

宏观点评 20231122

2024 展望: 5% 还需多大政策加力?

2023 年 11 月 22 日

■ **2023 年 5% 的增速“有惊无险”，如果 2024 年也要实现这个目标意味着什么？**虽然地产的难题依旧任重道远，但是内外部压力下明年的经济目标不宜明显下调：一方面，根据 IMF 的预测，中国占美国 GDP 比例在 2023 和 2024 年可能进一步下滑至 66%；另一方面，为了缓解就业压力，保持的增速稳定十分必要。我们在此前的报告中说明中美元首的顺利会晤，会让政策更偏向于国内“发展”，即将召开的中央经济工作会议论调也会更加积极。当然，没了基数效应的“帮衬”，2024 年要实现 5% 的增速并不容易。

根据我们的测算，2024 年地产投资与净出口仍是拖累，而基建与消费能够提供一定的支撑和对冲。中性情境下，经济增长距离要 5% 的实际增速目标还有约 9000 亿元的缺口。这可能需要财政更大的发力，保障性住房和城中村改造更多的工作量，此外稳定外贸以及适当的汇率贬值也是重要的选择。具体测算情况如下：

■ **居民消费：回归正轨。**疫情期间居民累积的储蓄多是消费的“超减”而非收入的“超增”，意味着信心和意愿反弹的动能有限。在此基础上，消费这一经济“慢变量”在 2024 年或更多是回归正轨，修复至潜在增长趋势，积蓄后续发力的动能，而超预期走强的概率较小。

预计中性情形下 2024 年居民消费支出及社零均增长 6.1%，名义缺口约为 +1491 亿元，实际缺口约为 +1479 亿元。我们通过居民收入与信用视角观察消费的增长点：首先，今年前三季度消费意愿自 2022 年的低点持续回暖，考虑到“疤痕效应”对预期的限制，预计 2024 年居民消费意愿继续修复，但不及疫情前。其次，2024 年居民可支配收入预计在零售信贷增速弱修复、居民杠杆率回升、收入分配平稳的情境下增长 4.5%。

■ **地产投资：从市场出清到新常态。**2023 对于房地产可谓里程碑式的一年：从疫后反弹的“昙花一现”，到中央层面的新定调，再到罕见的密集政策落地。地产下行伴随金融周期下行的趋势可能在一段时间延续，但转型中不乏机遇，2024 年稳地产的主线预计将在供给端，聚焦财政发力下新一轮房改的支撑。

预计中性情形下 2024 年地产建安投资增速 -6.2%，名义缺口约 -8228 亿元，实际缺口为 -8162 亿元。首先，我们用地产施工面积增速判断建安投资的成色，在停工面积回落、竣工面积增速承压转负、新开工面积下行的情景下，2024 年施工面积预计降至 74 亿平米。其次，**城中村改造将是 2024 年地产企稳的重要支点。**根据超大特大城市自建房屋面积以及建安工程造价对城中村改造投资的估算，我们假设中性情形下城中村改造分 10 年推进，对应 2024 年能为地产带来约 4000 亿增量投资。最后，预计 2024 年土地购置费增速复苏至 -1.6%，对应中性情形下 2024 年房地产投资增速为 -4.4%。

■ **基建投资：吹响中央加杠杆的“号角”。**2023 年基建投资面临的“逆风”包括但不限于在大部分时间里财政政策相对保守、城投平台资金增速出现放缓等。**2024 年基建是宏观经济运行“压舱石”这一逻辑并未发生改变。**对比起 2023 年，至少财政端对基建的支持将会更“给力”，或许 2024 年的基建会走得更“风调雨顺”一些。在 2023 年 GDP 目标实现难度不大的前提下，“非疫情年”年末增发国债更多是为 2024 年经济增长前置发力，这也体现了国家对 2024 年开年“稳基建 ≈ 稳经济”的重视。

