

# 外压趋缓，内能蓄势

——2024年宏观经济与资产展望

宏观首席分析师：孙付

SAC NO: S1120520050004

宏观分析师：丁俊菘 博士

SAC NO: S1120523070003

2023年11月20日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## 核心观点

● 海外经济：2024年美国经济增长放缓但不衰退，“软着陆”概率大，欧洲经济有所回升。发达经济体通胀中枢整体下移。美联储步入加息末期，降息可能在下半年之后。

● 国内增长：在经历疫后一年经济恢复，加上宏观政策持续发力支持，2024年中国经济增速有望向趋势稳态水平回归，预计GDP单季环比中枢在1.2%附近，全年同比4.8%左右，一季度至四季度同比分别为4.2%、5.0%、4.8%和5.0%。

供给端：中美有望同步补库；国内房地产拖累效应弱化、外需边际改善下制造业景气有所回升。

需求端：

消费：居民消费倾向继续向疫情前水平回归；预计消费对经济增长贡献率在65%左右，名义消费增速6.5%-7%，实际消费增速5%-5.5%。

投资：预计固定资产投资增速在4%附近，房地产投资的拖累效应有望减弱，制造业和基建投资稳中略降。

出口：出口增速有望逐步转正，同比增速3%左右。

● 通胀温和回升。CPI：震荡上行，中枢1.3%；PPI：逐步回升，5月或转正。

● 财政政策：继续实施积极有效的财政政策，赤字规模约4.7万亿元，赤字率3.5%左右；新增地方政府专项债规模约4.2万亿元。

● 货币政策：降准有空间（0.5%-0.75%）、MLF适当超额续作、结构性工具积极；政策利率稳定或小幅下降。

● 信贷社融：预计新增信贷约20.5万亿元，新增社融约33万亿元，社融增速约8.7%。

● 美联储加息末期大类资产展望：美债利率下行，带动美元走弱，黄金反弹；人民币贬值压力缓解。

● 风险提示：遭遇地缘冲突等影响，宏观经济出现超预期波动。



## 1、海外经济

1) 经济基本面特征

2) 需要关注的三大力量

3) 美联储进入加息末期

## 海外经济核心观点

### 美国经济：

- 2024年美国经济增长放缓但不衰退，“软着陆”概率大。
- 关注驱动美国经济增长的三大力量：
  - 1) 从“去库存”迈向“主动补库存”；
  - 2) 房价收入比处于历史合理水平，房地产短周期上行有望持续至2024年中；
  - 3) 全球产业竞争和大选因素下，财政仍处于扩张期。
- 受工资持续上涨影响，美国通胀回落节奏将比较缓慢。
- 美联储政策：已进入加息末期（停止加息至下一轮加息）；降息时点可能在2024年下半年之后。

### 欧洲和日本经济：

- 伴随欧洲通胀回落，生产成本压力缓解、消费信心改善，欧洲经济将有所反弹。
- 日本经济相对平稳。



# 世界主要经济体增长和通胀预测 (IMF)

经济增速预测 (%)

	2023	2024
<b>发达经济体</b>	1.5	1.4
美国	2.1	1.5
欧元区	0.7	1.2
德国	-0.5	0.9
法国	1	1.3
意大利	0.7	0.7
西班牙	2.5	1.7
日本	2	1
英国	0.5	0.6
加拿大	1.3	1.6
其他发达经济体	1.8	2.2
<b>新兴市场和发展中经济体</b>	4	4
<b>亚洲 (新兴发展)</b>	5.2	4.8
中国	5	4.2
印度	6.3	6.3
<b>欧洲 (新兴发展)</b>	2.4	2.2
俄罗斯	2.2	1.1
<b>拉美和加勒比地区</b>	2.3	2.3
巴西	3.1	1.5
墨西哥	3.2	2.1
<b>中东和中亚</b>	2	3.4
沙特阿拉伯	0.8	4.0
<b>撒哈拉以南非洲</b>	3.3	4.0
尼日利亚	2.9	3.1
南非	0.9	1.8

通胀水平预测 (CPI: %)

	2023	2024
<b>发达经济体</b>	4.64	2.96
美国	4.08	2.76
欧元区	5.55	3.25
德国	6.32	3.53
法国	5.63	2.46
意大利	5.99	2.61
西班牙	3.49	3.93
日本	3.21	2.89
英国	7.66	3.65
加拿大	3.62	2.43
其他发达经济体	4.33	2.79
<b>新兴市场和发展中经济体</b>	8.48	7.78
<b>亚洲 (新兴发展)</b>	2.61	2.74
中国	0.66	1.69
印度	5.46	4.55
<b>欧洲 (新兴发展)</b>	18.91	19.93
俄罗斯	5.28	6.34
<b>拉美和加勒比地区</b>	13.83	10.73
巴西	4.73	4.45
墨西哥	5.54	3.82
<b>中东和中亚</b>	18.01	15.17
沙特阿拉伯	2.47	2.23
<b>撒哈拉以南非洲</b>	15.75	13.12
尼日利亚	25.12	22.96
南非	5.84	4.78

资料来源: IMF《世界经济展望》(2023.10), 华西证券研究所

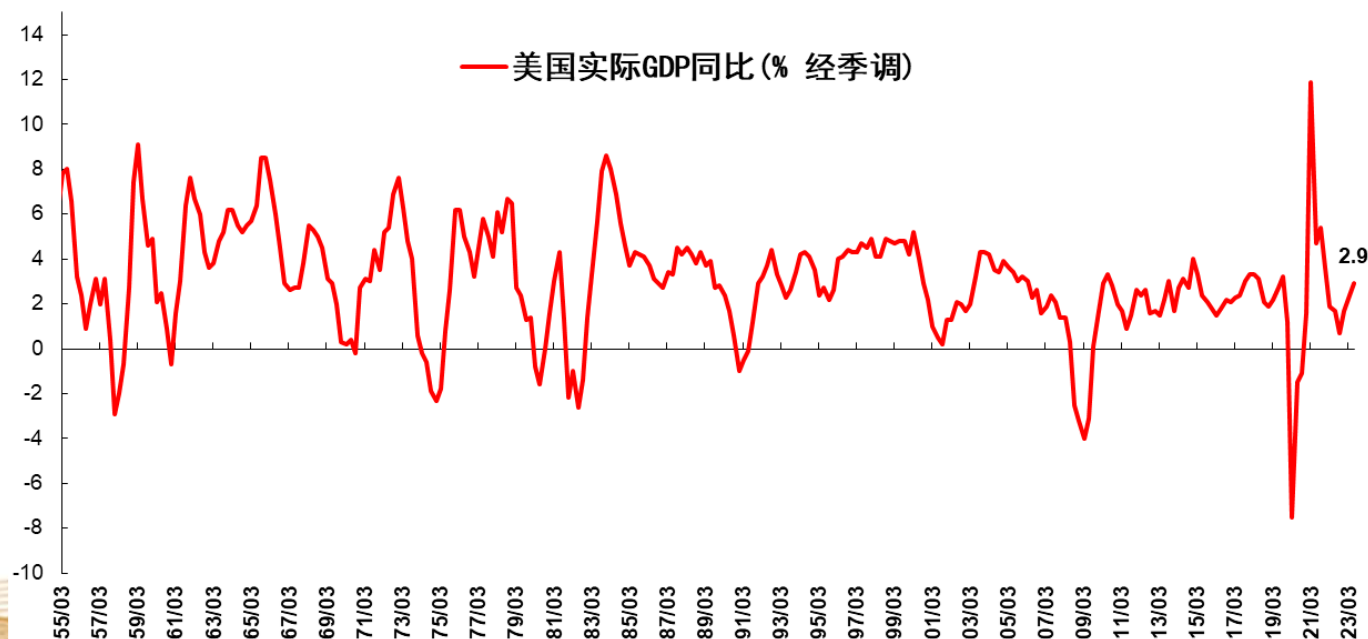
# 海外经济分析：美国经济增长特征

指标	各分项贡献率 (%)											
	2023/9	2023/6	2023/3	2022/12	2022/9	2022/6	2022/3	2021/12	2021/9	2021/6	2021/3	2020/12
实际GDP(年化环比: %)	4.9	2.1	2.2	2.6	2.7	-0.6	-2.0	7.0	3.3	6.2	5.2	4.2
国内需求	4.95	2.02	1.67	2.31	0.09	-1.12	0.61	7.30	4.34	7.09	6.28	5.64
个人消费	2.7	0.6	2.5	0.8	1.1	1.3	0.0	2.7	1.9	8.7	5.7	3.6
耐用消费品	0.6	0.0	1.1	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.9	-2.3	1.2	2.1	0.5
非耐用消费品	0.5	0.1	0.1	0.1	-0.3	0.0	-0.4	0.4	0.2	2.1	1.4	0.3
服务	1.6	0.4	1.4	0.8	1.2	1.4	0.3	1.5	4.0	5.5	2.2	2.9
国内私人投资	1.47	0.9	-1.69	0.62	-1.45	-2.1	1.16	4.63	2.71	-0.84	-0.46	2.36
非住宅投资	0	0.98	0.76	0.24	0.62	0.68	1.32	0.37	-0.15	1.27	1.18	1.35
住宅投资	0.15	-0.09	-0.22	-1.23	-1.41	-0.73	-0.09	-0.02	-0.13	-0.22	0.44	1.2
库存变动	1.32	0	-2.22	1.61	-0.66	-2.05	-0.07	4.28	2.99	-1.89	-2.08	-0.18
政府支出	0.79	0.57	0.82	0.90	0.49	-0.34	-0.52	-0.04	-0.26	-0.80	1.04	-0.35
净出口	-0.07	0.04	0.58	0.25	2.57	0.56	-2.58	-0.34	-1.03	-0.87	-1.04	-1.43
出口	0.68	-1.09	0.76	-0.41	1.80	1.19	-0.50	2.42	0.16	0.20	0.06	2.31
进口	-0.75	1.13	-0.18	0.66	0.77	-0.63	-2.08	-2.76	-1.19	-1.07	-1.10	-3.74

截至2023年三季度，美国经济仍体现较强韧劲，服务消费较强、产能投资保持扩张，房地产步入上行周期，库存有所补充。

预计到2024年二季度，美国经济仍可能保持扩张状态，通胀回落节奏将比较缓慢。经济实现“软着陆”概率较大。

美联储降息时点可能在2024年下半年之后。



# 海外经济分析：美联储的预测

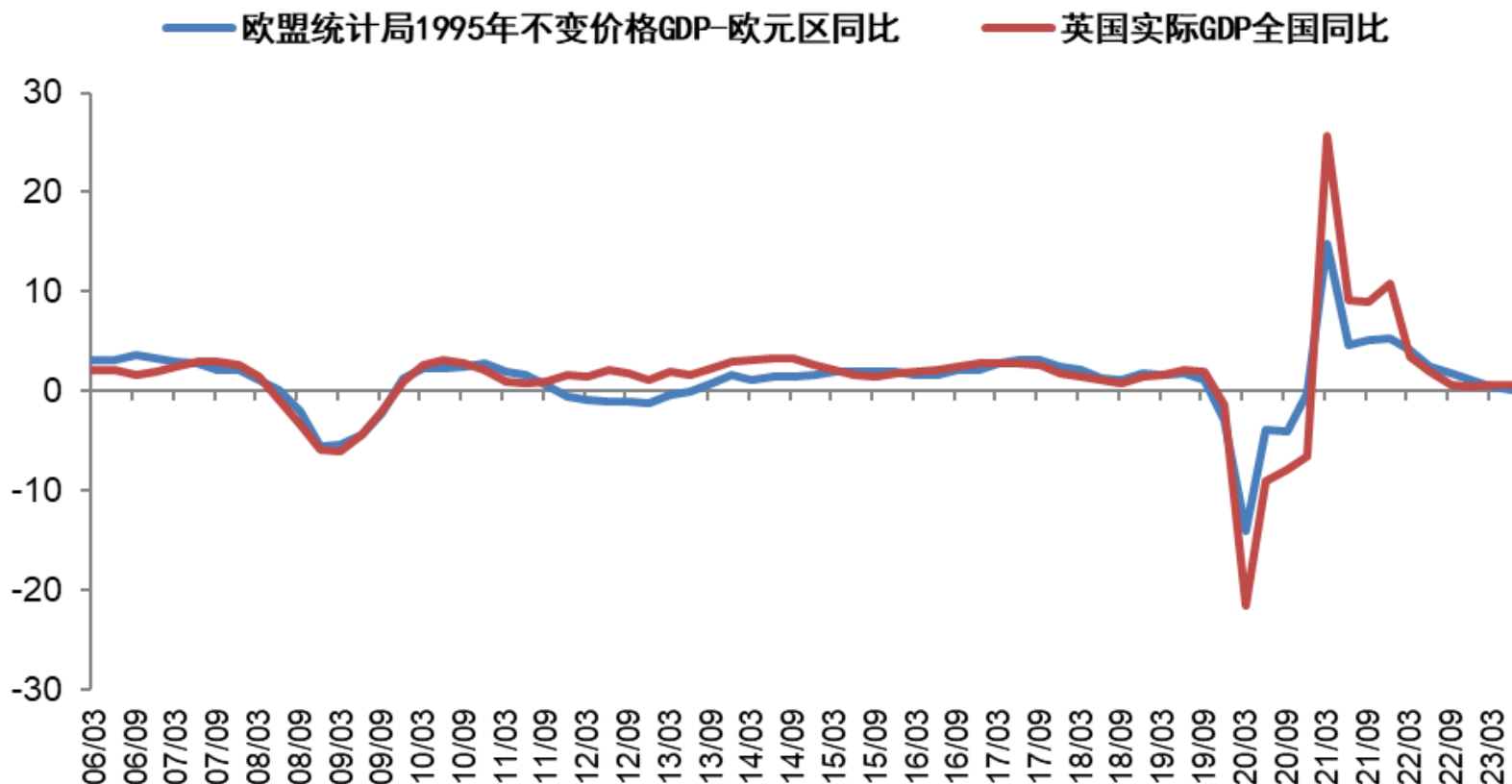
## 9月FOMC会议美联储对于美国经济指标的预测 (%)

		2023年	2024年	2025年	2026年	长期
GDP	2023年9月预期	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
	2023年6月预期	1.0%	1.1%	1.8%		1.8%
	2023年3月预期	0.4%	1.2%	1.9%		1.8%
失业率	2023年9月预期	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
	2023年6月预期	4.1%	4.5%	4.5%		4.0%
	2023年3月预期	4.5%	4.6%	4.6%		4.0%
PCE通胀	2023年9月预期	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
	2023年6月预期	3.2%	2.5%	2.1%		2.0%
	2023年3月预期	3.3%	2.5%	2.1%		2.0%
核心PCE通胀	2023年9月预期	3.7%	2.6%	2.3%	2.0%	
	2023年6月预期	3.9%	2.6%	2.2%		
	2023年3月预期	3.6%	2.6%	2.1%		
利率中位数	2023年9月预期	5.6%	5.1%	3.9%	2.9%	2.5%
	2023年6月预期	5.6%	4.6%	3.4%		2.5%
	2023年3月预期	5.1%	4.3%	3.1%		2.5%

资料来源：美联储网站，华西证券研究所

## 海外经济分析：欧洲经济虽弱但未衰

截至2023年三季度，欧元区经济增速放缓至0.1%，英国经济增速为0.6%，尚未出现市场担心的衰退。伴随通胀压力缓解，欧洲经济有望出现改善。

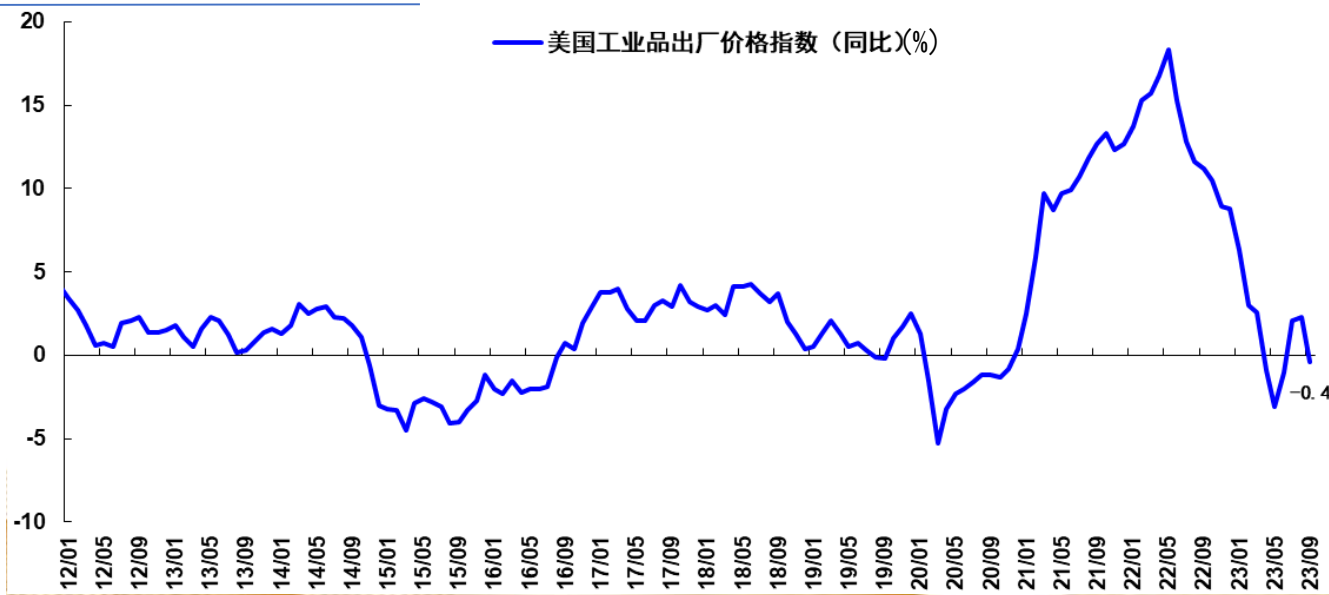
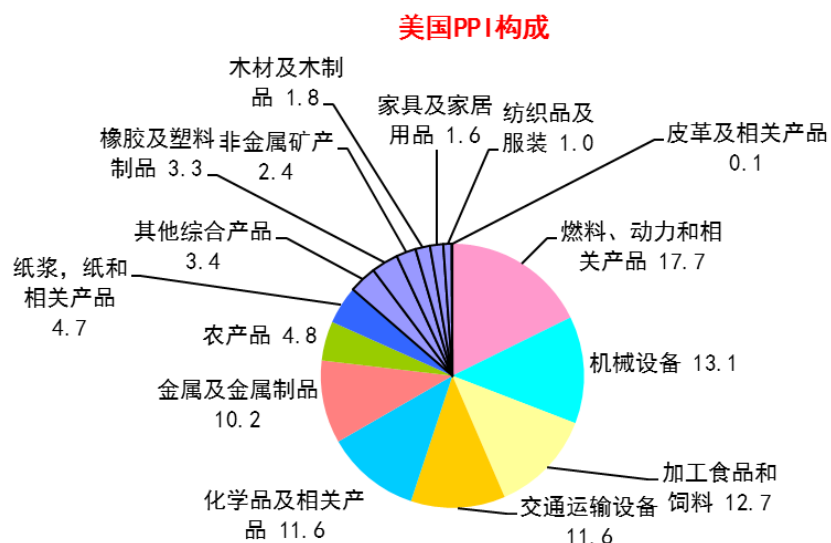
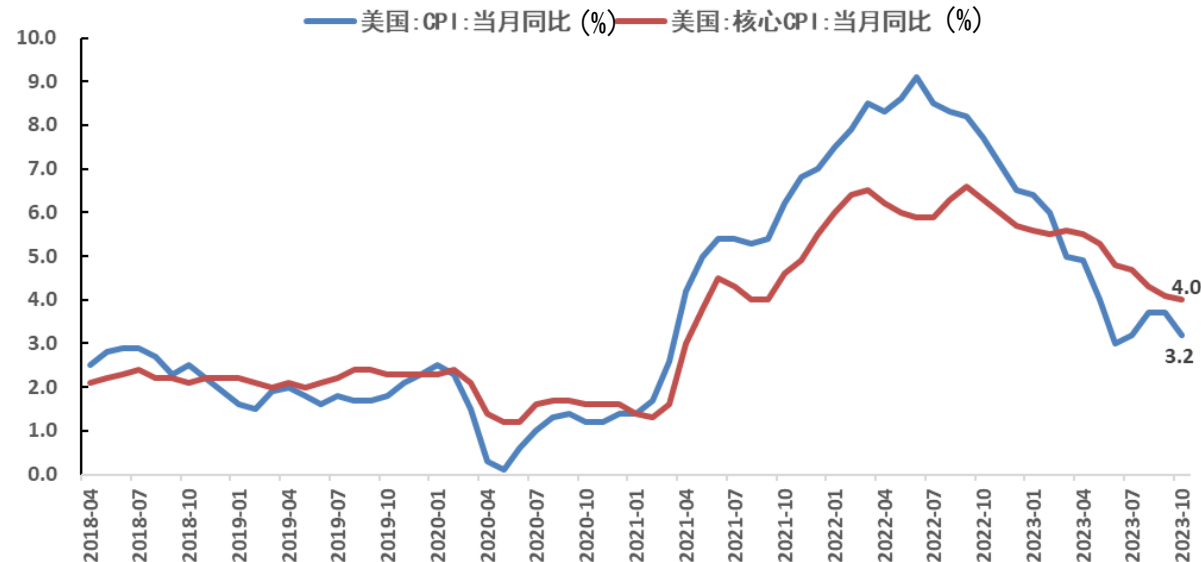
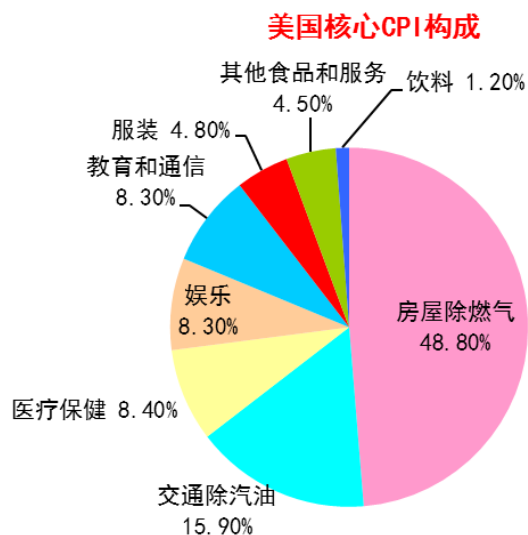


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



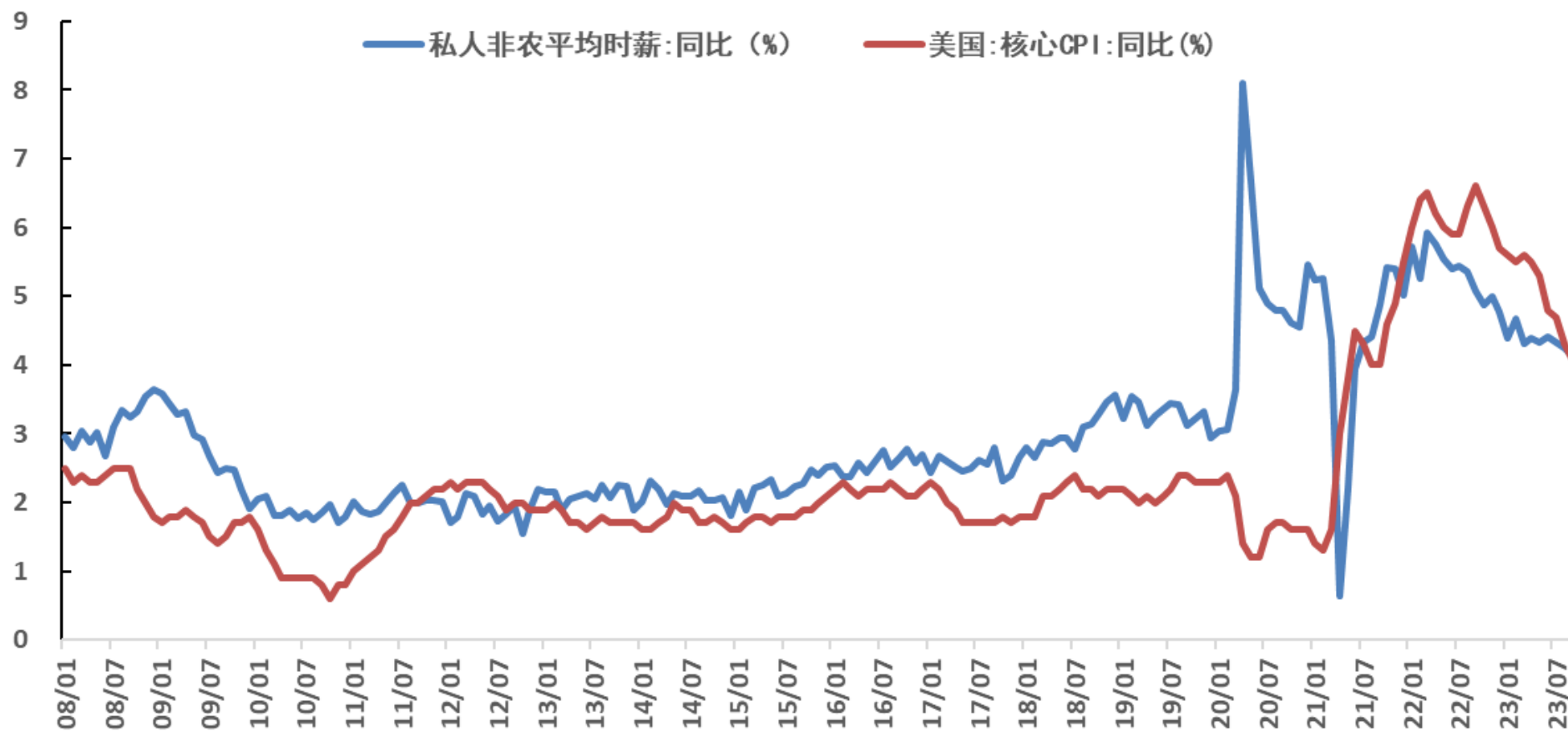
# 海外经济分析：美国通胀形势

2023年10月美国CPI为3.2%，重新步入回落；核心CPI为4%，延续回落；10月PPI为-0.4%，低位波动。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

# 海外经济分析：美国通胀与工资关系

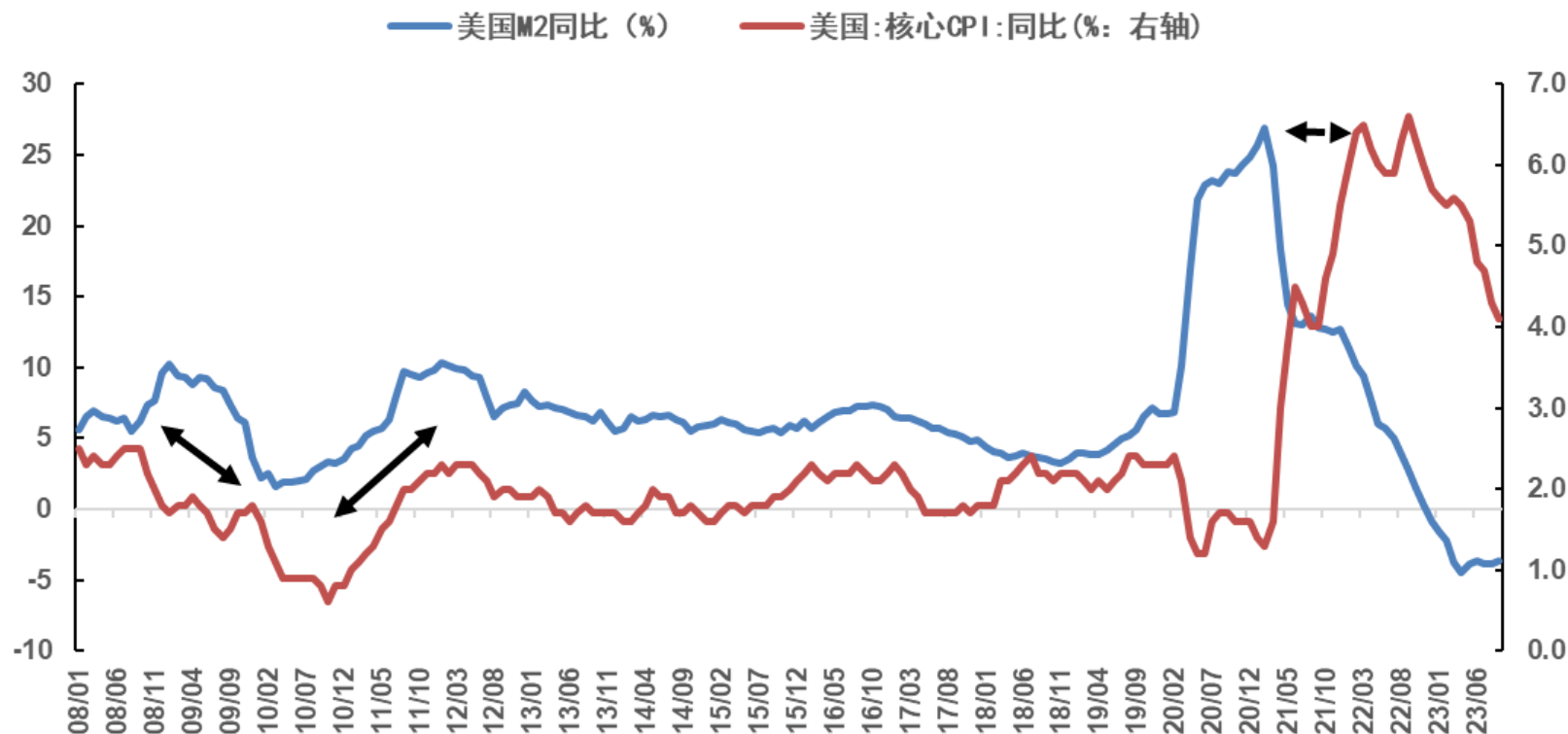


加息抑制需求，  
改变劳动力紧俏  
局面，降低工资  
涨幅，为通胀降  
温。

## 海外经济分析：美国通胀有望持续回落，但节奏较慢

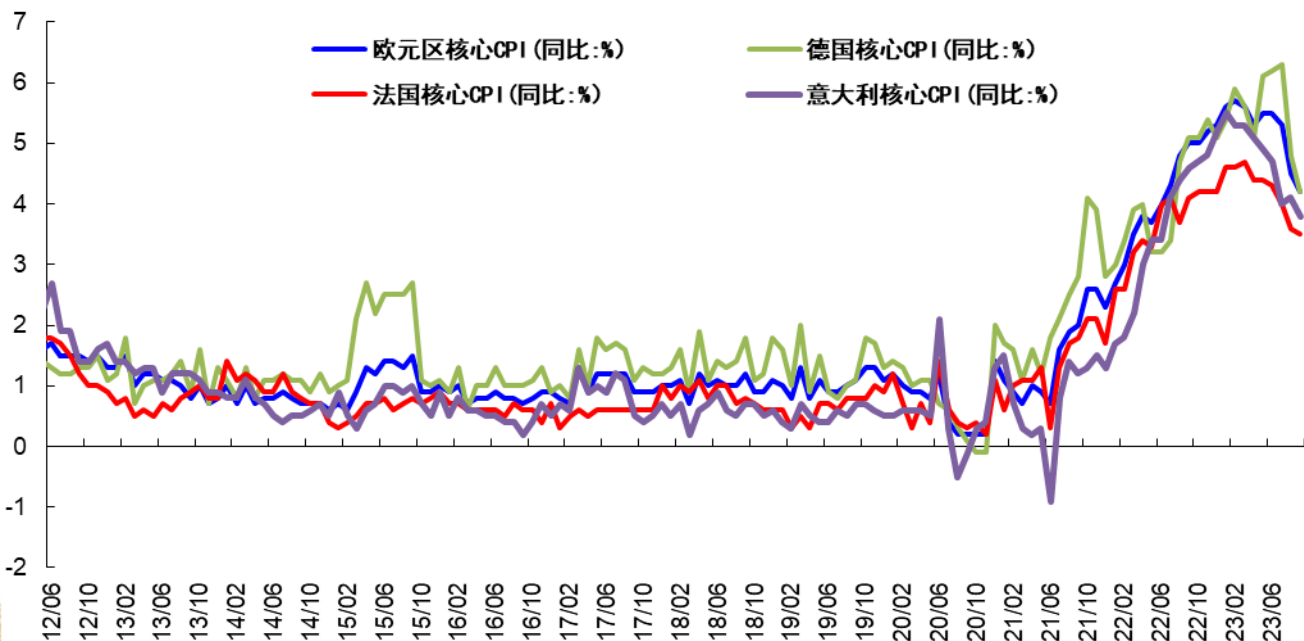
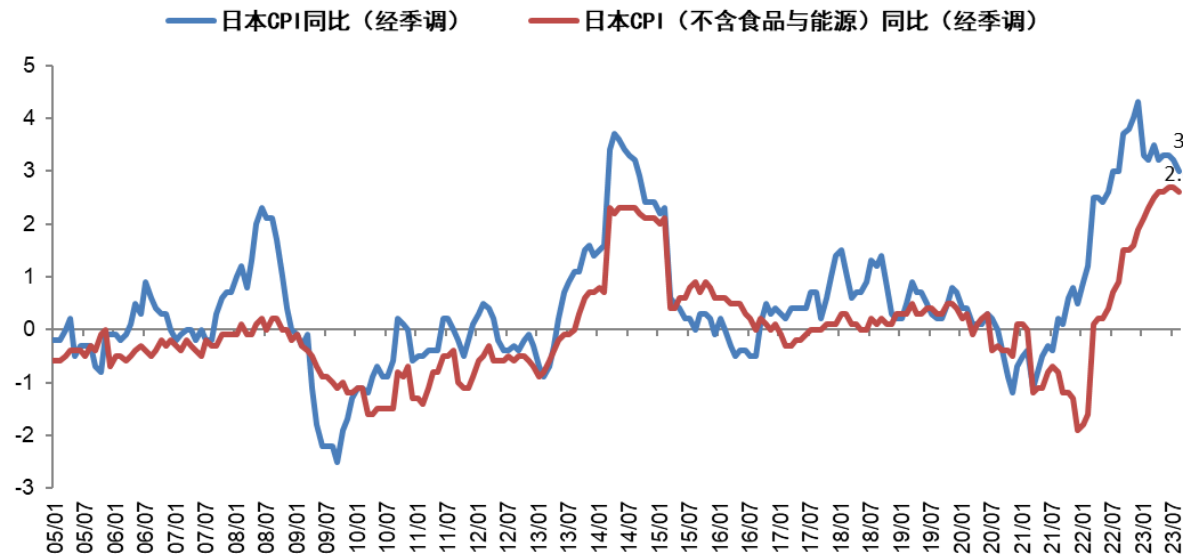
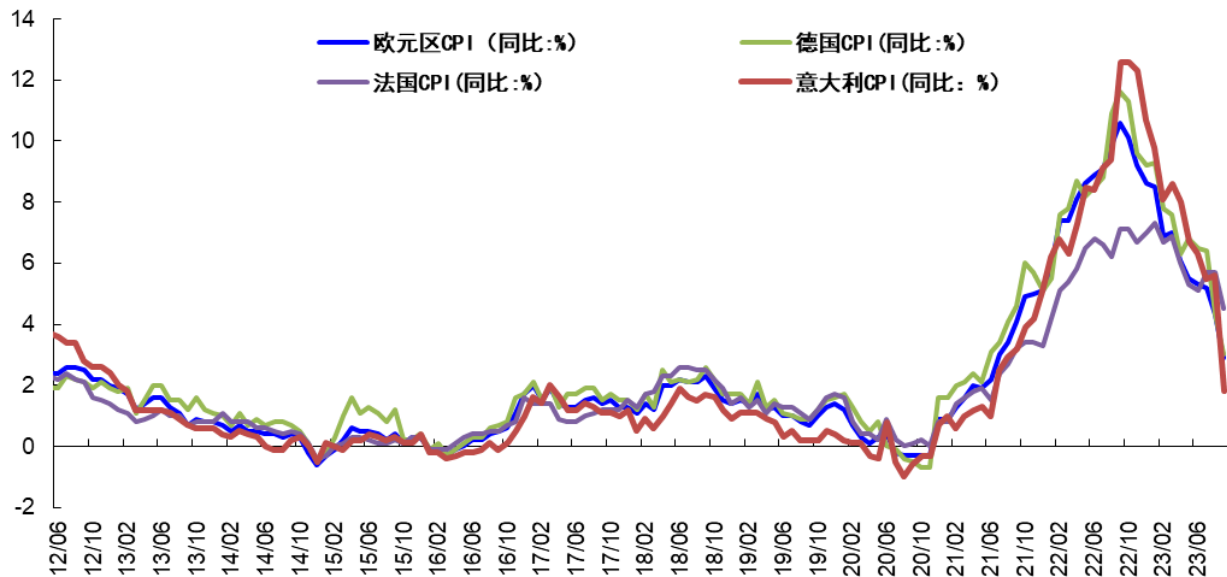
美国通胀有望持续回落：

- 1) 货币增速 (M2) 回落至低位 (-3.6%)，通胀的流动性基础转弱；
- 2) 持续加息的累积效应和高利率将逐步对经济产生抑制，如果工资涨幅回落，将缓解通胀压力；
- 3) PPI回落后，从成本端缓解通胀压力。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

