

# 宏观经济深度报告

## 宏观政策与经济的关系在发生深刻的变化

### 核心观点

2023-2024年连续两年均出现经济增长一季度高企，二季度回落的态势，这对于积极乐观期待疫后经济复苏的投资者信心造成了一定的冲击。针对于这连续两年的复苏中止现象，市场投资者也纷纷寻找原因，但是更多的是从驱动经济增长的内生角度寻求原因，本文试图从外生角度来寻找原因。

**政策的对冲性和前瞻性与经济内生动能的强弱相关。**前者的政策是经济运行的结果，后者的政策成为了经济运行的原因。那么如何衡量当前的经济动能的内生性强弱呢？一个可供参考的方式则是看民营经济成份的占比变化，以固定资产投资为例，可以划分为民间投资和非民间投资，从逻辑上而言，前者更具有内生性效果，如果民间投资的比重居高稳定，则可以认为投资动能的内生性较强，反之，则内生性偏弱。在以往时期中，政策力度的强弱与经济的运行更类似于一种反向对冲关系，经济运行在先，政策对冲跟随其后，经济回暖则政策收敛，经济偏冷则政策扩张。但是2023年之后，两者的关系更倾向于一种前瞻、同向的引导关系，政策的松紧似乎更具有主动性，政策的松紧同步对应着经济的暖与冷，政策的对冲跟随属性变化为前瞻引领属性。

**政策的“托而未举”可能与跨周期的调控思路相关。**2020年7月份中共中央政治局经济工作会议首提“跨周期”调控思路，其后若干年的货币政策与财政政策报告中亦多有提及，虽然对于跨周期政策的精确内涵与衡量方式，市场尚在摸索与探讨之中，但是跨周期调控思路的应有之义当为平衡经济增长的短期目标和长期均衡、平衡政策的当前力度和长期储备能力。

**政策的“托而未举”也可能与促转型的战略思路相关。**在这种动能切换的大背景下，有如下一些认识可能会出现：**经济结构性变化比总量性变化更为重要，失业率将会成为重要衡量标准；货币财政类政策往往成为旧动能的托底性政策，而非刺激性政策，产业类政策日趋重要。**

总体而言，经济魔咒未必是一种必然，但是政策与经济的关系正在新时代发生着潜移默化的关系，对于经济好与坏的评价标准也在发生着变化，转型、跨周期、托而未举，这些词汇的内涵可能是一致的，经济转型时期的投资思路与投资策略可能与非转型时期具有较大的差异性，这也可能就是近些年来债券市场投资者时时感觉到不适应的原因所在。

**风险提示：**政策调整滞后，经济增速下滑。

### 经济研究 · 宏观深度

证券分析师：董德志

021-60933158

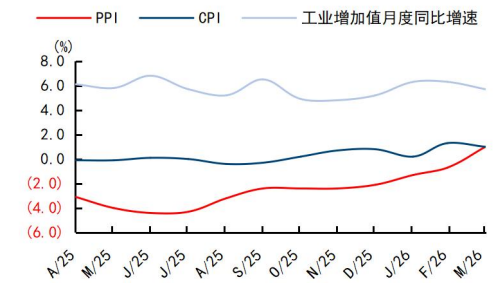
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	1.70
社零总额当月同比	1.70
出口当月同比	2.50
M2	8.50

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《AI 量化 4 月政治局会议：存量政策用足，结构机会渐明》——2026-4-29
- 《4 月政治局会议学习体会：政策稳健，股市向上》——2026-4-28
- 《多资产周报：股“抱团”，债“钱多”》——2026-4-25
- 《宏观经济周报：稳就业驱动下二季度基建投资有望加力》——2026-4-25
- 《2026 年 3 月财政数据快评：价格修复下税收显著回暖》——2026-4-24

