

居民扩张，还是收缩？

核心观点：

1. 民为本。扑朔迷离的是，居民信贷近期呈现修复扩张态势，但消费者物价增速却持续低迷。由此引发的宏观争议是，目前经济正处复苏，还是已陷入通缩？莫衷一是的背后，其实是微观居民部门究竟重拾信心，还是谨小慎微？

2. 放眼周边亚洲经济体，在防疫优化之后居民信贷短期都放量抬升，或体现出了前期积压需求的释放。但一个季度后信贷大都明显回落，脉冲式反弹似乎并不可持续。而在这个过程中，其信贷利率也能大致解释贷款增速的变化。

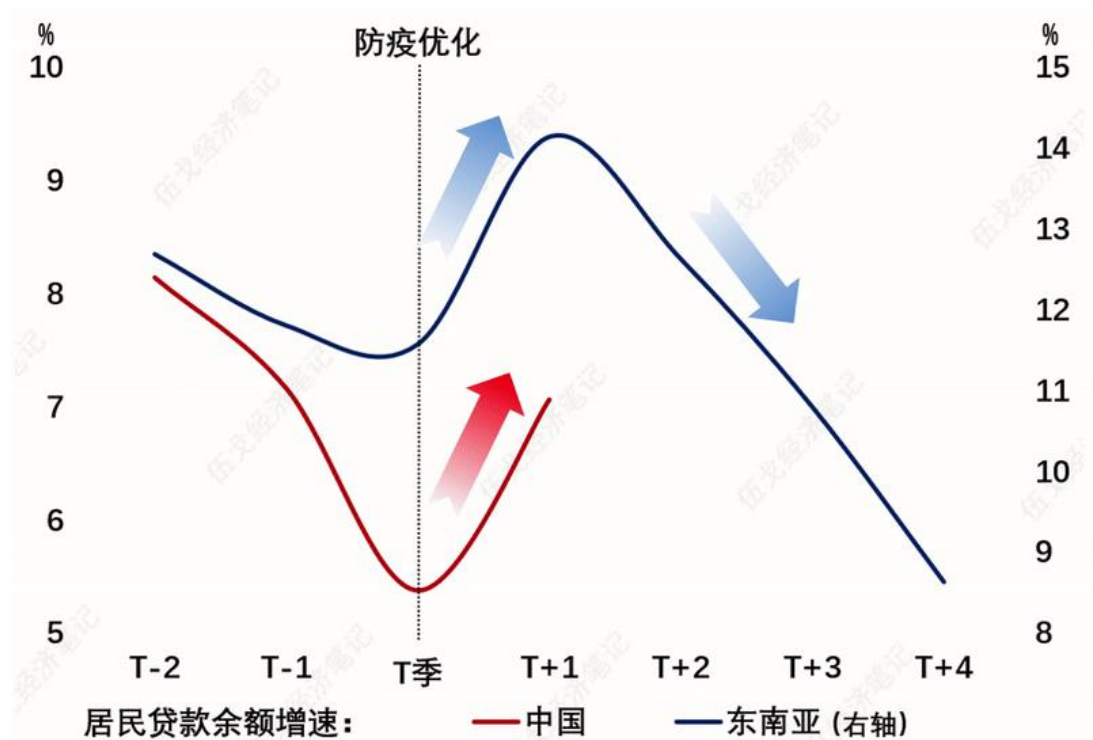
3. 与海外不同的是，疫情以来我国居民的信贷行为对于利率的变动更趋钝化，甚至也有别于疫前时期。这其中，或许存在特殊的“暗物质”压抑着居民的扩张行为。实证表明，前期资产负债表的恶化能显著地解释我国的这种现象。

4. 展望未来，实体数据即将迎来低基数下同比高增，总需求政策及利率短期或难有松动。加之资产负债表修复需要时间，居民信贷的转暖将较为渐进。作为居民扩张行为的滞后指标，通胀尤其是核心通胀将在低位波动中缓慢上升。

正文：

复苏，还是通缩？近期居民信贷呈现修复扩张态势，但消费者物价增速却持续低迷，从而引发了如此宏观经济争议。莫衷一是的背后，本质是居民预期行为的分歧。微观部门究竟会重拾信心，还是谨小慎微？

