

“宏观基本面”之二

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
yang_fei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
majieying@gjzq.com.cn

通缩讨论，可以休矣

4月CPI继续回落、逼近0，引发通缩讨论增多，其中不乏误解、误读。针对相关问题，本文系统梳理可供参考。

一问：通缩大讨论？通缩是个伪命题，担忧大可不必

物价是经济短周期波动的滞后指标，不能仅以物价回落来评判经济进入“通缩”。过往经验显示，经济的周期性波动主要由需求驱动，物价跟随需求变化而变化，使得物价变化滞后经济1-2季度左右；经济复苏初期，需求才刚刚开始修复，对价格的提振尚不明显，使得物价指标低位徘徊，例如，2015年初、2017年初CPI同比均在1%以下。

领先指标持续修复，显示经济处于复苏初期。以企业中长期资金来源刻画的有效社融增速，去年9月以来持续回升，由去年8月的8.7%回升2.8个百分点至今年4月的11.5%；按照有效社融变化领先经济2个季度左右的经验规律，本轮信用扩张会带动经济在2023年初见底回升，1季度经济指标已有所体现。

年初以来物价的回落，受基数、供给和外需等影响较大；伴随拖累减弱、需求修复，CPI、PPI或在年中前后开始抬升。除去年基数较高外，猪肉、鲜菜等食品价格回落，及油、气价格回落等，对CPI、PPI的拖累显著，而线下活动相关服务、衣着等价格逐步抬升。伴随拖累减弱、需求支撑增强，CPI即将底部回升、PPI在年中前后开始抬升。

二问：资金空转加剧，政策托底无用？周期启动，渐入佳境

经济复苏初期，资金存在一定空转较为常见。经验显示，资金空转多发生在经济回落、货币明显宽松阶段，部分资金滞留在金融体系，使得M2-M1“剪刀差”扩大，去年底以来也有类似特征；有所不同的是，当前资金多滞留在银行体系、而不是非银金融机构，与居民理财回表、购房偏弱带来的居民与企业之间信用派生偏少等紧密相关。

稳增长思路不同，使得信用派生驱动和表征不同过往，企业有效信用派生自去年9月以来持续改善，而房地产相关融资拖累总体信用派生。传统周期下，信用扩张以房地产驱动为主，使得居民贷款增长明显快于企业；相较之下，本轮信用修复主要靠企业融资扩张，有效社融从去年9月开始持续回升，而居民信贷一度拖累社融回落。

本轮信用派生带来的经济效应不同过往，有效信用派生对企业行为的支持已开始显现。去年3季度以来，资金加速流向制造业，而房地产相关融资显著弱于以往，使得制造业投资表现显著强于房地产；伴随融资的持续改善，企业资本开支在1季度有所扩大。但房地产“缺位”，压低了信用派生和经济增长的弹性。

三问：中观数据已现“疲态”？疫情“后遗症”或被过度渲染

高频指标报复性反弹后走弱，主要缘于场景恢复的“脉冲”；但疫后“疤痕效应”的存在，使得大家容易产生悲观情绪。疫情政策调整，放大了“春节效应”带来的经济波动，部分高频指标报复性反弹后出现走弱的迹象。其中，偏消费端的活动多在2月底之后走弱，偏生产端略晚一点，导致宏观数据屡超预期的同时，市场信心反其道而行之。

内生动能的修复已然开始，消费动能或被低估，前半程靠居民出行和企业消费，后半程靠居民消费能力的恢复。出行意愿的持续改善、企业经营活动正常化等，皆指向场景恢复带来的消费修复持续性和弹性不宜低估；批发零售、住宿餐饮等服务业，及稳增长相关行业招工需求在逐步修复，有助于推动收入与消费的正循环。

地产链条的“积极”信号也在累积。地产大周期向下已是共识，地产链条修复会弱于传统周期；但小周期超调后的修复出现一些“积极”信号。1) 高能级城市地产供给增多、质量改善，利于需求释放、形成供需“正向循环”；2) 中西部地区棚改加码（可比口径增长近60%）、中西部地区收入修复等，有利于稳定低能级城市需求。

风险提示：经济修复和政策效果不及预期，资金空转加剧。

内容目录

一问：通缩大讨论？通缩是个伪命题，担忧大可不必.....	3
二问：资金空转加剧，政策托底无用？周期启动，渐入佳境.....	4
三问：中观数据已现“疲态”？疫情“后遗症”或被过度渲染.....	7
风险提示：.....	9