预计 2024 年基建投资增速为 7.5%，名义缺口约为 +3905 亿，实际缺口约为 +3874 亿。由于国家预算资金是基建投资的主要融资渠道之一，我们尝试以财政视角去判断 2024 年基建投资走势。在中性情形下，假设 2024 年公共财政赤字率（普通口径）会扩张至 5.4%，且财政端基建支出占比将小幅抬升，**在新增专项债规模增至 3.9 万亿元、土地出让金降幅有所收窄且不额外新增国债的情况下，基建投资将对标 7.5% 的增速。**由于政府消费增速与公共财政支出增速走势相似，在此框架下，我们预

证券分析师 陶川
 执业证书：S0600520050002
 taoch@dwzq.com.cn
 证券分析师 邵翔
 执业证书：S0600523010001
 shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《一线城市楼市限购松绑缘何受阻？》

2023-11-19

《从元首会晤看中央经济工作会议》

2023-11-17

计 2024 年政府消费增速为 5.1%，形成约-1365.6 亿的名义缺口（即约-1354.8 亿的实际缺口）。

- **制造业投资：价格触底+补库开启+政策加力 ≈ 制造业投资的“转机”。** 2023 年可能对制造业而言是比较艰难的一年——价格拖累导致工业企业利润的复苏“来得更慢”、需求疲软导致库存周期被“卡”在主动去库存许久。而 2024 年的情况或许会更乐观一些：首先是 2024 年 PPI 增速将由负转正，这将使工业企业利润延续复苏格局，进而为制造业投资打开上行通道；需求的好转也将带动工业企业进入补库周期，库存对工业企业带来的拖累会有所减弱；同时政策端将继续对科技创新提供支持，这将利好制造业发展。

预计 2024 年制造业投资增速为 6.0%，名义缺口约为+450 亿，实际缺口约为+446 亿。若借鉴“杜邦分析”思路，我们可以把制造业投资拆解为三个分项，即制造业投资=GDP×(制造业 GDP/GDP)×(制造业投资/制造业 GDP)=GDP×制造业 GDP 占比×制造业投资产出效率。基本假设为 2024 年名义 GDP 增速将达到 5.8%。中性情形下，假设 2024 年制造业 GDP 占比将小幅回升（2023 年服务业强于制造业）、制造业投资产出效率基本保持稳定，此时制造业投资对标 6.0% 的增速。

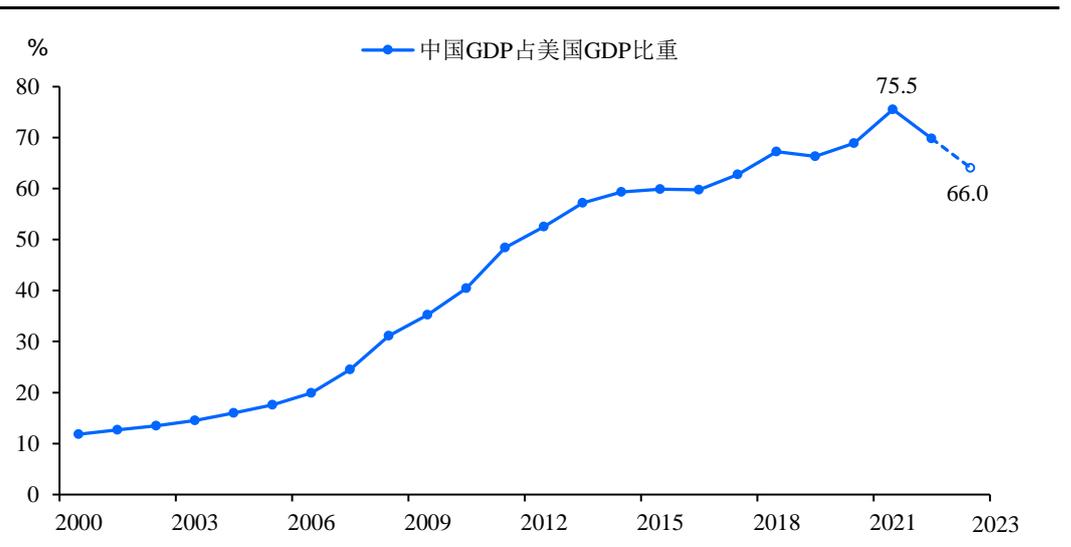
- **进出口：进口强于出口，净出口继续拖累，预计 2024 年商品出口增速约为 2%，净出口增速约为-9.5%，名义缺口为-4172 亿元，实际缺口-4139 亿元。** 2023 年受制于高基数和快速紧缩下全球经济的放缓，进出口都录得比较明显同比负增长。2024 年在价格回升和部分行业周期向上的助力下，进出口贸易会有所改善，但是从商品和服务的净出口来看，对于经济的拖累将持续：一方面，从商品贸易维度看，2024 年的主线之一内需的反弹会快于外需，映射到贸易上进口的增速会快于出口，预计明年商品出口和进口增速会反弹至 2% 和 3% 左右；另一方面，2023 年服务业贸易尚未回归正常，受签证、航班等供给不足的影响，以跨境出行为代表的服务贸易赤字的规模依旧小于疫情前的平均水平，我们预计 2024 年这一规模会继续扩大。因此综合以上因素，预计 2024 年商品和服务净出口的增速约为-9.5%。

