



管涛：中国经济重启需绕开 资产负债表衰退





中国 2022 年度经济数据披露，这意味着新冠疫情持续冲击的三年已经翻篇。2022 年底以来，中国不断优化疫情防控措施，同时大力完善房地产调控和平台企业监管，经济复苏前景明显改善。然而，在外需拉动减弱的背景下，中国经济重启的动能取决于能否避免资产负债表衰退，实现投资和消费驱动的内生性增长。

二次探底不改中国经济复苏全球领先态势

2020~2022 年，中国经济分别增长 2.3%、8.4%和 3.0%，三年复合平均增长 4.5%。虽然 2020 和 2022 年，中国经济增速分别为改革开放以来最低和次低，且三年复合平均也略低于中国潜在经济增速，但中国经济

复苏在世界前十大经济体中总体保持了领先优势。

一是疫后中国经济恢复持续的时间最长。从季度同比实际增速看，中国从 2020 年二季度起持续正增长，印度始于 2020 年四季度，美国、韩国、法国、意大利、加拿大始于 2021 年一季度，日本、英国、德国始于 2021 年二季度。

二是中国经济最早恢复到疫情前水平。以年化实物经济总量衡量，中国自 2020 年三季度起就超过了 2019 年；美国在发达经济体中经济率先复苏，但到 2021 年二季度才超过疫情前水平；韩国、印度分别是 2021 年二季度、四季度，加拿大、法国、德国和意大利分别是 2022 年一季度、二季度、二季度和三季度，超过疫情前水平；到 2022 年三季度，英国和日本尚未恢复到疫情前的水平。

三是中国实物经济总量超出疫情前水平最多。到 2022 年三季度，中国年化实物经济总量较 2019 年高出 25.7%，印度与韩国分别高出 6.7%和 5.8%，美国与加拿大分别高出 4.9%和 2.6%，法国、德国和意大利分别高出 1.0%、0.5%和 0.2%，英国和日本分别低了 0.4%和 1.4%。

在此背景下，2020 和 2021 年，中美经济差距进一步收窄。到 2021 年，中国名义 GDP 相当于美国的 76.4%，2012 年该比例仅为 52.5%。2022 年，美国经济增长 2.1%，较中国仅低了 0.9 个百分点。同时，因年均人民币汇率中间价下跌 4.1%，美国 GDP 平减指数高出中国 4.7 个百分点，中美经济差距再度走阔。全年，中国名义 GDP 相当于美国的 70.7%，但较

2019 年仍高出 3.8 个百分点。

2022 年，中美经济增速均有所放缓，环比分别回落 5.4 和 3.8 个百分点。这反映了 2022 年全球高通胀回归、美联储激进紧缩、俄乌冲突风险外溢，以及新冠疫情蔓延等因素的超预期冲击。但两国经济下行的性质截然相反。对于美国经济下行伴随着高通胀、低失业，美联储给出了近年来生产率增长缓慢、劳动参与率降低，美国潜在经济增速下行，导致实际产出仍高于潜在产出，经济运行偏热、通胀韧性较强的解释。中国经济下行却伴随着负产出缺口。2021 年中国经济强劲反弹，2020~2021 年两年复合平均增长 5.3%，但 2021 年就业不充分、CPI 与核心 CPI 持续低迷，印证了中国经济潜在增速不低于 5% 的判断。2022 年中国经济增速再度回落，城镇调查失业率平均为 5.6%，超出年初确定不高于 5.5% 的调控目标，核心 CPI 平均为 0.9%，显示经济运行继续偏冷。

2023 年初，中国疫情快速达峰，经济加速回归正轨。春节假期，国内旅游出游人次同比增长 23.1%，恢复至 2019 年同期的 88.6%；实现国内旅游收入增长 30%，恢复至 2019 年同期的 73.1%。全年中国经济回归趋势值，增速达到 5% 以上是大概率事件。理论上，若全年经济增速不低于 7%，则 2022 与 2023 年两年复合平均增速有望达到 5% 以上。

最近，世界银行对 2023 年中美经济增速的预测值分别为 4.3% 和 0.5%，联合国的预测值分别为 4.8% 和 0.3%。即便按照这些较为保守的估计，若 2023 年人民币汇率企稳甚至回升，美国通胀回落、中美通胀差异缩小，中

美经济差距将重新收窄。

经济反弹高度取决于中国能否避免资产负债表衰退

2021 年初, 31 个省份提出了疫情冲击之后当地经济增长的预期目标, 其中, 仅内蒙古、黑龙江预期目标为 6% 左右, 其他 29 个省份的预期目标均在 6% 以上。前四位的经济大省, 广东、江苏和山东把 2021 年经济增长目标锚定在 6% 以上, 浙江锚定为 6.5% 以上。

2023 年初, 31 个省份又提出了当地经济增长预期目标, 其中, 天津预期目标为 4%, 北京为 4.5% 以上, 其余 29 个省份为 5% 左右或以上。广东、江苏、山东和浙江均将 2023 年经济增长目标锚定为 5% 左右或以上。鉴于 2020 年经济增速的初值为 2.2%, 低于 2022 年的 3.0%, 这次各地提出的预期目标与上次相比并不低。而且, 多个省份在报告中明确表态要力争更好的结果。

回顾 2021 年, 中国经济复苏之路并不平坦。一季度, 经济运行开局良好, 但之后增速逐季回落, 下半年再提做好跨周期调节, 保持经济运行在合理区间, 年底重提以经济建设为中心, 稳住经济大盘。这既是因为疫情反复, 干扰经济运行, 也是因为监管政策收紧, 造成市场冲击。随着相关政策优化调整, 2023 年上述不利影响将大幅缓解, 这是近期“强预期、弱现实”下境内股汇双升的重要原因。

外部环境动荡不安是 2023 年中国经济复苏的“拦路虎”。2021 年全

球经济复苏共振，外需对中国经济增长拉动作用明显，但 2022 年外需拐点已开始显现。2022 年前三季度，中国商品出口全球市场份额为 15.1%，同比回落 0.4 个百分点；2022 年全年，外需拉动中国经济增长 0.51 个百分点，较前三季度回落 0.45 个百分点，四季度外需拉动作用或已降至 0 附近。2020~2022 年，外需对中国经济增长平均拉动 0.92 个百分点，较 2015~2019 年均值高出 0.86 个百分点。参考 1998 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融海啸的经验，2023 年中国有可能出现外需对经济增长拉动作用减弱甚至负拉动。故 2022 年底中央经济工作会议提出的五大经济工作之首就是着力扩大国内需求，并将恢复和扩大消费放在首位。

中国扩大内需的关键在于能否避免实质性的资产负债表衰退。所谓资产负债表衰退，即市场主体的资产负债表恶化，甚至资不抵债并陷入技术性破产，其行为由“利润最大化”转向“债务最小化”以尽快摆脱财务困境，导致总需求不足且宽松货币政策失效。1930 年代美国经济大萧条和 1990 年代以来日本经济长期停滞就是前车之鉴。

近年来中国企业和居民部门杠杆率均出现停滞现象，市场激辩资产负

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51752