# 海外经济分析：欧洲通胀见顶回落

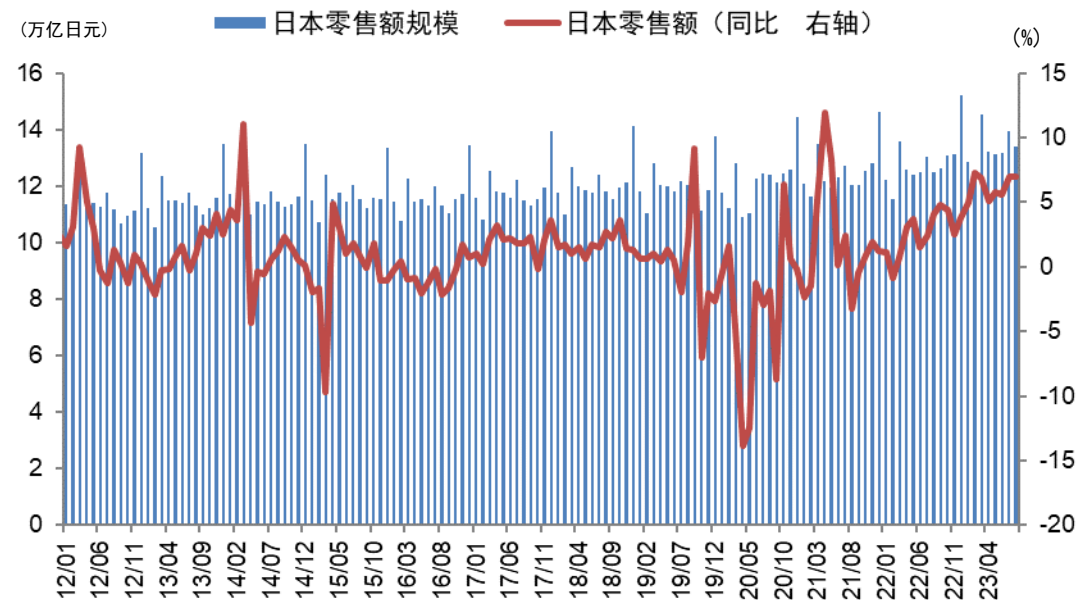
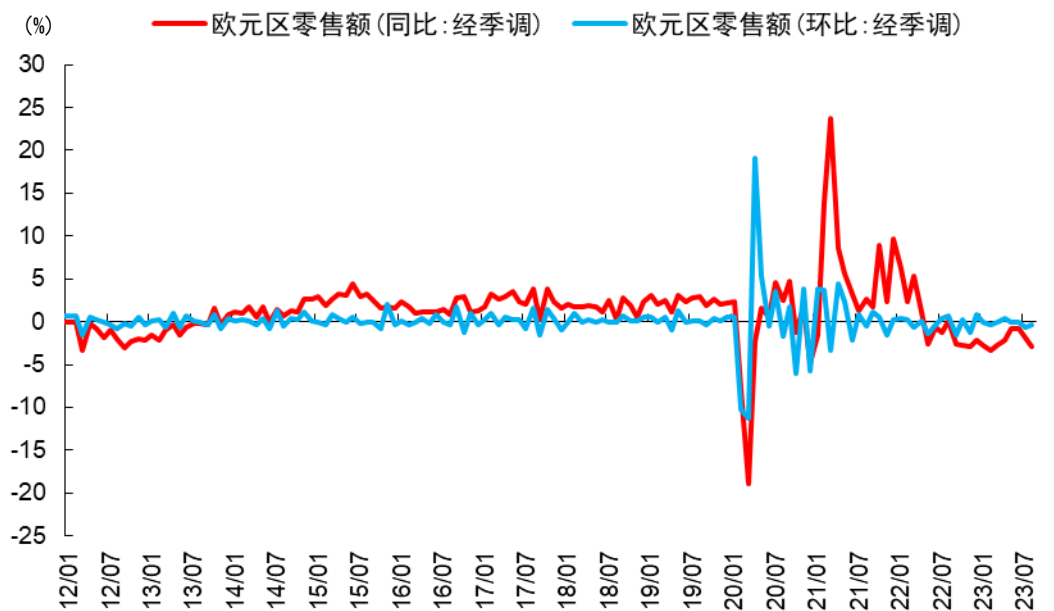
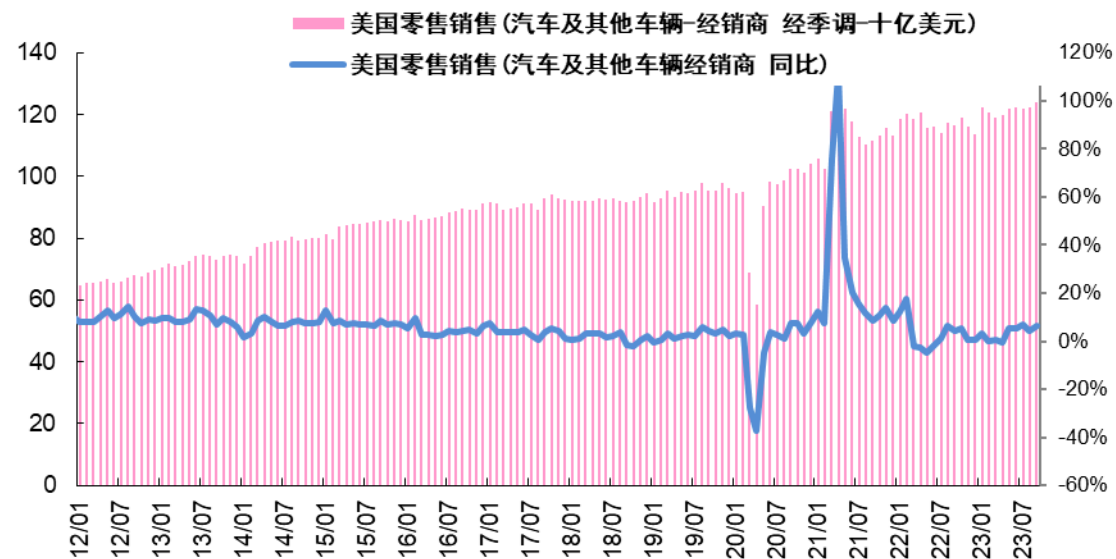
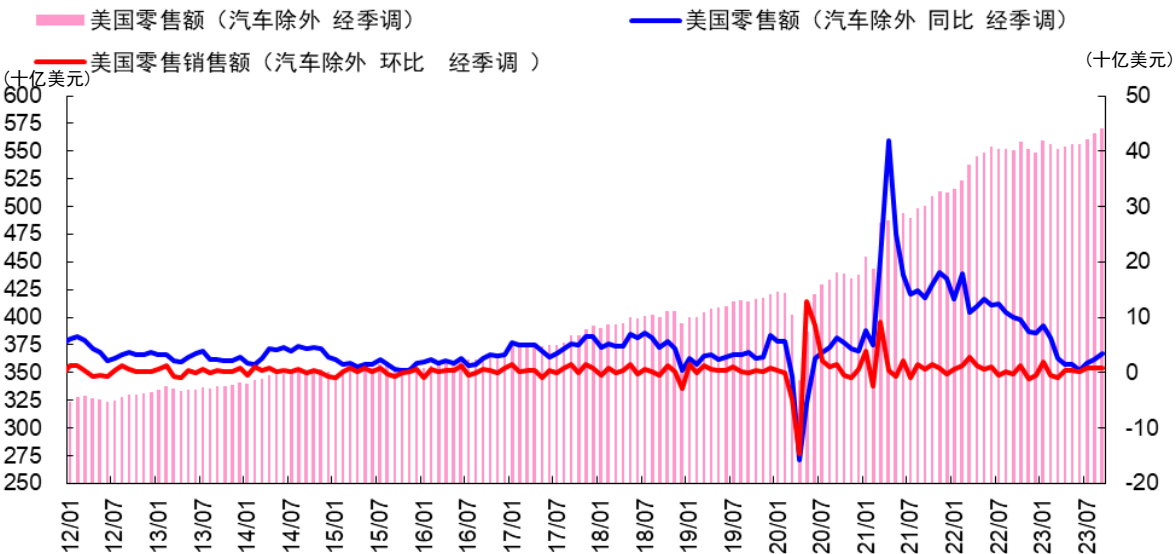


2023年9月后，欧元区核心通胀出现见顶回落迹象。

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



# 海外经济分析：美国和日本消费改善、欧元区疲弱

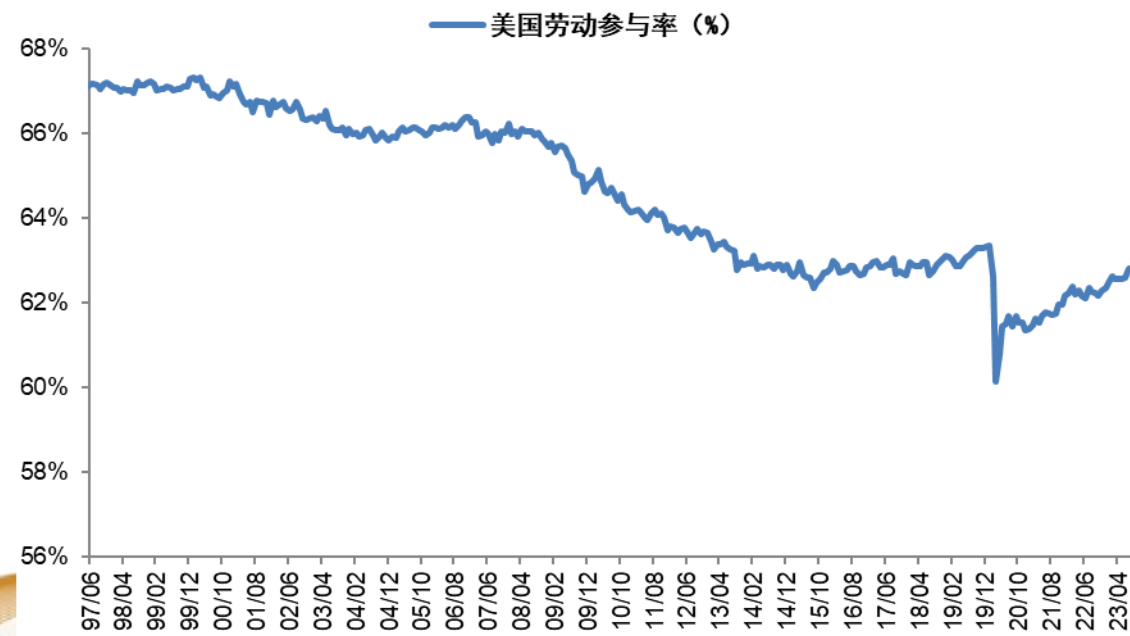
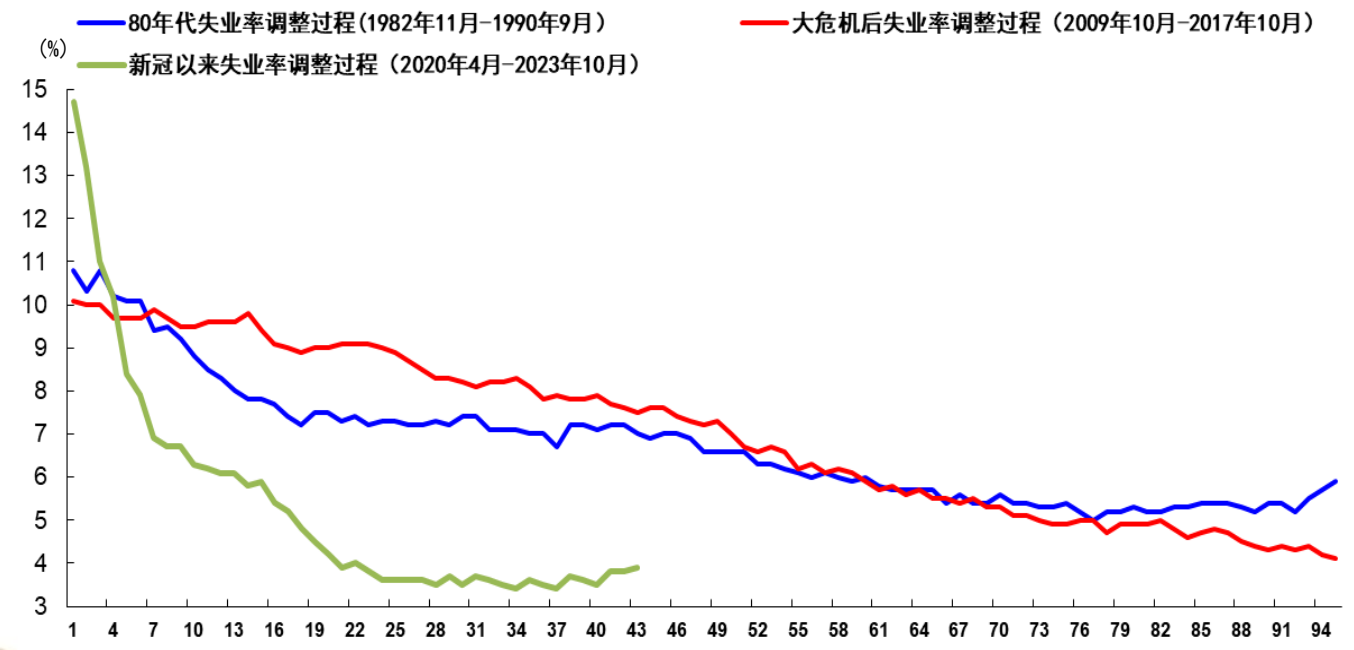


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



## 海外经济分析：美国就业市场较为稳健

- 2021年12月至今（2023年10月），美国就业持续处于充分状态；失业率在3.9%附近，处于相对低位。
- 劳动参与率改善，目前为62.8%。





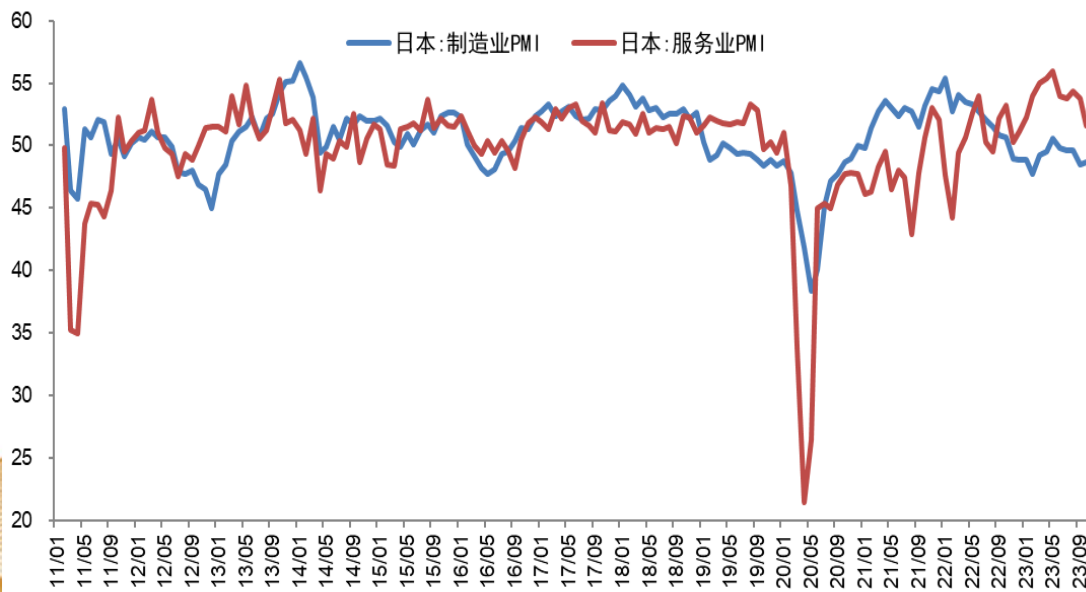
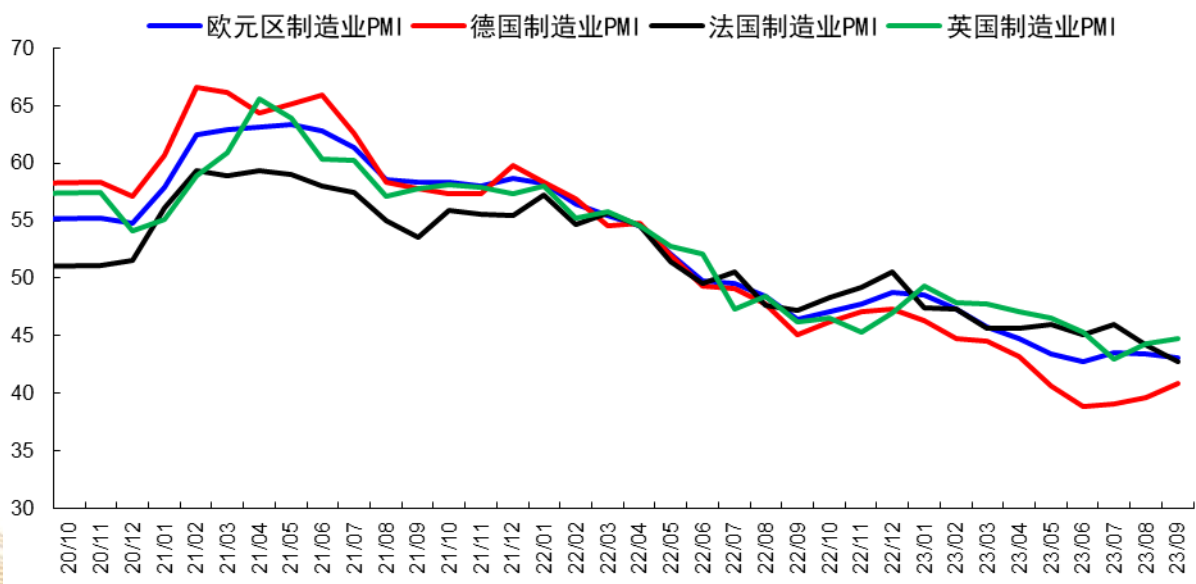
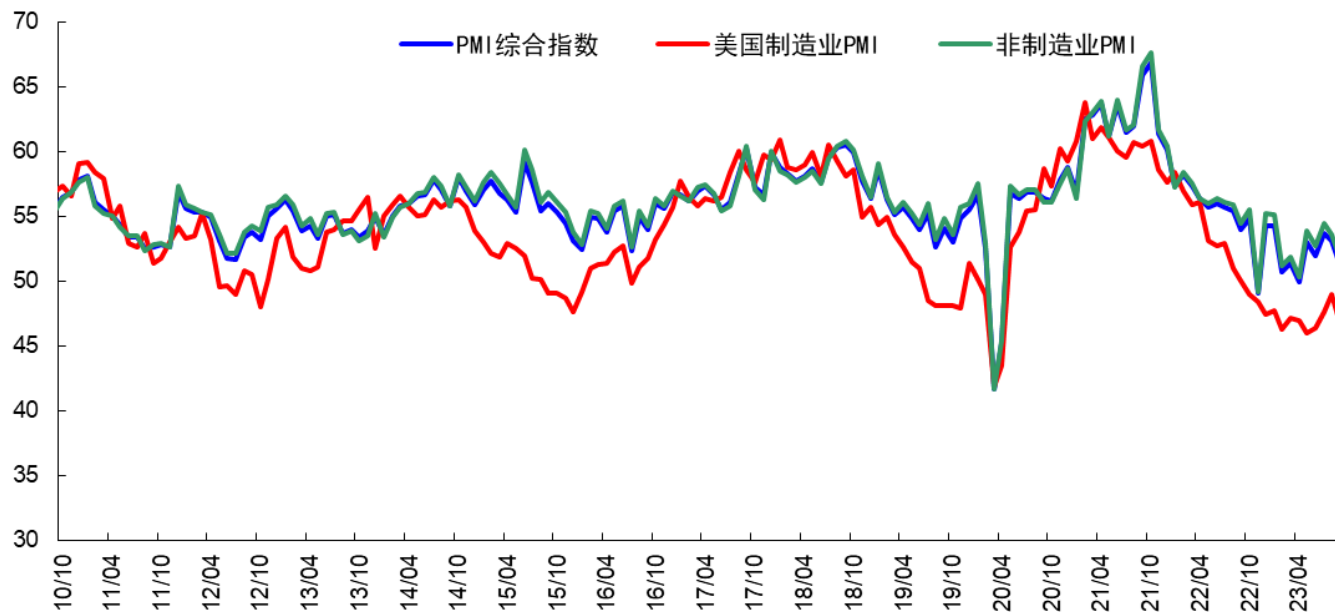
## 2) 需要关注的三大力量

- (1) 从去库存到补库存
- (2) 房地产短周期上行
- (3) 财政扩张力度

# 海外经济分析：制造业景气低位企稳、服务业景气边际转弱

疫情管控放开后，服务业景气度相对较高。

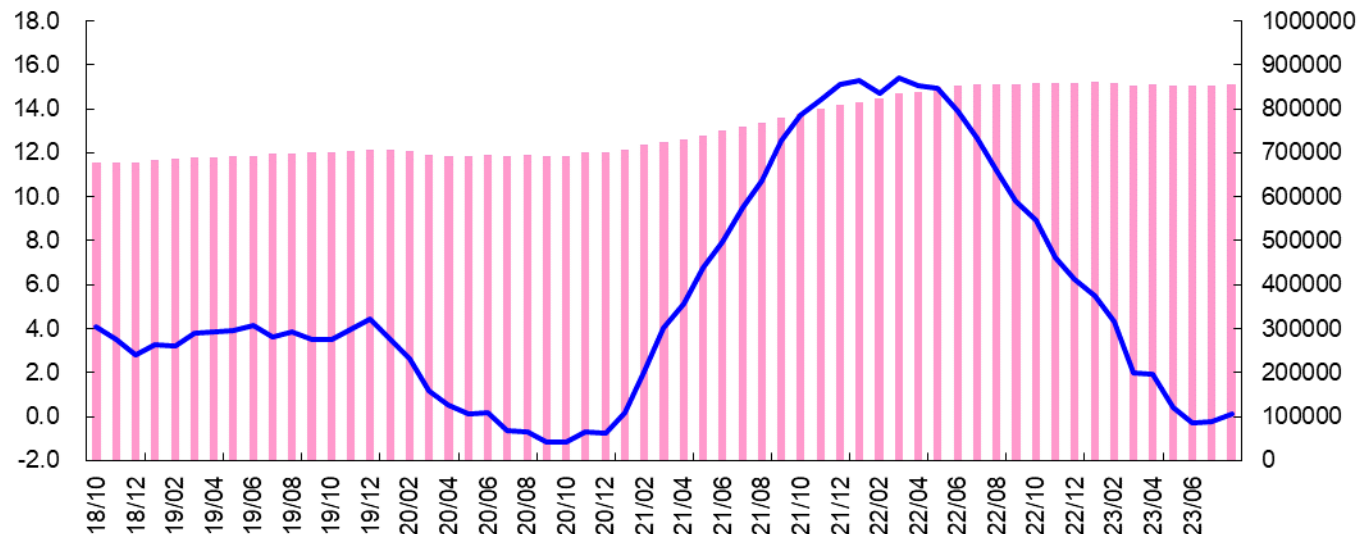
2023年8月以来，欧美制造业PMI出现底部企稳迹象。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

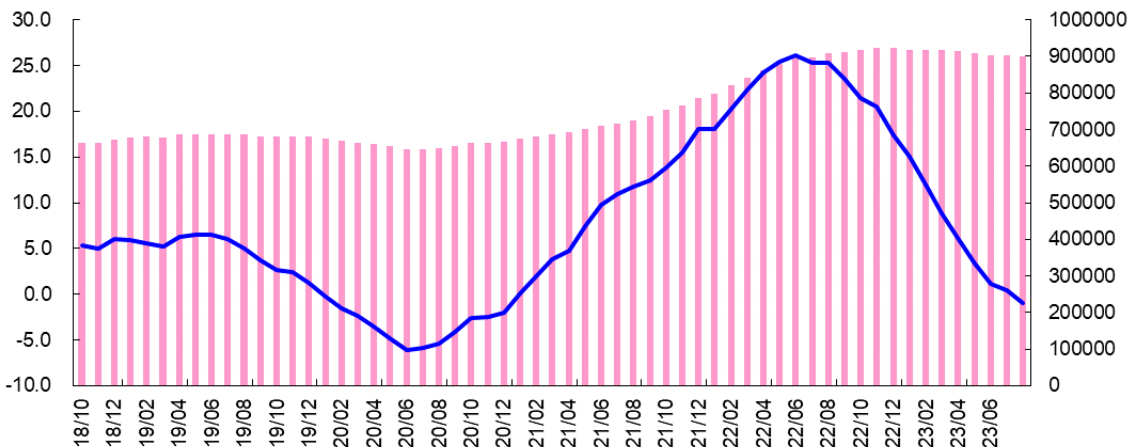
# 海外经济分析：从去库存到补库存

— 美国生产商库存总数经季调（百万美元） — 美国生产商库存同比（经季调）

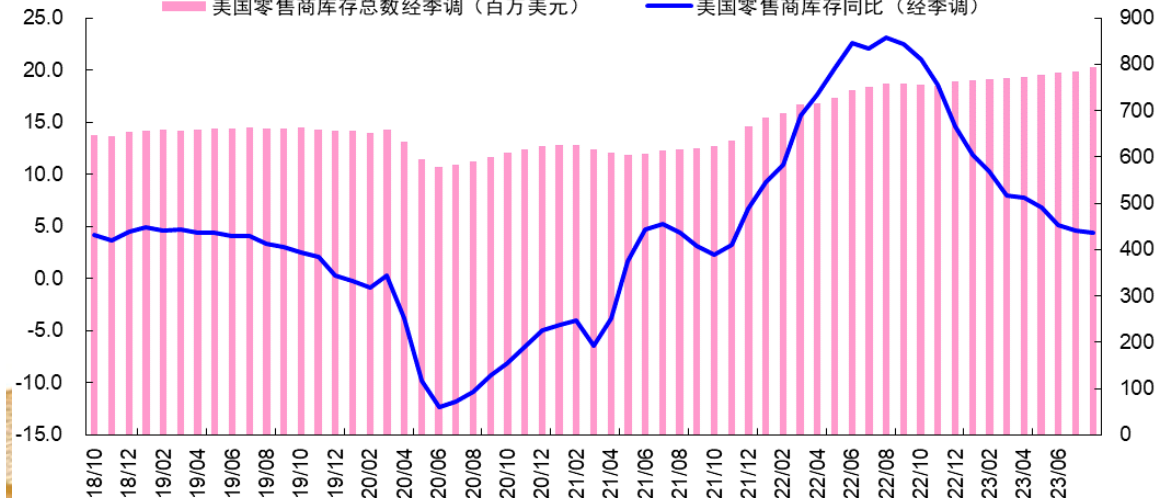


无论是生产商、批发商，还是零售商库存增速水平，从周期特征看，均处于底部。

— 美国批发商库存总数（百万美元 经季调） — 美国商品批发库存同比（经季调）



— 美国零售商库存总数经季调（百万美元） — 美国零售商库存同比（经季调）



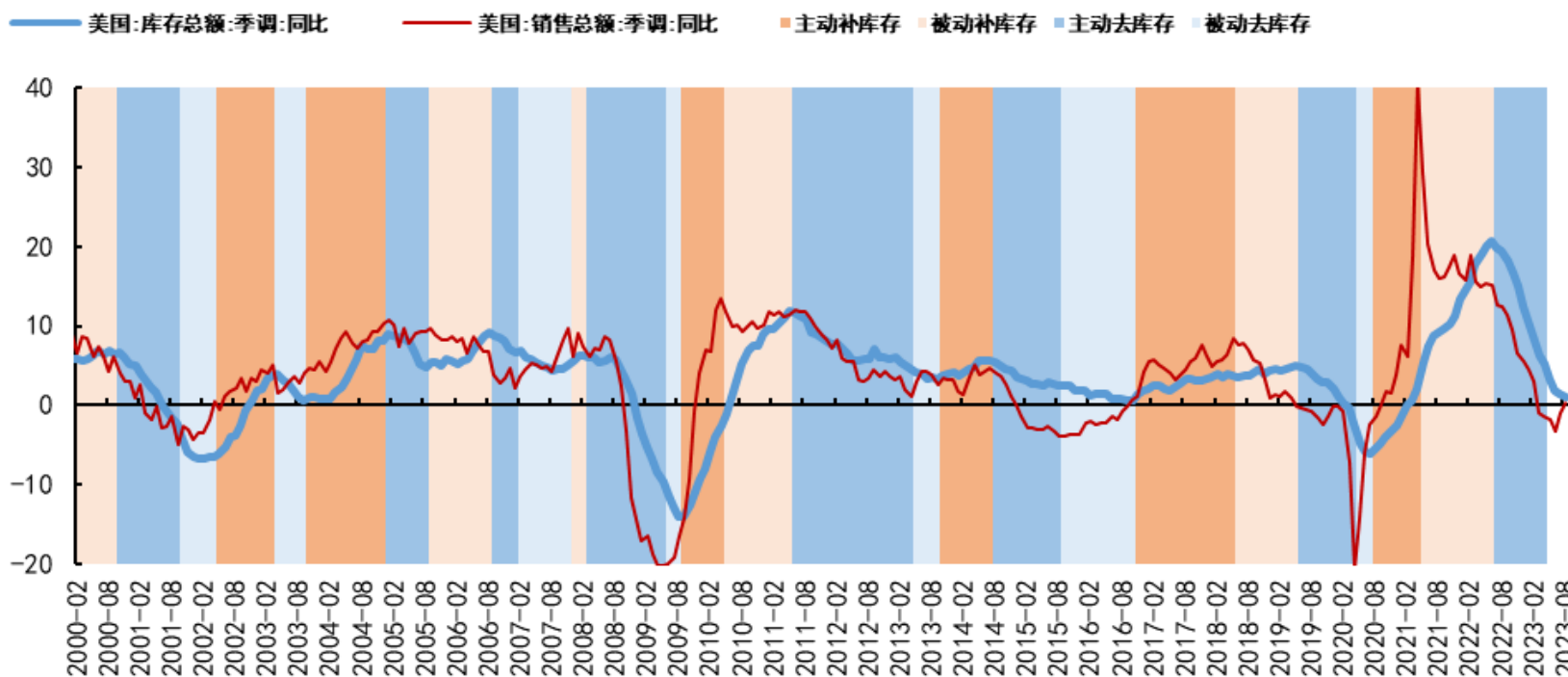
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

## 海外经济分析：从去库存到补库存

美国：2000年来共有八轮，下游消费为主要驱动

2000年以来美国大致经历了八轮库存周期。我们采用目前较为常用的美国库存总额同比与销售总额同比来刻画美国库存周期。具体划分的原则为：销售上升、库存下降为被动去库存；销售、库存同时上升为主动补库存；销售下降、库存上升为被动补库存；销售、库存同时下降为主动去库存。2000年以来，美国大致经历了八轮库存周期。

### 2000年以来美国库存变动情况 (%)



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



## 海外经济分析：从去库存到补库存

- 目前，美国处于主动去库的尾声，2023年Q4可能步入被动去库存阶段，2024年上半年可能迈入主动补库阶段。
- 当然，不同行业存在差别，有些行业可能较早迈入主动补库。

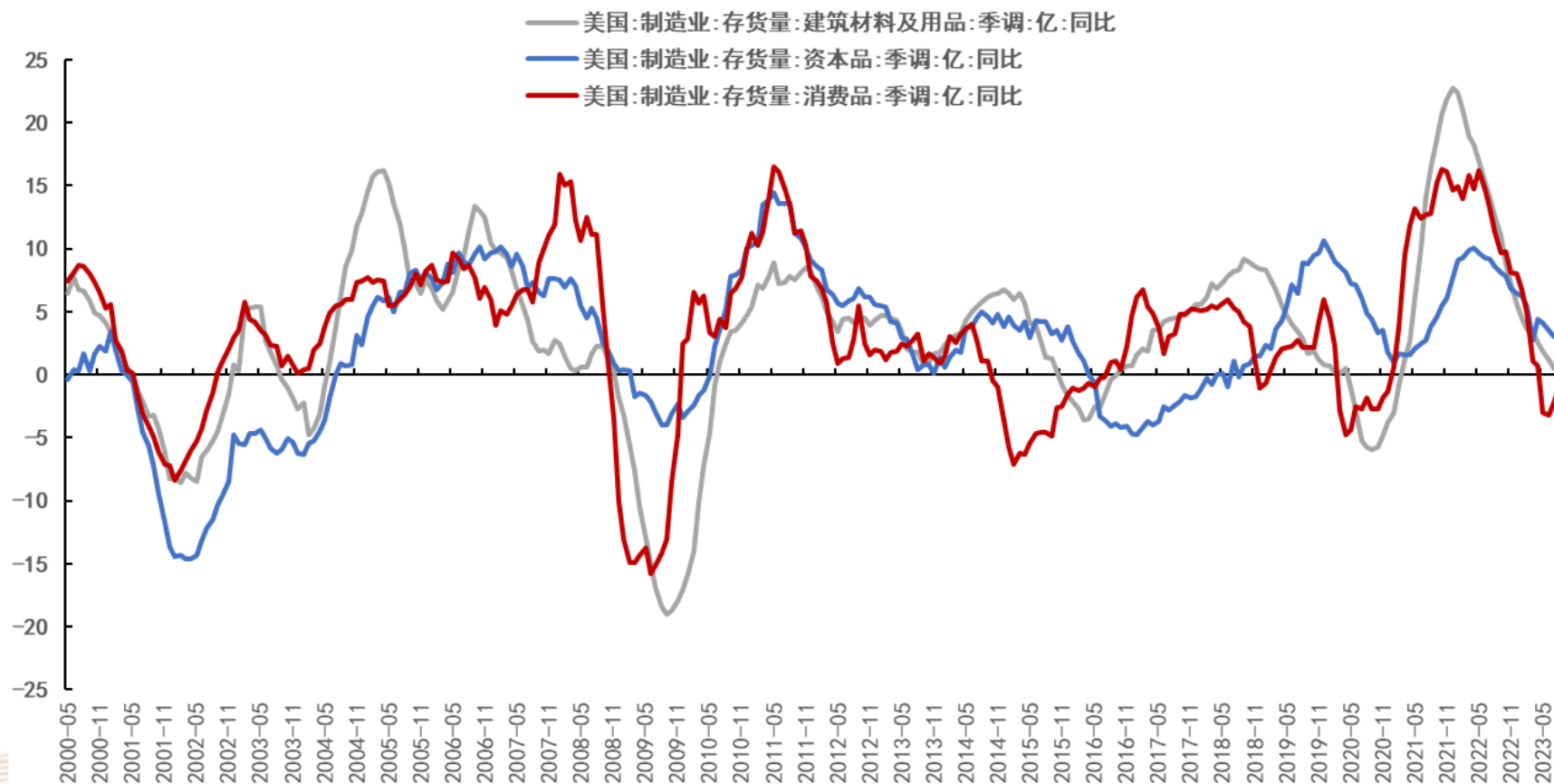
美国库存周期具体时间段

轮次	主动补库存		被动补库存		主动去库存		被动去库存	
	时期	持续月数	时期	持续月数	时期	持续月数	时期	持续月数
第一轮			2000.1-2000.9	9	2000.10-2001.9	12	2001.10-2002.4	7
第二轮	2002.5-2003.3	9			2003.4-2003.9	6		
第三轮	2003.10-2004.12	15			2005.1-2005.8	9		
第四轮			2005.9-2006.8	12	2006.9-2007.1	5	2007.2-2007.11	10
第五轮			2007.12-2008.2	3	2008.3-2009.5	15	2009.6-2009.8	3
第六轮	2009.9-2010.4	8	2010.5-2011.5	13	2011.6-2013.4	23	2013.5-2013.9	5
第七轮	2013.10-2014.7	10			2014.8-2015.8	13	2015.9-2016.10	14
第八轮	2016.11-2018.5	19	2018.6-2019.5	12	2019.6-2020.4	11	2020.5-2020.7	3
第九轮	2020.8-2021.4	9	2021.5-2022.6	14	2022.7-			
	平均持续月数	11.7	平均持续月数	10.5	平均持续月数	11.8	平均持续月数	7

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

## 海外经济分析：从去库存到补库存

目前，美国消费品制造业已出现补库存迹象。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

## 美国房地产周期：持续时间与驱动逻辑

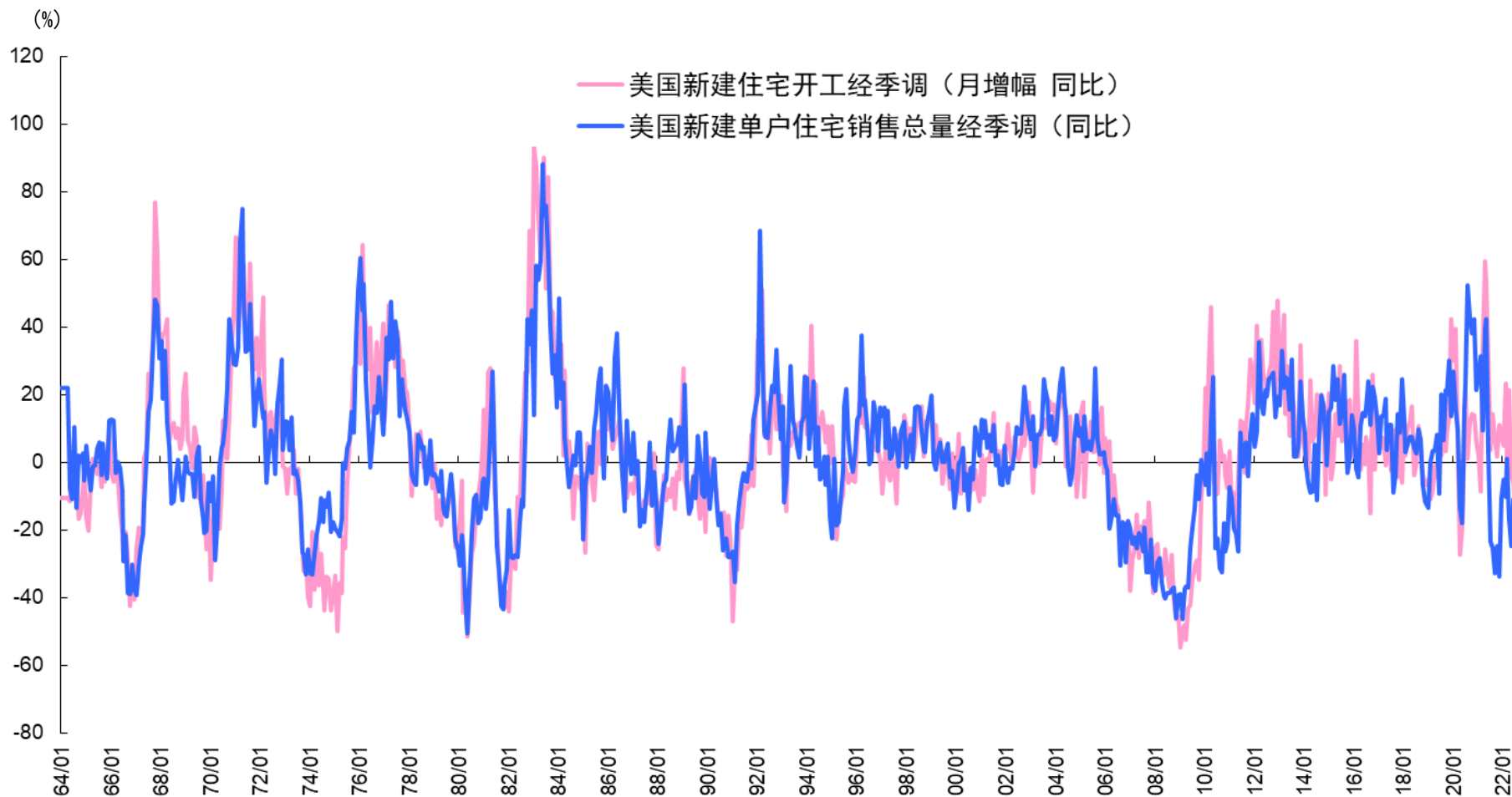
### ● 本轮房地产周期判断

综合目前美国居民的超额储蓄规模、薪资涨幅和房价收入比，以及美国房地产自身周期规律特征，自2023年初以来的房地产上行期可能持续至2024年中；住宅投资将对增长形成支撑。