- 值得注意的是，为了使得 GDP 缺口的测算更加准确，计算上我们使用了 GDP 支出法口径固定资产投资对地产、基建与制造业三个分项做了调整，由于地产投资的下行趋势，经调整后的总固定资产投资额负向缺口相较三个分项加总略有走阔，接近-5000 亿元。

- **那么还有什么可以用来弥补缺口？** 2024 年经济的两大看点无疑是财政政策的积极程度，和以城中村改造为代表的投资建设能在多大程度上对冲地产的拖累。前者，我们在之前的报告中已经说明财政政策扩张是大势所需，预计 2024 年的财政赤字会在 3.8% 以上；后者则可能更多地依赖 PSL 等准财政政策和央行货币信贷政策的配合。

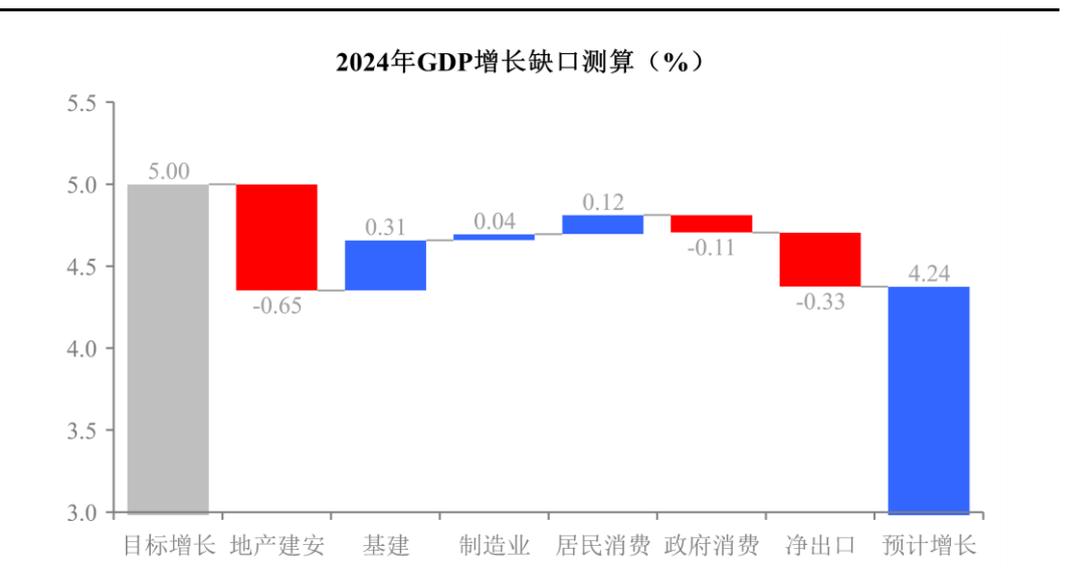
- **风险提示：**海外经济体意外大面积衰退，导致我国出口继续明显下滑；地缘政治紧张形势扩散，大宗商品价格大涨，进口大幅上升，净出口拖累加大；地产企业风险暴露扩大，地产投资萎缩幅度更大。

