



宏观研究

【粤开宏观】宏观数据与微观感受背离的原因及应对

2023年11月12日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】打破财政赤字率 3%的必要性》2023-11-06

《【粤开宏观】近期美债收益率大起大落的成因和未来走势》2023-11-05

《【粤开宏观】中央金融工作会议释放重大信号》2023-10-31

《【粤开宏观】我国历次调整预算和发行特别国债的背景、效果及启示—宏观研究》2023-10-29

《【粤开宏观】增发 1 万亿国债的意义—宏观研究》2023-10-24

摘要

“大河有水小河满，大河无水小河干。”微观感受与宏观数据按理应是同起同落，然而当前二者却发生背离，宏观数据好转的同时，微观感受偏低迷。随着疫情消退、生产生活秩序回归常态，我国经济持续恢复，8月以来主要经济指标连续两个月超市场预期，但市场情绪却没有同等回暖，仍处低迷状态。

1、微观感受与宏观数据的背离有如下体现：

一是宏观数据的真实性受到质疑，有部分观点认为真实的经济状况没有数据所显示的那么好，数据得到了“修饰”。我们认为在严查统计造假的高压态势下，统计数据真实性、指标设计的科学性在近年来总体上是增强的，当然也还有完善空间。

二是资本市场表现疲软，资产价格是市场情绪的映射，今年以来多次宏观数据超预期以及利好政策出台后，股价均快速冲高回落，A股再度开展“3000点保卫战”，均反映出市场情绪低迷。

三是微观主体出现部分收缩性行为，居民没有出现市场期望的持续的“报复性消费”，前三季度居民人均消费支出占可支配收入的比重为 66.4%，仍低于疫情前同期的 67.6%；居民购房意愿不高且提前还贷，个人住房贷款余额同比自有数据以来首次出现负增长，二季度和三季度分别为-0.7%和-1.2%；企业投资较为谨慎，1-9月民间固定资产投资完成额累计同比为-0.6%。

2、微观感受与宏观数据背离受多方面因素影响：

第一，宏观指标的综合性与微观感受的分散性、宏观指标的单一性与经济恢复的结构性的对比、宏观指标的同比与微观感受的环比等，均导致宏观数据与微观感受并非完全贴合。例如，宏观数据将千差万别的微观数据进行加总，微观数据间相互对冲，使得宏观数据更加平滑；宏观数据反映的是整体经济情况，对应于一个虚拟的代表性个体，在现实生活中难以找到完全对应的真实个体；GDP增速和工业增加值增速等部分宏观数据使用的是实际增速，而微观主体存在“货币幻觉”，更关注名义增速；宏观数据通常使用同比增速，而同比增速会受到基期的影响，2023年7月以来出口降幅明显收窄，很大程度上便是因为去年同期基数的快速走低。

第二，市场情绪会影响资产价格，资产价格反过来也会通过“财富效应”影响市场情绪。股价和房价等资产价格有时会与经济基本面相背离，从而导致微观感受与宏观数据的背离。影响资产价格的因素除了经济基本面以外，还有资金面、政策面等诸多其他因素。2014年下半年至2015年上半年，当时尚未开始供给侧结构性改革，经济增速处于下行期，PPI同比持续为负，但股市却迎来了一波“杠杆牛”，引发全民炒股热潮，微观感受显著强于宏观数据。当前经济处于稳步恢复之中，然而股市和楼市因多种原因而持续低迷，对市场预期和信心造成冲击，微观感受随之变差。



第三，情绪会相互传染，部分受损群体在社交媒体上的发声能力较强，放大了负面情绪的传播。当前正面情绪群体的话语权要弱于负面情绪群体，中低收入人群处境在服务业恢复的带动下显著改善，但属于“沉默的大多数”；而金融、互联网、房地产等行业的从业人员、拥有股票和房产的中高收入人群，历来拥有较高的舆论影响力，将其自身收入下降和财富缩水的负面情绪通过社交媒体广泛传播。