图 1. 疫后信贷脉冲，可持续吗？



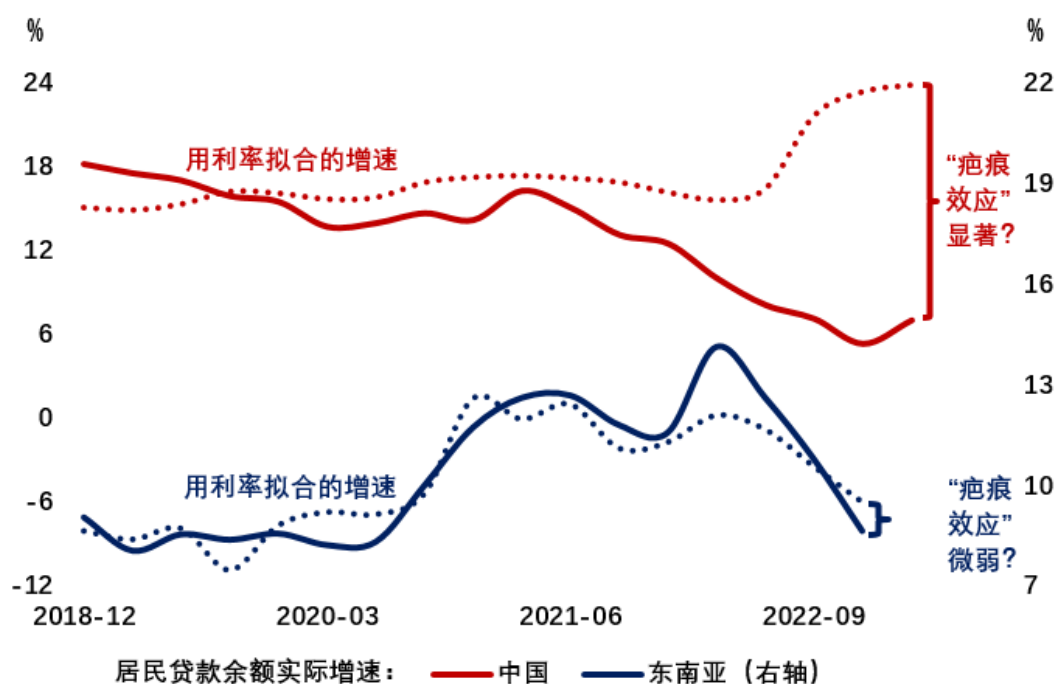
来源：CEIC, WIND, 笔者测算
注：东南亚含日本、韩国、泰国、越南。

放眼周边亚洲经济体，在防疫优化之后居民信贷短期都放量抬升，或体现出了前期积压需求的释放。但一个季度后信贷大都明显回落，脉冲式反弹似乎并不可持续。而在此过程中，这些国家的利率也能大致解释其信贷的变化。

一、居民扩张，还是收缩？

与海外不同的是，疫情以来我国居民的信贷行为对于利率的变动更趋钝化，甚至也有别于疫前时期。这其中，或许存在特殊的“暗物质”压抑着居民的扩张行为。

图 2. 我国居民信贷对利率“异常”不敏感



来源：CEIC, WIND, 笔者测算

历史可见，前期居民资产负债表受损，往往会滞后制约其加杠杆意愿。考虑疫情期间我国居民资产负债率受损远超过往，经济经历一段自发反弹后，居民贷款增量有望趋缓。

图 3. 资产负债表受损掣肘后期居民扩张



来源：WIND，笔者测算

注：资产负债率为较历史趋势差值；贷款为同比差值，2021 年以来为较疫前同期差值。

最能代表居民负债的购房行为，近期环比增速有趋缓迹象。春节以后房地产成交曾快速反弹，但 4 月以来重新回落至不及 2019 年的同期水平。尽管二手房成交强于过往，但挂牌量异常高增下，挂牌价环比趋降，弱于历史同期的季节性上行特征。

二、经济通缩，还是复苏？

如果居民贷款余额同比增速回升较为温和，那么作为其滞后指标的核心通胀修复也将是缓慢的。初步测算，**年内核心 CPI 同比有望在波动中温和上行，全年中枢 1.1%，较 2022 年略升 0.2 个百分点。**

图 4. 未必通缩，亦非强势



来源：WIND，笔者测算

三、基本结论

一是民为本。复苏与通缩之争的本质是居民预期行为的分歧。从亚洲各国看，疫后居民信贷短期放量抬升，或体现出前期积压需求的释放。不过一季度后都回落，脉冲式反弹似不可持续，但这些国家的利率也能大致解释信贷变化。

二是与海外不同的是，疫情以来我国居民的信贷行为对于利率的变动更趋钝化，甚至也有别于疫前时期。这其中，或许存在特殊的“暗物质”压抑着居民的扩张行为。实证表明，前期资产负债表的恶化能显著地解释我国的这种现象。

三是展望未来，经济数据即将迎来低基数下同比高增，总需求政策及利率短期或难有松动。加之资产负债表修复需要时间，居民信贷的转暖将较为渐进。作为居民信贷扩张的滞后指标，通胀尤其是核心通胀将在低位波动中缓慢上升。

【作者】

伍戈：博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。孙冶方经济科学奖获得者，获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖，“远见杯”经济预测冠军。

高童、曹海巍、俞涛：长江证券研究员。

刘宏彦、董可歆、刘霞：实习研究员。

【近期研究】

- 1.经济，四月天，2023年4月5日
- 2.重估的出口，2023年3月26日
- 3.地产，初芽，2023年3月16日

4.疫后经济，到哪了？，2023年2月26日

5.归雁留痕，2023年2月17日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



 伍戈经济笔记