。

当周国内经济数据密集公布。3月金融数据方面,M2、社融、新增贷款均超预期。据央行数据,3月份社会融资规模增量为5.38万亿元,比上年同期多7079亿元;人民币贷款增加3.89万亿元,同比多增7497亿元。3月末M2同比增长12.7%,比上年同期高3个百分点。3月新增信贷、社会融资不仅保持较高规模,信贷结构也有进一步改善。不过,当前企业预期和实际投资需求仍有进一步提升空间,数据总体上利多市场情绪。

通胀方面,统计局数据显示,3月CPI同比上涨0.7%,涨幅创近一年半新低,环比则下降0.3%;核心CPI同比上涨0.7%,涨幅比上月扩大0.1个百分点。3月PPI同比降幅进一步扩大至2.5%,环比则持平。食品价格低位运行成为拖累CPI的主要原因。在货币和财政政策合力作用下,CPI预计将逐步企稳回升。

据海关统计,3月外贸进出口总值3.71万亿元,同比增长15.5%,其中出口2.16万亿元,同比增长23.4%;进口1.55万亿元,同比增长6.1%。海关总署表示,随着我国经济运行持续整体好转,外贸向好势头有望进一步延续。3月外贸数据超预期表现,利多市场情绪。

海外市场,美国3月CPI同比上升5%,创2021年5月以来最低,为连续第9个月升幅放缓,环比升幅为0.1%,低于预期0.2%。不过,3月核心CPI同比升幅由2月份的5.5%加速至5.6%,表明美国核心通胀依旧顽固,美联储5月份或被迫再次加息。

中大期货义乌营业部认为,多单方面,值得关注的是棉花,需求端整体回暖,虽然下游即将步入淡季,但整体产业信心保持良好。新季新疆棉种植开启,结合种植收益与保粮政策,部分棉地或转种粮食,可能给棉价带来支撑。建议维持多单思路。

空单方面,值得关注的是豆粕,巴西收获顺利,阿根廷产量下调,USDA报告内容利多,但后续利多驱动不足。国内进口大豆通关开始恢复,油厂开工率小幅上升,基差报价再度下跌,建议关注短期反弹后的空单机会。

大越期货义乌营业部对玉米的看法是,目前国内玉米市场气氛偏空,主要是后期利空预期较强,产区业者持粮信心不强,短期仍以出货为主。但小麦价格趋稳,给市场一定的支撑。预计玉米在区间震荡,继续下探压力较大。

特约记者 杨庆文

本版未署名文章由凡真工作室主笔

本版观点仅供参考不构成投资建议