然而上述都只是次要原因，根本原因在于：当前经济仍处于疫后恢复过程之中，还是结构性恢复而非全面恢复，宏观总需求不足、微观主体信心不足的问题还没有得到根本性解决。经济恢复没有惠及全部微观主体，例如，住宿餐饮业欣欣向荣，房地产行业却仍较低迷；农民工就业显著好转，大学生就业却面临较多困难。物价仍较低迷，导致部分指标的名义增速低于实际增速，微观主体对于经济恢复的获得感不强。出口和房地产销售同比降幅收窄，但出口和房地产链条企业仍面临较大经营压力。

3、微观感受不及宏观数据，反映出微观主体预期不稳、信心不振，将对经济平稳持续恢复形成拖累。经济活动和政策落地都需要通过微观主体生效，所谓预期和信心就是人心和认知，影响行为，导致经济的收缩和扩张。

第一，微观主体信心不振会导致宏观政策的效果弱化，产生“减税降费陷阱”和“流动性陷阱”。近年来，我国持续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，但是政策效果在边际递减，一定程度上出现了政策的空转和低效。

第二，信心和预期不足将加大经济收缩和下行压力，导致预期的自我实现。信心和预期不足将导致“预期经济下行-行为收缩-经济表现下行”的循环。

第三，信心和预期不足在一定程度上影响政府公信力，必须予以高度重视。

4、当前形势下如何提振微观主体的预期和信心？

一是继续采取扩张性的财政、货币政策，优化房地产政策支持经济持续恢复，扩大总需求，增加企业和居民收入。微观主体通常是适应性预期，即线性外推，只有看到自身处境明显改善，才会增强对未来的信心。

二是增强宏观政策的系统集成性和前瞻性。近年来部分政策在一定程度上呈现出“舆论倒逼、政府被动响应”的特征，而且政策之间缺乏系统性和统筹谋划，存在碎片化倾向，制约了政策效果的协同发挥。“一鼓作气，再而衰，三而竭”“毕其功于一役”，不能让市场等待政策，而应让政策走在市场预期前面，超出市场预期，如此才能打破低迷的市场情绪，调动起微观主体的积极性。

三是推动活跃资本市场的制度改革，通过提高上市公司质量、引导中长期资金入市、完善交易制度等方面提振股市，改善企业和居民资产负债表。正所谓“三根阳线改变信仰”，活跃的资本市场是改善市场预期的快捷方式。

四是及时、有力、有效地回应舆论关切，提高宣传能力。经济有亮点也有隐忧，大方展现并积极应对，才能真正打消公众疑虑。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、微观感受与宏观数据之间为何会出现背离？	4
1、宏观数据是综合性指标，无法完全贴合千差万别的微观感受	4
2、当前经济是结构性恢复而非全面恢复，未能惠及全部微观主体	5
3、物价低迷导致部分指标的名义增速低于实际增速，降低微观主体获得感	6
4、基数走低夸大了部分数据的好转程度，实际情况仍较低迷	6
5、股价和房价等资产价格较为低迷，对微观感受造成负面冲击	7
6、舆论话语权的不对等加剧了负面情绪的传播	8
二、微观感受不及宏观数据，将对经济恢复形成拖累	8
三、当前形势下如何提振微观主体的预期和信心？	10

图表目录

图表 1： 总体经济的波动幅度小于各行业	4
图表 2： CPI 食品分项同比可能更符合普通民众对物价的感知	5
图表 3： 2023 年上半年，农民工失业率持续下行，青年失业率明显上升	5
图表 4： 2023 年二季度和三季度，GDP 名义增速低于实际增速	6
图表 5： 2022 年同期基数走低推高 2023 年 7 月以来的出口同比	7
图表 6： A 股与经济基本面的两次背离	7
图表 7： 2020 年二季度，互联网和金融行业逆势增长	8
图表 8： 个人住房贷款余额同比首次出现负增长	9
图表 9： 居民平均消费倾向仍未恢复至疫情前水平	9