图1: 中国 GDP 占美国 GDP 的比例



注: 2023 年数据为预测值
数据来源: CEIC, IMF, 东吴证券研究所

图2: 2024 年中性预测情景下 GDP 分项拉动情况



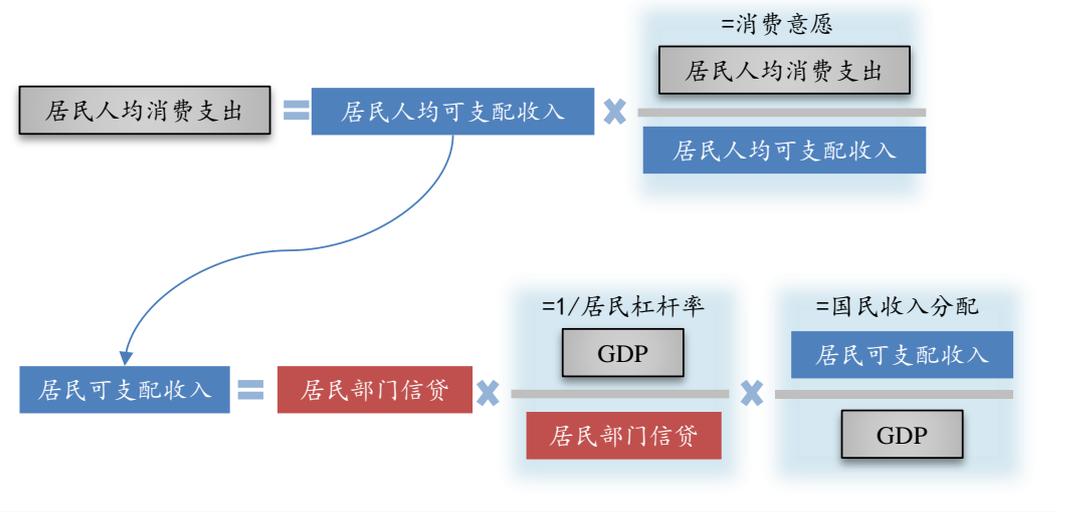
注: 增长为实际值, 投资项根据 GDP 支出法口径调整
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2024年GDP要达到5%, 缺口有多大

		中性	悲观	乐观
投资				
地产建安	增速(%)	-6.2	-15.3	-1.4
其中:新增城中村改造	投资额(亿元)	4000	1000	6000
基建	增速(%)	7.5	5.3	9.6
制造业	增速(%)	6.0	4.3	7.4
总:固定资产投资	增速(%)	4.8	2.6	6.5
	缺口(亿元)	-5020	-17081	3569
消费				
居民消费	增速(%)	6.1	4.5	9.3
	缺口(亿元)	1491	-6132	16736
政府消费	增速(%)	5.1	4.3	7.1
	缺口(亿元)	-1366	-3060	2621
进出口				
进口(以美元计)	增速(%)	3.0	1.0	4.0
出口(以美元计)	增速(%)	2.0	-0.4	5.0
净出口	缺口(亿元)	-4172	-5784	684
2024年GDP	实际增速(%)	4.2	2.3	7.0
2024年GDP总缺口	名义缺口(亿元)	-9068	-32057	23611
	实际缺口(亿元)	-8996	-31802	23424
	占2023年GDP(%)	-0.8	-2.7	2.0

