

走出低通胀的政策路径

2024 年 02 月 23 日

【策略观点】

- ◆ **维持 2%左右的通胀水平成为各国央行共识。**适度通胀能够有效刺激消费和投资需求，有益于经济的稳定发展和社会的稳定，因此各主要经济体央行均把维持通胀水平稳定作为货币政策的核心目标之一。如美联储在近期议息会议纪要中不断强调“将长期通胀水平控制在 2%左右”的目标，并为此大幅调整货币政策；近年来我国 CPI 目标设定在 3%左右。
- ◆ **当前国内低物价的根源，既有生产力提升的正面因素，也有需求不足、流动性传导不畅的负面因素。**从货币层面看，国内货币政策“以我为主”，流动性保持合理充裕，货币因素对国内通胀的影响偏正向；从供给端看，新能源等部分行业产品产量上升，价格趋降，但在国民经济中比重有限，不是造成低物价的主要原因；从需求端看，内需偏弱拖累货币周转效率，导致价格水平回落。
- ◆ **海外经验表明，走出需求不足和低通胀需要货币政策重大调整。**历史上日本、欧元区等主要海外发达经济体在经历外部冲击后也会面临需求不足、通胀低迷的问题，采取的应对措施通常是大幅调整货币政策，实施“零利率”甚至“负利率”等举措，宽货币持续时间在 8-10 年。激进的货币政策有助于走出低通胀，但也带来一定后遗症，如日本面临政府债务膨胀和本币汇率波动，欧元区面临资本净流出压力。
- ◆ **保持流动性宽松趋势和谨慎去产能或为我国走出低通胀的政策路线。**一方面，对于由生产力提升引发的正面物价下行因素，预计将坚持“先立后破”，谨慎去产能。另一方面，对于需求不足造成的低物价，货币政策宽松或为主要应对方法，预计降息降准短期仍有空间，低利率、宽信用环境大概率维持。

【风险提示】

- ◆ 美联储降息进度不及预期，中美利差倒挂现象加剧，国内货币政策调整阻力增大
- ◆ 外需超预期回落，拖累我国制造业去库存

东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

联系人：李嘉文

电话：021-23586458

相关研究

《在等待中孕育希望，A 股历史级底部终将到来》

2024.01.24

《回顾 2008 全球次贷危机市场底，对当前 A 股和房地产带来的启示和建议》

2023.12.22

《回顾过去十年春季行情，看 2024 春季 A 股走向何方》

2023.12.11

正文目录

1. 维持 2%左右的通胀水平成为各国央行共识.....	4
2. 强供给、弱需求共致低通胀现状.....	5
2.1. 国内货币政策“以我为主”，流动性保持合理充裕，货币因素对国内通胀的影响偏正向.....	5
2.2. 新旧动能先立后破，新能源产品价格趋降，但不是造成低物价的主要原因.....	7
2.2.1. 工业生产持续扩张，主要产品产能保持高增长.....	7
2.2.2. 新能源产能待消化，但总体属于行业发展正常范围.....	7
2.2.3. 新能源产品对整体物价水平影响有限.....	8
2.3. 内需偏弱拖累货币周转效率.....	10
3. 海外经验：走出需求不足和低通胀需要货币政策重大调整.....	11
3.1. 日本宽货币加上本币贬值.....	11
3.2. 欧元区负利率和不良资产加速出清.....	13
4. 对症下药，走出低通胀的政策展望.....	16
4.1. 坚持“先立后破”，谨慎去产能.....	16
4.2. 货币政策保持连续性，降息降准短期仍有空间，低利率、宽信用环境大概率维持.....	17

图表目录

图表 1: 中国及主要发达经济体目标通胀水平.....	4
图表 2: 外部冲击导致通胀水平偏离目标值.....	5
图表 3: 存款准备金率持续下调.....	6
图表 4: 我国 M2 增速高于主要经济体.....	6
图表 5: 全球加息潮下国内继续降息.....	6
图表 6: 中美利差持续倒挂.....	6
图表 7: 发电用电量高于历史中枢.....	7
图表 8: 产销量稳步恢复.....	7
图表 9: 2023 年以来光伏价格由升转降.....	8
图表 10: 2023 年新能源电池价格下行.....	8
图表 11: 2023 年新能源车优惠力度加大, 价格普遍回落.....	8
图表 12: 食品和居住占国内居民消费的大部分.....	9
图表 13: 美国技术革新带来物价水平温和回升.....	10
图表 14: 国内居民边际消费倾向降低.....	10
图表 15: 国内居民收入预期偏弱.....	10
图表 16: 日本负通胀时期货币政策大幅调整, 开启“零利率”时代.....	11
图表 17: 日本政府负债率 1990 年代以来大幅提升.....	12
图表 18: 欧元区采取负利率政策对抗低通胀.....	13
图表 19: 欧央行在欧债危机后开展资产回购计划 (Asset Purchase Programmes, APP)	14
图表 20: 欧盟制造业 PMI 修复至全球水平之上.....	15
图表 21: 欧元区通胀水平稳步修复.....	15
图表 22: 资产购买计划启动后资本净流出增加.....	16
图表 23: 全球长期风险溢价趋降.....	16
图表 24: 2023 年新能源产业链贡献我国 GDP 增量近 40%.....	17
图表 25: 我国货币政策节奏慢于主要发达经济体.....	18
图表 26: 我国实际利率水平较高.....	18
图表 27: 货币市场预测美联储 2024 年降息 4 次共 100 个 BP.....	19
图表 28: 荷兰国际集团 (ING) 预测欧央行将在 2024 年降息 75 个 BP.....	19

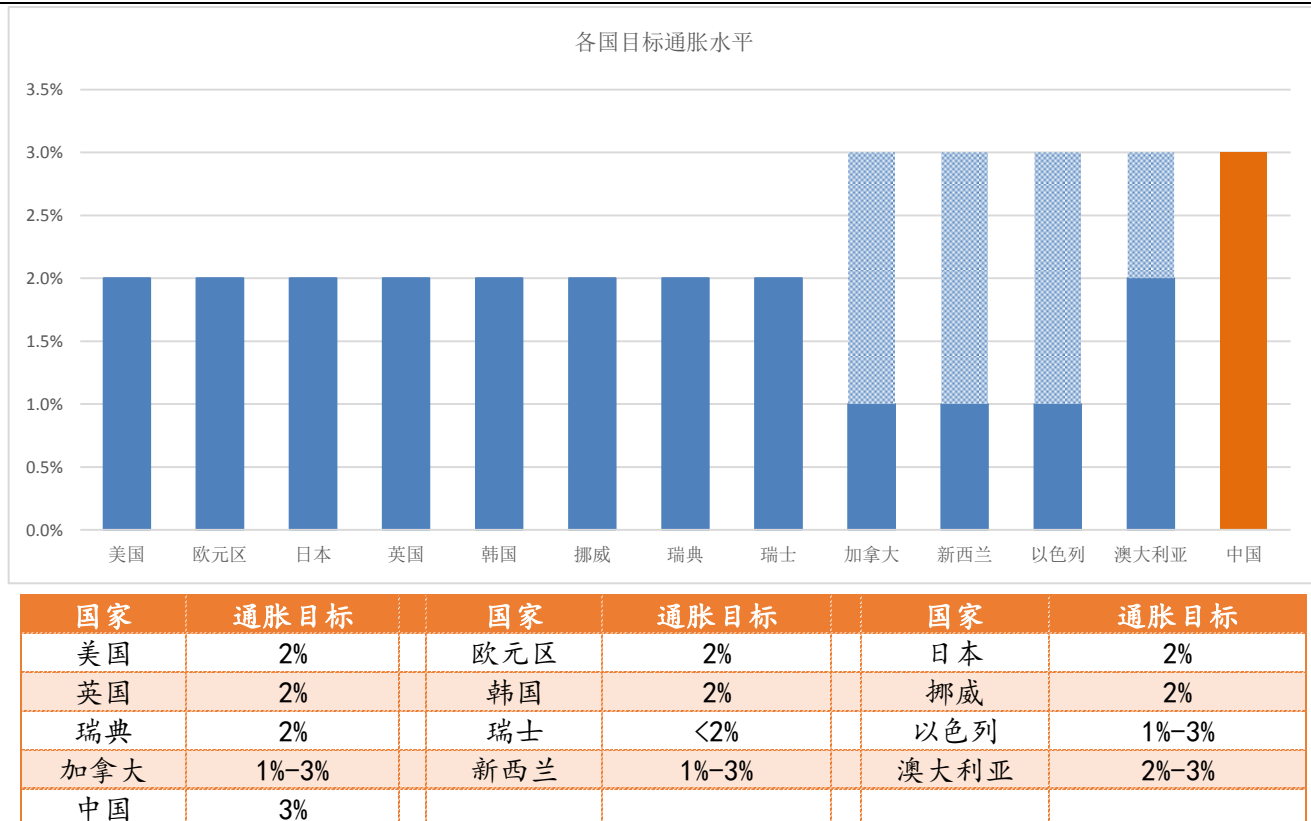
引言：2024年1月份国内CPI同比下降0.8%，降幅较前值扩大0.5个百分点，连续4个月负增长，持续时间创2008年金融危机以来新高。促进物价低位回升，保持物价在合理水平，成为稳住经济大盘的重要环节。低物价的根源，既有生产力提升的正面因素，也有需求不足、流动性传导不畅的负面因素，为此需要对症下药，在保持国内产业平稳发展的同时，探索运用了多角度、创新性的货币政策工具。

1. 维持2%左右的通胀水平成为各国央行共识

适度通胀能够有效刺激消费和投资需求，有益于经济的稳定发展和社会的稳定，因此各主要经济体央行均把维持通胀水平稳定作为货币政策的核心目标之一。如美联储在近期议息会议纪要中不断强调“将长期通胀水平控制在2%左右”的目标，并为此大幅调整货币政策。

当前主要发达经济体目标通胀水平在1%-3%区间，中枢水平为2%，这样既为货币政策应对冲击留有一定空间，又能避免名义工资刚性“易升难降”，保证实际工资仍能够调整，为劳动力市场提供调节的空间。中国由于经济处于较快发展阶段，常态下通胀水平高于主要发达经济体，近年来对通胀水平的预期目标稳中有降，2023年政府工作报告明确提出“居民消费价格涨幅3%左右”的全年目标。