### ● 基本逻辑：

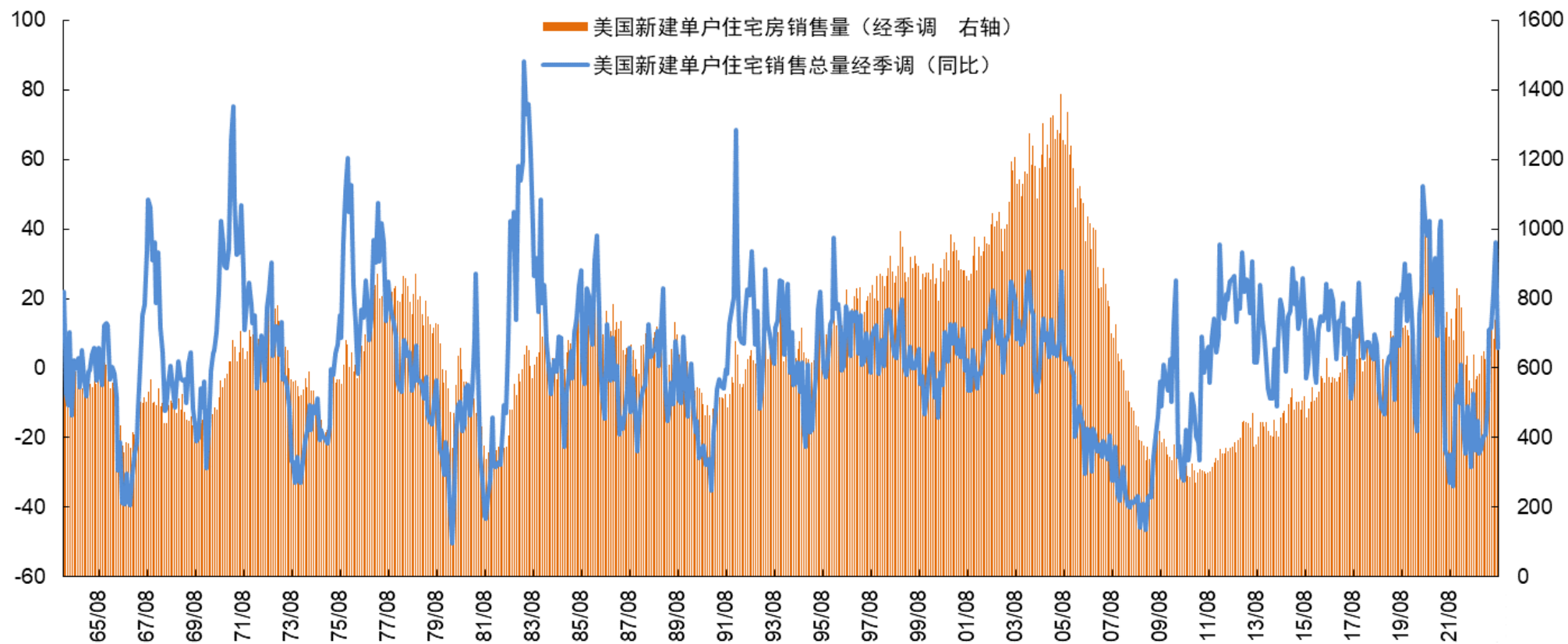
- 1) 从房地产销量和住宅投资看，1960年以来，美国经历了约13轮房地产周期，下行期和上行期时间跨度大致平衡；房屋销量领先开工投资约1个季度。
- 2) 美国房贷利率与房屋销售存在一定关系，但并不显著。
- 3) 居民收入水平和房价收入比是房地产周期的关键影响因素。
- 4) 截至2023年Q2，美国家庭部门仍有约7500亿美元超额储蓄，薪资涨幅处于相对高位（超4%）、房价收入比处于历史相对合理水平（115%），这为房地产市场景气上行提供了支持。

# 美国房地产周期：住宅销售领先开工建设约1个季度



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

# 美国房地产周期：基于销量的周期划分（1）



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

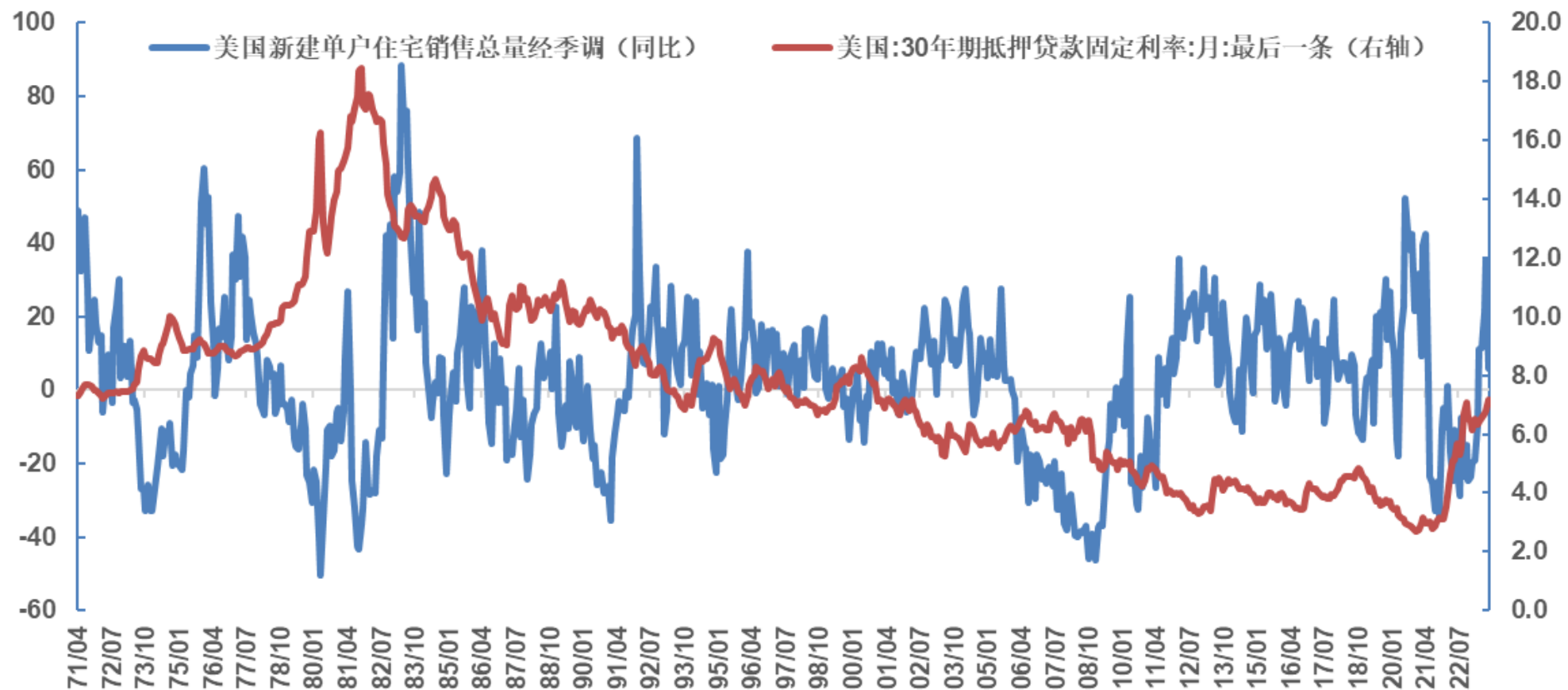


## 美国房地产周期：基于销量的周期划分（2）

住宅销售周期					
周期	阶段	开始时间	结束时间	阶段持续时间	周期持续时间
1	下行	1965/12	1966/12	12个月	22个月
	上行	1966/12	1967/10	10个月	
2	下行	1967/10	1970/2	27个月	40个月
	上行	1970/2	1971/3	13个月	
3	下行	1971/3	1974/1	34个月	57个月
	上行	1974/1	1975/12	23个月	
4	下行	1975/12	1980/4	51个月	63个月
	上行	1980/4	1981/4	12个月	
5	下行	1981/4	1981/9	5个月	24个月
	上行	1981/9	1983/4	19个月	
6	下行	1983/4	1984/12	20个月	35个月
	上行	1984/12	1986/4	15个月	
7	下行	1986/4	1991/1	57个月	69个月
	上行	1991/1	1992/1	12个月	
8	下行	1992/1	1994/12	35个月	48个月
	上行	1994/12	1996/2	13个月	
9	下行	1996/2	2000/6	52个月	103个月
	上行	2000/6	2005/7	61个月	
10	下行	2005/7	2009/1	42个月	56个月
	上行	2009/1	2010/4	14个月	
11	下行	2010/4	2011/4	12个月	33个月
	上行	2011/4	2013/1	21个月	
12	下行	2013/1	2014/6	17个月	30个月
	上行	2014/6	2015/7	13个月	
13	下行	2015/7	2018/11	40个月	69个月
	上行	2018/11	2021/4	29个月	
14	下行	2021/4	2022/12	20个月	
	上行	2022/12			

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

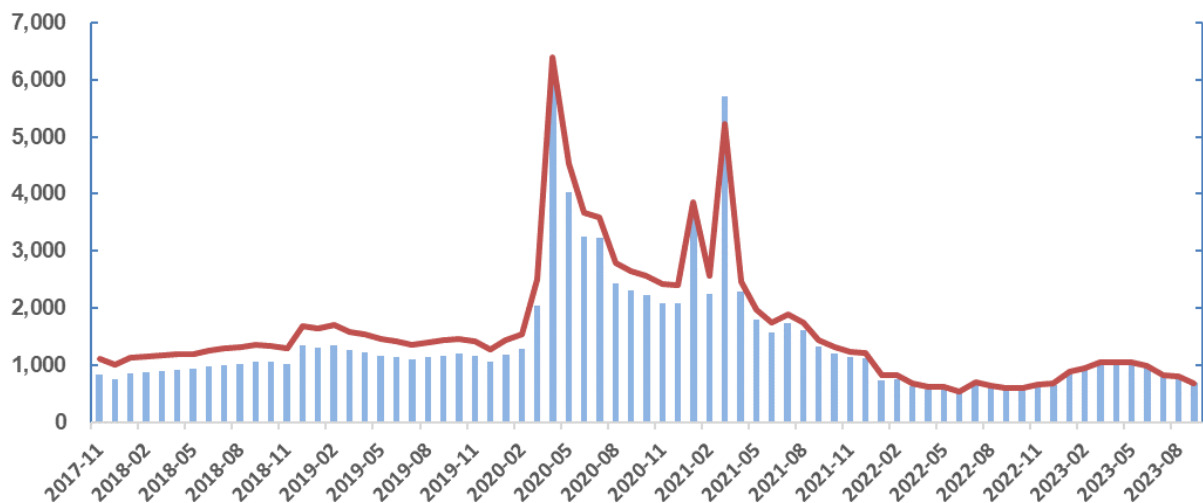
## 美国房地产周期：房贷利率与销售有一定关系，但不显著



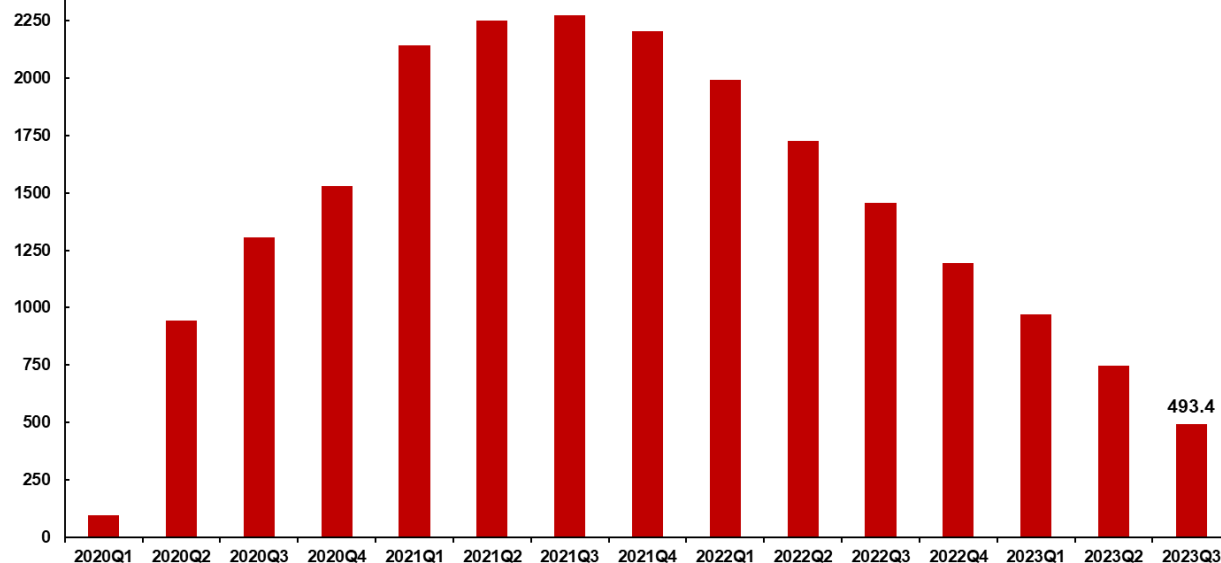
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

# 美国房地产周期：房地产上行支撑因素：超额储蓄与薪资增长

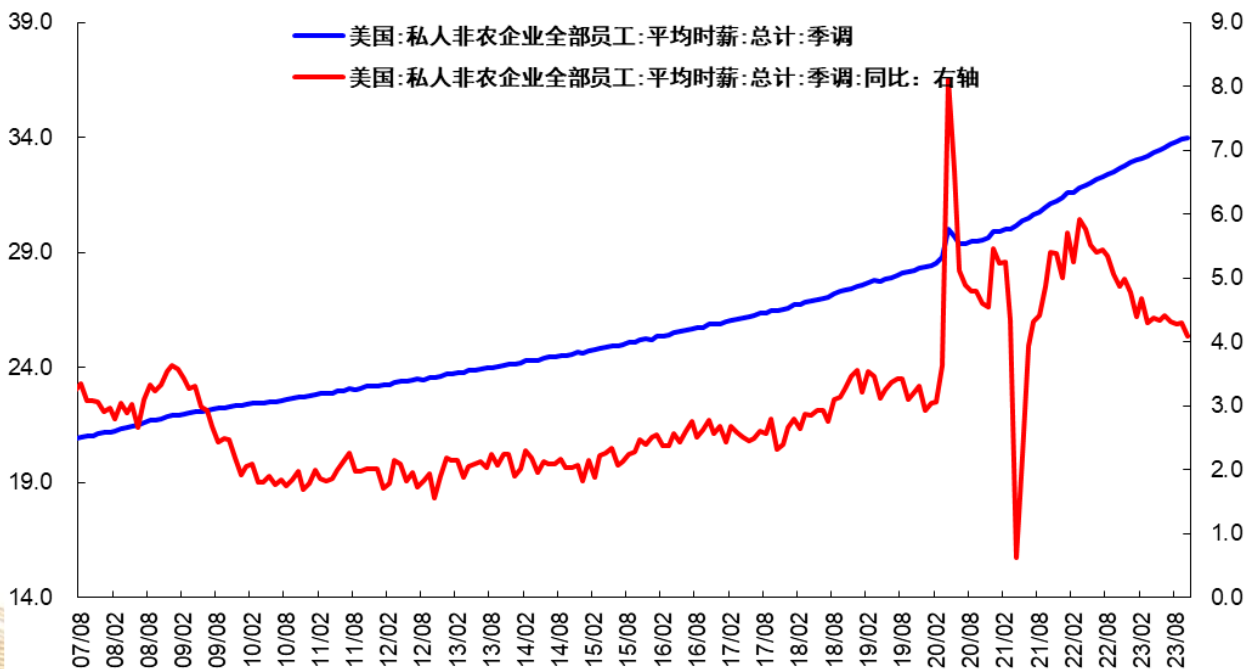
— 美国：个人储蓄存款总额：季调：折年数 — 美国：个人储蓄存款占可支配收入比例：季调：折年数



■ 美国居民超额储蓄存量规模（十亿美元）



— 美国：私人非农企业全部员工：平均时薪：总计：季调 — 美国：私人非农企业全部员工：平均时薪：总计：季调：同比：右轴



- 1) 超额储蓄尚有结余，预计可以消耗至2024年二季度。
- 2) 薪资涨幅处于历史相对高水平。

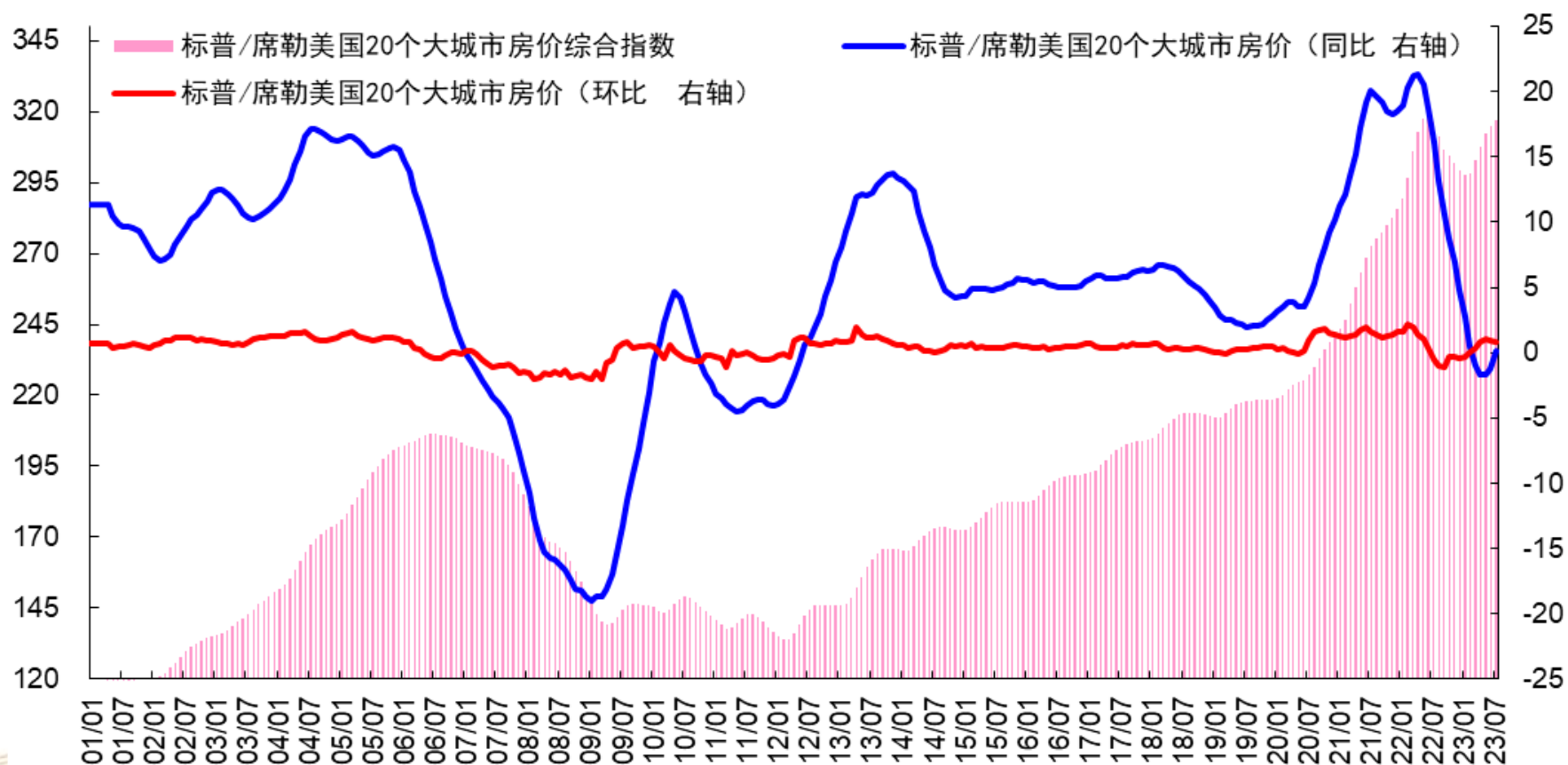
注明：单位：十亿美元、%

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

## 美国房地产周期：主要房价指标变化

2020-2021年美国房价持续上涨的原因：1) 疫情后财政支持下，居民购房需求较好，并带来库存水平下降；2) 2022年大宗商品价格上涨及通胀显著回升下，导致相关建筑材料及人工成本上行，并传导至房价中。

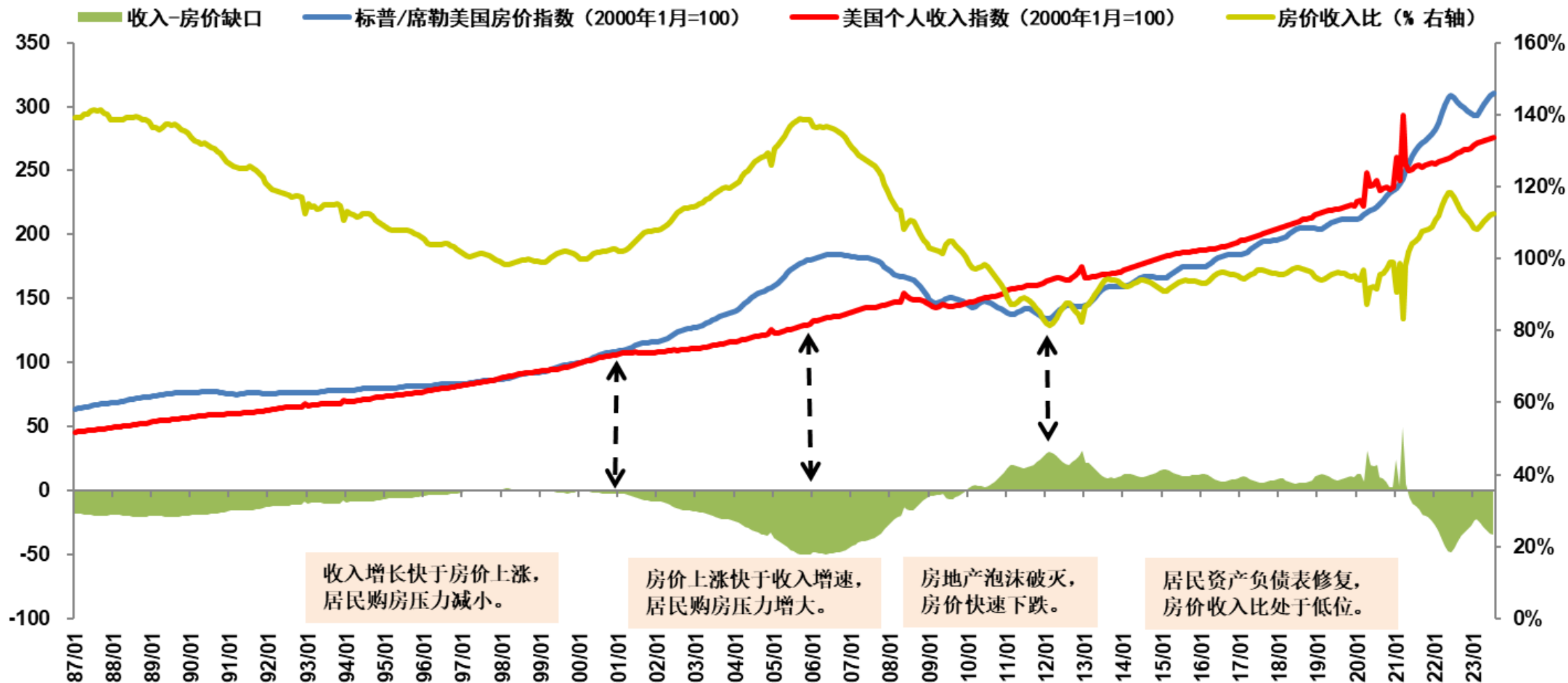
新的房地产上行周期下，房价又出现触底回升迹象。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



# 美国房地产周期：房地产上行支撑因素：相对合理的房价收入比

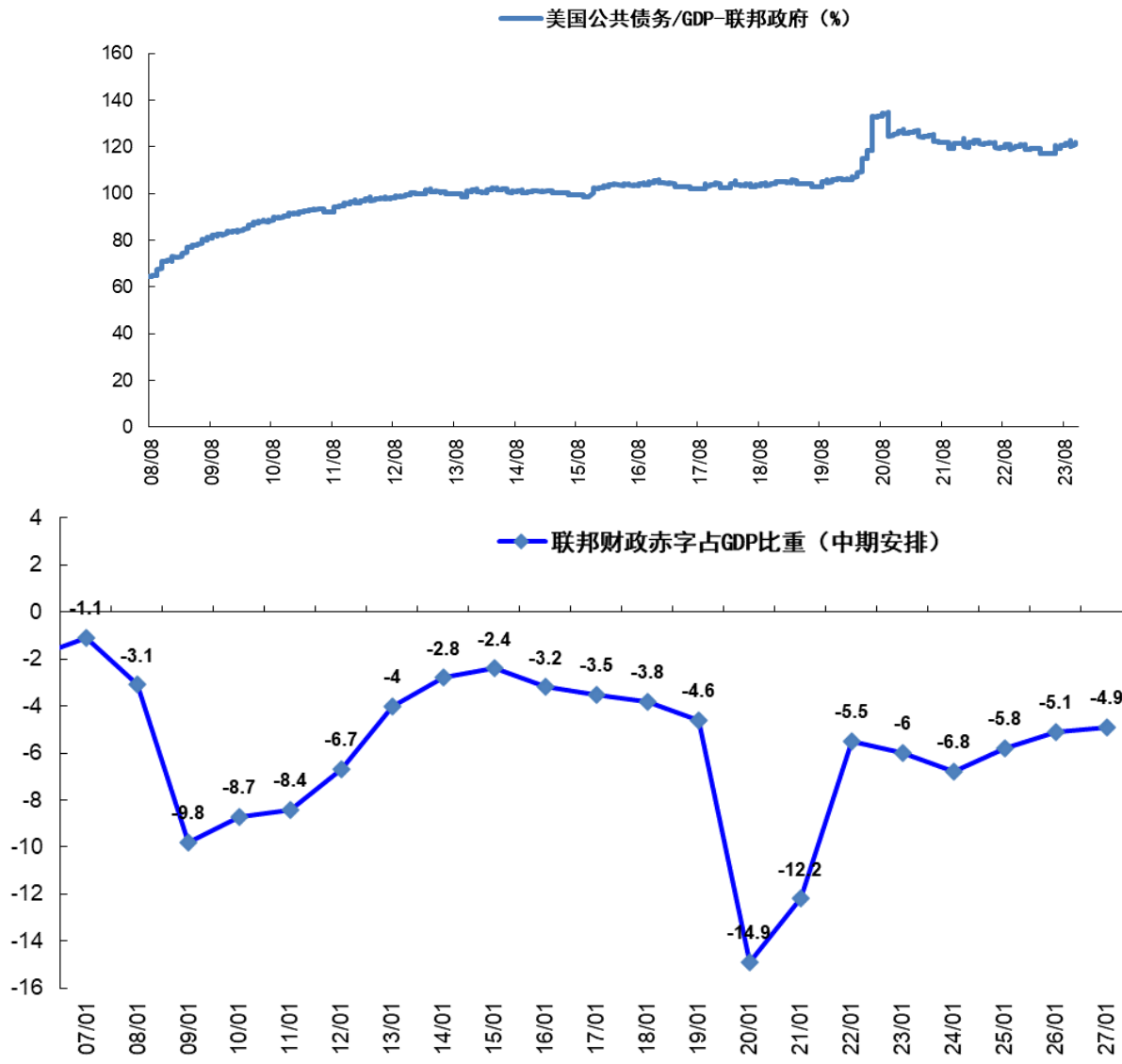
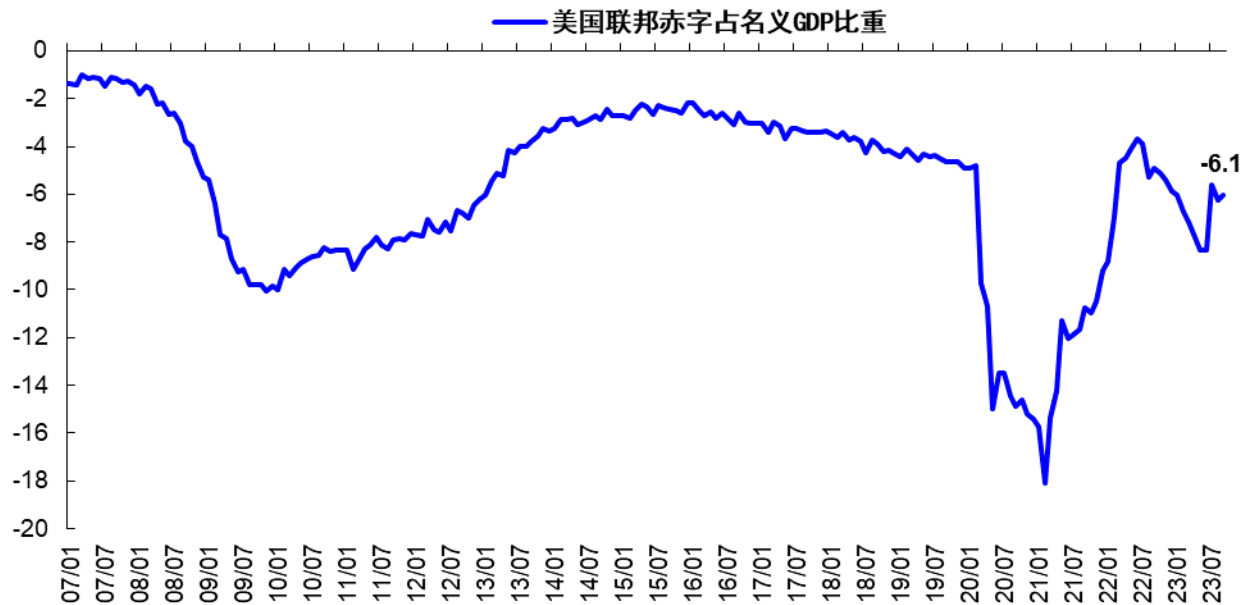




# 美国财政保持扩张

● 为支持高科技、新能源产业，同时受到大选因素影响，美国2023-2024年财政处于扩张期。

● 截至2023年10月，美国财政赤字为6.1%，在经济较强下仍保持财政扩张。

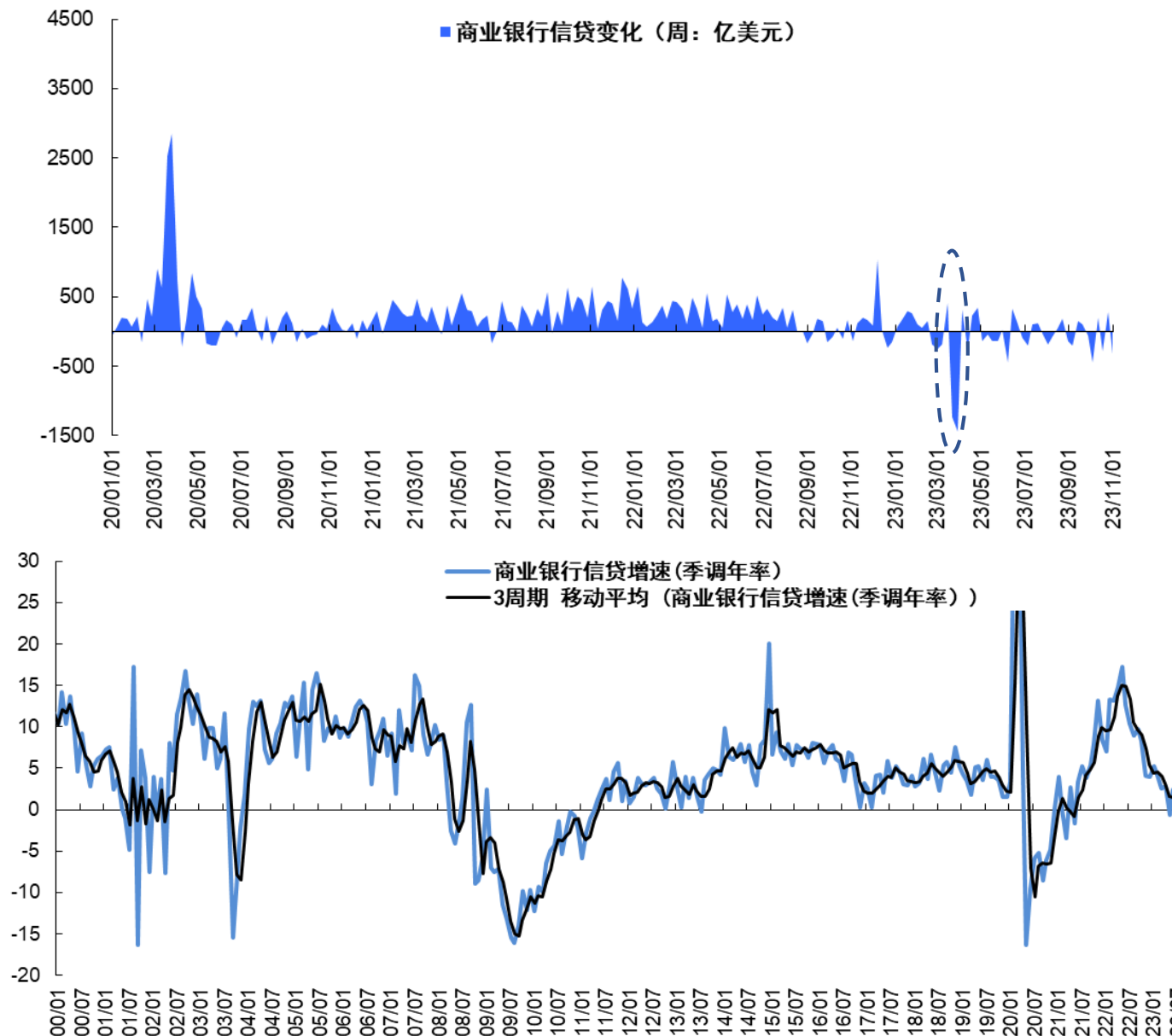


## 海外经济分析：高利率下，中小银行风险须关注

2023年3月10日以来，美国硅谷银行、签名银行、第一共和银行以及欧洲的瑞士信贷银行相继破产被收购。

美国银行业风波导致3月下半月信贷显著收缩。

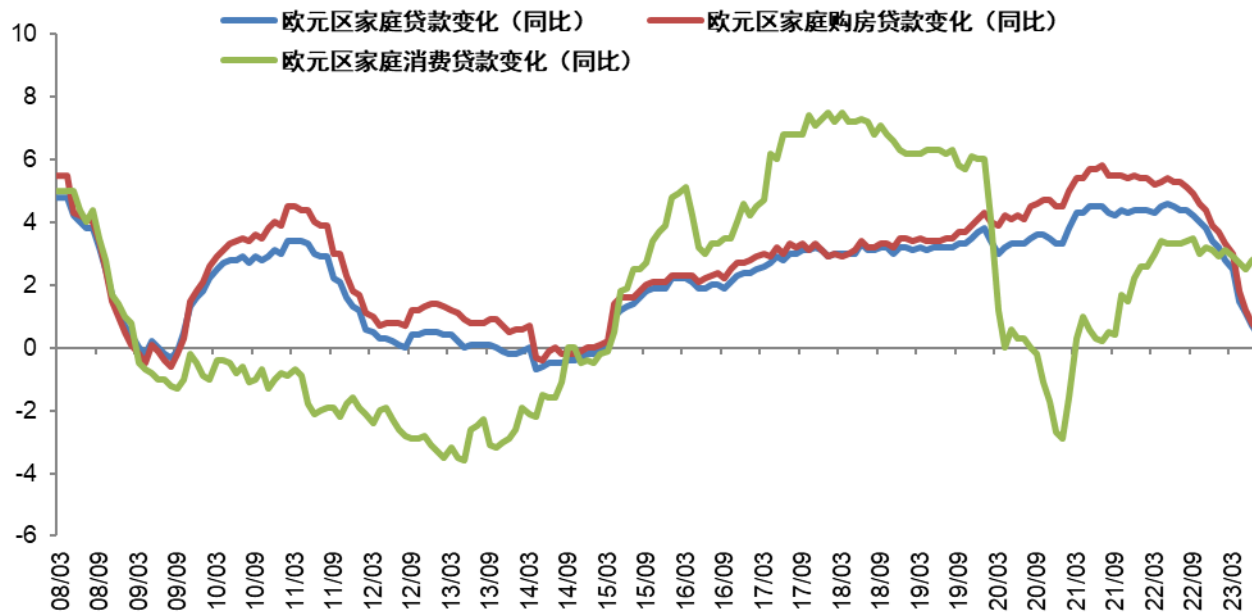
高利率环境下，中小银行风险须要持续关注。信贷扩张有所放缓。



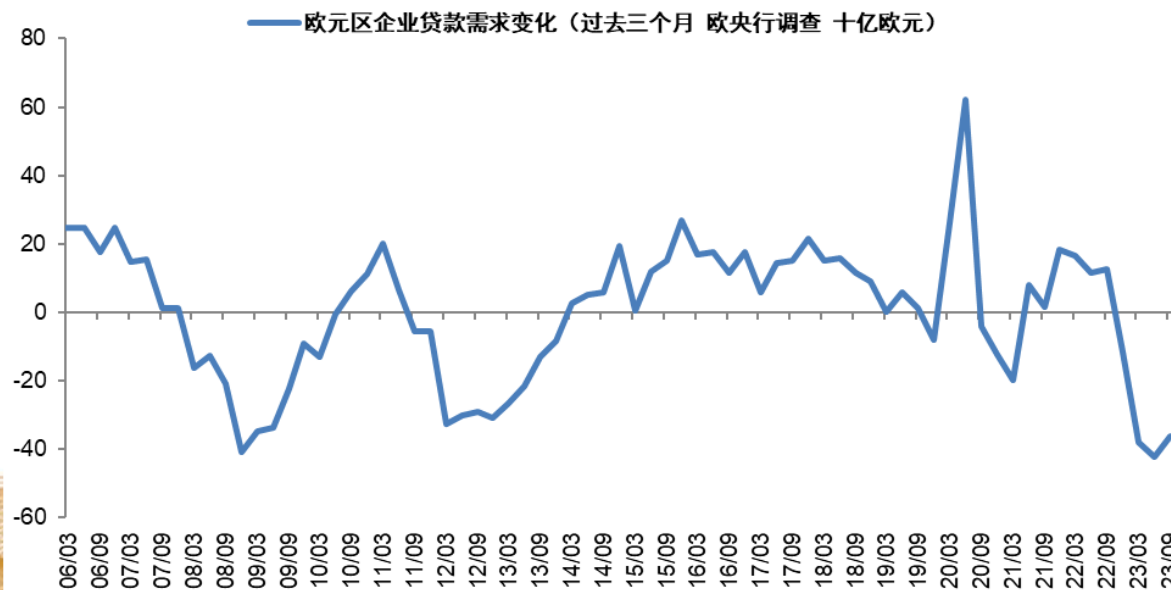
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

# 海外经济分析：欧元区信贷扩张放缓

受高利率影响，欧元区家庭购房和企业信贷增速均处于较低水平。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所





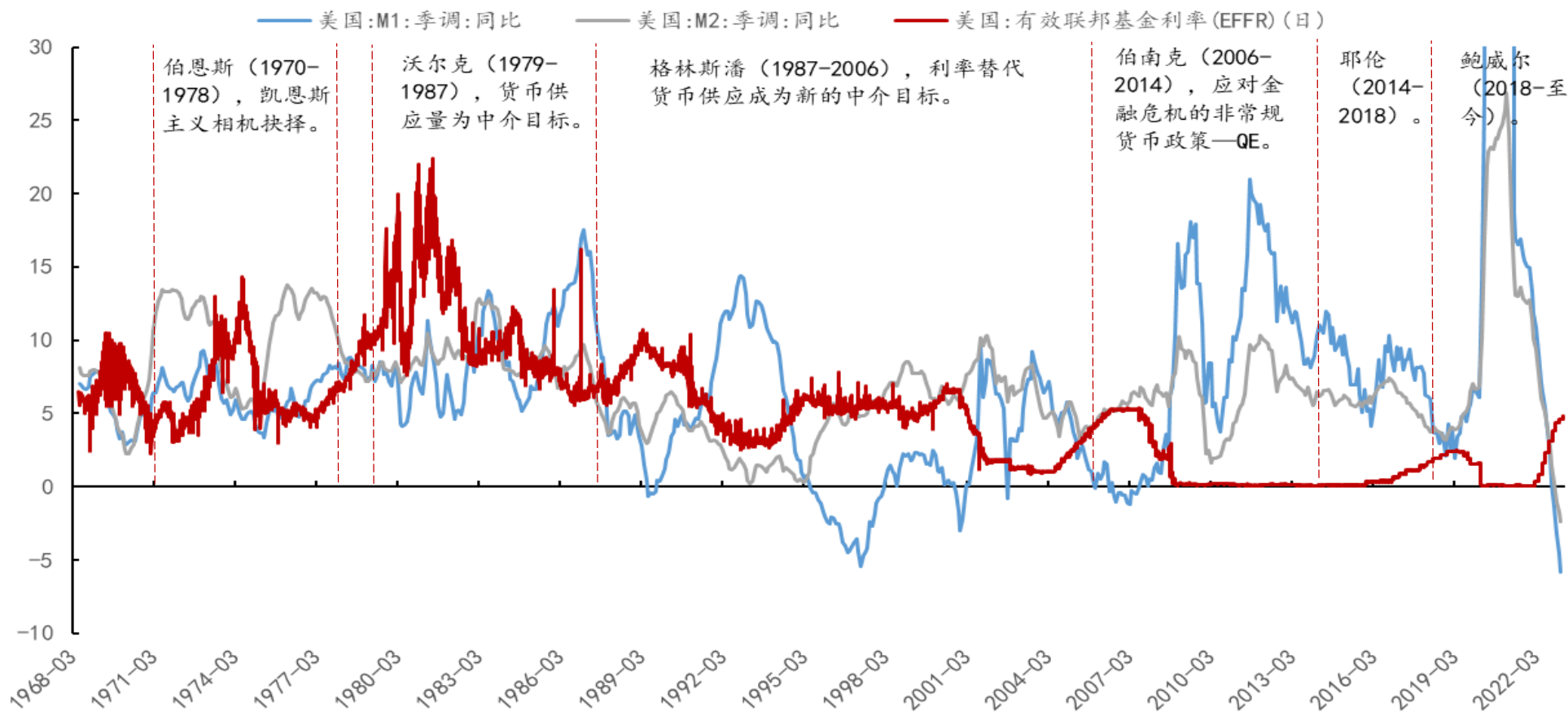
### 3) 美联储进入加息末期

最后一次加息至下一轮首次降息的时间段

## 加息末期：参考时段选择

- 美联储货币政策框架在1990年代发生了较大的变化。上世纪70-80年代沃克尔任联储主席时期，货币供应量（M1、M2）是货币政策最主要的中介目标。而格林斯潘上任后将货币政策操作目标从货币供应量转向利率并延续至今。
- 我们认为从货币政策操作目标的连贯性来看，1990年后的加息周期对当前的参考意义或许更大。

### 美国货币政策目标变动情况梳理（%）





## 加息末期：上世纪90年代以来的加息末期

● 1990年以来美联储共实施了五轮加息：分别是1994/02-1995/02, 1999/06-2000/05, 2004/06-2006/06, 2015/12-2018/12, 2022/3至今。下表梳理了1990年以来，美联储历次加息次数、幅度、持续时间、最后加息至降息间隔时间以及降息时间等情况。

● **加息末期**：我们将最后一次加息至下一轮首次降息的时段，称为“加息末期”。

1990年以来美联储历次加息及加息末期时段梳理

初次加息	末次加息	加息次数	加息幅度	持续时间	利率峰值	至降息间隔时间 (加息末期)	初次降息
1994-02	1995-02	7次	300bp	12个月	6.00%	5个月	1995-07
1999-06	2000-05	6次	175bp	11个月	6.50%	8个月	2001-01
2004-06	2006-06	17次	425bp	24个月	5.25%	15个月	2007-09
2015-12	2018-12	9次	225bp	36个月	2.50%	8个月	2019-08
2022-03	2023-07 (E)	11次	525bp	16个月	5.50%	?	?

