



2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场

今年中美经济的走势似乎和年初市场预期的大相径庭。在大幅升息周期中，美国经济增速反而越走越快。中国经济在防控政策放松后曾被寄予厚望，然而防疫政策放松对经济的促进作用似乎较为短暂。好在及时的政策调整下预计仍能实现 5% 的经济目标。我们预计中美经济分化将在明年逐渐显现。

政策刺激持续发力，中国经济延续温和复苏。虽然经济在 6 月起的一系列政策刺激下复苏再起，但是依然面临着复苏动能减弱、房地产下行周期继续以及地方政府去杠杆等挑战，仍需持续的政策刺激稳增长。我们相信积极的财政政策将继续领衔政策宽松。在 5000 亿元特别国债延后到明年上半年发行的基础上，2024 年的赤字率预计定在 3.5%-3.8% 的区间内，地方专项债额度小幅上升 2000 亿元至 4 万亿元。货币政策也会协同发力，预计明年上半年还有两次 25 个基点的降准。降息的空间和可能性或低于降准，将取决于经济复苏情况。房地产政策或继续加码，直至行业企稳。在政策激励下，我们相信中国经济在 2024 年将继续温和复苏，向全面正常化发展。我们认为中国 2024 年全年可实现 4.7% 的经济增速，两年复合增速或加快 0.8 个百分点到 4.9%。通胀率将在经济复苏的环境下温和回升，帮助名义 GDP 增速加快 1.7 个百分点到 6%。经济复苏结构或更为平衡，投资有所改善，消费保持韧性，进出口对经济的拖累作用也有所减弱。更为均衡的经济复苏也有利于人民币兑美元汇率在 2024 年小幅升值。

美国经济明年二三季度或经历温和衰退，预计 7 月起陆续开启 4 次 25 个基点降息。尽管经济数据未见明显衰退信号，我们相信适度的衰退是让通胀率最终回归目标水平的必要条件。我们的基本判断是美国经济在明年二三季度经历温和衰退。劳动力市场的收紧和通胀率的下行或仍较为缓慢，限制货币政策转向。我们预计明年 7 月起才开始降息，全年降 100 个基点。即便面临衰退，在选举年份，两党或难以达成增量财政刺激的共识。叠加居高不下的政府债务，财政刺激的空间较为有限。基于我们的增长和政策预测，我们相信 10 年期美国国债收益率将继续下行，但是暴跌的概率不高。由于经济比较优势和预计晚于其他发达经济体的降息决策，美元指数在加息周期结束后的跌幅或明显小于国债收益率。从目前的民意调查来看，尚不能判断谁将成为下一任总统。无论谁当选，我们相信有选择性的对抗和合作将在中美关系中延续。

风险提示：中国方面，房地产行业迟迟不能企稳、地方政府债务风险、中美关系恶化；**美国方面，**紧缩周期引发金融危机、美国经济衰退比预计的更深、延续更久。

金晓雯, PhD, CFA

宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2023 年 12 月 1 日



扫码关注浦银国际研究

目录

一、核心观点	6
二、中国——稳健前行，迎接更均衡的经济复苏	7
1. 经济三架马车的前景如何？	11
1) 投资预计整体改善，但房地产投资增速仍为负	11
专题 1：在 8 月底政策放松后，房地产行业恢复几何？	13
专题 2：城中村改造对经济的影响有多大？	18
2) 消费继续温和复苏	21
3) 出口在低基数条件下改善，但进出口对明年经济增速贡献仍为负	24
2. 明年通胀预计仅温和回升	30
3. 政策支持继续，但大水漫灌的可能性较低	33
1) 财政政策领衔政策刺激	33
2) 货币政策协同发力	35
3) 稳房产政策三管齐下	37
4. 人民币预计明年小幅升值	38
5. 有什么经济事件需要重点关注？	40
6. 风险提示	42
三、美国——经历温和衰退，拥抱经济下行后的降息	44
1. 美国经济会进入衰退吗？我们预计美国明年二季度进入温和衰退	47
2. 核心通胀下行或缓慢且波折，CPI 重回 2% 的目标水平或要等到 2025 年	51
3. 在美国经济即将进入温和衰退的背景下，政策刺激会到来吗？	56
4. 汇率和利率展望	58
5. 谁将入主白宫？美国总统的人选对中美关系将产生何种影响？	60
四、附录	61

图表目录

图表 1: 从环比看, 实际 GDP 增速在二季度回落后三季度有所加快	9
图表 2: 10 月消费和生产增速改善, 但两年复合增速仍下滑, 投资持续下滑	9
图表 3: 季度实际 GDP 增速预测	9
图表 4: 月度 CPI 和 PPI 同比预测	9
图表 5: 金融市场仅对显著的政策刺激做正面调整, 对正面的经济数据基本不做反应	9
图表 6: 中国宏观经济关键数据及预测 (2019-2024E)	10
图表 7: 3 月起固定资产投资增速全面下滑	12
图表 8: 石油沥青装置开工率 11 月依然低迷	12
图表 9: 11 月粗钢产量亦低于 10 月	12
图表 10: 工业去库存周期见底, PPI 开始回升	12
图表 11: 政府预算内的对于基建的资金支持较为充裕	12
图表 12: 土地出让收入跌幅仍大, 在房地产行业稳企前或难增速转正, 影响地方政府财力	12
图表 13: 尽管利差缩小, 城投债净融资近几个月锐减	13
图表 14: 2017-2018 年收紧地方政府融资监管时期, 城投债净融资额曾逐年减半	13
图表 15: 2023 年房地产调控政策一览	14
图表 16: 2023 年 9 月起地方政府房地产放松政策落实情况	15
图表 17: 房地产销售和投资继续恶化, 新开工跌幅略有收窄	15
图表 18: 70 大中城市新增商品住宅价格环比跌幅 10 月继续扩大	15
图表 19: 30 大中城市房产销售同比增速	16
图表 20: 30 大中城市房产销售环比增速	16
图表 21: 17 城二手房销售 (套数) 同比增速	16
图表 22: 34 城一手房销售同比增速	16
图表 23: 在前两轮房地产行业放松周期中, 销售转正约滞后首付下调半年	17
图表 24: 10 个城市已制定 2023 年或 2023-2025 年详细目标和计划	18
图表 25: 城中村改造的硬性约束	19
图表 26: 国常会对城中村改造的方向指引	19
图表 27: 城中村改造所需建设资金的估算	20
图表 28: 2023 年 6-7 月促消费政策频出	22
图表 29: 服务零售是社会消费品零售数据今年改善的主要推动力	22
图表 30: 社会消费品零售增速持续超预期加快, 汽车零售表现亮眼	23
图表 31: 11 月电影票房好于 2022 年同期但低于疫情前水平	23
图表 32: 强劲的汽车销售近期有些转弱	23
图表 33: 消费者信心在二季度回落后三季度温和回升	23
图表 34: 在今年的经济复苏故事中, 在疫情期间受伤颇多的服务业恢复更为显著	23
图表 35: 全国城镇调查失业率已跌至 5%	23
图表 36: 历史数据显示居民收入增速和经济增速基本保持一致, 今年收入增速好于 GDP	24
图表 37: GDP 增速的加快可以创造更多就业机会	24
图表 38: 中国出口增速 5 月份开始转负	26
图表 39: 中国出口在全球的份额未见大幅下降	26
图表 40: 中国对各类产品出口累计同比	26
图表 41: 按目的地看, 中国仅有对东盟出口增速在 1-10 月维持正增长	27

图表 42: 高科技产品和劳动密集型出口降幅较大	27
图表 43: 实际出口增速在 8 月已转正	27
图表 44: 全球半导体销售额跌幅下半年已经开始收窄	27
图表 45: 明年半导体全球销量预计转正至双位数增幅	27
图表 46: 和中国出口增速相关性高的名义经济增速将从 9.9% 下滑到 8.7%	27
图表 47: 从 PMI 和库存同比增速来看, 美国的工业去库存周期或也已接近结束	28
图表 48: 实际外商直接投资累计同比增速 4 月起已转负	28
图表 49: 排除了价格因素的进口数量跌幅亦有小幅回升	29
图表 50: 大宗商品进口在高基数情况下改善, 反映内需好转	29
图表 51: 高新科技产品进口和出口增速一向保持着高相关性	29
图表 52: 原油和铁矿石价格明年价格预计整体下行	29
图表 53: 通胀在三季度短暂反弹后, 10 月后有所下降	31
图表 54: 原油价格明年预计下跌, 拖累 PPI	31
图表 55: 交通通信 CPI 如我们预期般回升	31
图表 56: CPI 各分项同比贡献率: 食品为主要拖累, 交通通信拖累作用减弱	31
图表 57: 食品价格下行是拖累 CPI 复苏的主要因素, 服务 CPI 近期也有略微走弱	32
图表 58: 猪价在暑假短暂回升后又开始回落, 10 月跌幅更扩大到 30.1%	32
图表 59: 服务业价格在暑假开始时有所跃升, 之后变得温吞	32
图表 60: 生猪存栏数量在去年 12 月见顶	32
图表 61: 广义赤字率在去年 6 月见顶之后一直在回落中	34
图表 62: 中央政府的财政情况好于地方	34
图表 63: 2024 年狭义赤字率或定在 3.5%-3.8% 之间	35
图表 64: 拟财政工具, 例如抵押补充贷款, 也可以帮助稳投资	35
图表 65: 信贷增速持续加快	36
图表 66: 在增量续作 MLF 之后, 市场利率有所下降	36
图表 67: 虽然存款准备金率一路下滑, 但是距离此前历史最低点的 6% 还有一定距离	36
图表 68: 银行息差已在今年三季度跌至 1.73% 的历史新低, 息差压力将制约降息的内在空间	36
图表 69: 人民币在连续三月徘徊在 7.3 附近后, 从 11 月开始升值	39
图表 70: 资本市场流动 8 月起转流出, 但净流出规模有所下降	39
图表 71: 随着市场信心好转, 股票通资金流动 11 月有所改善	39
图表 72: 央行在 8-10 月加强了对中间价的干预以稳定汇率	39
图表 73: 潜在中美利差收窄有助于债券市场资金流入	39
图表 74: 经常项目顺差预计明年有所收窄	39
图表 75: 历届三中全会内容回顾	41
图表 76: 2023 年中美关系重要事件一览	43
图表 77: 纽约联储预测接下来 12 个月衰退的概率有所下降	46
图表 78: 金融压力有所缓解, 金融条件趋于稳定	46
图表 79: 在加息周期大概率已经结束的情况下, 金融市场近期的波动减小	46
图表 80: 我们预计美国经济增速明年将减半到 1.2%, 二三季度环比增速为负	46
图表 81: 美国 GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率	47
图表 82: 投资对环比 GDP 拉动作用细分	47
图表 83: 消费对环比 GDP 拉动作用细分	47
图表 84: 市场非但没有等到服务消费因为高利息环境走弱, 反而之前下行的商品需求开始回升	48

图表 85: 10月消费品零售环比增速略有收窄,但仍保持正增长	48
图表 86: 除交通外的耐用品订单近几个月稳步回升	48
图表 87: 受汽车工业罢工影响,工业生产有所走弱	48
图表 88: 10月新屋开工继续改善,但是营建许可和房间有所下滑	49
图表 89: 成屋销售因供给不足持续放缓,但新房销售仍强	49
图表 90: 房贷利率已接近8%,房价相对仍坚挺	49
图表 91: 近年来的加息周期均导致不同程度的经济衰退	49
图表 92: 各部门的贷款增速已经开始显著下滑	50
图表 93: 贸易逆差可能会随着商品需求回升而再次扩大	50
图表 94: 10月非农新增就业人数跌幅超预期	51
图表 95: 失业率微升0.1个百分点到3.9%	51
图表 96: 即便时薪增速略降,但是其他工资指标依然偏高	52
图表 97: 当周初次申请失业金人数仍偏低	52
图表 98: 美国CPI各分项环比增速和环比贡献	53
图表 99: 美国通胀10月超预期放缓	53
图表 100: 12月圣诞节旅游旺季即将到来,或将影响出行类CPI	53
图表 101: 核心商品主要分项环比贡献率	54
图表 102: 核心服务主要分项环比贡献率	54
图表 103: 租金CPI落后房价变化约1年	54
图表 104: 迄今为止核心CPI降幅慢于整体CPI主要是受坚挺的核心服务CPI的影响	54
图表 105: 美国未来12个月以及5到10年通胀预期连续两个月上升	55
图表 106: 服务业和制造业PMI的价格指数近期均有回升	55
图表 107: 美联储加息预期近期大减	56
图表 108: 美联储9月将明年的降息预测从100个基点下调到50个基点	56
图表 109: 美国政府债务负担在新冠疫情之后大幅上升	57
图表 110: 财政支出中利息支出因为高利率大增	57
图表 111: 月度财政收入增速远不及财政支出	57
图表 112: 美国国会预算办公室预测明年赤字率继续高企	57
图表 113: 美国10年期国债收益率和美元指数走势	59
图表 114: 在总统选举方面,目前特朗普的支持率略胜拜登,和其他候选人已拉开差距	60
图表 115: 特朗普领跑共和党党内选举	60
图表 116: 近期相关报告列表	61

2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场

一、核心观点

今年中美经济的走势似乎和年初市场预期的大相径庭。在近代最大幅度的升息周期中，美国经济增速不仅没减慢，反而越走越快。劳动力市场和通胀的韧性也导致市场对加息结束的讨论从年初一直延续到了年尾。中国经济在防控政策放松后曾被寄予厚望。然而防疫政策放松对经济的促进作用似乎较为短暂。在消费的疤痕效应和房地产行业下行周期的影响下，经济复苏在政策刺激下蹒跚前行。虽然从三季度起政策支持升级，经济复苏再起，但是市场仍然对其可持续性以及房地产和地方债务等结构性问题持谨慎态度。近期金融市场表现依然较为低迷。

我们预计中美经济分化将在 2024 年逐渐显现。从中国来看，罕见的上调赤字率凸显了政府明年稳增长的决心。我们相信积极的财政政策将继续领衔政策宽松，而货币政策也会协同发力。如有必要，房地产政策也可再度升级。在政策激励下，我们相信经济在 2024 年将继续温和复苏，向全面正常化发展。我们认为中国 2024 年全年可实现 4.7% 的经济增速，两年复合增速或加快 0.8 个百分点到 4.9%。通胀率将在经济复苏的环境下温和回升，帮助名义 GDP 增速加快 1.7 个百分点到 6%。经济复苏结构或更为平衡，投资有所改善，消费保持韧性，进出口对经济的拖累作用也有所减弱。从美国来看，尽管经济数据未见明显衰退信号，我们相信适度的衰退是让通胀率最终回归目标水平的必要条件。我们的基本判断是明年美国经济在二三季度经历温和衰退，全年实际 GDP 增速预计从今年的 2.4% 减半到明年的 1.2%。为了应对经济衰退，美联储明年 7 月或开始降息，并在下半年的 4 次会议中连续每次降 25 个基点。但是财政刺激空间因为高额政府债务和选举年两党难达成刺激共识而较为有限。

二、中国——稳健前行，迎接更均衡的经济复苏

虽然过程一波三折，但是今年全年实现 5% 经济目标已基本无悬念。今年的经济走势可谓跌宕起伏：随着 2022 年底中国防疫政策放开，中国经济在疫情反弹结束之后，于今年一季度迎来梦幻开局。然而疫后复苏故事似乎仅是昙花一现，当被疫情抑制的总需求充分释放以后，二季度经济动能明显转弱。好在政府应对经济挑战及时调整宏观政策，从 6 月起政策刺激纷至沓来，从促消费、稳基建、稳地产、降成本等多个角度出发稳增长，成效从 8 月经济数据开始显现。三季度经济增速远超市场预期（图表 1），国家统计局表示四季度经济只要增长 4.4% 以上即可实现全年经济目标。

尽管趋势向好，接下来经济运行仍面临几点挑战。首先，虽然经济复苏仍在持续，但是近期数据显示此轮复苏的两大动能——消费和工业生产——均有边际转弱（图表 2）。与此同时，复苏结构仍不均衡。固定资产投资累计同比增速连续 8 个月下行，通胀率在三季度短暂回升后 10 月又有所回落。其次，尽管监管当局在 8 月底超预期推出一系列房地产政策刺激房产销售，然而政策成效仍较为有限，且近期有所减退。尚未企稳的房地产行业或是当前经济最大症结。再次，2024 年作为地方政府去杠杆和化解债务风险的关键年份，地方政府以及地方政府融资平台对基建投资的融资支持可能会有所下降，影响基建投资。最后，2023 年 5%+ 的全年经济增速远高于 2022 年的 3%，高基数效应亦将影响明年经济增速绝对读数。

仍需持续的政策刺激帮助维持复苏动能。我们相信罕见的上调赤字率仅是新一轮经济刺激的起点，而不是终点。财政政策或领衔政策刺激，化解地方债风险和稳投资仍是财政政策的两条主线。在中央政府财政状况显著好于地方的背景下，明年政府可能会再次抬高中央杠杆率以帮助地方政府去杠杆和化解债务危机。即便已经将计划明年上半年发行的 5000 亿特别国债计入今年的财政赤字，我们相信明年的赤字率仍将显著高于 3% 的隐性红线，或定在 3.5%~3.8% 的区间内。2024 年的地方政府专项债额度可能小幅上升到 4 万亿元（2023 年：3.8 万亿元），以帮助稳投资。在今年三季度政策发力点逐渐从促消费转移到稳投资之后，我们认为明年推出大规模的促消费政策的可能性将较低。除了发行特殊再融资债解燃眉之急之外，全面化解隐性债务的具体部署也值得期待。货币政策至少在明年上半年仍维持宽松，以配合财政刺激发力，或还有 2 次 25 个基点的降准。降息则取决于经济复苏情况，目前来看空间小于降准。考虑到房地产行业在中国经济中举足轻重的地位，房地产政策或继续加码，直至行业企稳。我们相信需求、供给以及公共投资端三管齐下的支持政策将持续。

我们认为 2024 年经济在政策的激励下将继续温和复苏，并向全面正常化发展。我们预计 2024 年的经济增长目标或制定在 4.5%-5% 的区间内。然而意外的赤字率上调表明稳增长仍是明年经济工作重心，政府制定的经济增速目标目前看来有可能会超过我们的基本假设（例如维持在 5% 左右）。具体实现方面，考虑到高基数效应和地方政府和房地产企业去杠杆的持续影响，我们预测明年实际经济增速或在 4.7%。两年复合增速或加快 0.8 个百分点到 4.9%。通胀率将在经济复苏的环境下温和回升，帮助名义 GDP 增速加快 1.7 个百分点到 6%。这将有助于企业盈利恢复。更为均衡的经济复苏也有利于人民币兑美元汇率在 2024 年小幅升值。

接下来的经济复苏结构或趋于平衡。按支出法看，持续下滑的投资增速有望在稳基建和房地产投资政策的鼓励下逐步企稳回升。我们预计固定资产投资增速将从 2023 年的 3% 加快到 2024 年的 4.4%。然而，房地产领域的投资要企稳还需时日。我们预计单月房产销售同比增速至少要到明年年中才能转正，单月房地产投资增速要转正则起码或要等到明年年底。预计明年全年房地产投资增速仍为负，但是对投资的拖累作用相比今年有所缓解。虽然我们认为政府在消费领域加码政策刺激的可能性很低，但是在劳动力市场改善、居民消费情绪改善的大前提下，消费复苏或将持续。由于高基数效应，社会消费品零售增速或下降至 5.5% (2023E: 7.5%)。虽然社会消费品零售两年复合增速或将从去年的 3.6% 跃升到 6.5%，但是仍低于疫情前 8% 以上的年度增速。虽然出口增速预计由于低基数效应而小幅回升，但是进口增速或增幅更大。叠加预计继续扩大的服务贸易逆差，我们认为进出口对经济贡献仍为负，但拖累幅度将有所收窄。

分行业来看，在工业去库存周期结束之后，我们预计工业增加值可能会在相对较高基数基础上继续温和回升 0.1 个百分点到 2024 年的 4.5%，服务业继续往全面正常化迈进，两年复合增速将从 4.1% 上升到 5.7%。然而由于高基数，服务业 GDP 年度增速或从 2023 年的 6% 下滑至 2024 年的 5.5%。

分季度来看，2024 年的经济增速可能呈现一个倒 V 型。在鲜明的基数效应作用下，一季度经济增速或减慢至 4.3%，二季度加快到 5%，三四季度徐徐回落至 4.7% 和 4.6% (图表 3)。然而两年复合平均增速处于稳步回升中。

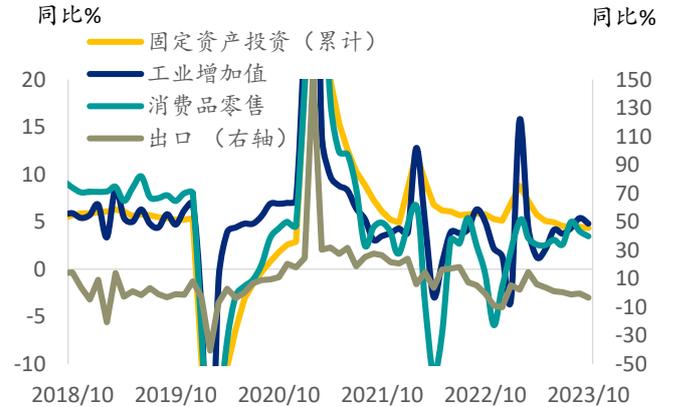
市场信心的持续改善或还取决于房地产和地方政府债务两大风险的处置、以及更为全面的经济复苏。目前市场似乎仅对超预期的显著政策刺激才做出明显的正面反应，这包括 7 月份召开的政治局会议确定政策刺激、8 月底一系列房地产调控政策放松以及 10 月 24 日意外宣布增发国债 (图表 5)。然而，虽然 8、9 月实体数据发布均好于预期，沪深 300 指数也未回升。归根结底是在地方债处置悬而未决、房地产行业未见企稳的情况下，市场似乎对本轮政策推动下的经济复苏仍持谨慎怀疑的态度。要提振市场信心，或还需要更多数据实证以及持续的政策刺激。我们相信市场信心在明年或将得到改善。

图表 1: 从环比看, 实际 GDP 增速在二季度回落 后三季度有所加快



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 10 月消费和生产增速改善, 但两年复合增速仍下滑, 投资持续下滑



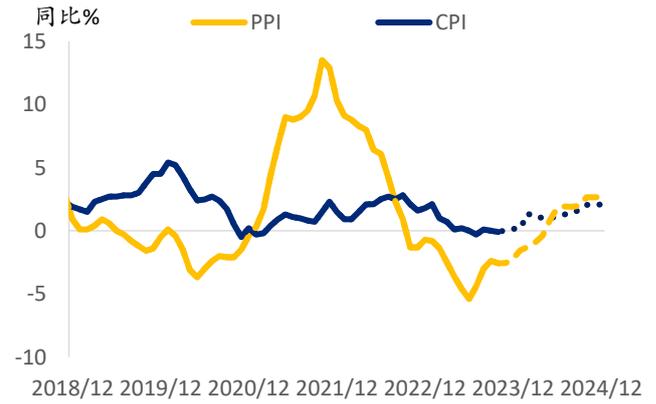
注: 为了排除低基数效应, 2023 年数据均采用两年复合增速
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: 季度实际 GDP 增速预测



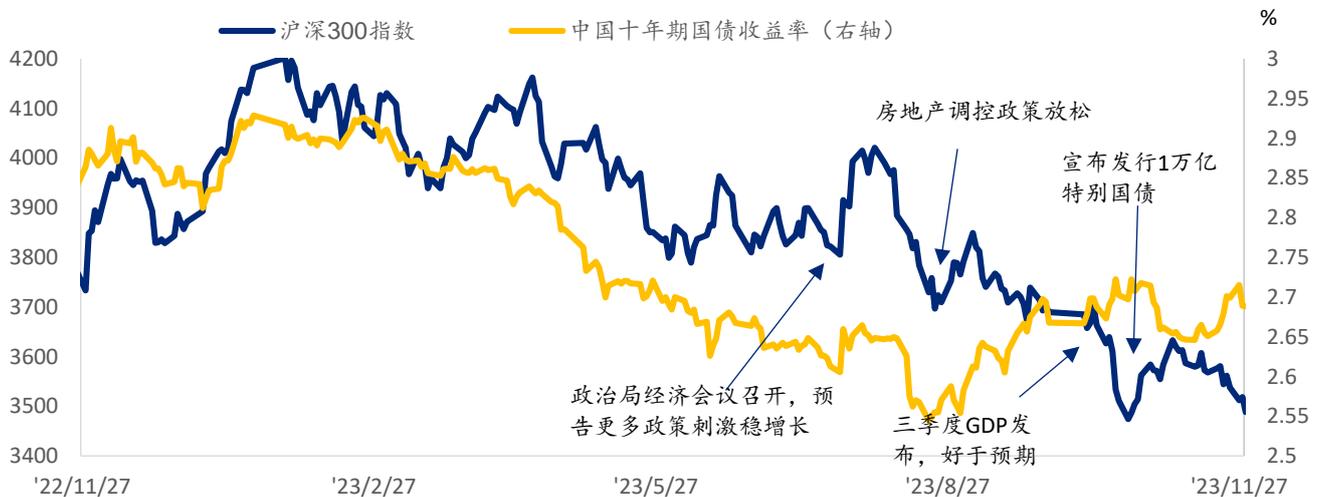
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 月度 CPI 和 PPI 同比预测



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 金融市场仅对显著的政策刺激做正面调整, 对正面的经济数据基本不做反应



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6：中国宏观经济关键数据及预测（2019-2024E）

指标名称	单位	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
实际 GDP 增速	同比%	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.7
最终消费贡献	百分点	3.5	-0.2	4.9	1.0	4.5	3.6
资本形成	百分点	1.7	1.8	1.7	1.5	1.4	1.4
净出口	百分点	0.7	0.6	1.8	0.5	-0.7	-0.3
名义 GDP 增速	同比%	7.3	2.7	13.4	5.3	4.3	6.0
工业增加值	同比%	5.7	2.8	9.6	3.6	4.4	4.5
第三产业 GDP 增速	同比%	7.2	1.9	8.5	2.3	6.0	5.5
固定资产投资	同比%	5.4	2.9	4.9	5.1	3.0	4.4
房地产	同比%	9.9	7.0	4.4	-10.0	-9.7	-7.0
基础设施建设（不包括电力）	同比%	3.8	0.9	0.4	9.4	5.9	5.5
制造业	同比%	3.1	-2.2	13.5	9.1	6.4	7.5
社会消费品零售	同比%	8.0	-3.9	12.5	-0.2	7.5	5.5
出口	同比%	0.5	3.6	29.6	7.0	-4.5	2.0
进口	同比%	-2.7	-0.6	30.1	1.0	-4.8	3.5
贸易差额	亿美元	4,211	5,240	6,704	8,770	8171	7948
经常账户顺差	占 GDP%	0.7	1.7	1.8	2.3	1.6	1.2
GDP 平减指数	同比%，平均	1.2	0.5	4.6	2.2	-0.4	1.2
CPI	同比%，平均	2.9	2.5	0.9	2.0	0.3	1.4
PPI	同比%，平均	-0.3	-1.8	8.1	4.1	-2.9	1.0
赤字率	占 GDP%	-2.8	-3.7	-3.1	-2.8	-3.8	-3.5~3.8
M2	同比%，年末	8.7	10.1	9.0	11.8	10.3	9.5
贷款余额	同比%，年末	12.3	12.8	11.6	11.1	10.8	10.0
新增人民币贷款	万亿	16.8	19.6	19.9	21.3	23.1	23.7
社会融资总额增速	同比%，年末	10.7	13.3	10.3	9.6	9.8	9.6
政策利率（1 年期 MLF）	%，年末	3.3	3.0	3.0	2.8	2.5	2.5
存款准备金率（大型银行）	年末	13.0	12.5	11.5	11.0	10.5	10.0
10 年期国债收益率	年末	3.2	3.2	2.8	2.9	2.6	2.7
美元兑人民币汇率	年末	7.0	6.5	6.4	7.0	7.1	6.9

E=浦银国际预测

资料来源：Wind，浦银国际

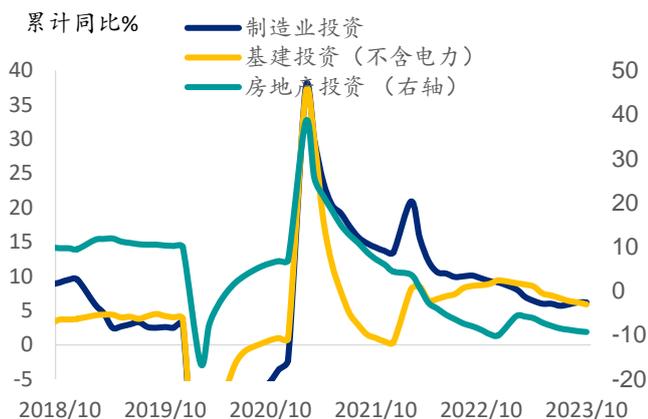
1. 经济三架马车的前景如何？

1) 投资预计整体改善，但房地产投资增速仍为负

投资走过低谷后回升。固定资产投资累计同比增速自3月起连续8个月时间下滑，10月跌至3%以内。稳健的制造业投资并不足以弥补基建和房地产投资的同时下滑（图表7）。从高频数据来看，投资11月或仍疲软：和房地产以及基建投资较为相关的石油沥青装置开工率以及粗钢产量均在11月走弱（图表8、图表9）。展望明年，我们估计制造业投资仍有向上空间，房地产投资跌幅收窄，但基建投资增速或回调。全年固定资产投资增速预计将上升至4.4%（2023E：3.2%），投资将贡献2024年GDP 1.4个百分点，和今年持平。细分来看：

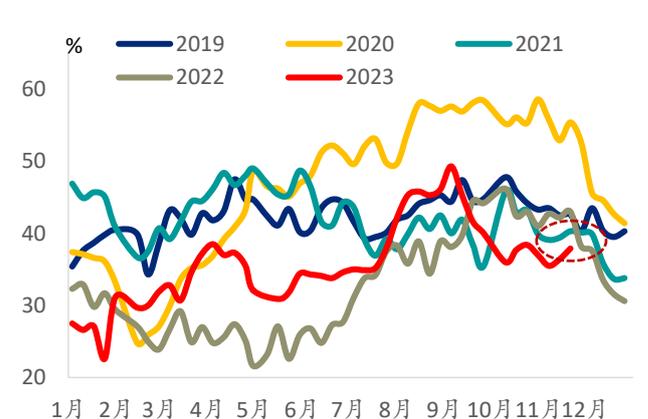
- **制造业投资（↑）**——工业企业库存增速在今年7月触底后反弹，意味着此轮工业去库存周期已经结束（图表10）。伴随着持续的政策支持、PPI和工业企业利润的回升、出口的略微改善，制造业投资或在2024年继续维持稳健，增速预计从今年的6.4%回升到7.5%。
- **基建投资（↓）**——政府对基建投资的显性资金支持明显增强：政府10月底宣布增发1万亿元特别国债用于防汛救灾类基建工作。不过特别国债的发行仍相对靠后，形成实物工作量或起码要等到明年一季度。并且，我们估计2024年地方政府专项债额度上升2000亿元到4万亿元。然而，两大传统融资渠道的局限性仍将牵制基建投资：**第一**，土地出让金收入增速在短暂回温后自8月起再次下行。在房地产行业企稳之前，土地出让金收入增速或难转正。在此轮房地产调控之前，土地出让金收入占到地方政府财政收入30%以上，是基建投资的主要融资来源，而今该比例已经下滑到25%以下（图表12）。**第二**，尽管在政府预告“一揽子化债方案”后，市场上对城投债违约的担忧有所缓解，城投债收益率有所下行（图表13）。然而在地方政府去杠杆以及地方政府融资平台市场化转型的过程中，城投债的审批工作或趋严，发行量或显著下降。2017-2018年收紧地方政府融资监管时期，城投债净融资额曾逐年减半（图表14）。三季度起的月度净融资数据已经开始有所反应。城投债发行量的减少或部分抵消增发国债对基建投资的支持作用。我们预计基建投资增速在2024年将小幅下滑到5.5%（2023E：5.9%）。
- **房地产投资（↑）**——8月底的一系列房地产调控政策放松似乎仅为房产销售带来短暂边际改善。然而我们相信如有需要，房地产政策会再次放松。基于之前房地产收紧政策的强度以及此前几轮周期的规律，我们预计起码明年年中房产销售增速才能企稳转正（参见专题1）。但是，房地产投资通常滞后销售约半年时间，房地产投资增速要转正或需至少等到明年年底。不过，考虑到低基数效应，我们预计明年的房地产投资跌幅或收窄至-7%（2023E：-9.7%）。

图表 7: 3月起固定资产投资增速全面下滑



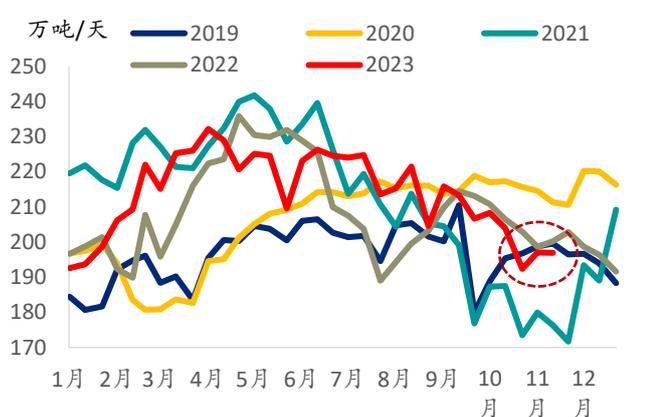
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 8: 石油沥青装置开工率 11月依然低迷



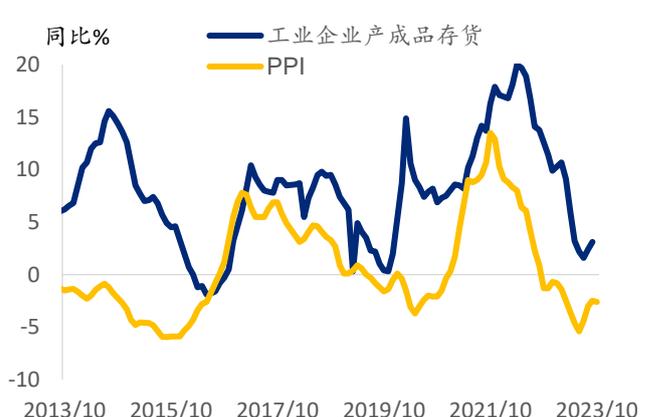
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 9: 11月粗钢产量亦低于10月



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 10: 工业去库存周期见底, PPI 开始回升



资料来源: Wind, 浦银国际

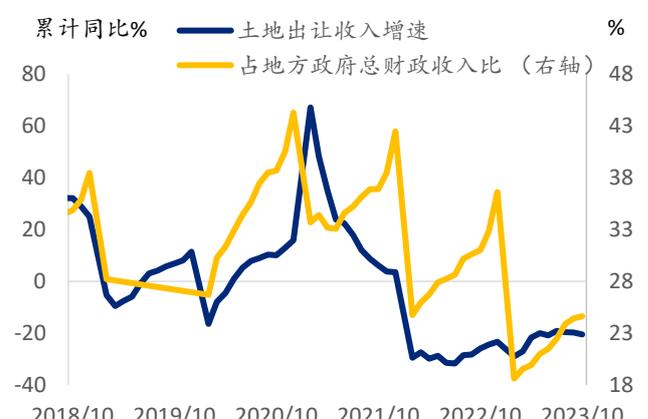
图表 11: 政府预算内的对于基建的资金支持较为充裕



注: 2024 年新增地方政府专项债额度为我们的预测

资料来源: Wind, 浦银国际

图表 12: 土地出让收入跌幅仍大, 在房地产行业稳企前或难增速转正, 影响地方政府财力



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 13: 尽管利差缩小, 城投债净融资近几个月锐减



注: 城投债净投资和利率数据均截止 11 月 28 日
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 14: 2017-2018 年收紧地方政府融资监管时期, 城投债净融资额曾逐年减半



注: 2023 年数据截止至 11 月 28 日
资料来源: Wind, 浦银国际

专题 1: 在 8 月底政策放松后, 房地产行业恢复几何?

8 月底需求端房地产调控政策迎来集中爆发期。8 月 25 日住建部发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》。31 日, 央行又接连宣布降低二套房房贷利率和首/二套房首付比例, 并公布存量房贷利率下调细节 (图表 15)。9 月 26 日起存量房贷利率全面下调, 中国人民银行货币政策司司长邹澜 10 月 13 日表示降低存量首套房贷利率工作已基本接近尾声。存量首套房贷利率平均降幅 0.73 个百分点, 调整后的加权平均利率为 4.27%。自 9 月中起, 地方政府狠抓落实。从 9 月起到现在, 已经 37 城官宣“认房不认贷”, 包括四个一线城市。然而降低首付比例和下调房贷利率的进度相对较慢, 分别有 8 个和 6 个城市有所行动 (图表 16)。此外, 限购政策如我们所预期继续放松。时至今日, 除北上深全市外, 仅有 7 城依然保留了核心区域的限购政策。

图表 15：2023 年房地产调控政策一览

日期	标题	发布部门	要点
2023 年 1 月 5 日	关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知	央行、银保监会	央行、银保监会发布新政，允许地方政府因城施策自主决定阶段性维持、下调或取消首套房商业性个人住房贷款利率下限。
2023 年 4 月 27 日	关于规范房地产经纪服务的意见	住建部、市监局	提出十项意见用于规范房地产经纪服务、加强房地产经纪行业管，包括合理确定经纪服务收费、严格实行明码标价、严禁操纵经纪服务收费等。
2023 年 6 月 20 日	降 5 年期贷款市场报价利率	央行	5 年期 LPR 利率从 4.3% 下调至 4.2%。
2023 年 7 月 10 日	关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知	央行、金融监督管理总局	1. 对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，2024 年 12 月 31 日前到期的，可以允许超出原规定多展期 1 年。2. 2024 年 12 月 31 日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类。3. 对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责。4. 其他不涉及适用期限的政策长期有效
2023 年 7 月 14 日	鼓励存量贷款利率下调	央行	央行表示支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定，或者是新发放贷款置换原来的存量贷款。
2023 年 8 月 25 日	关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知	住建部、央行等	申请贷款买房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。此项政策供城市自主选用。
2023 年 8 月 27 日	上市房企再融资政策放松	证监会	房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。
2023 年 8 月 31 日	降首付比、房贷利率、落实存量房贷利率下调	央行	1. 不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例政策下限分别统一为不低于 20% 和 30%（原先为 30% 和 40%）。2. 将二套住房利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 20 个基点。3. 自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请置换存量房贷。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但不得低于原贷款发放时所在地首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。
2023 年 10 月 26 日	国务院常务会议通过“关于规划建设保障性住房的指导意见”	国务院	1. 明确两大目标，“加大保障房建设和供应”和“推动建立房地产业转型发展新模式”。2. 提出“用改革创新的办法，在大城市规划建设保障性住房”
2023 年 11 月 17 日	三部门开会落实“满足不同所有制房地产企业合理融资需求”	央行、金融监管总局、证监会	1. 坚持“两个毫不动摇”，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。2. 继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资。3. 支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。4. 要继续配合地方政府和相关部门，坚持市场化、法治化原则，加大保交楼金融支持，推动行业并购重组。5. 要积极服务保障性住房等“三大工程”建设，加快房地产金融供给侧改革，推动构建房地产发展新模式。

资料来源：政府部门网站，浦银国际

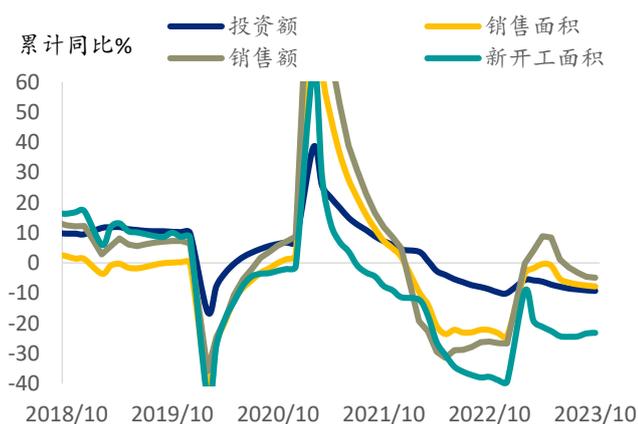
图表 16：2023 年 9 月起地方政府房地产放松政策落实情况

	城市数量	地区名称
认房不认贷	1 线：4；2 线：33	北京、上海、广州、深圳、安徽、成都、大连、东莞、鄂州、佛山、福州、哈尔滨、杭州、合肥、惠州、济南、江门、兰州、南京、南宁、宁波、宁德、青岛、清远、三亚、厦门、沈阳、苏州、天津、无锡、武汉、西安、长沙、郑州、中山、重庆、珠海
降低首付比例	1 线：2；2 线：6	深圳、广州、厦门、青岛、郑州、大连、南京、沈阳
下调房贷利率下限	1 线：2；2 线：4	深圳、广州、青岛、大连、南京、重庆
全面取消限购	2 线：16	宁波、长沙、厦门、成都（144 平以上）、武汉、青岛、无锡、合肥、福州、郑州、济南、苏州（120 平以上）、兰州、大连、南京、沈阳

资料来源：新闻整理，浦银国际

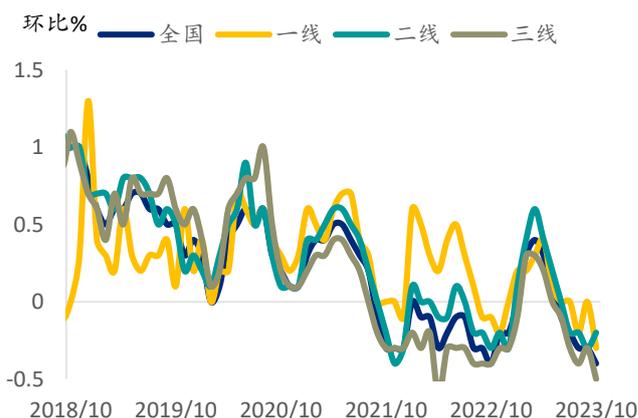
10 月统计局发布的房地产相关数据依然差强人意。10 月房地产投资累计同比增速再下滑 0.2 个百分点到-9.3%，但新开工累计同比跌幅略微收窄 0.2 个百分点到-23.2%（图表 17）。据我们计算，按面积算的房产销售同比跌幅在 9 月略微收窄后 10 月又有所扩大（10 月：-20.3%，9 月：-19.8%），但是按价值算的跌幅有所收窄（10 月：-14.4%，9 月：-19.2%）。也就是说，在核心二线城市和一线城市非核心区放开限购政策的引领下，一二线城市房产销售恢复好于三四线城市。与此同时，70 大中城市新增商品住宅价格环比跌幅 10 月继续扩大（10 月：-0.4%，9 月：-0.3%，图表 18），尤其是三线城市。

图表 17：房地产销售和 investment 继续恶化，新开工跌幅略有收窄



资料来源：Wind，浦银国际

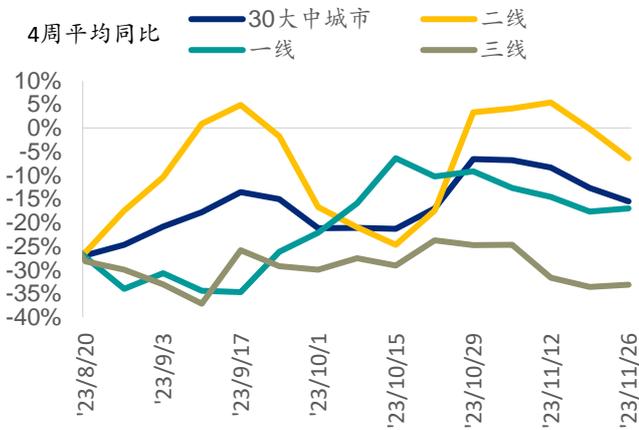
图表 18：70 大中城市新增商品住宅价格环比跌幅 10 月继续扩大



资料来源：Wind，浦银国际

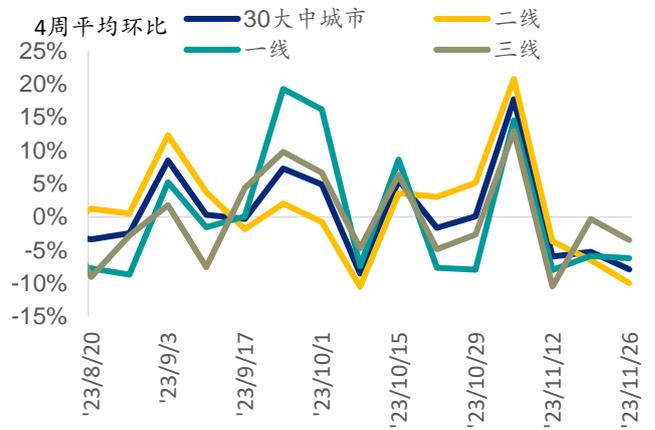
高频数据显示政策放松对二线城市和二手房交易较为显著，11月成效有所减弱。从日/周度的高频数据来看（取4周移动平均），放松房地产调控政策在政策发布初期（9月中上旬）对销售起到了一定促进作用，而后政策效力又有所下降。而在10月下旬开始，30大中城市的房产销售再现改善。从城市来看，二线城市受到政策鼓励的成效最为明显，部分受益于这段时间内较多二线城市放松/取消限购政策。然而在传统的“金九银十”季节结束之后，11月以来政策成效有所减退（图表19、图表20）。从房屋属性来看，政策对二手房销售的促进作用明显大于一手房销售（图表21、图表22）。

图表 19：30 大中城市房产销售同比增速



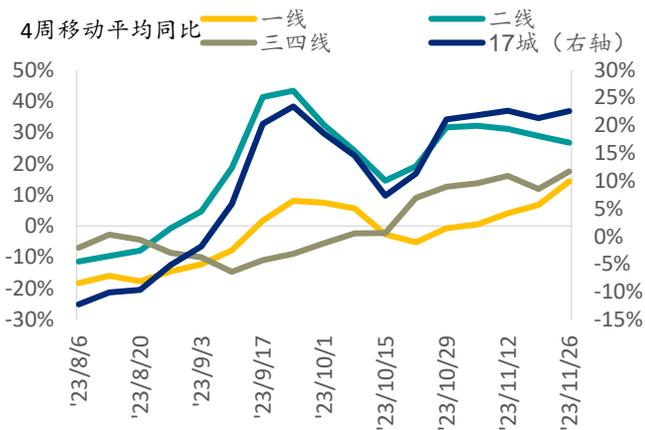
资料来源：Wind，浦银国际

图表 20：30 大中城市房产销售环比增速



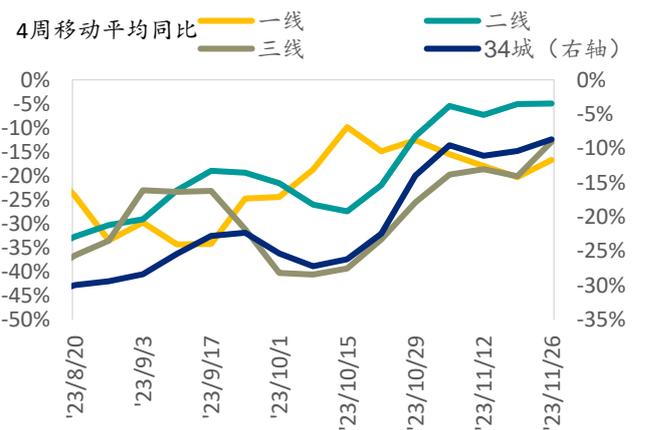
资料来源：Wind，浦银国际

图表 21：17 城二手房销售（套数）同比增速



资料来源：Wind，浦银国际

图表 22：34 城一手房销售同比增速

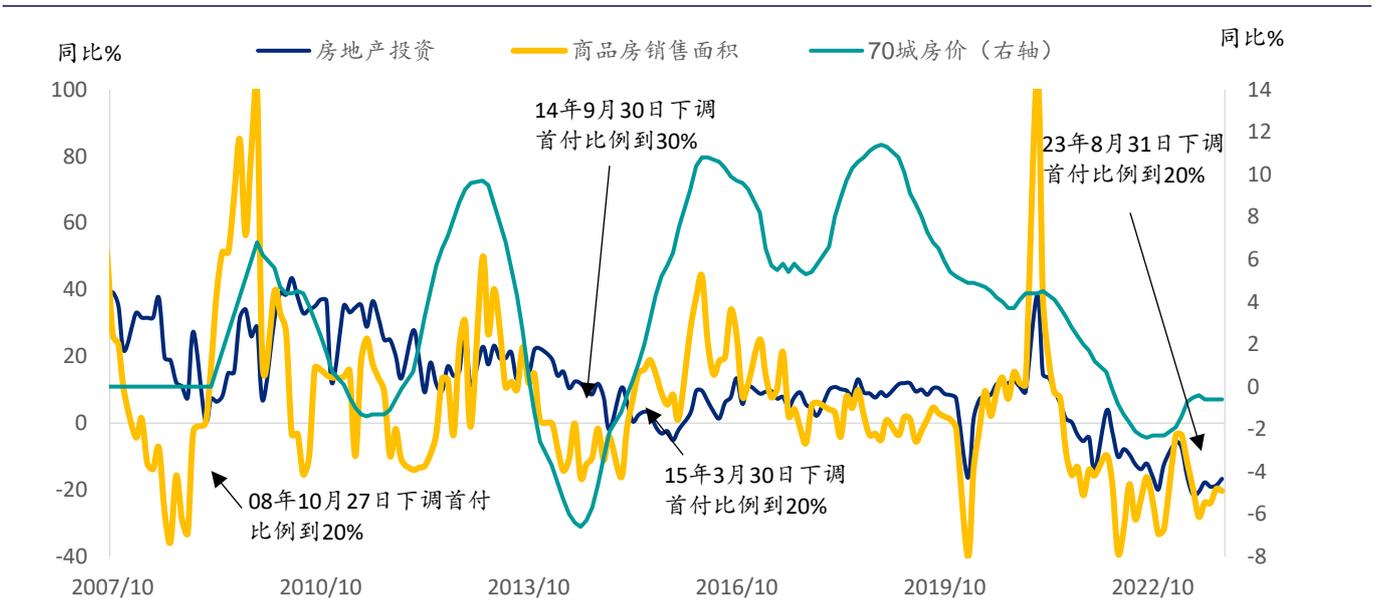


资料来源：中指数据，浦银国际

房屋销售和房地产投资什么时候可以企稳？ 前两轮房地产放松周期或带给我们一些线索。2008年10月27日，政府下调首付比例到20%，而后到2009年3月，房产销售同比增速才转正，而投资回暖再滞后于销售约半年。在2014年9月30日政府下调首付比例至30%后，房产销售经历了一段时间的波动期，直到2015年4月，销售同比增速才转正，并正式进入上行周期。2014-2015年周期中投资的恢复显得更为缓慢，房地产投资筑底晚于销售有长达10个月的时间（图表23）。

我们相信此轮周期或需耗费更长时间改善需求。首先，此轮房地产行业调控政策相较此前更为严格，从供给端和需求端均有明显收紧（此前收紧周期更着重在抑制需求方面），对购房者的信心影响可能也更大。其次，居民对房产的投资属性已有更清醒认识（房价并非稳涨不跌）。因此，我们认为房产销售或起码要等到明年年中才能企稳（同比增速转正）。因为恢复将仍缓慢，2024年全年销售增速或仍将为负。而房地产投资要实现企稳可能至少要等到明年年底。不过我们相信周期正在逐渐筑底的过程中，明年全年房产销售和投资跌幅将显著小于今年，对经济的拖累作用减弱。

图表 23：在前两轮房地产行业放松周期中，销售转正约滞后首付下调半年



资料来源：Wind，浦银国际

专题 2：城中村改造对经济的影响有多大？

城中村改造或为今后几年固定资产投资领域重点工作。继今年四月和七月的政治局会议以及 7 月 21 日国常会提及推进城中村改造后，21 个超大特大城市中已有 10 城就城中村改造制定 2023 年或 2023-2025 年详细目标和计划（图表 24）。其中进度最快力度最强的应该是广州市，广州市早在一月就明确今年改造目标。全面推动 127 个项目，完成 2000 亿元城市更新固定资产投资的目标亦是公布目标的城市里体量最大的。同作为一线城市的上海可能出于高成本的考虑动作较慢，今年仅计划启动 10 个项目。深圳则提出要在 2023 年推进 4.9 万套（间）城中村规模化品质化改造提升项目。更多的城市制定的计划把时间跨度放在三年，例如深圳、厦门和上海。从各城市的动向来看，此轮城中村改造无论从横跨时长还是规模都可以超过 7 月国常会召开后的市场预期。

图表 24：10 个城市已制定 2023 年或 2023-2025 年详细目标和计划

日期	城市	城中村改造计划
1 月 28 日	广州	推进中心城区城中村改造，坚持“拆、治、兴”并举，2023 年推进 127 个城中村改造项目，力争完成 2000 亿元城市更新固定资产投资目标。
2 月 7 日	昆明	2023 年拟启动 44 个城中村改造
3 月 2 日	深圳	计划于 2023-2025 年将 167 个城中村（约 2000 万平）改造。2023 年计划推进 4.9 万套（间）城中村规模化品质化改造提升项目。
3 月 4 日	青岛	2023 年计划推进城中村改造项目 85 个，计划完成投资 175 亿元。其中，新启动项目 19 个，计划年度完成投资 31 亿元，惠及居民 1.46 万户；续建项目 66 个，计划年度完成投资 144 亿元。
5 月 17 日	厦门	发布厦门市城中村治理三年行动方案（2023-2025），利用三年时间实现 108 个行政村治理全覆盖。
5 月 20 日	郑州	在 2023 年中国城市更新论坛上透露今年郑州计划入库 60 个城市更新项目，新开工 20 个，年度力争完成 1000 亿元投资额。
5 月 26 日	杭州	2023 年，组建全面推进城市更新行动领导小组，出台指导性文件和行动方案，编制城市更新专项规划，制定城市更新技术标准，基本形成具有杭州特色的城市更新工作体系。
6 月	武汉	2023 年武汉市坚持“留改拆建控”并举的原则，全面推进 41 处基础设施落后、城市治理重点部位的征收腾退和城中村改造，全年完成城市更新 1421.02 万平方米。
6 月 27 日	东莞	主城区的南城、东城、万江、莞城是这轮城中村改造的重点区域，其中 12 条城中村作为首批试点改造项目要率先动起来。另外，其他 28 个镇也要各自确定 2 条城中村同步铺开。
7 月 11 日	上海	已批准改造项目共 62 个，计划在 2023-2025 年启动 30 个项目，10 个在 2023 年。计划在 2032 年底全面完成改造 700 个城中村改造项目，涉及 11 万户。

资料来源：政府部门网站，浦银国际

此轮城中村改造如何操作？根据国常会通稿（图表 26），我们判断：1）城中村改造或不会像棚改一样制定具体的全国性目标；2）资金来源更加多元化，民间投资尤其是国有房企和商业银行或参与其中；3）货币化安置比例或将明显低于之前的棚改；4）相比之前散点式的城中村改造，地方政府在此轮改造中将扮演更为关键的指导作用，规划上也将更有全局性。具体执行上可参考 2021 年 8 月发布的《防止大拆大建问题的通知》，但我们预计某些红线有放松的可能。例如拆除重建比例可能会被放宽至 40%；考虑到参与市场主体的经济利益，拆建比可能被扩大至 3（图表 25）。

图表 25：城中村改造的硬性约束

	2021年8月规定	预测放宽
拆除重建比例	=<20%	=<40%
拆建比	=<2	=<3
就近就地安置率	=>50%	
城市住房租金	=<5%	

资料来源：住建部，浦银国际估计

图表 26：国常会对城中村改造的方向指引

序号	具体指引
1	在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。
2	要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个。
3	要坚持城市人民政府主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。
4	要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续经营。

资料来源：政府部门网站，浦银国际

我们预计 1367 万人可受益于此次城中村改造，改造面积或超过 10 亿平方米。不少研究均使用第七次全国人口普查（简称“七普”）的人口数据和自建房比例来估算受益人群，我们亦以此为出发点。至于自建房被纳入城中村建设的比例，我们参考上海的数据（78%）：上海计划 2032 年全面完成 11 万户城中村改造，而七普中上海自建房户总共为 14.11 万户。我们使用七普的城市常住人口数据，乘以自建房比例（用各省的自建房比例代替），乘以 78% 来估算受益人群。城中村业主的居住面积一般大于城市平均值。假设城中村业主的人均住房面积是该城市平均的 2 倍，我们得出 21 城或将有 10.1 亿平方米城中村加入改造行列。

此次城中村改造建设或耗资高达 4.7 万亿-8.5 万亿元。我们按照图表 25 中拆建比和拆除重建比例的两种假设（一种按照 2021 年 8 月文件的硬约束，另一种按照我们估计的可能放松约束情况），以及图表 27 中估计的拆除重建以及改造费用，计算得出建设成本在两种假设条件下分别为 4.7 万亿和 8.5 万亿元¹。如果加上配套基础建设的建造，投资成本可能更高。从时间跨度来看，我们预计完成改造任务大致需要 5-8 年时间。假设 5 年完成，每年的建设成本（对投资的拉动）在 0.9 万亿-1.7 万亿元（相当于 2022 年房地产投资的 7.1%-12.8%，下同）。如果时间跨度拉长至 8 年，则每年可拉动 0.6 万亿-1.1 万亿元相关投资（4.5%-8%）。不论在何种假设下，在房地产行业从低迷中恢复的过程中，改造对房地产投资的促进作用是显著的。

¹ 我们的计算并没有考虑宅基地的补偿成本，这部分或较难估算，也不会影响建设投资的计算。同样的，我们也没有考虑货币化安置问题，因为即使进行货币化安置，重建后的房屋依然会有类似价值，可假设为等价交换。

图表 27：城中村改造所需建设资金的估算

	场景 1: 按照 2021 年规定, 拆建比 2, 拆除重建比例 20%	场景 2: 将拆建比放宽到 3, 拆除重建比例到 40%
1. 涉及面积 (亿平米)		
a. 拆除面积	2.02	4.04
b. 改造面积	8.07	6.05
c. 重建面积	4.04	12.11
d. 合计	14.13	22.20
2. 假设成本 (元/平米)		
a. 拆除单价		1500
b. 改造单价		3000
c. 建安单价		5000
3. 涉及金额 (万亿元)		
a. 拆除费用=1a*2a	0.3	0.6
b. 改造费用=1b*2b	2.4	1.8
c. 重建费用=3c*3c	2.0	6.1
d. 合计	4.7	8.5
4. 假设 5-8 年完成, 每年建设成本 (万亿元)		
5 年=3d/5	0.9	1.7
8 年=3d/8	0.6	1.1

资料来源：浦银国际估算

虽然积极推动城中村改造或有助于缓解房地产投资增速的下滑，但是我们并不认为该政策会和棚改攻坚计划一样显著提高房产销售。棚改，尤其在推动货币化安置后对 2015 年起去房地产库存起到了关键作用，房价也在 2015 年中开始恢复。而此轮城中村改造恐难达到如此效果。虽然 10.1 亿平方米的建设面积是一个不小的数据，但是或仅有房票和货币化安置的部分会影响房产销售。我们估计在 2 亿-4 亿平方米拆除面积中，有 50% 通过房票和货币化来安置，即 1 亿-2 亿平方米。若通过 5 年来实现，每年的安置面积为 0.2 亿-0.4 亿平方米（相当于 2022 年房地产销售面积的 1.5%-3%，下同）。若通过 8 年来实现，每年的安置面积为 0.1 亿-0.3 亿平方米（0.9%-1.9%）。

城中村改造或对消费有正面的溢出效应。首先，虽然新一轮房价暴涨可能性非常低，但是改造或对周边区域房价有正面溢出效应，影响相关居民的消费能力。其次，城中村改造还涉及宅基地补偿问题。虽然这部分费用较难测算，但是对城中村居民的消费能力将起到相当的提振作用。城中村以及周边居民消费能力的改善有助于支撑社会零售。最后，搬迁或增加对住房类零售的需求，比如家电、家具和装潢材料。

2) 消费继续温和复苏

在促消费政策的鼓励下，社会消费品零售数据连续超预期，但熨平基数效应后的两年复合增速连续两个月下滑。政府6月起开始推促汽车消费政策，7月中起政府密集发布促家居、汽车和电子产品消费的政策支持（图表 28）。与此同时，存量房贷利率的统一下调和提高个人所得税三条专项扣除标准也帮助居民部门节省了税收和房贷开支，一定程度上相当于增加了收入。政策成效在8月起开始在数据中体现，社会消费品零售数据连续三个月超市场预期。然而去年疫情防控政策放松前消费低迷的基数效应作用明显，两年复合增速在9-10月均有略微下滑（图表 2）。

从结构上看，服务消费是今年消费复苏的主要推动力。在今年1-10月，服务消费同比增速高达19%，而商品零售增速仅为5.6%（图表 29）。餐饮消费尤其在暑期表现亮眼，但在暑假旅游旺季结束后有所下滑，是近期整体零售数据下滑的主要原因。商品零售表现近期也略有下滑但相对稳健。尤其汽车销售在政策支持和新能源汽车新一轮降价潮下仍表现不俗。短期内，我们对消费复苏的持续仍有两点担心：（1）暑期旅游推动的服务业的火爆对消费复苏有相当帮助，而此后均是旅游淡季；（2）汽车销售是支持稳健商品销售的一大动力，但可持续性仍有待观察。确实11月高频数据显示电影票房和汽车销量均有所转弱（图表 30、图表 31）。

即便短期内可能还有波动，我们依然相信明年消费将随内生动力增强而继续温和复苏。财政刺激从8月起已经从促消费更多地转向到促投资，我们相信接下来再推出大规模促消费政策的机会并不大，消费复苏更多地还是要靠内生动力的增强。（1）**消费信心的增强**：消费者信心指数在今年二季度回落之后三季度又开始缓慢回升，并有望继续上升（图表 33）。（2）**劳动力市场和收入的持续改善**：在今年的经济复苏故事中，在疫情期间受影响较大的服务业恢复更为显著（图表 34）。相较于制造业，服务业GDP增速的加快可以增加更多的工作机会。因此失业率已逐步下滑到5%（图表 35）。劳动力市场的改善有助于收入增加，居民收入增长今年二季度以来亦好于经济增速（图表 36），从而促进消费。

往前看，我们对经济的基本判断是经济动能在今年7月后已经触底，而后经济动能将缓慢回升，从而就业和收入得以持续改善（图表 36、图表 37）。失业担忧的缓解也有助于超额储蓄的释放，叠加收入改善，消费复苏将得到进一步的支撑。然而由于与消费情绪息息相关的房地产行业企稳较慢，我们认为明年消费也难以恢复到疫情前水平。消费降级趋势亦可能延续，高端消费恢复空间有限。基于以上分析，我们预计社会消费品零售同比增速因为基数原因将从2023年的7.5%下滑至5.5%，但是两年复合增速有所加快（2024E：6.5%，2023E：3.6%）。最终消费或对明年GDP贡献3.6个百分点（2023E：4.5个百分点）。

图表 28：2023 年 6-7 月促消费政策频出

日期	标题	发布部门	要点
2023 年 6 月 21 日	关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告	财政部、税务局等	对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过 3 万元。
2023 年 7 月 18 日	关于促进家居消费若干措施的通知	商务部等十三部门	涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域，对旧屋改造和家居消费和企业的金融支持是两大亮点。
2023 年 7 月 20 日	关于促进电子产品消费的若干措施	发改委、工信部、财政部等七部门	1. 鼓励科研院所和市场主积极应用国产人工智能 (AI) 技术提升电子产品智能化水平；2. 推广家庭安防、智慧厨房、智能睡眠、健康卫浴、空气净化等应用场景；3. 持续推动家电下乡，有序推进农村地区清洁取暖。
2023 年 7 月 20 日	关于促进汽车消费的若干措施	发改委等十三部门	1. 鼓励限购地区尽早下达全年购车指标；2. 加强新能源汽车配套设施建设，加快充电基础设施建设；3. 加大汽车消费信贷支持。
2023 年 7 月 31 日	关于恢复和扩大消费的措施	发改委	1. 各地区不得新增汽车限购措施，已实施限购的地区因地制宜优化汽车限购措施。2. 鼓励错峰休假、弹性作息，积极举办文化和旅游消费促进活动。3. 逐步降低农村物流配送成本。4. 加大综合金融支持力度
2023 年 8 月 31 日	提高个人所得税的三条专项扣除标准	财政部	1. 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。2. 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。3. 赡养老人专项附加扣除标准，由每月 2000 元提高到 3000 元

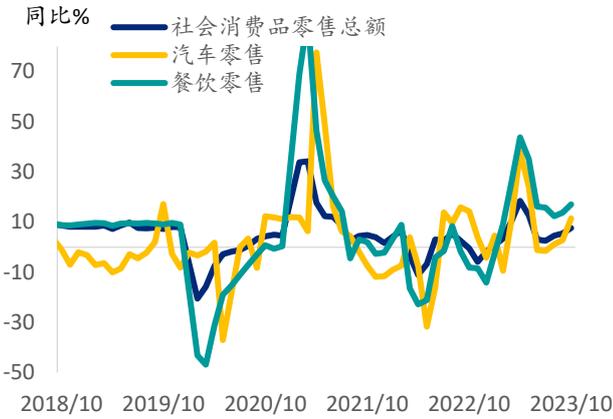
资料来源：政府网站，浦银国际

图表 29：服务零售是社会消费品零售数据今年改善的主要推动力

	23年10月				23年9月		23年1至10月		
	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	19年同期 (%)	两年平均/19年同期 (%)	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	累计同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	两年平均/19年同期 (%)
社会消费品零售总额	7.6	3.5	7.2	48.2	5.5	4.0	6.9	3.8	46.3
服务零售							19.0		
餐饮	17.1	3.7	9	41.5	13.8	5.8	18.5	6.8	71.8
商品零售	6.5	3.5	7.0	49.4	4.6	3.8	5.6	3.4	43.0
必需品									
日用品类	4.4	1.0	12	8.7	0.7	3.1	3.6	2.6	19.4
能源类	5.4	3.1	-4.5	-69.5	8.9	9.5	6.4	9.5	945.0
自选消费									
服装鞋帽针纺织品类	7.5	-0.3	-0.8	35.2	9.9	4.6	10.2	2.9	103.6
化妆品类	1.1	-1.3	6.2	-21.4	1.6	-0.8	6.2	1.7	14.0
金银珠宝类	10.4	3.6	-4.5	-81.0	7.7	4.8	12.0	6.9	6850.0
通讯器材类	14.6	2.2	22.9	9.5	0.4	3.1	5.2	2.2	26.9
汽车类	11.4	7.6	-3.3	-229.8	2.8	8.4	5.3	3.1	-305.0
住房相关									
家用电器和音像器材类	9.6	-3.0	0.7	-424.4	-2.3	-4.2	0.3	-0.3	-4.6
家具类	1.7	-2.5	1.8	-141.0	0.5	-3.5	2.9	-2.65	-49.1
建筑及装潢材料类	-4.8	-6.8	2.6	NA	-8.2	-8.2	-7.5	-6.4	-188.2

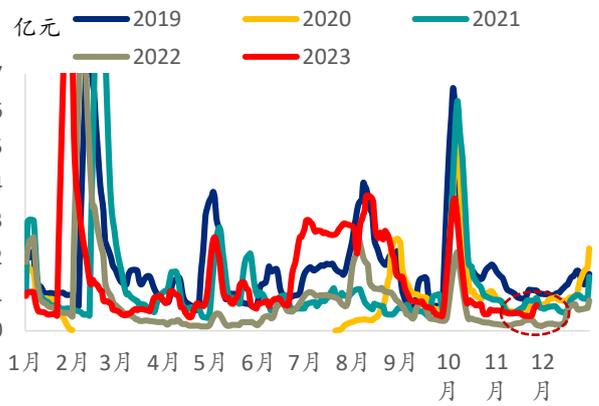
资料来源：Wind，浦银国际

图表 30：社会消费品零售增速持续超预期加快，汽车零售表现亮眼



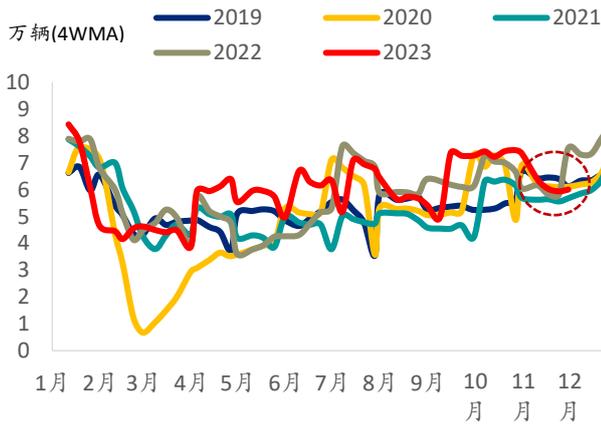
资料来源：Wind，浦银国际

图表 31：11 月电影票房好于 2022 年同期但低于疫情前水平



资料来源：Wind，浦银国际

图表 32：强劲的汽车销售近期有些转弱



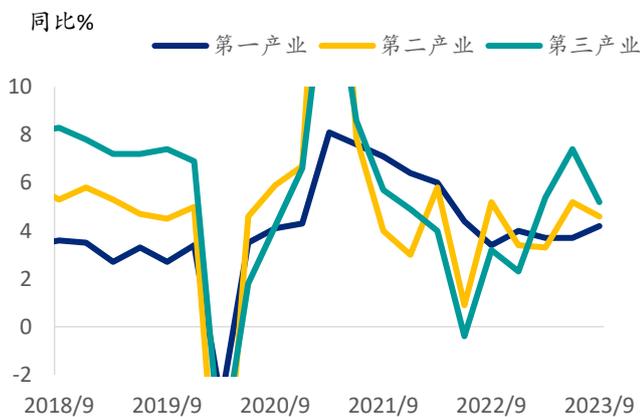
资料来源：Wind，浦银国际

图表 33：消费者信心在二季度回落后三季度温和回升



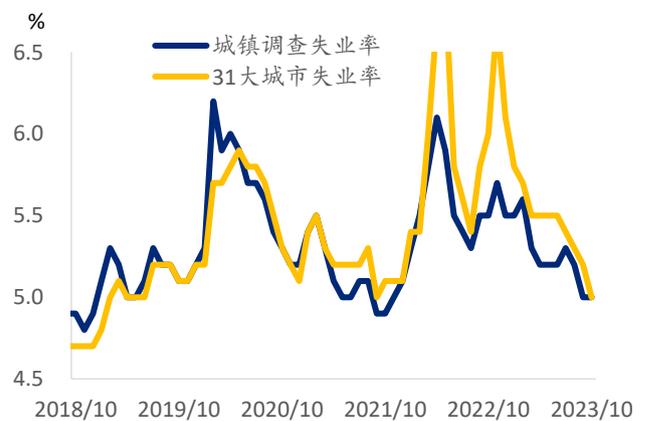
资料来源：Wind，浦银国际

图表 34：在今年的经济复苏故事中，在疫情期间受伤颇多的服务业恢复更为显著



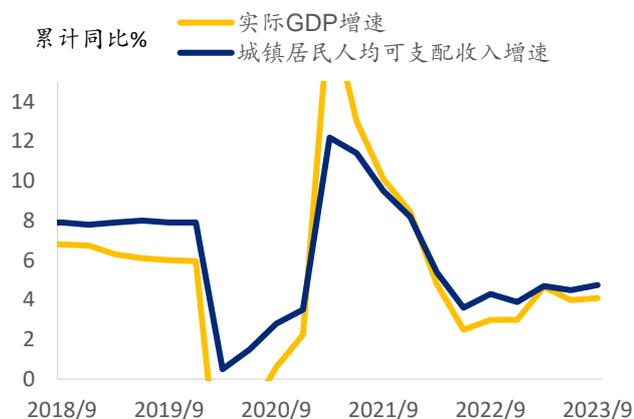
资料来源：Wind，浦银国际

图表 35：全国城镇调查失业率已跌至 5%



资料来源：Wind，浦银国际

图表 36: 历史数据显示居民收入增速和经济增速基本保持一致, 今年收入增速好于 GDP



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 37: GDP 增速的加快可以创造更多就业机会



资料来源: Wind, 浦银国际

3) 出口在低基数条件下改善, 但进出口对明年经济增速贡献仍为负

二季度起, 对外贸易对经济增速的拖累作用逐渐明朗化。出口跌幅在今年逐季加大, 从二季度的-4.8%加速到第三季度的-9.8% (图表 38)。前十个月出口增速录得-5.8%, 远低于去年同期 (+10.1%)。不过值得注意的是, 虽然出口增速下滑明显, 但是中国出口在全球的份额其实未见大幅下降 (图表 39), 证明整体外需减弱或是出口下降主要原因之一。具体地看:

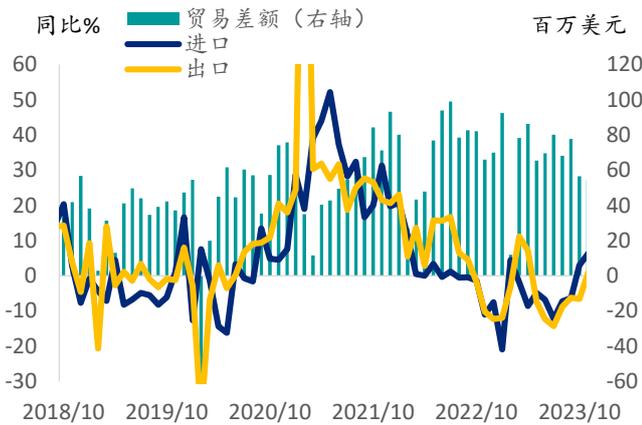
- 分国家来看, 由于美国今年商品需求的减弱以及美国“去中国化”的贸易策略, 中国对美国的出口同比减少了 15.2%, 这是出口不及预期的主要原因 (图表 41)。此外, 受科技下行周期影响, 中国对日本、韩国以及中国台湾地区的出口分别下降了 8.8%, 8.9% 和 18.7%。欧盟经济在高利率政策下迅速下行, 需求亦大减, 中国到欧盟出口同比减 6.5%。在主要经济体中, 仅有对东盟的出口仍保持正增速 (2.4%)。
- 分产品来看, 仅有出口新势力——新能源汽车 (92.1%)、摩托车 (77.9%)、蓄电池 (30.8%) 和汽配零件 (8.9%), 以及和出行需求息息相关的箱包 (4.3%) 等的出口在今年前 10 个月维持了同比正增长 (图表 40)。在全球科技下行周期和美国“去中国化”产业策略的共同作用下, 高新技术出口跌幅在大类中最大 (1-10 月跌了 13.3%, 2022 年-2.8%), 相应的芯片出口亦下跌 14.9%。由于后疫情时代需求下降, 劳动密集型出口亦下跌 8.3%。机电产品韧性较强, 仅下跌 3.8%。

然而从月度数据来看，排除了价格因素的实际出口增速8月已转正。虽然按美元计价的出口增速自5月起开始转负，但是出口数量的下跌（实际出口增速）其实较为有限，负增速也仅持续了三个月（图表 43）。也就是说，出口增速的下行更多是由价格带动。此外，按美元和人民币计价的出口增速差也体现了人民币贬值在按美元计价的出口里的拖累作用。总而言之，从数量来看，5月开始的出口情况其实是好于整体读数。

展望明年，我们预计出口增速接下来有望小幅回暖。科技周期的上行、基数效应、中美补库存周期的同步共振和汇率因素或帮助以美元计价的出口增速回升，但将被潜在的全球名义经济增速的下滑以及产业链外移部分抵消。我们预计2024年中国出口增速将转正至2%。

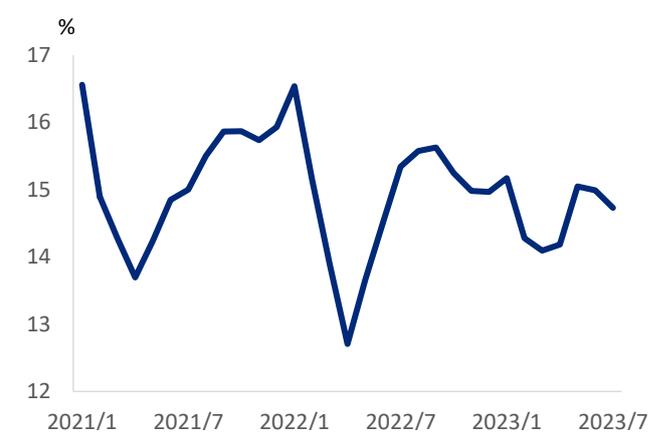
- **科技周期见底回升（↑）**——从全球半导体月度销售额来看，同比跌幅从下半年开始收窄（图表 44）。根据世界半导体贸易统计组织（WSTS）的预测，2024年全球半导体销售额有望重回增长，同比增长11.8%（2023E：10.2%，图表 45）。科技周期重回上行周期有望提振高新技术出口（占总出口超过25%）。
- **低基数效应（↑）**——虽然11-12月出口或因低基数效应有望转正，但是我们预计今年全年出口或仍下跌4.5%。
- **人民币小幅升值（↑）**——今年二季度起人民币兑美元的贬值也是以美元计价的出口增速下跌的原因之一。而我们预计明年人民币兑美元将小幅升值，帮助以美元计价的名义出口增速回升（参见[汇率部分](#)）。
- **全球经济增速略微下滑引起的外需弱化（↓），但部分可能被补库存周期和需求从服务重新转移到商品抵消**——根据IMF预测（2023年10月版本），全球经济增速将从2023年的3%略微下滑到2024年的2.9%，通胀率从6.9%下降到5.8%。也就是说，和中国出口增速相关性高的名义经济增速将从9.9%下滑到8.7%（图表 46），拖累中国出口。尽管如此，欧美制造业进入补库存周期（图表 47），补库存的需求或部分缓冲因经济增速放缓带来的需求走软。此外，在国外疫情重开一年多后里，需求又逐渐从服务消费重新转移回商品消费（图表 84），也将有利于中国出口。
- **产业链外移（↓）**——在特朗普担任美国总统期间，出于对高额关税的担忧，在华外企开始考虑产业链外移。而2022年的疫情防控政策加剧了企业对多元化供应链的倾向。外资直接投资累计同比增速从今年4月开始转负（图表 48）。我们预计产业链外移会继续发生，也将对明年的出口产生一定影响。不过我们仍然相信考虑到中国巨大的消费市场、高额的投资成本以及中国在完整的产业链以及熟练劳动力上的优势，整体外移速度不会过于迅速。

图表 38: 中国出口增速 5 月份开始转负



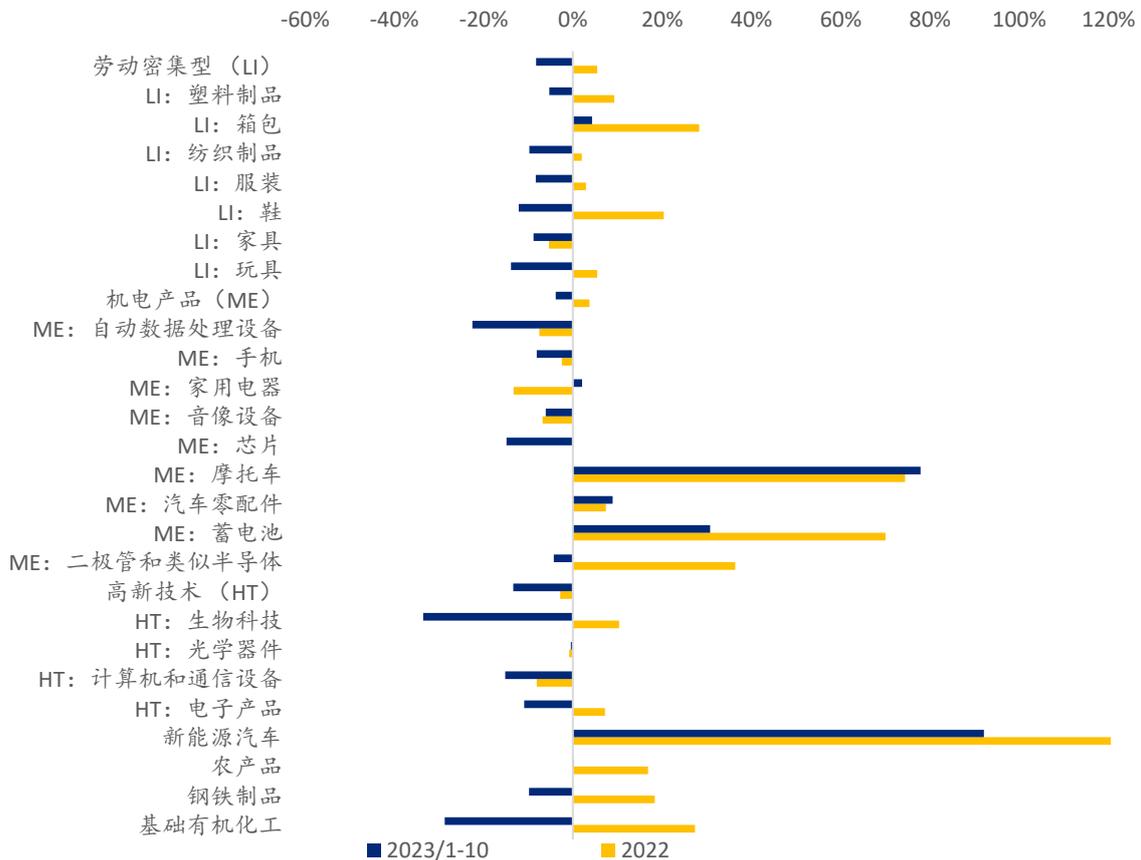
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 39: 中国出口在全球的份额未见大幅下降



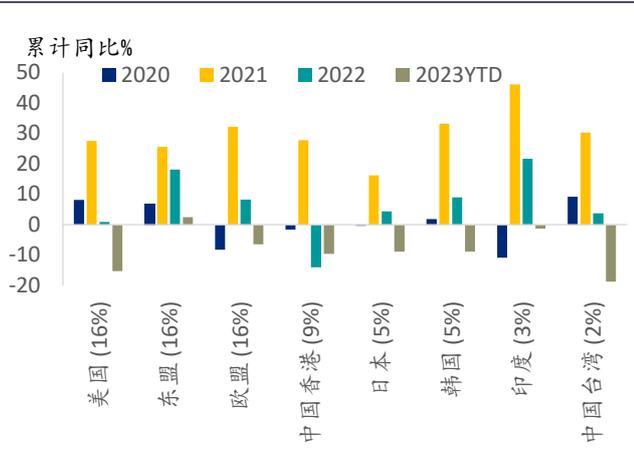
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 40: 中国对各类产品出口累计同比



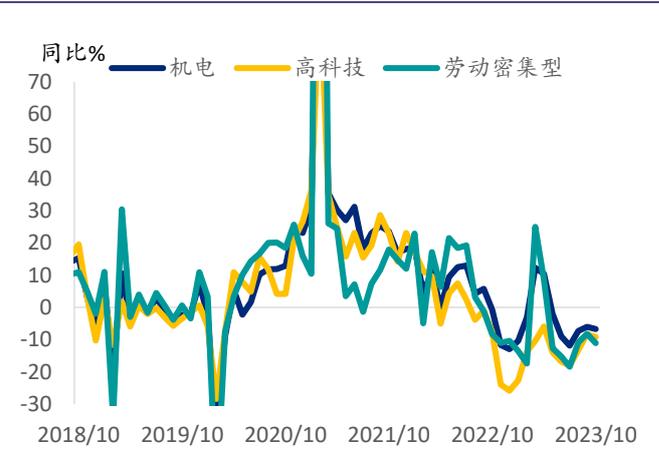
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 41: 按目的地看, 中国仅有对东盟出口增速在 1-10 月维持正增长



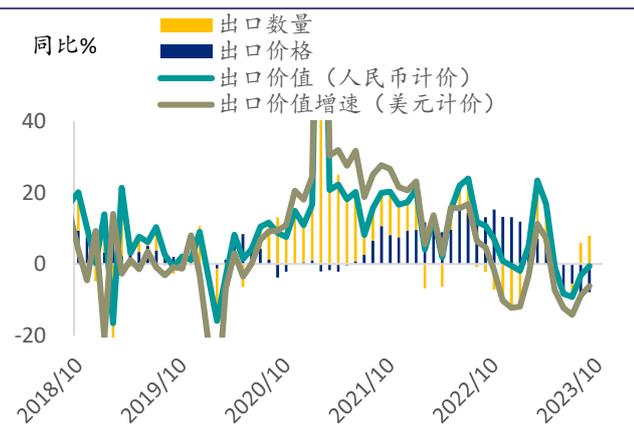
注: 括号为该国/地区出口占中国 2022 年全年出口比例
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 42: 高科技产品和劳动密集型出口降幅较大



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 43: 实际出口增速在 8 月已转正



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 44: 全球半导体销售额跌幅下半年已经开始收窄



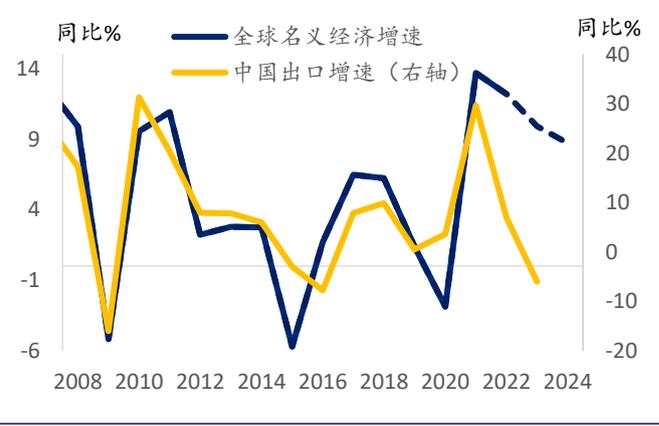
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 45: 明年半导体全球销量预计转正至双位数增幅



资料来源: WSTS, 浦银国际

图表 46: 和中国出口增速相关性高的名义经济增速将从 9.9% 下滑到 8.7%



注: 2023-2024 年名义经济增速预测数据来自 IMF
资料来源: CEIC, IMF, World Bank, 浦银国际

图表 47: 从 PMI 和库存同比增速来看, 美国的工业去库存周期或也已接近结束



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 48: 实际外商直接投资累计同比增速 4 月起已转负



资料来源: CEIC, 浦银国际

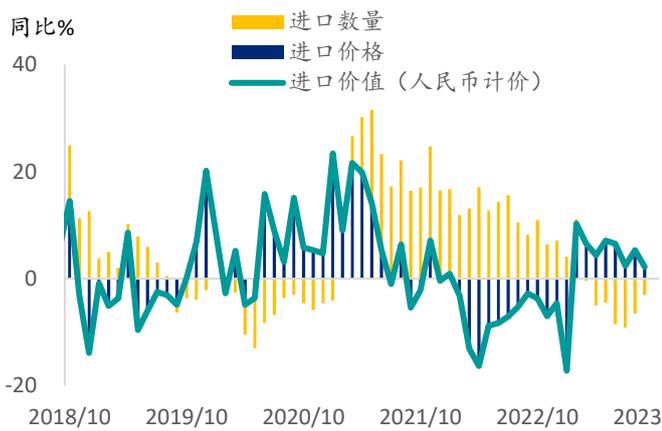
进口增速(按美元计)跌幅自 7 月见底后逐月回升, 价格因素起到相当大的作用。排除了价格因素的进口数量跌幅亦有小幅回升(图表 49)。按产品大类看, 虽然几乎所有主要进口产品近期均有改善, 但是机电和高科技进口明显受到去年低基数效应的影响, 而大宗商品是在高基数的情况下有所改善, 体现了政策对内需的推动作用(图表 50)。

我们预计进口增速之后或会随着内需恢复而逐渐改善。全年进口增速从 2023 年的-4.8%上升到 2024 年的 3.5%。

- **低基数效应 (↑)** ——即便 11-12 月进口可延续 10 月的好转趋势, 我们预计全年进口或仍跌-4.8%, 为 2024 年创造了较低增速。
- **内需的边际改善 (↑)** ——在政策激励下, 我们预计明年投资增速或好于今年, 消费亦在继续恢复中。
- **高科技出口改善带动相关产品进口 (↑)** ——因为在高科技产品领域, 来料加工的比例较高, 该领域的进口和出口增速一向保持着高相关性(图表 51)。在科技周期见底回升, 高科技产品出口改善的大前提下, 占到中国进口约 20%的高科技产品进口也有改善。
- **大宗商品价格的下降 (↓)** ——在高利率环境以及主要经济体预计经济增速放缓的背景下, 市场上对明年的大宗商品价格预测并不乐观。占到中国进口 13%(按 2023 年 1-10 月数据计算)的原油, 以及占到 5%的铁矿石价格在明年预计均有回落, 影响相关进口的价值(图表 52)。
- **美国对科技产品出口限制的进一步增强 (↓)** ——以芯片行业为例, 美国已经在进一步加强对高端芯片产业链产品出口中国的限制。

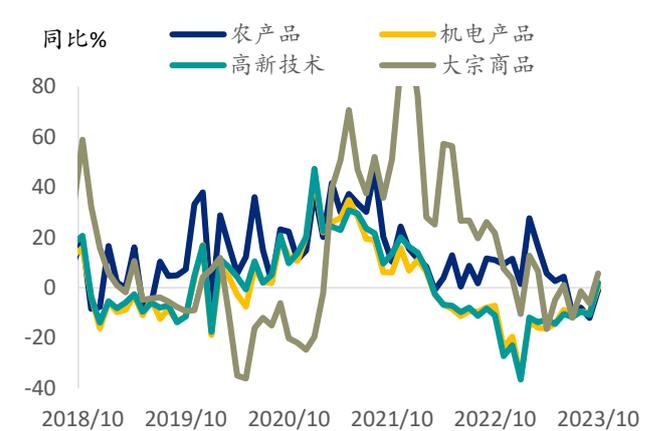
经常项目顺差可能继续收窄。据我们进出口增速的预测，贸易顺差预计小幅收窄到约 7948 亿美元（2023E：8171 亿美元）。而服务贸易逆差在今年前十个月已经超过 2022 年全年 89%，明年预计进一步扩大。加总来看，我们估计经常项目顺差占 GDP 比重会从 2023 年的 1.6% 降到 2024 年的 1.2%。进出口对 GDP 的拖累从 2023 年的 -0.7 个百分点有望收窄到 -0.3 个百分点。

图表 49：排除了价格因素的进口数量跌幅亦有小幅回升



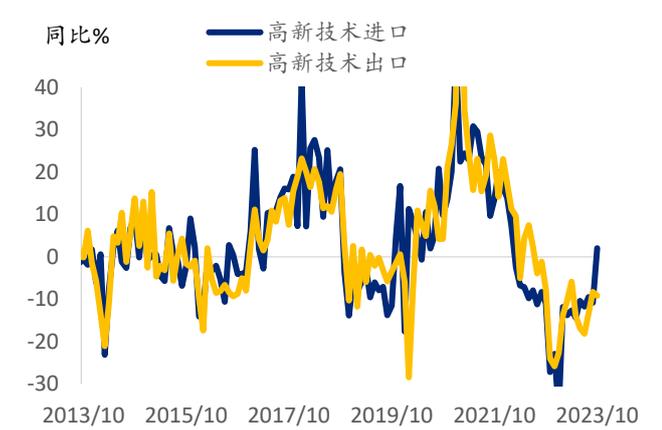
资料来源：Wind，浦银国际

图表 50：大宗商品进口在高基数情况下改善，反映内需好转



资料来源：Wind，浦银国际

图表 51：高科技产品进口和出口增速一向保持着高相关性



资料来源：Wind，浦银国际

图表 52：原油和铁矿石价格明年价格预计整体下行



注：2023 年四季度起数据来自 Bloomberg 预测均值，更新与 11 月 28 日
资料来源：Bloomberg, Wind，浦银国际

2. 明年通胀预计仅温和回升

我们相信 10 月 PPI 同比的暂时回落并不会影响整体 PPI 缓慢回升的趋势。如我们所预期，PPI 同比跌幅从 7 月起开始收窄。PPI 同比跌幅从第二季度的-4.5%收窄至第三季度的-3.3%（图表 53）。尽管单月 PPI 在 10 月回落 0.1 个百分点到-2.6%，我们相信两大因素或继续助 PPI 回升：（1）低基数效应或帮助同比读数。今年 1-10 月，PPI 同比跌幅平均为-3.1%，而 2022 年全年平均 PPI 在 4.2%。（2）工业品去库存周期终结后的补库存行为有助于推高工业品价格。如果将工业企业的存货同比作为周期见底的依据，那么去库存周期在今年 7 月或已见底，而补库存周期从历史规律来看至少可维持 14 个月，即覆盖明年的大部分时间（图表 10）。然而，大宗商品的潜在价格下行或制约 PPI 的恢复程度：全球经济增速明年大概率将下行，拖累大宗商品需求和价格。彭博社预测均值显示布伦特油价或一路下行，从目前（11 月 28 日）的 80 下滑到 2024 年底的 78 以内。油价对 PPI 历来影响颇大。我们估算 1 个百分点的油价变化可能会影响约 10%的 PPI，那么平均 5.8%的油价下行或拉低 2024 年 PPI 同比近 0.6 个百分点（图表 54）。总体而言，我们预计 PPI 将缓慢回升，但是转正或需要等到明年二季度。2024 年全年 PPI 预计从 2023 年的-2.9% 上升到 1%。

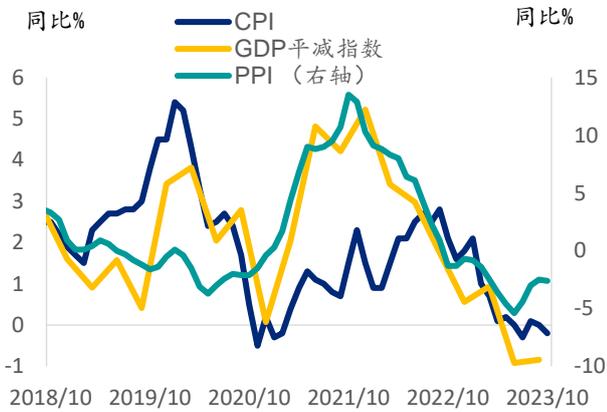
CPI 恢复慢于我们的预期。虽然交通通信价格如我们预期般跌幅收窄（图表 55），但是另外两个因素制约了 CPI 的恢复。其一，食品供给充足导致价格下降，食品价格的持续下跌是 CPI 在低位徘徊的主要原因（图表 56、图表 57）。我们原先预计猪肉价格的下行周期在 7 月见底，猪价 CPI 同比跌至 26%之后下行周期已经结束。然而猪价在暑假短暂回升后又开始回落，10 月跌幅更是扩大到 30.1%（图表 58）。除猪肉外，蔬菜也因为天气适宜而供给增加，价格有所下降。其二，服务业 CPI 的恢复不及预期。虽然随着暑假旅游旺季的到来，7 月服务业 CPI 同比跃升到 1.2%（6 月在 0.7%），并在 8 月继续上升至 1.3%，但是在暑假结束后，服务业 CPI 就徘徊在 1.2%-1.3%附近，没有进一步上行（图表 59）。

CPI 有望随着经济内生动能增强而温和回升。虽然我们认为消费在 2024 年或难以回到疫情前水平，但是消费复苏或将随着就业和工资的缓慢恢复而继续。我们预计全年 CPI 将从今年的 0.3%回升到明年的 1.4%，在明年四季度 CPI 重回 2%的目标水平。细分来看：

- **猪肉价格（↑）**——此前拖累 CPI 恢复的猪肉价格预计将随着上行周期的开启而提振食品 CPI。猪肉以及相关产品虽然在整体 CPI 的比重不到 5%，但因为猪肉价格的高波动性，猪肉价格和食品 CPI 高度相关。此轮猪价上行周期已在去年 10 月见顶，至今已走弱 13 个月。虽然此前的猪价周期显示下行周期或延续 14-22 个月不等（图表 58），但是根据生猪存量的变化，我们判断明年大部分时候猪价将处在下行周期之中（图表 60）。

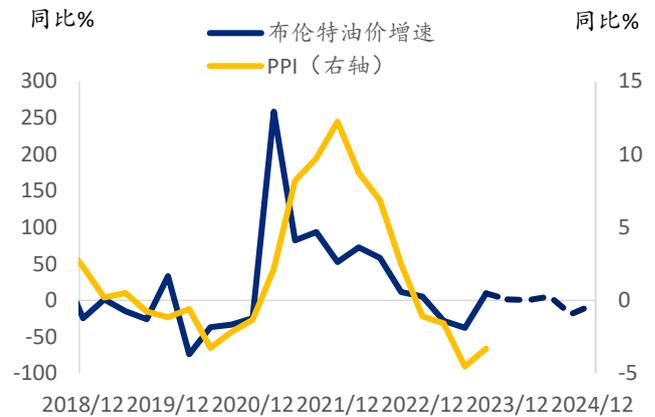
- **基数效应 (↑)** ——今年前十个月平均 CPI 仅为 0.4，远低于 2022 年的 2%。尤其是从二季度开始，CPI 同比一直在 0 附近徘徊。
- **服务价格 (↑)** ——虽然服务业价格近几个月开始好转，但距离疫情前水平还有明显差距。随着经济内生动能的增强，我们认为服务业 CPI 仍有上升空间，但要在明年完全回到疫情前水平或仍较为艰难 (图表 59)。
- **油价 (↓)** ——预计油价下行或对 CPI 也产生一定影响，但相比油价下行对 PPI 的影响小。我们估计油价对 CPI 的传导仅为 3% 左右。

图表 53: 通胀在三季度短暂反弹后, 10 月后有所下降



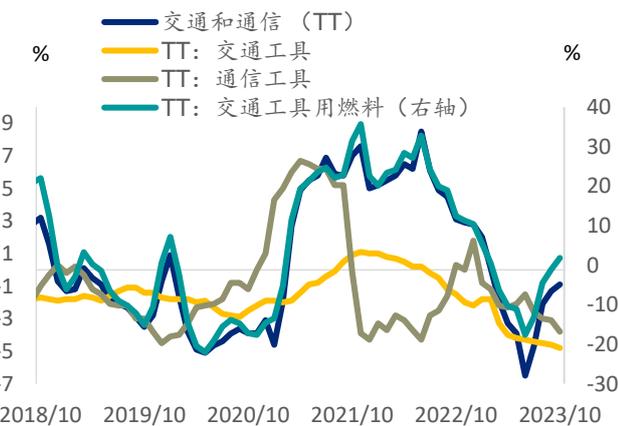
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 54: 原油价格明年预计下跌, 拖累 PPI



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 55: 交通通信 CPI 如我们预期般回升



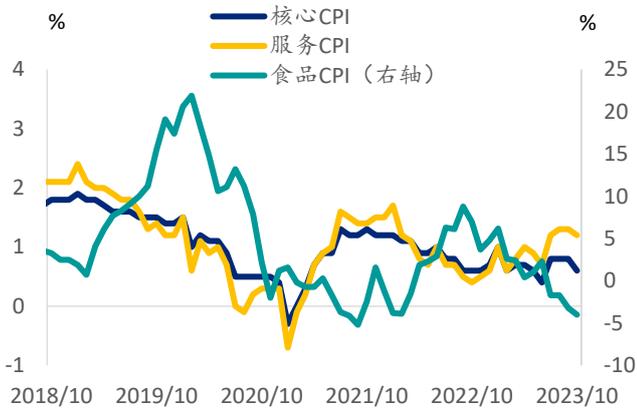
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 56: CPI 各分项同比贡献率: 食品为主要拖累, 交通通信拖累作用减弱



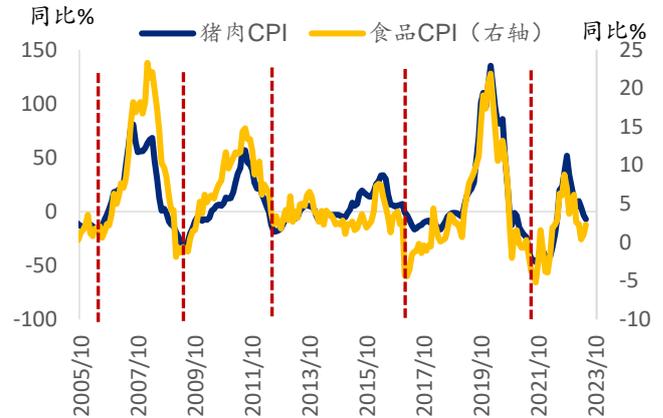
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 57: 食品价格下行是拖累 CPI 复苏的主要因素, 服务 CPI 近期也有略微走弱



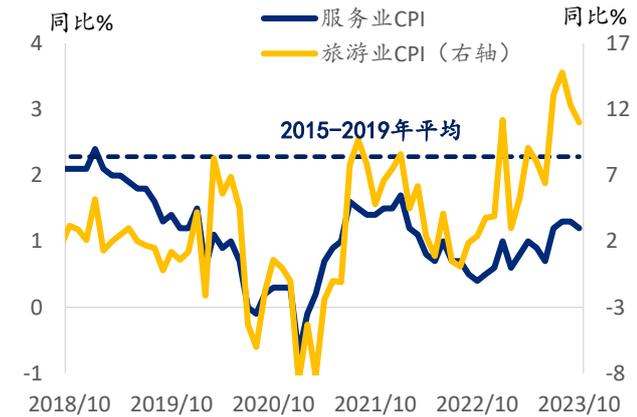
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 58: 猪价在暑假短暂回升后又开始回落, 10 月跌幅更扩大到 30.1%



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 59: 服务业价格在暑假开始时有所跃升, 之后变得温吞



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 60: 生猪存栏数量在去年 12 月见顶



资料来源: Wind, 浦银国际

3. 政策支持继续，但大水漫灌的可能性较低

政府罕见地在年内上调赤字率，彰显稳增长决心。在实现今年经济增长目标几乎无悬念的情况下，政府宣布增发1万亿元国债支持防灾以及灾后重建以及相关基建投资（4季度发5000亿元，明年上半年发5000亿元），2023年赤字率预算从3%上升到3.8%（图表63）。此次罕见的赤字率年内调整凸显了政府在房地产和地方政府债务两大板块去杠杆的背景下，对明年经济增速的担忧以及稳增长的决心。我们相信上调赤字率并不是稳增长政策的终结。

1) 财政政策领衔政策刺激

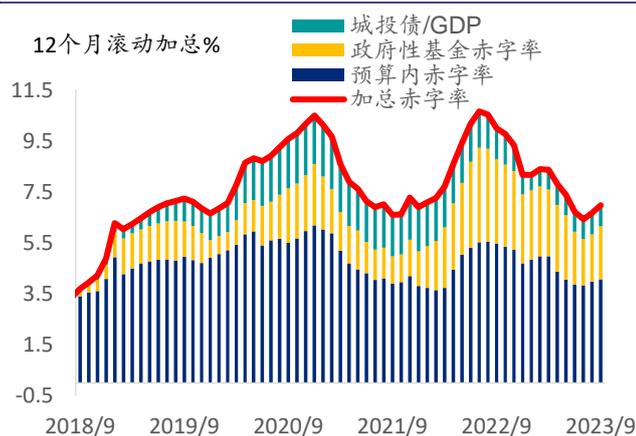
展望明年，财政政策或在稳增长防风险中发挥主力军作用。在6月开启经济刺激之初，财政政策方面较为平静，直到8月份政府要求加快地方专项债发行，相关的财政政策陆续出台。从我们计算的月度（12个月滚动加总）财政赤字来看，赤字率在去年6月见顶之后一直在回落中，直到今年8月赤字率开始回升（图表61）。而在10月底，财政刺激再度升级。除了宣布增发1万亿元特别国债之外，全国人大常委会还授权国务院在2023-2027年提前下达部分新增地方政府债务限额（不超过当年新增地方政府债务限额的60%以内）。与此同时，帮助偿还地方存量债务的特殊再融资债截止 [11月底已经发行达近1.4万亿元](#)，意味着整体发行规模或远超之前报告的四季度加起来1万亿元。底线仍然是城投债，不管是境内的还是美元债，不发生大规模的违约。

明年的赤字率或仍突破3%的隐性红线，定在3.5%-3.8%之间。三年疫情极大地消耗了财政余粮，增加了地方政府的债务负担。从2019年到2022年，中央政府的债务率仅上升了4.3个百分点，而地方政府债、尤其按照IMF估算的包括隐性债务的数据，上升幅度高达22.7%（图表62）。在中央政府财政状况显著好于地方的背景下，明年政府可能还会再次抬高中央杠杆率以帮助地方政府去杠杆和化解债务危机。即便已经将明年上半年发行的5000亿元特别国债计入今年的财政赤字，我们相信明年的赤字率仍将显著高于3%的隐性红线，或定在3.5%-3.8%的区间。

具体执行上，我们相信化解地方债风险和稳投资是明年财政政策的两条主线。

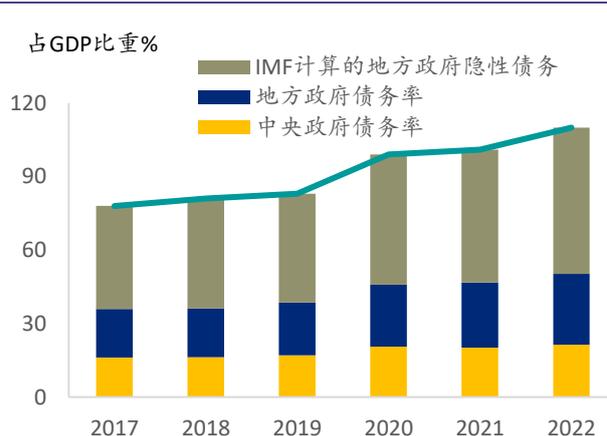
- **化解地方债风险**——除了发行特殊再融资债解燃眉之急之外，政府可能还会对如何全面化解隐性债务做出更为具体的部署。[中央金融工作会议](#)（简称“会议”）中提到的“防范化解地方债务风险长效机制和政府债务管理机制”值得期待。我们认为类似 2015-2017 年的债务置换是可能的，但可能不会一刀切全靠置换。因为这里也涉及到道德风险等问题。具体的方案可能是比较混合式的，中央政府、地方政府、监管机构、商业银行和其他金融机构均有参与。在 11 月 8 日的金融街论坛年会上，央行行长潘功胜表示，必要时人民银行将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。央行或设立 SPV 工具来帮助化解地方债风险。地方政府也可以依靠盘活部分国有资产偿付债务负担。
- **促投资**——除了已计入 2023 年预算的 5000 亿元特别国债之外，2024 年的地方政府专项债额度可能小幅上升到 4 万亿元（2023 年：3.8 万亿元）。发行工作或较为前置，在明年三月两会前原则上可发行 2.28 万亿元额度。除了帮助稳定基建投资之外，地方专项债也将为城中村改造和保障房建设提供资金支持，缓解房地产投资增速的下滑。除了预算内资金之外，拟财政工具、比如抵押补充贷款也可能被使用（图表 64）。

图表 61: 广义赤字率在去年 6 月见顶之后一直在回落中



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 62: 中央政府的财政情况好于地方



资料来源: IMF, 财政部, Wind, 浦银国际

图表 63: 2024 年狭义赤字率或定在 3.5%-3.8% 之间



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 64: 拟财政工具, 例如抵押补充贷款, 也可以帮助稳投资



资料来源: Wind, 浦银国际

2) 货币政策协同发力

货币政策维持宽松, 预计明年上半年或还有 2 次 25 个基点的降准。年末降准的概率因为 11 月中旬 MLF 的增量续作而显著减小 (图表 66)。我们现在认为 12 月或不会再降准降息, 央行可能通过 MLF 和公开市场操作等维持季末流动性充裕。明年、尤其是明年上半年, 我们相信货币政策将持续宽松。

降准方面, 虽然存款准备金率自 2011 年到顶之后一路下滑, 但是距离此前历史最低点的 6% 还有一定距离 (图表 67), 降准仍有空间。考虑到明年仍有大量政府债的发行以及维持信贷充裕的需要, 我们预测明年上半年还会有 2 次降准, 每次 25 个基点, 其中一次或在农历春节之前。

降息方面, 虽然美国加息周期结束有助于缓解人民币的压力, 降息的外部制约有所减弱, 由于通胀下行实际利率近半年也有所抬升, 但是银行息差已在今年三季度跌至 1.73% 的历史新低, 息差压力将制约降息的内在空间 (图表 68)。央行 11 月 27 日发布的货币政策报告提出要“提升市场基准利率的公信力……增强 LPR 对实际贷款利率的指导性”, 暗示相比降息, 央行更倾向于改善利率传导机制以降低实际利率。我们不排除央行在新的一年里再次降息的可能, 但概率和空间上来说要小于降准。如有必要 (经济动能再次走弱, 通胀回落以及息差有所修复), 央行或再降息 10 个基点。

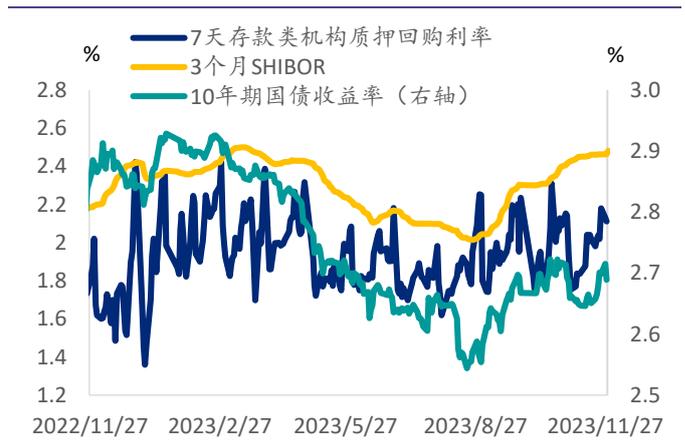
此外，正如中央金融工作会议所预告的那样，央行可能会推出新的结构性货币工具，对化解地方债务和房地产风险、城中村改造等提供资金支持。在充裕的流动性支持下，新增人民币贷款 2024 年或创历史新高，可能达到 23.7 万亿元 (2023E: 23.1 万亿元)。而 M2 增速 (2024E: 9.5%，2023E: 10.3%) 和社融增速 (2024E: 9.6%，2023E: 9.8%) 在基数作用下有所下滑。随着企业投资情绪的好转，M1-M2 之间的高剪刀差有望逐渐缩小。

图表 65: 信贷增速持续加快



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 66: 在增量续作 MLF 之后, 市场利率有所下降



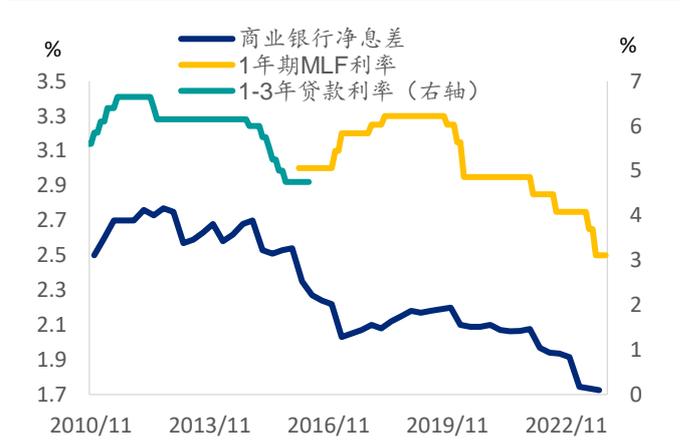
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 67: 虽然存款准备金率一路下滑, 但是距离此前历史最低点的 6% 还有一定距离



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 68: 银行息差已在今年三季度跌至 1.73% 的历史新低, 息差压力将制约降息的内在空间



注: 在 MLF 利率发布之前, 我们用 1-3 年贷款利率作为政策利率代表。

资料来源: Wind, 浦银国际

3) 稳房地产政策三管齐下

房地产政策或继续加码，直至行业企稳。房地产行业直接或间接影响着中国 30%左右的 GDP，该行业能否企稳是影响对中国市场信心以及经济全面复苏的重要因素。我们相信三管齐下的政策支持将继续：

- **需求端：**若 8 月底房地产政策调整的成效至年末仍不理想，需求端政策或在 12 月中下旬召开的中央经济工作会议后进一步松绑。房贷利率和重点城市限购政策仍有放松空间。
- **供给端：**中央金融工作会议提出要“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。围绕这一主题思想，我们看到 11 月 17 日央行、金融监管总局和证监会联合召开会议商讨政策落实（图表 15）。[证监会](#)提出将坚持“一司一策”化解大型房企债券违约风险。银行方面，[据报道](#)会议对银行房地产贷款亦提出“三个不低于”要求，即各银行自身房地产贷款增速不低于银行行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产贷款增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。近期几大国有银行（例如建设银行、交通银行）纷纷和房企召开座谈会了解房企需求和落实政策。[彭博社](#)亦有报道称监管部门将设立 50 家房企白名单，名单内的民营和国营房企可获得三支箭的信贷支持。这些举动表明继 8 月底需求端政策发力之后，供给端政策亦开始加强。这均符合我们[之前的预期](#)，即为了防止房企违约后信心再度滑落，政府或继续给房企“输血”。我们相信明年供给端政策也会持续发力。
- **公共投资端：**在商品房市场不景气的背景下，三大工程（即城中村改造、保障性住房和平急两用公共基础设施）建设的加快或起到一定缓冲作用。国务院常务会议已接连通过城中村改造和保障性住房建设的指导方案（图表 15）。[彭博社报道](#)称政府将推出至少一万亿元低成本资金投入到三大工程建设上，考虑的工具包括特别贷款和抵押补充贷款（PSL）。我们相信一万亿元可能只是部分资金，地方政府专项债以及国企资金或也参与其中；三大工程的加快推动或帮助缓冲房地产投资的下行。

4. 人民币预计明年小幅升值

近期人民币贬值压力最大的时期或已结束。虽然美元指数自 8 月起显著升值、在 8-10 月升值高达 4.8%，资金流动同时转向开始流出中国市场（图表 70），但是人民币兑美元汇率一直维持在 7.3 附近（图表 69）。这其中政策调控功不可没，我们注意到央行对中间价的干预持续增强（图表 72）。

情况从 11 月开始发生变化，人民币兑美元在 11 月至今已升值 2.3%。推动因素有三个：（1）美元的贬值（截至 11 月 28 日累计贬值 3.7%）或是推动 11 月人民币升值的主要原因，因为考虑一篮子货币的 CFETS 人民币指数反而 11 月有略微下跌；（2）央行似乎有意在美元贬值的大环境下助人民币升值。即使在最近人民币开始升值的背景下，我们注意到央行设定的中间价仍高于彭博社的市场预期，虽然偏离程度相对 8-10 月有所收窄（图表 72）；（3）政府近期推出的针对基建和房地产领域的一些政策也起到了提振人民币信心的作用，帮助资金净流出缓解（图表 71）。

短期内，虽然人民币贬值压力最大的时期或已过去，但是人民币仍有双向波动可能。一方面，美联储模棱两可的态度可能会造成美元波动，影响人民币兑美元汇率。另一方面，近期市场信心的改善依然是政策驱动，若政策成效不及预期，信心或再次滑落。

明年人民币或随经济复苏温和升值。三大因素或助人民币升值。（1）**美元指数走弱**——我们预计明年年底美元指数将跌幅 98-100 之间（11 月 28 日为 102.7）。（2）**中美利差收窄**——我们预计明年 7 月起美联储开始降息，明年一共降 100 个基点。10 年期美国国债收益率明年年底或跌至 3.8%（现在在 4.3%-4.4%）。而中国央行则因为息差担忧对降息变得更为谨慎，中国国债收益率预计较为平稳。虽然利率倒挂持续，但是我们预计中美 10 年期国债收益率差将从目前的 1.6% 收窄至明年年底的 1.1%。（3）**中国经济复苏进入正轨**——根据我们的预测，明年的经济复苏将更均衡，尤其房地产行业有望企稳。经济复苏的最终确认将有助于资金回流中国和汇率升值。

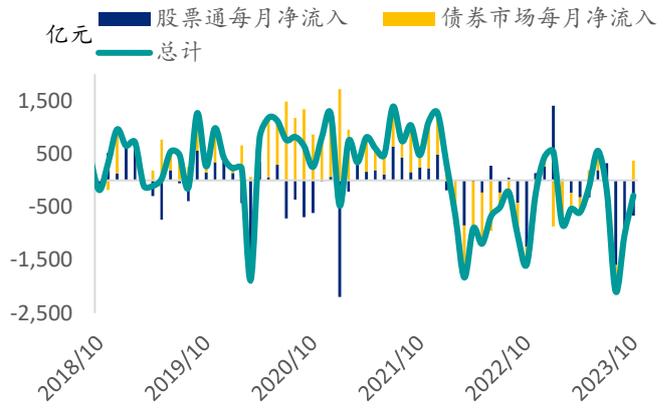
然而我们预计经常项目顺差占 GDP 的比重将从 2023 年的 1.6% 跌到 2024 年的 1.2%。外商直接投资能否在政策鼓励下再度转正尚不得而知。在人口老龄化、债务等结构性问题没有显著改善的情况下，外资回流幅度或难现昔日辉煌。这些国际收支上的压力或将限制人民币升值幅度。我们预计人民币兑美元或从今年年底的 7.1 小幅升值到明年年底的 6.9。

图表 69: 人民币在连续三月徘徊在 7.3 附近后, 从 11 月开始升值



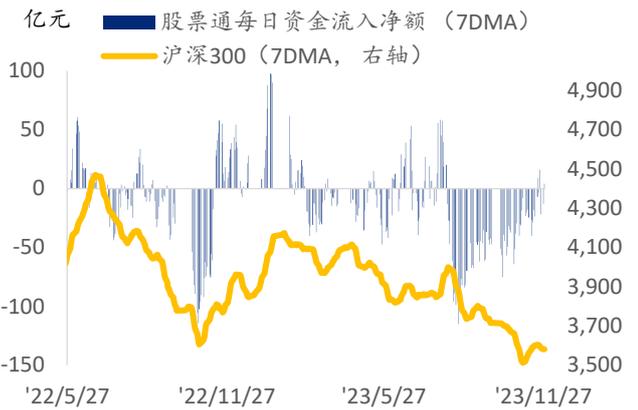
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 70: 资本市场流动 8 月起转流出, 但净流出规模有所下降



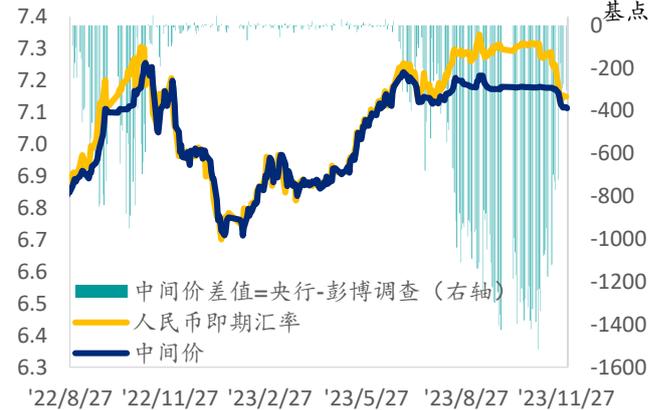
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 71: 随着市场信心好转, 股票通资金流动 11 月有所改善



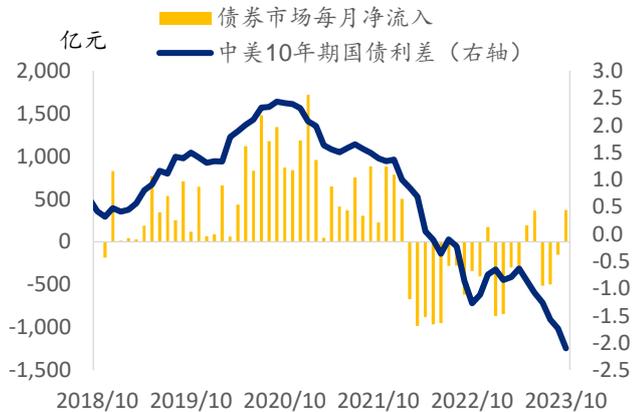
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 72: 央行在 8-10 月加强了对中间价的干预以稳定汇率



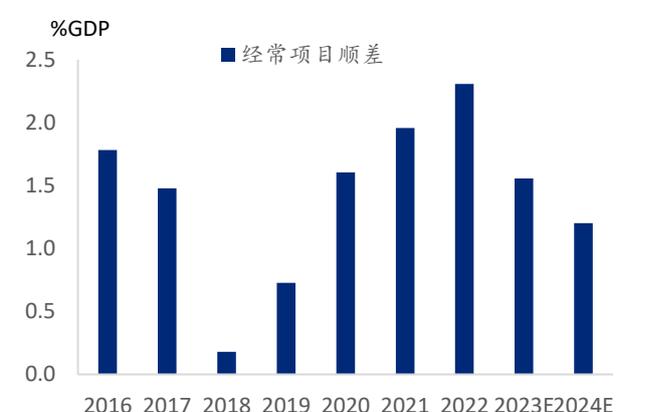
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 73: 潜在中美利差收窄有助于债券市场资金流入



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 74: 经常项目顺差预计明年有所收窄



资料来源: Wind, 浦银国际

5. 有什么经济事件需要重点关注？

期待 12 月中的中央经济会议定调明年经济工作重心。对于明年的政策方向，即将在 12 月份举行的中央经济工作会议或给出更明确方向。但是该会议仅提供方向指引，具体的经济目标（GDP 增速、CPI 和城镇调查失业率目标、赤字率、地方政府专项债额度等）还需要在明年 3 月的两会揭晓。

对于中长期政策方向，预计延后到明年一季度的三中全会（图表 75）或对关键结构性改革问题做出具体部署：

- **化解地方债务风险和财政系统改革**——除了对如何全面化解隐性债务做出更为具体的部署之外，我们相信会议还会对地方和中央财政收入和支出的分配、今后如何遏制隐性债务的增长做出指引。
- **国企改革**——2020 年 6 月发起的国企改革三年行动已经收官，政府或正酝酿新一轮国企改革，尤其在改善国企市场估值和做大做强做优方面有所动作。
- **三项工程建设**——城中村改造、保障房以及“平急两用”基础设施建设三项工程并不会在一年时间内就完成，可能需要耗时 3-5 年甚至更长时间，需要更精细部署。
- **推动科技创新**——无论中美关系如何演变，在科技领域的脱钩或是不可逆转的，甚至可能继续恶化。为此，打造中国在科技领域的核心竞争力，尤其在半导体产业，显得尤为重要。
- **应对老龄化问题**——老龄化仍是影响中国中长期增长的重要结构性问题。鼓励生育政策近年来层出不穷，但成效仍有待提高。给多孩家庭提供更多税收、住房、社保、教育等领域的优惠，仍有政策空间。

图表 75: 历届三中全会内容回顾

	时间	主要内容
十四届	1993年11月 11-14日	通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，是中国建立社会主义市场经济体制的总体规划，是90年代进行经济体制改革的行动纲领。其中提出要转换国有企业经营机制，建立现代企业制度，转变政府职能，建立合理的个人收入分配和社会保障制度等。
十五届	1998年10月 12-14日	通过《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》，提出了到2010年建设有中国特色社会主义新农村的奋斗目标，确定了实现这些目标必须坚持的方针；并强调要长期坚持以家庭承包经营为基础、统分结合的经营制度。
十六届	2003年10月 11-14日	通过《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，提出使股份制成为公有制的主要实现形式，首次提出建立现代产权制度，并明确法律没有明令禁止的领域非公有经济都可以进入，以及深化国有企业改革、深化农村改革等。
十七届	2008年10月 9-12日	通过《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，提出必须毫不动摇坚持以家庭承包经营为基础、统分结合的双层经营体制，健全严格规范的农村土地管理制度，建立现代农村金融制度，积极发展现代农业，加快发展农村公共事业。
十八届	2013年11月 9-12日	通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，对改革进行整体系统部署，不仅仅是经济体制改革，还包括政治、文化、社会、生态文明体制改革等多方面。会议公报指出，要坚持公有制经济的主体地位，让市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用，建立事权和支出责任相适应的财税制度，并建立城乡统一的建设用地市场。
十九届	2018年2月 26日-28日	通过了《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》和《深化党和国家机构改革方案》。

资料来源：政府部门网站，路透社，浦银国际

6. 风险提示

- **美国经济硬着陆或发生金融危机，影响外需。**基于目前事态的发展，我们对海外宏观形势的基本假设是全球经济增速 2024 年下滑但并不会暴跌，美国经济在明年二三季度经历短暂温和衰退，欧盟经济现行的衰退不会延续太长时间，在明年二季度或三季度有望走出衰退，高利息环境虽然对金融条件压制明显，但不会造成金融危机。然而，如果美国经济无法实现软着陆，或者高利率环境最终导致金融危机，那么将对中国的出口和金融市场表现产生显著影响。
- **中国房地产行业迟迟没有企稳。**我们的基本假设是房地产行业将会在明年年中企稳（以房产销售量为指标）。然而迄今为止，8 月底推出的一波放松政策成效仍相对有限。如果该行业明年仍未实现企稳，或企稳远晚于我们的预期，那么将对房地产投资、住房相关的零售、银行业甚至劳动力市场产生深远影响。不过我们认为房地产下行周期还不至于会引发中国金融的系统性风险。
- **政策推出及成效不及预期。**我们的基本假设是接下来积极的财政政策将成为稳经济主力军，货币政策也会协同发力。但如果赤字率和地方政府专项债额度远低于我们的预期，政策推出不及我们的预期，经济复苏的轨迹可能会受到一定影响。此外，即使政策如预期般推出，政策成效也还需观察。
- **中美关系突然恶化。**今年下半年中美关系有所缓和，双方官员恢复接触（图表 76）。时隔一年，习主席也在 11 月的亚太峰会和拜登总统再度会晤，双方同意恢复军事高层沟通和加强气候等领域合作。我们的基本假设是中美关系在 2024 年并不会急剧恶化，因为世界第一大和第二大经济体完全脱钩既不现实，也不符合双方经济利益。双方的关系更多的是有选择性的合作和竞争。我们认为在科技领域，美国为遏制中国科技崛起，并不会放松对中国的出口管制。但是在其他领域，比如气候、朝鲜以及经济领域，双方还是有合作的诉求。然而，2024 年初有中国台湾地区领导人的选举，11 月又有美国大选。两个选举事件或对 2024 年中美关系增加了更多的不确定性。如果中美关系下半年突然急速恶化，那么中国的资本市场信心以及经济（主要是贸易渠道）均会受到影响。

图表 76：2023 年中美关系重要事件一览

日期	事件	具体内容
2023 年 11 月 15 日	习主席在 APEC 峰会会见拜登	新华社通稿称两国元首同意推动和加强中美各领域对话合作，包括：建立人工智能政府间对话；成立中美禁毒合作工作组；在平等和尊重基础上恢复两军高层沟通；扩大教育、留学生、青年、文化、体育和工商界交流。
2023 年 10 月 17 日	进一步限制芯片和半导体设备出口	美国 BIS 宣布更新高端芯片出口限制令，进一步限制中国购买高端计算芯片和涉及先进工艺的半导体设备，并将 13 家中国 GPU 公司列入实体清单。
2023 年 10 月 7-9 日	习主席会见来华国会代表团	习主席呼吁中美加强合作，表示“中美经济深度融合，可以从彼此的发展中受益”。
2023 年 10 月 6 日	制裁中国实体和个人	美国商务部将 42 家中国实体列入出口管制名单，声称因涉嫌支持俄罗斯军方。
2023 年 9 月 22 日	中美财政部建立联合金融和经济工作小组	根据声明，工作小组将提供就经济和金融政策问题进行坦诚和实质性讨论的持续结构化渠道。
2023 年 9 月 10 日	拜登会见李强	在印度举行的 G20 峰会上，拜登和中国总理李强短暂会晤。拜登表示不会阻碍中国经济发展，李强表示中国的发展对美国而言是机遇而不是挑战。
2023 年 8 月 9 日	限制美国在中国科技领域的投资	拜登发布行政命令，美国将发动“境外投资计划”，限制半导体和微电子、量子信息技术和某些人工智能系统在中国的投资。
2023 年 7 月 6-9 日	美国财政部长耶伦访华	分别会见了总理李强、前副总理刘鹤、央行行长易纲以及党委书记潘功胜、主管商务和金融的中国副总理何立峰。她表示会晤是“直接的且富有成效”，重申美国不寻求与中国“脱钩”。
2023 年 7 月 3 日	中国限制半导体原材料出口	中国宣布从 8 月 1 日起对镓和锗两种金属的相关物项实施出口管制，称目的是为了“维护国家安全和利益”。
2023 年 6 月 19 日	习主席会见美国国务卿布林肯	习近平称期望“让中美关系稳下来好起来”。布林肯回应说，中美双方均同意须稳定双方关系，而直接接触是最佳途径，但美国将继续采取针对性行动保护美国国家利益。

资料来源：新闻报道，浦银国际

三、美国——经历温和衰退，拥抱经济下行后的降息

美国经济正在朝软着陆的方向前行。尽管市场关于美国经济衰退的讨论已经持续了超过 20 个月（图表 77），美国经济依然坚挺，且通胀逐渐在回落；金融体系更是经受住了今年 3 月的银行业流动性危机以及 6 月起抽走大量流动性的补充一般账户现金余额（TGA）行动的挑战，金融条件趋于稳定（图表 78）。在加息周期大概率已经结束的情况下，金融市场近期的波动减小，股票指数一路上扬，美国国债收益率开始走低（图表 79）。

尽管如此，金融市场依然对美国经济保持着高度关注。五大悬而未决的问题将会对明年的市场走势起到关键作用：

- 1. 经济衰退：**自去年俄乌冲突爆发后就开始激烈讨论的经济衰退迟迟未来。美联储已经开始期待在本轮利率调节周期中美国经济的软着陆（图表 77）。然而衰退能就此避免了吗？
- 2. 通胀下行：**10 月核心 CPI 的超预期放缓给了市场通胀下行的信心，通胀率能在 2024 年顺利下滑到 2% 以内的政策目标吗？
- 3. 政策支持：**既然目前的共识是美国经济即使不进入衰退，其增速也会显著放缓，那么美国政府会为此推出政策刺激吗？如果答案是肯定的，会是什么样的政策刺激呢？财政政策方面还有扩张空间吗？
- 4. 降息问题：**在美联储暗示利率将在较高水平上维持较长时间的情况下，降息什么时候会到来？明年美联储将降息几次？
- 5. 美国大选：**老对手特朗普和拜登，谁将二度入主白宫？对中美关系又会产生何种影响？

我们的基本判断是明年美国经济在二三季度经历温和衰退。尽管经济数据未见明显衰退信号，我们相信适度的衰退是让通胀率最终回归目标水平的必要条件。明年二季度预计美国经济将进入温和衰退，可能二三季度连续两个季度经济环比增速转负，四季度再次转正。全年实际 GDP 增速预计从今年的 2.4% 减半到明年的 1.2%（图表 80）。从支出法来看，投资已受高利率环境抑制且影响将进一步扩大。明年消费或随着美国居民超额储蓄的消耗以及劳动力市场和消费信贷的收紧而回落。伴随着商品需求的回升以及美国高比例的商品进口，进出口对 GDP 的拖累作用或逐渐明朗化。

核心通胀温和下行，CPI 重回 2% 的目标水平或要等到 2025 年。虽然经济降温有助于压低通胀率，但是下行较慢的劳动力成本以及来自租金和商品价格的潜在上行风险仍不可小觑。我们预计核心通胀的下滑可能仍会缓慢。美联储更为看重的核心 PCE 下降幅度，或仅下降 1.4 个百分点到 2.8%，高于美联储目前预测的 2.6%。

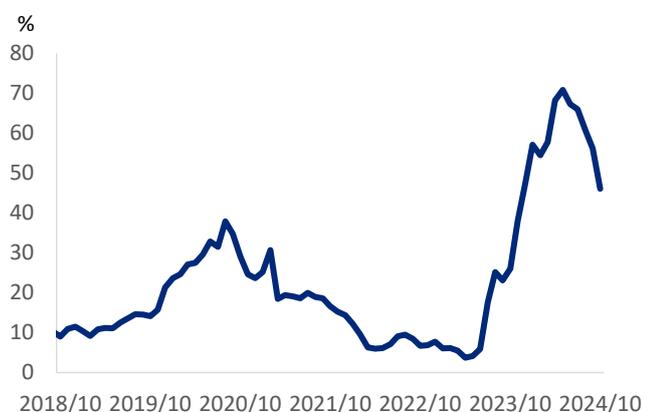
美联储预计 7 月开始降息，明年一共降息 100 个基点。但财政刺激空间受限。货币政策方面，我们相信加息周期大概率已经结束。但美联储在未来的 1-2 个月内或不会松口承认加息结束，可能对金融市场造成一定波动。鉴于这次通胀下行和劳动力市场收缩速度慢于此前的加息周期，以及货币政策操作一般会滞后于经济数据表现（预计二季度开始衰退），我们的基本假设是明年 7 月开始降息。在 7 月起的 4 次美联储会议中或每次降低 25 个基点。然而如果通胀下行速度比预期的更为缓慢、或衰退时间点被进一步延后，我们不排除降息的时间点会被延后到 9 月甚至 11 月。

财政政策方面，即便有温和衰退发生，我们认为在大选之年两党或难以达成共识推出新的财政刺激。然而利息支出可能会因为利率水平将在较高水平上维持较长时间而继续居高不下，经济增速放缓可能也会影响税收收入。因此，我们预计美国财政赤字率仍将从 2023 年的 6.2% 小幅上升至 2024 年的 6.4%。

基于我们的增长和政策预测，我们相信 10 年期美国国债收益率将继续下行，但是暴跌的概率不高，2024 年底或仍在 3.8% 以上。由于经济比较优势和预计晚于其他发达经济体的降息决策，美元指数在加息周期结束后的跌幅或明显小于国债收益率。

虽然我们认为此次加息周期造成美国金融危机的概率在逐月下降，但是我们仍需警惕硬着陆的风险。首先，劳动力市场收紧和通胀下行的速度仍有不确定性。如果数据突然逆转，美联储也有可能出乎意外地再次加息。过高的利率水平或增加美国经济硬着陆的可能性。其次，根据我们的预测，政策利率将在 5.25%-5.5% 的高水平总共维持一年时间。金融条件收紧对经济活动的滞后影响仍不得而知，经济增速仍有可能在某个时间迅速下行。1990 至 2018 年期间的五次加息周期均伴随着不同程度的危机。影响较大的事件包括 1998 年亚洲金融危机和 2008 年次贷危机。

图表 77: 纽约联储预测接下来 12 个月衰退的概率有所下降



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 79: 在加息周期大概率已经结束的情况下, 金融市场近期的波动减小



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 78: 金融压力有所缓解, 金融条件趋于稳定



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 80: 我们预计美国经济增长明年将减半到 1.2%, 二三季度环比增速为负



资料来源: Wind, 浦银国际

1. 美国经济会进入衰退吗？我们预计美国明年二季度进入温和衰退

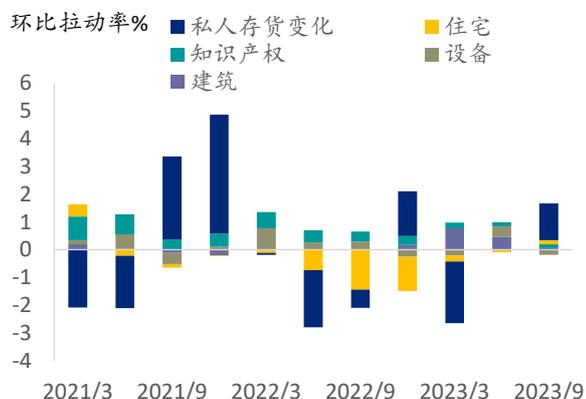
即便经历了近代最大幅度的升息周期，美国经济增速仍维持在较高水平。三季度环比增速加快到 4.9%（二季度：2.1%），远超市场预期。从细节来看（图表 81），强消费、无论是商品还是服务，是最大贡献项。在高利率环境下，投资有所走弱，尤其是设备投资增速转负。排除了波动项库存之后，其余部分的投资对三季度环比 GDP 的贡献仅为 0.2 个百分点，远低于二季度的 0.9 个百分点。

图表 81：美国 GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率

	比重 (%)	环比增速 (%)			对 GDP 拉动作用		
		23Q3	23Q2	23Q1	23Q3	23Q2	23Q1
整体	100	4.9	2.1	2.2	4.9	2.1	2.2
个人消费支出	68.9	4.0	0.8	3.8	2.7	0.6	2.5
商品	24.1	4.8	0.5	5.1	1.1	0.1	1.1
耐用品	9.2	7.6	-0.3	14.0	0.6	0.0	1.1
非耐用品	14.9	3.3	0.9	0.5	0.5	0.1	0.1
服务	45.0	3.6	1.0	3.1	1.6	0.4	1.4
私人投资总额	18.2	8.4	5.2	-9.0	1.5	0.9	-1.7
固定资产投资	17.6	0.8	5.2	3.1	0.2	0.9	0.5
建筑	2.8	1.6	16.1	30.3	0.1	0.5	0.8
设备	5.5	-3.8	7.7	-4.1	-0.2	0.4	-0.2
知识产权	6.2	2.6	2.7	3.8	0.1	0.2	0.2
住宅	3.3	3.9	-2.2	-5.3	0.2	-0.1	-0.2
私人存货变化	0.4	NA	NA	NA	1.3	0.0	-2.2
商品和服务净出口	-4.2	6.2	-9.3	6.8	-0.1	0.0	0.6
政府消费支出&投资	2.9	4.6	3.3	4.8	0.8	0.6	0.8

资料来源：CEIC，浦银国际

图表 82：投资对环比 GDP 拉动作用细分



资料来源：CEIC，浦银国际

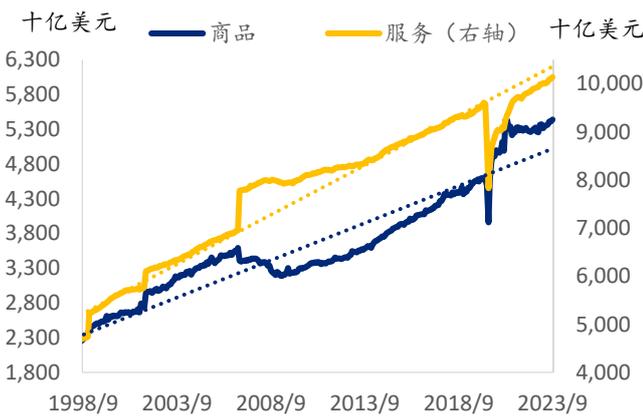
图表 83：消费对环比 GDP 拉动作用细分



资料来源：CEIC，浦银国际

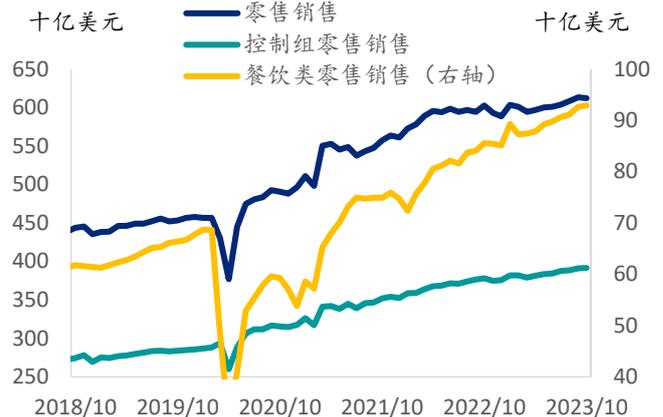
月度数据显示之前回落的商品和工业需求或已开始触底反弹，房地产数据略微走弱。市场非但没有等到服务消费因为高利息环境走弱，反而之前下行的商品需求从三季度开始回升（图表 84），帮助商品消费和零售恢复。2023 年 10 月消费品零售环比增速略微收窄，但是依然维持正增长（图表 85）。同时触底反弹的还有工业需求。除交通用品外的耐用品订单近几个月稳步回升（图表 86），叠加库存同比增速触底反弹，我们相信工业行业已走出去库存周期，进入回升通道。虽然 10 月工业生产数据有所走弱（图表 87），但是这大部分或是受到汽车行业罢工影响。在房地产领域，虽然我们看到接近 8% 的按揭利率对建筑活动产生了一定影响（图表 90），但是因为成屋供给不足，新屋开工和新屋销售表现尚可（图表 88，图表 89）。近期房地产行业的略微走弱还不至于显著拖累整体经济。总体而言，短期来说经济数据并未发现明显衰退信号，四季度经济增速超大幅下行的可能性仍较低。

图表 84：市场非但没有等到服务消费因为高利息环境走弱，反而之前下行的商品需求开始回升



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 85：10 月消费品零售环比增速略有收窄，但仍保持正增长



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 86：除交通外的耐用品订单近几个月稳步回升



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 87：受汽车工业罢工影响，工业生产有所走弱



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 88: 10月新屋开工继续改善, 但是营建许可和房间有所下滑



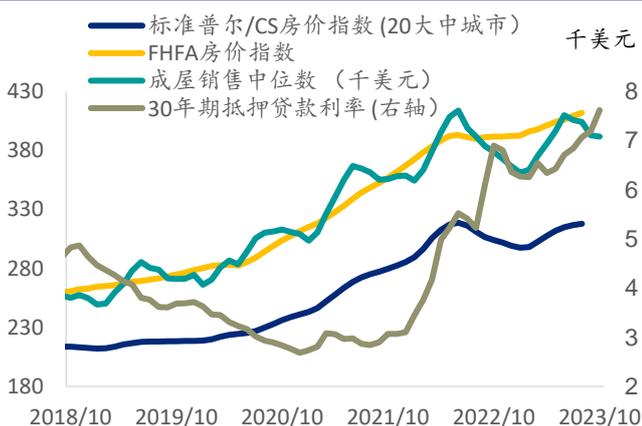
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 89: 成屋销售因供给不足持续放缓, 但新房销售仍强



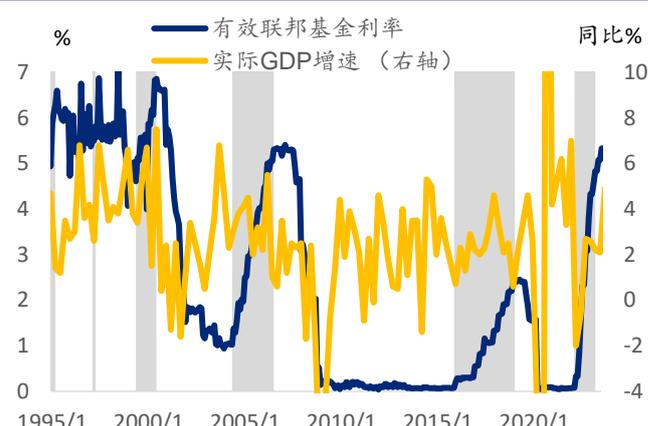
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 90: 房贷利率已接近 8%, 房价相对仍坚挺



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 91: 近年来的加息周期均导致不同程度的经济衰退

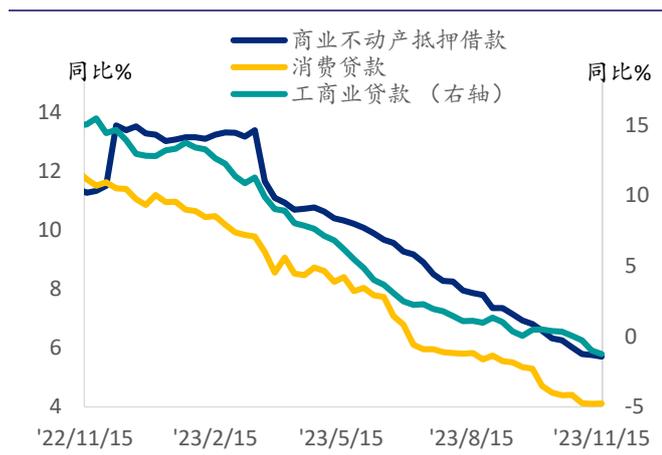


资料来源: CEIC, 浦银国际

尽管如此, 我们依然认为明年二季度美国经济会进入温和衰退。首先, 从历史规律来说, 加息周期通常导致衰退, 尽管影响有时候会相对滞后 (图表 91)。其次, 我们预计核心通胀的下行速度仍将缓慢。美联储对通胀的担忧可能会延迟货币政策及时对经济活动的走弱作出调整的时机。与此同时, 我们依然相信适度的衰退是让通胀率最终回归目标水平的必要条件。再次, 各部门的信贷增速已大幅放缓。工商业贷款增速已转负, 消费贷款增速也跌至 4%左右 (图表 92)。信贷条件的收紧将滞后反映在经济数据上。最后, 自下而上地从 GDP 支出法来看: (1) 高利息环境对投资的抑制作用已经开始显现 (图表 82); (2) 伴随着商品需求的回升以及美国高比例的商品进口, 进出口对 GDP 的拖累作用或逐渐明朗化 (图表 93); (3) 利息支出的上升速度依然超过可支配收入, 消耗疫后美国居民的超额储蓄, 叠加劳动力市场和消费信贷的收紧, 消费在明年大概率会回落。

基于以上四个原因的考虑，我们预测明年二季度美国经济将进入温和衰退。可能二三季度连续两个季度经济环比增速会转负，四季度再次转正。全年实际 GDP 增速预计从今年的 2.4% 减半到明年的 1.2%。不过由于目前经济依然强劲的表现，我们认为仍有 40% 的概率衰退会被再次延迟或甚至避免。

图表 92：各部门的贷款增速已经开始显著下滑



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 93：贸易逆差可能会随着商品需求回升而再次扩大



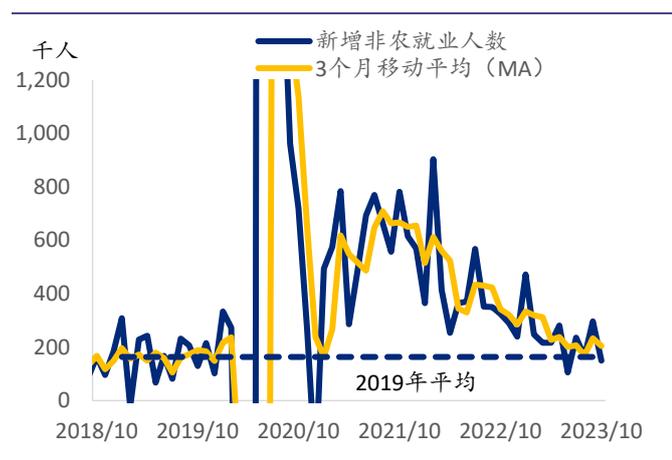
资料来源：CEIC，浦银国际

2. 核心通胀下行或缓慢且波折, CPI 重回 2% 的目标水平或要等到 2025 年

目前尚不能确定劳动力市场是否已经开始显著放松。10 月就业报告弱于市场预期: 非农新增就业人数几乎砍半, 下降到 15 万人(图表 94), 失业率微升 0.1 个百分点到 3.9% (图表 95), 时薪收入增速也有所下降(图表 96)。尽管如此, 我们对劳动力市场的持续放松仍存在两点疑虑。第一, 新增就业下行是否可持续? 10 月数据或受汽车行业罢工影响颇大, 受影响部分可能在之后的月份被弥补。此外, 三季度经济增速远超预期, 经济韧性或也将影响劳动力市场放松速度。第二, 虽然失业率进入上升轨道, 但是当周初次申请失业金人数仍偏低(图表 97)。另外, 其放松程度或仍不足以拉低服务业通胀率: 1.9 月 JOLT 职位空缺和失业人数比例连续四个月徘徊在 1.5 附近, 距离 1.2 的疫情前水平差距明显。

2. 即便时薪增速略降, 但是其他工资指标——亚特兰大联储薪资增长指数和季度的雇佣成本指数依然偏高, 远高于疫情前水平。

图表 94: 10 月非农新增就业人数跌幅超预期



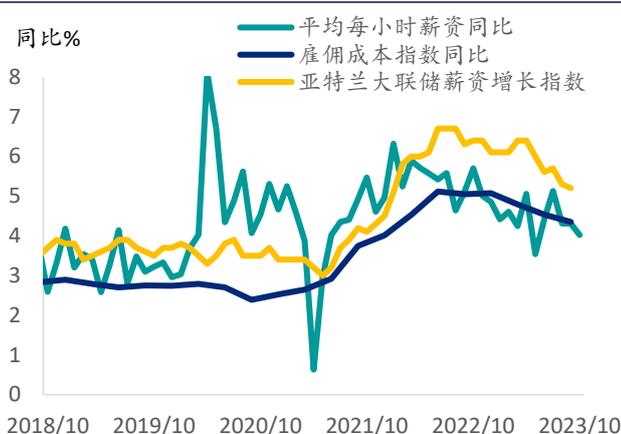
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 95: 失业率微升 0.1 个百分点到 3.9%



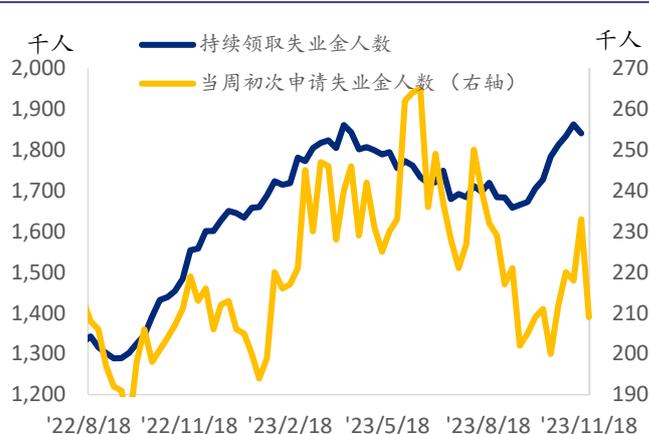
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 96: 即便时薪增速略降, 但是其他工资指标依然偏高



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 97: 当周初次申请失业金人数仍偏低



资料来源: CEIC, 浦银国际

尽管我们也认为核心通胀将会继续下滑, 但下行道路可能并不平坦。核心通胀环比在经历了 8-9 月的反弹之后, 10 月份超预期下行 (图表 98、图表 99)。然而拉动 10 月环比下行的两大推动力——机票和酒店价格的下跌在圣诞旺季或难以维系 (图表 100)。我们认为短期内核心通胀环比有回弹的可能性。展望 2024 年, 以下几个因素或制约核心通胀下行的速度。

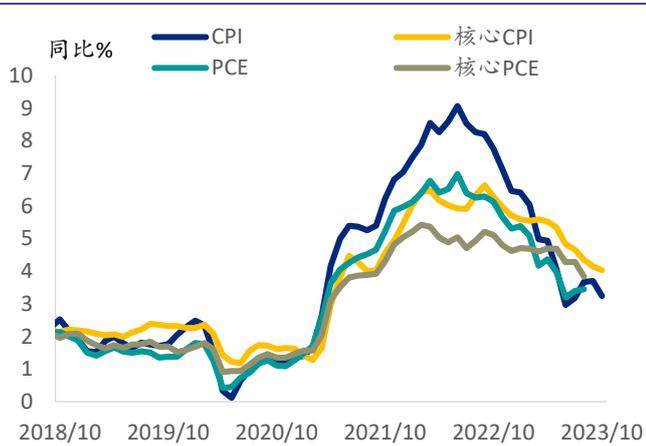
- **劳动力成本下行较慢**——我们认为现在还不能明确判定劳动力市场已经开始明显走弱。仍远高于疫情前水平的劳动力成本将影响除住房外服务业价格下行。
- **房价拉动的租金价格上升**——住房类 CPI 通常滞后反映房价变化约 1 年 (图表 103), 而今年房价一直处于上行路径, 即便近期房地产销售数据有所下滑。上涨的房价或影响住房类 CPI (目前占到整体 CPI 比重有 20% 以上)。
- **商品需求的回升**——我们观察到近期商品需求有所回升, 而后消费可能进一步从服务消费转移回商品需求 (图表 84)。需求回升有可能会引起商品价格的回升。迄今为止核心 CPI 同比跌幅慢于整体 CPI 同比跌幅, 主要是因为核心服务 CPI 的坚挺, 而核心商品 CPI 同比已跌至 0 附近 (图表 104)。

图表 98：美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%) 23 年 10 月	环比贡献 (%) 23 年 10 月
	23 年 10 月	23 年 9 月	23 年 8 月		
CPI	0.04	0.40	0.63	100.0	0.04
食品	0.30	0.23	0.24	13.4	0.04
能源	-2.45	1.52	5.58	7.0	-0.17
核心 CPI	0.23	0.32	0.28	79.6	0.18
- 商品	-0.09	-0.39	-0.10	20.9	-0.02
家用家具和供给	-0.18	-0.28	0.32	4.3	-0.01
服装	0.10	-0.76	0.20	2.5	0.00
运输	-0.37	-0.88	-0.29	7.5	-0.03
医疗护理	0.42	-0.29	0.56	1.5	0.01
娱乐商品	0.15	0.29	-0.44	2.3	0.00
教育和通讯商品	-1.27	0.33	-0.70	0.9	-0.01
酒精饮料	0.17	0.81	-0.01	0.8	0.00
其它	1.09	0.48	0.12	1.3	0.01
- 服务	0.34	0.57	0.39	58.7	0.20
住房	0.33	0.65	0.29	35.0	0.12
主要居所租金	0.50	0.49	0.48	7.7	0.04
外宿	-2.45	3.65	-2.97	1.1	-0.03
业主等价租金	0.41	0.56	0.38	25.8	0.11
核心服务扣除住房	0.34	0.46	0.53	23.7	0.08
医疗护理	0.32	0.32	0.06	6.3	0.02
运输	0.83	0.69	1.96	6.1	0.05
娱乐	0.08	0.50	-0.07	3.1	0.00
教育和通讯商品	0.02	0.07	0.08	4.8	0.00
其它个人服务	0.13	1.10	0.91	0.9	0.00

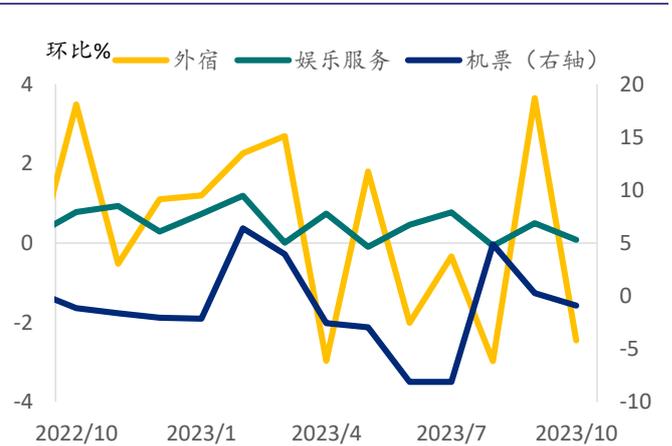
资料来源：Wind，浦银国际

图表 99：美国通胀 10 月超预期放缓



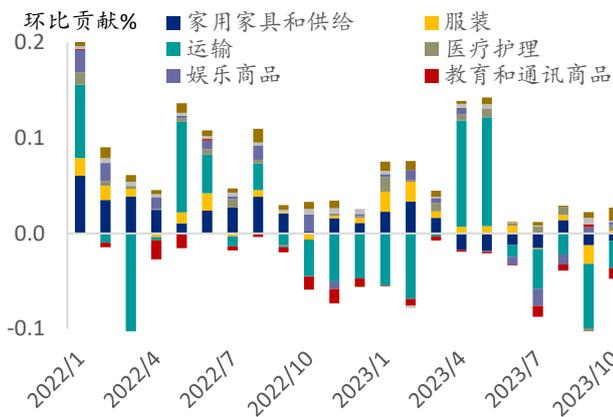
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 100：12 月圣诞节旅游旺季即将到来，或将影响出行类 CPI



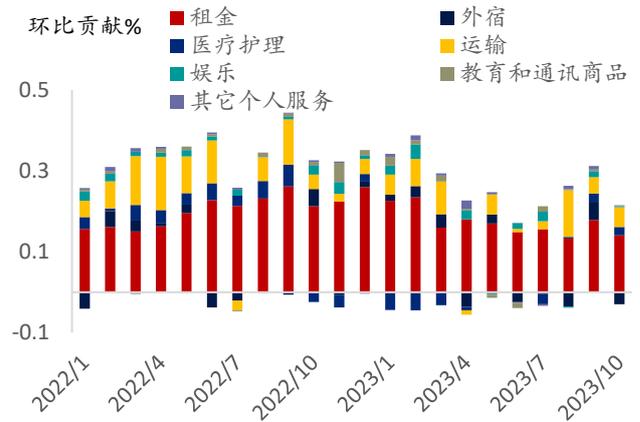
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 101: 核心商品主要分项环比贡献率



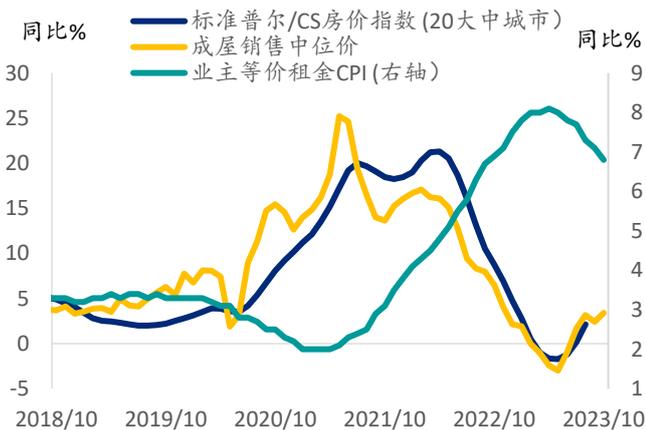
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 102: 核心服务主要分项环比贡献率



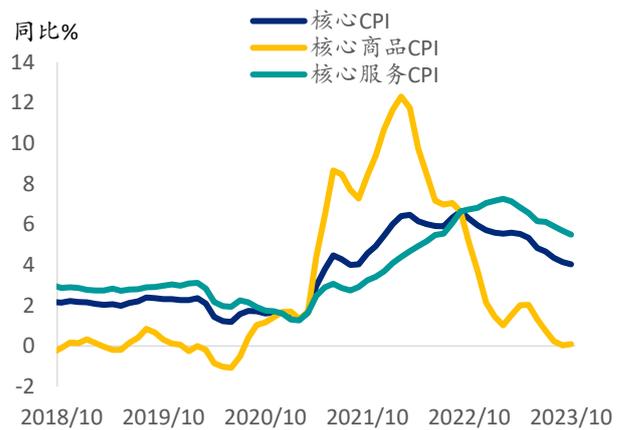
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 103: 租金 CPI 落后房价变化约 1 年



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 104: 迄今为止核心 CPI 降幅慢于整体 CPI 主要是受坚挺的核心服务 CPI 的影响

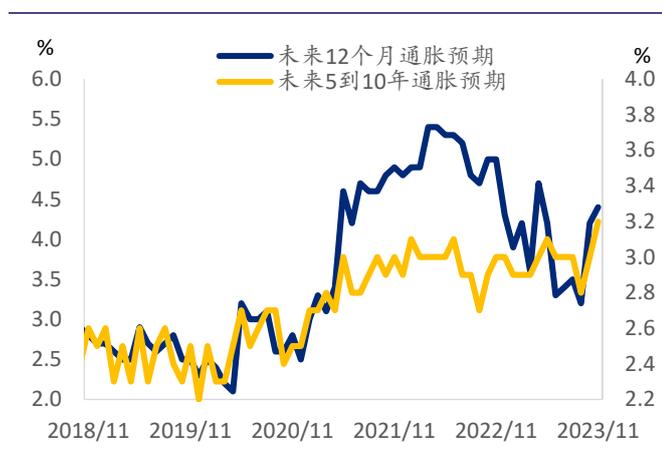


资料来源: CEIC, 浦银国际

此外，前瞻性的调查数据显示通胀下降的预期不容乐观。密歇根大学的1年以及5到10年通胀预期指数在9月触底之后连续两个月回升（图表 105）；服务业和制造业 PMI 的价格指数近期也有所回升，且服务业价格指数仍远高于 50 的枯荣线（图表 106）。

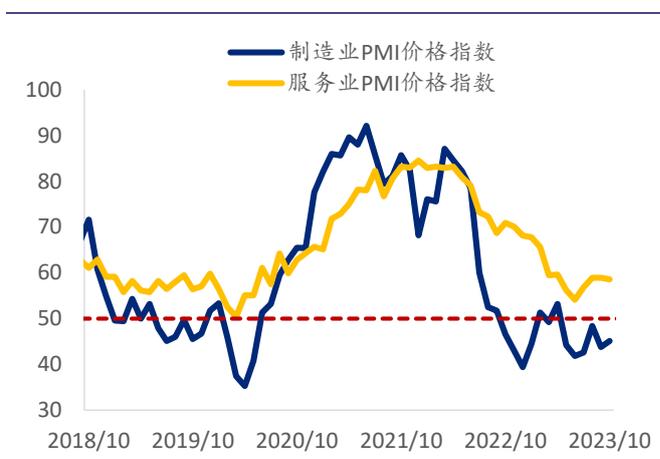
我们预计核心通胀的下滑可能仍会缓慢。预计 CPI 从 2023 年的 4.2% 放缓到 2024 年的 2.6%。不过美联储更为看重的核心 PCE 下降幅度或较小，仅下降 1.4 个百分点到 2.8%，高于美联储目前预测的 2.6%。

图表 105：美国未来 12 个月以及 5 到 10 年通胀预期连续两个月上升



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 106：服务业和制造业 PMI 的价格指数近期均有回升



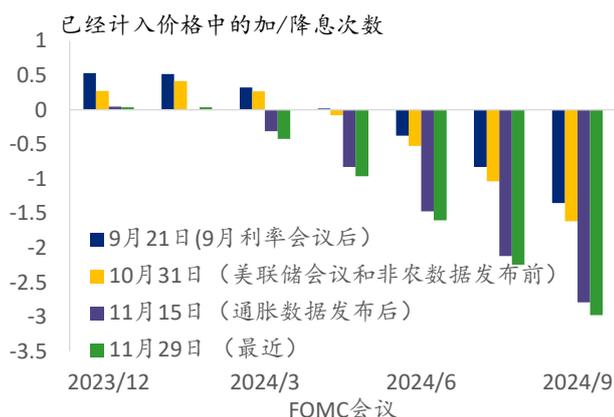
资料来源：CEIC，浦银国际

3. 在美国经济即将进入温和衰退的背景下，政策刺激会到来吗？

货币政策上，加息大概率已结束。11月初利率会议体现了美联储对高企的国债收益率的担忧，叠加10月好于预期的劳动力市场和通胀数据，我们现在认为有70%的概率加息已结束，另有30%的概率明年年初仍有一次25个基点加息。但值得注意的是通胀下行的道路或并不平坦。即便实际操作上美联储不会再加息，考虑到其对降通胀问题的谨慎态度，美联储在未来的1-2个月内或不会松口承认加息结束，这可能对金融市场造成一定波动。

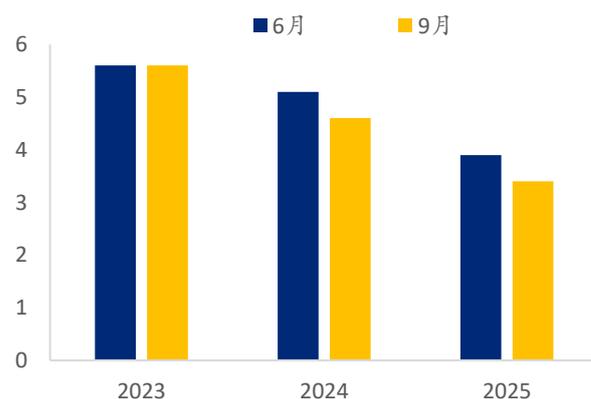
降息或于明年7月开启，预计2024年下半年的4次美联储会议中每次降25个基点。历史数据显示，自21世纪起，降息最早要在加息结束的7个月后才开始（图表91）。而这次，由于通胀下行和劳动力市场收缩速度慢于此前的加息周期，降息的时间点可能会晚于加息结束后的7个月。鉴于货币政策操作一般会滞后于经济数据表现，我们预计明年二季度美国经济进入衰退，那么降息或许至少要等到明年三季度。我们的基本假设是明年7月开始降息，在7月起的4次美联储会议中每次降低25个基点。然而，如果通胀下行速度比预期的更为缓慢、或衰退时间点被进一步延后，我们不排除降息的时间点会被延后到9月甚至11月。12月美联储会议的季度政策利率预测更新或将为明年的潜在降息提供更多线索。

图表 107：美联储加息预期近期大减



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 108：美联储9月将明年的降息预测从100个基点下调到50个基点



资料来源：美联储，浦银国际

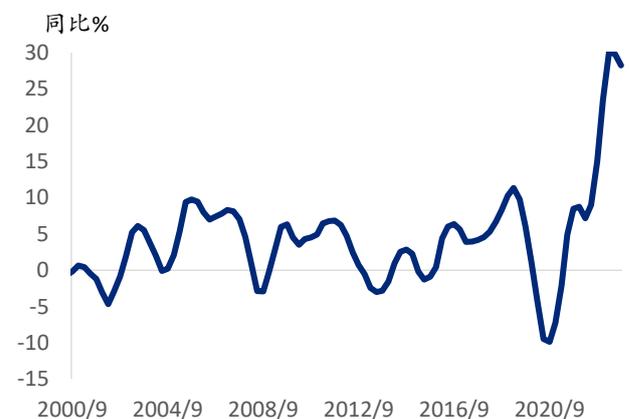
财政政策方面刺激空间有限，但赤字率可能继续高企。今年美国赤字的扩大远高于预期。首先，为了应对新冠疫情，美国政府的负债率自2020年以来大幅增加（图表 109），叠加利率的快速上升，加重了政府的利息支出。今年前三季度财政利息支出的增速高达近30%（图表 110）。其次，社保和医保支出与物价水平息息相关，在高通胀时期也有所增加。最后，美国今年的财政收入增速也不及预期（图表 111）。朝前看，即便有温和衰退发生，我们认为在大选之年两党或难以达成共识推出新的财政刺激。然而利息支出可能会因为利率水平仍将在较高水平上维持较长时间而继续居高不下，经济增速放缓也可能影响税收收入。因此，我们预计美国财政赤字率仍将从2023年的6.2%小幅上升至2024年的6.4%（图表 112）。

图表 109：美国政府债务负担在新冠疫情之后大幅上升



资料来源：Wind，浦银国际

图表 110：财政支出中利息支出因为高利率大增



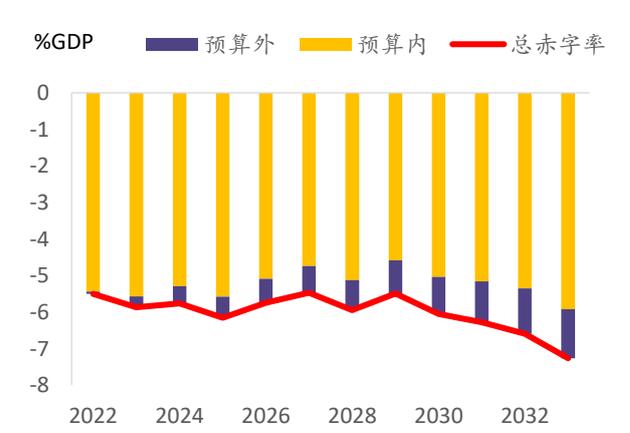
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 111：月度财政收入增速远不及财政支出



资料来源：Wind，浦银国际

图表 112：美国国会预算办公室预测明年赤字率继续高企



资料来源：CBO，浦银国际

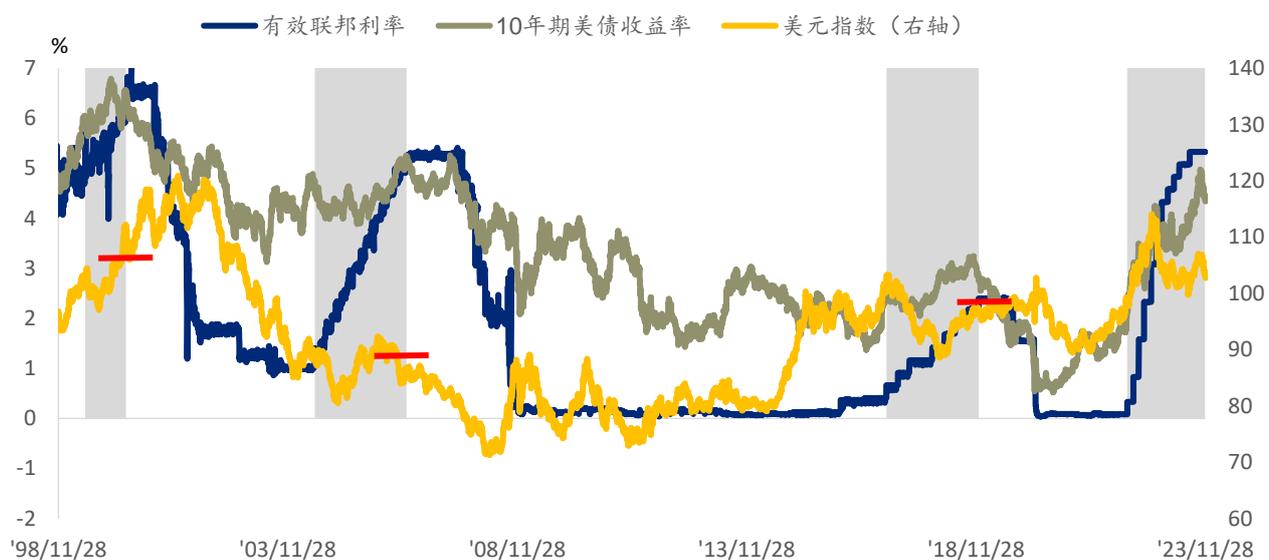
4. 汇率和利率展望

10年期美国国债收益率进入下行区间，然而暴跌概率不高。10年期国债收益率在10月下旬一度突破5%的高位，而后随着加息预期降温，国债计划发行量低于预期而开始迅速下行。一个多月的时间内降了超过60个基点（图表 113）。尽管在美联储松口加息周期结束之前，美联储官员的潜在鹰派表态或对国债收益率产生一定波动，我们认为美国国债收益率整体而言已进入下行区间，而后经济和通胀的逐渐下行或进一步拉低国债收益率。然而由于债务压力、国债发行量或仍相对偏高，核心通胀下行速度仍缓慢，我们认为国债收益率不会陷入暴跌。我们预计10年期美国国债收益率明年年底或在3.8%以上。

美元指数跌幅或远小于美债收益率。纵观历次加息周期，美元指数通常会经历前期升值后期贬值的趋势。然而美元指数今年的表现远好于预期：美元指数在去年9月攀升到114，创下2003年以来新高之后在波动中下行，在今年7月中曾因为加息预期降温一度跌到100以内。而后加息预期再起，美元再度强势反弹，直到11月由于加息结束预期的影响才再次进入下行通道。加息周期的不确定性和美国经济出色的表现是今年美元指数表现好于预期的主要推动力。美元指数目前的水平仍远高于此前21世纪以来加息周期结束后的水平。

虽然美联储的态度或仍能造成一定波动，我们相信美元指数在大趋势下会随着加息结束以及经济数据逐渐转弱而有所走弱，然而跌幅或小于上一轮周期（目前点位：103 vs 上一轮周期低点：95）。短期来看，美国经济表现虽然预计逐渐走弱，但仍强于其他发达经济体（欧元区或已经处在衰退中，日本经济亦较弱）。经济比较优势或将给美元一定支撑。中期来看，因为通胀韧性较强，美联储的降息或将晚于其他发达经济体（例如欧盟和英国）。我们预计美元指数在明年上半年仍可维持在100以上，下半年随着降息开启降至98-100的区间之内。

图表 113：美国 10 年期国债收益率和美元指数走势

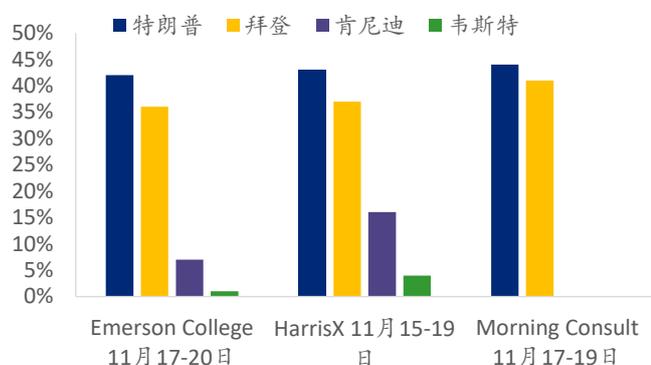


注：阴影为美联储加息周期
资料来源：CEIC，浦银国际

5. 谁将入主白宫？美国总统的人选对中美关系将产生何种影响？

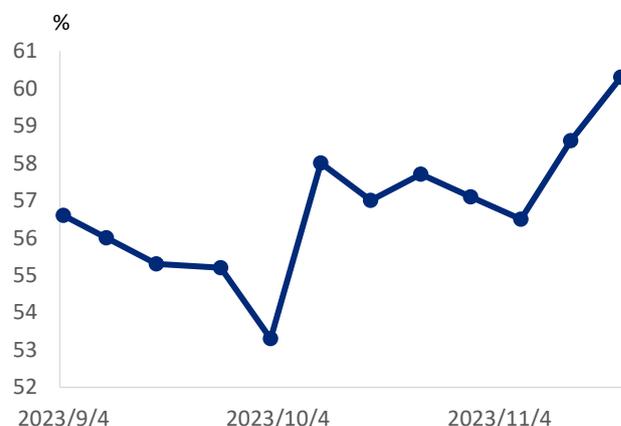
下一任美国总统大概率在拜登和特朗普之间产生，但目前两人的民调差距不大（图表 114）。从目前的民调来看，前总统特朗普在共和党内受欢迎程度大幅领先（图表 115）。如无意外，特朗普将代表共和党，与现任总统、民主党代表人拜登角逐 2024 年总统大选。虽然特朗普目前得票略微领先拜登，但两人的差距并不大。目前谁能成功二次入主白宫仍不明确。

图表 114：在总统选举方面，目前特朗普的支持率略胜拜登，和其他候选人已拉开差距



资料来源：Fivethirtyeight, 浦银国际

图表 115：特朗普领跑共和党党内选举



资料来源：Fivethirtyeight, 浦银国际

不管谁当选下一任总统，美国将中国视为最主要竞争对手这一点并不会发生改变。在 2021 年 1 月拜登当选美国总统之初，市场曾对中美两国的关系缓和有诸多憧憬。然而，拜登政府基本上延续了特朗普在任期间的对华政策，不论是关税、科技还是金融脱钩。尤其科技脱钩在一步步趋严的芯片出口限制下甚至愈演愈烈。我们相信有选择性的对抗和合作将在中美关系中延续。唯一改变的，或许是对抗的方式和方法。作为传统政治家出身的总统，拜登更倾向于用一种有计划性、相对预见性较高的、合纵连横的方式来处理中美关系。在拜登在任期间，美国和传统英联邦盟友以及欧盟关系明显相对于特朗普时期缓和。作为杰出企业家出身的前总统，特朗普更重视美国的经济利益，以及用单边谈判的方式实现美国经济利益的最大化。由于特朗普的操作方式区别于一般政治家，其行动的可预见性比较低。他若当选可能会给中美关系、甚至全球金融市场带来更多的政治波动，但影响或少于他的上一个任期。

四、附录

图表 116: 近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2023 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据点评: 不均衡复苏继续, 但动能略微下滑
2023 年 11 月 15 日	美国 10 月通胀超预期放缓, 加息周期或已结束
2023 年 11 月 7 日	月度宏观洞察: 渐入佳境
2023 年 11 月 2 日	美联储 11 月再次暂停加息, 加息结束了吗?
2023 年 10 月 18 日	三季度经济增速数据好于预期。政策或进入“边走边看”模式
2023 年 10 月 13 日	美国 9 月核心通胀环比微升, 判断“加息周期已经结束”或为时过早
2023 年 10 月 6 日	国庆黄金周数据点评: 旅游业表现继续推动消费复苏
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察: 中国政策成效初显, 美国降息预期大减
2023 年 9 月 21 日	美联储暗示今年还有一次加息, 高利率可能会持续更久
2023 年 9 月 15 日	央行再次降准, 实体经济数据大多好于预期, 政策接下来怎么走?
2023 年 9 月 14 日	美国 8 月核心通胀环比反弹, 四季度或还有一次加息
2023 年 9 月 13 日	城中村改造对经济的影响有多大?
2023 年 9 月 1 日	月度宏观洞察: 中国期待政策继续发力, 美国加息周期未完待续
2023 年 9 月 1 日	央行三箭齐发稳地产, 影响几何?
2023 年 8 月 11 日	美国 7 月通胀数据或支持跳过 9 月加息, 但并不意味着结束加息
2023 年 8 月 9 日	7 月通胀数据点评: 细节好于整体读数, 政策仍需继续发力
2023 年 8 月 2 日	央行工作会议解读: 下半年货币政策怎么走?
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察: 政治局会议后看下半年经济形势, 美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 27 日	美联储 7 月如期加息, 加息周期未必已结束
2023 年 7 月 25 日	7 月政治局会议解读: 将防范化解风险放在更重要位置
2023 年 7 月 20 日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023 年 7 月 19 日	促家居消费政策细节发布, 扩大内需仍需更多政策支持
2023 年 7 月 13 日	美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议
2023 年 7 月 11 日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号?
2023 年 7 月 7 日	汇率因素推动外汇储备上升, 人民币中期或升值
2023 年 7 月 6 日	美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察: 中国静待政策支持, 美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

