



# 2024年宏观经济形势

## 展望

宏观年度报告  
证券研究报告

### 宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）  
chendafei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）  
majieying@gjzq.com.cn

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）  
lixinyue@gjzq.com.cn

分析师：赵宇（执业 S1130523020002）  
zhaoyu2@gjzq.com.cn

联系人：侯倩楠  
houqiannan@gjzq.com.cn

## 江春入旧年

周期轮回是亘古不变的主题，然而疫情之后的一切又不尽相同。大变革中，周期与结构的力量交织，经济在寻找“新稳态”的过程中，经历周期往复、结构分化进一步加强。市场情绪低迷之际，恰逢国内破冰之始。

### 一、海外经济：迟到的“周期律” vs 咆哮的“新范式”

2023年美国宏观经济表现超预期，个人消费是经济的“稳定器”，但核心支撑逻辑的依次变化，或带动2024年美国宏观经济下行：1) 劳动力市场走弱的信号已开始强化；2) 超额储蓄“消耗殆尽”；3) 个人所得税抵扣的“一次性”的效果已然体现，后续不会新增；4) 加息影响的滞后显现。其中，劳动力市场如何演绎或是影响经济更核心的变量。

美国疫后经济超预期表现的同时，劳动生产率改善却处于二战结束之后的绝对低位；去通胀过程也难言结束，核心CPI粘性高，通胀继续回落的经济“牺牲率”趋于上升。2024年，全球经济更容易被拖入“类滞胀”泥潭。“财政货币化”可以解一时之需，但通胀中枢的抬升会导致利率中枢的高企、宏观政策“两难全”。

高利率环境下，金融体系的“脆弱性”或将暴露，商业银行体系的信用风险或将有所抬升，薄弱环节集中在大中型银行商业抵押贷款和小银行信用卡贷款。其中，商业地产的信用风险，或成为金融“脆弱性”的重要观察点之一。居民消费贷款拖欠率、违约率上升的问题，也值得关注；劳动力市场走弱或将在未来进一步加剧问题暴露。

### 二、国内经济：周期力量向上，结构分化加剧

2023年，国内经济修复屡低预期的主要原因有三：1) 经济修复初期阶段，广义财政支出力度不足。2) 信心修复缓慢，导致财政发力不足的背景下，货币政策乘数效应较弱；3) 存量债务压力过大，压制企业扩大再生产和居民加杠杆的能力和意愿，进而导致年初信贷激增之后，融资需求乏力、政策缺少有效抓手。

2024年，财政政策由“蓄力”转向“发力”的过程，经济“周期”的力量，也有利于增长中枢的抬升。历史规律显示，实际利率与库存行为反向、且弱领先；当前实际利率处于历史绝对高位且下行趋势已确定、实际库存水平处于历史低位、修复的趋势也已开启，加之政策加持，2024年经济表现较2023年或有所改善。

逐项拆解后会发现，经济亮点或需要回到政策本身寻找。为保证经济转型“稳中求进”，更可行的思路是通过中央“加杠杆”的方式，直接支持基建投资、间接支持消费，地产政策聚焦“三大工程”等。基建和消费继续改善，产业链修复、减弱对经济的拖累；其他分项总量表现或相对平淡、结构亮点仍需进一步挖掘。

### 三、破冰之旅：渐进式“改革”的序幕或已揭开

短期，破局之道：中央“扩表”、地方“化债”。国内需求不足、企业信心不稳的背景下，需要政府加大支出力度、稳定需求和信心；地方“化债”过程中加杠杆能力受约束，需要中央政府加大支持力度。中央“扩表”的方式，除了赤字率外，政策性开发性银行新增信贷、金融工具等“准财政”也是潜在的有效路径。

长期，破局之道：我国1990年代末具有一定参考意义。五点启示：1) 从问题化解到恢复活力，需要持续数年的结构调整；2) 问题化解过程中，旧模式下的代表性领域转型压力最大；3) 债务化解过程中，需要多方分担压力；4) 唯有加快推进改革转型才能从根本上解决问题；5) 转型攻坚阶段，财政政策与货币政策，需要进一步加强协同。

年初“机构改革方案”、年底“中央金融工作会议”，及下半年以来的其他政策举动，显示“破冰之旅”或已开启。经济发展阶段不同，或导致当前思路更接近“渐进式改革”。1990年代末，中国人均GDP不足1000美元，当下人均GDP已近1.3万美元，处于中高收入向高收入阶段迈进的关键时点，对政策统筹的要求更高。

**风险提示：**经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



## 内容目录

一、全球经济：迟到的“周期律”与咆哮的“新范式”	5
(一) 挑战“软着陆”：2023年，迟到的“周期律”	5
(二) 疫后“新范式”：“长期停滞”vs“长期滞胀”？	8
二、国内经济：周期回归，还是结构深化？	11
(一) “周期”的力量？2024年，经济或延续修复	11
(二) “结构”的深化？经济弹性有限、转型加快	13
三、破冰之旅：稳中求进 vs 改革深化	17
(一) 短期破局：中央“扩表”、地方“化债”	17
(二) 长期破局：“深化”改革、加速“转型”	20
附录	23
风险提示	24

## 图表目录

图表 1：IMF 世界经济展望（2023-2024 年为预测值）	5
图表 2：美国个人收入与支出同比增速	6
图表 3：PCE 与个人收入的相关性（同比增速）	6
图表 4：个人可支配收入的拆解	6
图表 5：美国家庭部门债务和付息压力处于低位	6
图表 6：2023 年 7 月以来，美国失业率持续上行	6
图表 7：失业率走势显示，美国经济或已跨过周期顶点	6
图表 8：加息周期与非住宅投资	7
图表 9：加息周期与住宅投资	7
图表 10：美国商业银行贷款拖欠率维持低位	7
图表 11：美国商业银行坏账率维持低位	7
图表 12：美国 CMBS 逾期率	8
图表 13：CMBS 信用利差和办公楼 Reits 指数	8
图表 14：信用卡拖欠率（分年龄段）	8
图表 15：汽车贷款拖欠率（分年龄段）	8
图表 16：美国非农商业部门劳动生产率增速	9
图表 17：美国制造业劳动生产率连续 7 个季度负增长	9
图表 18：发达经济体 CPI 扩散指数	9
图表 19：新兴与发展经济体 CPI 扩散指数	9
图表 20：发达经济体核心 CPI 扩散指数	9
图表 21：新兴与发展经济体核心 CPI 扩散指数	9
图表 22：全球化的起落	10
图表 23：大危机之后，全球资本流动规模大幅收缩	10
图表 24：全球人口老龄化的拐点已经出现	10



图表 25:	中国人口结构老低龄化的“斜率”更陡峭.....	10
图表 26:	2022-2023 年, 货币政策利率大幅上行.....	10
图表 27:	多数 AEs 国债利率已经突破 2008 年前的高点.....	10
图表 28:	2023 年前三季度广义财政支出增速低于预算.....	11
图表 29:	2023 年前三季度财政支出增速低于经济增速.....	11
图表 30:	2023 年前三季度广义财政支出完成度低于收入.....	11
图表 31:	2023 年国有土地出让收入延续低迷.....	11
图表 32:	年初以来, 存贷款增速维持高位, M1 持续回落.....	12
图表 33:	高频数据显示, 信贷需求自下半年来边际走弱.....	12
图表 34:	2023 年 10 月广义财政支出按下“加速键”.....	12
图表 35:	2023 年 10 月下旬, 中央少见增发万亿元国债.....	12
图表 36:	2023 年下半年部委多次提及支持“三大工程”.....	13
图表 37:	过往棚改项目资金有 PSL 及专项债支持.....	13
图表 38:	库存处于历史低位、实际利率处于历史高位.....	13
图表 39:	部分低库存行业, 呈现企稳改善迹象.....	13
图表 40:	本轮政策松动的效果显现弱于过往.....	14
图表 41:	广义和现房库存均处于历史高位.....	14
图表 42:	2024 年外需或持续拖累我国出口.....	14
图表 43:	新兴经济体占我国出口比重不断提升.....	14
图表 44:	盈利状况直接影响制造业投资意愿.....	14
图表 45:	中游设备制造业投资保持较快增长.....	14
图表 46:	居民消费支出回归收入增速附近.....	15
图表 47:	三季度居民消费倾向迎来释放.....	15
图表 48:	三季度以来提振消费、增加收入政策频出.....	15
图表 49:	基建投资对冲地产和出口下行.....	16
图表 50:	传统基建领域, 不同行业投资呈现分化.....	16
图表 51:	1-10 月重大项目开工投资额不及去年.....	16
图表 52:	“十四五”地方规划交通投资增长 32%.....	16
图表 53:	2021 年下半年起宏观数据与微观数据屡现背离.....	16
图表 54:	付息承压下, 新增地方专项债加码空间有限.....	16
图表 55:	2017 年之前城投平台债务对基建投资形成支撑.....	17
图表 56:	2021 年部分地区广义基建投资规模及占比.....	17
图表 57:	2022 年我国中央政府杠杆率为 21.4%.....	17
图表 58:	2023 年中央对地方转移支付规模超 10 万亿元.....	17
图表 59:	2023 年中央预算内投资增速近 7%.....	18
图表 60:	2021 年中央预算内投资支持地方资金比例.....	18
图表 61:	近年税收收入构成及占比.....	18
图表 62:	税收收入占名义 GDP 比重.....	18
图表 63:	土地出让收入领先指标百城土地成交仍在下探.....	19
图表 64:	2023 年土地市场未见回暖.....	19
图表 65:	历年财政资金投向基建比例.....	19



图表 66:	2020 年后基建投资主要由预算内资金支持.....	19
图表 67:	稳增长承压时, 政策行可加大信贷支持.....	20
图表 68:	2022 年的两批政策性开发性金融工具落地较快.....	20
图表 69:	2023 年前 10 月政金债净融资规模 4000 多亿元.....	20
图表 70:	2023 年前 10 月 PSL 仅在 2 月发行 17 亿元.....	20
图表 71:	1990 年代, 产能过剩问题不断累积.....	20
图表 72:	1990 年代, 内需发育不足.....	20
图表 73:	新增城镇人口与地产购置土地面积持续下滑.....	21
图表 74:	我国人口自然增长率和新生儿情况.....	21
图表 75:	国企改革构成中, 地方国企数量锐减.....	21
图表 76:	2003 年之后经济增速才有效恢复.....	21
图表 77:	加快改革转型、提高全要素生产率.....	21
图表 78:	转型过程中, 需要财政政策与货币政策加强协同.....	21
图表 79:	过往金融工作会议通稿词频.....	22
图表 80:	2023 年金融监管机构改革框架.....	22
图表 81:	中央金融工作会议提及的高质量金融服务.....	22
图表 82:	“十四五”时期银行业务重点支持普惠金融等.....	22
图表 83:	1990 年代初日本老龄化程度加速.....	23
图表 84:	1990 年代初日本非金融企业部门杠杆见顶回落.....	23
图表 85:	1990 年代以来日本消费税税率不断提升.....	23
图表 86:	日本长期维持低利率政策缓解债务利息负担.....	23
图表 87:	2021 年我国基建资产存量超百万亿元.....	23
图表 88:	2020 年以来制造业中长贷余额持续高增.....	23
图表 89:	2024 年国内主要指标预测.....	24



周期轮回是亘古不变的主题，然而疫情之后的一切又不尽相同。无论全球局势、还是国内经济，思考未来似乎都需要放在更大的周期、以结构的视角，审视其中的“变”与“不变”，而不能再固守成规抑或简单线性外推。大变革中，周期与结构的力量交织，无论海外还是国内在寻找“新稳态”的过程中，柳暗花明的同时，结构特征或进一步强化。

### 一、全球经济：迟到的“周期律”与咆哮的“新范式”

疫情期间，政府、企业还是居民端的行为模式都有较多变化，对固有周期规律的破坏明显；表现为财政政策影响放大、货币政策周期钝化等现象。然而，海外主要经济体去通胀终要“交卷”，加速寻找“新稳态”的过程经济如何“着陆”，2024年或见分晓。

#### (一) 挑战“软着陆”：2023年，迟到的“周期律”

2023年，海外经济整体表现好于预期，截至三季度经济持续“爬坡”；结构上新兴与发展经济体（EMDEs）好于发达经济体（AEs），前者亮点在亚洲和拉丁美洲，后者美、日强，欧弱。10月IMF全球经济展望（WEO）预测2023年全球实际GDP增速为3.0%（2015-2019年均值3.4%），较2022年10月和2023年4月预测分别上修0.3和0.2个百分点；分经济体而言，AEs增速为1.5%（均值2.1%），EMDEs增速4.0%（均值4.3%）。节奏来看，前三季度经济韧性超出预期，市场认为发达经济体经济增速从2023年4季度开始明显下行（从2%降到0.8%），新兴经济体也有所下行、但斜率更缓。

图表1：IMF世界经济展望（2023-2024年为预测值）

IMF世界经济展望（预测）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023				2023F	2024F	2025F
													Q1	Q2	Q3	Q4F			
全球	4.3	3.5	3.4	3.5	3.4	3.2	3.8	3.6	2.8	-2.8	6.3	3.5	-	-	-	-	3.0	2.9	3.2
发达经济体	1.7	1.2	1.4	2.0	2.3	1.8	2.5	2.3	1.7	-4.2	5.6	2.6	-	-	-	-	1.5	1.4	1.8
美国	1.6	2.3	1.8	2.3	2.7	1.7	2.2	2.9	2.3	-2.8	5.9	2.1	1.7	2.4	2.9	2.0	2.1	1.5	1.8
欧元区	1.7	-0.9	-0.2	1.4	2.0	1.9	2.6	1.8	1.6	-6.1	5.6	3.3	1.2	0.5	0.1	0.2	0.7	1.2	1.8
德国	3.9	0.4	0.4	2.2	1.5	2.2	2.7	1.0	1.1	-3.8	3.2	1.8	-0.2	0.1	-0.4	0.1	-0.5	0.9	2.0
法国	2.2	0.4	0.7	1.0	1.0	1.0	2.5	1.8	1.9	-7.7	6.4	2.5	1.0	1.1	0.7	0.5	1.0	1.3	1.8
意大利	0.7	-3.0	-1.8	0.0	0.8	1.3	1.7	0.9	0.5	-9.0	7.0	3.7	3.2	0.3	0.1	0.2	0.7	0.7	1.0
西班牙	-0.8	-3.0	-1.4	1.4	3.8	3.0	3.0	2.3	2.0	-11.2	6.4	5.8	4.1	2.0	1.8	0.2	2.5	1.7	2.1
日本	0.0	1.4	2.0	0.3	1.6	0.8	1.7	0.6	-0.4	-4.2	2.2	1.0	1.9	1.9	1.4	2.1	2.0	1.0	0.7
英国	1.1	1.4	1.8	3.2	2.4	2.2	2.4	1.7	1.6	-11.0	7.6	4.1	0.5	0.6	0.6	0.4	0.5	0.6	2.0
加拿大	3.1	1.8	2.3	2.9	0.7	1.0	3.0	2.8	1.9	-5.1	5.0	3.4	2.1	1.1	0.6	0.5	1.3	1.6	2.4
其它	3.4	2.2	2.5	3.0	2.3	2.6	3.1	2.8	2.0	-1.6	5.7	2.6	-	-	-	-	1.8	2.2	2.3
新兴与发展经济体	6.3	5.4	5.0	4.7	4.3	4.4	4.8	4.6	3.6	-1.8	6.9	4.1	-	-	-	-	4.0	4.0	4.1
新兴和发展中亚洲国家	7.9	7.0	6.9	6.9	6.8	6.8	6.6	6.4	5.2	-0.5	7.5	4.5	-	-	-	-	5.2	4.8	4.9
中国	9.6	7.8	7.8	7.4	7.0	6.9	6.9	6.8	6.0	2.2	8.5	3.0	4.5	6.3	4.9	4.9	5.0	4.2	4.1
印度	6.6	5.5	6.4	7.4	8.0	8.3	6.8	6.5	3.9	-5.8	9.1	7.2	6.3	7.3	-	5.8	6.3	6.3	6.3
新兴和发展中欧洲国家	5.5	3.2	2.9	1.9	1.0	1.8	4.2	3.6	2.5	-1.6	7.3	0.8	-	-	-	-	2.4	2.2	2.5
俄罗斯联邦	3.9	4.0	1.8	0.7	-2.0	0.2	1.8	2.8	2.2	-2.7	5.6	-2.1	-2.3	3.6	-	4.3	2.2	1.1	1.0
拉美和加勒比国家共同体	4.5	3.0	2.8	1.3	0.3	-0.8	1.3	1.1	0.2	-7.0	7.4	4.1	-	-	-	-	2.3	2.3	2.4
巴西	4.0	1.9	3.0	0.5	-3.5	-3.3	1.3	1.8	1.2	-3.3	5.0	2.9	3.4	3.3	-	2.9	3.1	1.5	1.9
墨西哥	3.4	3.6	0.9	2.5	2.7	1.8	1.9	2.0	-0.3	-8.7	5.8	3.9	3.7	3.6	3.2	3.0	3.2	2.1	1.5
中东和北非	4.7	4.8	3.0	3.3	3.0	4.3	2.5	2.8	1.6	-2.6	4.3	5.6	-	-	-	-	2.0	3.4	3.9
沙特阿拉伯	11.0	5.4	2.9	4.0	4.7	2.4	-0.1	2.8	0.8	-4.3	3.9	8.7	3.8	1.3	-	0.6	0.8	4.0	4.2
撒哈拉以南非洲	5.0	4.8	4.9	5.0	3.2	1.5	3.0	3.3	3.2	-1.6	4.7	4.0	-	-	-	-	3.3	4.0	4.1
尼日利亚	4.9	4.3	5.4	6.3	2.7	-1.6	0.8	1.9	2.2	-1.8	3.6	3.3	2.4	2.6	-	3.4	2.9	3.1	3.1
南非	3.2	2.4	2.5	1.4	1.3	0.7	1.2	1.6	0.3	-6.0	4.7	1.9	0.2	1.7	-	0.5	0.9	1.8	1.6

