



## 宏观部分：不一样的通胀

执笔人：张斌、朱鹤、钟益、孙子涵

- 运行环境：全球经济小幅反弹，未来仍面临较大压力，大宗商品价格走弱。广义财政支出增速放缓，社融增速回升，新增社融主要来自政府相关投资。
- 运行特点：经济温和复苏，动力主要来自疫情修复和政府投资；需求不足仍是主要矛盾，私人部门消费和投资乏力；过高真实利率制约私人部门恢复。
- 未来展望：经济仍在修复，主要风险包括大型房企暴雷，信贷支持政策力度过早退出，地缘政治冲突。
- 应对措施：降低政策利率，带动真实利率下行，激发市场自发活力；保持政策支持信贷增长和基建投资力度；保持对房地产企业的流动性支持，多管齐下帮助房企恢复资产负债表健康；对低收入人群发放直接补贴，支持消费复苏的一揽子措施。

### 专题：不一样的通胀

- 与上世纪 70 年代的高通胀相比，本轮通胀上升过程中，经济增长保持在高位，就业和消费者福利得到保护。
- 通胀上升帮助美国重新平衡了政府、企业和居民的资产负债表。
- 通胀预期是关键，出现通胀要及时采取措施，维护央行声誉，稳定通胀预期。
- 高通胀好比一次跨部门的资产负债表手术，其影响值得更进一步思考和评估。



## 外部环境：全球经济小幅反弹，未来仍面临多重压力

2023 年 1 季度，摩根大通全球综合 PMI 和全球制造业 PMI 均值分别为 51.7 和 49.5，较 2022 年 4 季度均值上升了 3.3 和 0.6 个百分点。进入 2023 年，全球经济景气度回升，经济增长前景略有改善。分国家来看，美国、日本和印度 1 季度制造业 PMI 均值出现不同程度的下降，特别是美国的降幅较明显，而欧元区、俄罗斯和巴西 1 季度制造业 PMI 均值有所好转。

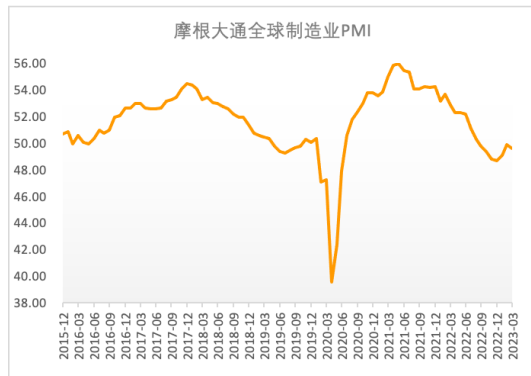


图 1 摩根大通全球制造业 PMI

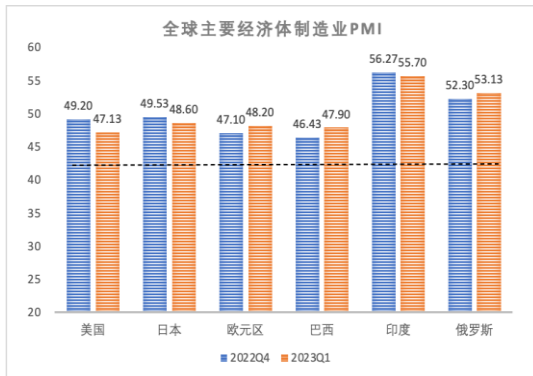


图 2 全球主要经济体制造业 PMI

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

**全球经济主要面临下行风险。**3 月 17 日，经和组织发布《中期经济展望》报告指出，年初以来全球经济复苏呈现积极的迹象，商业和消费者情绪好转，能源和食品价格回落，主要经济体表现强于预期。报告也指出，这种预期改善还处于早期阶段，风险仍倾向于下行。一是地缘政治冲突的影响令人担忧，可能再度恶化发展中国家的粮食安全，限制全球供应链。二是服务价格推动核心通胀继续上涨，即便到了 2024 年，大多数国家的总体通胀率和核心通胀率仍将高于央行的通胀目标。三是紧缩货币政策的规模和持续时间存在不确定性，可能加剧金融市场波动，暴露出潜在的经济和金融脆弱性<sup>1</sup>。

**大宗商品价格持续走弱。**在全球流动性紧缩和经济下行预期加剧的影响下，2023 年 1 季度末 CRB 大宗商品价格综合指数为 545.8，较 2022 年 4 季度末回落 2.1%。其中，油脂、工业原料分项分别下降 11.8%和 1.9%，金属分项上升 5.5%。1 季度，布伦特原油现货和期货价格小幅震荡上行至 88.4 美元/桶和 88.2 美元/桶，然后回落至 79.2 美元/桶和 79.8 美元/桶，分别较 4 季度末下跌 2.7%和 7.1%。

<sup>1</sup> “A fragile recovery”;

<https://www.oecd-ilibrary.org/sites/d14d49eb-en/index.html?itemId=/content/publication/d14d49eb-en>



今年的原油市场同样充满不确定性。国际能源署（IEA）3月报告指出，当前原油市场供过于求，全球库存升至18个月以来最高水平<sup>2</sup>。4月2日，石油输出国组织（OPEC+）的多个成员国宣布，将从5月开始削减石油供应量，总减产幅度超过100万桶/日。此次减产是对2022年10月OPEC+部长级会议减产框架的补充，旨在维护石油市场的稳定<sup>3</sup>。此外，俄罗斯副总理亚历山大·诺瓦克表示，俄罗斯也将减产50万桶/日。长期来看，中国进一步复苏和全球经济企稳有望提振原油需求，但地缘政治冲突影响和美国油气公司增产意愿薄弱或将逆转原本供给充足的石油平衡<sup>4</sup>。动力煤和天然气价格大幅下降，分别从4季度末的402.0美元/吨和186.1便士/色姆回落今年1季度末的178.5美元/吨和118.0便士/色姆。除LME铜外，国际有色金属价格较4季度都有不同程度下降。其中，LME铝下降3.8%，LME锌下降5.5%，LME铜上升5.4%。国际农产品价格较4季度也有不同程度回调。其中，CBOT大豆价格基本持平，CBOT玉米价格回落3.3%，CBOT小麦价格回落8.7%。

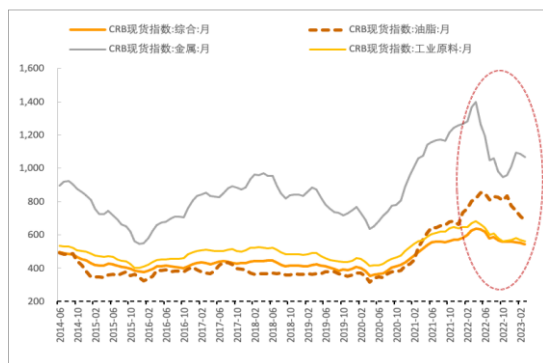


图3 CRB 大宗商品价格指数

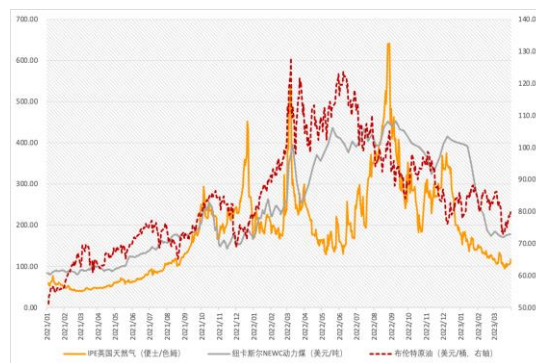


图4 国际能源价格

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

**美国通胀有所缓解，美联储放缓加息步伐。**2023年3月，美国CPI同比增速为5.0%，核心CPI同比增速为5.6%，较2022年12月回落1.5和0.1个百分点。美国就业增长依然强劲，劳动力市场保持韧性。2023年1季度，美国平均失业率稳定为3.5%，平均新增非农就业人数回升至35.5万，劳动参与率小幅上升

<sup>2</sup> “Oil Market Report-March 2023”;

<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-march-2023>

<sup>3</sup> “48th Meeting of the Joint Ministerial Monitoring Committee”;

[https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/7120.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7120.htm)

<sup>4</sup> “Monthly Oil Market Report - March 2023”;

<https://momr.opec.org/pdf/>



至 62.5%。美联储在 3 月议息会议宣布，上调联邦基金利率 25 个基点至 4.75%-5.00%，这是美联储自去年初以来第九次加息，也是今年初以来第二次加息 25 个基点，累计上调政策利率 475 个基点。加息方面，美联储仍然高度关注通胀风险，可能采取额外的政策紧缩措施。同时，美联储在确定未来加息幅度时将考虑货币政策的累计紧缩效应、货币政策对经济活动和通胀影响的滞后性以及经济和金融市场发展<sup>5</sup>。3 月点阵图显示，2023 年利率预期中值约为 5.1%。缩表方面，美联储将维持原有计划，每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债和机构抵押贷款支持证券(MBS)。在随后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，尽管近期通胀率有所放缓，但通胀压力仍然过高，美联储将坚定地致力于使通货膨胀率恢复到 2% 的目标。考虑到近期银行业风波对信贷环境的冲击，美联储也将详细评估信贷紧缩对经济活动、劳动力市场和通货膨胀的实际和预期影响<sup>6</sup>。

**欧元区核心通胀居高不下，欧央行宣布大幅加息。**2022 年 4 季度以来，随着国际能源价格降温，欧元区整体通胀放缓，但核心通胀再创新高。2023 年 3 月欧元区消费者调和价格指数 HICP 同比增速为 6.9%，较 2022 年 12 月回落 2.3 个百分点；核心 HICP 同比增速为 5.7%，较 12 月上升 0.5 个百分点。从通胀的主要构成来看，尽管能源价格下降，但食品、工业产品和服务价格仍是推高欧元区通胀的主要因素。3 月欧元区食品和烟酒价格同比上涨 15.4%，非能源工业品价格和服务价格分别上涨 6.6% 和 5.0%，能源价格下降 0.9%<sup>7</sup>。3 月 16 日，欧洲央行管理委员会决定将欧元区三大关键利率均上调 50 个基点，这是欧洲央行自去年 7 月以来的第六次大幅加息，累计加息 350 个基点。同时，欧洲央行也表示当前金融市场紧张局势将给欧元区通胀和经济增长带来额外的不确定性，欧央行将密切关注市场局势，未来利率调整的幅度将取决于经济数据、通胀走势以及货币政策传导强度对通胀前景的评估<sup>8</sup>。

<sup>5</sup> “Federal Reserve issues FOMC statement”

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230322a.htm>

<sup>6</sup> “Transcript of Chair Powell’s Press Conference Opening Statement March 22, 2023”;

<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20230322.pdf>

<sup>7</sup> “Inflation in the euro area”;

