



宏观专题

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

联系人

戴琨

资格编号: S0120123070006

邮箱: daikun@tebon.com.cn

相关研究

1. 《实际利率之辨》，2024.02.01

如何弥合宏微观的“温差”？

——名义 GDP 的重振之路

投资要点：

- 去年 12 月召开的中央经济工作会议指出，经济工作要处理好四个关系，其中“宏观数据与微观感受的关系”是一个较新的提法，也是触及当前经济发展过程中症结所在的重要表述。我们认为，“温差”的产生当然可以归结于诸多原因，但究其根本，中国经济当前面临的低通胀问题才是产生“温差”的最主要原因。
- “温差”的产生根植于当前的低通胀环境
 - 对微观感受而言，名义 GDP 很重要：实际 GDP 剔除了价格信息，在价格水平低迷时期，其所表征的内容与微观真实感受相比可能是失真的。而相对于实际 GDP 来说，由于采用了当年价格计算，名义 GDP 往往更加贴近短期的“微观感受”。
 - 勿低估本轮低通胀影响：2023 全年看，5% 的 GDP 增速目标顺利完成，但需要注意的是，全年 GDP 平减指数变化再度转负，这一指标距离上次转负已过去 13 年。而与 15 年那一轮低通胀相比，本轮低通胀对民企微观感受的影响可能更强，这也是催生较强“温差”的重要原因。
 - 我国独特的通胀特点：从通胀特点上看，我国具有独特的低通胀成因，这与我国的总供求格局以及市场结构等因素是密切相关的。“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多”的现实意味着需求不足的背后既有需求端的疲弱、也有供给侧的局部过剩。
- 内卷式竞争、“价格战”与低通胀的宏观环境往往相互强化
 - 低通胀与产能过剩：对于中央经济工作会议指出的“部分行业产能过剩”问题，中央财办有关负责同志在 2023 年 12 月 18 日对中央经济工作会议精神的解读中进一步指明“部分新兴行业存在重复布局和内卷式竞争，一些行业产能过剩”。
 - 哪些行业产能过剩：一方面，由于供给侧结构性改革中淘汰落后产能、去过剩产能等措施，主要上游行业目前并不存在明显的产能过剩风险；另一方面，目前的产能过剩行业主要可以分为两类：第一类主要是由于分子端的实际产出收缩较快；第二类主要是由于分母端生产能力的扩张快于实际产出。
 - 居民资产负债表受损：持续三年的新冠疫情对微观主体的资产负债表产生了巨大冲击，叠加各类资产表现不佳，居民控制和修复自身资产负债表的意愿强烈，这一资产负债表修复进程无疑抑制了市场主体的支出能力与支出意愿，

有效需求不足抑制微观感受。

● **面对当前通胀低迷的宏观环境，应当如何破局？**

- “温差”弥合的关键在于打破当前的低通胀环境、将经济运行拉回至一个适度的通胀水平，**高于实际的名义增长将自然冲淡宏观“温差”。**
 - **推动总需求回升，财政政策或更关键：**我们认为，当前供给侧的过剩是局部的、次要的，需求侧的疲弱才是普遍的、主要的，因此低通胀的破局关键是推动总需求回升，财政和货币协同发力是必要条件，财政端的扩张或更关键。从财政赤字与政府杠杆角度看，2023年赤字率的突破可能是财政政策的一个重要拐点，往前看，在地方政府稳杠杆的背景下，中央政府加杠杆是较为合适的选择，有一定必要性且仍有空间。财政货币协同方面，兼具“类财政+宽货币”双重属性的PSL去年底的“重出江湖”是又一重要的政策信号，其本身也将为“三大工程”提供关键的资金支持，2024年财政货币的协同配合度和具体操作方式也将成为稳增长的一大关键。
 - **回到一致的参考系：**政策调控和市场交易的核心参照系大多数时候并不相同，但这种差异可能正在逐步收敛，2024年值得关注的政策调控背景是参照系与市场逐渐趋同。展望2024，不同于此前三年，我们认为，政策层面与市场主体的参考系或是逐渐趋同的，5%的目标存在一定难度，需要努力才能实现。
 - **聚焦M1与M2：**对于2024年来说，宏观层面的核心跟踪指标应该锚定在名义GDP和通胀指标上，而这两者在根源上又取决于总体货币供给和货币信用传导，因此观测M1和M2的拐点对评估整体环境或更为重要。其中，M2对M1有一定领先性，而M1则对广义通胀有一定领先性，M1的再度起色是走出低通胀的前哨。同时，M1自低位回升初期可能仍是被动的，进一步迈入主动回升区间更为关键。
- **风险提示：**海内外经济环境超预期变动；政策力度或落地效果不及预期；地缘政治局势变化超预期。

内容目录

1. 何为宏观数据与微观感受的“温差”？	5
2. “温差”的产生根植于当前的低通胀环境.....	6
2.1. 对于微观主体而言，名义 GDP 为何重要？	6
2.2. 本轮低通胀环境的影响可能高于以往	7
2.3. 我国具有独特的低通胀成因	9
3. 内卷式竞争、“价格战”与低通胀的宏观环境	11
3.1. 三者间的相互强化	11
3.2. 哪些行业可能面临着产能过剩风险？	12
3.3. 低通胀环境下居民资产负债表受损	15
3.3.1. 住房资产：资产缩水，预期渐弱.....	15
3.3.2. 存款与贷款：存多贷少，提前还贷	17
3.3.3. 权益资产：股指回调，基金跑输。	18
4. 通胀低迷，如何破局？	20
4.1. 推动总需求回升，财政政策或更关键.....	20
4.2. 回到一致的参照系	24
4.3. 聚焦 M1 与 M2	27
5. 风险提示.....	29

图表目录

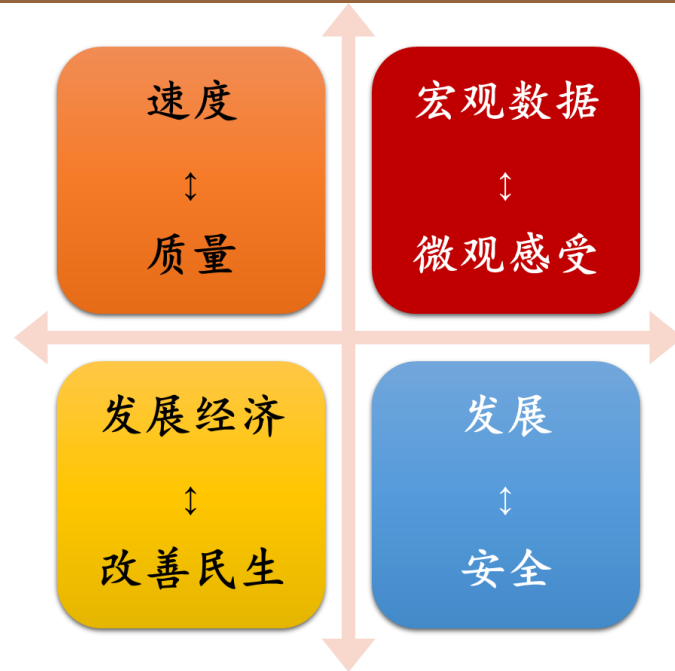
图 1: 中央经济工作会议指出经济工作要处理好四个关系	5
图 2: 名义 GDP 与实际 GDP	6
图 3: 2023 年 GDP 增速的政府预期目标顺利完成	7
图 4: GDP 平减指数变化时隔 13 年再度转负	7
图 5: 中国名义及实际 GDP 与整体通胀趋势	7
图 6: 就业人员平均工资: 城镇私营单位 vs. 城镇国有单位	8
图 7: 工业企业平均用工人数: 私营 vs. 国有	8
图 8: 员工总数: 中证民企 vs. 中证国企	8
图 9: 1978 年以来, 通胀一头高一头低	9
图 10: CPI 月同比增速均值与标准差	9
图 11: PPI 月同比增速均值与标准差	9
图 12: 我国当前面临的主要是有效需求不足的问题	10
图 13: 内卷式竞争、“价格战”、低通胀的相互强化	11
图 14: 光伏行业综合价格指数 (SPI) 23 年来明显回落	11
图 15: 光伏组件出口“量增价减”	11
图 16: 分行业产能利用率及 23Q4 历史分位	12
图 17: 23Q4 的分行业产能利用率 vs. 历史均值	13
图 18: 房地产下行周期拖累部分行业的产能利用率	13
图 19: 全球半导体周期影响了部分行业的产能利用率	13
图 20: 光伏设备行业固定资产周转率	14
图 21: 风电设备行业固定资产周转率	14
图 22: 锂电池行业固定资产周转率	14
图 23: 电动乘用车行业固定资产周转率	14
图 24: 中国居民资产负债表 (2019)	15
图 25: 房地产业处于深度调整中	16
图 26: 70 个大中城市二手住宅价格指数	16
图 27: 渐低的房价预期持续压制居民加杠杆意愿	16
图 28: 居民存贷款存量同比	17
图 29: ...与居民存贷款增量均反映居民倾向于“多存少贷”	17
图 30: 央行城镇储户问卷调查同样显示倾向于“更多储蓄”的居民占比近年来持续上行 ...	17
图 31: RMBS 早偿率指数	18
图 32: 房贷利率持续下调促进固定利率购房者提前还贷	18

图 33: 万得全 A 年 K	18
图 34: 上证指数年 K	18
图 35: 上一轮机构抱团自 2021 年初开始逐步瓦解	19
图 36: 偏股混合型基金和基金重仓指数已连续 3 年跑输全 A	19
图 37: 当前关键是推动总需求 (AD) 回升	20
图 38: 财政和货币协同发力是必要条件	20
图 39: 2020 年以来的财政支出节奏整体偏缓	21
图 40: 财政支出结构逐渐从基建转向民生	21
图 41: 不同口径下我国的赤字率变化	22
图 42: 近些年中央政府的杠杆率提升仍是有限的	22
图 43: 政府部门杠杆率的国际比较	22
图 44: 中央政府部门杠杆率的国际比较	22
图 45: PSL 重启	23
图 46: 市场对 2021 年的 GDP 增速预测 vs. 政府目标	25
图 47: 市场对 2022 年的 GDP 增速预测 vs. 政府目标	25
图 48: 市场对 2023 年的 GDP 增速预测 vs. 政府目标	25
图 49: 市场对 2024 年的 GDP 增速预测	25
图 51: Wind 分析师对 2024 年中国实际 GDP 增速的预测	25
图 50: 近三年年初政策层面与市场层面对宏观经济的看法多不一致	26
图 52: 2024 年, 观测 M1 和 M2 的拐点对评估整体环境或更为重要	27
图 53: 从“货币”到“信用”再到“通胀”: M2、M1 与 GDP 平减指数的领先-滞后关系	28

1. 何为宏观数据与微观感受的“温差”？

2023年12月15日至16日在京召开的中央经济工作会议指出，经济工作要处理好四个关系，分别是“速度与质量”、“宏观数据与微观感受”、“发展经济与改善民生”、“发展与安全”。这四大关系互促共进，取向一致，而其中“宏观数据与微观感受的关系”是一个较新的提法，也是触及当前经济发展过程中症结所在的重要表述。

图 1：中央经济工作会议指出经济工作要处理好四个关系



资料来源：新华社，德邦研究所绘制

事实上，去年7月，国家统计局国民经济综合统计司司长付凌晖就曾表示过，要正确认识宏观数据和微观感受之间的“温差”，并指出了宏观数据的综合性和微观主体感受的局限性。再往前追溯，“温差”一词最早出现于2020年7月，同样适逢当年上半年经济数据出炉，国家发改委通过网上方式举行7月份新闻发布会，在提问环节中也有记者提及“宏观数据表现和企业感受存在一定的‘温差’”。

那么，何为宏观数据和微观感受的“温差”？我们理解，宏观数据是对经济整体运行的较低频、较宏观的测度，只是经济系统某一特定方面的画像，且数据的具体“好坏”还要受到编制方法、统计手段、数据偏离度等诸多技术因素的影响，而微观感受则因经济主体所处部门、行业、地域等社会环境不同而冷暖各异，关系到经济体的结构性因素，两者的“温差”也可视作对经济走势认知的分化。更为重要的是，当我们谈及居民收入、企业利润、财政收入、GDP等等宏观数据时，更贴近自身的更可能是名义值而非实际值，因此，经济体所处的通胀环境在宏观层面影响着微观感受。

宏观“温差”不仅客观存在，而且流布于经济生活的诸多方面，2020年以来频繁出现的“宏观报喜、微观堪忧”现象似乎成为了中国经济难以回避的问题，这一表现在2023年显得尤为突出且引发了广泛的关注。我们认为，“温差”的产生当然可以归结于诸多原因，但究其根本，中国经济当前面临的低通胀问题才是产生“温差”的最主要原因。

2. “温差”的产生根植于当前的低通胀环境

2.1. 对于微观主体而言，名义 GDP 为何重要？

国内生产总值（Gross Domestic Product, GDP）是最常见的宏观数据，可能也是微观主体最熟悉的指标之一。GDP 是指一个国家和地区所有常住单位在一定时期内生产活动的全部最终成果，是国民经济核算体系的核心指标，按照价格计算基准不同可分为名义 GDP 或现价 GDP（Nominal GDP）和实际 GDP 或不变价 GDP（Real GDP），前者以当年价格计算全部最终产品和服务的市场价值，后者则以某一年的价格作为基期价格计算。