图表目录

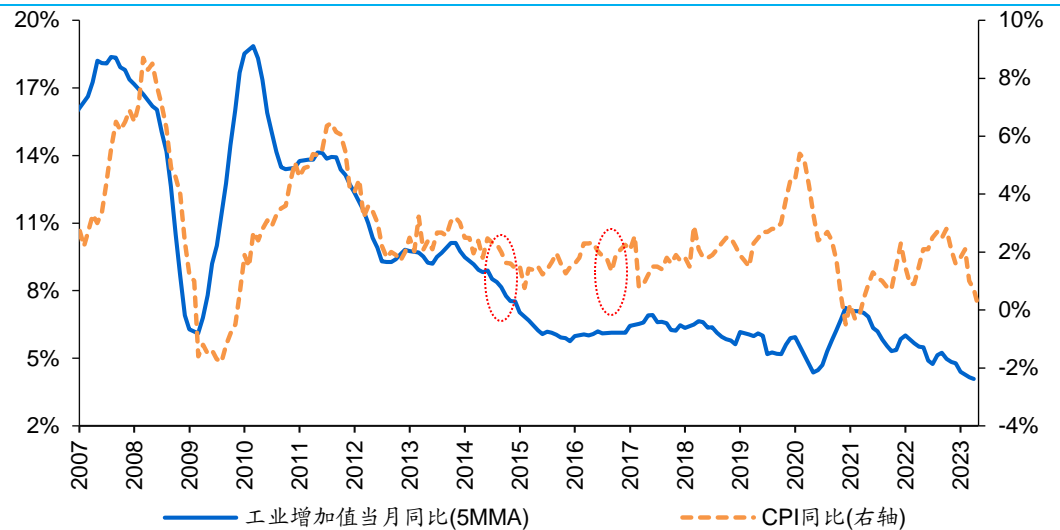
图表 1：经济复苏初期，CPI 均阶段性低位徘徊.....	3
图表 2：信用修复领先经济 2 个季度左右.....	3
图表 3：猪肉等拖累 CPI 食品.....	4
图表 4：油气价格大幅回落对 CPI、PPI 影响显著.....	4
图表 5：伴随线下活动修复，服务价格逐步抬升.....	4
图表 6：中性情景下，CPI 即将底部回升.....	4
图表 7：M2-M1 扩大多对应经济偏弱阶段.....	5
图表 8：当前 M2-M1 扩大阶段，非银存款增长放缓.....	5
图表 9：M2-M1 “剪刀差”扩大阶段，银行新增资金来源与运用结构.....	5
图表 10：传统周期下，社融与居民信贷变化趋势相似.....	5
图表 11：去年 9 月以来，有效社融增速持续抬升.....	5
图表 12：年初以来，制造业、服务业等贷款增长较快.....	6
图表 13：去年以来，制造业投资显著强于房地产投资.....	6
图表 14：伴随企业融资持续改善，资本开支有所扩大.....	6
图表 15：房地产销售在 2 月底之后波动加大.....	7
图表 16：上游生产活动在春节后逐步恢复、近期走弱.....	7
图表 17：疫后经济修复均存在一定“脉冲”反应.....	7
图表 18：不同于 2020 年，当前消费和服务业修复较快.....	7
图表 19：线下活动持续修复.....	8
图表 20：1 季度社会集团消费修复拉动社零.....	8
图表 21：服务业从业人员改善或指向后续就业的修复.....	8
图表 22：中低收入地区居民收入修复较快.....	8
图表 23：一线城市商品房库存偏低.....	8
图表 24：年初以来，高线城市新增供给均被销售消化.....	8
图表 25：核心区域土地竞拍轮次明显高于非核心区域.....	9
图表 26：棚改规模居前的地区大多加大棚改计划.....	9

4月CPI继续回落、逼近0，引发通缩讨论增多，其中不乏误解、误读。针对相关问题，本文系统梳理可供参考。

一问：通缩大讨论？通缩是个伪命题，担忧大可不必

物价是经济短周期波动的滞后指标，不能仅以物价回落来评判经济进入“通缩”。过往经验显示，经济的周期性波动主要由需求驱动，物价跟随需求变化而变化，使得物价变化滞后经济1-2季度左右，仅以滞后指标来评判经济会“通缩”，从研究方法上可能“本末倒置”。经济复苏初期，需求才刚刚开始修复，对价格的提振尚不明显，使得物价指标低位徘徊，例如，2015年初、2017年初CPI同比均在1%以下。

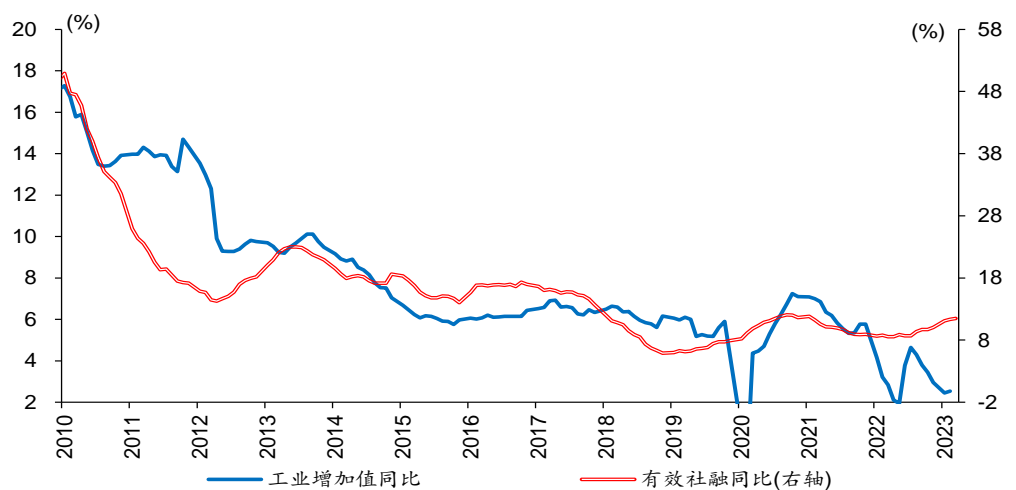
图表 1：经济复苏初期，CPI 均阶段性低位徘徊



来源：Wind、国金证券研究所

领先指标持续修复，显示经济处于复苏初期。以企业中长期资金来源刻画的有效社融增速，去年9月以来持续回升，由去年8月的8.7%回升2.8个百分点至今年4月的11.5%；按照有效社融变化领先经济2个季度左右的经验规律，本轮信用扩张会带动经济在2023年初见底回升，1季度经济指标已有所体现。信用行为与经济行为的互动加强仍在进行，对经济的支持效果会进一步显现。