## 内容目录

1、政策的对冲性和前瞻性与经济内生动能的强弱相关 .....	6
2、政策的“托而未举”可能与跨周期的调控思路相关 .....	7
3、政策的“托而未举”也可能与促转型的战略思路相关 .....	8
(1) 济的结构性变化比总量性变化更为重要，失业率将会成为重要衡量标准 .....	9
(2) 货币财政类政策往往成为旧动能的托底性政策，而非刺激性政策，产业类政策日趋重要 .....	9
风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 2018 年以来的财政政策力度指数 .....	5
图 2: 货币政策力度指数与财政政策力度指数变化趋势 .....	5
图 3: 民间投资在总投资中的占比 .....	6
图 4: 政策力度与实际 GDP 增速 .....	7
图 5: 我国经济进入新旧动能切换的关键时期 .....	8

疫后以来，连续两年（2023、2024 年）都出现了一个奇怪的现象，被称为是经济增长的二季度魔咒。这两年时间中，往往开年**第一季度经济增长较好，市场信心也倍增，但是一旦跨入第二季度，经济增速就遭遇显著的下行压力**，从而打击了市场投资者的复苏预期，连续两年时间中，二季度都成为经济下行压力较大的时期。

例如，在经历了 2022 年的疫情冲击后，2023 年一季度我国 GDP 增速开局良好，从 2022 年四季度的 3% 一举回升到 4.7%，季调后环比增速高达 1.6%，但是进入 3、4 月份，经济增长向上的势头戛然而止，各类增长指标虽然在数据层面依然保持向上势头，但是更多是由于 2022 年同期的超低基数所导致。例如，2023 年二季度 GDP 增速虽然高达 6.5%，但是季调后环比增速回落至 1.3%，其同比增速如果用更为准确的两年平均增速衡量，仅为 3.6%，相比一季度出现了显著的下行。

2024 年上半年同样的故事重演。第一季度 GDP 增速高达 5.3%，季调后环比增速为 1.3%，但是进入二季度就出现明显回落，最终第二季度 GDP 增速仅为 4.7%，季调后环比增速更是低至 1.0%。

连续两年均出现经济增长一季度高企，二季度回落的态势，这对于积极乐观期待疫后经济复苏的投资者信心造成了一定的冲击。

针对于这连续两年的复苏中止现象，市场投资者也纷纷寻找原因，但是更多的是从驱动经济增长的内生角度寻求原因，**本文试图从外生角度来寻找原因。**

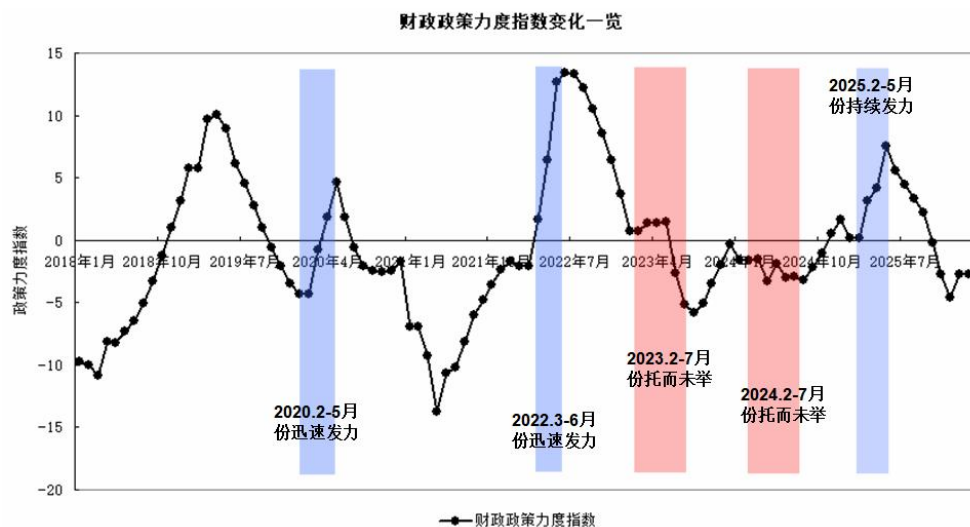
长期以来，面对经济弱势，投资者往往倾向于期待货币政策的放松，对于财政政策而言，却很少谈及。这种“重货币、轻财政”的现象在债券市场中尤为明显，也确实存在着客观背景。首先从大学教育层面来看，中国的经济学教育本就存在着“重货币、轻财政”的倾向，这就从根本上令从业者的思维受到约束。其次，客观而言，从社会实践来看，财政政策的复杂程度要明显高于货币政策，货币政策具有显明宣示性、一目了然性的特征，非常容易辨别其松紧动向和加减码的程度，但是财政政策并不具有显著的宣示性特征，且那些复杂的术语更会让投资者摸不着头脑。