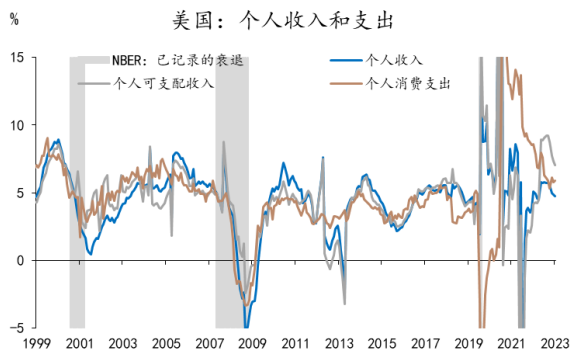
来源：IMF世界经济展望、国金证券研究所（2023年10月更新）1

2023年，美国经济表现远超市场一致预期，其中个人消费是重要“稳定器”。美国个人消费的韧性主要来自四点支持：1) 疫情期间，劳动力市场供给冲击导致始终保持紧张状态，进而对居民收入与消费行为形成支撑，尤以边际消费倾向更高的低收入群体薪资增速更高；2) 财政刺激背景下，居民超额储蓄对消费的支持；3) 个人所得税大幅下降，致使居民可支配收入增速远高于个人收入增速；4) 家庭资产负债表健康，住宅抵押贷款以固息为主导致货币政策收紧带来的影响有限，同时金融资产收益抬升、住宅升值等。后三点与美国疫情期间财政刺激力度较大有很大关联。

1 说明：（1）10月26日-11月17日，IMF与中国开展第四条磋商讨论，将中国2023年GDP增速预期从5.0%上调至5.4%，2024年增速预期从4.2%上调至4.6%；（2）GDP年度预测来自IMF世界经济展望，2023年4季度预测为彭博一致预测。



图表2: 美国个人收入与支出同比增速



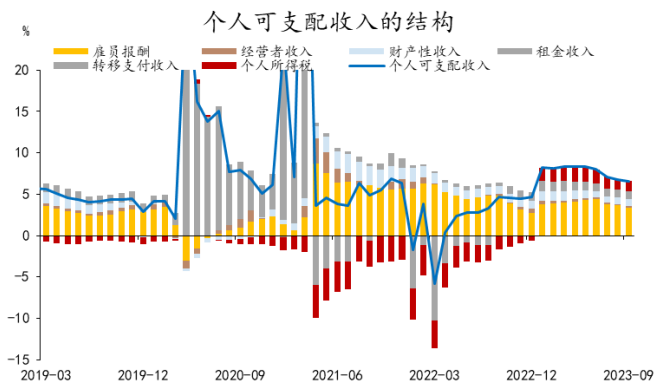
来源: Wind、国金证券研究所

图表3: PCE 与个人收入的相关性 (同比增速)

名义GDP/PCE分项的相关系数	全样本	1982至今	2007至今	大滞胀时代	天旋和时代	后危机时代	后疫情时代
个人消费支出 (PCE)	1.00	1.00	0.97	1.00	1.00	1.00	0.67
商品	1.00	0.99	0.96	1.00	1.00	0.98	0.64
耐用消费品 (DD)	0.99	0.98	0.95	0.98	0.99	0.98	0.62
DG: 耐用消费品和零部件	0.97	0.95	0.94	0.95	0.96	0.95	0.64
DG: 家具及家用设备	0.99	0.97	0.94	0.99	0.99	0.96	0.57
DG: 休闲商品和汽车	0.98	0.97	0.93	0.99	1.00	0.93	0.65
DG: 其他消费品	0.99	0.98	0.89	0.99	0.99	0.92	0.52
非耐用消费品 (ND)	1.00	0.99	0.96	1.00	1.00	0.98	0.65
NG: 为市场消费购买的食品和饮料	1.00	0.99	0.98	1.00	1.00	0.99	0.64
NG: 服装和鞋类	0.97	0.97	0.88	1.00	0.98	0.97	0.58
NG: 汽油及其他能源货物	0.94	0.88	0.83	0.98	0.99	0.85	0.48
NG: 其他非耐用消费品	1.00	1.00	0.99	1.00	1.00	0.99	0.71
服务业	1.00	1.00	0.97	1.00	1.00	1.00	0.68
家庭消费支出 (HCE)	1.00	0.99	0.96	1.00	1.00	1.00	0.67
HCE: 住房和公用事业	1.00	1.00	0.98	1.00	1.00	0.99	0.73
HCE: 医疗保健	1.00	0.99	0.96	1.00	1.00	0.99	0.62
HCE: 交通	0.98	0.97	0.84	1.00	0.98	0.99	0.60
HCE: 娱乐	0.99	0.98	0.86	1.00	1.00	0.99	0.62
HCE: 餐饮业和住宿	0.99	0.98	0.90	1.00	1.00	0.99	0.64
HCE: 金融和保险	1.00	0.99	0.97	1.00	1.00	0.98	0.74
HCE: 其他	1.00	0.99	0.96	1.00	1.00	0.99	0.67
家庭服务型企业盈利机构最终消费支出 (NPISts)	0.99	0.99	0.95	1.00	0.99	0.97	0.54
非营利机构总产值 (GDP)	1.00	1.00	0.98	1.00	1.00	0.99	0.68
商品和服务销售收入 (收入)	1.00	0.99	0.97	1.00	1.00	0.99	0.64
核心PCE (core PCE)	1.00	1.00	0.97	1.00	1.00	1.00	0.68
核心商品 (不包括食品和能源)	0.99	0.99	0.96	0.99	1.00	0.99	0.65
核心服务 (不包括能源)	1.00	1.00	0.97	1.00	1.00	1.00	0.68

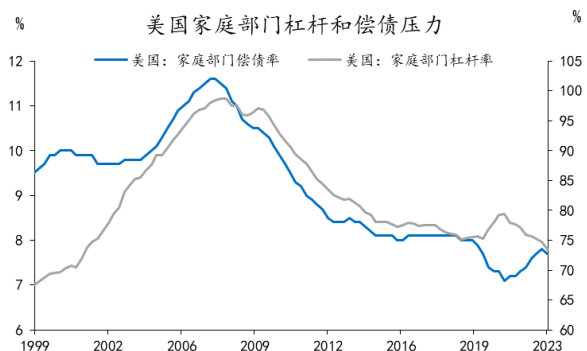
来源: Wind、国金证券研究所

图表4: 个人可支配收入的拆解



来源: Wind、国金证券研究所

图表5: 美国家庭部门债务和付息压力处于低位

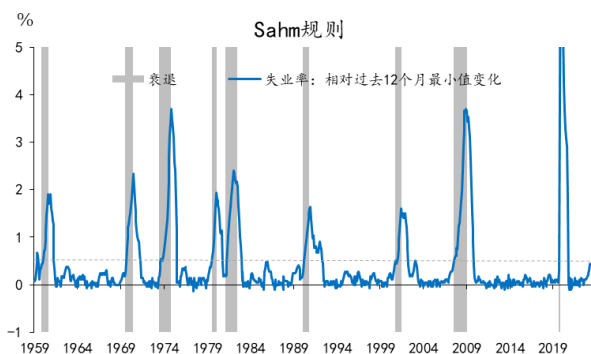


来源: Wind、国金证券研究所

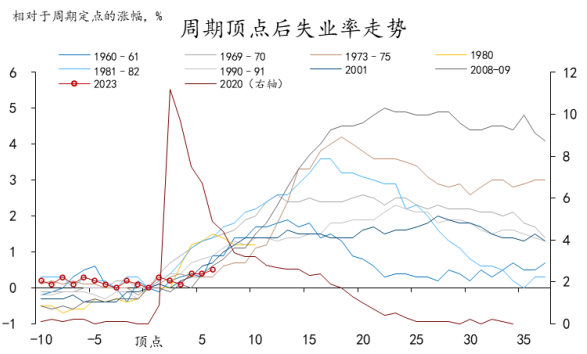
展望 2024 年, 上述四个支撑逻辑或将出现不同程度的弱化, 带动经济下行。1) 劳动力市场边际走弱的信号已开始强化, 薪资增速下行趋势或将延续; 2) 超额储蓄“消耗殆尽”, 难有进一步支持空间; 3) 个人所得税抵扣额的增加是“一次性”的, 本质上是 2022 年“多征收”部分在 2023 年“退税”给居民; 4) 居民负债的利率敏感性偏低, 但加息带来的负面影响在债务滚续过程中逐步显性化势所难免, 2024 年前后这一情形或加快显现, 同时资产端表现对居民收入和消费的影响可能会变大。综上会发现, 劳动力市场如何演绎、货币金融环境及地产金融市场表现, 可能是影响美国经济更核心的变量。

图表6: 2023 年 7 月以来, 美国失业率持续上行

图表7: 失业率走势显示, 美国经济或已跨过周期顶点



来源: Wind、国金证券研究所

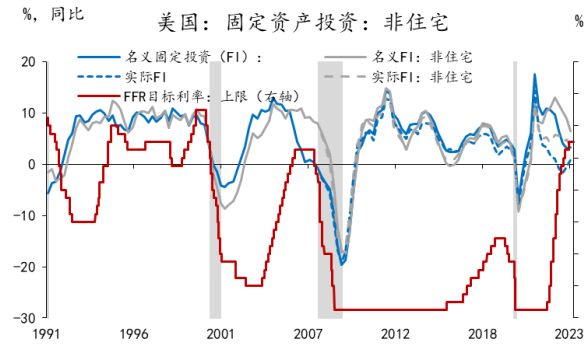


来源: Wind、国金证券研究所

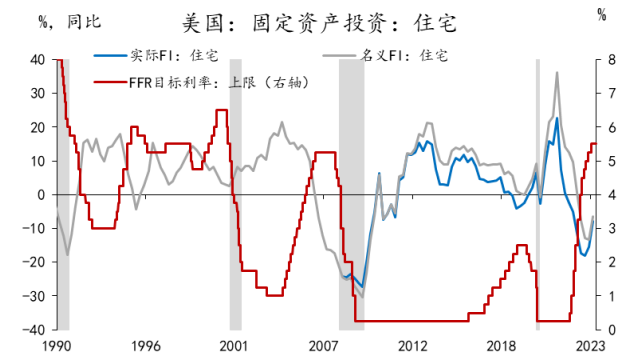
私人投资增速企稳的迹象显现, 但在高利率背景下能否持续仍需观察。美国私人投资结构中, 固定资产投资为主 (非住宅占比约 3/4, 住宅约 1/5)、库存投资占比较低 (2015-2019 年季均 2%); 其中, 非住宅投资增速已高位回落、下行斜率趋缓; 住宅投资增速触底回升, 同比虽仍在负值区间但环比已转正。然而经验显示, 私人投资增速在美国历次加息周期中多数情况都会出现回落, 尤其是住宅投资增速与利率环境关系紧密。



图表8: 加息周期与非住宅投资



图表9: 加息周期与住宅投资

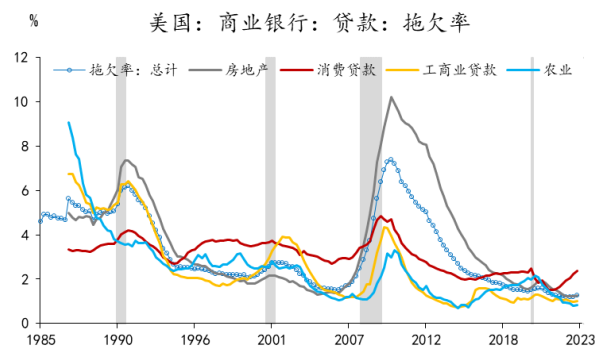


来源: Wind、国金证券研究所

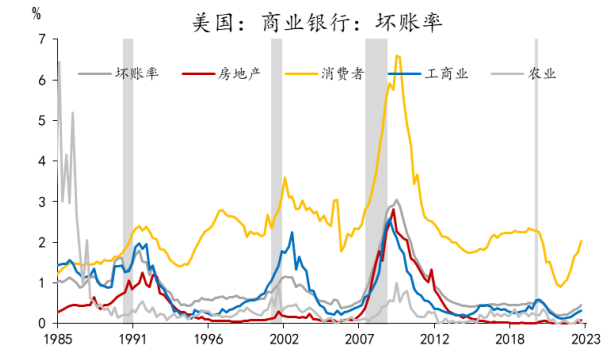
来源: Wind、国金证券研究所

高利率环境下，金融体系的“脆弱性”或将暴露；目前，美国商业银行体系的信用风险有所抬升但总体可控，薄弱环节集中在大中型银行商业抵押贷款和小银行信用卡贷款。截至 2023 年底，商业银行拖欠贷款总规模、拖欠率和坏账率均处历史低位，仅消费贷款拖欠规模上行至疫情前水平，坏账率回升至 2.0%（总体坏账率 0.46%）、仍比疫情前低 26bp。值得关注的是大中银行（Top100）的商业地产贷款风险和小银行（ex-Top100）的信用卡贷款风险，前者坏账率为 0.26%（疫情前 0.01%），后者坏账率高达 8.5%，已超过 2008 年大危机时期峰值的 8.1%。

图表10: 美国商业银行贷款拖欠率维持低位



图表11: 美国商业银行坏账率维持低位



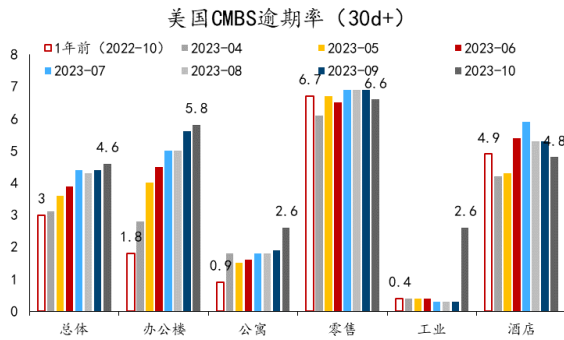
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