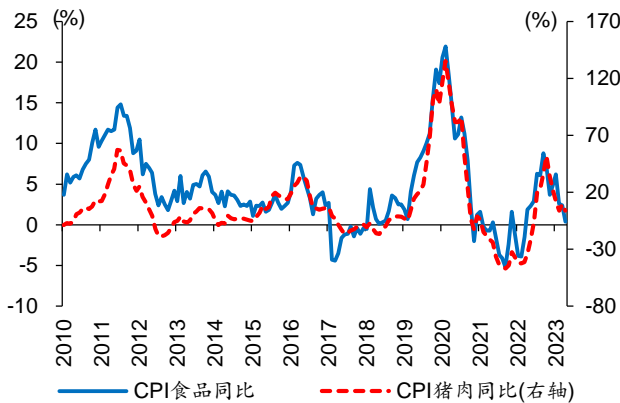
图表 2：信用修复领先经济 2 个季度左右



来源：Wind、国金证券研究所

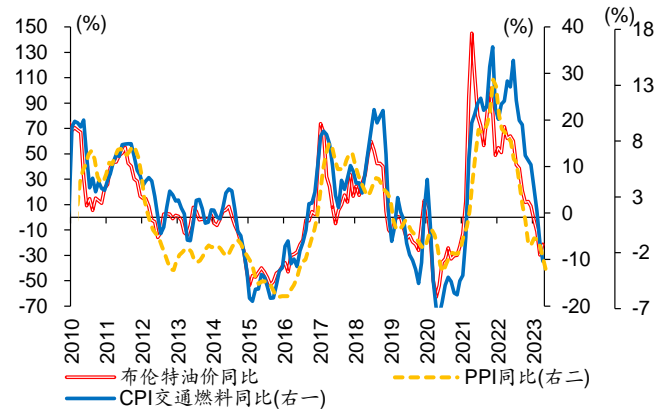
年初以来物价的持续回落，受基数、供给和外需等影响较大；伴随拖累减弱、需求修复，CPI、PPI 或在年中前后开始抬升。除去年基数较高外，CPI 拖累主要来自食品和非食品类的商品，而食品与鲜菜、猪肉等价格紧密相关、受供给扰动较大；非食品类商品，一方面受能源价格回落的影响，另一方面缘于家电、汽车等耐用品价格回落，与相关需求偏弱、原材料供给压力缓解等有关。经济修复在物价层面上已开始显现，线下活动相关服务、衣着等价格逐步抬升。伴随拖累减弱、需求支撑增强，中性情景下，CPI 在 4 月见底、5 月开始逐步回升，PPI 在年中前后开始抬升。

图表 3：猪肉等拖累 CPI 食品



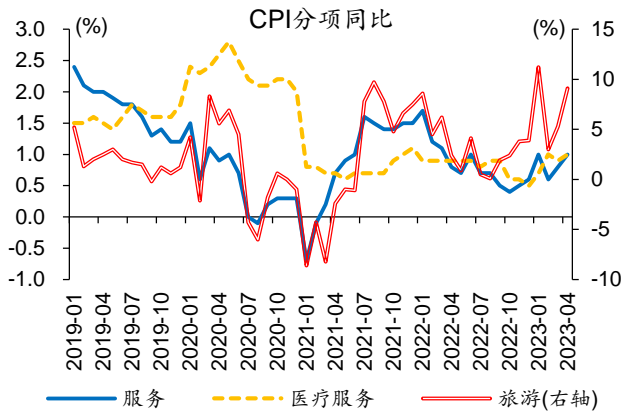
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：油气价格大幅回落对 CPI、PPI 影响显著



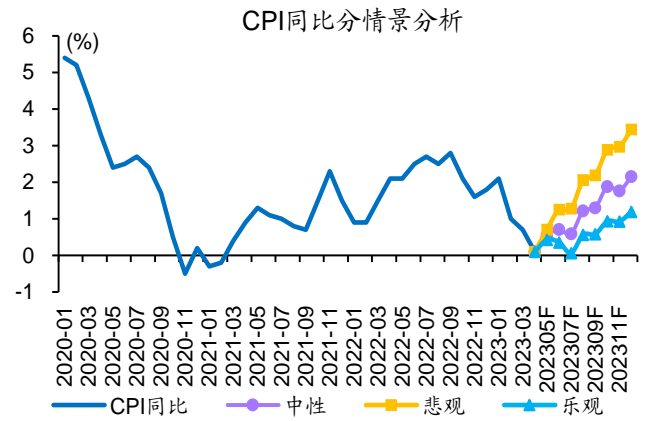
来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：伴随线下活动修复，服务价格逐步抬升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：中性情景下，CPI 即将底部回升