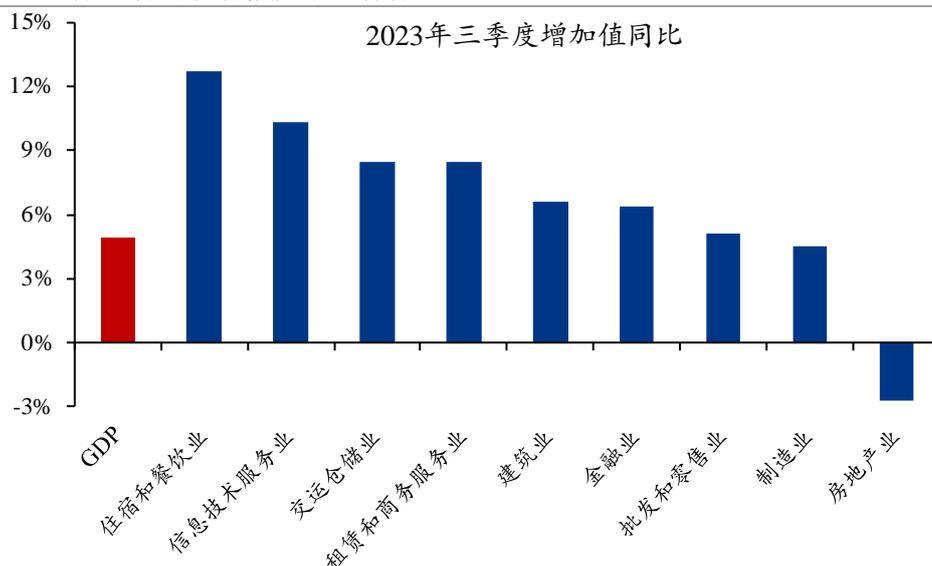
一、微观感受与宏观数据之间为何会出现背离？

1、宏观数据是综合性指标，无法完全贴合千差万别的微观感受

宏观数据与微观感受只是分别从总量与结构两个维度来反映经济状况，既不能用宏观数据来否认微观感受，也不宜用微观感受来质疑宏观数据。

首先，宏观数据具有平滑波动的特征。宏观数据是微观数据的加总，微观数据千差万别，有升也有降，加总过程中相互对冲，导致整体的波动性变小。例如，三季度房地产业和住宿餐饮业增加值同比分别为-2.7%和 12.7%，房地产业仍较低迷，住宿餐饮业则高度景气，而三季度 GDP 同比为 4.9%，介于二者之间，属于稳步恢复。