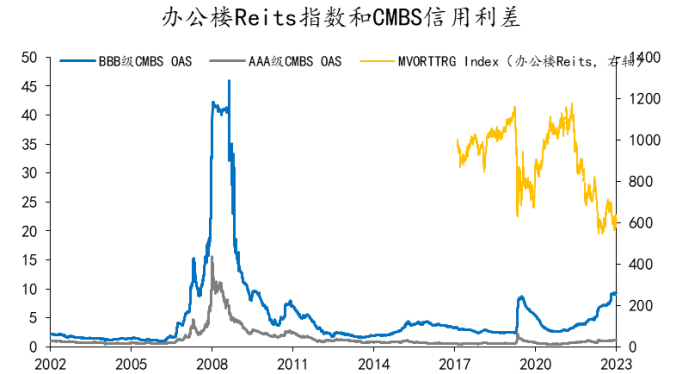
商业地产信用风险，或成为金融“脆弱性”体现的重要观察点之一。目前，商业地产的基本面、市场估值（LTV）和债务再融资等维度均面临压力测试，违约风险主要集中在零售、办公楼和酒店。2023 年 10 月，美国 CMBS 总体违约率升至 4.6%，相比 1 年前提升了 160bp，为 2021 年以来的新高。分类别看，零售的违约率最高，但趋势较为平稳；办公楼违约率上行幅度最快，从 1 年前的 1.8% 上升到了 5.8%。趋势上看，违约压力加速上行的主要是办公楼。截至 2023 年 10 月，全美写字楼空置率达到 17.8%，近 12 个月上升 150 个基点。区域上，铁锈带、南部、西海岸等地区空置率较高。底特律、休斯顿和旧金山的空置率分别高达 28%、25% 和 23%。



图表12: 美国 CMBS 逾期率



图表13: CMBS 信用利差和办公楼 Reits 指数

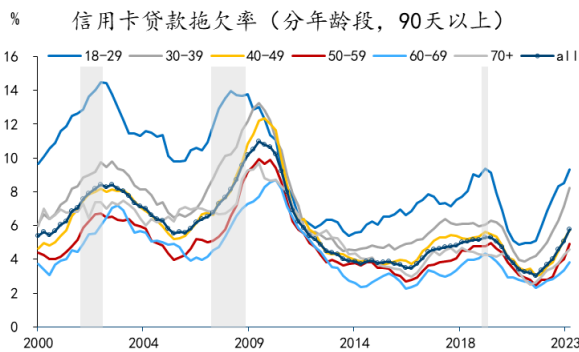


来源: Wind、Trepp、国金证券研究所

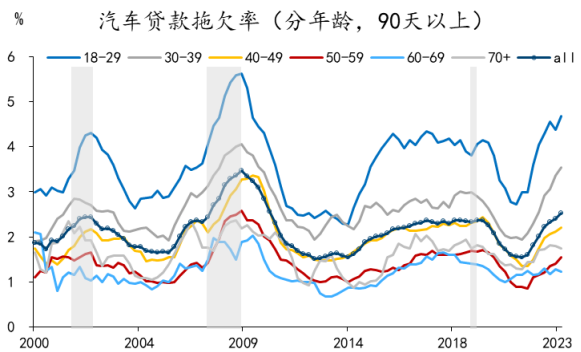
来源: Bloomberg、国金证券研究所

居民消费贷款拖欠率、违约率上升的问题，也值得关注；劳动力市场走弱或在未来进一步加剧问题暴露。加息周期影响下，截止到 2023 年 9 月，新车贷款利率（48 个月）和信用卡贷款利率分别升至 8.3% 和 21.2%，较加息前分别上行了 3.4 和 6.6 个百分点，前者回到了 2001 年 9 月的水平，后者为二战结束以来的峰值（1985 年的前高约 19%）。分年龄段看，拖欠率相对偏高的主要集中在 18-39 岁的中青年人群；考虑到青年失业率的快速上行，消费贷款（尤其是汽车贷款）的违约风险短期内或难有改善，伴随劳动力市场可能的进一步走弱，由此引发的连锁反应也需要紧密关注。

图表14: 信用卡拖欠率 (分年龄段)



图表15: 汽车贷款拖欠率 (分年龄段)



来源: 美联储 (Household Debt and Credit)、国金证券研究所

来源: 美联储 (Household Debt and Credit)、国金证券研究所

(二) 疫后“新范式”：“长期停滞” vs “长期滞胀”？

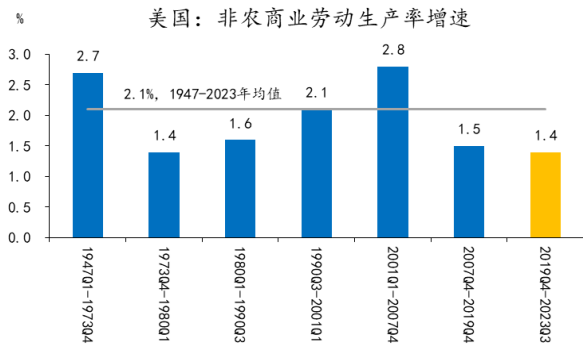
从大衰退之后低增长、低通胀、低利率的“三低经济”到后疫情时代的“三高经济”，似乎表现出异于常规的韧性。我们需要将短期扰动剥离再做审视，方能认清疫后“新范式”。

美国疫后经济的超预期表现是一种“低效的繁荣”，劳动生产率处于二战结束之后的绝对低位，并不支持经济的持续高增长。2020 年至 2023 年三季度，美国非农商业部门劳动生产率平均增速为 1.4%，与 1973-1980 年“大滞胀”时代相等，是二战结束以来的绝对低位，远低于战后“黄金时代”和 1990 年代信息技术革命时期，甚至低于 2008 年大危机之后的“长期停滞”阶段。疫后美国经济繁荣，主要依靠的是劳动力“人数”的增长和“工作小时数”的提升；制造业技术进步层面重回“大衰退”时期的“停滞”状态。



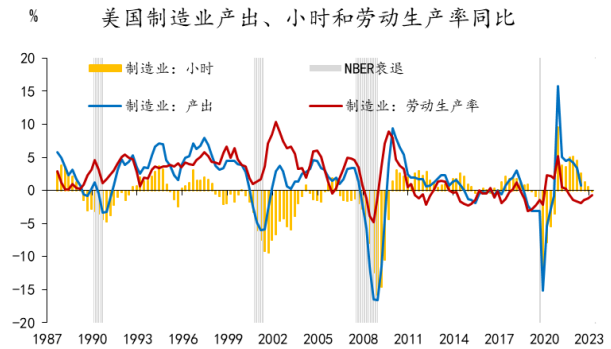


图表16: 美国非农商业部门劳动生产率增速



来源: BLS、国金证券研究所

图表17: 美国制造业劳动生产率连续7个季度负增长

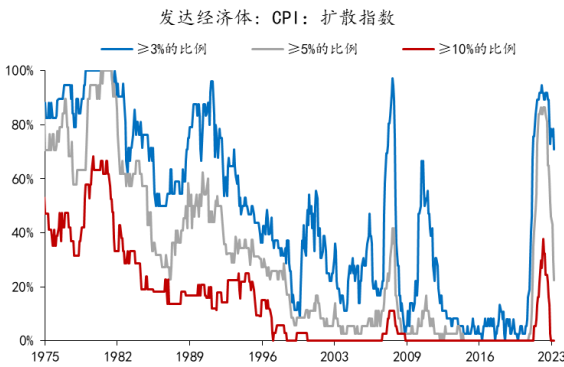


来源: BLS、国金证券研究所

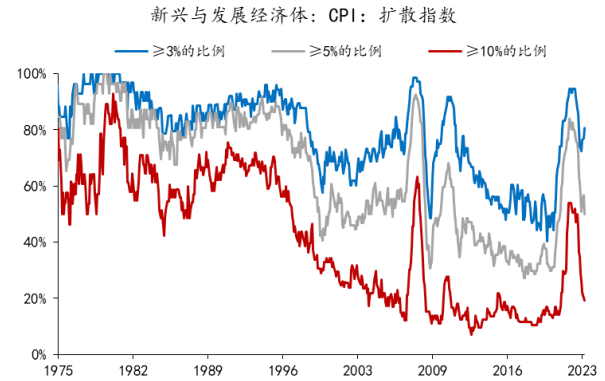
去通胀过程难言结束, 核心 CPI 粘性高, 通胀继续回落的经济“牺牲率”趋于上升, 全球经济更容易陷入“类滞胀”泥潭。2022 年 10 月峰值时期, 发达经济体 CPI 扩散指数中, 大于 10%、5%和 3%的比例分别为 38%、87%和 95%, 至 2023 年 10 月分别下降至 0、23%和 71%, 但核心 CPI 扩散指数依然偏高, 大于 5%和 3%的扩散指数依然位于 49%和 94%高位。新兴与发展经济体去通胀的进程略落后于发达经济体, 2023 年 10 月 CPI 三项扩散指数分别为 20%、50%和 81%, 核心 CPI 扩散指数为 26%、68%和 81%。

图表18: 发达经济体 CPI 扩散指数

图表19: 新兴与发展经济体 CPI 扩散指数



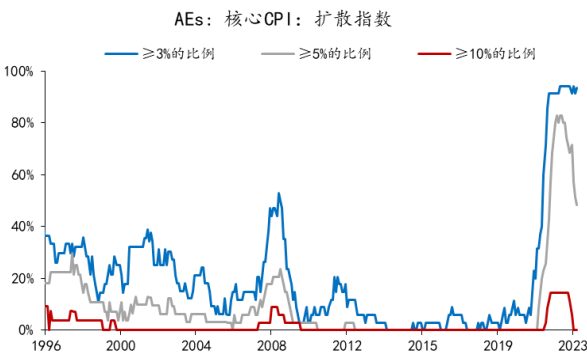
来源: OECD、国金证券研究所<sup>2</sup>



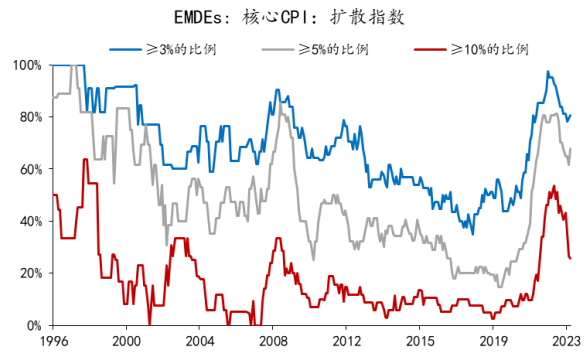
来源: OECD、国金证券研究所

图表20: 发达经济体核心 CPI 扩散指数

图表21: 新兴与发展经济体核心 CPI 扩散指数



来源: OECD、国金证券研究所



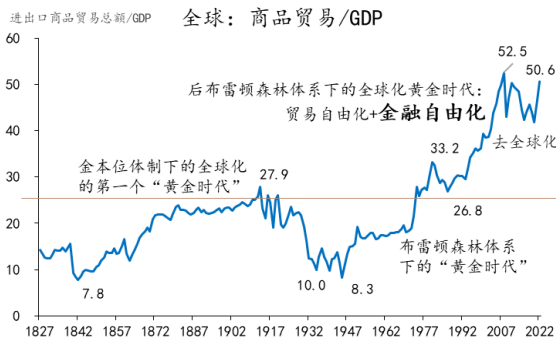
来源: OECD、国金证券研究所

通胀中枢抬升由多重因素导致, 逆全球化思潮兴起、能源与人口结构变迁、货币流动性十多年持续宽松等首当其冲。1980 年代之后, 贸易一体化的加强、资本要素价格的下降、劳动力供给增加等共同作用下, 全球经济进入通胀大缓和时代; 相应有利因素近年来依次转向。2008 年之后逆全球化思潮兴起, 导致全球资源配置由“效率优先”转向“安全优先”, 供应链收缩成为趋势。与此同时, 全球传统能源资源领域投资力度大减、疫情期间供给进一步收缩, 人口红利渐行渐远、老龄化负担显现、疫情期间劳动供给收缩。

<sup>2</sup> 说明: 发达经济体 (AEs) 包括 31 个样本, 新兴与发展经济体包括 52 个样本 (下同)。

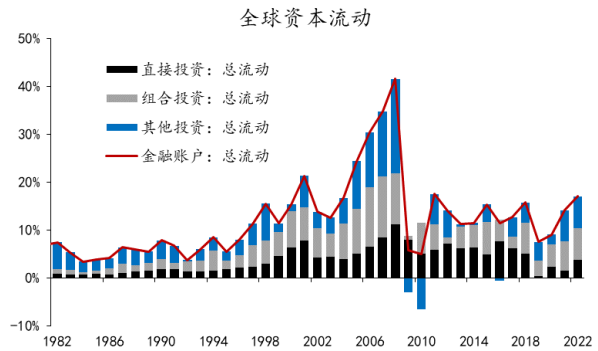


图表22: 全球化的起落



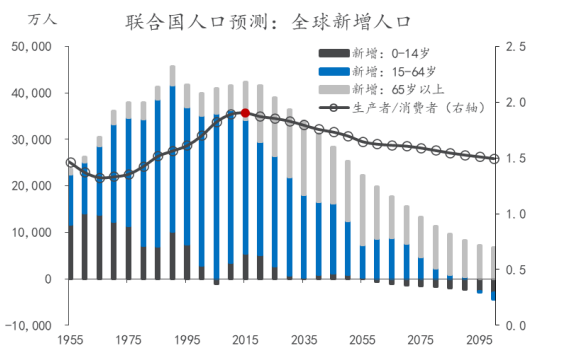
来源: OWID、IMF、国金证券研究所

图表23: 大危机之后, 全球资本流动规模大幅收缩



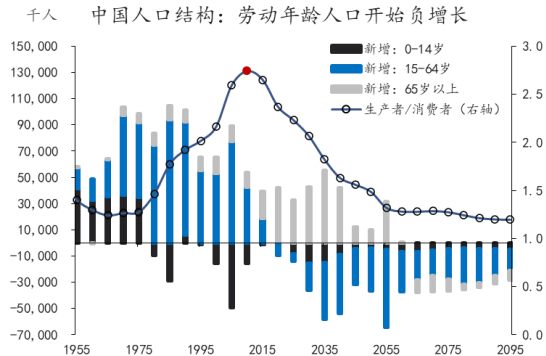
来源: IMF、国金证券研究所

图表24: 全球人口老龄化的拐点已经出现



来源: 联合国、国金证券研究所

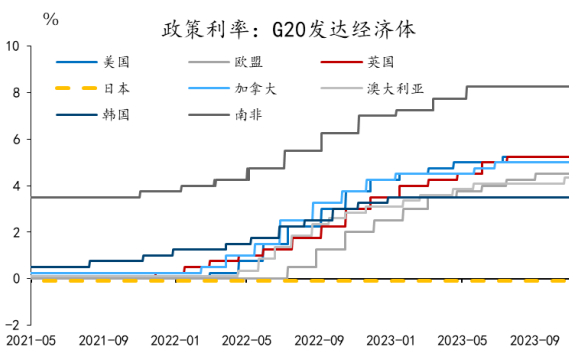
图表25: 中国人口结构老低龄化的“斜率”更陡峭



来源: 联合国、国金证券研究所

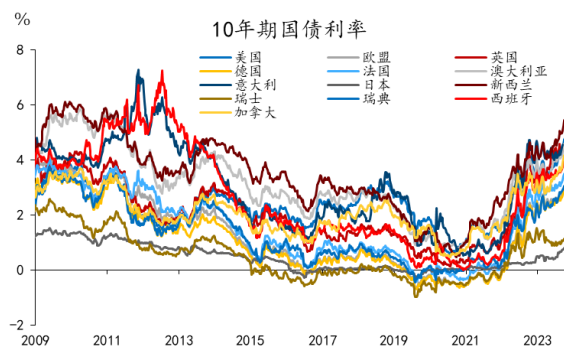
“类滞胀”环境下，“财政货币化”只能解一时之需，通胀中枢的抬升会导致利率的“水涨船高”及宏观政策的“两难”。后疫情时代的“新范式”的另一个典型特征是，政策利率较难回到“负利率”时代，市场长端利率的中枢也会明显抬升。美联储的模型显示<sup>3</sup>，当前美国自然利率已经升至 2.3%，基本回到了 1960 年代以来的高位，与 2008 年大危机之前相当。自然利率的抬升与劳动生产率增速的下降，形成鲜明对比，会导致后疫情时代，经济与金融体系稳定性的系统下降。

图表26: 2022-2023 年, 货币政策利率大幅上行



来源: IMF、世界银行、国金证券研究所

图表27: 多数 AEs 国债利率已经突破 2008 年前的高点



来源: IMF、世界银行、国金证券研究所

后疫情时代，全球经济特征可归纳为“三高”4：高通胀、高利率和高增长（名义）。通胀中枢的上移源自 2008 年大危机以来的四个结构性转变，新冠疫情冲击起到了“催化剂”的作用：（1）去全球化和产业链重构带来的投资拉动和成本推动的通胀；（2）人口