图 2：名义 GDP 与实际 GDP

以当年价格计算，纳入了通胀因素 ⇒ 更适合短时序的分析，也更加贴近“微观感受”

$$GDP\ Deflator = \frac{\text{Nominal GDP}}{\text{Real GDP}} \times 100$$

以基年价格计算，剔除了通胀因素 ⇒ 更适合长时序的分析以及跨期或跨地区比较

资料来源：德邦研究所绘制

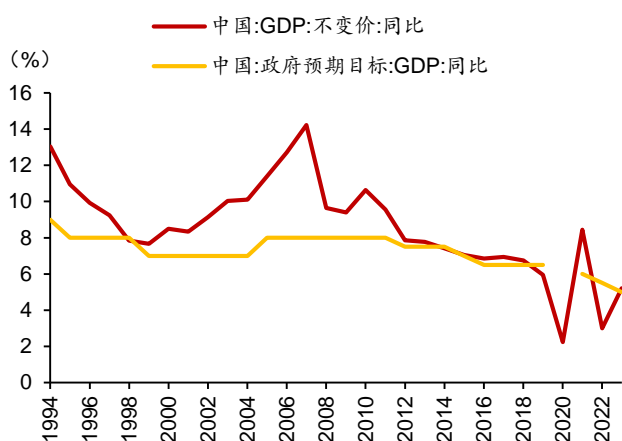
实际 GDP 剔除了价格信息，在价格水平低迷时期，其所表征的内容与微观真实感受相比可能是失真的。而相对于实际 GDP 来说，由于采用了当年价格计算，名义 GDP 往往更加贴近短期的“微观感受”。回到名义 GDP 和实际 GDP 的定义来看，由于价格计算基准不同，两者在数值上往往有所差异，而正是通货膨胀因素造成了它们之间的差距。名义 GDP 与实际 GDP 之比称作 GDP 平减指数（GDP Deflator），是一种衡量通货膨胀的指标，其计算基础比 CPI、PPI 等价格指数更广泛，涉及全部产品和服务。

由于以基年价格计算，相当于剔除了通胀因素，实际 GDP 更适合长时序的分析以及跨期或跨地区比较；而由于以当年价格计算，纳入了通胀因素，名义 GDP 则更适合短时序的分析，可能也更加贴合“微观感受”。对于微观主体而言，名义 GDP 虽然无法完美衡量和测度个体的福祉（well-being），但其提供了使个体福祉增长的经济基础，微观预期在很大程度上也是建立在名义 GDP 增速上，因此维持名义 GDP 相对实际 GDP 的适度膨胀显得尤为重要。

2.2. 本轮低通胀环境的影响可能高于以往

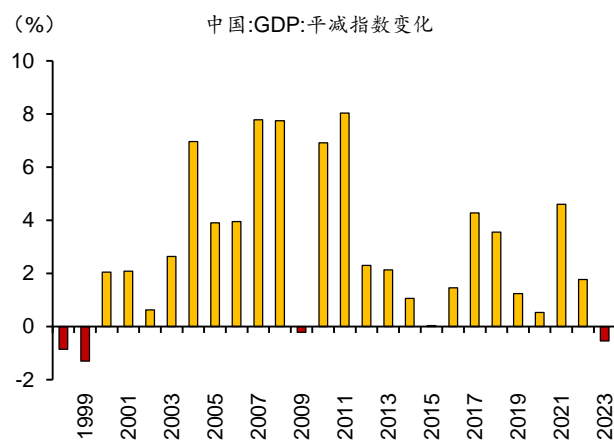
2023 全年看，5%的 GDP 增速目标顺利完成，但需要注意的是，全年 GDP 平减指数变化再度转负，这一指标距离上次转负已过去 13 年。2023 年，全年实际 GDP 增速录得 5.2%，顺利完成年初 5%左右的政府预期目标。然而，全年 GDP 平减指数变化为-0.54%，而这一指标距离上次转负已过去 13 年（2009 年录得-0.21%）。季度维度看，GDP 平减指数增速自 2022 年四季度录得负值，23Q1 回正后再度落入负值区间。受此影响，全年的名义 GDP 增速仅为 4.16%，仅高于疫情影响下的 2020 年，也明显低于实际增长，我们认为这一点是 2023 年宏观数据与微观感受“温差”较大的根源性成因。

图 3：2023 年 GDP 增速的政府预期目标顺利完成



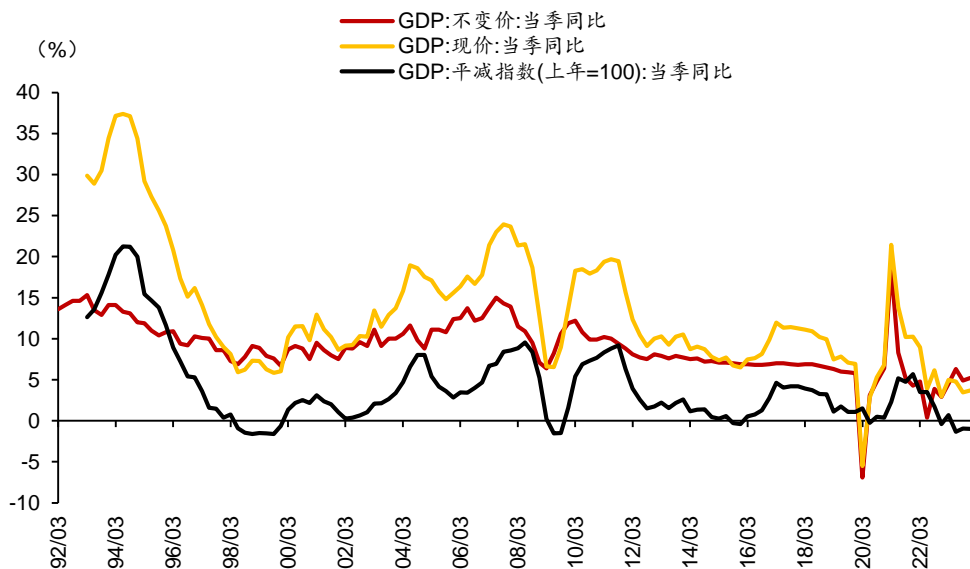
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：GDP 平减指数变化时隔 13 年再度转负



资料来源：Wind，德邦研究所；与平减指数含义相同，突出减 100 之后的变化，环比定基。

图 5：中国名义及实际 GDP 与整体通胀趋势



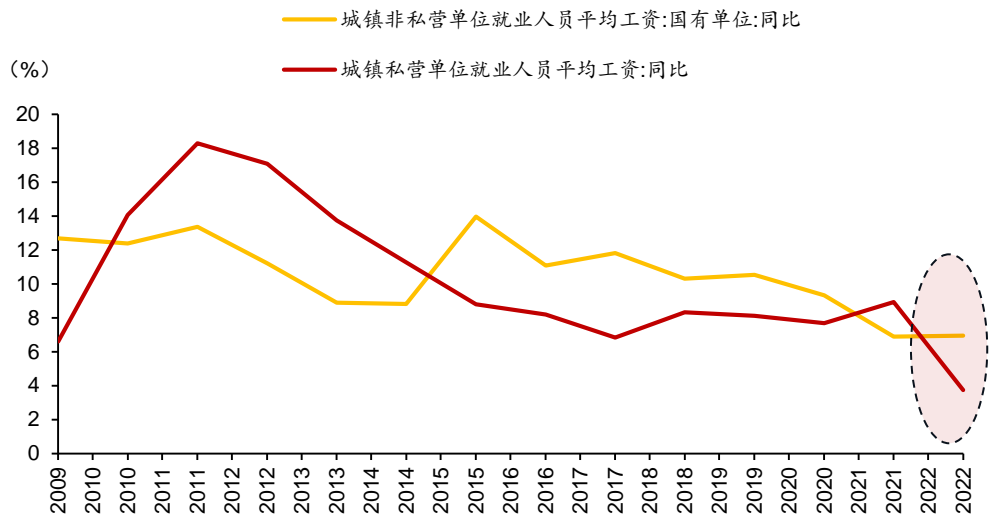
资料来源：iFind，德邦研究所

与 15 年那一轮低通胀相比，本轮低通胀对民企微观感受的影响可能更强，这也是催生较强“温差”的重要原因。一般而言，民企的薪资弹性和员工弹性要强于国企，从就业人员的平均工资上看，2022 年城镇私营单位的平均工资增速录得 3.74%，增速比 2021 年回落 5.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 1.7%。而城镇非私营单位中国有单位的平均工资增速基本保持平稳，甚至还出现了小幅

的上行，由 6.89% 增长至 6.96%。此外，从工业企业的平均用工人数上看，2023 年以来，国有工业企业和私营工业企业的平均用工人数均维持负的累计增长，但私营工业企业增速持续低于国有企业。这一点也在一定程度上体现于上市公司的员工数据中，2023 年，中证民企成份的员工总数均值增速回落至 -6.43%，比中证国企成份的员工总数均值增速低 3.91 个百分点。

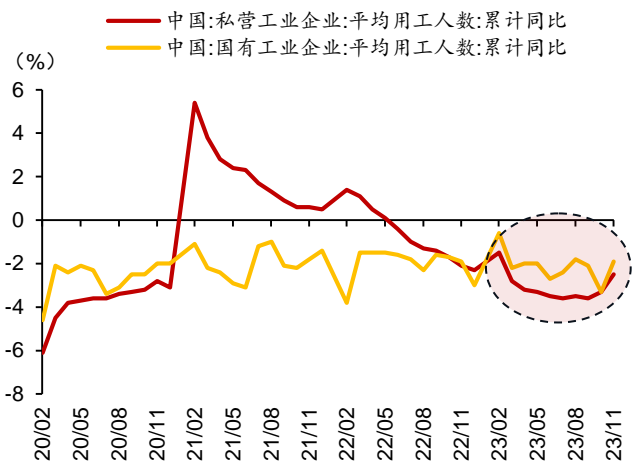
民企与国企的这种分化也是“温差”在微观层面的关键体现，这是与 15 年左右的低通胀环境完全不同的。在 15-16 年供给侧结构性改革前后，我国也面临着较为低迷的价格环境，PPI 于 12M3-16M8 维持了连续 54 个月的负增，但压力主要集中于上游国企，而由于相对民企具有较高的员工刚性和薪资刚性，彼时国企感受的“温差”和当下民企感受到的“温差”或许是明显不同的，本轮低通胀环境对民企微观感受的影响可能更强。

图 6：就业人员平均工资：城镇私营单位 vs. 城镇国有单位



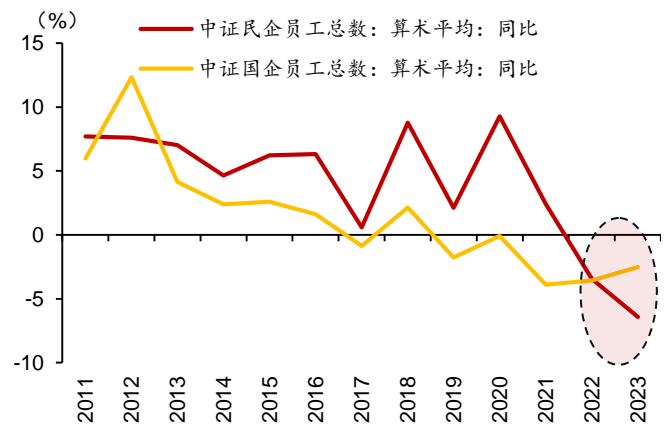
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：工业企业平均用工人数：私营 vs. 国有



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：员工总数：中证民企 vs. 中证国企

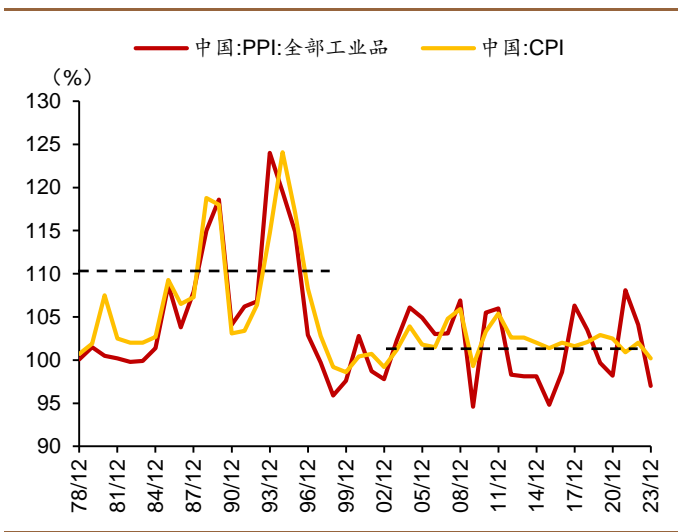


资料来源：Wind，德邦研究所

2.3. 我国具有独特的低通胀成因

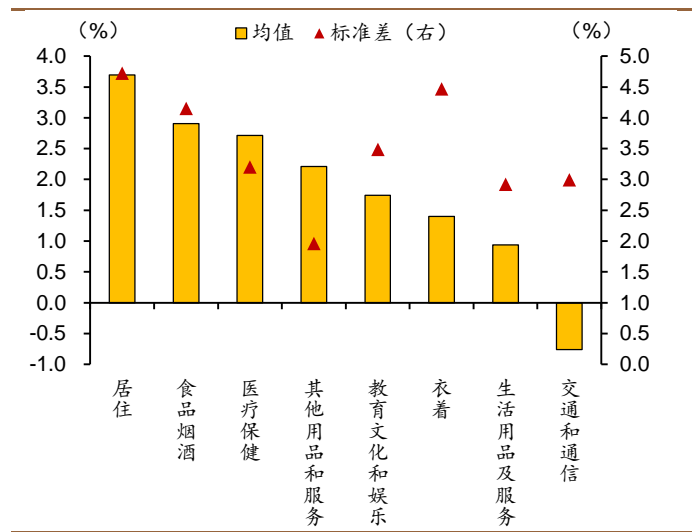
从通胀特点上看，我国具有独特的低通胀成因，这与我国的总供求格局以及市场结构等因素是密切相关的。1978年改革开放以来，从全区间的CPI与PPI上看，我国通胀整体呈现出一头高一头低的态势，并且近年来PPI的波动要明显大于CPI。结构上，考虑全部历史区间，CPI中居住、食品烟酒、医疗保健三项的平均增速均靠前，平均波动亦较大，而交通和通信、生活用品及服务、衣着三项的平均增速则相对较低；PPI中平均增速靠前的行业多为资源密集型的工业品，而轻工类、消费类的制造品则相对靠后。这在一定程度上反映了上下游供需格局的差异，靠近上游的产品供给弹性相对较小，还要同时受到国际大宗商品价格波动的影响，故其增速容易大起大落，而靠近下游的产品则具有较大的供给弹性，新需求较容易被供给侧满足，增速和波动都相对较小。

