

破局，突围

——2024年宏观年度展望

核心观点

2023年以来，中国经济着力长远，坚持高质量发展，但短期来看经济动能、企业盈利和居民收入预期均在结构转型的过程中承受了阶段性压力；美国的“宽财政”则使得经济在“紧货币”环境下依然呈现出超预期的韧性。基本面的阶段性背离也使得中美利差大幅走阔。2023年Q4以来，10年期中美利差大幅走阔至200BP，已触及2005年汇改后极值。

展望2024年，美国财政纪律依然缺乏有效约束，从外部制约看信用货币体系下非美经济体缺乏对美国财政扩张的有效制衡手段；从内部制约看民主党也通过结构性的利益让渡换取共和党在总量上对民主党“宽财政”的妥协。预计宽财政仍可延续，2024年美国宏观经济仍将在“高利率”环境下维持韧性。

在此背景下，中美利差仍可能在历史极值的基础上进一步走阔，人民币汇率和外汇储备均将受到挑战。在此背景下，国际收支平衡的诉求可能倒逼国内基本面政策逐渐加强，通过基本面预期的改善缓解收支压力，财政、产业、货币三大领域将配合协同发力。国内稳增长政策的持续性也将取决于中美利差位于高位的时长，如果压力延续或加大也可能驱动我国稳增长政策持续性加码。

在此背景下，权益市场应积极布局稳增长政策受益板块，周期股相对受益。债券市场方面，预计10年期国债收益率伴随政策加码全年趋于震荡，节奏上呈现先上后下的走势。

风险提示

- 1、美日韩强化地区军事同盟，关注东北亚局势。
- 2、全球主权政府债务压力仍在，关注欧洲、美国和日本的潜在债务压力。
- 3、数据测算偏差

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧
执业证书号：S1230520070006
sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪
执业证书号：S1230520080001
zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

分析师：廖博
执业证书号：S1230523070004
liaobo@stocke.com.cn

分析师：张浩
执业证书号：S1230521050001
zhanghao1@stocke.com.cn

分析师：潘高远
执业证书号：S1230523070002
pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《出口提质扩围，出海日新月异》 2023.10.31
- 2 《盈利持续改善，弱补库拉开序幕》 2023.10.28
- 3 《增发国债提升赤字，聚焦化债布局城投》 2023.10.24

正文目录

1 破局，突围	7
2 外部环境：美国紧货币宽财政，仍具备一定外溢性	8
2.1 美国财政纪律的约束何在？	8
2.1.1 外部制约：信用货币体系下美国财政纪律缺乏约束，全球仍增持美债&美元储备份额仍稳定	8
2.1.2 内部制约：大选年&两党博弈对“宽财政”的额外制约力度较为有限	9
2.1.3 货币政策约束：利息支出是否对财政存在显著的挤出效应？	10
2.2 财政难退坡，美国经济继续维持强势	12
2.2.1 预计 2024 年美国 GDP 增速 1.5%：财政决定经济下限，货币政策及债务压力决定美国经济节奏	12
2.2.2 2024 年美国通胀小幅回落但中枢难降至 3% 以下，回落的核心驱动因素源自住房分项	15
2.2.3 美联储货币政策：高不成、低不就，全年调整空间较为有限	16
2.2.4 预计 AI 短期对经济的正向拉动作用有限，但仍需持续关注其对制造业的影响	18
2.3 欧元区财政信贷双紧缩，日本货币政策正常化	20
2.3.1 欧元区面临财政支出和货币信贷双收缩压力，预计降息拐点领先联储到来	20
2.3.2 日本 CPI 可能连续 2 年位于 2% 以上，长短端政策利率可能走向正常化	23
3 预计名义 GDP 增速小幅上升	26
3.1 居民收入渐进改善，消费潜力逐步释放，预计全年社零增速 6.5%	26
3.2 预计 2024 年固定资产投资的增速为 4.0%	28
3.2.1 自主可控是主线，预计 2024 年制造业投资增速将达到 8.3%	29
3.2.2 财政定调积极发力，预计 2024 年基建投资增速 6.5%	29
3.2.3 低需求叠加高库存，预计 2024 年地产投资增速-4.3% 较难回正	30
3.3 进出口：供给优势推动出口增速 7%，内需渐稳抬升进口增速 7.5%	32
4 工业稳增长，价格微幅涨	35
4.1 生产法 GDP：工业稳增长是主要支撑，预计 2024 年工增的增速 4.7%	35
4.2 需求回暖带动 CPI 温和回升，预计 2024 年 CPI 增速 1.4%	36
4.2.1 利润驱动补库，生猪市场呈现“小周期”模式	36
4.2.2 OPEC+ 掌握定价权，油价有一定上涨空间	37
4.2.3 消费回暖，成本上行，核心 CPI 向上修复	39
4.3 稳增长政策发力带动 PPI 上行，预计 2024 年 PPI 增速 0.4%	40
4.4 预计 2024 年 GDP 平减指数为 1.0%	42
4.5 支出法看实际 GDP：消费稳步修复，投资动能较强	42
4.6 工业企业利润企稳微升，预计全年增速 1.4%	43
4.7 就业形势：整体就业稳定，结构压力仍存，预计全年中枢 5.1%	43
5 中央财政发力，财政积极有为	46
6 货币政策：首要目标高频切换	49
6.1 宽信用边际增加载体	51
6.2 工具选择：预计年初仍有降准，全年结构性政策工具持续发力	52
6.3 预计 2024 年末信贷、社融、M2 同比增速分别为 10.2%、10.2%、9.6%	53
6.4 汇率展望：预计小幅渐进升值	57
7 产业政策着力工业稳增长	58
8 大类资产：关注中美利差收窄背景下的结构性机会	60
8.1 A 股呈现结构化行情，重点关注周期板块	60
8.2 10 年期国债收益率维持震荡	60

8.3 大宗商品高位震荡	60
8.4 房地产市场机会相对较少	60
8.5 10 年美债利率全年中枢小幅下行，宽幅震荡	61
8.6 美元指数逐季回落但空间有限，全年较难落至 100 以下	61
8.7 美股进一步上行，先道指后纳指	62
8.8 黄金仍然具备配置价值	62
9 风险提示：关注朝韩局势与全球债务隐患	63
9.1 朝韩冲突升级存在隐忧	63
9.2 关注全球主要国家债务压力	63

图表目录

图 1: 美国财政贸易双赤字 (赤字率右轴)	9
图 2: 美国黄金储备在 60 年代中后段持续回落	9
图 3: 除我国外, 海外投资者仍在增持美债 (亿美元)	9
图 4: 美国政府部门杠杆率已超过 100%	9
图 5: 拜登主推法案在投资方向上“超配”共和党胜选区	10
图 6: 大选年不是美国财政赤字的重要约束条件	10
图 7: 利息支出负担和赤字率在 2024 年均会进一步走阔 (%)	11
图 8: 不同部门持有的美国国债规模差异较大 (十亿美元)	11
图 9: 美联储大幅亏损 2023 年无法向美国财政部上缴利润 (十亿美元)	11
图 10: CBO 对美国不同支付工具财政乘数的测算, 直接面向居民的现金补贴乘数最高	12
图 11: 美国 2024 年 GDP 同比增速预计逐季下行 (%)	12
图 12: 美国 2024 年失业率预计逐季走高 (%)	12
图 13: 美国居民的房贷结构转向固定利率 (%)	13
图 14: 美国企业的债券结构以固定利率为主 (百万美元)	13
图 15: 美国企业债到期规模分布, 未来数年到期压力较为均匀 (十亿美元)	13
图 16: 美国资本开支增速与库存周期强相关 (%)	14
图 17: 旧金山联储测算美国居民超额储蓄已基本耗尽	14
图 18: 美国个人消费支出与居民净资产增速较为拟合 (%)	14
图 19: 美国个人消费支出与居民净资产情况正相关	14
图 20: 美国劳动力市场的供需两端已基本企稳 (万人)	15
图 21: 进入 2023 年后美国薪资增速已基本企稳 (%)	15
图 22: 预计欧元区将进入补库周期 (%)	15
图 23: 预计中美日库存将陆续进入补库周期 (%)	15
图 24: 美国 CPI 同比增速预计 2024 年缓慢走低 (%)	16
图 25: 美国劳动力市场的供需两端已基本企稳 (万人)	16
图 26: 房价走势领先 CPI 分项 1 年 (% , 本图房价领先 12 月)	16
图 27: 旧金山联储预计 2024 年 CPI 住房分项将明显回落 (%)	16
图 28: 美国 M2/GDP 已基本回归至疫前轨道	17
图 29: 2023 年以来美国 M2 同比增速持续负增长 (%)	17
图 30: 耶伦规则当前指向 2024 年 Q3 为降息起点 (%)	18
图 31: 隔夜逆回购规模迅速回落 (亿美元)	18
图 32: 美国制造业建筑支出保持高速增长 (%)	19
图 33: 美国制造业建筑支出主要由电子行业驱动	19
图 34: 美国计算投资强但工业设备投资低迷 (%)	20
图 35: 美国计算机行业盈利当前仍较为低迷 (%)	20
图 36: 美国工业设备私人固定资产投资和制造业投资基本拟合 (%)	20
图 37: 当前美国 PMI 仍处于低谷	20
图 38: 欧元区银行信贷增速 2023 年明显回落 (%)	21
图 39: 2024 年欧央行 TLTRO 仍有少量到期规模	21
图 40: 欧元区各国赤字在疫后明显走高 (%)	21
图 41: 欧元区各国政府负债率在疫后大幅上升 (%)	21
图 42: 2024 年 Q1-Q3 平均每月缩表 282 亿欧元	22

图 43: 欧央行 APP 向下资产到期分类 (亿欧元)	22
图 44: 意大利 1 月和 9 月有较大主权债务到期压力	23
图 45: 过去欧洲债务压力国债到期压力分布均匀 (十亿欧元)	23
图 46: 日本 2023 年工资涨幅创 2023 年以来新高 (%)	24
图 47: 日本名义薪资增速与核心 CPI 走势高度正相关 (%)	24
图 48: 日本通胀增速可能连续两年超过 2% (%)	24
图 49: 10 年日债利率已实质性突破 YCC“管控”区间 (%)	24
图 50: 日本政府杠杆率是 MMT 国家中最高水平 (%)	25
图 51: 日本财务省预计 10 年期国债利率中枢位于 0.9% 附近	25
图 52: 失业率持续回落	26
图 53: 2023 年前三季度居民收入增速跑赢 GDP 增速	26
图 54: 二手房挂牌指数保持回落趋势	27
图 55: 剔除新股之后的 A 股总市值波动回落	27
图 56: 消费者信心指数回落幅度较大	27
图 57: 居民消费倾向小幅回升, 但仍处于低位	27
图 58: 预计 2024 年社零增速为 6.5%, 一季度有望实现开门红	28
图 59: 当前商品库存和去化周期仍位于高位 (%)	31
图 60: 预计 2024 年地产投资增速难回正 (%)	31
图 61: 100 大城市土地成交情况依然低迷 (%)	32
图 62: 地产销售增速未有明显起色 (%)	32
图 63: 核心城市 2023 年前三季度供地完成情况 (万平方米)	32
图 64: 发达经济体面临“类滞胀”压力	33
图 65: 东盟、欧美日韩、一带一路是我国主要贸易对象	33
图 66: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长	34
图 67: 工业稳增长有助于提升制造业产能利用率	36
图 68: 2023 年 8 月猪肉价格筑底回暖	37
图 69: 生猪市场呈现小涨小跌的“小周期”模式	37
图 70: 预计生猪价格先升后降, 整体涨幅有限	37
图 71: 美国原油钻机数量已见顶回落	38
图 72: 伊朗、委内瑞拉原油产量有所恢复	38
图 73: 中国国际航班仍有恢复空间	38
图 74: 美国商业原油库存水位较低	38
图 75: 美国战略原油储备库存处于历史低位	38
图 76: 高油价导致裂解价差迅速下降, 汽油需求出现负反馈	38
图 77: 消费回暖, 从需求端带动核心 CPI 回升	39
图 78: PPI 反转向上, 从成本端推动核心 CPI 回升	39
图 79: 预计 2024 年 CPI 同比+1.4%	39
图 80: 1996 年至今一共出现了 8 次 PPI 同比触底反弹	40
图 81: 历次 PPI 同比触底反弹之后的累计涨幅	41
图 82: 当下产能利用率水平不高	41
图 83: 实际库存水平尚未降至历史低位	41
图 84: 预计 2024 年 PPI 同比+0.4%	42
图 85: 产能利用率提升有助于降低工业企业单位成本	43
图 86: 预计 2024 年工业企业利润增速为 1.4%	43
图 87: 预计 2024 年调查失业率为 5.1%, 较 2023 年显著回落	44

图 88: 工业企业利润增速与城镇调查失业率呈反比	44
图 89: PMI 从业人员指数和 BCI 企业招工前瞻指数位于低位	44
图 90: 2023 年新注册的网约车司机数量较多	45
图 91: 农民工就业情况良好, 整体就业稳定	45
图 92: 2020 年以来, 专科、专升本、硕士都进行了扩招	45
图 93: 2024 年高校毕业生或再创新高	45
图 94: 预计 2024 年赤字规模或达到 5 万亿元	46
图 95: 财政是重要的宏观调控政策工具	46
图 96: 2023 年社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多, 1-9 月社保就业支出较快	46
图 97: 预计 2024 年新增专项债规模达到 4 至 4.5 万亿元	47
图 98: 2023 年专项债发行相对前置	47
图 99: 2018 年至今我国货币政策基调转换时点	49
图 100: 预计 2024 年 M2、信贷、社融增速总体稳健	50
图 101: 预计宽信用着重带动企业、居民中长期贷款	50
图 102: 2023 年 8 月以来银行间市场回购成交量中枢有所回落	50
图 103: 我国宏观杠杆率(社科院口径)逐步攀升	50
图 104: 制造业贷款增速较高支撑制造业投资	51
图 105: 制造业增加值占 GDP 比重自 2020 年初触底后企稳	51
图 106: 基建中长期贷款增速保持高位, 地产开发贷增速企稳回升	52
图 107: 2023 年前三季度结构性货币政策工具增量较大	53
图 108: 2020 年以来, 支小、支农再贷款及再贴现快速增加	53
图 109: 2024 年我国结构性货币政策工具总量及结构均有亮点	53
图 110: 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	54
图 111: 预计 2024 年信贷增速震荡回落	54
图 112: 预计 2024 年信贷结构维持优化	54
图 113: 2024 年社融增速走势先升后降	55
图 114: 预计 2024 年社融主要分项同比多增	55
图 115: 预计 2024 年 M2 增速先升后降	56
图 116: 预计居民超额储蓄继续积累, 但增速放缓	56
图 117: 居民超额储蓄 2023 年持续积累	56
图 118: 预计 2024 年人民币汇率小幅震荡升值	57
图 119: 预计 2024 年外汇储备走势稳健	57
图 120: 做市商的资产规模较难匹配美债规模增长(%)	61
图 121: 美国国债市场的波动率明显抬升	61
表 1: 2023 年 6 月债务上限协议对未来 10 年财政支出的约束力度(十亿美元)	10
表 2: 日央行和日本财务省对各项宏观经济数据的预测	25
表 3: 截至 2022 年 Q2, 日本机构持有海外资产按国家分布情况, 美元资产最多(亿美元)	25
表 4: 2024 年分季度名义 GDP 及三驾马车增速(单位: %)	26
表 5: 2024 年分季度固定资产投资增速预测(所有数值均为当季名义同比, 单位: %)	28
表 6: 2024 年生产法 GDP 预测值	36
表 7: 2024 年分季度总需求侧主要变量增速预测(所有数值均为当季名义同比, 单位: %)	42
表 8: 十大工业重点行业稳增长政策目标	58
表 9: 2024 年宏观经济数据预测	64

1 破局，突围

2023 年以来，中国经济着力长远，坚持高质量发展，但短期来看经济动能、企业盈利和居民收入预期均在结构转型的过程中承受了阶段性压力；美国的“宽财政”则使得经济在“紧货币”环境下依然呈现出超预期的韧性。基本面的阶段性背离也使得中美利差大幅走阔。2023 年 Q4 以来，10 年期中美利差大幅走阔至 200BP，已触及 2005 年汇改后极值。

展望 2024 年，美国财政纪律依然缺乏有效约束，从外部制约看信用货币体系下非美经济缺乏对美国财政扩张的有效制衡手段；从内部制约看民主党也通过结构性的利益让渡换取共和党在总量上对民主党“宽财政”的妥协。预计宽财政仍可延续，2024 年美国的经济仍将在“高利率”环境下维持韧性。

在此背景下，中美利差仍可能在历史极值的基础上进一步走阔，人民币汇率和外汇储备均将受到挑战。在此背景下，国际收支平衡的诉求可能倒逼国内基本面政策逐渐加强，通过基本面预期的改善缓解收支压力，财政、产业、货币三大领域将配合协同发力。国内稳增长政策的持续性也将取决于中美利差位于高位的时长，如果压力延续或加大也可能驱动我国稳增长政策持续性加码。

在此背景下，权益市场应积极布局稳增长政策受益板块，周期股相对受益。债券市场方面，预计 10 年期国债收益率伴随政策加码全年趋于震荡，节奏上呈现先上后下的走势。

2 外部环境：美国紧货币宽财政，仍具备一定外溢性

2.1 美国财政纪律的约束何在？

2023 年至今，在美国“紧货币，宽财政”的宏观政策环境下，美国经济呈现出的强韧性主要源于财政的支持。财政主导下经济对加息的脱敏、美国财政纪律不受明显约束，两大突破市场固有认知的重要变化使得美国经济被持续低估。展望 2024 年，美联储政策利率的变化空间极为有限，财政可能依然是主导经济的核心政策变量。我们认为美国财政纪律依然缺乏明显的约束，财政较难出现明显退坡。财政部于近期公布 2023 财年最终赤字 6.3%，高于前期预算和 CBO 测算；我们认为 2024 年财政赤字也可能高于当前预期，不会出现明显退坡，美国经济的韧性仍可能进一步延续（根据 CBO 于 2023 年 5 月发布的预测，2023 年赤字为 5.8%，2024 年赤字为 6.0%，参考口径为“CBO’s Baseline Projections of Outlays and Deficits, Adjusted to Exclude Effects of Timing Shifts”）。分三方面来看：

外部制约上，不存在明显的纪律约束。不同于 60 年代中后段，布雷顿森林体系下美国财政纪律曾经存在显著的外部制约，如债务和贸易赤字无序扩张可能导致货币体系遭遇外部挤兑；当前信用货币体系下美国财政纪律缺乏明显约束，即便美国政府杠杆率显著提升且主权债务评级再度遭遇下调，但全球投资者仍在增持美债&美元储备份额仍然稳定。

内部制约上，政治制衡的力度同样有限。从历史看，大选年两党政治博弈加剧实际不存在对宽财政力度的显著制约，大选年美国财政赤字率往往走阔。从当下看，民主党可能通过在结构上对共和党让渡利益的形式，换取共和党在总量上对民主党“宽财政”的妥协。对应拜登也在过去 3 年任期内呈现了较高的政策兑现度。

货币政策上，联储紧缩抬升财政利息支出确实挤占了财政扩张空间，但也不会使得财政出现明显退坡。从结构层面看，利息也是财政对非财政部门的支出，不确定性较强，需将国债持有者分部门来看待，不宜“一刀切”处理；其中将确定性形成挤出的实质只有境外投资者持有 30% 的存量国债部分对应的利息。

2.1.1 外部制约：信用货币体系下美国财政纪律缺乏约束，全球仍增持美债&美元储备份额仍稳定

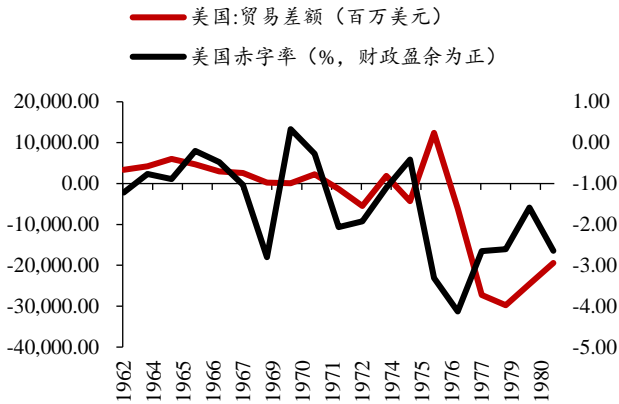
60 年代中后段，彼时全球货币制度的核心是布雷顿森林体系。但美国财政赤字、贸易逆差在 60 年代中后期双双大幅走阔。**财政方面**，美国赤字率一路走阔，由 0 附近升至 2.8%。一方面在越南战争背景下，美国政府开展了大量军费开支；另一方面彼时美国总统约翰逊推行伟大社会计划，美国政府在教育、医疗领域的大量支出也加重了财政负担。**贸易方面**，彼时适逢全球第一轮产业转移，美国的钢铁、汽车等制造业开始向日本转移，贸易逆差由正收窄直至归零。

在财政贸易双赤字的背景下，美国黄金储备不足难以支持国际收支持续流出以及政府债务的高速扩张，美元体系开始遭受欧洲国家的广泛质疑。彼时法国总统戴高乐发动去美元化并于 1967 年号召法国将所持美元储备兑换为黄金，欧洲国家对美国黄金储备的“挤兑”最终导致了布雷顿森林体系的解体，也中断了美国的财政扩张。

由 60 年代中后期的历史不难发现，在本质为金本位制的布雷顿森林体系下，美国政府的债务扩张依然面临外部约束。但在当前的信用货币体系下，美国的债务纪律缺乏严格的外部约束，海外投资者仍在趋势性增持美债且 2023 年美元在全球外储中的份额仍小幅提升。虽然疫情后美国政府杠杆率大幅走高，当前约为 110%；且评级机构也继 2011 年后再度下调美国的主权债务评级，但从全球市场来看，2023 年海外投资者仍在趋势性增持美债；从主

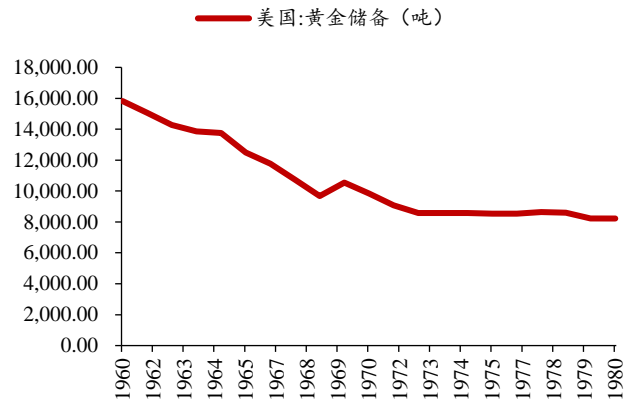
权部门来看，2023 年以来，美元在全球储备体系中的份额反而由 2022 年末的 58.5%升至 2023 年 Q2 的 58.9%，“去美元化”之路仍然较为漫长。

图1: 美国财政贸易双赤字 (赤字率右轴)



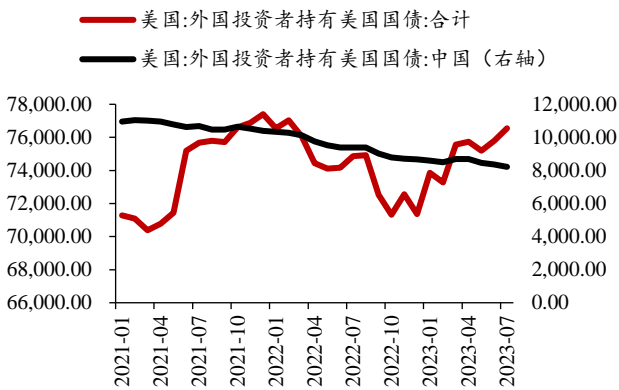
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 美国黄金储备在 60 年代中后段持续回落



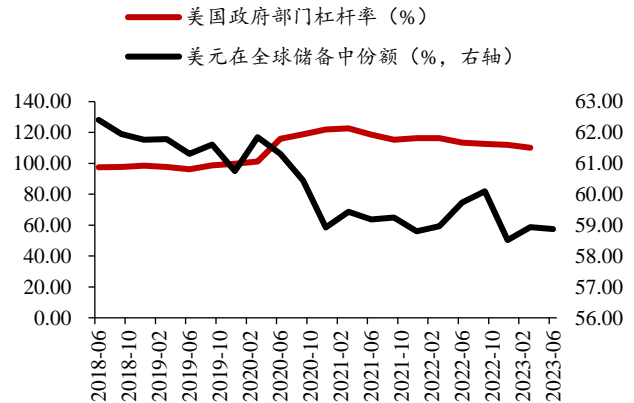
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 除我国外, 海外投资者仍在增持美债 (亿美元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 美国政府部门杠杆率已超过 100%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.1.2 内部制约: 大选年&两党博弈对“宽财政”的额外制约力度较为有限

从结果看，大选年两党政治博弈加剧实际不存在对宽财政力度的显著制约。从历史经验来看，美国政府在大选年的宽财政力度通常高于总统任期的前三年。美国第46届总统大选至今，超过70%的大选年美国政府的赤字率在总统任期前三年的基础上均会进一步走阔（90年代连续性的赤字收窄主要源于彼时互联网革命大幅改善税收，不具备可比性）。

从当下实际情况看，民主党可能通过在结构上对共和党让渡利益的形式，换取共和党在总量上对民主党“宽财政”的妥协。对应拜登也在过去3年的任期内呈现了较高的政策兑现度，对于上任前基础设施建设、清洁能源投资、供应链等领域的投资承诺均有所兑现。

拜登自上任以来共推行三部重点法案《芯片法案》(CHIPS Act, 投资以及相关支出规模约2500亿美元)、《通胀缓解法案》(Inflation Reduction Act, 投资以及相关支出规模约5000亿美元)、《基础设施建设与就业法案》(the infrastructure investment and jobs act, 投资以及相关支出规模约5500亿美元)。经白宫统计，法案落地后已带动私营部门投资规模约6140亿

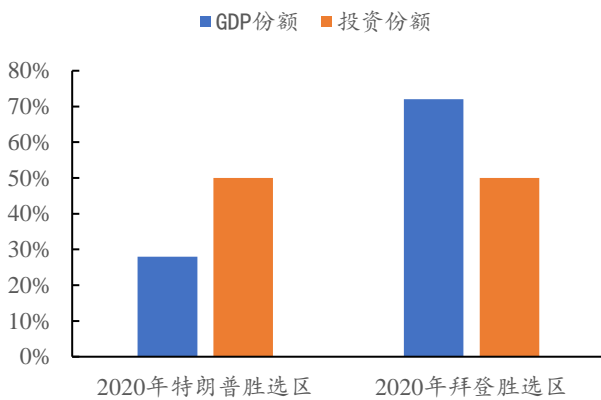
美元（重点投向领域包括电子半导体和清洁能源等）。但从投资项目的选区分布上来看，拜登主推的投资方案反而对共和党选区存在明显倾斜。主要表现为两大特征：

一是民主党主导的经济投资法案反而在共和党的优势选区呈现出超额投资的特征。根据布鲁金斯学会统计，三大法案下主推的新增投资项目中接近 50% 投向了 2020 年大选中特朗普的胜选区，但对应选区在全国所占的 GDP 份额仅 28%。

二是共和党中极右翼（与民主党分歧最大的群体）所在选区在上述法案主导的投资中都获得了较大收益。以众议院中的共和党极右翼群体代表 Freedom Caucus 为例，佛罗里达、德克萨斯、亚利桑那三大州中极右翼议员数量均超过 4 位，但三大重点法案在上述区域中的投资规模均较为靠前（50 大州中位列前 7），获益较为丰硕。

据此，我们认为两党博弈对财政投资支出的制约力度并未如市场预期般有效。在实际谈判过程中，民主党可能通过在结构上对共和党让渡利益的形式（加大投资规模，为共和党选区创造 GDP 和就业岗位），换取共和党在总量上对民主党“宽财政”的妥协。

图5：拜登主推法案在投资方向上“超配”共和党胜选区



资料来源：Brookings EDU，浙商证券研究所

图6：大选年不是美国财政赤字的重要约束条件



资料来源：Wind，浙商证券研究所

此外，从内部约束的角度来看，两党于 2023 年中达成的债务上限协定中实际也已对 2024 年的财政赤字进行了初步的约束，但约束力度极为有限。CBO 原测算 2024 年赤字规模约为 15710 亿美元，债务上限协定下对 2024 年的计划削减赤字约 695 亿美元，幅度相对有限。

表1：2023 年 6 月债务上限协议对未来 10 年财政支出的约束力度（十亿美元）

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
赤字规模	1,376	-1,539	-1,571	-1,761	-1,718	-1,709	-1,934	-1,855	-2,126	-2,291	-2,496	-2,852
赤字削减		-4.4	-69.5	-112.2	-132	-144.5	-155.9	-164.2	-172.8	-181.6	-190.6	-200
削减比例		0.3%	4.4%	6.4%	7.7%	8.5%	8.1%	8.9%	8.1%	7.9%	7.6%	7.0%

资料来源：CBO，浙商证券研究所

2.1.3 货币政策约束：利息支出是否对财政存在显著的挤出效应？

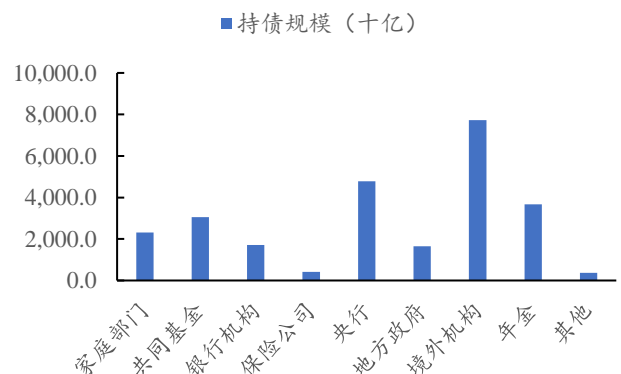
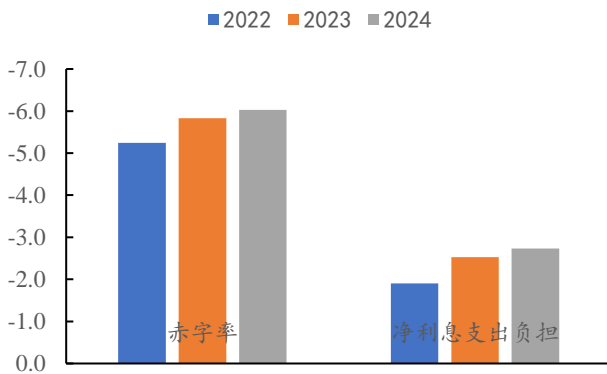
当前市场存在的普遍预期之一是货币政策也将对“宽财政”形成挤出效应。主要原因在于联储加息和缩表推升长端利率，利息负担的增加挤占了既定赤字率下财政用于支持实体经济的支出空间。我们认为不应“一刀切”看待这一问题：

从总量层面上看，利息负担确实在一定程度上挤占了财政扩张的空间，但也不会使得财政出现明显的退坡。在联储迅速加息的背景下，美债利率快速上行也显著增加了财政部的利率负担，如以 CBO 于 2023 年 5 月更新的测算为基准，预计 2023 年、2024 年赤字率分别为 5.8% 和 6.0%；2023 年、2024 年财政净利息支出占 GDP 的比重分别为 2.5% 和 2.7%，即赤字率走阔的幅度和利息负担的增加基本一致（本段参考的 CBO 数据口径同样为“CBO’s Baseline Projections of Outlays and Deficits, Adjusted to Exclude Effects of Timing Shifts”）。

从结构层面看，利息也是财政对非财政部门的支出，和一般财政支出的区别在于支付对象是国债持有者，而国债持有者又以金融机构为主；这一支出将直接改善持债金融机构的损益表，但是往后财政乘数的大小则与金融机构的信贷、投资甚至分红意愿有较强关联性，不确定性较强需分部门来看待，其中将确定性形成挤出的实质只有境外投资者持有 30% 的存量国债部分对应的利息。

图7：利息支出负担和赤字率在 2024 年均会进一步走阔（%）

图8：不同部门持有的美国国债规模差异较大（十亿美元）



资料来源：CBO，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：美联储大幅亏损 2023 年无法向美国财政部上缴利润（十亿美元）



1. The Reserve Banks transferred to the Treasury \$19.3 billion from their capital surplus on December 28, 2015, which was the amount necessary to reduce aggregate Reserve Bank surplus to the \$10 billion surplus limitation in the Fixing America's Surface Transportation Act.
 2. The Reserve Banks transferred to the Treasury \$3.175 billion from their capital surplus in 2018, of which \$2.5 billion was the amount necessary to reduce aggregate Reserve Bank surplus to the \$7.5 billion surplus limitation in the Bipartisan Budget Act of 2018 and \$675 million was the amount necessary to further reduce aggregate Reserve Bank surplus to the \$6.825 billion surplus limitation in the Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act.
 3. The Reserve Banks transferred to the Treasury \$40 million from their capital surplus in 2021, which was the amount necessary to reduce aggregate Reserve Bank surplus to the \$6.785 billion surplus limitation in the National Defense Authorization Act for 2021.
 4. Most Reserve Banks suspended weekly remittances to the Treasury in September 2022 and began to accumulate a deferred asset. Before suspending remittances, the Reserve Banks transferred \$76.0 billion from weekly earnings during 2022. As of December 31, 2022, the Reserve Banks reported a deferred asset of \$18.8 billion. From September 2022 through December 2022, certain Reserve Banks, after providing for their cost of operations, payment of dividends, and maintaining aggregate surplus, continued to remit excess earnings to the U.S. Treasury either weekly or intermittently.
 5. The Reserve Banks reported the cost of operations in excess of earnings which occurs during a period when earnings are not sufficient to provide for the operating costs, payment of dividends and maintaining surplus. This amount is reported as a deferred asset and is the amount of net earnings these Reserve Banks will need to realize before their remittances to the U.S. Treasury resume.