图表1：总体经济的波动幅度小于各行业

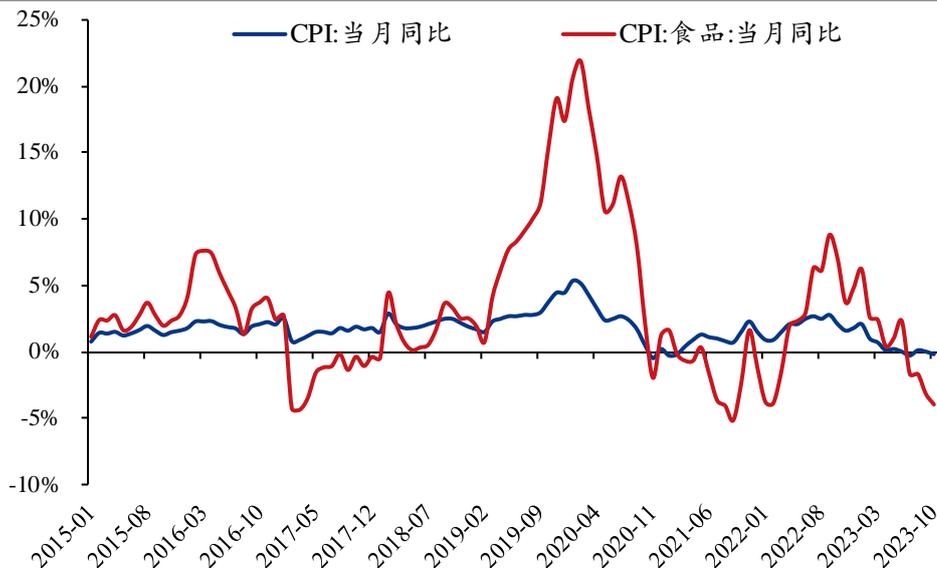


资料来源：Wind、粤开证券研究院

其次，宏观数据反映的是整体经济情况，对应于一个虚拟的代表性个体，而非现实生活中的某个真实个体。以常被质疑真实性的 CPI 为例，有时居民会感觉物价上涨明显，但 CPI 数据却仍较温和，这是因为 CPI 统计的是一揽子代表性商品和服务的价格变化，与大多数居民的真实消费结构存在差异。每月公布的 CPI 同比，除了每 5 年进行一次消费篮子的调整外，统计的都是固定数量的商品和服务，囊括了食品、家电、汽车等各个领域。但在真实的居民消费中，家电、汽车等耐用品消费，较长时间才会有有一次，更多的是小额多次的食品消费。因此居民对于家电、汽车的降价感知度不高，对食品涨价却非常敏感。从微观感受来看，CPI 食品分项的同比增速或许更符合直觉；但从经济形势分析和宏观调控来看，覆盖范围更广的 CPI 才更能反映经济总体情况。



图表2: CPI 食品分项同比可能更符合普通民众对物价的感知



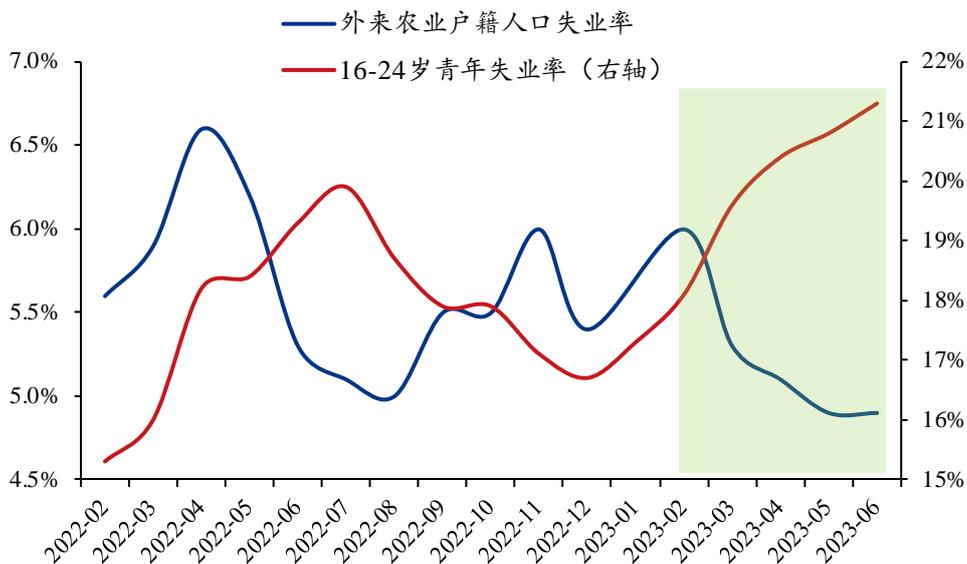
资料来源: Wind、粤开证券研究院

2、当前经济是结构性恢复而非全面恢复，未能惠及全部微观主体

宏观数据和微观感受虽然因为统计原因存在一定的偏差，但总体上仍较为一致。正所谓“大河有水小河满，大河无水小河干”，宏观经济向好，微观主体的处境才能改善；宏观经济转差，微观主体的处境也会恶化。