<sup>3</sup> Thiago R.T. Ferreira and Carolyn Davin (2022)

<sup>4</sup> 相对于 2008 年之后的“三低”而言，且不宜类比“大滞胀”时代。



老龄化趋势难以逆转，疫情冲击加剧了劳动力供给的短缺，55岁以上人群的劳动参与率或难回到疫情前，工资增速水平或难回到疫情前低位；(3) 上世纪80年代末以来，投资在发达国家GDP中的比重持续下降，2008大危机之后资本开支显著收缩，AEs经济体或面临供给侧约束；(4) “赤字货币化”的实践和公共部门债务的积累在中期内抬升了财政赤字率的中枢，“财政主导型”政策也易于推升通货膨胀。

## 二、国内经济：周期回归，还是结构深化？

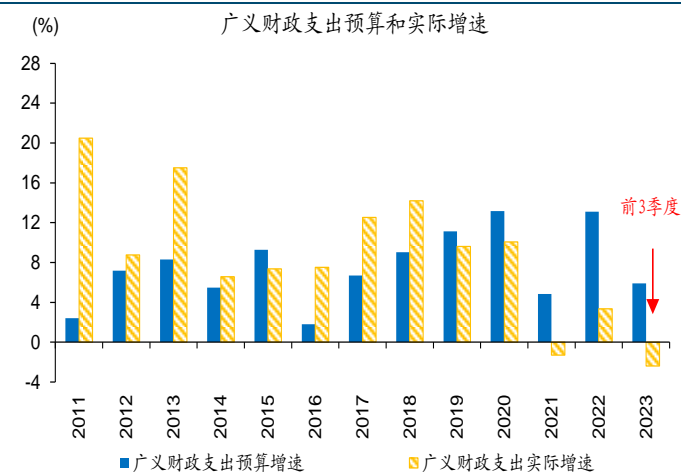
疫情期间，国内经济微观生态也受到多种冲击；2024年，亦是加快寻找“新稳态”的过程。“周期”力量支持经济延续修复；转型深化又会导致向上弹性有限、结构分化加剧。

### (一) “周期”的力量？2024年，经济或延续修复

2023年，经济修复屡低预期的主要原因有三：1) 多重因素干扰下，广义财政支出力度不足；2) 信心修复缓慢，导致财政发力不足的背景下，货币政策的乘数效应较弱；3) 存量债务压制企业扩大再生产和居民加杠杆的能力和意愿，进而导致年初信贷激增之后，融资需求乏力、政策缺少有效抓手。

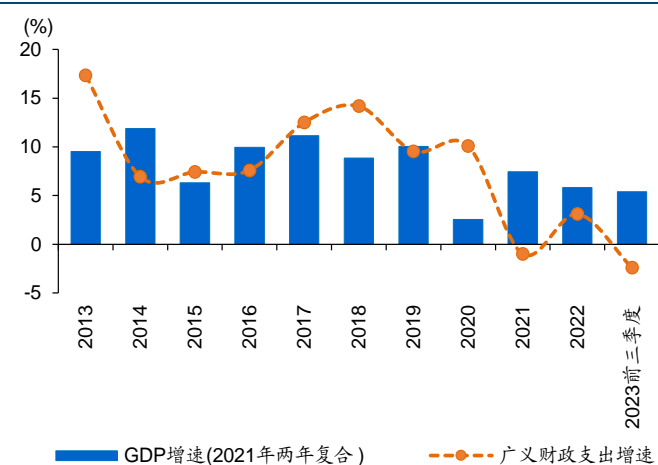
国别比较来看，疫后主要经济体经济修复程度，与财政政策发力力度紧密相关；多重因素影响下，我国前3季度财政支出力度不足。正常年份，广义财政支出增速大多略高于名义GDP，经济压力较大年份往往要高出更多。2023年前3季度，广义财政支出-2.4%，明显低于名义GDP增速的4.4%，也明显低于年初预算的5.9%。预算进度来看，前三季度支出预算完成度67%，落后于过去5年同期近8个百分点；前三季度广义财政支出预算完成度低于收入预算完成度，近些年来仅在2021年和2023年出现。究其原因，年度支出预算力度不足与土地财政收入显著低预期或是主因。

图表28：2023年前三季度广义财政支出增速低于预算



来源：财政部、国金证券研究所

图表29：2023年前三季度财政支出增速低于经济增速



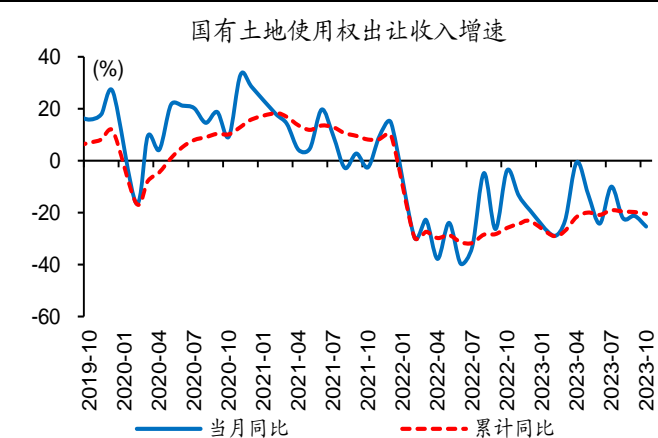
来源：Wind、国金证券研究所

图表30：2023年前三季度广义财政支出完成度低于收入



来源：Wind、财政部、国金证券研究所

图表31：2023年国有土地出让收入延续低迷



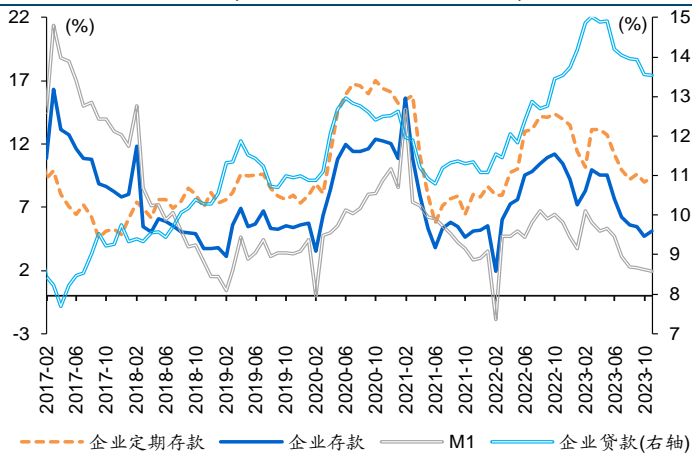
来源：Wind、国金证券研究所

货币政策乘数效应没有充分体现、资金“空转”的话题再次成为讨论热点，短期原因在于信心修复不足、中长期症结在于存量债务的压制。年初以来，LPR多次下调带动一般贷款加权利率一度创新低至4.48%；融资成本回落、叠加结构性货币政策支持下，企业



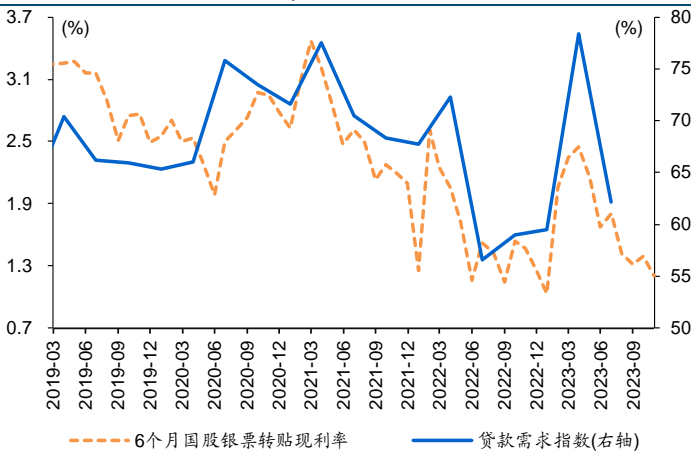
贷款增速一度冲高至 12.2%；但信心不足、需求偏弱的环境下，资金“活化”率较低，10 月 M1 同比增速回落至 1.9%，处于近些年来历史同期绝对低位。存量债务压力过大，企业扩大再生产与居民加杠杆的意愿低下，导致年初贷款激增之后，融资需求无以为继。

图表32：年初以来，存贷款增速维持高位，M1 持续回落



来源：Wind、国金证券研究所

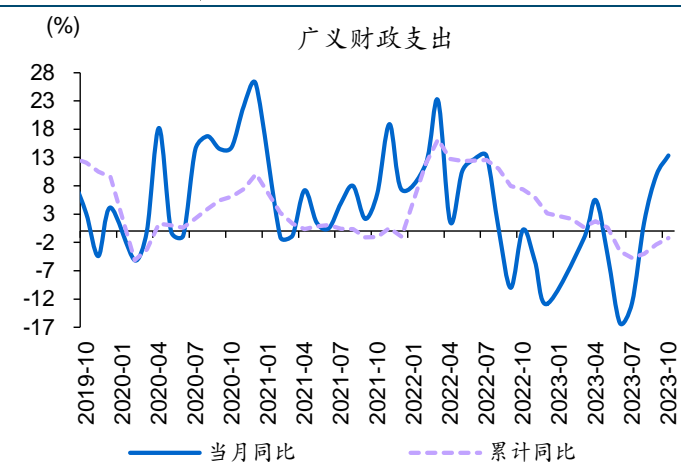
图表33：高频数据显示，信贷需求自下半年来边际走弱



来源：Wind、国金证券研究所

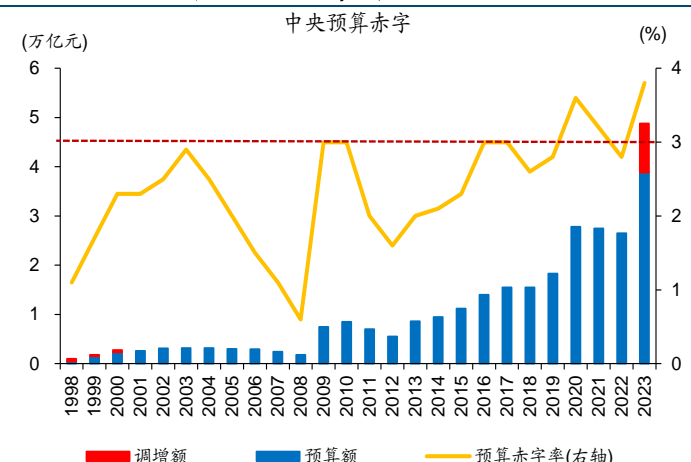
2023 年 10 月以来，财政政策的拐点已现，广义财政支出开始按下“加速键”。中央扩表、地方化债的政策组合，更符合当下经济环境的需求，提高资金效率；万亿国债支持项目、地产“三大工程”等的加快落地，让维稳政策落在实处。其中，广义财政支出提速，10 月当月同比 13.4%，两年复合同比 4%、较 9 月的-0.6%显著提升；一般财政和政府性基金一起发力，前者 10 月同比 11.8%、较 9 月增速增长超 8 个百分点，后者 10 月同比 17.7%，两年复合同比-1.9%、较 9 月降幅收窄近 11 个百分点。10 月底 1 万亿国债增发，不按地方切块而是根据项目质量安排资金，及加速布局地产“三大工程”<sup>5</sup>，政策更有的放矢。

图表34：2023 年 10 月广义财政支出按下“加速键”



来源：Wind、国金证券研究所

图表35：2023 年 10 月下旬，中央少见增发万亿元国债



来源：财政部、国金证券研究所

<sup>5</sup> 2023 年 4 月政治局会议首提规划建设保障性住房，在超大特大城市推进城中村改造及“平急两用”公共基础设施建设；7 月政治局会议进一步强调加快“三大工程”建设；同时，7 月以来，住建部、央行、自然资源部等多部委表示从建设主体、金融、土地要素多方面为“三大工程”提供支持，11 月中旬央行行长表示为“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持，完善住房租赁金融政策体系等。

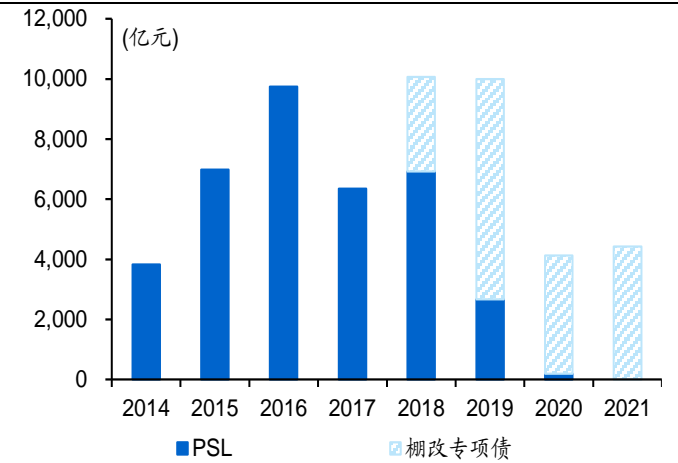


图表36: 2023年下半年部委多次提及支持“三大工程”

类型	部门	日期	文件/会议	主要内容
建设主体	住建部	2023年7月28日	企业座谈会	希望建筑企业和房地产企业积极参与保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，促进企业转型升级和高质量发展。
金融支持	央行、外汇管理局	2023年8月1日	2023年下半年工作会议	加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度
	国开行	2023年8月2日	2023年年中党建和经营工作座谈会	积极服务推动超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
土地要素	自然资源部	2023年9月14日	《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》	部决定在北京市等43个城市开展低效用地再开发试点，探索创新政策举措，完善激励约束机制。以城中村和低效工业用地改造为重点，推动城乡发展从增量依赖向存量挖潜转变。

来源: 部委网站、国金证券研究所

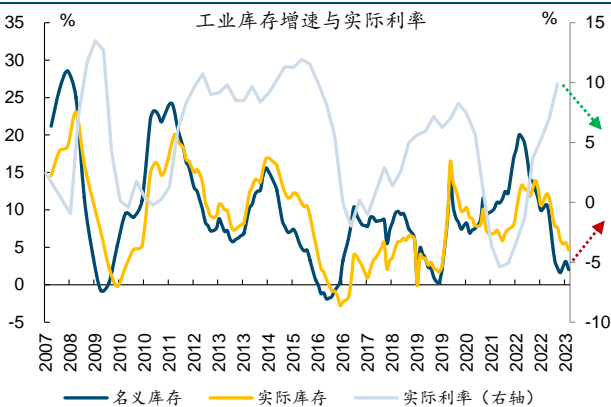
图表37: 过往棚改项目资金有PSL及专项债支持



来源: Wind、国金证券研究所

财政政策由“蓄力”转向“发力”的过程，有利于2024年经济表现；经济“周期”的力量，也有利于增长中枢的抬升。历史规律显示，实际利率与库存行为反向、且弱领先；当前实际利率处于历史绝对高位且下行趋势已确定、实际库存水平处于历史低位、修复的趋势也已开启，加之政策加持，2024年经济表现大概率较2023年会有所改善。现实经济运行中，化工、纺织服装、设备制造等部分低库存行业已呈现企稳改善迹象。

