

## 结构重于总量

——宏观经济研究周报

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

2023年2月19日

## 投资摘要：

在明确2023年的宏观经济主线后，货币政策的路径和力度也将对资产价格产生影响。总体来看，我们认为2023年货币政策将更加偏重结构而非总量，市场流动性将处于“上有顶、下有底”的位置。央行将更加依赖结构性货币工具来对流动性进行精确调控，全面大幅的降准降息大概率不会发生。

## 未来宏观经济的两大矛盾

- ◆ **2023年财政政策有效性值得高度关注。**在报告《迎来财政年》中，我们根据日本的经验，详细论述了财政政策在当下时点的重要性。站在当下时点，我们认为未来宏观经济有两大关键矛盾，一是财政政策对需求的提振力度，或财政政策的有效性；二是美国衰退的程度。
- ◆ **在居民部门和企业部门的扩表意愿有效恢复前，2023年宏观经济的主线将是财政政策能在多大程度上对冲出口增速的下行压力。**

## 结构重于总量

- ◆ **流动性仍需保持合理宽裕以支持实体经济修复。**在居民和企业部门经历2022年的冲击后，需求端的恢复尚需时间，宽裕的流动性将有效降低融资成本，释放企业的投资需求和居民的购房需求。此外，流动性对市场的指示作用显著，将流动性保持在合理宽裕水平将稳定市场预期，提振市场信心。
- ◆ **在企业借贷需求较弱的情况下，高流动性对企业投资需求的提振有限。**由于对实体经济的预期较弱，企业和居民并没有很强的扩表意愿。2022年下半年储备货币（即高能货币）增速与社融增速出现分化，差距不断走阔，说明央行流动性最终并未形成实体经济的贷款。
- ◆ **2022年末货币乘数显著下降，或为未来流动性扩张预留空间。**我们可以将M2增长动力拆分为高能货币增速和货币乘数的增速，在高能货币增速显著上行时，货币乘数却快速下降。内在原因是实体经济借贷需求不足，导致货币派生不顺畅。目前高能货币保持高位，为货币派生提供了巨大潜力。因此下阶段的核心问题是通畅货币派生通道，而不是再增投高能货币。认识到这一点，就会清楚相比于全面降准，结构性的货币政策或许更有意义。

## 历史上出口增速负增长

从历史上来看，在实体经济较弱时，全面降准和宽财政尽管能带动经济快速修复，但对通胀、房价或金融资产价格具有很强的推动作用。综合来说，全面降准容易使资产价格和通胀超出控制。2023年在“宽财政”的必要性得到确认后，结构性的货币工具或更为适当。

- ◆ 2008-2009年：次贷危机后的外需收缩
- ◆ 2015年：降准后的股灾

**风险提示：**政策风险、需求疲软超预期、经济修复时间超预期。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

## 2020-22年储备货币增速



资料来源：wind，申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《超季节性收缩——宏观经济研究周报》2023-1-2
- 2、《紧张状态下的弱松动信号——宏观经济研究周报》2023-1-10
- 3、《整体较弱但仍有结构亮点——宏观经济研究周报》2023-1-15
- 4、《出口继续承压——宏观经济研究周报》2023-1-29
- 5、《不作过分“鹰派”判断——宏观经济研究周报》2023-2-5
- 6、《复苏尚需更多证据——宏观经济研究周报》2023-2-12

## 内容目录

1. 每周一谈：对 2023 年货币政策的思考 .....	3
1.1 未来宏观经济的两大矛盾 .....	3
1.2 结构重于总量 .....	3
1.3 历史上出口增速负增长 .....	5
1.3.1 2008-2009 年：次贷危机后的外需收缩 .....	5
1.3.2 2015：降准后的股灾 .....	6
2. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1：2020-22 年 1 月工业企业利润、住宅价格和公募基金净值同比 .....	3
图 2：2020-22 年社融和储备货币增速 .....	4
图 3：2020-22 年高能货币增速、M2 增速和货币乘数 .....	4
图 4：2008-10 年存款准备金率、CPI 同比和住宅价格指数同比 .....	5
图 5：2014-16 年万得全 A 和存款准备金率 .....	6
图 6：2014-16 年 PMI .....	6

## 1. 每周一谈：对 2023 年货币政策的思考

### 1.1 未来宏观经济的两大矛盾

**2023 年财政政策有效性值得高度关注。**在报告《迎来财政年》中，我们根据日本的经验，详细论述了财政政策在当下时点的重要性。站在当下时点，我们认为未来宏观经济有两大关键矛盾，一是财政政策对需求的提振力度，或财政政策的有效性；二是美国衰退的程度。