资料来源：美联储，浙商证券研究所

图10: CBO 对美国不同支付工具财政乘数的测算, 直接面向居民的现金补贴乘数最高

Ranges for U.S. Fiscal Multipliers

Type of Activity	Estimated Multipliers	
	Low Estimate	High Estimate
Purchases of Goods and Services by the Federal Government	0.5	2.5
Transfer Payments to State and Local Governments for Infrastructure	0.4	2.2
Transfer Payments to State and Local Governments for Other Purposes	0.4	1.8
Transfer Payments to Individuals	0.4	2.1
One-Time Payments to Retirees	0.2	1.0
Two-Year Tax Cuts for Lower- and Middle-Income People	0.3	1.5
One-Year Tax Cut for Higher-Income People	0.1	0.6
Extension of First-Time Homebuyer Credit	0.2	0.8
Corporate Tax Provisions Primarily Affecting Cash Flow	0	0.4

Source: Congressional Budget Office (CBO).

Note: The estimates above were produced for CBO's analysis of the American Recovery and Reinvestment Act of 2009.

资料来源: CBO, 浙商证券研究所

2.2 财政难退坡, 美国经济继续维持强势

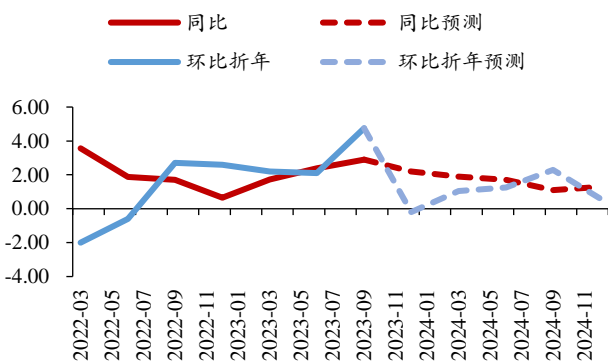
2.2.1 预计 2024 年美国 GDP 增速 1.5%: 财政决定经济下限, 货币政策及债务压力决定美国经济节奏

展望 2024 年, 我们认为财政支出力度决定美国经济下限, 货币政策及债务压力决定美国经济节奏。

在财政纪律面临的内外部约束较为有限的背景下, 财政 2024 年可能有小幅退坡但难有明显断档, 美国经济增速 2024 年可能有所回落不会有明显衰退压力, 财政力度决定经济下限。从节奏上来看, 美联储政策利率预计整体维持高位, 但企业的固息债务陆续到期续借, 整体融资成本提升可能缓慢侵蚀经济动能, 在美联储转向前对经济的压力预计将逐季增加; 预计 2024 年美国 Q1-Q3 的 GDP 同比增速可能逐步回落; 下半年货币政策转松可能驱动美国 GDP 自 Q4 起小幅反弹。

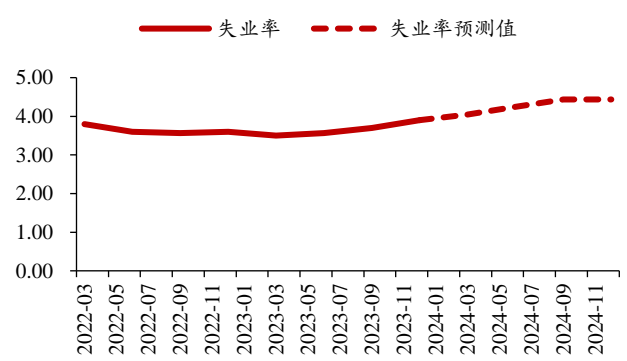
我们预计 2024 年美国 GDP 逐季同比增速 1.9%、1.7%、1.1%和 1.3%, 对应 2024 年全年 GDP 实际增速 1.5%; 对应就业数据方面, Q1-Q4 失业率逐季中枢分别为 4.0%、4.2%、4.4%和 4.4%, 整体位于联储目标阈值以上。

图11: 美国 2024 年 GDP 同比增速预计逐季下行 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所测算

图12: 美国 2024 年失业率预计逐季走高 (%)



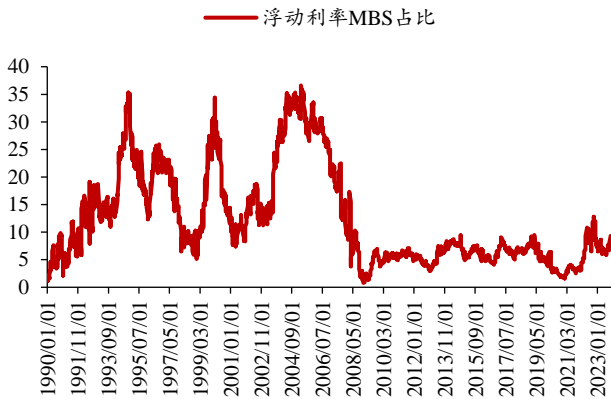
资料来源: Wind, 浙商证券研究所测算

货币政策及债务方面, 债务陆续到期续借后整体融资成本提升可能缓慢侵蚀经济动能, 在美联储转向前对经济的压力预计将逐季增加; 如下半年美联储转向降息, 可能逐步缓解压

力并驱动经济反弹。2023 年经济对美联储加息反应迟缓的重要原因也在于高度固化的负债成本结构使得企业和居民对加息的反应高度滞后、脱敏。2008 年金融危机过后，在高度宽松的货币环境下，美国企业和居民纷纷转向固定利率的负债结构并锁定低负债成本，当前美国居民房贷中的固定利率债务占比超过 90%（2005 年时最低不足 65%），企业债券中长期固定利率的债务占比超过 80%。负债成本的固化使得经济对加息的反应存在明显的滞后性，需要等待债务续期时高利率债替代低利率债影响方能得到体现；均匀的债务到期压力则会使得高利率对经济的影响被滞后、熨平。

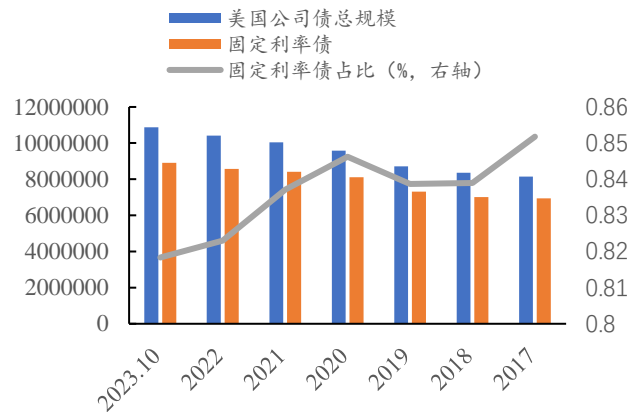
近年来，企业整体债务到期压力可控，2022 和 2023 年企业债券到期规模分别为 1.6 万亿美元和 1.8 万亿美元，彭博数据显示 2024 年到期规模 1.7 万亿美元，在美国当前近 16 万亿美元（彭博口径，处于活跃状态的债务）的企业债务总规模中占比有限且到期节奏较为均匀。分结构来看，非投资级债券未来的到期压力同样较为均衡，年度层面上看并不存在明显的到期高峰压力，2022 年、2023 年、2024 年实际（及预测）到期规模分别为 2863 亿美元、2776 亿美元和 2762 亿美元。

图13： 美国居民的房贷结构转向固定利率（%）



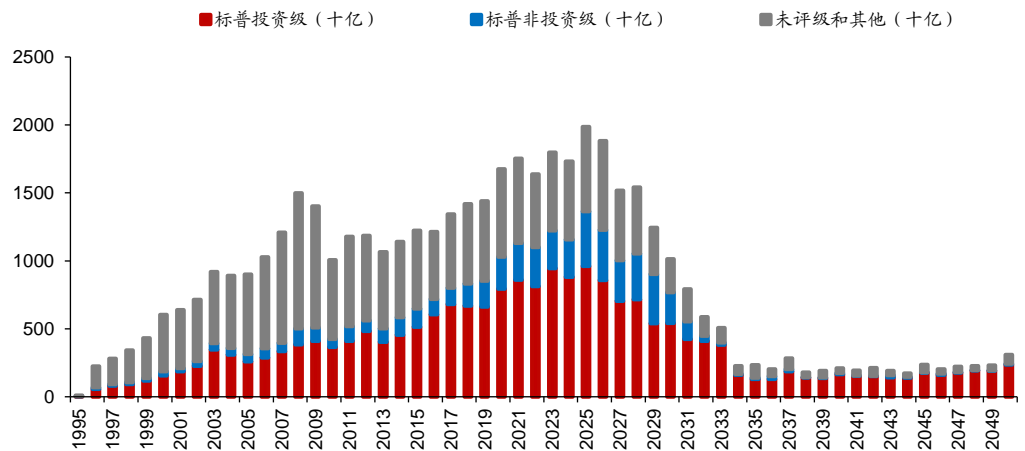
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图14： 美国企业的债券结构以固定利率为主（百万美元）



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图15： 美国企业债到期规模分布，未来数年到期压力较为均匀（十亿美元）



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所测算

财政方面，2023 年中两党达成债务协定后已将债务上限暂停至 2025 年 1 月；未来两党达成 2024 财年财政预算拨款协定后，2024 年 Q1-Q3 间的财政支出将不再受到国会的明显

约束。考虑到 2024 年将迎来美国总统大选，2024 年 Q1 将是各州初选的重要节点，财政也可能存在前置发力的特征。

从美国两大核心经济分项来看：美国国内私人投资方面，预计 2024 年整体向上温和修复与库存周期基本一致。我们曾于前期报告《水到渠成，股债双牛》中指出，美国企业的资本开支与库存增速高度相关，从库存周期来看，美国自 2022 年 7 月起已正式进入新一轮去库周期，美国过去 8 轮库存周期平均时长约 34 个月，从历史时间规律来看，本轮去库延续时长预计在 12 个月-18 个月之间；换言之，库存增速和企业资本开支下行趋势可能延续至 2023 年 Q4，2023 年末可能出现库存周期拐点转向补库，2024 年预计全年延续补库，对应美国企业资本开支增速预计 2024 年整体向上温和修复。

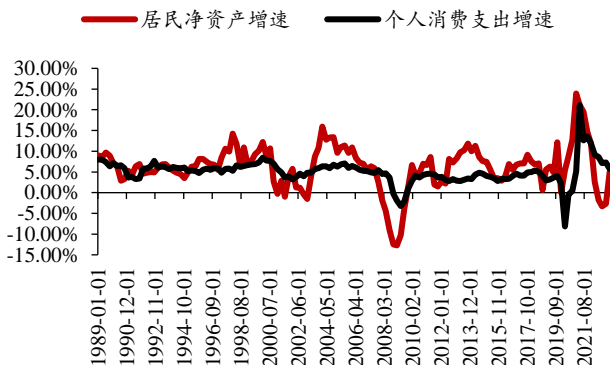
居民消费方面，2024 年起美国消费将逐步告别超额储蓄的扰动。根据旧金山联储测算，疫情期间居民累计的 2.1 万亿超额储蓄已在 2023 年 6 月用去 1.9 万亿，预计 2023 年 Q3 超额储蓄将逐步耗尽。虽然超额储蓄对消费的支持将减弱，但居民整体资产负债表健康叠加收入增速稳定，预计 2024 年美国个人消费支出仍将具备韧性。收入方面，我们曾于前期报告《小幅降温，韧性犹存》指出，美国疫后劳动力市场的供需新中枢已基本趋稳，对应非农时薪增速在进入 2023 年后也基本在 4%-5% 的增速区间企稳。在 2024 年货币以及财政政策均难出现大幅调整的情况下，主要需依赖银行信贷紧缩以及企业滚动增加的财务成本进一步压降劳动力招工需求和居民薪资增速，但疫情后劳动力紧张企业中出现的“劳动力囤积”倾向可能会延缓薪资增速的回落。居民净资产方面，2023 年以来居民净资产重新拐头向上再次触及历史新高，未来工资收入趋稳，房屋以及金融资产价格大幅回调风险有限不会显著冲击资本收入，居民资产负债表仍将维持健康。

图 16：美国资本开支增速与库存周期强相关（%）



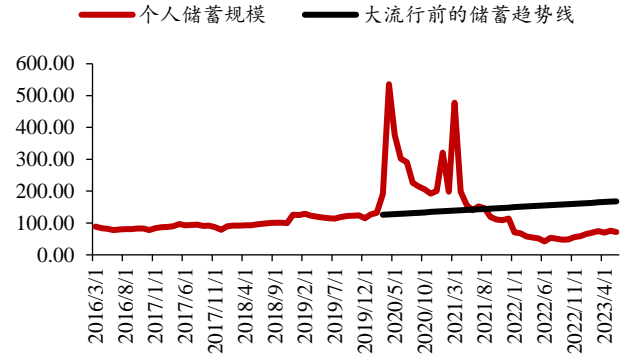
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：美国个人消费支出与居民净资产增速较为拟合（%）



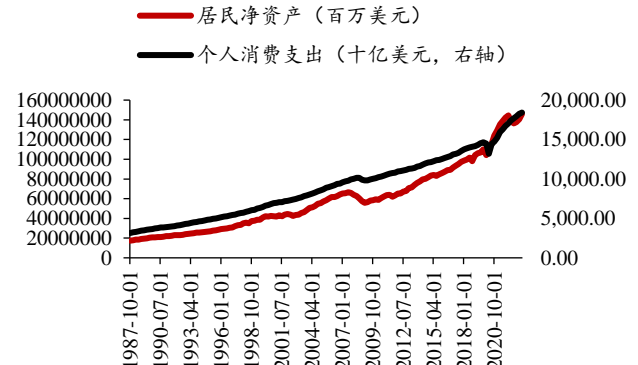
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：旧金山联储测算美国居民超额储蓄已基本耗尽



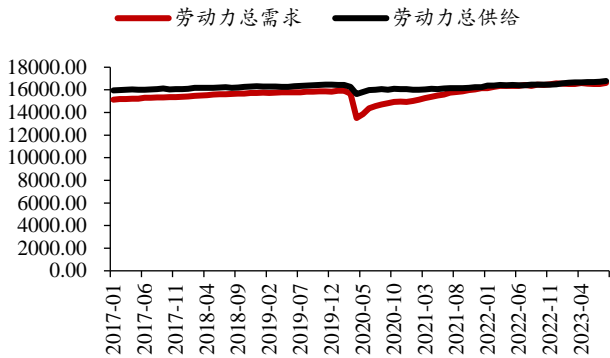
资料来源：旧金山联储，浙商证券研究所

图 19：美国个人消费支出与居民净资产情况正相关



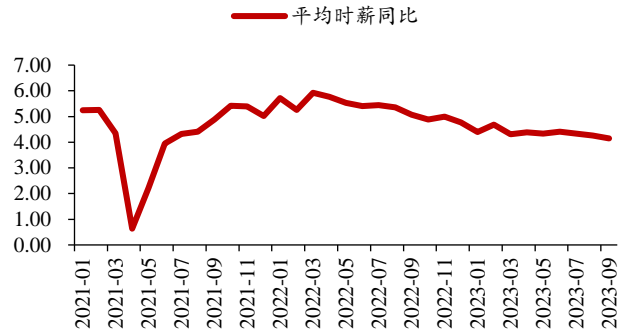
资料来源：美联储，Wind，浙商证券研究所

图20: 美国劳动力市场的供需两端已基本企稳(万人)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 进入2023年后美国薪资增速已基本企稳(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2.2 2024年美国通胀小幅回落但中枢难降至3%以下,回落的核心驱动因素源自住房分项

在美国经济仍具韧性的背景下,我们预计美国通胀2024年小幅降温但全年中枢难以回落至3%以下,CPI增速回落的核心动力是高权重的住房分项2024年持续性走弱。我们预测2024年Q1-Q4逐季CPI同比增速中枢分别为3.4%、3.2%、3.1%和3.0%。

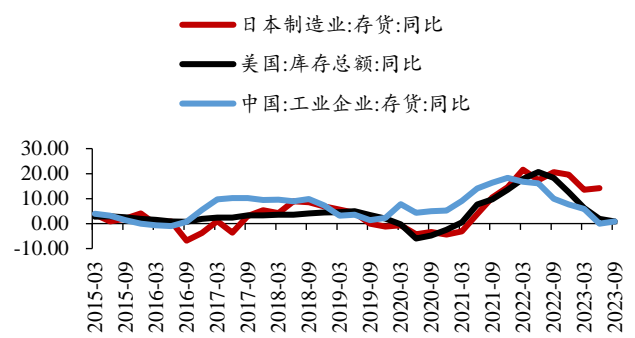
非核心分项方面,预计2024年大宗商品整体价格可能进一步上行,商品端2024年可能对美国CPI产生持续性的正向贡献。从全球库存周期来看,中国、美国、欧元区、日本预计将于2023年末或2024年初陆续进入补库周期,可能带动商品需求有效增长。从海外需求来看,预计2024年美国将在保持韧性的同时进一步推动制造业回流;印度、越南、墨西哥等新兴市场国家也将顺应产业链重构趋势大力推动制造业发展,也将驱动商品需求增长。

图22: 预计欧元区将进入补库周期(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: 预计中美日库存将陆续进入补库周期(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

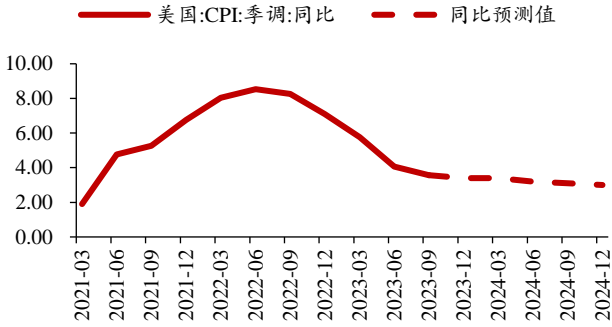
核心CPI预计将在进入2024年小幅回落,主要源于住房分项进入2024年后明显降温:

住房以外的核心服务方面,我们曾于上文指出美国疫后劳动力市场的供需新中枢已基本趋稳,对应非农时薪增速在进入2023年后也基本在4%-5%的增速区间企稳。在2024年货币以及财政政策均难出现大幅调整的情况下,主要需依赖银行信贷紧缩以及企业滚动增加的财务成本进一步压降劳动力招工需求和居民薪资增速,但疫情后劳动力紧张企业中出现的“劳动力囤积”倾向可能会延缓薪资增速的回落。

住房分项方面,美国房价同比增速对CPI住房分项约有1年左右的领先期。从2023年内房价走势来看,对应2024年美国CPI住房分项预计全年延续回落态势;近期旧金山联储也通过多个房价指数测算2024年CPI住房分项延续全年下行态势,且同比增速可能在下半

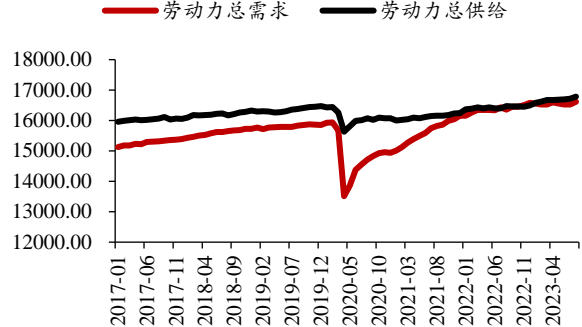
年逐渐转负。核心商品方面，伴随美国企业于 2024 年进入补库周期，核心商品分项预计逐步回暖。

图24: 美国 CPI 同比增速预计 2024 年缓慢走低 (%)



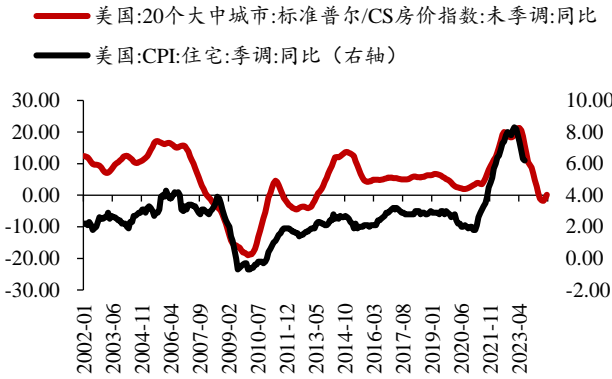
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图25: 美国劳动力市场的供需两端已基本企稳 (万人)



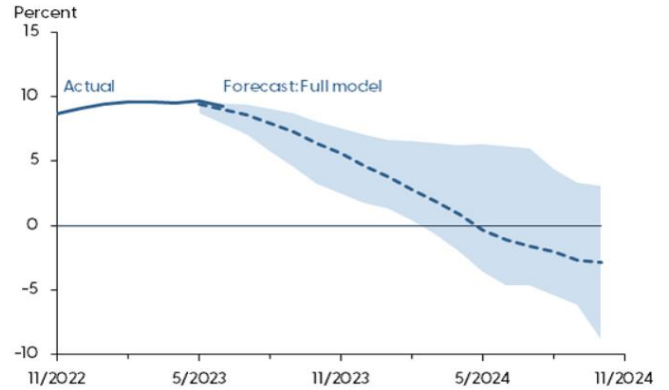
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: 房价走势领先 CPI 分项 1 年 (%)，本图房价领先 12 月)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 旧金山联储预计 2024 年 CPI 住房分项将明显回落 (%)



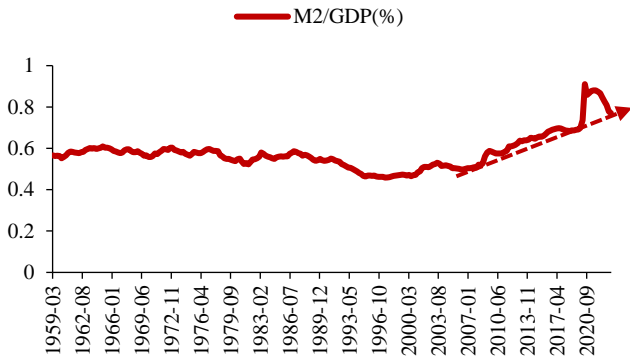
资料来源: 旧金山联储, 浙商证券研究所

2.2.3 美联储货币政策：高不成、低不就，全年调整空间较为有限

美国 M2 同比增速自 2023 年以来持续位于负增长区间,我们认为需辩证看待这一问题。

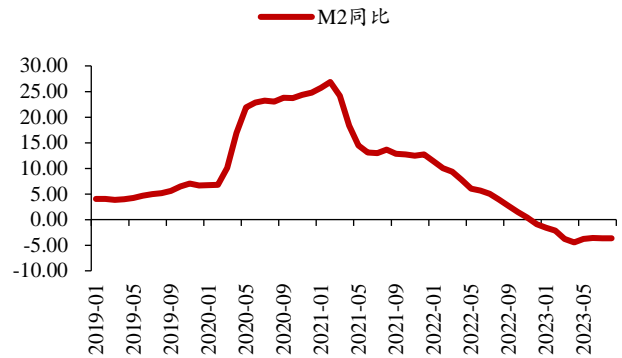
一是持续性的 M2 萎缩本身在历史上较为少见(就美国本身而言,仅在 1929-1933 年大萧条期间曾出现),因此流动性的收缩也可能使得金融系统内滋生结构性的风险隐患,这也是 2024 年我们需要持续关注的风险点,可能扰乱对货币政策进程的判断;二是本轮 M2 持续性萎缩的背后,是联储在疫情后史无前例的流动性扩张, M2/GDP 也在 2020 年中触及了历史极值,因此本轮 M2 的快速回落更多是流动性环境向常态水平回归的过程。从当前 M2/GDP 所处位置来看,美国的流动性环境已基本回至疫前中枢,这也意味着联储本轮紧缩已至尾声(除非地缘冲突或其他供给端扰动导致通胀再次失控冲高)。

图28：美国 M2/GDP 已基本回归至疫前轨道



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图29：2023 年以来美国 M2 同比增速持续负增长 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

展望 2024 年，我们认为联储可能在 2024 年 Q3 迎来利率政策和数量政策（即扩缩表）的双双转向，联储可能在启动降息（以每季度 25BP 的速度开展降息）的同时终止本轮缩表进程。2024 年下半年美国市场可能迎来流动性环境的改善，Q3 大选临近政治诉求可能也对这一进程产生倒逼。此外，需关注意外的流动性风险对货币政策的扰动，包括但不限于美国银行的流动性风险、商业地产的流动性风险、利率持续上行对对冲基金形成的杠杆风险以及日央行快速紧缩引发的流动性风险（类似 2022 年英国养老金的杠杆驱动型投资的风险），如若风险出现可能使得联储宽松提前。

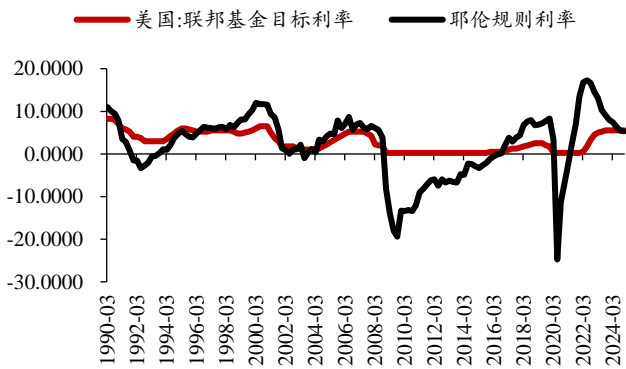
价格型政策方面，我们认为中性预期下美联储可能于 2024 年 Q3 转向降息。基于我们对失业率也将在 2024 年 Q1 突破 4%（联储政策阈值）的假设，联储就业、通胀的双目标阈值都将在 2024 年初被突破，联储决策包括市场观测联储行为也需更多向双目标切换，而非 2022 年以来“单一盯住通胀”的模式。

尽管美联储主席鲍威尔并未提出明确的利率决策公式，我们尽量给予一定的数量测算作为参考。在双目标制的权衡决策下，考虑到当前美国经济同样面临劳动力参与率低于疫前水平的问题（耶伦也是当前美国政府的核心内阁成员），我们以耶伦规则（前期泰勒规则和伯南克规则的改进版）为基础测算 2024 年美联储的利率水平。结合我们上文对来年美国 CPI 和失业率的测算，2024 年 Q1-Q4 耶伦规则对应的政策利率水平分别为 7.4%、6.4%、5.4%和 5.3%。换言之，相较于当前的政策利率水平，自 2024 年 Q3 起实际政策利率将高于耶伦规则对应的潜在政策利率，具备降息基础；Q3 临近大选，政治诉求也可能倒逼这一进程。我们认为 2024 年 Q3 起，联储可能以每季度 25BP 的速度开展降息。

数量型政策方面，我们曾于上文指出：从 M2/GDP 的视角来看，美联储的紧缩已至尾声。联储当前的缩表虽然会继续压降基础货币，但隔夜逆回购中的冗余流动性释放会对其形成对冲。短期来看，缩表可以在不明显冲击 M2 的背景下继续开展，预计 2024 年 Q3 缩表可能停止。我们最早在 2022 年发布的《万里风云，峰回路转》中便已指出，美联储的隔夜逆回购与缩表存在内生的流动性对冲机制。当财政部放量发行 1 年期以内短债时，隔夜逆回购的主要投资者货币基金可能减少与联储的逆回购操作转向购买短期国债，这一过程会形成基础货币的释放，继而与美联储的缩表形成流动性对冲。自 2022 年末以来，美联储隔夜逆回购已由最高 2.6 万亿美元降至当前的 1.1 万亿美元，这一趋势也符合我们在 1 年前的前瞻性判断。

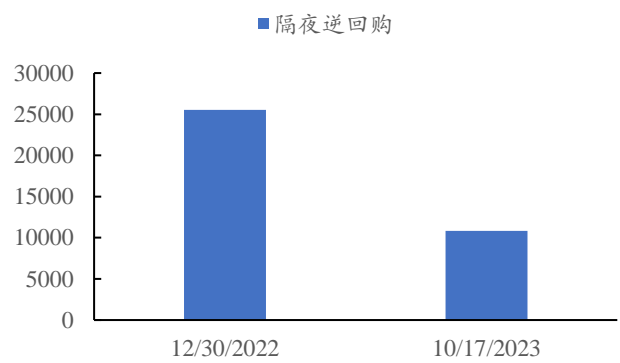
在当前利率曲线整体位于高位的背景下，预计 2024 年财政部仍将超量发行短债（利率曲线整体较高，此时长债发行过多容易在长时间内锁定高债务成本；超量发行短债，待利率曲线整体有所回落后再发长债接续有利于优化债务成本），隔夜逆回购中的冗余流动性仍将进一步释放。只不过相较 1 年以前，这一缩表“缓冲垫”的厚度已明显降低。按照联储当前每月 950 亿美元的缩表节奏，1.1 万亿美元的安全垫可能在 1 年左右耗尽，对应时间预计位于 2024 年 Q3。2024 年 Q3 后，在流动性环境整体回归中性的背景下，缩表进一步开展的必要性将大幅降低；此外，Q3 临近大选，政治上对宽货币的诉求也可能对联储转向产生压力。综上我们认为，2024 年 Q3 美联储可能停止本轮缩表。

图30：耶伦规则当前指向 2024 年 Q3 为降息起点（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图31：隔夜逆回购规模迅速回落（亿美元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