图表 1：中国及主要发达经济体目标通胀水平



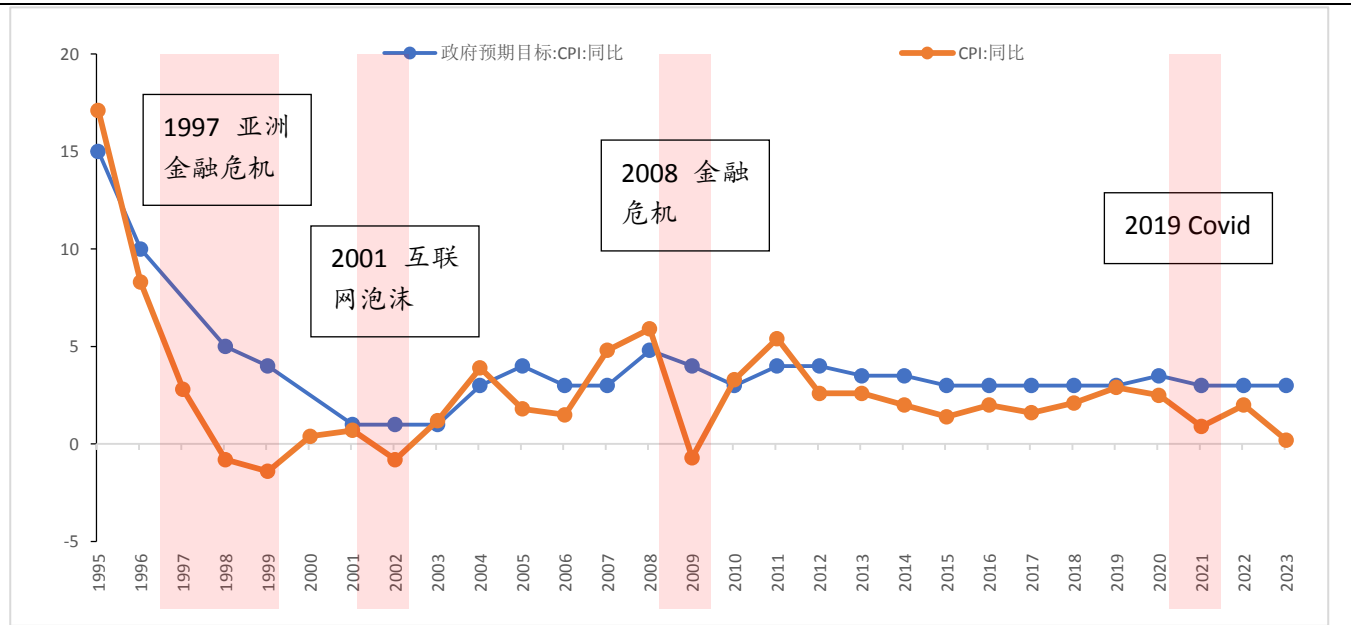
资料来源：《为什么要坚持2%的通胀目标》郭凯2023年4月15日中国金融四十人论坛年会，东方财富证券研究所

我国的实际通胀水平基本围绕年初政府工作报告设定的目标上下波动，但在面临较大外部冲击时，实际通胀水平会偏离目标值，如1997年亚洲金融危机、2001年互联网泡沫、2008年金融危机等都使得我国通胀大幅回落，CPI同

比增速甚至一度转负，在外部冲击消退后通胀水平迅速回归目标值，经济增长也重回正轨。

2019年 Covid 对国内物价水平影响深远，低通胀状态持续时间较长。不同于以往外部冲击，在疫情结束后，国内生产生活逐步回归常态，但物价水平仍处于低位，2023 年全年，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.2%，增速远低于年初政府工作报告中设定的“3%左右”目标。市场对国内持续低通胀担忧升温，为此有必要厘清本轮低通胀形成的原因，以判断后续物价走势。

图表 2：外部冲击导致通胀水平偏离目标值



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年

2. 强供给、弱需求共致低通胀现状

根据费雪方程式 $MV=PQ$ ，物价水平 P 是商品数量 Q 、货币供应量 M 、以及货币流通速度 V 的函数，低通胀产生的原因大致可由此分为三方面，一是产能提升、商品数量 Q 增加引发的单位商品价格下行；二是货币政策收紧、货币供应量 M 减少造成的货币购买力提升；三是货币流动性传导不畅、货币流通速度 V 下降造成的商品估值下降。在上述低通胀形成的原因中，既有主动降通胀，也有被动降价；既有反映生产效率提升的良性低通胀，也有反映需求不足的负面低通胀。就国内现状而言，我们认为疫情期间产能提升和当前需求偏弱共同导致 CPI 持续负增长，正面因素与负面因素并存。

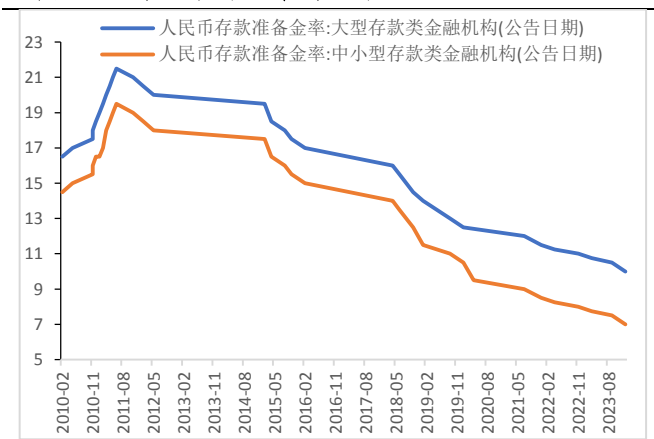
2.1. 国内货币政策“以我为主”，流动性保持合理充裕，货币因素对国内通胀的影响偏正向

国内与海外货币政策长期错位，流动性“内松外紧”，货币供应量 M 不是本轮通胀走低的主要原因。2023 年我国央行两次下调存款准备金率，保持流动性合理充裕，促进货币信贷总量适度、节奏平稳；同时，两次下调政策利率，

带动贷款市场报价利率等市场利率下行，引导商业银行有序降低存量首套房贷款利率。彼时全球主要经济体货币政策纷纷收紧，如美联储收紧资产负债表，美国存款类机构总资产由高点超过9万亿美元降至当前7.7万亿美元，同时继续推进加息进程，引发全球加息潮。

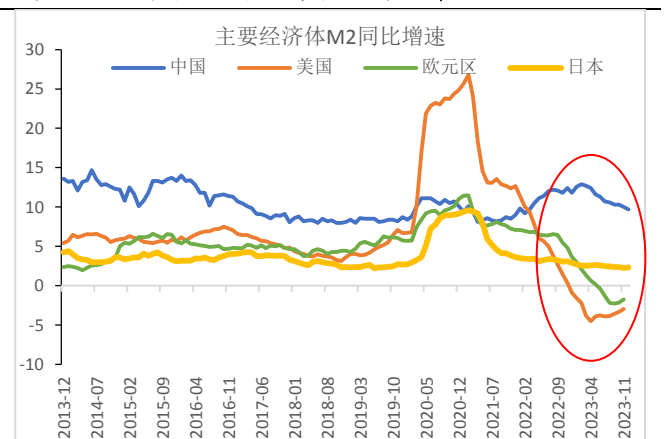
在货币的量方面，2023年人民币存款准备金率全面下调，大型存款类机构人民币存款准备金率由年初11.0%降至10.5%，中小型存款类机构人民币存款准备金率由年初8.0%降至7.5%，2024年1月份再度下调50个BP，由此带来市场货币乘数提高。同时，央行在公开市场操作中继续保持流动性合理充裕，M2同比增速维持高位。相比之下，美国、欧元区、日本等主要发达经济体M2增速趋降，美国和欧元区在2023年M2同比转负。

图表 3：存款准备金率持续下调



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年1月

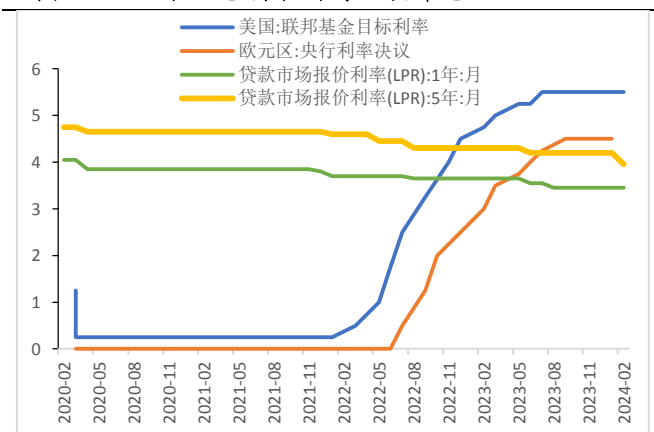
图表 4：我国 M2 增速高于主要经济体



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-12

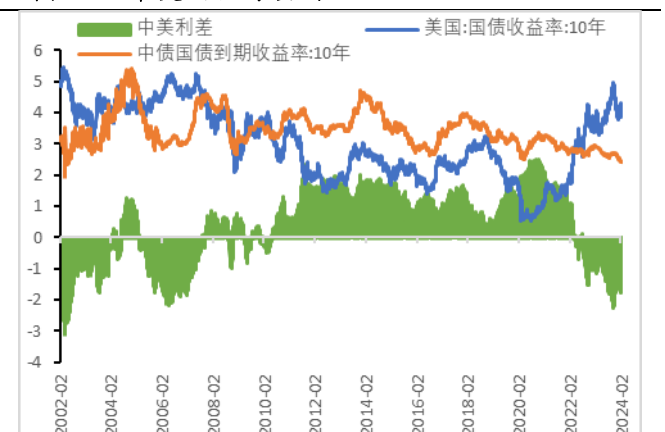
在货币的价格方面，2023年我国1年期、5年期LPR分别下调20个BP、10个BP至3.45%、4.20%，带动人民币存贷款利率同步下行。同期美联储仍处于加息阶段，中美10年期国债收益率倒挂幅度一度达到226个BP，国内资金成本显著低于海外。2024年2月份，5年期以上LPR再度下调25个BP至3.95%，引导国内中长期贷款利率进一步下行。