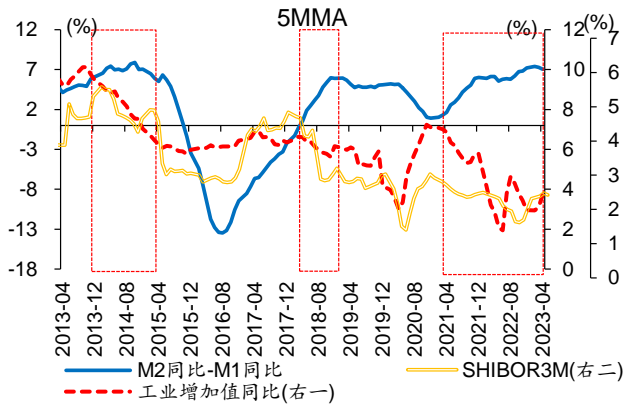


来源：Wind、国金证券研究所

二问：资金空转加剧，政策托底无用？周期启动，渐入佳境

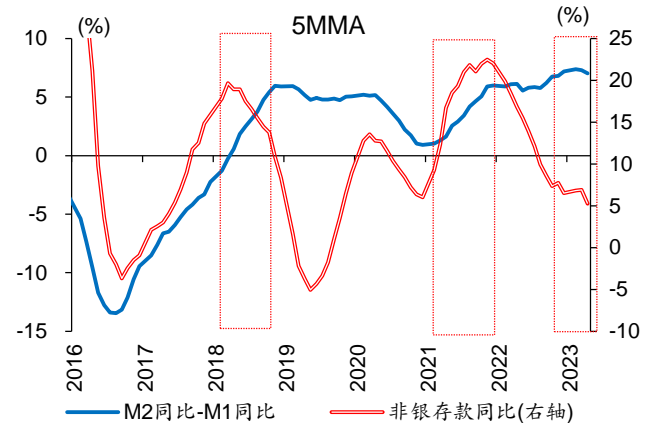
经济复苏初期，资金存在一定空转较为常见。经验显示，资金空转多发生在经济回落、货币明显宽松阶段，部分资金滞留在金融体系，使得 M2-M1 “剪刀差”扩大，去年底以来也有类似特征。有所不同的是，当前资金多滞留在银行体系、而不是非银金融机构，使得货币派生与过往恰好相反，M2 明显抬升、非银存款增长放缓，与居民理财回表、购房偏弱带来的居民与企业之间信用派生偏少等紧密相关（详情参见《资金“空转”加剧的幻象》）。

图表 7: M2-M1 扩大多对应经济偏弱阶段



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 当前 M2-M1 扩大阶段, 非银存款增长放缓



来源: Wind、国金证券研究所

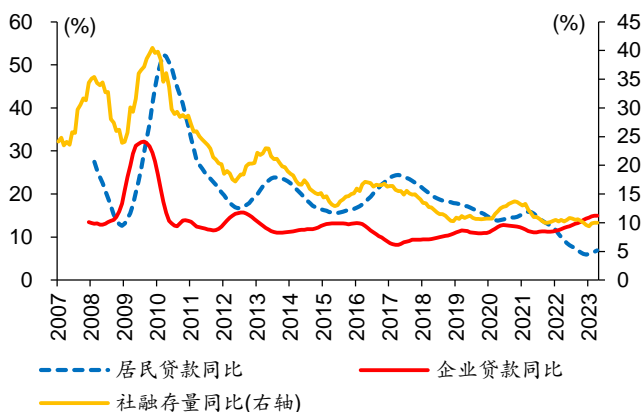
图表 9: M2-M1 “剪刀差”扩大阶段, 银行新增资金来源与运用结构

资金来源 (%)	2014年9月- 2015年2月	2018年9月- 2019年2月	2021年1月- 2021年6月	2022年10月- 2023年3月	资金运用 (%)	2014年9月- 2015年2月	2018年9月- 2019年2月	2021年1月- 2021年6月	2022年10月- 2023年3月
住户存款	46.1	75.7	50.3	72.5	住户贷款	16.6	31.4	30.9	14.8
企业存款	-7.5	2.0	14.5	10.9	企业贷款	42.5	49.6	56.4	58.0
非银存款		-6.7	15.0	6.0	非银贷款		-1.2	-1.2	0.3
境外存款		0.6	1.0	0.0	境外贷款	0.3	0.1	0.0	0.4
金融债券	2.1	8.7	3.2	-4.2	债券投资	14.5	23.4	12.3	21.2
流通中货币	15.7	9.1	0.0	3.5	股权投资	23.8	-0.9	1.1	2.8
国际负债	-0.1	0.0	0.0	0.0	国际资产	-0.1	0.0	0.0	0.0
其他负债	-29.1	17.8	2.0	6.3	黄金	0.0	0.1	0.0	0.2
机关团体存款	4.5	-1.5	7.7	5.0	外汇占款	-1.2	-2.6	0.6	2.4
财政存款	-7.2	-5.7	6.3	-0.1					

来源: Wind、国金证券研究所

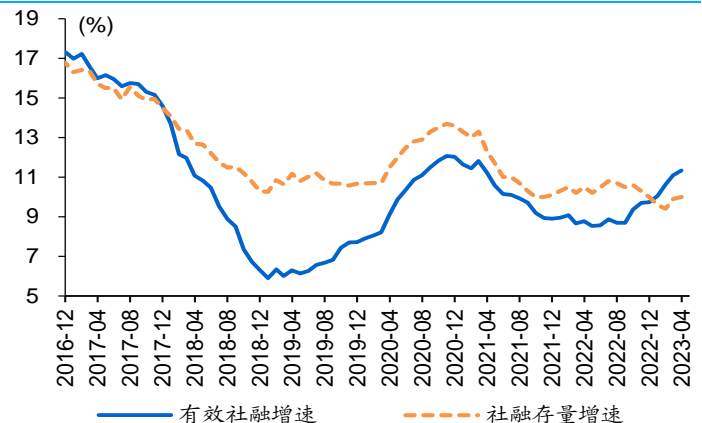
稳增长思路不同, 使得信用派生驱动和表征不同过往, 企业有效信用派生自去年 9 月以来持续改善, 而房地产相关融资拖累总体信用派生。传统周期下, 信用扩张以房地产驱动为主, 居民贷款增长明显快于企业, 因而总体信用派生变化与居民信贷变化趋势类似; 相较之下, 当前稳增长以加大产业引导、基建托底协同, 使得本轮信用修复主要靠企业融资扩张, 有效社融从去年 9 月开始持续回升, 而居民信贷一度拖累社融回落。