图表38: 库存处于历史低位、实际利率处于历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

图表39: 部分低库存行业，呈现企稳改善迹象

分类	行业	名义库存同比(%)				实际库存同比(%)			
		10月所处历史分位数(%)	2023-08	2023-09	2023-10	10月所处历史分位数(%)	2023-08	2023-09	2023-10
中游装备制造	黑色金属冶炼和压延加工	38.5	-2.70	1.20	1.00	81.1	9.50	12.70	11.90
下游制造	专用设备制造	69.6	12.90	12.10	13.00	76.2	13.11	12.30	13.30
下游制造	纺织	51.6	2.30	3.80	4.80	72.9	6.80	7.50	8.40
上游制造	有色金属冶炼和压延加工	36.0	4.80	5.60	2.80	66.3	10.10	10.10	6.60
下游制造	煤炭开采和洗选	50.0	9.00	9.30	2.40	65.6	18.80	19.80	13.40
下游制造	烟草制品	65.5	19.10	23.80	17.80	65.5	18.40	23.00	17.00
中游装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	63.9	12.20	14.90	9.80	64.7	11.80	14.50	9.40
下游制造	农副食品加工业	45.9	2.20	4.30	4.30	60.6	1.20	3.60	4.10
上游材料	软件和信息技术服务业	27.0	-13.90	-8.90	-8.10	56.5	2.30	4.10	3.50
上游制造	化学原料和化学制品制造	12.2	-3.70	-0.90	-1.40	51.6	6.40	8.90	8.10
公用事业	水的生产和供应	47.5	9.10	13.40	12.80	50.8	8.70	13.00	12.40
上游制造	石油、煤炭及其他燃料加工	23.7	-8.90	-8.80	-6.60	42.6	8.50	9.30	2.20
上游制造	非金属矿物制品	0.0	1.60	0.30	-0.50	36.8	7.80	6.60	5.90
下游制造	食品制造	18.0	3.20	4.10	2.90	35.2	3.60	4.60	3.40
上游制造	化学纤维制造	28.6	-8.40	-2.80	-1.50	35.2	-4.50	0.90	1.90
上游材料	金属矿采选	21.3	2.40	4.10	2.00	32.7	1.00	3.10	1.30
上游材料	有色金属矿采选	31.1	-8.30	-3.00	-3.70	31.9	-13.00	-8.30	-9.40
中游装备制造	金属制品	5.7	-4.00	0.30	-0.20	30.3	-0.40	3.70	3.10
上游制造	木材加工、竹、藤、棕、草制品	18.0	5.20	4.10	2.10	28.6	6.40	5.30	3.40
上游材料	黑色金属矿采选	0.0	-13.50	-18.40	-18.50	23.7	-5.40	-11.80	-13.40
中游装备制造	通用设备制造	22.1	3.90	3.30	4.00	23.7	4.10	3.60	4.30
中游装备制造	电气机械和器材制造	27.8	8.50	9.20	5.40	23.7	10.10	10.60	6.40
公用事业	电力、热力、燃气及水的生产和供应	68.1	-2.40	7.20	1.10	23.5	-4.40	5.40	-0.60
公用事业	燃气生产和供应	18.0	-11.80	0.20	-4.20	22.9	-14.10	-1.70	-5.80
下游制造	医药制造	20.4	10.20	10.70	8.50	21.3	10.00	10.50	8.20
上游制造	橡胶和塑料制品	11.4	0.30	-0.90	-0.40	20.4	3.50	2.60	3.10
下游制造	造纸和纸制品	5.7	-6.90	-7.60	-7.50	18.0	-2.10	-2.50	-2.30
中游装备制造	汽车制造	10.6	4.60	1.60	0.00	10.6	5.70	2.70	1.10
下游制造	印刷业和记录媒介的复制	7.3	-1.60	-0.70	-1.50	9.8	-1.10	-0.20	-1.00
下游制造	纺织服装、服饰	6.5	-1.80	-2.70	-1.30	5.7	-2.80	-3.70	-2.20
下游制造	酒、饮料和精制茶制造	5.7	5.40	3.80	1.90	3.2	4.10	2.50	0.70
中游装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造	3.2	0.10	1.60	-1.70	2.4	1.10	2.70	-0.40

来源: Wind、国金证券研究所

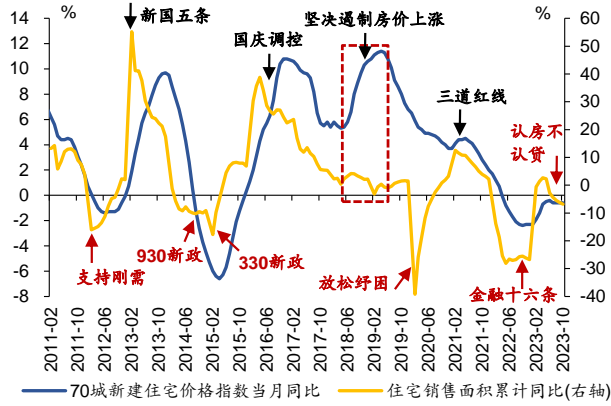
## (二) “结构”的深化? 经济弹性有限、转型加快

无论政策周期还是经济周期的力量，都有利于2024年经济修复；但若考虑转型“攻坚阶段”政策的结构特征，经济更可能呈现总量弹性有限、全年“先升后稳”的格局。

地产“三大工程”等政策加力，可部分对冲情绪低迷带来的压制；但发展阶段、人口结构及产业生态的变化，会导致“新范式”下房地产可恢复程度或相对有限。销售是过往影响房企拿地意愿的主驱动，但高库存下这一影响会显著减弱；当下全国狭义住宅库存比和主要房企土地储备分别处于95%、73%的历史分位，库存高企与预期不稳叠加，或导致房企投资意愿低迷延续的时长超预期。“房住不炒”、“以人定房”等背景下，地产或加快回归“商品属性”，收入及预期变化对房价及销售的影响或将放大，居民购房总体恢复空间预计也会比较有限。“三大工程”等政策效果如何，对地产链的影响则变得尤为关键。

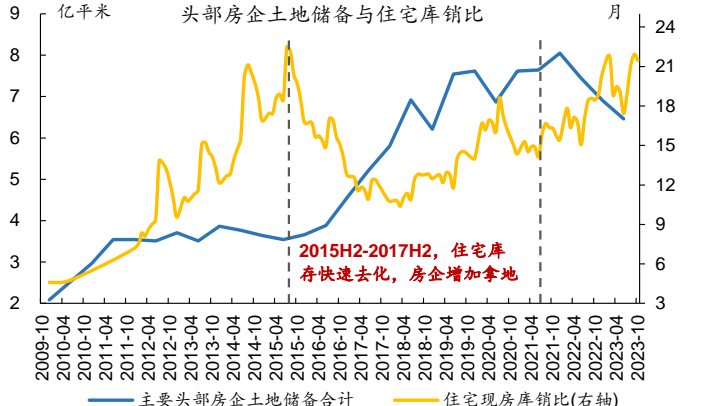


图表40: 本轮政策松动的效果显现弱于过往



来源: Wind、国金证券研究所

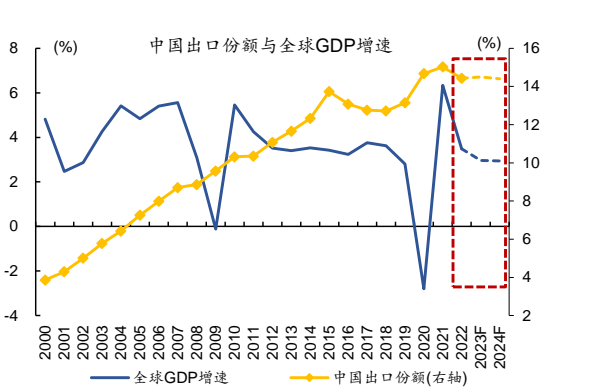
图表41: 广义和现房库存均处于历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

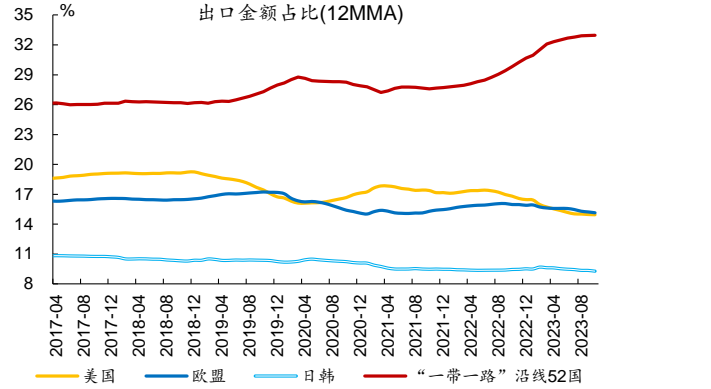
2024 年出口形势难见起色，加之 2023 年制造业企业盈利状况整体并不理想，或对制造业投资能力和意愿产生拖累。2024 年全球经济进一步放缓，出口份额保持韧性的情景下<sup>6</sup>，出口增速较 2023 年或出现微降（预计 2023 年-3.0%，2024 年-4.0%）。2023 年前三季度工业企业利润同比-9%，全年来看盈利状况也难言理想，这会对 2024 年制造业投资意愿形成直接压制，外需承压也将间接压制制造业投资。综合考虑海外需求、国内地产链、企业利润及物价等因素，2024 年制造业投资预计略降至 5.1%（2023 年预计 6.0%）。

图表42: 2024 年外需或持续拖累我国出口



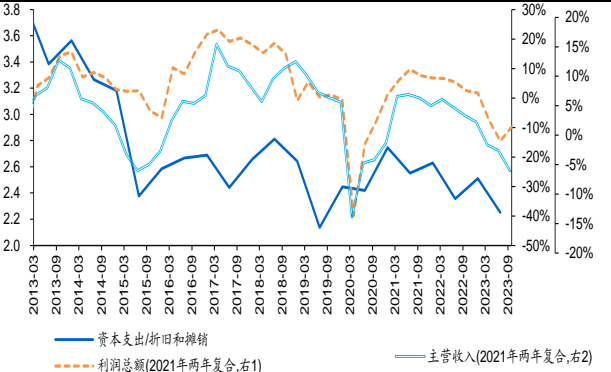
来源: Wind、国金证券研究所

图表43: 新兴经济体占我国出口比重不断提升



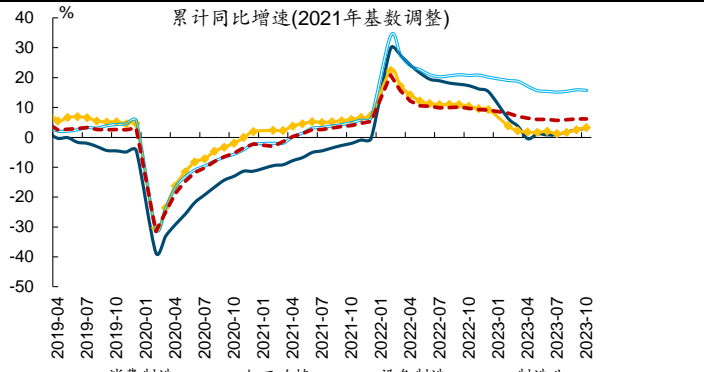
来源: Wind、国金证券研究所

图表44: 盈利状况直接影响制造业投资意愿



来源: Wind、国金证券研究所

图表45: 中游设备制造业投资保持较快增长



来源: Wind、国金证券研究所

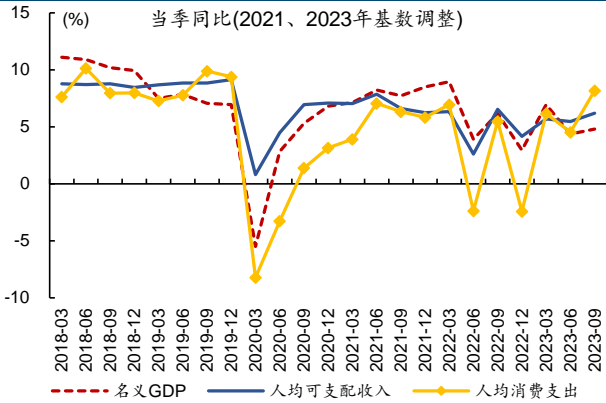
2024 年，消费增速或进一步向收入增速收敛，回升到 5.3%左右，重点关注社会集团类消费行为的修复情况。截至 2023 年三季度，居民的边际消费倾向已修复至疫情前的状况，人均可支配收入累计增速修复至 5.2%（两年复合增速 4.7%，疫情前稳定在 8%左右），社会消费品零售总额累计增速 6.8%（两年复合增速 3.7%，疫情前 10%左右）。预计疫情冲击、基数影响减弱之后，消费增速向收入端的收敛延续、带动消费小幅改善。社会集团

<sup>6</sup> 东盟、俄罗斯等“一带一路”国家或对我国出口份额形成支撑，叠加我国低成本的竞争优势，预计 2024 年出口份额依然维持在历史高位、基本不变。

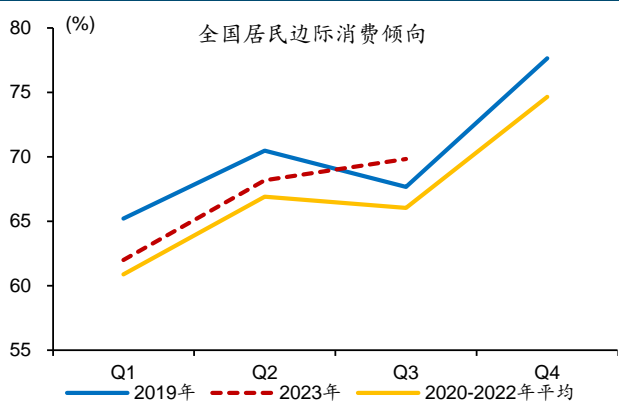


类消费活动的修复幅度，对总消费增速的影响更关键，相关政策的变化值得密切关注。

图表46: 居民消费支出回归收入增速附近



图表47: 三季度居民消费倾向迎来释放



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表48: 三季度以来提振消费、增加收入政策频出

类型	时间	部门	政策/活动	主要内容
促消费	2023/7/31	发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	从大宗消费、服务消费、农村消费、新型消费、消费设施、消费环境等六个方面提出20条措施。本轮政策增量在于餐饮、住房消费等领域，另外强调了全面落实带薪休假制度、推进海南国际旅游消费中心建设等事项。
	2023/8/10	文旅部	《关于恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区(第三批)出境团队旅游业务的通知》	即日起，恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家和地区(第三批)出境团队旅游和“机票+酒店”业务。国家包括英、美、日、韩等国。
	2023/8/14	商务部等9部门	《县域商业三年行动计划》	到2025年，在全国打造一批县域商业“领跑县”，90%的县达到“基本型”及以上商业功能，具备条件的地区基本实现村村通快递。计划明确“建立县域统筹，以县城为中心、乡镇为重点、村为基础的农村商业体系”，以供应链、物流配送、商品和服务下沉以及农产品上行为主线，以数字化、连锁化、标准化为方向，进一步推动资源要素向农村市场倾斜。
	2023/9/1	商务部	《关于组织开展“家居焕新消费季”活动的通知》	文件提出要突出“大家居”和场景创新，聚焦绿色智能适老等领域。组织开展家居焕新活动，鼓励有条件的地区出台针对性政策措施，引导企业提高家居消费供给质量和水平，提供更多高品质、个性化、定制化家居产品...
	2023/9/1	工信部等7部门	《汽车行业稳增长工作方案(2023—2024年)的通知》	文件提出支持扩大新能源汽车消费，稳定燃油汽车消费，促进老旧汽车报废、更新和二手车消费，提升产品供给质量水平。
增加收入	2023/7/31	国新办发布会	国务院政策例行吹风会	促消费政策不是所谓的“掏空钱包”“透支需求”，其出发点是帮助居民节约开支，增进福利，持续扩大就业、促进居民增收，是释放居民消费潜力的有效手段。将落实就业优先政策，推动更多低收入群体迈入中等收入行列...
	2023/8/1	央行	2023年下半年工作会议	继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，更好满足居民刚性和改善性住房需求。指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。
	2023/8/28	国务院	《国务院关于进一步加大个人所得...》	3岁以下婴幼儿照护专项附加扣除标准，由每个婴幼儿每月1000元提高到2000元。子女教育专项附加扣除标准，由每个子女每月1000元提高到2000元。赡养老人专项附加扣除标准，由每月2000元提高到3000元。

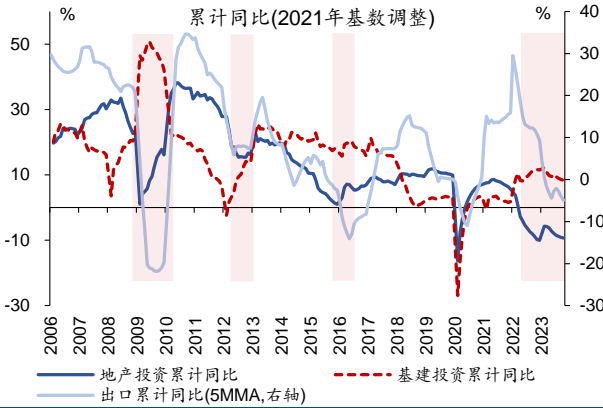
来源: 政府部门官网, 国金证券研究所

逐项整理后会发现，经济亮点可能需要回到政策本身寻找。为保证经济转型“稳中求进”，更可能通过“中央加杠杆”的方式支持财政发力，直接支持基建投资、间接支持消费，地产政策聚焦“三大工程”等。2023年前10月，各地月均重大项目开工投资额4.4万亿元，低于2022年的4.8万亿元。有效项目不足的情况下，加快“十四五”项目建设或成加快实物工作量落地的关键<sup>7</sup>。参考各地规划，“十四五”交通投资规划增长32%，对相关领域投资未来三年平均增速9.8%，仍有较强后劲；此外，水利投资或在中央新增国债支持下明显增长，特高压、“东数西算”等新型基建项目也可能是重要发力点。