但是，不可否认的是，在经济弱势中，货币政策往往形成的是“推绳子”效应，对于经济的支撑效应非常有限，财政政策才往往是补充有效需求的主要工具。

2023-2024 年期间，面对总需求的不足，财政政策是重要期待工具，但是连续两年其政策力度均出现了托而未举的特征，总体表现为一季度适度发力，当经济增速恢复到目标水平附近，就出现力度收敛，这种收敛又很容易造成后续时期经济再趋回落。

在综合了财政两本账的支出、收入等各方面内容的基础上，可编制出中国的财政政策力度指数，以月度频率来刻画描述中国这些年财政政策力度的变化方向和幅度（具体编制方法请参看国信宏观相关报告）。如下图所示：

图1：2018年以来的财政政策力度指数



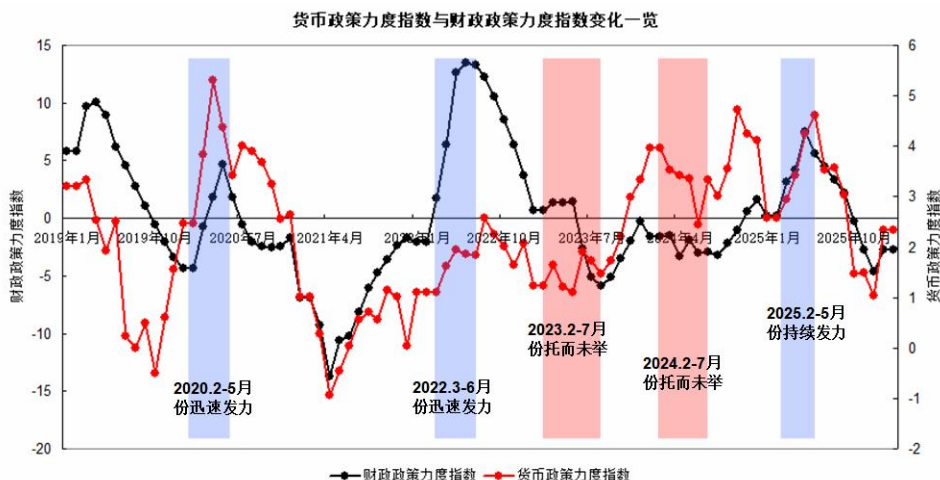
资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

以财政政策力度指数的变化为例，疫情期间（2020年2至5月份、2022年3至6月份），为对冲当时疫情对于经济的冲击，财政政策力度显著发力，而疫后时期（2023年上半年、2024年上半年），财政政策均采取了托而未举的力度方式，这也对于当年第二季度的经济增长形成了压力。

事实上，不仅财政政策，货币政策亦然。从我国的长期实践来看，财政政策与货币政策的方向基本是保持一致的，即很少出现教科书中所提及的“宽货币、紧财政”或“紧货币、宽财政”组合。应该说，这在现实中也是合理的，货币政策与财政政策均从属于总量性经济调控政策，本应保持同样的取向。