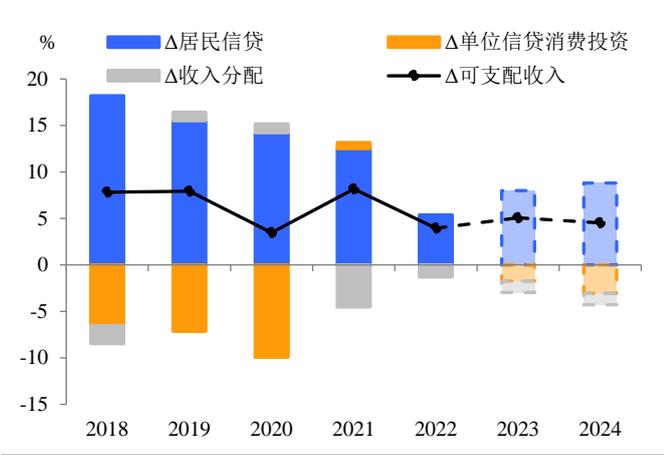
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图4：从居民收入与信用视角看居民消费支出



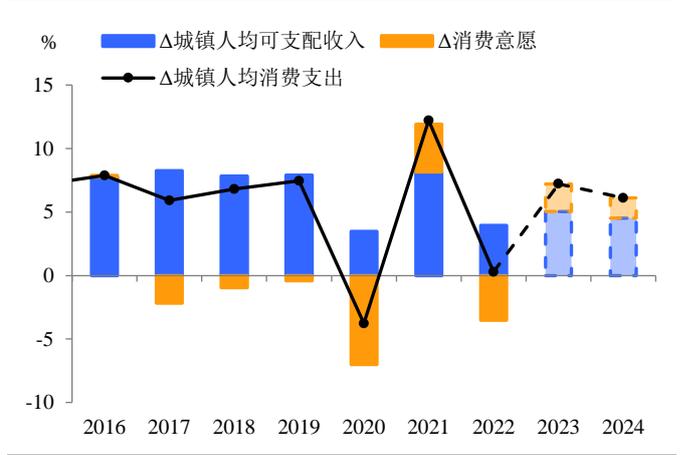
数据来源：东吴证券研究所绘制

图5：预计 2024 年居民收入增长 4.5%



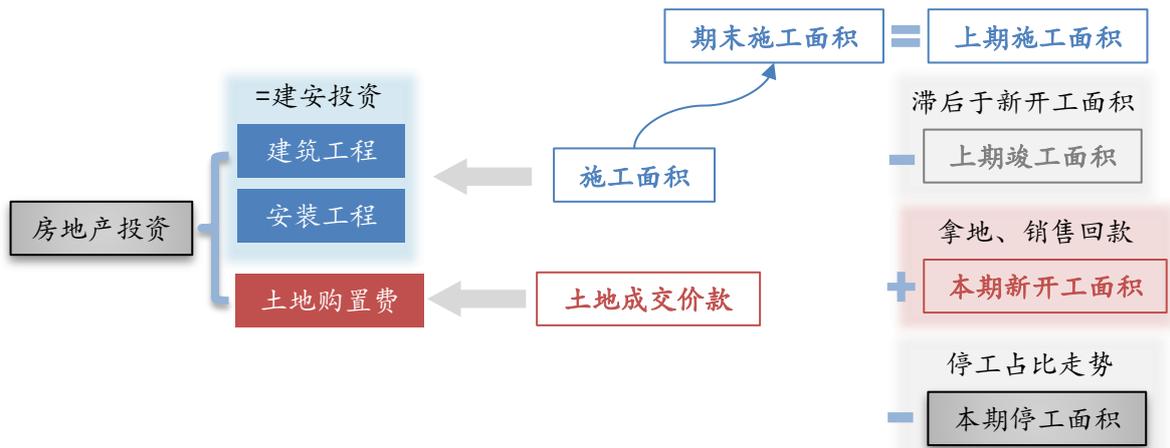
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：预计 2024 年居民消费增长 6.1%