图表 10: 传统周期下, 社融与居民信贷变化趋势相似



来源: Wind、国金证券研究所

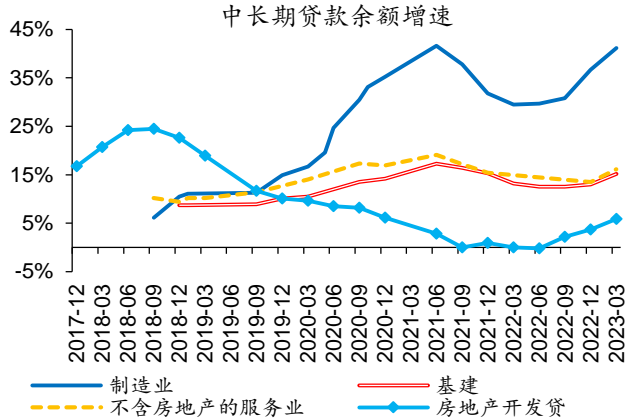
图表 11: 去年 9 月以来, 有效社融增速持续抬升



来源: Wind、国金证券研究所

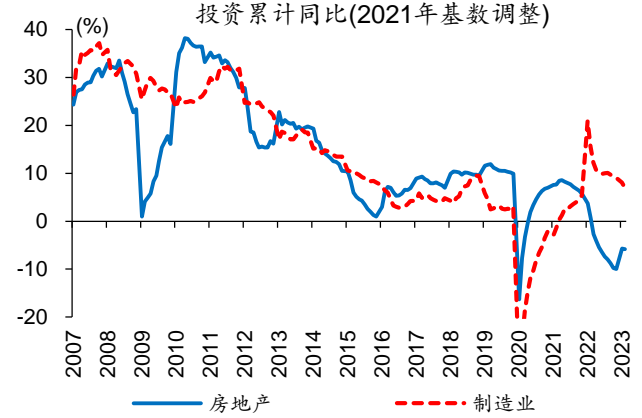
本轮信用派生带来的经济效应不同过往，有效信用派生对企业行为的支持已开始显现。去年3季度以来，资金加速流向制造业，制造业中长期贷款在今年1季度增速高达41.2%；而房地产融资显著弱于以往，1季度房地产开发贷增速5.9%、远低于总体贷款增长。政策“加持”、资金支持下，制造业投资表现显著强于过往经济回落和复苏初期阶段，上市公司数据显示，企业资本开支在1季度有所扩大；但房地产“缺位”，压低了信用派生和经济增长的弹性。

