

2023年11月24日

## 破浪前行——2024年宏观经济展望

宏观研究团队

——宏观深度报告

**何宁（分析师）**

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

**陈策（联系人）**

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

**潘伟桢（联系人）**

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

2023年中国经济呈现出了疫后的“非典型复苏”，展望未来，经济的持续增长动能从何而来？本篇报告我们着眼短期，从海外央行政策转向、国内中央加杠杆、库存周期反转等角度把脉2024年海外和中国的宏观经济。

### ● 海外：经济增长分化，迎接央行宽松转向

**(1) 美国经济：暂无“近忧”，或有“远虑”。**当前美国经济增长韧性较足，暂无“近忧”，但支撑美国经济短期保持较高韧性的劳动力市场、财政扩张以及居民获得的信贷支撑目前均出现边际降温的趋势，美国经济或有“远虑”。美联储或已结束加息，但降息的时间节点还存在较大的不确定性。更进一步来看，即使开始降息，幅度和节奏或许也是“降降停停”，整体的降幅或不大。

**(2) 2024 总统大选临近，美国政治面临不确定性。**当前特朗普、拜登是共和、民主两党内的领先人选，大概率将成为两党的总统候选人，其焦点议题或集中在堕胎、经济民生、移民以及对外援助上，这将给美国的政治带来不确定性。

**(3) 欧洲：经济“硬着陆”风险提升，欧央行加息或已终结。**从 GDP、PMI、消费者信心指数以及金融信贷数据来看，欧洲经济衰退压力较大。但考虑到欧洲的能源问题或对通胀形成提振，欧央行加息或已达到终点，但降息时点仍需等待。

**(4) 日本：超宽松货币政策可能会缓慢调整。**

### ● 国内政策：宽财政宽货币，中央加杠杆迈上新台阶

**(1) 积极财政与经济高增诉求的必然性。**一则 2023 年名义 GDP 或低于隐含目标、限制财政空间；二则土地收入下降，地方财政存在缺口；三则 2035 远景目标或仍有难度，测算 2035 年中等发达国家下限约人均 GNI 2.96 万美元，需中国完成 6.2% 的名义 GDP 增速、4.1%-4.6% 的实际 GDP 增速；四则中美 GDP 差距走扩。

**(2) 财政政策：新一轮积极财政周期或已开启，中央有望打开加杠杆空间。**与历史三轮财政扩张周期比较，本次调增赤字或是财政思路转变的“前哨”，指向 3% 可能不再是“硬约束”。首先，国际比较看，我国政府还有加杠杆空间。其次，我国央地比较来看，中央政府仍有举债空间。2022 年底，我国中央政府债务率仅为 21.4%。我们判断 2024 年中央有望打开加杠杆空间，赤字率可能为 3.5%-4.0%；预计专项债持平 2023 年的 3.8 万亿，广义赤字率在 6.4%-6.8% 区间。

**(3) 货币政策：适度宽松以协同财政，优化信贷调节。**历史上财政扩张一般会带来广义货币的增长，社融、M0、M1、M2 增速上行。预计 2024 年货币政策将维持稳健偏松，大概率降准降息，加强总量和结构双重调节。预计信用将宽，社融增速有望在 Q1 回升，全年前高后低。预测信贷增速约 10.3%，社融增速约 9.5%。

### ● 国内经济的那些“X”命题：城中村为库存周期反转助力

**(1) X1 中美共振补库的强弱：关注城中村村助力和结构性机会。**2024 年国内补库力度最终取决于地产，城中村或助力库存反转，但中性假设下难言强周期；关注景气先行和中美共振补库两条结构性主线：看好汽车、消费电子半导体、纺织；预计补库周期有望支撑制造业投资实现 7% 左右增长。

**(2) X2 地产：预计供给侧发力，需求仍是较大掣肘。**供给端：测算若城中村资金支持超 1 万亿、撬动杠杆 1 倍，可拉动地产投资增速至 -3%-5%。我们预计，从城中村改造面临的痛点反推，中央可能会参与其中；需求端：从购房意愿、购房能力、商品房供需等因素来看，预计 2024 年商品房销售额增速维持低位。

**(3) X3 消费：“消费新时代”的内生动能正在积聚，服务消费韧性延续。**2023 年消费改善来自于收入、消费倾向，且服务消费表现亮眼。经济结构转型有利于收入分配向居民倾斜，且地产对消费挤压下行，看好长期消费占比提升。预计 2024 年消费具有韧性，社零增速 6%、最终消费支出增速 6.6%。

**(4) X4 出口：仍具韧性，全年小幅正增长至 3.7%。**分地区看发展中经济体弥补美日韩澳加等发达地区份额，分产品看生产类机械提供底部支撑。

### ● 通胀、汇率、资产价格表现：物价上行，汇率波动，国内股好于债

**(1) 通胀：预计随着货币财政发力，叠加猪、油价格上行，2024 年 CPI 同比可能前低后高，全年接近 2%。**基建、城中村等政策提振工业品价格，预计 2024 年 PPI 同比将继续回升，全年接近 1%，关注黑色、有色等行业涨价的结构性机会。

**(2) 汇率：双幅波动趋势未改，信心仍是当前的关键。**

**(3) 资产价格表现：国内：股好于债，关注汽车、消费电子半导体、纺织和周期板块；海外：波动性或有所放大。短期看：美股 > 美债 > 黄金 > 美元 > 原油。**

● **风险提示：**地缘政治风险超预期，中国经济复苏不及预期。

### 相关研究报告

《内需仍有待提振—宏观周报》

-2023.11.19

《布局新一轮政策窗口期—宏观经济

点评》-2023.11.16

《财政支出力度显著提升—宏观经济

点评》-2023.11.16

## 目 录

1、 海外：经济增长分化，迎接央行宽松转向.....	6
1.1、 美国经济：暂无“近忧”，或有“远虑”.....	6
1.1.1、 当前美国经济增长韧性较足，暂无“近忧”.....	6
1.1.2、 就业、财政与信贷边际降温，美国经济或有“远虑”.....	7
1.1.3、 美联储可能迈入降息区间，但节奏或较以往有别.....	13
1.2、 2024 总统大选临近，美国政治面临不确定性.....	14
1.3、 欧洲：经济“硬着陆”风险提升，欧央行加息或已终结.....	15
1.4、 日本：超宽松货币政策可能会缓慢调整.....	17
2、 国内政策：宽财政宽货币，中央加杠杆迈上新台阶.....	18
2.1、 积极财政与经济高增诉求的必然性.....	18
2.2、 新一轮积极财政周期或已开启.....	21
2.2.1、 财政政策思路重要转变：赤字率或将继续突破 3%.....	21
2.2.2、 国际比较：我国中央赤字和政府负债率提升空间充足.....	24
2.2.3、 地方债务化解：探索长效机制.....	26
2.2.4、 结论：预计赤字率 3.5%-4.0%，杠杆或加在中央.....	26
2.3、 货币：宽货币宽信用，社融全年同比预计 9.5%.....	27
2.3.1、 狭义流动性：央行或加大力度呵护流动性.....	27
2.3.2、 宽货币：利率趋下行，降准概率高于降息.....	28
2.3.3、 宽信用：政府发债支撑全年社融增速为 9.5%左右.....	31
3、 国内经济的那些“X”命题：城中村为库存周期反转助力.....	32
3.1、 X1 中美共振补库的强弱：关注城中村的助力和结构性机会.....	32
3.2、 X2 地产：预计供给侧发力，需求仍是较大掣肘.....	35
3.2.1、 预计地产供给端政策发力，关注城中村和保障房建设.....	35
3.2.2、 地产需求仍是较大掣肘，居民购房意愿和能力仍承压.....	37
3.3、 X3 消费：“消费新时代”的内生动能正在积聚，服务消费韧性延续.....	39
3.4、 X4 出口：预计 2024 年同比前低后高，全年实现正增长.....	43
3.4.1、 2023 年全球经贸下行周期背景下中国出口仍具韧性.....	43
3.4.2、 2024 年出口展望：生产类机械保持韧性，出口同比前低后高，全年出口同比+3.7%.....	47
4、 通胀和汇率：物价上行，汇率波动.....	48
4.1、 通胀：预计 2024 年 CPI 同比接近 2%，关注中上游行业结构性机会.....	48
4.1.1、 2023 三季度起 PPI 同比降幅不断收窄.....	48
4.1.2、 预计 2024 年 CPI 同比接近 2%，关注 PPI 中上游行业结构性机会.....	48
4.2、 汇率：双幅波动趋势未改，信心仍是当前的关键.....	50
5、 经济数据预测和资产价格表现.....	51
5.1、 国内资产配置：股市好于债市；关注汽车、消费电子半导体、纺服和周期板块.....	51
5.2、 海外资产配置：波动性或将有放大.....	51
6、 风险提示.....	53

## 图表目录

图 1： 美国 3 季度 GDP 增速有所提升.....	6
图 2： 美国 10 月 PMI 初值进一步提升.....	7
图 3： 美国 9 月零售数据同比继续提升.....	7

图 4: 美国服务消费保持坚挺 .....	7
图 5: 美国新增非农就业经历较大幅度下修 .....	8
图 6: 10 月失业率上升、劳动参与率下降 .....	8
图 7: 美国居民超额储蓄不断消耗 .....	9
图 8: 美国居民储蓄率近期开始下降 .....	9
图 9: 9 月亚特兰大联储美国薪资增速进一步回落 (3 月移动平均值) .....	9
图 10: CBO 预测美国净利息支出占 GDP 比重将会上升 .....	11
图 11: 美国银行的贷款意愿出现较大程度的下降 .....	11
图 12: 美国信用卡拖欠率有所上升 .....	12
图 13: 美国消费贷款金额连续下降 .....	12
图 14: 美国居民与企业杠杆率相对较低 .....	12
图 15: 美国当前或仍在去库存过程中 .....	12
图 16: 美国实际政策利率已经转正 .....	13
图 17: 特朗普处于党内初选的优势地位 .....	14
图 18: 拜登处于党内初选的优势地位 .....	14
图 19: 欧洲经济增长动力正在不断减弱 .....	15
图 20: 欧洲制造业 PMI 持续处于荣枯线以下 .....	15
图 21: 欧元区消费者信心指数较低 .....	15
图 22: 欧元区信贷增速连续为负 .....	16
图 23: 日本通胀仍在 2% 以上 .....	18
图 24: 日元兑美元近期不断贬值 .....	18
图 25: 2025 目标实现难度不大 .....	19
图 26: 2035 目标实现或仍有难度 .....	19
图 27: 东亚突破至中等发达国家平均需要 17 年 .....	20
图 28: 欧美突破至中等发达国家平均需要 22 年 .....	20
图 29: 东亚国家主要由实际增长贡献, 欧美主要由通胀贡献 .....	20
图 30: 2023 年前三季度中国占美国名义 GDP 比重有所下滑 .....	21
图 31: 2011 年以来中美分别按本币计算的 GDP 实际增速差近年来有所收窄 .....	21
图 32: 1998 年以来我国经历了三轮积极财政周期 .....	22
图 33: 税收收入占国民生产总值比重趋于下行 .....	22
图 34: 财政扩张促进经济和物价增长的效果在减弱 .....	23
图 35: 第三轮积极财政以广义财政发力为主 .....	23
图 36: 当前我国赤字率在国际上偏低 .....	23
图 37: 我国当前人均 GDP 与 80、90 年代的发达国家接近 .....	23
图 38: 可比时期的日本、欧美赤字率与我国当前相当 .....	24
图 39: 可比时期的欧美日政府债务率与我国当前接近 .....	24
图 40: 我国政府杠杆率显著低于发达国家 .....	25
图 41: 我国居民杠杆率距离发达国家水平仍有空间 .....	25
图 42: 我国非金融企业杠杆率已超过发达经济体平均 .....	25
图 43: 2018 年后地方政府加杠杆速度高于中央 .....	25
图 44: 我国经历了企业-居民-政府加杠杆周期 .....	26
图 45: 预算赤字和广义赤字率有望延续高增 .....	27
图 46: 2007 年发行国债后央行净投放增加 .....	28
图 47: 2020 年特别国债发行后央行提高逆回购数量 .....	28
图 48: 2020 年特别国债发行后央行持续六个月加量投放 MLF .....	28

图 49: 商业银行净息差自 2022 年底下行 19bp.....	29
图 50: 2023 年社融增速偏低揭示内需待修复.....	29
图 51: 财政扩张周期一般会以宽松货币政策配合.....	30
图 52: 财政扩张时期央行货币供给量提高.....	30
图 53: 2024 年社融增速或是前高后低.....	31
图 54: 地产周期领先库存周期约 6 个月.....	32
图 55: 实际库存初现拐点.....	33
图 56: 库销比延续上行.....	33
图 57: 汽车制造景气先行.....	33
图 58: 消费电子半导体已中美共振补库, 且 9 月国内加速补库.....	34
图 59: 补库支撑制造业投资.....	35
图 60: 测算 2023 年 1-9 月地产投资增速-15.7%.....	35
图 61: 测算 2023 年 1-9 月商品房销售面积增速-16.4%.....	35
图 62: “十四五”期间重点 40 城保障房规划目标.....	37
图 63: 基准情形下, 2024 年土地购置费下行、建安小幅改善.....	37
图 64: 测算地产投资对城中村改造资金支持的敏感性.....	37
图 65: 次贷危机后美国居民偿债比率大幅改善.....	38
图 66: 美国居民资产负债表修复源于去杠杆+扩收入.....	38
图 67: 首付与按揭增速差反映新房购买意愿不足.....	39
图 68: 二手房挂牌量增价跌.....	39
图 69: 商品房库销比偏高.....	39
图 70: 居民偿债比率仅较 2021 年高位小幅下行.....	39
图 71: 分拆来看, 2023 年消费改善主要由收入和消费倾向贡献.....	40
图 72: 服务消费增速可由餐饮增速替代.....	40
图 73: 服务消费是消费改善的主要增量.....	40
图 74: 2023Q3 居民消费率初步修复至疫前.....	41
图 75: 2023 年中秋国庆, 人均旅游支出改善至 2019 年同期的 97.5%.....	41
图 76: 第三产业单位增加值的劳动者报酬约为 52.8%.....	42
图 77: 第三产业单位产出的劳动者报酬约为 28%.....	42
图 78: 我国第三产业劳动报酬率高于第二产业.....	42
图 79: 美国第三产业劳动报酬率高于第二产业.....	43
图 80: 2023 年居民收入增速高于 GDP 增速.....	43
图 81: 地产挤出效应下滑.....	43
图 82: 全球经贸下行周期下中国出口仍具较强韧性.....	44
图 83: 从海外进口需求来看, 东盟、中东、非洲、独联体等发展中经济体进口总金额与美日韩澳加等发达经济体大致相当.....	45
图 84: 从我国出口端来看, 我国对东盟、中东、非洲、独联体等发展中经济体出口金额已明显超过美日韩澳加.....	45
图 85: 世界贸易较为景气时, 发展中经济体进口需求增长往往高于发达经济体; 世界贸易衰退时, 发展中经济体进口需求衰退也快于发达经济体.....	46
图 86: 生产类机械设备产品出口具有较强韧性.....	47
图 87: 中小企业劳动力供给修复好于劳动力需求修复.....	48
图 88: 居民可支配收入增速尚未恢复至疫情前水平.....	48
图 89: 2023 年前三季度核心 CPI 多数时间弱于季节性.....	48
图 90: 2023 年大宗商品价格较 2022 年处于低位.....	48
图 91: CPI 和 PPI 预测.....	49

图 92: CPI-PPI 预测.....	49
图 93: 历史经验来看, CPI 受由食品、燃料价格影响较大 .....	50
图 94: 2010-2011 年, 上游油气燃料、石化链及有色、黑色等行业 PPI 普涨 .....	50
图 95: 2015-2017 年价格上涨较快的行业集中在煤炭、黑色、有色行业.....	50
图 96: 近期人民币汇率基本稳定 .....	51
图 97: 银行结汇率有所下行 .....	51
表 1: 美国 2023 财年赤字持续扩大 (十亿美元) .....	10
表 2: 欧央行下调欧元区经济增长预测 (%) .....	17
表 3: 机械设备产品占我国 2023 年 H1 出口总额的 50% 以上 .....	46
表 4: IMF 对全球经济预测 (%) .....	52
表 5: 2024 年关键数据预测 .....	53

站在一年前的今天展望 2023，疫后复苏无疑是最大的宏观主题，然而在疫后复苏的过程中，既有服务消费高增、基建维持韧性的喜悦，也不乏地产需求偏弱，工业修复疲弱的担忧，进而呈现出了疫后的“非典型复苏”。展望未来，在地产偏弱的背景下，经济的持续增长动能从何而来？2023 年 9 月开源宏观团队发表了《百年变局与中国经济的转型之路》，从百年之变、转型之路、政策之帆三条主线出发，以长期视角探讨中国经济发展的新动能；本篇报告我们着眼短期，从海外央行政策转向、国内中央加杠杆、库存周期反转等角度把脉 2024 年海外和中国的宏观经济。

## 1、海外：经济增长分化，迎接央行宽松转向

### 1.1、美国经济：暂无“近忧”，或有“远虑”

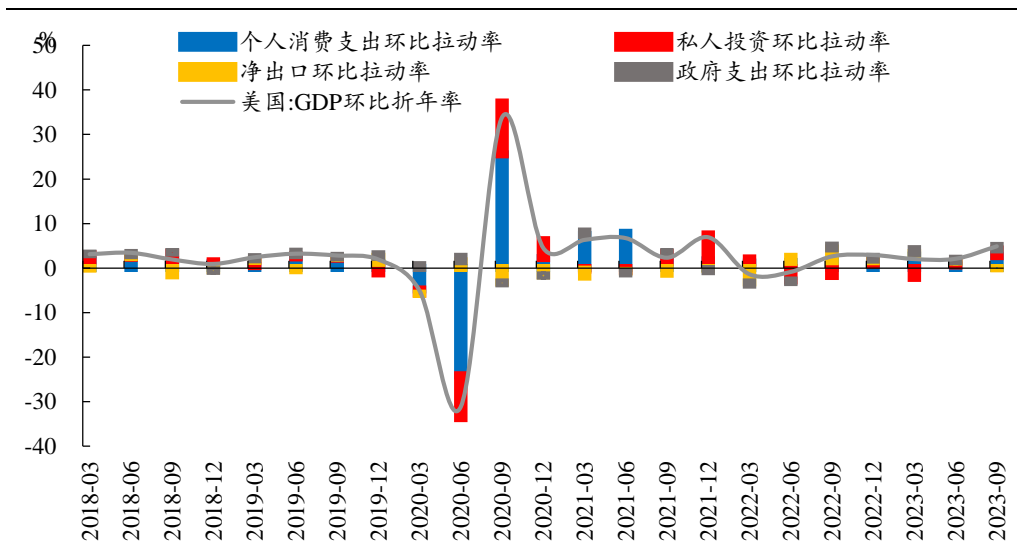
2023 年，美国经济显示出了强大的韧性，市场对于美国经济的衰退预期逐渐转向经济软着陆，与此相对应的，对美联储的降息时点以及通胀回落斜率均产生了重要影响。展望未来，美国经济走向对 2024 年的资产价格走势至关重要。

#### 1.1.1、当前美国经济增长韧性较足，暂无“近忧”

美国 3 季度实际 GDP 初值环比<sup>1</sup>增长 4.9%，较 2 季度上升 2.8 个百分点，同比增速亦上升至 2.93%。分部门来看，个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动 3 季度 GDP 环比增长 2.69、1.47、-0.08、0.79 个百分点。

其中个人消费逆势回升，且幅度较大。3 季度美国个人消费环比增长 4.0%，较 2 季度上升 3.2 个百分点，对 GDP 的环比拉动作用提升 2.14 个百分点。其中商品消费环比增速上升 4.3 个百分点至 4.8%，服务消费环比增速上升 2.6 个百分点至 3.6%，消费对美国经济增长的拉动作用再度显现，是最重要的贡献项。私人投资环比增速亦有提升，但边际有所趋缓。不过库存增速或有提升，并拉动 GDP 增长 1.32 个百分点，是 3 季度 GDP 数据的一个不同之处。净出口有所回落、政府支出有所回升。（详见《消费韧性推动美国经济超预期增长——美国 3 季度 GDP 数据点评》）

图1：美国 3 季度 GDP 增速有所提升



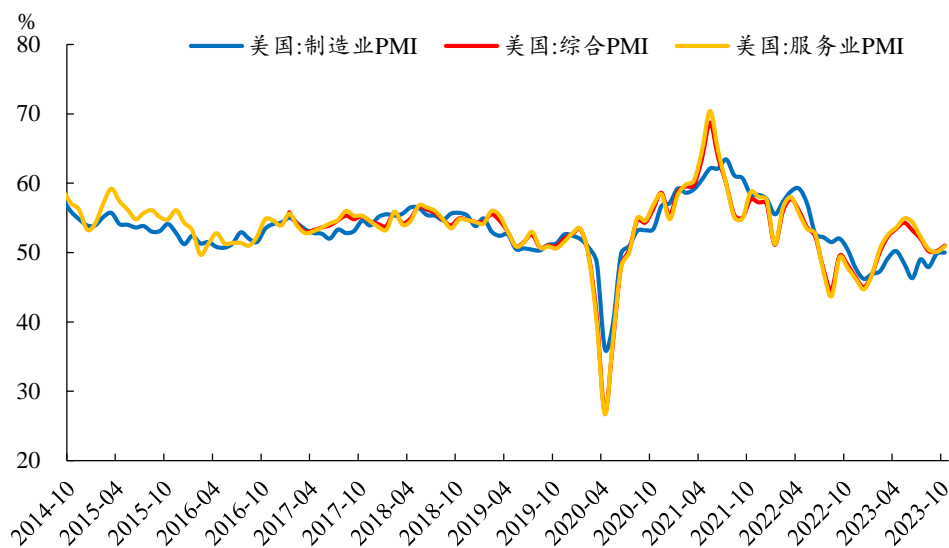
数据来源：Wind、开源证券研究所

从其它高频指标来看，美国经济亦显现出相当的韧性。10 月美国 Markit 制造业

<sup>1</sup> 此处为环比折年率，本段后文未经标注均为环比折年率。

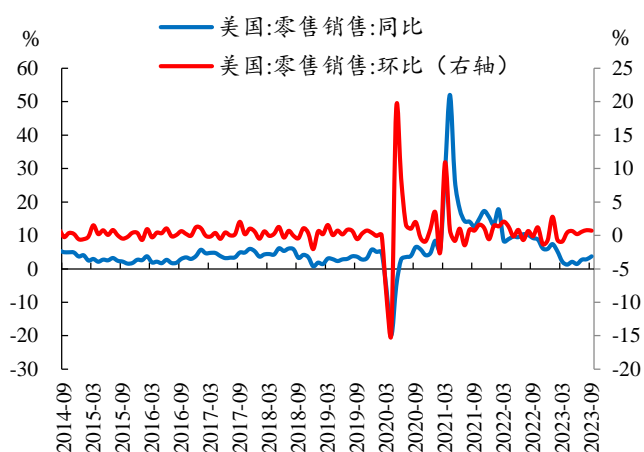
PMI 初值录得 50%，较 9 月终值提升 0.2 个百分点，且回升至荣枯线。服务业 PMI 较 9 月提升 0.8 个百分点至 50.9%。ISM 制造业 PMI 在 10 月虽有所下降，但或因受到罢工等外部冲击影响。消费端来看，美国 9 月零售销售环比增加 0.71%，较 8 月略有下降，但同比上升 3.75%，连续 4 个月上升。服务消费中，个人服务消费支出在 9 月环比上升 0.77%，同比上升 7.22%，整体虽有所下滑，但较疫情前仍然处于较高水平，当前美国服务消费仍较旺盛。考虑到美国消费在 GDP 的比重约有 70%，个人消费的坚挺，或是当前美国经济在高利率环境下显示出较强韧性的基础。此外，美国新房市场近期持续回温，带动相关投资保持韧性，共同支撑美国经济暂无“近忧”。

图2：美国 10 月 PMI 初值进一步提升



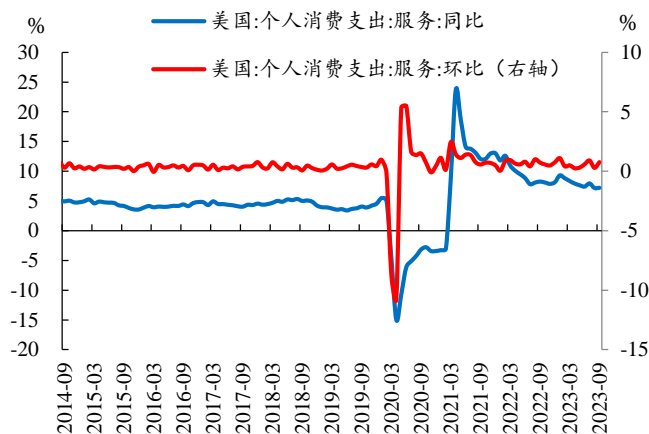
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：美国 9 月零售数据同比继续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：美国服务消费保持坚挺