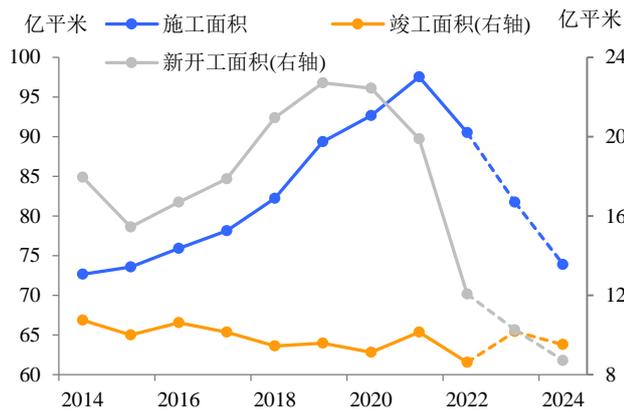
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 从施工面积测算地产建安投资



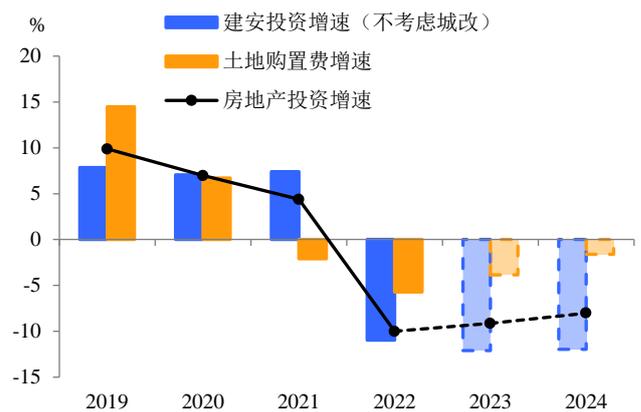
数据来源: 东吴证券研究所

图8: 预计新开工面积与施工面积继续下探



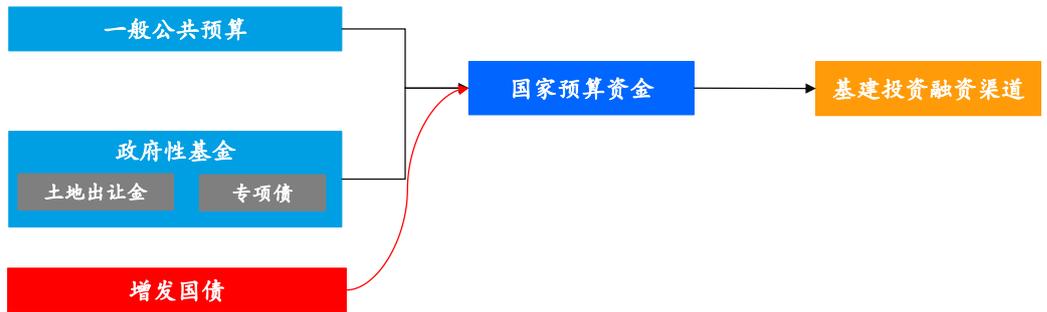
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 若无增量项目支撑, 建安投资增速将弱复苏



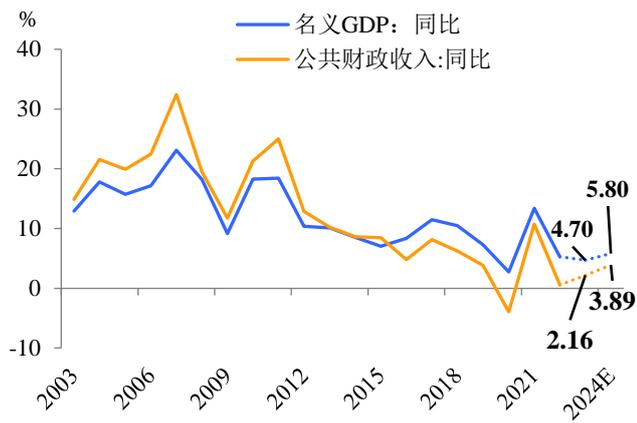
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 从财政视角看 2024 年基建投资



数据来源: 东吴证券研究所绘制

图11: 名义 GDP 增速与公共财政收入增速走势一致



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2024 年财政支出更多往基建类支出倾斜



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 工业企业利润好转带动制造业投资上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2024 年工业补库将成为“主旋律”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>