图表 12: 年初以来，制造业、服务业等贷款增长较快



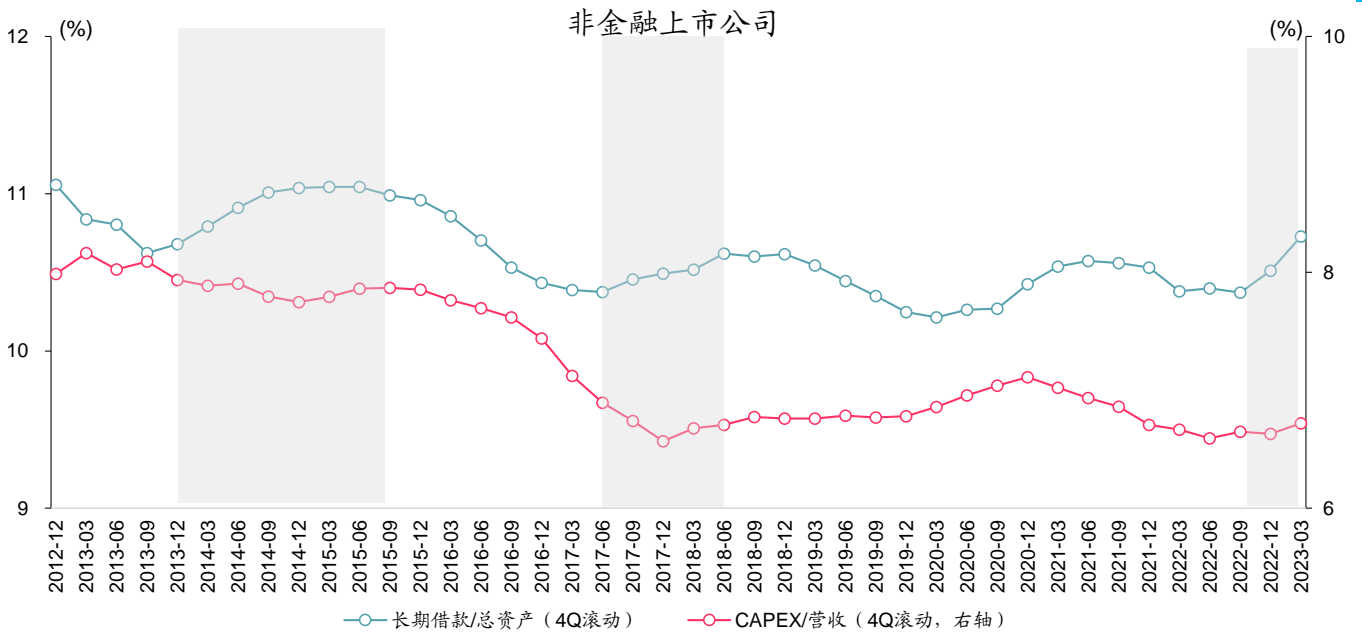
来源: Wind、中国人民银行、国金证券研究所

图表 13: 去年以来，制造业投资显著强于房地产投资



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 伴随企业融资持续改善，资本开支有所扩大

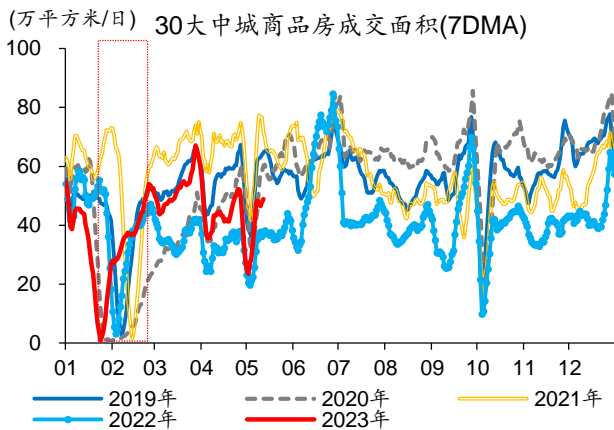


来源: Wind、国金金融、国金证券研究所

三问：中观数据已现“疲态”？疫情“后遗症”或被过度渲染

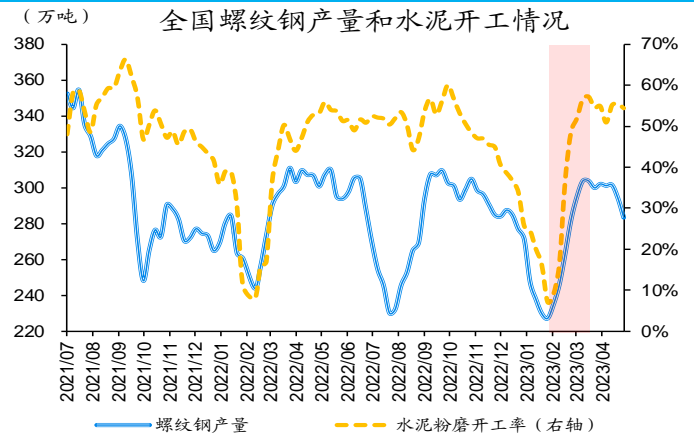
高频指标报复性反弹后走弱，主要缘于场景恢复的“脉冲”；但疫后“疤痕效应”的存在，使得大家容易产生悲观情绪。疫情政策调整，放大了“春节效应”带来的经济波动，部分高频指标在报复性反弹之后出现走弱的迹象。其中，偏消费端的居民出行、购房活动多在2月底之后出现走弱，偏生产端的钢材、水泥等指标4月开始走弱，导致宏观数据屡超预期的同时，市场信心反其道而行之。经济复苏初期的宏微观背离，是符合自然规律的，但服务和新兴产业对经济的“乘数效应”不如传统地产驱动，带来的微观感受相对偏弱；且疫后“疤痕效应”的存在，导致大家容易对经济产生悲观情绪。