<sup>7</sup>多地2022年审计报告显示，项目储备不足、前期准备不充分等是导致专项资金闲置、难落地的重要原因之一。2023年前9月，地方基建类项目月度审批规模近2500亿元，低于2022年月均近6200亿元的审批规模，缺乏项目储备等或对财政资金发力产生掣肘。后续除了财政资金加码外，提前储备申报项目、加大项目前期要素支持，重点支持“十四五”规划优质项目等亦是加快实物工作量落地关键。

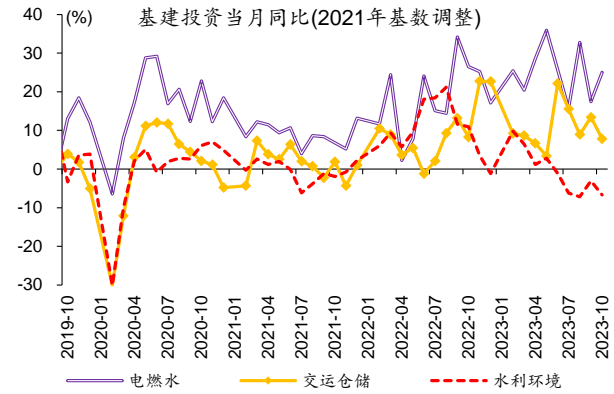


图表49: 基建投资对冲地产和出口下行



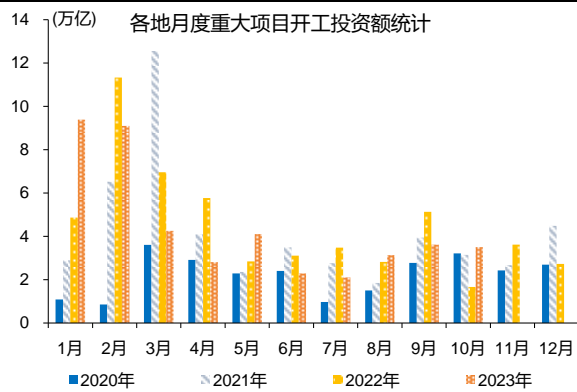
来源: Wind、国金证券研究所

图表50: 传统基建领域, 不同行业投资呈现分化



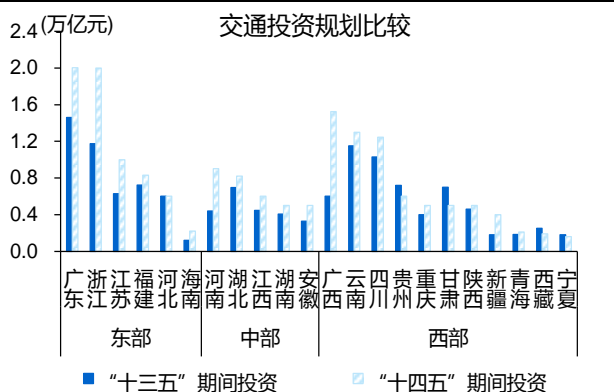
来源: Wind、国金证券研究所

图表51: 1-10月重大项目开工投资额不及去年



来源: Wind、国金证券研究所

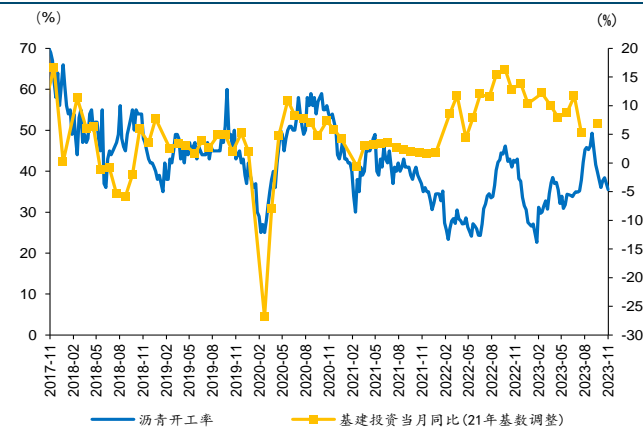
图表52: “十四五”地方规划交通投资增长32%



来源: Wind、国金证券研究所

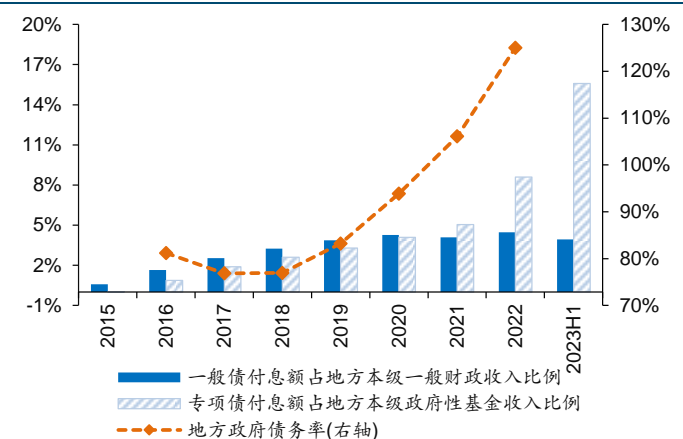
展望未来时, 务必留意当下与过往周期运行机理上的变化; 事实上, 中央“扩表”、地方“化债”背景下, 政策传导机制在加快重塑。表象上, 我们已经看到2022年以来基建投资与沥青开工率走势的持续背离; 深层次, 我们需要留意政策传导的微观机制在变化。2017年之前城投平台债务, 对基建投资形成了有效支撑; “防风险”背景下, 集中“化债”的省份投资很难做出“增量”。然而, 12个偿债压力较大省市, 广义基建投资全国占比约25%、交运仓储类项目投资额占比约30%(2021年计)。政策发力更强调“结构”调整的深化, 会导致财政政策和货币政策的乘数效应下降。

图表53: 2021年下半年起宏观数据与微观数据屡现背离



来源: Wind、国金证券研究所

图表54: 付息承压下, 新增地方专项债加码空间有限

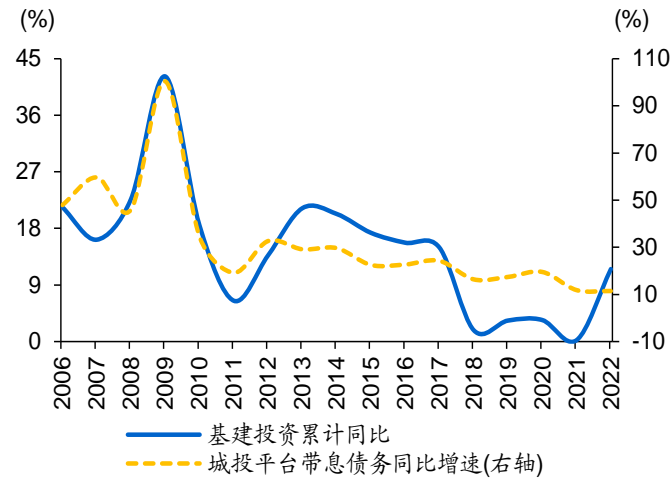


来源: 财政部、地方政府债券信息公开平台、国金证券研究所

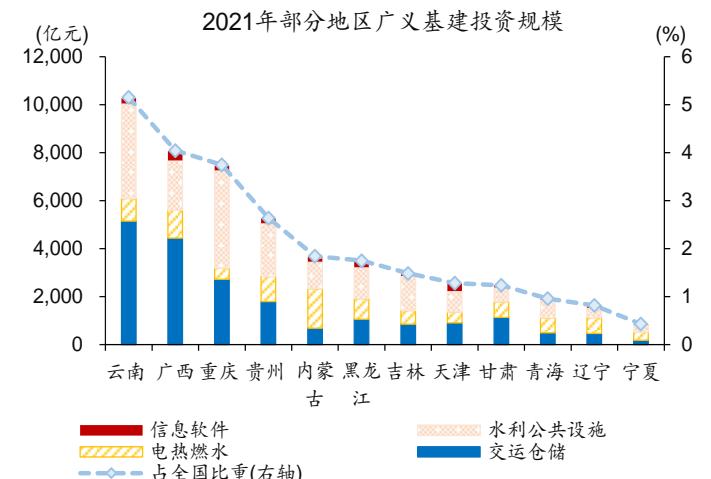




图表55: 2017年之前城投平台债务对基建投资形成支撑



图表56: 2021年部分地区广义基建投资规模及占比



来源: Wind、国金证券研究所

来源: 国家统计局、国金证券研究所

### 三、破冰之旅: 稳中求进 vs 改革深化

旧疾纷扰之下,“求变”的力量也已蓄力成型,渐进式改革的思路似乎已现初型,对内对外的政策优化也都在加快推进。2024年,“破冰之旅”的序幕或已揭开。

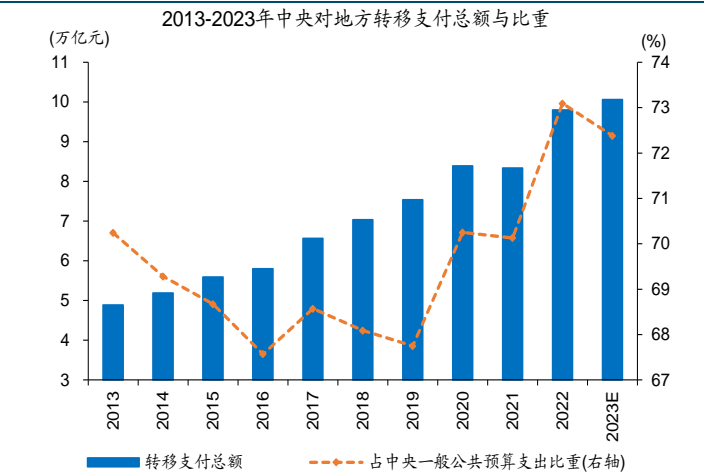
#### (一) 短期破局: 中央“扩表”、地方“化债”

我国眼下处于经济转型的“攻坚阶段”,统筹稳增长、调结构与防风险之间的关系,显得格外重要。国内需求不足、企业信心不稳的背景下,需要政府加大支出力度、稳定需求和信心;地方“化债”过程中加杠杆能力受约束,需要中央政府加大支持力度。可以进一步加大中央预算内投资、转移支付、中央预算稳定调节基金调入等支持,提升中央对地方项目补贴比例、加大缓解地方项目配套资金压力等,实现有效支持。与海外主要经济体相比,我国中央政府杠杆率处于较低水平、2022年仅21.4%,具备加码空间。

图表57: 2022年我国中央政府杠杆率为21.4%



图表58: 2023年中央对地方转移支付规模超10万亿元

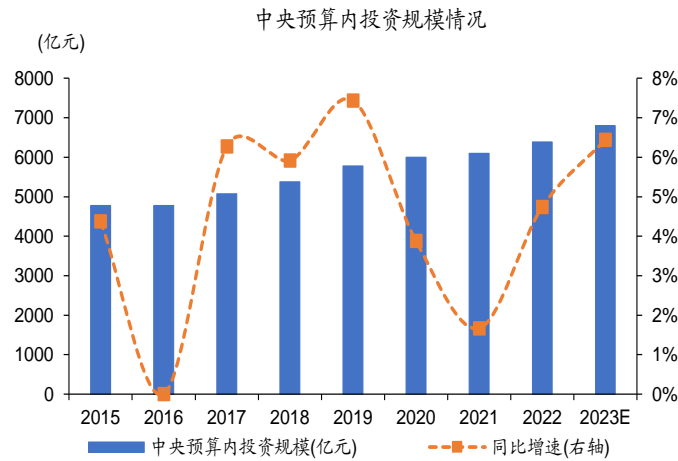


来源: IMF、Wind、国金证券研究所

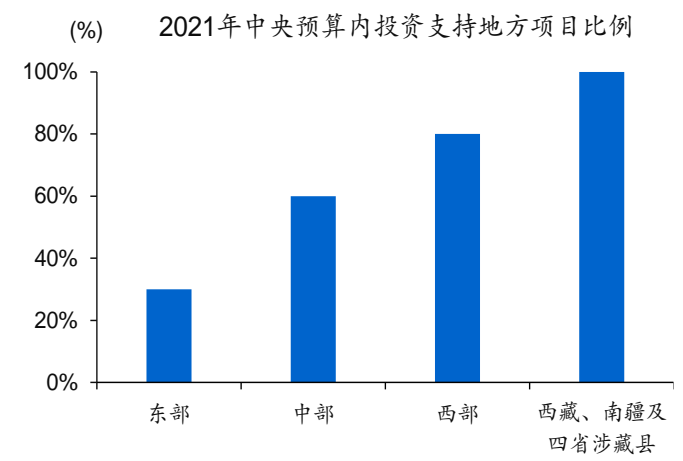
来源: Wind、国金证券研究所



图表59: 2023年中央预算内投资增速近7%



图表60: 2021年中央预算内投资支持地方资金比例

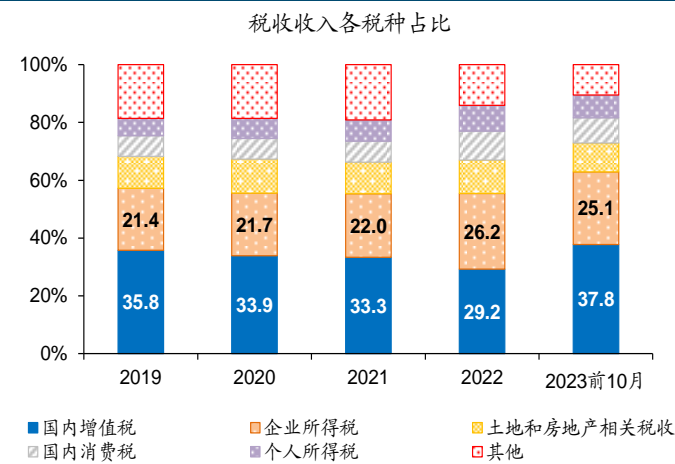


来源: 财政部、国金证券研究所

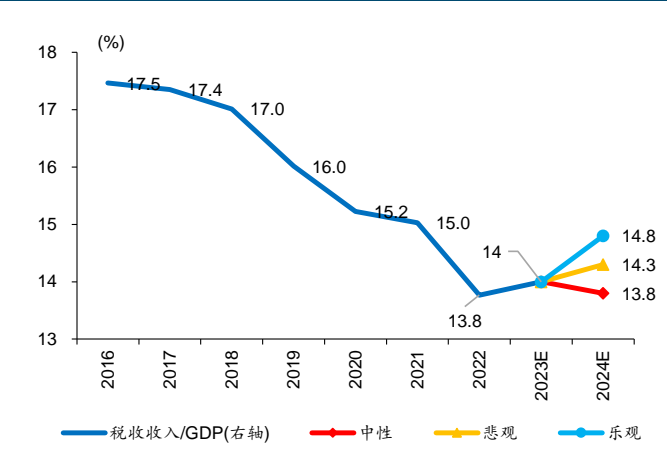
来源: 财政部、国金证券研究所

我们可大致情景分析下, 没有新增“扩表”政策的背景下, 可支持的广义财政支出增速大致在 5%左右, 明显低于 2016-2020 年 10.8%的平均增速。中性情境, 假设 2023 年、2024 年名义 GDP 分别 4.8%、6%, 税率分别 14%、14.3%, 对应税收收入增速分别 5.4%、9.4%; 非税收入与资源品价格波动关联密切且存在一定周期规律, 两年增速分别-5%、0%<sup>8</sup>; 土地财政支持下的政府基金收入增速, 两年分别-15%、0%; 结转结余、资金调入, 两份分别补充 1.9 万亿、1.7 万亿元<sup>9</sup>; 赤字率 3%、地方新增专项债 3.8 万亿元。土地财政连续两年显著低预期之后, 2024 年能否平稳运行等, 还需要紧密跟踪。

