

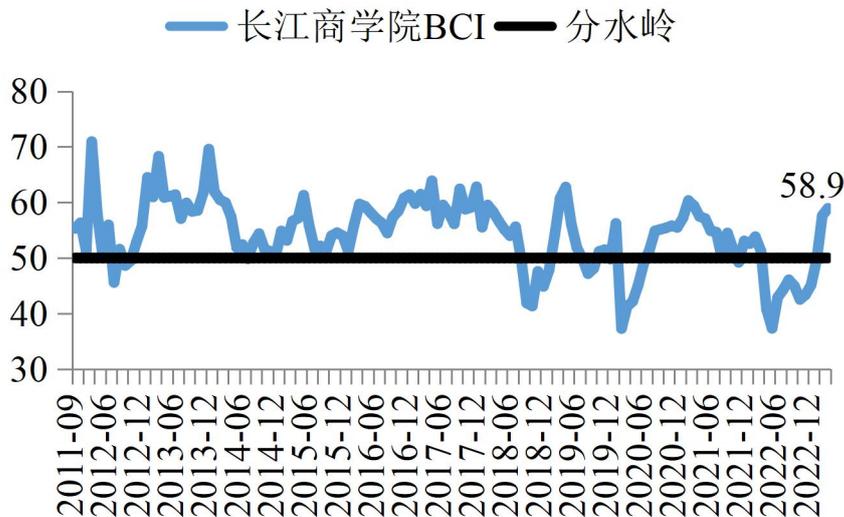
# 双城记：经济反弹与库存恶化

文/李伟

百尺竿头，更进一步。

在上月数据全面回暖的基础上，2023年3月最新一期“长江商学院中国企业经营状况指数”（CKGSB Business Conditions Index，简称BCI）继续上升至58.9，与2023年2月的57.6相比有小幅上升（**图表1**）。

图表 1



资料来源：长江商学院案例研究中心与经济大数据研究中心。

截至3月，BCI已连续5个月上升，目前已接近60的水平。本月的销售、利润和融资环境指数都有一定幅度的提升，但企业库存前瞻指数却有一定幅度的下滑。排除企业竞争力指数后，其他的指数中，仅有企业总成本前瞻指数和企业库存前瞻指数出现了下滑的现象。企业总成本前瞻指数只是从77.3小幅下滑至76.1，而企业库存前瞻指数则是由45.1下滑至41.5，是在低位上的下滑。

企业库存前瞻指数的下滑意味着企业的库存增加，库存的增加并不能简单的表示企业的运营状况在恶化，因为有时候企业为了因应即将到来的大额订单，也会主动去增加库存。只有当企业生产出来却卖不出去，资金长时间无法回笼的时候，库存的上升才意味着企业经营状况的恶化。那么目前的局面究竟更倾向于哪种情况呢？

对这个问题，笔者认为需要结合当下的经济背景来看。先说结论，笔者认为目前的状况可能更倾向于第二种情况，即企业在库存这个方面的经营状况处于恶化的过程中。为什么这么看？笔者认为至少有三个方面的证据可以支撑这一结论。

第一，目前汽车市场出现了激烈的价格战。了解汽车销售市场的人都知道，近来汽车销售市场出现了大力度的价格战。无论是国有企业，还是民营企业，抑或外资企业，整个汽车业几

乎都加入到了这场混战之中，其中一些车型的促销力度之大达到了让人惊叹的程度。汽车业价格战的背后就是高库存，其中一些库存较高的企业打响了降价的第一枪，其他企业不得不跟进。不论是主动出击，还是被动卷入，最后的结果就是以价促量，消费者获得了实惠，市场得以出清。从中我们也可以看出，中国的汽车制造业目前存在严重的产能过剩问题。

第二，电子产品销售疲软。这方面一个最典型的例子就是智能手机，根据国际数据公司（International Data Corporation，简称 IDC）的数据，2022 年全球智能手机出货量为 12.07 万亿部，2021 年该数据为 13.4 万亿部，2022 年的出货量同比下滑 9.9%。在智能手机出货量上，小米手机的状况非常具有代表性，根据 IDC 的数据，2022 年小米手机的出货量为 1.52 亿部，而 2021 年为 1.9 亿部，同比下滑 20%。事实上，就连强大的苹果手机，其 2022 年的出货量相较于 2021 年也下滑了 1.3%。