- ◆ 财政政策的有效性对于稳定经济基本面具有重要意义。2022 年末中央经济工作会议提出财政政策要“加力提效”；2 月 16 日财政部部长刘昆在《求是》撰文指出要适当加大财政政策的扩张力度和支出规模。2023 年应该是财政支出力度较大的一年，如果财政政策穿透力度很强，对需求提振显著，则出口增速下行对我国经济的影响可相对减小，权益类资产或葆有一定的上行动力。
- ◆ 美国衰退程度决定出口增速下行的时间和深度。美国核心 CPI 当月同比自 9 月达峰后，已连续 4 个月下降，市场开始博弈美联储年末降息。但 1 月火爆的劳动力市场使资本市场又多了一些鹰派押注。近期有部分美联储官员呼吁快速加息，以更强硬的姿态来应对通胀。若联邦基金利率在高位保持时间超预期，则美国衰退程度或进一步加深，由此带来的更长时间的出口降速将对财政政策提出更高的要求。

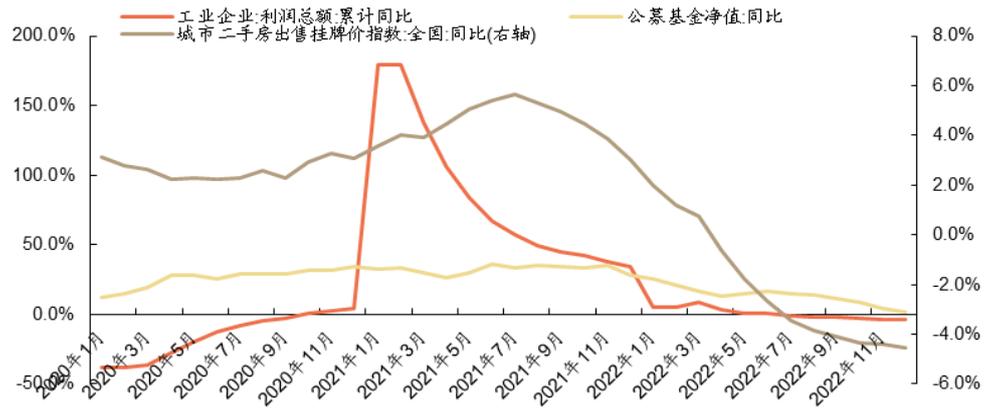
总的来说，在居民部门和企业部门的扩表意愿有效恢复前，2023 宏观经济的主线将是**财政政策能在多大程度上对冲出口增速的下行压力。**

### 1.2 结构重于总量

在明确 2023 年的宏观经济主线后，货币政策的路径和力度也将对资产价格产生影响。总体来看，我们认为**2023 年货币政策将更加偏重结构而非总量，市场流动性将处于“上有顶、下有底”的位置。**央行将更加依赖结构性货币工具来对流动性进行精确调控，全面大幅的降准降息大概率不会发生。

**流动性仍需保持合理宽裕以支持实体经济修复。**2022 年末中央经济工作会议提出“稳健的货币政策要精准有力”，为 2023 年市场流动性定调。在居民和企业部门经历 2022 年的冲击后（图 1），需求端的恢复尚需时间，宽裕的流动性将有效降低融资成本，释放企业的投资需求和居民的购房需求。此外，流动性对市场的指示作用显著，将流动性保持在合理宽裕水平将稳定市场预期，提振市场信心。