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1.2、就业、财政与信贷边际降温，美国经济或有“远虑”

如上所述，美国经济当前韧性较足，2023 年 3 季度经济增速还迎来了较大幅度的上行，也令市场预期发生了较大程度的扭转，但从就业、财政、金融信贷等先行

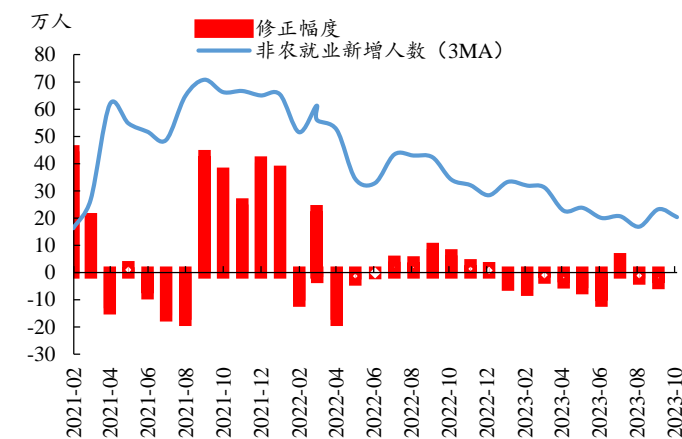
指标来看，叠加 2024 年大选的两党博弈，虽然基准情形下可能实现软着陆，但美国经济后续或仍有下行压力。

### (1) 就业市场下行趋势彰显，居民储蓄或将收缩

就业韧性是美国居民能够保持消费能力的基础，亦是通胀韧性的关键。在 NBER 对经济衰退的认定中，近期给予就业市场所占的比重相当高<sup>2</sup>。从当前的就业情况来看，美国劳动力市场整体仍处于再平衡的状态，下行趋势进一步彰显。

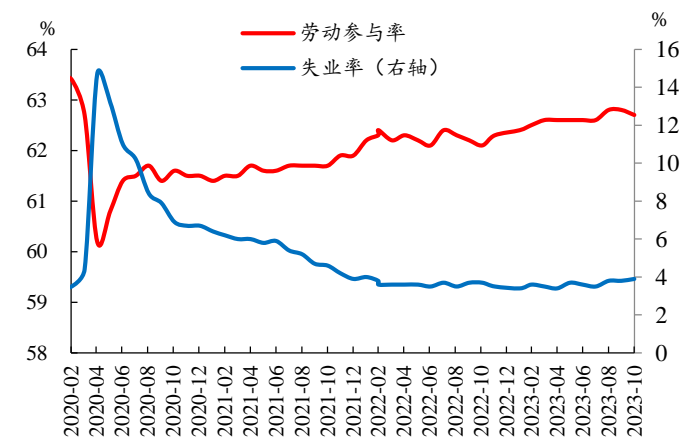
从非农数据来看，10 月新增非农就业 15 万人，较 9 月份下降较多。8、9 月份新增非农就业分别经历较大幅度下修。从 LOJTS 数据来看，目前职位空缺数为 955.3 万人，较 9 月下降 5.7 万人，职位空缺率下降 0.1 个百分点至 5.7%，整体微降。家庭调查显示劳动参与率录得 62.7%，失业率为 3.9%，分别较 9 月份下降、上升 0.1 个百分点。非农就业时薪同比上升 4.1%，环比上升 0.2%，均较 9 月份下降 0.1 个百分点。总的看，10 月劳动力市场出现较为明显的降温，并且可能处于进一步降温的拐点。虽然美国汽车行业罢工已经基本接近尾声，后续相关行业的就业可能会出现回补。但在利率水平处于高位的当下，预计当前劳动力市场的韧性下滑将会持续进行，后续对通胀的支撑力度大概率将继续减弱。

图5：美国新增非农就业经历较大幅度下修



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：10月失业率上升、劳动参与率下降

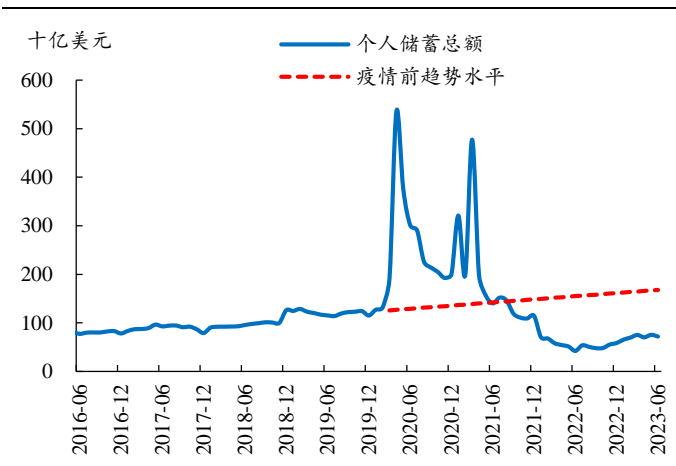
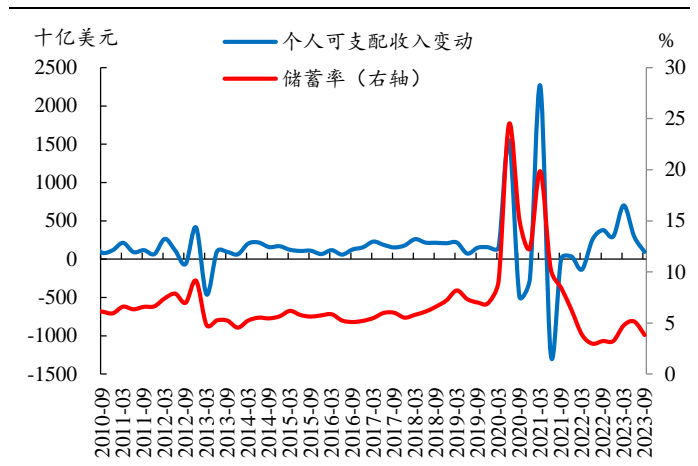


数据来源：Wind、开源证券研究所

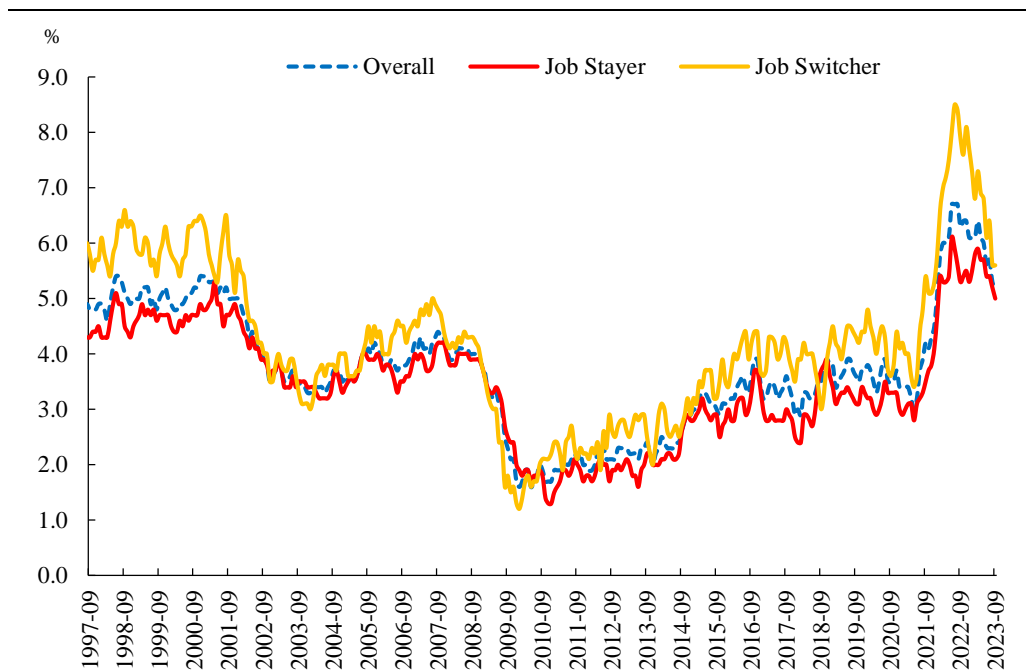
事实上，疫情以来美国就业市场韧性直接的结果是居民薪资增速处于相对高位，在超额储蓄持续消耗的情况下，支撑了当前美国居民的消费。从 2020 年以来美国居民的消费驱动力来看，疫情初期美国政府的大规模财政补贴导致美国居民积累了大约 2.1 万亿美元的超额储蓄，但根据旧金山联储的最新研究，截至 2023 年 6 月份，美国大约剩余约 1860 亿美元的超额储蓄，按照过去 2 年时间的平均消耗速度，在 2023 年 3 季度超额储蓄或已耗尽。其它研究对超额储蓄的金额判定或有不同，但考虑到超额储蓄在不同收入群体中的分布是不均衡的，中低收入人群的超额储蓄或早已耗尽，而高收入人群对于超额储蓄的使用或并不积极。我们从最新的储蓄数据亦可得出相同的结论，截至 3 季度，美国居民储蓄总额为 7769 亿美元（折年数），较 8 月份下降约 2632 亿美元，显示当前美国居民或已开始消耗自身储蓄以支撑消费。

<sup>2</sup> NBER 的经济衰退判定共 4 个部分 6 个指标构成，近年给予较高权重的指标是除去政府转移支付的真实个人收入和非农就业。



**图7：美国居民超额储蓄不断消耗**

**图8：美国居民储蓄率近期开始下降**


我们认为，薪资增速对于美国消费的重要性或将继续提升，一则储蓄消耗并不会持续进行下去，特别是在美联储保持高利率环境的当下，或将有更多的居民选择储蓄以获得高利息，二则当前整体薪资增速还高于疫情前水平。从最新的薪资数据来看，后续薪资增速或将继续放缓，对居民消费支撑力度可能继续减弱。9月亚特兰大联储薪资增长指数同比增加5.2%，较8月份下降0.1个百分点，未跳槽者（Job Stayer）、跳槽者（Job Switcher）薪资分别同比增加5.0%、5.6%，较8月均未反弹，显示当前劳动力市场正在变得更加均衡，薪资增速或难进一步提速，进而对美国居民消费提供的支撑作用将会减弱。

**图9：9月亚特兰大联储美国薪资增速进一步回落（3月移动平均值）**


## （2）财政支出面临压力，对经济支撑力度或将逐渐转至负面

美国财政支出的提升是本轮美国经济保持韧性的重要一环，一方面美国财政扩张直接补贴居民以及企业端，使得居民与企业杠杆率相对较低，在面对高利率水平

时的再融资压力相对不高；另一方面，拜登政府上台后相继通过了《基础设施建设法案》、《芯片与科学法案》和《通胀削减法案》等一系列法案，引导制造业回流美国，带动相关的投资，支撑了经济的发展。但随着美联储的不断加息，以及美国通胀水平提升导致的税收门槛变高，美国财政压力正在不断上升，叠加 10 月份学生贷款开始重新还款，财政端对经济的支持作用或将继续降低，并可能逐渐转至负面。

我们首先来看当前美国政府的财政收支结构，根据 10 月 20 日美国财政部发布的最新 2023 年财政决算<sup>3</sup>，2023 财年（2022.10-2023.09）美国财政收入约 4.4 万亿美元（占 GDP 的 16.5%），较 2022 年减少 4570 亿美元，降幅约 9.3%。支出端来看，2023 财年美国支出约 6.13 万亿美元，比 2022 财年减少 1370 亿美元，占 GDP 比重较 2022 年下降 2 个百分点至 22.8%，主因学生贷款减免导致相关的支出减少。赤字方面，2023 财年美国财政赤字约 1.7 万亿美元，较 2022 年上升 3200 亿美元，占 GDP 比重上升 0.9 个百分点至 6.3%。

表1：美国 2023 财年赤字持续扩大（十亿美元）

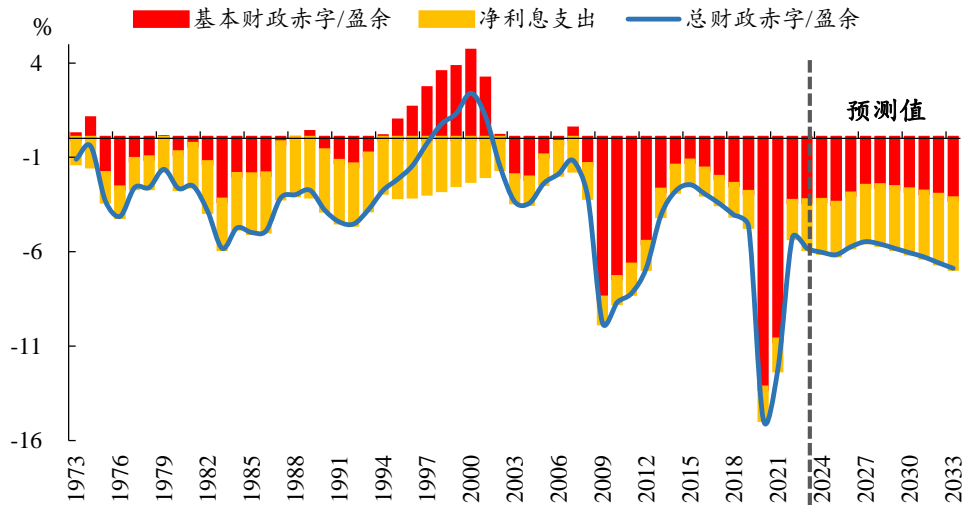
收入/支出	2022 财年	2023 财年 预计值	2023 财年中 预期值	2023 财年 实际值	较 2022 变动
<b>财政收入</b>	<b>4897</b>	<b>4802</b>	<b>4587</b>	<b>4439</b>	<b>-458</b>
个人所得税	2632	2328	2184	2176	-456
工资税	1484	546	522	420	-1064
公司所得税	425	1675	1639	1614	1189
其它	357	253	242	229	-128
<b>财政支出</b>	<b>6271</b>	<b>6372</b>	<b>6130</b>	<b>6134</b>	<b>-137</b>
<b>盈余/赤字</b>	<b>-1376</b>	<b>-1570</b>	<b>-1543</b>	<b>-1695</b>	<b>-319</b>

数据来源：美国财政部、开源证券研究所。注：因四舍五入缘故，部分数值可能存在差异

展望 2024，我们认为美国财政的可持续性在赤字受限的情况下，将会受到较大挑战，其对经济的影响也将会逐渐转向负面。首先，随着各类风险资产的调整、通货膨胀上升导致的个人缴税门槛的上升，美国财政收入或将面临一定程度的缩水。CBO 预测美国 2024 年财政收入与 2023 年几乎相等，但由上述分析可知，实际情况可能要更加严峻；其次，当前两党就财政赤字问题相持不下，甚至一度导致美国政府面临关门危机，拜登政府亦承诺在未来 10 年削减 1 万亿美元财政赤字。在此背景下，美国政府的相关支出恐将面临削减，但考虑到社保等必要性支出降低难度大，自决性支出中，国防等支出占据较大份额，因此留给美国政府的财政余地将在短期内或将相当有限。根据 CBO 的预测，美国政府在 2024 财年的赤字或为 1.57 万亿美元，较 2023 年略有收窄。此外，考虑到美联储在较长一段时间内将保持较高利率水平，美国国债的付息成本将会持续上升，2023 年美债净利息支出为 6590 亿美元，已经较 2022 年上升 1830 亿美元<sup>4</sup>，CBO 预测 2024 年利息支出为 7450 亿美元，占 GDP 比重为 2.7%，考虑到 7 月份以后美债收益率有了较大幅度的上升，后续美债的付息成本将会更高，可能会挤压相关的基本财政支出。综上所述，美国的财政支出在 2024 年或将面临较多约束条件，美国财政部的新增发债计划亦在进行相对缩减调整，财政端整体对经济的支撑作用或将从疫情以来的积极逐渐转向负面。

<sup>3</sup> <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy1829#:~:text=As%20a%20percentage%20of%20GDP>

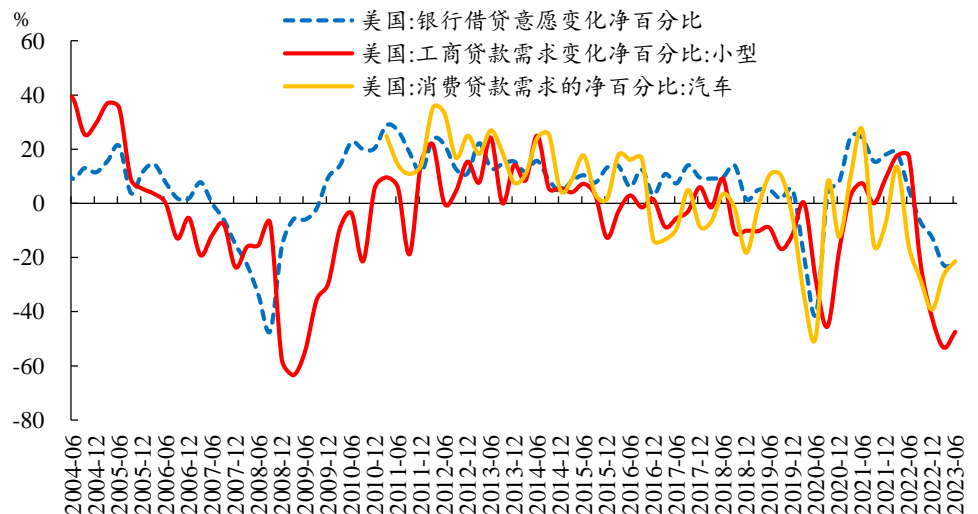
<sup>4</sup> <https://www.fiscal.treasury.gov/files/reports-statements/mts/mts0923.pdf>

**图10：CBO 预测美国净利息支出占 GDP 比重将会上升**


数据来源：CBO、开源证券研究所，注：图中为各项支出占美国 GDP 比重

### （3）金融条件持续收紧，居民信贷或将面临下行压力

美联储的持续加息，对银行的信贷标准以及意愿产生了一定程度的压制，特别是2023年3月份SVB倒闭事件发生之后，考虑到潜在违约率的可能上升，美国银行对于贷款的标准有一定幅度的提高，相应的借贷意愿有所下降。根据美联储的季度高级信贷官调查（SLOOS）数据，截至2023年2季度，美国银行借贷意愿变化净百分比录得-21.8%，虽较前值略有提升，但仍处于较低负值，显示当前银行放贷或仍较谨慎。此外，小型企业的工商业贷款、消费贷款中汽车部分贷款需求的净百分比也均录得负值，显示在2季度末美国银行的信贷行为较为谨慎。考虑到3季度美国金融条件进一步收紧，银行放贷行为可能进一步萎缩。

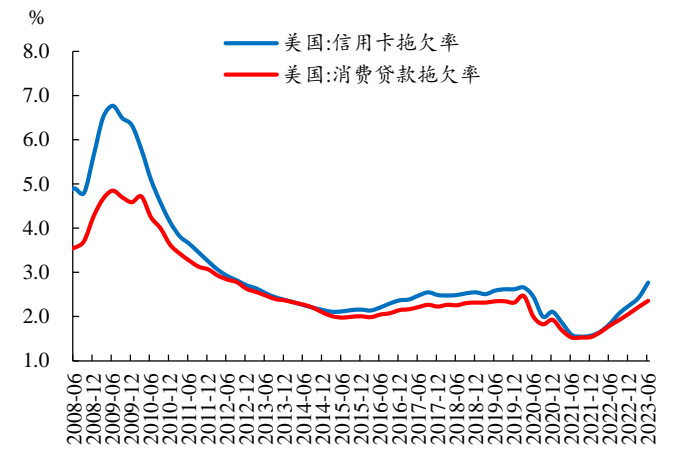
**图11：美国银行的贷款意愿出现较大程度的下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

与上述数据相对应，我们也发现美国信用卡拖欠率目前也已经几乎上升至疫情前时期。截至2023年2季度，美国信用卡、消费信贷拖欠率分别录得2.77%、2.36%，已经超越疫情前的2020年1季度水平，且呈现出不断上升的势头，这或将迫使银行在进行信贷审核时更加谨慎。从更加高频的银行周度资产负债表数据来看，美国银行业的新增消费贷款金额呈现出比较稳定的下降趋势。结合前述的所有指标来看，

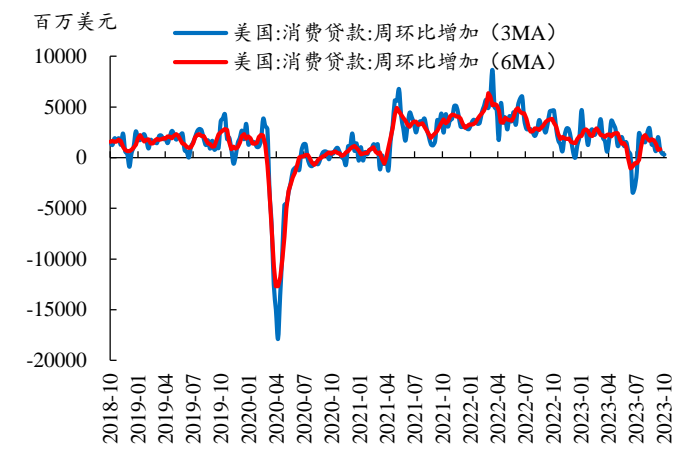
美国居民后续信贷或面临较大的不确定性，特别是消费信贷方面，整体的下行压力可能会较为明显，届时对居民消费的支撑或将减弱。

图12: 美国信用卡拖欠率有所上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 美国消费贷款金额连续下降

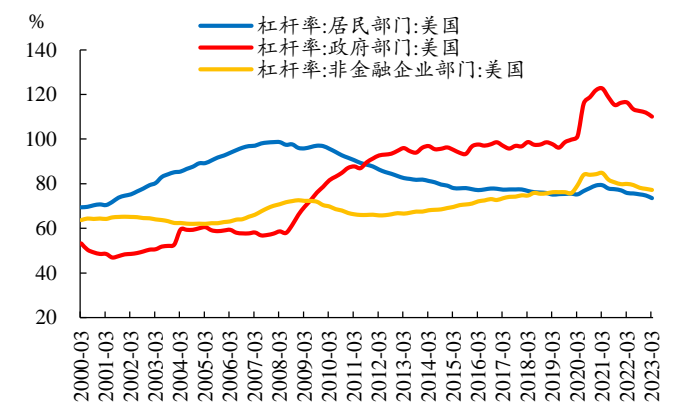


数据来源: Wind、开源证券研究所

结合我们前述的三个部分，可以发现支撑美国经济短期保持较高韧性的劳动力市场、财政扩张以及居民获得的消费信贷支撑，目前均出现边际降温的趋势，在美联储 Higher for Longer 的紧缩政策下，劳动力市场大概率将会继续降温，信贷条件也将会继续收紧，政府财政端的支出能力进一步受限，因此美国经济增长的几个重要的支撑将会面临较大挑战，美国经济在 2024 年并不能“高枕无忧”。当然，考虑到当前美国居民与企业部门相对较低的杠杆率，以及库存周期逐渐转向补库存，美国经济下行的幅度或相对有限。

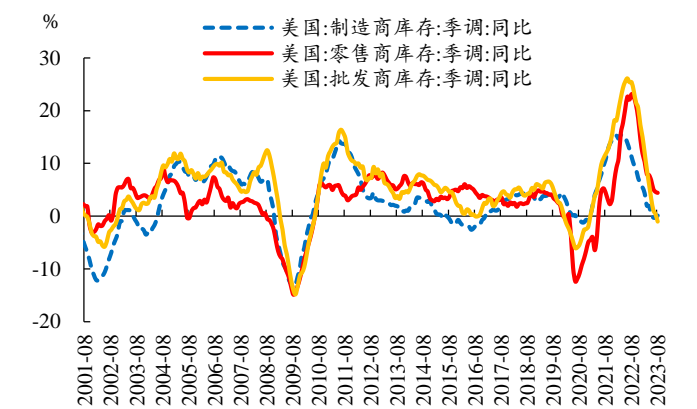
基准情形下，我们认为美国经济有较大概率在 2024 年实现“软着陆”，一则当前经济增长出现边际降温信号，但随着补库存的开启，美国经济或较难出现深度衰退；二则当前美联储已经 3 次暂停加息，货币政策转向谨慎操作，对需求端的边际影响将会有所趋缓。当然，经济形势可能会呈现非线性的变化，不过立足当下，美国经济还是有较大概率实现软着陆，后续变化或将与货币政策的应对有较大关联。节奏上来看，预计 2023 年 4 季度美国经济环比增速会出现较大程度的下降，2024 年 1-2 季度经济环比增速或也将相对承压，但 3 季度后伴随降息及补库存的开启，经济增速有望逐渐抬升。IMF 预测美国经济在 2023、2024 年同比增长 2.1%、1.5%。