纵观2020年以来我国货币政策与财政政策力度指数的变化，也同样在2023、2024年上半年呈现出“托而未举”的特征，这也在一定程度上形成了经济向上动能的弱化，并在二季度出现了回落。

图2：货币政策力度指数与财政政策力度指数变化趋势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

那么如何看待我国宏观政策这种“托而未举”的现象呢？针对于此问题，市场投资者也产生过各种探讨和解读。

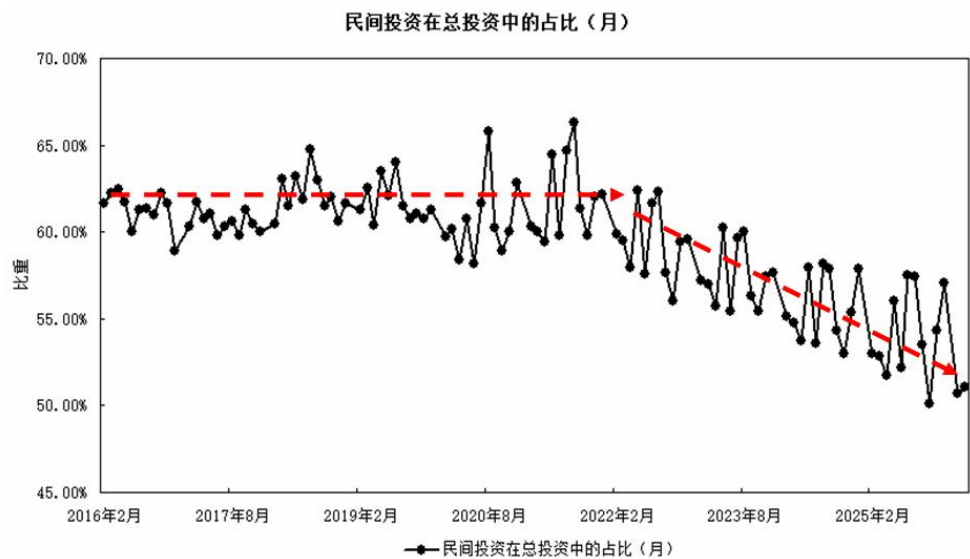
## 1、政策的对冲性和前瞻性与经济内生动能的强弱相关

首先，2023-2024年时期，政策发力，经济有所恢复；政策收敛，经济就承受压力，这一现象反映出经济增长的内生动力依然偏弱。

当经济增长动能的内生性很强时，宏观经济政策更倾向于逆向对冲属性，即过热收紧、偏冷放松，这时期的经济主导动能由市场主体提供，政策松紧所牵引的政府需求则是一种对冲效应，以防止经济过冷或过热，这时的政策只不过是一种事后对冲的工具。而当经济增长的内生性不足时，政府需求则成为了一种主导性需求，这时的宏观经济政策对于经济波动而言，则成为前瞻指引性效应，其松紧大概率会导致后续经济动能的起落。

简而言之，前者的政策是经济运行的结果，后者的政策成为了经济运行的原因。那么如何衡量当前的经济动能的内生性强弱呢？一个可供参考的方式则是看民营经济成份的占比变化，以固定资产投资为例，可以划分为民间投资和非民间投资，从逻辑上而言，前者更具有内生性效果，如果民间投资的比重居高稳定，则可以认为投资动能的内生性较强，反之，则内生性偏弱。