图1：2020-22 年 1 月工业企业利润、住宅价格和公募基金净值同比

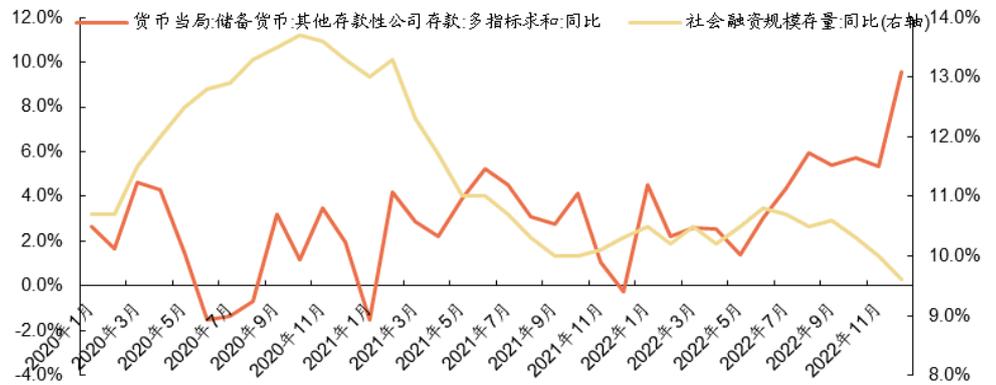


资料来源: Wind, 申港证券研究所

说明: 工业企业利润1、2月同比按合计数计算

在企业借贷需求较弱的情况下，高流动性对企业投资需求的提振有限。根据日本的经验，在资产负债表冲击发生后，流动性传导会发生阻塞的问题。由于对实体经济的预期较弱，企业和居民并没有很强的扩表意愿。我们用央行资产负债表中的储备货币来代表央行“宽货币”的意愿，用存量社融增速来表示实体经济的扩表意愿。2022年下半年储备货币（即高能货币）增速与社融增速出现分化，差距不断走阔，说明央行流动性最终并未形成实体经济的贷款（图2）。

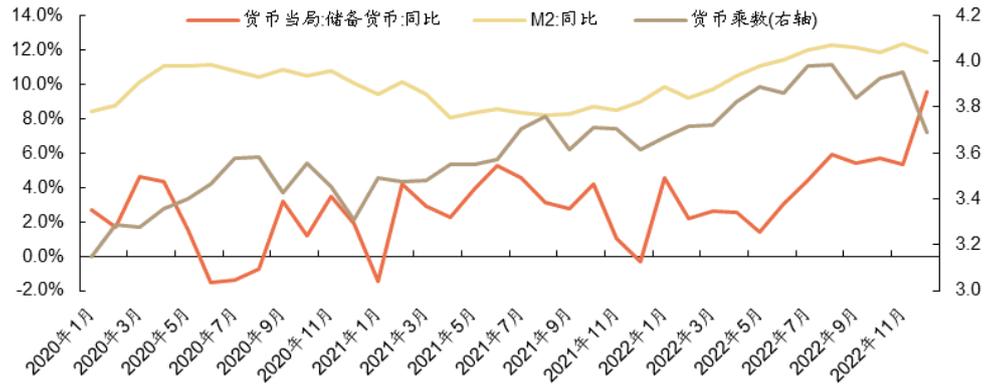
图2：2020-22年社融和储备货币增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2022年末货币乘数显著下降，或为未来流动性扩张预留空间。2022年全年高能货币增速大多数时间具有明显的上行趋势，但M2增速在3季度趋于平稳后隐隐向下调整。我们可以将M2增长动力拆分为高能货币增速和货币乘数的增速，在高能货币增速显著上行时，货币乘数却快速下降。内在原因是实体经济借贷需求不足，导致货币派生不顺畅。目前高能货币保持高位，为货币派生提供了巨大潜力。因此下阶段的核心问题是通畅货币派生通道，而不是再增投高能货币。认识到这一点，就会清楚相比于全面降准，结构性的货币政策或许更有意义。

图3：2020-22年高能货币增速、M2增速和货币乘数



资料来源: Wind, 申港证券研究所

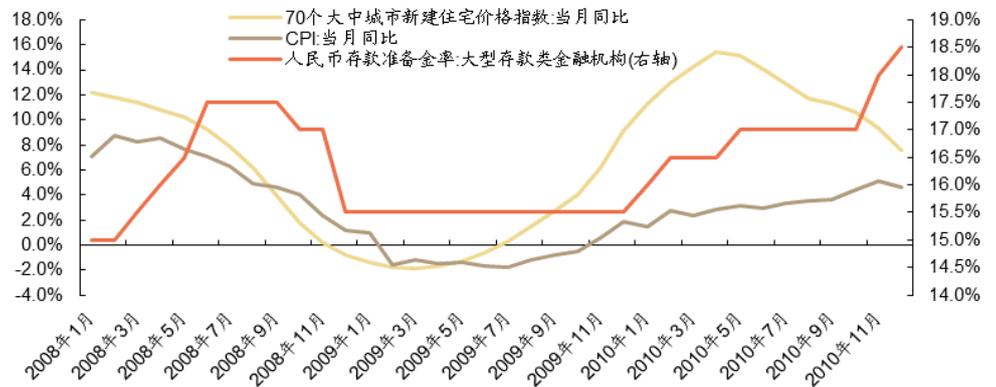
### 1.3 历史上出口增速负增长

2001 年我国加入世贸组织后, 全球化的进程进一步提速。国际市场为我国带来了巨大的需求, 经济增长取得了令人瞩目的成绩。但在充分享受全球化带来的巨大市场时, 我国经济对外依存度也不断加大, 海外经济波动对我国经济的影响也不断放大。近 20 年, 我国经济也经历过两次出口增速大幅放缓的时期, 在这期间的应对措施均对后来的经济发展产生了深远的影响。我们着重关注在这两段时期的货币政策, 或可为我们上一节的论断提供另一个支持。