图14: 美国居民与企业杠杆率相对较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 美国当前或仍在去库存过程中

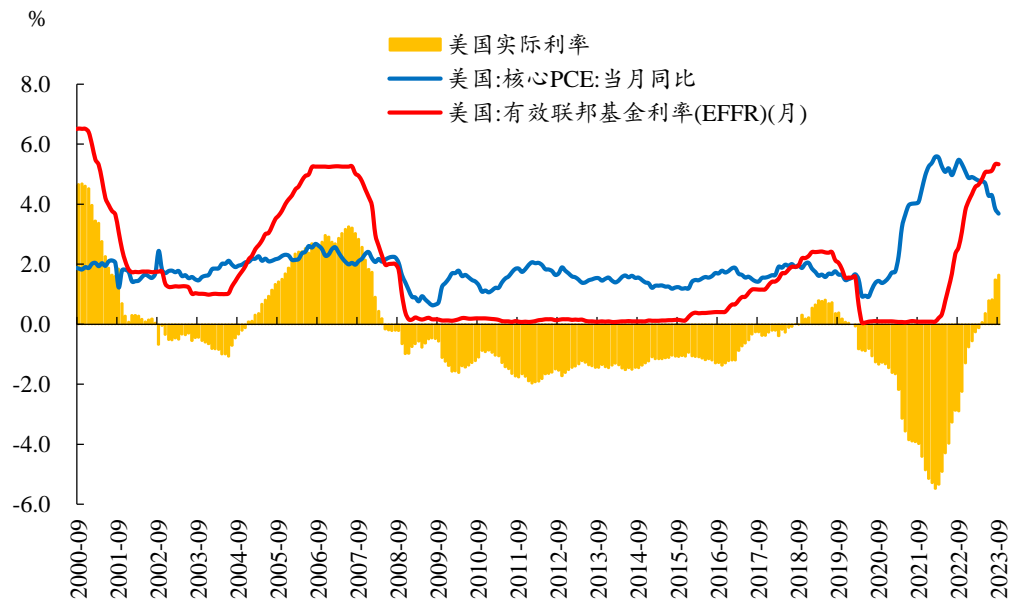


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.1.3、美联储可能迈入降息区间，但节奏或较以往有别

如上所述，当前美国经济虽然整体韧性较为强劲，但是也面临着一些潜在的下行压力，美联储的货币政策在其中发挥了重要的作用。一方面，自2022年美联储已经加息525bp，美国整体的金融压力有较大幅度的提升，若以有效联邦基金利率(EFFR)减去核心PCE同比增速来代表当前美国的实际利率水平，可以发现在2023年4月实际利率水平已经转正，理论上美国的利率已经对经济活动具有限制性。但另一方面，截至9月份，美国实际政策利率为1.65%，相较于2008年金融危机前还相对较低，而且实际利率转正时间较短，对于经济的限制作用可能需要一段时间才能体现出来。

图16：美国实际政策利率已经转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

如何看待美联储在2024年的货币政策节奏？从11月FOMC会议上的内容来看，鲍威尔认为当前紧缩的货币政策已经对经济活动产生了向下的压力，但全面的效果还没有完全体现。美联储已经在本轮加息中取得了重大进展，已经接近加息的终点，考虑到现在已经加息到了比较高的水平，以及面临的风险与不确定性，美联储正在谨慎行动。但也表示，近一段时间的通胀下行，仅仅只是有信心恢复通胀至美联储政策目标的开始，但对联储政策达到足够的限制性“并没有信心”，而且需要经济下行才能够使得通胀恢复至既定目标，因此不能说加息周期已经结束。

我们认为，对当前的美联储来说，由于当前的经济、金融数据呈现出非常高的复杂性，去通胀的“最后一英里”可能需要更多的耐心和时间，有较大的概率持续超出预期。但由于通胀尚在下行路径中，因此2023年12月也有可能跳过加息，以避免紧缩过度。在美联储加息至5.25%-5.5%的水平上，是否再进行一次加息的影响或许并不是很大，关键的问题在于美联储何时进入降息时间节点，当下或尚不具备这样的条件。结合美联储点阵图以及CME市场信息来看，美联储有可能会在2024年中开启首次降息，但基准情形下，由于通胀具有一定黏性，美联储或难开启金融危机以来的“危机应对式”降息，本轮降息幅度和节奏或许是“降降停停”，且整体的降幅或也不会太大，且有可能在降息时继续缩表。届时或将对美联储的货币政策效力、市场参与主体预期以及各类资产价格带来较大扰动。

## 1.2、2024 总统大选临近，美国政治面临不确定性

2024 年的总统大选亦需要密切关注，特别是当下美国两党分歧较大，两党之间的拉扯博弈或将对美国财政的扩张带来较为明显的影响。当前两党均处于初选阶段，共和党方面，虽然前总统特朗普面临诸多司法调查，但是其在党内的初选民调中仍然处于领先地位，根据 270 TO WIN 网站统计的最新民调数据来看，特朗普在所有的民调中都处于领先地位，第二名的德桑蒂斯（DeSantis）目前尚不足以撼动特朗普的优势；民主党方面亦是相同的情况，拜登目前在初选中也是处于优势地位。从当前情况来看，如果特朗普后续不会因司法问题而失去竞选资格，大概率 2024 年共和党、民主党的总统候选人将是特朗普与拜登。

图17：特朗普处于党内初选的优势地位

Source	Date	Sample	Trump	DeSantis	Haley
<b>Poll Averages†</b>			<b>59.6%</b>	<b>15.0%</b>	<b>7.6%</b>
○ Echelon Insights	11/01/2023	430 LV	62%	12%	7%
○ Economist / YouGov	11/01/2023	518 RV	56%	17%	8%
○ Quinnipiac	11/01/2023	666 RV ±3.8%	64%	15%	8%
○ Morning Consult	10/31/2023	3,912 RV ±2%	61%	13%	7%
○ McLaughlin & Associates	10/26/2023	449 LV	55%	8%	8%
Morning Consult	10/24/2023	3,876 RV ±2%	62%	13%	7%
○ Suffolk University	10/23/2023	309 RV	58%	12%	11%
Harvard Caps/Harris	10/20/2023	768 RV	60%	11%	7%
○ Emerson College	10/20/2023	728 RV	59%	8%	8%
○ Yahoo / YouGov	10/19/2023	486 RV	56%	16%	9%

资料来源：270 TO WIN、开源证券研究所

图18：拜登处于党内初选的优势地位

Source	Date	Sample	Biden	Williamson	Phillips
<b>Poll Averages†</b>			<b>69.4%</b>	<b>8.4%</b>	<b>3.5%</b>
○ Echelon Insights	11/01/2023	472 LV	59%	7%	1%
○ Quinnipiac	11/01/2023	695 RV ±3.7%	77%	8%	6%
○ Suffolk University	10/23/2023	289 RV	73%	11%	-
○ Emerson College	10/20/2023	643 RV	70%	10%	-
○ Yahoo / YouGov	10/19/2023	509 RV	68%	6%	-
○ Marquette Law School	10/04/2023	361 RV ±6.3%	53%	3%	-
Echelon Insights	10/02/2023	499 LV	58%	4%	-
Emerson College	9/20/2023	457 RV	62%	4%	-
Yahoo / YouGov	9/19/2023	486 RV	68%	4%	-
○ Fox News	9/14/2023	404 RV ±5%	71%	6%	-

资料来源：270 TO WIN、开源证券研究所

在 9 月底美国政府关门危机中不难发现，民主共和两党的分歧已经相当明显，而在 2024 的总统选举中，这一点可能将会更加明显。根据华尔街日报等美国媒体的报道，2024 两党的焦点议题或将集中于以下几个方面：

**一是堕胎问题**，自 2022 年 6 月 24 日美国最高法院推翻“罗诉韦德案”裁决，赋予各州制定堕胎法的权力后，美国社会就堕胎问题产生了非常严重的撕裂。部分州支持堕胎，而部分州坚决反对堕胎。两党的部分候选人对于堕胎问题的看法也有较大分歧，预计这将是选举中不可避免的一部分；

**二是经济问题**，其中通货膨胀以及学生贷款减免问题，是当前与美国民众生活息息相关的经济议题。共和党人认为在拜登的领导下，美国经济表现并不良好，预计这将成为选举中双方的核心焦点问题之一；

**三是移民问题**，在特朗普执政时期，对进入美国的移民进行了大量的限制，并修建了美墨边境墙，希望能够严格管控从美国南部进入的移民，但在拜登政府上台以后，其移民政策相对宽松，这一点也是两党争论的核心问题之一；

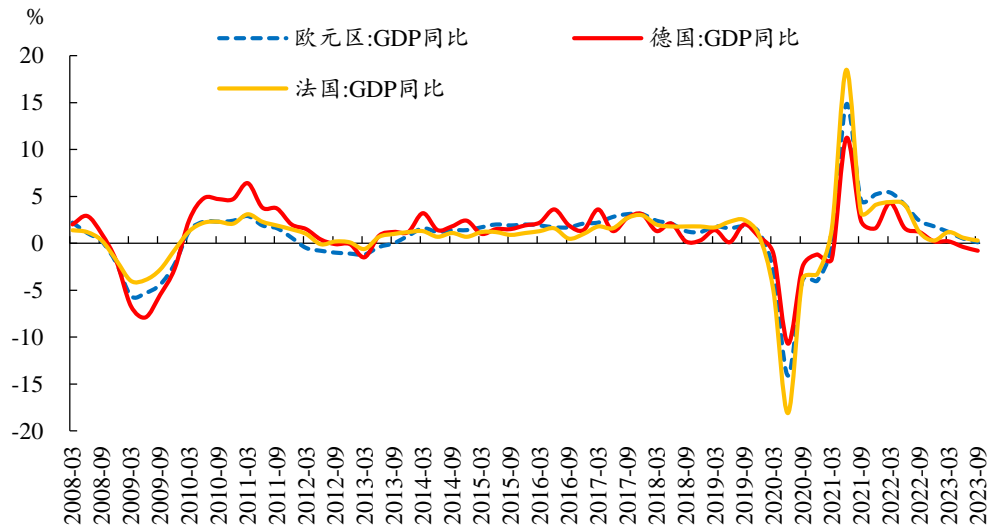
**四是对外援助政策问题**，2022 年俄乌冲突发生后，美国给予了乌克兰大量的援助，但共和党人一直希望能够减少对乌克兰等国家的援助，双方之间的分歧在 9 月份政府关门危机时已经充分体现，在总统大选中，这也会将是双方辩论的重要议题。

此外，例如枪支管制、削减赤字等等亦是两党的重要分歧点，当前尚不清楚哪一方能够获胜，但可以肯定的是，随着 2024 大选的临近，美国政治或将面临更多的不确定性，而这或也将对经济产生诸多干扰和影响。

### 1.3、欧洲：经济“硬着陆”风险提升，欧央行加息或已终结

相较于美国，欧洲当前的经济形势面临更多风险，其“硬着陆”风险正在不断提升。首先，欧洲当前经济增长呈现回落态势，截至2023年3季度，欧元区GDP同比增长0.1%，环比-0.1%，其中作为欧元区最主要经济体的德国3季度GDP同比-0.8%，环比-0.07%，事实上，在2季度时德国经济同比已经录得负增长，当前已陷入“技术性衰退”中。而欧元区另一个主要经济体法国，3季度GDP同比增长0.3%，环比增长0.09%，均较2季度有所下降，欧元区经济离衰退的距离越来越近。

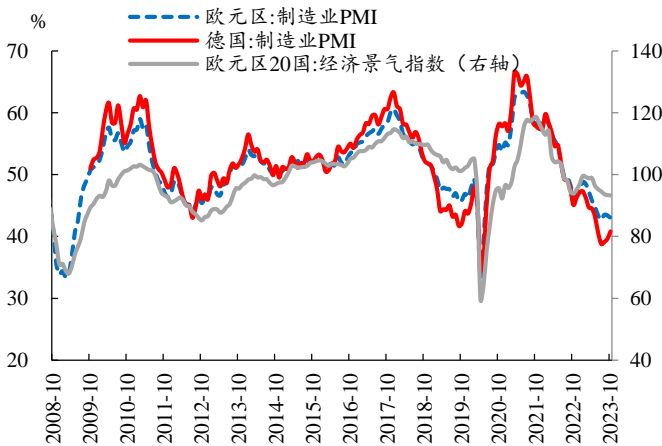
图19：欧洲经济增长动力正在不断减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

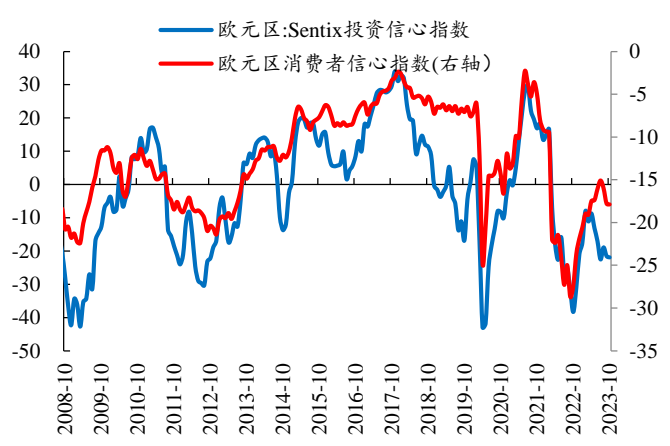
其次，从PMI等更加高频的指标来看，欧洲的经济情况也不容乐观。2023年10月欧元区制造业PMI录得43%，较9月份下降0.4个百分点，德国10月制造业PMI仅有40.8%，虽较9月份有所上涨，但仍处于较低位置。欧元区20国经济景气指数在10月为93.3，已经连续6个月下降。经济压力下行压力增大之下，消费者和投资者信心也明显不足，10月欧元区消费者信心指数录得-17.9，连续4个月下降，Sentix投资信心指数10月录得-21.9，连续3个月下降。上述指标均显示，欧元区经济增速正在不断下滑，经济增长压力加大。

图20：欧洲制造业PMI持续处于荣枯线以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

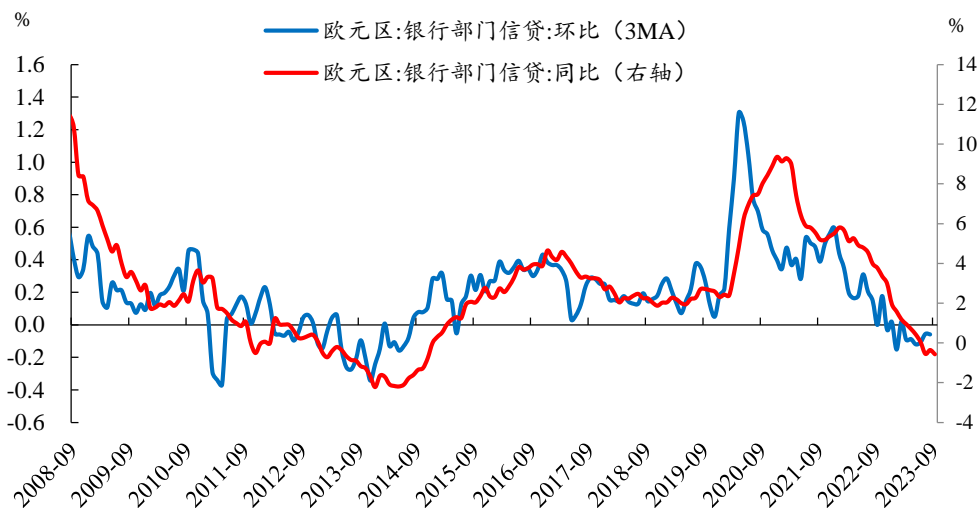
图21：欧元区消费者信心指数较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

最后，如果从更为前瞻的金融信贷指标来看，后续欧洲的经济增长前景亦不容乐观。2023年9月欧元区银行部门信贷同比-0.57%，连续3个月同比负增长；环比录得-0.07%，连续6个月负增，考虑到欧元区的融资结构对银行的依赖度较高，信贷的连续负增长，对后续经济的增长将会产生较为明显的负面影响。

**图22：欧元区信贷增速连续为负**



数据来源：Wind、开源证券研究所

综上所述，我们认为欧洲经济在2023年4季度、2024年初将会面临较大的压力，经济有很大概率会陷入“硬着陆”。一则是持续加息对金融系统将会带来压力，信贷增长预计将持续乏力，对经济需求端产生压制；二则是能源问题并未彻底解决，随着冬季的逐渐来临，天然气等能源价格上涨压力较大，考虑到欧洲能源高度依赖进口，这不仅会恶化欧元区国家的经常账户、降低工业生产水平、压制消费者信心，还会对欧元区通胀水平带来上行压力。这种情形有可能延续至2024年1季度。再往后，伴随着能源问题的影响边际缓解，欧洲经济增长动力可能会边际修复，但斜率上可能较平缓。2024年欧元区经济增长可能呈现“先低后高”态势。在欧央行最新的经济预测中，其再度下调2023年、2024年经济预测，并上调通胀预期。IMF预测欧元区在2023、2024年经济同比增长0.7%、1.2%。



**表2：欧央行下调欧元区经济增长预测（%）**

经济指标	2023年9月预测				2023年6月预测			
	2022	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	2022	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)
实际 GDP	3.4	0.7	1	1.5	3.5	0.9	1.5	1.6
私人消费	4.1	0.3	1.6	1.6	4.4	0.4	1.9	1.5
政府支出	1.5	-0.1	1.1	1.4	1.4	0	1.1	1.4
固定资本形成	2.9	1.7	-0.4	1.4	3.8	1.5	1.1	2.1
出口	7.2	1.3	2.5	3.1	7.4	2.7	3.4	3.2
进口	8.1	0.3	2.5	3.1	8.4	1.4	3.4	3.2
就业变动	2.3	1.2	0.2	0.2	2.3	1.3	0.5	0.4
失业率	6.7	6.5	6.7	6.7	6.7	6.5	6.4	6.3
经常账户顺差（占 GDP 比重）	-0.8	1.1	1.4	1.6	-1.1	1.1	1.5	1.6

数据来源：欧央行、开源证券研究所，注：实际 GDP 及就业变动均为同比增速。

欧央行的货币政策或也将较为被动，在 10 月份的议息会议上，欧央行宣布将主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率维持在 4.5%，4% 以及 4.75% 水平，首次暂停加息<sup>5</sup>。在决议声明中，欧央行表示当前欧洲通胀水平仍高，各国物价仍有上行压力，加息将继续传导至融资条件，从而进一步抑制需求，最终帮助降低通胀。对于未来的利率路径，欧央行也如美联储般，将继续依靠数据进行决策。我们认为，结合当前欧央行面临的经济现实来看，欧洲经济整体疲软，制造业不断下滑，消费恐难有提振，这对通胀形成了潜在的压制。但考虑到即将进入冬季，欧洲的能源问题可能又将凸显，届时或对通胀形成提振，因此欧央行后续的操作空间或将较为有限，其当前加息或已达到终点，但降息时点仍需等待。基准情形下，2023 年欧央行大概率不会降息，降息最快的时点或在 2024 年一季度末。

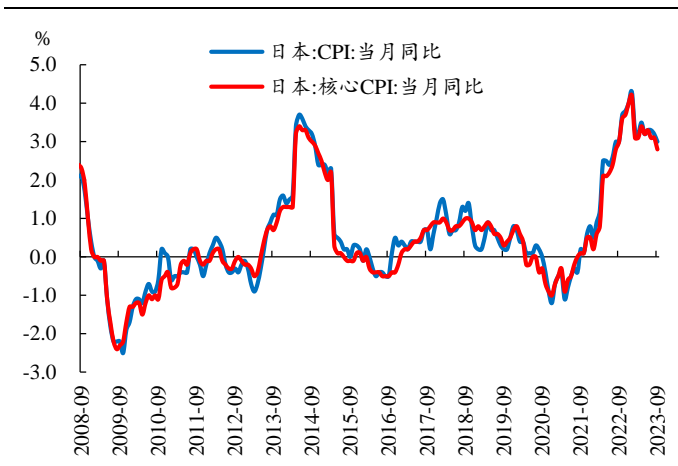
#### 1.4、日本：超宽松货币政策可能会缓慢调整

在欧美等主要发达国家央行大幅加息的同时，日本央行在 2022-2023 年仍坚持超宽松的货币政策，这对日元汇率带来了较大的贬值压力，特别是在美联储强化长期维持高利率水平的预期后，日元兑美元累计贬值幅度较大，进入 10 月份后美元兑日元汇率一度突破 150。在 10 月 31 日的议息会议上<sup>6</sup>，日本央行表示将会放弃宣布维持 1% 的国债收益率上限，1% 的长债上限后续将作为参考，这代表日本再次放松 YCC（收益率曲线控制）政策。虽然在后续的发布会上，日央行行长植田和男表示政策调整后，YCC 的运作将会更加灵活，以避免可能的副作用，日央行将继续实施包含负利率政策在内的超宽松货币政策。

事实上，我们认为当前日央行的调整主要是为了应对可能的通胀局势，截至 2023 年 10 月，日本 CPI、核心 CPI 分别录得 3.0%、2.8%，虽然较 9 月有所下降，但仍处于其 2% 的目标区间以上。虽然对当前较高的通胀水平能否持续还需观察，但通胀已经连续 18 个月处于目标水平之上，叠加当前日本也出现了一部分企业涨薪的情况，因此日本央行的调整可能是为日后退出超宽松的货币政策做准备，以便于保持政策的连续性，避免对经济以及金融市场带来大幅波动。从当前的情况来看，我们认为日央行的货币政策可能会缓慢调整，但考虑到日本的通胀已经连续数月下行，其政策调整的幅度估计不会太大。

<sup>5</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/3700578?keyword=%E6%AC%A7%E5%A4%AE%E8%A1%8C>

<sup>6</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/3700892?keyword=%E6%97%A5%E6%9C%AC>

**图23：日本通胀仍在2%以上**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图24：日元兑美元近期不断贬值**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、国内政策：宽财政宽货币，中央加杠杆迈上新台阶

### 2.1、积极财政与经济高增诉求的必然性

10月24日中央调增赤字、增发了1万亿特别国债，突破了3.0%的关键约束，展现出了积极财政和经济高增诉求，我们认为这种态度的转变具有其内在逻辑和必然性。

**一则 2023 年名义 GDP 或与隐含目标有一定差距、限制财政空间。** 财政赤字率=赤字规模/现价 GDP，2023 年两会设定的财政赤字率 3.0%、赤字规模 3.88 万亿元，对应 2023 年名义 GDP 增速为 6.9%（3.88 万亿/3.0%/121 万亿-100%）；但我国出现了较为明显的价格水平下行，2023Q3 名义 GDP 累计同比仅为 4.9%、与全年 6.9% 的隐含目标有一定差距，进而限制政府赤字空间。因而，需要积极财政来推动经济扩张和价格水平回升。

**二则土地收入下降，地方财政存在较大缺口。** 截至三季度，政府性基金收入仅完成预算的 49.5%，按照全年完成 85% 估算，政府性基金收入约为 6.67 万亿，与预算的 7.8 万亿相比减少 1.1 万亿。而地方财政支出较为刚性，因此，我们测算地方财政收支约存在 1 万亿缺口。

**三则 2035 远景目标或仍有难度，因此实际经济增速增长仍是必然要求。** 根据“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要，我国到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、2035 年达到中等发达国家水平。

对于前者，2022 年我国人均 GNI<sup>7</sup>1.29 万美元，与 2022 年世界银行高收入经济体标准的 1.3845 万美元差距不大；

对于后者，“中等发达国家”并没有明确定义，刘世锦认为是“人均收入达到 3-4 万美元、达到中等发达国家收入水平”。我们将世界银行的高收入经济体均分为

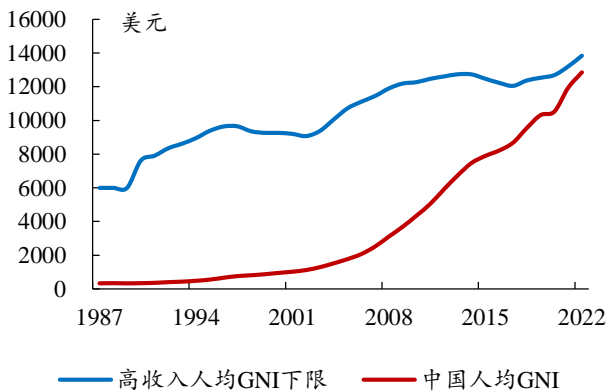
<sup>7</sup> 人均 GNI 以世界银行 Atlas Method 为准。一个国家的国民总收入在当地（国家）的货币转换成使用阿特拉斯转换系数，任何年份的阿特拉斯换算系数是该国该年汇率及其前两年汇率的平均值，并根据该国通货膨胀率与中国、日本、英国、美国通货膨胀率之间的差异进行调整。