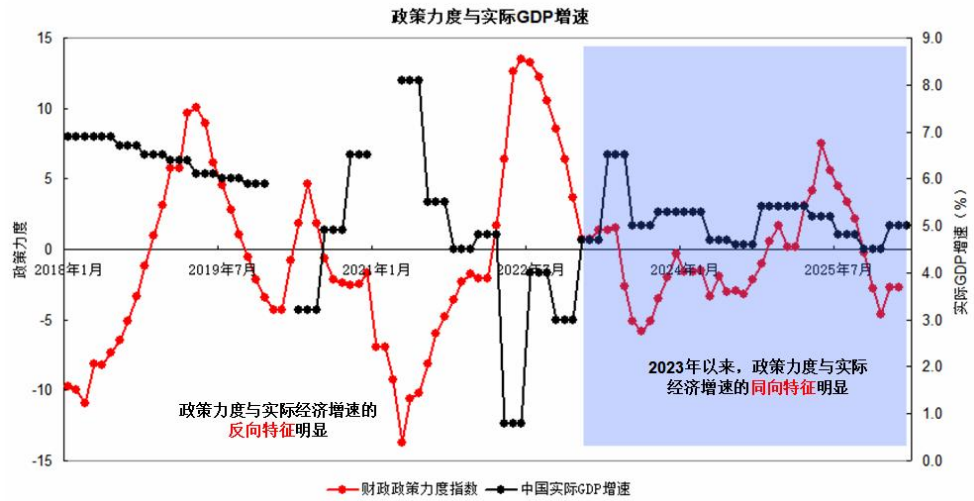
图3：民间投资在总投资中的占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

从这个角度来看，给投资也可能会带来一些启示。众所周知，利率的决定具有内生属性和外生属性，如果认为经济自身的内生动能较强，政策只不过是一种跟随或对冲效应，那么利率的决定当以内生性为主，需要更多的关注经济基本面的动向；反之，如果经济自身的内生动能偏弱，政策更倾向于是一种前瞻引领效应，则利率的决定当以外生性为主，需要更多的关注政策面的动向与变化。

图4：政策力度与实际 GDP 增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

事实上，可以从如上图示清晰的看到政策与经济的关系在 2022-2023 年前后发生了显著改变。

在以往时期中，政策力度的强弱与经济的运行更类似于一种反向对冲关系，经济运行在先，政策对冲跟随其后，经济回暖则政策收敛，经济偏冷则政策扩张。但是 2023 年之后，两者的关系更倾向于一种前瞻、同向的引导关系，政策的松紧似乎更具有主动性，政策的松紧同步对应着经济的暖与冷，政策的对冲跟随属性变化为前瞻引领属性。

## 2、政策的“托而未举”可能与跨周期的调控思路相关

2023、2024 年的宏观政策均呈现出如下特点：在经济下行压力较大时，积极发力，而一旦经济增速回归到当年的增长目标附近（GDP 目标 5%左右），则政策力度收敛。这种现象也可能与我国的跨周期调控思路相关。

2020 年 7 月份中共中央政治局经济工作会议首提“跨周期”调控思路，其后若干年的货币政策与财政政策报告中也有提及，虽然对于跨周期政策的精确内涵与衡量方式，市场尚在摸索与探讨之中，但是跨周期调控思路的应有之义当为平衡经济增长的短期目标和长期均衡、平衡政策的当前力度和长期储备能力。我国短期的经济增长目标（年度 GDP 增速目标）是明确的，而长期更追寻可持续性的稳定增长，所有的政策力度必须在短期目标和长期目标之间寻求平衡，这应为跨周期调控的内涵之一。

此外，无论是货币政策还是财政政策，天生都均有“卯吃寅粮”的特征，如何平衡好政策的短期力度和长期持续性，这也应该是跨周期调控的内涵之一。从这一角度，似乎可以理解政策措施的“托而未举”特征。

当然，具体到跨周期政策的方向和力度变化的触发因素，这依然还是一个需要持续研究和探讨的问题。

### 3、政策的“托而未举”也可能与促转型的战略思路相关

近十年来，中国经济发展进入了一个新旧动能切换的时期，新产业的蓬勃向上与旧产业的不断下行并存发生。

以房地产行业、传统基金业为代表的旧产业和以信息、软件及技术产业为代表新产业在整体经济中的权重此消彼长，形成了新旧动能切换的新图景。国际上，定义一个产业是否为支柱型产业通常以该产业增加值占比 GDP 超过 5% 为标准，我国的房地产业增加值占 GDP 比重于 2020-2021 年附近触及顶点，随后持续回落，已经开始逼近 5%，这在一定意义上代表着经济旧动能的衰减，而信息、软件及技术产业增加值占 GDP 比重从 2-3% 水平持续回升，也已经开始逼近于 5%，这在一定意义上代表了经济新动能的繁荣。