#### 1.3.1 2008-2009 年: 次贷危机后的外需收缩

**配合“四万亿”刺激计划的全面降准。**在次贷危机后, 我国外贸感受到了巨大的压力, 扩内需成为重中之重。在这样的背景下, 中央出台了“四万亿”刺激计划, 年末召开的中央经济工作会议也强调“保增长、扩内需”。同时为了与之配套, 央行于 2008 年 3 季度开始全面降准, 存款准备金率由 2008 年 9 月的 17.5% 下调至 2009 年 1 月的 15.5%。在财政和货币政策的双重拉动下, 强劲的内需对冲了出口增速下台阶的冲击 (图 4)。

图4: 2008-10 年存款准备金率、CPI 同比和住宅价格指数同比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**资产价格带来隐患。**在各项稳增长政策的支持下, 我国经济顶住了外需收缩的巨大

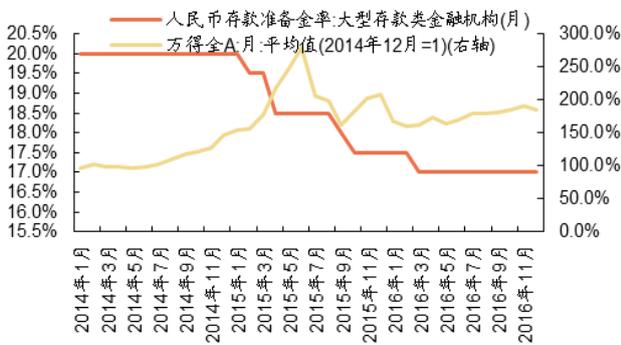
压力，2008-2010 年经济复合增长率达 9.9%。但在全面降准后，此前下行的房价和通胀也开始抬头，新建住宅价格增速于 2010 年 4 月达到 15.4%，CPI 当月同比也随后于 2010 年 11 月攀上 5.1%。央行随后再次提升存款准备金率，资产价格和通胀成为了央行执行全面宽松货币政策的后果和掣肘（图 4）。

### 1.3.2 2015 年：降准后的股灾

稳增长压力下再次开启全面降准。2010 年后我国经济进入了新常态，经济增速基本告别了两位数。2015 年我国出口再次面临压力，中央为了稳增长适当放松了基建投资的融资约束，并在年内多次全面降准以带动经济（图 5）。

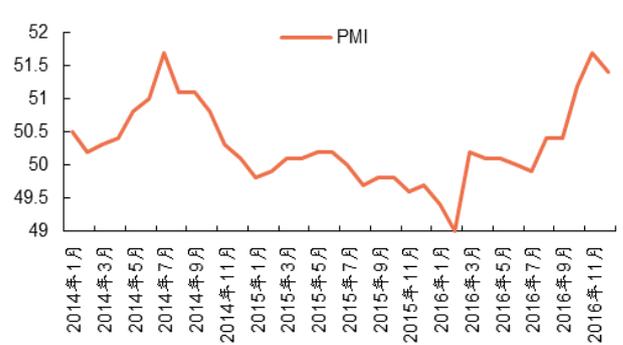
流动性并未有效传递至实体经济引发股市泡沫。在资金十分充裕但实体经济较弱的背景下（图 6），流动性在金融系统内部发生淤积并进入股市，直接推高了 2015 年的股价。随后泡沫破裂引发了股灾（图 5）。

图5：2014-16 年万得全 A 和存款准备金率



资料来源：Wind，申港证券研究所

图6：2014-16 年 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

从历史上来看，在实体经济较弱时，全面降准和宽财政尽管能带动经济快速修复，但对通胀，尤其是房价具有很强的推动作用；同时全面的降准也有可能推升金融资产价格。综合来说，全面降准容易使资产价格和通胀超出控制。2023 年在“宽财政”的必要性得到确认后，结构性的货币工具或更为适当。

## 2. 风险提示

政策风险、需求疲软超预期、经济修复时间超预期。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上