三，界定为高等、中等、低等发达国家，测算来看高等发达国家的人均 GNI 下限从 1987 年的 1.45 万美元提高至 2022 年的 4.89 万美元、年化复合增速 3.5%；同期中等发达国家则从 1.15 万美元提高至 2.44 万美元、复合增速 2.2%，其中 2010-2020 年增长明显放缓甚至下行，主因中等和低等发达国家扩容，拉低了人均 GNI 水平。假设 2023-2035 年，中等发达国家下限年均提高 1.5%、对应 2035 年下限为 2.96 万美元，则需中国在 2023-2025 年人均 GNI 增速超过 6.7%。

我们观察了主要国家达到 3 万美元的路径，并进一步分拆因子贡献度。人均 GNI = 实际增长 \* GDP 平减指数 / 汇率 / 人口，东亚经济体 4 个因子的平均贡献度为 81%、28%、5%、-14%，较高的“实际增长”保证了汇率因子为正贡献，达到中等发达国家平均用时 17 年；欧美经济体更多受益于通胀因子、贡献度为 78%，达到中等发达国家平均用时 22 年。首先，若参考东亚模式的平均水平，中国或在 2036 年跨入中等发达国家，但 2019-2022 年增长曲线已明显偏低；其次，假设 2035 年我国汇率较 2022 年升值 5%、人口下降 2%、GDP 平减指数平均为 1.5%-2.0%，则 6.7% 的人均 GNI 增速对应 6.2% 的名义 GDP 增速、4.1%-4.6% 的实际 GDP 增速。

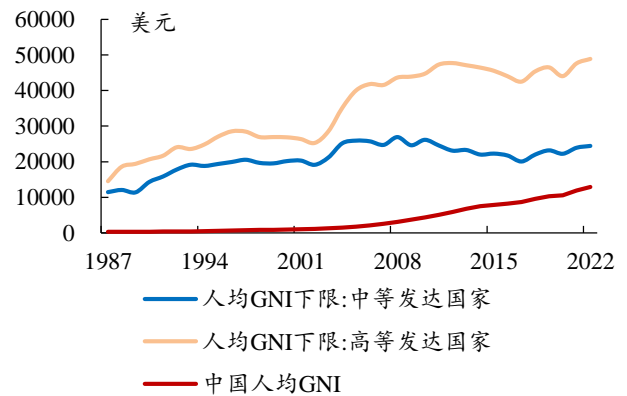
21 世纪下半叶新晋发达国家主要来自于东亚，中国经济崛起和需求扩张起到了举足轻重的作用。在通向中等发达国家的路径上，需要思考的是，中国之于东亚经济体，何者之于中国？可能性落在印度，或是一个更加“互通互联、紧密协同”的东南亚。但中印在双边经贸合作中存在贸易往来不平衡、直接投资规模有限、金融合作层次较低等诸多挑战，且印度作为“印太战略”的重要角色，被西方视为正在替代中国打造另类“供应链安全”的关键一环。因此，2035 远景目标的实现或仍有难度。

图25：2025 目标实现难度不大



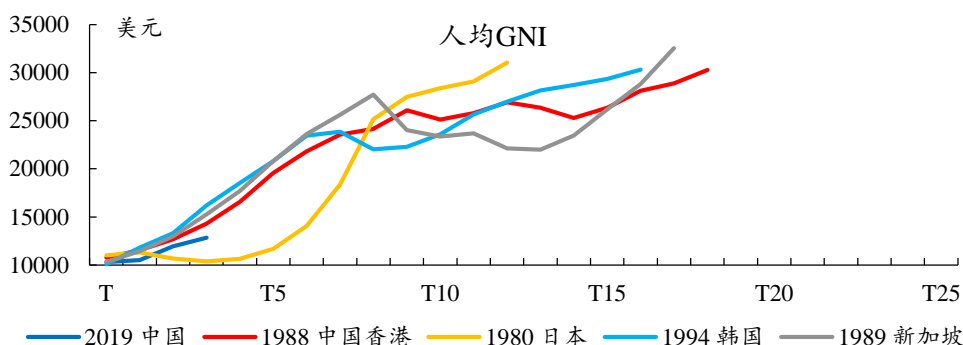
数据来源：世界银行、开源证券研究所

图26：2035 目标实现或仍有难度



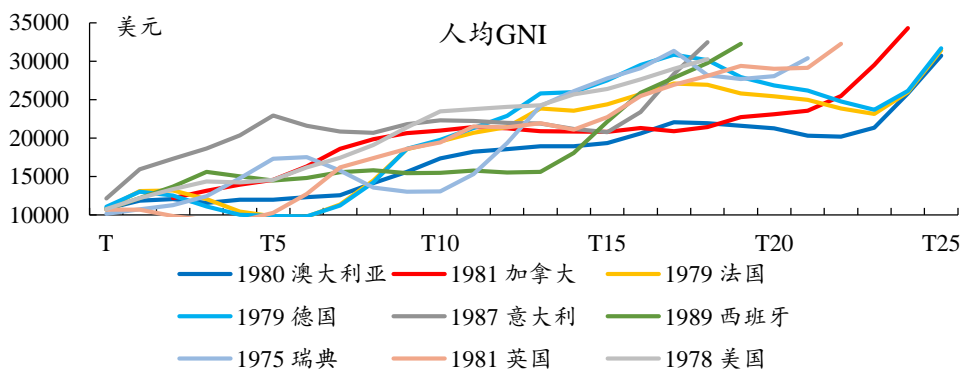
数据来源：世界银行、开源证券研究所

图27：东亚突破至中等发达国家平均需要17年



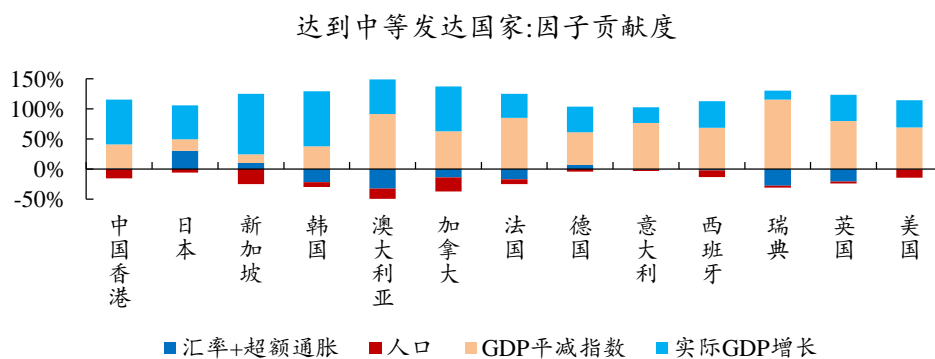
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：韩国曲线剔除了亚洲金融危机的影响

图28：欧美突破至中等发达国家平均需要22年



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：东亚国家主要由实际增长贡献，欧美主要由通胀贡献

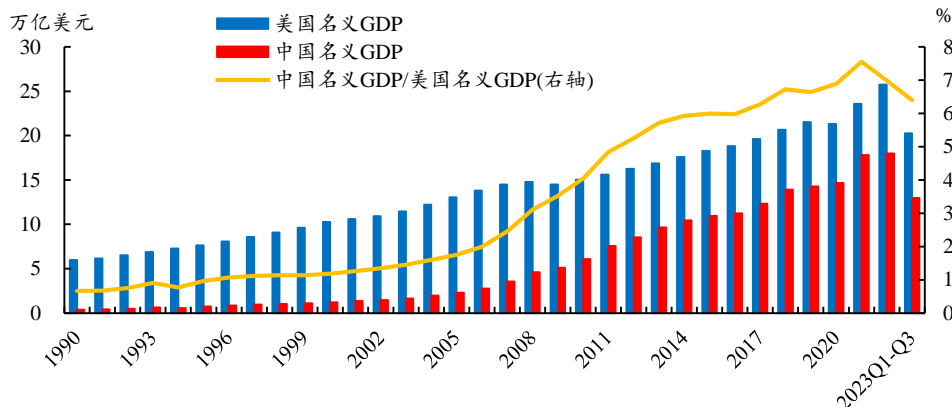


数据来源：Wind、开源证券研究所

四则 2023 年中国占美国名义 GDP 比重有所下滑，中美博弈之下，后续中国实际增长仍需保持一定增速。以美元计价，2023 年前三季度中国、美国名义 GDP 分别为 13 万亿美元、20.3 万亿美元，中国名义 GDP 占美国名义 GDP 比重自 2022 年起

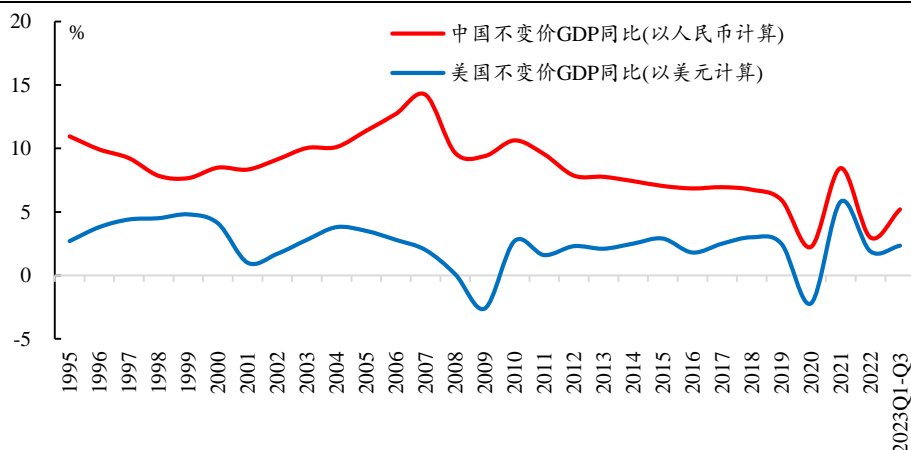
有所下滑，2023 年前三季度占比下滑至 64%。排除汇率与价格因素影响，中美分别以两国本币计算的 GDP 不变价同比增速差近年来亦有所收窄，中美博弈之下，未来中国经济实际增长仍需要保持一定增速。

图30：2023 年前三季度中国占美国名义 GDP 比重有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2011 年以来中美分别按本币计算的 GDP 实际增速差近年来有所收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、新一轮积极财政周期或已开启

2023 年 10 月，中央审议决定增发 10000 亿特别国债并调增中央赤字，为 1998-2000 年来首次。本次调增赤字或对 2024 年及以后的财政思路提供指导意义。

### 2.2.1、财政政策思路重要转变：赤字率或将继续突破 3%

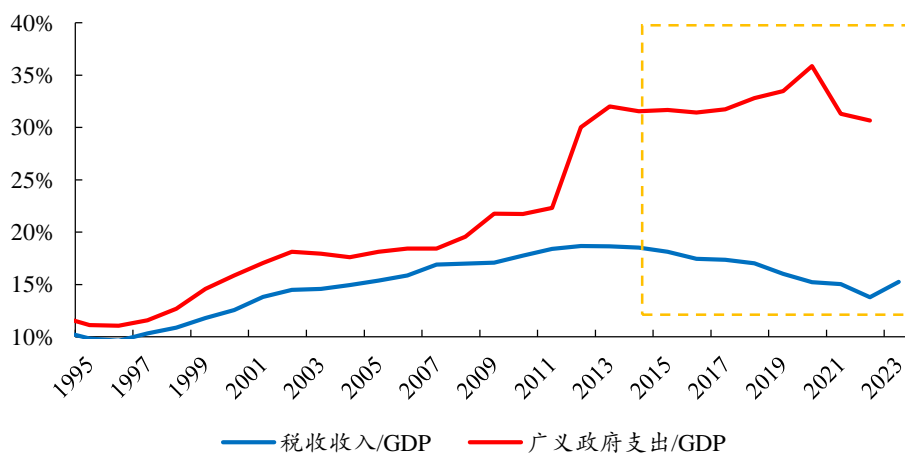
1998 年以来，我国财政政策可划分为三轮扩张周期，积极财政政策的有效性逐渐减弱。前两轮的特点分别是扩大赤字和支出、扩大政府投资。2016 年以后，财政政策都是在“积极”的基础上进行增质、提效、结构优化。但共同的特点是，实际赤字率虽不断提高，财政支出增速却逐步放缓，财政发力在收入端减税退税降费落实优化。政府支出和税收收入占 GDP 比重的变化或揭示了近十年政府支出存在一定刚性，而税收收入随着减税力度加大、经济面临下行压力，收入增长逐渐乏力。

图32：1998年以来我国经历了三轮积极财政周期

三轮财政扩张周期					
时间	标志	预算赤字率	实际赤字率	财政政策表述	公共财政支出增速 (%)
1998-2004年	1998	1.10%	1.10%	积极的财政政策。亚洲金融危机比预料严重得多，调整预算增发国债。	16.90
	1999	1.90%	1.90%	进一步加大实施积极财政政策力度	22.20
	2000	2.50%	2.50%	积极的财政政策，不重复和盲目建设，鼓励投资、刺激消费、支持出口。	20.40
	2001	8.30%	2.30%	积极财政政策	19.00
	2002	9.10%	2.60%	积极财政政策	16.70
	2003	10.00%	2.10%	积极财政政策	11.80
	2004	10.10%	1.30%	积极财政政策	15.57
2008-2010年	2008	0.20%	0.20%	10月份后明确实施积极的财政政策，适当减免税费，多次提高出口退税率，增加中央政府公共投资和重点支出。	25.40
	2009	1.60%	1.60%	积极的财政政策	21.20
	2010	3.00%	1.00%	积极的财政政策：扩大居民消费需求，用好政府公共投资，优化投资结构；落实结构性减税政策。	17.40
2015-2022年	2015	2.30%	3.60%	财政宏观调控注重稳定市场预期、激发内生动力、推动结构优化，更多依靠市场力量和改革办法。	15.80
	2016	3.00%	3.80%	继续实施积极的财政政策并加大力度。	6.40
	2017	3.00%	3.70%	财政政策要更加积极有效。	7.70
	2018	2.60%	4.20%	积极的财政政策取向不变，要聚力增效。	8.70
	2019	2.80%	4.90%	积极的财政政策要加力提效。	8.10
	2020	3.60%	6.20%	积极的财政政策更加积极有为。	2.80
	2021	3.20%	3.81%	积极的财政政策要提质增效、更可持续。持续推进减税降费。	0.30
2022	3%	4.7%	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。	6.10	

资料来源：Wind、历年政府工作报告、开源证券研究所

图33：税收收入占国民生产总值比重趋于下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

拉长周期，以经济增速和物价指数衡量财政政策的效果，1998年以来，前两轮财政周期伴随着我国经济快速发展时期，财政政策通过大规模政府支出和投资

有效拉动经济增长。但随着我国经济由高速转向高质量发展，长期潜在增速趋于下行，“积极”财政也逐步向精细化调结构转变。优化支出结构，保障教育科技等重点领域；实施大规模减税降费政策，精准支持企业主体；同时，专项债、政策性金融工具、PSL 等广义财政扩张速度显著。但当前我们看到，经济主体正在逐渐摆脱三年疫情的影响，新旧动能转换期间需要更大的政策力度支持。因此，或许应该提高财政政策对经济增长的有效性。

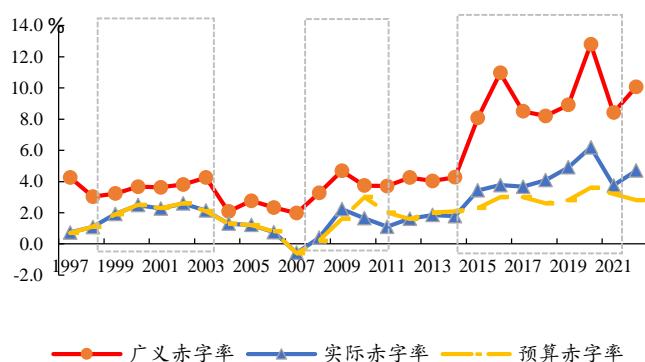
我们认为，2023 年 3 季度调增预算赤字并增发国债或是财政思路转变的“前哨”。年内调增赤字或许意味着 3% 不再是财政“硬约束”。

图34：财政扩张促进经济和物价增长的效果在减弱



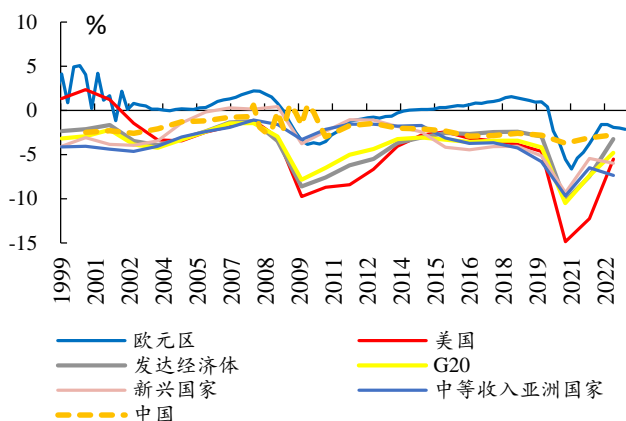
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：第三轮积极财政以广义财政发力为主



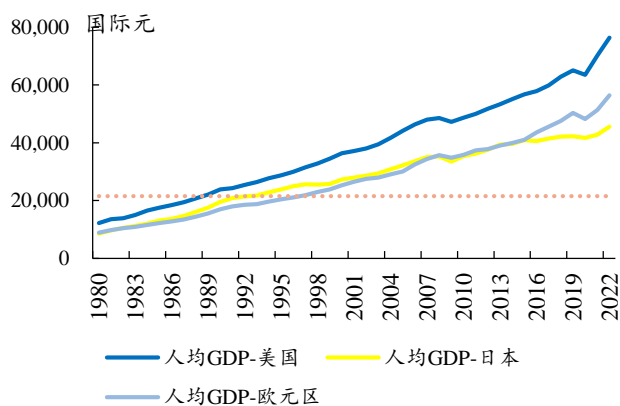
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：广义赤字为一般赤字加地方专项债、PSL、政策性金融债、铁道债、抗疫特别国债等；实际赤字为每年一般财政决算收支差额，赤字率算法为赤字/名义 GDP

图36：当前我国赤字率在国际上偏低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：我国当前人均 GDP 与 80、90 年代的发达国家接近

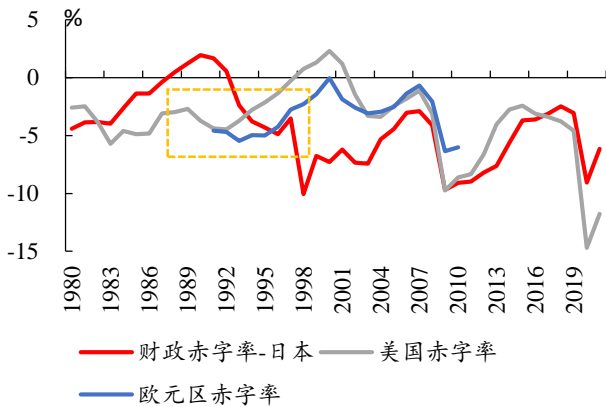


数据来源：世界银行、开源证券研究所 注：人均 GDP 来自世界银行的购买力平价数据，单位为国际元；红色虚线代表中国 2022 年数据，人均 21000 国际元左右

## 2.2.2、国际比较：我国中央赤字和政府负债率提升空间充足

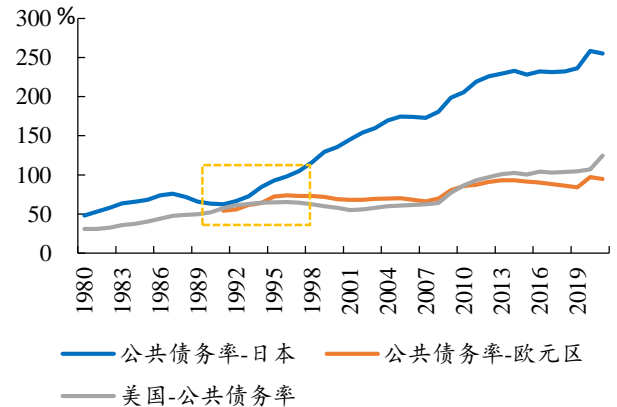
国际比较来看，我国当前人均 GDP 与 80、90 年代的发达国家接近，而彼时发达国家的赤字率和政府债务率分别是 5%左右和 65%左右。我国中央政府仍有加杠杆空间。一方面，发达经济体在近 20 年的发展历程中，财政赤字率突破 3%并非少数。另一方面，近年来中国的预算赤字率水平低于大多数发达经济体，也低于 IMF 的新兴市场与中等收入经济体赤字率均值；以实际赤字率来计，2022 年我国实际赤字率为 4.7%，也与美国、欧元区、日本在同样人均 GDP 水平时期（80-90 年代）的赤字率基本相当。

图38：可比时期的日本、欧美赤字率与我国当前相当



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：可比时期的欧美日政府债务率与我国当前接近



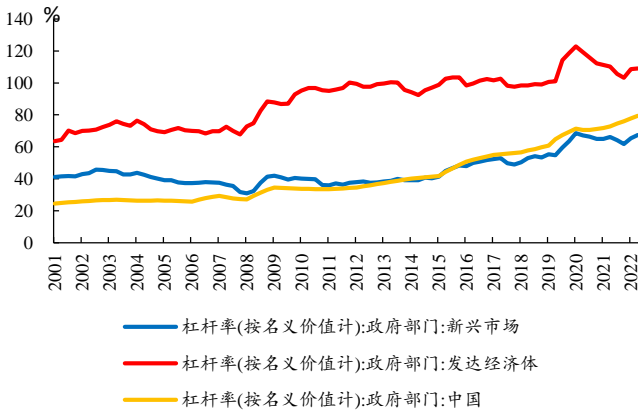
数据来源：Wind、开源证券研究所

**政府债务率也是财政力度突破的争议点。**由于扩大支出和赤字在我国通常由发行国债弥补，因此增扩赤字将导致政府负债率的提升。**而我国中央政府仍有一定的举债空间。**我国实际政府债务率主要由地方政府承担，中央政府债务率偏低。2022 年底，我国政府显性债务率为 50.3%，中央政府债务率仅为 21.4%。相比之下，发达国家中央政府债务率远远高于我国，欧元区 2022 年中央政府债务率高达 80%，而 OECD 国家中央政府债务率在 2021 年就已超过 120%。具体有以下两个因素：

(1) **国际横向比较，我国政府还有加杠杆空间。**我国非金融企业杠杆率已超过发达经济体平均水平，居民杠杆率仍有 10 个百分点左右的空间，政府杠杆率空间较大。考虑 BIS 对我国政府杠杆率的统计口径可能是狭义口径，考虑政府隐性债务规模的政府杠杆率或高于 BIS 统计值，但相比发达经济体 110%左右的水平仍有一定加杠杆空间。