图 9：1978 年以来，通胀一头高一头低



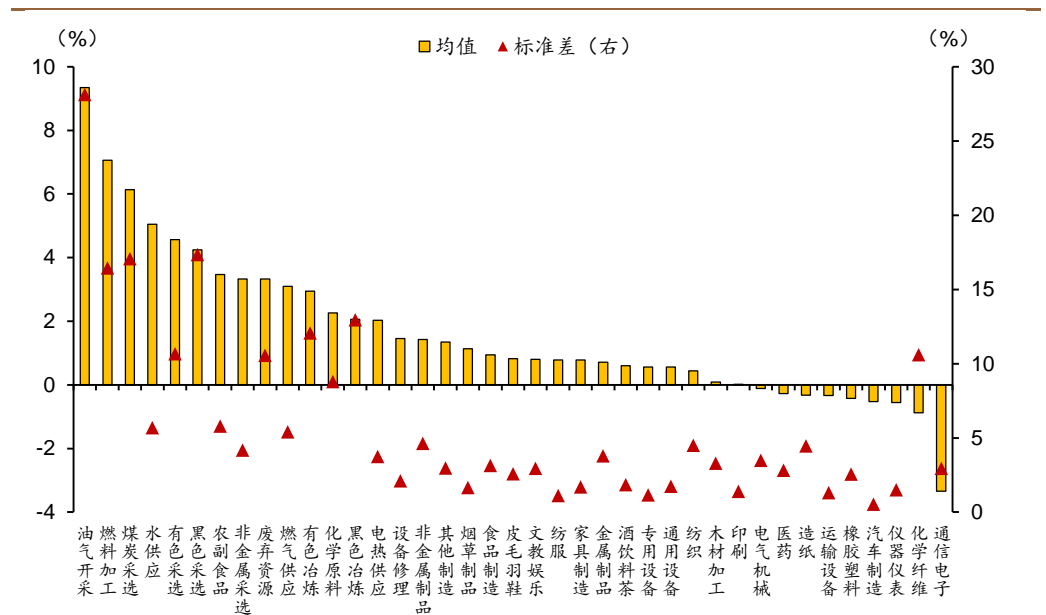
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：CPI 月同比增速均值与标准差



资料来源：Wind，德邦研究所；1994M1-2023M12

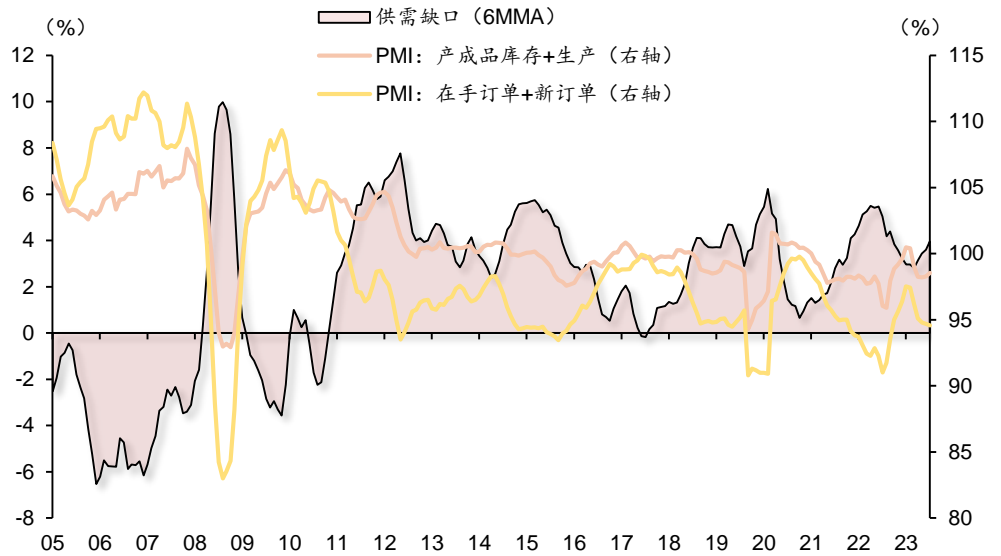
图 11：PPI 月同比增速均值与标准差



资料来源：Wind，德邦研究所；1996M10-2023M12

去年 12 月的中央经济工作会议指出，当前经济所面临的困难和挑战包括“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多”，这意味着需求不足的背后既有需求端的疲弱、也有供给侧的局部过剩。对于我国的供需态势，以制造业为例，我们可以大致以制造业 PMI 的产成品库存及生产分项表征供给侧，并用在手订单及新订单分项表征需求侧。如果将两者的差值视作供需缺口来观察，可以发现，需求相对不足与供给相对不足是交替存在的，只是程度有所差异。站在当下看，我国面临的主要还是有效需求不足的问题，如果说供给侧的产能过剩压力是局部的，需求侧的需求不足则是普遍的，这是导致当前低通胀格局的重要原因之一。

图 12：我国当前面临的主要是有效需求不足的问题



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 内卷式竞争、“价格战”与低通胀的宏观环境

3.1. 三者间的相互强化

内卷式竞争、“价格战”、低通胀的宏观环境，三者往往相互促进与强化。内卷式竞争本身就可能带来微观感受不佳，而“价格战”是内卷式竞争在价格端上的具体表现，产能过剩行业的“量增价减”就是典型表现，“价格战”叠加有效需求不足最终引致了低通胀的宏观环境。在低通胀的大环境下，降本增效是企业生存的一大关键法则，对效率的追求反过来强化了生产端的内卷倾向与价格压制，这进一步影响了微观主体对于实际经济的感知，“温差”自然在所难免。

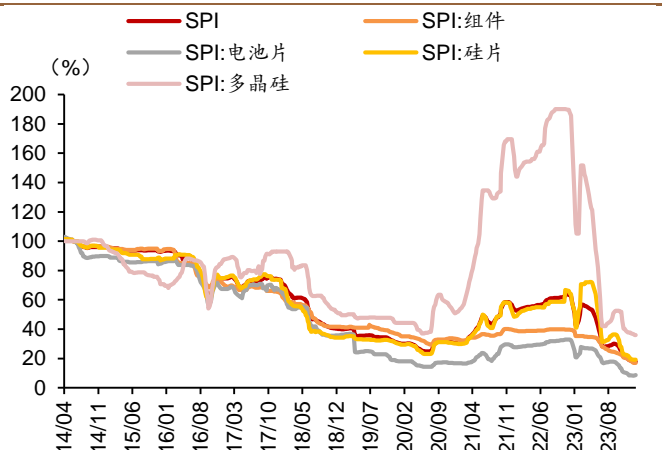
对于中央经济工作会议指出的“部分行业产能过剩”问题，中央财办有关负责同志在 2023 年 12 月 18 日对中央经济工作会议精神的解读中进一步指明“部分新兴行业存在重复布局和内卷式竞争，一些行业产能过剩”。以光伏为例，工信部有关负责人于 2023 年 11 月 15 日表示，“当前中国光伏行业确实存在一定阶段性和结构性过剩风险，但总体属于行业发展正常范围”。回过头看，2023 年光伏各环节产品价格持续下跌，光伏行业综合价格指数（SPI）23 年来明显回落，光伏组件的出口也体现为明显的“量增价减”的趋势。

图 13：内卷式竞争、“价格战”、低通胀的相互强化



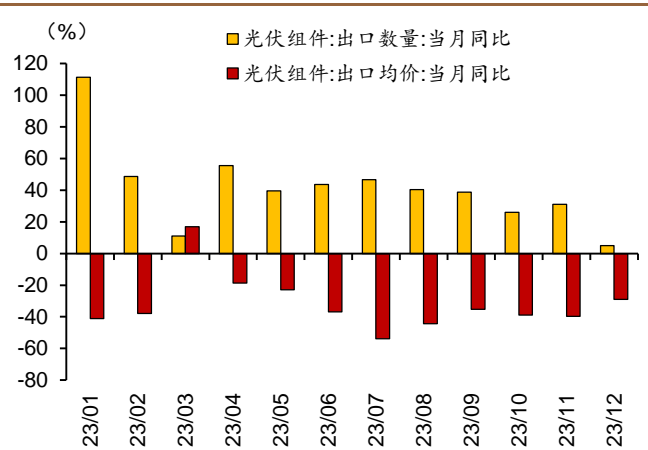
资料来源：德邦研究所绘制

图 14：光伏行业综合价格指数（SPI）23 年来明显回落



资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：光伏组件出口“量增价减”



资料来源：iFind，德邦研究所

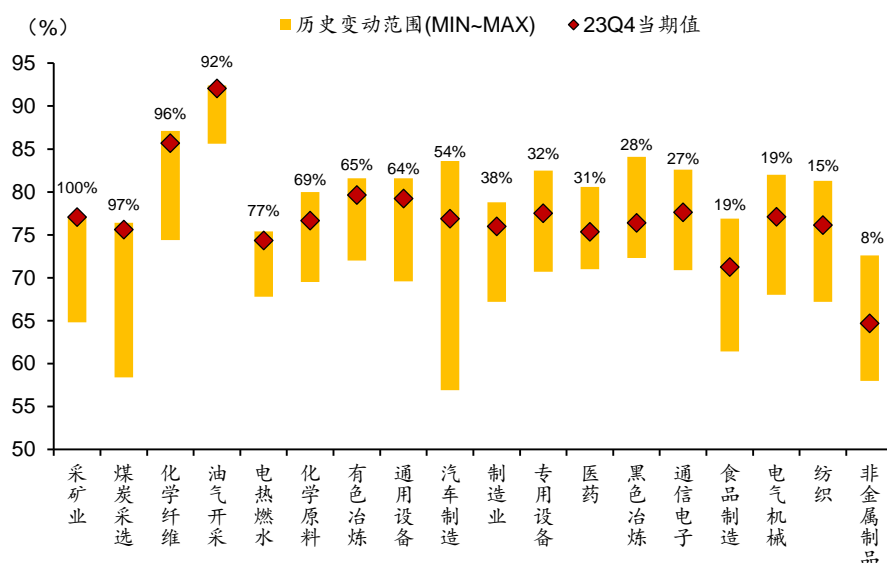
3.2. 哪些行业可能面临着产能过剩风险？

对于产能是否过剩，官方并未给出标准的认定方法，且对于不同国家、不同行业而言，产能是否过剩显然都具有极强的异质性，并不具备同质可比的基础。对于不同行业而言，产能利用率、库销比、库存水平、价格水平等指标可以辅助判别产能是否过剩，我们此处以产能利用率对各行业产能作简单考察。

产能利用率数据能够反映市场供求关系和经济景气程度，对形势判断、政策制定有重要的支撑作用。根据国家统计局给出的定义，产能利用率=实际产出/生产能力*100%。其中，实际产出是指企业生产的产品产量或产值；生产能力是指在劳动力、原材料、燃料、运输等保证供给的情况下，生产设备（机械）保持正常运行，企业可能实现的、并能长期维持的产品产出。

首先，通过观察不同行业产能利用率当前所处的历史分位情况可以发现，截至 23Q4，产能利用相对不足的行业集中于中下游，其中非金属制品（8%）、纺织（15%）、电气机械（19%）、食品制造（19%）的产能利用率均处于 20% 历史分位以下，产能过剩相对显著。而产能利用相对充分的行业则集中于中上游，其中采矿业（100%）、煤炭采选（97%）、化学纤维（96%）、油气开采（92%）的产能利用率均处于 90% 历史分位以上，产能利用较为充分。

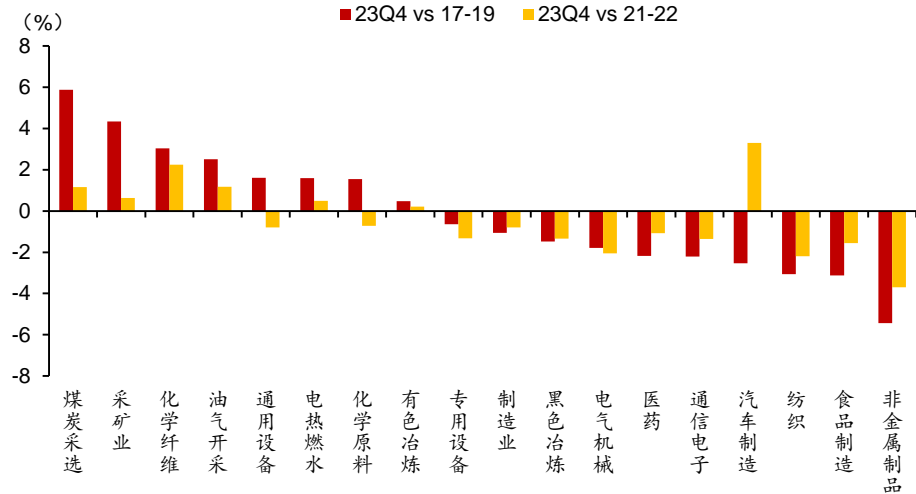
图 16：分行业产能利用率及 23Q4 历史分位



资料来源：Wind，德邦研究所；上方百分比为 23Q4 各行业产能利用率的历史分位数（自 16 有数据起至 23Q4）。

进一步，将 23Q4 的分行业产能利用率与历史均值比较，综合考虑 17-19（疫情前）以及 21-22（疫情后）两段区间可以发现，截至 23Q4，非金属制品、食品制造、纺织、汽车制造、通信电子、医药的产能利用率相对历史均值的萎缩较大，其中，汽车制造的产能利用率相对 17-19 年的回落较高，但相对 21-22 年却有所上升。