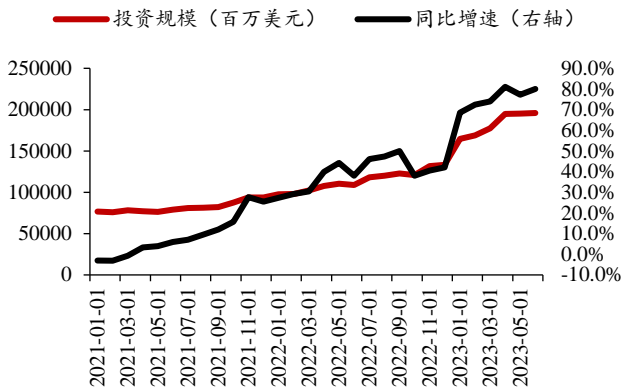
2.2.4 预计 AI 短期对经济的正向拉动作用有限，但仍需持续关注其对制造业的影响

人工智能是当前全球范围内最重要的产业趋势之一，2024 年我们仍需关注人工智能相关产业对经济的影响作用。我们曾于前期报告《第四次科技革命与前两次哪个更像》中指出：我们预计由人工智能发展推动的第四次科技革命，其进展节奏和对全要素生产率的影响将呈现出先慢后快的特征，类似第三次科技革命的“转置”。先慢：自 2016 年起，中美人工智能不同赛道开始起步并呈现出碎片化、差异化的发展特征，全要素生产率和潜在增速暂未出现大幅提升。后快：我们预计，随着技术进一步发展，人形机器人可能作为第四次科技革命的最终产物，其规模化应用将会带来全要素生产率的突破性增长。

我们认为 AI 短期对经济的拉动作用有限，2024 年不会对经济产生明显正向影响，但 1996 年-1998 年美国互联网革命期间美国的经济特征仍然对当下具有极高的借鉴价值（详细请参考前期报告《第四次科技革命与前两次哪个更像》）。如果未来出现计算机高景气度向全行业扩散的特征，我们可能必须重新评估当下美国经济“重走 96、97 年”老路的可能性。未来可重点观测的维度如下：

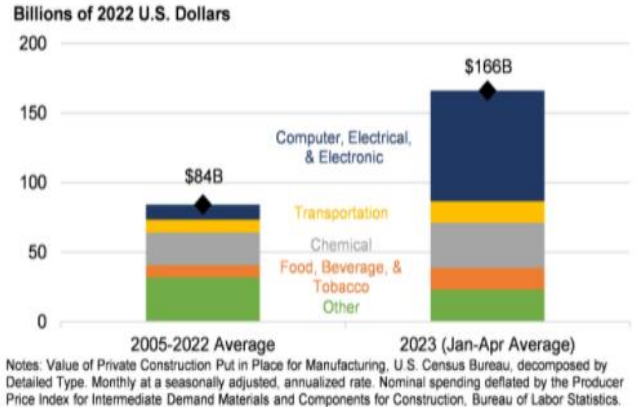
一是此前市场广泛关注的“制造业建筑支出”，2023 年以来同比增速中枢位于 70% 以上，我们曾于前期报告《美国通胀的高基数蜜月期已结束》中指出制造业建筑支出强劲主要源于计算机和电子行业驱动，与美国鼓励相关产业回流的政策导向相关（拜登任内签署《基础设施投资和就业法案》、《降低通货膨胀法案》和《芯片法案》带动相关产业回流形成了大量资本开支，经白宫统计已驱动近 5000 亿美元相关的制造业投资），政策驱动红利过后能否持续改善行业景气度以及带动广义制造业增长仍有较大不确定性。未来可以持续观测这一指标的投资结构，即计算机行业的高增速特征是否逐步向其他行业扩散。

图32: 美国制造业建筑支出保持高速增长 (%)



资料来源: Fred, 浙商证券研究所

图33: 美国制造业建筑支出主要由电子行业驱动



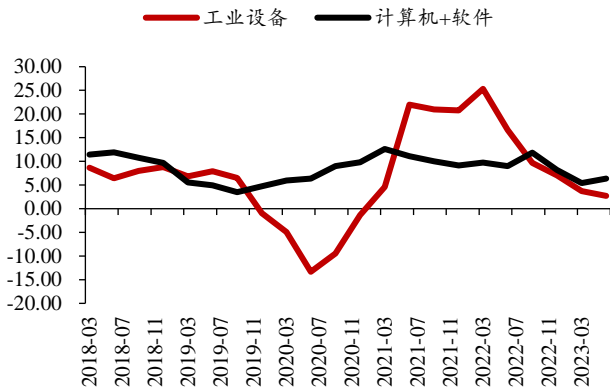
资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

二是分行业的私人固定投资数据，我们以计算机和软件的私人固定投资数据近似拟合广义的计算机投资，以工业设备投资近似替代制造业投资（美国私人部门固投中的制造业投资数据年频更新，我们以季频更新的工业设备投资进行拟合）。2023年Q2计算机和软件投资增速约6.4%，在前值基础上小幅反弹；Q2工业设备投资增速约2.7%，在前值基础上小幅回落。未来可重点观测计算机和软件投资是否带动工业设备相关投资持续增长。

三是企业盈利尤其是计算机行业盈利数据，如上文所述，90年代互联网革命带动计算机相关需求高速增长并驱动计算机行业持续保持较强盈利，当前美国计算机行业盈利尚处于负增速区间（进一步说明当下前端的厂房建设投资主要由政府补贴驱动并非盈利驱动），未来需持续观测增速是否转正并带动其他制造业行业利润高速增长。

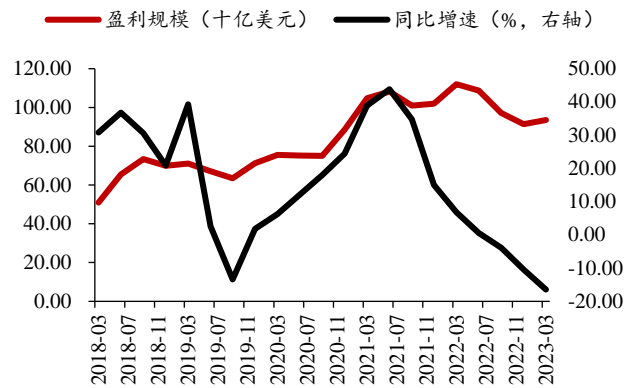
四是制造业PMI，我们认为制造业PMI也是观测的重要维度。1994年-1995年间，美国制造业PMI伴随联储的快速加息迅速回落，最终于1995年Q2在联储加息结束后跌破50，并在1995年持续回落至46以下。进入1996年后，计算机行业的高景气度开始向广义制造业扩散，在美联储依然按兵不动未降息的情况下，制造业PMI于1996年Q2转正并在下半年持续上升，最高升至56以上。我们曾于前期报告《美国通胀的高基数蜜月期已结束》中指出，当前美国制造业建筑支出强劲主要依赖政府补贴且集中在局部产业，并未能形成广义制造业景气度的改善，制造业PMI依旧位于46附近；未来需重点观测制造业PMI是否会在联储按兵不动的情况下全面回暖，甚至在回至荣枯线以上后仍继续强势上行。

图34: 美国计算投资强但工业设备投资低迷 (%)



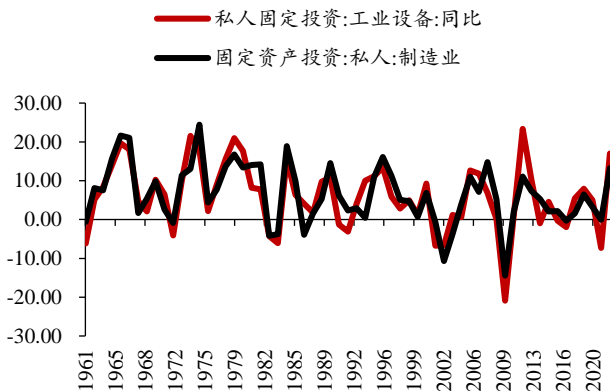
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图35: 美国计算机行业盈利当前仍较为低迷 (%)



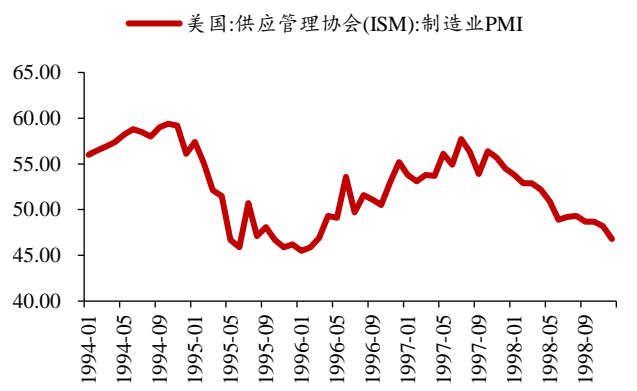
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图36: 美国工业设备私人固定资产投资和制造业投资基本拟合 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图37: 当前美国 PMI 仍处于低谷



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3 欧元区财政信贷双紧缩, 日本货币政策正常化

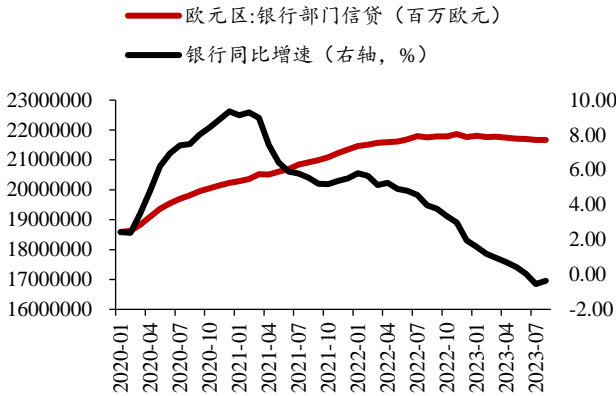
2.3.1 欧元区面临财政支出和货币信贷双收缩压力, 预计降息拐点领先联储到来

欧元区在 2024 年将面临货币信贷和财政支出的双重紧缩压力, 预计经济仍将承压下行。同时, 需关注地缘政治以及异常天气对欧洲能源价格波动和欧洲经济增长形成的意外冲击。我们预计 2024 年欧元区 GDP 增速约 1%, 与欧央行的预测基本持平。

一、TLTRO 到期潮继续, 信用紧缩继续影响欧洲经济

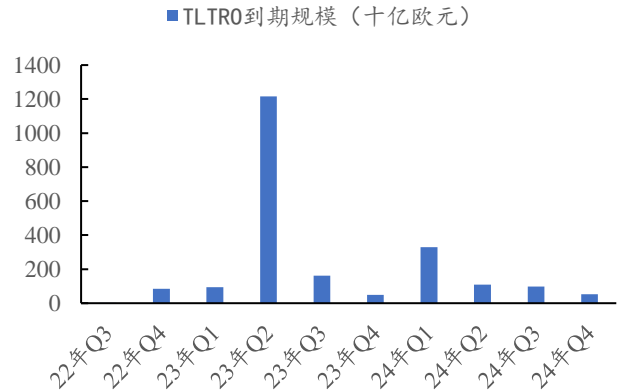
预计信用紧缩将在 2024 年对欧洲经济产生持续性的负面影响。除了信贷利率继续维持高位以外, 欧央行在 2024 年的数量型紧缩仍会继续。我们预计现行剩余近 5000 亿欧元的 TLTRO 工具将于 2024 到期后不再续作。我们曾于前期报告《水到渠成, 股债双牛》中指出: TLTRO 的设置本意便是通过为银行提供低息融资增加银行对实体经济的信贷投放力度, 欧央行资产负债表中大量的 TLTRO (长期再融资工具) 到期, 可能加剧欧洲银行体系的信用收缩风险。

图38: 欧元区银行信贷增速 2023 年明显回落 (%)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图39: 2024 年欧央行 TLTRO 仍有少量到期规模



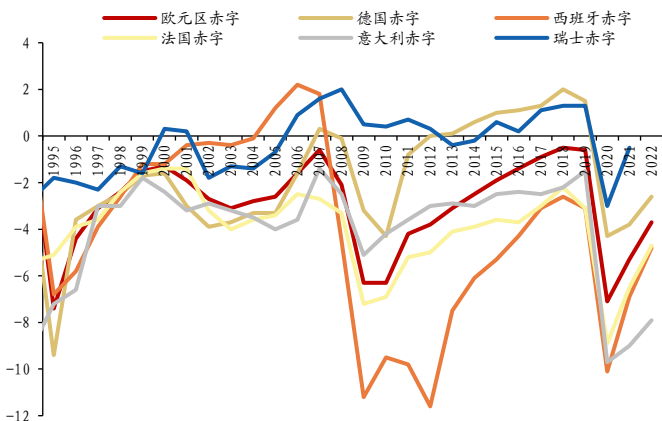
资料来源: 欧央行, 浙商证券研究所

二、2024 年欧洲财政约束回归, 预计赤字率将在疫后首度回归 3% 以内

1993 年生效的《马斯特里赫特条约》和 1997 年生效的《稳定与增长公约》设定了欧盟财政政策的两项基本纪律, 一是欧盟各成员国赤字率不能超过 3%, 二是政府负债率不能超过 60%, 如果超标则需要以每年 5%*(负债率-60%) 的速度减少。违反国可能被欧盟处以罚款。2020 年后, 新冠疫情叠加俄乌冲突的影响使得欧盟委员会连续启用财政免责条款, 2020 年-2023 年间允许成员国暂时偏离欧盟财政纪律要求。欧元区政府赤字率从疫情前的 0.6% 一跃升至 2020 年的 7.1%, 虽然之后两年有所下降, 但 2022 年 3.7% 的赤字依然高于欧盟 3% 的赤字约束。

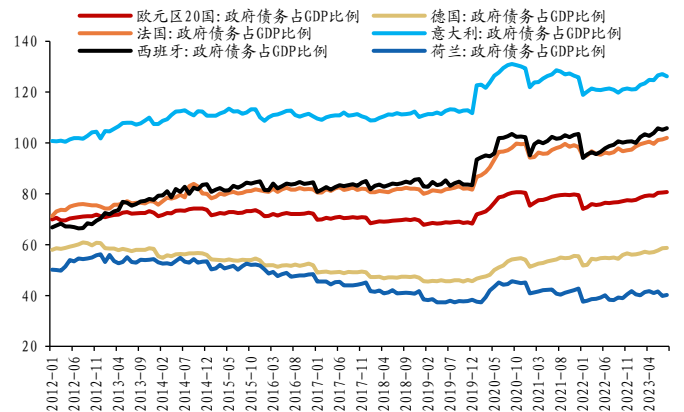
欧盟委员会在今年曾发布对欧盟国家 2024 年财政纪律的指导意义 (《European Fiscal Board (2023), "Assessment of the fiscal stance appropriate for the euro area in 2024"。》), 意见指向欧盟将于 2024 年停用过去 4 年的财政免责条款, 欧盟的财政纪律约束将于 2024 年回归。对于 3% 以上的超标赤字率, 应按年均 0.5% 的压降速度向阈值内回归; 对于部分国家严重超标的政府债务杠杆率, 当前暂时按每年 5%*(负债率-60%) 的速度进行压降。欧央行也认为 2024 年将进入财政紧缩, 当前欧央行对 2023 年、2024 年欧元区的赤字率预测分别为 3.2% 和 2.8% (2021 年和 2022 年分别为 5.3% 和 3.6%)。

图40: 欧元区各国赤字在疫后明显走高 (%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图41: 欧元区各国政府负债率在疫后大幅上升 (%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

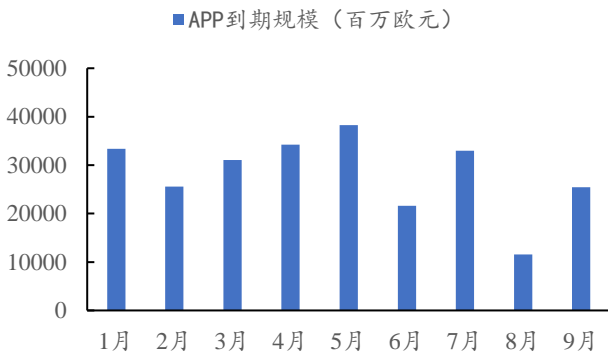
三、欧央行 2024 年继续清理资产负债表，降息拐点预计领先美联储

伴随着经济下行压力增加，我们认为欧央行同样可能于 2024 年转向降息，但首次降息时点可能领先美联储于 2024 年 Q2 出现：

数量型政策方面，欧央行在 2024 年将继续“清理资产负债表”，资产购买计划（APP）项下持有的证券类资产和 TLTRO 项下的长期再贷款预计将全部“移除”表外，我们预计 APP 项下证券相关的缩表计划将于 2024 年 9 月结束。2023 年 7 月起，欧央行将对缩表速度进行调整并停止 APP 项下的所有再投资，预计 2024 年将延续这一缩表原则；直至 2024 年 Q3，APP 计划下的所有资产将全部到期。

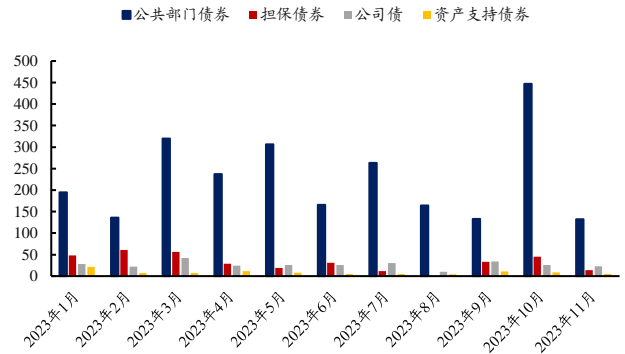
2024 年 Q1-Q3，欧央行表内 APP 计划平均每月到期规模约 282 亿欧元，对应缩表速度相较 2023 年将进一步提升（欧央行 2023 年下半年平均每月缩表规模将近 250 亿欧元，详细请参考前期报告《欧央行政策步调与联储趋同》）。截至 2023 年 9 月，欧央行 APP 帐下尚有 3109 亿欧元的未到期资产，我们估算预计将于 2024 年 9 月全部到期，欧央行可能也将于 2024 年 9 月正式停止缩表。TLTRO 方面，我们已于上文指出，欧央行表内现行剩余的近 5000 亿欧元的 TLTRO 工具预计将于 2024 到期后不再续作。

图42： 2024 年 Q1-Q3 平均每月缩表 282 亿欧元



资料来源：欧央行，浙商证券研究所

图43： 欧央行 APP 向下资产到期分类（亿欧元）



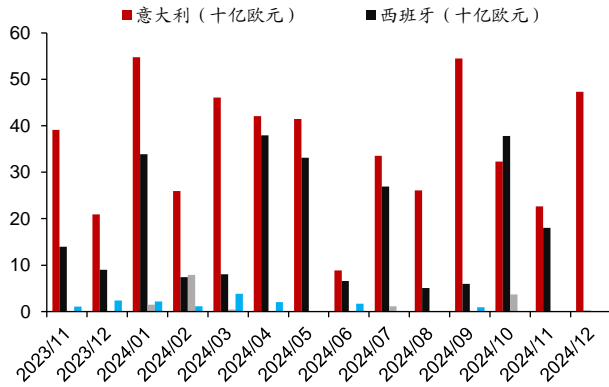
资料来源：欧央行，浙商证券研究所

价格型政策方面，我们预计欧央行首次降息时点可能领先美联储于 2024 年 Q2 出现：一是欧央行的财政和信用紧缩压力均大于美国。财政纪律方面，2024 年欧盟已对各成员国恢复赤字率要求，欧盟的财政纪律约束大于美国，财政紧缩压力可能相对更大；信用紧缩方面，除了 TLTRO 进一步到期将持续驱动信贷收缩外，本身欧元区经济对信贷的敏感度高于美国，信用紧缩对经济的负面冲击也将相对更强。

二是欧央行在金融稳定领域的制约依然大于美联储。意大利、西班牙、葡萄牙和希腊四国 2024 年主权债务的月均到期压力分别为 363 亿欧元、184 亿欧元、12 亿欧元和 9.9 亿欧元，与 2020 年以来的到期压力基本一致。但在欧洲整体货币环境偏紧且继续缩表的背景下，欧洲债务压力国的主权债务风险仍然较为脆弱，金融稳定的制约可能使得欧央行的政策拐点更早到来。

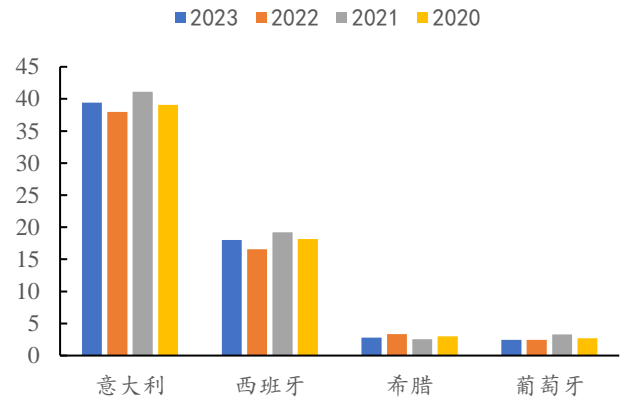
值得注意的是，我们认为 2024 年的欧洲仍是全球需要重点关注的风险区域，包括潜在的主权债务风险以及紧货币紧财政可能导致的衰退风险。欧元区一旦出现风险，仍将强化美元走势，增加我国收支平衡压力。

图44: 意大利1月和9月有较大主权债务到期压力



资料来源: 欧央行, 浙商证券研究所

图45: 过去欧洲债务压力国国债到期压力分布均匀 (十亿欧元)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

2.3.2 日本CPI可能连续2年位于2%以上, 长短端政策利率可能走向正常化

关于日本2024年核心的宏观变量仍聚焦于其货币政策导向, 即日本央行是否会在短端告别负利率, 长端告别YCC。我们认为, 从当前企业对2024年的春斗诉求来看, 日本名义薪资收入增速可能连续2年位于3.8%以上, CPI可能连续两年超过2% (自90年代初期日本地产泡沫破裂后, 日本CPI再未实现过连续2年超过2%的增长; 即便安倍经济学实行后, 日本最长也仅在2014年4月至2015年3月间实现过为期1年CPI连续高于2%的蜜月期), 在稳定且可持续的通胀下, 我们认为日本央行确已具备了货币政策正常化的条件。

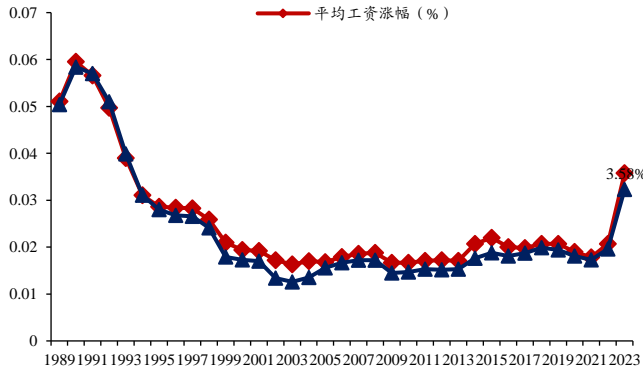
考虑到欧美央行或将在2024年迎来货币政策的转向, 需要重点关注日本央行与欧美央行货币政策周期错位所导致的日元升值趋势以及日元外流风险。

一、2024年工资增速预计仍将对日本通胀形成支撑, 可能连续2年位于2%以上

日本联合总会已在2023年10月19日提出对2024年春斗的基本展望, 初步希望实现5%以上的薪资涨幅, 相较2023年的目标更进一步 (2023年的目标是实现5%的工资增速, 2024年是5%以上)。从2023年春斗结果来看, 在5%的涨薪诉求下, 最终实现平均工资涨幅3.58%, 中小企业涨幅3.23%。在2024年日本联合总会的涨薪诉求相较2023年再次小幅提高后, 预计2024年最终实现的工资涨幅也将略高于2023年, 可能连续2年实现3.5%以上的工资增速。

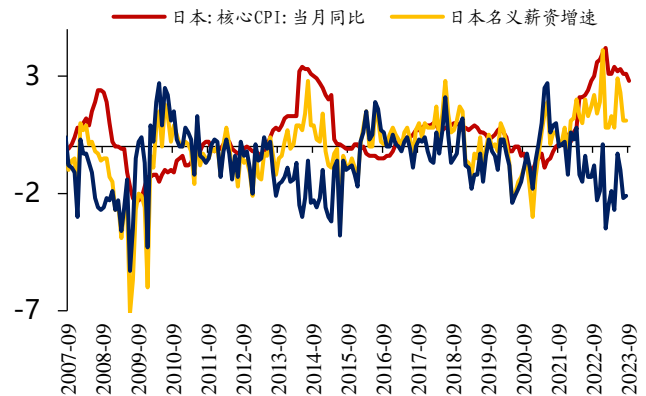
日本央行认为合理的长期通胀水平为2%, 与之匹配的是在3%左右的名义薪资增速水平, 进而实现“薪资与收入共同增长的良性循环”。2023年、2024年连续两年工资增速位于3.5%以上, 已经突破此前日央行认为的理想工资增速阈值, 可能使得2024年日本通胀水平继续超过2%, 连续2年位于通胀目标位以上 (2022年4月日本CPI在本轮通胀上行期首次突破2%)。自90年代初期日本地产泡沫破裂后, 日本CPI再未实现过连续2年超过2%的增长; 即便安倍经济学实行后, 日本最长也仅在2014年4月至2015年3月间实现过为期1年CPI连续高于2%的蜜月期。在稳定且可持续的通胀下, 我们认为日本央行确已具备了货币政策正常化的条件。

图46: 日本 2023 年工资涨幅创 2023 年以来新高 (%)



资料来源: 日本联合总会, 浙商证券研究所

图47: 日本名义薪资增速与核心 CPI 走势高度正相关 (%)



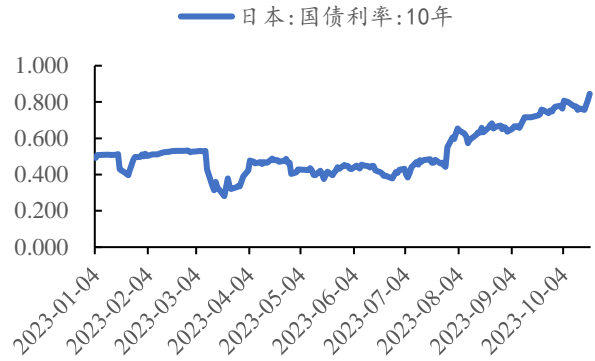
资料来源: 日本财务省, 浙商证券研究所

图48: 日本通胀增速可能连续两年超过 2% (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图49: 10 年日债利率已实质性突破 YCC “管控” 区间 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

二、日本央行货币政策可能正常化, 取消 YCC 同时短端可能告别负利率

YCC 方面,我们继续维持前期观点,即最早可能于 2023 年内便取消 YCC 的政策约束。日本央行行长植田和男在 4 月日本央行议息会议中也指出:“只有当通胀趋势稳定在 2% 央行才会考虑退出 YCC”,当前通胀趋势已逐步符合这一特征。

负利率政策方面,如我们上文所述,在 CPI 持续位于 2% 以上的背景下,日本央行确已具备了货币政策正常化的条件。日本央行可能于 2024 年择机加息告别当前短端 -0.1% 的政策利率。9 月 9 日,日央行行长植田和男曾指出“若实现 2% 的通胀目标则可能结束负利率政策,2023 年年底时日央行可能有足够的判断是否终结负利率政策。”我们认为最重要的数据,则在于植田和男在 9 月 25 日讲话中的“工资和价格之间的良性循环”,如果最终 2024 年春斗继续实现 3.5% 以上的工资增长,则负利率确有可能结束。

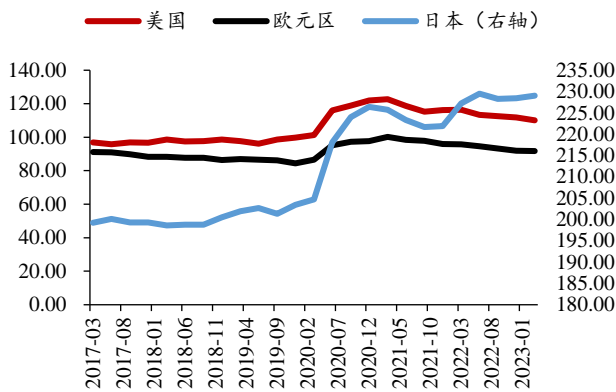
但短端加息空间我们认为较为有限:一是日本通胀压力确实远不及欧美,日本央行大幅收紧货币的必要性较低。二是政府杠杆率过高客观上将掣肘日本央行大幅收紧货币的空间,日本当前政府杠杆率高达 229%,是所有 MMT 国家的最高水平。三是经济增长仍存在不确定性,日本在 2024 年同样面临紧财政的压力,当前日本财务省预测 2024 年日本赤字率将降至 2% 以内(2023 年预计赤字率为 4%),这也将对 2024 年日本的经济增长产生明显影响;日本央行在 7 月议息会议上将 2023 年的 GDP 增长预测由前值 1.4% 下调至 1.3%,受制于增长压力,短端大幅加息的概率有限。

表2: 日央行和日本财务省对各项宏观经济数据的预测

	2022	2023E	2024E	2025E
GDP	1	1.3	1.2	1.0
日央行政策目标通胀(除食品)	2.3	2.5	1.9	1.6
除食品和能源外的通胀	1.1	3.2	1.7	1.8
初级赤字率	8%-10%	4.0%	0-2%	

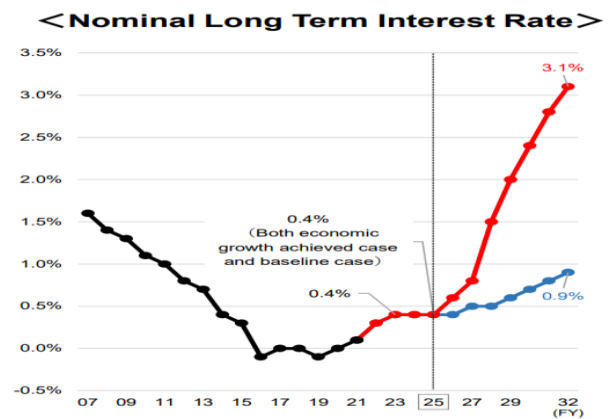
资料来源: 日本央行, 日本财务省, 浙商证券研究所

图50: 日本政府杠杆率是 MMT 国家中最高水平 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图51: 日本财务省预计 10 年期国债利率中枢位于 0.9% 附近



资料来源: 日本财务省, 浙商证券研究所

在日本货币政策可能收紧的背景下, 我们认为需要重点关注日元回流对全球资产价格的影响, 日本当前在全球范围内持有较多资产。

表3: 截至 2022 年 Q2, 日本机构持有海外资产按国家分布情况, 美元资产最多(亿美元)

投资国家	总资产	股权类资产	债权类资产
美国	17521.08	6903.22	10617.87
开曼群岛	7779.06	6134.26	1644.80
法国	2212.90	284.00	1928.90
英国	1408.22	361.54	1046.68
澳大利亚	1380.81	181.10	1199.71
卢森堡	1071.61	827.84	243.77
德国	958.19	183.78	774.41
荷兰	898.00	149.25	748.75

资料来源: IMF, 浙商证券研究所

3 预计名义 GDP 增速小幅上升

我们认为，我国 2024 年名义 GDP 增速有望实现 5.8%。从价的角度看，随着 CPI 和 PPI 的触底回升，GDP 平减指数大概率边际提升。从量的角度看，考虑到逆周期政策渐次加码，实际 GDP 增速也将逐步向潜在增速中枢收敛。整体看，我国经济已于 2023 年三季度末进入到补库存周期，存货净增加或成为基本面边际改善的来源之一。2023 年 9 月规模以上工业企业产成品存货同比增长 3.1%，较前值 2.4%有所回升，后续工业稳增长政策是影响当前及明年库存补库节奏的重要变量。我们预计，2024 年四个季度的名义 GDP 增速分别为 5.3%、6.0%、6.0%和 5.8%。