当前宏观数据好转与微观感受低迷并存，主因经济仍处于疫后恢复过程之中，还是结构性恢复而非全面恢复，宏观总需求不足、微观主体信心不足的问题还没有得到根本性解决。部分行业和群体处境好转，带动宏观数据向好；然而仍有部分行业和群体有待改善，导致微观感受未能全面提升。例如，住宿餐饮业欣欣向荣，房地产行业却仍较低迷；农民工就业显著好转，大学生就业却面临较多困难。

图表3: 2023 年上半年，农民工失业率持续下行，青年失业率明显上升



资料来源: Wind、粤开证券研究院



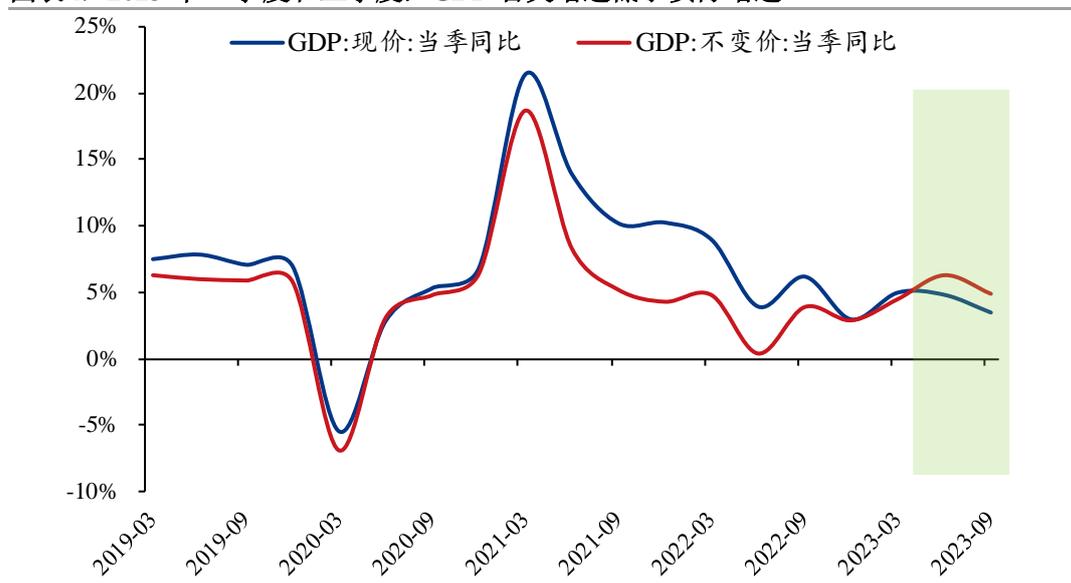
3、物价低迷导致部分指标的名义增速低于实际增速，降低微观主体获得感

GDP 增速和规模以上工业增加值增速等宏观数据，公布的都是剔除价格因素后的实际增速，初衷是为了避免通货膨胀造成数据“虚高”，更真实地反映经济生产成果和社会福利水平。

然而微观主体存在一定程度的“货币幻觉”，即更关注居民收入、企业营收和利润等的名义增速，而非其实际增速。特别是在物价下跌时期，即使居民工资的实际购买力增强，居民也无法接受工资下调，即工资的向下刚性。

当前物价相对低迷，许多宏观指标的名义增速低于实际增速。三季度 GDP 名义同比为 3.5%，明显低于实际同比的 4.9%；PPI 同比连续 13 个月负增长，相应地，1-9 月规模以上工业企业利润总额同比为-9%。

图表4：2023 年二季度和三季度，GDP 名义增速低于实际增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院

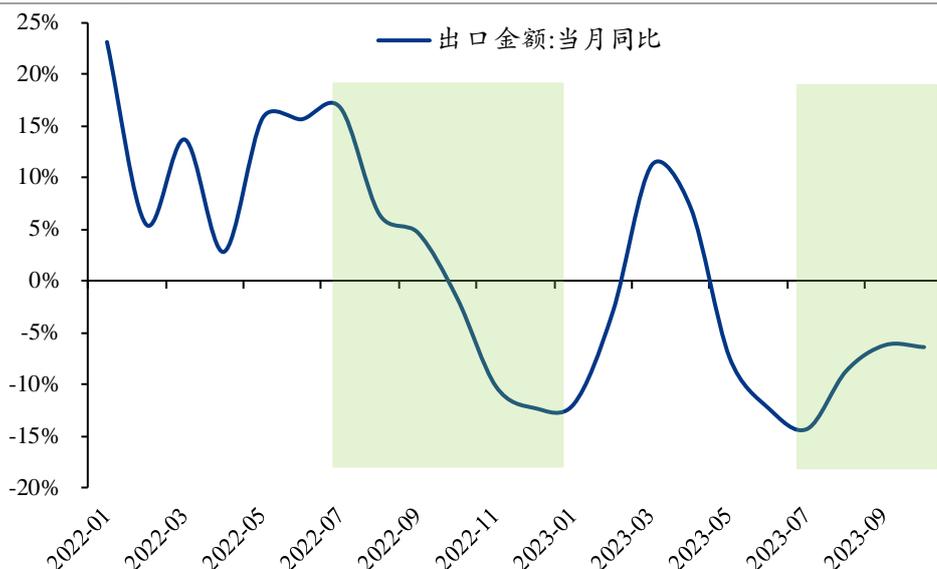
4、基数走低夸大了部分数据的好转程度，实际情况仍较低迷

宏观数据通常使用同比增速，而同比增速会受到基期的影响。去年同期基数走高会压低当期同比，去年同期基数走低则会抬高当期同比。

例如，2023 年 7 月以来出口降幅明显收窄，很大程度上是因为去年同期基数的快速走低，出口企业仍面临订单不足问题。



图表5: 2022年同期基数走低推高2023年7月以来的出口同比



资料来源: Wind、粤开证券研究院

5、股价和房价等资产价格较为低迷，对微观感受造成负面冲击

微观主体的“货币幻觉”不仅作用于收入，还作用于资产，存在所谓的“财富效应”。当股价和房价等资产价格上涨，居民财富增加，信心增强，刺激消费需求；当股价和房价下跌，居民财富减少，信心转弱，削弱消费需求。

股价和房价等资产价格有时会与经济基本面相背离，从而导致微观感受与宏观数据的背离。影响资产价格的因素除了经济基本面以外，还有资金面、政策面等诸多其他因素。2014年下半年至2015年上半年，当时尚未开始供给侧结构性改革，经济增速处于下行期，PPI同比持续为负，但股市却迎来了一波“杠杆牛”，引发全民炒股热潮，微观感受显著强于宏观数据。当前经济处于稳步恢复之中，然而股市和楼市因多种原因而持续低迷，对市场预期和信心造成冲击，微观感受随之变差。

图表6: A股与经济基本面的两次背离



资料来源: Wind、粤开证券研究院

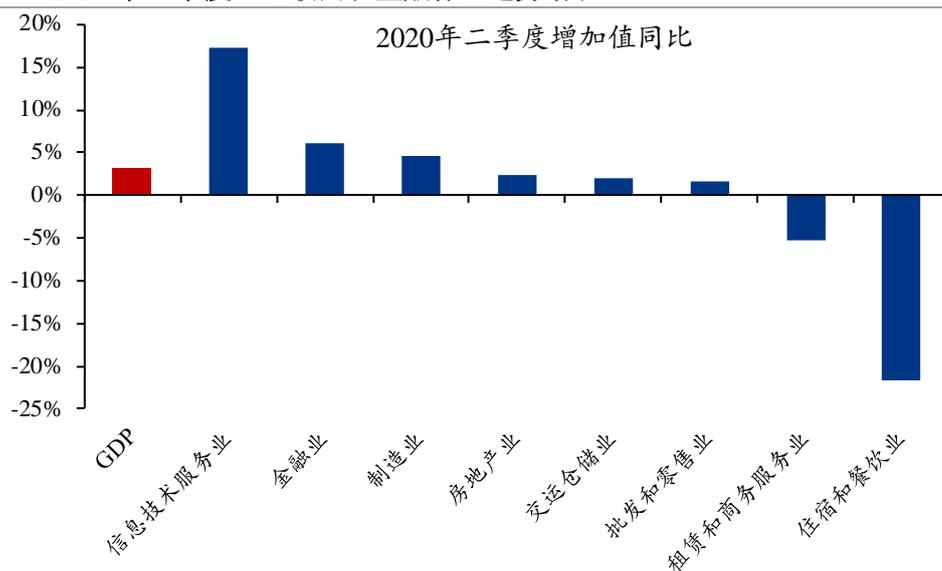


6、舆论话语权的不对等加剧了负面情绪的传播

当前正面情绪群体的话语权要弱于负面情绪群体。疫情消退后，中低收入人群处境在服务业恢复的带动下显著改善，但其舆论话语权较弱；而金融、互联网、房地产等行业的从业人员，拥有股票和房产的中高收入人群，历来拥有较高的舆论影响力，将其自身收入下调和财富缩水的负面情绪广泛传播。

与之相反，2020年疫情较为严重的时期，中低收入人群受到严重冲击，金融和互联网行业则受益于货币宽松和居家办公而快速增长，结果便是前者成为“沉默的大多数”，网络上的社会情绪反而要好于宏观数据的走弱。

图表7：2020年二季度，互联网和金融行业逆势增长



资料来源：Wind、粤开证券研究院

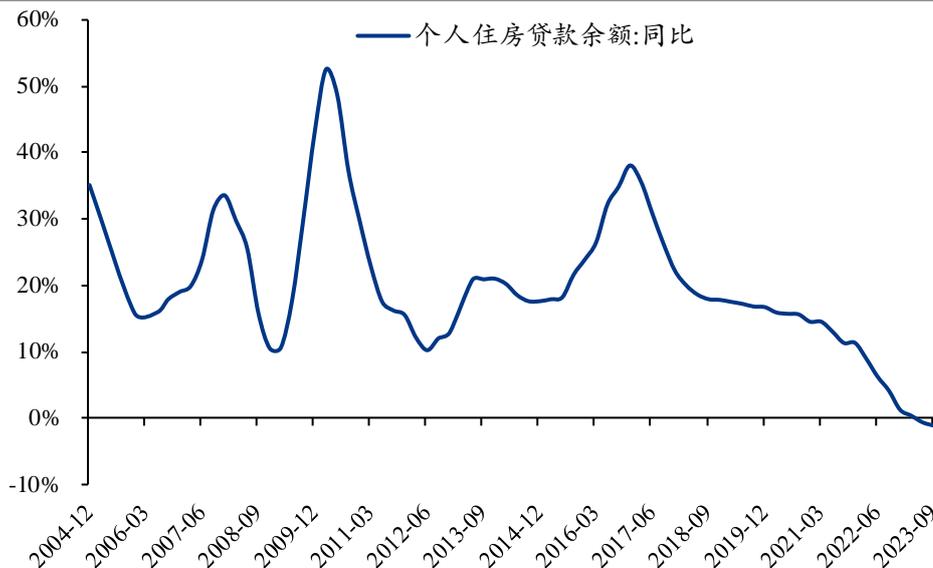
二、微观感受不及宏观数据，将对经济恢复形成拖累

当前经济正处于疫后恢复期，然而微观感受不及宏观数据，反映出微观主体预期不稳、信心不振，将对经济平稳持续恢复形成拖累。经济活动和政策落地都需要通过微观主体生效，所谓预期和信心就是人心和认知，影响行为，导致经济的收缩和扩张。

第一，微观主体信心不振会导致宏观政策的效果弱化，产生“减税降费陷阱”和“流动性陷阱”。近年来，我国持续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，但是政策效果在边际递减，一定程度上出现了政策的空转和低效。其中，财政政策方面，政府推出大规模减税降费，但是对经济的拉动作用在下降，反而导致债务规模和负债率快速攀升。这主要是因为减税降费实施后，虽然企业和居民可支配收入增加，但因为信心不足和预期不振，企业并未明显追加投资、居民并未明显增加消费，结果就是宏观税负下行推升赤字和债务，但经济增长幅度有限。货币政策方面，央行多次降准降息并推出结构性货币政策工具，但是社会融资规模和信贷规模偏疲弱。这主要是因为货币政策传导生效需要从中央银行到商业银行，再到企业和居民，但是房地产企业、城投企业融资受限，制造业企业对未来预期不足导致贷款意愿度不足、居民购房信心不足导致购房贷款意愿度不足。



图表8：个人住房贷款余额同比首次出现负增长



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第二，信心和预期不足将加大经济收缩和下行压力，导致预期的自我实现。当企业和居民对未来的预期不稳定，并且感知到明显的不确定性，企业和居民的行为模式会从扩张走向避险。这主要表现为企业固定资产投资增速持续下行，1-9月民间固定资产投资同比增速为-0.6%；前三季度居民消费率（可支配收入中用于消费的比例）为66.4%，仍低于疫情前2019年同期的67.6%，表明居民行为仍偏谨慎。信心和预期不足将导致“预期经济下行-行为收缩-经济表现下行”的循环。

图表9：居民平均消费倾向仍未恢复至疫情前水平



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第三，信心和预期不足在一定程度上影响政府公信力，必须予以高度重视。当前市场主体呼唤政府出台大力度的政策，政府确实出台了一系列举措，对冲了一部分经济下



行压力。但经济结构性恢复特征以及部分领域面临较大下行压力，客观上使得市场主体滋生失望和焦虑的情绪，这种情绪某种意义上影响到了政府公信力，必须予以高度重视。

三、当前形势下如何提振微观主体的预期和信心？

一是继续采取扩张性的财政、货币政策，优化房地产政策支持经济持续恢复，扩大总需求，增加企业和居民收入。微观主体通常是适应性预期，即线性外推，只有看到自身处境明显改善，才会增强对未来的信心。政策工具包括降准降息、打破 3% 赤字率的约束，财政从重投资转向投资消费并重，中央和地方分区域按比例发行消费券，对困难人群和失业大学生发放补贴，推动一线城市对于普通住宅认定标准调整优化等。

二是增强宏观政策的系统集成性和前瞻性。近年来部分政策在一定程度上呈现出“舆论倒逼、政府被动响应”的特征，而且政策之间缺乏系统性和统筹谋划，存在碎片化倾向，制约了政策效果的协同发挥。“一鼓作气，再而衰，三而竭”“毕其功于一役”，不能让市场等待政策，而应让政策走在市场预期前面，超出市场预期，如此才能打破低迷的市场情绪，调动起微观主体的积极性。

三是推动活跃资本市场的制度改革，通过提高上市公司质量、引导中长期资金入市、完善交易制度等方面提振股市，改善企业和居民资产负债表。正所谓“三根阳线改变信仰”，活跃的资本市场是改善市场预期的快捷方式。提高上市公司吸引力是“活跃资本市场”的核心任务，要保持入口畅通、加大退市力度，提高上市公司整体质量，进而增强市场吸引力；强化分红导向，优化分红、回购制度，提高市场长期吸引力。引入长期资金是“活跃资本市场”的关键举措。要进一步完善做市商制度，优化激励补偿机制；从中长期看逐步研究推出符合我国市场特色的 T+0 制度。

四是及时、有力、有效地回应舆论关切，提高宣传能力。经济有亮点也有隐忧，大方展现并积极应对，才能真正打消公众疑虑。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com