图表 5：全球加息潮下国内继续降息



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-12

图表 6：中美利差持续倒挂



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024-2

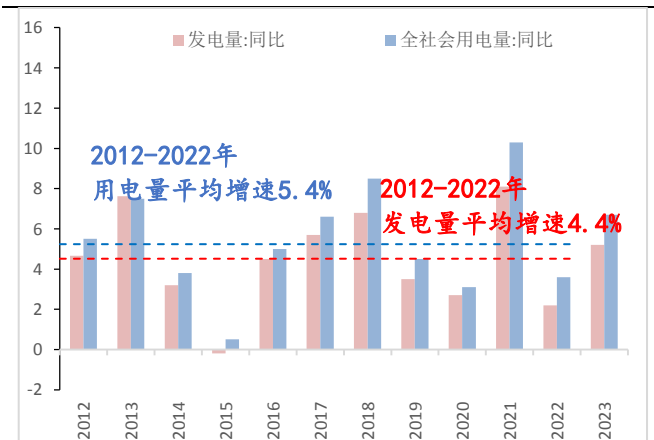
2.2. 新旧动能先立后破，新能源产品价格趋降，但不是造成低物价的主要原因

2.2.1. 工业生产持续扩张，主要产品产能保持高增长

受益于国内工业产业链完备优势，疫情后我国工业生产恢复进度全球领先，产能并未受到明显冲击。从实物量指标来看，2023年国内发用电量、主要工业产品的产量稳步增长，如2023年发电量同比增长5.2%，全社会用电量同比增长6.7%，远高于过去十年平均水平。分产品看，2023年太阳能电池、新能源汽车、发电设备产品产量分别增长54.0%、30.3%、28.5%，在主要工业产品中，新能源产业链相关产品产量增幅领先，新旧动能转换提速。

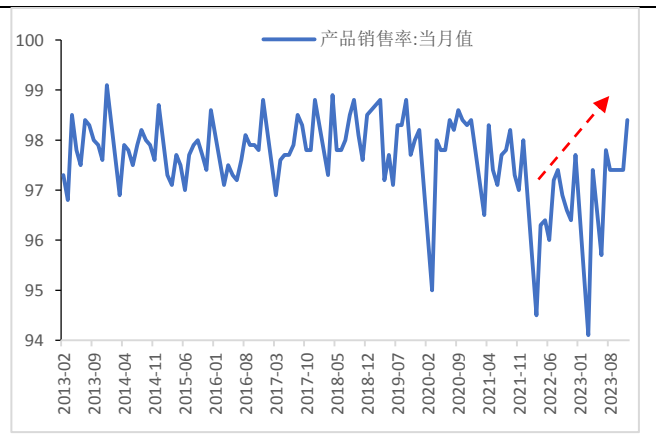
工业品产量高增长尽管会降低商品单价，但只要能够满足社会需求，对于经济发展而言利大于弊。2023年12月，国内产品销售率为98.4%，较11月份提高1.0个百分点，供需关系趋于平衡。从反映产能利用状况的产能利用率看，2023年的四个季度，工业产能利用率分别为74.3%、74.5%、75.6%和75.9%，呈现逐季回升态势，同样表明随着市场需求改善，我国产能利用状况在逐步恢复。

图表 7：发电用电量高于历史中枢



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年

图表 8：产销量稳步恢复



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-12

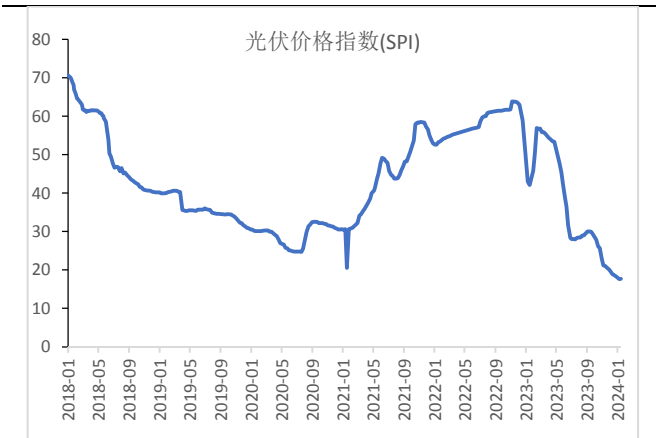
2.2.2. 新能源产能待消化，但总体属于行业发展正常范围

新能源产业链“价格战”升温。2023年中央经济工作会议提到“部分行业产能过剩”是进一步推动经济回升向好需要克服的困难和挑战之一，反映决策层对产能结构性过剩存在担忧。近年来我国太阳能电池、新能源汽车、发电设备产品等新能源产业链商品产量增速较高，引发“价格战”压力，光伏、动力电池、新能源车等产品价格整体趋降。如2023年内各大车企掀起的降价促销潮，“价格战”就成为了新能源汽车市场的“主旋律”，据不完全统计，2023年以来，国内已有超过50家汽车品牌以及上百款车型，通过厂家补贴或经销商降价等方式参与价格战中，部分车企优惠幅度大多在3万-12万元之间。

新能源领域产能有望稳步消化，相关产品充分竞争带来的低价格对经济的

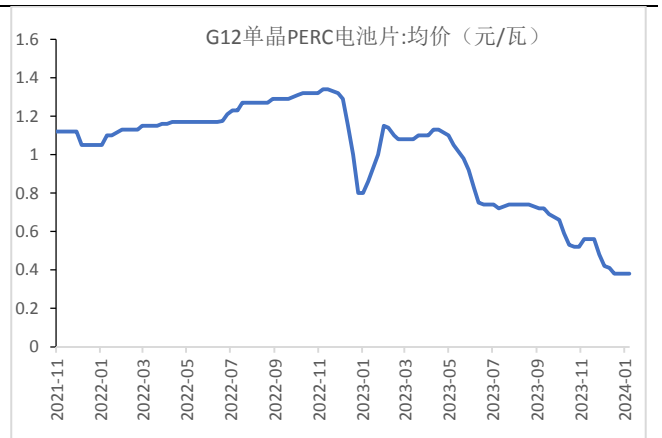
影响偏良性。新能源作为近年来我国大力发展的战略性新兴产业，已成为拉动经济的重要引擎，也是产业投资中炙手可热的领域，短期内产能出现了快速扩张，造成结构性产能过剩压力。但短期过剩是市场经济的正常现象，过剩才能够促进企业的竞争，带来技术进步和效率提升，特别是对于目前仍处于高速增长阶段的新能源产业链而言，需要未雨绸缪提前做好提前布局产能的准备。以新能源汽车为例，2023年11月新能源车渗透率40.3%，乘联会预计2023年能够达到40%，是2022年的1.5倍左右，2020年的7倍左右，后续提升空间仍大。因此我们认为当前新能源产能高增长对国内经济而言更多的是优势，而非负担。

图表 9：2023 年以来光伏价格由升转降



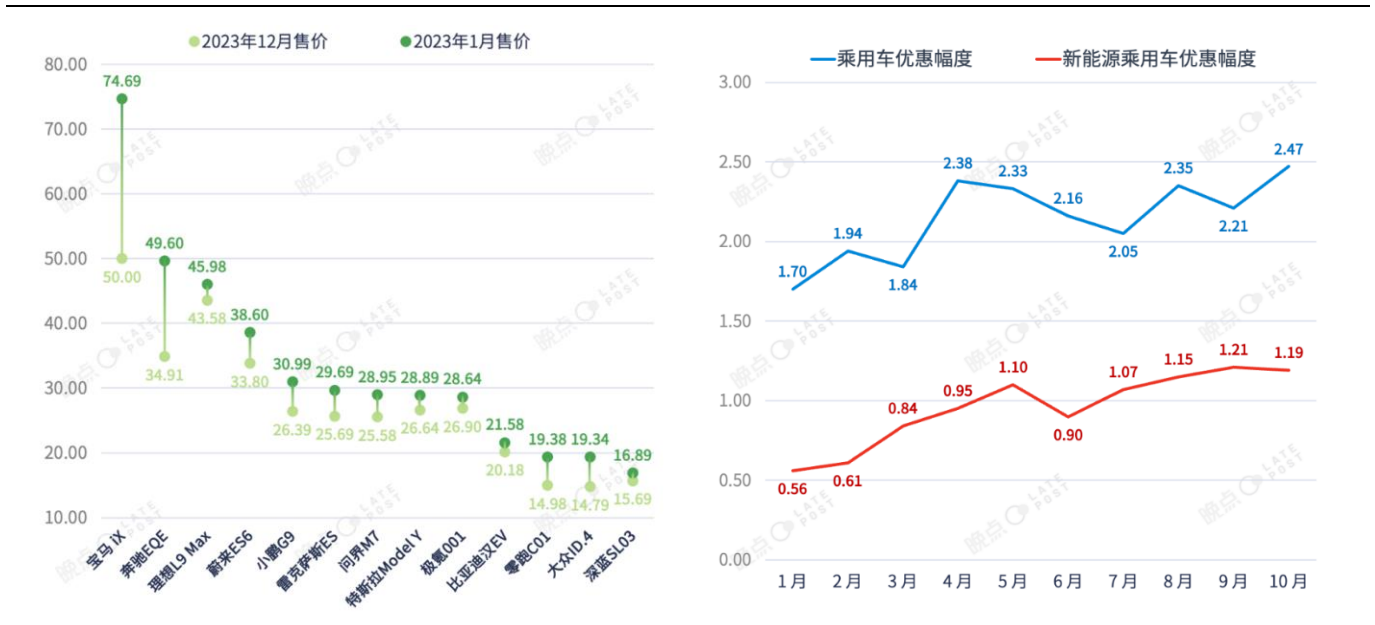
资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024-1