表4：2024 年分季度名义 GDP 及三驾马车增速（单位：%）

时间段	名义 GDP	最终消费支出	资本形成总额	净出口
2024 年 Q1E	5.3	6.8	4.6	-10.0
2024 年 Q2E	6.0	8.0	4.2	-2.0
2024 年 Q3E	6.0	8.0	4.2	-2.0
2024 年 Q4E	5.8	6.9	4.2	8.0
2024 年全年 E	5.8	7.3	4.3	2.5

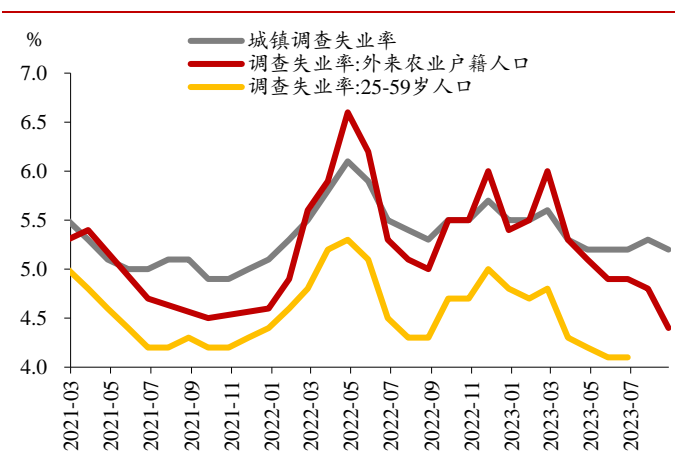
资料来源：国家统计局，Wind，浙商证券研究所

3.1 居民收入渐进改善，消费潜力逐步释放，预计全年社零增速 6.5%

预计 2024 年全年社会消费品零售总额名义增速为 6.5%，居民收入预期改善，消费潜力逐步释放。2023 年三季度以来我国实际经济运行持续好转，积极因素不断积累，失业率稳中有降，居民收入增速及收入预期有所改善，为 2024 年消费市场持续提质扩容提供了基础保障。不过，我们认为，消费具有较强的顺周期特征，是经济增长的稳定器而非放大器，目前消费者信心指数、边际消费倾向与正常水平仍有较大缺口，消费复苏是一个渐进的过程。

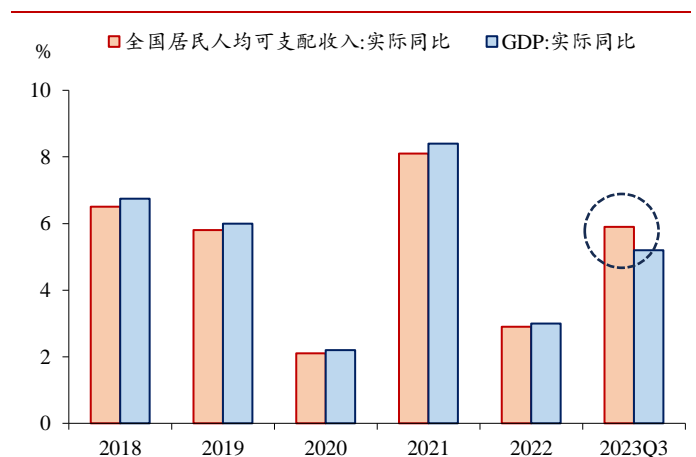
一方面，2023 年三季度以来我国实际经济运行持续好转，积极因素不断积累，居民收入增速和收入预期有所改善，为将来消费市场的持续提质扩容提供了基础保障。全国城镇调查失业率从年初以来持续回落，其中就业主力人群（25-59 岁人口）以及农民工（外来农村户籍人口）的失业率甚至低于 2021 年同期水平。从收入角度来看，2023 年前三季度居民人均可支配收入增速为 5.9%，明显跑赢实际 GDP 增速。

图52：失业率持续回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

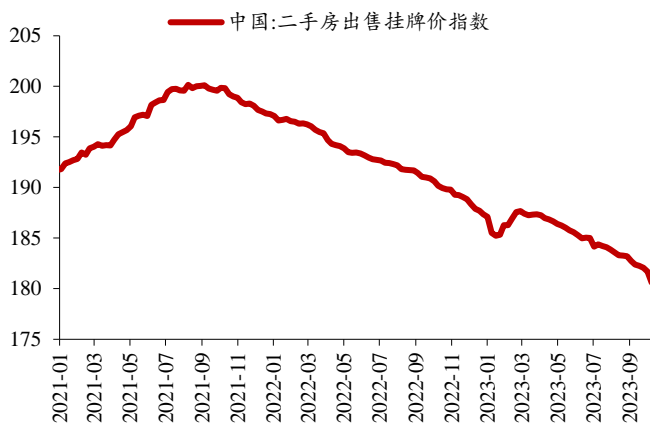
图53：2023 年前三季度居民收入增速跑赢 GDP 增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

居民财富效应的改善也有望助力消费向潜在中枢回归。2023 年楼市、股市等国内主流的风险投资品种表现一般，财富效应对于消费复苏形成一定拖累。剔除新股之后的 A 股总市值 23 年一季度以来波动回落，房价则延续了 2021 年底以来的回落趋势。7 月政治局会议提出了“房地产市场供求关系发生重大变化”、“活跃资本市场”等重磅表态，之后一系列政策陆续落地落实。我们认为，2024 年居民财富效应有所改善，助力消费向潜在中枢回归。

图54：二手房挂牌指数保持回落趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所，2015 年 01 月 04 日=100

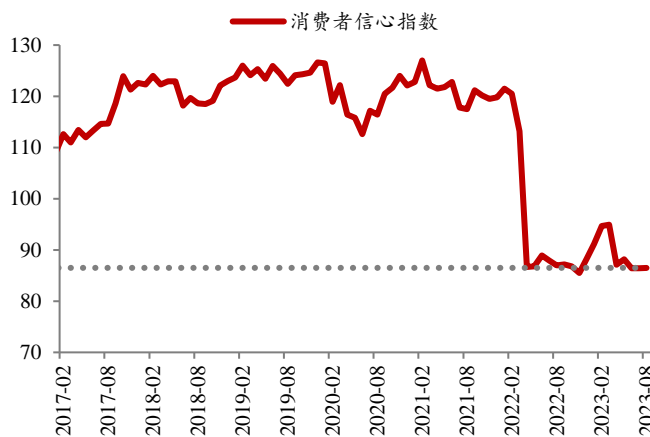
图55：剔除新股之后的 A 股总市值波动回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

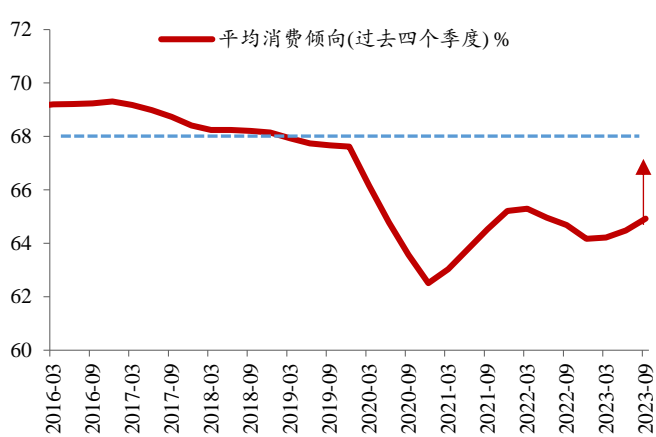
另一方面，消费具有较强的顺周期特征，是经济增长的稳定器而非放大器，目前消费者信心指数、边际消费倾向与正常水平仍有较大缺口，消费复苏是一个渐进的过程。统计局数据显示，消费者信心指数仍处于 85~90 的低水平位置，有较大回升空间。从城乡一体化住户调查中也看出，居民的消费倾向小幅回升，但距离 2019 年之前的水平仍有较大差距。

图56：消费者信心指数回落幅度较大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图57：居民消费倾向小幅回升，但仍处于低位



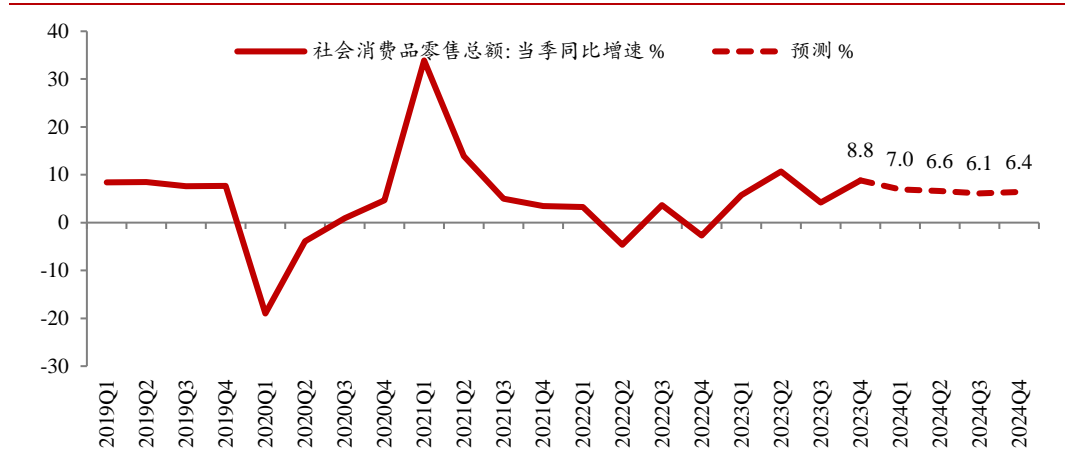
资料来源：Wind，浙商证券研究所

促进消费政策方面，主要聚焦于中长期视角下的“居民增长”和因地制宜的“鼓励地方”，短期内快速刺激消费的作用有限，主要是配合财政货币政策协同发力，带动国内消费市场复苏，主要有以下方向：其一，多渠道增加城乡居民收入，通过稳定收入预期的方式促进消费。其二，鼓励有条件的地方发放消费券，释放消费潜力。其三，稳定大宗消费，加大对于绿色

产品、智能产品以及适老化产品升级换代的支持力度。其四，扩大服务消费，丰富消费场景和服务类消费供给。

综上所述，我们预计 2024 年社会消费品零售总额名义增速为 6.5%，消费潜力稳步渐进释放。从节奏上来看，我们预计 2023 年 Q4 社零同比增速为 8.8%，2024 年四个季度分别为 7.0%、6.6%、6.1%和 6.4%，一季度有望实现“开门红”。

图58： 预计 2024 年社零增速为 6.5%，一季度有望实现开门红



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从消费分项上来看，出行链热度回归正常之后，我们认为，国内消费市场将进入再平衡阶段，未来重点关注三个方面：第一，居民收入预期改善，加之 2020~2021 年“宅经济”消费的透支影响趋弱，通讯器材、文化办公用品等可选耐用品消费有较大改善空间，尤其是政策上给予较多关注的绿色产品、智能产品以及适老化产品。第二，2020 年之前表现的消费变化趋势将有所回归，如必选消费的品质升级以及餐饮等服务消费持续扩容等。第三，2024 年~2025 年新能源汽车免征购置税（免税额不超过 3 万）政策延续，汽车作为大宗消费的主力也是各地政府促消费的主要抓手，加之中等收入群体的持续扩大，车市有望延续良好表现。

3.2 预计 2024 年固定资产投资的增速为 4.0%

我们预计，2024 年投资需求将稳定增长。2023 年前三季度，最终消费支出对经济增长贡献率是 83.2%，拉动 GDP 增长 4.4 个百分点；资本形成总额对经济增长贡献率是 29.8%，拉动 GDP 增长 1.6 个百分点；货物和服务净出口对经济增长贡献率是-13.0%，向下拉动 GDP0.7 个百分点。我们预计，2024 年固定资产投资（不含农户）同比增长 4.0%，较 2023 年有所提升。分领域看，我们预计 2024 年投资需求的增长动能分化明显，制造业投资同比增长 8.3%，基础设施投资同比增长 6.5%，房地产开发投资同比增长-4.3%。

表5： 2024 年分季度固定资产投资增速预测（所有数值均为当季名义同比，单位：%）

时间段	固定资产投资	制造业	基础设施建设 (不含电力)	房地产
2024 年 Q1E	4.6	8.0	7.5	-3.0
2024 年 Q2E	3.9	10.0	6.4	-2.0
2024 年 Q3E	3.7	7.2	6.5	-5.9
2024 年 Q4E	3.8	8.0	5.8	-6.6
2024 年全年 E	4.0	8.3	6.5	-4.3

资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

3.2.1 自主可控是主线，预计 2024 年制造业投资增速将达到 8.3%

我们认为，制造业投资是 2024 年的经济强变量，并且已经积累较大市场预期差。当前，国际发展环境日趋复杂，产业链安全存在威胁，工业母机、高端芯片、基础软硬件、开发平台、基本算法、基础元器件、基础材料等瓶颈仍然突出，关键核心技术仍受外部掣肘。整体看，我们认为制造业资本开支将主要集中在中上游一系列短板领域，强链补链和产业基础再造是驱动制造业投资两条主线，国防军费开支同样会成为制造业投资向上弹性的重要支撑，我们预计 2024 年制造业投资增速 8.3%。

我们重点提示，自主可控驱动的围绕现代产业体系再造是驱动制造业投资的主线，不应低估“链长制”对制造业投资的拉动作用。“链长制”是指在一条产业链上培育龙头企业作为“链主”，以地方政府相关负责人任产业链“链长”，并以此为抓手贯通上下游产业链条。围绕强链补链的重要任务，各地依次设计了“链长制”的创新组织方式，多地陆续推进“亩均论英雄”的探索，旨在通过亩均效益综合评价和资源要素差别化配置，以最小的资源环境代价获得最大的产出效益。通过财税、土地、用能、人才等政策对重点科技项目攻关等方面给予倾斜，在信用评级、贷款准入、贷款授信、担保和还款方式创新、利率优惠等金融服务方面给予制造业重点支持。

综合研判，我们认为 2024 年制造业投资保持相对较高的增速，有效支撑总需求侧的修复。我们重点提示，统筹发展与安全意味着强链补链和产业基础再造已成为制造业投资的新动能，当前已积累较大的市场预期差，后续需要重点关注制造业投资对基本面的支撑作用。

3.2.2 财政定调积极发力，预计 2024 年基建投资增速 6.5%

预计 2024 年基建投资增速达到 6.5%。2024 年外部经济政治环境复杂，国内经济修复仍面临挑战，基建作为重要的政策工具，仍将扮演重要角色。我们预计在财政积极发力的背景下，传统基建积极发力的同时，平急两用基础设施和应急救灾基础设施等加码扩围，叠加低基数推动名义价格回升，将有助于推动 2024 年基建投资达到 6.5%左右，Q1 至 Q4 分别为 7.5%、6.4%、6.5%和 5.8%。

政策定调积极，财政发力支持。2023 年以来我国经济进入修复进程，结合 2022 年中央经济工作会、2023 年两会等一系列会议定调，明确财政政策要积极有为，发挥政府投资的牵引和引领作用，推动经济实现平稳增长、稳中有进。年中以来，考虑经济修复相对较慢，7 月政治局会议后确定扩大内需和积极财政政策发力的整体基调，一系列宏观调控政策得以发力支持，新增专项债加速发行、一揽子化债方案、结构性减税降费等均有体现。进入 10 月政策进一步加码，增发国债提升赤字、发行地方政府特殊再融资债券等凸显了在经济前景面临挑战背景下的积极政策决心，预计 2024 年扩大内需仍将是重点工作，基建作为重要的政策工具仍将扮演重要角色，宏观政策将强调保持连续性和稳定性，财政政策将对基建发力形成积极支撑。

预计各类投向基建资金较多，成为保障基建发力的重要支持。基建项目的完整周期包括立项和审批、融资、施工建设和竣工，由于全国各地施工建设的强度、节奏等不同和统计数据获得性较差，较难直接通过汇总投资得到，因而退而求其次，从融资端入手，通过计算投向基建的资金比例来估测基建投资增速。一般来说，投向基建的资金主要分为：1、一般公共预算，主要是交通运输、农林水和城乡社区等支出领域；2、政府性基金中，国有土地使用权出让收入形成的支出；3、地方政府专项债；4、银行信贷，包括商业银行及政策性银行，

用于基建项目的配套贷款；5、城投平台融资用于支持基建；6、其他资金，包括非标及 PPP 项目对基建的支持，专项建设基金等也包含在内。我们预计 2024 年各类投向基建资金较多，将成为保障基建发力的重要支持：

首先，财政稳步发力，预算资金有保障。2024 年，我们预计财政资金对基建的支持力度较强，一般公共预算支出规模有望进一步提升至近 29 万亿元，国有土地使用权出让收入有望达到 6.5 万亿元左右，新增专项债规模有望提升至 4-4.5 万亿元，专项债投向基建比例预计在 55% 左右，预算内财政支出对基建投资有积极支撑。

其次，准财政工具预计仍将发挥重要作用。2023 年以来我们持续提示关注财政货币配合新机制，预计随着一系列机制及人事的逐步落地和完善，在地方重大项目及基础设施层面，财政政策与货币政策配合扩信用将发挥积极作用，重点关注两大方面：一方面央行增加 PSL 投放支持政策性金融机构服务基建，另一方面专项建设基金作为资本金可能续期或常态化实施支持基础设施建设，将是基建发力的重要方向。

其三，信贷、债券等资金支持较强。基建项目作为商业银行的重要投向，在房地产整体相对低迷的状态下吸引力显著提升；未来，随着房地产“公用事业化”改革的推进和完成，预计央企、国企等参与房地产积极性提升，从商业模式上来看，国企、央企作为基建投资参与主体，可以进一步从事统筹房地产与广义基建的城市整体开发业务。我们预计 2024 年新增信贷有望进一步提升至 24.2 万亿元，同时，随着一揽子化债方案、地方政府特殊再融资等政策的落地，预计地方区域债务风险下降，有助于城投平台改善融资。

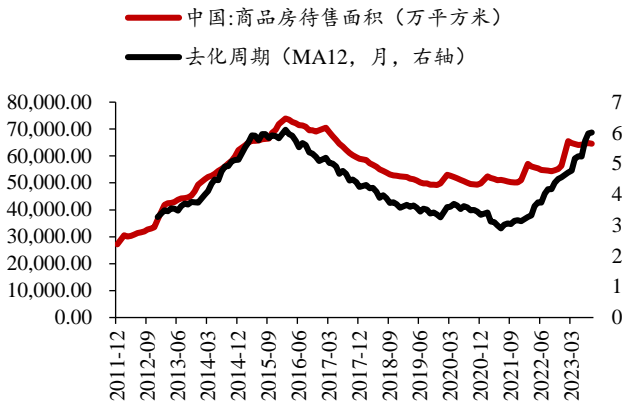
新老基建发力，“平急两用”补充。基建发力方向来看，我们认为主要是两方面，一方面是传统的新老基建，2023 年 8 月以来多地披露了项目储备计划，8 月 18 日海南省发布《海南省谋划储备项目提质扩容十条措施》，要求按照“远近结合”的原则加大项目储备，紧盯储备项目、新开工项目、省重点项目等关键指标，逐年扩大储备项目规模。8 月 21 日，青海省发改委公布全省共谋划储备项目 1847 项，估算总投资 2.48 万亿元。8 月 26 日，辽宁省召开重大项目调度推进会，抓投资是稳增长的当务之急，要在项目储备上扩量提质。另一方面则是“平急两用”基础设施，2023 年 4 月及 7 月政治局会议先后提出稳步推进“平急两用”基础设施建设，预计各地将逐步出台项目清单，并在 2024 年加速实施。9 月 26 日，杭州发布《“平急两用”公共基础设施建设第一批项目清单》，首批共 87 个项目，投资金额超 400 亿元，并计划于 2024 年开工建设。

3.2.3 低需求叠加高库存，预计 2024 年地产投资增速-4.3%较难回正

地产方面，低需求和高库存的背景下，我们认为 2024 年地产投资增速仍难回正，将继续保持同比负增长；我们预计 2024 年地产投资增速约-4.3%。在 2023 年内地产政策持续放松的背景下，地产销售增速尚未有明显起色，购房需求的释放仍然较为缓慢。库存方面，当前商品房库存仍在持续增加，截至 2023 年 9 月商品房待售面积规模已达 6.5 万平方米，逐步向 2016 年去库存启动前的高点 7.4 万平方米靠近；考虑到当前地产销售中枢相较 2016 年已有明显下移，实际商品房库存的去化周期已基本与 2016 年去库周期启动前的高点持平。

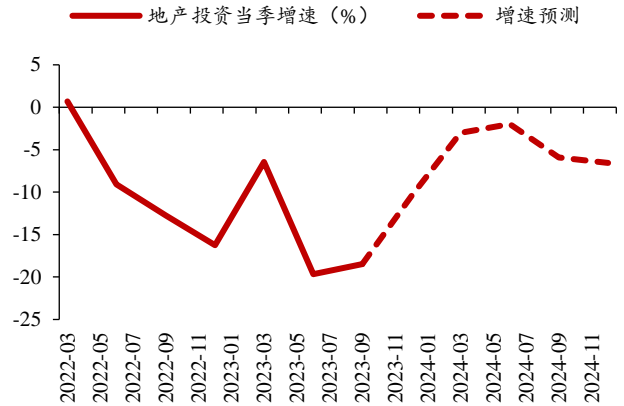
节奏上看，我们预计 Q1-Q4 当季增速分别为-3.0%、-2.0%、-5.9%和-6.6%。在国际收支平衡压力下，2023 年 Q4 至 2024 年 Q1 间地产政策将进一步放松（详细请参考前期报告《从国际收支到稳定经济增长》），政策宽松叠加财务支出法的前置效应将推动 2024 年 Q1 同比增速在 2023 年 Q4 基础上大幅收窄，政策红利可能推动上半年投资增速持续改善；Q3 伴随政策脉冲回落，投资增速也将有所下行。

图59: 当前商品库存和去化周期仍位于高位 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图60: 预计 2024 年地产投资增速难回正 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们认为 2024 年需重点关注三方面政策发力点, 将助力总需求有效改善 (详细请参考前期报告《从国际收支到稳定经济增长》)。

一是城中村改造的进一步推进和放松。一方面是**拆解比例的放松**, 当前城市更新面临诸多拆解比例约束 (如拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的 20%、项目内拆解比不宜大于 2、居民就地就近安置率不宜低于 50%等), 这也在一定程度上限制了城市更新的投资规模, 如果未来拆解比例做进一步明确放松可撬动更多增量投资; 另一方面是**货币化安置比例的提高**, 在当前“房住不炒”大基调的指引下, 城中村改造采用货币化安置的比例相对有限, 仍更多采用实物安置等手段。如未来进一步放松并提升货币化安置比例, 可能有效提振居民购房需求, 在改善地产销售的同时对地产投资形成间接提振。

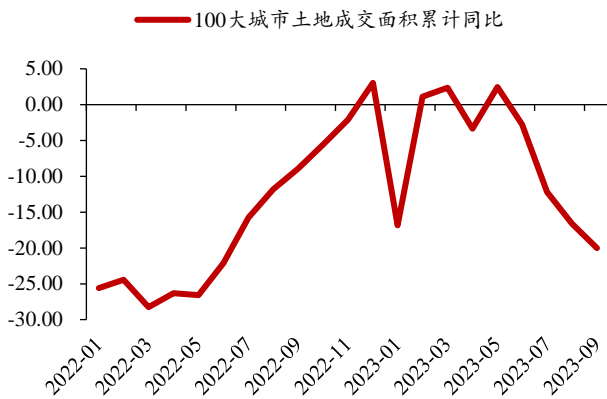
二是**需求端政策进一步放松**, 此前央行已将住房贷款最低首付款比例下限按首套 20%、二套 30% 的标准并在全国范围内进行统一, 当前一线城市距离这一标准仍有进一步放松空间; 此外, 预计北京、上海房贷利率仍有下调空间; 一线城市参照二线城市可逐步放开远郊区限购。

三是**保障房相关领域投资建设的加速推进**。2024 年是十四五的第四年, 相较于 5 年总体规划, 过去三年在保障房领域的投资进度明显较为提前。此前住建部曾指出十四五期间全国计划建设 900 万套 (前四十大城市 650 万套) 保障性租赁住房; 截至目前, 2021 年、2022 年、2023 年分别计划建设 94.2 万套、240 万套、204 万套, 距离目标仅剩余 361 万套, 如按过去两年的建设速度估算, 目标完成进度明显提前。在此背景下, 我们认为 2024 年可能继续加速筹建保障房, 提前完成十四五的保障房建设目标; 十四五期间可能超额完成建设目标。

土地市场方面, 当前土地成交依然较为低迷, 连带核心城市供地意愿同样不足, 在 2024 年投资难有起色的背景下, 预计百城土地成交面积增速相较 2023 年同样难有明显改善, 我们预计增速继续位于 -10% 至 -20% 区间。截至 2023 年 Q3, 100 大城市土地成交面积累计同比增速 -20.0%, 增速相较去年同期进一步走低; 土地成交低迷连带地方政府供地意愿不足, 根据克而瑞统计, 59 个样本城市 (县) 2023 年 Q1-Q3 预出让地块总面积为 6207 万平方米, 实际供应 4327 万平方米, 平均预供地完成率 68%。

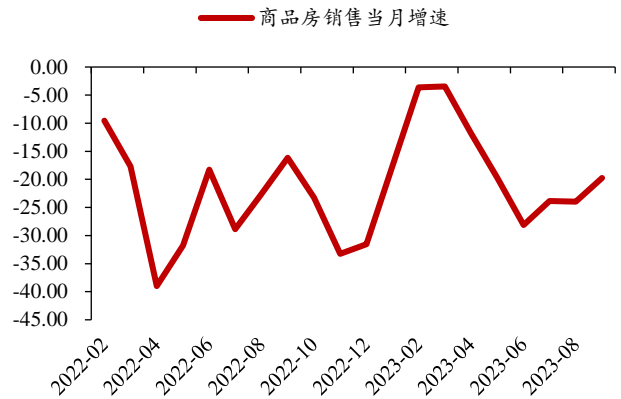
地产销售方面, 预计伴随需求侧进一步释放, 地产销售增速跌幅在 2023 年基础上将有所收窄至 -8%, 地产销售面积的绝对值中枢仍将进一步回落。

图61: 100大城市土地成交情况依然低迷(%)



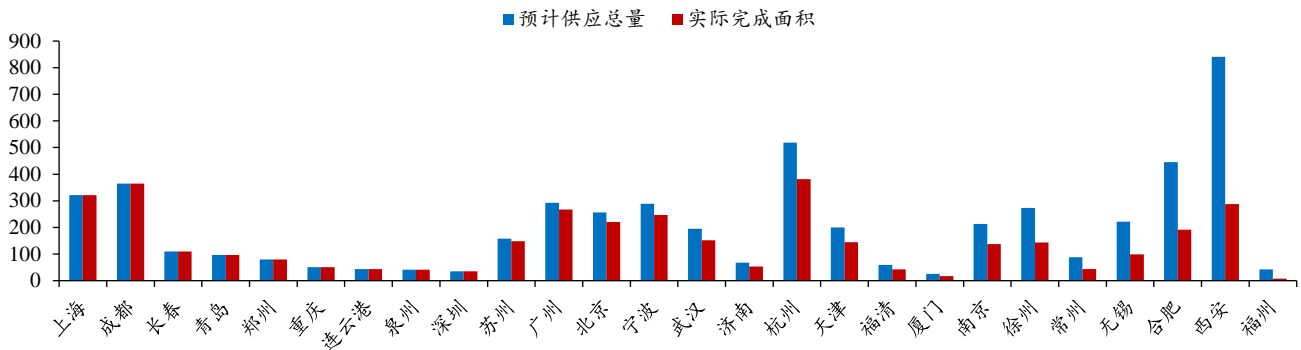
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图62: 地产销售增速未有明显起色(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图63: 核心城市 2023 年前三季度供地完成情况(万平方米)



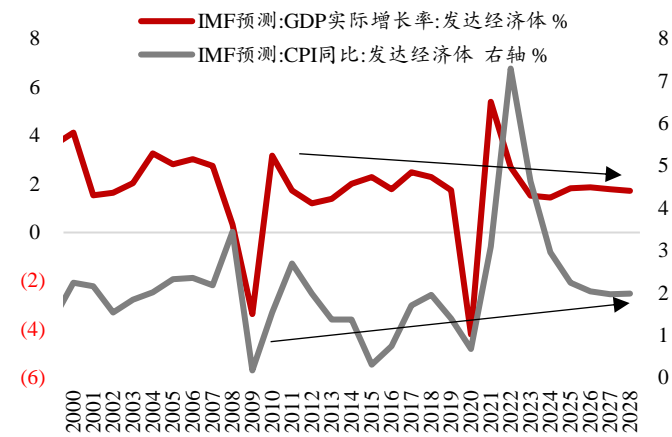
资料来源: 克而瑞, 浙商证券研究所

3.3 进出口: 供给优势推动出口增速 7%, 内需渐稳抬升进口增速 7.5%

预计 2024 年我国出口人民币计价同比增长 7%，在全球滞胀背景下，我国发挥供给优势推动出口积极增长，结构视角大于整体，关注三大产业逻辑带来的积极出口机遇，Q1 至 Q4 人民币计价出口同比分别为 2%、9%、10%和 7%。

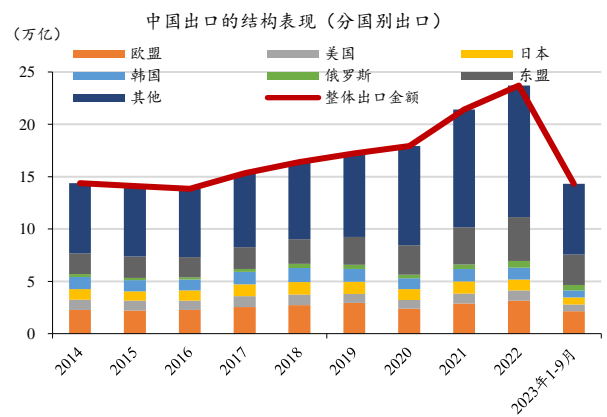
全球经济类滞胀格局，传统需求侧逻辑失效。在当前全球产业合作与分工体系下，中国作为全球制造大国，扮演连接下游发达经济体等消费国和上游新兴市场经济体等资源国的重要中枢，由此形成了“出口看外需”的出口宏观研究框架，百年未有之变局下，2020 年以来全球经济及贸易面临诸多挑战，2020 年至 2022 年全球发达经济体实际 GDP 增速分别为-4.2%、5.6%和 2.6%（2021 年增速较高主要源于 2020 年低基数），与此同时中国人民币计价出口同比增速分别达到了 4%、19.5%和 10.6%，我国外需受到冲击但出口却表现出逆势增长的特征，“出口看外需”的框架表现相对失效，我们从 2020 年起提示关注供给逻辑。站在 2023 年展望未来，根据 IMF 于 2023 年 10 月发布的最新预测报告，未来五年全球经济呈现“类滞胀”特征（实际 GDP 增速中枢回落、通胀水平中枢上升），发达经济体更为甚之，我国外需仍将面临挑战，我们继续提示关注供给侧逻辑，特别是其背后的结构分化和产业逻辑。