图表 15：房地产销售在2月底之后波动加大



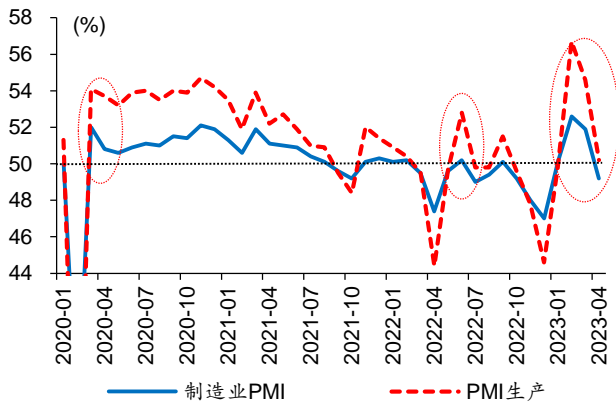
来源：Wind、国金证券研究所

图表 16：上游生产活动在春节后逐步恢复、近期走弱



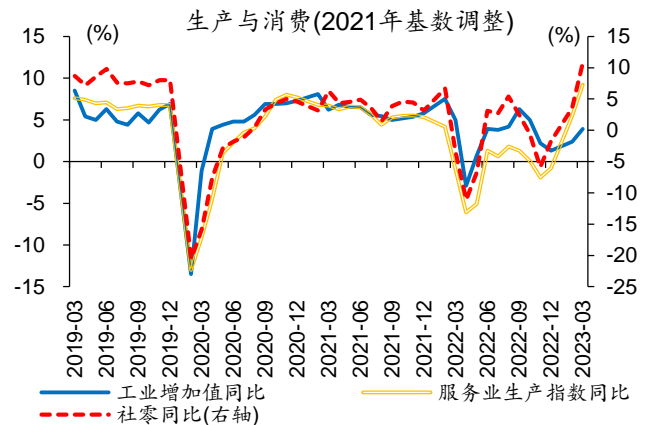
来源：Wind、国金证券研究所

图表 17：疫后经济修复均存在一定“脉冲”反应



来源：Wind、国金证券研究所

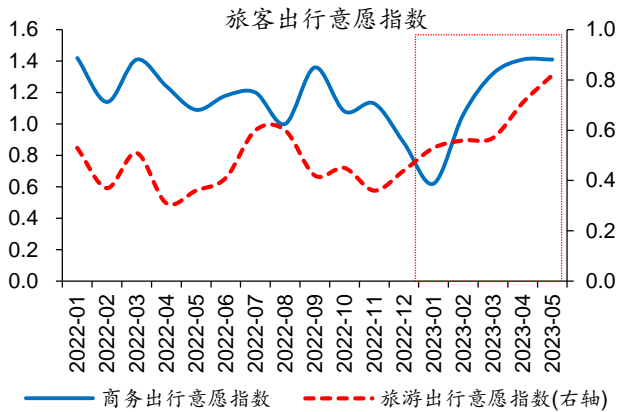
图表 18：不同于2020年，当前消费和服务业修复较快



来源：Wind、国金证券研究所

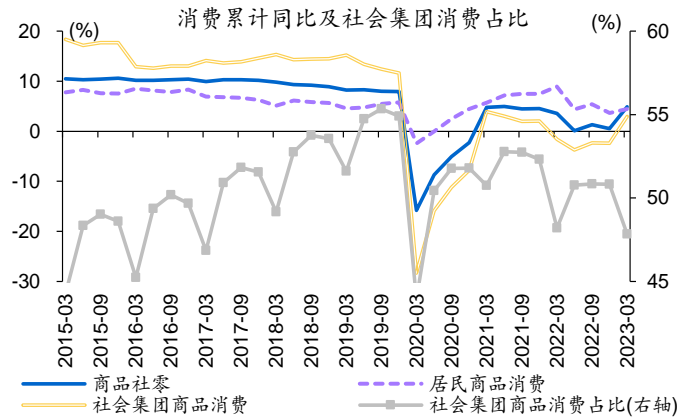
内生动能的修复已然开始，消费动能或被低估，前半程靠居民出行和企业消费，后半程靠居民消费能力的恢复。居民收入和消费改善往往是经济修复的滞后变量，但当前不同在于疫后场景对消费的抑制，使得本轮经济复苏，消费会更早的修复，尤其是受场景抑制明显的居民出行和企业消费，均明显改善；出行意愿的持续改善、企业经营活动加快正常化等，皆指向相关消费修复持续性和弹性不宜低估。伴随经济活动修复，批发零售、住宿餐饮等服务业，及稳增长相关行业招工需求在逐步修复，居民收入或逐步修复、尤其是中低收入人群，有助于推动收入与消费的正循环。