图表 10：2023 年新能源电池价格下行



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024-1

图表 11：2023 年新能源车优惠力度加大，价格普遍回落



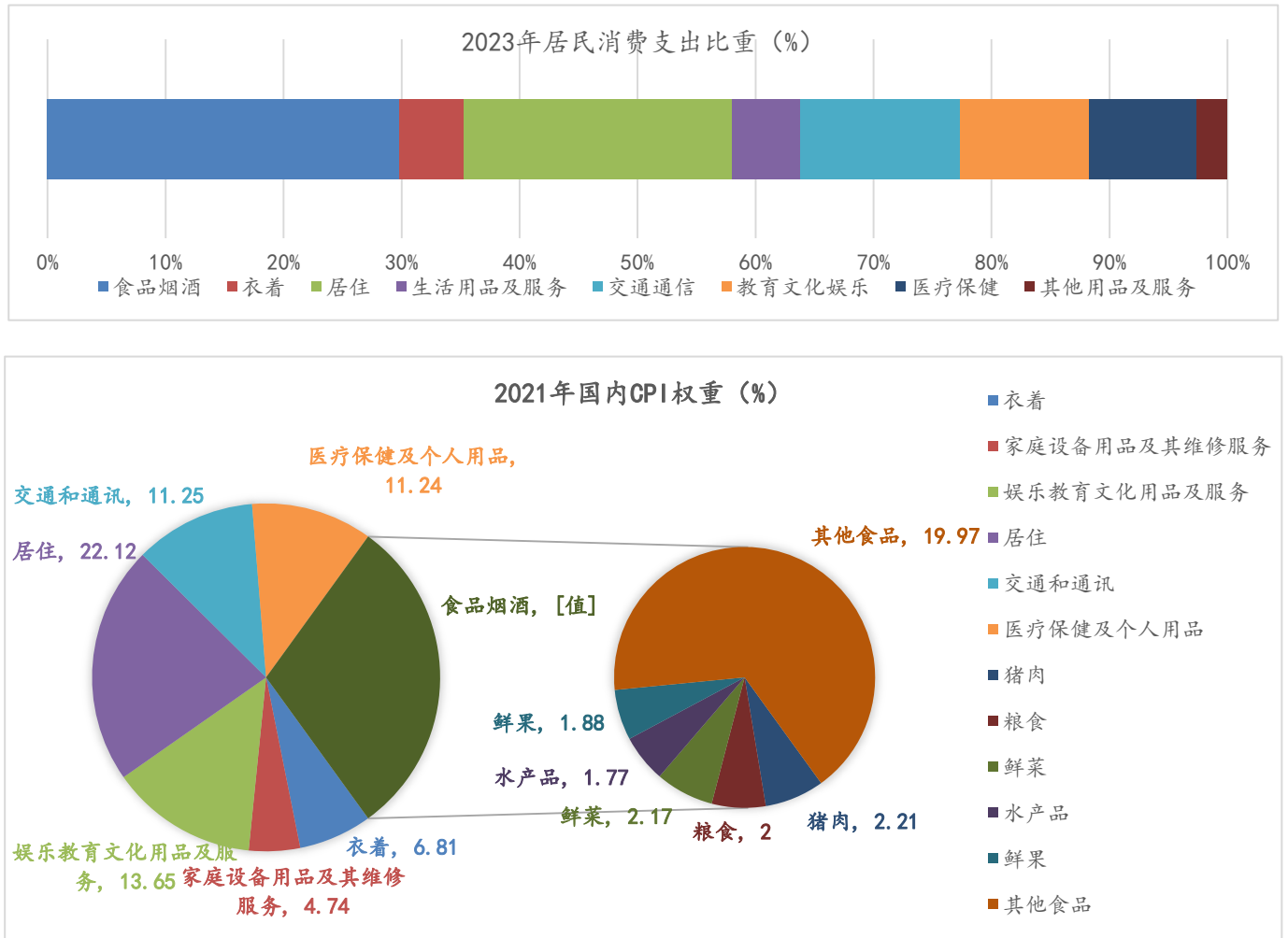
资料来源：《财经》杂志评论，东方财富证券研究所

2.2.3. 新能源产品对整体物价水平影响有限

交通和通信拉动2023年CPI下行0.3个百分点左右，对居民消费行为影响较小。当前国内CPI构成权重中，第一大成分是食品，占比约30%；其次是居

住, 占比约 22%; 与新能源产业链相关性较强的交通和通讯占 CPI 的 11% 左右。从消费端看, 2023 年国内居民人均消费支出 26796 元, 其中交通通信支出 3652 元, 占比 13.6%。由于新能源产业链在国民经济和居民消费中的比重较低, 难以对物价构成重大影响。

图表 12: 食品和居住占国内居民消费的大部分

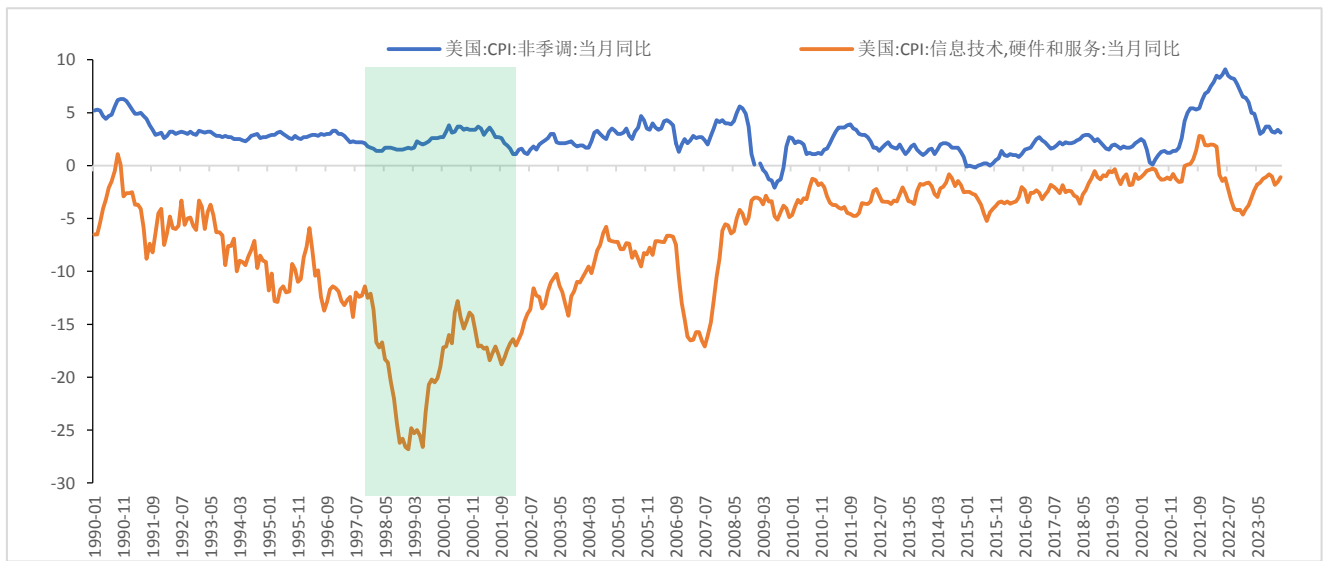


资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所

历史上技术革新引发的商品价格回落, 不会形成通缩。如 1990 年代全球信息技术突飞猛进, 计算机等商品提质降价, 美国 1997-2003 年信息技术硬件和服务 CPI 同比降幅都在 10% 以上。但计算机相关商品的价格调整并未引发物价全面回落, 相反由于计算机的降价普及带来生产效率提升, 居民的购买力也相应增强, 期间美国 CPI 不降反升, 同比增速稳定在 3% 左右水平。

综上, 当前以新能源产业链为代表的高新技术产品产量上涨, 更多的是反映国内技术进步、生产效率提升。其在 CPI 中权重较小, 对整体物价水平影响有限, 同时新能源产业链的发展和新能源产品提质降价, 间接提升了居民购买力, 有利于使通胀水平温和上行, 因此产能上升不是低通胀的决定性因素。

图表 13：美国技术革新带来物价水平温和回升

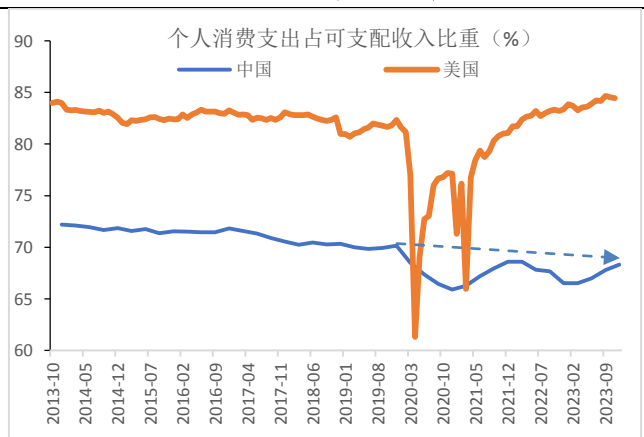


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2024 年 1 月

2.3. 内需偏弱拖累货币周转效率

居民消费意愿偏弱，货币流动性不足，拖累整体物价水平。货币周转效率很大程度上与居民用于消费的比重挂钩，三年疫情冲击后我国居民避险情绪较强，边际消费倾向有所降低。2023 年全国居民人均可支配收入 39218 元，全国居民人均消费支出 26796 元，居民收入用于消费的比例 68.3%，较疫情前 70% 以上的中枢水平明显回落；同期美国居民收入用于消费的比例为 84% 左右，较疫情前水平不降反升。