[https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Inflation_in_the_euro_area#Euro_area_annual_inflation_rate_and_its_main_component)

[explained/index.php?title=Inflation\\_in\\_the\\_euro\\_area#Euro\\_area\\_annual\\_inflation\\_rate\\_and\\_its\\_main\\_component](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Inflation_in_the_euro_area#Euro_area_annual_inflation_rate_and_its_main_component)

<sup>8</sup>

“Monetary policy decisions”;

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230316~aad5249f30.en.htmlhttps://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230316~aad5249f30.en.html>

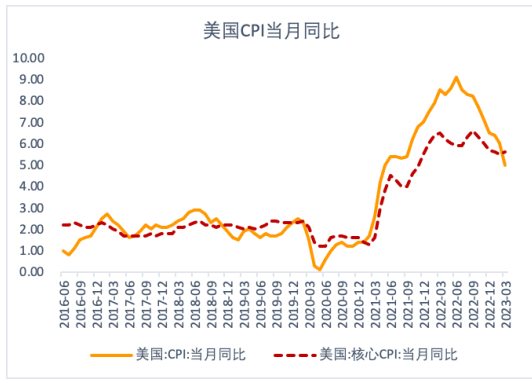


图5 美国通胀有所缓解

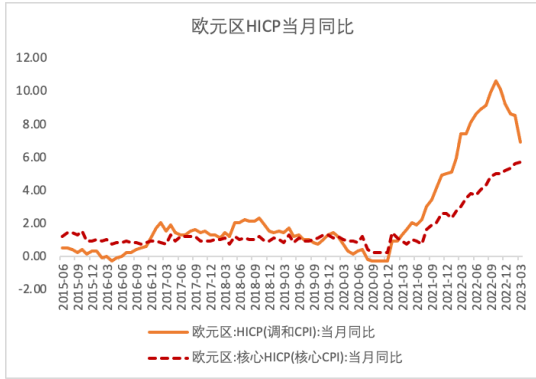


图6 欧元区核心通胀持续上升

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

**美元指数回落，长期国债收益率下滑。**2023年1季度末，美元指数回落至102.6，较2022年4季度末下跌了0.9%。欧元、英镑等非美货币相应走高。受欧美银行风险事件和避险情绪影响，主要经济体长期国债收益率下滑：今年1季度末，美国十年期国债收益率较去年4季度末下行40个基点至3.48%，欧元区十年期国债收益率较4季度末下行15个基点至2.41%，日本十年期公债收益率较4季度末下行7个基点至0.39%。加息周期下金融市场风险值得关注。货币政策收紧可能引发资产重新定价，增加金融市场的波动性，还可能对实体经济产生连锁反应。此外，全球利率上升加剧发展中国家偿债压力。国际货币基金组织对低收入国家的债务可持续性分析表明，截至2023年1月，在接受评估的69个经济体中，50%以上的经济体要么正在经历债务困境，要么面临极高的债务风险。



图7 美元指数

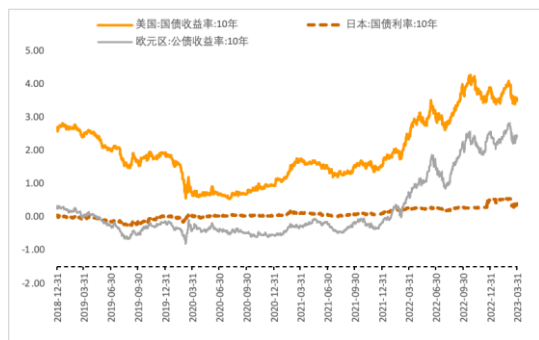


图8 十年期国债收益率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。



## 内部环境：财政政策力度变弱，社融增速回升

受财政收入的拖累，财政支出力度开始减弱。2023年1-2月，政府公共财政收入同比增速-1.2%，政府基金性收入同比增速-24.0%，广义财政收入同比增速-5.0%，较去年4季度末少降3.0个百分点，依然较大幅度落入负增长区间。

弱财政收入直接影响了财政支出的力度。1-2月，政府公共财政支出累积同比增速7.0%，政府基金性支出同比增速-11.0%，广义财政支出同比增速2.2%，较2022年4季度末下降3.3个百分点。两会后发布的预算报告显示，2023年财政收入有望出现恢复性增长，全国一般公共预算收入217300亿元，增长6.7%；全国政府性基金预算收入78169.9亿元，增长0.4%。

从全年角度看，政府工作报告提出2023年全国一般公共预算支出275130亿元（含中央预备费500亿元），增长5.6%；全国政府性基金预算支出117962.99亿元，增长6.7%，调入一般公共预算5000亿元。二者合计同比增速6%。考虑到今年目前经济增速5%，名义GDP增速大概率不低于6%，预算内财政支出增速低于名义GDP增速，难以对今年GDP增速形成明显拉动。

社融存量增速回升，新增社融规模大幅增加。截至2023年3月，社会融资规模存量增速较2022年4季度上升0.4个百分点至10.0%，M1同比增速较4季度末上升1.4个百分点至5.1%，M2同比增速较4季度末上升0.9个百分点至12.7%。今年1季度新增社会融资规模14.5万亿，较去年同期增加2.5万亿，同比增速20%。

金融市场利率总体稳定，信用利差回落。2023年1季度，银行间市场利率回升。存款类金融机构7天质押式回购加权利率（DR007）3月均值为2.05%，较2022年12月上升29个基点；银行间7天质押式回购加权利率（R007）3月均值为2.50%，较去年12月上升17个基点。信用利差震荡下行。3年期低信用等级（AA-）公司债收益率与同期国债收益率的信用利差自2022年4季度末的3.97%回落至1季度末的3.56%。

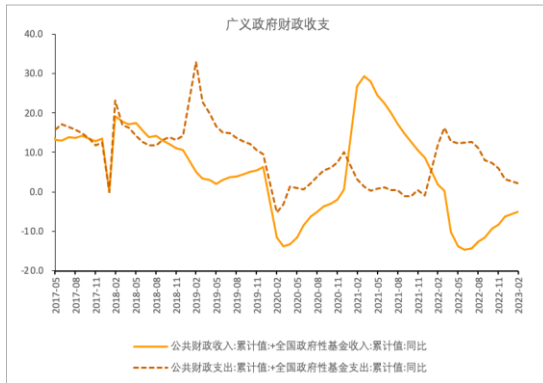


图9 广义政府财政收入与支出



图10 社会融资规模存量同比增速

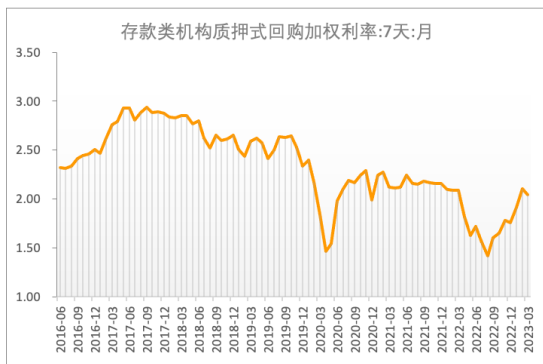


图11 DR007

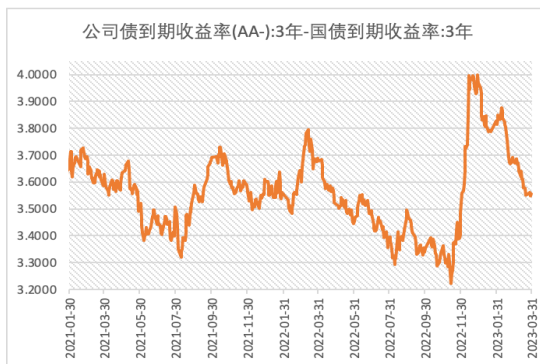


图12 低评级企业信用利差

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

**人民币汇率保持弹性。**自2022年11月后，美联储加息预期放缓、国内疫情防控政策调整、房地产金融政策支持以及企业结汇需求增加，人民币双边和多边汇率均出现明显回调。进入2023年，市场对中国经济加速重启的预期继续推动人民币汇率走高，人民币/美元汇率从去年4季度末的6.93升值至今年1季度末的6.87。篮子汇率指数(CFETS)从4季度末的98.7上升至今年1季度末的99.8，增加了1.1%。人民币汇率弹性增加，充分发挥了内外部冲击的“减震器”作用，促进了跨境资金流动趋于平衡。在面对国内国际诸多挑战时，多方面力量支持人民币汇率，金融市场高水平对外开放有助于增强外资中长期持有人民币资产的信心，外汇市场深度和成熟度有助于市场行为更加理性。

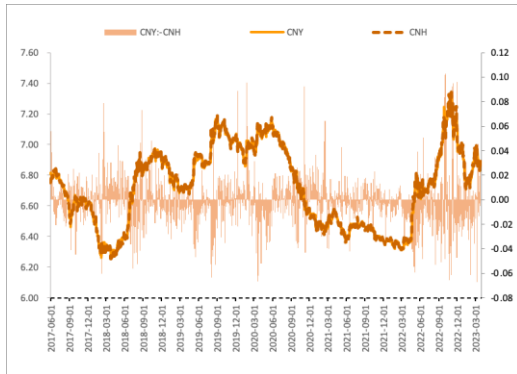


图 13 在岸与离岸汇率



图 14 人民币篮子汇率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

## 运行特征：经济温和复苏，私人部门需求仍然乏力

2023 年 1 季度我国不变价 GDP 同比增长 4.5%，较 2022 年 1 季度减少 0.3 个百分点。2023 年以来，随着疫情防控较快平稳转段，经济活动回归常态化。就业方面，制造业和非制造业企业用工量有所改善，但青年群体就业形势严峻。需求方面，固定资产投资与上年持平，其中房地产投资边际改善，基建保持高位增长，制造业投资具有韧性。3 月份出口表现超出预期。居民消费中，服务类消费明显复苏，地产消费链有所改善，汽车消费形成拖累。核心 CPI 持续低位运行仍显示总需求不振，高基数效应和生产资料价格持续低迷带动 PPI 同比增速持续下行。综合来看，经济温和复苏，内生经济增长动力较弱，私人部门需求仍然乏力。

### 1、工业生产小幅回升，工业企业效益恶化

随着疫情防控进入新阶段，供给端生产约束解除，以及春节后务工人员陆续返岗，工业生产持续复苏。整体来看，1-3 月生产恢复偏弱，规模以上工业增加值累计同比增长 3.0%，较 2022 年末下降 0.6 个百分点，较 2022 年 1-3 月下降 3.5 个百分点。分三大门类看，制造业、采矿业、电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比分别增长 2.9%、3.2%和 3.3%，较去年同期分别下降 3.3、7.5 和 2.8 个百分点。分行业看，高增速的行业与基建、设备更新相关，电气机械及器材制造业增加值累计同比增长 15.1%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增加值同比上涨 9.3%，黑色、有色金属金属冶炼及压延加工业增加值累计