## 已进入加息末期：判定条件

● 加息末期，通胀已无上行动力，失业率从低位略有回升。观察美联储的两大政策目标通胀和失业可以发现两条规律：

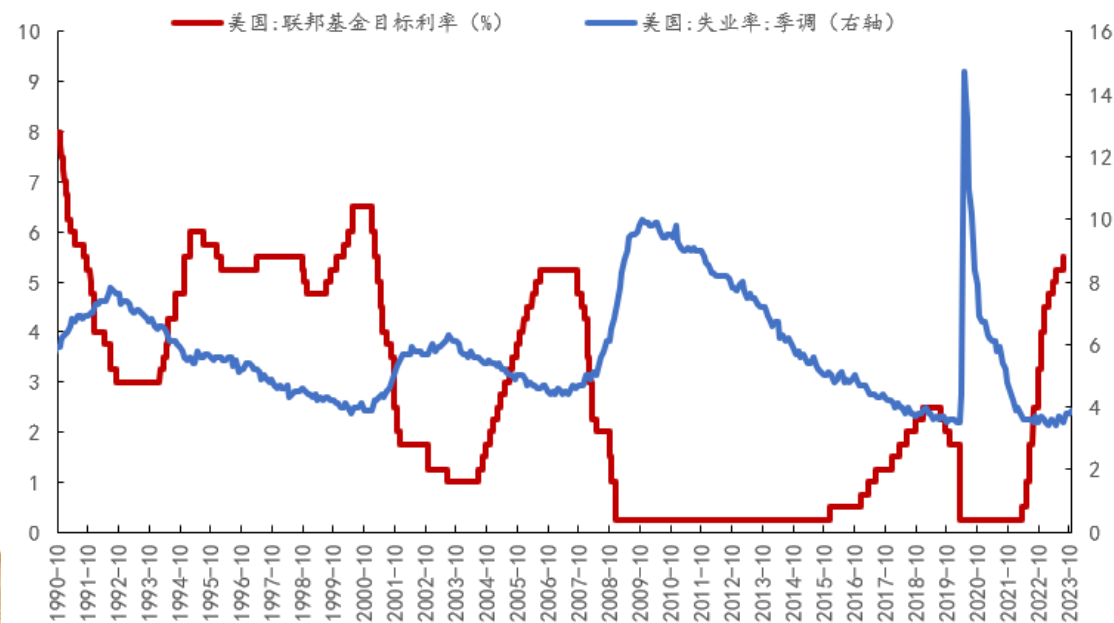
- 1) 并非通胀降至2%才会停止加息，而是只要通胀没有明显的上升动力时加息便会停止；
- 2) 并非等到失业率明显上行时才会停止加息，而是劳动力市场仍然较为强劲，失业率维持低位略有回升时，加息便会停止。

● 目前已具备上述两项条件，即大概率已进入加息末期。

### 美国联邦基金目标利率和通胀 (%)



### 美国联邦基金目标利率和失业 (%)





## 2、中国经济

2.1 国内经济增长

2.2 通胀

2.3 货币政策与信贷社融

# 国内经济展望

主要项目		2024年展望	
经济增长	总体预判	在经历疫后一年经济恢复，加上宏观政策持续发力支持，2024年中国经济增速有望向趋势稳态水平回归，预计GDP单季环比中枢在1.2%附近，全年同比4.8%左右，一季度至四季度同比分别为4.2%、5.0%、4.8%和5.0%。	
	供给端	中美有望同步补库、国内房地产的收缩和拖累边际收窄、出口增速或逐步转正，制造业景气有望改善。	
	需求端	消费	居民消费倾向继续向疫情前水平回归；消费仍将是GDP的主要拉动项，预计消费对经济增长贡献率有望在65%附近；预计居民人均名义消费增速6.5%左右（实际增速5%）；社会消费品零售总额名义增速7%（实际增速5.5%）。
		投资	预计固定资产投资增速在4%附近，房地产投资的拖累效应有望减弱，制造业和基建投资稳中略降。
		房地产投资	房地产投资拖累效应有望减弱： <ul style="list-style-type: none"> <li>● 商品房方面：预计2024年土地购置费同比下降约7%，建安支出与施工面积增速相一致，同比下降约7%，商品房领域房地产开发投资完成额同比下降约7%。</li> <li>● 保障房方面：“新房改”下，配售型保障房将逐渐试点开展，预计政策将会有力支持。如果2024年配售型保障房投资规模在2000-3000亿元，对房地产投资增速拉动约2%（2023年房地产投资规模约12万亿元）。</li> <li>● 综合上述预测，预计2024年房地产投资增速约-5%，较2023年负值收窄。</li> </ul>
		基建投资	基建投资略有放缓，增速约7%： <ul style="list-style-type: none"> <li>● 在化解地方政府债务风险背景下，地方新建项目融资将规范运行，过往导致隐性债务膨胀的信贷等融资将会受到规制。地方建设资金来源主要通过地方政府专项债和中央财政转移给予支持。</li> <li>● 鉴于2022-2023年基建投资持续保持较高增速，在地方政府融资投融资机制规范化、严格化下，预计2024年基建投资略有放缓。</li> </ul>
		制造业投资	政策对制造业的支持将延续，伴随外需和内需逐步稳定，制造业投资将保持在6%附近。
出口	出口增速或将逐步转正，同比增速3%左右。美国补库周期逐步开启以及中美关系边际改善或将带动美国进口中国占比继续回升；东盟、欧元区份额大概率维持韧性。		
通胀	总体预判	温和回升。	
	CPI	震荡上行，中枢1.3%。	
	PPI	逐步回升，5月或转正。	
财政政策	总体预判	继续实施积极有效的财政政策，赤字规模约4.7万亿元，赤字率3.5%左右；新增地方政府专项债规模约4.2万亿元。	
货币政策	总体预判	降准有空间、MLF适当超额续作、结构性工具积极；政策利率稳定或小幅下降。	
	具体工具	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>总量工具</b>：2024年外部货币政策产生的压力将会缓解；“降准”等补充长钱的阻力下降，预计存在0.5%-0.75%的降准空间，春节前可能会操作一次；MLF将保持适当超额续作。</li> <li>● <b>结构性工具</b>：继续结构性精准投放和支持“三大工程”，结构性工具将提供重点支持，关注PSL和保障房支持计划的规模。</li> <li>● <b>政策利率</b>：预计政策利率（OMO和MLF）保持稳定或小幅降息10BP。在存款利率累积下行后，5年期LPR有望下调，进一步引导终端利率适当回落。</li> </ul>	
信贷社融	总体预判	预计新增信贷约20.5万亿元，新增社融约33万亿元，社融增速约8.7%。	
	结构特征	结构上：地方政府债务化解背景下，与基建相关的信贷增长将会放缓，向政府债券（国债和地方专项债）转化；政策仍将积极支持制造业贷款；个人住房贷款增速有望低位企稳。	





## 2.1 国内经济增长

向趋势稳态水平回归



## 经济增速的趋势状态

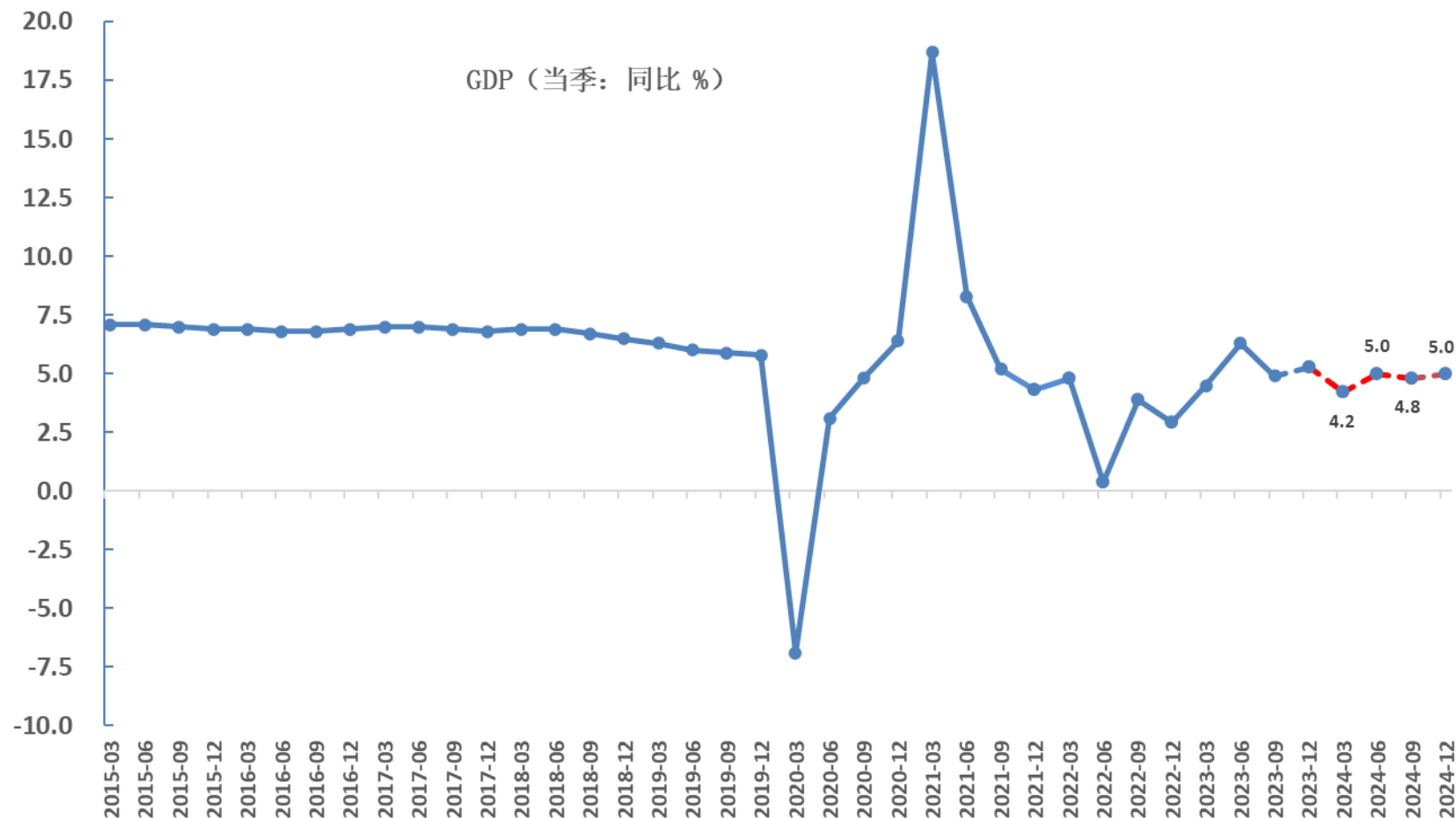
	2012-2013年	2014年	2015-2017年	2018年	2019年	2022Q4-2023Q3	2024年 (E)
GDP季度同比区间 (%)	7.5-8.1	7.2-7.6	6.8-7.1	6.5-6.9	5.8-6.3	2.9-6.3	4.2-5
GDP季度同比均值 (%)	7.8	7.4	6.9	6.8	6	4.7	4.8
GDP季度环比区间 (%)	1.6-2.1	1.7-1.8	1.4-1.9	1.3-1.8	1.3-1.6	0.5-2.3	1.1-1.3
GDP季度环比均值 (%)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.2	1.2

- GDP季度环比增速呈现趋势特征
- 经济活动恢复正常后，未来经济增速将会回归到趋势状态中
- 预计2024年，GDP季度环比增速中枢在1.2%，波动区间在1.1%-1.3%。



## 经济增速预测

- 2022-2023年，中国经济平均增速约为4.2%。
- 2024年中国经济继续巩固，稳步增长。预计2024年一季度至四季度GDP增速分别为4.2%、5.0%、4.8%和5.0%，全年增速同比4.8%。（四个季度环比中枢为1.2%）



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

## 经济主要指标预测

表：2024年主要宏观经济指标预测（亿元 %）

年份	GDP (%)	物价		工业增加值 (%)	服务业生产指数 (%)	消费品零售增速		固定资产投资增速				进出口			流动性		
		CPI(%)	PPI(%)			消费名义增速 (%)	消费实际增速 (%)	整体 (%)	房地产 (%)	基建 (%)	制造业 (%)	出口 (%)	进口 (%)	贸易差额 (亿美元)	新增信贷规模 (亿元)	社融余额增速 (%)	新增社融规模 (亿元)
2024年E	4.8	1.3	0.4	4.2	6.3	7	5.5	4	-5	7	6	3	2	9468	210000	8.7	330000
2023年E	5.3	0.4	-3	4.5	8	7.5	6.8	3.3	-9	8.3	6.5	-2.5	-5	8942	220000	9.5	343000
2022年	3	2.0	4.2	3.6	-0.1	-0.2	-2.8	5.1	-10	11.5	9.1	5.9	0.8	8477	213000	9.6	320000
2021年	8.4	0.9	8.0	9.6	13.1	12.5	10.7	4.9	4.4	0.2	13.5	29.6	30	6704	199462	10.3	313500
2020年	2.2	2.5	-1.8	2.8	0	-3.9	-5.2	2.9	7	3.4	-2.2	3.6	-0.6	5240	196382	13.3	348634
2019年	6.0	2.9	-0.3	5.7	6.9	8	6	5.4	9.9	3.3	3.1	0.5	-2.7	4217.5	168171	10.7	256735
2018年	6.7	2.1	3.5	6.2	7.7	9	6.9	5.9	9.5	1.8	9.5	10	16	3509	161663	10.3	224900
2017年	6.9	1.6	6.3	6.6	8.2	10.2	9	7.2	7.0	15	4.8	8	16	4195.5	135300	14.1	261500
2016年	6.8	2.0	-1.4	6	--	10.4	9.6	8.1	6.9	15.7	4.2	-7.7	-5.5	5100	126500	17.8	272300
2015年	7.0	1.4	-5.2	6.1	--	10.7	10.6	10.0	1.0	17.3	8.1	-3	-14	5932.2	117200	15.1	200900

注明：截至2023年10月，

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

工业增加值：当月同比4.6%，累计同比4.1%；服务业生产指数：当月同比7.7%，累计同比7.9%；

名义社零：当月同比7.6%，累计同比6.9%；

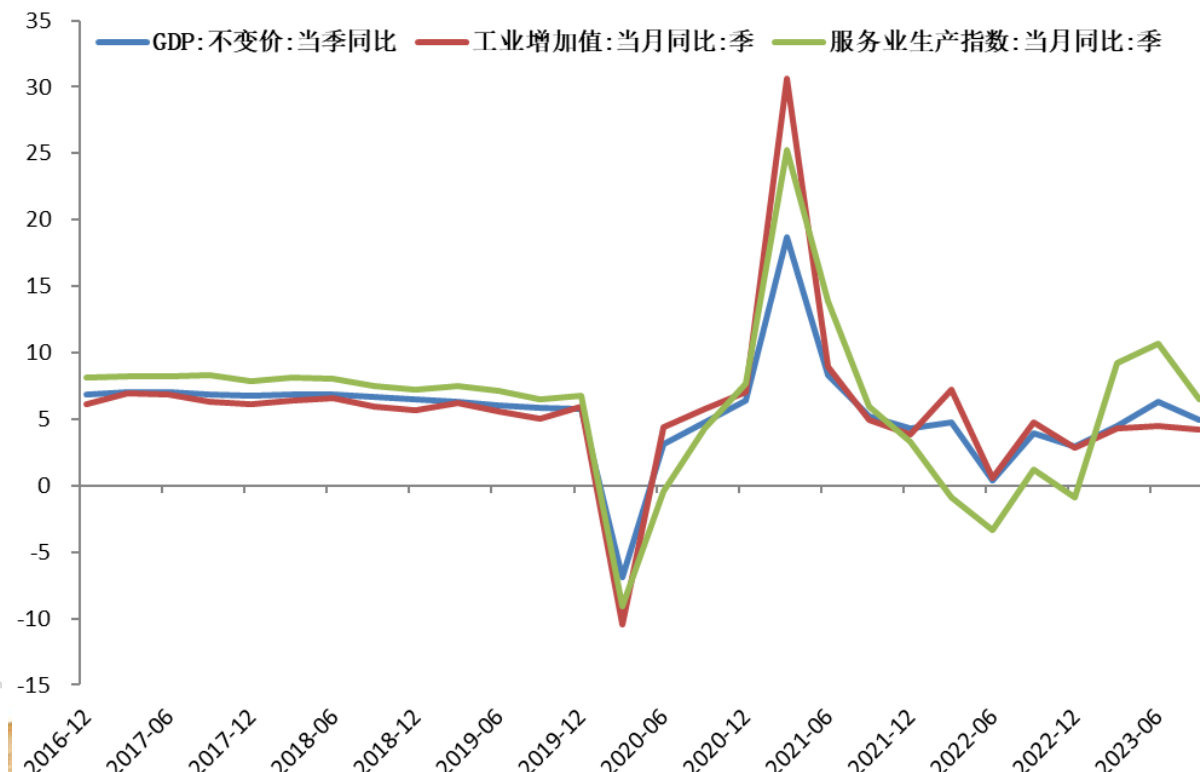
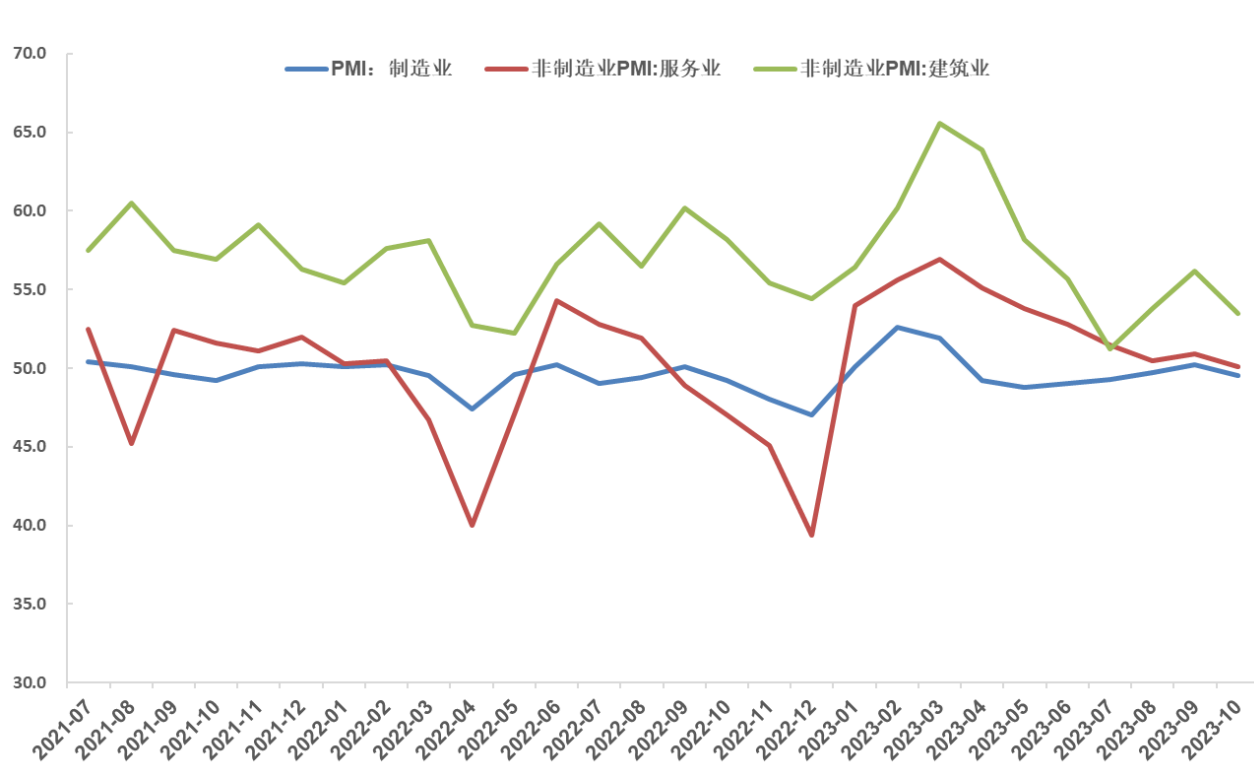
固定资产投资：累计增速2.9%，其中，制造业6.2%，房地产开发投资-9.3%，基建（含电力）8.3%；

出口：当月同比-6.4%，累计同比-5.6%；进口：当月同比3%，累计同比-6.5%。

信用扩张：累计新增信贷规模20.5万亿元，累计新增社融规模31.2万亿元，社融存量增速9.3%。

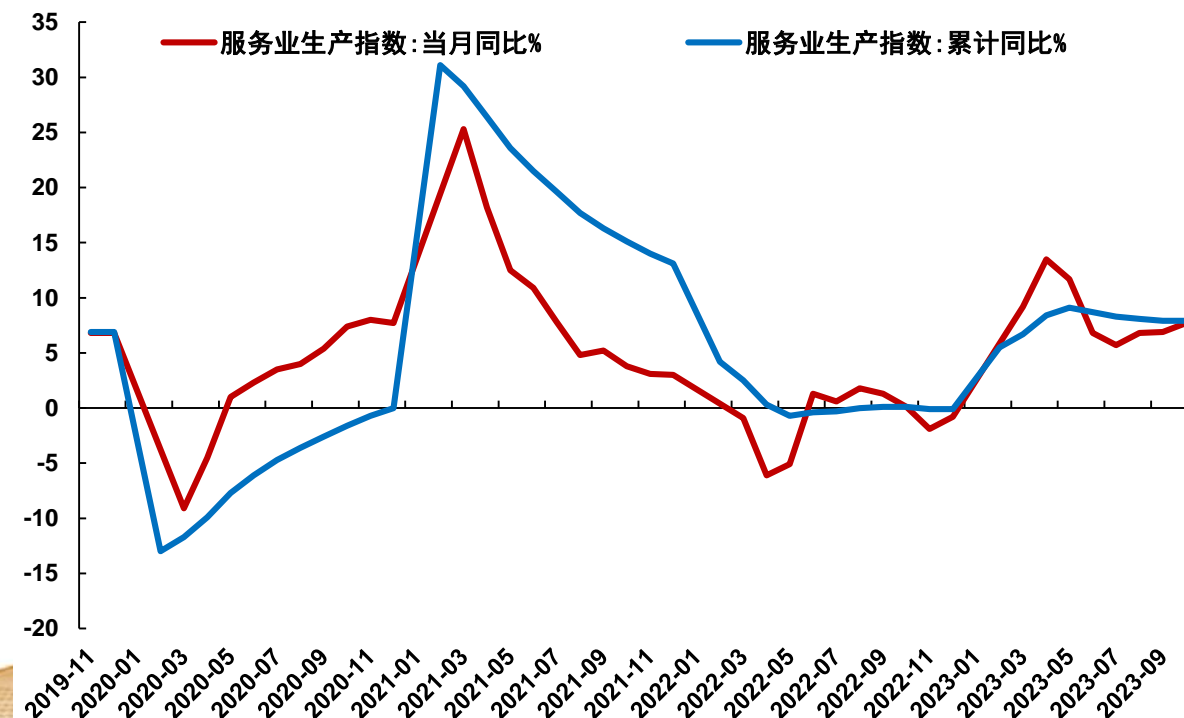
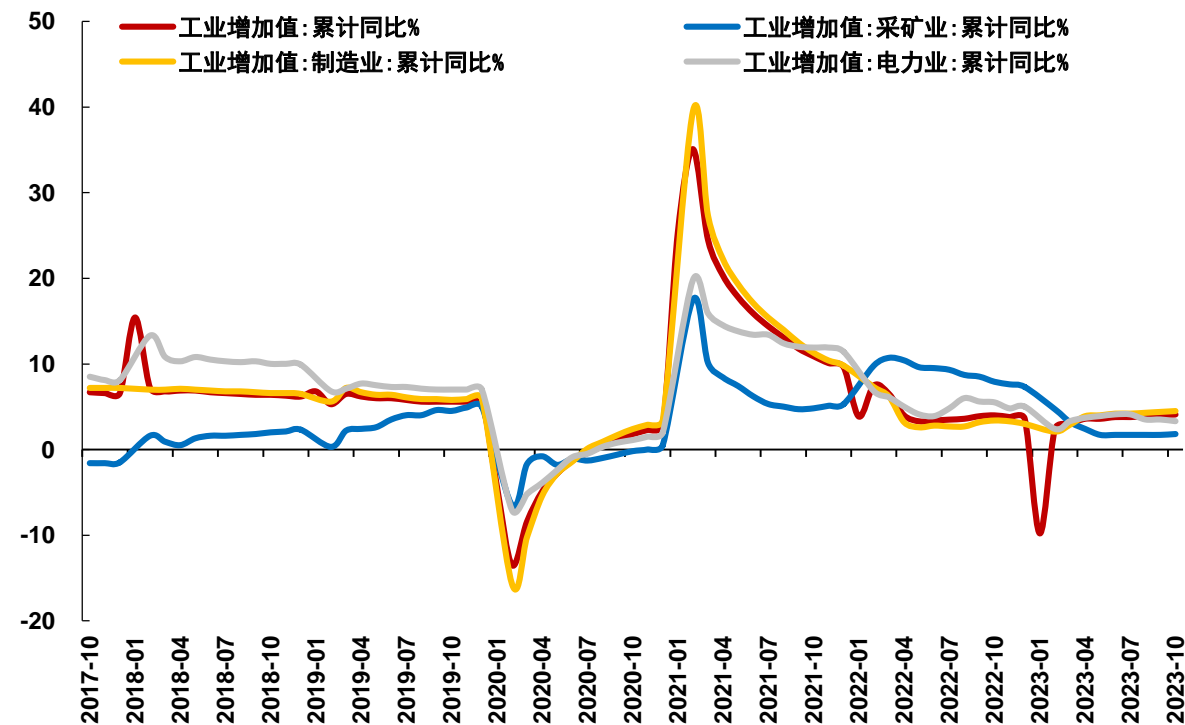
## 供给端的特征：制造业与服务业的分化

- 2023年，全球主要经济体服务业景气度高于制造业，中国亦如是，原因：1) 疫情后服务业显著反弹恢复；2) 俄乌冲突后生产制造成本上行、中美同步去库存，导致制造业呈现弱态。另外，中国国内房地产继续收缩，与之相关的上下游制造业受影响。
- 2024年，中美有望同步补库、国内房地产的收缩和拖累边际收窄，制造业景气有望改善。



## 供给端的特征：制造业与服务业的分化

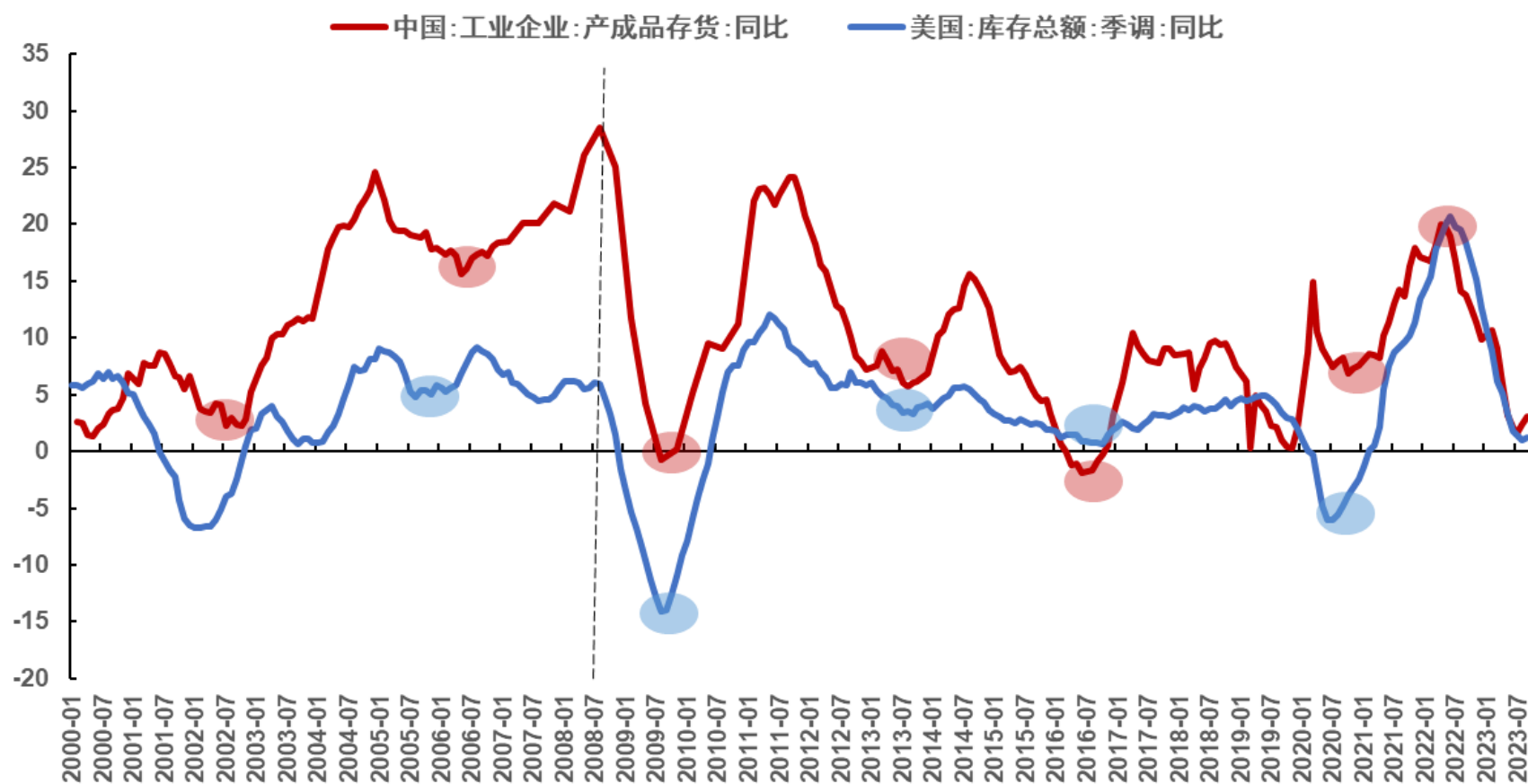
- 2023年，外需较弱和内需不足是工业生产的主要掣肘。从整体走势上看，开年增势较快，但修复的基础并不牢固，二季度放缓。8月份之后，随着稳经济政策陆续落地生效，需求不足的问题有所缓解。
- 后疫情时代第一年里，服务业在快速反弹之后，逐渐向平稳增长转变过渡，整体修复明显，保持了较快增速。





## 供给端的特征：2024年中美有望同步补库

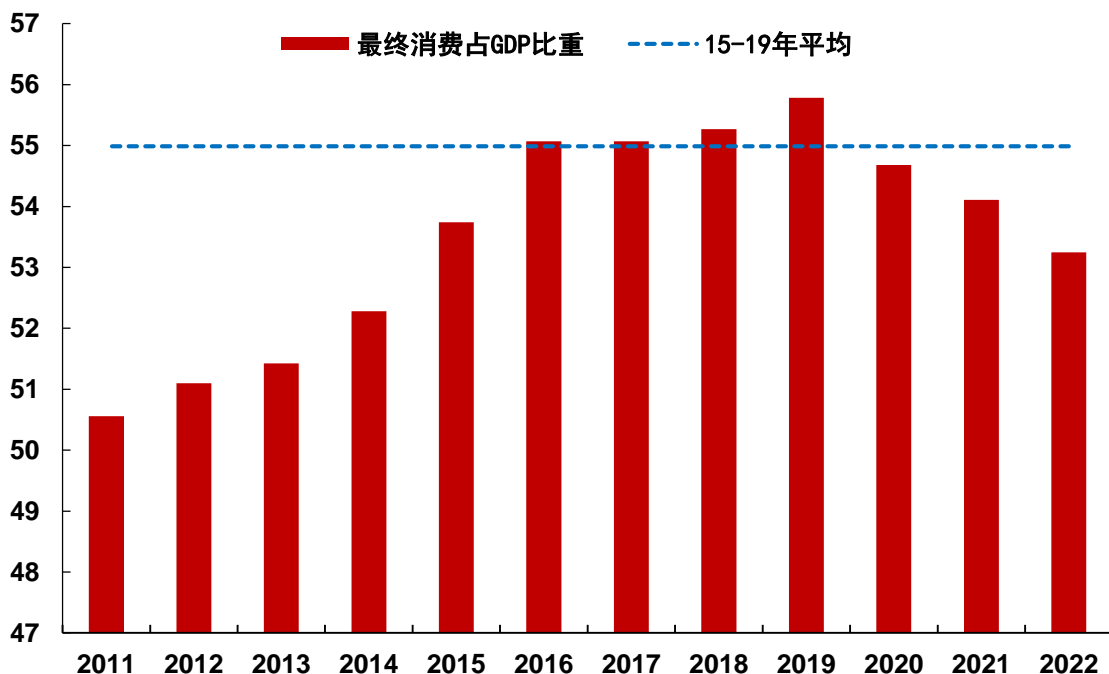
- 从2000年以来的样本看，中美库存共振时期占比约69%，错位占比约31%，共振明显更为普遍。
- 从中美各自库存周期和二者共振特征看，2024年同步补库概率较大。