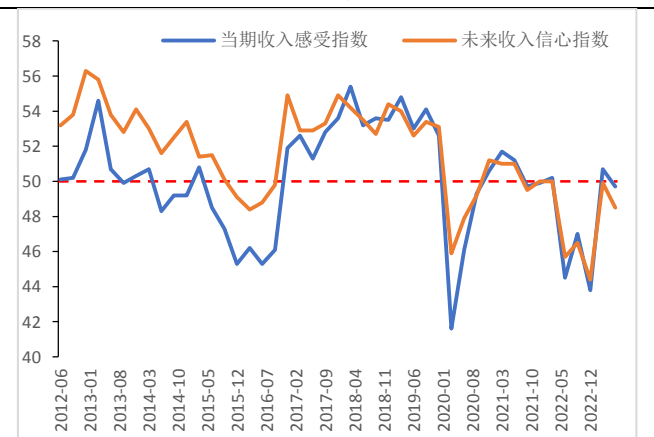
图表 14：国内居民边际消费倾向降低



资料来源：美国经济分析局（BEA）数据，Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023-12

注：美国为季调数据，中国为1年移动平均数据

图表 15：国内居民收入预期偏弱



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023-6

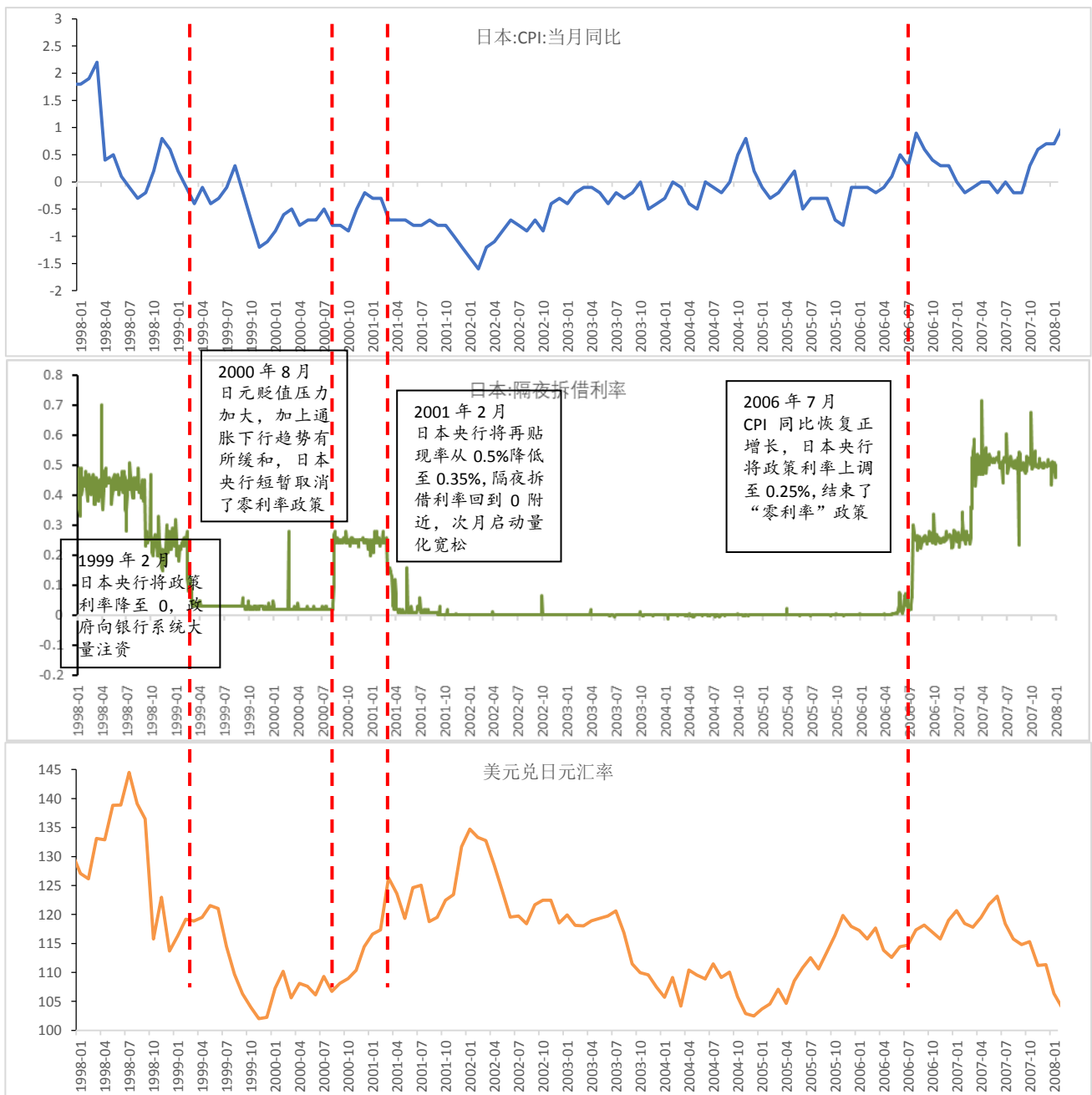
收入预期信心不足是国内居民消费率回暖的主要瓶颈。中国人民银行 2023 年二季度城镇储户问卷调查显示，倾向于“更多储蓄”、“更多消费”、“更多投资”的居民占比分别为 58.0%、24.5%、17.5%。大多数居民收入支配较为谨慎，其背后是预期偏弱，2023 年第二季度我国收入感受指数和收入预期指数降至 50% 临界值以下。

3. 海外经验：走出需求不足和低通胀需要货币政策重大调整

与我国当前情形相似，历史上日本、欧元区等主要海外发达经济体在经历外部冲击后大也会面临需求不足、通胀低迷的问题，采取的应对措施通常是大幅调整货币政策，采取“零利率”甚至“负利率”等举措。

3.1. 日本宽货币加上本币贬值

图表 16：日本负通胀时期货币政策大幅调整，开启“零利率”时代



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

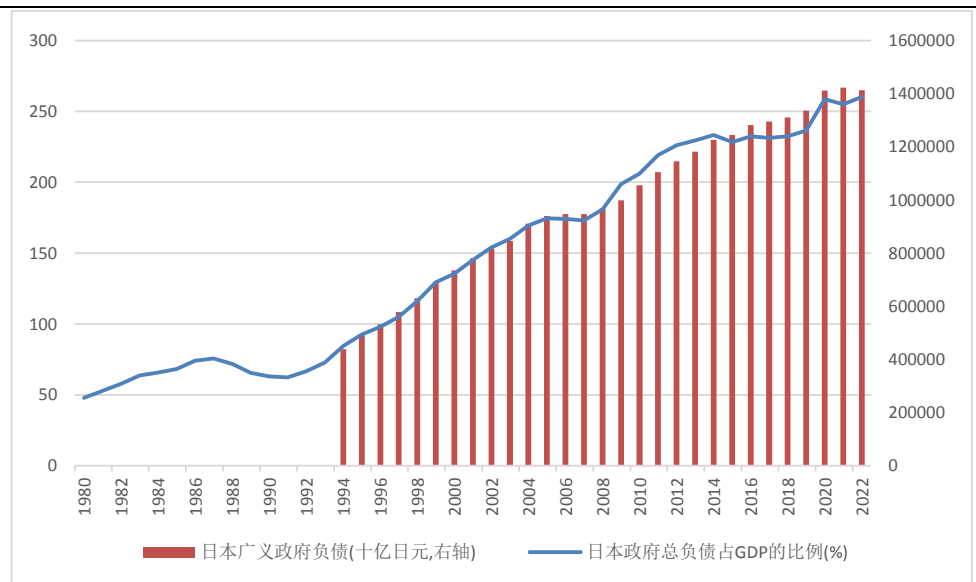
日本在1990年代泡沫经济破灭之后，进入了长时间的低增长、低通胀走势。1997-1998年期间日本爆发了银行业危机，同时还遭遇东南亚金融危机，

日本经济随后进入历时多年的通缩，1999年9月至2003年9月期间，CPI同比增速连续4年为负。

持续低利率和财政扩张是日本走出负通胀的重要拉动力。为化解银行业秩序、恢复经济增长，日本政府大量注资，同时日本央行开始大幅调整货币政策。1999年2月将政策利率降至零，持续时间约18个月。此后出于缓解汇率贬值压力等需要，日本央行在2000年8月短暂取消了零利率政策，随后日本经济再次陷入衰退，日本央行不得不再次下降政策利率。2001年2月，日本央行将再贴现率从0.5%降低至0.35%，隔夜拆借利率回到0附近。2001年3月，货币当局将准备金账目余额目标设定为高于法定准备金，日本央行可以向商业银行提供超过法定准备金的资金，银行间市场利率必须为零，以诱使商业银行将资金存入日本央行的零利率准备金账户，这标志着量化宽松政策的启动，同时政策委员会宣布，新的货币宽松政策将一直持续，直至核心CPI稳定在零以上或每年同比上涨。直到2006年日本CPI恢复正增长，日本央行才开始退出量化宽松和零利率政策，2006年7月，日本央行将政策利率上调至0.25%，结束了“零利率”政策。财政政策方面，1992年8月到2000年10月日本先后出台了9轮以扩大公共投资为核心的刺激方案，与货币政策形成有效合力。

日本零利率的后遗症：政府债务膨胀和本币汇率波动。“零利率”激进货币政策有效降低了日本资金成本，债务压力也得到缓解，但也带来了诸多问题。**一方面**，低利率环境下政府债务大规模扩张，日本广义政府负债自1990年代以来持续攀升，2022年占GDP的260%，远高于其他主要经济体。**另一方面**，利率的回调相应降低了资本在日本的收益，不可避免的造成了资本外流和本币贬值。美元兑日元的汇率由最低点100左右一度升至130以上，日元贬值幅度超过30%。但随着日本经济增速和通胀水平逐步修复，日元汇率从2002年开始企稳回升。

图表 17：日本政府负债率 1990 年代以来大幅提升



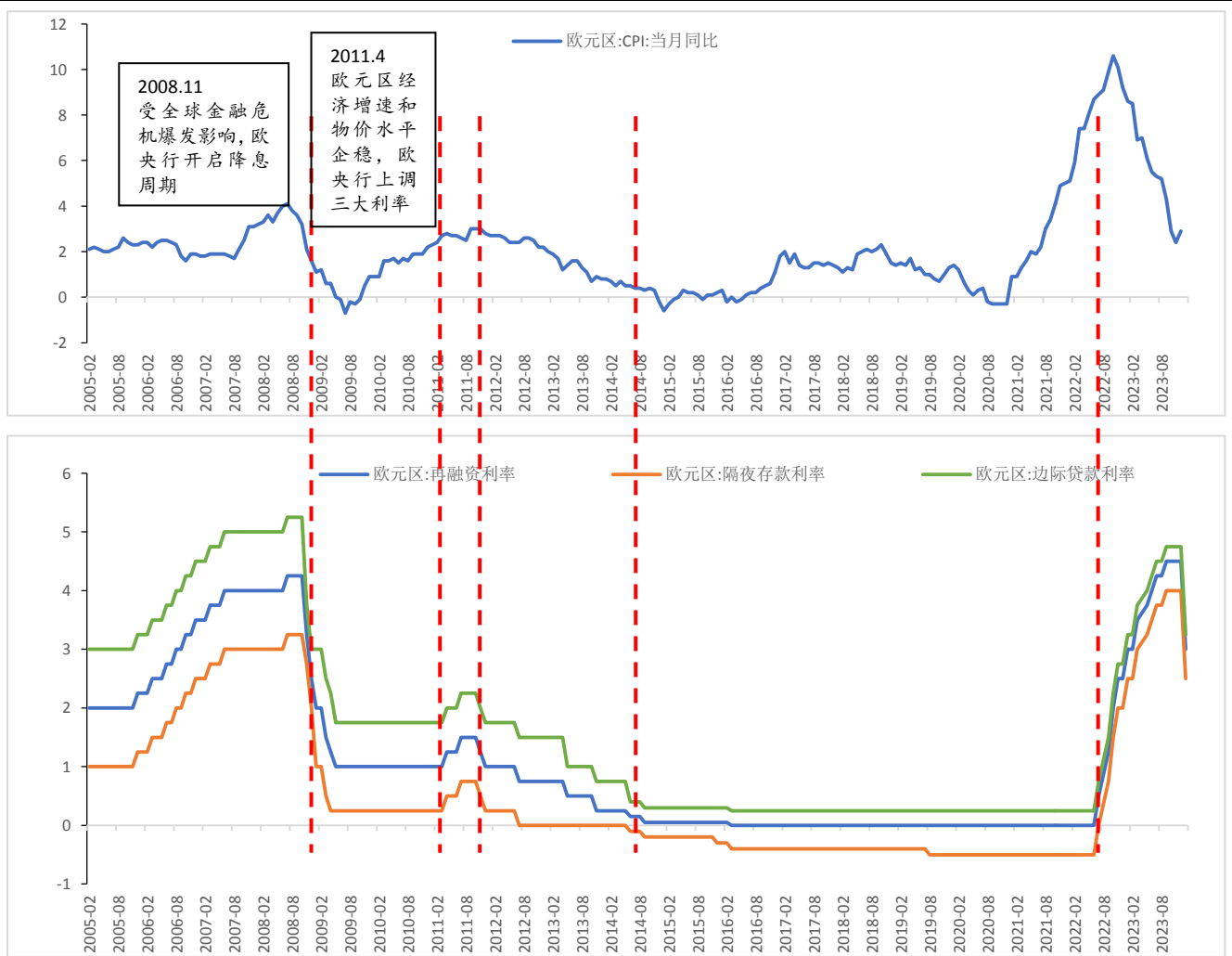
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2022 年