图64：发达经济体面临“类滞胀”压力



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图65：东盟、欧美日韩、一带一路是我国主要贸易对象



资料来源：Choice，浙商证券研究所

中国供给优势突出，替代全球维稳出口。在需求侧框架相对失效的背景下，我们从2020年起的多篇报告《两个大循环的另类观：从供给侧视角看净出口持续超预期》《大国博弈与跨周期调节》等中提示关注供给逻辑，相比海外供给面临产业空心化、阶段性罢工、高通胀、企业破产、地缘政治冲击运输线路等挑战，中国拥有全门类的工业体系和高效稳定的供应链体系，强大的制造能力在产品品质、性价比、物流交付等层面拥有突出优势，因此我国借助突出的供给优势，在外需不利的情况下通过抢占海外供给份额实现了出口的积极增长。站在2023年时点展望后续，面对海外复杂的地缘政治变化、高利率环境和经济层面的滞胀趋势，我国供给侧的优势将继续保持，在《出口稳步回升，聚焦产业逻辑》《出口延续强势，结构重于趋势》等报告中已有印证，继续提示重点关注结构层面的三大产业逻辑。

轻“整体”重结构，聚焦产业逻辑。从结构角度来看，我国主要的贸易对象是东盟、欧盟、美国、日本、韩国、俄罗斯等国家及地区，品类层面则是由机电产品和劳动密集型产品两大品类构成，分别占我国出口比重达到近六成和近两成。结合供给优势及结构表现，我们认为出口领域重点关注三大产业逻辑：

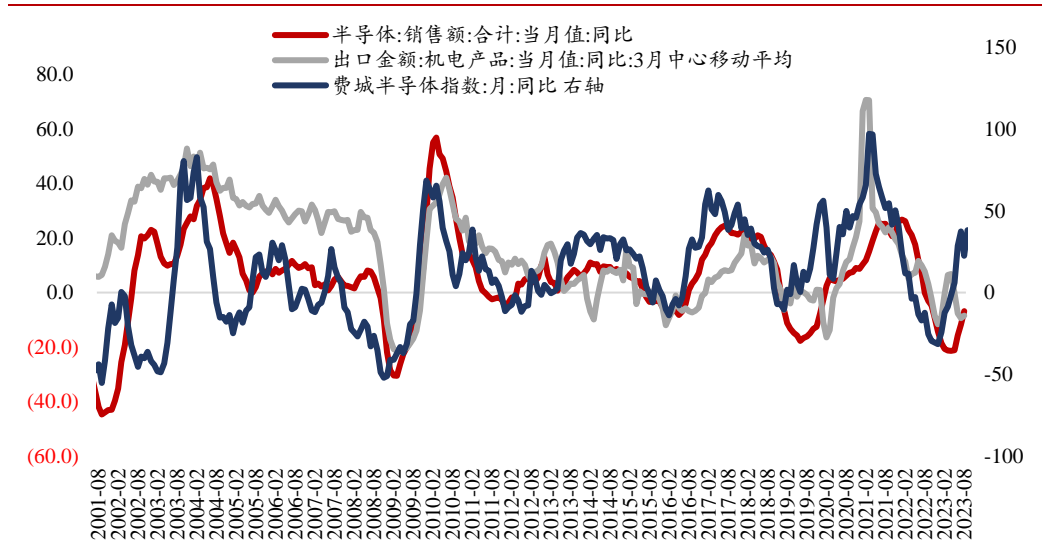
1) 重点关注海外消费降级和企业降本带来的出口机会。海外发达经济体天量流动性投放加剧全球贫富分化，发达经济体出现收入K型分化导致消费升级与消费降级并存，前者映射奢侈品的消费积极增长和涨价，后者则驱动消费者更加偏好“性价比高”的商品，此前在20世纪70年代美国面临高通胀背景下，日本生产的汽车、家具家电、影音设备等领域产品依赖性价比优势大幅抢占美国市场。在海外消费降级和企业降本的大背景下，我国供给优势背后的性价比优势带来的出口机会需重点关注。一方面得益于我国供应链的强大稳定性，在生产、物流、仓储等环节的稳定性有助于降低总体供应链成本；另一方面我国作为全球第一大制造业强国，在装备制造业和消费制造业领域有突出优势，特别是纺服、轻工、机械、家电、家具等高端品类有望受益。

2) 关注新兴市场国家经济发展与“中国制造”出海带来的出口支撑。新兴市场国家也是我国出口的重要新兴增长点，特别是一带一路国家及东盟地区。我们认为，我国对新兴市场国家出口表现强势，一方面是因为部分资源相对富裕的新兴市场国家，得益于大宗商品牛市带来的利好，经济处于快速增长阶段。结合雁阵理论和我国作为世界第一生产制造国的角度来看，新兴市场国家从产业发展和现实需求角度，对“中国制造”的依赖度不断提升，相应带动我国相关品类出口。另一方面，近年来我国坚持对外开放和扩大进口战略，秉持“高举和平、发展、合作、共赢的旗帜，恪守维护世界和平、促进共同发展的外交政策宗旨，坚持

在和平共处五项原则基础上发展同各国的友好合作，推动建设新型国际关系，推动构建人类命运共同体”的外交政策，作为第三世界和新兴市场国家的重要代表，在国际秩序体系中的话语权和分量逐年提升，大国地位和外交阵地的步步提升一定程度上也推动了“中国制造”出海，进而带动出口增长。我们认为，伴随着新兴市场国家的现代化进程推进，我国制造业产品及企业出海将有持续积极表现。

3) 关注新一轮科技周期和全球能源转型带来的出口机遇。全球碳中和科技革命具备独特的产业发展逻辑，与全球宏观经济周期不同步，当经济处于下行阶段而产业发展处于积极增长阶段，也会带动相关品类的出口。机电产品占我国出口近六成比例，其背后与全球消费电子及半导体的销售周期高度相关，截至 2023 年 Q3 来看，相关品类销售数据已经筑底逐步回升，预计 2024 年表现相对积极，带动我国出口积极增长。另一方面，全球能源转型的迫切压力和各国碳中和进程的持续推进，考虑我国的新能源制造领域在全球范围内具备超强能力，新能源车、光伏等新能源相关领域的出口保持较高的成长性，2023 年以来的数据已在不断验证。

图 66: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

内需渐稳抬升进口。政策积极定调背景下，宏观政策保持连续性和稳定性，在工业稳增长、货币和财政政策积极扩信用的推动下，后续内需有望向潜在增速渐进回升，预计 2024 年分季度实际 GDP 增速有望分别达到 4.9%、4.9%、4.7%和 4.6%。在内需渐进回升的过程中，我们对进口增速也相对乐观，一方面得益于 2023 年低基数带来的利好，另一方面随着我国基本面的逐步回升，人民币汇率将渐进企稳，汇率及价格因素对我国进口同比增速的影响也相对下降。我们预计 2024 年我国人民币计价进口同比增速 7.5%，Q1 至 Q4 分别为 7%、11%、6.8%和 5%。

4 工业稳增长，价格微幅涨

4.1 生产法 GDP：工业稳增长是主要支撑，预计 2024 年工增的增速 4.7%

我们预计 2024 年经济增长预期目标设置为 4.5%-5% 区间。当前我国再次面临国际收支与经济增长双重压力，这与 2015-2016 年我国经济增长与国际收支平衡均有承压的环境背景相类似。2016 年政府工作报告首次将经济增长预期目标设置为区间形式（6.5% - 7%），并指出这是“考虑了推进结构性改革的需要，也有利于稳定和引导市场预期”。时任中国国家发展和改革委员会主任徐绍史对此作出解读：“这种方式体现了中国创新宏观调控、把握区间调控的新思路，扩大了可以接受的经济增速弹性范围，且与中国经济增长潜力相吻合。”

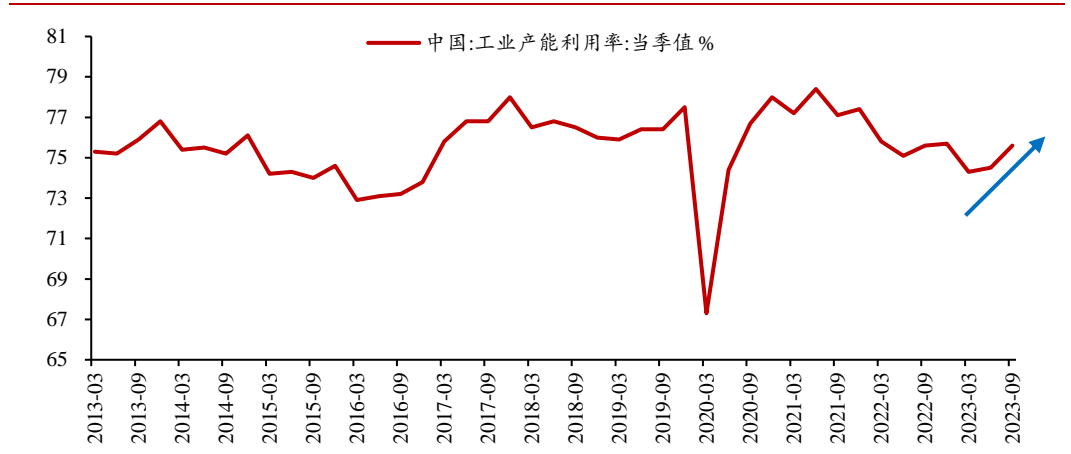
我们认为，区间目标弹性范围灵活，更能适应动态变化的国际收支平衡诉求。2023 年以来我国经济修复呈现一定波动，经济基本面及市场预期仍需稳固，经济修复过程中既有积极因素也存在下行压力，增速弹性或较大。同时百年未有之大变局下地缘政治、极端气候等不确定性亦有可能扰动增速。因此，将预期目标设置为区间形式，一方面有助于稳增长稳预期，通过基本面预期的改善缓解收支压力；另一方面也体现了兼顾发展与安全的底线思维，巩固国内基本面，保障国际收支平衡。当国际收支平衡压力较大时，或将倒逼国内基本面政策逐渐加强，推动经济增速向目标区间上限 5% 靠拢，反之国际收支平衡压力较小时，或更注重跨周期调节，使得经济增速向目标区间下限 4.5% 倾斜。

综合来看，兼顾发展与安全、稳增长与高质量转型并举是 2024 年生产端的主要基调，预计生产法 GDP 全年增速 4.8%，四个季度增速分别为 4.9%、4.9%、4.7%、4.6%。

对第一产业而言，极端天气与粮食安全是影响增速的主线。2024 年农业受厄尔尼诺极端天气影响的可能性仍大，但在粮食安全的政策导向下有望加大财政支出力度对冲负面冲击。据应急管理部数据，2023 年前三季度，农作物受灾面积 9714.8 千公顷，直接经济损失 3082.9 亿元，2023 年 10 月通过增发国债，中央财政通过中央自然灾害救灾资金、农业防灾减灾和水利救灾资金、积极支持各地受灾群众尽快恢复生产生活，有助于加快灾后恢复重建。

对第二产业而言，工业稳增长、财政政策助力基建是积极因素。2023 年三季度，工信部会同有关部门制定了 10 个重点行业稳增长工作方案，对 2023 年与 2024 年十大重点行业（钢铁、有色、石化、化工、建材、机械、汽车、电力装备、轻工业、电子信息制造业）的工业增加值增速、营收、销量等目标有较清晰的指引及相关配套政策支持。我们认为，工业稳增长政策有助于提振 24 年的产能利用率，在工业稳增长政策实施后，2023 年 Q3 全国工业产能利用率回升至 75.6%，扭转了下行趋势。此外，工业库存周期进入弱补库阶段，但补库力度受需求修复强度影响较大，预计对工业增速的支撑力度不会太强。

图67: 工业稳增长有助于提升制造业产能利用率



资料来源: wind, 浙商证券研究所

我们据政策目标测算, 预计 2023 至 2024 年制造业增加值两年平均增速约为 4.8%, 这将为工业以及 GDP 增速向好奠定重要基础。在财政政策增发国债用于基建的背景下, 2024 年建筑业亦有望向好。综合来看, 我们预计 2024 年工业增加值增速为 4.7%, 第二产业增速为 4.6%。

对第三产业而言, 消费回暖、高质量发展是支撑服务业平稳的主线。2024 年伴随居民消费进一步回暖、消费需求进一步释放, 消费链、出行链相关服务业增长有望保持稳定; 新业态生产性服务业(如数字技术创新消费场景)随着我国产业数字化进一步推进有望积极向好, 新兴领域(如高技术服务业、科技服务业、战略性新兴产业)结合我国企业创新发展需要有望保持良好增势。综合来看, 我们预计第三产业增加值增速为 5.0%。

表6: 2024 年生产法 GDP 预测值

预计增速	第一产业	第二产业	工业	第三产业	生产法 GDP
2024Q1E	3.3%	4.8%	4.8%	5.1%	4.9%
2024Q2E	3.4%	4.8%	4.8%	5.1%	4.9%
2024Q3E	3.5%	4.3%	4.5%	5.2%	4.7%
2024Q4E	3.7%	4.4%	4.6%	4.8%	4.6%
全年预测值	3.5%	4.6%	4.7%	5.0%	4.8%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

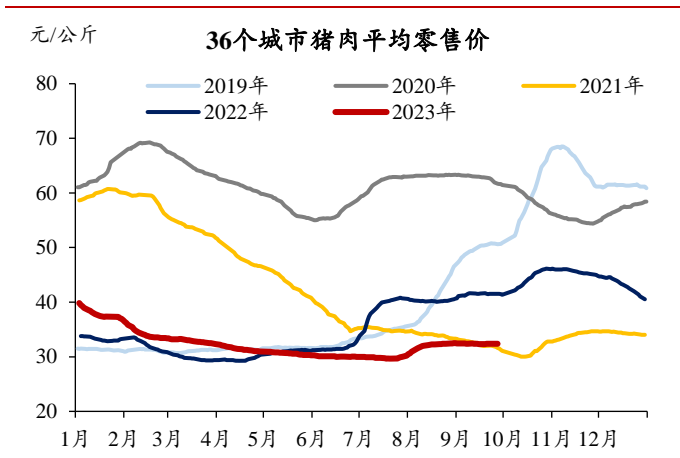
4.2 需求回暖带动 CPI 温和回升, 预计 2024 年 CPI 增速 1.4%

4.2.1 利润驱动补库, 生猪市场呈现“小周期”模式

近几年国内生猪养殖未出现大规模的供应冲击, 生猪的“补栏-去栏”更多由利润驱动, 猪价呈现小涨小跌的“小周期”模式。2018 年非洲猪瘟发生以来, 我国十分重视农业疫病防控工作, 加之生猪养殖集中化程度不断提升, 至今未出现新一轮规模较大的农业疫病扩散。由于缺乏外生的供给冲击, 我国生猪市场的“补栏-去栏”更多由养殖利润驱动,

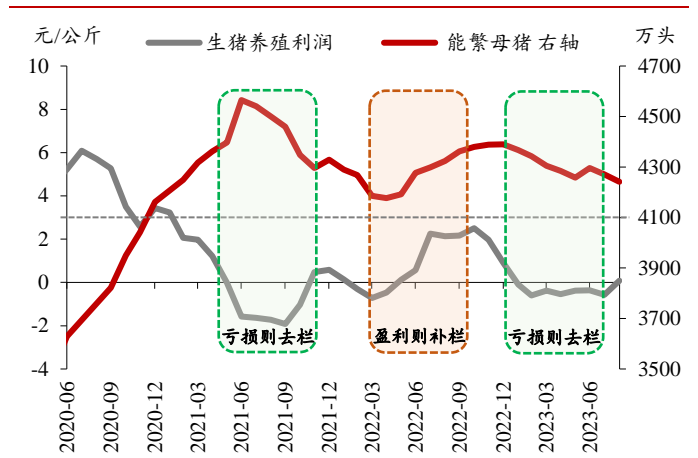
利润回暖则补栏，利润转负则去栏，平均约两个季度切换一次，生猪市场呈现小涨小跌的“小周期”模式。

图68：2023年8月猪肉价格筑底回暖



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

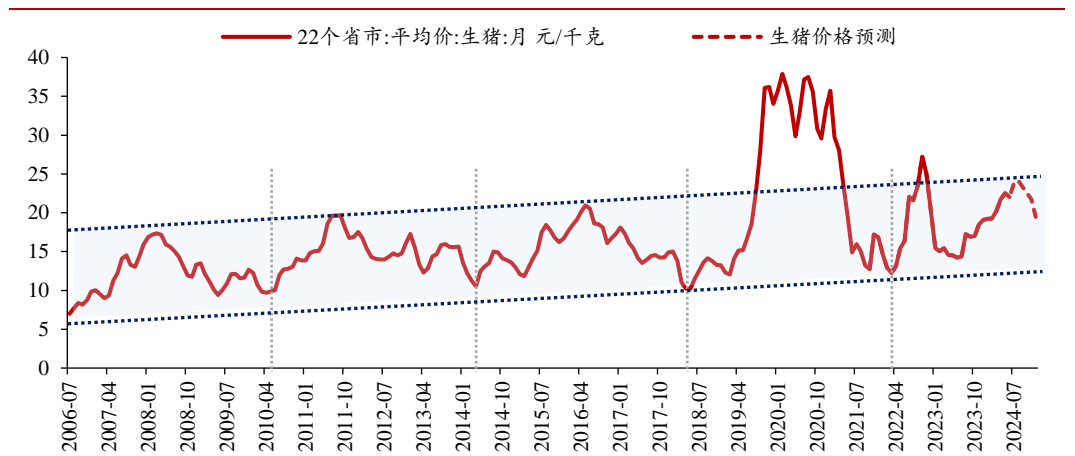
图69：生猪市场呈现小涨小跌的“小周期”模式



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

预计2024年猪肉价格先升后降，均价较2023年小幅提升，但整体涨幅有限。2023年8月份以来猪价企稳回升，一方面受益于2023年初开启的能繁母猪产能小幅去化，生猪供应量出现一定程度的回落，另一方面受益于出行类、聚集类消费的高景气度，餐饮需求持续释放，预计2024年上半年猪价呈现震荡上行趋势。猪价回暖带动养殖利润筑底向上，猪企和猪农补栏意愿将随之回升，能繁母猪存栏量领先生猪出栏量约3个季度，对应2024年三季度生猪供应量回升，预计2024年下半年猪价稳中有降。

图70：预计生猪价格先升后降，整体涨幅有限



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

4.2.2 OPEC+掌握定价权，油价有一定上涨空间

预计2024年原油价格有一定上涨空间，油价中枢为90~100美元，较2023年有所抬升。

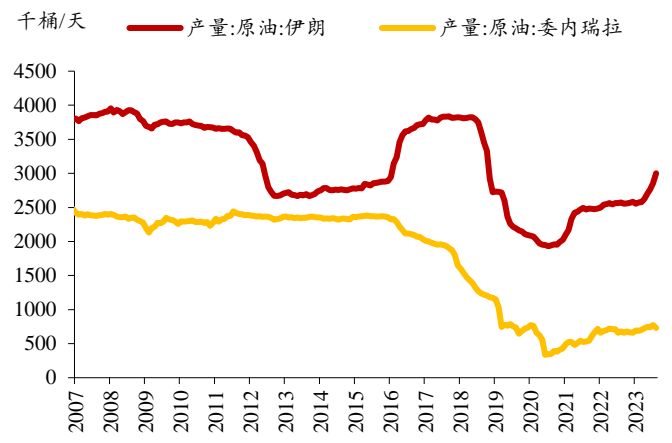
供给端，OPEC+为代表的能源大国对油价上涨的诉求较强，沙特、俄罗斯主动减产使得原油供应偏紧。美国近几年能源资本开支力度不足，原油钻机数量峰值已见顶回落，产能已达极限。被制裁国家如伊朗、委内瑞拉等产能有所恢复，但产量回升的规模有限，OPEC+国家整体上掌握了原油的定价权。2024年为美国大选年，沙特及俄罗斯与美国民主党的对立情绪，使其对高油价的诉求更加明显，原油供需紧平衡的状态或将长期维持。

图71: 美国原油钻机数量已见顶回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

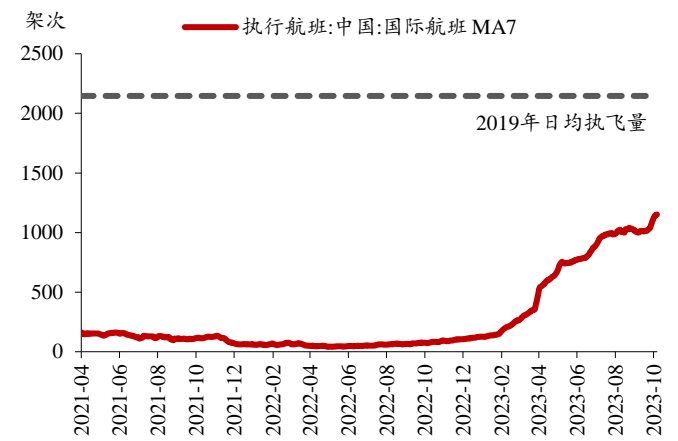
图72: 伊朗、委内瑞拉原油产量有所恢复



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

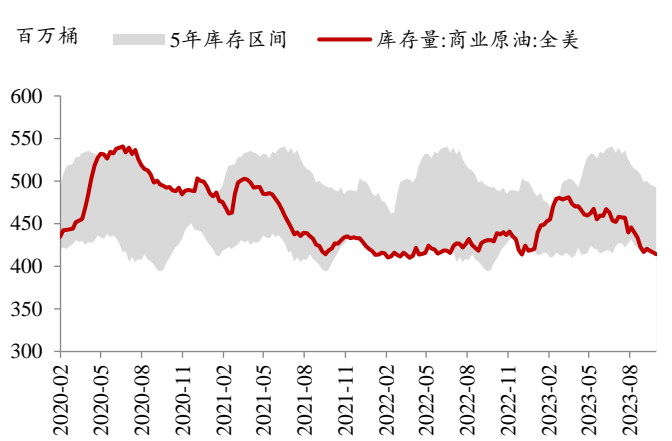
需求端, 中、美两个大国石油消费国的需求都有一定增长空间。中国稳增长政策带动经济逐步向上恢复, 能源需求有一定支撑, 另外, 目前国际航班恢复至2019年同期的约五成水平, 航空燃料油需求有较大回补空间。美国经济同样具有一定韧性, 且原油库存水位较低, 存在刚性补库需求。不过, 油价过高将损伤成品油需求, 在全球经济景气度偏弱的大背景下, 预计油价上涨幅度受限。

图73: 中国国际航班仍有恢复空间



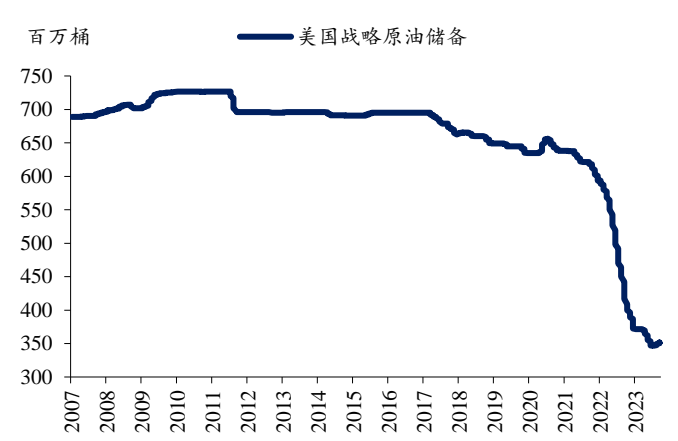
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图74: 美国商业原油库存水位较低



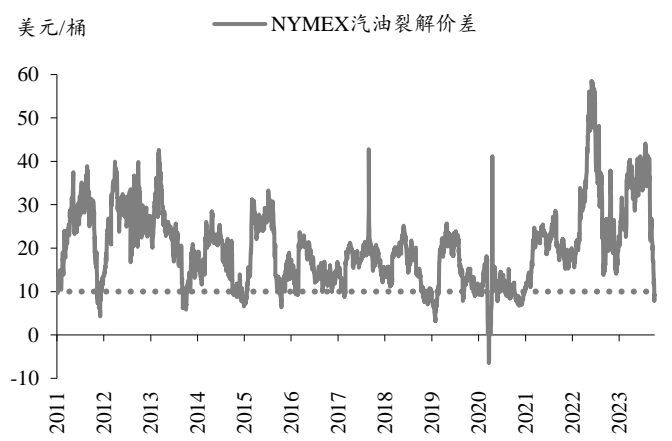
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图75: 美国战略原油储备库存处于历史低位



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图76: 高油价导致裂解价差迅速下降, 汽油需求出现负反馈



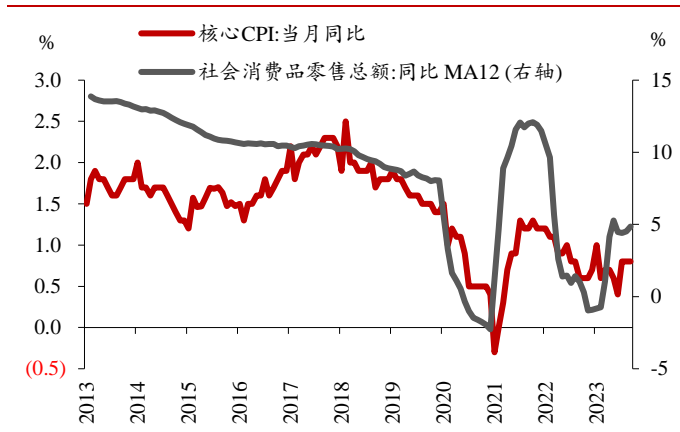
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

结合供需综合来看，油价向上弹性更大，预计布伦特油价中枢落于在 90~100 美元，较 2023 年有所抬升。其中，沙特、俄罗斯加码减产或中美经济表现好于预期都有可能阶段性带动油价突破 100 美元。节奏上，冬季逐渐进入原油消费旺季，全球取暖需求上升，叠加中国一季度经济有望实现开门红，原油供需缺口扩大，预计 Q1 原油价格中枢上行至 105 美元。二季度之后，随着加息对于全球总需求的影响开始滞后体现，预期油价震荡回落，Q2~Q4 油价中枢分别为 95、90、90 美元。

4.2.3 消费回暖，成本上行，核心 CPI 向上修复

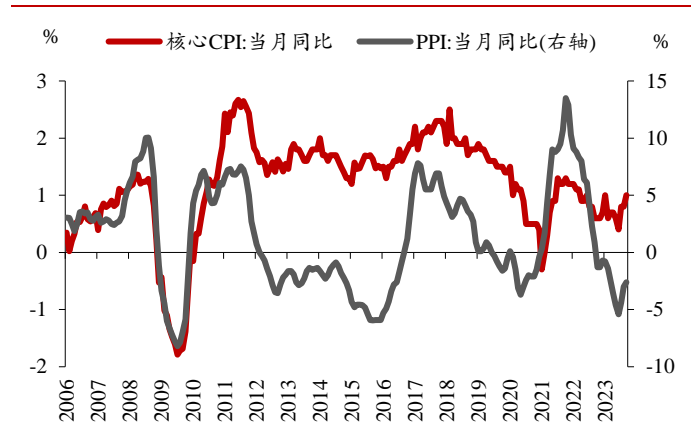
2024 年伴随居民消费进一步回暖，消费需求进一步释放，核心 CPI 仍有一定回升空间。2022 年以来，由于收入预期不稳定，居民预防性储蓄行为增加，边际消费倾向有所下降，居民消费增长有所放缓，核心 CPI 同比增速持续位于低位。我们认为，在稳增长和防范化解重大风险等一系列政策助力下，消费回暖将从需求端带动核心 CPI 回升。与此同时，PPI 同比触底回升，也有助于从成本端推动核心 CPI 回升。

图77：消费回暖，从需求端带动核心 CPI 回升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

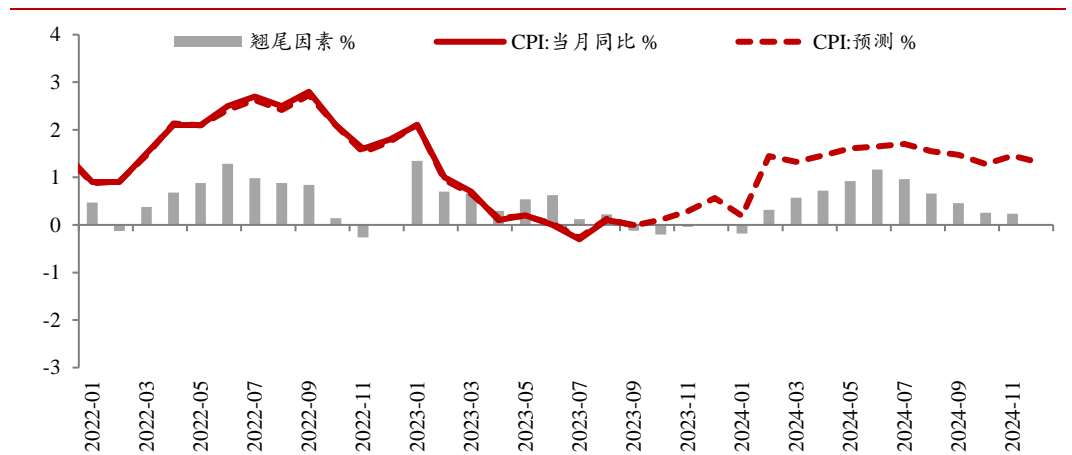
图78：PPI 反转向上，从成本端推动核心 CPI 回升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

综上所述，猪价、油价中枢均有所提升，核心 CPI 渐次回升，我们预计 2024 年 CPI 同比+1.4%，四个季度的预测值分别为+1.0%、+1.6%、+1.6%、+1.3%。

图79：预计 2024 年 CPI 同比+1.4%



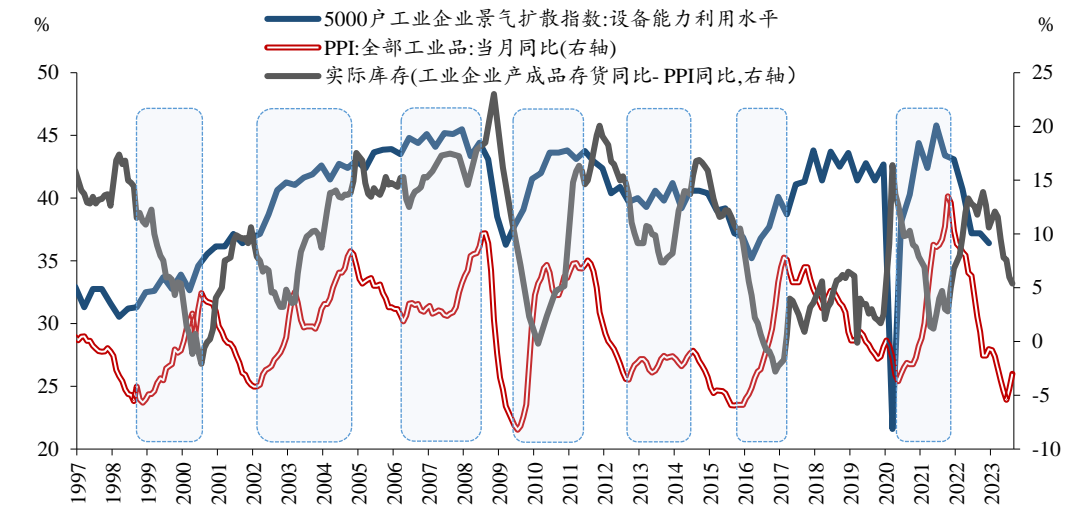
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

4.3 稳增长政策发力带动 PPI 上行，预计 2024 年 PPI 增速 0.4%

预计 2024 年 PPI 同比+0.4%，摆脱 2023 年 PPI 深度负增的局面。一方面，稳增长政策发力，平急两用、城市更新、产业基础再造等一系列抓手有望带动工业品需求回暖。但另一方面，目前实际库存水平尚未触底，且产能利用率仍处于低位，从一定程度上抑制工业品价格的上行速率。