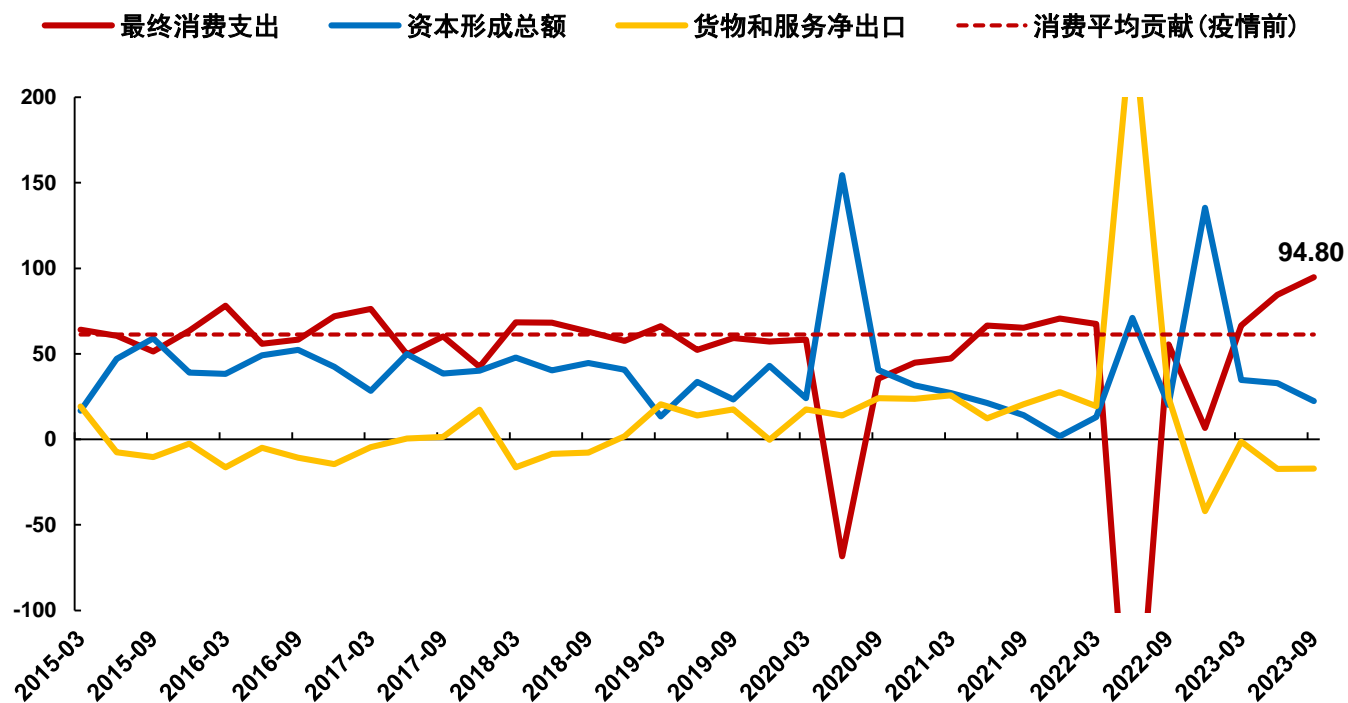
## 消费：对经济增长的贡献

- 疫情前，消费占GDP比重逐年上升，2015年-2019年，占比均值约55%。从消费对经济增长贡献率看，正常年份大概在60%。
- 2023年，疫情消退及出口相对走弱下，消费对GDP的贡献较为突出；其中，第三季度消费贡献率达到了94.8%。
- 2024年，消费仍将是GDP的主要拉动项，预计消费对经济增长贡献率有望在65%附近。

最终消费占GDP比重 (%)



支出法下三大项对GDP增长贡献率 (%)

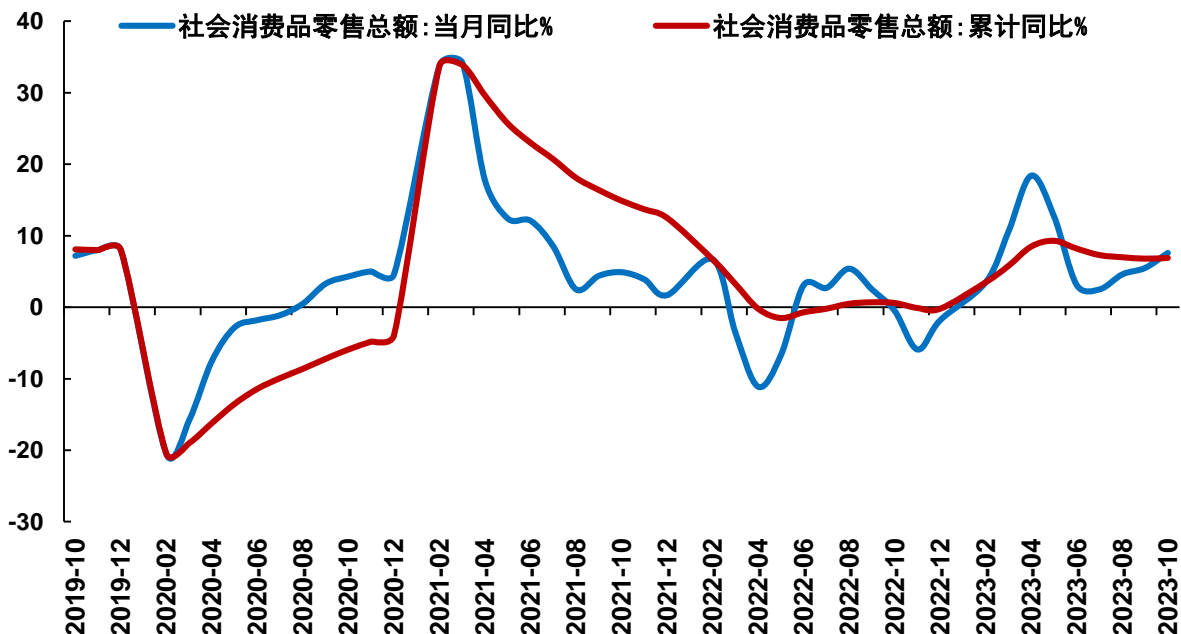


## 消费：重要特征

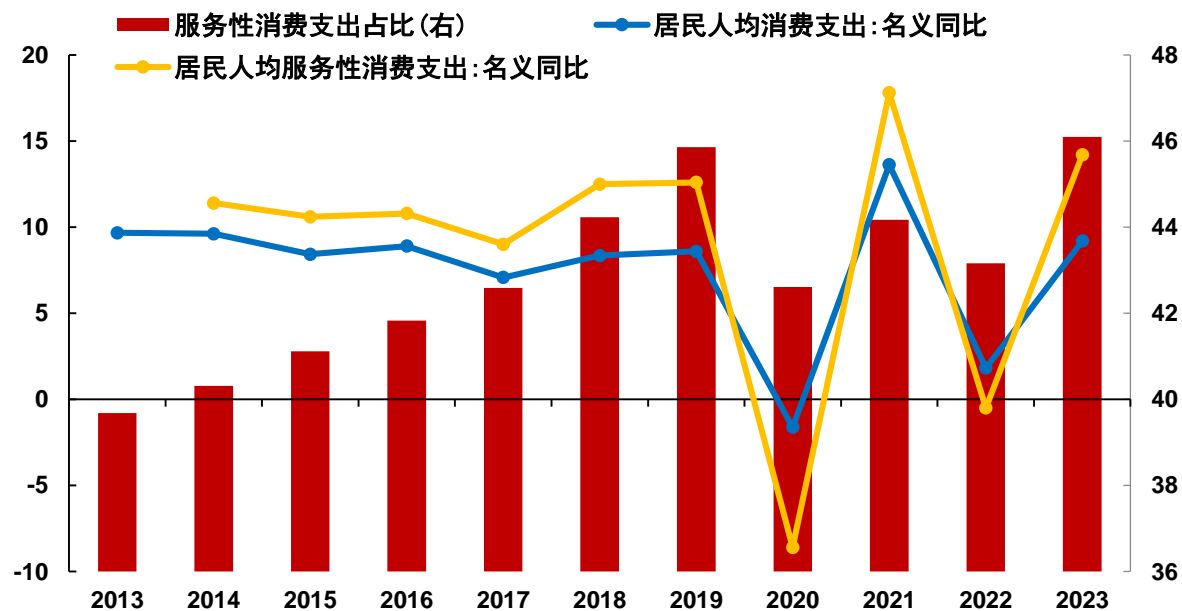
● **节奏特征**：2023年，随着疫情消退，经济运行恢复，消费整体处于复苏通道：一季度，疫后爆发性消费叠加2022年低基数影响，消费快速反弹；二季度，受消费基础尚不牢固影响，增速回落；三季度，随着经济持续修复以及促消费政策落地生效，增速又有所回升。

● **结构特征**：2023年，低基数下，服务性消费支出增长较快。表现在：1) 前三季度，居民人均消费支出增速9.2%高于社会消费品零售总额增速6.8%，二者差异主要源于服务项；2) 前三季度，居民人均服务性消费支出增速14.2%，快于人均消费支出增速5个百分点。特别地，前三季度，居民服务类消费占比达到了46.1%，超过2019年45.9%的水平。

社会消费品零售总额增速 (%)



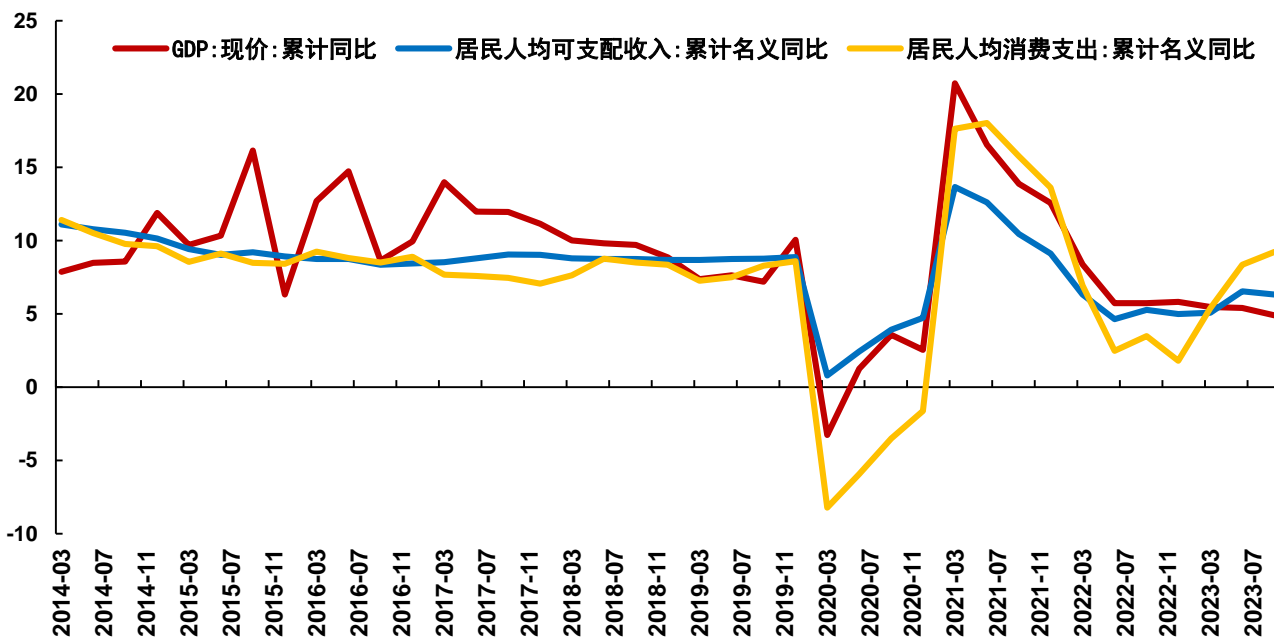
居民人均消费和服务性消费支出增速 (%)



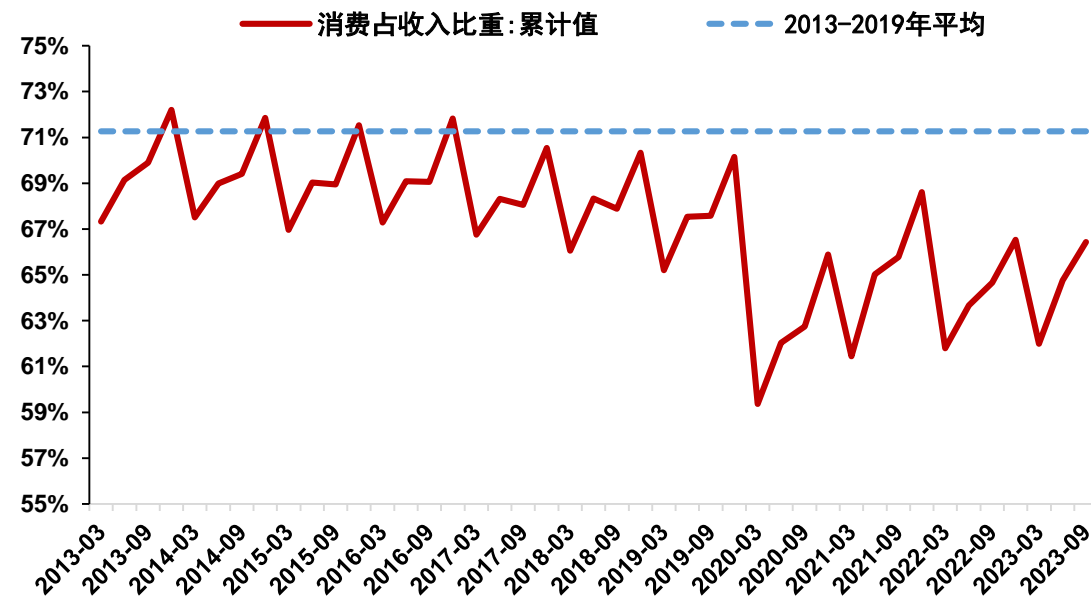
## 消费：2024年增速展望

- 居民收入增速和居民消费倾向（居民人均消费性支出/居民人均可支配收入）是消费增速的决定因素。
- 若2024年居民消费倾向继续向疫情前水平回归（2013-2019年的均值为71.21%），将带来消费约3.28%的增长，居民消费将拉动GDP增长约1.3%。
- 综合看，预计2024年居民人均名义消费增速6.5%左右（实际增速5%）；社会消费品零售总额名义增速7%（实际增速5.5%）。

GDP增速、居民收入与消费增速(%)

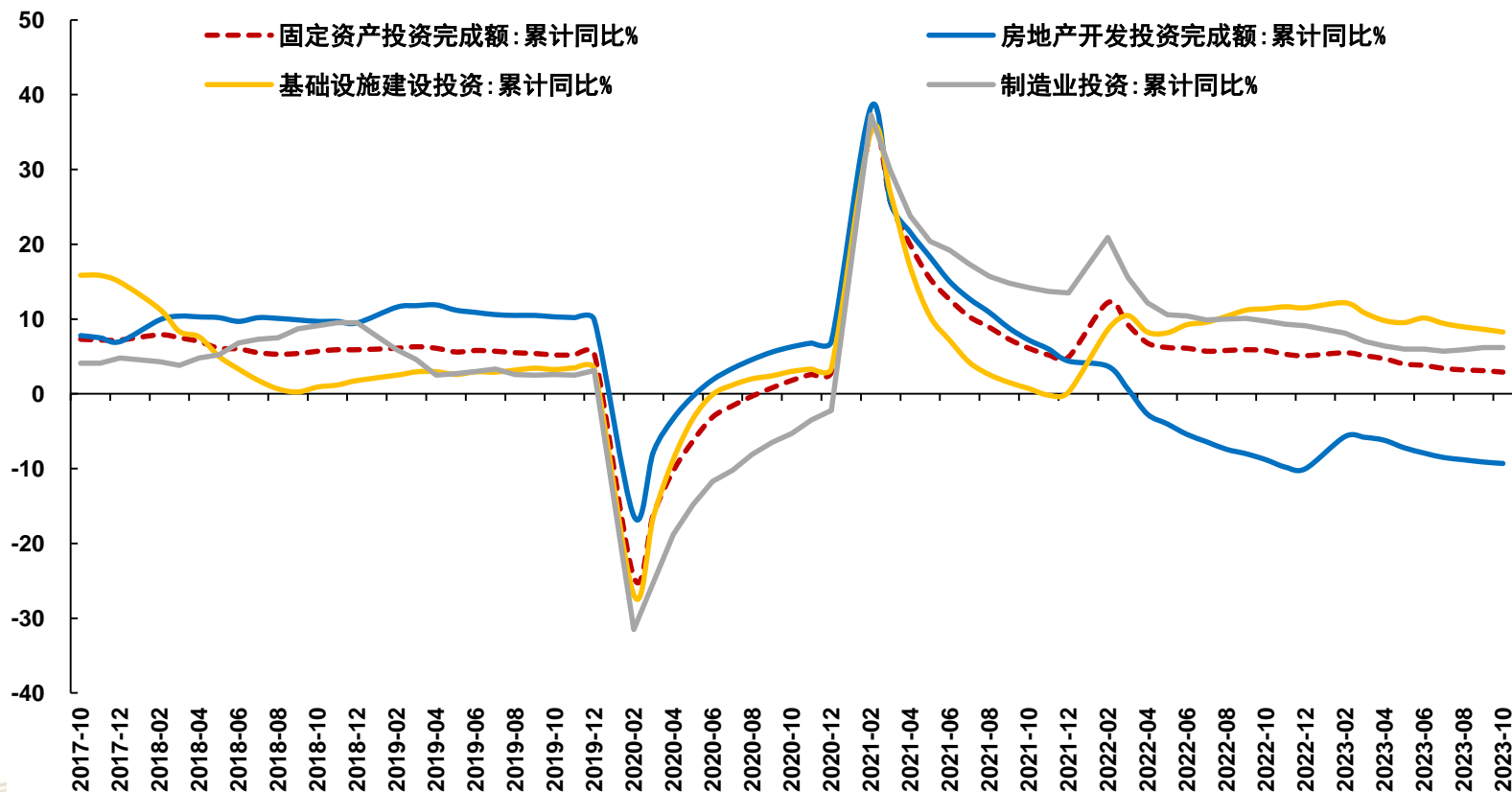


居民消费占可支配收入比重 (%)



## 固定资产投资增速：预计在4%附近

- 2022-2023年，受房地产市场调整影响，房地产投资增速较显著下行，基建投资发力对冲；在外需和内需放缓下，制造业投资增速回落。
- 2024年，预计固定资产投资增速在4%附近，房地产投资的拖累效应有望减弱，制造业和基建投资稳中略降。

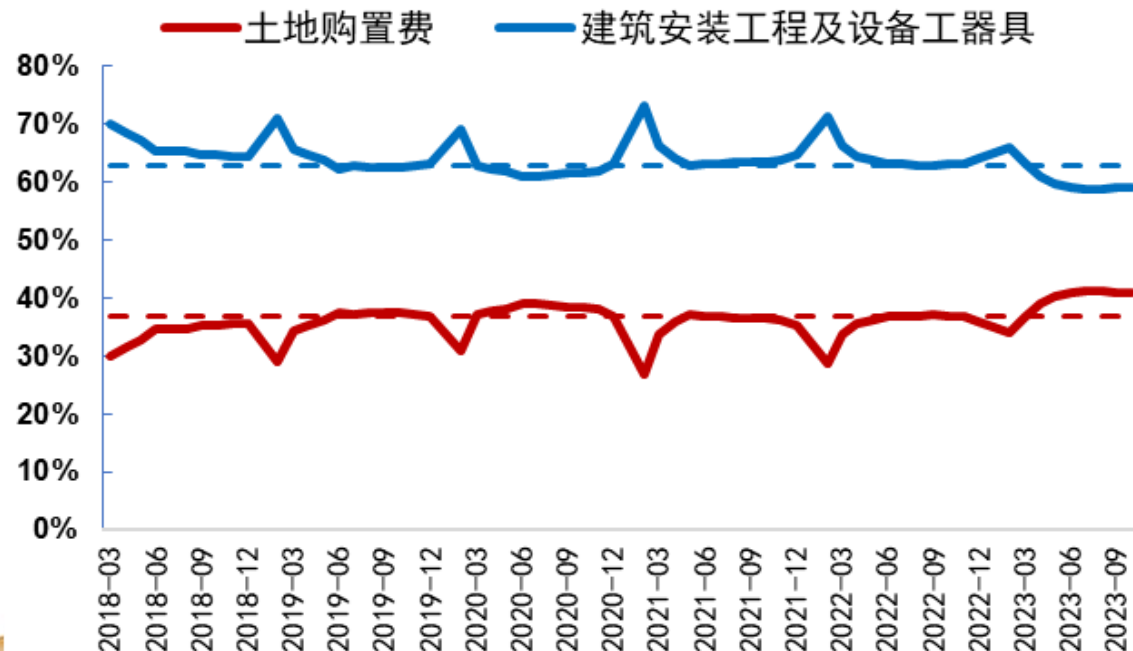
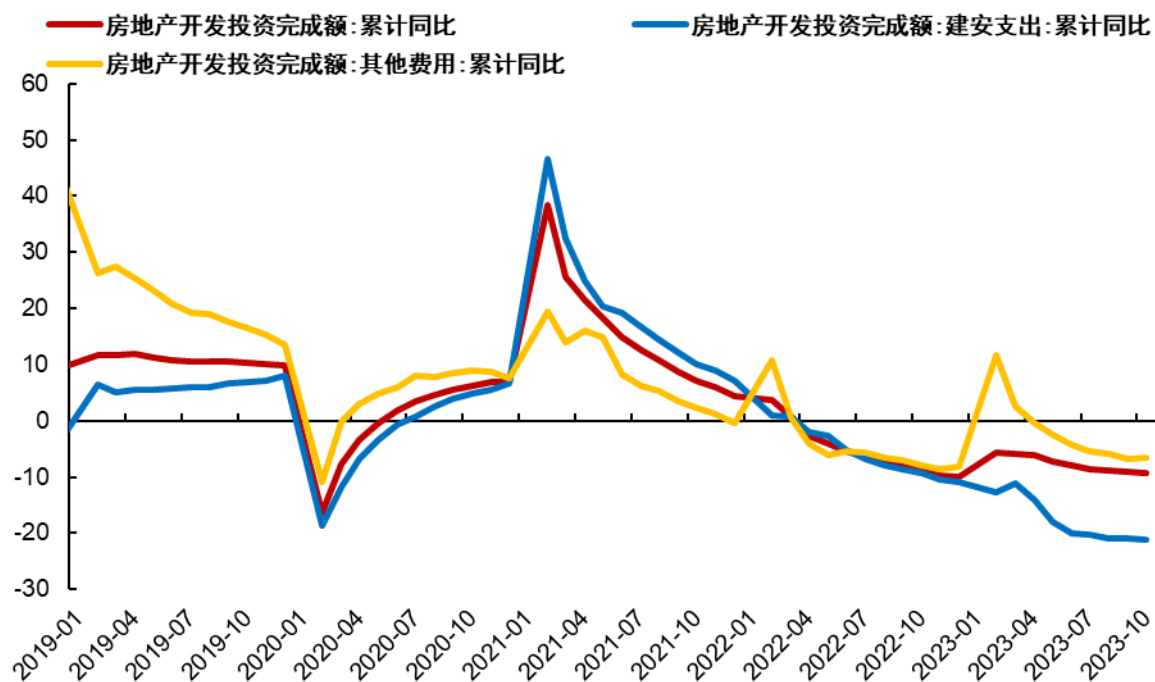


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



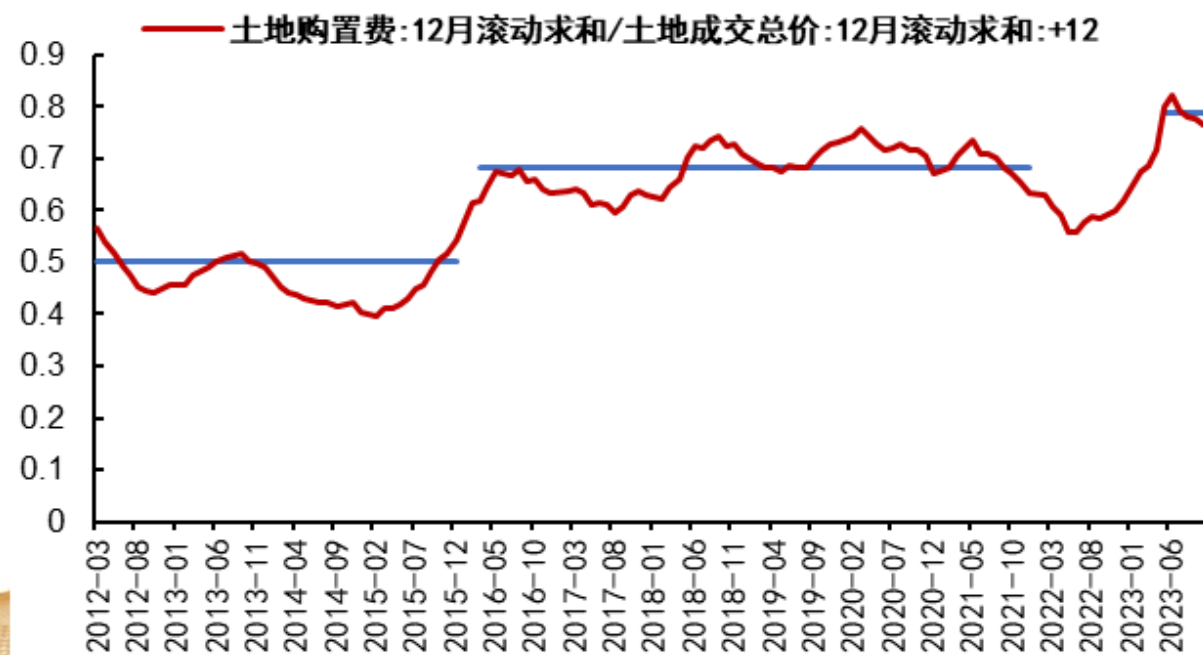
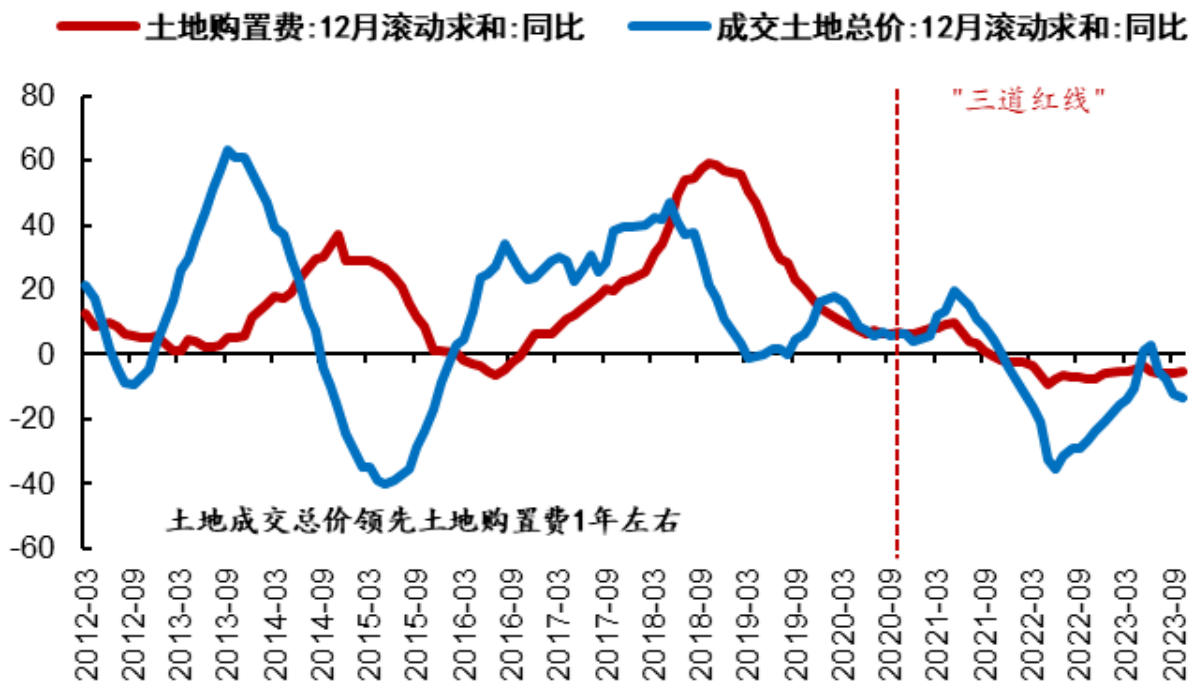
## 房地产投资的拖累效应有望减弱

- **商品房方面：**预计2024年土地购置费同比下降约7%，建安支出与施工面积增速相一致，同比下降约7%，商品房领域房地产开发投资完成额同比下降约7%。
- **保障房方面：**“新房改”下，配售型保障房将逐渐试点开展，预计政策将会有力支持。如果2024年配售型保障房投资规模在2000-3000亿元，对房地产投资增速拉动约2%（2023年房地产投资规模约12万亿元）。
- **综合上述预测，**预计2024年房地产投资增速约-5%，较2023年负值收窄。



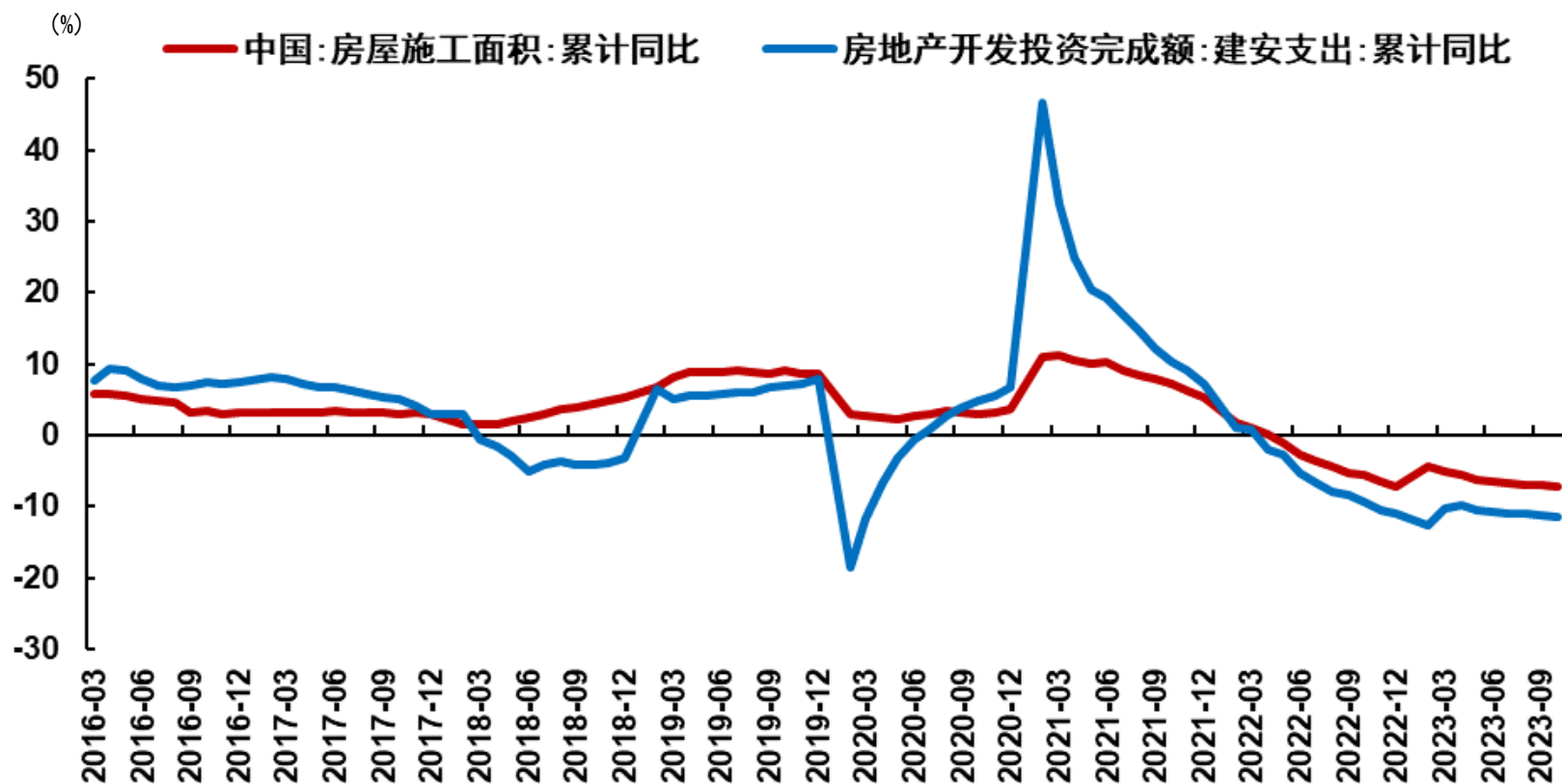
## 房地产投资的拖累效应有望减弱

- 土地成交价通常领先土地购置费约12个月，可作为土地购置费领先的预测指标。但是2020年，“三道红线”之后，房地产企业资金压力增加，两者之间的周期性联系被打破。2022年四季度以来，房地产企业融资开始逐步改善，企业缴款回升，土地购置费占土地成交价的比例重新稳定在了78%左右。随着房地产企业融资困境得到改善，土地成交价和土地购置费之间的周期性联系有望恢复。
- 根据土地成交价同比增速推算，2024年土地购置费将同比下降7%左右。



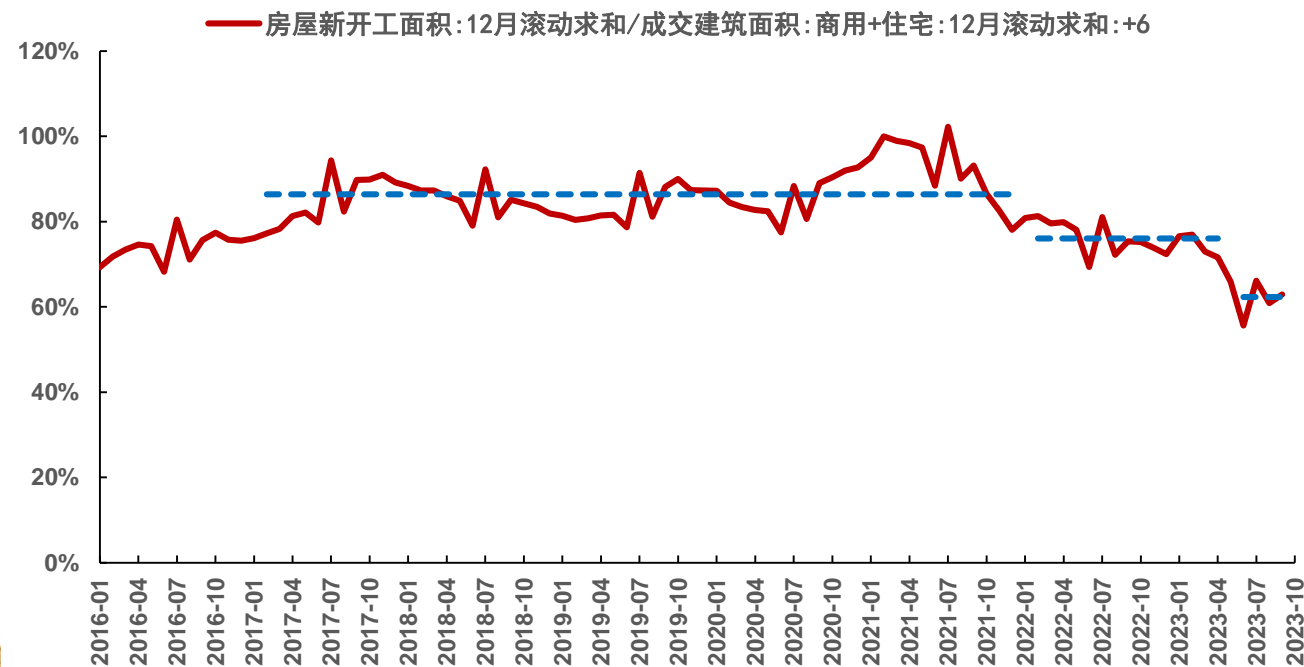
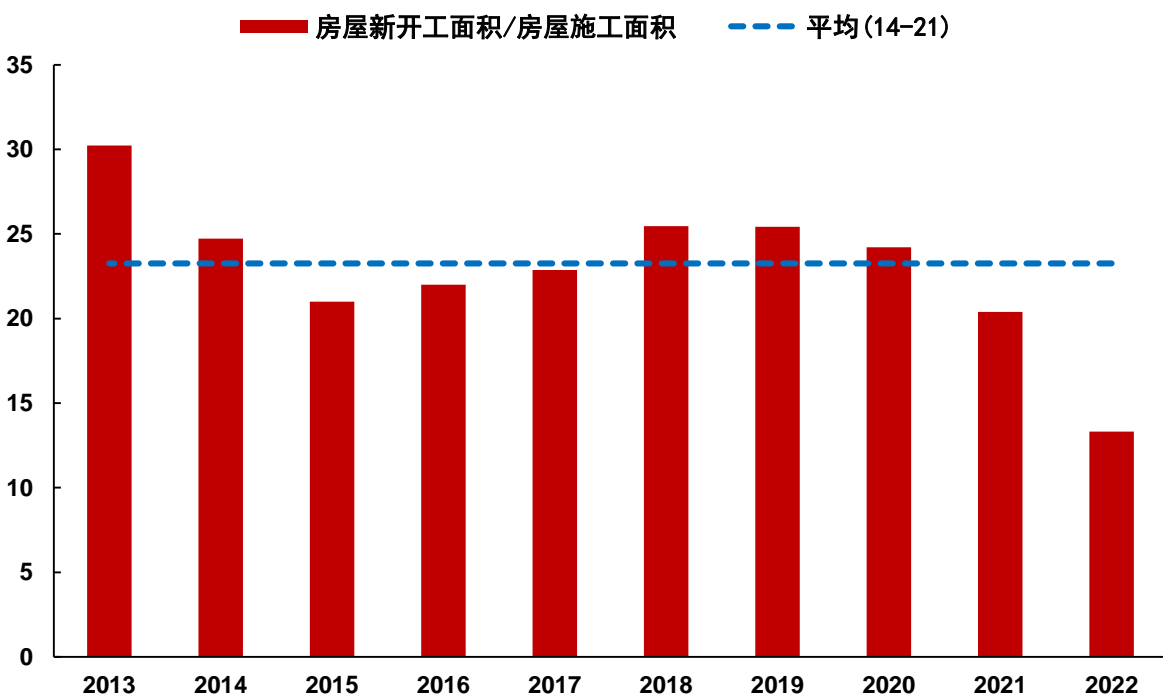
## 房地产投资的拖累效应有望减弱

- 从历史数据上看，建安工程投资增速与施工面积增速具有一定的同步性。
- 施工面积包括本期新开工的面积、上年开工跨入本期继续施工的房屋面积和本期竣工的房屋建筑面积，以及本期净复工面积。