3.2. 欧元区负利率和不良资产加速出清

在 2008 年全球金融危机及其引申的 2010 年欧债危机冲击下，欧元区经济金融系统持续动荡，欧元区 CPI 同比增速自 2011 年 Q4 以来持续下行，在 2014 年底转负，并在此后维持在低位。在此背景下，欧洲央行探索运用了多角度、创新性的货币政策工具来应对低通胀，一是将政策利率降低为负利率；二是针对未来的政策利率走势进行前瞻性指导；三是资产购买计划；四是定向长期再融资操作。

隔夜存款利率降至负区间，有效打破市场预期。2014 年，欧洲央行创造性地做出将隔夜存款利率（DFR）调为负值的决定，此后继续采取一系列降息操作下调利率，直到 2019 年 9 月已将 DFR 调低至-0.5%。过去，由于市场参与者普遍认为未来利率存在下限，DFR 不会降为负值，因此当隔夜利率下降至接近市场所认为的下限时，市场会认为未来不会再发生降息。负利率政策使得市场参与者在重新评估利率走势时，弱化利率存在 0 下限的固有看法，受此影响欧元区显著压低了无风险利率曲线的短期和中期部分，从而直接影响贷款利率。

图表 18：欧元区采取负利率政策对抗低通胀



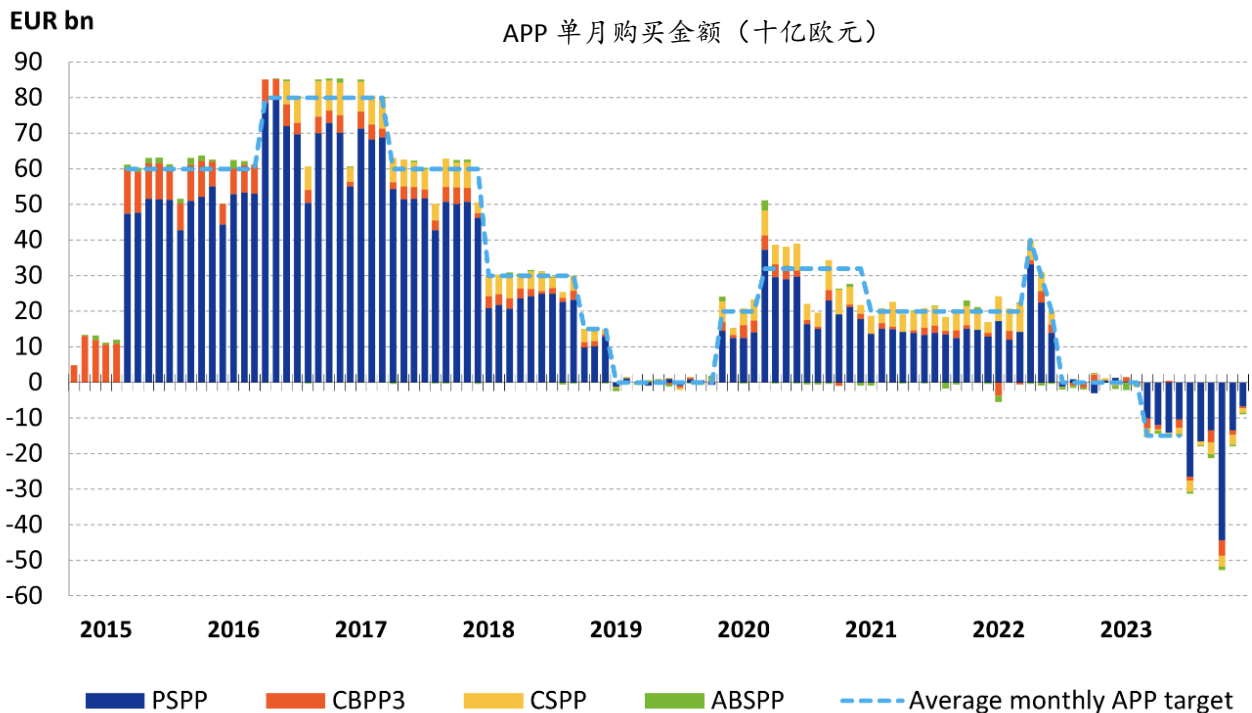
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2024 年 1 月

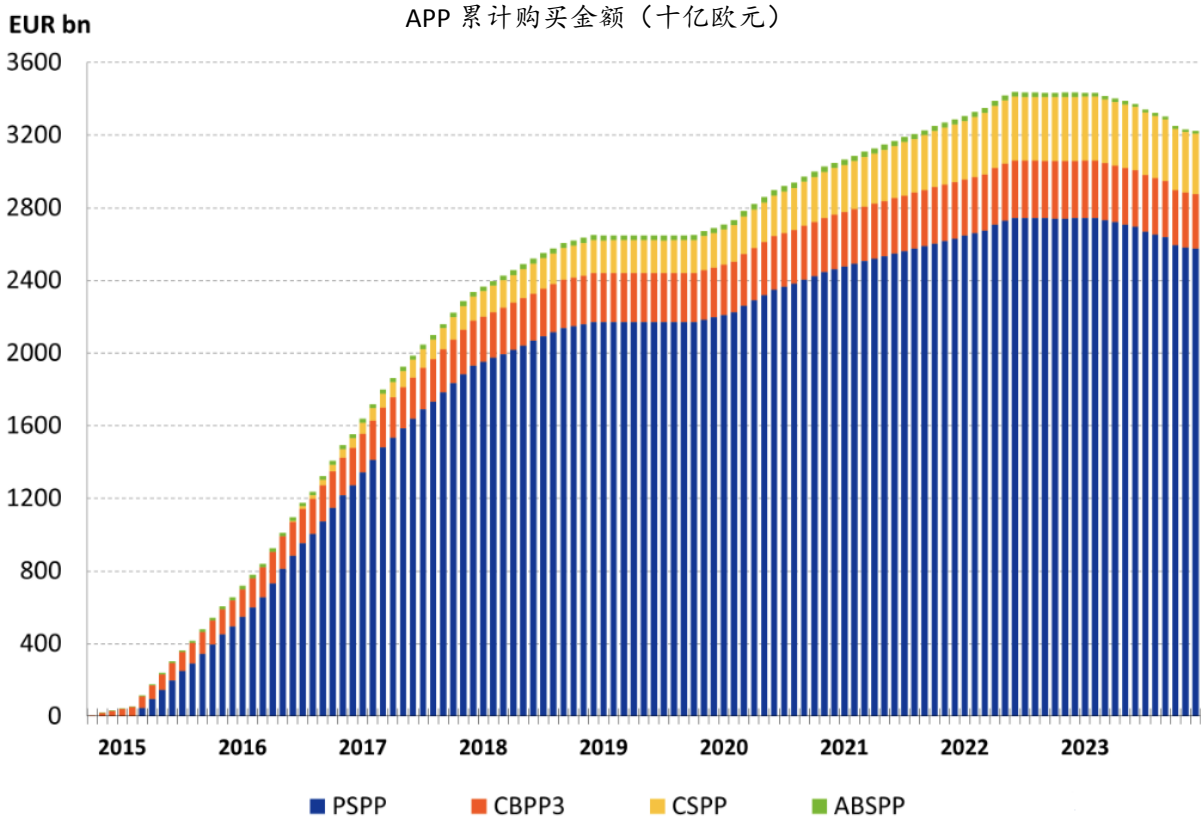
基于状态和时间提供利率前瞻性指导，引导市场利率向目标值收敛。欧央行在固定时间召开货币政策会议，向市场提供利率前瞻性指导。欧央行在议息会议上分析当前经济增长和通货膨胀形势，并且提供在给定当时经济数据的条件下，认为的未来最可能出现的利率情形。定期议息会议有助于消除市场对短期政策走向产生不必要的误解，避免货币政策效果出现不必要的削弱，从而使市场利率在中期向目标值收敛。

基于状态和时间提供利率前瞻性指导，引导市场利率向目标值收敛。欧央行在固定时间召开货币政策会议，向市场提供利率前瞻性指导。欧央行在议息会议上分析当前经济增长和通货膨胀形势，并且提供在给定当时经济数据的条件下，认为的未来最可能出现的利率情形。定期议息会议有助于消除市场对短期政策走向产生不必要的误解，避免货币政策效果出现不必要的削弱，从而使市场利率在中期向目标值收敛。

大规模资产回购计划为欧元区提供大量的流动性。2014年中，在欧央行宣布了信贷宽松政策方案（credit easing package），并于当年末买入担保债权，开启资产购买计划（Asset Purchase Programmes, APP）。此后购入资产范围逐步扩大，其购买的资产包括国债（公共部门购买计划，PSPP）、公司债（企业部门采购计划，CSPP）、ABS（ABS购买计划，ABSPP）和担保债权（第三轮担保债权购买计划，CBPP3）。截至2023年12月，欧元区资产购买计划累计购入并持有各类资产3.03万亿欧元，其中国债2.40亿欧元，企业债0.32亿欧元，ABS 0.01亿欧元，担保债权0.29亿欧元。欧元区资产购买计划一方面吸收了市场上资产期限风险，提振投资者进行长期投资的信心；另一方面由于欧洲央行所购买的资产将会长期保留在欧洲央行的资产负债表上，并会把资产到期的本金继续进行再投资，相当于向市场进一步释放流动性。