图表61: 近年税收收入构成及占比



图表62: 税收收入占名义 GDP 比重



来源: Wind、国金证券研究所

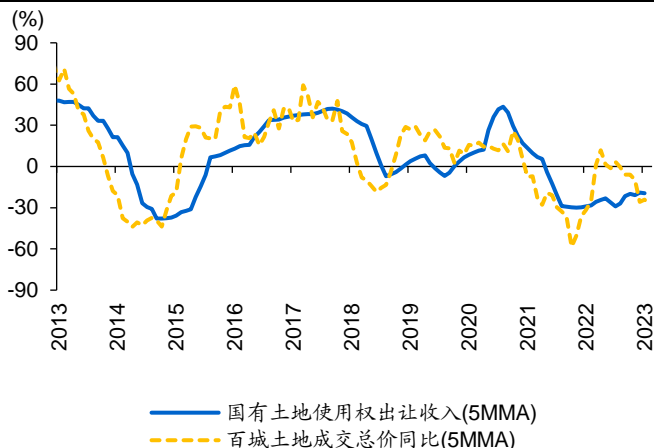
来源: Wind、国金证券研究所

<sup>8</sup> 非税收入增速变化较大, 与资源品价格波动有很大关联, 且存在一定周期规律。2023 年前 10 月非税累计同比-3.8%, 中性情境, 假设 2023 年和 2024 年全年增速分别为-5%和 0%, 对应一般财政收入增速分别为 3.5%和 7.9%, 2024 年一般财政收入较 2023 年多增 1.5 万亿元左右。

<sup>9</sup> 2023 年调入资金及使用结转结余预算安排近 1.9 万亿; 其中, 从地方预算稳定调节基金调入及使用结转结余 1.17 万亿元, 中央财政资金调入 7250 亿元。按照 2023 年预算安排及财政支出情况推算, 若不考虑万亿国债中的 5000 亿元资金结余, 中性情境 2024 年中央预算稳定调节基金、结转结余调入额或在 6000 亿元左右, 地方预算稳定调节基金及结转结余规模在 1.1 万亿元左右。

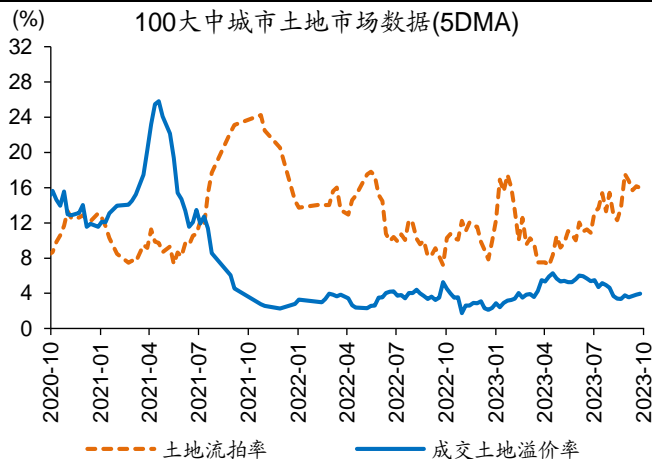


图表63: 土地出让收入领先指标百城土地成交仍在下探



来源: Wind、国金证券研究所

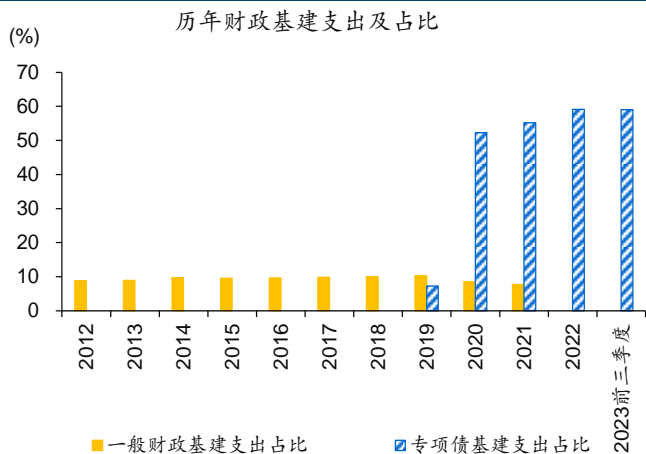
图表64: 2023年土地市场未见回暖



来源: Wind、国金证券研究所

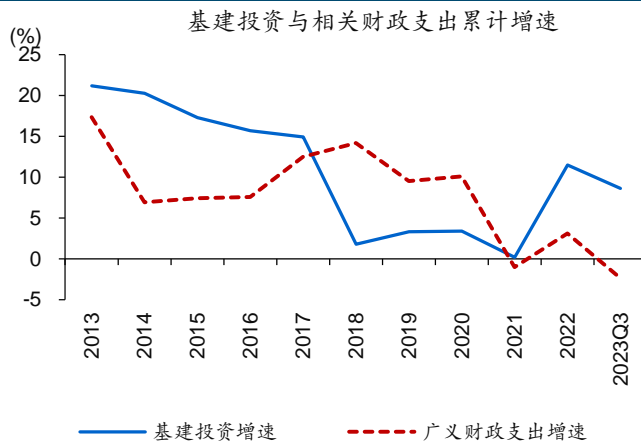
出口、制造业、地产、消费等传统相关领域, 2024年修复空间有限或存在下行风险; 导致通过财政发力, 支持基建、维稳经济的必要性上升。近些年, “化债”过程中伴随着地方财政资金管理的规范化, 基建投资的资金来源也转向预算内为主。2018年之后, 广义财政支出增速大多时候高于基建投资增速本身。广义财政支出总规模 2023年预计在 37 万亿元左右, 同比增速每“抬高”5 个百分点, 需要“补入”的资金支持大致在 2 万亿元量级。10 月底万亿国债增发, 虽有 5000 亿元安排于 2023 年底下达使用, 但落地形成实物工作量或主要在 2024 年。此外, 或还需中央财政、“准财政”等提供一定支持。

图表65: 历年财政资金投向基建比例



来源: 财政部、国金证券研究所

图表66: 2020年后基建投资主要由预算内资金支持

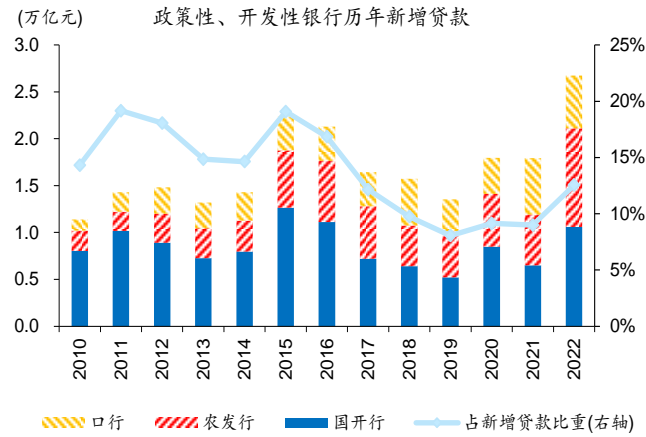


来源: 财政部、国金证券研究所

中央“扩表”的方式有很多, 提高赤字率即是重要手段; 除了中央预算加码外, 政策性开发性银行新增信贷、金融工具等“准财政”也是潜在的补充路径。2023年前 10 月, 政金债净融资规模为 4000 亿元、明显低于 2020-2022 年同期的超两万亿元; 同时, PSL 新增规模亦处低位, 年初以来仅在 2 月发行 17 亿元。依据过往经验, 稳增长压力较大时, 在 PSL 和政金债支持下, 政策性开发性银行新增贷款明显增长, 占当年新增贷款比例最高可超 15%, 且政策性开发性金融工具流程灵活、投放较快。



图表67: 稳增长承压时, 政策行可加大信贷支持



来源: 政策行网站、国金证券研究所

图表68: 2022年的两批政策性开发性金融工具落地较快

类型	部门	时间	进度
第一批 3000亿元 金融工具	中央政治局会议	2022/7/28	用好地方政府专项债券资金, 支持地方政府用足用好专项债券限额。货币政策要保持流动性合理充裕, 加大对企业的信贷支持, 用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。
	农发行	2022/8/20	农发基础设施基金投放已达900亿元
	国开行	2022/8/26	国开基础设施投资基金已投放2100亿元
第二批 3001亿元 金融工具	国务院常务会议	2022/8/24	在3000亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上, 再增加3000亿元以上额度; 依法用好5000多亿元专项债地方结存限额... 核准开工一批条件成熟的基础设施等项目。
	农发行	2022/9/16	农发基础设施基金第二期投放完成1000亿元
	国开行	2022/9/20	国开基础设施投资基金新增额度已投放1500亿元
	进出口银行	2022/9/28	进银基础设施基金投放完成500亿元

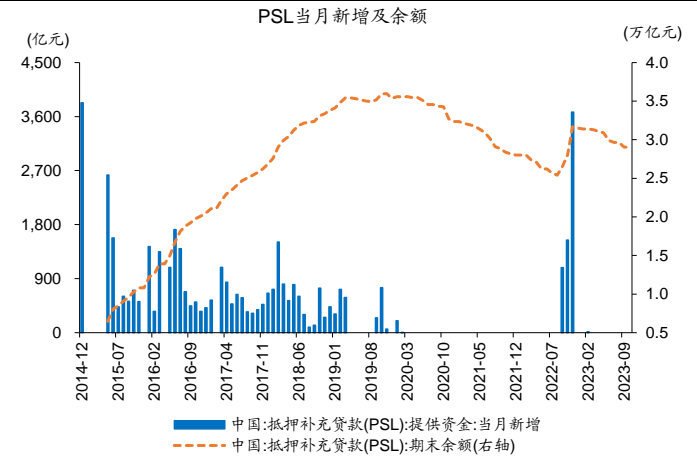
来源: 中国政府网站、政策行网站、国金证券研究所

图表69: 2023年前10月政金债净融资规模4000多亿元



来源: Wind、国金证券研究所

图表70: 2023年前10月PSL仅在2月发行17亿元

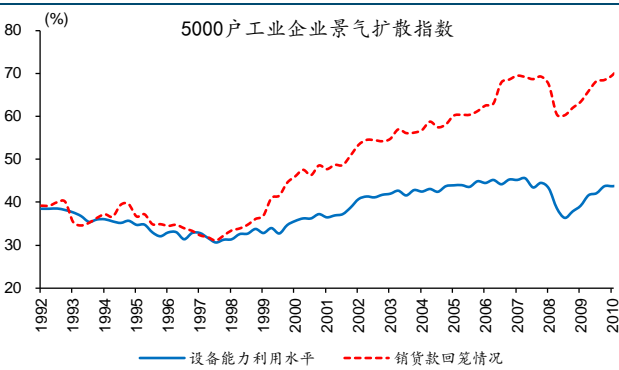


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 长期破局: “深化”改革、加速“转型”

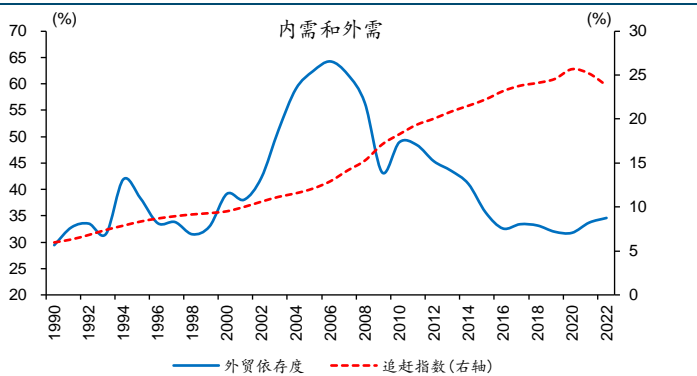
长期破局之道, 可参考的历史时段并不多, 拿 1990 年代的日本做参考并不合理; 当下形势, 参考意义最强的是中国的 1990 年代末。1990 年代末, 我国也曾面临固有增长模式的不可持续, 下游需求远跟不上投资端的扩张、产能利用水平和销售款回笼情况持续变差。彼时, 我国内需的发育远不如外需, 以追赶指数衡量我国人均 GDP 还不到美国的 10%、但外贸依存度已攀升至 30%以上。在亚洲金融危机冲击滞后影响下, 出口和外商投资断崖式回落、传统扩张功能快速衰减。而当下, 地产链条在寻找“新稳态”、基建投资的边际回报也在减弱; 总量经济下台阶过程中, 我国经济亟需寻找新的“增长动能”。

图表71: 1990年代, 产能过剩问题不断累积



来源: Wind、国金证券研究所

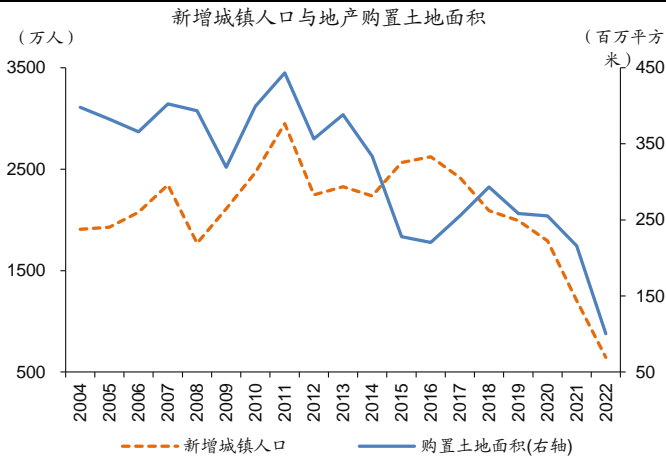
图表72: 1990年代, 内需发育不足



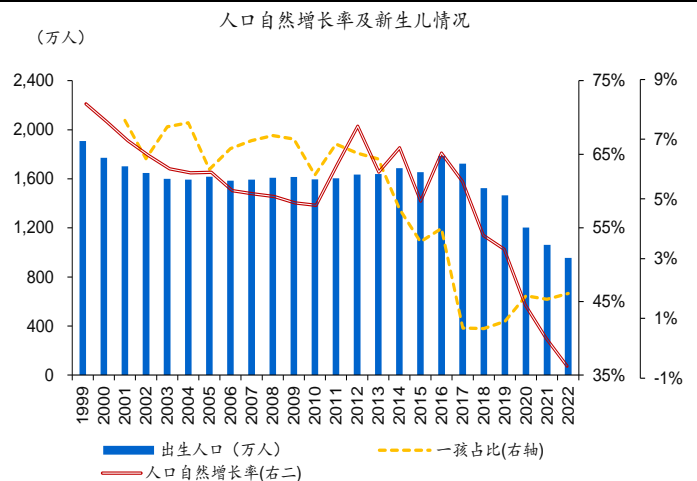
来源: Wind、国金证券研究所



图表73: 新增城镇人口与地产购置土地面积持续下滑



图表74: 我国人口自然增长率和新生儿情况

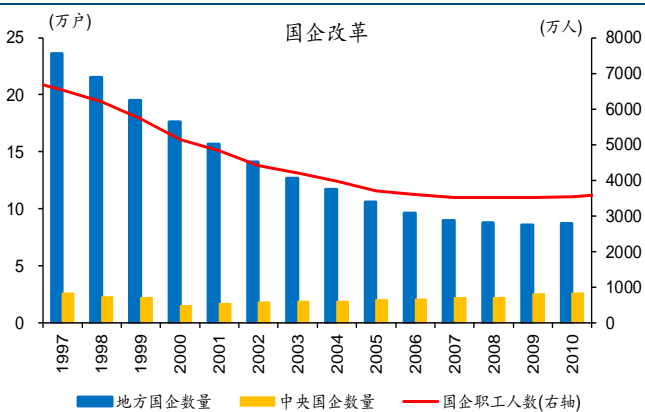


来源: Wind、国金证券研究所

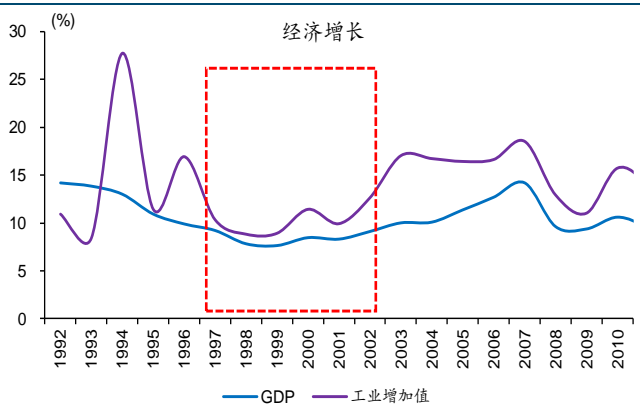
来源: 国家统计局、人社部、国金证券研究所

1990 年代末的改革对当下至少有几点启示: 1) 从问题化解到恢复活力需要持续数年的结构调整, 1998 年国企改革算起截至 2003 年, 经济才重返两位数增长; 2) 问题化解过程中, 旧模式下的代表性行业转型压力最大, 1990 年代末以纺织服装代表的地方国企数量锐减; 3) 债务化解过程中, 需要多方共同分担压力, 彼时, 财政部成立四大 AMC 剥离四大行共 1.4 万亿元不良贷款、以债转股方式消化 3574 亿元不良债权; 4) 唯有加快推进改革转型才能从根本上解决问题<sup>10</sup>, 彻底告别旧有增长模式; 5) 转型“攻坚”阶段, 需要保持相对宽松的货币金融环境, 以及财政政策发力相配合<sup>11</sup>。