1996 年至今一共出现了 8 次 PPI 同比触底反弹，反弹的力度和持续时间存在一定差异。从产出缺口的角度出发，当库存水位低且产能利用率水平高时，工业品供应不求，容易出现价格快速攀升的情况。反之，当库存较高或者产能利用率水平较低时，工业品需求的边际回暖可以先通过消耗库存或者提高产能利用率的方式来解决，工业品价格的涨幅则相对温和。

图80：1996 年至今一共出现了 8 次 PPI 同比触底反弹



资料来源：Wind，浙商证券研究所

为了排除基数效应的影响，我们以 PPI 同比低点出现的月份所对应的价格为 100，观察此后价格指数的累计环比涨幅，可以更加清晰地观察历次 PPI 触底之后的价格反弹情况，大致分为以下几种模式：

（一）产能过剩（1998、2012）

工业整体处于产能过剩状态，库存水平较高，产能利用率水平较低，PPI 反弹力度较弱。

（二）需求回暖（2002）

中国加入 WTO 之后外需开始提振，产能利用率逐步回升，从“被动去库存”向“主动补库存”切换，PPI 反弹力度一般，但持续时间较长。

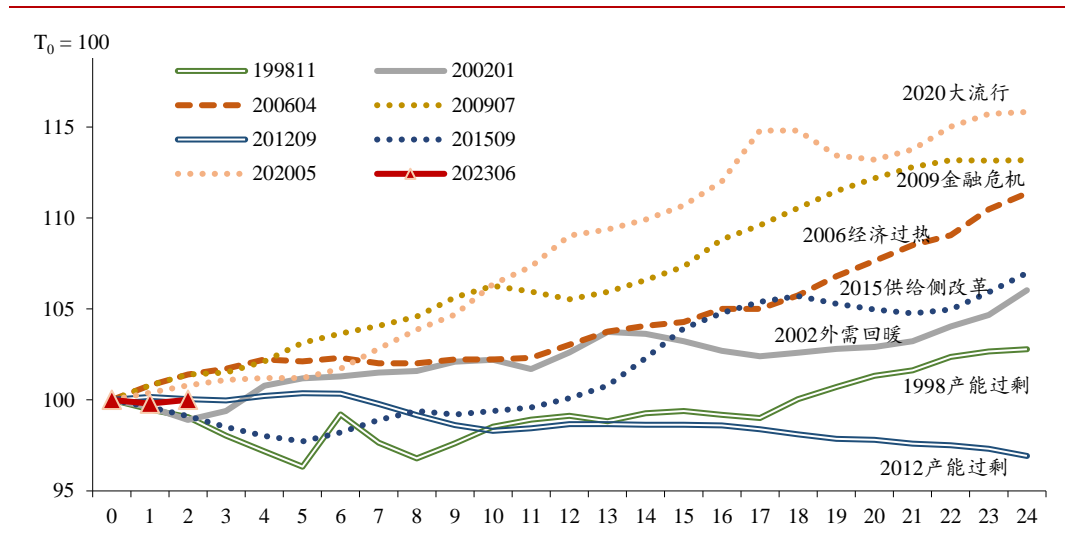
（三）供给冲击（2009、2015、2020）

2015 年底推动供给侧结构性改革，需求侧实施汽车消费刺激、棚改货币化等政策，库存快速去化、产能利用率迅速提升，供求关系反转。2009 年、2020 年两次危机之后，全球政府采取了强有力的政策对冲，需求恢复速度快于供给，产出缺口较大，同样出现了库存快速去化、产能利用率快速上行的过程。供给冲击出现后，PPI 反弹力度大且持续时间长，尤其在 2009 年、2020 年两次危机应对中表现地更加明显。

（四）经济过热（2006）

2006 年内需、外需双旺，产能利用率水平处于历史高位，产出缺口和输入性通胀压力带动 PPI 持续上涨。

图81: 历次 PPI 同比触底反弹之后的累计涨幅



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

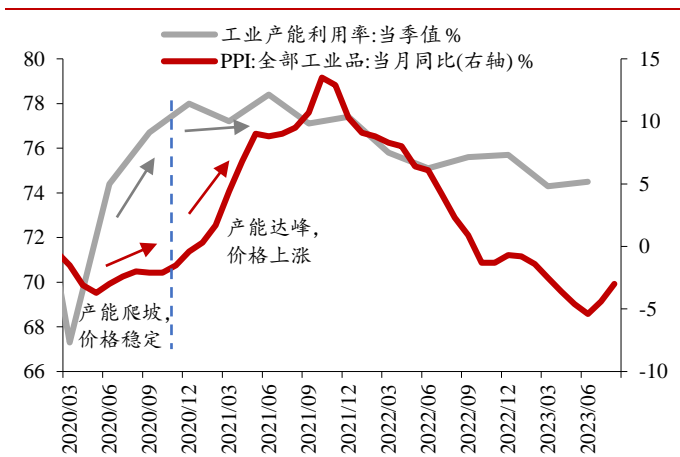
注: 横轴“0”为 PPI 当月同比低点出现的月份, “1”为次月, 以此类推。

从上述历史复盘来看, 本轮 PPI 触底反弹更接近前两种模式, 反弹力度预计相对温和。

一方面, 需求正在回暖。稳增长政策陆续落地, 平急两用、城市更新、产业基础再造等一系列抓手带动固定资产投资增速回暖, 有效拉动工业品需求; 与此同时, 全球工业企业库存周期也面临切换, 外需也有望迎来改善。

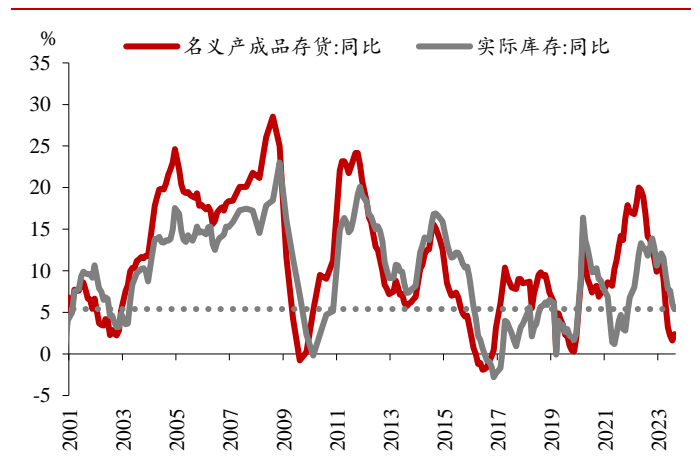
但另一方面, 当下工业企业产能存在一定冗余。首先, 当下产能利用率水平处于历史低位, 有较大提升空间。其次, 虽然工业企业名义库存已到历史低位, 但排除掉价格因素之后, 实际库存(名义库存-PPI)水位不低, 库存周期还需要经历一个类似于 2002 年从“被动去库存”向“主动补库存”切换的过程。

图82: 当下产能利用率水平不高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

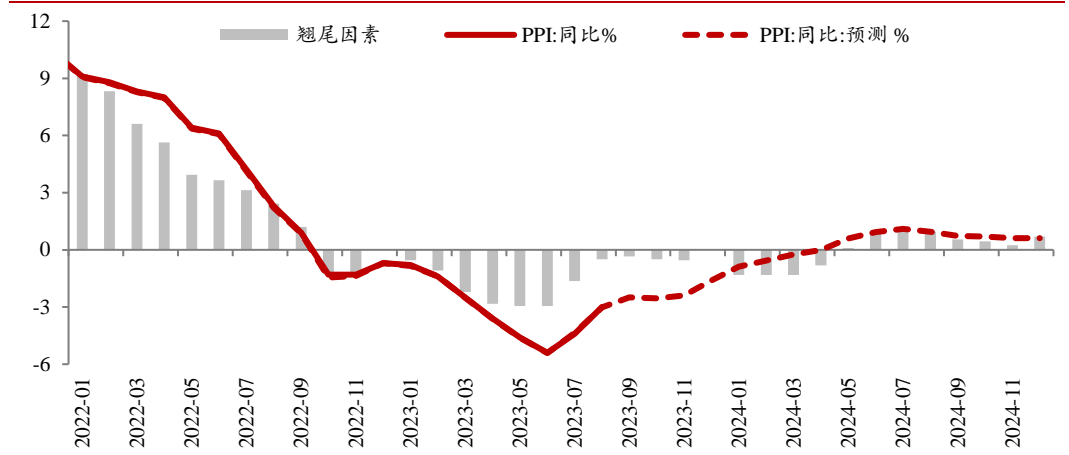
图83: 实际库存水平尚未降至历史低位



资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 实际库存=产成品存货-PPI

综上所述，预计 2024 年 PPI 同比+0.4%，摆脱 2023 年 PPI 深度负增的局面。其中，四个季度的预测值分别为-0.6%、0.5%、0.9%、0.6%。

图84： 预计 2024 年 PPI 同比+0.4%



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

4.4 预计 2024 年 GDP 平减指数为 1.0%

如上文所述，CPI 温和回升，PPI 稳步上行，2024 年物价指数较 2023 年有所提升，预计 GDP 平减指数为 1.0%，其中四个季度分别为 0.4%、1.1%、1.3%、1.1%。

4.5 支出法看实际 GDP：消费稳步修复，投资动能较强

从当前的经济运行轨迹看，2023 年三季度 GDP 环比增长 1.3%。环比增速连续五个季度增长。我们认为，2024 年经济将保持持续恢复向好态势，预计我国 2024 年实际 GDP 增速可实现 4.8%左右，逐步向潜在增速中枢收敛。2024 年我国经济的复苏动力将有所增强，主要源自财政和产业政策发力拉动总需求，预计投资端将会保持较高的高景气度，尤其是狭义基建投资和制造业投资将保持较强的韧性，消费需求也有望平稳复苏。

我们预计，2024 年四个季度的实际 GDP 增速分别为 4.9%、4.9%、4.7%和 4.6%。总体来看，上半年的经济具有较大的向上弹性，主要得益于逆周期政策的加码，下半年 GDP 增速边际放缓。我们预计，2024 年我国政策基调大概率延续稳中有进的基调，建议更多把握统筹发展与安全的线索，预计内需的潜力逐步释放将推高经济增速的读数，保持经济运行在合理区间。

表7： 2024 年分季度总需求侧主要变量增速预测（所有数值均为当季名义同比，单位：%）

时间段	名义 GDP	实际 GDP	固定资产投资	社会消费品零售总额	货物和服务净出口
2024 年 Q1E	5.3	4.9	4.6	7.0	-10.0
2024 年 Q2E	6.0	4.9	3.9	6.6	-2.0
2024 年 Q3E	6.0	4.7	3.7	6.1	-2.0
2024 年 Q4E	5.8	4.6	3.8	6.4	8.0
2024 年全年 E	5.8	4.8	4.0	6.5	2.5

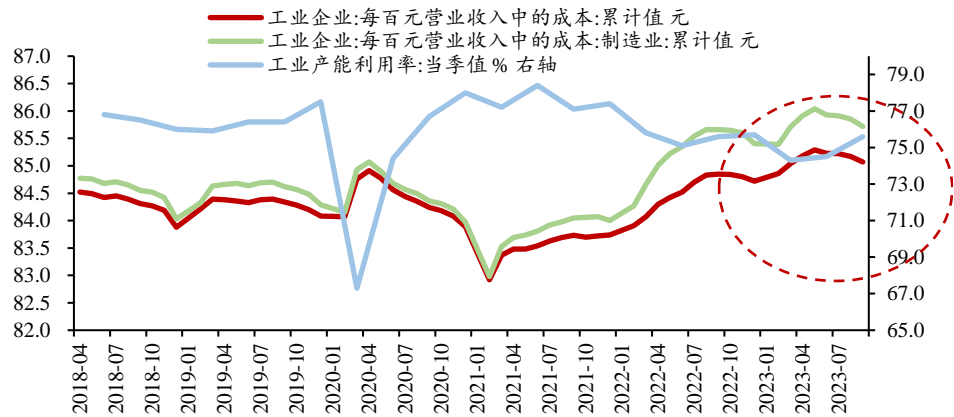
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

4.6 工业企业利润企稳微升，预计全年增速 1.4%

我们认为，2024 年工业企业有望迎来量价齐稳、盈利能力修复的局面，在基数作用下利润增速呈现前高后低态势，预计全年增速为 1.4%。

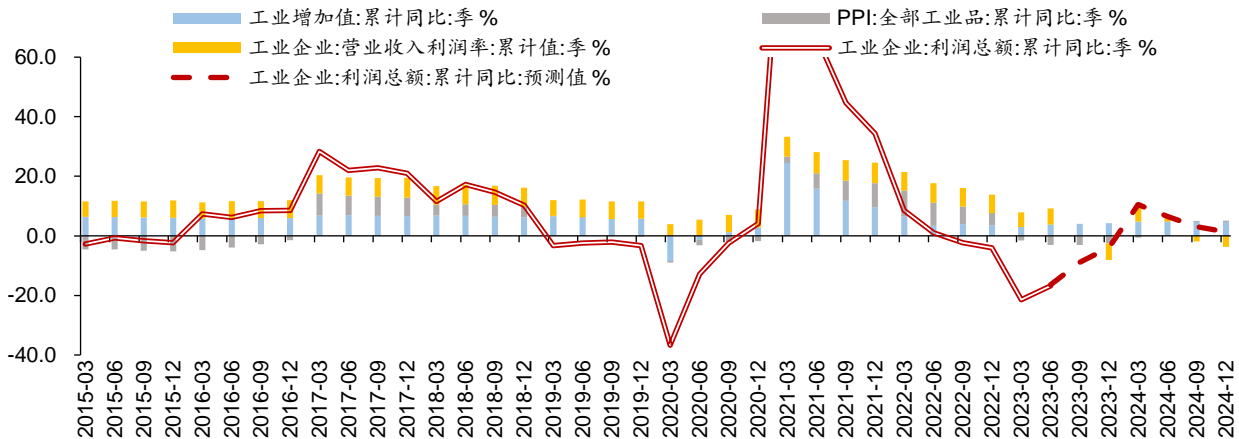
除低基数影响外，从量、价、利润率三维模型角度来看，工业企业利润增速转正的主要驱动因素在于：一是企业营收利润率有望保持较高中枢，二是量价有望双双企稳。从盈利能力上看，营收利润率在规模效应修复作用下将保持相对较高的中枢。在工业稳增长政策支持下，产能利用率有望在未来保持向好态势，而产能利用率的提升对工业生产的规模效应有较强的支撑作用，有助于企业降低生产成本，助力工业企业盈利增速逐步修复。从价格上看，PPI 有望逐步修复小幅转正。从量上看，工业稳增长基调下，工业增加值增速保持平稳增长的概率较大。

图85：产能利用率提升有助于降低工业企业单位成本



资料来源：wind，浙商证券研究所

图86：预计 2024 年工业企业利润增速为 1.4%



资料来源：wind，浙商证券研究所

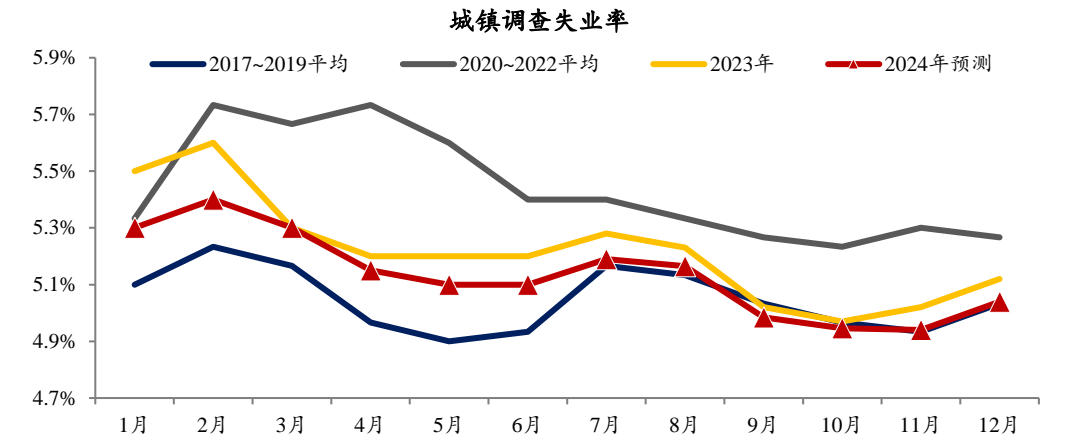
注：2021 年 3 至 6 月读数过高为阅读方便图中暂不显示

4.7 就业形势：整体就业稳定，结构压力仍存，预计全年中枢 5.1%

2023 年经济恢复呈现波浪式发展、曲折式前进的特征，但就业优先政策呵护下，失业率呈现稳步回落态势。展望 2024 年，城镇调查失业率整体上将保持稳定，全年中枢 5.1% 左右，低于 2023 年中枢，原因如下：其一，稳增长政策助力工业企业利润拾级而上，企业盈

利能力抬升带动用工需求回暖。其二，伴随消费市场的进一步提振，服务业将持续发挥吸纳劳动力的重要作用。与此同时，2024年高校毕业生人数或再创新高，就业岗位需求较大，青年就业情况仍需关注。

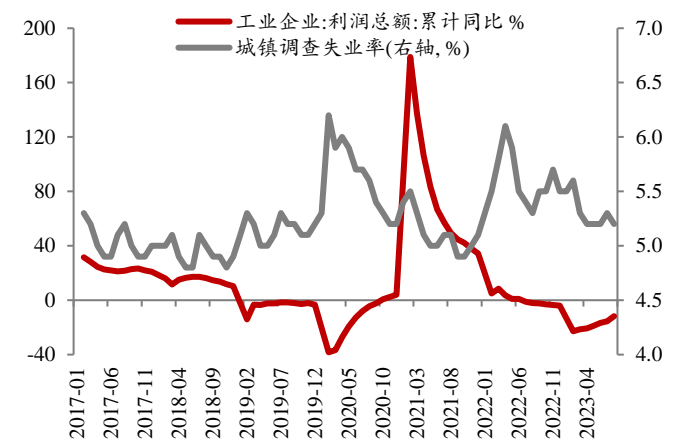
图87： 预计2024年调查失业率为5.1%，较2023年显著回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

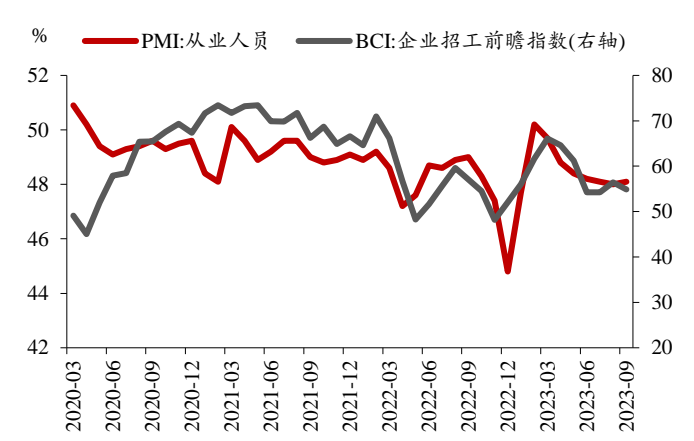
其一，稳增长政策助力工业企业利润拾级而上，企业盈利能力抬升带动用工需求回暖。2023年上半年工业企业利润持续承压，制约企业资本开支意愿和用工需求。但在一系列稳增长政策助力下，工业增加值增速稳步提升、财务成本显著下降、企业利润率显著改善，企业盈利能力显著改善。2024年稳增长政策将持续发力，经济保持向好势头，劳动力市场将持续扩容。

图88： 工业企业利润增速与城镇调查失业率呈反比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

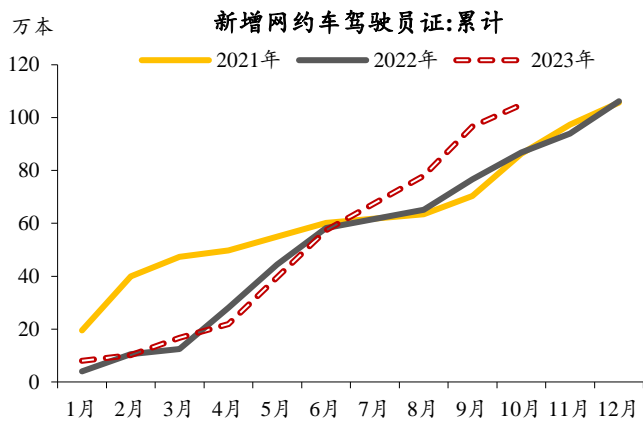
图89： PMI从业人员指数和BCI企业招工前瞻指数位于低位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

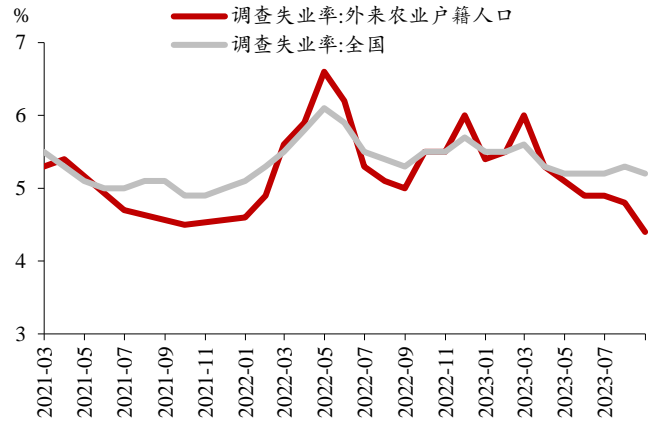
其二，伴随消费市场的进一步提振，服务业将持续发挥吸纳劳动力的重要作用。2023年出行链消费景气度高，住宿餐饮业、交通运输业、旅游业、租赁和商务服务业等发挥了吸纳劳动力就业的重要作用。展望2024年，稳增长政策助力下，消费市场有望进一步提质扩容，有利于服务业将持续发挥吸纳劳动力的重要作用。另外，教育业、房地产业相关的劳动力市场渐次恢复新增岗位的创造能力。

图90: 2023年新注册的网约车司机数量较多



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

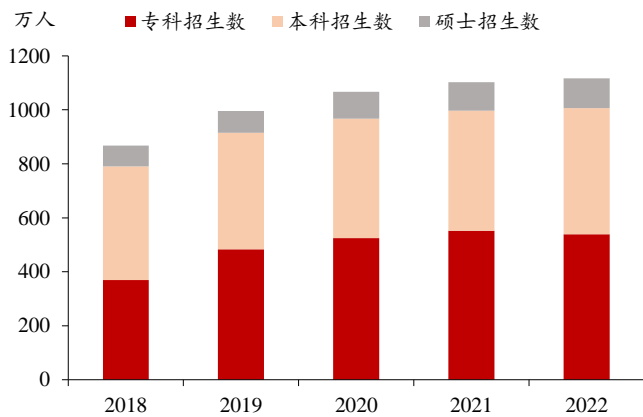
图91: 农民工就业情况良好, 整体就业稳定



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

需要关注的是, 2024年高校毕业生人数或再创新高, 就业岗位需求较大, 青年就业情况仍需关注。2020年以来, 为了缓解就业压力, 专科、专升本、硕士研究生等环节都进行了扩招, 但这部分学生陆续将在2023~2025年毕业。根据我们测算, 2024年高校毕业生人数将达到1192万, 续创历史新高, 叠加前期尚未解决就业的大学生, 就业岗位需求进一步增加, 青年人群结构性失业压力依然突出, 青年就业情况仍需密切关注。

图92: 2020年以来, 专科、专升本、硕士都进行了扩招



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图93: 2024年高校毕业生或再创新高



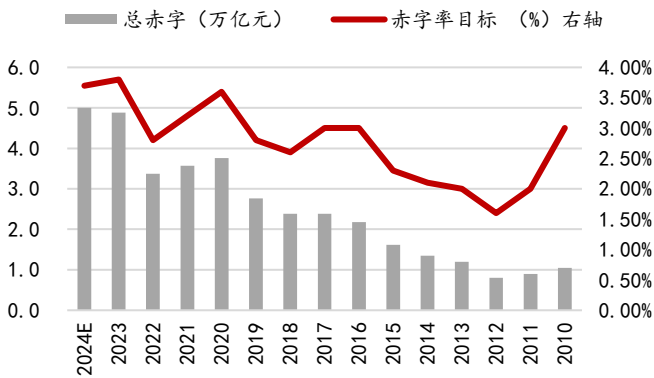
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

预计2024年调查失业率目标为5.5%, 从预测结果来看, 能够顺利完成就业目标。2018年政府工作报告首次设置城镇调查失业率目标为5.5%, 除2020年上调为6.0%以外, 其余年份均将目标值设置为5.5%, 十四五规划中也提到要保持调查失业率在5.5%以内, 因此我们预计2024年的调查失业率目标仍将定为5.5%。就业是重要的政策底线, 根据预测结果, 我们认为全年完成难度不大, 重点需要关注青年就业压力。

5 中央财政发力，财政积极有为

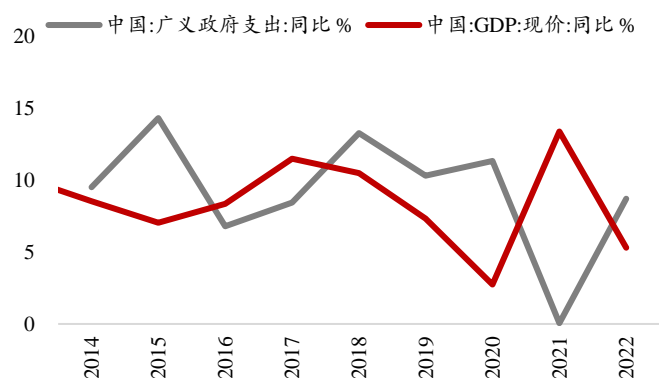
扩内需稳经济，财政积极有为。2023年，7月政治局会议提出“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”，并强调“当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足”，为此强调“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”。在扩内需的政策基调之下，宏观维稳政策相继发力，出台了一系列降准降息、工业稳增长、减税降费、增发国债提升赤字、一揽子化债方案等政策，积极对冲经济下行力量。展望2024年，我们认为经济增长仍面临诸多挑战，结合我国面临复杂的外部经济政治形势，预计2024年财政政策仍将积极发力，强调加码扩围、提质增效。

图94：预计2024年赤字规模或达到5万亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图95：财政是重要的宏观调控政策工具



资料来源：Wind，浙商证券研究所

中央财政加杠杆发力，提升赤字规模与赤字率。2023年10月下旬人大常委会通过增发国债和提升赤字的决议，增发1万亿元国债将2023年总赤字规模提升至4.88万亿元，对应赤字率提升至3.8%，超过2020年的3.6%。我们认为结合当前的宏观经济形势，中央财政加杠杆发力凸显了应对内外部复杂局势的政策决心，我们预计2024年中央财政将延续积极发力特征，预计总赤字规模有望达到5万亿元，对应赤字率达到3.7%；预计全国一般公共预算收入及支出规模将分别达到23万亿和29万亿元，同比增速目标分别为5%和7%。支出结构上看预计与此前三年较为接近，社保就业、教育、公共卫生等支出较多，交通运输、城乡社区、农林水等预算内基建也将相对积极。

图96：2023年社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多，1-9月社保就业支出较快

一般公共预算支出投向	2021		2022预算		2022决算		2023预算		2023预算较2022年 决算绝对值新增 亿元	2023预算较2022年 年决算占比新增 %	2023年1-9月支出 进度
	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)			
农林水支出	22169	9.0%	24041	9.0%	22490	8.6%	23661	8.6%	1171	0.0%	70.0%
公共安全支出	13794	5.6%	14692	5.5%	14333	5.5%	14857	5.4%	524	-0.1%	
科学技术支出	9607	3.9%	10418	3.9%	10023	3.8%	10455	3.8%	432	0.0%	64.4%
社会保障和就业支出	33746	13.7%	37398	14.0%	36603	14.0%	39344	14.3%	2741	0.3%	78.3%
教育支出	37687	15.3%	41404	15.5%	39455	15.1%	42095	15.3%	2640	0.2%	70.4%
城乡社区支出	19459	7.9%	21103	7.9%	19415	7.4%	19809	7.2%	394	-0.2%	71.8%
外交、国防支出	14287	5.8%	15226	5.7%	15376	5.9%	16508	6.0%	1132	0.1%	
节能环保支出	5419	2.2%	5877	2.2%	5396	2.1%	5778	2.1%	382	0.0%	63.9%
一般公共服务支出	19952	8.1%	21103	7.9%	21109	8.1%	21460	7.8%	351	-0.3%	
资源勘探工业信息等支出	6651	2.7%	6945	2.6%	7297	2.8%	7704	2.8%	407	0.0%	
文化旅游体育与传媒、灾害防治及应急管理等其他支出	15518	6.3%	17096	6.4%	15637	6.0%	16783	6.1%	1146	0.1%	15.5%
债务付息支出	10346	4.2%	11219	4.2%	11358	4.4%	12381	4.5%	1023	0.1%	69.3%
交通运输支出	11331	4.6%	12021	4.5%	12025	4.6%	12381	4.5%	356	-0.1%	70.1%
住房保障支出	7143	2.9%	7747	2.9%	7558	2.9%	7704	2.8%	146	-0.1%	
卫生健康支出	19213	7.8%	20836	7.8%	22542	8.6%	24211	8.8%	1669	0.2%	69.4%
总计	246322	100.0%	267125	100.0%	260609	97.56%	275130	100.0%	14521		71.9%

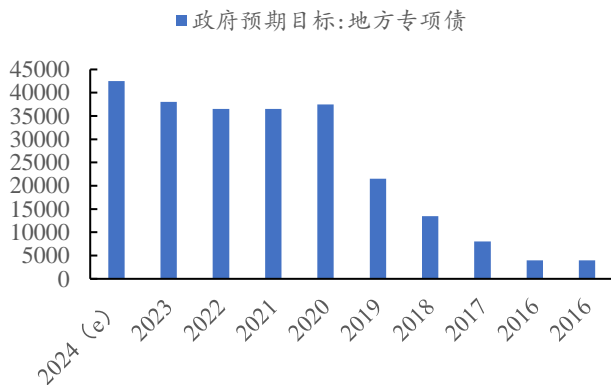
资料来源：Wind、WSJ，浙商证券研究所

特别国债仍是重要储备政策。百年未有之变局下，我国当前面临复杂的国内外形势，意识形态在经济、贸易、投资、科技、金融、军事、气候能源等领域不断碰撞，俄乌冲突、巴以冲突等“黑天鹅”不断出现，关税摩擦、民粹主义等“灰犀牛”暗藏风险，我国则处于经济动能转换和产业结构转型的关键时期。我们认为从统筹发展与安全的角度出发，2024年，面对复杂的国内外经济政治局势，特别国债或将是重要储备政策，一方面用于扶持重点领域发展、促进产业转型、夯实国家安全基础，在科技、安全、能源等领域加大支持；另一方面，对于一些具有重大公共产品意义的基建、民生等产业发展项目，可以通过发行特别国债定向支持，从而将部分预算内资金腾挪出来，拓宽应对短期问题的政策空间。

2023年四季度增发国债，调整赤字，参照特别国债管理，如2024年年中美国经济韧性仍然较强，我国国际收支面临一定压力情况下，仍可能进一步通过中央财政加杠杆的方式促进经济增长。