同比增长 5.9%、6.9%。生产增速回落的行业与出口相关，纺织业增加值同比下降 3.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比下降 1.1%。

**工业企业实际库存持续上升，企业效益恶化。**1-2 月，全国规模以上工业企业营业收入累计同比下降 1.3%，较 2022 年末下降 7.2 个百分点；利润累计同比下降 22.9%，降幅持续扩大，自 2022 年 7 月以来连续 7 个月处于负值区间，其中上游的原材料和中间品企业降幅更大。代表企业实际库存状况的“广义库销比”指标<sup>9</sup>延续 2021 年下半年的上升趋势，2 月上升至 51.8%。除高基数效应以外，规上企业利润同比大幅下降还包括以下几方面原因：一是 2022 年 12 月防疫政策调整后，1-2 月是经济转暖阶段，但仍受到前期疫情的连带影响，市场需求尚未完全恢复；二是 2022 年下半年以来，外部需求持续走弱；三是 PPI 同比大幅下降，也对企业盈利形成较大压力。其中原材料和装备制造业利润降幅较大，分别下拉工业利润 15.7、6.5 个百分点。

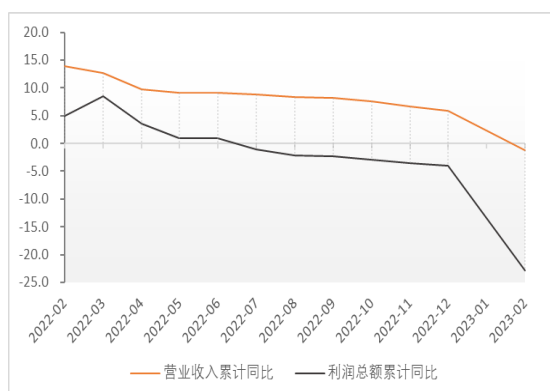


图 15 工业企业营业收入及利润

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

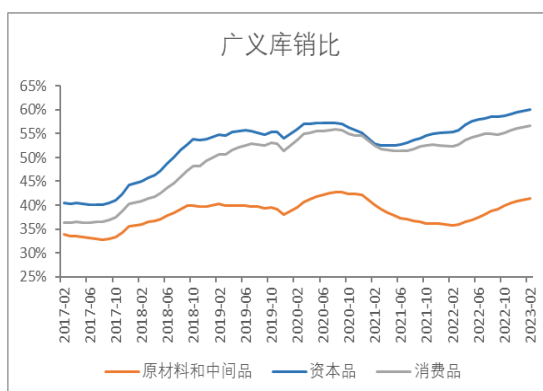


图 16 广义库销比

## 2、基建和制造业投资维持高增长，房地产投资边际改善

**固定资产投资与 2022 年末持平，内部结构持续分化，房地产投资边际改善，基建保持高位增长，制造业投资具有韧性。**2023 年 1-3 月固定资产投资累计同比增速为 5.1%，与 2022 年末持平，较 2022 年同期减少 4.2 个百分点。其中，房地产投资边际改善，主要因为“保交楼”政策推动存量房产项目加快竣工以及部分积压的购房需求释放，但房企主动投资意愿仍然欠佳。1-3 月房地产开发投

<sup>9</sup> 广义库销比=库存/当月营业收入，其中营业收入为 12 个月移动平均值。



资完成额累计同比增速为-5.8%，降幅较 2022 年末收窄了 4.2 个百分点。其他房地产相关指标降幅同样明显收窄，商品房销售面积、新开工面积、施工面积累计同比增速分别为-1.8%、-19.2%、-5.2%，降幅较 2022 年末分别收窄 22.5、20.2 和 2.0 个百分点。房企重心仍然在竣工端，竣工面积累计同比增速已从 2022 年末的-15%回正至 14.7%，而代表房企主动投资意愿的新开工面积同比增速仍然位于负值区间并且 3 月同比下降幅度进一步加深。此外，1-3 月新开工面积占施工面积比重为 3.2%，低于 2015-2019 年同期均值 4.9%，甚至低于 2020 年疫情期间的 3.9%，表明当前新开工恢复仍然较慢。

**地方政府专项债发行前置、项目集中开复工支撑基建投资维持高位增长。**1-3 月基建投资累计同比增长 10.8%，较 2022 年末少增 0.7 个百分点，较 2022 年 1-3 月同比多增 0.3 个百分点。1 季度新增专项债发行量为 13228 亿元，约占全年新增专项债限额（3.8 万亿元）的 34.8%，延续了 2022 年专项债发行前置的特点，支撑基建投资高位增长。2022 年开工的政策性开发性金融工具项目在 2023 年持续推进建设，实物工作量形成也对基建投资增长也形成一定支撑。

**制造业投资依然保持韧性。**随着物流等供给约束解除，经济稳步复苏，虽然面临海外需求减弱的下行压力，但 1 季度制造业景气程度明显提升，制造业 PMI 指数均值为 51.5%，连续 3 个月位于 50%以上扩张区间。2023 年 1-3 月，制造业投资累计同比增长 7.0%，较 2022 年末少增 2.1 个百分点，但高于 2015-2019 年同期均值 6.2%。其中，产业升级是制造业投资的主要驱动力，以电子、医药为代表的新技术制造业累计同比增速自 2021 年开始就保持在 20%以上，虽然 1-3 月下降至 15.2%，但仍然远高于同期制造业投资增速。

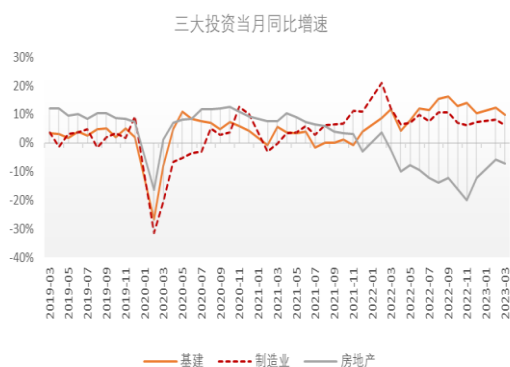


图 17 三大投资当月同比增速

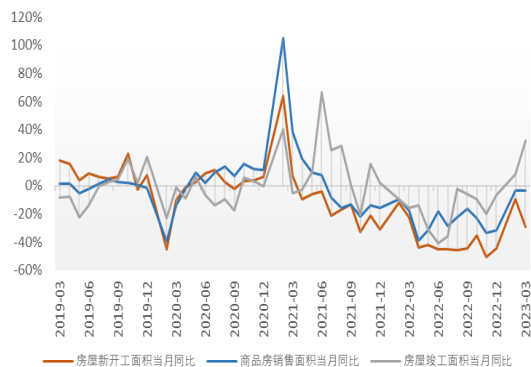


图 18 商品房销售面积及房屋新开工、竣工同比增速



数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

**外部需求继续走弱，出口指标逐月回升。**2022年下半年以来，受高通胀下货币政策紧缩、疫情反复和供应链危机等多重因素影响，我国面临的海外需求开始回落。世贸组织最新预测显示，2023年全球商品贸易增速将放缓至1.7%，低于2010年以来的平均水平。2023年1-3月，我国美元计价出口金额同比上升0.5%，其中3月超预期出口增长拉动1季度出口总额增速由负转正。从主要出口市场来看，我国对发达经济体的出口增速大幅下降，对东盟出口相对有韧性。1-3月我国对美国和欧盟的出口增速分别为-17.0%和-7.2%，对东盟的出口增速升至17.9%。发达国家的高通胀影响消费意愿，持续加息也抑制消费需求。3月美国和欧元区制造业PMI进一步下行至46.3%与47.3%，成为我国外需走弱的主因。

### 3、服务类消费明显复苏，汽车消费形成拖累

**2023年1季度消费市场有所恢复，服务类消费显著复苏。**2023年1月以来，随着疫情防控较快平稳转段，经济活动回归常态化，消费市场有序恢复，尤其是餐饮等接触类、出行类服务消费显著回暖，但距离2019年还有一定距离。1-3月，社会消费品零售总额累计同比增长5.8%，较2022年末回升了6.0个百分点，较去年同期多增2.5个百分点，但仍然低于2015-2019年同期均值9.8%。其中，1-3月餐饮收入累计同比增长13.9%，较去年同期多增13.4个百分点，主要因为2022年3月开始，疫情在全国多点散发，严格的疫情防控措施导致服务类消费基数较低；1季度电影票房收入158.6亿元，同比增长13.4%；2023年春节假期（1月21日至27日），全国铁路、公路、水路、民航累计发送旅客约2.26亿人次，比2022年同期增长71.2%，但仍比2019年同期下降46.4%；春节假期全国国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%，恢复至2019年同期的88.6%。

**随着房地产市场开始复苏，地产消费链也有所改善。**1-3月家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类消费累计同比降幅有所收窄，分别较2022年末降幅减少2.2和3.8个百分点。家具类消费累计同比增长4.6%，结束了2021年12月以来的负增长。

**汽车消费有所下降，主要由补贴政策到期后购车需求回落所致。**2010年6月开始实施的新能源汽车中央财政购置补贴以及2022年6月开始实施的燃油车



购置税减半优惠政策都于 2022 年底到期，降低了当前消费者购车意愿，并且部分消费者为享受优惠政策而将 2023 年购车需求提前，导致 1-2 月汽车消费明显下滑，1-2 月汽车类零售额同比下降 9.4%，3 月季末冲刺和促销力度加大使得 1-3 月销售额累计同比降幅有所收窄，为-2.3%。根据乘联会数据，1 季度乘用车零售销量同比下降 13.4%，较去年同期多降 9.0 个百分点。

#### 4、居民和企业信贷有所改善，尚未恢复至正常水平

企业部门融资需求有所改善。直接融资来看，股票融资情况好于债券融资。2023 年 1 季度新增企业债券融资 8480 亿元，较 2022 年 4 季度多增 10350 亿元，较 2022 年 1 季度少增 4718 亿元，恢复至 2019 年 1 季度新增规模的 91.7%。3 月末，企业融资存量规模同比增速下滑至 1.2%，创 2003 年有数据以来的新低。新增股票融资 2149 亿元，较 2022 年 4 季度少增 870 亿元，较 2022 年同期少增 833 亿元，是 2019 年 1 季度的 4 倍。3 月末，股票融资存量规模同比增速为 11.2%，较 2022 年末少增 1.2 个百分点。间接融资方面，随着在经济持续修复、降准资金落地，企业贷款需求显著上升，总贷款需求指数从 2022 年末的 59.5% 上升至 2023 年 1 季度的 78.4%，制造业、基础设施、批发零售、房地产等行业的贷款需求指数都提高超过 10 个百分点。相应地，1 季度企业中长期贷款新增 6.68 万亿元，较 2022 年 4 季度多增 4.27 万亿元，较 2022 年 1 季度多增 2.73 万亿元。