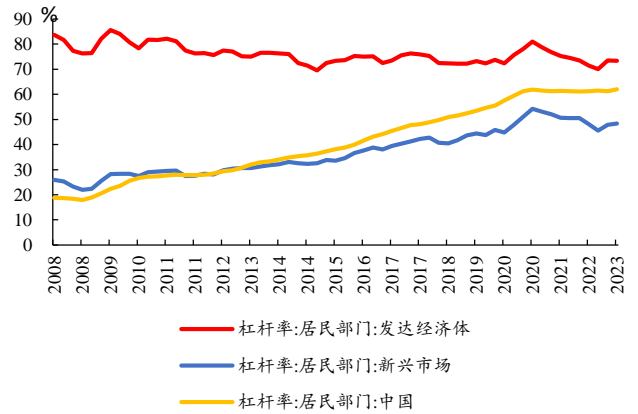


图40：我国政府杠杆率显著低于发达国家



数据来源：BIS、开源证券研究所

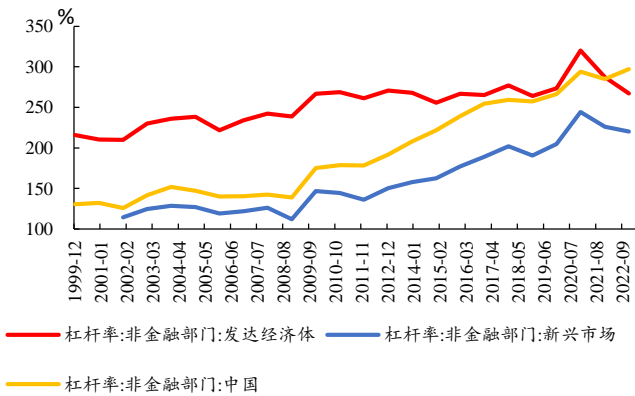
图41：我国居民杠杆率距离发达国家水平仍有空间



数据来源：BIS、开源证券研究所

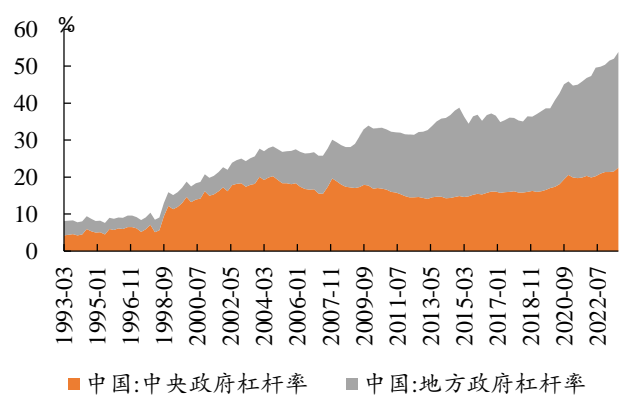
(2) 我国经历企业-居民-政府加杠杆周期，未来政府杠杆或更多加在中央。2008年四万亿刺激后，我国进入了基建扩张、房地产企业加杠杆、扩大供给的模式；2015年开始，经济转向调结构和供给侧改革，同时棚改货币化推动居民加杠杆。2019年至今，房地产行业逐渐向新发展模式过渡，国内需求放缓，居民和企业趋于稳杠杆，而作为替代，政府开始加杠杆。不难看出，2019年起地方政府是政府加杠杆的主力，同样，若考虑政府隐性债务，实际的地方政府杠杆率或更高。而2023年，中央大力推动地方政府化债，预计后续将出台更多严控新增债务、化解存量债务的举措，这意味着地方政府举债的空间大大缩减，未来政府杠杆或更多加在中央。

图42：我国非金融企业杠杆率已超过发达经济体平均



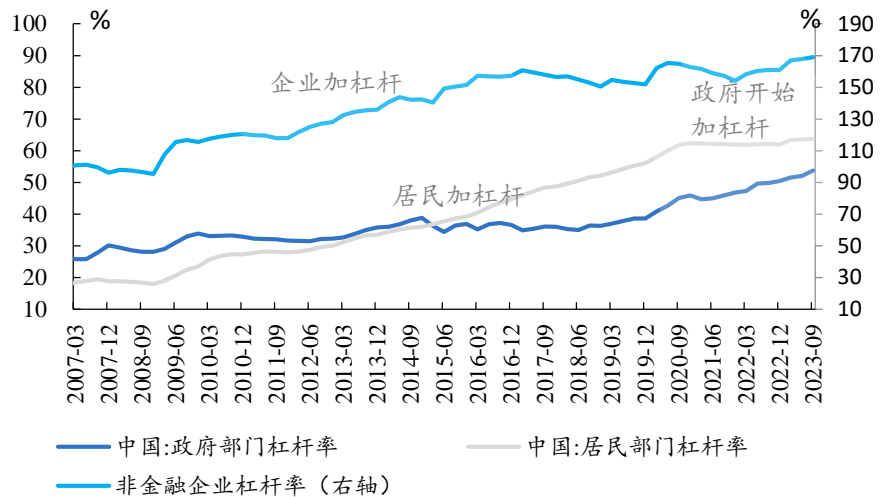
数据来源：BIS、开源证券研究所

图43：2018年后地方政府加杠杆速度高于中央



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：我国经历了企业-居民-政府加杠杆周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.2.3、地方债务化解：探索长效机制

地方隐性债务化解将是 2023 年四季度-2024 年的财政政策发力重点。化债工作大概率将以两种形式展开，一是特殊再融资债置换。截至 2023 年 10 月底，地方特殊再融资债已发行 10102 亿元，2023 年内共发行 1.5 万亿元规模可能性较高，预计 2024 年将继续发行，规模可能持平或略高于 2023 年，在 1.5-2 万亿左右。另一种形式是商业银行参与的贷款债务展期和置换，且大概率由中央银行给予流动性支持。央行或通过 SPV 经由商业银行贷给城投平台，让城投平台借新还旧，或银行进行债务重组或展期。

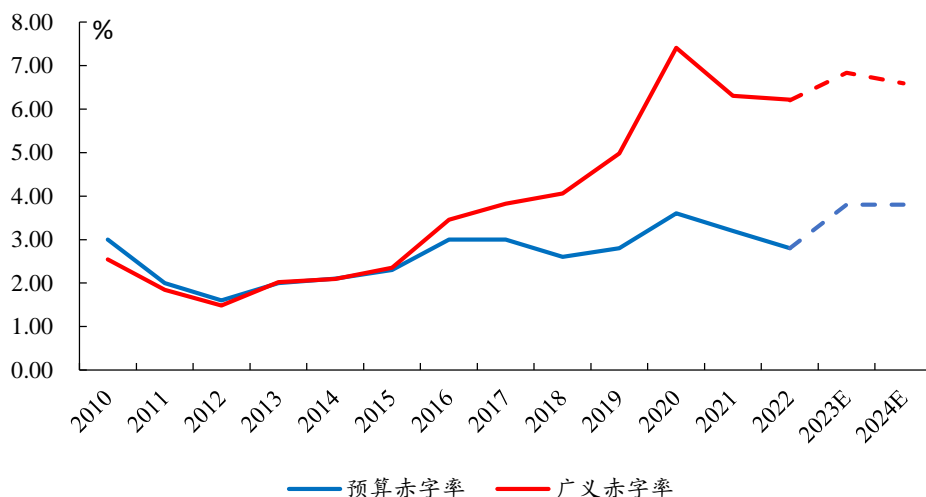
化债短期内对于政府实际杠杆率的影响偏中性，长期来看，存量债务不断滚续，新增隐性债务严格控制下，应属于地方政府的去杠杆，关键点在于中央加杠杆能否进行足量承接。对地方政府现金流有改善作用，地方政府可以用成本较低的债务置换高成本的隐性债或城投债，将为地方政府节省一部分利息支出。2023 年 11 月，中央金融工作会议指出，“建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”，指向后续有望迎来政府举债体制机制方面的改革。我们认为，未来地方政府举债的监管将更加严格，正如上文所述，中央与地方政府债务结构有望调整。

### 2.2.4、结论：预计赤字率 3.5%-4.0%，杠杆或加在中央

综上，我们判断 2024 年将是新一轮积极财政的开启之年，中央或打开加杠杆空间，赤字率大概率突破 3%，且地方政府举债管理趋严的背景下，杠杆或加在中央。在经济高增诉求下，预计 2024 年赤字率为 3.5%-4.0%。按 5.5% 的实际 GDP 增速，1.7% 的 GDP 平减指数预计，则 2024 年名义 GDP 为 7.2% 左右。若要求 2024 年预算收入和预算支出与名义 GDP 增速匹配但略下降，分别为 6% 和 7%，则预算赤字为 5.46 万亿，对应预算赤字为 4% 左右。若假设 2024 年预算赤字与 2023 年持平，为 4.9 万亿左右，则 2024 年预算赤字率为 3.6% 左右。

政府债券净融资有望提高，一则国债发行或超过近年均值，以弥补赤字；二则化债进程持续，以显性债置换隐性债会增加地方债净融资额；三则，地方专项债规模或持平，提前批在 2.28 万亿左右。我们判断在狭义财政发力下，广义财政可能趋稳，预计专项债规模与 2023 年持平，为 3.8 万亿，则测算广义赤字率在 6.4%-6.8% 区间。

图45：预算赤字和广义赤字率有望延续高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.3、货币：宽货币宽信用，社融全年同比预计 9.5%

### 2.3.1、狭义流动性：央行或加大力度呵护流动性

历史上，央行倾向于在大规模国债发行时加大公开市场操作力度，呵护流动性。2007、2020 年分别发行 1.55 万亿、1 万亿特别国债，其中 2007 年仅 2000 亿为公开市场发行，而 2020 年均为公开方式发行。在 2020 年 6 月特别国债发行后，央行逆回购投放和 MLF 投放数量显著上升，2020 年 12 月，MLF 投放便回归正常水平。此外，随着 2024 年美国加息周期步入尾声，人民币汇率压力有望缓解。汇率担忧缓和后，央行对于资金面的调控或边际减弱，因此，不必过于担忧政府债券发行对流动性的冲击，稳增长的重要性或驱动当局呵护流动性，资金环境有望继续宽松。

图46：2007年发行国债后央行净投放增加

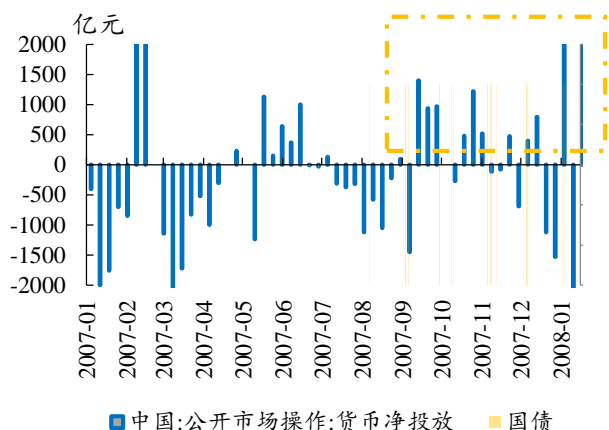
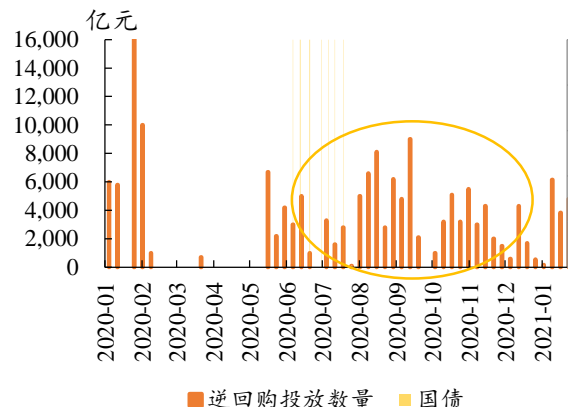


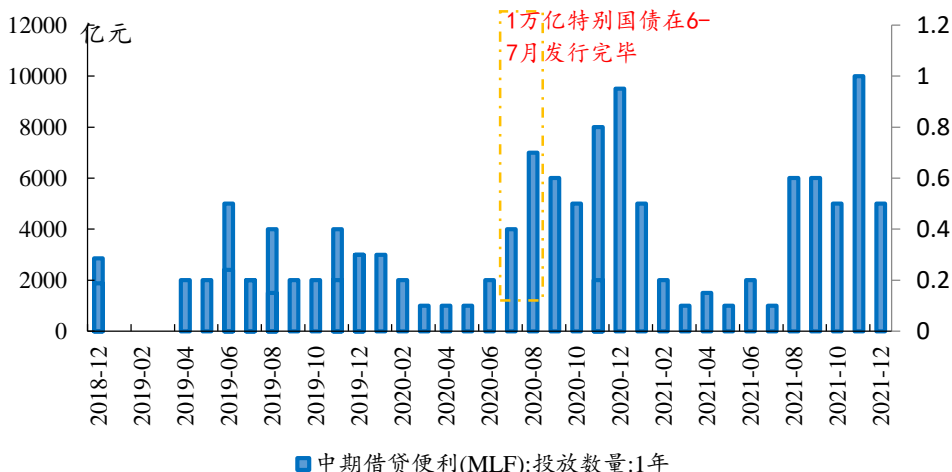
图47：2020年特别国债发行后央行提高逆回购数量



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：国债代表特别国债发行

数据来源：Wind、开源证券研究所注：国债代表特别国债发行

图48：2020年特别国债发行后央行持续六个月加量投放MLF



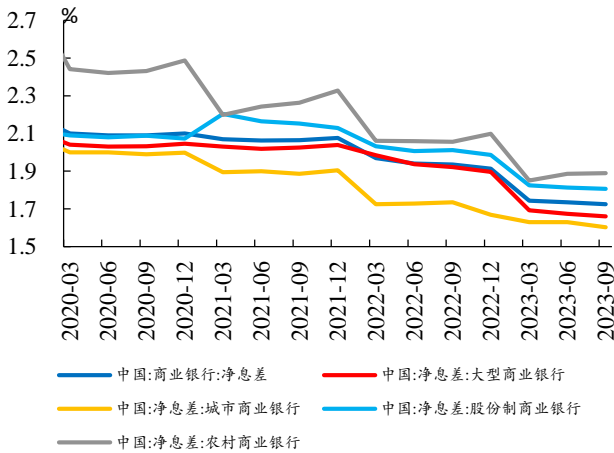
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.3.2、宽货币：利率趋下行，降准概率高于降息

2023年10月召开的中央金融工作会议指出，“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”。2022Q1-4、2023Q1 货政报告均表示“搞好跨周期调节”，但2023Q2 货政报告转变为“加大逆周期调节力度”，随后3季度内两次降息、一次降准。我们认为这或许意味着，宏观政策长期要注重高质量发展和结构性目标，但在短期经济面临下行预期或达成增速目标的不确定性增加时，货币政策会暂时以经济增长为中心，强化逆周期调节。因此，在2024年地产仍存下行压力，且保障房、城中村、平急两用基础设施等需发力支持稳增长，同时“一揽子化债方案”有望落地进行化债时，货币政策或维持宽松以支持实体经济

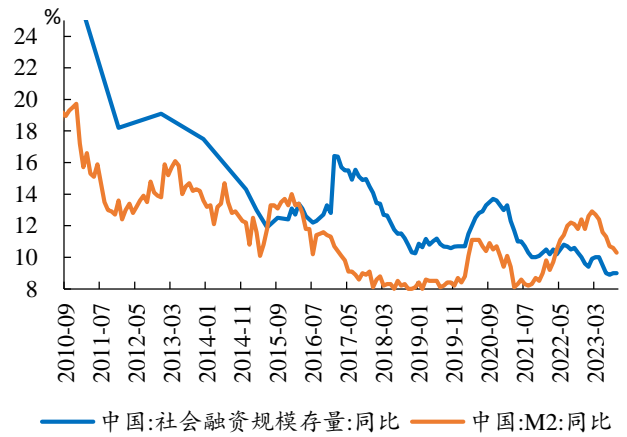
稳增长，做好风险化解，配合财政发力。

图49：商业银行净息差自 2022 年底下行 19bp



数据来源：Wind、开源证券研究所注：数据截止 2023 年 Q3

图50：2023 年社融增速偏低揭示内需待修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

**长期利率中枢仍需下行，2024 年大概率继续降准降息。**首先，2023 年居民、企业融资需求总体偏弱，信贷增长动能显著减弱，反映实体资金进入投资和消费的动力不足。而据我们判断，2024 年或将延续 2023 年四季度的财政扩张，政府支出有望提振固定资产投资，中央加杠杆用途也不排除提振其他需求端的可能。因此融资利率需进一步下行以配合财政政策起效。且 2024 年外部环境的制约有望边际减弱，年内降息可以期待；其次，历史上财政扩张周期一般会辅以多次降准以释放基础货币供应，主因是政府债大规模发行并被商业银行购买后、在形成财政支出前会造成基础货币回笼，降准可对冲流动性紧张；此外，存量与增量房贷利率趋下行、地方化债等工作或将延续落实。而银行作为地方债务的主要参与主体，在债务降成本、贷款展期等方面承担一定压力，降准降息可呵护银行净利润。

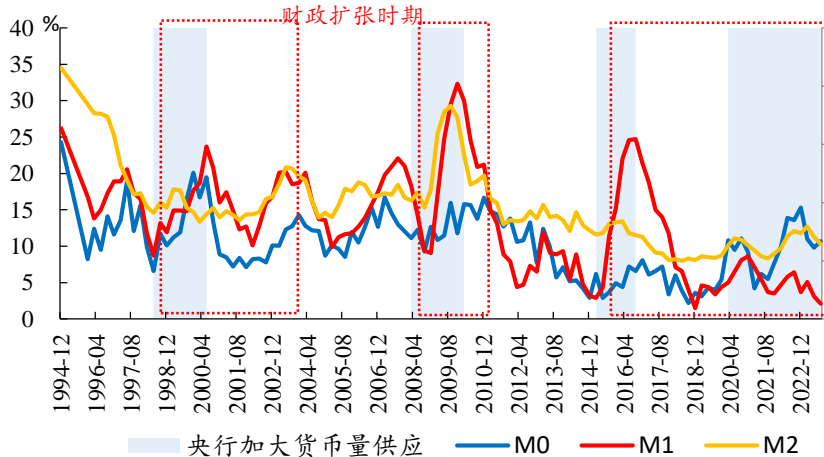
图51：财政扩张周期一般会以宽松货币政策配合

时间		货币政策表现		实际GDP增速
时期	具体年份	降准	降息	
1998-2004年	1998	-500bp	-225bp	7.80%
	1999	-200bp	-54bp	7.70%
	2000	/	/	8.50%
	2001	/	/	8.30%
	2002	/	降息54bp	9.10%
	2003	升准100bp	/	10.00%
	2004	升准50bp	利率上调27bp	10.10%
2008-2010年	2008	全年升准100bp；三季度降准3次共-200bp	-216bp	9.70%
	2009	/	/	9.40%
	2010	升准250bp	50bp	10.60%
2015-2022年	2015	降准250bp	降息5次，共-121bp	6.90%
	2016	降准50bp	MLF降息25bp	6.70%
	2017	/	/	6.80%
	2018	降准250bp	/	6.60%
	2019	降准150bp	MLF降5bp，LPR-10bp	6.00%
	2020	定向降准100bp	降息两次，-30bp	2.30%
	2021	降准100bp	LPR降5bp	5.10%
2022	降准50bp	MLF降10bp，LPR-15bp	3%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

财政扩张一般会带来广义货币的增长，我国前两轮积极财政周期，社融和 M2、M0、M1 增速都随着政府支出提高而上行。在积极财政周期，央行在货币政策方面有所协同，加大基础货币投放，且政策利率趋于下降。但 2016 年至今货币供给和融资需求扩张幅度有限，特别是社融增速放缓。一方面与财政政策更注重收入端的减税降费，支出力度增速偏缓有关；另一方面货币政策更偏重价格型调节，虽在短期压力较大时期多次降准降息，但地产下行、内需不足导致资金空转，或也削弱了货币政策的有效性。

图52：财政扩张时期央行货币供应量提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

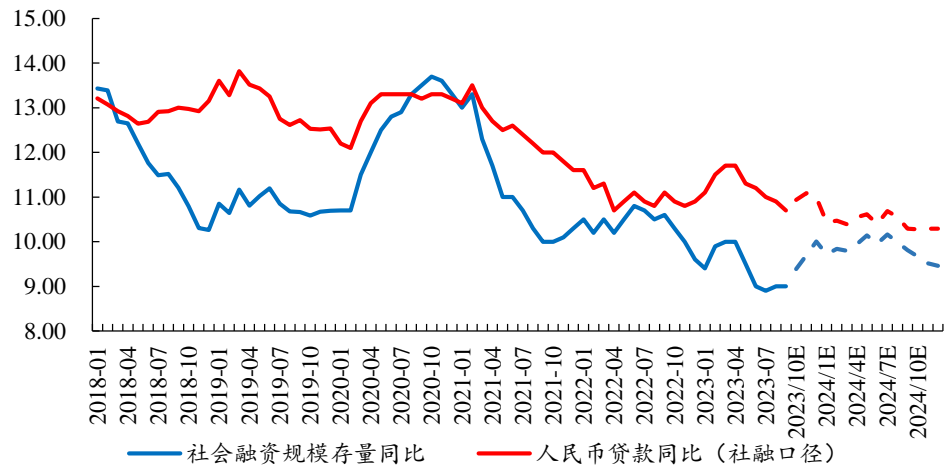
我们认为，站在新一轮积极财政周期的起点，2024年赤字规模和政府支出强度或都将有所提高。政府支出扩大，将由政府投资增长带动社会投资、提振居民企业投资和消费需求。中央金融工作会议指出，“完善金融宏观调控，准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节”，或指向2024年中央将根据政策协同的需要，完善信贷总量调节，并做好重点领域的结构性支持，预计信用将走宽，社融增速有望在一季度回升，全年前高后低。

### 2.3.3、宽信用：政府发债支撑全年社融增速为9.5%左右

假设：2023年：（1）普通国债按不超过原赤字规模计划发行（共约31600亿元）；（2）特殊再融资债预计四季度发行1.5万亿，10月已发行1万亿左右，11-12月共发行5000亿；（3）发行特别国债1万亿。

假设：2024年：（1）赤字规模将扩大，并发行国债弥补（这里按赤字率3.8%预计）；（2）地方特殊再融资债继续发行；（3）专项债规模与2023年持平。预计2024年社融的特点为：政府债融资预计显著扩张，人民币信贷在前6个月将受到增量资金配套的拉动高增，后6个月增速或放缓，但经济企稳后有望支撑居民企业融资需求，最后三个月在高基数下增速趋稳。预计2023年全年人民币信贷增速或在11%，社融增速约为10%；预测2024年信贷与社融增速前高后低，人民币信贷增速为10.3%左右，社融存量增速约为9.5%。

图53：2024年社融增速或是前高后低



数据来源：Wind、开源证券研究所

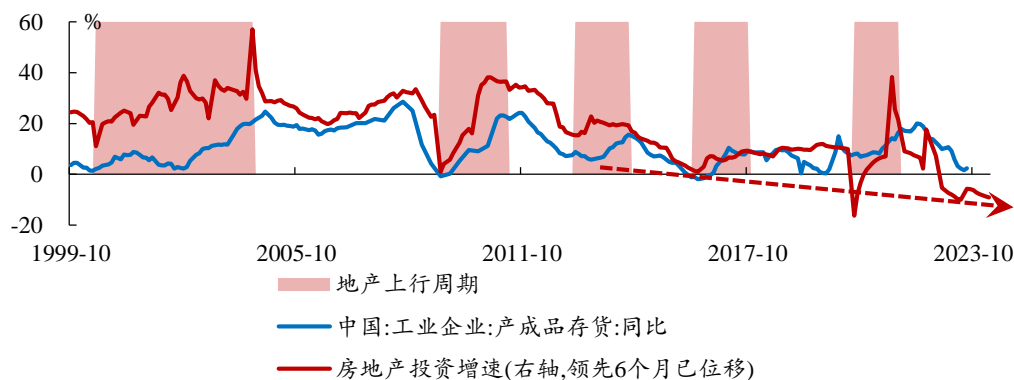
## 3、国内经济的那些“X”命题：城中村为库存周期反转助力

### 3.1、X1 中美共振补库的强弱：关注城中村的助力和结构性机会

中美库存周期均已接近底部，市场对中美共振补库的时点和幅度较为关注。我们认为国内库存周期可能从“熨平”到再次转动，美国库存周期存在明显的行业滚动式特征，中美将表现出一定的共振补库，共振强弱则落脚于中美关系和贸易往来的缓和程度。

我们在7月31日《库存周期熨平与否的探讨与投资思路》指出，从实际库存和库销比等指标来看，本轮库存周期呈现“熨平”特征，对应权益市场更多是结构性行情。库存周期熨平的本质或在于地产失位，房地产投资领先库存周期约6个月，几乎每一轮库存周期反转均包含地产要素，如1998年商品房改革、2008年四万亿基建+地产放松、2012年地产放松、2015年棚改货币化+供给侧改革、2020-2021上半年流动性宽松楼市火热。

图54：地产周期领先库存周期约6个月

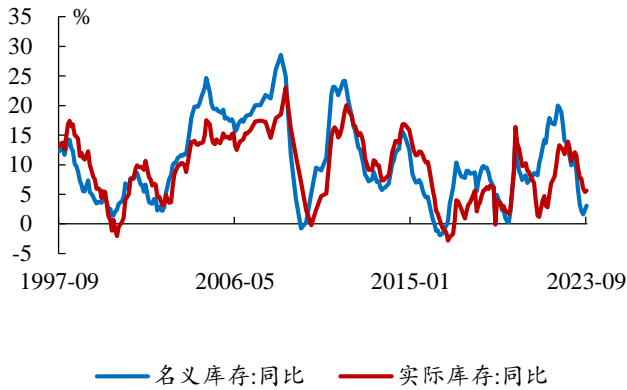


数据来源：Wind、开源证券研究所

9月工业企业呈现“营收改善”+“库存回升”的组合，表观上连续2个月主动补库。剔除PPI的实际库存初步见底，但需求（营收增速）改善的斜率仍较缓慢，结合库销比ttm持续上行，可以判断当下并非典型意义上的主动补库。好的方面在于中央政府突破了3.0%赤字率的关键约束，新一轮大规模基建配套城中村改造，可能强化需求的向上弹性。