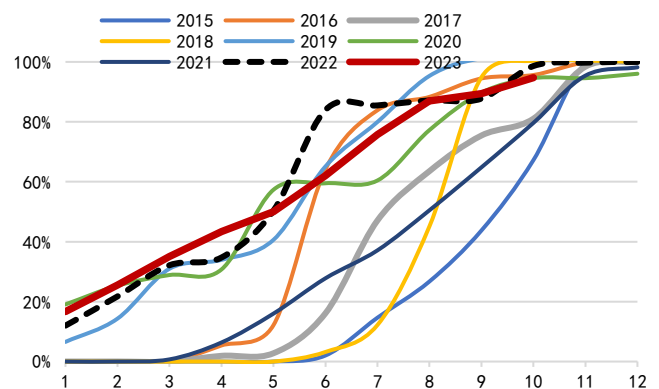
政府性基金：卖地收入改善助力支出发力，新增专项债规模有望进一步提升。考虑2023年房地产市场恢复较慢及对冲性政策效果有限，预计2023年卖地收入大概率在6万亿元以内，展望2024年我们认为随着经济增长修复，居民收入预期、市场经营信心、民企投资意愿等有望逐步回升，叠加城中村改造、保障性住房（2023年8月国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》）等增量政策的落地，地产销售和投資有望边际回升，带动2024年卖地收入边际回升，有望接近2022年6.6万亿元水平。此外，在建设现代产业体系和促进产业结构转型的过程中，降低土地财政的依赖性更多强调财政高质量发展，符合专项债项目收益平衡和专款专用的要求，专项债使用范围也进一步扩大至新能源基建、新型基础设施、城中村改造等领域，甚至是文化旅游基础设施领域，预计新增专项债规模有望进一步提升达到4至4.5万亿元。综合来看，预计2024年卖地收入边际回升叠加新增专项债规模提升，预计政府性基金支出增速有望适当提升。

图97： 预计2024年新增专项债规模达到4至4.5万亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图98： 2023年专项债发行相对前置



资料来源：Wind，浙商证券研究所

准财政工具仍是重要手段。2023年1月及3月外发报告提示关注“中国特色的财政货币配合新机制”，产业政策驱动经济结构转型升级将是未来我国经济发展的主线，但转型过程中可能面临财政收入不足、货币政策宽信用体量不够、经济增速承压等问题，核心解决之道在于财政货币的有效配合，未来将逐步形成产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局，重点关注两大领域，1)再贷款资金强化支持制造业。2)特殊再贷款为新市民公共基础设施及新基建等领域提供资金支持，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设和保障性住房等值得关注。

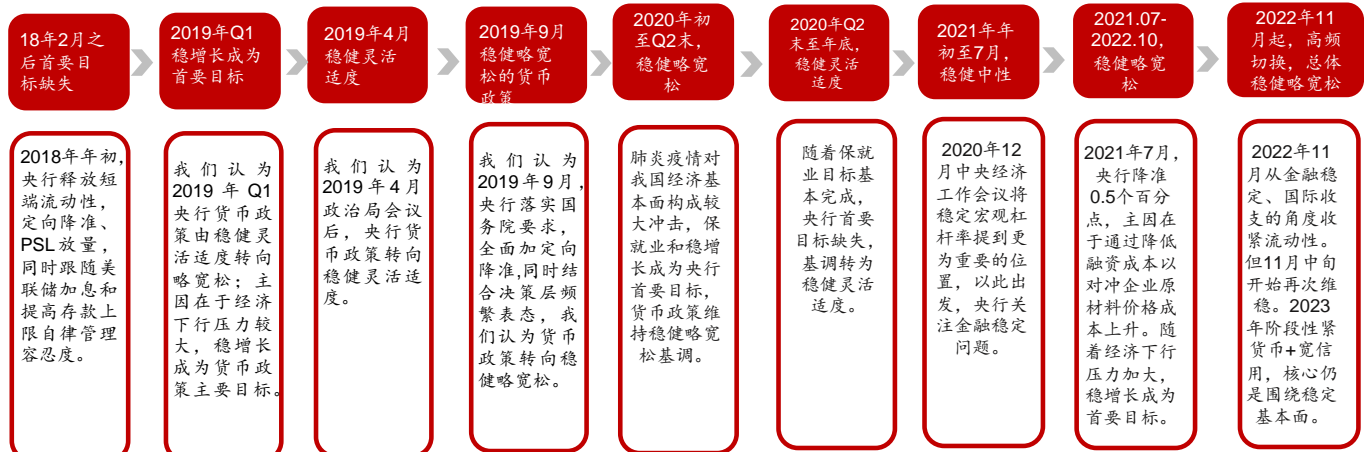
继续加大中央对地方转移支付，财政直达机制积极有为。2023年中央为加大对地方转移支付的支持力度，将一般公共预算的中央对地方转移支付规模提升至10万亿元以上，并要求财政直达机制规模进一步上升。我们认为2024年这两方面都将有进一步提升，预计一般公共预算中央对地方转移支付有望达到近11万亿元，一方面在于加大中央对地方转移支付支持，有利于“全国一盘棋”、因地制宜的统筹发展与安全的战略部署，另一方面有助于缓解地方的财政平衡压力，特别是财政直达机制，通过中央直达基层地方的方式，有利于提高资金效率、缓解基层财力不足问题，对兜牢“三保”、化解风险等均有积极作用。

地方政府债务风险逐步化解。我们预计2024年地方债务风险将逐步化解，主因在于以下方面：首先，2023年由于经济增长修复较慢且房地产等行业仍处于爬坡阶段，卖地收入及税收等财政收入承压，导致地方财政收支平衡压力增大，导致地方政府债务风险有所上升，预计2024年地产行业及经济动能均能适当回升，提升赤字、增发国债和专项债等增加债务性收入也有助于降低地方政府收支压力，有助于提升地方政府债务偿付能力。其次，2023年下半年一揽子化债方案及特殊再融资等政策已经落地，有助于化解地方政府短期债务风险，一方面是降低短期债务偿付压力，特别是涉及“三角债”的拖欠账款，增量资金有助于降低地方政府流动性约束，有助于区域债务风险的整体化解，另一方面是有助于化解道德风险，帮助化债区域的相关主体进行增信，恢复并提升融资能力。同时，考虑2023年集中发行地方政府特殊再融资债券对地方政府债务限额剩余空间的使用较多，2024年进一步大幅发行的概率有限，后续可继续关注一揽子化债方案、贷款置换、城投合并重组等措施的细化和加码扩围，预计2024年地方政府债务风险逐步化解。**综合来看，我们认为2024年地方政府债务风险将逐步化解，在统筹发展与安全的背景下，地方政府及地方各类主体能够腾挪更多精力、资金等用于经济建设及产业转型等其他方面。**

6 货币政策：首要目标高频切换

我们将稳健的货币政策分为4类：略宽松、略紧缩、中性、灵活适度，由于货币政策多目标，在判断货币政策取向时只能抓主要矛盾，随着国内、国际经济背景的变化，对央行最终目标的重要性进行排序，来判断央行当前最关注的逻辑，从而判断其货币政策取向。

图99：2018年至今我国货币政策基调转换时点



资料来源：中国人民银行，浙商证券研究所

梳理央行几个最终目标当前及2024年的表现，我们认为货币政策首要目标可能在经济增长、国际收支平衡进行高频切换，同时兼顾金融稳定，货币政策侧重宽信用，货币端维持中性。

对于经济增长，我们认为当前我国经济处于弱修复，内生动力仍需政策持续发力。虽然2023年9月中采制造业PMI录得50.2%，再次回到荣枯线上方，各项政策尤其是工业稳增长政策效果渐显。但我们认为只有需求的修复才能确保工业企业生产扩张的持续性，而目前需求的恢复仍有空间，我们预计2024年我国GDP实际增速目标或定在4.5%-5%区间，在没有低基数的情况下，稳增长诉求仍然较强。

与之相对应的就业稳定，预计国内出行链热度延续，线下服务业发挥吸纳劳动力就业的重要作用，叠加就业优先政策持续发力，我国失业率大幅上行风险不大，预计2024年调查失业率全年中枢5.1%。

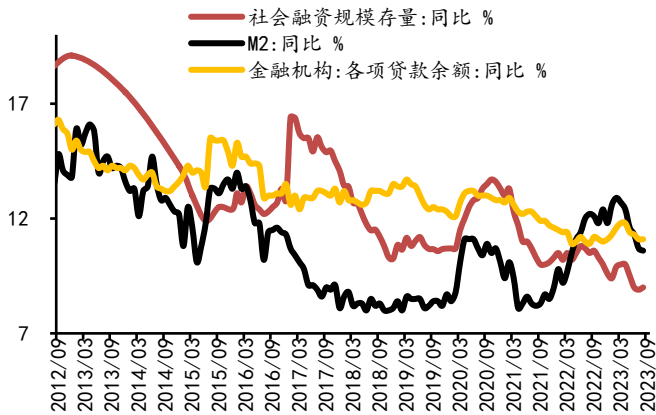
对于汇率与国际收支，我们认为仍是2024年密切关注变量。截至2023年10月27日，人民币兑美元汇率收于7.32，较4月14日的6.85累计贬值幅度达6.8%；截至9月末，我国外汇储备余额31150.7亿美元，8、9月合计大幅减少约892亿美元；近几月北向资金流出幅度相对较大，已经披露的9月当月境内银行代客涉外收付款差额为-539亿美元，其中资本与金融项目差额为-453亿美元（直接投资差额为-262亿美元，证券投资为-145亿美元）是主要的拖累。总体看，当前稳定汇率及国际收支压力相对较大。我们预计美国2024大选年大概率维持积极的财政支出力度，而美联储在经济基本面有较强韧性的情况下，未来政策基调也存在较大不确定性，可能继续对我国形成外部压力，2024年通过稳定汇率促进国际收支平衡是重要政策考量。

对于物价稳定，预计CPI和PPI同比增速在翘尾因素主导下，均将是先升后降的走势，二、三季度CPI均值为全年高位，预计在1.6%左右，由于消费顺周期表现不会有过热特征，CPI增速较难超预期上行超目标值，对货币政策的扰动不大。

金融稳定或是阶段性重要考量。一方面关注金融机构加杠杆及资金空转套利，2023年资产荒背景下，随着M2增速-社融增速所表征的资金淤积持续存在，机构通过加杠杆做大收益的情绪升温，银行间市场每日回购成交量持续攀升，4-8月多日超8万亿体量。2023年8月下旬以来，货币政策从金融稳定及汇率稳定的角度出发，边际收紧短端流动性，银行间回购成交量中枢也明显回落，10月末每日规模在6万亿左右。我们认为金融稳定或是2024年阶段性政策考量，通过防止资金空转、套利，也有助于引导其更有效进入实体经济、带动经济增长。

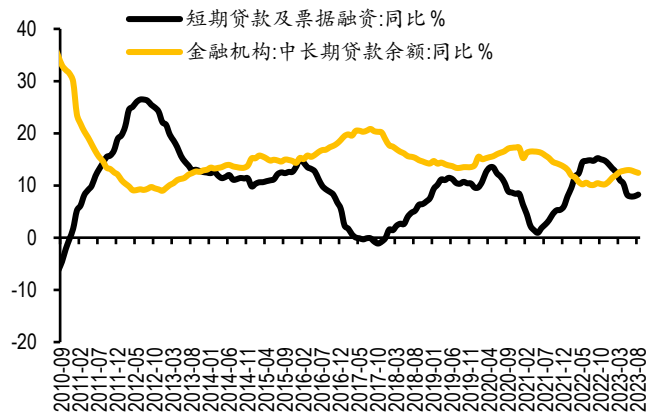
其次，宏观杠杆率也是潜在关注变量。2023年10月13日，央行答记者问中提出“人民银行一直高度关注宏观杠杆率的变化”，截至2023年6月末，我国宏观杠杆率283.9%（社科院口径），较上年末提高10.8个百分点，其中，居民、非金融企业及政府部门杠杆率分别为63.5%、167.8%、52.6%，较上年末提高1.6、6.9和2.2个百分点。2023年政策继续发力稳增长，尤其是企业部门中长期贷款体量大幅增加，杠杆率上涨幅度最大。中长期看，一旦经济出现企稳迹象，政策将强化对稳定宏观杠杆率的考量。

图100：预计2024年M2、信贷、社融增速总体稳健



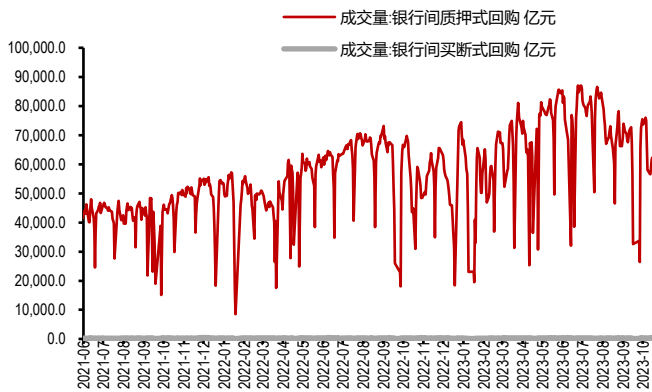
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图101：预计宽信用着重带动企业、居民中长期贷款



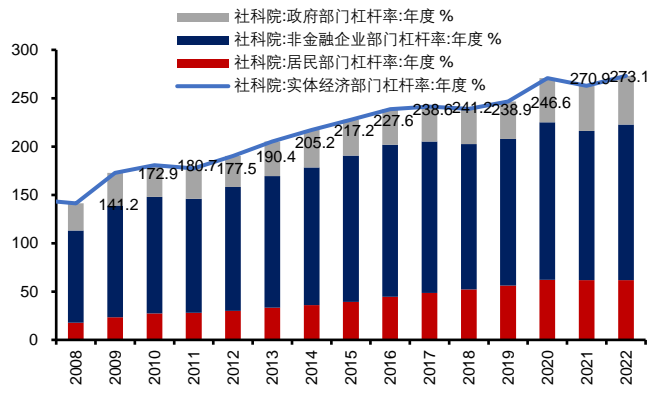
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图102：2023年8月以来银行间市场回购成交量中枢有所回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图103：我国宏观杠杆率（社科院口径）逐步攀升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

综上，当前我国面临经济增长及汇率稳定、国际收支双重压力，同时也需关注金融稳定，预计 2024 年货币政策首要目标在稳增长、国际收支、金融稳定间进行高频切换。其中，国际收支平衡根本性需要经济基本面的支撑，2023 年以货币政策为主导的维稳政策发力至今，较难彻底扭转当前经济的疲弱态势，预计未来我国政策重心将向产业政策、财政政策主导切换，依赖于投资端如工业、基建、地产的逆周期支撑。

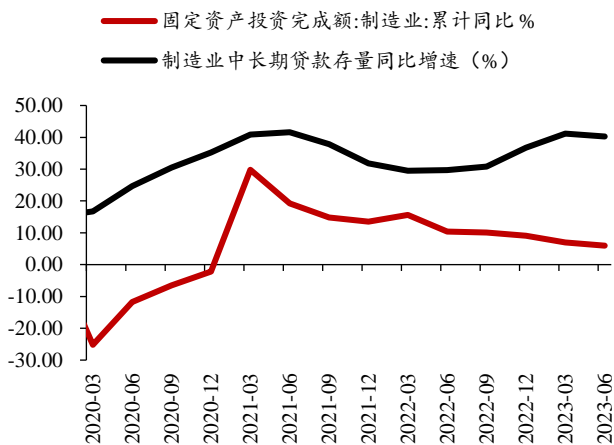
预计货币政策辅助产业、财政政策，通过降准、再贷款等结构性政策工具提供增量资金。考虑到内外平衡，降息的难度或较大，宽货币略有收敛，重心过渡到宽信用。此外，预计宽信用增加边际载体：其一，配合工业稳增长，其二，配合财政政策，维稳基建投资，尤其是“平急两用”基础设施；其三，配合地产政策，加大保交楼、城中村改造和保障性住房建设资金支持。

6.1 宽信用边际增加载体

预计 2024 年货币政策重心在宽信用，关注宽信用边际增加载体。

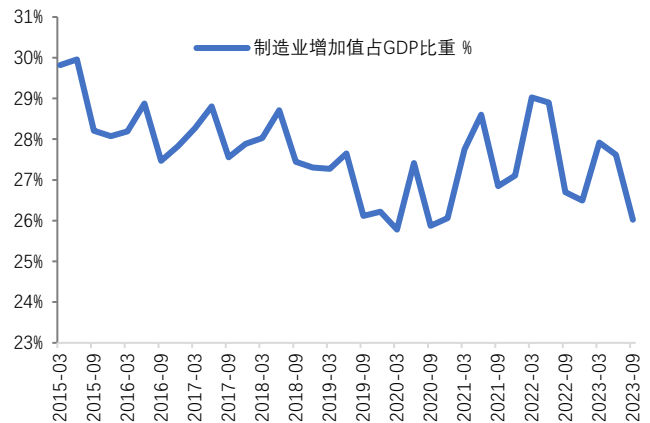
其一，配合工业稳增长，流动资金贷款需求增加。重点支持如钢铁、有色、石化、化工、建材、机械、汽车、电力装备、轻工业、电子信息制造业等相关行业。2024 年，随着工业稳增长各项政策继续落地见效，工业企业盈利改善、资本开支意愿环比改善，有望实现信贷供需匹配，信贷资金对经济的带动效率明显提高。

图104：制造业贷款增速较高支撑制造业投资



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图105：制造业增加值占 GDP 比重自 2020 年初触底后企稳



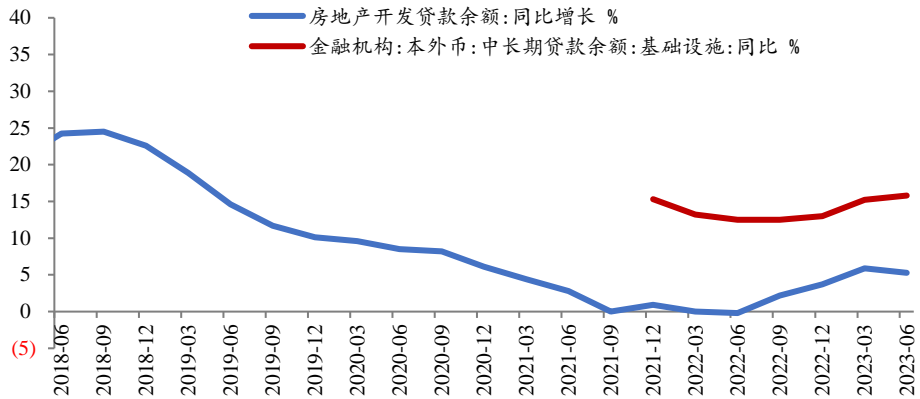
资料来源：Wind，浙商证券研究所

其二，配合财政政策，当前中央财政加杠杆的背景下，预计基建需求释放中长期项目贷款。2023 年基础设施业中长期贷款增长较快，截至 9 月末，基础设施业中长期贷款同比增速是 15.1%，比上年同期高 2.6 个百分点。前三季度新增 4.08 万亿元，同比多增 1.02 万亿元。除传统基建项目、新基建项目外，预计 2024 年将重点支持“平急两用”公共基础设施建设。除信贷支持外，也可能增加政策性金融工具额度，为基建项目资本金形成接续。

其三，配合地产政策，加大保交楼金融支持力度，支持房地产企业合理融资需求，支持城中村改造和保障性住房建设。2023 年，央行适时调整优化房地产金融政策，需求端降首付比、降二套房利率下限、降存量房利率“三管齐下”，供给端抓好“金融 16 条”落实，加

大城中村改造、平急两用基础设施、保障房等金融支持。预计 2024 年在资金端继续强化对地产相关领域支持力度，据央行披露信息，主要银行 2023 年 9 月房地产开发贷款和个人住房贷款合计较上月多投放 1000 多亿元，保持明显回升态势，信贷资金对在建设项目建设竣工和住宅销售的支持力度持续增强。

图106：基建中长期贷款增速保持高位，房地产开发贷增速企稳回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.2 工具选择：预计年初仍有降准，全年结构性政策工具持续发力

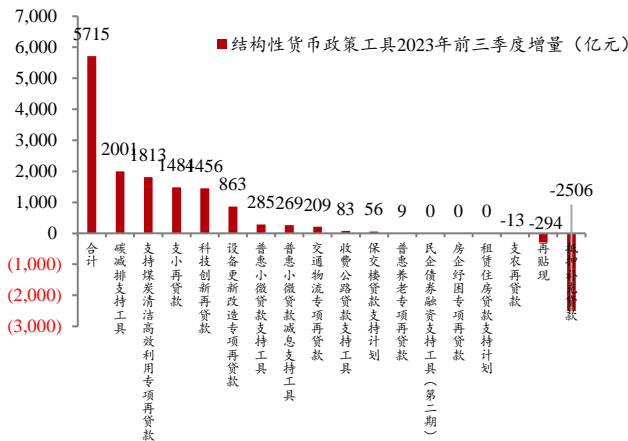
工具选择方面，我们预计 2024 年年初仍有全面降准，但考虑到汇率、国际收支压力，降息的概率较小。政策集中于上半年发力，下半年总量性宽松的必要性有所回落。此外，预计全年结构性政策工具仍将发挥核心作用。

当前我国经济结构性问题依然突出，预计结构性政策工具将持续发力，再贷款将发挥主导作用，着重引导银行加大对制造业、科技、小微、绿色、“平急两用”基础设施及地产等领域的信贷支持。根据央行数据，截至 2023 年 9 月末，我国结构性货币政策工具余额 70180 亿元，较 2022 年末增加 5715 亿元，其中，碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、支小再贷款及科技创新再贷款的余额分别增加 2001、1813、1484 和 1456 亿元，合计达 6754 亿元。2023 年 7 月 14 日，人民银行新闻发布会提出“必要时还可再创设新的政策工具”，预计后续仍可期待新创设的结构性政策工具，央行也可能继续增加目前已有工具的额度，为高质量发展阶段的重点领域和薄弱环节提供精准的金融支持。

预计 2024 年政策性金融工具等“准财政”工具有望新增额度。我们认为我国未来将逐步形成产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局，提示重点关注两大领域：1) 再贷款资金强化支持制造业；2) PSL 为新市民公共基础设施及新基建等领域提供资金支持。政策性金融工具用作基建项目资本金，有望新增额度，作为专项债资金的接续。与之相对应，预计 PSL 也将再次重启放量。

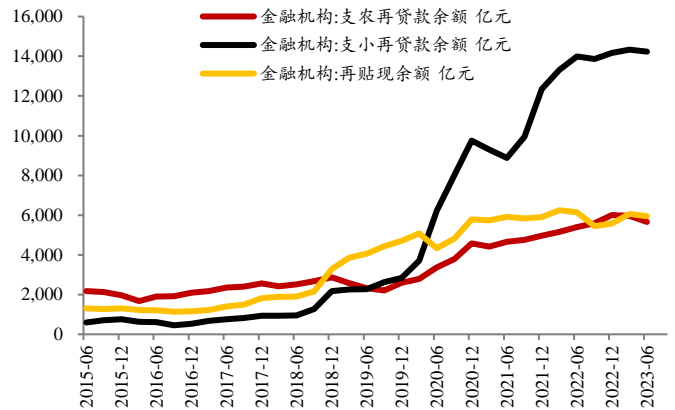
央行也可能继续发挥 MPA 考核的结构性引导作用，强化对银行的制造业中长期贷款占比、民营小微企业信贷投放的相关考核，增加对其他领域信贷投向的考核，引导信贷结构优化。

图107：2023年前三季度结构性货币政策工具增量较大



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图108：2020年以来，支小、支农再贷款及再贴现快速增加



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图109：2024年我国结构性货币政策工具总量及结构均有亮点

工具名称	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,截至2022年12月末)	余额(亿元,截至2023年3月末)	余额(亿元,截至2023年6月末)	余额(亿元,截至2023年9月末)
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	2%	8100	6004	5960	5658	5991
	支小再贷款	小微企业、民营企业	2%	17850	14171	14331	14231	15655
	再贴现	涉农、小微和民营企业	2% (6个月)	7400	5583	6061	5950	5289
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	1% (激励)	800	213	275	398	498
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	2.40%	31528	31291	29896	29022	29022
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	1.75%	8000	3097	3994	4530	5098
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	1.75%	3000	811	1365	2459	2624
	科技创新再贷款	科技创新企业	1.75%	4000	2000	3200	3200	3456
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点, 普惠养老项目	1.75%	400	7	10	13	16
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	1.75%	1000	242	354	434	451
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造	1.75%	2000	809	1105	1694	1672
	普惠小微贷款贴息支持工具	普惠小微企业	1% (激励)		0	269	269	269
	收费公路贷款支持工具	收费公路主体	0.5% (激励)		0	0	0	83
	民营企业融资支持工具(第二期)	民营企业	1.75%	500	0	0	0	0
	保交楼贷款支持计划	保交楼项目	0.00%	2000	0	5	5	56
	房企纾困专项再贷款	房企项目并购	1.75%	800	0	0	0	0
租赁住房贷款支持计划	试点城市收购存量住房	1.75%	1000		0	0	0	
合计					64465	68219	68737	70180

资料来源：人民银行, 浙商证券研究所

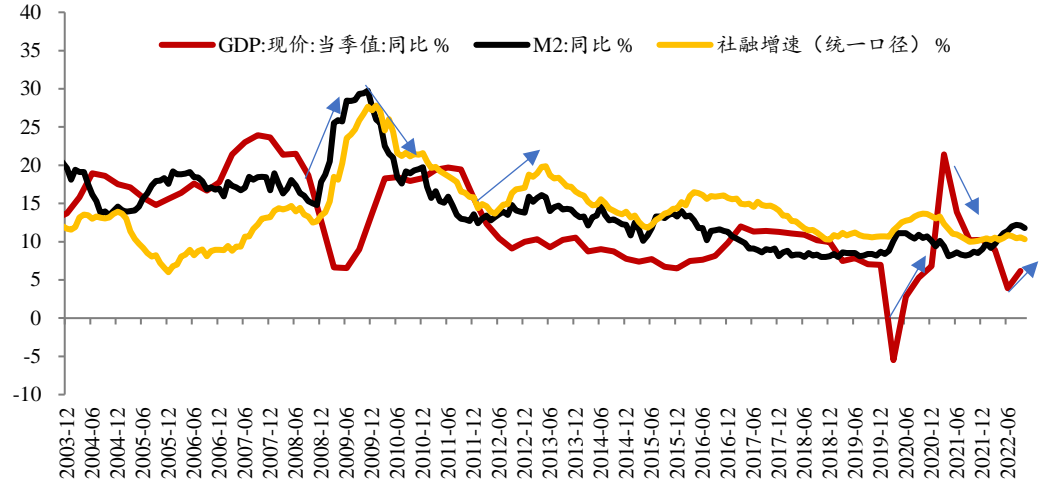
6.3 预计2024年末信贷、社融、M2同比增速分别为10.2%、10.2%、9.6%

十四五规划提出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，从而清晰明确地界定了货币政策框架的“锚”，我们认为这一中介目标的锚定方式，有利于协调跨周期调节与逆周期调节，更有效地实现货币政策最终目标。

我们认为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内涵在于，当经济承压时，宽松的货币政策发挥逆周期属性，托底经济稳增长，而当经济增速企稳回升，货币政策调控回归常态化，强化跨周期调节，为未来的经济周期性波动储备政策子弹。

预计2024年年初各项政策协同发力稳增长，年初宽信用力度或较2023年继续加码，一季度信贷、社融增量可能再创历史新高，政策前置发力，一季度信贷占全年比重也将处于历史高位区间。全年看，受基数影响，信贷、社融、M2增速走势未必一致，尤其是政府债券的发行、使用的错位(2023及2024年)会对社融、M2产生差异化影响，但预计两者将维持与名义GDP增速的基本匹配。

图110: 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

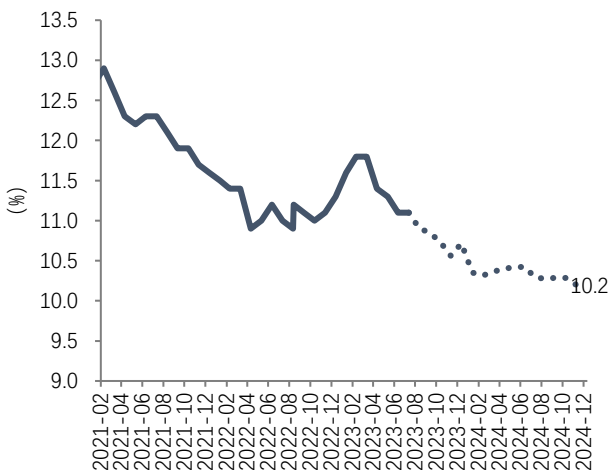


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

对于信贷, 预计 2024 年全年新增信贷规模 24.2 万亿, 较 2023 年预测值 22.6 万亿同比多增约 1.6 万亿, 预计 2024 年末信贷增速 10.2%, 较 2023 年末预测值 10.6% 回落 0.4 个百分点。全年走势总体稳健, 预计一季度尤其是 1 月信贷“开门红”有显著超预期表现, 一季度合计信贷增量在 2023 年较高基数的基础上再有约 6000 亿同比多增。

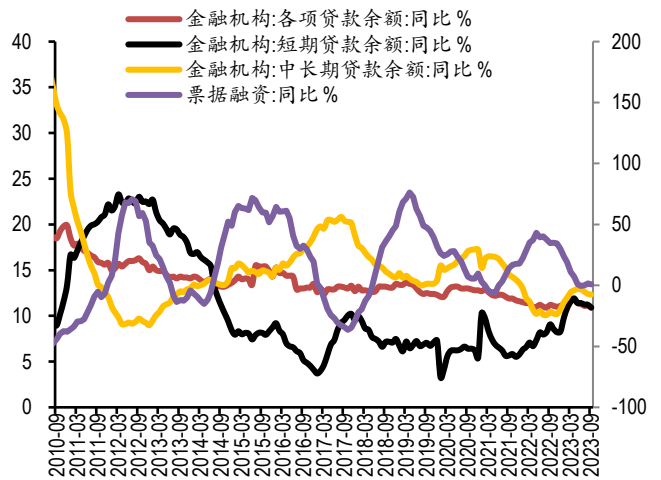
如上文所述, 预计信贷投向着重支持制造业、科技、小微、绿色、“平急两用”基础设施及地产等领域。信贷结构也有望维持 2023 年的总体特征, 即企业中长期贷款增量占比维持较高, 同时, 2024 年“需求”带动的特征会更加明显, 资金“淤积”有望明显改善, 金融数据对经济的带动效率有所提高。

图111: 预计 2024 年信贷增速震荡回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图112: 预计 2024 年信贷结构维持优化



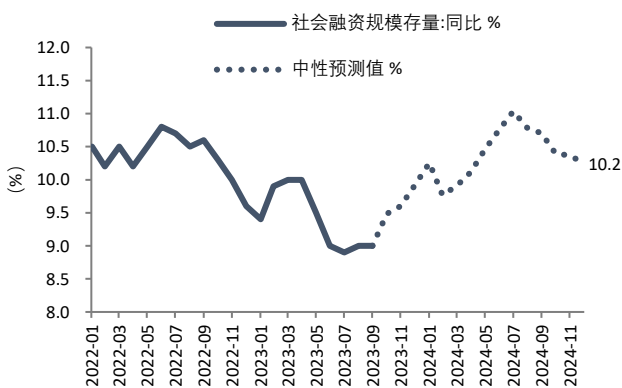
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

对于社融，预计 2024 年全年增量约 40 万亿，较 2023 年预测值 36.6 万亿同比多增约 3.4 万亿，预计 2024 年末增速 10.2%，较 2023 年末预测值 9.9% 提高 0.3 个百分点，全年走势先升后降。受信贷投放、政府债发行节奏及 2023 年基数的影响，7 月或为全年高点。在信贷 1 月“开门红”及政府债年初即有望加速发行的情况下，预计 1 月社融增量或可突破 7 万亿，同比大幅多增，增速也将有明显反弹。