1 季度居民部门新增贷款 1.71 万亿元，较 2022 年 4 季度多增 1.29 亿元，较 2022 年 1 季度多增 0.45 亿元，但仍然低于 2019 年 1 季度的 1.81 亿元。结构上来看，1 季度由消费贷和经营贷构成的居民短期贷款大量增长，而包括住房贷款的中长期贷款虽然较 2022 年 4 季度翻倍增长，但同比下降 11.8%，也仅为 2019 年 1 季度的 68.4%。

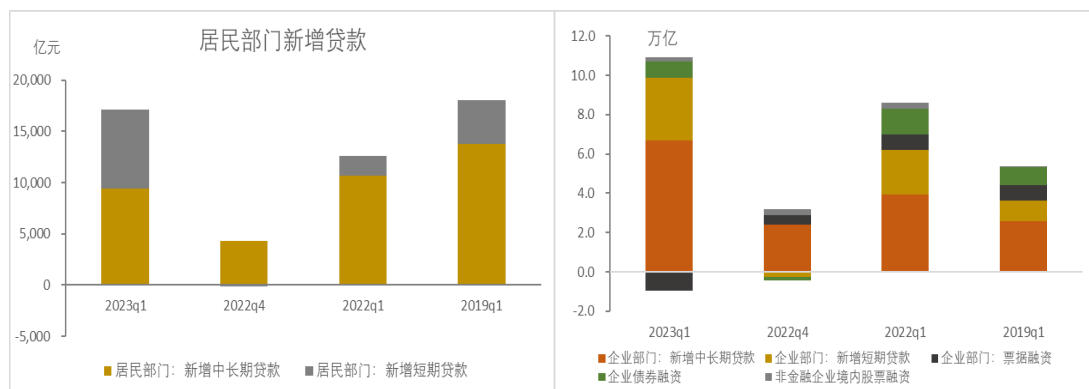




图 19 居民部门新增贷款  
数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

图 20 企业部门新增贷款债券、股票融资

## 5、失业率有所改善，青年群体就业压力突出

随着疫情防控措施优化、经济活动持续恢复，制造业和非制造业企业用工量有所改善。1-3 月平均调查失业率为 5.5%，较 2022 年 4 季度均值下降 0.1 个百分点。其中，3 月城镇调查失业率为 5.3%，是近半年以来最低水平。1-3 月 31 个大城市城镇调查失业率均值为 5.7%，较 2022 年 4 季度均值下降 0.6 个百分点。1 季度制造业、服务业和建筑业 PMI 从业人员分项指标均值分别为 49.2%、47.7% 和 54.3%，分别较 2022 年 4 季度上升了 2.4、3.2 和 7.5 个百分点。其中，建筑业 PMI 从业人员分项指标升至 50% 以上扩张区间，主要由房地产和基建行业拉动，服务业 PMI 从业人员分项指标持续上升，主要受到接触型聚集型服务业加快恢复驱动。

青年群体就业压力持续上升，明显高于过去几年同期水平。1-3 月 16-24 岁人口的调查失业率均值为 18.3%，较 2022 年 4 季度均值上升 1.1 个百分点，分别高出 2019-2022 年 1 季度均值 7.2、5.2、5.2 和 2.8 个百分点。

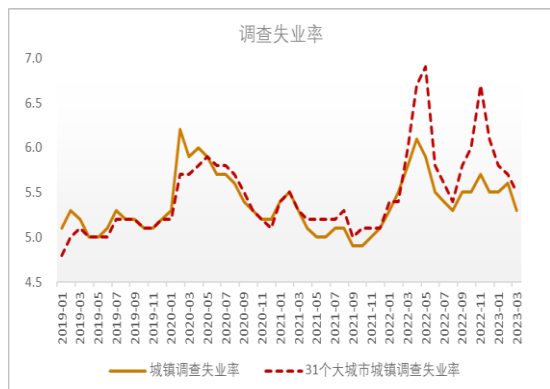


图 21 调查失业率

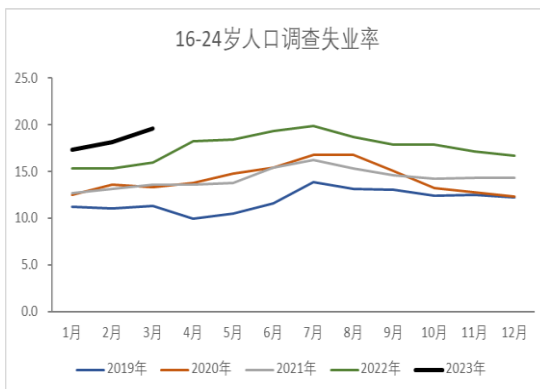


图 22 16-24 岁人口调查失业率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

## 6、核心 CPI 仍处低位，PPI 持续下行

2023 年 1 季度，CPI 同比增速持续走低，1-3 月当月同比增速分别为 2.1%、1.0%、0.7%。1 月 CPI 价格有所上涨，主要受到春节效应和疫情防控政策优化调



整等影响；2月受到春节错月的高基数影响，同比增速回落较多；3月同比增速持续回落，主要受到能源和汽车价格下降影响，工业消费品价格由2月上涨0.5%转为下降0.8%。核心CPI（不包括食品和能源）仍然处于低位，1-3月当月同比增速分别为1.0%、0.6%和0.7%，均值低于2022年同期0.4个百分点，反映出总需求不足仍未得到改善。

3月PPI同比增速持续下行至-2.5%，自2022年10月以来连续6个月位于负值区间，高基数效应和生产资料价格持续低迷是造成PPI走低的主要原因。全球经济衰退迹象加深，叠加欧美银行危机影响，大宗商品价格多数下跌，国际原油震荡下行导致上游工业价格持续下行，生产资料价格同比增速从1月的-1.4%下降至3月的-3.4%。

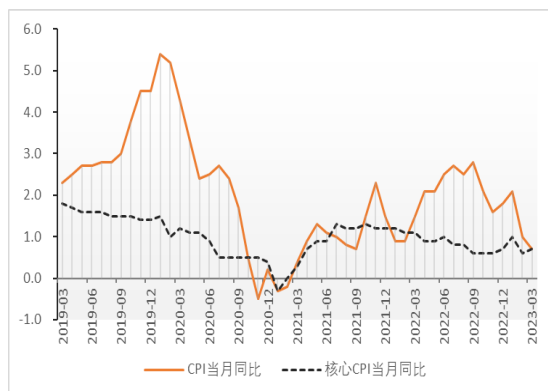


图 23 CPI 与核心 CPI

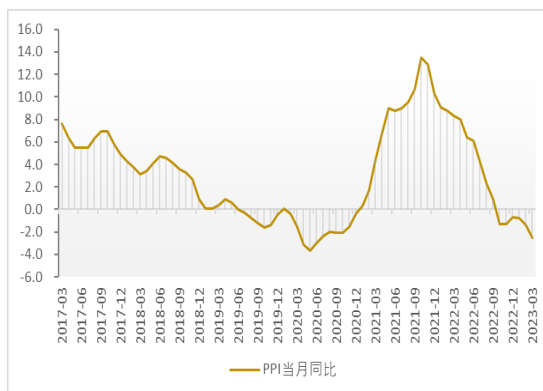


图 24 PPI 当月同比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

## 7、私人部门需求不足是当前的主要矛盾

2023年1季度，信贷扩张不可谓不强。一季度的出口数据明显超过市场的普遍预期，外需虽然开始回落，但回落速度比预想中要慢。相比之下，国内各项经济指标显示出的内需改善远没有信贷指标这么抢眼，CPI和PPI等价格指标仍在持续下行，甚至引发市场对经济陷入通缩的担忧。

观察本轮复苏中信贷和需求的结构特征，不难发现本轮复苏中依然是靠政府部门单向发力，私人部门的需求并没有明显改善，产出缺口并没有显著收敛。从信贷结构来看，许多证据显示，政府部门是今年一季度的信贷扩张主力，甚至是唯一的主力。一季度新增社会融资规模中，由政府部门驱动的部分约60%-70%。



信贷的结构性特征在需求端的直接反映就是“基建投资独领风骚”。从需求端看，今年一季度表现最强的是基建投资。房地产部门仍在收缩，只是收缩的速度有所放缓。与去年相比外需回落仍是大方向，超预期并不意味着外需保持强劲，只是回落的速度没有那么快，边际上依然带来一定的需求缺口。

与政府部门发力形成鲜明对比的是，以乘用车销售和民间投资体现出的私人部门需求几乎没有改善，甚至在恶化。一般而言，同样的信贷增量，私人部门和政府部门创造的新增产出存在巨大差异，即两个部门的 ICOR 有明显区别。而本轮政府部门加杠杆既没有财政收入的支持，也没有土地出让金的支持，这意味着绝大多数新增基建投资的资金来源几乎全部来自债务资金。这些既没有当期现金流支持，更没有未来现金流支持的债务很难创造更多增量 GDP，对应的 ICOR 会显著提高。这种模式下，即使政府部门全力加杠杆，对冲需求缺口的效率偏低。在私人部门持续疲软的情况下，哪怕外需能够以相对稳定的速度收缩，仅靠政府部门不断加杠杆，维持基建投资高增长的方式难以完全对冲外房地产持续回落带来的需求缺口。

CPI、PPI 等价格指数持续走低印证了这样一个基本事实，即：我国产出缺口持续为负，实际产出持续低于潜在产出水平。过低的通胀水平是政策需要担心的问题。

## 展望及政策建议

未来，有三个方面的潜在风险值得引起高度关注。

**一是出口增速或在二三季度出现大幅回落。**虽然一季度的出口数据较去年四季度有显著改善，但整体回落的趋势并没有变化。调研情况表明，当前出口产品主要反映了前期的出口订单，进入 2023 年后出口企业的新订单有比较明显的收缩。接下来，发达国家央行收紧货币政策对总需求的抑制效应会逐步体现出来，我国出口仍面临严峻考验。未来一两个季度，我国出口增速可能会出现比较显著的下降。

**二是房地产市场再次爆发重大风险事件，并引发区域性金融风险。**当前，房地产行业仍然受制于自身的债务问题而无法自行走出衰退泥潭。房地产企业的融



资渠道仍然不够畅通，即使是资质比较好的民营房地产企业依然很难在资本市场上获得融资。与此同时，地方政府对预售资金的监管力度还在加强，这进一步加剧了当前房地产企业面临的现金流压力。在房地产市场出现系统性好转之前，居民部门的购房意愿大概率会一直保持低迷。在销售汇款、外部融资和盘活存量资金三方面均受制约的情况下，部分房地产企业的现金流面临断裂的风险，这又会引发一系列的连带债务问题。