智能手机出货量的下滑带来了销售额的下滑，还是以小米智能手机为例，根据小米集团 2022 年的财报显示，2022 年小米智能手机的平均销售单价（Average Selling Price，简称 ASP）为 1111.3 元，创历史新高，但这并没有阻止小米智能手机销售额的下滑。财报显示，2022 年小米智能手机的销售额为 1672 亿元人民币，而 2021 年为 2089 亿元人民币。

与销售低迷相伴而来的是库存的增加。以小米手机为例，根据媒体在 2023 年 2 月的报道，天风证券分析师郭明錤表示，小米手机库存（终端与零组件的总和）约 4000 到 5000 万部，高达 12 到 16 周，与健康水位的 6 周库存相比有一定的差距。

第三，房地产市场的萧条。2021 年下半年，包括恒大在内的多家开发商爆出财务危机，由于资金链断裂，全国各地均出现了房屋停工、无法按时交楼的问题。房地产是中国经济发展的支柱产业，上下游的牵连甚广。房地产的状况直接牵动着土地市场的状况，根据财政部的数据，2022 年国有土地使用权出让收入 66854 亿元，比上年下降 23.3%。要知道，土地出让收入和土地抵押融资是中国地方政府进行经济建设的主要资金来源，土地市场的萧条势必影响到地方政府的收入，而这又会直接影响中国的投资状况，并对整体经济的发展产生负面影响。

出于种种考虑，政府在 2022 年逆转了之前调控房地产的政策，转而开始扶植房地产的发展。目前一、二线城市的房价已开始企稳，但中国房地产市场最大的一个组成部分——三、四线城市房地产还处于非常低迷的状态中。3 月 21 日，易居研究院发布的《中国百城住宅库存报告》显示，51 个月来全国 100 个城市库存规模首次出现同比下降，但库存规模的绝对数量仍位于高位。其中，一线、二线和三、四线城市的新建商品住宅存销比（新建住宅的存量与月销售额的比值，表示住宅的相对库存状况）分别为 13.2、17.9 和 21.5 个月。这意味着在不建新房的情况下，三、四线城市要消化掉现有的新建住宅需要近两年的时间。

三、四线城市大多属于人口流出状态，房子的库存量高，人口却在减少。从这一点来说，三、四线城市的房地产市场未来恐怕还将长时间的处于疲软的状况中。

从 BCI 来看，中国经济目前已出现了明显反弹，但库存前瞻指数却反其道而行之，这值得我们的重视。实际上，中国经济中目前的高库存状况是一个普遍的现象，这种现象的背后有几种含义，一是外需的疲软，这从出口逐渐冷却的数字可以清晰的看到。

二是中国短期内出现高通胀的可能性不大，这与发达国家目前通胀高企的状况形成了鲜明的对比。为了应对通胀，发达国家普遍在加息，大部分资产的收益率都在上升，但中国需要的是降息。假如中国的资本账户管制存在漏洞（这点是肯定的，无非是漏洞有多大），那么资本外流的可能性会比较大。在这种情况下，中国应该尽快让人民币与美元脱钩，并让人民币在市场的力量下贬值。这里要强调一下，是在市场的力量下，而非政府的调控下。事实上，政府应该趁此机会让人民币汇率尽早实现市场化，将货币政策自主权释放出来。

三是在经过了三年的防疫和房地产的萧条后，居民的资产负债表受到了明显的损害。在这种情况下，居民有钱的第一反应不是消费和投资，而是去还债，因此我们看到许多居民正在提前偿还按揭贷款。需要钱也敢借钱的相关方，例如地方政府，其债务负担已经很大，银行不愿意再大举向其放贷。银行希望放贷的对象却又在提前还贷，由此可见，宽松的货币政策的效果正在减弱。从这一点来说，中国目前最需要的恐怕不是简单的宽松的宏观经济政策，而是结构性改革，激发市场的活力，为下一轮经济增长铺平道路。

（作者系长江商学院副院长、经济学教授）