图 17: 23Q4 的分行业产能利用率 vs. 历史均值



资料来源: Wind, 德邦研究所

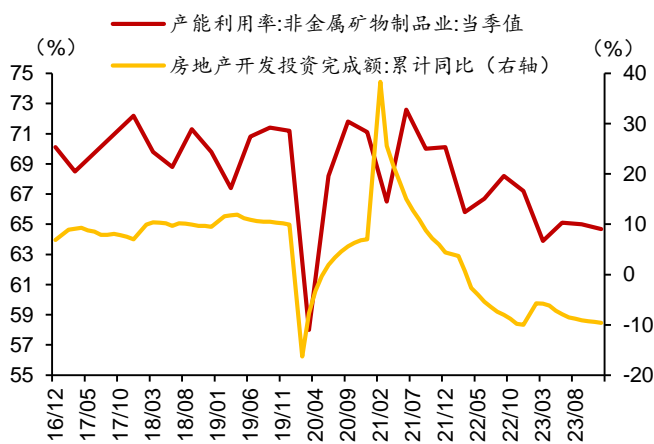
综合来看,一方面,由于供给侧结构性改革中淘汰落后产能、去过剩产能等措施,主要上游行业目前并不存在明显的产能过剩风险,典型的如黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、煤炭开采和洗选业等。

另一方面,目前的产能过剩(以产能利用率偏低表征)行业主要可以分为两类:

(1) 第一类主要是由于分子端的实际产出收缩较快,如非金属矿物制品业,主要受制于房地产下行周期。非金属矿物制品包含了水泥、玻璃等常见的建筑材料、人造金刚石、磨料磨具、石棉制品等,与地产链条关系密切,近年来明显受地产下行周期拖累;

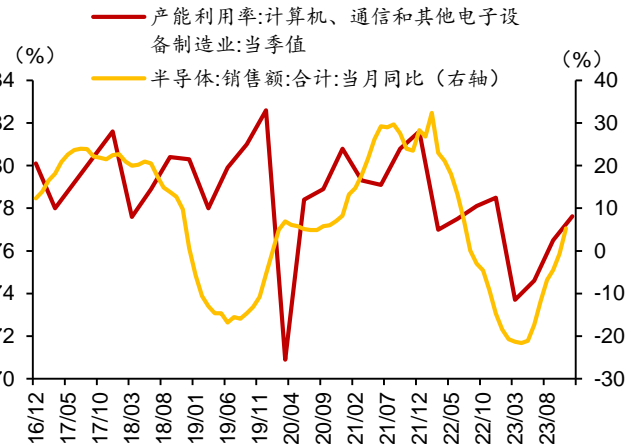
(2) 第二类主要是由于分母端生产能力的扩张快于实际产出,如通信电子,其中有全球半导体周期底部的影响,但许多成长性行业也存在官方所指的“重复布局和内卷式竞争”的问题。部分新兴产业的产能过剩问题与外需不足相关,如计算机、通信和其他电子设备制造业的产能利用率受制于全球半导体周期,在周期底部区间实际产出容易遭到抑制。

图 18: 房地产下行周期拖累部分行业的产能利用率



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 19: 全球半导体周期影响了部分行业的产能利用率

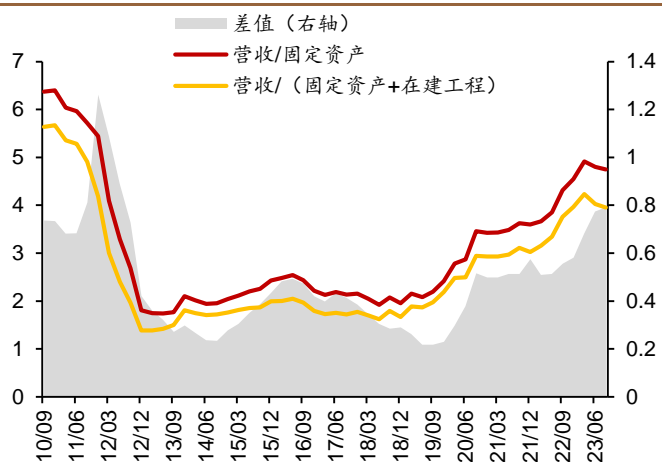


资料来源: Wind, 德邦研究所

但与此同时，部分新兴产业、高技术企业的内卷倾向导致资本开支的无序扩张，虽然这些行业分母端的生产能力得到了提升，但分子端的实际生产可能跟不上前者扩张步伐。关于这一点，最典型的如光伏、锂电池行业普遍被认为存在阶段性或结构性的产能过剩，上市公司的财务数据可对此形成佐证：

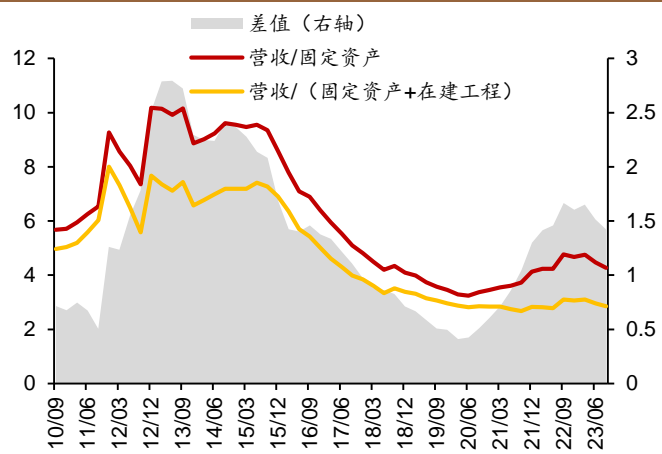
我们以营业收入/固定资产反映公司的固定资产周转率，而以营业收入/（固定资产+在建工程）反映公司的潜在固定资产周转率，可以发现，光伏、风电、锂电池、电动车的固定资产周转率均自前期高点有所回落，这一结果或显示这些行业面临着一定的产能过剩风险。此外，光伏设备固定资产周转率与潜在固定资产周转率在下行的过程中，二者的差值还在同步上行，这意味着在考虑在建工程后固定资产周转率的回落速度加快，其中可能隐含着更高的产能过剩压力。

图 20：光伏设备行业固定资产周转率



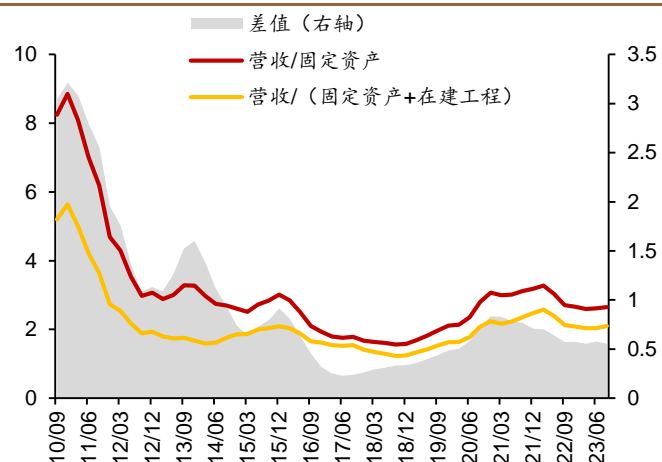
资料来源：Wind，德邦研究所；营收经 TTM 处理，固定资产和在建工程经 4QMA 处理，下同。

图 22：锂电池行业固定资产周转率



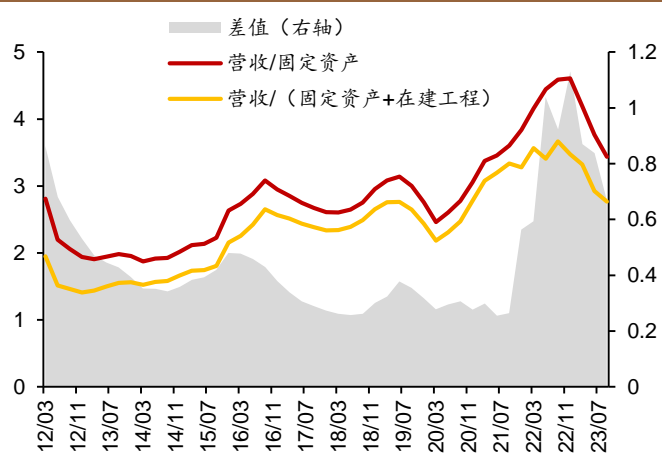
资料来源：Wind，德邦研究所

图 21：风电设备行业固定资产周转率



资料来源：Wind，德邦研究所

图 23：电动乘用车行业固定资产周转率



资料来源：Wind，德邦研究所

3.3. 低通胀环境下居民资产负债表受损

持续三年的新冠疫情对微观主体的资产负债表产生了巨大冲击，叠加各类资产表现不佳，居民控制和修复自身资产负债表的意愿强烈，这一资产负债表修复进程无疑抑制了市场主体的支出能力与支出意愿，有效需求的不足抑制微观感受。

参照中国社会科学院国家金融与发展实验室的划分¹，居民资产可以分为非金融资产和金融资产两大类，前者包含城镇住房资产、农村住房资产、农村生产性固定资产及汽车四项，后者包含通货、存款（含公积金存款和理财）、债券、保险准备金、证券投资基金份额、股票及股权（包含个人持有的上市公司股票及最终属于居民部门的企业部门权益），居民内部贷款（小额贷款+P2P）等七项；居民负债包含居民银行贷款、公积金贷款、小额贷款、P2P贷款等。

图 24：中国居民资产负债表（2019）

居民资产负债表		负债 (10.8%)
资产 (100%)		消费贷款
金融资产 (56.5%)	非金融资产 (43.5%)	住房贷款
通货 (1.1%)	住房 (40.4%)	非住房贷款
存款 (19.5%)	城镇住房 (36.2%)	经营贷款
保险准备金 (2.3%)	农村住房 (4.3%)	公积金贷款
证券投资基金份额 (3.3%)	汽车 (2.4%)	小额贷款
股票及股权 (29.6%)	农村生产性固定资产 (0.6%)	P2P 等
债券 (0.5%)		资产净值 (89.2%)
贷款 (0.2%)		

资料来源：《中国国家资产负债表 2020》，德邦研究所；占比为各项值/总资产。

参考社科院 2019 年的估算值，金融资产中占比较高的分项为股票及股权、存款；非金融资产中占比较高的分项为住房；负债项为各类贷款，分资产关键项来观察：

3.3.1. 住房资产：资产缩水，预期渐弱

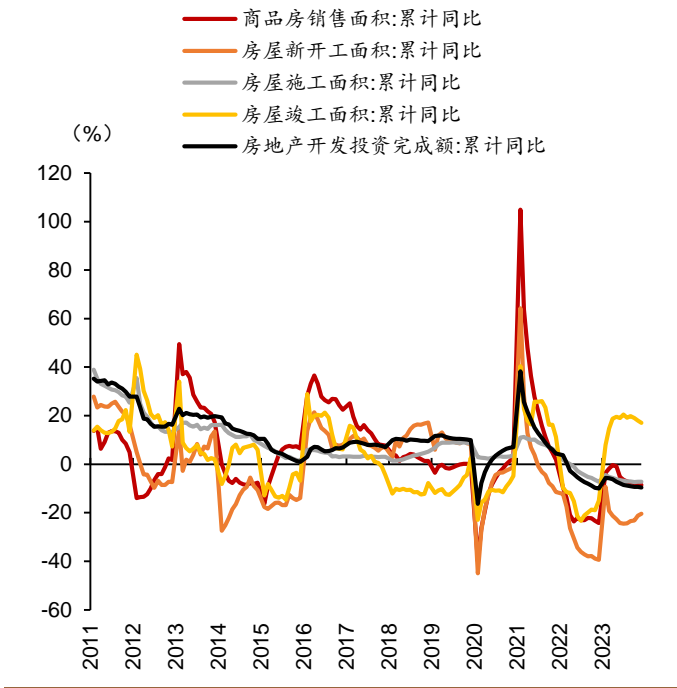
叠加新冠疫情、老龄化加速、人口周期等诸多因素，本轮房地产的下行周期显得尤其漫长。虽然对于固定资产投资整体而言，近年来基建与制造业投资对国民经济形成了一定支撑，但作为曾经驱动中国经济高速增长的高权重行业，房地产开发投资的持续下行对地产业及其衍生链条形成了较大拖累。不过，站在当前位置看，房地产已经在边际上出现了一些积极信号，伴随着地产政策的优化调整与“三大工程”的对冲，继续深度调整的空间可能已然不大。

对于居民而言，房地产市场的长期低迷意味着居民资产负债表中住房资产这一重要的资产项面临持续缩水。以二手房价格观察，二三线城市的二手房价格增

¹ 李扬, 张晓晶等. 中国国家资产负债表 2020[M]. 中国社会科学出版社:202103.