图55：实际库存初现拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：库销比延续上行

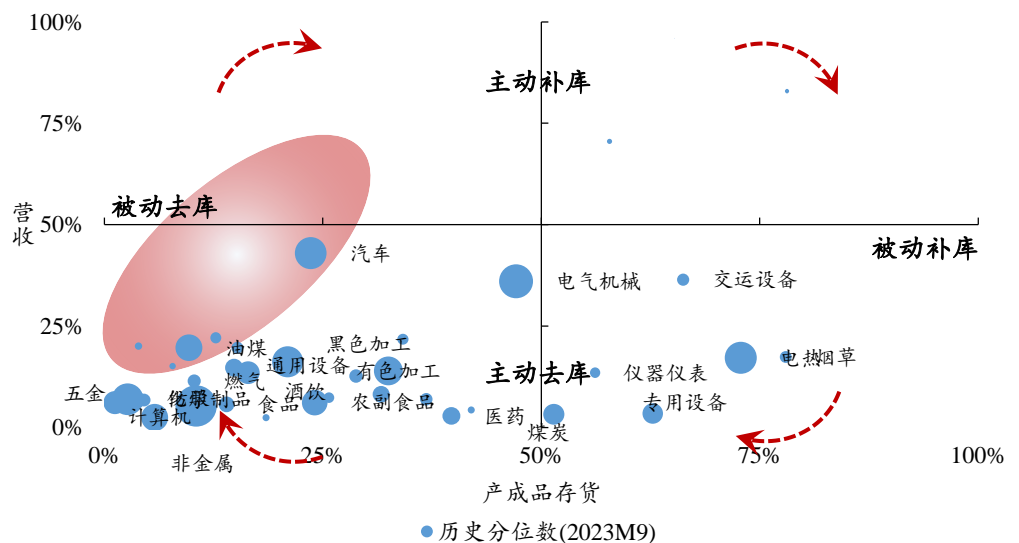


数据来源：Wind、开源证券研究所

**2024年国内的补库力度最终取决于地产而非基建。**仅有基建发力的需求政策能否带动库存周期反转？实际上，2022、2023连续两年的基建大年已经告诉我们答案。历史上有2轮库存周期同样呈现熨平特征，即1998-1999、2015-2016年，有趣的是均伴随了权益市场的上涨行情，核心要素在于“制度建设+总需求政策+基建地产发力”，前者受益于长期建设国债+房改，后者受益于地方化债基建高增+棚改货币化；而本轮可以确定的是中央加杠杆助力基建高增，但城中村改造、保障房建设对应的地产投资回暖幅度仍存疑。中性假设下，我们认为2024年基建增速超过10%、地产投资降幅收窄至-3%，对应工业企业补库力度有一定回升但难言较强。从历史规律来看利好权益市场，同时需关注两条结构性主线：景气先行和中美共振补库。

**(1)景气先行：看好汽车制造。**我们分别计算了41个工业行业营收和产成品存货的历史分位数，并以此刻画了行业层面的库存周期二维图，第三象限对应该行业的存货分位数收窄、营收分位数向上突破。2023年9月汽车处于被动去库阶段，多数行业聚集于处于二维图左下方的“困境反转”阶段，营收和存货均为历史低位。

图57：汽车制造景气先行



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)中美共振补库：可能集中在消费电子半导体、纺织服装等行业。2022年美国进口（转换为美国零售商库存行业）较依赖中国的有电脑、电气机械、家居家装、五金、服装服饰、木材木制品、机械设备、化学制品、纸制品、专业商用设备，分别占比35.2%、31.3%、28.8%、28.4%、23.3%、17.2%、16.2%、15.6%、13.5%、10.9%。我们进一步将中国工业行业与美国批发商行业进行匹配，综合对华进口依赖度和中美库存分位数，我们看好消费电子半导体、纺织服装，其中消费电子半导体8月出现中美共振补库，在华为Mate60系列的催化下9月加速补库，与权益市场的表现具有一致性。往后看，如我们前述分析，美国当前整体或仍在持续去库存当中，但本轮美国库存周期存在明显的行业滚动式特征，即不同行业之间库存周期差异较大，当前批发商库存同比增速相对较低，叠加节假日临近，后续有望率先开启补库存，相关行业中美共振补库力度或较强。

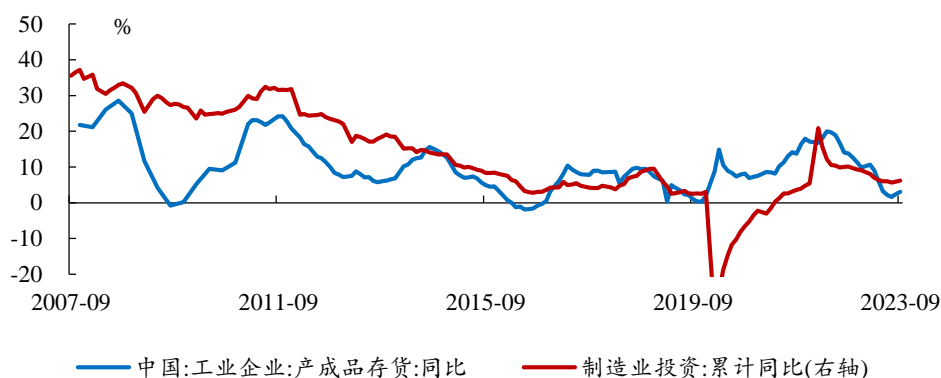
图58：消费电子半导体已中美共振补库，且9月国内加速补库

库存同比增速				中国工业行业	中国出口依赖度	美国对华进口依赖度	美国批发商行业	库存同比增速					
最新值	较前值	分位数	历史趋势	2023-09			2023-08			最新值	较前值	分位数	历史趋势
				<b>耐用品</b>			<b>耐用品</b>						
1.60	1.50	15%		计算机通信电子设备制造业	43.2%	35.2%	电脑及电脑外围设备和软件	-0.18	0.01	5%			
9.20	-0.30	46%		电气机械及器材制造业	16.1%	31.3%	电气和电子产品	-0.02	-0.05	15%			
-2.50	-0.10	0%		家具制造业	20.8%	28.8%	家具及家居摆设	-0.14	-0.02	2%			
0.30	4.30	4%		金属制品业	9.8%	28.4%	五金、水暖及加热设备和用品	-0.01	-0.02	13%			
4.10	-1.10	23%		木材加工制品业	5.1%	17.2%	木材及其他建材	-0.10	0.01	5%			
3.30	-0.60	12%		通用设备制造业	14.3%	16.2%	机械设备和用品	0.20	-0.01	97%			
12.10	-0.80	56%		专用设备制造业	13.8%	10.9%	专业及商业设备和用品	-0.06	0.00	7%			
5.60	0.80	34%		有色金属冶炼及压延加工业	2.6%	7.0%	金属及矿产，石油除外	-0.05	-0.01	19%			
1.60	-3.00	15%		汽车制造	6.9%	5.1%	汽车及汽车零件和用品	0.14	-0.03	86%			
							杂项	-0.02	0.00	15%			
				<b>非耐用品</b>			<b>非耐用品</b>						
-2.70	-0.90	2%		纺织服装、服饰业	22.2%	23.3%	服装及服装面料	-0.16	-0.04	3%			
-0.90	2.80	9%		化学原料及化学制品制造业	6.3%	15.6%	化学品及有关产品	-0.14	-0.05	2%			
-7.60	-0.70	3%		造纸及纸制品业	4.6%	13.5%	纸及纸制品	-0.16	0.00	1%			
4.10	0.90	19%		食品制造业	6.5%	8.8%	食品及相关产品	-0.06	0.00	3%			
4.30	2.10	34%		农副食品加工业	4.2%	3.6%	农产品原材料	-0.28	0.04	4%			
10.70	0.50	44%		医药制造业	8.9%	2.7%	药品及杂品	0.02	-0.04	24%			
-9.00	6.00	17%		石油、煤炭燃料加工业	3.6%	0.3%	石油及石油产品	-0.10	-0.01	11%			
3.80	-1.60	17%		酒、饮料和精制茶制造业	1.4%	0.2%	啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	0.04	-0.02	43%			
							杂项	-0.02	0.00	15%			
							除制造商分支销售总额	-0.01	-0.01	11%			

数据来源：Wind、开源证券研究所

存货为制造业投资的一部分，往后看2024年补库周期有望对制造业投资形成一定支撑。疫情以来，技改、扩大设备更新改造等政策支持先后出台，制造业尤其是高技术产业已连续3年高增长、稳步高于GDP增速，制造业投资在一定程度上成为了“稳增长”的逆周期工具，因此我们认为在“加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系”的导向下，2024年制造业投资有望实现7%左右的中高速增长，但较2021-2022年小幅下行。

图59：补库支撑制造业投资



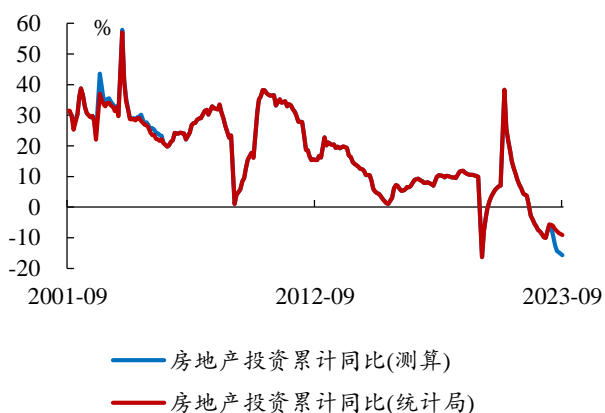
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：制造业投资 2021 年为两年复合增速

### 3.2、X2 地产：预计供给侧发力，需求仍是较大掣肘

地产是 2023 年经济修复最大的“X”因素，站在当前时点，仍可能是 2024 年的较大不确定性。需要指出的是，地产数据可能的口径调整也是不确定性的一环，从而增加了预测难度。统计局同时披露了累计值和累计同比，我们计算的“累计值同比”与统计局的“累计同比”在 2023 年以前几乎相同，但 2023 年存在较大差异。2023 年 1-9 月地产投资、商品房销售面积、商品房销售金额的累计值同比(测算值)，分别低于统计局披露的累计同比 6.6、8.9、5.8 个百分点，我们认为这其中可能存在一定的数据口径调整。

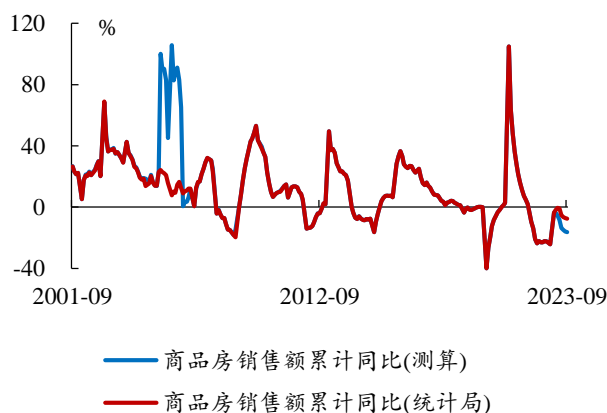
8 月底以来地产政策密集出台，形成了覆盖保障房建设、城中村改造、认房不认贷、首付比例、房贷利率下限、存量贷款利率的一揽子组合拳，但实际来看地产数据却改善不明显。研究政策“理想”如何照进“现实”，需要着重考量的是何种因素影响了政策效果。

图60：测算 2023 年 1-9 月地产投资增速-15.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：测算 2023 年 1-9 月商品房销售面积增速-16.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 3.2.1、预计地产供给端政策发力，关注城中村和保障房建设

10 月 30 日至 31 日中央金融工作会议指出“加快保障性住房等‘三大工程’建  
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

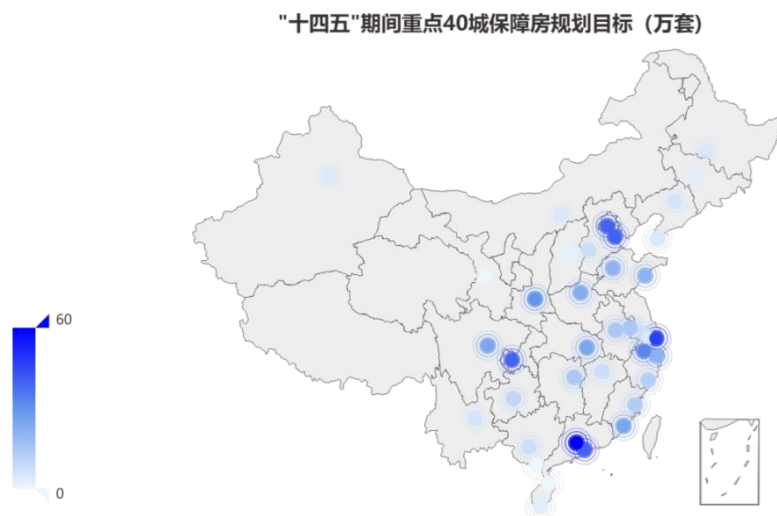
设，构建房地产发展新模式”，11月2日央行和外管局扩大会议延续了该会议精神。预计2024年城中村改造、保障房、“平急两用”基础设施将承担重要的稳增长作用，有利于缓解地产投资端的下行态势。

(1)城中村改造：2024年可能有较大的政策力度支持、规模或超1万亿元，包括专项借款、城中村改造纳入专项债范围等，但实际效果需要打一个折扣，究其原因，当下房地产市场的供需环境无法容纳大规模的供给。2011年以来我国经历了4轮房地产周期，2015-2016年棚改货币化有效化解了一部分房地产库存，但其弊病在于资金大量流入楼市推升房价，逐利的房企凭借“三高”模式增加了更多的商品房供给，商品房库销比自2017年开始连续4年上行。而本轮地产周期还未迎来需求端的改善，将成为供给端政策见效的较大制约因素。

从城中村改造面临的痛点反推，中央可能代替地方参与其中。第一条路，货币化安置，同时创造需求和供给，但地方债务偿付压力较大，新一轮化债周期下难以承担借债输血城中村改造；第二条路，房票安置+房企专项借款，在增加供给的同时创造一部分需求，与当前商品房供给过剩的基本面相矛盾，可以设想房地产投资在经历暂时性的回暖后将再度出清。我们认为可行的路径在于：资金端采取房票安置+专项借款，供给端由中央财政收储并投向保障房市场。一则减轻前期的资金压力，二则不会带来较大的商品房供给压力，三则有利于建设完善房地产长效机制。

(2)保障房：预计2024年总投资2455亿元、拉动地产投资2.2%，增量部分368亿元、边际拉动0.3%。8月25日，国务院常务会议审议通过的《关于规划建设保障性住房的指导意见》文件（“14号文”），已传达到各城市人民政府、各部委直属机构。预计保障性住房建设和供给有望提速扩容，并在300万以上的35个大城市率先探索实践。投资规模：根据住建部数据，十四五期间规划全国建设筹集保障性租赁住房近900万套（间），2021-2023年分别完成94.2、240、204万套，我们认为稳增长诉求将提速保障房投资，2024、2025年或完成240、200万套。套均投资额：住建部披露“各地近两年来共已建设筹集保障性租赁住房508万套（间），完成投资超过5200亿元”，对应套均投资额10.2万元。综合来看，预计2024年完成保障性租赁住房投资2455亿元、拉动地产投资2.2%，增量部分为368亿元、边际拉动地产投资0.3%。

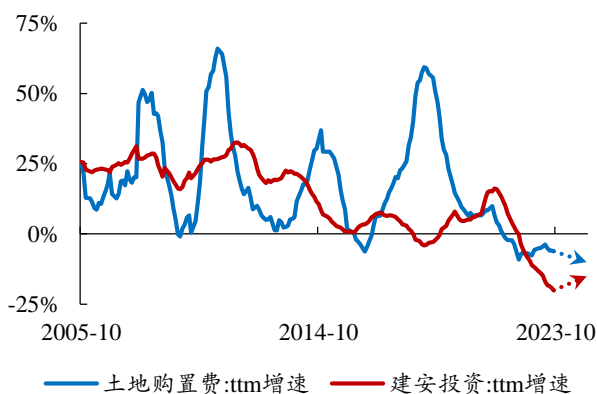
图62：“十四五”期间重点40城保障房规划目标



数据来源：各地住建局、开源证券研究所

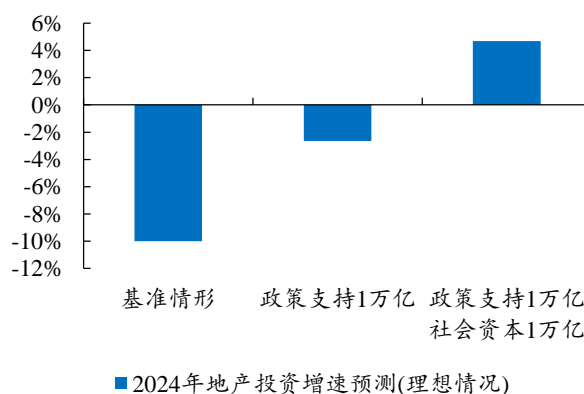
基准情形下，2024 年土地购置费延续下行、建安投资小幅回升，两者约占地产投资 35%、65%，预计 2024 年地产投资增速-10%（均按统计局口径）。此外，我们进一步测算了地产投资对城中村改造资金支持的敏感性，若资金支持力度为 1 万亿元、撬动社会资本杠杆 1 倍，则理想情况下 1-2 万亿的城中村改造总投资将拉动 2024 年地产投资增速至-3%、5%。但此前我们指出了投资端发力的诸多限制，从政策支持到实际效果可能会低于我们的测算。

图63：基准情形下，2024 年土地购置费下行、建安小幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：测算地产投资对城中村改造资金支持的敏感性



数据来源：Wind、开源证券研究所

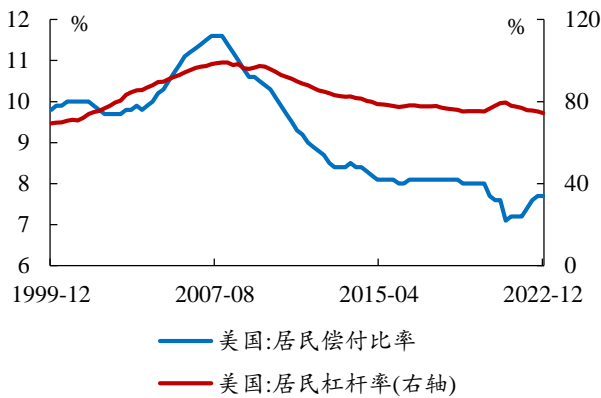
### 3.2.2、地产需求仍是较大掣肘，居民购房意愿和能力仍承压

缺少收入政策的配合，居民偿债比率仍处高位，2024 年地产销售难以自然修复。棚改货币化以来，居民偿债比率持续上行至 2022 年的 11.6%，接近美国、英国、西班牙、葡萄牙发生金融危机时的居民偿债水平（11.6%、13.0%、11.7%、10.8%）。

且美联储激进加息掣肘下，我国降息节奏偏缓，限制了居民偿债比率的进一步改善。

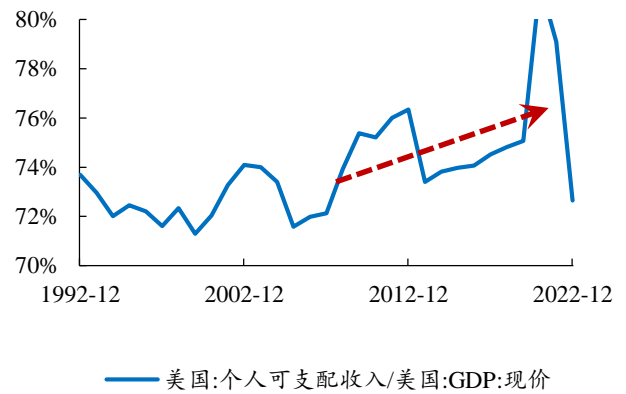
**美国居民资产负债表修复的经验在于：单纯杠杆出清是无效的，需要收入政策的协同配合。**次贷危机泡沫破裂后，美国居民偿债比率修复幅度远大于居民杠杆率，换句话说，其资产负债表修复为去杠杆+扩收入（资产）的合力结果，且扩收入的因素更大。美联储的货币政策起到了至关重要的作用，长期低利率+数轮量化宽松，以美股为代表的金融资产价格大幅提升，有效提高了居民可支配收入和资产规模，美国居民可支配收入占 GDP 比重从 2007 年的 72% 提升至 2011 年的 76%。之于我国，十四五规划和二十大报告均指出“提高劳动报酬在初次分配中的比重”，《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》强调“中等收入群体显著扩大”，相对来说我国在提高居民收入方面的政策出台和实质性进展仍待加快，从而有利于居民资产负债表的修复。

图65：次贷危机后美国居民偿债比率大幅改善



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

图66：美国居民资产负债表修复源于去杠杆+扩收入



数据来源：Wind、开源证券研究所

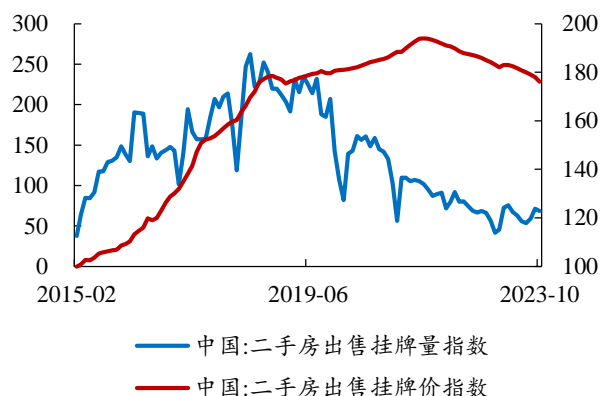
从购房意愿、购房能力、商品房供需等因素来看，预计 2024 年商品房销售金额增速维持低位。购房意愿方面，房价上涨预期不足起到较强的制约作用，首付与按揭增速差未有改善指向新房购买意愿偏弱，7 月底以来二手房挂牌量小幅回升但价格延续下滑表明二手房仍将承压；购房能力方面，2023Q3 居民杠杆率为 63.8%、偿债比率为 11.5%，均处于历史较高水平。综合来看，预计 2024 年地产销售额增速维持低位。

图67：首付与按揭增速差反映新房购买意愿不足



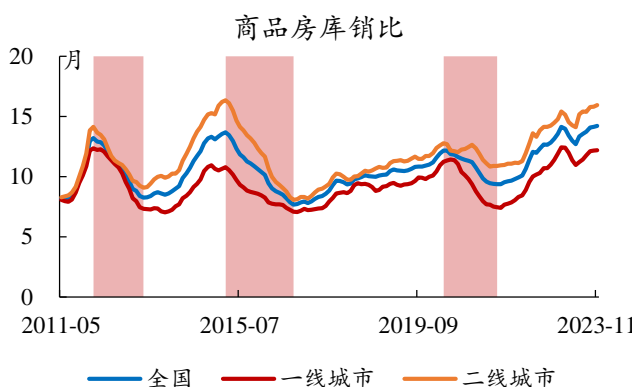
数据来源：Wind、开源证券研究所

图68：二手房挂牌量增价跌



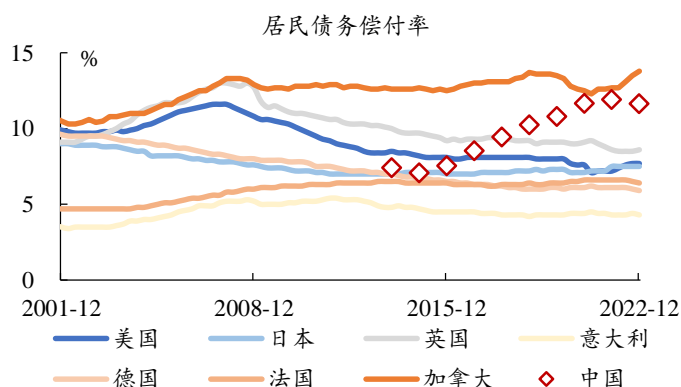
数据来源：Wind、开源证券研究所

图69：商品房库销比偏高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图70：居民偿债比率仅较 2021 年高位小幅下行