图表 19：欧央行在欧债危机后开展资产回购计划（Asset Purchase Programmes, APP）





资料来源：欧央行，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 12 月

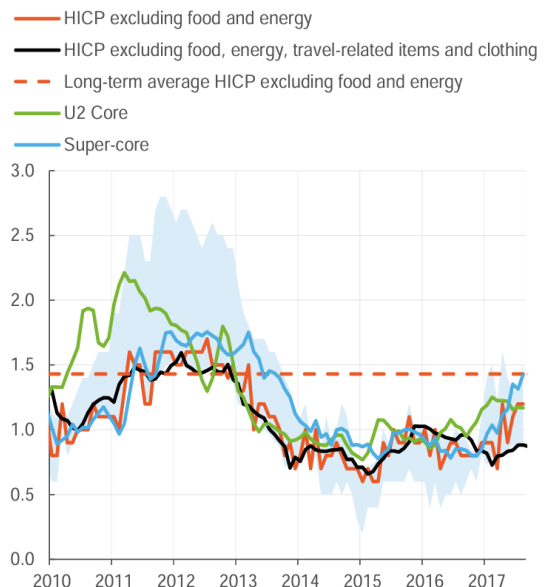
通过定向长期再融资工具，结构性降低重点领域融资成本。2015-2019 年，欧洲央行管理委员会启动了三波定向长期再融资工具，以维护良好的银行贷款条件，并支持货币政策平滑转变。通过银行信贷渠道，廉价资金为经济体带来了更低的贷款利率和更大的信贷规模，较低的资金成本最终会被传递给消费者。

图表 20：欧盟制造业 PMI 修复至全球水平之上



资料来源：欧央行，东方财富证券研究所

图表 21：欧元区通胀水平稳步修复

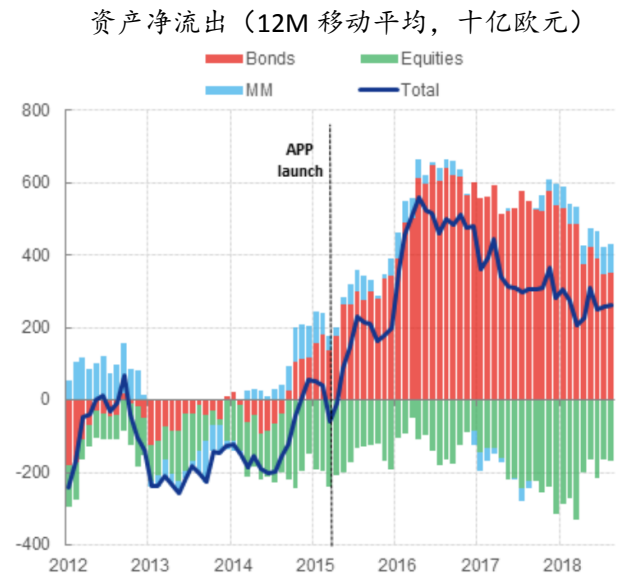


资料来源：欧央行，东方财富证券研究所

注：超核心通胀率 (super-core) 由根据被纳入核心通胀篮子内的约三分之一项目计算得出

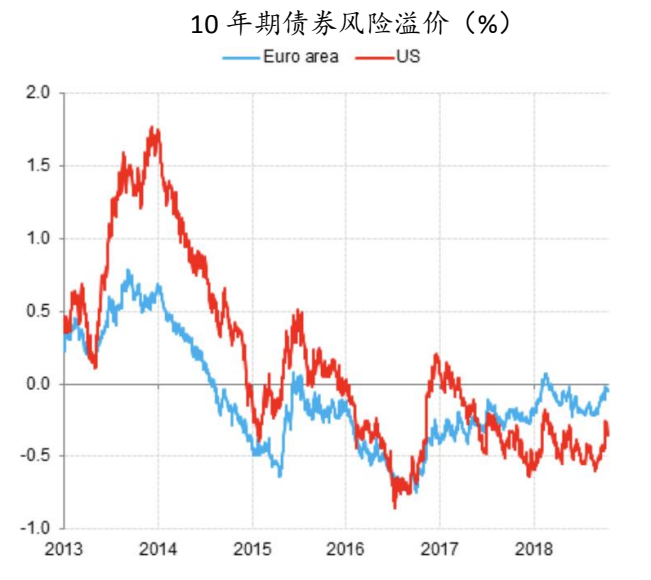
在一系列货币政策工具作用下，欧元区成功走出低增长、低通胀。经济增长方面，2013年下半年欧元区制造业 PMI 重返扩张区间，并在此后数年保持在临界值之上，发展状况好于全球。通货膨胀方面，欧元区核心 CPI 在 2015 年资产购买计划推出后见底回升。

图表 22：资产购买计划启动后资本净流出增加



资料来源：欧央行，东方财富证券研究所

图表 23：全球长期风险溢价趋降



资料来源：欧央行，东方财富证券研究所

欧央行资产购买计划带来资本净流出压力，投资者转向购买外国债券。自 2014 年欧央行资产购买计划启动以来，由于欧元区利率大幅下调，资产收益率减少，欧元区资本流动由净流入转向净流出。在 2016 年春季达到顶峰时，以 12 个月的流动金额衡量的净资本流出规模达到欧元区 GDP 的近 5%，创历史新高。同时资本外流加剧了全球债券收益率的下行压力，美国债券的期限溢价也相应下调，直到与同期限欧元区债券掉期溢价基本吻合。

4. 对症下药，走出低通胀的政策展望

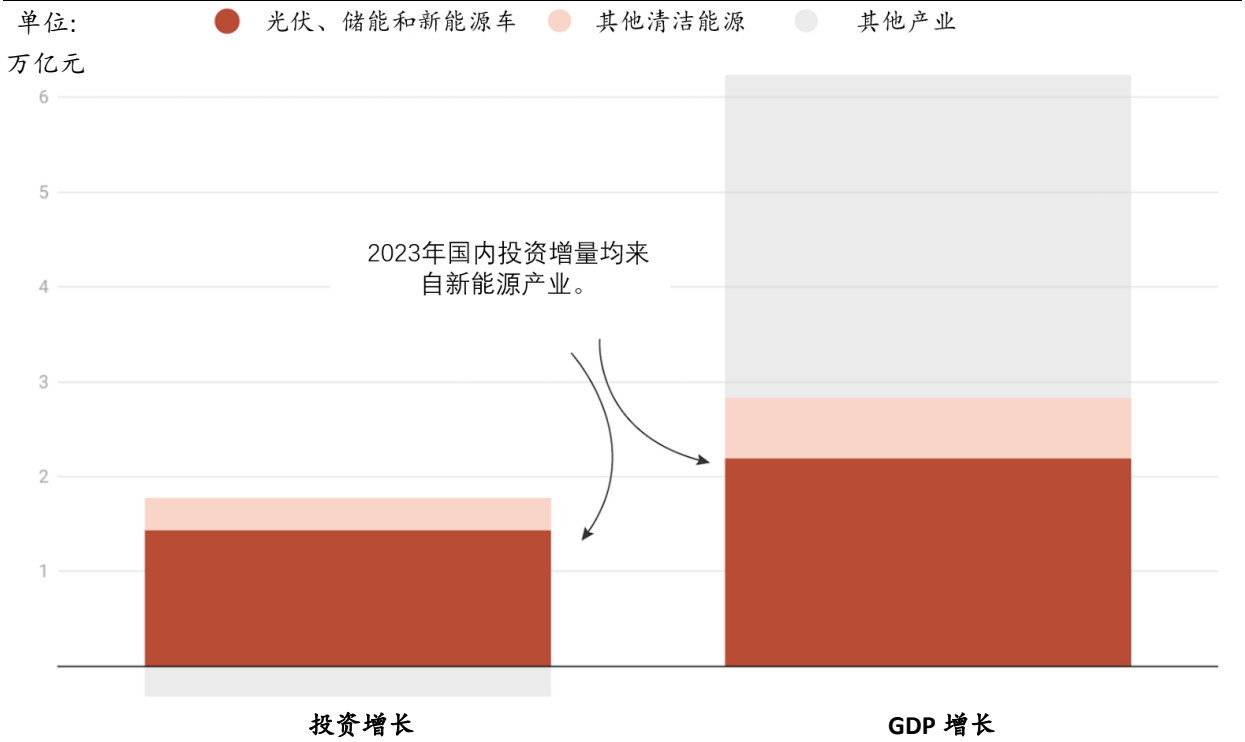
4.1. 坚持“先立后破”，谨慎去产能

根据前文结论，当前国内低通胀局面并非主要源于产能过剩，实际上近年来每次技术革新，都会引发商品价格结构性回落，但均未形成普遍性的低通胀，主要经济体也并未因此发生通缩危机。国内新兴产业需求仍在高速扩张，相关行业增长空间仍大，进一步扩容符合大趋势。

新兴产业产能高增长格局延续，产品价格整体下降趋势未变，但不影响整体通胀走势。近年来，我国着力构建现代化产业体系，新兴产业实现快速发展，支柱性作用将逐步加强。2022 年，新一代信息技术、高端装备、新能源汽车等战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重超过 13%。2023 年中央经济工作会议强调，“必须坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力，发挥超大规模市场和强大生产能力的优势”，同时在产业政策方面，提出“以科技创新引领现代化产业体系建设”，并置于年内重点工作第一位。我们认为当前政策面释放进一步巩固和发挥国内强大生产能力优势的明确信号，预计年内

将聚焦于加快建设现代化产业体系，对光伏、电池、新能源车等新兴产业的支持力度有望继续保持，在优势领域做大做强；同时将加快发展人工智能、半导体等颠覆性技术和前沿技术催生的新质生产力，在短板领域加快突破。受此影响，高新技术产品价格或进一步回落，但更多的是代表了技术进步和产业转型，对全局通胀水平影响有限。

图表 24：2023 年新能源产业链贡献我国 GDP 增量近 40%



资料来源：carbonbrief 研究，东方财富证券研究所

传统动能“先立后破”要求下，或以加快改造提升传统产业为主要手段，预计产能保持稳定。传统产业仍是我国经济重要支撑，在高新技术产业、战略性新兴产业等新动能全面壮大之前，资源型产业等传统动能不能过快退出。预计将加快实施制造业技术改造升级工程，支持企业设备更新，尤其是钢铁、有色、轻工等重点行业改造升级。