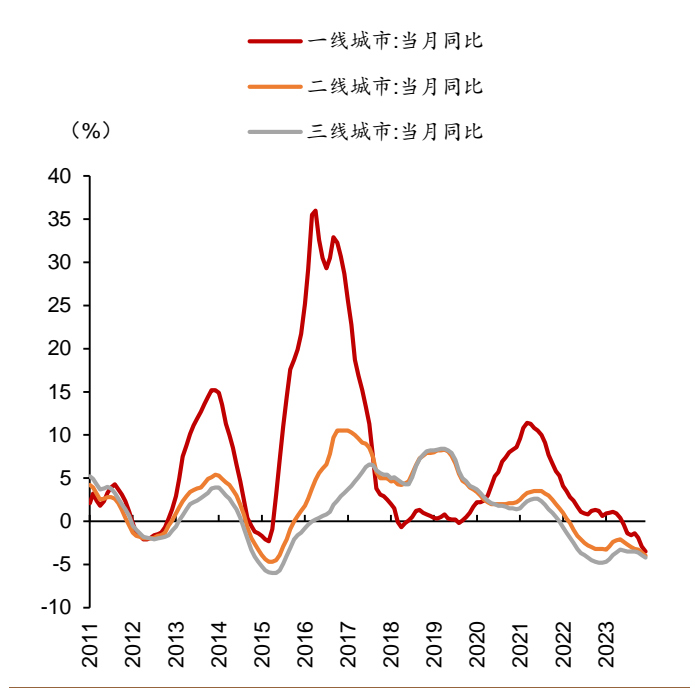
速于 2022 年初转为负，相对坚挺的一线城市二手房价增速也于 2023 年中转负，这在很大程度上损耗了居民的资产负债表。

图 25：房地产业处于深度调整中



资料来源：Wind，德邦研究所

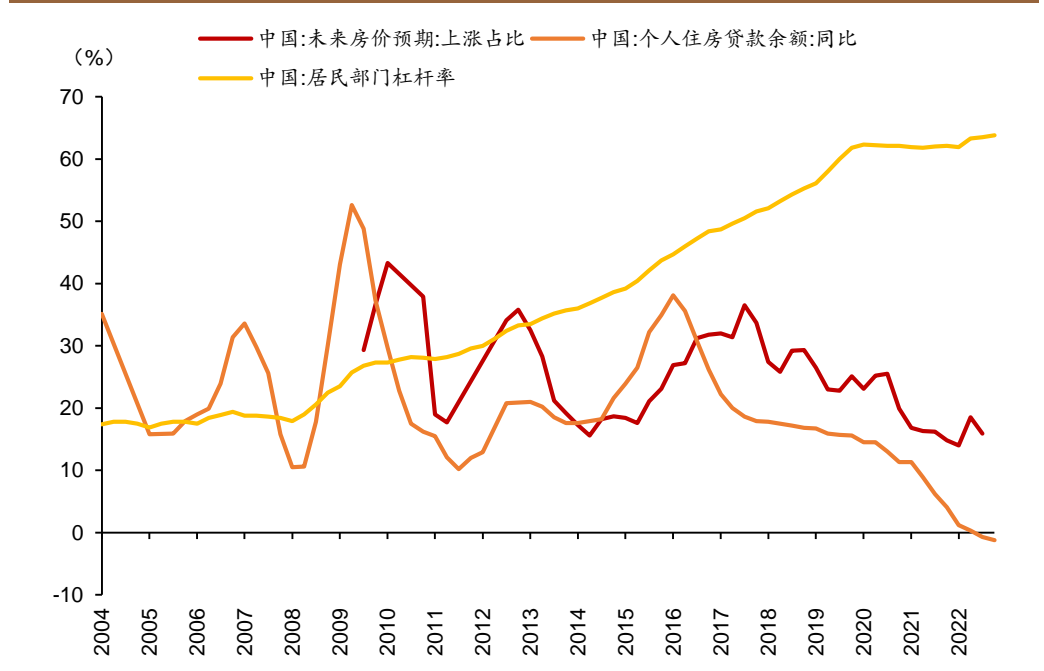
图 26：70 个大中城市二手住宅价格指数



资料来源：Wind，德邦研究所

同时，在地产下行周期中，居民对于未来房价的预期也在不断转弱，这进一步抑制与住房资产相关的负债发生扩张，居民端的加杠杆意愿因此不足。如果说二手房价下行导致的住房资产收缩是被动的，那么在预期影响下的杠杆控制与资产负债表修复则是主动的，低迷的房价和渐低的房价预期对居民加杠杆意愿形成了持续压制。

图 27：渐低的房价预期持续压制居民加杠杆意愿

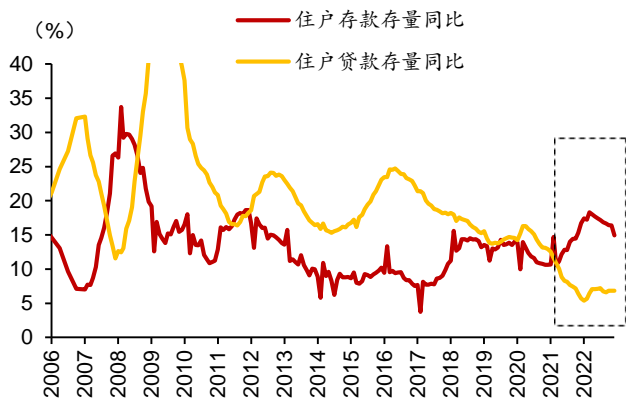


资料来源：Wind，德邦研究所

3.3.2. 存款与贷款：存多贷少，提前还贷

新冠疫情爆发以来，居民存贷款表现为“存多贷少”的趋势有所加强，无论是从存量还是增量角度看，居民对存款的偏好都要强于贷款。事实上，“存多贷少”现象始于 2018 年初，这与央行城镇储户问卷调查中倾向于“更多储蓄”的居民占比开启上行的时点是大致同步的，而消费和投资自彼时开始又是处在下行通道中的。2020 年初，新冠疫情的爆发强化了这一进程，居民风险偏好受到进一步压制，在对货币收入确定性的偏好与修复资产负债表倾向的共同作用下，“存多贷少”趋势有所加强，居民对存款的偏好强于贷款。

图 28：居民存贷款存量同比...



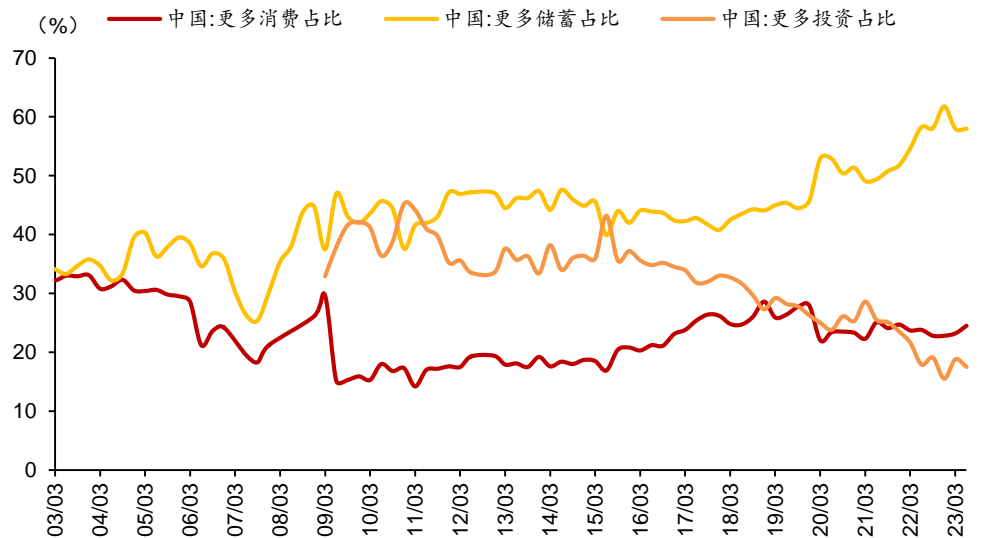
资料来源：Wind，德邦研究所

图 29：...与居民存贷款增量均反映居民倾向于“多存少贷”



资料来源：Wind，德邦研究所

图 30：央行城镇储户问卷调查同样显示倾向于“更多储蓄”的居民占比近年来持续上行

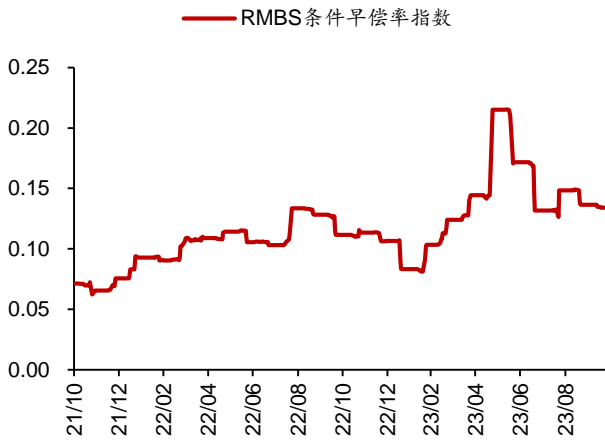


资料来源：Wind，德邦研究所

2023 年上半年激增的提前还贷行为也可形成印证，房贷利率的持续下调对此形成了较强推动，主流资产的回报率低迷亦是诱因。个人住房抵押贷款支持证券（RMBS）是以个人住房抵押贷款作为基础资产的证券化产品，RMBS 条件早偿率可以大致反映居民的提前偿还住房贷款的行为强度。长期来看，早偿率自 2021 年 10 月以来整体抬升，并于 22 年 8 月快速抬升、于 2023 年上半年激增至历史高位。基于近年来“存多贷少”的信贷现实，居民修复资产负债表的倾向无疑是原因之一，这一过程中房贷利率的持续下调对此也形成了较强推动。若将个人住房贷款利率较前一年的同期值进行比较，可以发现自 2022 年 6 月开始该

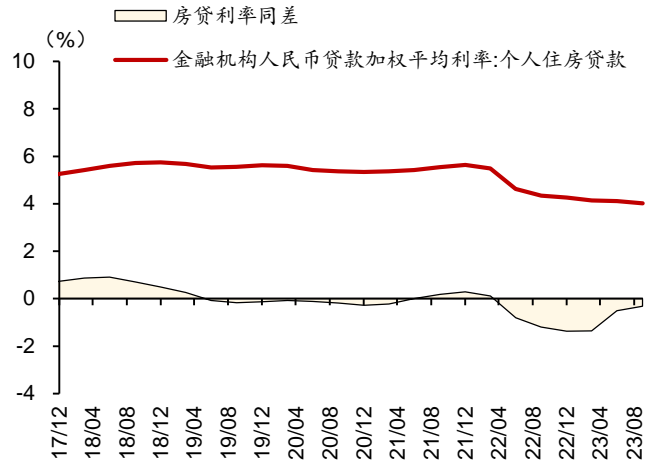
同差就已转负，2023年3月达到历史低点，因此固定利率购房者有较强的动机进行提前还贷。最后，近几年包括房产、股票、理财在内的主流资产回报率较为低迷，这进一步强化了居民提前还贷的合理性。

图 31: RMBS 早偿率指数



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 32: 房贷利率持续下调促进固定利率购房者提前还贷



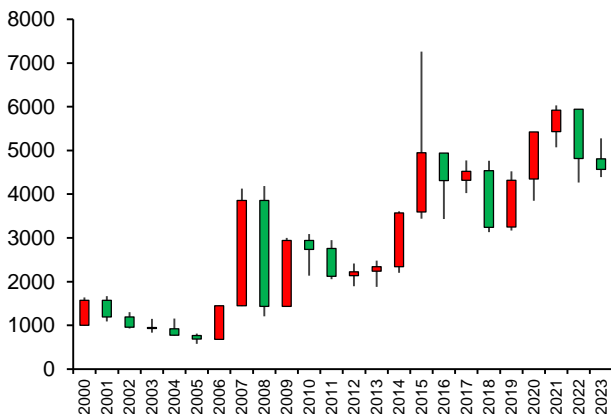
资料来源: Wind, 德邦研究所

3.3.3. 权益资产：股指回调，基金跑输。

权益资产也是居民资产的重要组成部分之一，宏观虽然会自上而下地影响股市，但并不是其唯一决定因素，资产定价的复杂性决定了市场表现经常偏离宏观面甚至基本面。因此，对于关注资本市场尤其是股票市场的微观主体而言，这种偏离也是“温差”产生的重要原因。与此同时，股票的高波动性以及 A 股近两年的不佳表现也对居民资产和资产预期形成负面影响。

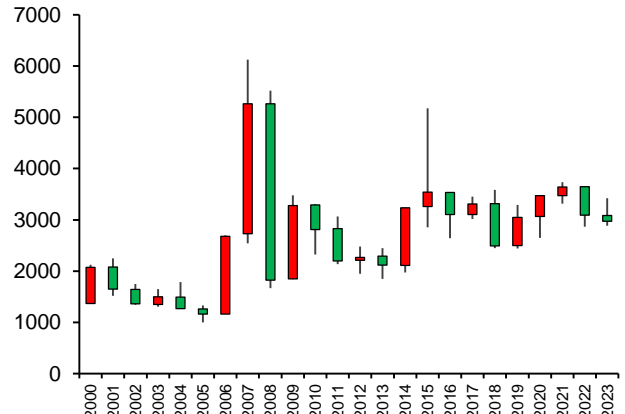
对于 A 股而言，19 年后万得全 A、上证指数年 K 出现少见的 3 连阳，虽多为结构性行情，但整体财富效应尚好。但到了 2022 年，受俄乌冲突、疫情散发以及美联储超预期加息等一系列宏观因素的扰动影响，市场表现一波三折，虽有两波中线反弹，但全年依旧跌幅较深。2023 年，市场预期似乎始终跑在了美国经济衰退与中国经济全面复苏之前，“东升西落”并未如期而至，在预期与现实的不断拉扯下，A 股年内虽一波三折但仍整体回落，万得全 A 跌 5.19%，自 21 年末的高点以来已回撤两年。