**三是宏观政策过早退场可能引发的二次衰退风险。**受疫情冲击影响，2022 年二季度我国经济出现大幅收缩，因此今年二季度我国主要经济指标会在基数效应带动下快速回升。这种情况下，同比指标未必能够反映出真实的复苏进度。因此，接下来仍有非常大的必要保持宏观政策刺激力度，激发私人部门的需求，这是实现可持续复苏的关键。而一旦宏观政策在这个阶段开始退场，进入下半年之后稳增长的压力或许会突然增加，不排除可能出现二次衰退的风险。

私人需求不足是制约经济持续复苏的最关键因素。展望未来，发达国家央行收紧货币政策对总需求的抑制效应会逐步体现出来，我国外需仍面临严峻考验。房地产行业仍然受制于自身的债务问题而无法自行走出衰退泥潭。这种情况下，政府部门的持续发力当然至关重要，但如果依然延续 2022 年以来的思路，即由政府部门承担稳增长的唯一主力，那就需要在现在的基础上显著增加流向政府的信贷资源以实现更高的基建投资增速。这对政府部门的资金使用效率提出了相当高的要求。

更好的选择应该是在政府保持发力的同时，尽快激发私人部门的需求，让私人部门尽快在扩信贷和稳需求中扮演更重要角色。激发私人部门的需求，最直接的办法是全面降低利率和对低收入人群发放直接补贴（或者负收入所得税）。与其他结构性政策相比，这两种政策都能够直接改善私人部门的资产负债表和现金流，同时也不会带来过多的政策扭曲。





## 专题：不一样的通胀

为应对突如其来的疫情冲击，发达国家在 2020 年初普遍采取了大规模的宏观刺激政策，很多发达国家的货币和财政刺激力度达到了前所未有的高度。2021 年二季度之后，随着经济逐步复苏，发达国家的通胀水平开始不断攀升，进入了过去四十年未有的高通胀阶段。

高通胀被认为会对经济运行带来巨大危害。通货膨胀的成本主要包括：（1）高通胀对企业、劳动者和消费者带来了额外的不确定预期，降低投资，恶化资源配置，削弱经济增长活力；（2）储蓄的实际购买力下降，从储蓄者向贷款人的财富转移；（3）消费者的真实购买力下降；（4）过高的本国商品和服务价格削弱本国的国际竞争力等等。在非常高的通胀环境下，通胀的危害尤其突出，正常的经济运行秩序都难以维持。广大社会民众、政治家对高通货膨胀都深恶痛绝，宏观经济学家时时刻刻对通货膨胀保持警惕。特别是那些经历过恶性通胀的国家，通胀给全社会留下了深刻的长期记忆，防范通胀成为被看作是最重要的经济管理任务。

然而在最新一轮的发达国家通胀当中，高通胀带来的危害似乎与传统观点并不完全一致。以美国本轮的高通胀为例，通过对比大通胀时期（1972-1982 年）、大缓和时期（1984-2007 年）<sup>10</sup>、疫情后期（2021-2022 年）在产出和就业水平、居民收入与消费、家庭、企业和资产负债表以及债务负担等多方面数据，发现两次通胀存在明显差异。本轮通胀上升并没有带来长期通胀预期大幅上升；通胀期间的经济增长保持在高位；就业和消费者福利得到保护；通胀伴随着收入和财富再分配效应，这种再分配帮助美国重新平衡了政府、企业和居民的资产负债表，增强了整体的资产负债表韧性。

此次美国的高通胀说明，每一次通胀背后的成本都不一样，对通胀成本的评价

<sup>10</sup> 大缓和时期（Great Moderation）是指在美国从 1980 年代中期开始至 2007 年，实际 GDP 增长、工业生产、失业率等主要经济指标波动率明显下降，宏观经济活动异常稳定的时期。Stock & Watson (2002) 创造了这一概念，他们分析了 168 个指标的时间序列条件方差，发现在 1984 年约有 40% 的指标有明显中断。由此，本文将 1984-2007 年作为大缓和时期。

详见：Stock, James H., and Mark W. Watson. "Has the business cycle changed and why?." NBER macroeconomics annual 17 (2002): 159-218.



价不能一概而论。通胀预期是关键，出现通胀要及时采取措施，维护央行声誉，稳定通胀预期。短期的高通胀帮助平衡了居民和政府的债务压力，减少政府债务负担。高通胀好比一次跨部门的资产负债表手术，其影响值得更进一步思考和评估。

## 一、两次通胀的对比

疫情之前，全球经济经历了大通胀时代、大缓和时代和后金融危机时代，全球通胀中枢逐步下移。全球经济在上世纪 70 年代处于高通胀时期，80 年代初期以后通胀达到顶峰，此后通胀持续回落。1984-2007 年的平均通胀水平约为 5.7%，较大通胀时期下降了 8.2 个百分点。一些研究者<sup>11</sup><sup>12</sup>认为，20 世纪 80 年代中期以来主要发达经济体在较低通胀下实现经济持续增长，学术界称这段时间为大缓和时期（The Great Moderation）。2008 年全球金融危机之后，全球通胀进一步降低，2009-2019 年平均通胀率只有 2.9%。

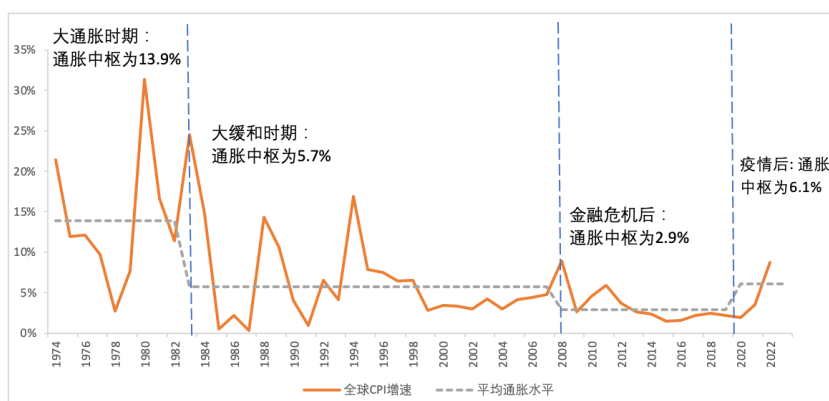


图 1-1 1974 年至今全球 CPI 增速  
数据来源：世界银行、Wind

发达国家和发展中国家的通胀均持续下降。大通胀时期，发达国家的平均通胀水平约为 10.2%，许多发达经济体的通胀率升至两位数水平。1975 年英国的通胀率为 24.2%，同期法国、意大利和西班牙的通胀率也超过了 10%。随着主要发达国家调整财政和货币政策，大缓和时期发达国家的平均通胀水平下降到 3.0%，

<sup>11</sup> Mills T C, Wang P. Have output growth rates stabilised? evidence from the G-7 economies[J]. Scottish Journal of Political Economy, 2003, 50(3): 232-246.

<sup>12</sup> Summers P M. What caused the Great Moderation? Some cross-country evidence[J]. Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City, 2005, 90(3): 5.



较前期下降了 7.2 个百分点。2008 年全球金融危机后，发达经济体的平均通胀率进一步回落到 1.6% 左右。尽管部分发展中国家在 80-90 年代中期依然面临较高的通货膨胀压力，但 1996 年以后发展中国家的平均通胀水平明显回落，到 2008 年全球金融危机后，发展中国家的通胀率进一步收敛到 4.1% 左右。

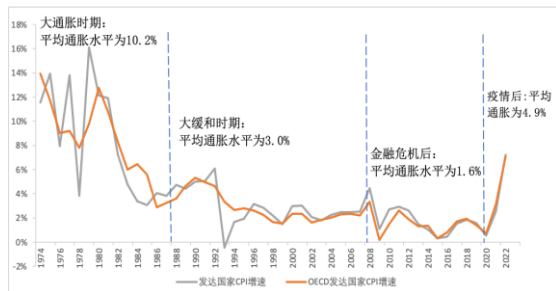


图 1-2 发达国家 CPI

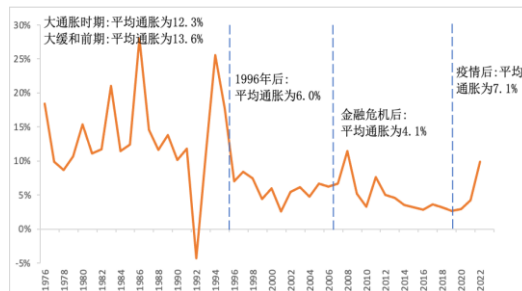


图 1-3 发展中国家 CPI

数据来源：世界银行、Wind

全球经济在疫情爆发以后经历了新一轮高通胀。2021—2022 年，全球通胀两年的平均水平达到 6.1%，发达国家和发展中国家分别达到了 4.9% 和 7.1%。社会公众、政府和学术界普遍对通胀畏之如虎，众多发达国家和新兴市场经济体都把对抗通胀作为当前宏观经济管理的首要任务。通过对比本轮通胀与上世纪 70-80 年代的高通胀，能够看到高通胀背后的经济和民生有着显著不同。

### 1、大通胀时期的平均通胀水平显著高于疫情后期，两次通胀在结构上存在较大差异

大通胀时期（1972-1982 年）、大缓和时期（1984-2007 年）和疫情后期（2021-2022 年）美国的平均 CPI 分别为 8.2%、3.1%、6.8%，平均核心 CPI 分别为 7.7%、3.1 和 5.6%。通胀结构上，大通胀时期的通胀主要由医疗、住宅和交通运输驱动，大缓和时期的通胀主要由医疗和其他商品和服务驱动，而疫情后期的通胀主要由交通运输和食品饮料驱动。

具体来看，大通胀时期各大类商品和服务的通胀水平都保持高位，医疗保健（9.3%）、住宅（8.8%）和交通运输（8.7%）成为抬高通胀的主要组成部分。美国在 1965 年推出了医疗保险和医疗补助制度，承诺为退休和低收入美国人支付医疗费用，市场对医疗服务的需求猛增，医疗保健价格大幅增长<sup>13</sup>。1973-1974 年