图表 19: 线下活动持续修复



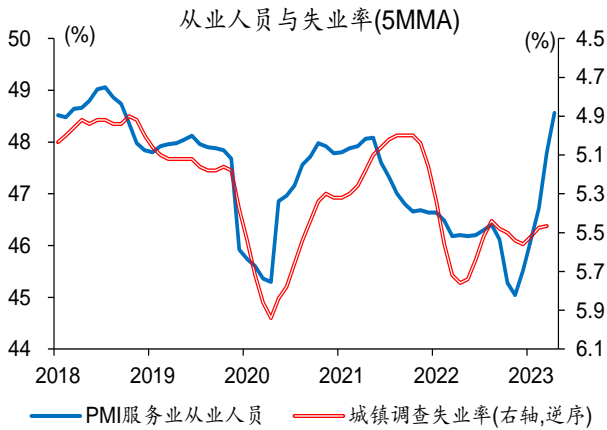
来源: CAPSE、国金证券研究所

图表 20: 1 季度社会集团消费修复拉动社零



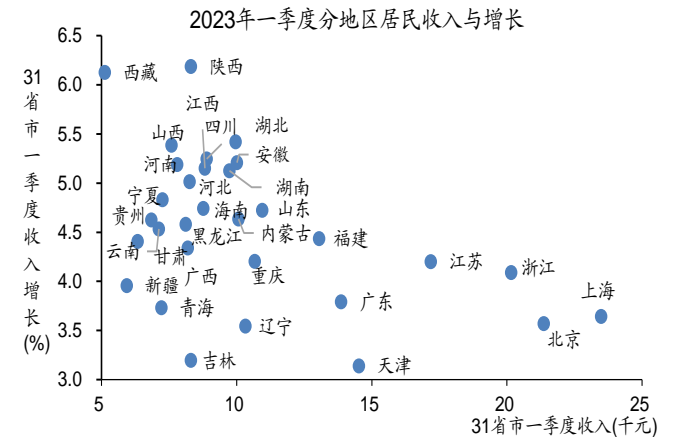
来源: Wind、国家统计局、国金证券研究所

图表 21: 服务业从业人员改善或指向后续就业的修复



来源: Wind、国金证券研究所

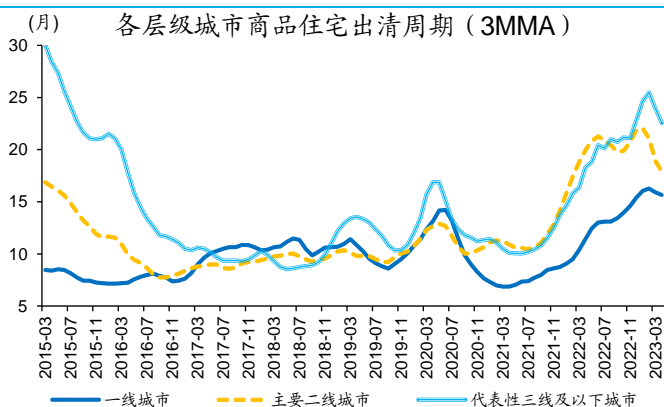
图表 22: 中低收入地区居民收入修复较快



来源: Wind、国金证券研究所

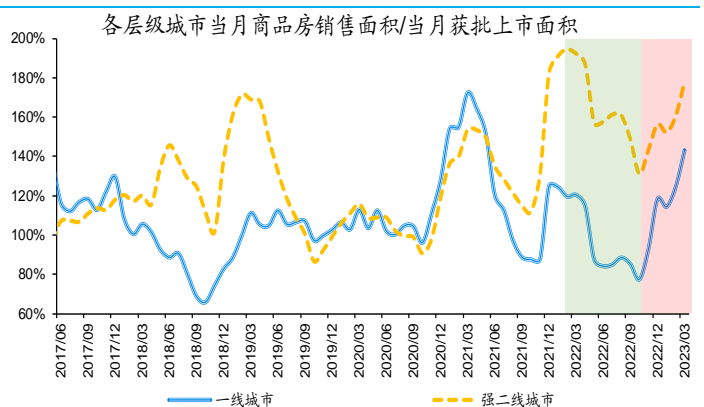
地产链条的“积极”信号也在累积。地产大周期向下已是共识，地产链条修复弱是本轮经济修复有别于过往的重要特征；但小周期超调后的修复已出现一些“积极”信号。1) 高能级城市地产供给增多、质量改善，利于需求释放、形成供需“正向循环”；2) 中西部地区棚改加码（可比口径增长近 60%）、中西部地区收入修复等，有利于稳定低能级城市需求（详情参见《地产的“积极”信号》）。

图表 23: 一线城市商品房库存偏低



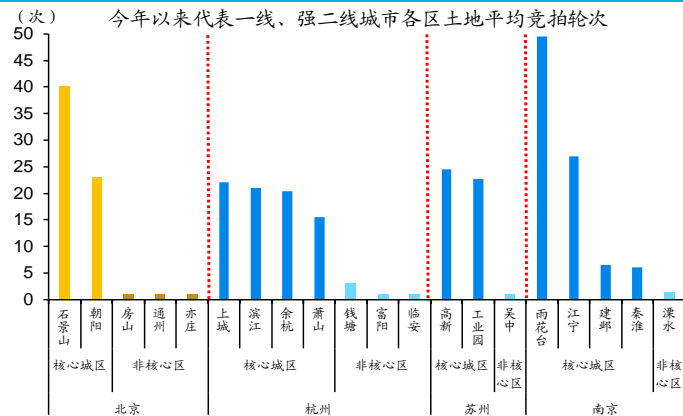
来源: CREIS、国金证券研究所

图表 24: 年初以来，高线城市新增供给均被销售消化



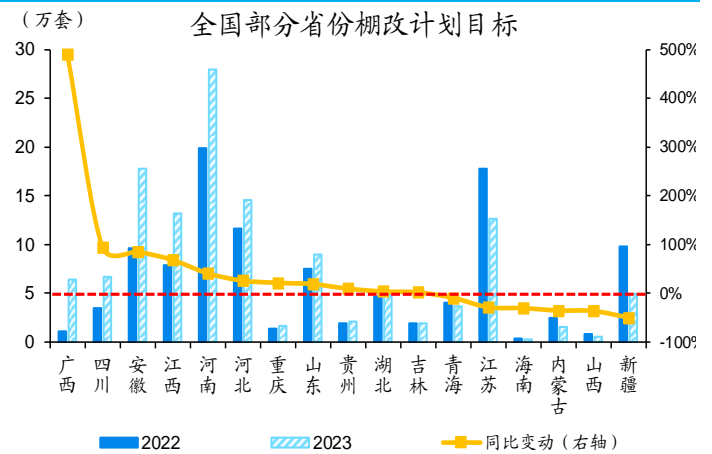
来源: CREIS、国金证券研究所

图表 25: 核心区域土地竞拍轮次明显高于非核心区域



来源: CREIS、国金证券研究所

图表 26: 棚改规模居前的地区大多加大棚改计划



来源: 各地政府网、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

1. 通缩是个伪命题, 不能仅以滞后的物价指标回落来评判经济进入“通缩”; 领先指标持续修复, 显示经济处于复苏初期。伴随基数、供给等拖累减弱, 及需求对价格的支撑增强, CPI 即将底部回升、PPI 在年中前后开始抬升。
2. 经济复苏初期, 资金存在一定空转较为常见。稳增长思路等不同, 导致本轮信用派生的表征、带来的经济效应不同; 企业有效信用派生自去年 9 月以来持续改善, 对经济的支持开始显现, 而房地产“缺位”压低了信用派生和经济增长的弹性。
3. 高频指标报复性反弹后走弱, 主要缘于场景恢复的“脉冲”。内生动能的修复已然开始, 消费动能的或被低估, 前半程靠场景带动的居民出行和企业消费修复, 后半程靠居民消费力的恢复。此外, 地产链条的“积极”信号也在累积。

风险提示:

- 1、经济修复和政策效果不及预期。经济修复结构分化、资金错配、政策落地偏慢等, 导致经济修复和政策效果偏弱。
- 2、资金空转加剧。金融创新活动, 导致监管套利行为增多。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402