图 33: 万得全 A 年 K



资料来源: Wind, 德邦研究所

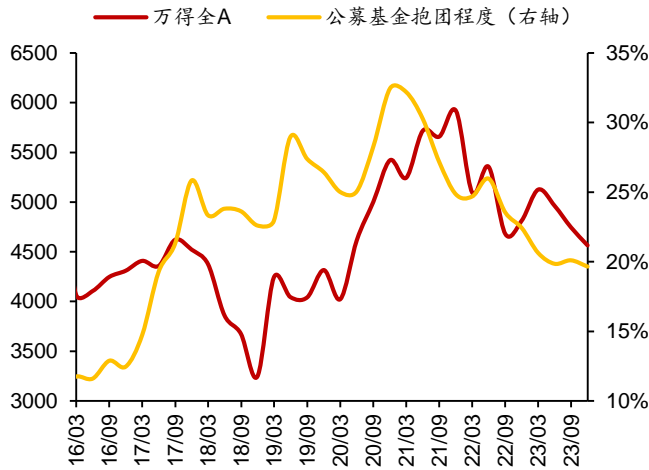
图 34: 上证指数年 K



资料来源: Wind, 德邦研究所

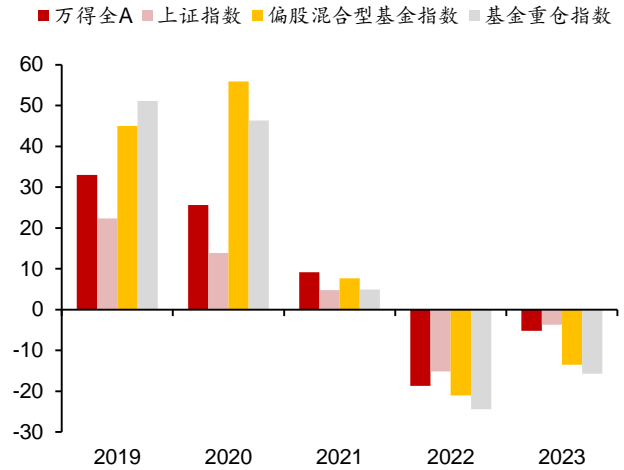
回过头看，这一轮的股市下行伴随着机构抱团的松动，并且偏股基金和基金重仓股连续 3 年跑输全 A，作为机构负债端的基民因此面临权益资产的缩水。若以所有公募基金（前 50 重仓股市值）/（全部股票持仓市值）来简单地衡量公募基金抱团程度的大小，可以发现，2021 年初，上一轮机构抱团开始逐步松动。在这一过程中，主动偏股基金的超额收益开始收缩，2021 年以来偏股混合型基金指数和基金重仓指数已经连续 3 年跑输全 A，这对于机构负债端的基民是不利的，长期来看，权益资产的缩水也势必会影响部分投资者的微观感受。

图 35：上一轮机构抱团自 2021 年初开始逐步瓦解



资料来源：Wind，德邦研究所；公募基金抱团程度 = 所有公募基金（前 50 重仓股市值）/（全部股票持仓市值），截至 23Q4。

图 36：偏股混合型基金和基金重仓指数已连续 3 年跑输全 A



资料来源：Wind，德邦研究所

4. 通胀低迷，如何破局？

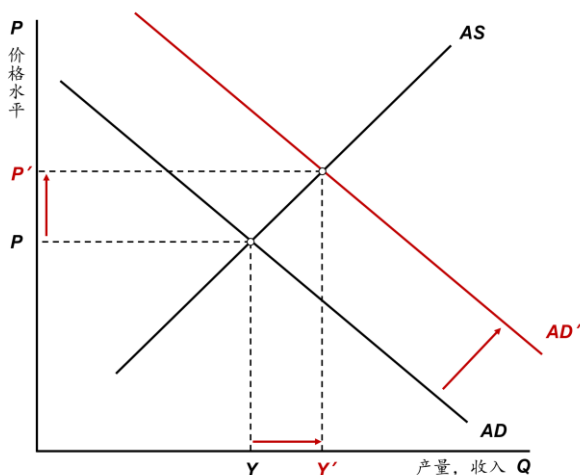
“温差”弥合的关键在于打破当前的低通胀环境、将经济运行拉回至一个适度的通胀水平，高于实际的名义增长将自然冲淡宏观微观“温差”。2023 年中央经济工作会议提出“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，与此前会议“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的提法不同的是，本次会议将货币供应量和“价格水平预期目标”挂钩，这意味着政策和货币当局对“通缩”风险的担忧，也体现出当局希望通胀能够逐渐回升到合理水平的诉求，在当前我国物价水平低位运行的背景下，这或意味着明年货币政策将推动通胀水平适度回升，而随着各项宏观数据的名义值渐热，“温差”也将不复存在。

4.1. 推动总需求回升，财政政策或更关键

针对当前“有效需求不足、部分行业产能过剩”的现实，我们认为供给侧的过剩是局部的、次要的，需求侧的疲弱才是普遍的、主要的，因此低通胀的破局关键是推动总需求回升，财政和货币协同发力是必要条件，财政端的扩张或更关键。

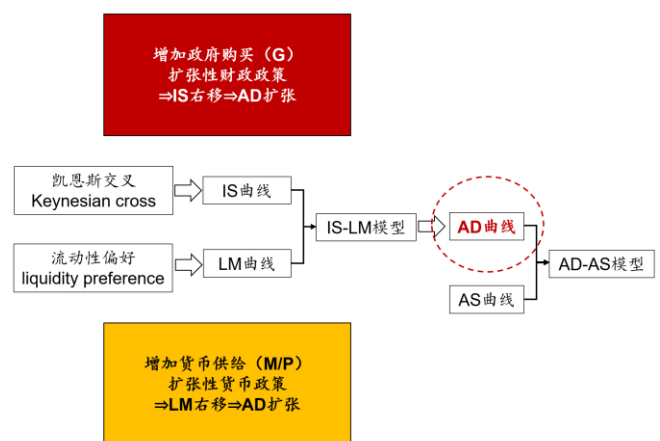
基于经典的静态总需求-总供给模型 (AD-AS model)，在总供给 (AS) 没有受到外生冲击的前提下，总需求 (AD) 的回升将推升总体价格水平和产出水平。如果依循理论脉络，回到经典的 IS-LM 模型、凯恩斯交叉和流动性偏好理论，其基本的政策含义指向财政政策与货币政策的扩张均可以推动 IS 曲线右移，继而推动 AD 曲线右移、价格与产出水平回升，因此当前低通胀环境的破局关键是推动总需求回升，财政和货币协同发力是必要条件。而若进一步考虑国民收入核算恒等式 ($Y=C+I+G+NX$)，在目前消费 (C) 结构分化、投资 (I) 受房地产下行压力拖累、净出口 (NX) 受制于外需形势的大背景下，政府购买 (G) 的扩张幅度将成为下一阶段拉动宏观经济的关键分项。

图 37：当前关键是推动总需求 (AD) 回升



资料来源：德邦研究所绘制

图 38：财政和货币协同发力是必要条件



资料来源：德邦研究所绘制

新冠疫情爆发以来，我国财政政策在支出端发力并不强，2020 年以来的财政支出节奏整体偏慢，在结构上更加偏向民生性支出。从节奏上看，2020 年以来，我国的财政支出节奏整体偏缓，各月的支出进度相比疫情前较慢，且 2020-2022 年三年均未完成年初的支出目标，23Q4 财政支出有所提速，最终接近完成

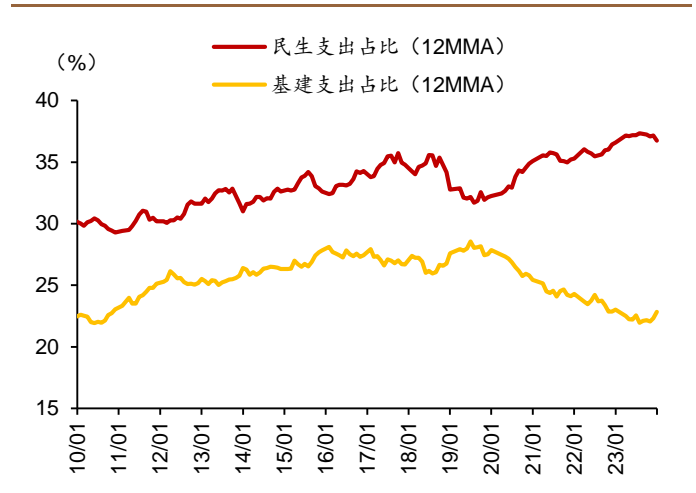
年初目标。截至 2023 年 12 月，累计完成支出预算的 99.8%，相比 2020-2022 年有所提速，但相比 2016-2019 年各年仍较慢；从结构上看，19 年以来的财政支出更加偏向于教育、社会保障、卫生健康等民生相关领域，而在节能环保、城乡社区事务、农林水事务、交通运输等基建相关领域的支出占比下行。截至 2023 年 12 月，全年民生领域支出占公共财政支出比重为 37.70%，较 2018 年提高 3.75 个百分点；全年基建领域支出占公共财政支出比重为 22.70%，较 2018 年下降 4.87 个百分点。

图 39：2020 年以来的财政支出节奏整体偏缓

支出进度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
2月	11.6%	12.8%	13.9%	14.2%	13.1%	14.3%	14.3%	14.9%
3月	20.8%	23.6%	24.3%	24.9%	22.3%	23.5%	23.8%	24.7%
4月	28.0%	30.6%	31.3%	32.2%	29.7%	30.5%	30.3%	31.4%
5月	36.5%	39.2%	39.4%	39.5%	36.4%	37.4%	37.1%	38.1%
6月	48.9%	53.1%	53.2%	52.5%	47.0%	48.6%	48.2%	48.7%
7月	55.9%	60.0%	59.8%	58.6%	53.9%	55.1%	54.9%	55.1%
8月	63.6%	67.5%	67.0%	65.1%	60.5%	62.1%	61.8%	62.3%
9月	74.5%	77.9%	77.8%	75.9%	70.7%	71.7%	71.3%	71.9%
10月	81.0%	83.6%	83.6%	81.0%	76.4%	77.5%	77.2%	78.4%
11月	90.9%	92.1%	91.4%	87.8%	83.9%	85.5%	85.1%	86.7%
12月	102.9%	104.3%	105.3%	101.5%	99.1%	98.5%	97.6%	99.8%

资料来源：Wind，德邦研究所；支出进度=当月累计值/年初预算值

图 40：财政支出结构逐渐从基建转向民生



资料来源：Wind，德邦研究所；民生支出包含教育、社会保障、卫生健康三项，基建支出包含节能环保、城乡社区事务、农林水事务、交通运输四项

从财政赤字与政府杠杆角度看，2023 年赤字率的突破可能是财政政策的一个重要拐点，往前看，在地方政府稳杠杆的背景下，中央政府加杠杆是较为合适的选择，有一定必要性且仍有空间。

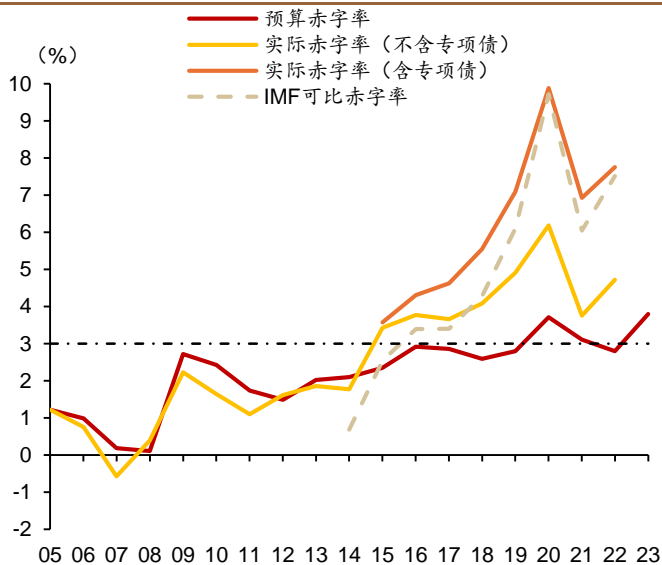
关于赤字率，基于计算口径的不同，除最狭义的（一般公共）预算赤字率外，常见的还有全国财政收支差额口径下的实际赤字率，按是否含专项债又可分为两种。此外，IMF 公布的可比赤字率（一般政府净借出/借入占 GDP 比重）将财政“四本账”收支差加总，但其剔除了土地出让收支以便于进行地区间比较，但可能并不适合我国国情。从赤字率角度看，2023 年 10 月 24 日，全国人大常委会批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议草案，随着万亿国债的发行，2023 年全国财政赤字由 38800 亿元增加到 48800 亿元，赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右（以 2023 名义 GDP 初步核算数计算，赤字率为 3.9%）。特别国债发行后，所谓 3% 的赤字率约束继 2020 年之后再次被打破，中央政府部门开始加大财政扩张力度，这可能是中长期财政政策的一个重要拐点。

在中央加杠杆的推动下，2023 年全年政府杠杆率上升了 5.3 个百分点，由 2022 年末的 50.6% 上升至 55.9%，相比 2019 年末的 38.6% 累计上升了 17.3 个百分点，高于居民部门杠杆率（+16.5%）和非金融企业部门杠杆率（+7.4%）的增长，当然这背后亦有经济增速下行、财政收入增长乏力导致的杠杆率被动上升。不过，即使政府部门经历了近几年的快速加杠杆，中央政府的杠杆率提升仍是有限的，当前（23Q3）只比历史高点（04Q3）高出 2.4 个百分点，即使不考虑地方隐债，中央加杠杆在趋势上也要明显弱于地方政府的加杠杆速率。

同时，国际比较来看，政府部门尤其是中央政府部门通过财政加力推升杠杆

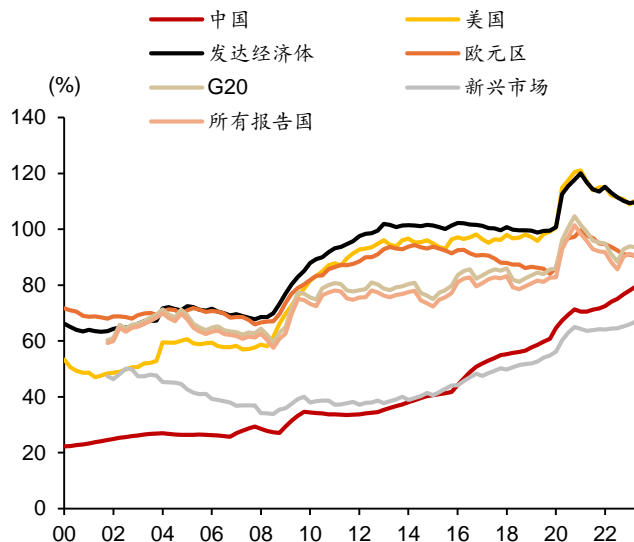
率的空间仍是相对宽阔的。一方面，我国政府部门杠杆率经过近些年的攀升后虽高于新兴市场整体，但仍低于所有报告国，且显著低于以美国为代表的发达经济体；另一方面，中央政府部门的杠杆率水平在国际上更是处在相对较低的位置，用社科院公布的数据与 IMF 统计的 173 个国家或地区（不含中国）对比可以发现，2008 年后我国中央政府杠杆率始终处在国际低位，2009 年后未曾高于 20% 的分位、2016 年后未曾高于 10% 的分位，属于国际间较低一档，可见我国中央政府财政加力推升杠杆率的空间依旧相对充足。

图 41：不同口径下我国的赤字率变化



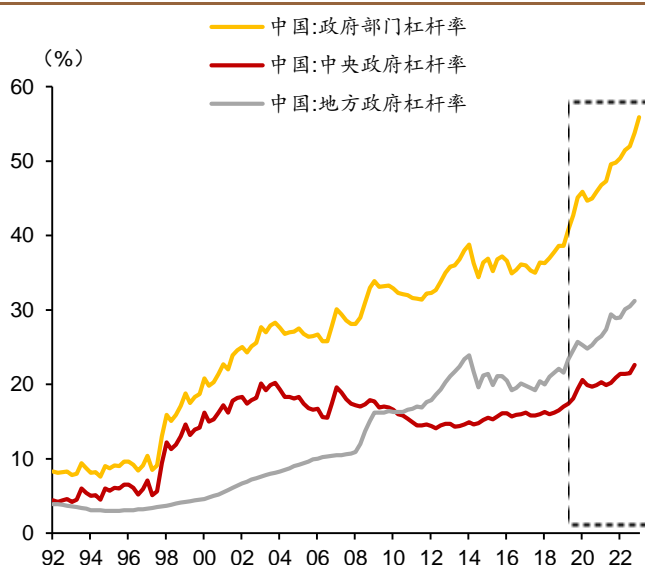
资料来源：Wind,《中国财政年鉴》，德邦研究所；IMF 可比赤字率=一般政府净借出/借入占 GDP 比重，对于中国而言，该指标剔除了土地出让收支以便进行地区间比较。

图 43：政府部门杠杆率的国际比较



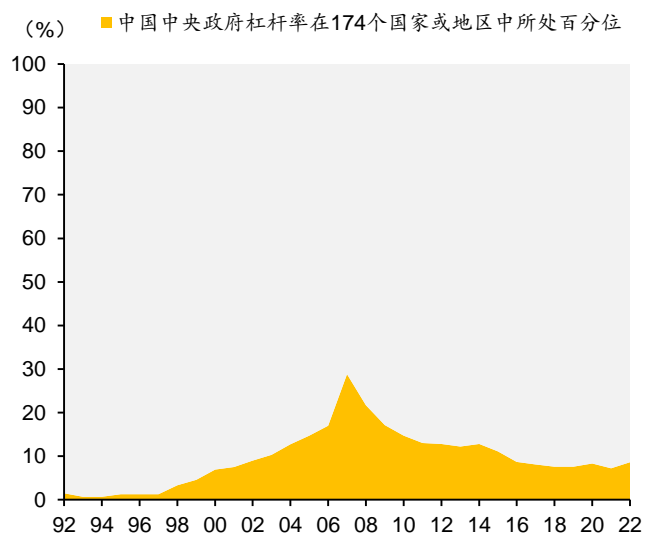
资料来源：BIS, 德邦研究所；按名义价值计，新兴市场与发达市场使用购买力平价汇率。

图 42：近些年中央政府的杠杆率提升仍是有限的



资料来源：Wind, 德邦研究所

图 44：中央政府部门杠杆率的国际比较

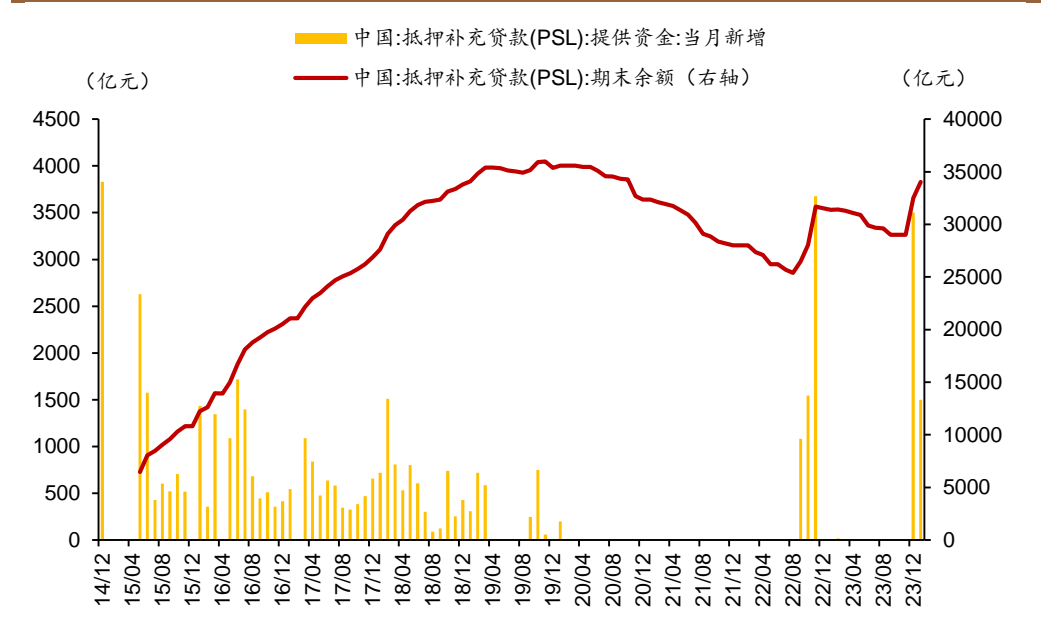


资料来源：社科院, IMF, 德邦研究所；中央政府债务/GDP

财政货币协同方面，兼具“类财政+宽货币”双重属性的 PSL 去年底的“重出江湖”是又一重要的政策信号，其本身也将为“三大工程”提供关键的资金支持，2024 年财政货币的协同配合度和具体操作方式也将成为稳增长的一大关键。央行数据显示，2023 年 12 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增 3500 亿元 PSL，期末 PSL 余额为 32522 亿元，利率为 2.4%。2024

年 1 月，三家政策性银行继续净新增 PSL1500 亿元，近两月已合计新增 5000 亿。本轮 PSL 重启将主要用于支持保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造“三大工程”建设，叠加与保障性安居工程相关的财政资金、专项债、商业银行配套贷款等资金，PSL 可以进一步为“三大工程”提供中长期、低成本的资金支持。继增发国债后，PSL 的重启将对稳增长形成续力，后续政策性开发性金融工具也或将重启并同步发力，宏观经济的预期和对地产市场的预期都将受到一定提振，2024 年财政货币的协同配合度和具体操作方式也将成为稳增长的一大关键。

图 45: PSL 重启



资料来源: Wind, 德邦研究所

4.2. 回到一致的参照系

政策调控和市场交易的核心参照系大多数时候并不相同，但这种差异可能正在逐步收敛，2024年值得关注的政策调控背景是参照系与市场逐渐趋同。政策层面首先关注的是能否完成预期目标，更加重视实物工作量，大部分时间并不考虑基数扰动；而市场层面聚焦的更多是收入、盈利等名义指标，并且对经济形势的评估多会考虑剔除基数，或以年化平均增速评估。政策和市场的参照系差异在近三年都有所体现，回顾来看：

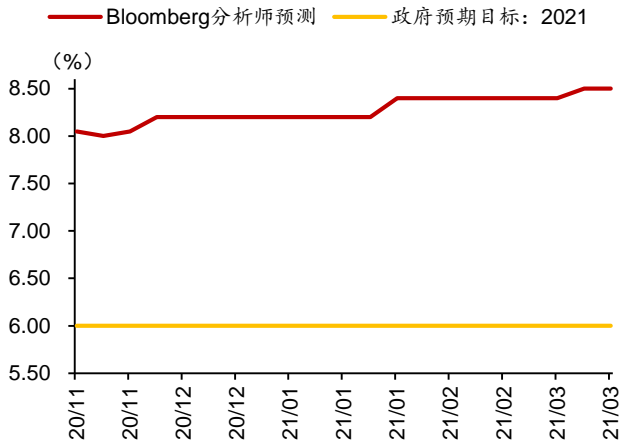
1) 2021年，政府的GDP预期目标定在6%，而市场一致预期却始终在8%以上。具体来看，由于2020年的新冠疫情给我国造成巨大冲击，全年GDP增速只有2.2%，故许多市场参与者估计2021年的目标应设定在8%以上。然而，当年的政府工作报告却指出，“经济增速是综合性指标，今年预期目标设定为6%以上，考虑了经济运行恢复情况，有利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展。”事后来看，伴随着2020年的低基数，经济内生修复下我国21Q1的GDP增速高达18.7%，所以2021年4月30日中央政治局会议的形势判断是“用好稳增长压力较小的窗口期”。2020年中央经济工作会议提出的“强化反垄断和防止资本无序扩张”、“做好碳达峰、碳中和工作”、“增强产业链供应链自主可控能力”等工作反而成为了当时的政策聚焦点。

2) 2022年，虽然前一年实现了8.4%的高增长，但由于21Q4的GDP增速已经快速回落到4.3%（两年平均看也只有5.3%），多数市场参与者预计次年目标最多定为5%，且由于2021年冬季Omicron已经开始流行，彼时二次疫情的风险也在逐步提高。然而，2022年政府工作报告将目标定在5.5%，展现出更为积极的稳中求进之势，并且前一年底召开的中央工作会议提出要正确认识和把握五个重大问题（涉及共同富裕、资本的特性和行为规律、初级产品供给保障、防范化解重大风险、碳达峰碳中和），整体呈现出非常明显的纠偏倾向。事后来看，22年的疫情反复彻底打乱了节奏，从上海疫情封控到全国多地封控，再到四季度防疫政策逐步优化、全国快速过峰，全年仅实现3%的GDP增速。

3) 2023年，许多市场参与者认为疫情防控平稳转段后，经济应乘势而上，目标定为5.5%比较合适。但从政策层面看，酝酿目标时正处于疫情闯关阶段，最终按照稳中求进的思路将目标定为5%。事后看来，由于全年完成目标的压力多数时期不大，政策出台的速度和力度也多数低于市场预期，部分重要政策也往往处于既利当前又利长远的考虑。

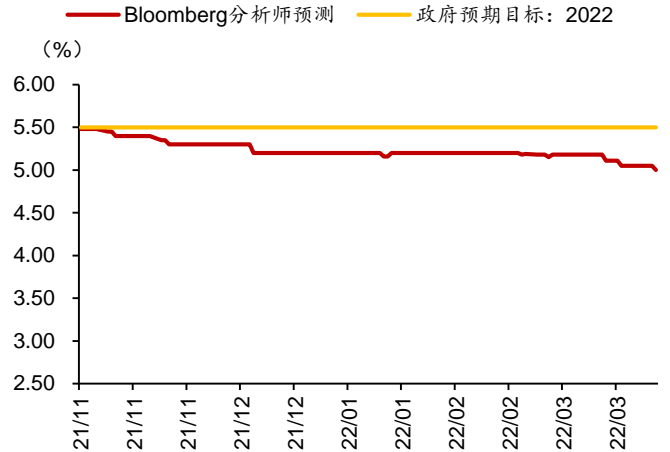
展望2024，不同于此前三年，我们认为，政策层面与市场主体的参考系或是逐渐趋同的，5%的目标存在一定难度，需要努力才能实现。2024年，我们预计全年的GDP增长目标仍会设定在5%左右，但不同于去年具有的低基数优势，2024年的这一目标建立在2023年5.2%增长的前提上，实现这一目标存在一定的客观难度。“2024年的5%”难于“2023年的5%”，面对挑战和压力，需要各方共同努力才能实现，对于这一点，政策层面与市场主体目前的认识或是趋同的，政策调控和市场交易的核心参照系或将在2024年逐步收敛。目前（预测样本截至2024/01/18）Wind汇总的分析师对于2024年的GDP增速预测中位数为5.0%、均值为4.9%；但Bloomberg汇总的分析师预测则相对较低一些，但近期也出现了一定程度的上修，最新值（24/02/02）录得4.6%，各方参考系呈现收敛态势。

图 46: 市场对 2021 年的 GDP 增速预测 vs. 政府目标



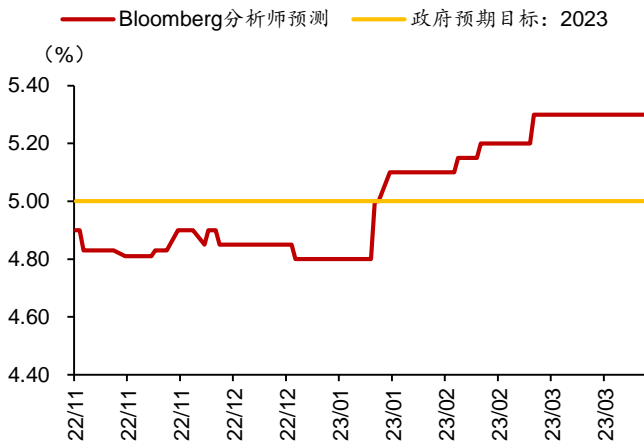
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所; 20M11-21M3

