

## 宏观点评 20231227

# 中国式“再通胀”：靠什么？怎么干？

2023年12月27日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《寒冬下，经济运行态势如何？

—国内宏观经济周报》

2023-12-24

《如何理解年末存款降息？》

2023-12-22

■ 毫无疑问“通胀”将成为明年经济和政策最重要的看点之一。我们看到今年的中央经济工作会议少见地提及信贷要匹配“价格水平预期目标”。当然，我们不会走西方“大水漫灌”式的老路，那么中国式的“再通胀”靠什么？以史为鉴，我们总结为“供给+需求”、“地产+出口”。

■ 展望2024年，需求发力很重要，尤其是创造新的需求。就业的压力下难现大刀阔斧式的“供给侧”改革，地产和出口的引擎仍存在不确定性，需求的发力至关重要，除了财政、货币的总量扩张外，创造新的需求也将是重要看点，例如以一体化算力网为代表的新基建，对于拉动半导体、新能源等行业的需求就有重要的意义。

■ 我们回顾了1990年代以来五次“再通胀”周期的经济背景与后续政策，以作为本轮价格回升与政策路径的启示：

**1998年：通缩“阴影”随亚洲金融危机一起袭来。**政策应对迅速，供给端，国企改革是重要抓手。需求端，货币政策搭台、财政政策唱戏，地产和出口逐步成为新的增长引擎。

**2002年：美国衰退后遗症——输入性“通缩”。**2001年中国加入WTO后吸引了外资投资，同时世界先进技术的引进也促使了生产效率的提高。货币政策保持稳健，财政产业政策边际变化不大。

**2009年：全球金融危机背景下，价格受到外需走弱的“牵连”。**货币宽松加码应对冲击，财政“四万亿”计划隆重登场，地产政策迅速放松。

**2015年：经济“换挡”下的PPI低迷。**供给侧结构性改革促使过剩行业加快出清；汇率大幅贬值+货币结构性调整；地产进入棚改时代；在汇率的波动调节与外需复苏的推动下，出口表现持续回暖。

**2020年：疫情扰动下的V型反弹。**货币政策短暂转向应对超预期因素；财政端，抗疫特别国债强势“助攻”。由于国内疫情迅速得到控制，供应复苏推动出口率先反弹。

■ 历史上的五次“再通胀”周期，哪个和当前最像？我们认为1998年最值得关注。从往年当局针对通胀的表述来看，“再通胀”初期以预期管理为主，中期重视政策协调与节奏，后期注重中长期经济供需平衡与稳定运行。

■ 历史上国内的“再通胀”进程及政策应对有何启示？

一是货币要宽松，财政要积极，宏观政策要协同。今年中央经济工作会议中也强调“增强宏观政策取向一致性”，反映本轮“再通胀”中财政注重撬动，货币主动补位的政策统筹。

二是供给侧政策同样重要。一则通过微观产业政策调整供给侧结构，找到新的经济增长点；二则通过国企改革实现产业转型与降本增效。

三是“再通胀”目标可能“任重道远”。目前我们已经看到财政赤字的上调以及万亿级别的国债增发释放的积极信号，但巩固120多万亿元体量经济巨轮的“航向”或还需更多增量政策出台。

■ 历次再通胀路径中，哪些板块表现更佳？观察1998年，在通缩的后半段区间主要是高科技板块（包括传媒、电子、计算机等行业）领涨，而消费类（包括美容护理、纺织服装等行业）板块表现相对落后。

■ 风险提示：政策定力超预期；海外经济加速进入衰退，导致出口超预期萎缩；地缘政治形势紧张，导致稳定外资外贸的政策碰到阻碍；历史经验不代表未来。

## 内容目录

1. “再通胀”路径的知古鉴今 .....	4
2. 历史上国内的“再通胀”进程及政策应对有何启示? .....	7
3. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1:	历史上“再通胀”时期的经济背景与政策应对 .....	8
图 2:	“再通胀”进程: 2023vs1998 .....	9
图 3:	前期投资热潮为后期产能过剩“埋下伏笔” .....	9
图 4:	1998 年前国有商业银行不良贷款率持续攀升 .....	9
图 5:	政府控制不良贷款的背景下, 银行“惜贷” .....	10
图 6:	1998 年亚洲金融危机下, 我国出口下行压力较大 .....	10
图 7:	纺织行业工业总产值位居首位 .....	10
图 8:	国企改革下国有企业利润终于迎来反弹 .....	10
图 9:	货币政策大幅转向宽松 .....	10
图 10:	M2-名义 GDP 缺口走阔 .....	10
图 11:	1998 年特别国债发行后四大行核心资本充足率上升 .....	11
图 12:	1998 年首次增发国债、年中上调赤字 .....	11
图 13:	加入 WTO 后吸引了大量外资投资 .....	11
图 14:	M2 同比增速回升 .....	11
图 15:	2008 年出口下行、失业率位居高位 .....	12
图 16:	2008 年货币政策迅速转向 .....	12
图 17:	2015 年 CPI 与 PPI 缺口走阔 .....	12
图 18:	2015 年以上游行业的工业产能过剩 .....	12
图 19:	2015 年左右多个货币政策工具启用 .....	12
图 20:	2015 年 8 月人民币市场化改革启动 .....	12
图 21:	2020 年中国从疫情扰动中恢复的速度更快 .....	13
图 22:	复工复产带动出口反弹 .....	13
图 23:	历史上“再通胀”周期中政府对于通胀的表态 .....	14
图 24:	通缩后半段区间不同行业板块涨跌幅 .....	15

## 1. “再通胀”路径的知古鉴今

毫无疑问“通胀”将成为明年经济和政策最重要的看点之一。通胀代表的不仅仅是实实在在的生活成本，更是企业的利润和经济的信心——这一点在地方化债和地产出清的过程尤其重要。因此我们看到今年的中央经济工作会议少见地提及信贷要匹配“价格水平预期目标”。当然，我们不会走西方“大水漫灌”式的老路，那么中国式的“再通胀”靠什么？以史为鉴，我们总结为“供给+需求”、“地产+出口”。

展望 2024 年，需求发力很重要，尤其是创造新的需求。就业的压力下难现大刀阔斧式的“供给侧”改革，地产和出口的引擎仍存在较大的不确定性，需求的发力至关重要，除了财政、货币的总量扩张外，创造新的需求也将是重要看点，例如以一体化算力网为代表的新基建，对于拉动半导体、新能源等行业的需求就有重要的意义。

我们回顾了 1990 年代以来五次“再通胀”周期的经济背景与后续政策，以作为本轮价格回升与政策路径的启示：

**1998 年：通缩“阴影”随亚洲金融危机一起袭来。**1990 年代的投资“热潮”下固定资产投资增速一度飙升至 60%左右，部分重复建设现象为后续产能过剩、以及伴随的产品价格下行问题“埋下伏笔”。同期银行监管体系尚不完善——依赖国有银行信贷资金支持的国有企业存在资金效率偏低的问题，1998 年左右企业盈利能力下滑导致了国有银行不良资产快速增长。在此背景之下政府开始控制不良贷款规模，银行“惜贷”意味着企业难以轻松获得贷款，经营困难使企业不得不降价销售，这也就导致物价下滑。需求端受亚洲金融危机影响，出口下行压力显现，外需转弱无疑加大了再通胀的难度。在供需两端的相互作用下，价格便陷入了通缩“困局”。

**供给端，国企改革是重要抓手。**面对国企运营“困局”，1998 年 3 月人代会上提出了国有企业“三年脱困”（1999-2002 年）的具体目标，进一步加大了国企改革力度。其中当时占全国工业总产值比重首位的纺织业作为重点行业示范，成为工业去产能一大“突破口”。在经历此次国企改革后，国有企业利润拐点终于显现。

**需求端，货币政策搭台、财政政策唱戏，地产和出口逐步成为新的增长引擎：**

**货币由紧向宽，大幅转向。**一路下行的通胀率使得实际利率快速走高，限制投资与消费需求，货币政策从此前的加息遏制经济过热大幅转向稳健。1997 年至 1999 年，央行多次降准降息，1 年期贷款基准利率三年间累计调降超 400bp 至 5.85%，大行存款准备金率两次累计调降 700bp。但企业经营转弱以及产能过剩问题限制了货币宽松的刺激效力，货币供应 M2 增速与名义 GDP 的缺口走阔。

**财政端，从特别国债到长期建设国债，点燃经济复苏“主引擎”。**面对银行不良资产问题，1998 年 8 月财政部向工、农、中、建四大国有银行一次性定向发行 2700 亿元特别国债，全部用于补充四家银行资本金。同时，严峻的经济形势催化了宽松型财政政

**策的接连出台**，1000 亿重点投入基础设施建设的国债也在 8 月底的人大常委会上“浮出水面”（后被称为长期建设国债），占当年名义 GDP 比例约为 1.17%，其中有 500 亿列入中央财政赤字，**这也是财政史上首次年中上调赤字**。

**同时，房地产转型成为新的经济增长点**。1998 年初召开的十五届二中全会指出，应对危机最根本的是要做好我们国内的经济工作，要努力扩大内需，发挥国内市场的巨大潜力。同年国务院 23 号文落地首次明确了住房供应体系，推进地产市场化以拉动居民与企业需求。

**出口端，为加入 WTO 积极奔走**。从 1999 年 11 月到 2000 年 5 月，中国分别与美国与欧盟就加入世贸组织问题达成双边协议，迈出进入 WTO 的关键一步。2000 年国内出口货物总额同比增速跃升至 27.8%，海外需求及时有效地推动这一时期供需匹配回到正轨。

**2002 年：美国衰退后遗症——输入性“通缩”**。2001 年中国加入 WTO 后吸引了外资投资，同时世界先进技术的引进也促使了生产效率的提高。外部输入因素导致成本的下降自然也引发了消费品物价水平的回落。

货币政策保持稳健。由于本轮通缩程度相较轻微，且距离 1998 年不远，物价水平与经济走势整体还处于复苏阶段。央行在 2001 年四季度货币政策执行报告中提出：从短期看，防止经济增长速度和物价进一步下滑是主要矛盾；但从中长期看，要防止通货膨胀因素的继续积累。2002 年货币保持适度宽松，仅一次降息，并未降准，M2 增速由低位回升。

**2009 年：全球金融危机背景下，价格受到外需走弱的“牵连”**。此阶段价格指数下行的“导火索”在于全球经济萎靡，出口的走弱冲击国内经济基本面，大规模的企业盈利走弱导致全国失业率上升，供需的同步转弱使物价持续低迷。

**货币宽松加码应对冲击**。2008 年 9-12 月五次降息两次降准，1 年期贷款基准利率累计下调 189bp 至 5.31%，大行存款准备金由年初上调迅速转向至下半年累计下调 200bp，快速缓解了企业负债成本压力。

**财政“四万亿”计划隆重登场**。在经济下行压力较大的情况下，“四万亿”拉动内需计划重磅出台，“四万亿”规模占 2008 年 GDP 的 12.5%，稳经济的迫切性和必要性可见一斑。这 4 万亿元资金重点投向基础设施、新型战略产业、房地产等领域，这很大程度上带动了钢铁及有色等上游工业行业的复苏。

**地产政策迅速放松**。2008 年 10 月国常会强调“加大保障性住房建设规模，降低住房交易税费，支持居民购房”，刺激楼市稳经济的紧迫性上升。央行随后下调商贷首付比例、贷款利率；财政部下调契税。

**2015 年：经济“换挡”下的 PPI 低迷**。与前几轮通缩不同的是，这一轮 CPI 与 PPI

同比增速长期“正负背离”。外需的阶段性放缓以及大宗商品价格波动放大了国内前期生产端持续扩张的隐患——仅依靠刺激国内需求难以解决以上游行业为首的工业产能过剩问题，2015年PPI增速触底拖累GDP平减指数转负。

**供给侧结构性改革促使过剩行业加快出清。**2015年11月，供给侧结构性改革被首次提出，以扩大有效供给、提高全要素生产率。在2016年3月的全国两会上，供给侧改革的号角被全面吹响。在供给侧结构性改革的五大任务中，“去产能”和“去库存”两大主线位居前列。同时国有企业降杠杆稳妥推进，化解部分企业债务规模增长过快的风险问题。

**汇率大幅贬值+货币结构性调整。**2015年总理在政府工作报告中强调“更加注重定向调控，用好增量，盘活存量，重点支持薄弱环节”。2015年8月人民币汇率开启市场化改革。同时央行重启降息降准，降息幅度小于1998年及2008年，保持适度的宽松力度；同时创新政策工具，使用公开市场操作、MLF等工具调节利率，启用PSL再贷款工具支持实体，增强针对性和灵活性。

**地产进入棚改时代。**2014年以来住房价格的下行在需求端压制了居民的信心与预期。2015年6月30日国务院发文推动棚改货币化安置，货币化安置不仅激活了商品房销售，还带动了去库存与政府土地出让，带动内需快速修复，成为届时托举经济的重要手段。

在汇率的波动调节与外需复苏的推动下，出口表现持续回暖，在2017年初同比回正，并在中美贸易摩擦发酵前保持10%水平的同比强势增长。

**2020年：疫情扰动下的V型反弹。**在疫情超预期冲击下，供需两端均有不同程度的转弱，CPI快速降温，PPI转负。不过后期供给修复快于需求，国内复工复产与全球供应链受阻带动了PPI的反弹。

**货币政策短暂转向应对超预期因素。**央行于2020年4月调降MLF利率20bp，并对中小银行定向降准。在2020年一季度货币政策执行报告中央行提到“短期内疫情从供求对物价构成扰动”，但“总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础”。

**财政端，抗疫特别国债强势“助攻”。**抗疫特别国债是首次为支持实体经济发行的特别国债，共计发行了1万亿元。这次抗疫特别国债的发行速度极快，从开始发行到结束发行仅用了约一个月时间，对经济的企稳回升起了一定支撑作用。

由于国内疫情迅速得到控制，供应复苏推动出口率先反弹。2020年下半年以美元计价的当月出口金额同比增速持续走阔接近20%水平。内外需求下行压力阶段性消退后地产也重回扩张，2020年8月房企监管“三条红线”落地，地产回归去杠杆时期。

**历史上的五次“再通胀”周期，哪个和当前最像？我们认为1998年最值得关注：**宏观背景面临外部需求收缩与内部转型压力，CPI、PPI及GDP平减指数呈“U”型复

苏，货币宽松在实体预期转弱下受限，积极财政继而发力。而中央层面首次金融工作会议召开也为下阶段改革做出部署。

从往年当局针对通胀的表述来看，“再通胀”初期以预期管理为主，中期重视政策协调与节奏，后期注重中长期经济供需平衡与稳定运行。今年年末中央经济工作会议首提“货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，我们认为这是政策转向重视“再通胀”的积极信号。

## 2. 历史上国内的“再通胀”进程及政策应对有何启示？

一是货币要宽松，财政要积极，宏观政策要协同。以 1998 年为例，货币宽松在面临企业预期走弱、债务化解及居民储蓄攀升问题时会出现一定程度上的“僵化”，体现为 M2 与名义 GDP 的缺口走阔，而此时财政政策效用相对直接，增发的国债一方面化解了银行不良资产，另一方面投向基建托底需求。今年中央经济工作会议中也强调“增强宏观政策取向一致性”，反映本轮“再通胀”中财政注重撬动，货币主动补位的政策统筹。

二是供给侧政策同样重要。今年中央经济工作会议中时隔多年再提“产能过剩”，明确强调“统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革”，参考 1998 年、2015 年的政策应对经验，一则通过微观产业政策调整供给侧结构，找到新的经济增长点；二则通过国企改革实现产业转型与降本增效。今年中央层面在上述两点均有部署——中央经济工作会议中把科技创新和产业政策放到了重点工作的首位、两会后的机构改革、金融方面也强调高质量支持实体。

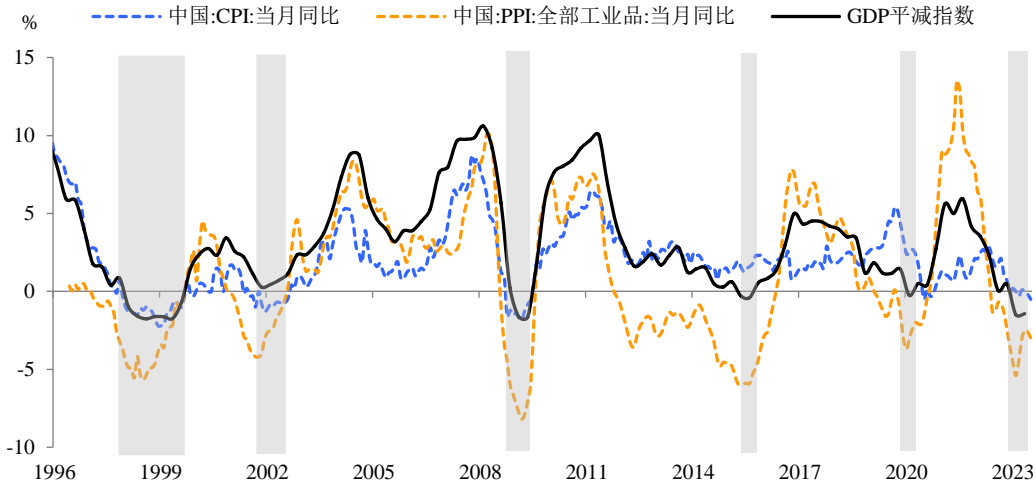
三是“再通胀”目标可能“任重道远”。历史上“再通胀”周期中地产和出口都发挥着重要的作用，但这一次“新瓶”可能难装“旧酒”。短期内地产的出清尚未结束，出口也面临着外需走弱的压力，目前我们已经看到财政赤字的上调以及万亿级别的国债增发释放的积极信号，但巩固 120 多万亿元体量经济巨轮的“航向”或还需更多增量政策出台。

历次再通胀路径中，哪些板块表现更佳？不同通缩周期所对应的经济环境和刺激政策不同，因此每轮通缩周期行业板块表现也不同。比如 2002 年涌出一批新兴行业，这也是汽车行业爆发的元年，因此汽车板块表现更加“出类拔萃”。用了更长时间迈入再通胀路途的 1998 年，在通缩的后半段区间主要是高科技板块（包括传媒、电子、计算机等行业）领涨，而消费类（包括美容护理、纺织服装等行业）板块表现相对落后。

## 3. 风险提示

政策定力超预期；海外经济加速进入衰退，导致出口超预期萎缩；地缘政治形势紧张，导致稳定外资外贸的政策碰到阻碍；历史经验不代表未来。

图1: 历史上“再通胀”时期的经济背景与政策应对

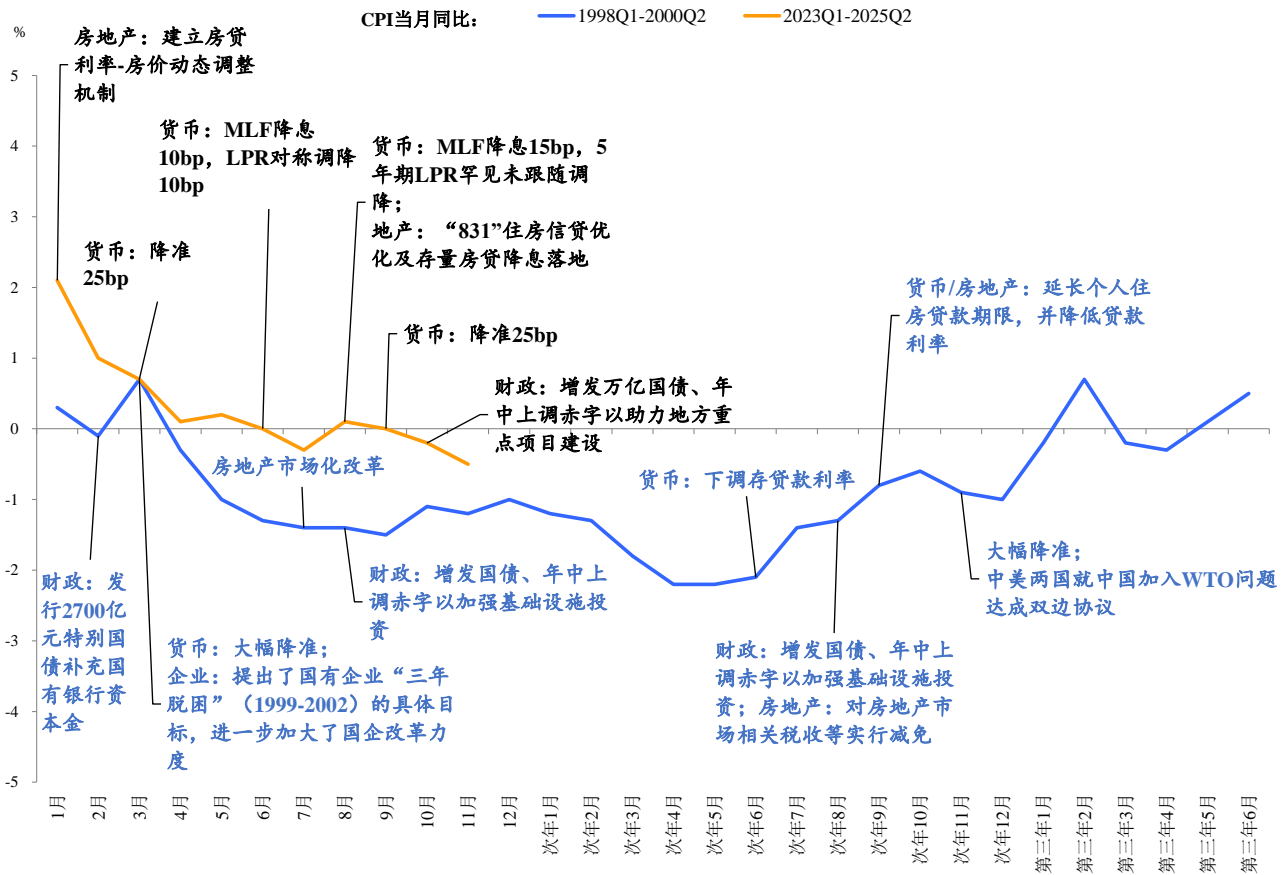


时期	背景	CPI同比转负持续时间	CPI、PPI同比	GDP平减指数转负持续时间	后续政策应对
1998年	银行防风险+东亚金融危机	22个月	同负	7个季度	降息降准&发行特别国债及年中上调赤字
2002年	加入WTO:外资流入&成本下降	14个月	同负	-	长期建设国债常态化发行&农村税费改革
2009年	全球金融危机下的需求萎缩	9个月	同负	2个季度	降息降准&“四万亿投资”
2015年	潜在增速下行&产能过剩	-	PPI为负	2个季度	棚改货币化&供给侧改革
2020年	疫情扰动下的需求波动	-	PPI为负	1个季度	降息降准&抗疫特别国债
2023年	疫情放开后的经济弱复苏	2个月	同负	2个季度	降息降准&增发万亿国债

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

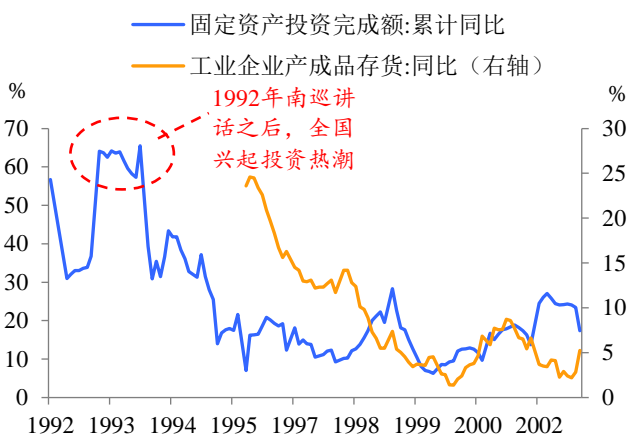


图2: “再通胀”进程: 2023vs1998



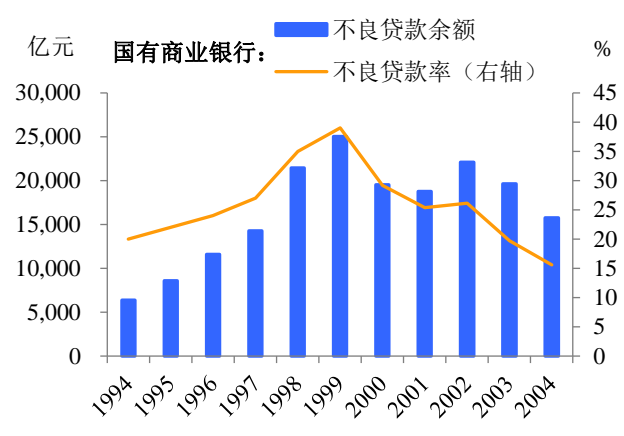
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 前期投资热潮为后期产能过剩“埋下伏笔”



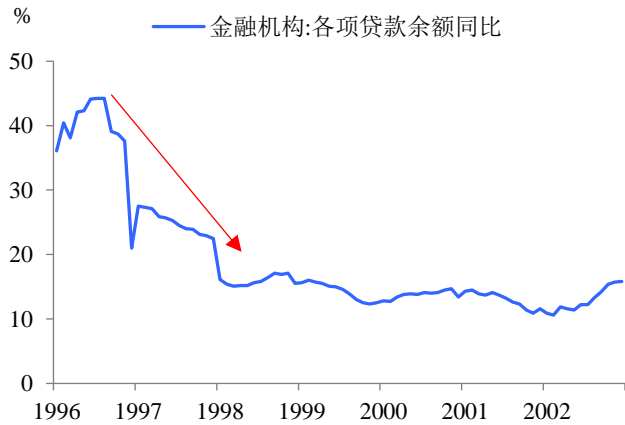
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 1998年前国有商业银行不良贷款率持续攀升



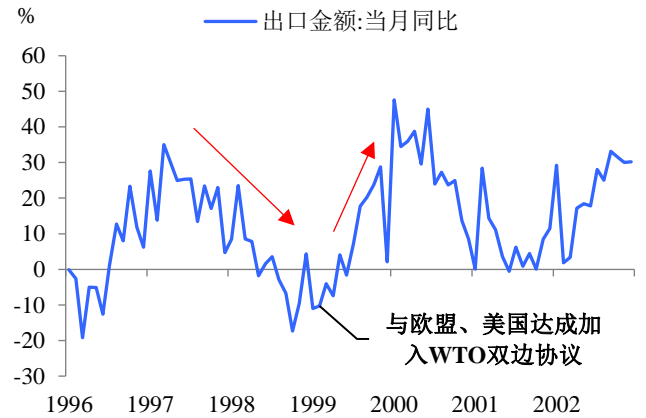
数据来源: 《国有商业银行账面不良贷款、调整因素和严重程度》, 东吴证券研究所

图5: 政府控制不良贷款的背景下, 银行“惜贷”



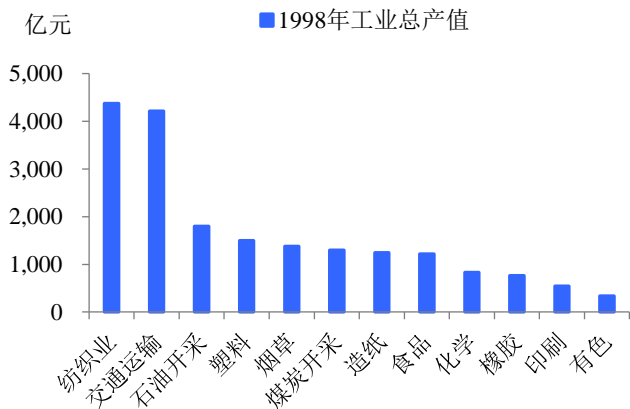
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 1998年亚洲金融危机下, 我国出口下行压力较大



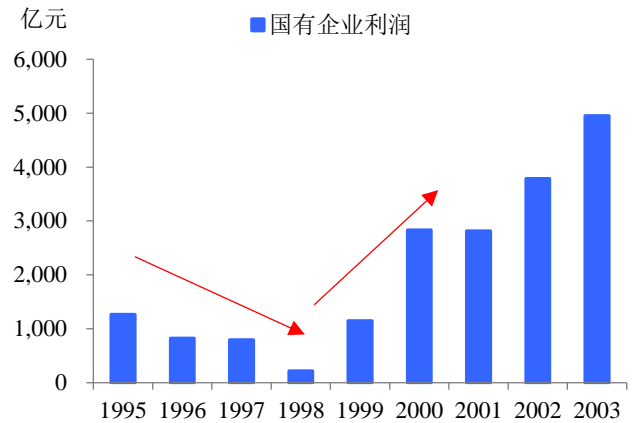
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 纺织行业工业总产值位居首位



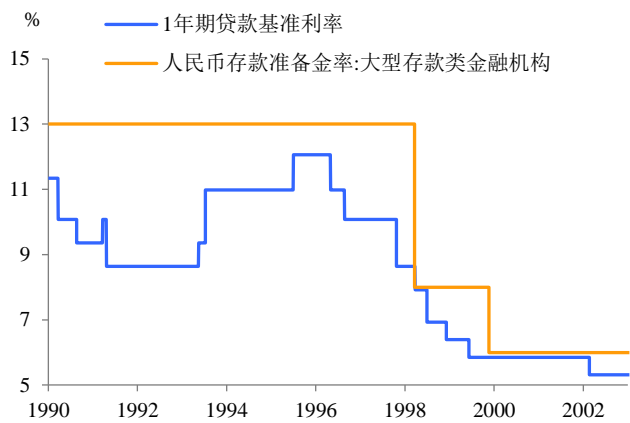
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 国企改革下国有企业利润终于迎来反弹



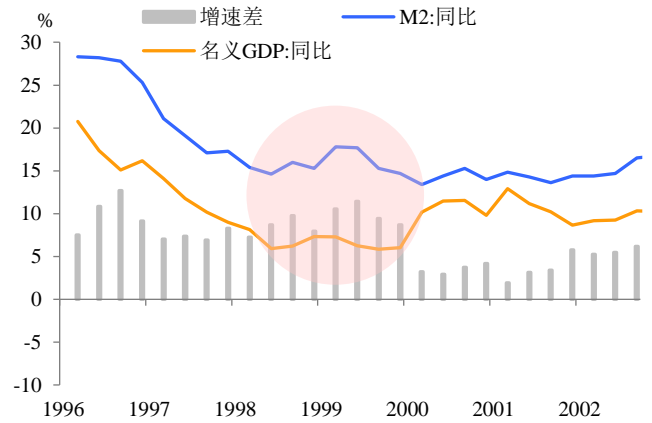
数据来源: 人民网, 东吴证券研究所

图9: 货币政策大幅转向宽松



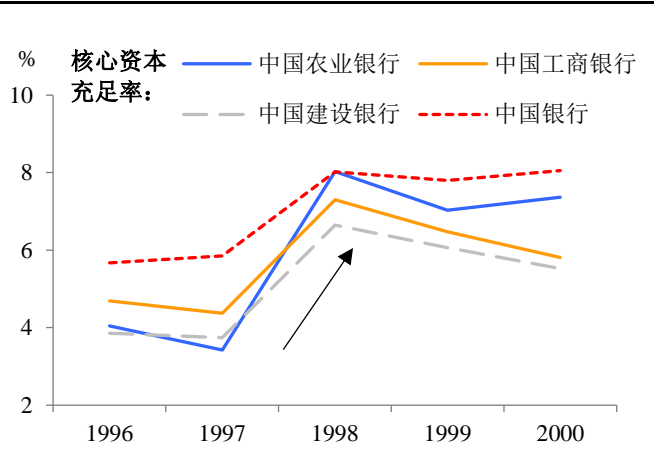
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: M2-名义GDP缺口走阔



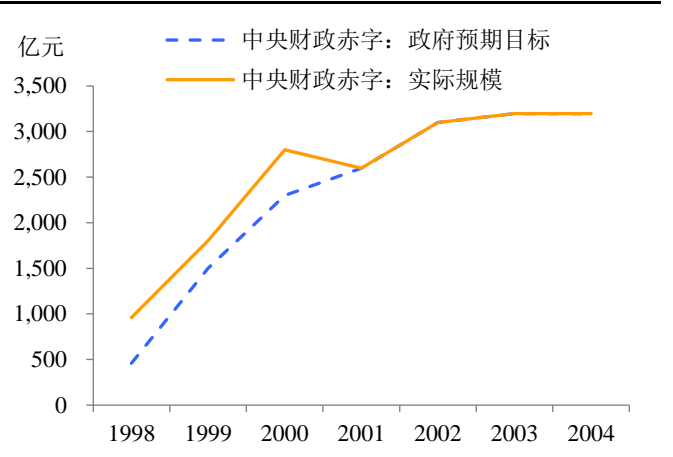
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 1998年特别国债发行后四大行核心资本充足率上升



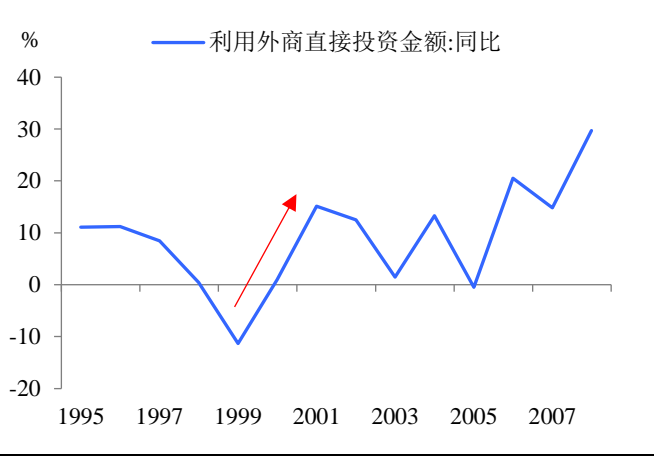
数据来源:《四大国有银行资本充足率的两难选择及对策探讨》, 东吴证券研究所

图12: 1998年首次增发国债、年中上调赤字



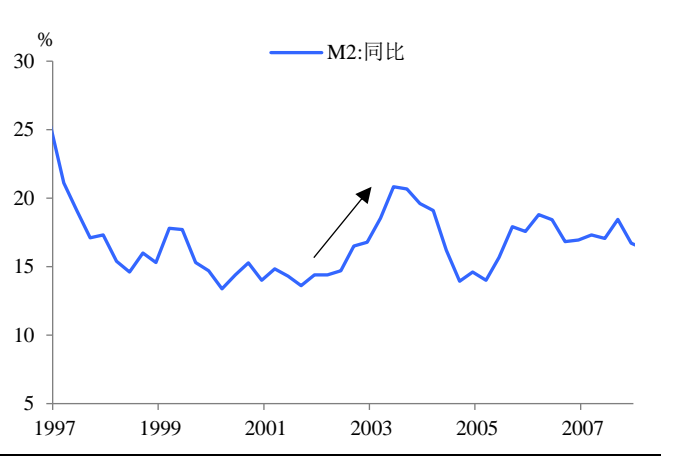
数据来源: Wind, 财政部, 东吴证券研究所

图13: 加入WTO后吸引了大量外资投资



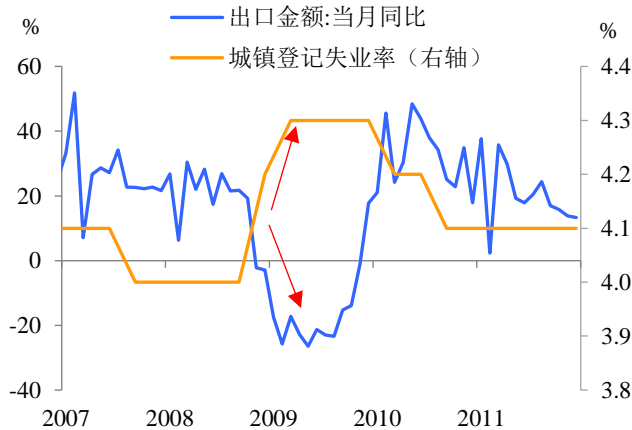
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图14: M2同比增速回升



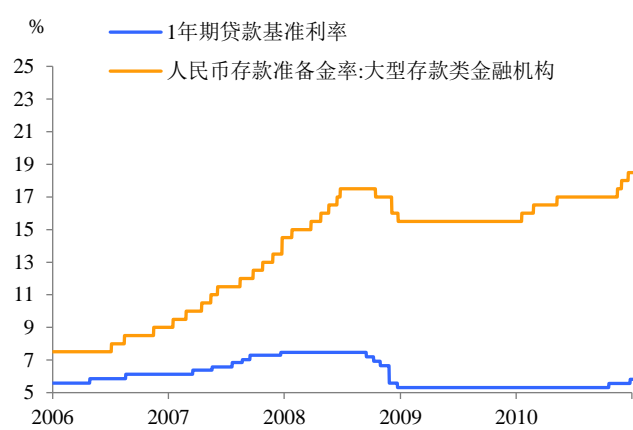
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2008年出口下行、失业率位居高位



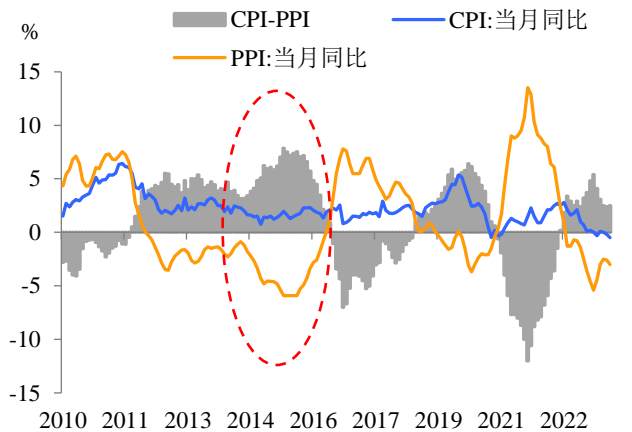
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2008年货币政策迅速转向



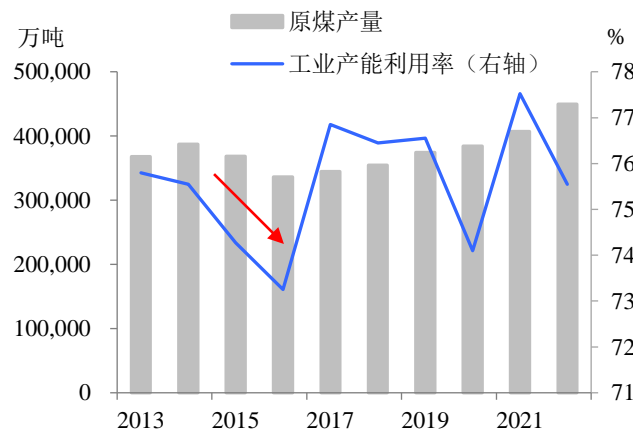
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 2015年CPI与PPI缺口走阔



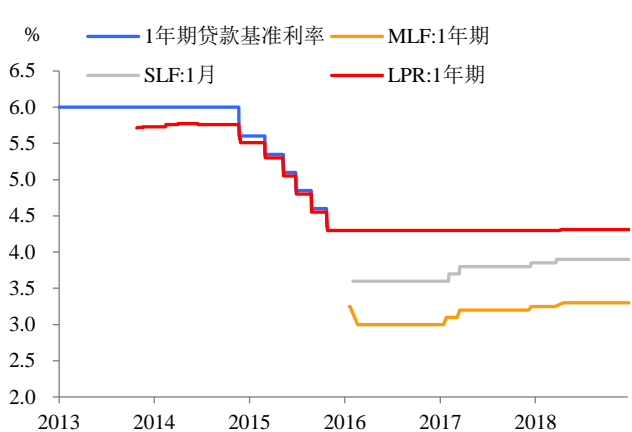
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 2015年以上游行业的工业产能过剩



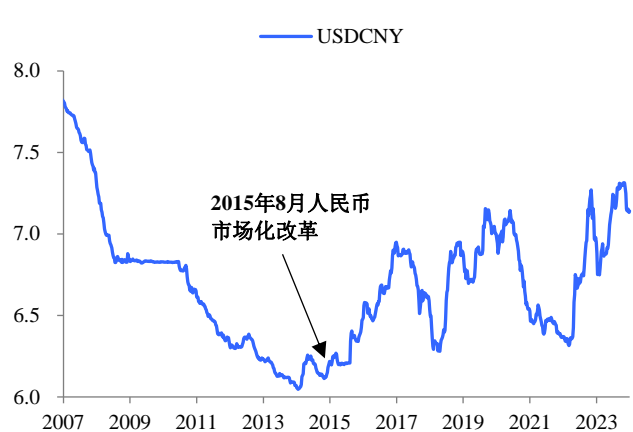
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 2015年左右多个货币政策工具启用



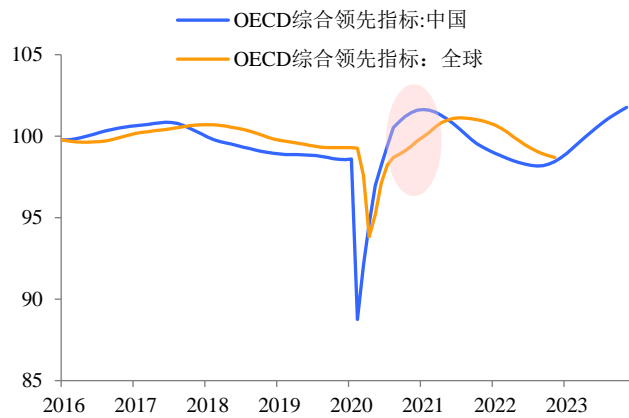
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 2015年8月人民币市场化改革启动



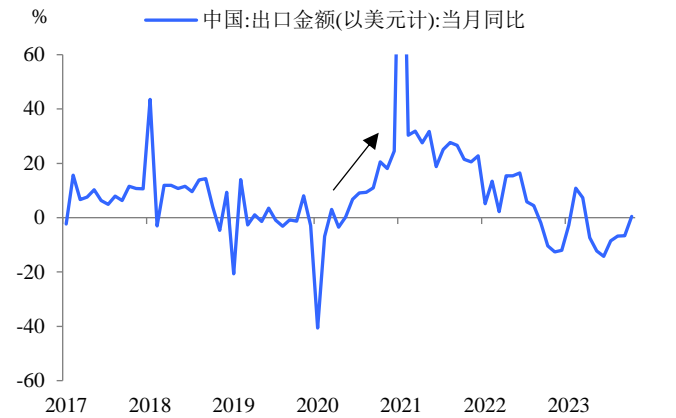
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 2020年中国从疫情扰动中恢复的速度更快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 复工复产带动出口反弹



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 历史上“再通胀”周期中政府对于通胀的表态

历次“再通胀”周期中政府对于通胀的表态			
日期	发言人	会议/文件	表态
1998年	北京大学中国经济研究中心宏观组	1998年货币政策回顾和1999年展望	1998年7月底, 朱镕基总理在视察内蒙古和山西时, 首次用“通货紧缩”一词表示了政府对当前经济形势的判断。虽然中国政府积累了丰富的治理通货膨胀的经验, 治理通货紧缩却是第一次。
2001/7/16	央行	2001年第二季度中国货币政策执行报告	持续多年的低利率政策, 大大缓解了中央财政的再融资成本压力, 也刺激了民间投资增长, 对推动国民经济实现恢复性增长, 摆脱通货紧缩的趋势, 起了重要作用。
2002/3/6	央行	2001年第四季度中国货币政策执行报告	从短期看, 防止经济增长速度和物价进一步下滑是主要矛盾; 但从中长期看, 要防止通货膨胀因素的继续积累。
2002/8/2	央行	2002年第二季度中国货币政策执行报告	由于我国的物价水平将越来越明显地受到全球价格水平的影响, 今后全球性的通货紧缩将会对我国物价水平带来长期性的影响。
2009/2/23	央行	2008年第四季度中国货币政策执行报告	大宗商品价格迅猛上涨至7月份高点后急剧回落, 全球通货膨胀压力缓解, 通货紧缩风险同步增加。针对国内外经济形势的变化, 我国及时调整宏观经济政策取向, 果断实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 迅速出台扩大国内需求的十项措施, 陆续制定和实施一系列政策。
2009/5/6	央行	2009年第一季度中国货币政策执行报告	有观点提出, 2月份以来我国同比CPI涨幅已进入负值区间, 并且可能持续数月, 可以认为我国已经进入了通货紧缩。也有观点认为我国存在一定价格下行的压力, 但尚未形成典型的通货紧缩。还有观点认为, 主要经济体央行实行类似量化宽松的货币政策, 我国国内信贷也从2008年11月份开始持续快速增长, 未来有通货膨胀压力。
2010/3/5	温家宝	2010年国务院政府工作报告	既要保持足够的政策力度、巩固经济回升向好的势头, 又要加快经济结构调整、推动经济发展方式转变取得实质性进展, 还要管理好通胀预期、稳物价总水平。
2015/5/8	央行	2015年第一季度中国货币政策执行报告	在多方面因素共同作用下, 价格涨幅保持低位。物价变化主要受供需两方面因素的影响。应当看到, 在经济增速换挡和结构调整过程中, 难免会出现一定的物价下行压力,
2015/3/12	周小川	十二届全国人大三次会议记者会	尽管去年以来央行使用了各种货币工具进行调节, 但加在一起后, 广义货币供应量(M2)的增长仍旧是适度的, 未超出稳健或者说中性的范畴。我们对物价变化既要足够关注, 也要把观察时间段放长一些, 趋势性放长一点, 同时要慎重。
2016/3/5	李克强	2016年国务院政府工作报告	去年稳健的货币政策注重松紧适度, 多次降息降准, 改革存贷比管理, 创新货币政策工具, 加大对实体经济支持力度。今年目标是稳定和不断完善宏观经济政策, 保持经济运行在合理区间。
2020/5/10	央行	2020年第一季度中国货币政策执行报告	物价形势总体可控, 通胀预期基本平稳, 对未来变化需持续观察。短期内, 新冠肺炎疫情等因素可能从供求两个方面继续对物价形成扰动, 应保持密切监测分析。从基本面看, 我国经济运行总体平稳, 总供求基本平衡, 不存在长期通胀或通缩的基础。
2020/11/26	央行	2020年第三季度中国货币政策执行报告	工业生产持续复苏向好, 内外需逐步回暖, PPI在第三季度各月均实现环比正增长, 同比降幅总体呈收窄态势。不过, 未来全球疫情演进及防控措施对供给端的冲击还有不确定性, 基数效应、春节错位等因素可能对CPI形成一定扰动, 仍需对短期物价走势保持密切关注。中长期看, 我国经济运行总体平稳, 总供求基本平衡, 供给侧结构性改革深入推进, 市场机制作用得到更好发挥, 货币政策保持稳健, 货币条件合理适度, 不存在长期通胀或通缩的基础。
2023/5/15	央行	2023年第一季度中国货币政策执行报告	预计下半年CPI中枢可能温和抬升, 年末可能回升至近年均值水平附近。当前我国经济没有出现通缩。通缩主要指价格持续负增长, 货币供应量也具有下降趋势, 且通常伴随经济衰退。
2023/11/27	央行	2023年第三季度中国货币政策执行报告	物价短期还将维持低位, 未来将回归常态水平。近期我国CPI同比在0附近运行, 主要是受去年同期猪肉价格较快上涨的基数影响, 核心CPI同比保持基本稳定, 服务CPI较上半年还有所加快, 与经济恢复向好的走势基本一致, PPI降幅也总体趋于收敛。
2023/12/12		中央经济工作会议	保持流动性合理充裕, 社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。

数据来源: 央行、国务院、中国政府网, 东吴证券研究所

图24: 通缩后半段区间不同行业板块涨跌幅

通缩后半段区间A股板块表现-行业涨跌幅 (单位: 回报率, %)									
	1998/10-2000/1	2002/2-2002/12	2009/6-2009/11	2014/6-2016/8	2020/8-2021/2				
万得全A	26.9	万得全A	-10.8	万得全A	20.3	万得全A	85.4	万得全A	1.5
传媒	40.8	国防军工	7.9	汽车	52.1	纺织服饰	114.7	有色金属	31.7
商贸零售	24.8	汽车	0.6	家用电器	51.4	房地产	103.6	电力设备	31.1
电子	23.5	石油石化	-3.3	煤炭	45.9	综合	102.1	石油石化	29.0
计算机	22.7	机械设备	-3.6	医药生物	40.5	建筑装饰	101.9	社会服务	24.0
综合	22.1	非银金融	-5.4	美容护理	39.6	轻工制造	98.9	基础化工	18.7
农林牧渔	21.7	医药生物	-5.4	食品饮料	38.9	农林牧渔	96.5	汽车	17.9
煤炭	20.8	社会服务	-6.0	农林牧渔	34.0	计算机	92.7	钢铁	16.3
有色金属	16.8	银行	-6.9	电子	30.8	通信	88.0	银行	15.1
社会服务	16.7	房地产	-7.8	机械设备	30.3	社会服务	82.4	家用电器	13.4
通信	16.2	轻工制造	-8.5	社会服务	29.9	基础化工	80.7	食品饮料	11.2
环保	16.0	商贸零售	-8.7	有色金属	29.8	国防军工	77.6	煤炭	9.7
医药生物	15.0	交通运输	-9.3	轻工制造	29.3	交通运输	76.8	机械设备	8.4
房地产	14.7	基础化工	-9.4	国防军工	28.9	环保	75.3	美容护理	6.3
食品饮料	14.6	食品饮料	-9.6	商贸零售	27.1	非银金融	73.5	轻工制造	-1.2
公用事业	13.5	纺织服饰	-10.4	环保	27.0	汽车	73.0	交通运输	-2.4
家用电器	13.1	电力设备	-10.5	建筑材料	26.9	电力设备	72.1	电子	-2.5
电力设备	12.7	钢铁	-10.5	基础化工	24.5	机械设备	71.9	国防军工	-2.7
轻工制造	12.0	建筑材料	-10.8	钢铁	23.5	家用电器	70.5	建筑材料	-4.4
纺织服饰	11.9	公用事业	-11.0	计算机	22.4	商贸零售	69.0	非银金融	-5.6
石油石化	10.9	农林牧渔	-11.5	纺织服饰	21.2	电子	68.3	医药生物	-5.7
建筑装饰	10.7	电子	-11.9	综合	20.2	食品饮料	67.2	公用事业	-7.9
交通运输	10.0	综合	-11.9	房地产	18.2	建筑材料	66.8	房地产	-8.4
建筑材料	9.1	环保	-12.7	电力设备	17.9	钢铁	65.9	农林牧渔	-10.5
钢铁	8.3	有色金属	-13.8	传媒	17.6	公用事业	64.6	纺织服饰	-11.6
基础化工	8.2	美容护理	-14.1	通信	16.3	医药生物	63.3	综合	-11.7
非银金融	6.0	传媒	-14.5	公用事业	16.0	银行	55.9	建筑装饰	-11.8
汽车	5.8	建筑装饰	-17.5	非银金融	14.7	有色金属	55.8	环保	-16.9
银行	4.6	煤炭	-17.9	交通运输	14.0	传媒	48.2	计算机	-20.8
美容护理	-0.1	家用电器	-18.8	石油石化	12.2	煤炭	35.8	传媒	-21.0
国防军工	-66.8	计算机	-21.4	建筑装饰	6.5	美容护理	34.1	通信	-21.7
机械设备	-69.5	通信	-33.3	银行	6.1	石油石化	13.1	商贸零售	-22.4

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>