图表75: 国企改革构成中, 地方国企数量锐减



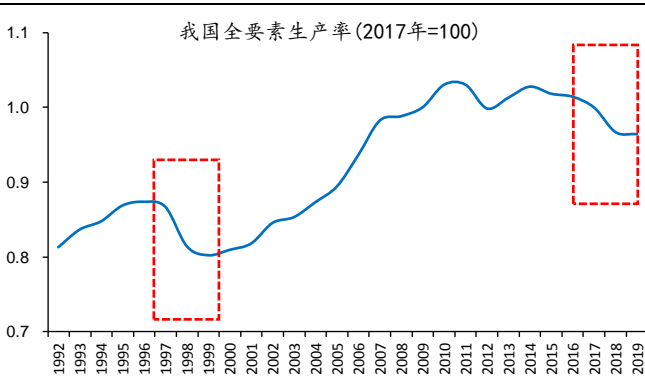
图表76: 2003 年之后经济增速才有效恢复



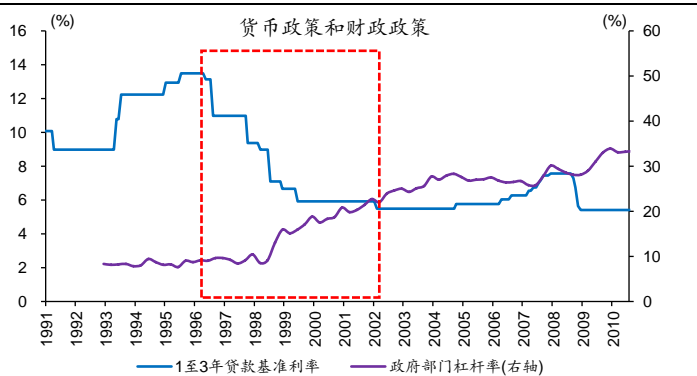
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表77: 加快改革转型、提高全要素生产率



图表78: 转型过程中, 需要财政政策与货币政策加强协同



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

<sup>10</sup> 1990 年代末的改革包括: 1994 年分税制改革推进, 中央财政支配能力得到保障、地区间财力趋于平衡; 1998 年国企三年脱困计划启动, 过剩行业出清、国企兼并重组; 1998 年商品房市场建立, 土地开发和房屋建筑活动进入高速增长期。

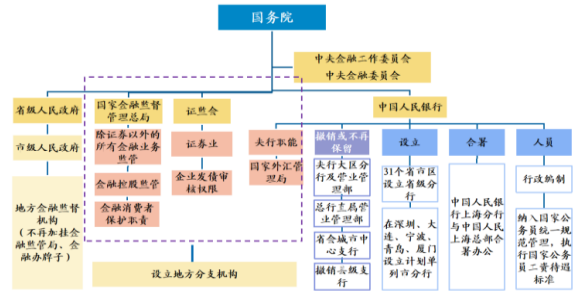
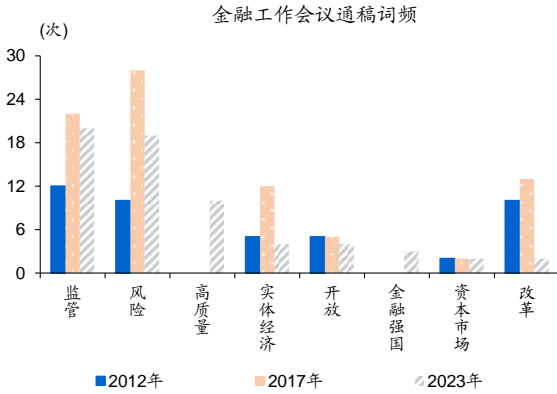
<sup>11</sup> 1990 年代末, 1-3 年期贷款基准利率由 1996 年的 13.5% 连续调降至 2002 年的 5.5%, 政府杠杆率由 10% 升至 25%。



经济发展阶段不同，决定了当前政策思路更接近“渐进式改革”的思路；时代的车轮滚滚向前，改革进行时，金融市场亦应不骄不馁、勇往直前。1990年代末，中国人均GDP不足1000美元，处于经济发展的低收入阶段；经过改革开放之后历经闯关，市场经济框架初具基础。当下人均GDP已接近1.3万美元，处于中高收入阶段向高收入迈进的关键时点，对政策统筹的要求更高。从年初《党和国家机构改革方案》及中央金融工作会议的内容来看，改革进程已然推进。以金融工作会议为例，通过机构改革、加强监管等改革，金融体系可以为产业转型升级更好的赋能<sup>12</sup>。

图表79：过往金融工作会议通稿词频

图表80：2023年金融监管机构改革框架

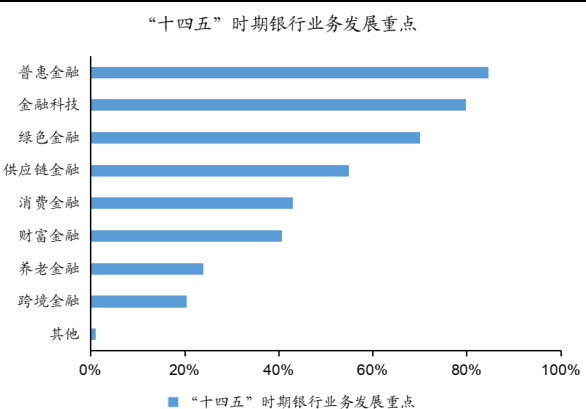
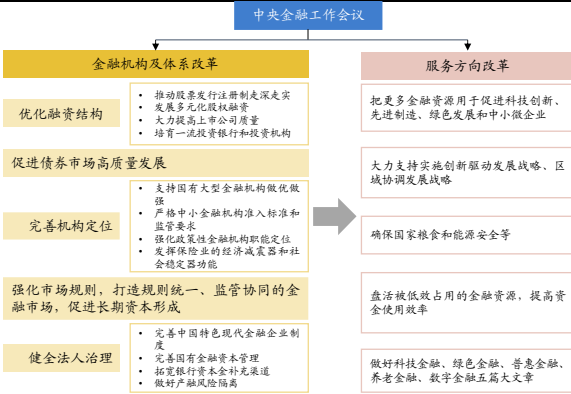


来源：中国政府网站、国金证券研究所

来源：中国政府网站、国金证券研究所

图表81：中央金融工作会议提及的高质量金融服务

图表82：“十四五”时期银行业务重点支持普惠金融等



来源：中国政府网站、国金证券研究所

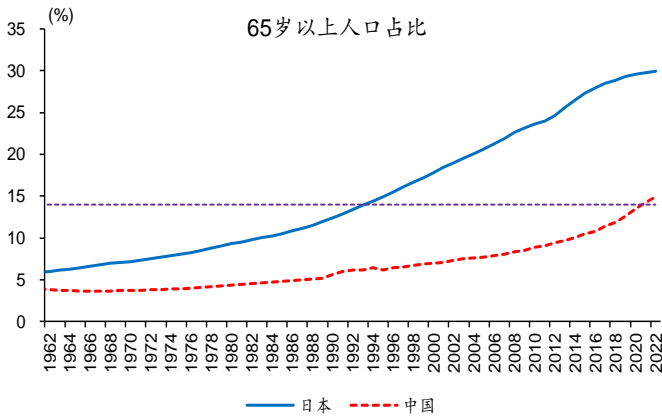
来源：《中国银行家调查报告（2021）》、国金证券研究所

1990年代，日本经济转型“下半场”，也面临内外部环境恶化等问题，对我国分析当下也一定启示，但不必过度解读。2022年，我国65岁以上人口占比超14%，进入深度老龄化阶段；与日本1990年代初状况接近。日本经验显示，人口老龄化的过程中，私人部门加杠杆的动力减弱、甚至出现“去杠杆”，其中，非金融企业杠杆率由1994年末的145%持续下降至2017年的96%；在这一过程中，消费行为及结构随之变化，“第四消费时代”应运而生。其人口结构变迁对经济的影响，对我国有一定参考意义。

<sup>12</sup> 中央金融工作会议中多次提及，金融要为经济转型期的新动能、新产业、新发展模式等提供高质量服务，如“加强对新科技、新赛道、新市场的金融支持”，将“更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业”，“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”等。后续央行、科技部、金融监管总局等召开的金融机构座谈亦再度强调落实，要切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造等领域。

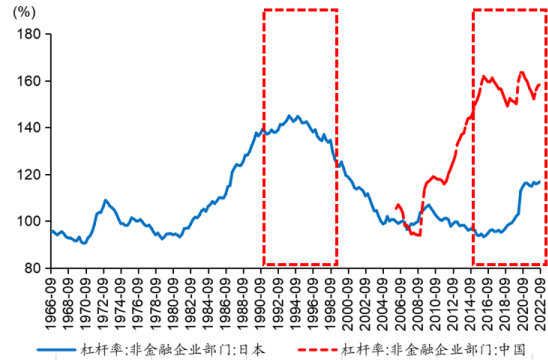


图表83: 1990年代初日本老龄化程度加速



来源: Wind、国金证券研究所

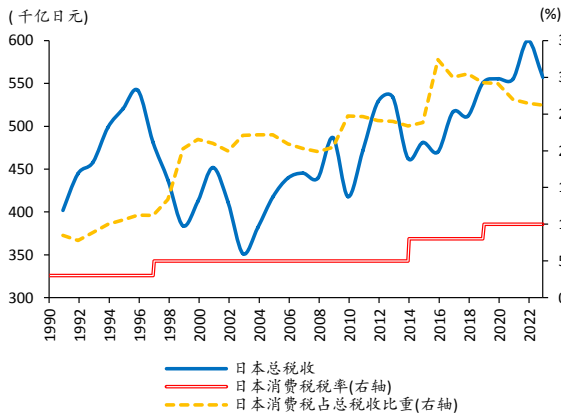
图表84: 1990年代初日本非金融企业部门杠杆见顶回落



来源: Wind、国金证券研究所

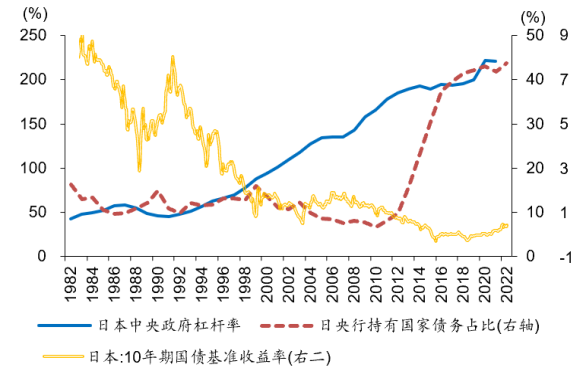
面对内外部问题,日本早期尝试通过财政改革“节流”、消费税和结构性改革“开源”等计划,但均未达到理想的效果,在社保支出压力持续抬升、产业转型失利的背景下,“财政货币化”成为日本政府滚续政府债务的主要手段。与日本当时不同,我国政策更注重精准施策而非“大水漫灌”。维持相对宽松的信用环境、降低付息成本,控制债务过快增长的同时,以时间换空间、服务产业“腾笼换鸟”,辅之以供给侧改革、吐故纳新加快产业结构转型升级,是我国近些年乃至未来一段时期将持续坚持的方向。

图表85: 1990年代以来日本消费税税率不断提升



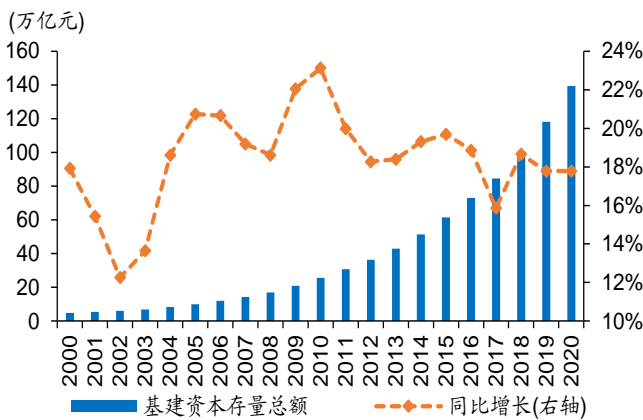
来源: 日本总务省、国金证券研究所

图表86: 日本长期维持低利率政策缓解债务利息负担



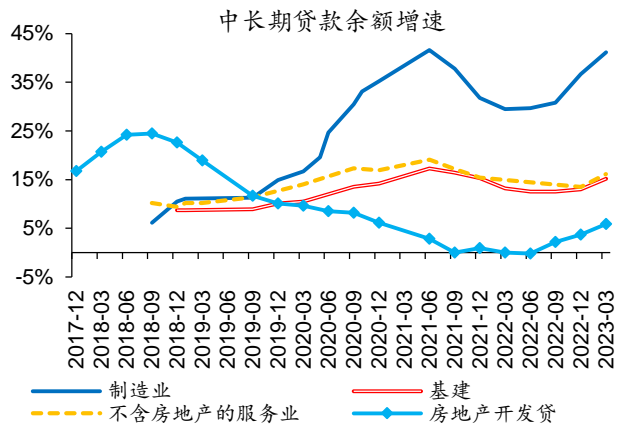
来源: Wind、国金证券研究所

图表87: 2021年我国基建资产存量超百万亿元



来源: 朱发仓,祝欣茹(2022)、国金证券研究所

图表88: 2020年以来制造业中长期贷款余额持续高增



来源: Wind、国金证券研究所

附录

综上,核心经济指标预测如下:


**图表89：2024年国内主要指标预测**

主要指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F			2024F		
							悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
GDP同比 (%)	6.9	6.7	6.0	2.2	8.4	3.0	5.0	5.3	5.5	4.5	5.0	5.5
工业增加值同比 (%)	6.6	6.2	5.7	2.8	9.6	3.6	4.0	4.5	5.0	3.6	4.2	4.8
固定资产投资同比 (%)	7.2	5.9	5.4	2.9	4.9	5.1	1.9	2.5	3.2	1.9	3.5	5.6
基建投资同比 (%)	14.9	1.8	3.3	3.4	0.2	11.5	7.0	7.5	8.0	7.0	9.6	12.0
制造业投资同比 (%)	4.8	9.5	3.1	-2.2	13.5	9.1	5.5	6.1	6.6	3.0	5.1	7.0
房地产投资同比 (%)	7.0	9.5	9.9	7.0	4.4	-10.0	-11.0	-9.5	-8.0	-7.0	-5.1	-3.0
出口同比 (%)	7.9	9.9	0.5	3.6	28.0	6.9	-5.0	-3.2	-1.0	-6.0	-4.0	-2.0
社零同比 (%)	10.2	9.0	8.0	-3.9	12.5	-0.2	7.0	8.0	9.0	4.0	5.0	6.0
CPI同比 (%)	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	0.1	0.3	0.5	0.5	0.9	1.2
PPI同比 (%)	6.3	3.5	-0.3	-1.8	8.1	4.1	-3.5	-2.8	-2.0	-0.2	0.5	1.2
社融存量同比 (%)	14.1	10.3	10.7	13.3	10.3	9.6	9.3	9.5	9.7	8.8	9.4	10.0

来源：Wind、国金证券研究所

### 风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。





**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 5 楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**  
电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心  
18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究