结构中，预计社融主要分项包括信贷、政府债券、未贴现银行承兑汇票、非标项目及股票融资均有不同程度同比多增，企业债券同比基本相当。

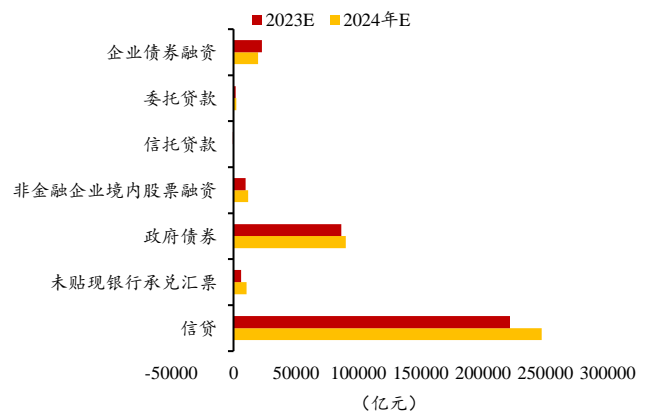
- 对于政府债券，预计 2024 年预算内赤字体量增加至 5 万亿左右，专项债额度为 4-4.5 万亿，体现积极财政政策发力，使得政府债券净增量较 2023 年同比多增。
- 对于未贴现票据，其与经济走势相关度高，且随着表内票据贴现行为弱化，未贴现票据大概率同比多增。
- 对于委托贷款，公积金贷款计入委托贷款，相关城市公积金贷款政策放松，后续有利于委贷回升，另外，若政策性开发性金融工具 2024 年有新增额度，其部分资金或以委托贷款形式投放（作为政策性金融，该机构子公司委托政策性金融机构的资本金贷款），也将支撑委托贷款。
- 对于信托贷款，预计 2024 年融资类信托监管持续，总量继续压降，但由于规模逐步收缩，同比将实现少减。
- 对于企业债券，预计其将受益于经济形势、风险情绪的修复有所改善，但需关注信用债收益率上行及表内信贷可得性较强对企业债券融资的挤出。

图 113：2024 年社融增速走势先升后降



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 114：预计 2024 年社融主要分项同比多增

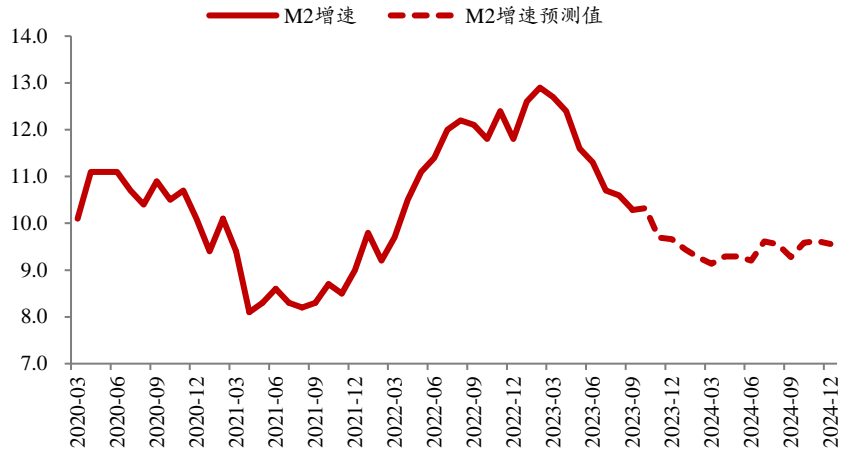


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

预计 2024 年末 M2 增速 9.6%，较 2023 年末的预测值 9.7% 微降 0.1 个百分点，仍高于 GDP 实际增速+CPI 增速，存在适度的流动性冗余，年内走势先降后升，总体稳健。2022 年、2023 年 M2 攀升高位分别是受财政减税降费推动财政存款向居民企业存款迁移、居民超额储蓄持续积累的影响，2024 年，除信贷对 M2 的较强支撑外，财政的投放力度、节奏及居民储蓄行为仍是 M2 的核心影响因素。财政存款不计入 M2，2024 年年初政府债可能加速发行，但由于 2023 年增发的 1 万亿国债有 5000 亿用于 2024 年使用，年初两者对

M2 的影响可能相互对冲，虽然有信贷的大量投放，但受 2023 年年初高基数影响，M2 增速或仍有下行压力，但上半年逐步企稳，下半年有望震荡微升。

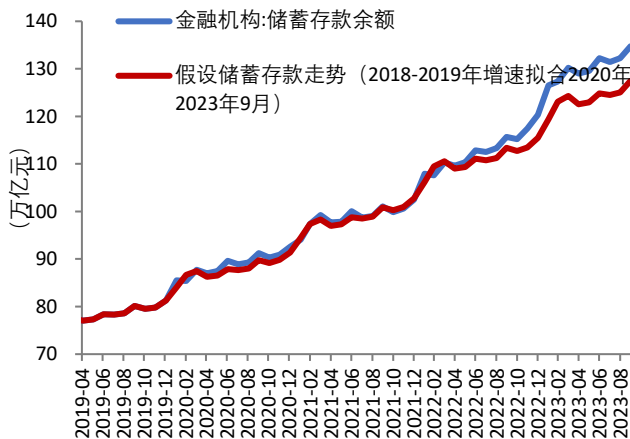
图115: 预计 2024 年 M2 增速先升后降



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

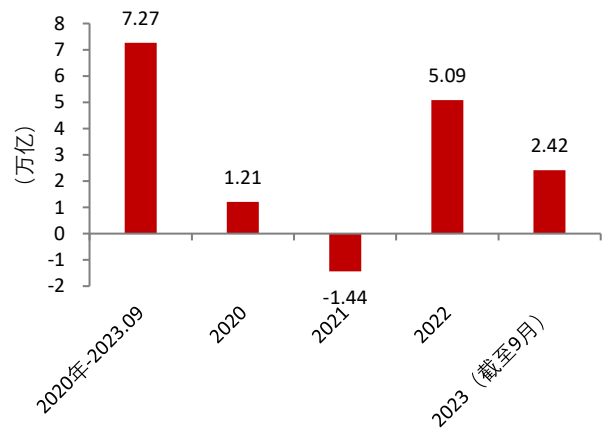
预计居民超额储蓄继续小幅积累，速度有所回落但总体量仍然较大。我们估算 2020 年-2023 年 9 月我国居民超额储蓄体量为 7.27 万亿，较 2022 年末的水平继续积累 2.42 万亿。我们认为，利率较大大幅上行，也因此居民超额储蓄的释放将是一个较为缓慢的过程，未来较难大量释放至消费、购房。2024 年，预计企业利润修复改善居民收入、地产需求侧政策仍有继续优化空间，居民消费、购房状况将较 2023 年总体改善，但中枢较难回到 2020 年之前的水平，这也意味着居民“超额”储蓄或仍维持较大体量。

图116: 预计居民超额储蓄继续积累，但增速放缓



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图117: 居民超额储蓄 2023 年持续积累



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

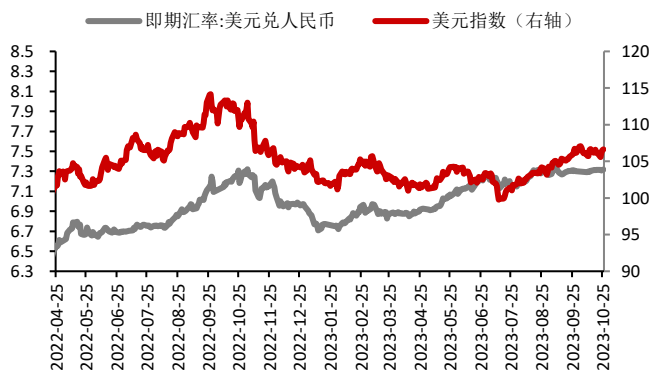
6.4 汇率展望：预计小幅渐进升值

人民币对美元双边汇率走势受两国经济基本面之差、货币政策差、国际收支状况等因素的综合影响。2023年4月下旬以来，受国内经济修复不及预期、美国基本面强韧性及美联储鹰派决策影响，人民币汇率震荡走贬，当前仍面临一定压力。

但我们认为我国当前政策重心转向，各项政策形成合力积极稳增长，将在2024年对汇率和国际收支形成支撑。汇率稳定及国际收支平衡根本性需要经济基本面的支撑，我们在10月11日发布的报告《从国际收支到稳定经济增长——破局系列一》中指出，2023年以货币政策为主导的维稳政策发力至今，较难彻底扭转当前经济的疲弱态势，梳理过往两轮政策重心从国际收支到经济增长的切换（2015年底-2016年初和2018年底-2019年初），都是从货币政策主导，向产业政策、财政政策主导的切换，均依赖于投资端如基建、地产的逆周期支撑。我们认为当前我国政策重心已逐步从货币政策主导切换至财政政策、产业政策主导，对经济的带动效率将有加强。

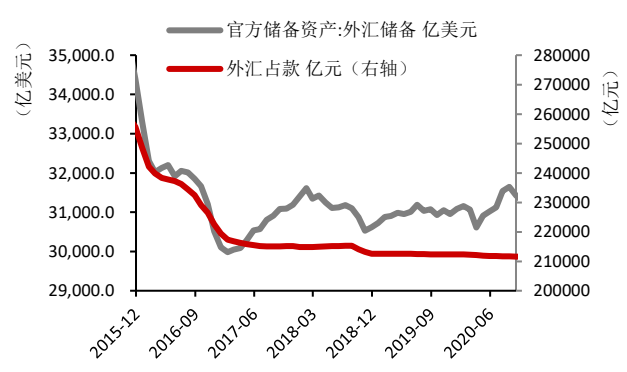
预计2024年四个季度末人民币兑美元汇率分别收于7.1、7.1、7和6.9，全年小幅震荡升值。2024年上半年，预计稳增长政策发力，我国经济基本面趋于稳定，使得人民币汇率贬值压力有所缓和。但由于美国财政政策+产业逻辑共同支撑的基本面韧性相对较强，上半年美联储政策转向时点仍有不确定性，人民币汇率仍有外部环境压制，其升值幅度不会太大。下半年，预计随着美联储转向的信号更为清晰，美元指数、美债收益率回落，人民币汇率继续渐进升值。

图118：预计2024年人民币汇率小幅震荡升值



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图119：预计2024年外汇储备走势稳健



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

7 产业政策着力工业稳增长

2023 年以来，工业面临利润增速承压、需求修复不足、生产增速放缓的三重压力较为突出，工业成为经济增长能否趋稳的关键点。我们认为，在从国际收支到稳定经济增长的过程中，2024 年产业政策仍将侧重工业稳增长发力，以十大重点行业为抓手，从供需两端助力工业增速恢复向好。从节奏上看，我们预计在季度节奏上或呈现由强变弱的总趋势。

2023 年三季度，工信部会同有关部门制定了 10 个重点行业稳增长工作方案，对 2023 年与 2024 年钢铁、有色、石化、化工、建材、机械、汽车、电力装备、轻工业、电子信息制造业的工业增加值增速、营收、销量等目标有较清晰的指引及相关配套政策支持。

工业稳增长政策着力于稳住重点细分行业，具有规模大、带动性强、关联性高的特点。例如，机械行业稳增长工作方案主要聚焦机床工具、农业机械、工程机械等 11 个细分行业，涉及国民经济 7 个大类、36 个中类和 108 个小类。

表8：十大工业重点行业稳增长政策目标

成文日期	发文机关	政策	相关增长目标
2023 年 7 月 19 日	工业和信息化部、国家发展改革委、商务部	《轻工业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	2023—2024 年轻工业增加值平均增速 4% 左右，规上企业营业收入规模突破 25 万亿元。
2023 年 8 月 9 日	工业和信息化部	《电力装备行业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	力争 2023—2024 年电力装备行业主营业务收入年均增速达 9% 以上，工业增加值年均增速 9% 左右。
2023 年 8 月 10 日	工业和信息化部、财政部	《电子信息制造业 2023—2024 年稳增长行动方案》	2023—2024 年计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速 5% 左右，电子信息制造业规模以上企业营业收入突破 24 万亿元。
2023 年 8 月 18 日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、生态环境部、商务部、应急管理部、中华全国供销合作总社	《石化化工行业稳增长工作方案》	2023—2024 年，石化化工行业稳增长的主要目标是：行业保持平稳增长，年均工业增加值增速 5% 左右。
2023 年 8 月 21 日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、商务部、海关总署、国家粮食和储备局	《有色金属行业稳增长工作方案》	力争 2023 年有色金属工业增加值同比增长 5.5% 左右，2024 年增长 5.5% 以上。
2023 年 8 月 21 日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、生态环境部、商务部、海关总署	《钢铁行业稳增长工作方案》	2023 年钢铁行业工业增加值增长 3.5% 左右、2024 年钢铁行业工业增加值增长 4% 以上等主要目标。
2023 年 8 月 22 日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、生态环境部、住房城乡建设部、商务部、金融监管总局	《建材行业稳增长工作方案》	2023 至 2024 年，建材行业保持平稳增长，力争工业增加值增速分别为 3.5%、4% 左右，产业高端化智能化绿色化水平不断提升。
2023 年 8 月 25 日	工业和信息化部、财政部、农业农村部、商务部、海关总署、金融监管总局、国家药监局	《机械行业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	2023—2024 年力争营业收入年均增速 3% 以上，到 2024 年达到 8.1 万亿；重点行业呈现规模稳中有升，新增长点不断涌现，企业竞争力进一步增强，供给能力显著提升
2023 年 8 月 25 日	工业和信息化部、财政部、交通运输部、商务部、海关总署、金融监管总局、国家能源局	《汽车行业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	2023 年，汽车行业运行保持稳中向好发展态势，力争实现全年汽车销量 2700 万辆左右，同比增长约 3%；汽车制造业增加值同比增长 5% 左右。2024 年，汽车行业运行保持在合理区间。

资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

我们认为，工业稳增长方案目标明确，随着相关政策的发布及落地，工业稳增长效果在三季度末已有所显现，相关政策有望持续发力确保今明两年目标的实现。同时，工业稳增长对部分行业的营收增速、销量目标亦有较清晰的指引，这将使得政策更加兼顾生产与需求的协调。具体来看：

在需求方面，工业稳增长政策着力恢复和扩大重点领域需求，促进投资、消费、出口共同发力。主要举措包括充分发挥国家制造业转型升级基金、中小企业发展基金等政府投资基金作用，引导带动社会资金加大投入力度；组织新能源汽车、智能家电、绿色建材下乡，加快工业母机、高端医疗装备、机器人等创新产品推广应用；鼓励企业对标国际需求加大研发力度，生产适销产品，巩固工业产品出口。

在供给方面，工业稳增长政策着力搭建高质量供给体系，稳产业、育企业、建标准。包括加快产业链锻长补短，提高关键要素保障水平，推动共性技术研发和推广应用，促进绿色制造和智能化升级；支持龙头企业发挥带动作用，加快培育专精特新“小巨人”、单项冠军等企业，支持企业专业化、差异化发展；强化标准系统化布局，发挥标准引领作用，支持企业积极参与国际标准制修订。

我们认为，工业稳增长政策是短期内提振工业增速的应对之举，随着工业基本面的企稳及增长目标的实现，相关工业稳增长措施或将逐步退出，让市场发挥更大作用。以四川省为例，《关于进一步激发市场活力推动当前经济运行持续向好的若干政策措施》中指出，在财税、投资等方面对 2023 年四季度和 2024 年一季度经济贡献突出的市（州），继续实施分区整体激励政策，加大奖补激励力度，鼓励各地多作贡献。因此，从节奏上看，我们预计工业稳增长政策在季度节奏上或呈现由强变弱的总趋势，但若某个季度出现较大压力时亦有可能再次发力。

此外，2024 年也将兼顾高质量转型发展的战略方向，在现代化产业体系建设方面，尤其是新兴产业、未来产业方面仍将可能会有相关支持政策。据工信部运行监测协调局局长陶青，接下来有关部门还将联合金融机构支持企业技术改造，谋划推进制造业数字化转型，深入实施智能制造工程，加快改造提升传统产业。开展先进制造业集群发展专项行动，系统推进 5G、智能网联汽车、新材料等新兴产业发展。前瞻布局人工智能、人形机器人等未来产业，打造竞争新优势。

8 大类资产：关注中美利差收窄背景下的结构性机会

当前中美利差处于走阔区间，这也对我国的国际收支平衡压力产生了较大影响，因此也衍生了国内稳增长政策的对冲诉求。我们认为，2024 年国内稳增长政策的持续时长将与美国经济政策高度相关。如果美国经济继续在高利率背景下保持强韧性，则 10 年美债利率和美元居高难下，可能对国际收支平衡形成持续性的压力，继而延长稳增长政策的时长。我们再次强调，未来中美利差是重要观测点，如果持续位于高位，国际收支压力可能倒逼国内基本政策可能逐渐加强。在此背景下，股票可关注周期股，预计债券保持震荡。

一方面，我们提示关注周期股对应的投资机会。2023 年以来，周期板块估值压缩幅度较大，随着稳增长政策陆续出台，经济逐步向好 2024 年周期股向上反弹空间值得期待。

另一方面，我们认为后续债市保持震荡的概率较大。稳增长政策出台改变经济下行预期，利率较难大幅下行，超额储蓄仍然较大进入股市楼市和消费，资产荒背景下仍然需要配置债券，利率较难大幅上行。

8.1 A 股呈现结构化行情，重点关注周期板块

从宏观层面来看，目前国内经济仍在稳步恢复，叠加国内货币政策稳中趋松，通胀预期也逐步趋稳，流动性相对较充裕。由于市场仍面临诸多不确定性因素的扰动，未来 A 股或将继续震荡，结构性行情或仍是主流，我们提示关注周期板块。考虑到稳增长预期逐步明朗化和经济的稳步复苏，预计 2024 年周期行业具备一定向上反弹的空间。成长股方面，建议关注市场风险偏好的提振对其形成向上牵引力，以及海外流动性宽松预期兑现对其估值改善的贡献。

8.2 10 年期国债收益率维持震荡

预计 2024 年固定收益类资产价格窄幅波动，信用违约概率较低，信用利差总体处于收窄区间。我们判断，货币政策将延续总量略宽松基调，收缩型政策在 2024 年出台的概率较低，预计 10 年期国债收益率总体呈现先上后下的走势，2024 年的低点可能触达 2.5%。信用债方面，近期财政政策的一系列表态，清晰表达出了防范和化解隐性债务的思路，我们看好化债区域的强城投。

8.3 大宗商品高位震荡

在先立后破的整体基调下，预计 2024 年大宗商品价格更多表现为高位震荡走势，部分农产品和原油可能有阶段性表现。大豆、玉米、糖等局部农产品受厄尔尼诺现象以及极端气候影响价格仍有上行空间。原油价格方面，我们认为 2024 年将有一定涨幅，预计布伦特原油价格中枢为 90-100 美元，较 2023 年有所抬升。以 OPEC+ 为代表的能源大国对油价上涨的诉求较强，沙特、俄罗斯主动减产使得原油供应偏紧。基本金属方面，预计价格将在实现供需动态新均衡的过程中保持震荡。根据《有色金属行业稳增长工作方案》，2023-2024 年，有色金属行业稳增长的主要目标是：铜、铝等主要产品产量保持平稳增长，十种有色金属产量年均增长 5% 左右，铜、锂等国内资源开发取得积极进展。

8.4 房地产市场机会相对较少

在房地产长效机制的调控下，各地陆续发布稳定楼市的政策，支持刚性和改善性住房需求，逐步优化商品房预售资金监管，防范系统性金融风险。当前，北上广深四大一线城市

市已全面落地“认房不认贷”，政策效果有限。在房价未出现明显上涨的情况下，我们认为未来一线城市在限购限贷政策端仍有进一步放松空间，但价格仍难上涨。

8.5 10 年美债利率全年中枢小幅下行，宽幅震荡

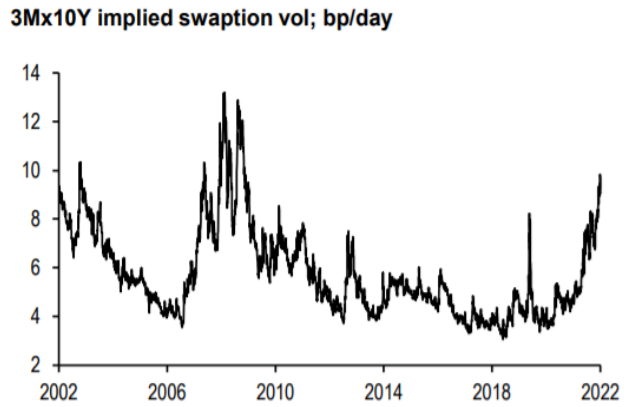
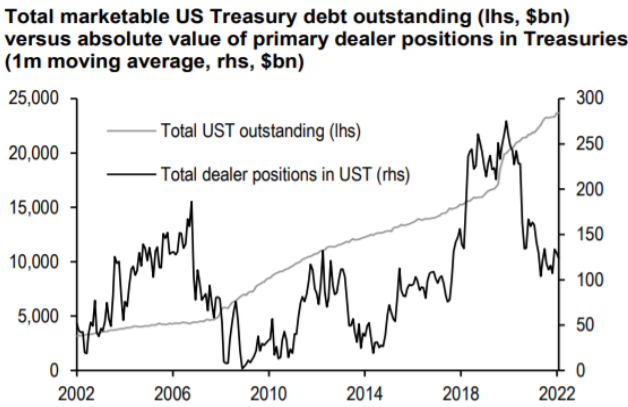
美国当前面临的财政纪律约束较为有限，预计 2024 财年财政不会出现明显退坡，“宽财政”延续的背景下美国经济虽然相较 2023 年将有所下行，但仍将保持与疫前增速中枢相近的正增长，不会出现衰退。在此背景下，美债利率曲线中定价的衰退预期需要逐步被修正。短期来看，我们认为 10 年期美债收益率将逐步超过 2 年期美债收益率，抹平期限利差并修正衰退预期，2023 年内 10 年期美债利率可能进一步升至 5.2%-5.3% 区间。展望 2024 年：

从方向上看，伴随经济动能逐步减弱与联储宽松预期逐步增强，我们认为 10 年期美债利率中枢将逐季下行；**从幅度上看**，经济整体韧性仍在且联储宽松空间有限（详细请参考上文），10 年美债利率的下行空间同样较为有限；**从波动上看**，我们预计在中枢下行的过程中美债利率将维持宽幅震荡（近年来美债市场呈现出波动率逐渐增加的特征，主要源于一级交易商的资产规模无法匹配美债规模的大幅增长，做市能力下降导致市场波动明显放大。中东以及俄乌等地缘政治冲突、金融市场阶段性的流动性冲击以及美联储政策的转向均可能使得美债利率急涨急跌）。

我们预计 2024 年 Q4 时 10 年美债利率中枢可能回落至 4% 附近（截至报告时，2023 年下半年 10 年美债利率中枢位于 4.5% 附近）；但考虑到整体波动幅度较大，低点可能触及 3.5% 甚至以下。

图120: 做市商的资产规模较难匹配美债规模增长 (%)

图121: 美国国债市场的波动率明显抬升



资料来源：美国财政部，浙商证券研究所

资料来源：美国财政部，浙商证券研究所

8.6 美元指数逐季回落但空间有限，全年较难落至 100 以下

整体来看，我们认为 2024 年美元指数将整体位于高位，全年较难回落至 100 以下，主要源于美国相对欧洲的财政空间和经济优势。从节奏上来看，2024 年美联储政策利率预计整体维持高位，但企业的固息债务陆续到期续借，整体融资成本提升可能缓慢侵蚀经济动能，在美联储转向前对经济的压力预计将逐季增加，预计 Q1-Q4 逐季中枢分别为 105、104、102、101。

美国相较欧洲的相对优势主要源于财政，美国所受的财政纪律约束明显弱于欧洲。预计美国 2024 年的政策环境是“宽财政+小幅宽货币”；欧元区 2024 年的政策环境是“紧财政+小幅宽货币”。美国相对欧洲的经济优势决定美元全年回落空间较为有限。

首先是财政政策，对于美国而言，外部不存在明显的纪律约束。不同于 60 年代中后段，布雷顿森林体系下美国财政纪律曾经存在显著的外部制约，如债务和贸易赤字无序扩张可能遭遇外部挤兑；当前信用货币体系下美国财政纪律缺乏明显约束。内部制约上，政治制衡的力度同样有限。大选年两党政治博弈加剧实际不存在对宽财政力度的显著制约，大选年美国财政赤字率往往走阔；当下民主党也可能通过在结构上对共和党让渡利益的形式，换取共和党在总量上对民主党“宽财政”的妥协。

对于欧洲而言，欧洲本身的主权财务压力对财政空间形成了较强的约束。2024 年起，欧盟连续多年使用的财政免责条款将重新启用（2020 年-2023 年间连续多年允许成员国暂时偏离欧盟财政纪律要求），赤字率将有序向 3% 回归。

货币政策方面，我们认为美欧货币政策将基本保持同频，不存在明显的背离；2024 年 Q2-Q3 期间，美欧央行可能相继迎来降息拐点，缩表也可能在下半年择机暂停。

从节奏上来看，货币政策及债务压力决定美国经济和美元节奏。2024 年美联储政策利率预计整体维持高位，但企业的固息债务陆续到期续借，整体融资成本提升可能缓慢侵蚀经济动能，在美联储转向前对经济的压力预计将逐季增加。

8.7 美股进一步上行，先道指后纳指

在美国经济整体仍具韧性的背景下，我们认为 2024 年美股仍将进一步上行。从风格上看，我们认为上半年美股可能更偏向以道琼斯为代表的传统板块，主要源于上半年宽财政延续，经济韧性相对更强但联储对于货币政策的指引相对更为鹰派；下半年美股可能更偏向以纳斯达克为代表的成长股板块，主要源于伴随企业和居民部门债务逐渐到期并在高利率环境下续借，整体债务成本提升后，经济下行压力小幅增加但联储宽松预期增强。

8.8 黄金仍然具备配置价值

2024 年黄金仍然具备配置价值，主要源于 2024 年 10 年美债利率和美元中枢均将逐步下行。中东以及俄乌等地缘政治冲突、金融市场阶段性的流动性冲击等风险事件也将阶段性增强黄金的配置价值。

9 风险提示：关注朝韩局势与全球债务隐患

9.1 朝韩冲突升级存在隐忧

美日韩强化地区军事同盟，俄朝关系升温，东北亚紧张局势加剧。一方面，近期美国牵头与韩、日举行大规模军事演习，持续推行对朝军事高压政策，不断在东北亚地区加强军事部署。另一方面，俄罗斯与朝鲜关系逐渐升温。9月12日金正恩访俄，核心议题是军事合作，朝鲜希望获得俄罗斯先进的军事技术支持和军事装备，而俄罗斯则希望朝鲜提供常规武器支持，以减轻其在乌克兰战场上的补给压力。俄朝双方基于各自利益需求达成军事合作，激发美日韩对朝鲜施加更大的外部压力，对东北亚地区的稳定构成严重威胁。

东北亚冲突加剧的旨在转移注意力、减轻乌克兰战场压力。美国加强与韩日两国合作，日本政府内部右倾化的加剧，以及韩国尹锡悦政府采取更加亲美亲日的政策使得美日韩与中俄朝的安全对话受到了显著挫折。而另一方面，俄罗斯近年一直强调其战略东移政策，试图将美国的关注重点引向东北亚或东亚，以分散对俄罗斯的压力。并且，当前乌克兰战争受到西方的全力支持，对俄罗斯而言压力只增不减，资源消耗迅速。

9.2 关注全球主要国家债务压力

全球债务负担重，债务总额与GDP比值显著高于疫情前。2022年9月，国际货币基金组织(IMF)发布的最新数据显示，2022年全球债务总额为235万亿美元(比2021年高2000亿美元)，全球债务总额与全球国内生产总值之比为238%(比2021年低10%，但比2019年高9%)。从数据端可见，尽管2022年全球债务负担占GDP的比例有所下降，但是仍远高于疫情前水平。分国别看，欧洲、日本和美国的债务风险值得关注。

欧洲方面，高利率和薄弱国家高杠杆率，使得欧债危机风险仍存。疫情后，欧洲多轮经济刺激计划垒高了各国政府的债务，截至2022年末希腊、意大利、葡萄牙、西班牙等国政府债务与国内生产总值之比均高于100%，其中希腊、意大利的数值高达192.4%和140.6%，远远高于欧盟设定的60%目标。欧洲大规模发债的同时，欧央行采取多轮加息措施，自2022年7月开启加息进程，欧央行已连续10次加息，累计加息450个基点，大幅加息将推高负债成本，政府支出能力受限，对债务方的偿债能力和国家信用构成挑战，滋生债务违约风险。各大债务压力国的政府部门杠杆率在危机后并未经济实质性的结构调整和风险去化，欧债危机可能性仍存。

美国方面，扩张性财政政策并未转向，债务违约风险持续累积。与欧洲类似，当前美国也同样面临高利率下美国债务利息负担增加的困境，2023年10月20日美国财政部公布的数据显示2023年净利息支出为6590亿美元，约占财政赤字的10%。2024年是美国大选年，从拜登政府财政政策走向来看，赤字改善的可能性不大，扩张性的财政政策将进一步加剧违约风险。2023年8月，国际评级机构惠誉将美国长期外币发行人违约评级从“AAA”下调至“AA+”，这是惠誉首次下调美国的信用评级，也是自2011年之后，美国信用评级首次被主流评级机构调降，反映市场对美国债务违约问题的担心。

日本方面，作为全球债务最严重的国家之一，日本正面临着严峻的债务困境。为了应对这一严峻的债务问题，日本政府一直在积极采取措施，但日本央行面临着两难的选择，一方面，倘若希望维持低利率，这将加剧通胀和日元贬值压力，另一方面，倘若加息应对通胀，则将加剧政府债务和财政负担，无论采取任何措施都可能伴随着风险和不良影响。据国际货币基金组织(IMF)预测，日本的基本收支在未来5年仍将处于赤字状态，日本央行将长期处于“走钢丝”困境，形势依然严峻。

表9：2024年宏观经济数据预测

	2023 全年 (E)	2024Q1 (E)	2024Q2 (E)	2024Q3 (E)	2024Q4 (E)	2024 全年 (E)
GDP (当季同比, %)	5.1	4.9	4.9	4.7	4.6	4.8
规模以上工业增加值 (当期同比, %)	4.2	4.8	4.8	4.5	4.6	4.7
固定资产投资 (不含农户) (当期同比, %)	3.2	4.6	3.9	3.7	3.8	4.0
社会消费品零售总额 (当期同比, %)	7.4	7.0	6.6	6.1	6.4	6.5
CPI (当期同比, %)	0.4	1.0	1.6	1.6	1.3	1.4
PPI (当期同比, %)	-2.7	-0.6	0.5	0.9	0.6	0.4
出口 (人民币计价当期同比, %)	-0.4	2	9	10	7	7
进口 (人民币计价当期同比, %)	-1.2	7	11	6.8	5	7.5
货物贸易差额 (亿元)	62000	14000	16000	19000	18000	67000
M2 (同比, %)	9.7	9.1	9.2	9.3	9.6	9.6
社会融资总额 (存量同比, %)	9.9	9.9	10.8	10.7	10.2	10.2
人民币贷款 (存量同比, %)	10.6	10.3	10.4	10.3	10.2	10.2
全国城镇调查失业率 (期末, %)	5.2	5.3	5.1	5.1	5.0	5.1
一年期定期存款利率 (期末, %)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
人民币兑美元汇率 (期末)	7.3	7.1	7.1	7	6.9	6.9

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>