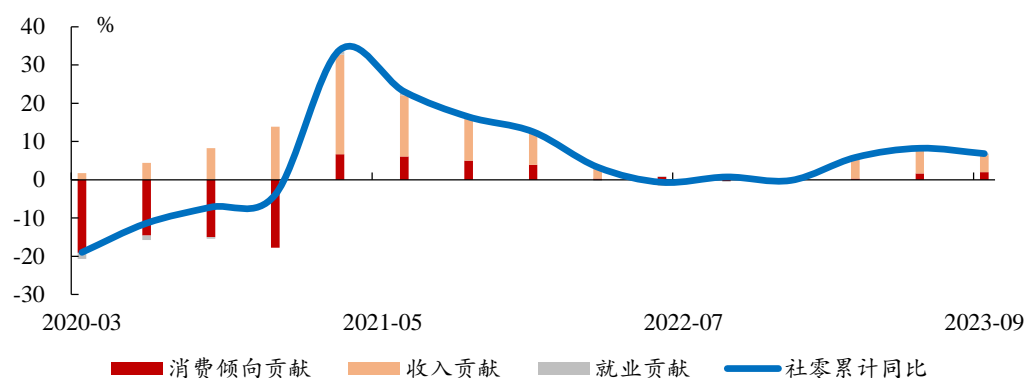


数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

### 3.3、X3 消费：“消费新时代”的内生动能正在积聚，服务消费韧性延续

与直觉有所背离的是，消费整体修复水平并不弱。2023Q3 最终消费支出对 GDP 累计贡献率为 83.2%。分拆三因素来看，消费的改善主要由收入和消费倾向贡献，且消费倾向在疫情放开后稳步向好，或受益于“伤疤效应”消退和地产挤出效应下滑。其中，2023Q3 居民部门消费率为 69.8%，好于疫情三年（2020-2023）同期的 64.1%、67.3%、66.6%。

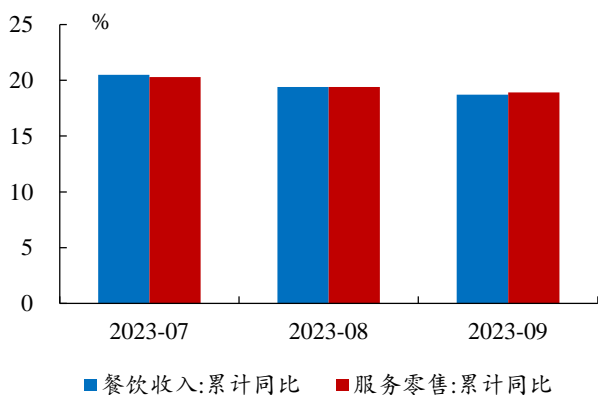
图71：分拆来看，2023年消费改善主要由收入和消费倾向贡献



数据来源：Wind、开源证券研究所

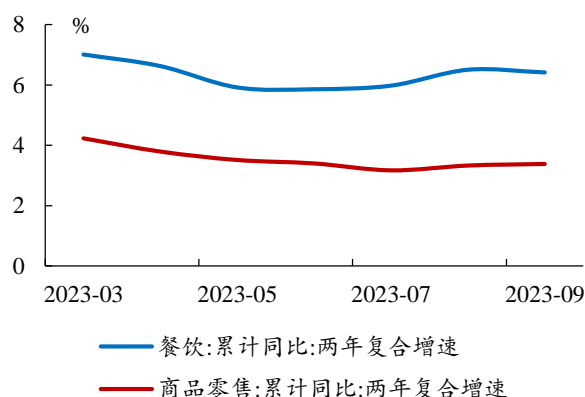
分结构来看，消费改善的主要增量来自服务消费。地产周期下行拖累商品消费，市场却由于缺乏直观跟踪数据，往往跟踪社零指标而忽略了服务消费的显著改善。我们以餐饮收入来替代服务零售（7、8、9月两个指标的差异在0.2个百分点以内）。以两年复合增速来看，2023年服务消费持续好于商品消费，因此并非完全由疫情低基数贡献。更深层次来看，服务消费显著改善可以视作另一种意义上的“消费降级”——从大宗商品消费降级到高频次、低单价的服务消费，即使旅游消费也远不及汽车、住房。

图72：服务消费增速可由餐饮增速替代



数据来源：Wind、开源证券研究所

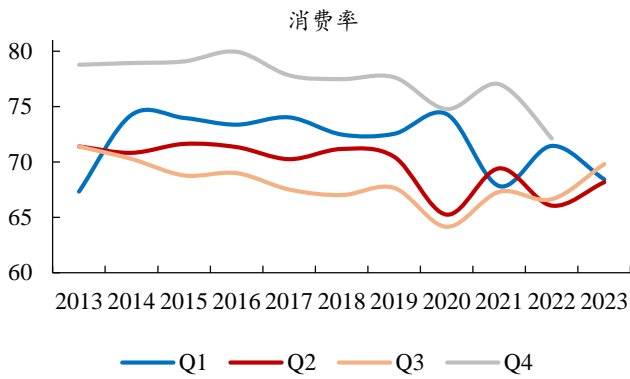
图73：服务消费是消费改善的主要增量



数据来源：Wind、开源证券研究所

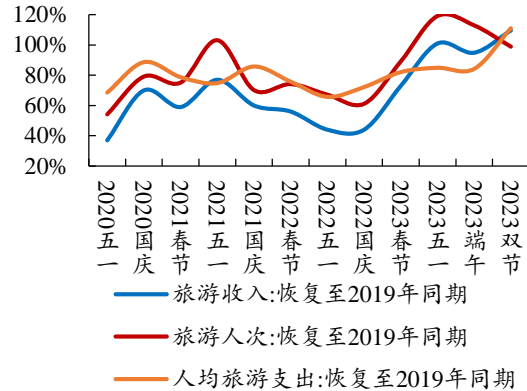


图74：2023Q3 居民消费率初步修复至疫前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图75：2023 年中秋国庆，人均旅游支出改善至 2019 年同期的 97.5%



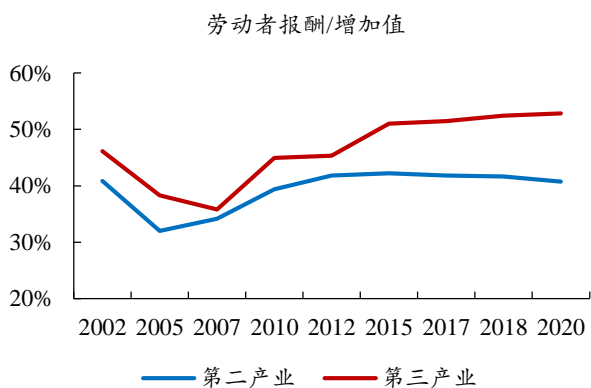
数据来源：文旅部、开源证券研究所

统计局年内 2 次强调了服务消费的重要性。2023 年 10 月统计局副局长盛来运指出“随着社会经济发展，尤其是产业升级、消费升级，服务消费在加快，而且它在消费中的比重在提升”、“今后会进一步完善服务消费以及整个消费统计调查制度”，并披露“今年前三季度，居民人均服务性消费支出同比增长 14.2%，占居民人均消费支出的比重是 46.1%，比去年同期明显提升了 2 个百分点”。居民消费支出指标并未明确区分商品消费和服务消费，我们尝试根据其细分项进行测算，2023Q3 全国居民服务消费占比约 46.5%、城镇居民服务消费支出占比约 47.3%，与统计局数据相近。

我国居民消费支出服务消费占比已超过 45%，消费结构逐步从商品主导转变为商品、服务并进（疫情扰乱了该进程），而此种转型有利于收入分配向居民倾斜，进而推动从投资拉动到消费驱动的经济动能转型。耐用品消费具有周期性、服务消费具有粘性，耐用品消费拉动制造业、服务消费拉动第三产业。产业本质决定了第三产业（人力资本）的收入分配更多倾向居民，第二产业收入分配更多倾向资本。2020 年我国第三产业的劳动者报酬率为 52.8%，远高于第二产业的 40.7%；美国经验同样如此，推论得到服务消费扩张→劳动报酬提高→消费水平提高→第三产业（服务消费）扩张的自洽内循环。

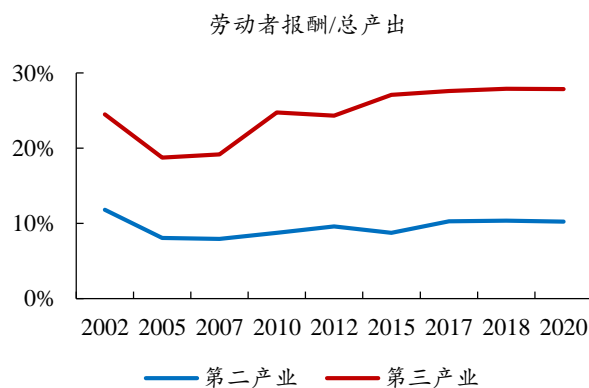
在年初《迈入消费新时代》专题报告中我们曾讨论到：自“李克强经济学”主张“从投资驱动到消费驱动”已过去十年，我国经济转型取得了显著成效，我们认为 2023 年或迈入消费新时代，暑期旅游出行火爆、演唱会扎堆、居民消费倾向改善等线索指向以服务消费为核心的“消费新时代”渐行渐近。

图76：第三产业单位增加值的劳动者报酬约为 52.8%



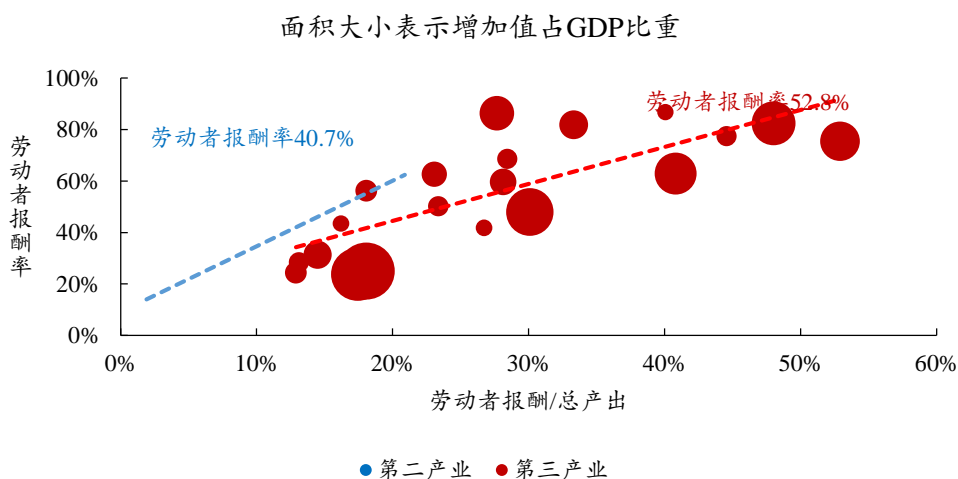
数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图77：第三产业单位产出的劳动者报酬约为 28%



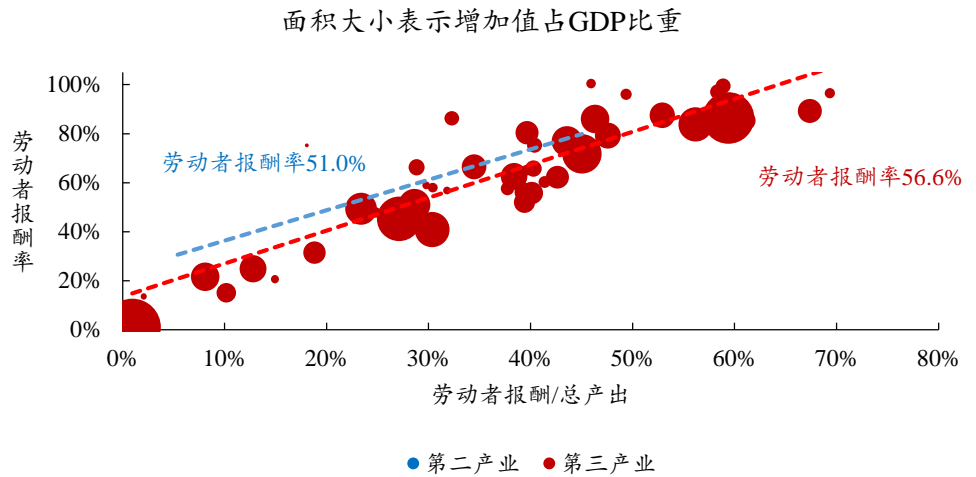
数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图78：我国第三产业劳动报酬率高于第二产业



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

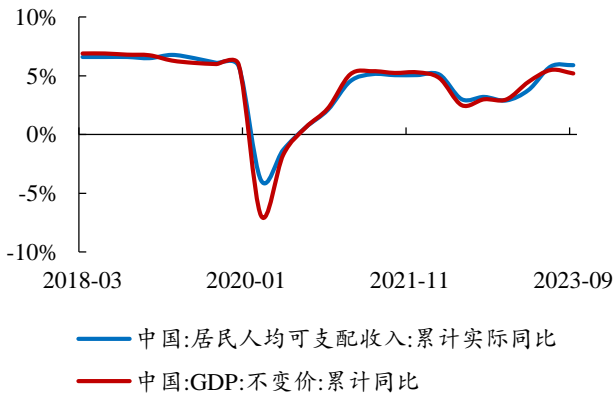
图79：美国第三产业劳动报酬率高于第二产业



数据来源：BEA、开源证券研究所

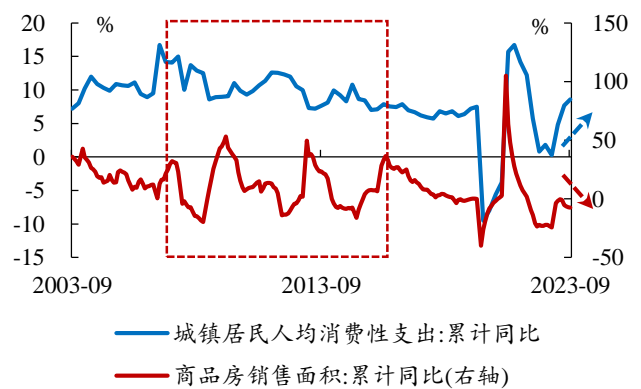
我们认为 2024 年消费具有韧性。一则服务业扩张提振居民收入，服务消费具有较强的内生性，2023 年服务业生产和零售额扩张、居民可支配收入增速同样超过了 GDP 增速，验证了我们基于投入产出表得到的推论，即“服务业扩张提振居民收入”；二则地产挤出效应下行，2008 年至 2016 年三轮房地产周期，商品房销售和城镇居民消费性支出显著负相关，2023 年地产缓步下行，进一步释放了居民消费潜力。预计 2024 年居民服务消费、居民商品消费、政府消费的增速分别为 8.0%、6.0%、6.0%，三者占最终消费支出约 32%、38%、30%，对应最终消费支出增速约 6.6%。

图80：2023 年居民收入增速高于 GDP 增速



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年取两年复合增速

图81：地产挤出效应下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

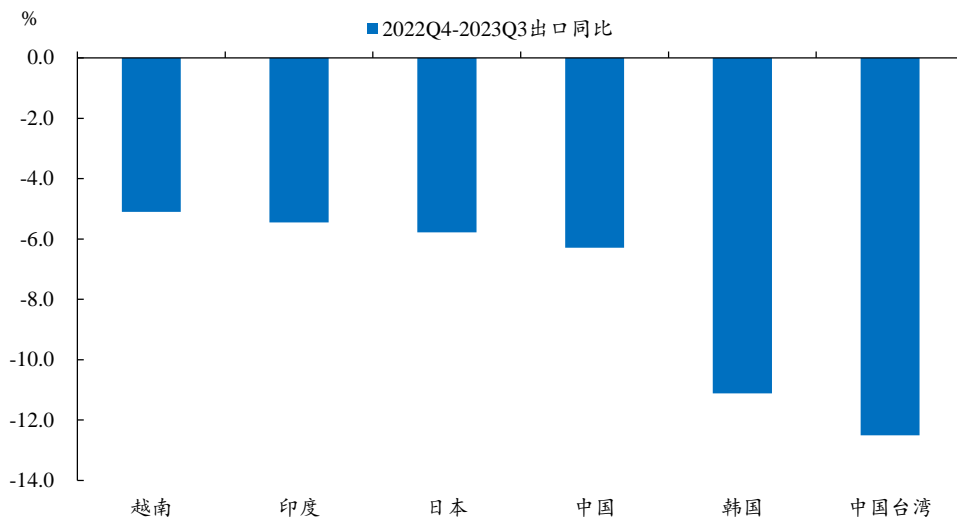
### 3.4、X4 出口：预计 2024 年同比前低后高，全年实现正增长

#### 3.4.1、2023 年全球经贸下行周期背景下中国出口仍具韧性

2023 年我国出口表现仍具韧性。2022 年四季度至今，随着欧美经济体持续加息，全球经济增速放缓，经贸需求转入下行周期，我国出口出现负增长，但仍具备较强韧性。将 2022 年四季度疫情对我国生产运输的冲击与 2023 年一季度订单回补效应考虑在内，以 2022 年四季度至 2023 年三季度出口同比增速为衡量指标，与亚洲其

他出口型经济体相比，我国出口同比-6.3%，与越南（出口同比-5.1%，下同）、日本（-5.8%）、印度（-5.4%）接近，显著高于韩国（-11.1%）与中国台湾（-12.5%），略高于合计出口同比（-7.1%）。

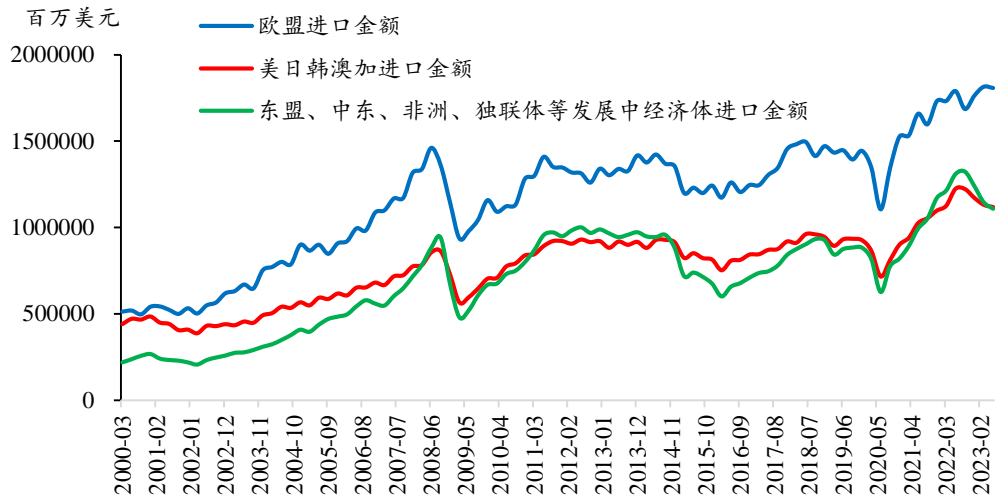
**图82：全球经贸下行周期下中国出口仍具较强韧性**



数据来源：Wind、开源证券研究所

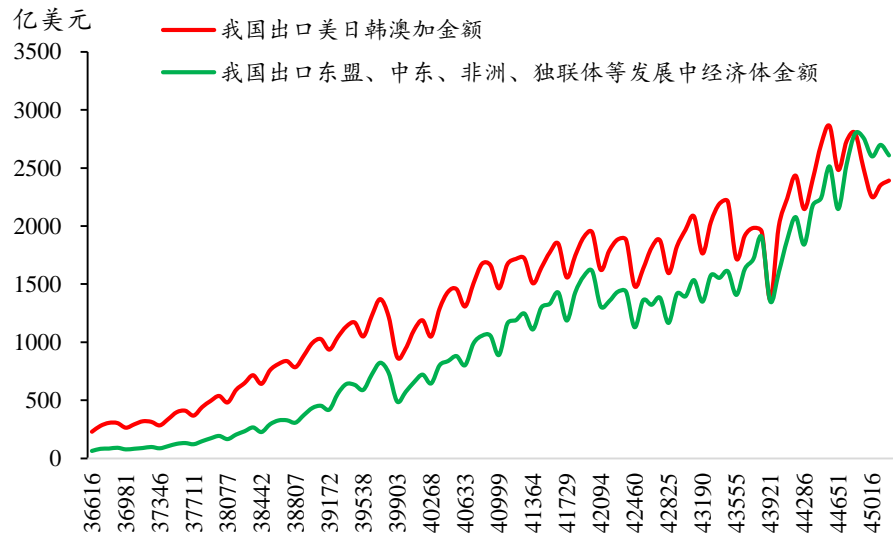
分地区看，东盟、中东、非洲、俄罗斯等发展中经济体弥补美日韩澳加等发达经济体份额。从海外进口需求绝对额及增速来看，美国、日本、韩国、澳大利亚、加拿大等发达经济体 2023 年上半年进口金额约为 22513 亿美元，相较于 2018 年上半年 5 年复合同比增速为 3.7%；而东盟、中东、非洲、俄罗斯等独联体 2023 年上半年进口金额约为 22551 亿美元，5 年复合同比为 4.9%，进口需求增速与发达经济体相差不大；而从我国出口端来看，我国出口美国、日本、韩国、澳大利亚、加拿大等发达经济体 2023 年上半年金额约为 4602 亿美元，相较于 2018 年上半年 5 年复合同比增速为 3.9%；而出口东盟、中东、非洲、俄罗斯等独联体 2023 年上半年金额约为 5297 亿美元，5 年复合同比为 12.6%，增速远高于发达经济体。结合我们在《进出口依赖度视角下的出口动能研究》中的分析，我国对发展中经济体出口的增长主要源于这些国家自中国的进口份额扩大效应而非绝对需求增长效应，发展中经济体对我国进口份额的提升有效对冲了美日韩澳加等发达经济体对我国进口份额的下降，从而支撑我国出口总量，我国与欧盟的贸易关系发展将对我国未来出口走向产生重要影响。

图83：从海外进口需求来看，东盟、中东、非洲、独联体等发展中经济体进口总金额与美日韩澳加等发达经济体大致相当



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图84：从我国出口端来看，我国对东盟、中东、非洲、独联体等发展中经济体出口金额已明显超过美日韩澳加

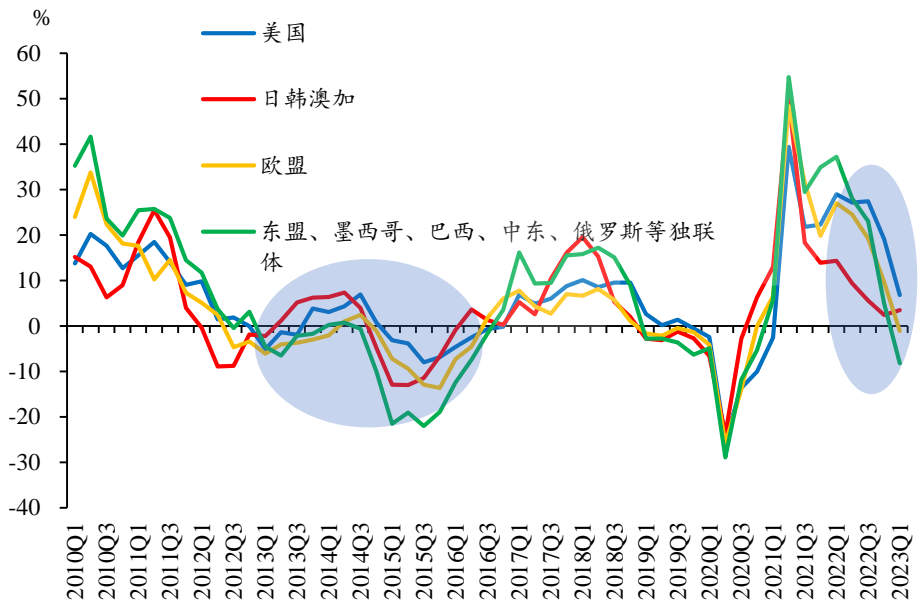


数据来源：Wind、开源证券研究所

发达经济体与发展中经济体进口同频共振，出口回暖仍需关注欧美终端商品消费。我们在《进出口依赖度视角下的出口动能研究》中分析指出：欧美商品需求回落，发展中经济体进口需求同发达经济体节奏一致，且回落幅度往往高于发达经济体，其可能原因为发展中经济体多为出口导向型经济体，当欧美终端需求回落，出口对其国内经济拉动作用减弱，国民需求放缓，同时其用于出口加工的资本品与中间品亦同步回落。同时2020-2022年，发展中经济体对我国进口份额的增长多来源于供应链修复时间错位、国内能源价格优势以及俄乌冲突下我国产品在俄罗斯对其他国家产品的替代，2023年以来，随着全球供应链的修复与大宗商品价格的回落，我国产品的相对优势阶段性降低，进口份额提升速度逐渐放缓，2024年若无突发性事件冲击，预计份额提升效应对我国出口的贡献或较小，因此出口总量的总体回暖仍