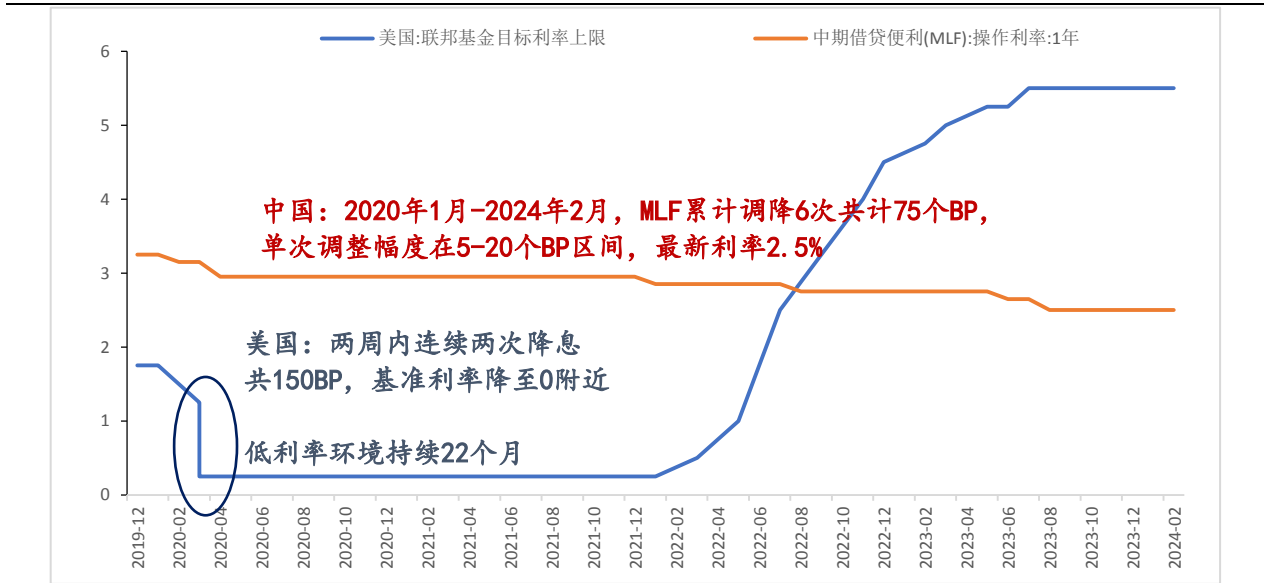
4.2. 货币政策保持连续性，降息降准短期仍有空间，低利率、宽信用环境大概率维持

日本和欧元区近 30 年的发展经验表明，宽货币条件有助于物价回升和经济修复，而在复苏过程中一旦货币政策转向，容易引发更大的经济波动，因此需要货币政策保持足够长时间的连续性，如日本和欧元区低利率政策的持续时间分别总计为 8 年和 10 年以上。我们认为，当前国内实体经济融资成本仍偏高，进一步降低利率水平并长期保持偏宽松环境，有助于走出低通胀。

我国货币政策长期在稳增长、稳物价、稳汇率等多重目标中寻求均衡，对利率的调控幅度远小于其他主要经济体，货币政策空间充足。疫情爆发以来我国基准利率缓慢下调，截至 2024 年 2 月，1 年期 MLF 利率累计调降 6 次共计 75 个 BP，单次调整幅度在 5-20 个 BP 区间。而美联储在 2020 年 3 月两次召开

议息会议，将联邦基金利率分别下调 50、100 个 BP，基准利率下限短期内快速降至 0。

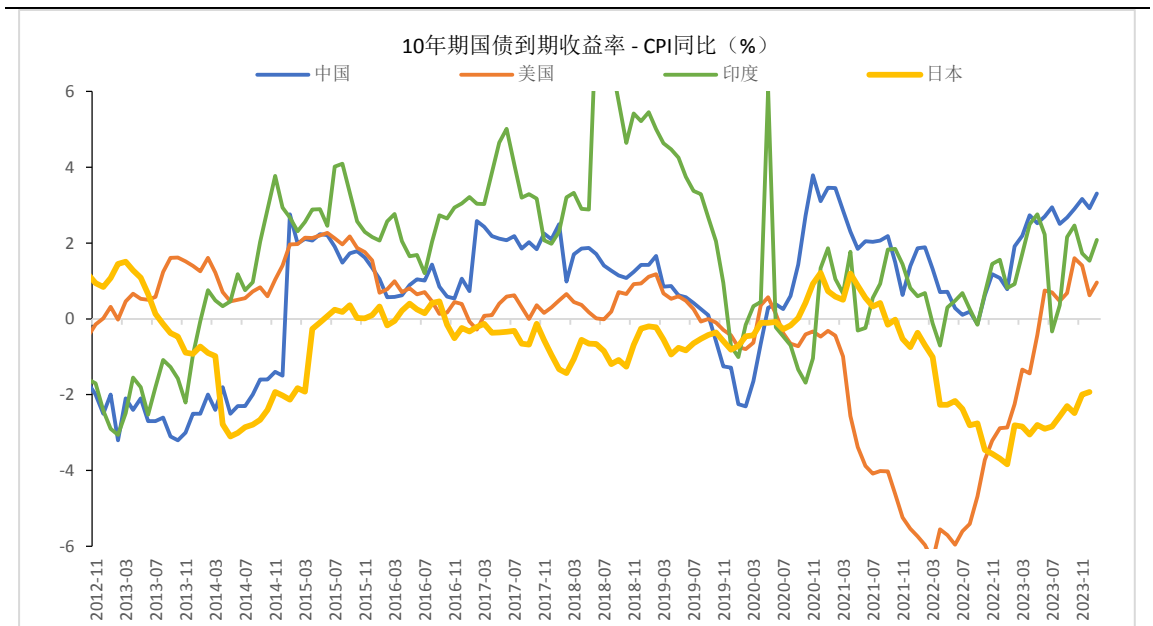
图表 25：我国货币政策节奏慢于主要发达经济体



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

当前实体经济实际融资成本处于高位，进一步调降基准利率动机较强。尽管近年来海外加息潮叠加我国货币政策“以我为主”保持降息趋势，国内基准利率限制低于其他主要经济体，但由于我国物价水平偏低，实体经济实际融资成本持续上升。2024年1月份，我国10年期国债到期收益率平均2.50%，同期CPI同比-0.8%，由“10年期国债收益率-CPI同比”测算的真实融资成本为3.30%，远高于美国、日本等发达经济体，也显著高于印度等新兴经济体。同时，传导至实体经济的过程中，利率进一步提升，2023年四季度金融机构人民币贷款加权平均利率为3.83%，社会资金成本偏高。在“促进社会综合融资成本稳中有降”要求下，MLF和LPR进一步下调动力较强。

图表 26：我国实际利率水平较高



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2024 年 1 月

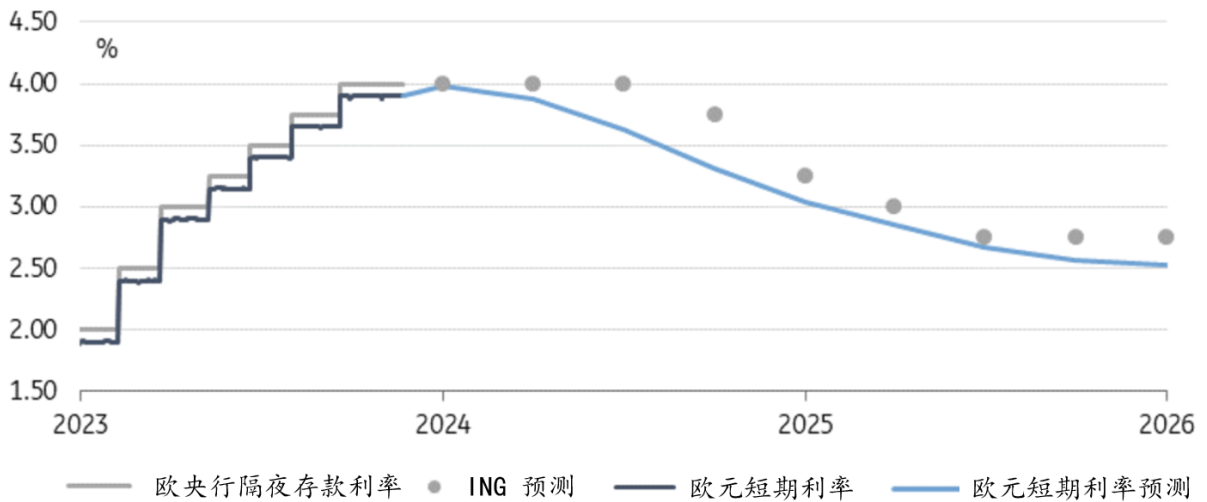
海外降息潮或为国内货币政策进一步宽松提供窗口期，外资流出压力可控。日本和欧元区在货币政策大幅宽松阶段，均面临较大的本币贬值和外资净流出压力。我国现阶段面临的外部环境好于当年的日本和欧元区，货币市场预期2024年全球主要经济体央行将进入降息周期。如芝商所美联储观察工具（Fed Watch Tool）显示美联储2024年大概率降息4次共计100个BP，荷兰国际集团（ING）最新预测欧央行将在2024年降息75个BP，2025年降息50个BP。在全球降息潮下，即便我国同步大幅调降基准利率并长期保持在低位，中美利差、中欧利差仍然有望保持稳定或趋于收窄，外资流出压力和人民币贬值压力总体可控。

图表 27：货币市场预测美联储 2024 年降息 4 次共 100 个 BP

会议日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
3/20/2024				0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.50%	91.50%
5/1/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.60%	34.10%	63.20%
6/12/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.70%	23.10%	53.00%	22.20%
7/31/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.20%	16.30%	43.50%	32.00%	7.10%
9/18/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.90%	12.70%	37.00%	34.80%	13.00%	1.70%
11/7/2024	0.00%	0.00%	0.50%	7.80%	26.80%	35.70%	22.10%	6.40%	0.70%
12/18/2024	0.00%	0.30%	5.40%	20.70%	32.80%	26.50%	11.50%	2.50%	0.20%
1/29/2025	0.20%	3.40%	14.60%	28.00%	29.00%	17.50%	6.10%	1.20%	0.10%
3/12/2025	1.40%	7.50%	19.50%	28.40%	24.70%	13.30%	4.30%	0.80%	0.10%

资料来源：Fed Watch Tool，东方财富证券研究所

图表 28：荷兰国际集团（ING）预测欧央行将在 2024 年降息 75 个 BP



资料来源：ING 研究，东方财富证券研究所

【风险提示】

- 美联储降息进度不及预期，中美利差倒挂现象加剧，国内货币政策调整阻力增大
- 外需超预期回落，拖累我国制造业去库存

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。