在旧动能占比较大、增速较低，新动能占比较小、增速较高的背景下，整体经济动能必然存在下行压力，而伴随转型的深入化，当新动能产业的权重接近或超越旧动能权重时，整体经济就会在新平台上寻求到平衡，摆脱持续下行的趋势。

图5：我国经济进入新旧动能切换的关键时期



资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

应该说每个经济体从长期发展来看，都会面临新旧动能切换的挑战，有的国家切换成功了，就获得了新的发展动能，持续向好，有的国家挑战失败了，就会陷入长期的衰退陷阱中。

在失败案例中，最为典型的当属 90 年代后期的日本。当时的日本产业结构也面临着从传统产业（房产、造船、汽车等）向新兴产业（科技类产业）切换的挑战，可惜由于种种原因，其科技产业没有形成有效的升级和突围，从而导致了“失去的三十年”。

近些年的中国也面临着同样的挑战与考验，国家在坚定不移的推进着新旧动能的切换与转变，而且从近些年的发展来看，这种切换和转变是顺利的。在这种动能切换的大背景下，有如下一些认识可能会出现：

## （1）济的结构性变化比总量性变化更为重要，失业率将会成为重要衡量标准

在新旧动能（产业）切换过程中，经济结构是分化的，有的产业欣欣向荣，有的产业则日落西山，很难从总量角度来衡量出整体经济的好与坏。当然，由于新旧产业的属性不同、社会融合度不同，会对普罗大众产生出不同的认知预期，例如以房地产为代表的旧动能产业由于社会接触面广、链条长、容纳就业量大，因此其衰退会被更多的社会大众所感知。

在这种产业分化、动能切换的环境中，就不宜单纯的去关注总量 GDP 数据，而这个时期的总量数据也往往容易呈现波幅降低、方向单一的特征。如果说各类产业不再呈现“一荣俱荣、一损俱损”的强周期性特征，那么**就业指标就会成为衡量经济好坏的关键性指标**，无论旧产业的衰败和新产业的兴起如何演绎，只要整体经济活动能解决必需的就业总量，宏观经济运行就是良性的，否则就需要相应的周期类政策进行托底支持。

## （2）货币财政类政策往往成为旧动能的托底性政策，而非刺激性政策，产业类政策日趋重要

以科技为代表的新动能产业发展主要依赖于技术进步与创新，而以房地产为代表的旧动能产业发展更多依赖于资本的注入与劳动力的堆积。**前者更多依赖于产业政策的推动，其具有结构化特点，后者更依赖于货币、财政类传统政策，其更具有总量型特征。**

新旧动能切换过程中，新兴产业的发展是政府所期待的，但是也希望传统旧产业的退坡缓而有序，这样是一种理想的状态。但是新旧切换并非是无缝衔接的，容易出现阶段性失衡状态，这可能主要是传统产业下行过快所引发，因此需要货币、财政类政策进行阶段性托底操作，避免形成硬着陆状态，因此这也可能是周期刺激类政策“托而未举”的原因。

总体而言，经济魔咒未必是一种必然，但是政策与经济的关系正在新时代发生着潜移默化的关系，对于经济好与坏的评价标准也在发生着变化，转型、跨周期、托而未举，这些词汇的内涵可能是一致的，经济转型时期的投资思路与投资策略可能与非转型时期具有较大的差异性，这也可能就是近些年来债券市场投资者时时感觉到不适应的原因所在。

## 风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032