需关注欧美终端商品消费需求。

图85：世界贸易较为景气时，发展中经济体进口需求增长往往高于发达经济体；世界贸易衰退时，发展中经济体进口需求衰退也快于发达经济体



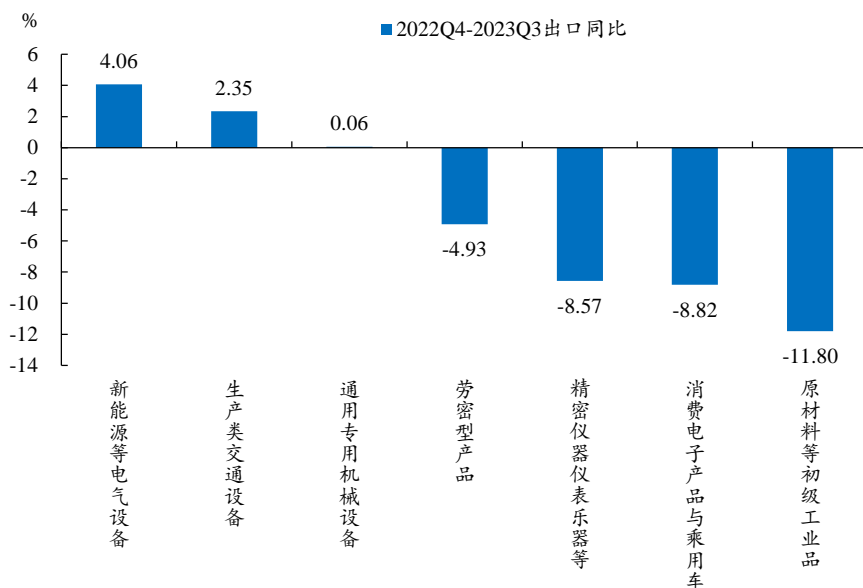
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

分产品看生产类机械为出口提供底部支撑。分出口产品看，随着全球供应链的修复及欧美商品消费需求的放缓，2022年四季度以来，我国劳密型产品、计算机等消费电子产品、精密仪器仪表等消费类产品出口增速放缓，大宗商品价格的回落也拖累了我我国原材料等初级工业品的出口；但新兴国家制造业的快速发展带动了对我国的生产类机械设备需求，2022年四季度至2023年三季度，我国生产类交通运输设备出口同比+2.4%，通用专用机械设备出口同比+0.1%，而新能源等电气设备需求受周期性因素影响较小，且我国在此领域具备较强竞争力，出口同比+4.1%。

表3：机械设备产品占我国2023年H1出口总额的50%以上

出口产品品类	2023年H1出口占比(%)	产品所在HS章节	所含主要产品
劳密型产品	28.3	21-24章,39-42章,48-49章,57-71章,94-98章,B2B商品	加工食品饮料、塑料橡胶、皮革鞋靴、雨伞、服饰、玩具家具、低价值商品
原材料等初级工业品	19.2	25-38章,43-47章,50-56章,72-83章	矿物及矿物油、化学品、药品、肥料、纺织原料、软木及木制品、动植物与化学纤维、钢铁、铜铝镍等金属
生产型机械设备	10.3	84-85章部分产品	通用专用机械设备 锅炉、内燃机、水轮机、车床等通用生产机械；叉车、推土机、升降机、钻探机等专用生产设备；模具、轴承、阀门等机械零部件
	5.0	87章部分产品,86章,88-89章	商用车、铁路列车、船舶与航天器 客车、货车、牵引车等商用车；火车电车及火车电车轨道；船舶与浮动结构体；航天航空器
	9.9	85章部分产品	新能源等电气设备 光伏电池、线缆、变频器、变压器、逆变器、原电池、蓄电池、电路开关及其他辅材
消费型机械设备	23.5	84-85章部分产品,87章部分产品	计算机通信电子设备、家电与乘用车 二极管、晶体管、集成电路、电子原件、手机电脑、办公设备、家用电器、乘用车
	2.3	90-92章	精密仪器仪表乐器等 光学设备、精密仪器、钟表、乐器等

资料来源：海关总署、开源证券研究所

**图86：生产类机械设备产品出口具有较强韧性<sup>8</sup>**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.4.2、2024 年出口展望：生产类机械保持韧性，出口同比前低后高，全年出口同比+3.7%。

在当前欧美仍将维持高利率较长时间，短期内商品消费恢复动能相对有限的背景下，根据我们在《进出口依赖度视角下的出口动能研究》中的分类，分别对劳密型产品、消费类机械、原材料等初级工业品、生产类机械出口进行预测，以此预测出口总额未来走向，2023 年前三季度，以上品类占出口总额约 98%，具有较强代表性。

消费类产品方面，2018 年以来，除 2020-2021 年及 2022 年末疫情影响外，劳密型产品出口变化季节性特征较为明显且节奏一致，预计 2024 年随欧美商品消费企稳，出口或将重回原有节奏，因此按 2018-2019 年季节性预测。而消费类机械设备自 2018 年中美贸易摩擦以来出口动能明显减弱，以 2018-2019、2021 年季节性进行预测。

生产资料类产品方面，原材料等初级工业品出口走向与大宗商品价格走向密切相关，预计 2024 年在全球需求企稳回升背景下大宗商品价格或有一定幅度回升，因此以 2016-2018 年季节性进行预测。通用专用机械与生产类运输设备按 2018-2019、2021 年季节性进行预测。新能源等电气设备受周期性因素影响最小，因此按 2018-2019，2021-2022 年季节性（除 2022 年四季度外）进行预测。

综合来看，预计我国出口同比或在 2023 四季度回归正增长，2023 年全年出口同比-3.8%。2024 年出口同比前低后高，一到四季度同比分别为-3.9%、2.3%、7.8%、7.8%，2024 年全年出口同比+3.7%。

<sup>8</sup> 为简化名称，生产类交通设备即为商用车、铁路列车、船舶及航天器，消费电子产品与乘用车即计算机通信电子产品、家电与乘用车

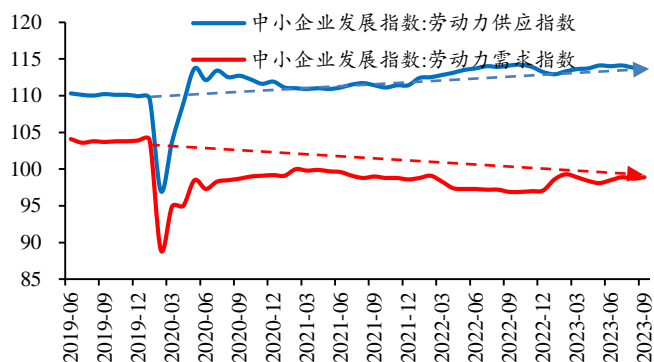
## 4、通胀和汇率：物价上行，汇率波动

### 4.1、通胀：预计 2024 年 CPI 同比接近 2%，关注中上游行业结构性机会

#### 4.1.1、2023 三季度起 PPI 同比降幅不断收窄

2023 年前三季度，CPI 方面，供给端疫后劳动力供给较为充足，需求端居民可支配收入增速有所修复，但较疫情前仍有一定差距，叠加地产仍在磨底之中，居民消费信心有待提振。核心 CPI 多数时间弱于往年季节性(2016-2019 与 2021 年均值)，且猪肉、交通工具用燃料价格整体震荡下行，CPI 回升动力相对不足。PPI 方面，上半年大宗商品价格仍处下行通道中，PPI 同环比均下行，三季度起大宗商品价格有所企稳，叠加同期基数回落，PPI 同比降幅不断收窄。

图87：中小企业劳动力供给修复好于劳动力需求修复



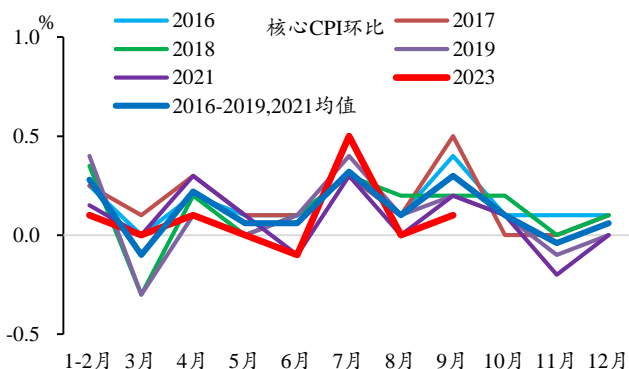
数据来源：Wind、开源证券研究所

图88：居民可支配收入增速尚未恢复至疫情前水平



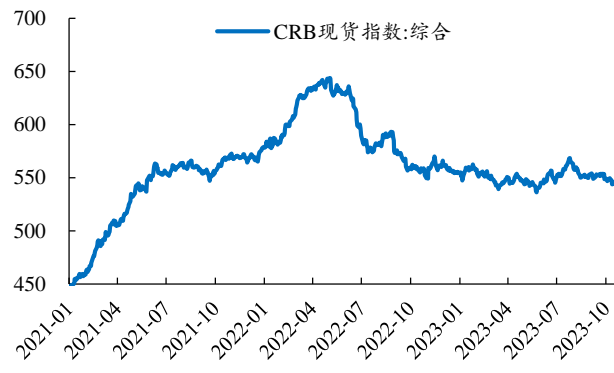
数据来源：Wind、开源证券研究所

图89：2023 年前三季度核心 CPI 多数时间弱于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应，1-2 月取均值。

图90：2023 年大宗商品价格较 2022 年处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

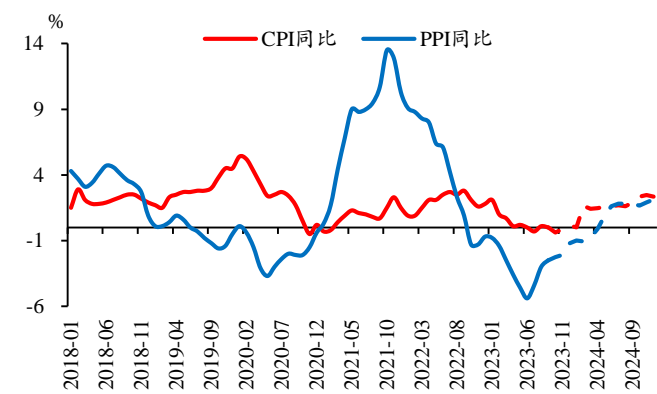
#### 4.1.2、预计 2024 年 CPI 同比接近 2%，关注 PPI 中上游行业结构性机会

展望未来，CPI 方面，近期猪肉等农产品价格震荡下行，燃油价格亦有所回落，预计 2023 年四季度 CPI 同比阶段性转负后回正。预计 2024 年随着货币财政政策发



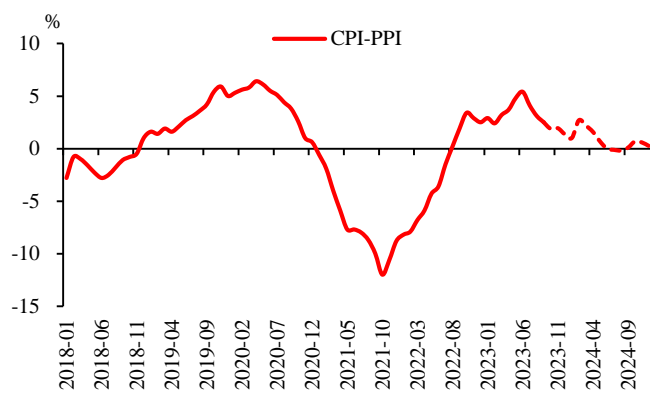
力，居民收入进一步修复，核心消费需求将稳步回升；猪肉供给端去化明显，2024年价格或将触底回升；美联储加息接近尾声而地缘政治风险发酵，原油价格或将有所回升。2024年CPI环比按等于季节性（2016-2019与2021年均值）预测；同时考虑到猪肉、交通工具用燃料价格的调整：假设全国猪肉平均批发价2024年开始逐步回升，年末回升至27元/公斤，接近2022年末水平；假设全国汽油市场价2024年开始逐步回升，年末回升至接近9600元/吨；预计2024年CPI前低后高，四季度或上升至2%以上，全年平均同比接近2%。PPI方面，未来基建、城中村改造等稳增长政策或将持续发力，带动国内工业品价格回暖，环比按历史上政策逆周期调节时间点的季节性（2015-2017年均值）预测，预计2023年四季度PPI同比降幅或将收窄至-2%以上，预计2024年PPI同比将继续回升，四季度或将上升至2%左右，全年平均同比接近1%。

图91: CPI和PPI预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

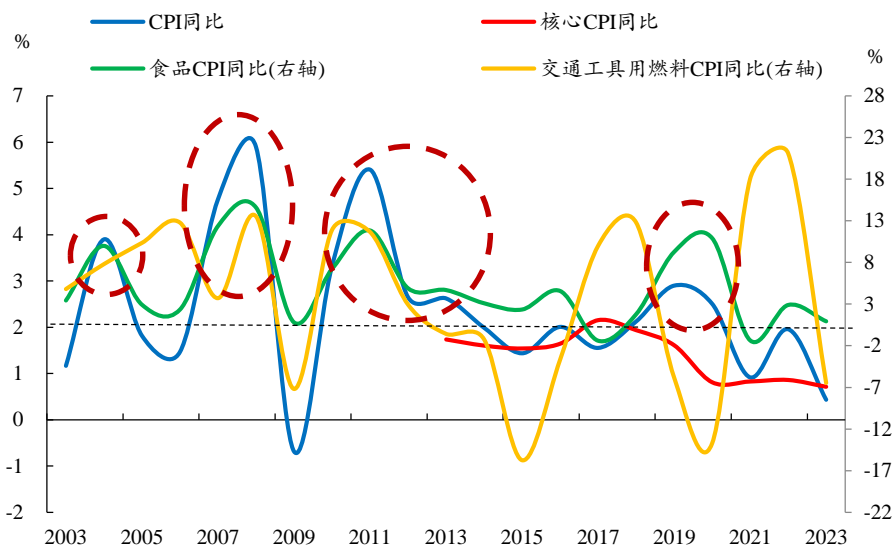
图92: CPI-PPI预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

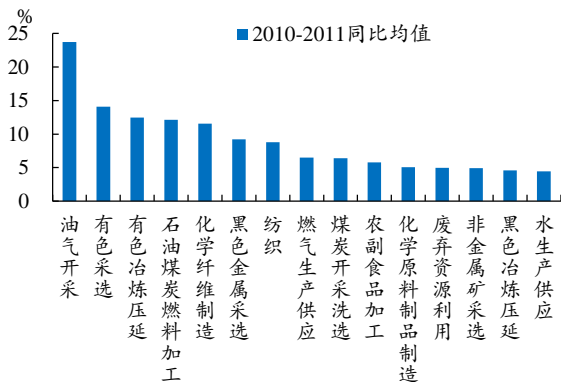
历史经验看，我国CPI侧重于居民消费端，多由猪肉等食品或汽油等燃料价格拉动，核心CPI多数时间在2%以下。PPI受国内稳增长政策影响较大，2010-2011年及2015-2017年逆周期调节政策力度较大，带动中上游行业涨价，我们选取这两段时间内PPI同比上涨时段，将各行业PPI当月同比取均值，探究逆周期调节政策下中上游行业的结构性机会：结果显示两段时期结构特征有所不同：2010-2011年为中美大规模刺激政策共同发力，带动上游油气燃料、石化链、有色、黑色等行业PPI普涨；2015-2017年主要为中国逆周期调节政策发力，主要为煤炭、黑色、有色等行业价格上涨，而油气价格上涨相对较为平缓。从当下来看，我们预计2024年国内货币财政扩张政策将起到主要作用，因此2015-2017年参考意义或更强，建议关注黑色采选、黑色冶炼及压延、煤炭采选、有色采选、有色冶炼压延等行业结构性机会。

图93：历史经验来看，CPI受由食品、燃料价格影响较大



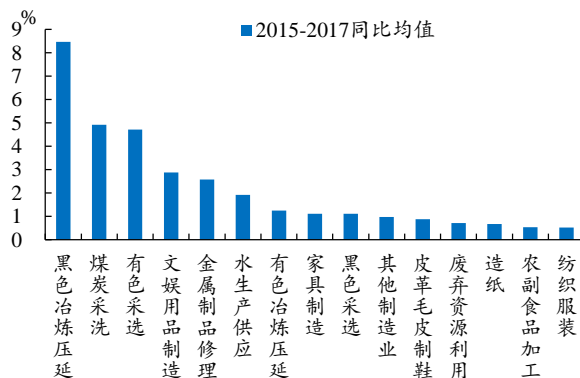
数据来源：Wind、开源证券研究所

图94：2010-2011年，上游油气燃料、石化链及有色、黑色等行业PPI普涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图95：2015-2017年价格上涨较快的行业集中在煤炭、黑色、有色行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、汇率：双幅波动趋势未改，信心仍是当前的关键

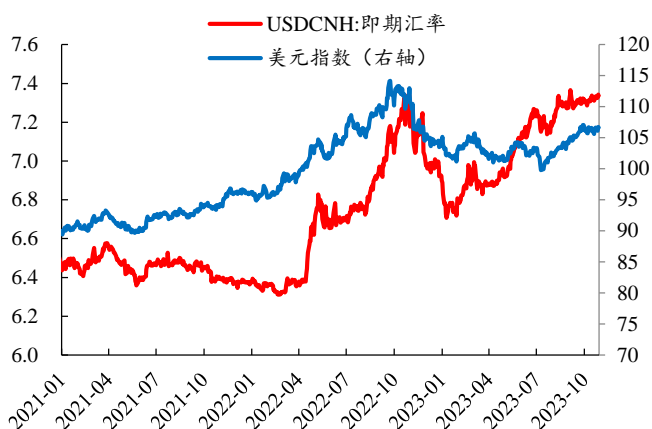
回顾 2023 年美元兑人民币汇率走势，基本呈现出 V 型走势，经历了年初的较快升值后，人民币汇率在 5 月、9 月分别经历了一定幅度的贬值，总的来看，人民币汇率整体波动较大。在前期的报告中，我们从人民币的定价机制出发，对人民币汇率的影响因素进行了较为详细的分析，简而言之，国内经济基本面及预期变动是人民币汇率变动的基础，美元指数则是影响汇率的关键外部因素。从这个框架出发，我们认为**人民币汇率双幅波动的趋势未改，并不存在长期贬值的基础。**

一从国内经济基本面来看，3 季度 GDP 同比增长 4.9%，且多个分项出现修复；二从政策端来看，中央政府突破了 3.0% 赤字率的关键约束，积极财政姿态和经济高增诉求较为明确，有望补足需求的向上弹性，经济修复动能有望进一步加强；三

则美联储加息已近基本临近终点，外部压力或也将边际缓解；四则央行汇率政策工具仍然充足，有足够的防止汇率的单边贬值。

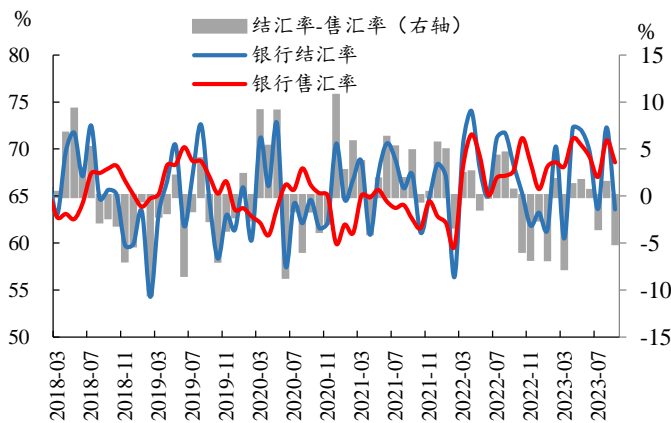
不过我们需要看到的是，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程，且考虑到当前美债利率水平仍高，中美利差仍然较大，美联储降息仍较遥远，因此信心目前或仍是当前人民币汇率的关键要素，9月份银行结汇率录得63.59%，较8月份下降较多，显示当前外汇市场参与主体预期或较弱。短期来看，人民币或将继续承压，中长期来看，人民币汇率的波动方向仍取决于国内经济的修复程度。

图96：近期人民币汇率基本稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图97：银行结汇率有所下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、经济数据预测和资产价格表现

### 5.1、国内资产配置：股市好于债市；关注汽车、消费电子半导体、纺服和周期板块

中央加杠杆和经济高增诉求有利于消除市场对中长期的不确定性，我们认为2024年经济修复弹性将明显增强，股市好于债市。

具体板块来看，大规模基建配套城中村改造、保障房，投资端扩需求有望补足需求的向上弹性，周期股有望走强；其次库存周转反转，从景气先行、中美共振库存两条线索看好汽车、消费电子半导体、纺服等板块。

### 5.2、海外资产配置：波动性或将有放大

我们认为2024年海外各大类资产将围绕着经济增长与联储降息预期持续演绎，且资产价格的波动性与不确定性都相对较大，配置顺序如下：短期来看美股>美债>黄金>美元>原油。

**美元：**2023年，伴随着美联储加息放缓以及欧央行的持续加息，美元指数在高位保持宽幅震荡态势，并未出现趋势性回落。往后看，由于美欧经济均有下行压力，但美国经济较欧元区韧性较强，且欧美央行加息均近尾声，美元指数有一定上行动力，但空间不会很大，大概率会宽幅震荡；

**美债：**2023 年美债走势波动较大，3 月份由于 SVB 事件，美债收益率录得较大跌幅，但后续随着美国经济韧性显现，“软着陆”概率提升，叠加财政部发债计划波动，美债收益率又迎来大幅回升。往后看，我们认为在经济韧性下滑、美联储降息信号未出现之前，10 年期美债收益率或将在 4.8% 的中枢高位震荡。若后续美国通胀继续下降、经济增长动能减弱，美债利率或将迎来一定的下行；

**美股：**2023 年由于美国经济保持韧性以及人工智能技术取得突破，美股录得较大涨幅，但道琼斯与纳斯达克之间分化较大。往后看，由于美国经济实现“软着陆”的可能性比较大，美联储加息已近尾声，美股或将获得一定的支撑，但考虑到前期已有较大幅度上涨，若美联储降息预期继续修正，美股在估值端或将承压，但短期或保持震荡；

**原油：**2023 年由于美欧经济放缓程度较低，叠加 OPEC 减产，原油价格呈现出震荡走势。我们认为后续原油价格或难有较好表现，因 OPEC 虽然减产，但全球石油供给影响因素较多，而全球经济继续放缓可能性比较大，油价需求端并不充足，从而对油价形成一定程度压制；

**黄金：**2023 年黄金价格走势呈现 N 型。短期来看，由于美国通胀走低、美联储保持高利率水平，实际利率水平还比较高，对黄金价格形成压制。考虑到美国去通胀进程还未结束，美联储即使降息，可能幅度也较为有限，整体实际利率或也将保持较高位，黄金价格整体或较为承压。不过短期内由于地缘政治局势紧张、央行持续购买黄金，黄金价格或也难出现较大幅度下跌。

表4: IMF 对全球经济预测 (%)

国家/地区	2022 年	2023 年 (预测)	2024 年 (预测)
世界产出	3.5	3.0	2.9
发达经济体	2.6	1.5	1.4
美国	2.1	2.1	1.5
欧元区	3.3	0.7	1.2
日本	1.0	2.0	1.0
英国	4.1	0.5	0.6
新兴市场和发展中经济体	4.1	4.0	4.0
中国	3.0	5.0	4.2
印度	7.2	6.3	6.3
俄罗斯	-2.1	2.2	1.1
巴西	2.9	3.1	1.5
墨西哥	3.9	3.2	2.1
沙特阿拉伯	8.7	0.8	4.0

资料来源：IMF、开源证券研究所

**表5：2024 年关键数据预测**

	2024Q1(预测)	2024Q2(预测)	2024Q3(预测)	2024Q4(预测)	2024 全年(预测)
GDP 实际	5.5	4.8	5.6	5.8	5.5
GDP 名义	5.7	6.2	7.6	8.0	7.0
GDP 平减指数	0.3	1.4	2.0	2.2	1.5
固定资产投资*	6.3	6.6	7.7	8.5	8.5
制造业*	6.5	6.7	6.8	7.2	7.2
地产*	-4.0	-2.0	1.0	5.0	5.0
基建*	11.0	10.5	11.5	11.0	11.0
最终消费支出	6.2	6.5	6.8	7.2	6.6
社零*	5.0	5.2	5.5	6.0	6.0
净出口	5.5	7.6	11.5	6.7	8.0
出口	-3.9	2.3	7.8	7.8	3.7
进口	3.2	7.3	13.0	7.1	7.7
汇率	7.0-7.2	7.0-7.2	6.9-7.1	6.9-7.1	6.9-7.2
信贷*	10.4	10.4	10.3	10.3	10.3
社融*	9.8	10.0	9.8	9.5	9.5
M2*	11.4	11.2	10.8	10.9	10.9

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：单位：% ，\*表示累计同比

## 6、风险提示

1. 地缘政治风险超预期：若俄乌冲突升级、中美关系阶段性调整，可能对国内经济和市场情绪造成扰动。
2. 中国经济复苏不及预期：若国内政策执行不及预期、海外需求超预期回落，可能会制约我国经济修复弹性。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn