



宏观专题

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

实际利率之辨

投资要点:

- 核心观点:** 实际利率通过影响企业投资意愿进而影响经济增长动能。过去两年我国名义利率持续下降但通胀降幅更大,实际利率不降反升或是需求偏弱的问题根源。分部门来看,企业部门投资决策对实际利率更敏感,居民部门更关注名义利率,而金融机构行为偏好也受实际利率影响。向后看,对 2024 年我国实际利率回落可抱有两大期待:其一,宏观政策对通胀关注提升,通胀温和回升是实际利率下降的一大动力源;其二,美国大概率转入降息周期,我国货币政策内外均衡压力降低,或释放名义利率更大的下降空间。
- 我国货币政策宽松未能扭转总需求偏弱的根源或在实际利率不降反升。** 根据凯恩斯的经典理论,实际利率下降有助于刺激总产出增加,过去两年我国虽然多次实施降息,但通胀水平降幅超过了降息幅度,名义利率趋降但实际利率反升,这或是货币宽松未能解决总需求偏弱问题的根源所在。
- 实际利率影响投资与总产出的实践路径:** 企业投资决策要考虑成本和收益,融资成本对名义利率高度敏感,投资效益与通胀环境密切相关,实际利率(而非名义利率)是企业投资决策更全面的参考依据。
- 实际利率对投资的指引作用:** 制造业实际利率趋于下降的拐点多数情况下领先制造业投资增速回升拐点,实际利率下降往往预示着投资增速上升。2020 年下半年地产行业实际利率上升至 0%以上,同时也是地产投资增速加速下行的开端。对房企而言,0%的实际利率或成为开发投资意愿的临界点。
- 企业中长期贷款对实际利率敏感。** 实体企业关注利率的出发点首先是融资成本,疫情前实际利率的趋势性变化往往会带动企业中长期贷款余额增速反向变化。2022 年以来,结构性货币政策工具和政策性开发性金融工具等降低了企业融资成本,加之部分企业对融资成本不敏感,导致企业贷款增速与实际利率呈现罕见的同步上升态势。
- 居民对实际利率不敏感,高收益资产缺位可能推动居民存款增速高企。** 居民资产配置主要依据是对目标资产收益的排序和对自己未来收入的预期。2016-2019 年房价涨幅较高,房产成为居民资产配置主要选项。2022-2023 年居民缺乏高收益资产选项,存款利率相对刚性导致存款性价比上升,居民存款增速大幅上升。

- **实际利率上行可能引发资金“脱实向虚”，加剧金融空转风险。**实际利率上升的过程中，金融资源可能过量投向无风险资产，造成资金脱实向虚和金融空转风险。在 2020 年和 2022 年两次实际利率快速上行阶段，我们都观察到同业拆借日均成交额上升和资金利率反常下行，这一现象的背后即实际利率的上行导致金融资源向无风险资产倾斜，资金在金融体系“空转”的现象加剧。
- **货币政策平衡难求是中美名义利率倒挂、实际利率倒挂的结果。**过去两年，我国央行货币政策“内外均衡”目标的实现难度不小，美国加息导致中美名义利率倒挂，通胀背离又导致中美实际利率正挂。2024 年美国大概率转向降息周期，掣肘我国货币政策的汇率压力有望得到缓解，有望释放我国货币政策的更多空间。
- **货币政策基调新表述或指向政策发力推动通胀回升。**中央经济工作会议对货币政策定调中首次出现社融和货币供应量“和价格水平预期目标相匹配”的表述，2024 年或将着力推动整体经济走出 2023 年的“低通胀”环境，使通胀恢复温和上升，而这或仍将通过货币政策保持宽松、刺激需求扩张来实现。
- **通胀温和回升有望推动中美实际利差收窄，货币政策或仍需增量降息 40 个 bp 以填补剩余缺口。**在我国通胀温和回升、美国转入降息周期的假设下，中美企业部门实际利差恢复至疫情前三年均值或仍需我国增量降息 40 个 bp，稳健货币政策基调下到 2025 年下半年中美企业实际利差有望完全弥合。在货币政策着力恢复温和通胀的基础上，若单次降息步长能够提高，那么无疑将是对通胀回升、投资需求恢复扩张的重大积极信号。
- **风险提示：**（1）国内宏观政策力度、节奏存在不确定性；（2）除国内需求端外，通胀走势还受到部分商品全球供给扰动；（3）海外货币政策存在不确定性

内容目录

1. 中国的利率水平低吗?	6
2. 实际利率对经济运行的重要调控作用	11
2.1. 实际利率对宏观经济运行的影响	11
2.2. 实际利率对各类主体行为的影响	13
3. 对实际利率下行的两点期待.....	19
4. 风险提示.....	25

图表目录

图 1: 疫情爆发初期中国货币政策降息力度低于其他国家	7
图 2: 疫情爆发初期我国市场利率降幅与其他国家接近	7
图 3: IS-LM 模型中, 实际利率的下降有助于刺激产出增加	8
图 4: 2021 年四季度起实际利率转向上行	9
图 5: 美国实际利率多数时期低于 0.....	10
图 6: 疫后我国实际利率一度大幅超过美国	10
图 7: 主要经济体实际利率走势	10
图 8: PPI 与企业利润增速高度相关, 通胀环境是企业对投资收益的重要衡量依据	11
图 9: 实际利率下行是制造业投资增速回升的前瞻信号	12
图 10: 地产投资下行拐点对应房地产行业实际利率升至 0% 以上	12
图 11: 实际利率与 M1 增速反向变化.....	13
图 12: 企业中长贷对实际利率更敏感.....	14
图 13: 2022 年以来制造业贷款需求指数与实际利率同向上行	14
图 14: 工业企业利润增速与实际利率反向变动	14
图 15: 工业企业库存增速与实际利率同向变动	14
图 16: 行业利润增速与行业实际利率分布大体负相关.....	15
图 17: 居民实际利率	16
图 18: 实际利率并不构成居民存款增速的主导因素	16
图 19: 2016-2019 年房价涨幅高构成对居民存款增速的压制.....	16
图 20: 实际利率与居民活期存款增速反向变化	17
图 21: 实际利率与居民定期存款增速不存在较为确定的关系	17
图 22: 居民流动性偏好持续下行	17
图 23: 货币活性持续下行.....	17
图 24: 房贷余额同比与房贷实际利率反向变动	18
图 25: 2020 年和 2022 年实际利率上行都伴随着同业拆借日均成交额扩大	18
图 26: 2020 年和 2022 年实际利率上行的同时资金利率明显下降	18
图 27: 2023 年央行频繁表态稳定汇率预期	19
图 28: FEDWATCH 显示市场预测美联储 2024 年全年降息 125-150bps 概率较大	20
图 29: 点阵图显示美联储官员预测 2024 年全年降息 100-125bps 概率较大	20
图 30: 通胀回升或推动 2024 年居民实际利率均值下行 0.1 个百分点.....	22
图 31: 通胀回升或推动 2024 年企业实际利率均值下行 1.3 个百分点.....	22

表 1: 主要经济体实际利率对比 (单位: %)	11
表 2: 各行业实际利率分位水平 (2014 年 1 月-2023 年 12 月)	15
表 3: 中央经济工作会议增加了“和价格水平预期目标相匹配”表述	21
表 4: 历年政府工作报告预期目标	21
表 5: 结构性货币政策工具一览表 (截止 2023 年 12 月末)	24

通常来说，货币政策工具分为价格型（例如降息）、数量型（例如降准、公开市场操作投放/回笼货币）、以及结构性工具（例如针对特定主体或行业对象的优惠再贷款、再贴现等）。近年来在货币政策实践中，一个明显的感受是，数量型货币政策工具使用较多，结构性工具越来越丰富，似乎数量型工具的重要性已超过价格型工具。也有一些观点认为，中国可能陷入了所谓的“流动性陷阱”，利率工具是失效的。然而，真的是这样吗？本文试图对这一问题做一些探讨。

价格型货币政策工具能不能起到明显效果，关键要看是不是有效引导了实际利率的下降。在讨论利率问题时，通常认为降息是有利于刺激总需求扩张的，然而，这种普遍的观点缺乏一个前提，即降息的同时通货膨胀率保持稳定。在凯恩斯的经典理论中，货币当局决定的货币供应量和流动性偏好决定的货币需求量相互匹配，从而达到均衡利率水平。虽然流动性偏好理论在讨论短期利率变化时可以理想化地聚焦短期影响，从而规避名义利率和实际利率的差别，但在实践中，货币政策往往具有周期性，考量货币政策是否持续稳定有效需要观察更长时期的利率变化与经济表现，在更长的时间范围内，通货膨胀率是变化的，考察实际利率也就变得非常有必要。

1. 中国的利率水平低吗？

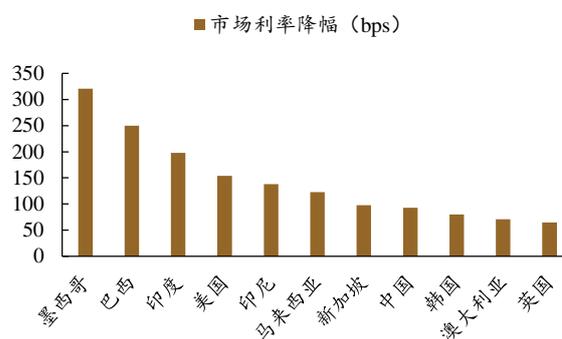
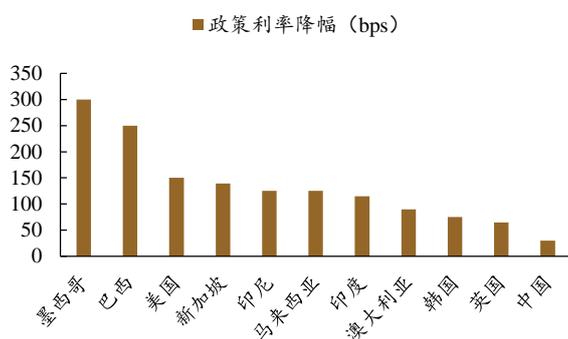
如果简单看名义利率的纵向对比，我国的各项名义利率正在不断创历史新低。截止 2023 年 12 月，存款利率方面，我国六大国有行平均 1 年定存利率为 1.55%，处于不断下行的历史低位，尤其是 2022 年以来存款利率密集下调，六大国有行 1 年定存利率下调三次，累计下调 30 个 bp；贷款利率方面，1 年期 LPR 在 3.45% 的水平，自 2019 年 LPR 改革以来也持续下调，2023 年 12 月相较于 2019 年 9 月，1 年期 LPR 累计下调 75 个 bp，5 年期 LPR 累计下调 65 个 bp。从名义利率来看，2019 年以来存贷款利率均有不同幅度下调，似乎货币政策宽松力度不小，但从扩需求的角度看，除疫情扰动和扰动退潮导致的阶段性经济回温以外，2019 年以来总需求相对偏弱的问题仍持续拖累我国经济的增长，内生动能仍不稳固，宽货币是否仍有效于提振增长动能引发了较多关注。

如果横向对比疫情冲击以来的累积降息幅度或利率下行幅度，我国央行利率调整较为谨慎，而且“跨周期”取向明显强于“逆周期”。2020 年初疫情的爆发可以作为观察各国货币政策的窗口，疫情爆发导致居民日常生活受限，消费场景流量减少，反映在经济上即为需求不足，因此疫情爆发后主要经济体纷纷快速降息以提振投资需求，以对冲消费需求的下降，除日本、欧元区在疫情前就长期处于超低利率环境外，美国、英国等发达经济体以及印度、巴西等发展中经济体均进行了快速、大幅降息，从政策利率（各国央行逆回购类公开市场操作利率）来看，各国政策利率降幅在 0.65 至 3 个百分点之间，而其中降幅较低的英国、韩国、澳大利亚、泰国等国均已降至超低利率水平，缺乏进一步下调的空间；从市场利率（货币市场隔夜利率）来看，各国市场利率降幅在 0.65 至 2.5 个百分点之间，降幅较低的英国同样是进一步下降空间有限。与之对比，我国 7 天逆回购利

率在 2020 年全年下调了 30bps，R001 和 R007 中枢在 2020 年一二季度下降了 1 个百分点左右，在此基础上我国政策利率与货币市场拆借利率均仍在正常利率区间。我国政策利率的下调力度低于其他国家，而市场利率降幅与其他国家接近。政策利率降幅较小虽然保持了我国货币政策的稳健性，但市场利率降幅与其他国家接近却反映出在经济遭遇外部冲击、需求被压制的情况下市场主体需要资金成本一定幅度的下降。虽然 2020 年以后我国持续处于货币政策宽松阶段，政策利率仍在持续下调，但以 2019 年末为起点，7 天逆回购利率至今下调幅度也仅 70bps，仍低于疫情之初大多数国家政策利率降幅，政策利率下调更加“谨慎”，“跨周期”取向更明显。

图 1：疫情爆发初期中国货币政策降息力度低于其他国家

图 2：疫情爆发初期我国市场利率降幅与其他国家接近

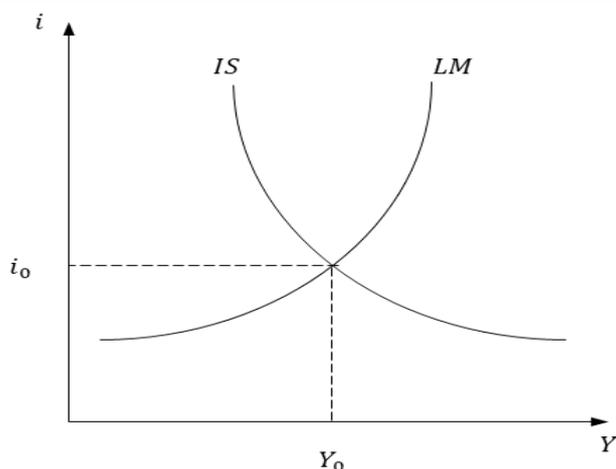


资料来源：Wind，各国央行，德邦研究所

资料来源：Wind，各国央行，德邦研究所

各国疫后实行宽松的货币政策遵循了凯恩斯经典理论，即认为利率下降有助于刺激总产出增加。IS—LM 模型中，在产品市场上，利率*i*的下降有助于刺激总产出增加，利率对产出的影响实际上是通过投资实现的。经典理论认为总产出 $Y = C + I + G + X - M$ ，其中*C*为消费；*I*为投资；*G*为政府支出；*X*为出口；*M*为进口；投资 $I = e - d(r)$ ，即不受利率*r*影响的投资和受利率*r*影响的投资的总和，*d*(*r*)的系数之所以为负，是因为投资决策会考虑到机会成本，即投资债券等的回报率，因此利率与投资负相关，需要注意的是，在凯恩斯的论述和 IS—LM 模型中，关注的利率变量是实际利率而非名义利率。

图 3: IS-LM 模型中, 实际利率的下降有助于刺激产出增加



资料来源: 德邦研究所绘制

实际利率是经过价格水平变化调整过后的名义利率。实际利率考虑了通货膨胀对货币购买力的影响, 比名义利率更准确地体现“利率”作为资产回报衡量标准的属性。其计算公式为

$$i' = \frac{1+i}{1+\pi} - 1$$

其中, i' 为实际利率, i 为名义利率, π 为价格水平变化, 实践中通常采用通胀率加以描述, 由此可得:

$$i = (i' + 1) * (1 + \pi) - 1$$

$$i' = i - \pi - i'\pi$$

由于通常情况下 i 与 π 值均较小, 其乘积值更小, 在实际利率的计算中通常将 $i'\pi$ 忽略, 简化为

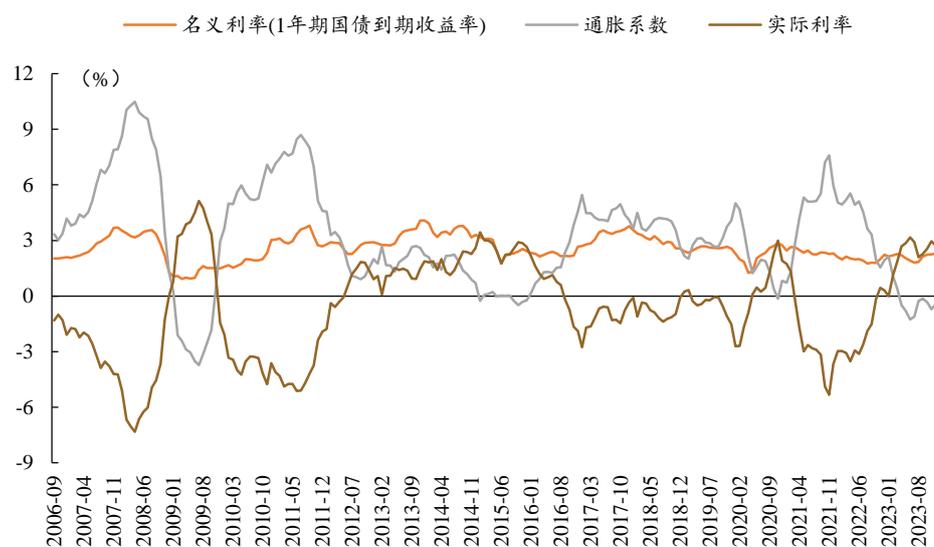
$$i' = i - \pi$$

即实际利率简单表述为名义利率与通胀率之差。企业投资决策需要评估负债成本和投资收益, 负债成本与名义利率直接相关, 而投资收益则与整体通胀环境密切相关, 若整体通胀水平过低甚至为负, 就会缺少普遍性的产品涨价空间, 企业希望通过一项投资扩张持续获得增长现金流的预期就会较弱, 沿着这个逻辑, 在借贷成本刚性的前提下, 保持合理的通胀水平是有利于提振企业投资意愿的。

货币政策有效与否, 核心在于是否推动实际利率变化。过去两年我国货币政策的实践中不乏降息降准, 然而总需求仍然偏弱, 弱预期仍然没有得到全面逆转, 其核心矛盾或就在于通胀水平下降幅度超过了降息幅度, 以致于名义利率趋降但实际利率反升, 2021 年下半年我国处于上一轮通胀高点, 随后通胀水平逐步回落, 至 2023 年四季度 CPI、PPI 同比均出现负增长, 导致过去两年的货币政策降息未能推动实际利率下行, 也就由此呈现出宽货币难以导向宽信用的表象。

以实际利率观察，我国利率水平近两年来持续走高。前面我们讨论过，实际利率通过投资影响经济，不同主体对利率的感知方式不同，以合适的方式设定名义利率锚和通胀锚非常重要。居民投资行为主要关注资产收益率，对名义利率更敏感；企业投资行为兼顾负债成本和投资收益，更关注实际利率。我们以一年期国债到期收益率作为名义利率锚，以CPI和PPI加权均值作为通胀锚测算企业面临的实际利率（若无特殊说明，后文中“实际利率”均指代企业实际利率）。我们发现，尽管2020年以来央行多次降息，但企业面临的实际利率水平并未持续下行，由于通胀水平下探，实际利率在2021年四季度以来明显上行。

图4：2021年四季度起实际利率转向上行



资料来源：Wind，德邦研究所测算

实际利率持续偏低或是美国经济韧性的原因之一。用统一口径的一年期国债到期收益率作为名义利率锚，CPI和PPI的加权均值作为通胀锚观察美国实际利率，我们发现美国实际利率多数时期低于0，而中国实际利率多数时期高于0，长期维持较低的实际利率有助于鼓励释放储蓄，提振投资意愿，过去几年美国经济的韧性或与此有关。

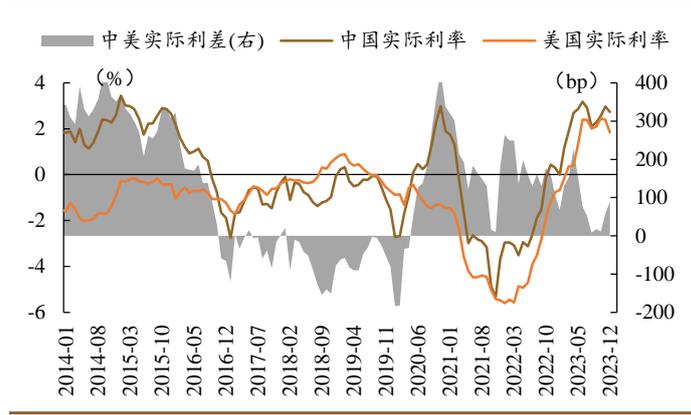
横向对比来看，疫后我国实际利率大幅超过美国。2023年中国经济呈现出供给强于需求的复苏态势，需求持续偏弱更是导致了全年通胀水平较低，部分月份出现“负通胀”，而美国则在疫后迎来了历史罕见的高通胀。在中国温和通胀、美国高通胀的对比之下，疫后中国实际利率水平一度大幅高于美国。一方面是由于中美经济的结构差异，消费在美国经济中占据更重要的位置，另一方面也是由于疫后中美实际利率明显背离，拉长时间范围来看，多数时期我国实际利率高于美国，疫后大幅走阔的中美实际利差在美国开启加息周期、名义利率大幅上升后才逐步收敛。

图 5：美国实际利率多数时期低于 0



资料来源：Wind，德邦研究所测算

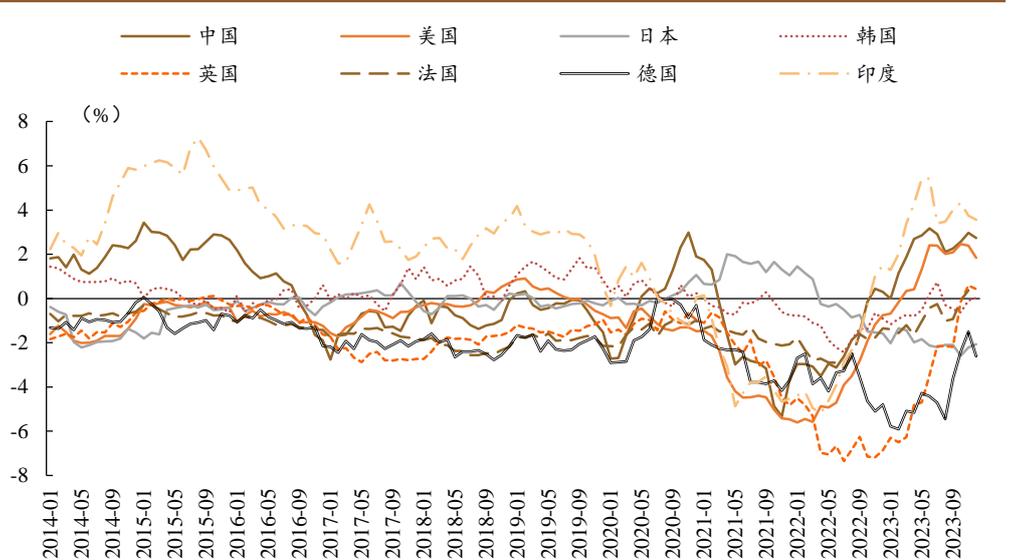
图 6：疫后我国实际利率一度大幅超过美国



资料来源：Wind，德邦研究所

疫后我国实际利率高于多数经济体。我国实际利率自 2020 年下半年开始在主要经济体中持续处于较高位置，从年度均值来看，疫后我国实际利率仅阶段性低于日本、韩国、印度，持续高于其他主要经济体，2022 年下半年以来我国实际利率仅低于印度，当前 2% 以上的实际利率水平也远高于主要经济体近十年形成的[-2%,0%]的中枢区间。

图 7：主要经济体实际利率走势



资料来源：Wind，德邦研究所测算

注：计算方法为各国 1 年期国债到期收益率（德国为 2 年期国债到期收益率）减去 CPI 与 PPI 加权均值（印度为 CPI 与批发价格指数 WPI 加权均值）；加权方式为 CPI、PPI 与 GDP 平减指数拟合系数

表 1: 主要经济体实际利率年度均值对比 (单位: %)

	2023-12	2023	2022	2021	2020
中国	2.7	2.3	-2.0	-2.3	0.1
美国	1.8	1.4	-3.8	-3.9	-1.1
印度	3.6	3.7	-2.7	-3.3	0.2
英国	0.4	-3.1	-6.4	-2.4	-1.1
韩国	0.0	-0.4	-1.4	-0.3	0.3
法国 (11 月)	0.4	-0.8	-2.3	-1.7	-1.4
德国	-2.6	-4.2	-3.7	-3.0	-1.3
日本	-2.1	-2.0	-0.3	1.3	0.1

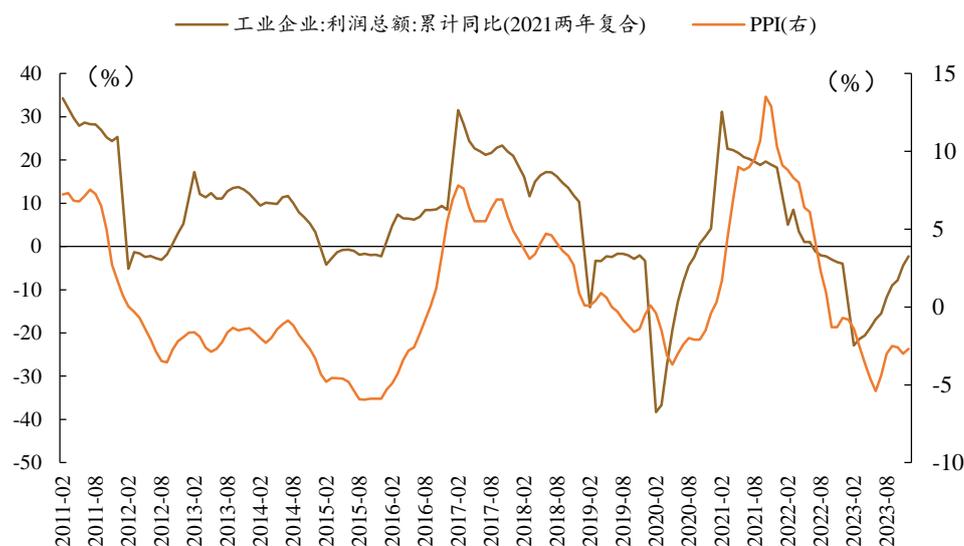
资料来源: Wind, 德邦研究所测算

2. 实际利率对经济运行的重要调控作用

2.1. 实际利率对宏观经济运行的影响

实际利率影响投资与总产出的实践路径——以企业投资决策为例。企业投资决策要考虑成本和收益两个方面，企业融资成本对名义利率高度敏感，贷款利率以贷款基准利率为锚，债券发行利率以国债利率为锚。而在投资收益方面，企业需要考量投资项目未来的收入、利润率等以对项目收益进行预期，收入与利润率都与通胀环境密切相关，通胀环境隐含了企业对产品未来涨价空间的预期，实践中 PPI 对企业利润增速有一定的相关性。融资成本（名义利率）与投资收益（通胀环境）相结合，实际利率（而非名义利率）就成为企业投资决策更全面的参考依据，这也是经典理论中实际利率影响投资从而影响总产出的实践路径。

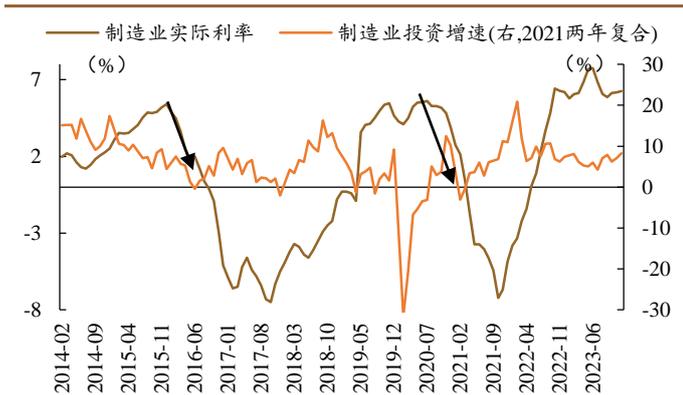
图 8: PPI 与企业利润增速高度相关，通胀环境是企业对投资收益的重要衡量依据



资料来源: Wind, 德邦研究所

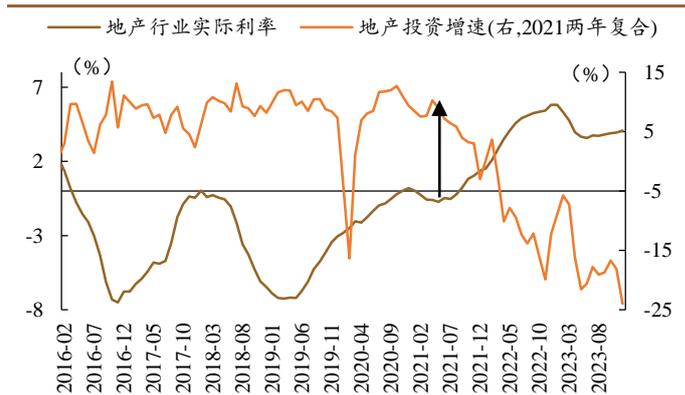
实际利率趋势反转向下往往预示投资增速回升，0%的实际利率或是房企开发投资意愿临界点。固投三大方向中，基建投资由地方政府、国企等主导，而制造业投资和地产投资市场化水平更高，投资主体企业对实际利率也更加敏感。制造业通常具有重资产特征，投资行为对融资依赖度较高，以5年期AAA级产业债到期收益率为名义利率锚，以加工工业PPI为通胀锚测算制造业实际利率，我们发现制造业实际利率趋于下降的拐点多数情况下领先制造业投资增速回升拐点，与实际利率与投资的逻辑关系相符，即对制造业而言，实际利率下降往往预示着投资增速上升。地产投资方面，以5年期AAA级房地产行业债券到期收益率为名义利率锚，以房价指数为通胀锚测算的地产行业实际利率在2016年至2020年基本在0%以下运行，同时期地产投资增速基本在5-10%的区间波动；2019年地产行业实际利率开始趋势上行，至2020年下半年上升至0%以上，而这也是地产投资增速加速下行的开端。虽然本轮地产投资下行是疫情、部分地产企业风险显化等多重因素共同作用的结果，但房价涨幅下降甚至负增长导致地产行业实际利率升至0%以上或意味着地产行业开发投资的收益预期较低，0%的实际利率或成为房企开发投资意愿的临界点。

图 9：实际利率下行是制造业投资增速回升的前瞻信号



资料来源：Wind，德邦研究所

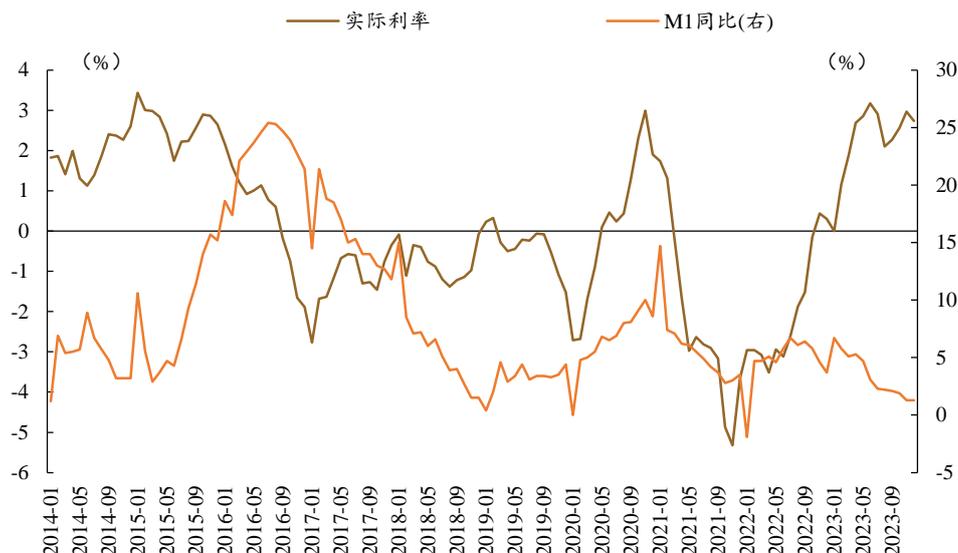
图 10：地产投资下行拐点对应地产行业实际利率升至0%以上



资料来源：Wind，德邦研究所

货币增长也可以佐证实际利率与投资之间的负相关关系。M1 指代流通中现金和企事业单位活期存款，是更适合衡量经济活跃度的货币指标。从 M1 的定义出发，其包括流通中现金和企事业单位活期存款两部分，流通中现金对应货币需求中的交易动机，反映经济体市场交易活跃度；而企业在做出投资决策后需要准备资金，这类资金会暂留在企业活期存款账户中，因此企事业单位活期存款能够反映企业投资扩张意愿。从实践中可以看到，除 2020 年上半年存在疫情扰动外，实际利率与 M1 同比增速大体反向变化，实际利率上行往往对应 M1 增速下行。

图 11：实际利率与 M1 增速反向变化



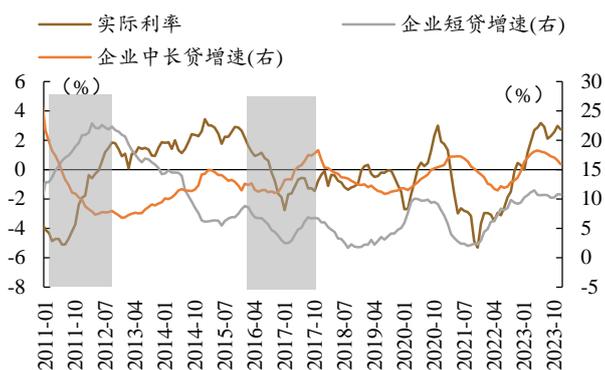
资料来源：Wind，德邦研究所

2.2. 实际利率对各类主体行为的影响

不同微观主体对实际利率的感受方式不同、关注角度不同，对实际利率的变化反应可能也并不完全相同。我们将微观主体划分为企业、居民和金融机构三类，分别探讨三类主体的存贷款、投资等行为会对实际利率变化产生何种反应。

企业层面，企业中长期贷款对实际利率敏感。实体企业关注利率的出发点首先是融资成本，从企业贷款来看，疫情前实际利率的趋势性变化往往会带动企业中长期贷款余额增速反向变化，实际利率过高会抑制企业融资和投资扩张的意愿。但疫情后尤其是 2022 年以来，央行实施逆周期和跨周期的货币政策，创设了多种结构性货币政策工具、政策性开发性金融工具等支持实体经济，精准降低了企业融资成本，加之城投、国企等对融资成本不敏感，更易获得融资的环境中，部分企业增加了融资额度，带动了企业贷款同比高增，企业中长贷在信贷增量中的占比明显提高，尽管通胀环境变化导致实际利率两次大幅上行，但企业中长期贷款余额增速却没有随之下降，还是体现了央行逆周期和跨周期政策的效能。企业贷款对实际利率反应钝化、“融资饥渴”的现象有一定的后置风险，在企业部门实际利率较高的情况下，企业部门盈利能力难以有效改善，中长期的债务负担可能加剧。2023 年下半年以来开展的地方政府化债行动将对这一潜在风险进行处置，在债务处置需求下，企业部门的实际利率或仍需有效压降。

图 12：企业中长贷对实际利率更敏感



资料来源：Wind，德邦研究所

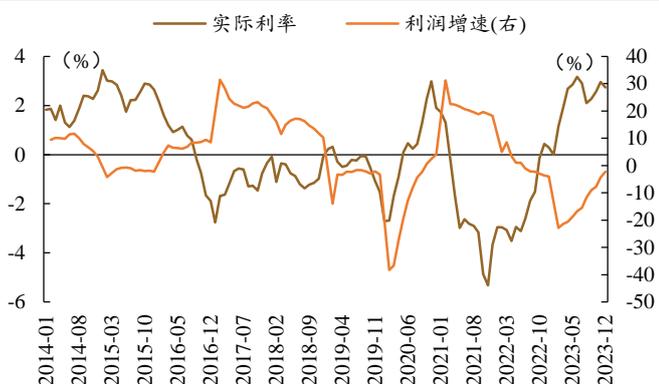
图 13：2022 年以来制造业贷款需求指数与实际利率同向上行



资料来源：Wind，德邦研究所

实际利率过高对企业经营有不利影响。从企业经营来看，工业企业利润增速与实际利率基本反向变动，在实际利率的两个影响因素中，名义利率决定企业的融资成本，融资成本会侵蚀企业利润；通胀反映企业的产品价格，关乎企业利润率，实际利率上行逻辑上对应着企业盈利能力的下降。工业企业库存增速与实际利率基本同向变动，通胀高低对企业经营预期影响显著，从而影响企业去、补库存决策，过高的实际利率可能导致企业库存持续去化、形成需求偏弱—供给收缩的负循环。

图 14：工业企业利润增速与实际利率反向变动



资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：工业企业库存增速与实际利率同向变动



资料来源：Wind，德邦研究所

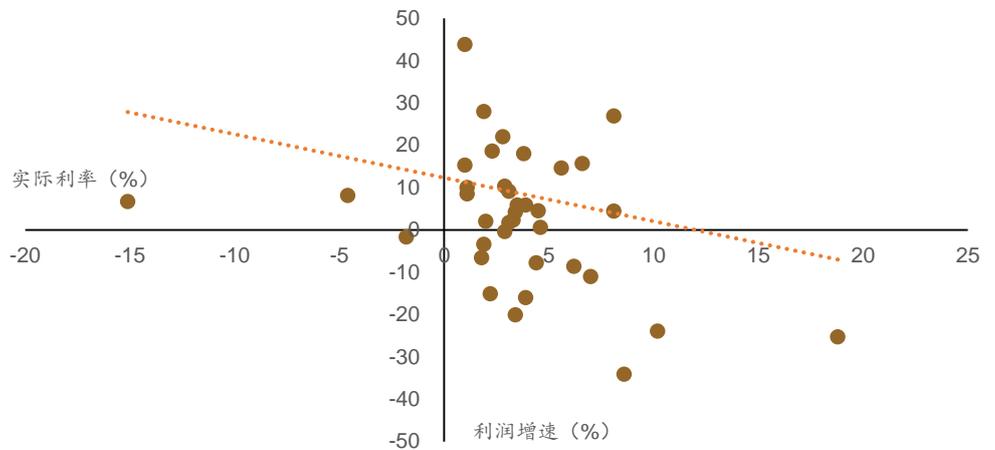
中游装备制造业实际利率分位更高。从统计局 PPI 统计的 39 个细分行业来看，截止 2023 年 12 月，30 个行业实际利率水平在近十年 50% 以上分位，16 个行业实际利率水平在近十年 70% 以上分位。从产业链角度看，中游装备制造业和部分原材料行业实际利率分位水平较高，下游消费品制造业和黑色、有色产业链实际利率分位较低。在行业层面，我们同样观察到利润增速与实际利率之间的负相关关系，原材料、能源等相关行业由于具有重资产特征，更依赖于低成本融资，实际利率与利润增速相关性更显著。

表 2：各行业实际利率分位水平（2014 年 1 月-2023 年 12 月）

行业	分位数	行业	分位数	行业	分位数	行业	分位数
电气机械	100%	橡胶塑料	87%	皮毛羽鞋	65%	有色冶炼	49%
农副食品	99%	铁路航船	80%	设备修理	61%	纺服	48%
食品制造	99%	化学原料	76%	燃料加工	61%	有色采选	37%
通信电子	99%	仪器仪表	76%	专用设备	61%	化学纤维	36%
非金属制品	98%	汽车制造	71%	废弃资源	58%	电热供应	35%
木材加工	97%	印刷	71%	水供应	55%	酒饮料茶	27%
煤炭采选	95%	医药制造	68%	纺织	54%	文教娱乐	19%
其他制造	91%	金属制品	68%	油气开采	52%	烟草制品	17%
造纸	90%	通用设备	67%	家具制造	52%	黑色采选	14%
非金属采选	87%	燃气供应	66%	黑色冶炼	50%		

资料来源：Wind，德邦研究所测算

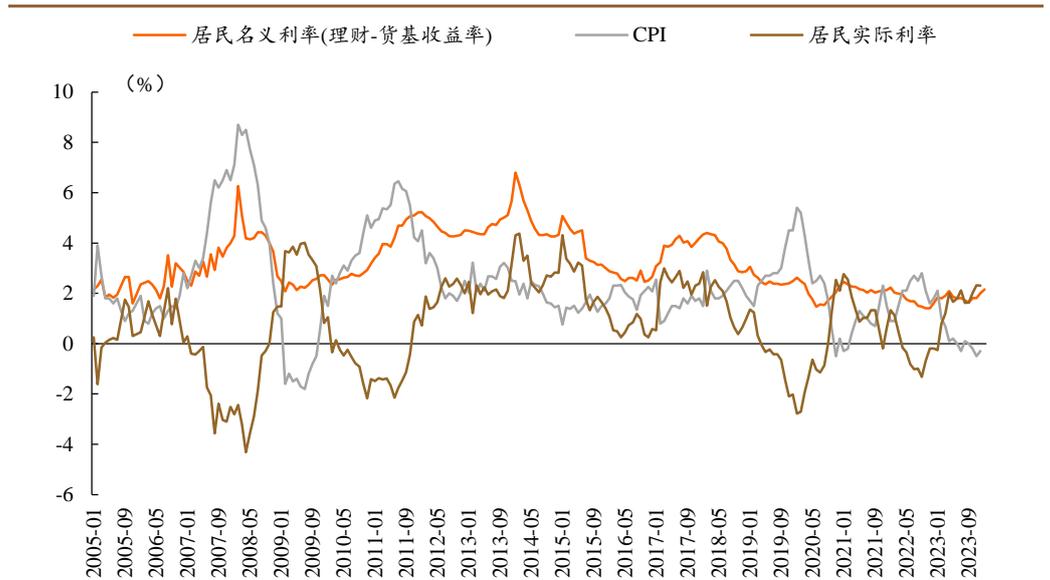
图 16：行业利润增速与行业实际利率分布大体负相关（2023 年 12 月数据）



资料来源：Wind，德邦研究所

居民部门对资产收益率更为敏感，理财-货基收益率适合作为名义利率锚。中国居民储蓄意愿较高，理论上一年定存利率适合作为名义利率锚，但一年期存款基准利率自 2015 年起未再调整，实践中商业银行一年定存利率自 2015 年起变化幅度极小，无法发挥居民部门名义利率锚的作用；2013 年 6 月和 2014 年 1 月，余额宝和微信理财通相继推出，此后成为中国居民重要的金融资产组成部分，对于 2014 年以后，我们选择天弘基金余额宝和华夏基金微信理财通的平均收益率作为替代存款利率的名义利率锚，对于 2014 年以前，我们选择短期（3 个月）理财预期收益率作为名义利率锚，以 CPI 作为通胀锚，进而观察居民实际利率。

图 17: 居民实际利率

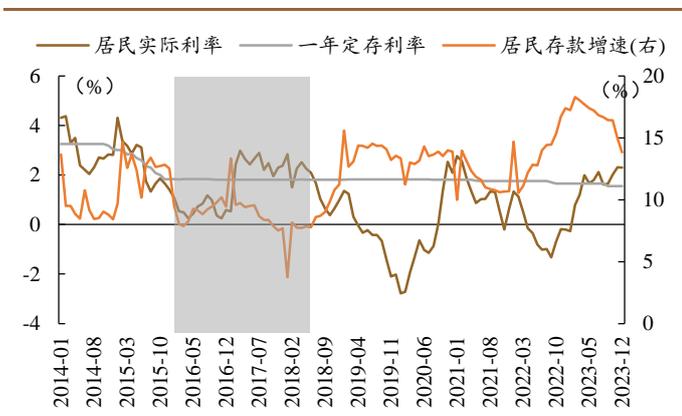


资料来源: Wind, 德邦研究所

居民资产配置行为更关注名义收益率，对实际利率不敏感。居民资产配置的目标是获取更高的收益率，通胀因素对居民配置目标资产收益预期影响较为间接。近年来中国居民资产配置的选择日益扩大，居民在资产类别中的选择主要依据是对目标资产收益的排序和对自己未来收入的预期。以房产为例，房价与住宅销售大体同向变动，居民对房价的预期是购房意愿的重要参考因素，且会随当前房价走势而变，往往阶段性呈现房价越涨越买的特征，2016-2019年期间，虽然居民实际利率有高有低，但居民存款增速持续较低，与此对应的即2016-2019年房价指数涨幅较高，这一阶段房产成为居民资产配置主要选项。

高收益资产缺位导致居民存款增速高企。2022-2023年，由于疫情扰动、地产周期下行等因素影响，居民缺乏高收益资产选项，与此同时存款利率保持相对刚性，存款的相对性价比上升，居民存款增速也随之大幅上升，因此居民存款增速走势核心是其他资产与存款的比价效应。

图 18: 实际利率并不构成居民存款增速的主导因素



资料来源: Wind, 德邦研究所

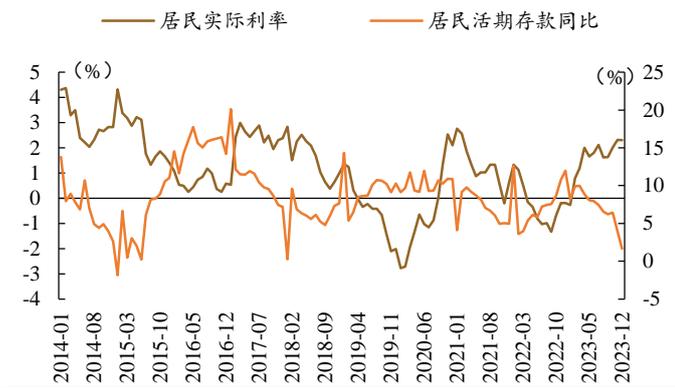
图 19: 2016-2019年房价涨幅高构成对居民存款增速的压制



资料来源: Wind, 德邦研究所

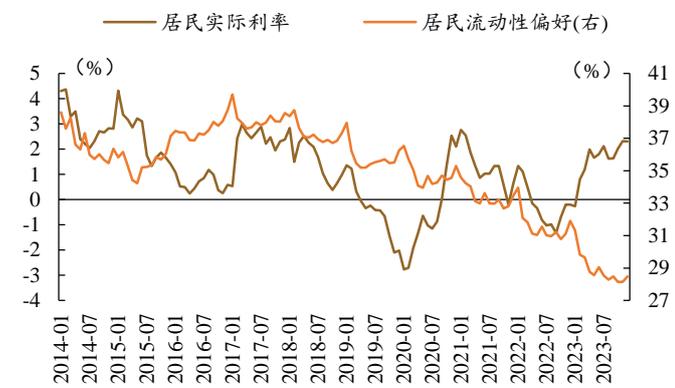
居民实际利率走高可能驱动居民存款“定期化”、“理财化”。从存款结构的角度看，活期存款增速与居民实际利率整体呈反向变动，而定期存款增速则与居民实际利率变化在方向上并不明确相关。以居民活期存款与居民全部存款之比来衡量居民的流动性偏好，可以发现居民流动性偏好与居民实际利率之间存在较为明确的负相关关系。结合以上两个发现，可以推断，较高的居民实际利率会吸引更多居民资金转入收益率更高的定存或理财产品等其他资产，表现为居民流动性偏好下降。从货币活性的角度看，以 M1/M2 衡量货币活性，在居民实际利率较高时，货币活性也往往下降，背后也是更多活期存款转向其他资产的结果。

图 20：实际利率与居民活期存款增速反向变化



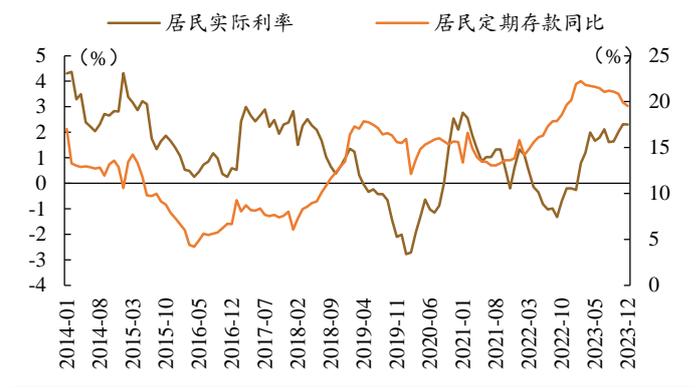
资料来源：Wind，德邦研究所

图 22：居民流动性偏好持续下行



资料来源：Wind，德邦研究所

图 21：实际利率与居民定期存款增速不存在较为确定的关系



资料来源：Wind，德邦研究所

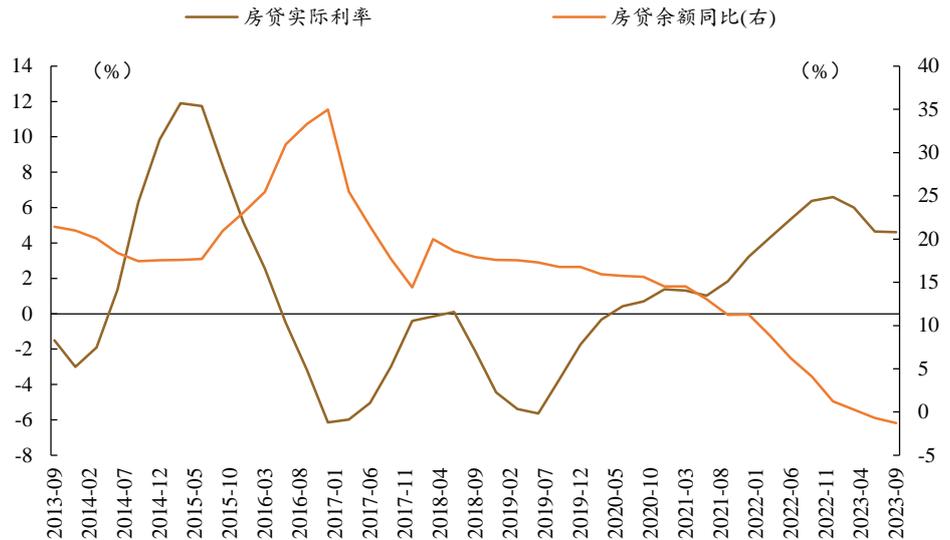
图 23：货币活性持续下行



资料来源：Wind，德邦研究所

居民房贷对实际利率较为敏感。房贷是我国居民贷款中至关重要的一环，考虑到房贷申请与购房行为的绑定，我们选择住房贷款加权平均利率作为名义利率锚，选择房价指数作为通胀锚，以此测算房贷实际利率，发现房贷实际利率与房贷行为基本反向变化，居民房贷扩张对房贷实际利率较为敏感，较高的实际利率或对购房意愿形成压制，实际利率的下降则有望提振居民购房意愿。

图 24：房贷余额同比与房贷实际利率反向变动



资料来源：Wind，德邦研究所

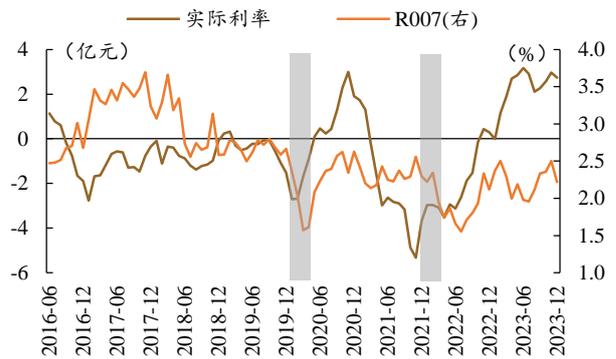
实际利率上行可能引发资金“脱实向虚”，加剧金融空转风险。金融机构涉及企业信贷投放、企业债券发行与交易等环节，实际利率的变化通过资产收益率和信用风险影响金融机构的行为偏好。在实际利率上升的过程中，企业融资需求下降，违约风险提升，以银行为代表的金融机构风险偏好下降，可能面临资产荒现象，这种背景下金融资源可能过量投向无风险资产，造成资金脱实向虚和金融空转风险。在 2020 年和 2022 年两次实际利率快速上行阶段，我们都观察到同业拆借日均成交额上升，而即便是跨年时点，资金利率也在走低，这一现象的背后即实际利率的上行导致金融资源向无风险资产倾斜，资金在金融体系“空转”的现象加剧。