## 房地产投资的拖累效应有望减弱

- 2021年以后商品房销售逐步回落，房地产企业开工意愿有所下降，新开工面积占土地成交规划建设面积的比例从85%左右逐步下降到60%附近。随着政策陆续落地生效，2023年9月下旬以来商品房销售出现一定企稳迹象。若2024年土地开工比例恢复至70%，新开工面积有望达到100000万平方米。
- 2022年末，房屋施工但未竣工面积为766983.72万平方米。若以2023年前9月增速外推，2023年房屋施工但未竣工面积约在740000万平方米。以9%的施工退出率估计，再考虑2024年新开工面积，2024年房屋施工面积约为800000万平方米，同比下降7%左右。





## 房地产投资的拖累效应有望减弱：关注“新房改”

- 根据中国新闻周刊等媒体报道[1]，新一轮房改或将参照新加坡模式，加大“配售型保障房”供给，主要在一二线城市，人口净流入、需求较强的地区推进。
- 参考过往棚改政策，预计政策对保障房建设会提供支持。

表：新加坡公共住房供给情况（2022年）

房屋类型	公共住房						私人住房	
	一房式	二房式		三房式	四房式	五房式	家庭共居	私人住宅
租售模式	租赁	租赁	出售					出售或租赁
家庭收入月均限制（新元）	1,500	1,500	7,000	7,000 或 14,000	14,000	14,000	21,000	无限制
年龄限制	单身，35 岁以上；夫妻、多代家庭、孤儿兄弟姐妹，21 岁以上。							无限制
覆盖家庭比重	6.7%		17.2%	31.4%	22.5%			22%

资料来源：新加坡统计局，新加坡住房和发展委员会，华西证券研究所

[1]<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1782047077647557784&wfr=spider&for=pc>



# 财政支持与基建投资

## 2024E各口径财政赤字率测算一览 (亿元 %)

2010-2024E各口径财政赤字率测算一览

	全国公共 财政收支 差额预算	全国政府 性基金收 支差额预 算	狭义赤字 合计	PSL新增 额度	政策性银 行金融债 净融资	城投债净 融资	铁道债净 融资	国债净融 资	地方债净 融资	广义赤字 合计	名义GDP	政府预期 目标:财 政赤字: 赤字率	狭义赤字 率	广义赤字率
2010	10500	656	11156		7037	1561	1450	7027	2000	19075	412119	3.0%	2.5%	4.6%
2011	9000	790	9790		11459	1838	890	4185	2000	20372	487940	2.0%	2.0%	4.2%
2012	8000	817	8817		13595	5564	1250	5149	500	26057	538580	1.6%	1.6%	4.8%
2013	12000	781	12781		10810	5481	1540	9166	2116	29113	592963	2.0%	2.2%	4.9%
2014	13500	807	14307		10270	10601	1625	8868	3008	34371	643563	2.1%	2.2%	5.3%
2015	16200	1721	17921	10812	10578	7991	1600	10700	36637	78318	688858	2.3%	2.6%	11.4%
2016	21800	4248	26048	9714	14455	13236	1330	13150	58022	109906	746395	3.0%	3.5%	14.7%
2017	23800	8299	32099	6350	12003	5450	1440	14734	41166	81145	832036	3.0%	3.9%	9.8%
2018	23800	13884	37684	6920	9903	2306	1150	14463	33262	68005	919281	2.6%	4.1%	7.4%
2019	27600	21854	49454	2670	13663	10490	380	17547	30472	75223	986515	2.8%	5.0%	7.6%
2020	37600	44677	82277	202	25579	19259	600	40353	43681	129674	1013567	3.7%	8.1%	12.8%
2021	35700	36739	72439	0	21542	19971	1020	23283	48142	113957	1149237	3.2%	6.3%	9.9%
2022	33700	40355	74055	6300	20679	9556	130	25748	45798	108210	1210207	2.8%	6.1%	8.9%
<b>2023E</b>	<b>48800</b>	<b>38000</b>	<b>86800</b>	<b>17</b>	<b>19000</b>	<b>14000</b>	<b>-710</b>	<b>41600</b>	<b>60200</b>	<b>134107</b>	<b>1270718</b>	<b>3.8%</b>	<b>6.8%</b>	<b>10.6%</b>
<b>2024E</b>	<b>47000</b>	<b>42000</b>	<b>89000</b>	<b>2000</b>	<b>20000</b>	<b>14000</b>	<b>0</b>	<b>39000</b>	<b>50000</b>	<b>125000</b>	<b>1334250</b>	<b>3.5%</b>	<b>6.7%</b>	<b>9.4%</b>

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

说明：政府财政赤字率目标 = 全国公共财政收支差额预算/名义GDP:E

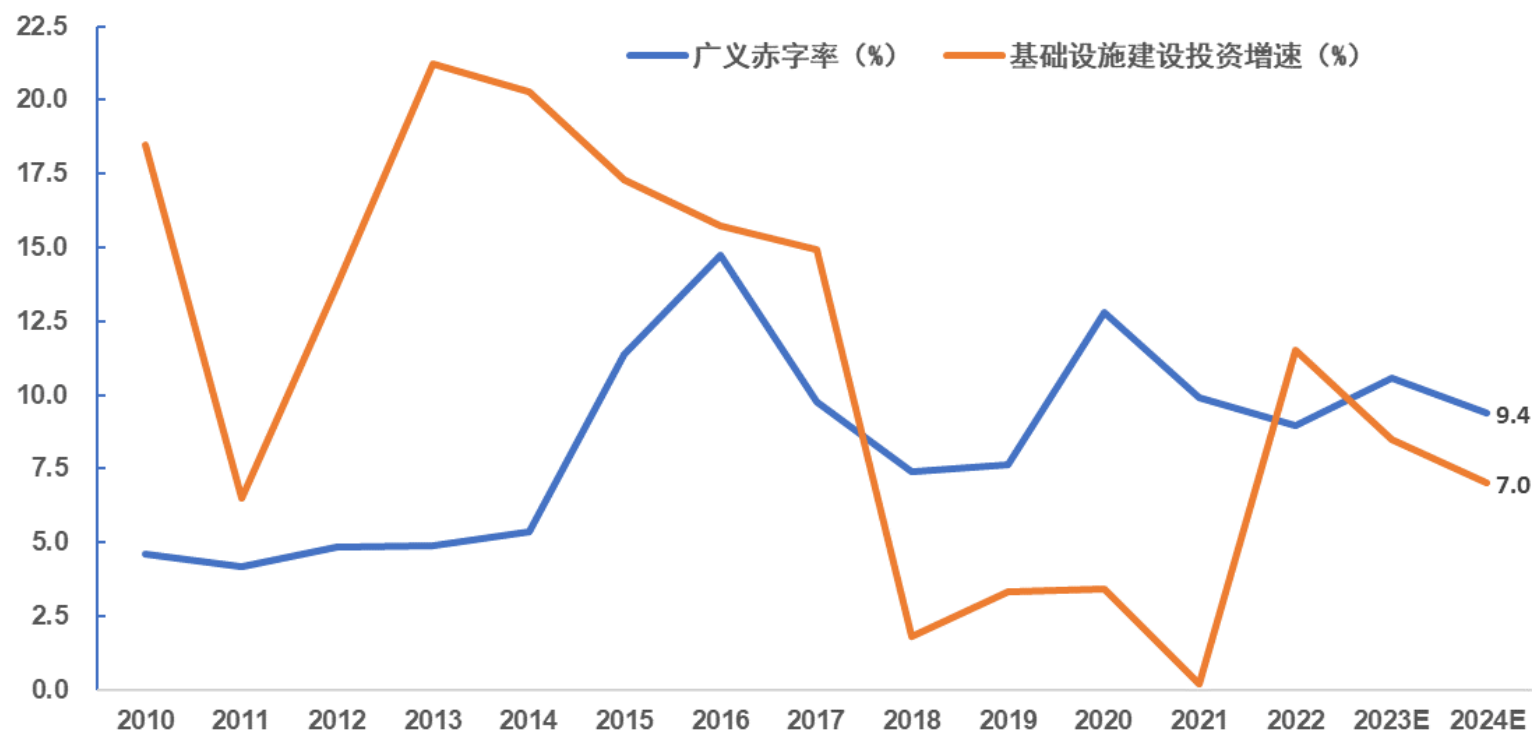
狭义赤字率 = (全国公共财政收支差额预算+全国政府性基金收支差额预算)/名义GDP

广义赤字率 = (PSL新增余额+政策性银行金融债净融资+城投债净融资+铁道债净融资+国债净融资+地方债净融资)/名义GDP

2020年国债净融资中包括特别抗疫国债净融资1万亿元；2023年地方债净融资中有1.5万亿特殊再融资债（用于债务置换）。

## 基建投资增速略有放缓

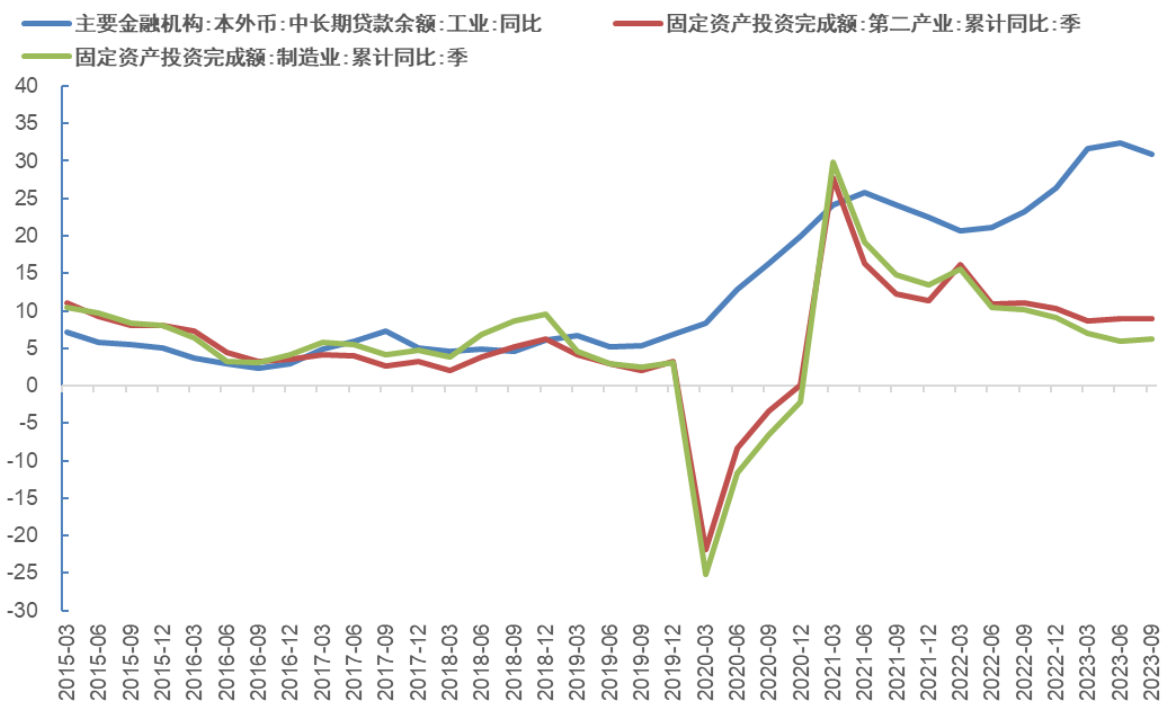
- 在化解地方政府债务风险背景下，地方新建项目融资将规范运行，过往导致隐性债务膨胀的信贷等融资将会受到规制。地方建设资金来源主要通过地方政府专项债和中央财政转移给予支持。
- 鉴于2022-2023年基建投资持续保持较高增速，在地方政府融资投融资机制规范化、严格化下，预计2024年基建投资略有放缓。



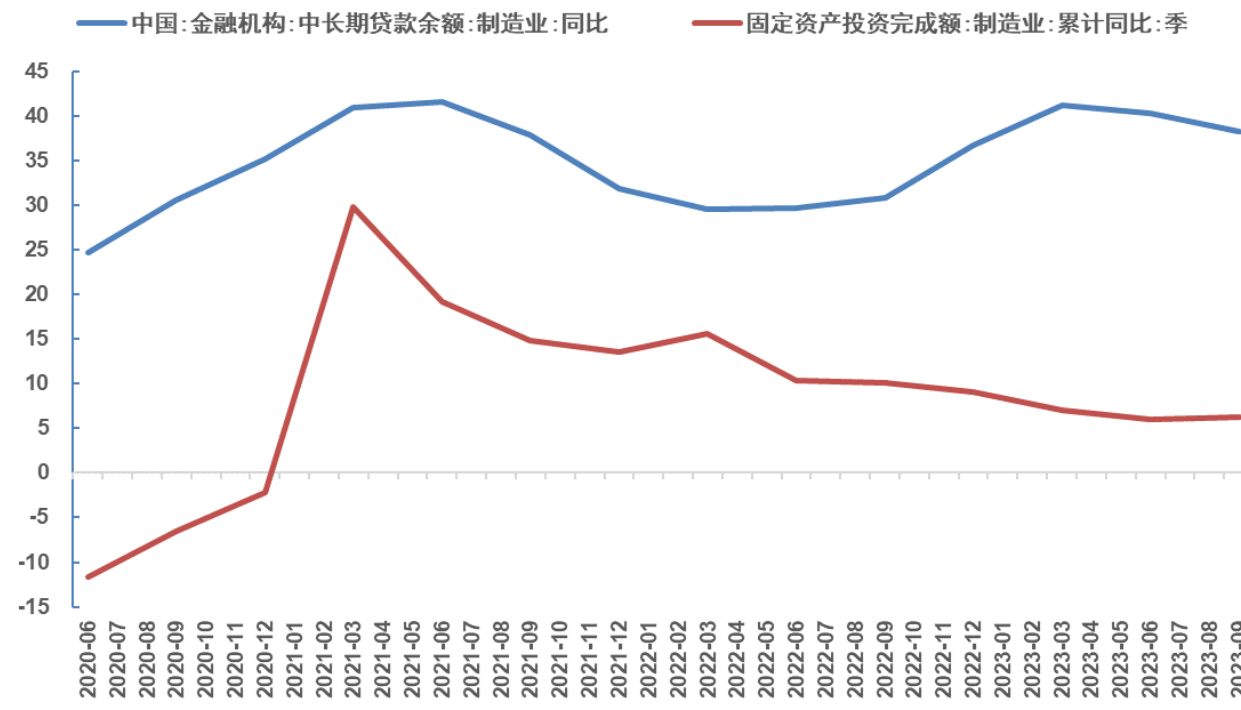
## 制造业投资：政策重点支持

- 需求偏弱、企业投资意愿不强是制约制造业投资的重要因素。但是，当前政策导向上，重点支持制造业，制造业中长期贷款持续保持高增速。
- 2024年，政策对制造业的支持将延续，伴随外需和内需逐步稳定，制造业投资将保持在6%附近。

工业中长期贷款与固定资产投资增速(%)



制造业中长期贷款与固定资产投资增速(%)

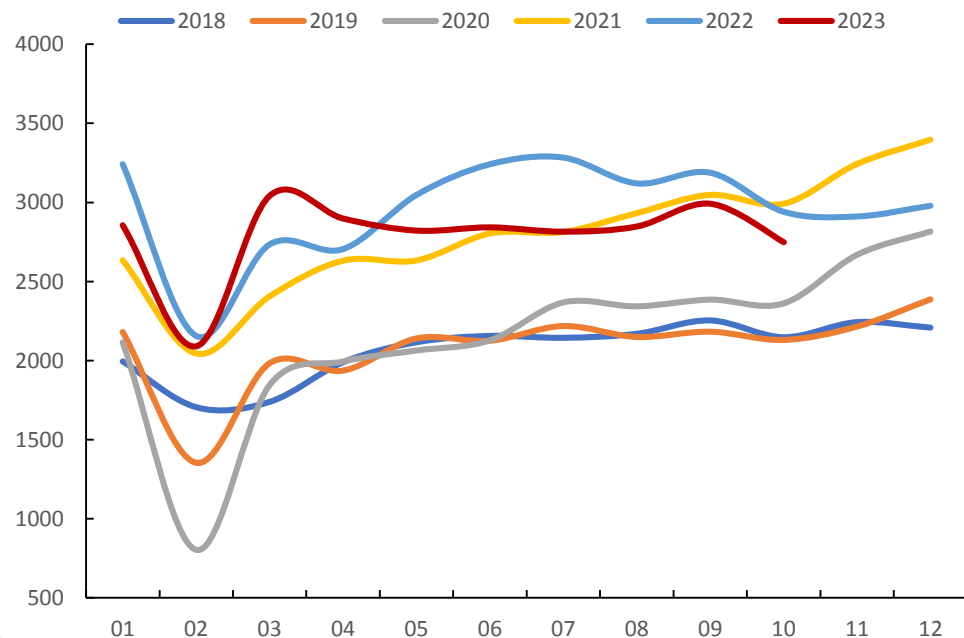


## 出口增速或逐步转正

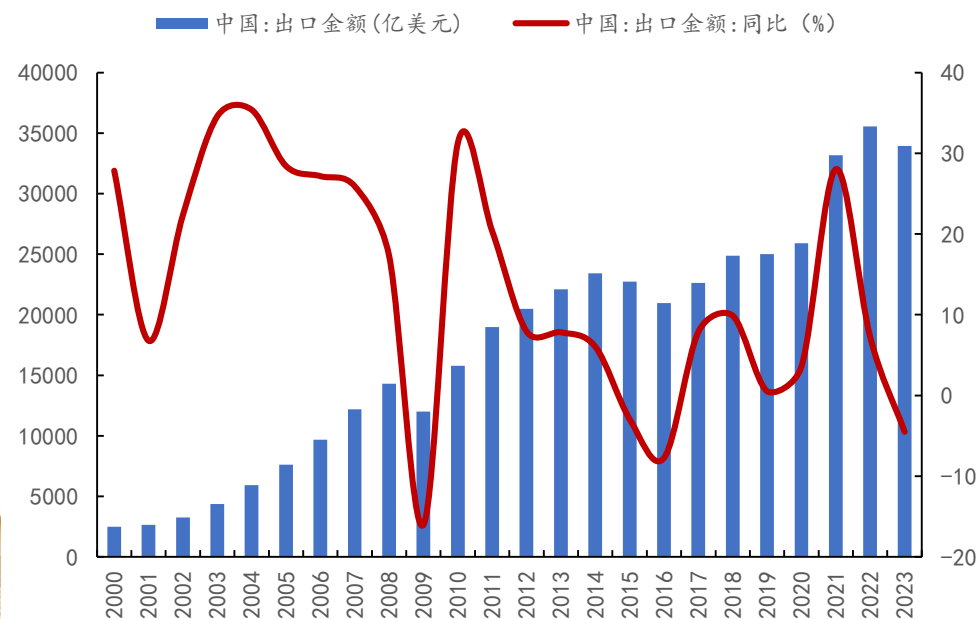
2023年我国出口呈现冲高回落而后逐步企稳的特征。3月份受订单积压效应释放影响，出口增速攀升至11.2%，不过随着基数的走高以及前期订单的消化，同比增速开始逐步回落并在7月到达阶段性底部（同比-14.30%），随后开始逐步回升。

抛开同比增速，单纯看出口体量，今年表现并不算差。2021-2023年我国出口总量在3.3-3.5万亿美元之间，较2018-2020年的2.5万亿美元大幅提升了一个层级。今年在全球经济放缓、地缘冲突加剧、中美关系紧张的情况下，我国出口表现并不算差。

### 2023出口季节性特征(亿美元)



### 2023全年出口同比增速或在-4.5%



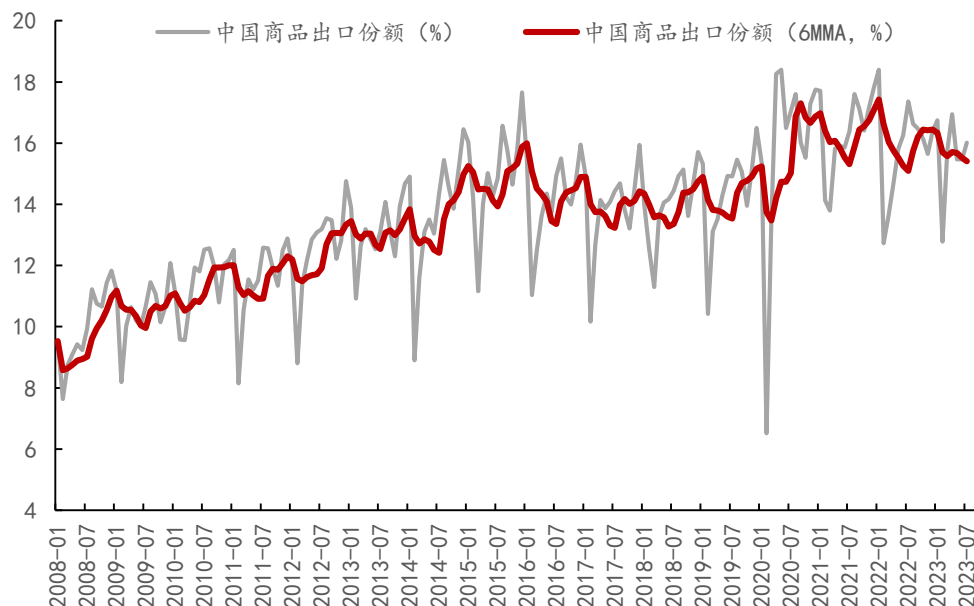


## 出口增速或逐步转正

2023年我国出口份额保持了较强的韧性。根据WTO公布的数据，今年我国商品出口占全球出口份额仍维持在15%左右，保持了较强的韧性。

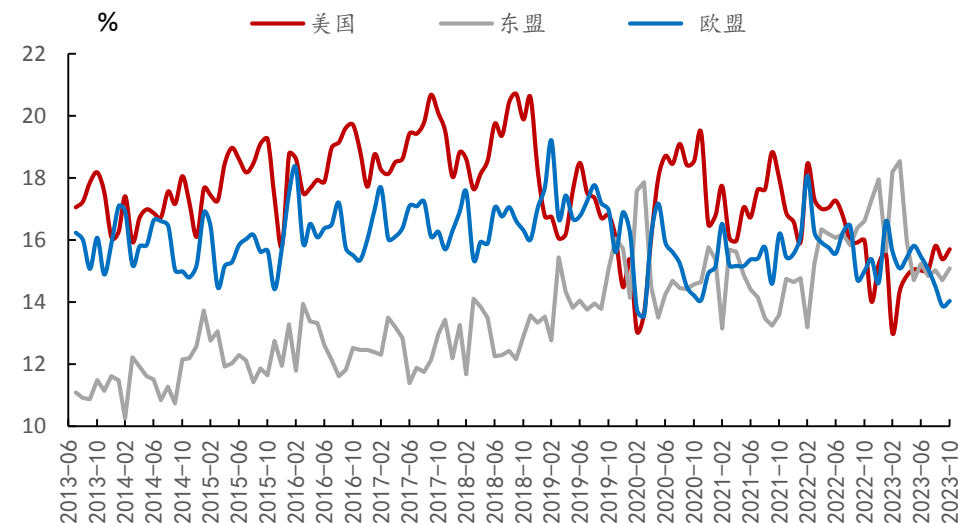
从国别来看，东盟、欧盟、美国仍是我国前三大主要出口国，对美出口的占比近期有所回升，一带一路国家占比继续稳步增加。

### 出口份额保持韧性 (%)

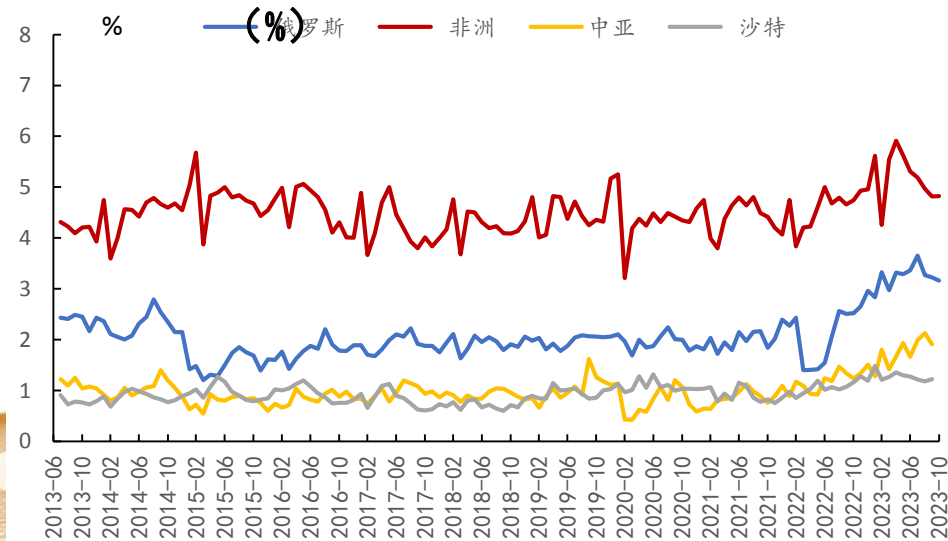


资料来源：WTO，华西证券研究所

### 对美出口占比有所回升 (%)



### 一带一路国家占比稳步增加



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

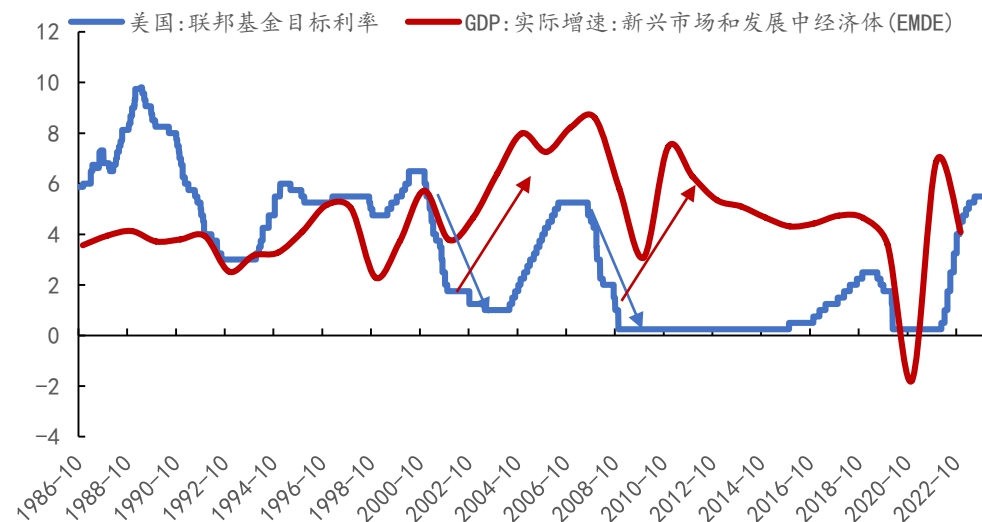


## 出口增速或逐步转正

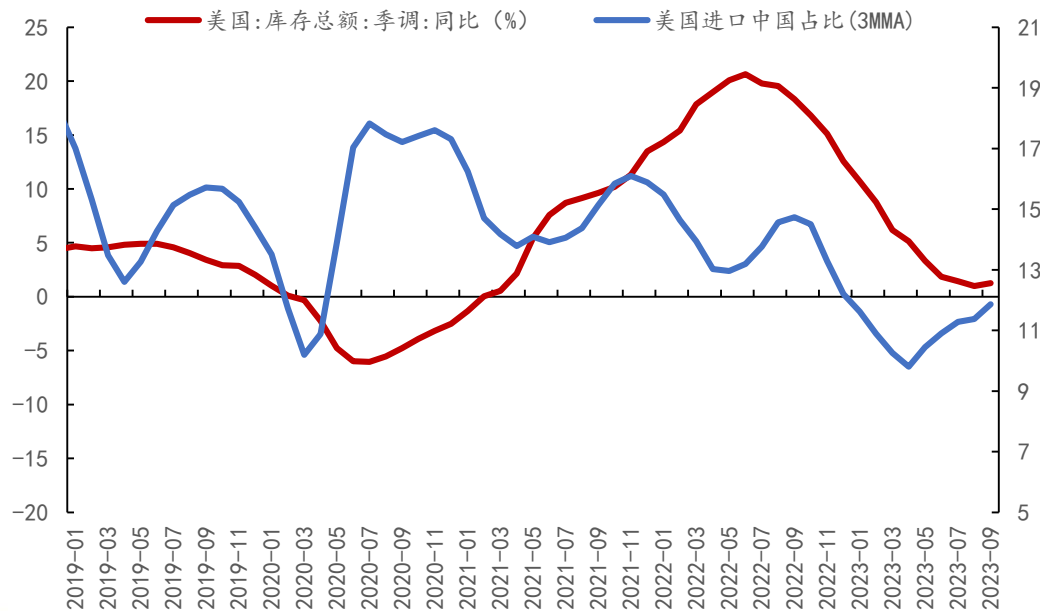
2024年我国出口增速或将逐步转正。美国补库周期逐步开启以及中美关系边际改善或将带动美国进口中国占比继续回升；东盟、欧元区份额大概率维持韧性，“一带一路”国家份额有望继续提升。

我们判断2024年出口增速有望逐步转正，全年同比增速3%左右。

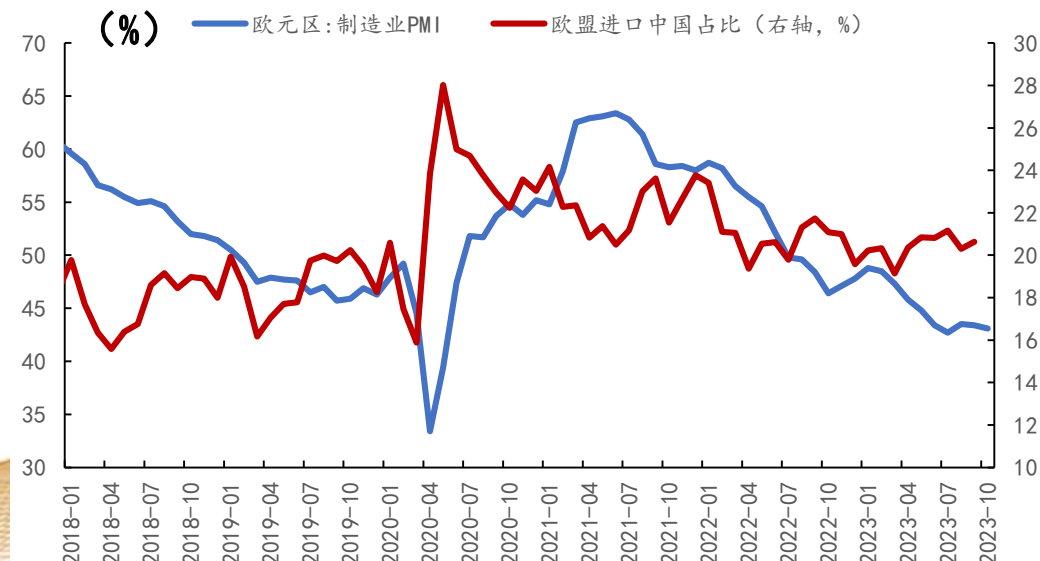
## 美联储停止紧缩，新兴市场获得喘息机会



## 美国从中国进口占总进口比例有所回升 (%)



## 欧元区从中国进口占总进口比例保持韧性





## 2.2 通胀：温和回升

CPI：震荡上行，中枢1.3%

PPI：逐步回升，5月或转正

- 2023年CPI走势回顾：2023年CPI整体呈现震荡下行而后逐步企稳的态势。年初受管控放开、积压需求释放等因素影响，价格维持相对高位。不过随着基数走高、食品分项拖累（猪肉）以及需求偏弱等因素，CPI同比出现下行并于7月转负，在经历短暂回升后，10月再度负增。11、12月我们判断随着基数的转弱以及猪肉等食品分项的企稳，CPI有望小幅正增长，全年中枢约0.4%。
- 2024年CPI走势展望：2024年猪肉价格或有所回升，但受制于能繁母猪存量仍多于4100万头正常保有量，反弹高度或有限。2024年原油供需维持紧平衡，价格中枢或将小幅上移，布伦特原油全年平均约93美元/桶。整体来看，2024年CPI或将呈现震荡上行态势，高点接近2%，Q1-Q4均值分别为0.8%、1.0%、1.6%、1.8%，全年中枢1.3%左右。
- 2023年PPI走势回顾：2023年PPI整体呈现快速探底而后逐步回升的态势。年初以来PPI伴随生产资料的回落开启探底模式，5月PPI同比-5.4%，确认阶段性底部。5月后，随着PPI基数的走低以及原油、有色等国际大宗价格的回升，PPI同比降幅逐月收窄。不过当前国际原油、有色价格出现回落，国内钢材、水泥价格也相对疲弱，年内较难转正。
- 2024年PPI走势展望：2024年煤炭、钢材需求有所回升，价格或将温和上行；有色价格受美元转弱以及全球需求弱修复影响，价格也将震荡上行。整体来看，2024年PPI或将呈现逐步回升态势，较大概率在5月转正，Q1-Q4均值分别为-1.2%、0.4%、1.3%、1.0%，全年中枢0.4%左右。

## 2024年CPI：震荡上行，中枢1.3%

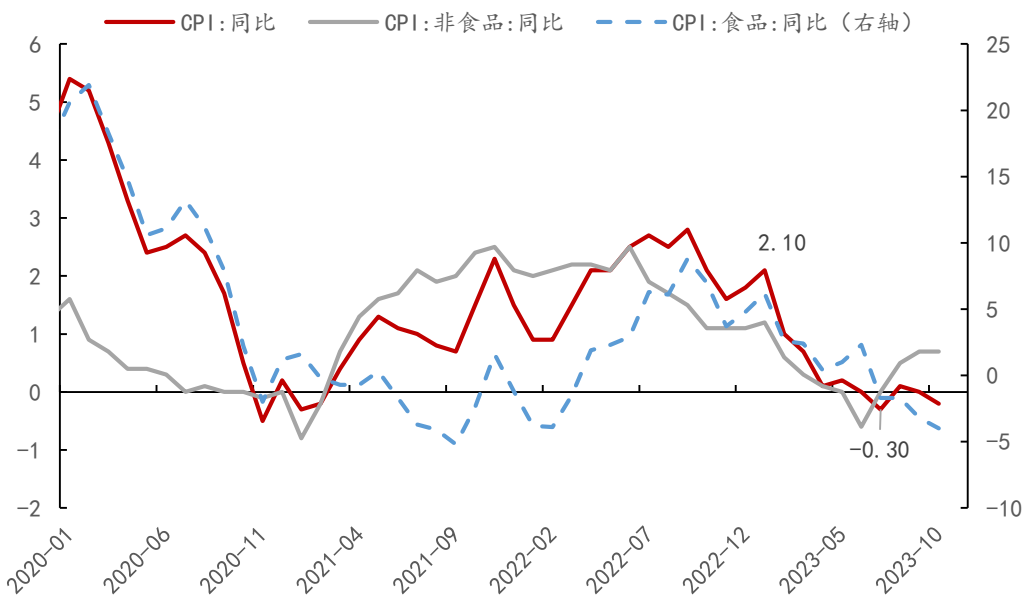
### ● 2023年CPI整体呈现震荡下行而后逐步企稳的态势。

2023年初受管控放开、积压需求释放等因素影响，价格维持相对高位，1月CPI同比2.1%，为全年最高点。

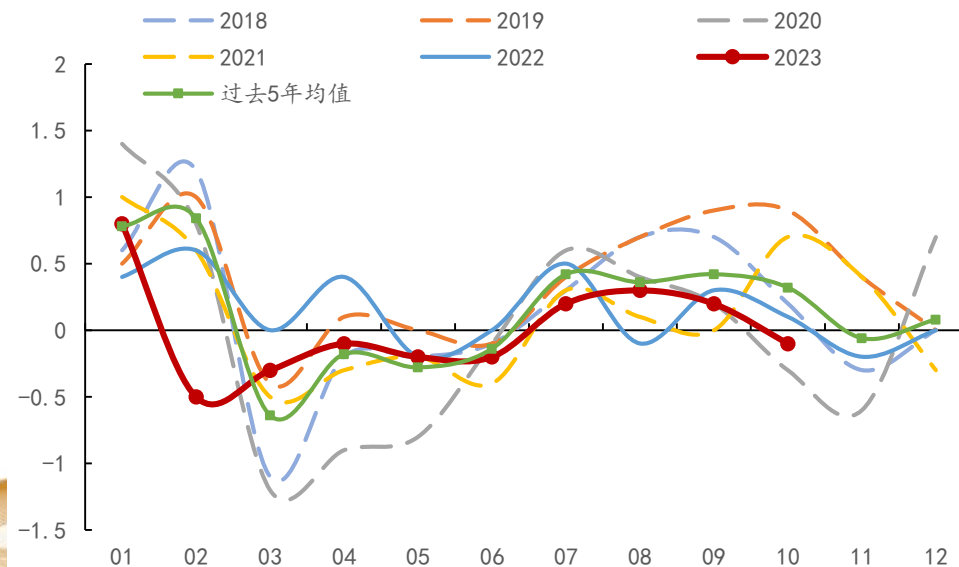
不过随着去年基数走高、食品分项拖累（猪肉）以及需求偏弱等因素，CPI同比也出现了下行，并于7月正式转负，当月CPI同比-0.3%，这也是自2020年以来的再度转负。