图 47: 市场对 2022 年的 GDP 增速预测 vs. 政府目标



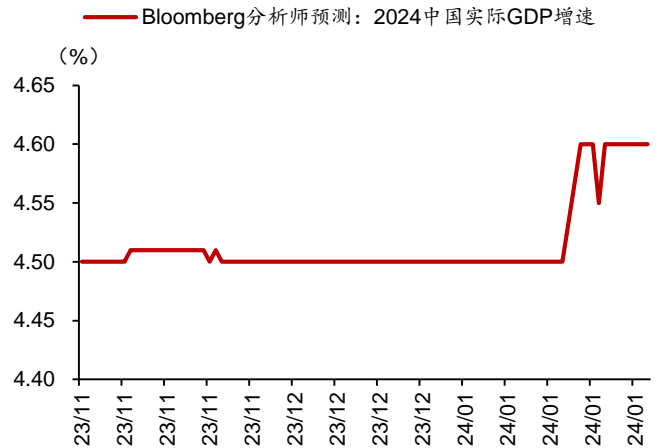
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所; 21M1-22M3

图 48: 市场对 2023 年的 GDP 增速预测 vs. 政府目标



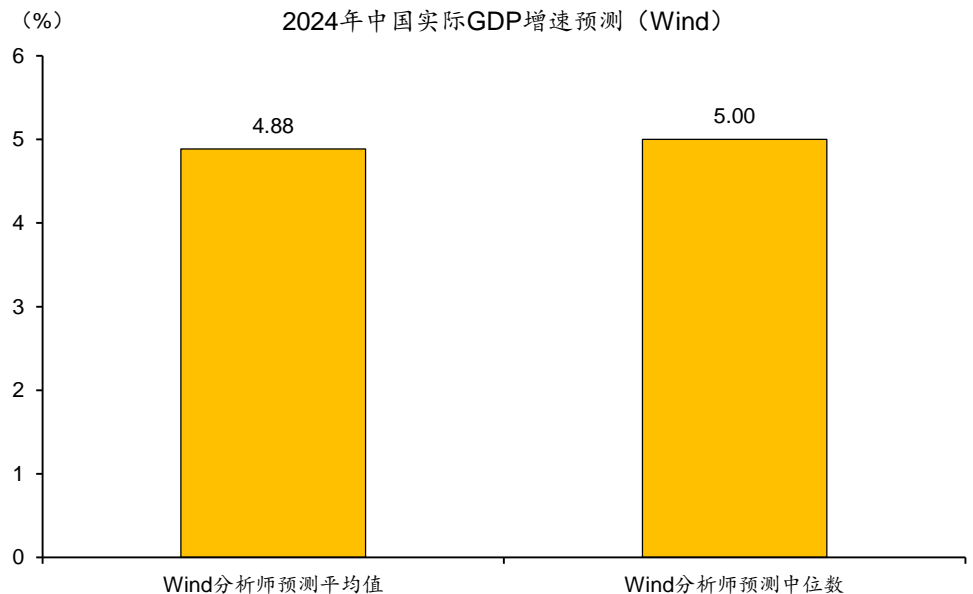
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所; 22M11-23M3

图 49: 市场对 2024 年的 GDP 增速预测



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所; 23M11 至今 (2024/02/02)

图 50: Wind 分析师对 2024 年中国实际 GDP 增速的预测



资料来源: Wind, 德邦研究所; 预测样本截至 2024/01/18

图 51：近三年年初政策层面与市场层面对宏观经济的看法多不一致

时间	市场预期	政策考虑	事后回顾
2021年初	2020年的新冠疫情给我国造成巨大冲击，全年GDP增速只有2.2%，市场估计2021年的目标应设定在8%以上	政府预期目标设定为6%以上，考虑了经济运行恢复情况，有利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展	21Q1的GDP增速高达18.7%，所以2021年4月30日中央政治局会议的形势判断是“用好稳增长压力较小的窗口期”。2020年中央经济工作会议提出的“强化反垄断和防止资本无序扩张”、“做好碳达峰、碳中和工作”、“增强产业链供应链自主可控能力”反而成为了当时的政策聚焦点
2022年初	2021年四季度GDP增速已经快速回落到4.3%（两年平均看也只有5.3%），多数市场参与者预计次年目标最多定为5%，2021年冬季奥密克戎已经开始流行，彼时二次疫情的风险也在逐步提高	2022年政府工作报告将目标定在5.5%，展现出更为积极的稳中求进之势，并且前一年底召开的中央工作会议提出要正确认识和把握五个重大问题，整体呈现出非常明显的纠偏倾向	22年的疫情反复彻底打乱了节奏，从上海疫情封控到全国多地封控，再到四季度防疫政策逐步优化、全国快速过峰，全年仅实现3%的GDP增速
2023年初	许多市场参与者认为疫情防控平稳转段后，经济应借势而上，目标定为5.5%比较合适	酝酿目标时正处于疫情闯关阶段，最终按照稳中求进的思路将目标定为5%	由于全年完成目标的压力多数时期不大，政策出台的速度和力度也多数低于市场预期，部分重要政策也往往处于既利当前又利长远的考虑

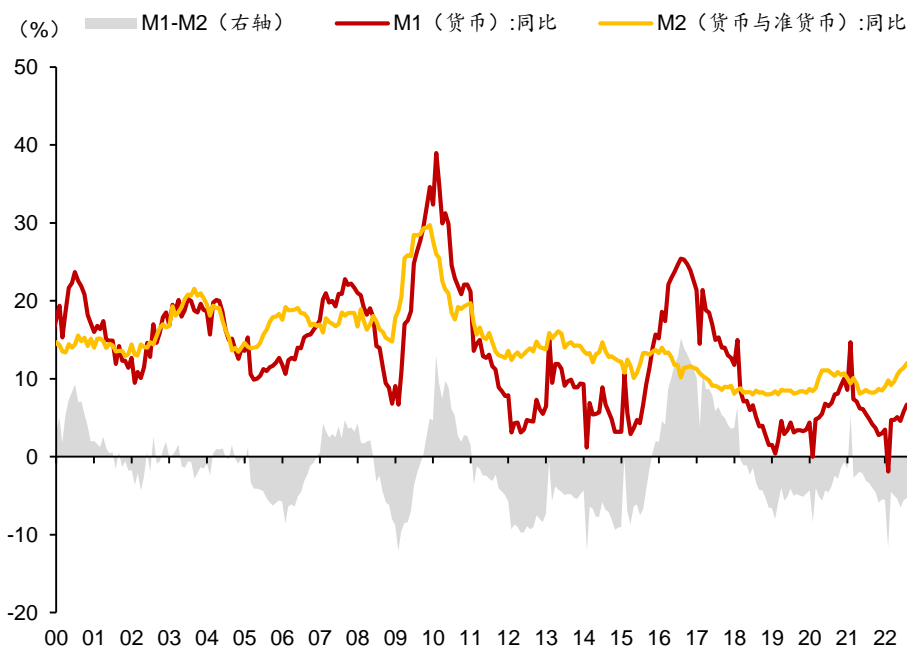
资料来源：Wind，中国政府网，新华网，德邦研究所

4.3. 聚焦 M1 与 M2

基于中央经济工作会议对于“价格水平预期目标”的强调和关注，对于 2024 年来说，宏观层面的核心跟踪指标应该锚定在名义 GDP 和通胀指标上，而这两者在根源上又取决于总体货币供给和货币信用传导，因此观测 M1 和 M2 的拐点对评估整体环境或更为重要。2023 年底中央经济工作会议对货币政策的定调中首次出现“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”的表述。关于这一提法，中央财办副主任韩文秀在 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，对于 2024 年来说，宏观层面的核心跟踪指标应该锚定在名义 GDP 和通胀上，而这两者在根源上又取决于总体货币供给，因此观测 M1 和 M2 的拐点对评估整体环境或更为重要。

当前 M2 增速仍处高位、M1 增速却加速回落，M2-M1 剪刀差持续走阔，资金流通受阻现象严重，宽信用力度亟需加码。2023 年全年看，除 12 月增速略低于 10%，M2 维持了 11 个月 10% 以上的快速增长，而 M1 则从年初 6.7% 的增速迅速回落至年末的 1.3%，这反映总体货币供给虽然呈现宽松态势，但进入实体经济的货币却在加速萎缩，资金活化程度仍在走弱，其背后是企业资本开支意愿不足、企业活力仍然受到压制。一方面，作为企业终端需求所对应的部门，居民部门的需求疲弱制约企业经济活性；另一方面，当前实际利率偏高的环境对企业经营与产能扩张也形成较强压制。

图 52：2024 年，观测 M1 和 M2 的拐点对评估整体环境或更为重要

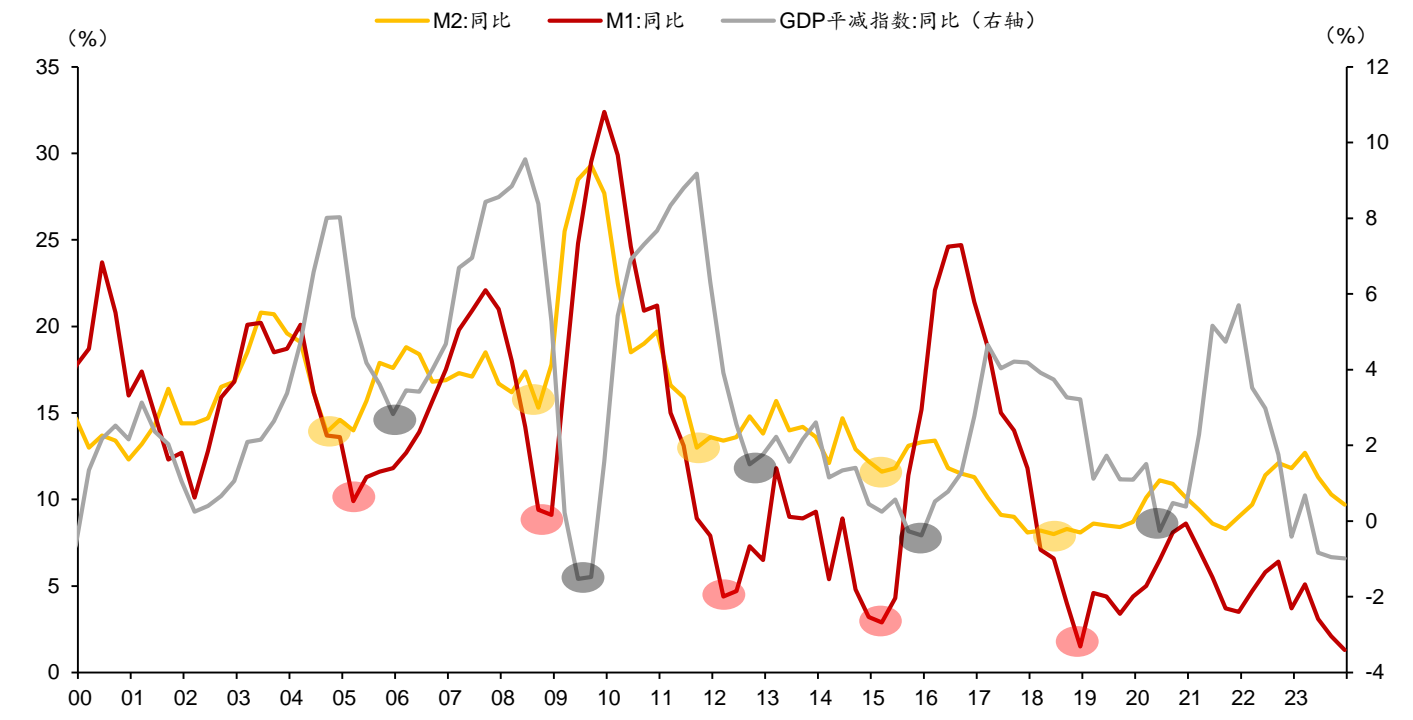


资料来源：Wind，德邦研究所

基于货币-信用传导关系，M2 对 M1 有一定领先性，而 M1 则对广义通胀有一定领先性，M1 的再度起色是走出低通胀的前哨。同时，M1 自低位回升初期可能仍是被动的，进一步迈入主动回升区间更为关键。基本的货币-信用传导关系决定，从 M2 到 M1 的过程就是货币从银行体系进入实体经济的过程，而从 M1 到通胀的过程则是宽信用进一步推升总体价格水平的过程，这样一个从“货

币”到“信用”再到“通胀”的传导链条其实就是当前走出低通胀的基本路径，因此我们需要紧盯 2024 年 M2 与 M1 的拐点何时真正来到，而对于 M2 增速仍处高位、M1 增速加速回落的当下，M1 的再度起色才是走出低通胀的前哨。更进一步看，M1 可以用来表征企业部门持有流动性的意愿，但由于 M1 本身就是 M2 的一部分，M2 增速回升会推动 M1 增速被动回升，故这种意愿在一开始可能是被动的。但随着宽信用政策加码、宽信用效果进一步显现，微观主体的信用扩张进入主动区间，M1 也会进一步迈入主动回升区间。

图 53：从“货币”到“信用”再到“通胀”：M2、M1 与 GDP 平减指数的领先-滞后关系



资料来源：iFind，德邦研究所

5. 风险提示

- (1) 海内外经济环境超预期变动；
- (2) 政策力度或落地效果不及预期；
- (3) 地缘政治局势变化超预期。

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。

戴琨，德邦证券宏观研究助理，上海财经大学经济学学士、金融硕士。

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

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；	类别	评级	说明
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。	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。
	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。