图 25：2020 年和 2022 年实际利率上行都伴随着同业拆借日均成交额扩大



资料来源：Wind，德邦研究所

图 26：2020 年和 2022 年实际利率上行的同时资金利率明显下降

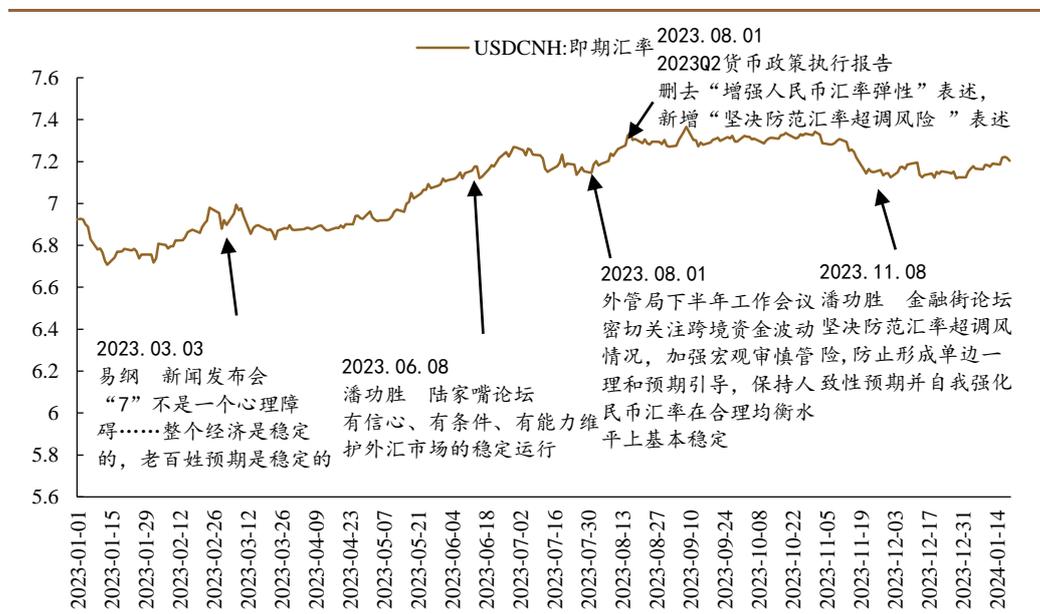


资料来源：Wind，德邦研究所

3. 对实际利率下行的两点期待

货币政策平衡难求是中美名义利率倒挂、实际利率倒挂的结果。过去两年中，我国央行货币政策“内外均衡”目标的实现难度不小，内有总需求偏弱，微观主体对宽松的货币政策期待加码；外有海外加息周期，美元升值人民币贬值压力时而升温。美国快速、大幅度的加息导致中美名义利率倒挂，而通胀背离又导致中美实际利率正挂，货币政策存在天然的多目标制，在我国与海外货币政策周期偏离时就要面临多目标平衡的难题。2022-2023 年我国央行多次表态稳汇率，其目的或就在于要妥善应对名义利差倒挂导致的汇率贬值压力，稳定汇率预期。2024 年，美国大概率转向降息周期，名义利率、通胀均有望有所回落，这将推动中美名义利率倒挂收窄，掣肘我国货币政策的汇率压力有望得到缓解，有望释放我国货币政策的更多空间。

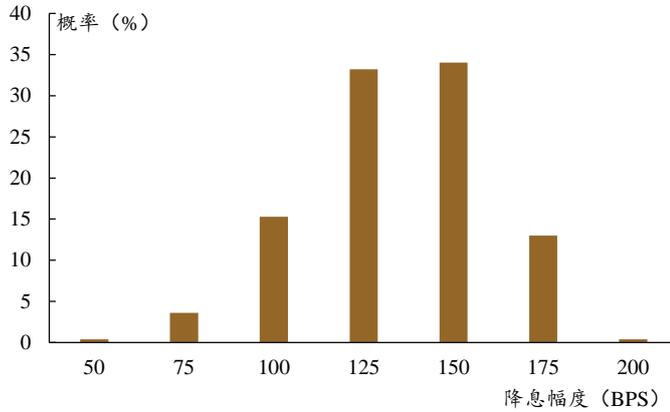
图 27：2023 年央行频繁表态稳定汇率预期



资料来源：Wind，人民银行，德邦研究所

美联储转向降息或为我国实际利率下行创造更大空间。美联储本轮加息目的是压降通胀水平，随着通胀水平自前期高点明显回落，美联储加息周期也迎来尾声，2024 年美联储大概率转入降息周期，从官方预期和市场预期来看，美联储 2024 年全年降息 100bps 以上的概率不小。美联储本轮加息开始于 2022 年 3 月开启加息，最后一次加息发生在 2023 年 7 月，但美国 CPI 快速上行始于 2021 年 3 月，2022 年 7 月开始转向下行，在通胀高点过后加息持续，逐渐导致了本轮美国实际利率上升，2023 年美国实际利率大幅高于过去十年均值（见图 5），当前美国通胀水平已经较前期高点大幅回落，通胀刚性渐强，进一步下行空间也有限，2024 年美国名义利率下降幅度或超过通胀下降幅度，美国实际利率有望有所回落，给我国实际利率下行释放更多空间。

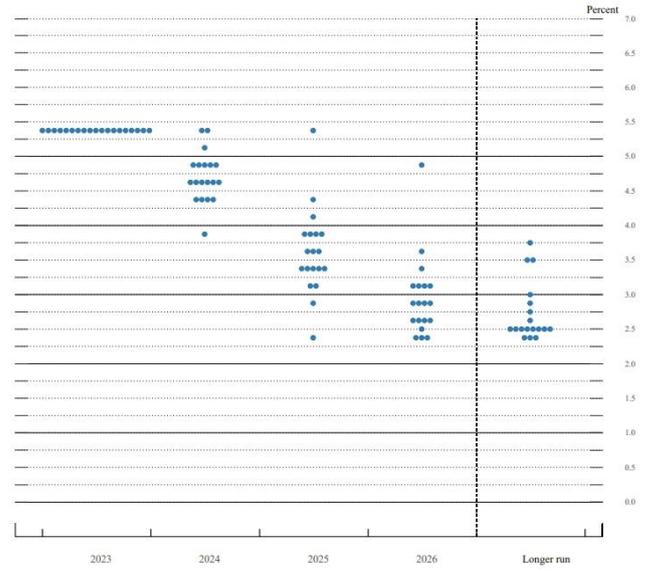
图 28: FEDWATCH 显示市场预测美联储 2024 年全年降息 125-150bps 概率较大



资料来源: CME, 德邦研究所

图 29: 点阵图显示美联储官员预测 2024 年全年降息 100-125bps 概率较大

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源: FED, 德邦研究所

货币政策基调新表述或指向政策发力推动通胀回升。2023 年底的中央经济工作会议对货币政策定调中首次出现社融和货币供应量“和价格水平预期目标相匹配”的表述，对此，中央财办分管日常工作的副主任、中央农办主任韩文秀在 2023-2024 中国经济年会上表示，货币政策基调新提法突出了社会融资规模的重要性和关联性，有利于更好统筹实际经济增长和物价水平的预期目标要求，更加符合宏观调控的实际。我们认为，近年来我国货币政策价格型工具和数量型工具均有使用，且数量型工具规模有所扩大，货币政策基调表述的变化并不意味着货币政策将出现大幅变化，新提法核心指向仍然是落在通胀本身，2024 年或将着力推动整体经济走出 2023 年的“低通胀”环境，使通胀恢复温和上升，而这或仍将通过货币政策保持宽松、刺激需求扩张来实现。

表 3: 中央经济工作会议增加了“和价格水平预期目标相匹配”表述

年度	中央经济工作会议对货币政策基调相关表述
2023	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。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
2022	稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配
2021	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕
2020	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定
2019	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本
2018	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制
2017	稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长
2016	货币政策要保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定
2015	稳健的货币政策要灵活适度，为结构性改革营造适宜的货币金融环境，降低融资成本，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长
2014	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策……货币政策要更加注重松紧适度

资料来源：中国政府网，德邦研究所

政府工作中的通胀目标更加明确具体。以往每年的政府工作报告会提出当年的通胀目标，长期来看这一目标多数时期定在 3%，属温和通胀幅度。而从实际结果来看，政府工作报告对通胀目标的实现基本保持在目标值以下，政府工作报告对通胀的目标或并非希望通胀达到 3%，而是保持温和通胀水平在 3% 以下，超过目标值则表示通胀不符合政府工作要求。在“低通胀”环境下的 2023 年年底提出社融、货币供应量与价格水平预期目标匹配，或指向政府工作目标中对通胀的要求更加明确和具体，目标值以下不代表通胀目标的完全实现，通胀过高或过低都不符合政府工作要求。