<sup>13</sup> 本·伯南克, 21 世纪货币政策, 中信出版社, 2022 年, 第 5 页。



和 1979-1980 年两次石油危机冲击，抬高了许多商品和服务的生产以及运输成本。

大缓和时期，医疗保健（5.3%）、其他商品和服务（5.0%）价格增长更快，能源与食品影响不大，除去能源和食品的核心 CPI 与 CPI 一致。

疫情后期，CPI 主要由交通运输（12.7%）、食品与饮料（8.1%）驱动，主要受到 2022 年初爆发的俄乌冲突影响，能源、矿产、粮食等大宗商品价格大幅上涨。

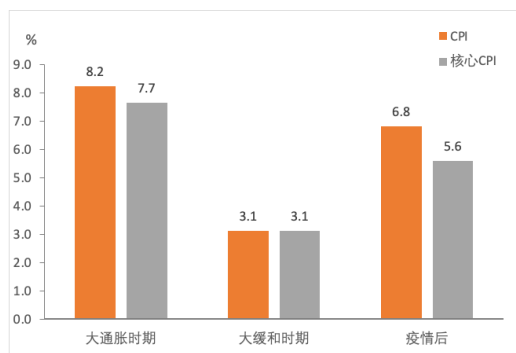


图 1-4 平均 CPI 和核心 CPI

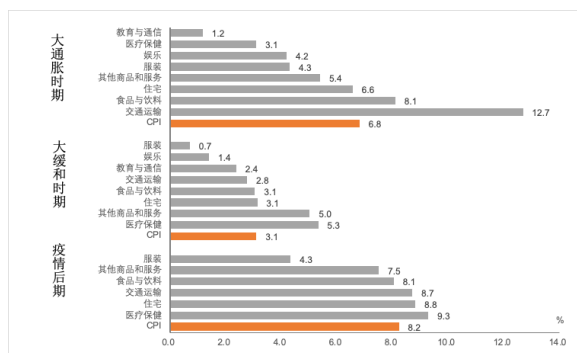


图 1-5 通胀结构

数据来源：美国劳工统计局、美国经济分析局

## 2、大通胀时期的短期和长期通胀预期都明显高于疫情后期

根据密歇根大学的消费者调查，大通胀时期平均未来 12 个月通胀预期中值为 7.5%，疫情后期平均为 4.6%。1970-80 年代的长期通胀预期居高不下，平均 10 年期通胀预期超过 6%，而 2021-2022 年仅略高于 2%。

美联储的货币政策框架是理解两个时期通胀预期差异的重要维度。艾肯格林（2022）<sup>14</sup>指出通胀预期与美联储政策框架有关，1970 年代高通胀预期是因为当时联储的政策目标与通胀无关，消费者、生产者和工人都完全没有理由相信美联储会抑制通货膨胀。在 1950 年代至 1960 年代初，平均通胀低于 2%，但是随着 1965 年以来通胀水平不断上升，政府控制通胀效果不佳，人们都开始预期价格会以同样的速度甚至加速上涨。由此，工会要求调整工资，对通胀进行补偿，这导致企业以更高价格转移增加的劳动力成本，引发了通胀螺旋式上升。但现在的情况完全不同，美联储采用平均通货膨胀目标制仍然受到市场信任。2021-2022

<sup>14</sup> 详见：<https://www.project-syndicate.org/commentary/why-current-us-inflation-is-nothing-like-the-1970s-by-barry-eichengreen-2022-02>



年的平均 5 年期通胀预期仅为 2.3%<sup>15</sup>。

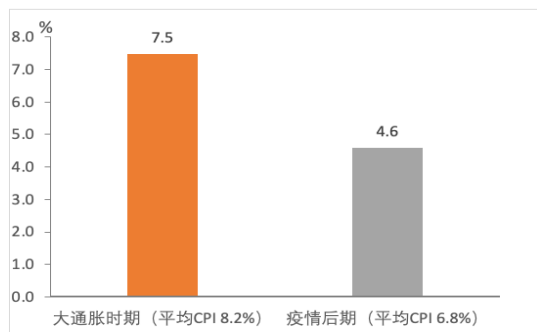


图 1-6 未来 12 个月通胀预期<sup>16</sup>

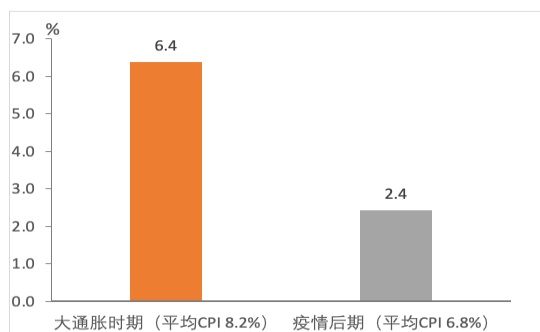


图 1-7 未来 10 年通胀预期<sup>17</sup>

数据来源：密歇根大学、圣路易斯联邦储备银行和 Groen & Middeldorp (2013)<sup>18</sup>

### 3、疫情后期的经济增速和就业情况显著好于大通胀时期

大通胀时期平均 GDP 增速为 2.7%，曾引发三次经济衰退<sup>19</sup>，分别是 1973 年 11 月-1975 年 3 月、1980 年 1 月-1980 年 7 月以及 1981 年 7 月-1982 年 11 月，经济增长受到较大影响。而疫情后期平均 GDP 增速为 4.0%，高于大通胀和大缓和时期，主要是因为 2020 年的低基数效应。2022 年 GDP 同比增速为 2.1%，已经接近疫情前 2015-2019 年 2.4% 的平均 GDP 增速水平，经济增长快速恢复。

疫情后期平均失业率为 4.5%（自然失业率在 4.4%-4.5% 之间），显著低于大通胀时期的平均失业率 6.9%（自然失业率在 6.0%-6.2% 之间），也低于大缓和时期的平均失业率 5.7%（自然失业率在 4.9%-6.1% 之间）。2022 年 3 月以来，失业率持续在 3.5%-3.7% 之间徘徊，远低于自然失业率（4.4%），2023 年 1 月降至 3.4%，创 53 年以来的最低水平。疫情后失业率较低是多方面因素的综合结果，如美国企业盈利反弹、服务业创造新增就业等等。

<sup>15</sup> 数据由克利夫兰联邦储备银行估算，使用了国债收益率、通胀数据、通胀互换和基于调查的通胀预期指标。

<sup>16</sup> 未来 12 个月通胀预期数据来自于密歇根大学的消费者调查，是未来 12 个月预期价格变动的中位数。该数据自 1978 年开始，因此此图中的大通胀时期仅包括 1978 年至 1982 年。

<sup>17</sup> 10 年通胀预期的疫情后期数据来自于圣路易斯联邦储备银行，是 10 年期盈亏平衡通胀率，由 10 年期国债和 10 年期通货膨胀保值债券收益率计算，该数据自 2003 年开始。大通胀时期数据来自于 Groen & Middeldorp (2013)，他们追溯了 1971 年以来的 10 年期盈亏平衡通胀率。

<sup>18</sup> Groen, Jan JJ, and Menno Middelorp. Creating a History of US Inflation Expectations. No. 20130821. Federal Reserve Bank of New York, 2013.

<sup>19</sup> 基于美国国家经济研究局（NBER）提供的美国经济周期扩张和收缩数据进行划分。NBER 将经济衰退定义为遍布整个经济活动的显著下降，并通过考虑众多经济活动指标来做出这一判断。

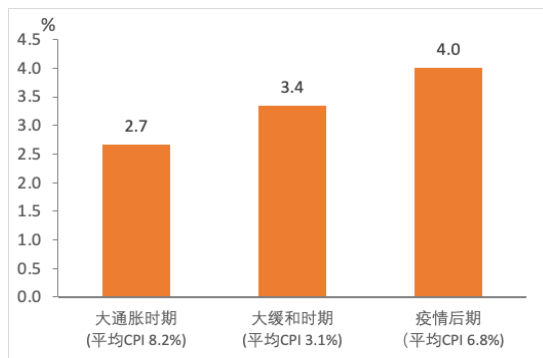


图 1-8 平均 GDP 增速  
数据来源：Wind

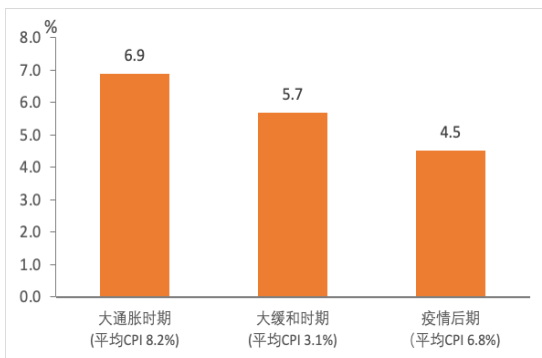


图 1-9 失业率  
数据来源：美国劳工统计局

#### 4、高通胀环境对消费者福利的影响存在显著差异，疫情后期的消费者福利在高通胀中得到保护

大通胀时期、大缓和时期、疫情后期的实际个人可支配收入平均增速分别为 2.8%、3.3%和-2.1%。尽管疫情后时期的个人实际可支配收入明显下降，消费者福利并未受到影响。大通胀时期的平均实际个人消费支出增长率为 2.9%，低于 1967-1971 年的平均增长率 4.0%。疫情后期的实际个人消费支出平均增速为 4.5%，显著高于大通胀时期的 2.9%和 2015-2019 年的平均增长率 2.5%。这主要是因为前期政府对居民的大量补贴和居民储蓄率显著上升为消费提供了保障，个人储蓄占可支配收入比重从 2020 年开始急速上升，在 2021 年 1 季度达到 26.3%，随着通胀抬升而快速回落，2021 年 3 季度开始低于过去 5 年的趋势水平，这表明居民部门已经开始用前期的储蓄来偿还债务和消费。

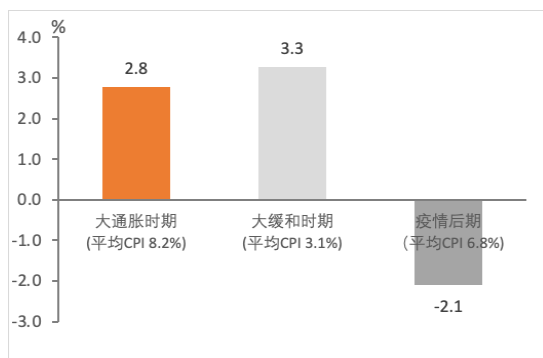


图 1-10 实际个人可支配收入增速

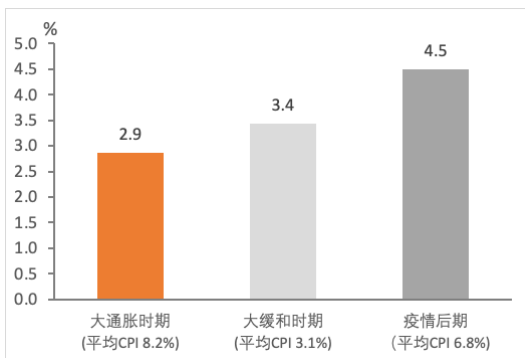


图 1-11 实际个人消费支出增长率<sup>20</sup>

数据来源：美国劳工统计局、美国经济分析局

<sup>20</sup> 个人消费支出经过 PCE 指数调整（以 2012 年为基期）。



## 二、政府、企业和居民的资产负债表再平衡

以美国为例，考察居民、非金融企业和政府三个实体部门在高通胀时期现金流量和资产负债表的变化。根据疫情之后美国的通胀表现，我们把这一时期分为疫情初期（2020年Q1-2021年Q1）和高通胀阶段（2021年Q2-2023年Q1）。如图和表所示，两个阶段的通胀中枢有明显差异。

### （一）居民部门

2020年疫情爆发后，得益于政府补贴，居民可支配收入和储蓄率大幅上升。疫情初期居民部门的工资收入一度受到疫情冲击而有所下降。2020年至2021年上半年美国政府为应对疫情，对居民部门进行了大量的转移支付<sup>21</sup>，居民可支配收入不仅没有低于疫情之前的趋势水平，反而在疫情初期显著超过了疫情之前的趋势水平。得益于政府的大量补贴，再加上疫情期间很多线下消费支出难以实现，居民部门储蓄率大幅上升，远高于疫情前水平。

此外，得益于政策利率大幅下降，居民资产价值大幅上升，债务负担下降，居民部门的资产负债率下降。疫情爆发后，受超低利率政策影响，居民部门的金融资产价值从2020年初的87万亿美元上升至年末的105万亿美元，涨幅21.1%；房地产价值从30.5万亿美元上升至32.9万亿美元，涨幅7.8%；其他非金融资产10万亿上升至10.6万亿美元，涨幅5.8%。与此同时，居民部门的债务增长有限，2020年全年债务涨幅3.3%；居民部门资产负债率显著下降。

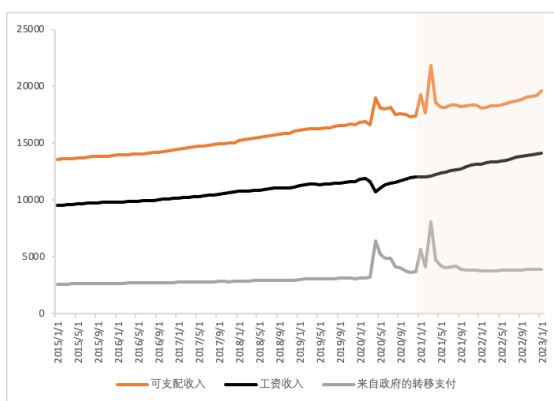


图 2-1 居民可支配收入结构(十亿美元)

图 2-2 实际人均可支配收入(美元)

数据来源：美国经济分析局

<sup>21</sup> 美国在 2020 年 3 月、2021 年 1 月和 2021 年 3 月的三轮投资促进方案为家庭提供了总额超过 8,500 亿美元的资金。

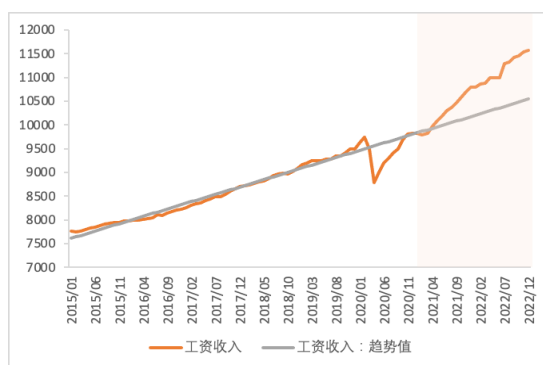


图 2-3 工资收入（十亿美元）

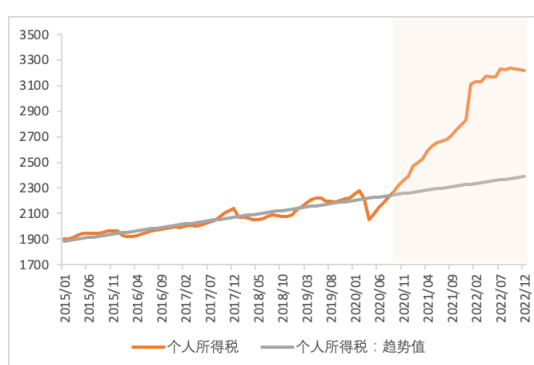


图 2-4 个人所得税（十亿美元）

数据来源：美国经济分析局

进入 2021-2022 的高通胀期间，居民部门实际可支配收入和储蓄率下降，居民资产负债率向疫情前的趋势值回归。进入高通胀阶段，来自政府的转移支付回到了常态水平，实际人均可支配收入开始下降，降到了疫情之前的趋势水平之下。通胀可以解释一部分实际可支配收入的下降，然而经过通胀调整后的居民部门实际工资收入依然显著超过疫情之前的趋势性水平。导致个人可支配收入下降的主要原因是随着工资收入快速增长，个人缴税规模在大幅增加。经过了通胀调整之后的个人缴税规模在高通胀阶段快速增加，从量级上对冲了工资收入大部分的增幅。从近期的趋势看，实际个人可支配收入有向趋势水平收敛的迹象。

政策利率上升带来了金融资产价值缩水，居民部门资产负债率回升，资产负债率回归到了疫情前的趋势值水平附近。居民债务与可支配收入的比率较疫情之前的水平有所增加，但是居民的偿债压力并没有显著增加。即使是在高通胀阶段，美联储快速提高了基准利率水平，但利率上升向居民部门的传导并不显著，目前来看居民的偿债压力与 2019 年底持平。

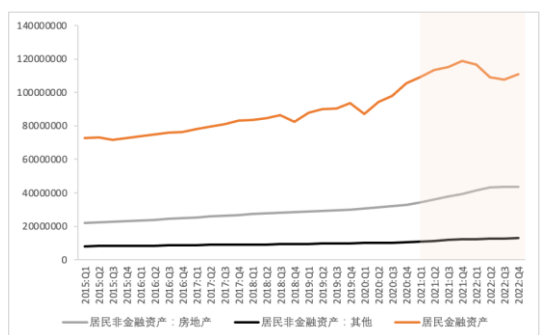


图 2-5 居民部门资产结构（百万美元）

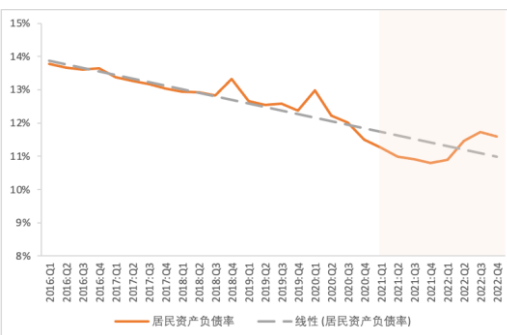


图 2-6 居民资产负债率





数据来源：美国经济分析局

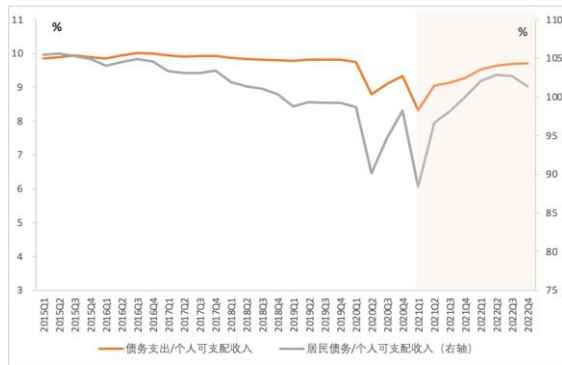


图 2-7 居民债务比率



图 2-8 居民储蓄率

数据来源：美国经济分析局

疫情之后收入分配持续改善，高通胀阶段收入分配改善仍在持续。疫情以来，低工资劳动者的时薪增速一直高于高工资劳动者。在高通胀阶段，两者之间差距进一步扩大，带动高工资劳动者与低工资劳动者的时薪比快速下降。

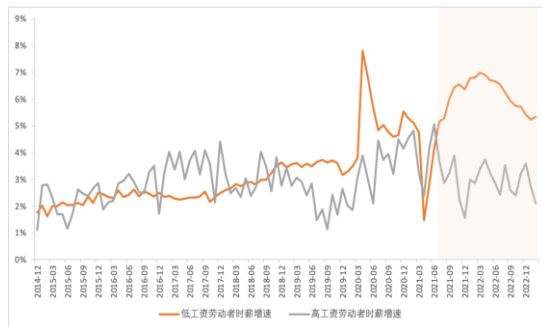


图 2-9 劳动者时薪增速

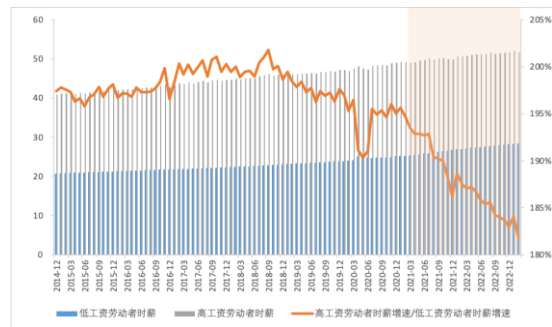


图 2-10 劳动者时薪（美元）

数据来源：美国经济分析局

疫情之后，财富不平等有所加剧，但 2021 年下半年以来采取的紧缩货币政策导致金融资产价格明显回落，部分程度上缓解了财富不平等。疫情之后采取的刺激政策带动金融资产和房地产价格出现明显上涨，且股价上涨的幅度要大于房地产市场。这既加剧了高净值人群和低收入群体的财富不平等，也加剧了以房地产为主要资产的中产阶级与以股票为主要资产的高净值人群之间的财富不平等。随后，为应对通胀压力，美联储快速收紧货币政策，金融资产和房地产的价格资产价格都有所下降，且相对于房地产，金融资产的缩水幅度更大。



这也在一定程度上缓解了前期不断加剧的财富不平等问题。

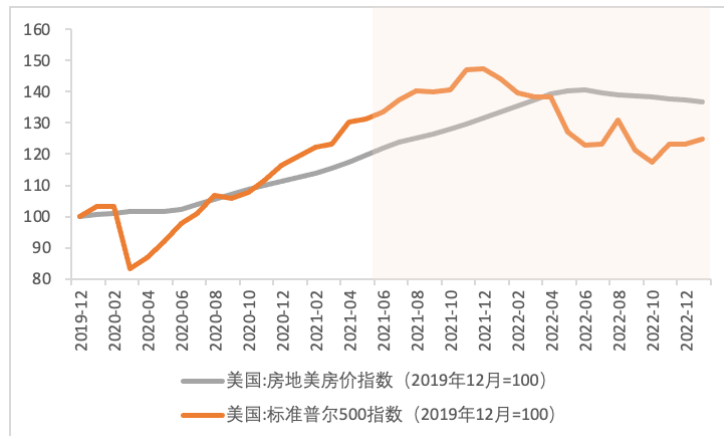


图 2-11 美国资产价格  
数据来源: Wind

## (二) 非金融企业部门

与居民部门不同的是，疫情爆发初期非金融企业部门的现金流并没有受到明显冲击。疫情初期非金融企业收入和资本开支一度受到影响，企业净储蓄一度小幅度下降，非金融企业的利润总额基本保持平稳，并没有显著偏离疫情之前的水平。企业部门现金流未受到明显冲击，且美联储采取了宽松的货币政策，非金融企业部门的资产负债率、债务比净资产、债务比现金流均显著下降，流动资产对短期负债的比率在提高。非金融企业部门的资产负债表一度出现了改善。

进入高通胀阶段以后，非金融的企业收入、支出、盈利和纳税显著上升。一方面，通胀带来的企业收入显著上升，另一方面是企业资本开支和税收的显著上升，二者抵消后，企业的净储蓄相对稳定。通胀逐步走高的过程中，非金融企业利润快速增加。截止到 2022 年三季度，非金融企业的利润总额已经接近疫情之前的两倍。伴随利润总额的快速扩张，非金融企业的缴税规模也在大幅增加。从绝对规模来看，2022 年非金融企业的缴税规模同样达到了疫情之前的两倍。行业层面看，疫情以来非金融企业部门的改善主要集中与商品需求密切相关的行业，如制造业、批发零售、运输仓储。这与居民消费在疫情之后的表现相吻合。

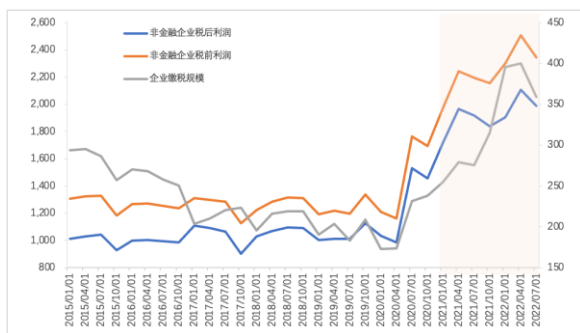


图 2-12 非金融企业利润(十亿美元)

数据来源：美国经济分析局

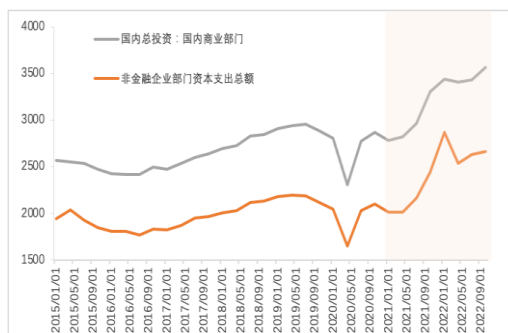


图 2-13 非金融企业资本支出(十亿美元)

数据来源：美联储经济数据库

进入高通胀阶段以后，前期指向资产负债表改善的财务指标均有回调，但目前为止这些指标并没有显著偏离疫情之前的水平。换言之，无论是高通胀还是美联储加息政策，都没有对非金融企业部门的资产负债表产生显著冲击。

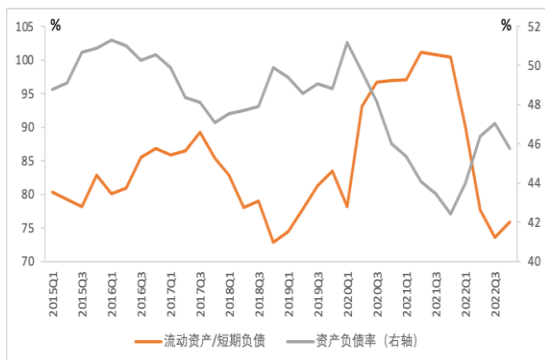


图 2-14 企业资产负债比率

数据来源：美国经济分析局

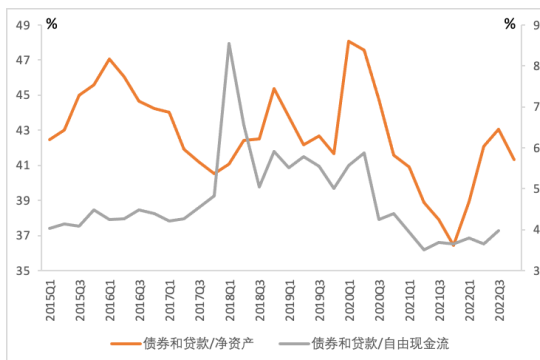


图 2-15 企业财务比率

### （三）政府部门

在疫情初期，由于政府大幅增加了对居民部门的临时性转移支付，政府支出和净融资规模（赤字规模）在这个阶段均有显著增加。2020 年，政府收支缺口达到了 2.9 万亿美元，大幅超出了疫情之前的 1.2 万亿美元。

进入高通胀阶段，政府收入显著改善，且超过疫情前的趋势值。政府收入改善的主要原因是企业和个人税收的增加。通胀推动企业名义利润和居民名义收入快速增加，并以税收的方式带动财政收入快速增加，这部分税收增加能够解释超过 90% 的政府收入改善。政府净融资（赤字规模）显著下降，目前已经明显低于疫情前的趋势水平。赤字规模显著下降主要是因为政府收入大幅增加，而不是财



政巩固带来的政府支出减少。此时政府支出水平依然略高于趋势水平。

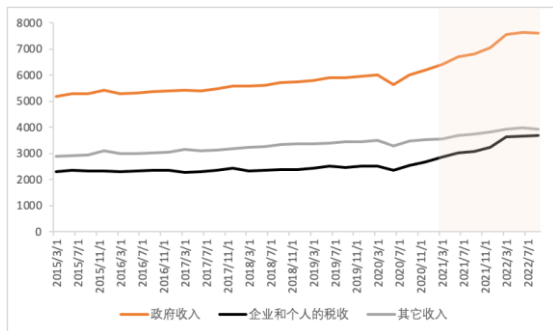


图 2-16 政府收入(十亿美元)

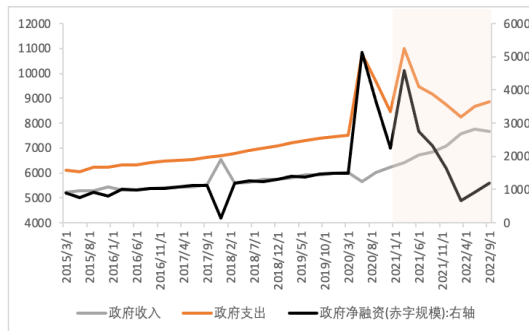


图 2-17 政府收支和赤字规模(十亿美元)

数据来源：美国经济分析局

**高通胀阶段，政府债务负担大幅下降。**高通胀期间政府债务/GDP 较 2020 年的高点显著回落。两方面的渠道促成了政府债务率显著下降。一是在高通胀环境下税收显著提高，减少了赤字和新增债务规模。联邦收入在 2021 和 2022 年出现了大幅改善，2022 年联邦债务总额/联邦总收入较 2020 年的高点大幅下降，并已经低于 2019 年的水平。二是名义 GDP 大幅增加。

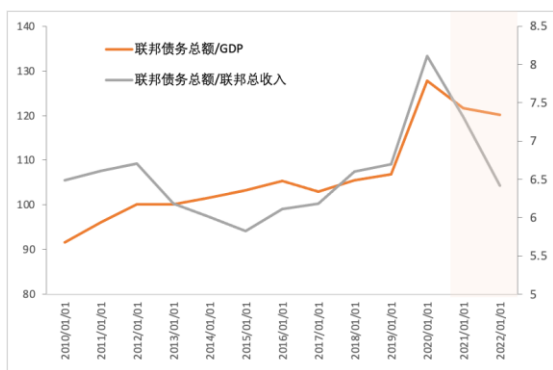


图 2-18 联邦债务与 GDP 的比率

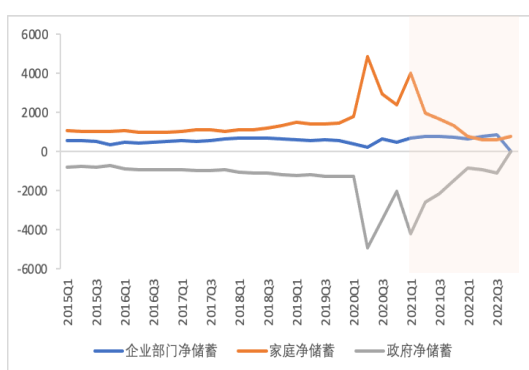


图 2-19 分部门净储蓄变化(十亿美元)

数据来源：美国经济分析局、美联储经济数据库

### 三、小结与启示

(一) 每一次通胀背后的成本都不一样，对通胀成本的评价不能一概而论。与上世纪 70-80 年代的通胀相比，本轮通胀中就业、经济增长、居民福利都得到了较好的保护，通胀成本大幅降低。

(二) 通胀预期是关键，出现通胀要及时采取措施，维护央行声誉，稳定通



胀预期。与上世纪 70-80 年代的通胀不同，本轮通胀中的中长期通胀预期并没有大幅上升，市场相信未来通胀还会恢复到温和水平，暂时性的高通胀对未来的投资和消费行为没有带来显著负面影响，对经济增长和就业没有带来显著负面影响。

**（三）短期的高通胀帮助平衡了居民和政府的债务压力，减少政府债务负担。**综合居民、非金融企业和政府三个部门的情况来看，疫情初期政府大举举债向居民部门发放各种形式补贴，居民收入和储蓄大幅上升；企业一定程度上从中获益；政府赤字和债务大幅上升。疫情初期，居民和政府之间处于失衡状态，居民过度储蓄而政府过度举债。进入高通胀时期以后，居民名义收入仍在上升，但是名义支出上升幅度更大，居民储蓄开始回落；企业收入和支出均大幅提高，企业储蓄相对平稳；政府得益于个人所得税和企业税后大幅增加，政府收入大幅提高，政府赤字显著回落，考虑到名义 GDP 的大幅上升，政府债务率也显著下降。通胀期间，居民部门回补政府，居民和政府失衡状态得以纠正。经历了初期的刺激政策和后期的通胀两个阶段以后，居民储蓄、企业储蓄和政府赤字的规模都向疫情前水平回归。

**（四）这是一次值得再三思考的实验。**疫情之前，发达经济体宏观经济讨论中最受关注的问题是长期停滞，长期停滞背后的原因是无法充分降低真实利率至自然利率水平，难以实现充分就业。疫情大规模刺激政策以后带来了新一轮高通胀，高通胀环境下，真实利率大幅下降，企业收入和盈利、政府收入大幅上升，企业和政府的真实债务负担下降，家庭部门储蓄的真实价值受损。这好比是一次跨部门的资产负债表手术，由此带来的后续影响值得进一步研究。