7月后CPI经历短暂转正，10月再度负增，同比-0.2%。11、12月我们判断随着基数的转弱以及猪肉等食品分项的企稳，CPI有望小幅正增长。

#### CPI同比转负主要受食品分项拖累(%)



#### CPI 环比回落，弱于近5年同期水平





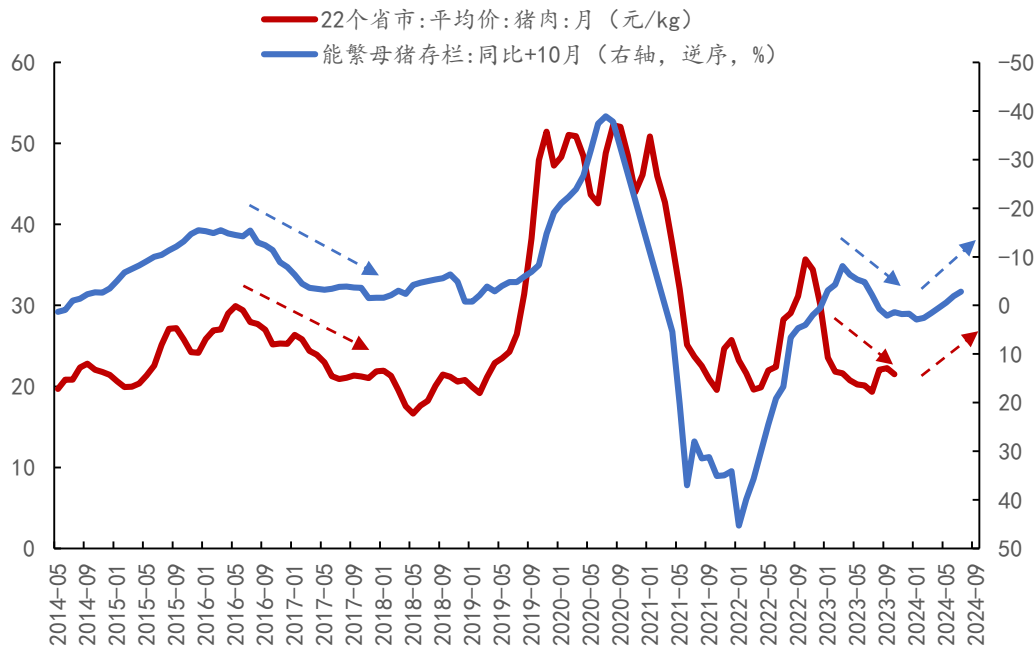
# 2024年CPI：震荡上行，中枢1.3%

## ● 2024年猪价或将小幅反弹，不过斜率相对平缓

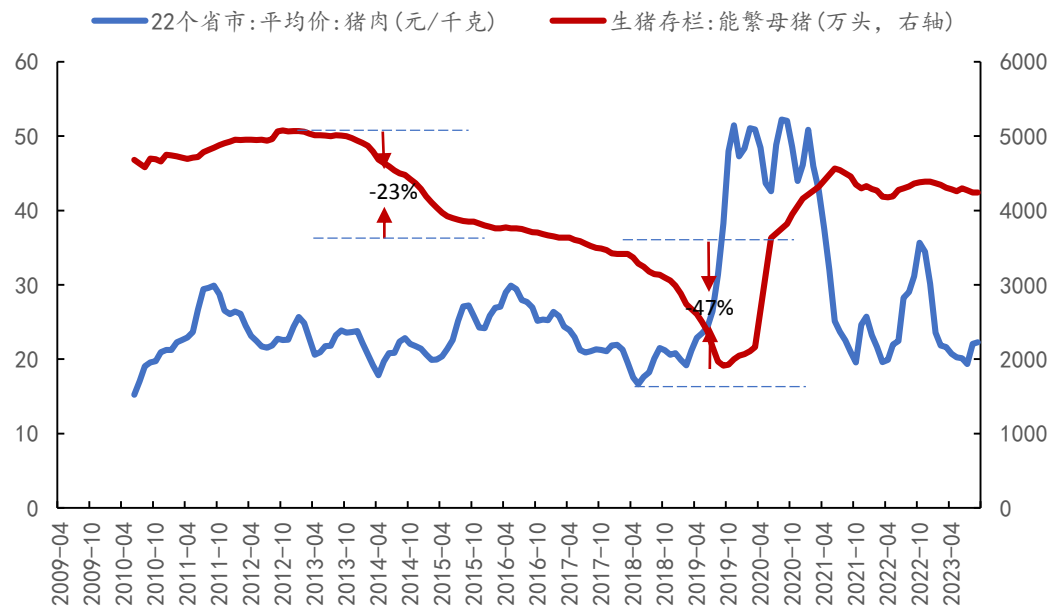
**需求端：**随着天气逐渐转冷，猪肉需求或将得到支撑。10月猪肉价格“旺季不旺”主要与2023年秋季气温偏高有关，后续随着气温的转冷，猪肉需求将会逐步改善。

**供给端：**能繁母猪存栏小幅回落，生猪供给有所减少。能繁母猪存栏领先猪价10个月左右，自今年1月开始，能繁母猪数量便开始出现回落迹象，或对明年猪价产生支撑。不过当前能繁母猪存栏量仍多于4100万头的正常保有量，所以猪价反弹幅度或相对有限。

### 能繁母猪存栏同比领先猪价10个月左右



### 能繁母猪存栏维持相对高位，猪价反弹幅度或有限





## 2024年CPI：震荡上行，中枢1.3%

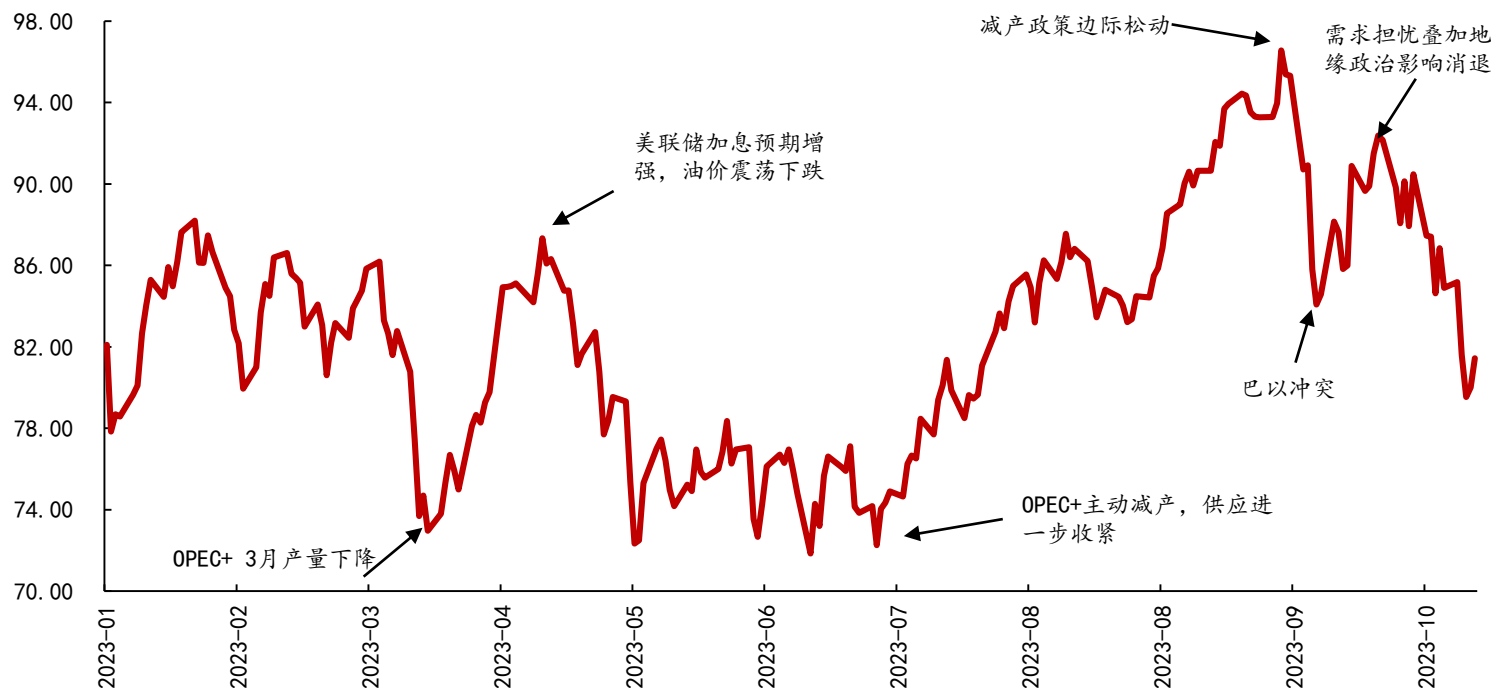
### ● 2023年油价整体呈现震荡上行态势。

3月受OPEC+产量下降影响，油价出现了小幅回升，4月中旬随着市场对于美联储加息预期的增强，开启震荡下跌。

7月以来受OPEC+减产影响，国际油价再度上涨，从72美元/桶最高涨至约96美元/桶，9月底伴随着减产政策的边际松动出现回落。

10月巴以冲突再度引发油价反弹，最高升至92美元/桶，不过仅持续了两周左右，便再度回落。

2023年原油价格走势



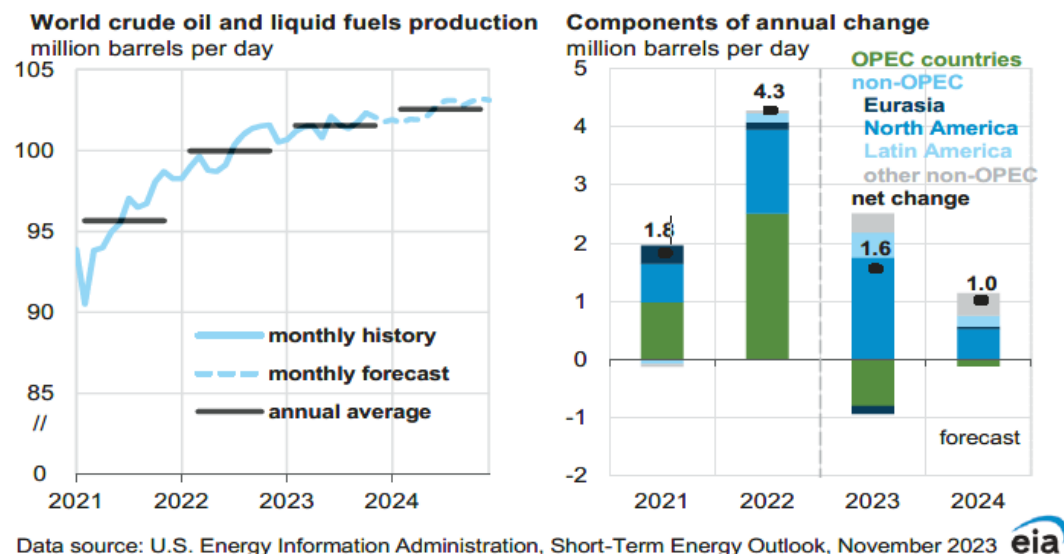
## 2024年CPI：震荡上行，中枢1.3%

### ● 2024年年原油供需或将维持紧平衡状态。

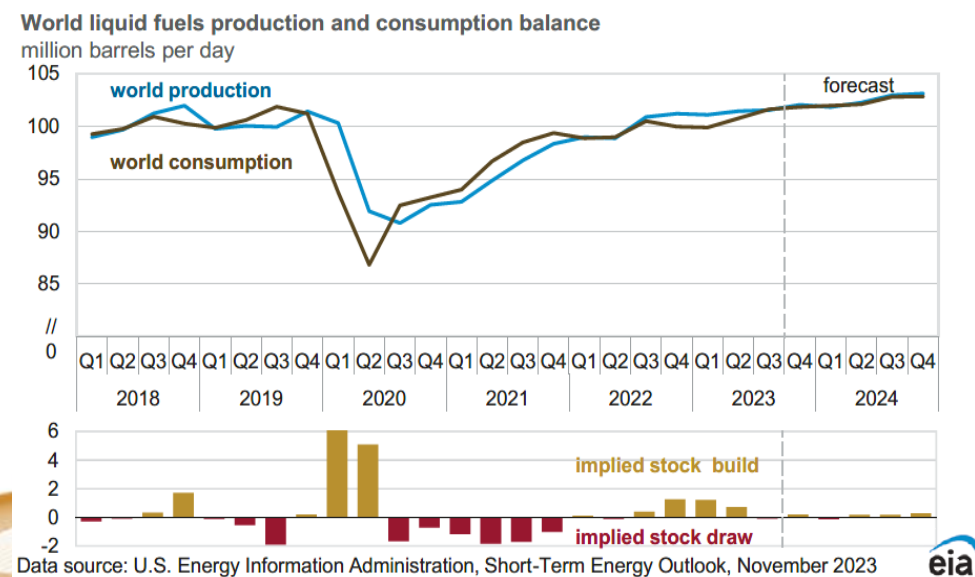
**供给方面，新增产量继续收缩：**EIA预计2024年全球新增原油供应约100万桶/天，增幅继续收窄，由于OPEC+减产计划维持到2024年底，所以增量主要来自非OPEC组织，其中美国贡献最多。

**需求方面，全球需求略有回升：**EIA预计2024年全球新增原油需求约140万桶/天，这部分新增需求主要由非OECD国家贡献，需求增加约134万桶/天（中国预计增加38万桶/天）。我们判断主要原因是美联储加息或将停止，并且可能会24年中后开启降息，美联储金融条件的边际放松给新兴经济体带来喘息机会。

#### 2024年全球原油新增产量继续收缩



#### 2024年全球原油供需维持紧平衡



## 2024年CPI：震荡上行，中枢1.3%

● **2024年原油中枢或将小幅上移：**由于2024年全球原油供需处于紧平衡状态，EIA预计国际油价中枢或将小幅上移。布伦特原油价格Q1-Q4分别为：93.64、94.34、93.00、92.00美元/桶。全年平均为93.24美元/桶，较2023年的83.99美元/桶增加11个百分点左右。

全球原油供需平衡表（百万桶/天）

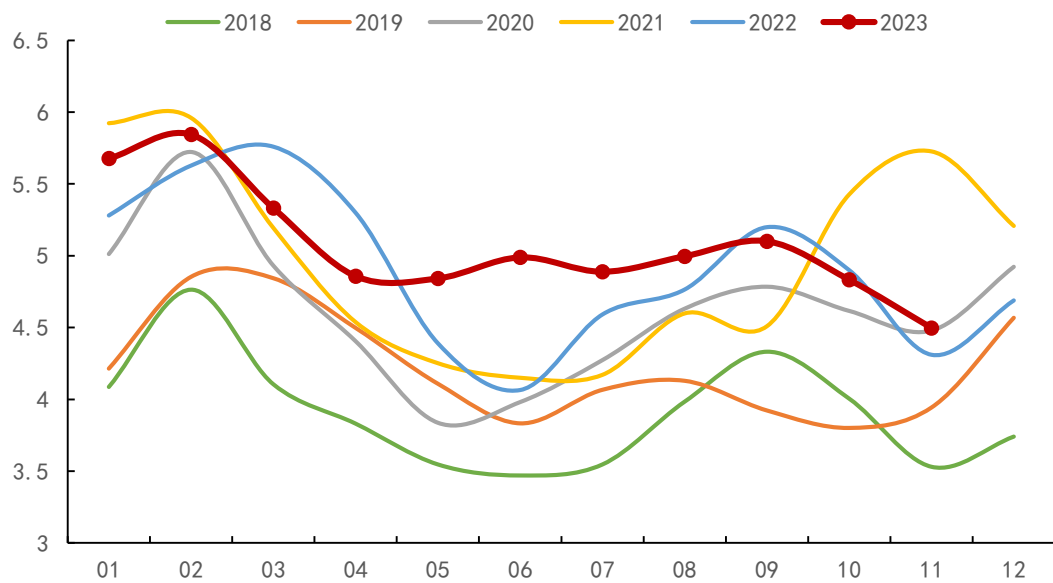
	2023				2024			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
OECD	33.48	33.76	34.49	35.03	34.88	34.51	34.69	35.34
OPEC	33.95	33.69	32.85	32.97	33.15	33.21	33.39	33.19
Non-OPEC	67.16	67.77	68.70	69.08	68.70	69.04	69.59	69.93
总生产	101.11	101.45	101.55	102.05	101.85	102.25	102.98	103.12
OECD	45.20	45.33	46.20	46.45	45.74	45.35	46.13	46.20
Non-OECD	54.70	55.43	55.44	55.39	56.24	56.74	56.68	56.65
中国	15.89	16.08	15.77	15.98	16.27	16.47	16.14	16.36
总需求	99.90	100.76	101.64	101.85	101.98	102.09	102.82	102.85
库存变动	1.21	0.69	-0.09	0.20	-0.13	0.16	0.16	0.27

# 2024年CPI：震荡上行，中枢1.3%

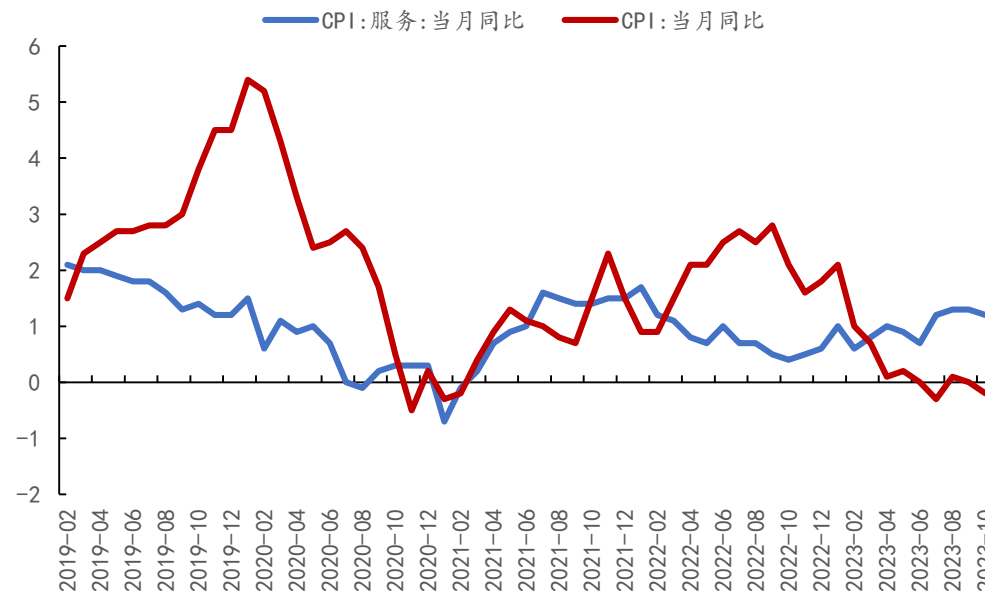
● **鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征。**鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征，3-6月蔬菜大量上市，价格逐步回落；7-9月易受洪涝灾害影响，价格有所上行，10-11月，秋菜上市，价格再度小幅回落；12月至次年2月价格一般为年内高点。

● **服务价格有望保持韧性。**今年以来，居民出行、旅游等服务消费整体较为旺盛，国家统计局的数据显示，前三季度服务零售额同比18.9%，明显好于商品零售。展望明年，随着居民收入的逐步改善，服务消费有望继续保持韧性。

### 鲜菜价格呈现明显的季节性波动特征



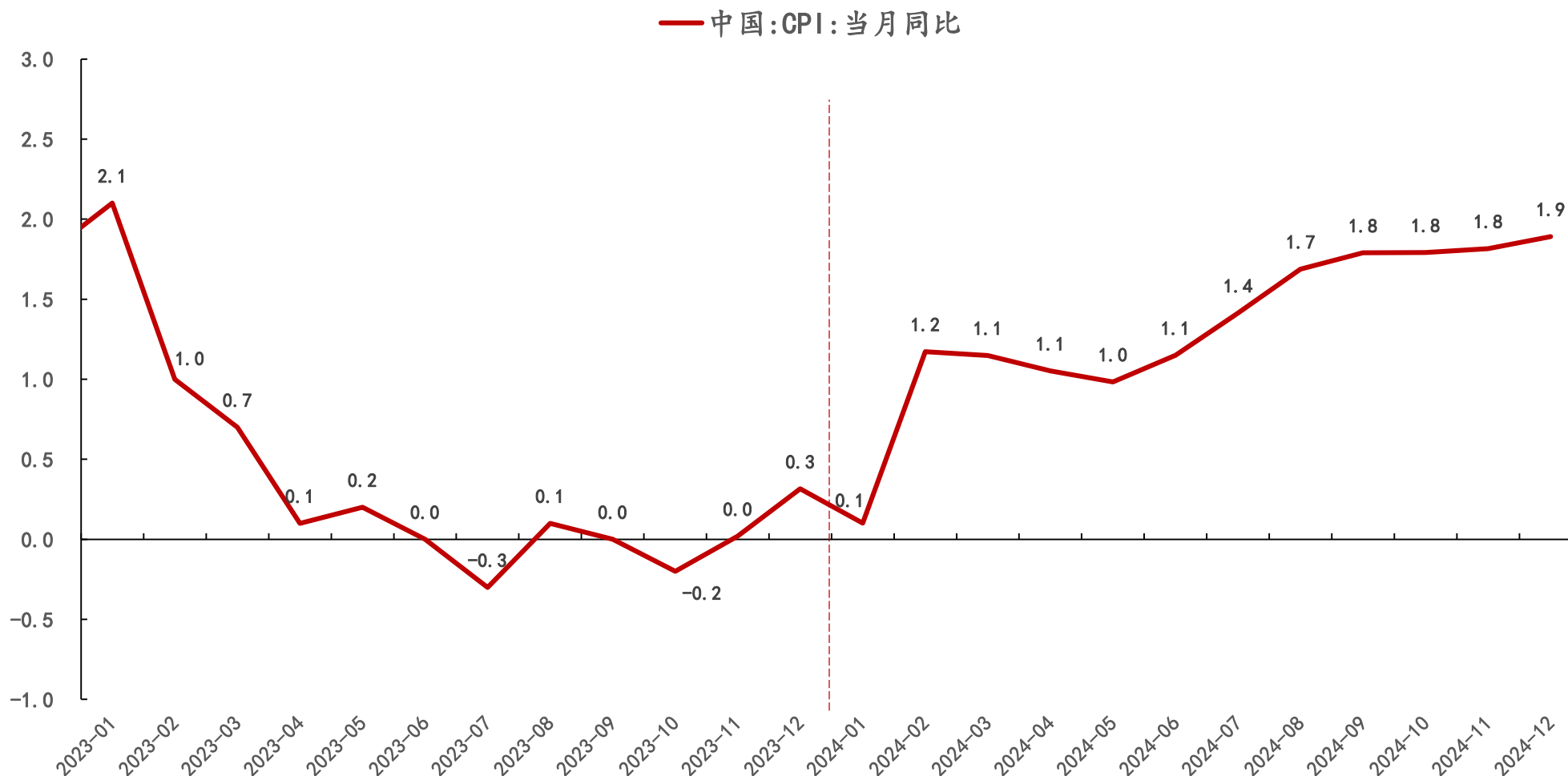
### CPI服务分项当月同比有望保持韧性



## 2024年CPI：震荡上行，中枢1.3%

● 综上对CPI核心驱动因素的分析 and 判断，对CPI同比走势预测如下：2024年CPI呈现震荡上行态势，高点接近2%，Q1-Q4均值分别为0.8%、1.0%、1.6%、1.8%，全年中枢1.3%左右。

### 2024年 CPI同比走势预测(%)





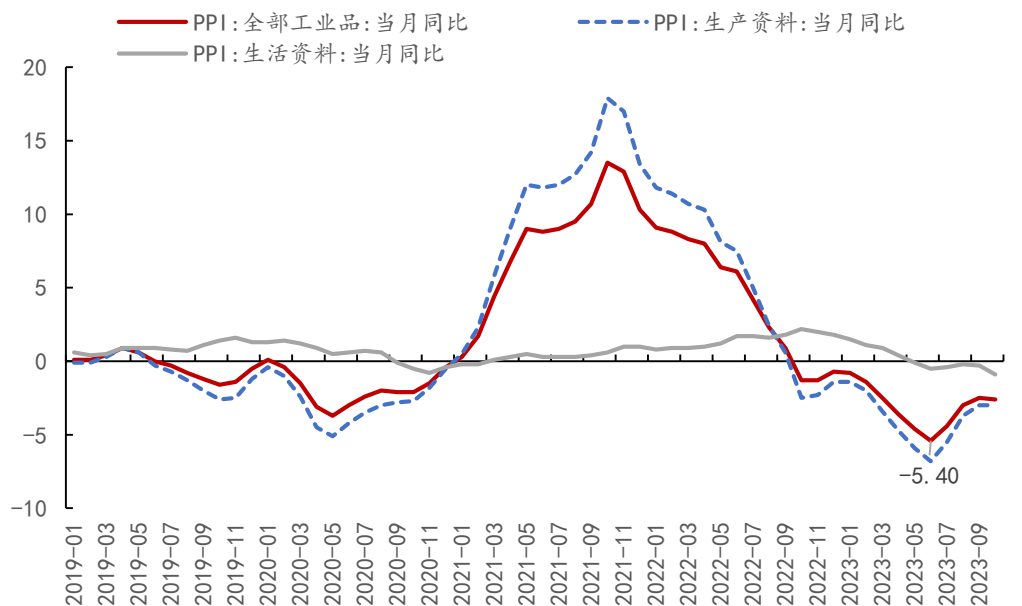
## 2024年PPI：逐步回升，5月或转正

● 2023年PPI整体呈现快速探底而后逐步回升的态势。

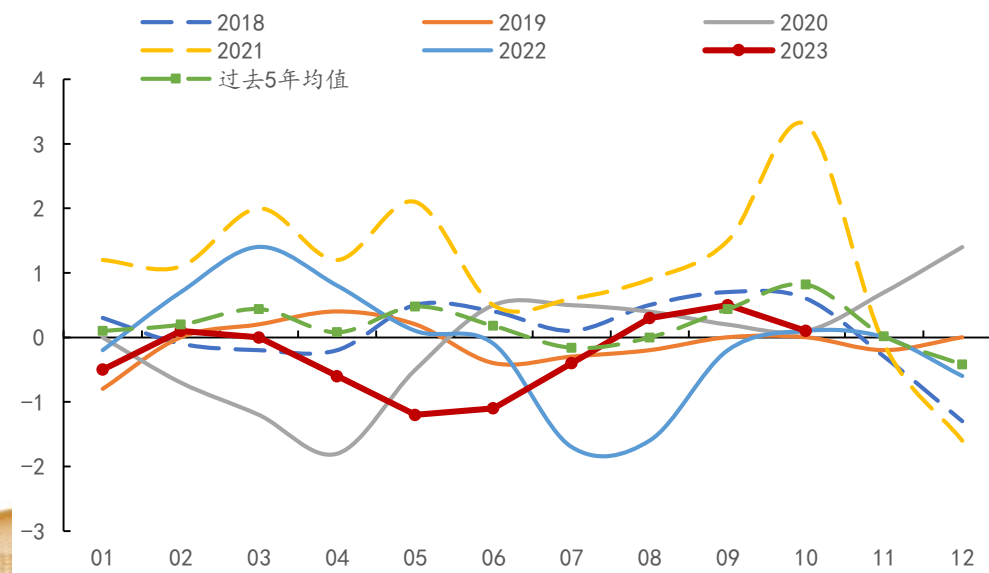
2023年1月PPI同比-0.8%，随后伴随生产资料的回落开启探底模式，5月PPI同比-5.4%，确认阶段性底部。

5月后，随着PPI基数的走低以及原油、有色等国际大宗价格的回升，PPI同比降幅逐月收窄。不过当前国际原油、有色价格出现回落，国内钢材、水泥价格也相对疲弱，年内较难转正。

PPI同比降幅逐步收窄



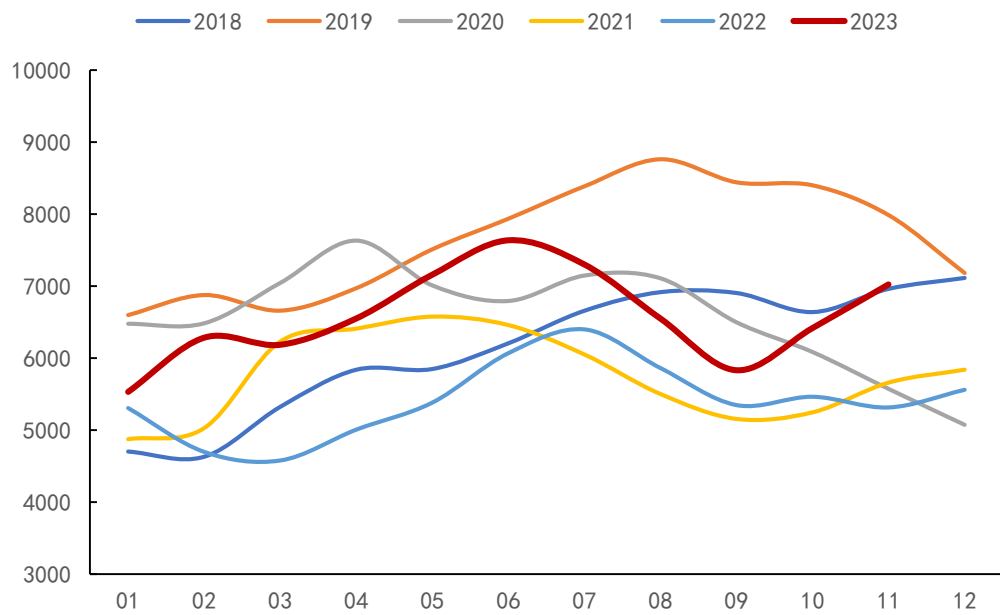
PPI环比有所回落 (%)



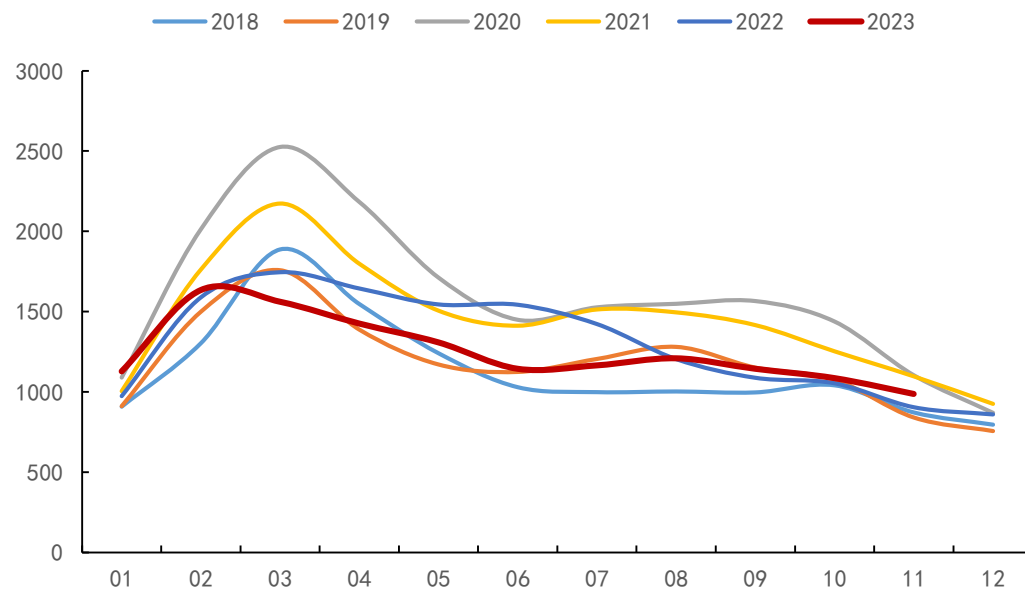
## 2024年PPI：逐步回升，5月或转正

- **煤炭需求有所回升，煤价或将温和上行。**随着北方陆续入冬，取暖需求逐步增加，目前库存处于历史中枢附近，随着需求的逐步回升，煤价有望震荡上行。不过近年来，国家发改委加大了煤炭价格的调控监管，煤价或将保持温和上涨态势。
- **库存回落，需求回升，钢材价格或将稳中有升。**随着一万亿新增国债的落地生效（主要投向水利设施），对于钢材的需求有所增多，并且当前钢材库存相对不高，后续价格有望逐步企稳。

主流港口煤炭库存位于历史中枢附近（万吨）



钢材库存季节性回落（万吨）



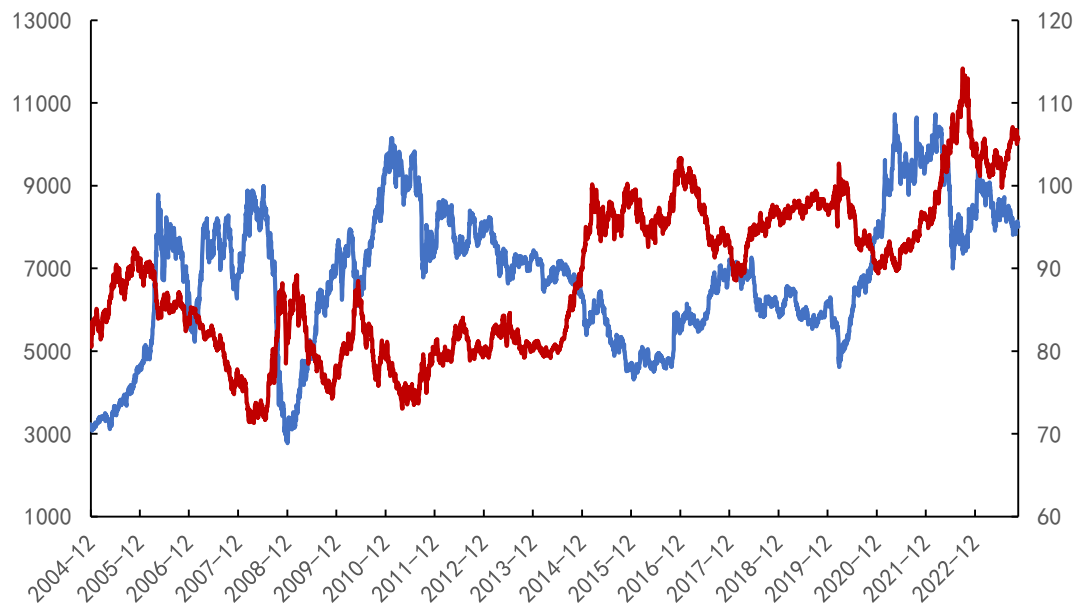
## 2024年PPI：逐步回升，5月或转正

● **有色金属价格或将震荡上行。**一方面，美联储加息已接近尾声，受停止加息以及美国经济逐步放缓影响，美元或将走弱，而美元的弱势或对以美元定价的有色等大宗价格产生一定提振。

另一方面，有色金属价格与全球PMI走势高度相关，全球制造业PMI指数虽从低点略有回升，但仍在枯荣线以下，或对有色价格产生压制。 一正一负力量对冲下，有色价格或维持震荡上行态势。

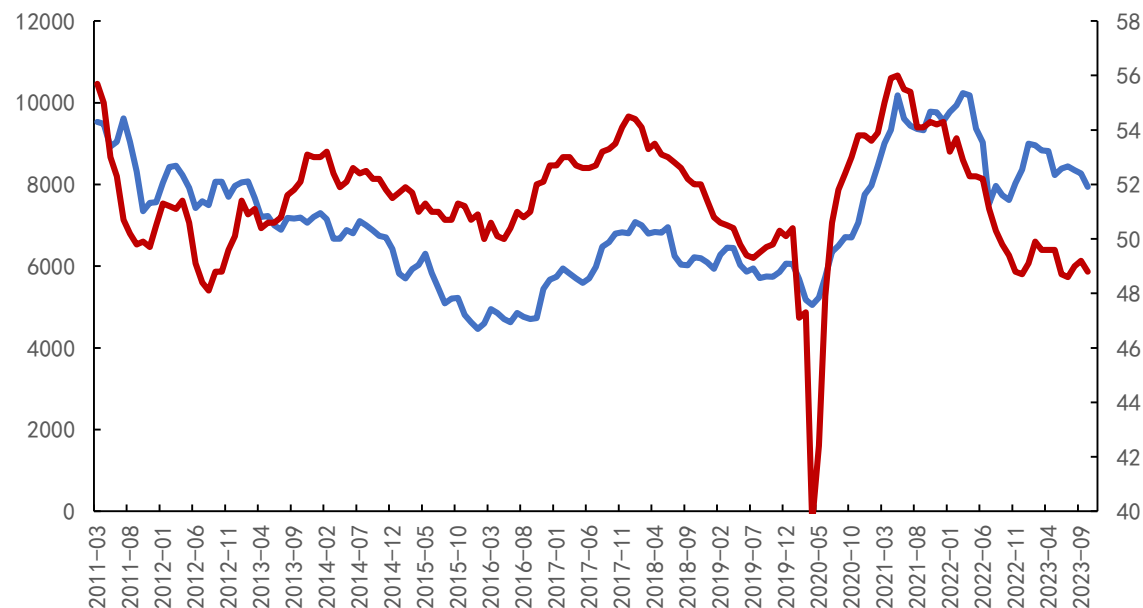
### 逐步走弱的美元或将对有色产生提振

— 现货结算价:LME铜 (美元/吨) — 美元指数(右轴)



### 全球PMI仍在枯荣线以下 (美元/吨)

— 现货结算价:LME铜:月:平均值 — 全球:摩根大通全球制造业PMI



## 2024年PPI：逐步回升，5月或转正

● 综上对PPI核心驱动因素的分析判断，对PPI同比走势预测如下：2024年，PPI整体呈现逐步回升态势，2024年5月或将转正，Q1-Q4均值分别为-1.2%、0.4%、1.3%、1.0%，全年中枢0.4%左右。

### 2024年 PPI同比走势预测 (%)





## 2.3 货币政策与信贷社融



## 货币政策回顾与展望

### ● 2023年基础流动性特征：长钱谨慎投放、短钱较大量滚动

与往年相比，2023年基础流动性中“长钱”投放较为谨慎（可能受外部货币政策影响），资金缺口持续通过“短钱”补充提高了预防性货币需求，导致了如下情况持续存在：政策基调的“宽松”与市场资金体感的“偏紧”。四季度，国内政府债券融资体量较大，上述状况可能仍将延续。

### ● 2024年货币政策展望：降准有空间、MLF适当超额续作、结构性工具积极；政策利率稳定或小幅下降

总量工具：2024年外部货币政策产生的压力将会缓解；“降准”等补充长钱的阻力下降，预计存在0.5%-0.75%的降准空间，春节前可能会操作一次；MLF将保持适当超额续作。

结构性工具：继续结构性精准投放和支持“三大工程”，结构性工具将提供重点支持，关注PSL和保障房支持计划的规模。

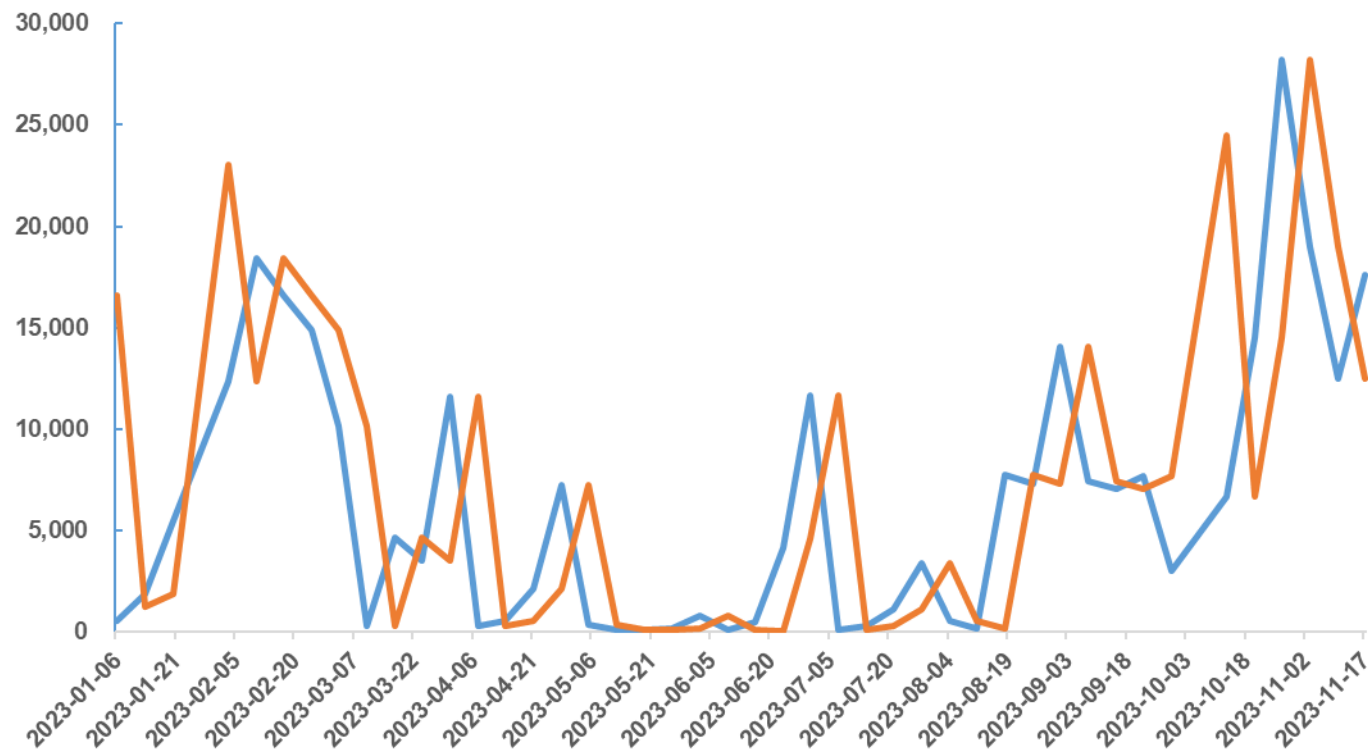
政策利率：预计政策利率（OMO和MLF）保持稳定或小幅降息10BP。在存款利率累积下行后，5年期LPR有望下调，进一步引导终端利率适当回落。

# 基础流动性投放情况

表：央行基础流动性：“长钱”投放（亿元）

	MLF净投放	降准	PSL净投放	TMLF净投放	结构性货币政策工具 (除PSL)	央行利润上缴	外汇占款	合计
2019	-12610	24000	1579	8226	1816	6000	-239.42	28771.58
2020	14600	13500	-3024	-5260	9964	0	-1009.16	28770.84
2021	-6000	22000	-4333	-2966	3109	0	1559.1	13369.1
2022	0	10300	3511	0	9716	11300	1845.08	36672.08
2023 (至11月)	17250	11000	-2364	0	8221	0	4289.84	38396.84

— 逆回购数量:7天:周:合计值:结束日5 — 中国:逆回购:到期量



从基础流动性投放看：  
在“长钱”较为不足，政府债券融资体量较大下，持续靠“短钱”滚动。

预防性货币需求增加会加大资金波动。

资料来源：中国人民银行、WIND资讯、华西证券研究所

# 结构性货币政策工具情况

结构性货币政策工具						2023年3月	2023年6月	2023年9月	
工具名称		存续状态	支持领域	发放对象	利率（1年期）/激励比例	额度（亿元）	余额（亿元）	余额（亿元）	余额（亿元）
长期性工具	支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	8100	5960	5658	5991
	支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	17850	14331	14231	15655
	再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%（6个月）	7400	6061	5950	5289
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1%（激励）	800	275	398	498
	抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40%	—	31291	29896	29022
	碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	1.75%	8000	3994	4530	5098
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	存续	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	1365	2459	2624
	科技创新再贷款	到期	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	4000	3200	3200	3456
	普惠养老专项再贷款	存续	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	10	13	16
	交通物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	354	434	451
	设备更新改造专项再贷款	到期	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000	1105	1694	1672
	普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	1%（激励）	/	269	269	269
	收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5%（激励）	/	0	0	83
	民企债券融资支持工具	存续	民营企业	专业机构	1.75%	500	0	0	0
	保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	工农中建交、邮储	0.00%	2000	5	5	56
	房企纾困专项再贷款	存续	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	800	0	0	0
租赁住房贷款支持计划	存续	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发行	1.75%	1000	0	0	0	
合计							68220	68737	70180

资料来源：中国人民银行、WIND资讯、华西证券研究所

# 信用增长回顾与展望

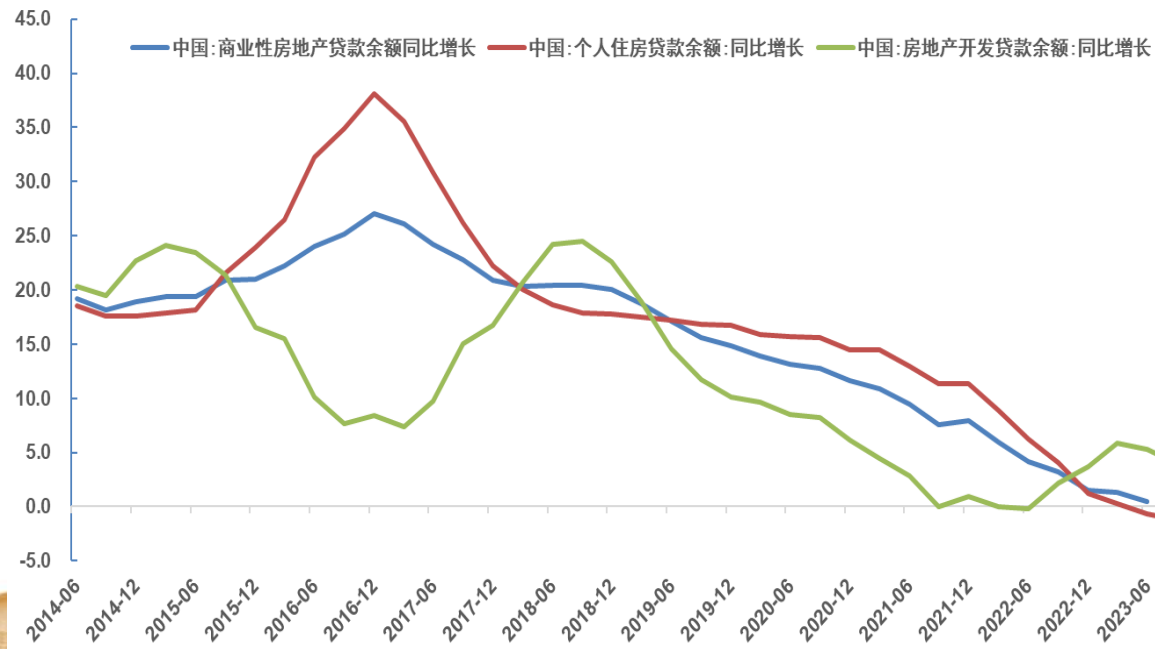
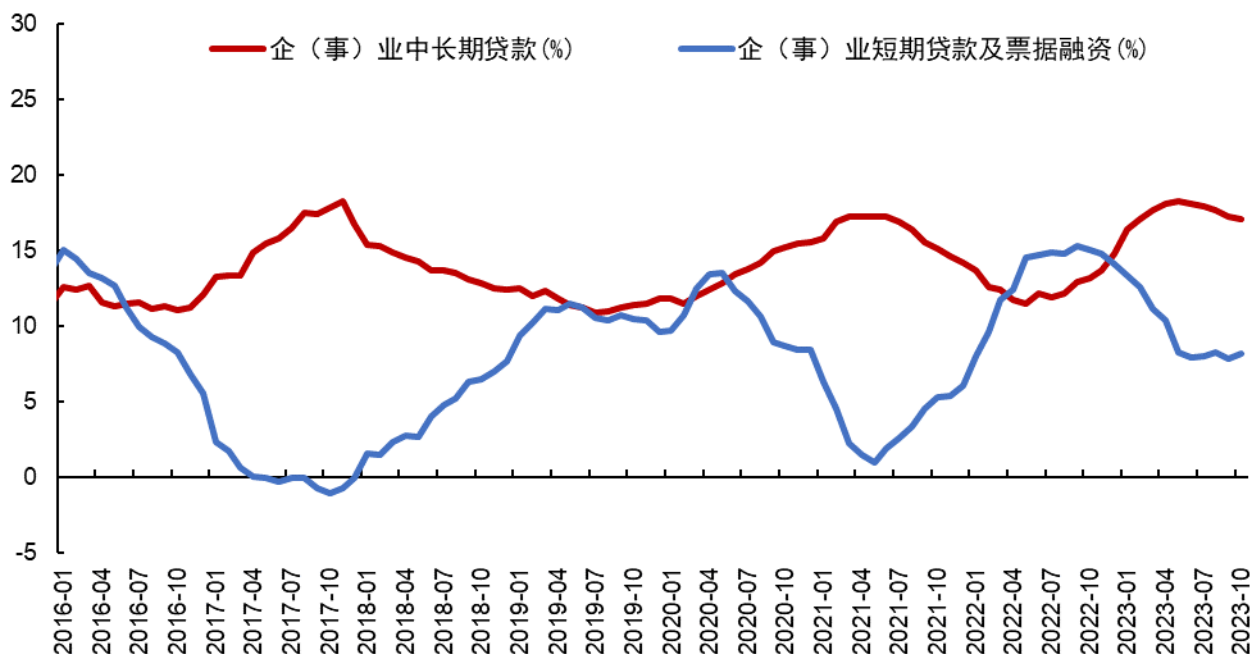
## ● 2023年信用增长特征

**信用增长特征：**信贷和地方政府债券占比继续提升，占新增社融近90%；逆周期政策在信用扩张上显示更为显著；债务偿还性信用需求较为明显（特别地方政府）。

**信用行业特征：**制造业和基础设施行业信贷扩张较快，商业性房地产（开发贷和住房按揭贷）信贷疲弱。

## ● 2024年信用增长展望：预计新增信贷约20.5万亿元，新增社融约33万亿元，社融增速约8.7%。

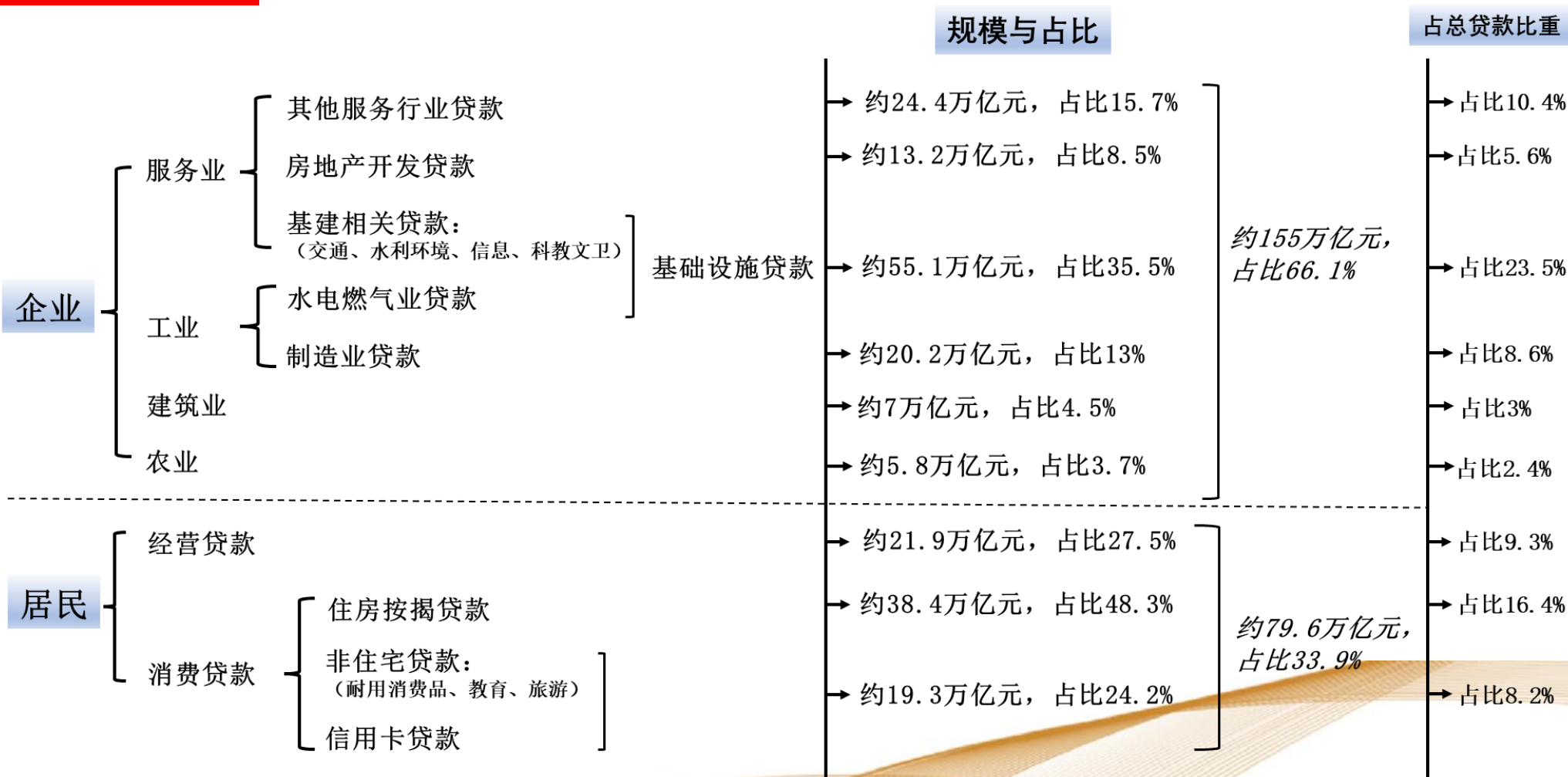
**结构上：**地方政府债务化解背景下，与基建相关的信贷增长将会放缓，向政府债券（国债和地方专项债）转化；政策仍将积极支持制造业贷款；个人住房贷款增速有望低位企稳。





# 信贷投放结构

## 信贷投放结构图



资料来源: WIND资讯, 华西证券研究所

注: 数据日期为2023年9月。

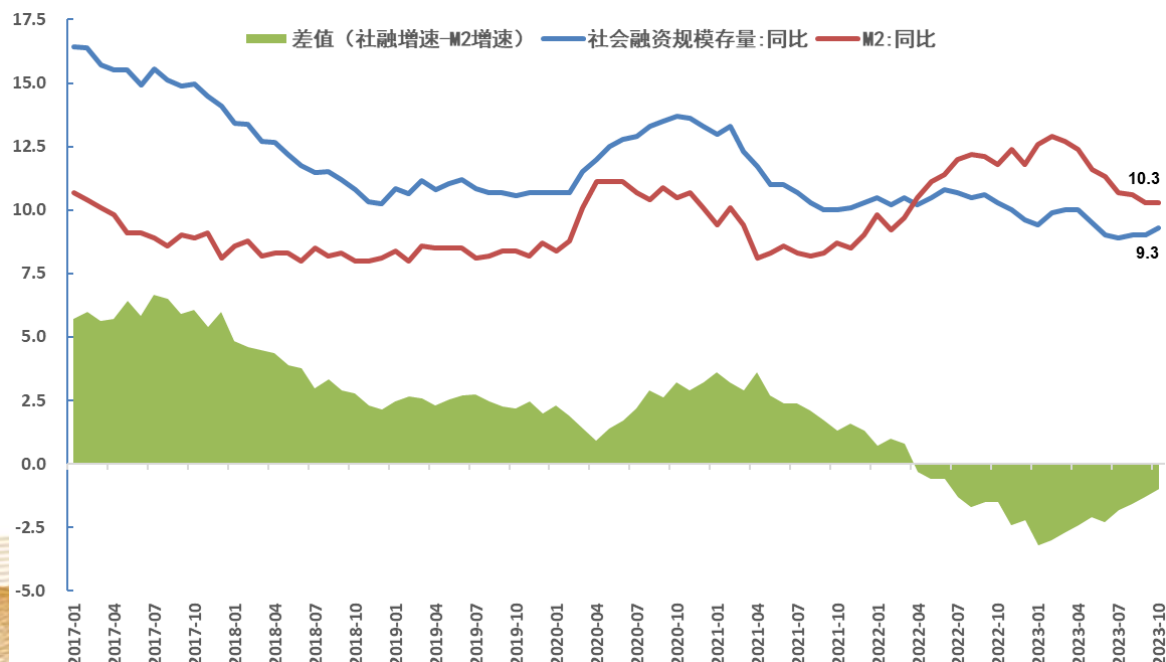


## 融资规模及增速判断

表：社融规模及增速（万亿元 %）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (E)	2024 (E)
新增人民币贷款	13.84	15.67	16.88	20	20	20.9	21.5	20.5
新增非标	3.56	-2.94	-1.76	-1.3	-2.67	-0.6	0	0
新增企业债	0.6	2.63	3.24	4.4	3.3	2.05	1.8	1.6
新增境内股票融资	0.9	0.36	0.35	0.9	1.2	1.2	0.8	1
新增政府债券	5.58	4.85	4.72	8.3	7	7.12	9	8.9
新增其它融资	1.65	1.9	2.2	<b>2.56</b>	<b>2.52</b>	<b>1.33</b>	<b>1.2</b>	<b>1</b>
新增社融	26.15	22.49	25.58	<b>34.86</b>	<b>31.35</b>	<b>32</b>	<b>34.3</b>	<b>33</b>
存量社融	<b>205.9</b>	<b>227</b>	<b>251.3</b>	<b>284.2</b>	<b>314.1</b>	<b>344.2</b>	<b>378.5</b>	<b>411.5</b>
存量社融同比	<b>14.10%</b>	<b>10.30%</b>	<b>10.70%</b>	<b>13.30%</b>	<b>10.30%</b>	<b>9.60%</b>	<b>9.50%</b>	<b>8.70%</b>
名义GDP增速	<b>11.50%</b>	<b>10.50%</b>	<b>7.30%</b>	<b>2.70%</b>	<b>13.40%</b>	<b>5.30%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.80%</b>
杠杆率系数 (dr)	<b>2.60%</b>	<b>-0.20%</b>	<b>3.40%</b>	<b>10.60%</b>	<b>-3.10%</b>	<b>4.30%</b>	<b>4.50%</b>	<b>2.90%</b>

预计2024年，M2增速约为9.5%。M2与社融增速之差继续逐步收窄。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



### 3、美联储加息末期大类资产展望

## 历史回顾：加息末期，大类资产规律

加息末期，一般为最后一次加息至下一轮首次降息的时间段！

- 美股：美联储末次加息后，除2000年美国互联网泡沫破裂时期之外，美股均在半年内有不俗表现。
- 美债：紧缩政策对利率牵引作用减弱，叠加经济衰退预期，国债收益率多呈现下降趋势。
- 美元：美联储加息结束后，短期内美元指数承压，而人民币相应走强。
- 黄金：美联储末次加息后，受美元走弱影响，黄金价格整体呈现震荡上升趋势。
- 大宗：美联储末次加息后，不同时期下LME铜和布伦特原油价格涨跌不一，以震荡行情为主。

## 未来展望：再临加息末期，大类资产将如何表现？

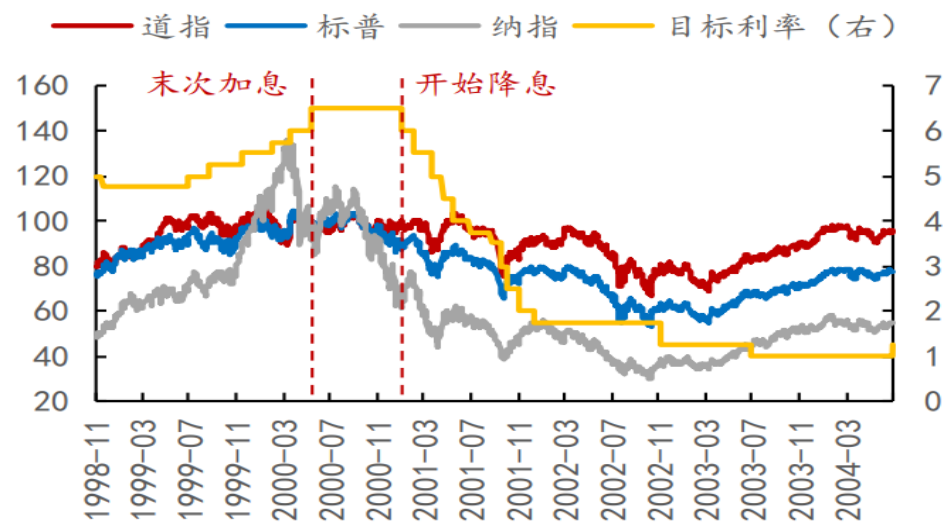
- 美股：由于利率压制缓解，美股半年内或将回暖，其中纳指弹性可能更高。
- 美债：我们预计2024年10年期美债收益率或将向3.5%靠拢。
- 美元：受停止加息预期和美国经济放缓预期影响，美元或将走弱。
- 黄金：美联储加息末期，美国实际利率回落以及美元走弱，黄金有望走强。
- 大宗：美元有所走弱；供需方面，OPEC减产计划以及中国经济温和修复或将带动原油、铜、铝等大宗价值震荡上行。

# 美股：利率压制缓解，整体胜率较高

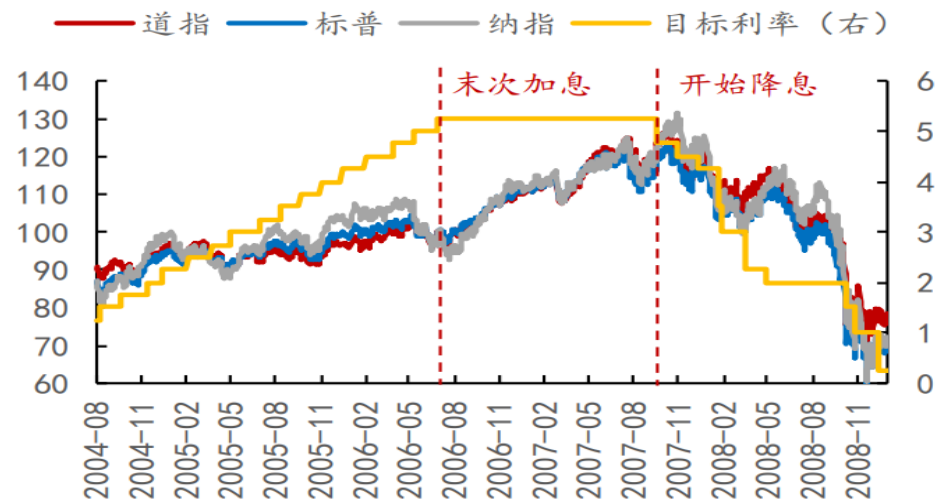
## 美股走势（1995. 2. 1末次加息=100）



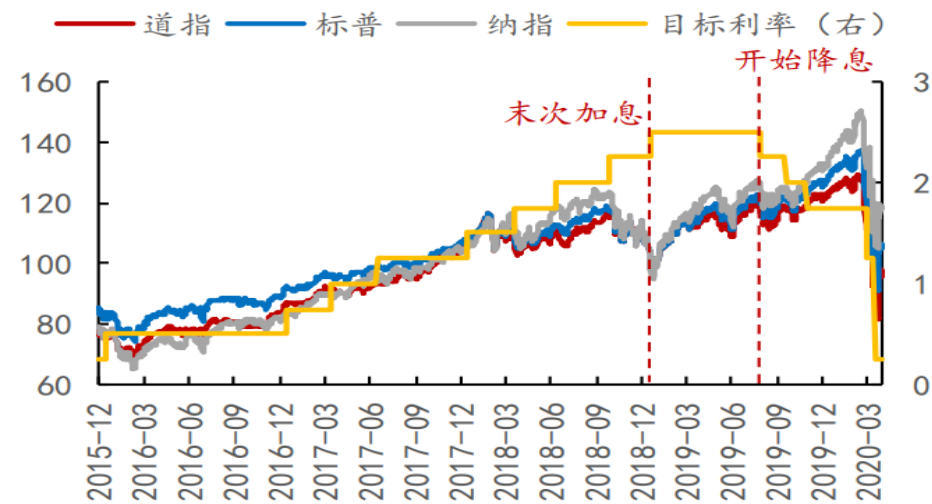
## 美股走势（2000. 5. 16末次加息=100）



## 美股走势（2006. 6. 29末次加息=100）



## 美股走势（2018. 12. 19末次加息=100）

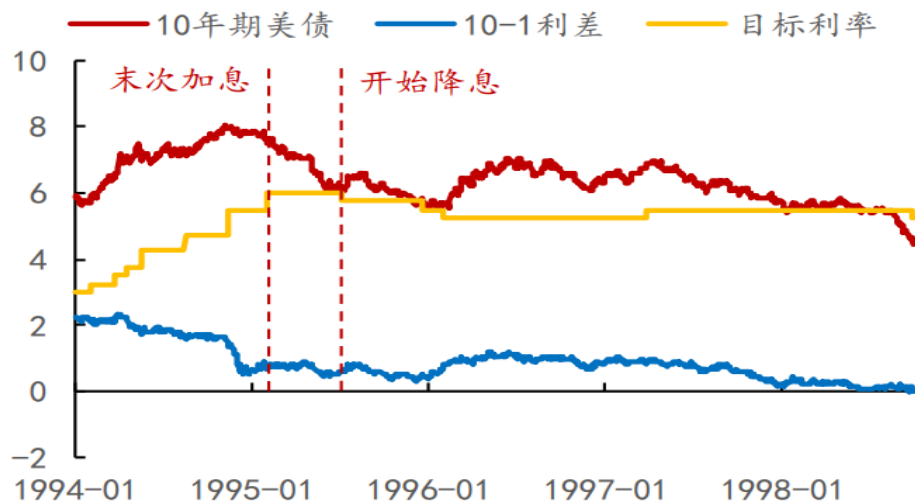


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

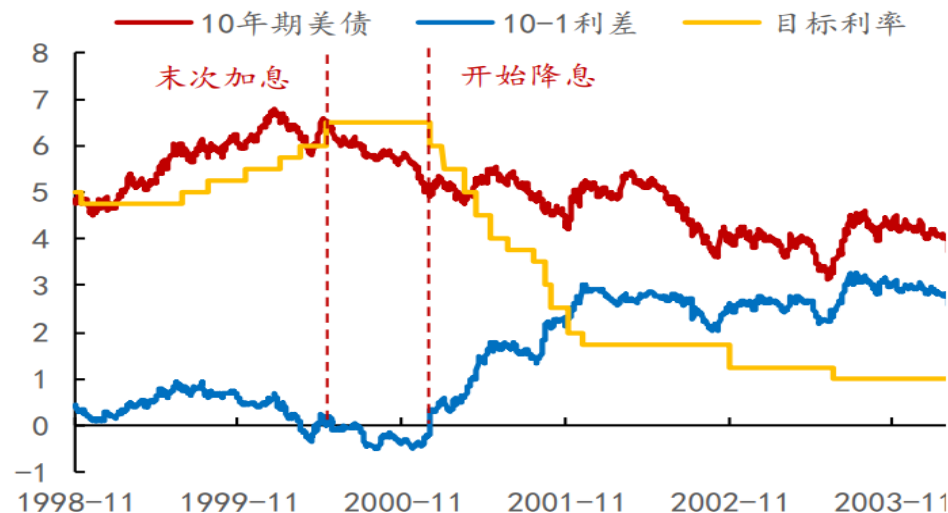


# 美债：收益率整体下行，长短利率利差扩大

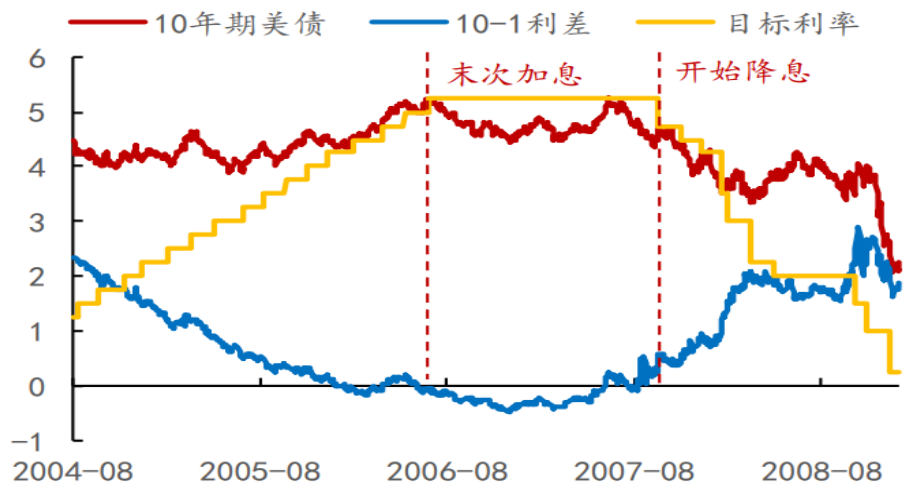
## 美债走势 (1995. 2. 1末次加息=100)



## 美债走势 (2000. 5. 16末次加息=100)



## 美债走势 (2006. 6. 29末次加息=100)



## 美债走势 (2018. 12. 19末次加息=100)



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

## 美元：美元大概率走弱

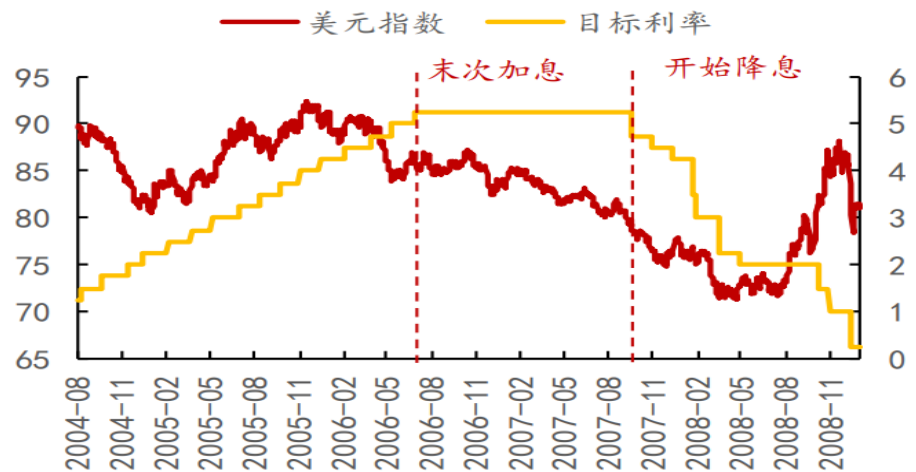
美元指数走势（1995. 2. 1末次加息=100）



美元指数走势（2000. 5. 16末次加息=100）



美元指数走势（2006. 6. 29末次加息=100）



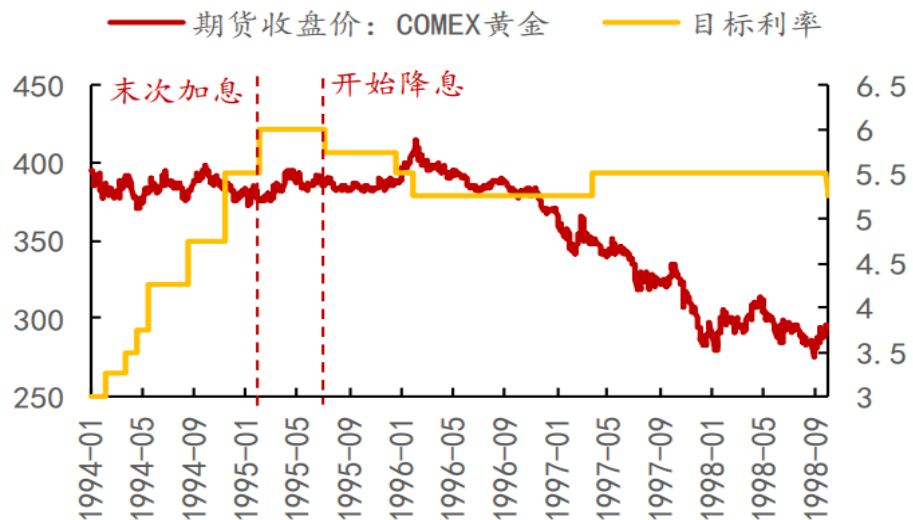
美元指数走势（2018. 12. 19末次加息=100）



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

# 黄金：整体震荡上行，与美元表现负相关

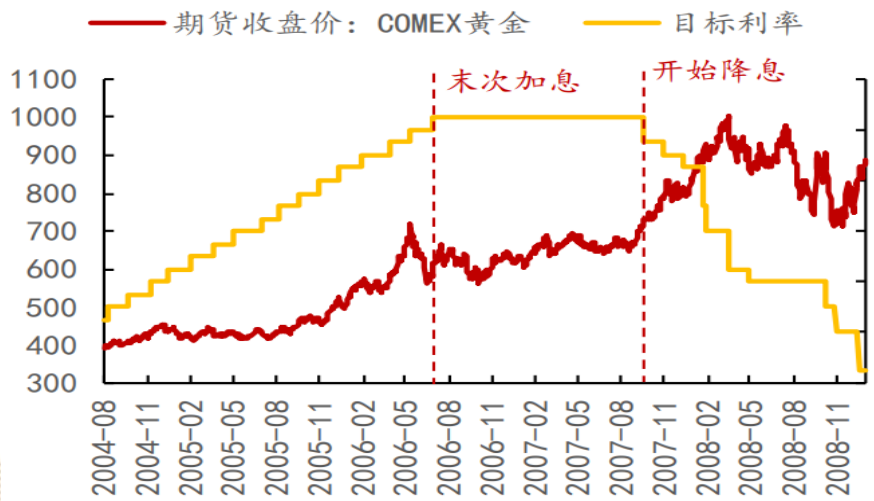
## 黄金走势（1995. 2. 1末次加息=100）



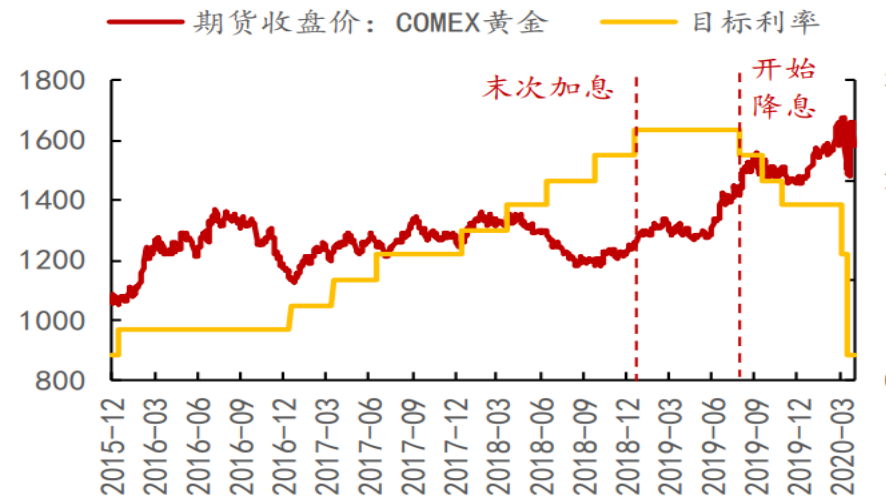
## 黄金走势（2000. 5. 16末次加息=100）



## 黄金走势（2006. 6. 29末次加息=100）



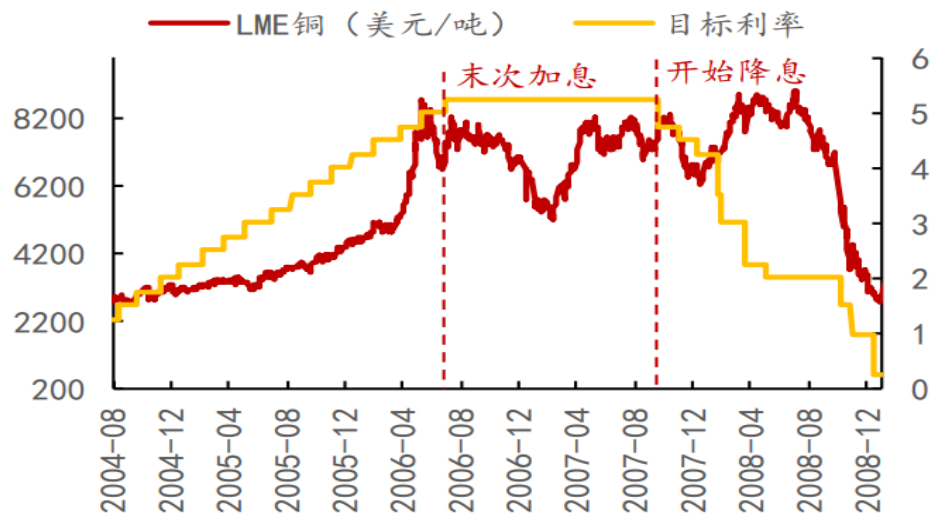
## 黄金走势（2018. 12. 19末次加息=100）



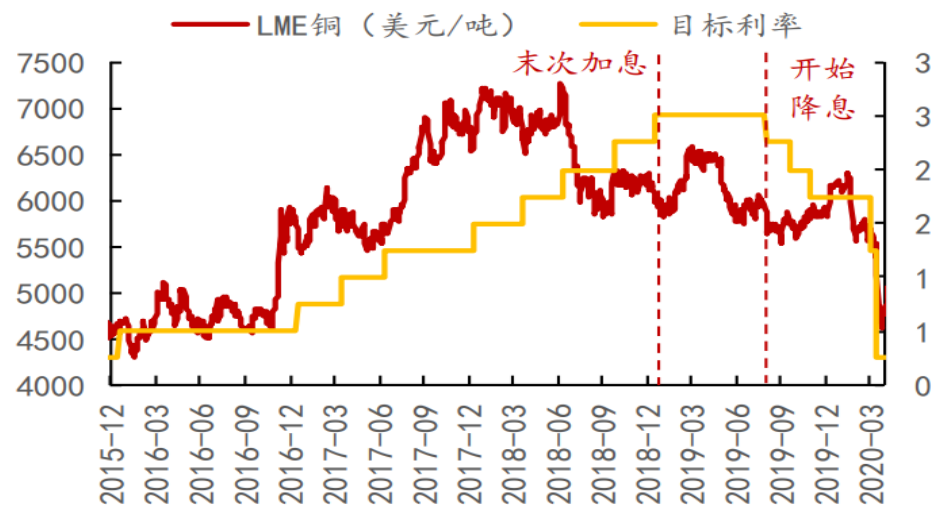
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

# 大宗商品：整体表现震荡，涨跌不一

LME铜价走势（2006. 6. 29末次加息=100）



LME铜价走势（2018. 12. 19末次加息=100）



布伦特油价走势（2006. 6. 29末次加息=100）



布伦特油价走势（2018. 12. 19末次加息=100）



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



# 人民币汇率：压力缓解



	变化方向 (2023, 1, 1-2023, 11, 17)	变化幅度 (2023, 1, 1-2023, 11, 17)
人民币对美元	贬值	4.25%
人民币对欧元	贬值	6.79%
人民币对日元	升值	8.36%
人民币对英镑	贬值	7.12%
CFETS人民币汇率指数	走弱	0.60%
美元指数	走强	0.32%

2024年，美债利率回落，美元指数走弱。伴随国内政策对经济的支撑作用显现，人民币贬值压力将缓解。



## 4 风险提示

宏观经济出现超预期波动，比如地缘政治因素出现超预期的变化，将对宏观经济带来较难预测的扰动。

谢谢！！

## 分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文数篇。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

# 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。