表 4: 历年政府工作报告预期目标

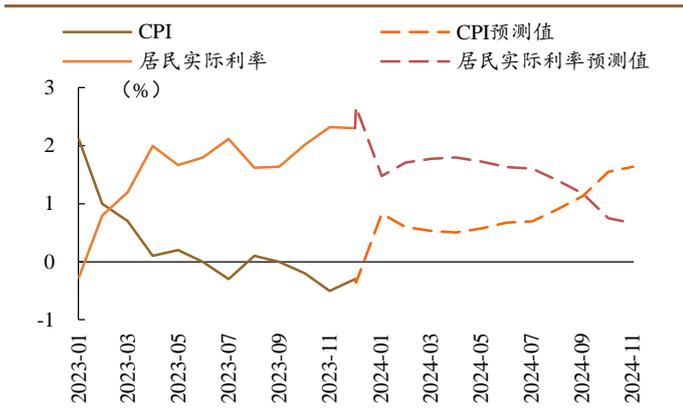
	GDP	CPI	赤字率	M2	社融	失业率	新增就业	新增专项债
2023	5.0%	3.0%	3.8%			5.5%(调查)	1200 万人	38000 亿
2022	5.5%	3.0%	2.8%			5.5%(调查)	1100 万人	36500 亿
2021	6.0%	3.0%	3.2%			5.5%(调查)	1100 万人	36500 亿
2020		3.5%	3.6%			6.0%(调查)	900 万人	37500 亿
2019	6.0-6.5%	3.0%	2.8%			5.5%(调查)	1100 万人	21500 亿
2018	6.5%	3.0%	2.6%			5.5%(调查)	1100 万人	13500 亿
2017	6.5%	3.0%	3.0%	12.0%	12.0%	4.5%(登记)	1100 万人	8000 亿
2016	6.5-7.0%	3.0%	3.0%	13.0%	13.0%	4.5%(登记)	1000 万人	4000 亿
2015	7.0%	3.0%	2.3%	12.0%		4.5%(登记)	1000 万人	
2014	7.5%	3.5%	2.1%	13.0%		4.6%(登记)	1000 万人	

资料来源：中国政府网，德邦研究所

实际利差的弥合进度将是 2024 年我国货币政策和宏观经济表现的重要变量。2023 年全年中美企业实际利率约有 87 个 bps 的差距，较疫情爆发前三年中美实际利率持续运行在负值区间时（2017-2019）有约 140 个 bps 的差距。如何弥合中美实际利率，或将是我国 2024 年货币政策和宏观经济表现的重要变量。

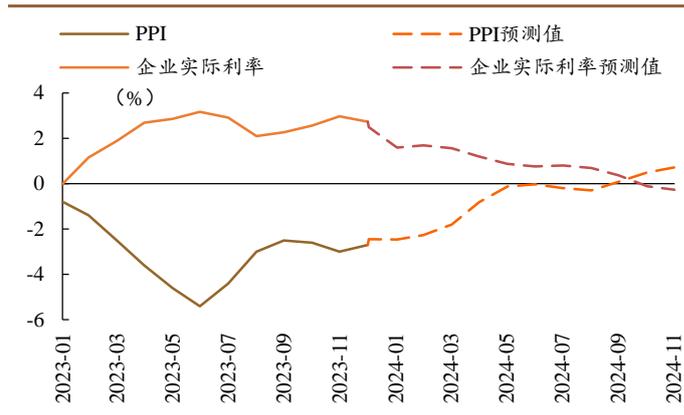
2024 年通胀温和回升有望推动中美实际利率收窄，但较疫情前仍有缺口。从实际利率的定义出发，推动实际利率下行需要名义利率下行或通胀水平上行，若通胀下行，那么名义利率下行幅度超过通胀水平下行幅度。在 2023 年的低通胀基数基础上，结合中央经济工作会议透露出的政策信号，预计 2024 年通胀水平将较 2023 年有所回升。以通胀按过去十年环比均值速度回升为基础假设，在无增量降息的情况下，2024 年我国企业实际利率均值或将低于美国 40 个 BP 左右，但较疫情前相比，2024 年中美企业实际利率仍然偏高 10 个 BP 左右，且考虑到本轮美国实际利率走高是由于高通胀后名义利率快速加息所致，美联储加息周期与通胀周期本身即存在一定错位，在降息周期里美国实际利率大概率下行，这也将为中美实际利率缺口的弥合构成不利因素。

图 30：通胀回升或推动 2024 年居民实际利率均值下行 0.1 个百分点



资料来源：Wind，德邦研究所测算

图 31：通胀回升或推动 2024 年企业实际利率均值下行 1.3 个百分点



资料来源：Wind，德邦研究所测算

货币政策或仍需增量降息 40 个 bp 以填补中美利差剩余缺口，完全弥合或需 2025 年下半年。MLF 操作利率可视作 1 年期国债到期收益率的政策锚，LPR 报价利率也以 MLF 利率为参考，政策利率调整能够传导至企业名义利率并最终影响企业实际利率。在通胀温和回升推动中国企业实际利率下降 1.3 个百分点和中美企业部门实际利率恢复至疫情前三年均值的基础上，我国货币政策或仍需增量降息 40 个 bp 以填补剩余实际利率缺口。若以过去两年的降息操作来看，40 个 bp 或仍需 4 次增量降息，稳健货币政策基调下到 2025 年下半年中美企业实际利率有望完全弥合。在货币政策着力恢复温和通胀、政府工作目标要求更加明确的基础上，若单次降息步长能够有所提升，那么无疑将是对通胀回升、投资需求恢复扩张的重大积极信号。

结构性货币政策工具可作为降低实际利率的灵活工具。2021 年以来，央行创设了多种结构性货币政策工具，通过精准滴灌的方式为国民经济重点领域和薄弱环节提供支持。与总量型货币政策工具相比，结构性货币政策工具一般利率更低，能够降低目标主体融资成本，这也是一种通过降低名义利率来降低实际利率的方式。2022 年地产市场风险显化以来，央行多次创设结构性工具以缓解房企压力，支持保交楼等，不排除未来央行创设新的结构性货币政策工具以缓解其他行业压力的可能性，结构性货币政策工具可能成为灵活的结构性降息工具。

表 5：结构性货币政策工具一览表（截止 2023 年 12 月末）

	工具名称	存续状态	支持领域	发放对象	利率(1 年期) / 激励比例	额度(亿元)	余额(亿元)
长期性工具	支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、农 信社、村镇银行	2%	8100	6562
	支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行，农 合行、村镇银行、民 营银行	2%	18000	16551
	再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行 业金融机构	2% (6 个月)	7400	5920
	普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1% (激励)	800	526
	抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下 管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、 进出口银行	2.25%	/	32522
	碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减 排、碳减排技术	21 家全国性金融机 构、部分外资金融机 构和地方法人金融机 构	1.75%	8000	5410
	支持煤炭清洁高效 利用专项再贷款	到期	煤炭清洁高效利 用、煤炭开发利用 和储备	工农中建交、开发银 行、进出口银行	1.75%	3000	2748
阶段性工具	科技创新再贷款	到期	科技创新企业	21 家全国性金融机构	1.75%	4000	2556
	普惠养老专项再贷款	存续	浙江、江苏、河 南、河北、江西试 点，普惠养老项目 道路货物运输经营 者和中小微物流 (含快递)、仓储企 业	工农中建交、开发银 行、进出口银行	1.75%	400	18
	交通物流专项再贷款	到期	制造业，社会服务 领域和中小微企 业、个体工商户	工农中建交、邮储、 农发行	1.75%	1000	316
	设备更新改造专项 再贷款	到期	普惠小微企业	21 家全国性金融机构	1.75%	2000	1567
	普惠小微贷款减息 支持工具	到期	普惠小微企业	16 家全国性金机构、 地方法人金融机构	1% (激励)	/	269
	收费公路贷款支持 工具	到期	收费公路主体	21 家全国性金融机构	0.5% (激 励)	/	83
	民企债券融资支持 工具(II)	存续	民营企业	专业机构	1.75%	500	0
	保交楼贷款支持计 划	存续	保交楼项目	工农中建交，邮储	0%	2000	56
	房企纾困专项再贷款	存续	房企项目并购	5 家全国性资产管理 公司	1.75%	800	0
	租赁住房贷款支持 计划	存续	试点城市收购存量 住房	工农中建交、邮储、 开发银行	1.75%	1000	0
				合计			

资料来源：人民银行，德邦研究所

4. 风险提示

- (1) 国内宏观政策力度、节奏存在不确定性；
- (2) 除国内需求端外，通胀走势还受到部分商品全球供给扰动；
- (3) 海外货币政策存在不确定性。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所副所长。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。