

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

循道而为 聚力前行

— 2024 年国内宏观经济展望

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2023 年 12 月 3 日

内容提要:

持续高位的通胀叠加随之而来的全球快速加息潮成为拖累全球经济的主要因素,虽然 2023 年下半年通胀有所回落,但抗击仍有韧性的通胀仍然是海外主要央行的短期目标。从市场预期看,2024 年年中主要央行或趋于降息,但利率水平短期仍在高位,对经济以及流动性的拖累影响或将持续一段时间。

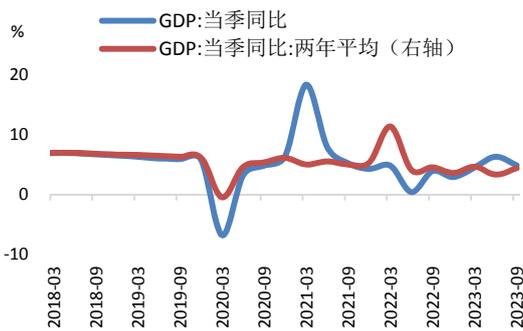
2023 年国内经济复苏有所加快但总体呈现波浪式修复走势。总的来看,经济弱复苏的格局并未根本改变,疫情三年对经济冲击较大、需求复苏有限、市场信心不稳等是主因。

近期在政策呵护及内生动力逐步修复的推动下,经济复苏的经济因素累积增多。展望 2024 年,经济复苏进程延续,内需或好于外需,GDP 有望增长 5%左右。从三驾马车看,制造业投资韧性较好叠加政策支持下的基建投资温和反弹,一定程度上对冲房地产投资低迷对投资端的拖累,制造业库存周期回补以及三大工程有望发力;居民资产负债表修复叠加通胀回升有助于居民消费信心回暖;出口上半年在偏高基数与外需衰退的夹击下趋于回落,但下半年海外主要央行趋于降息或有助于外需边际反弹。从政策端看,为了夯实复苏基础,2023 年底增发万亿国债、2024 年地方债提前批、一揽子化债方案落地等为 2024 年复苏预热,后期随着海外压力减轻仍有降准降息可能,结构性货币工具与政策性金融工具将有序加码,同时 2024 年财政支出力度与节奏较 2023 年积极,上述举措均有助于推动 2024 年经济复苏逐步步入正轨。此外,2024 年通胀温和修复,为政策进一步宽松提供可能。随着物价指数回暖,名义 GDP 增速有望较 2023 年超过 1 个百分点,企业盈利增速有望持续改善。

短期而言,稳字当先、稳中求进而非大水漫灌是可能是优先选择,聚力前行才能以时间换空间,为转型争取更多机会。中长期来看,延缓潜在增速下滑需要循道而为,将深化改革与加速转型落实到位,持续“循道而行”才能够最终实现“功成事遂”。

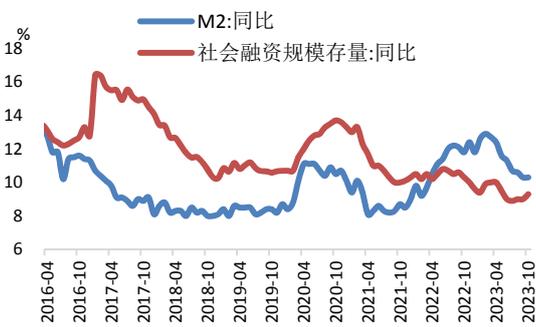
风险提示: 央行超预期调控,食品价格超预期,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济下行压力增大,房地产价格超预期回落,国内外疫情超预期变化,中美关系全面恶化,国际经济形势急剧恶化,海外黑天鹅事件等风险。

GDP



资料来源:Wind, 国开证券研究与发展部

M2&社融



资料来源:Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《政策叠加内生动能修复推动复苏好于预期—9 月及三季度经济数据点评》
- 《经济复苏有所反复 政策仍需加快落地—10 月经济数据点评》
- 《通胀整体偏弱 后续仍将修复—10 月物价数据点评》

目录

1. 全球经济：蹒跚向前，受高通胀与高利率拖累.....	4
1.1 通胀虽有回落但保持韧性	4
1.2 主要央行从短期保持紧缩或转向宽松，但总体效应或有限	5
1.3 全球经济下行风险尚存	7
1.4 关注库存回补对经济的拉动作用	8
2. 国内经济：循道而为，聚力前行.....	9
2.1 2023 年复苏总体呈现波浪式修复走势.....	10
2.2 当前经济复苏的积极因素累积增多	17
2.3 2024 年库存周期或存回补可能.....	30
2.4 2024 年宏观政策总体偏宽松且更为精准有力	34
2.5 小结：2024 年经济延续修复，叠加物价回升推动名义增速加快修复.....	37

图表目录

图 1: 美欧通胀同比增速高位回落	4
图 2: 新兴市场国家通胀总体回落但有所反复	4
图 3: 美欧通胀同比两年平均增速仍在近 20 年高位	5
图 4: 美欧 PPI 趋于回落但两年平均增速仍高	5
图 5: 全球天然气价格回落但仍高于疫情前常态时期	5
图 6: IMF 预计 2024 年美欧 CPI 仍在 3%左右	5
图 7: 市场预期美联储 24 年中降息（截至 11 月 30 日）	6
图 8: 美国实际利率已经转正	6
图 9: 美联储较历史峰值缩表 12%.....	6
图 10: 欧洲央行缩表节奏快于美联储	6
图 11: 全球 PMI 趋于回落	7
图 12: 德法 OECD 领先指标持续下行	7
图 13: 欧美消费者信心指数低位徘徊	8
图 14: IMF 预计 2024 年全球经济增长 2.9%	8
图 15: 美国多个库存指标同比增速接近零	9
图 16: 美国销售同比触底回升	9
图 17: 今年 GDP 两年平均增速低于潜在增速	11
图 18: 今年 3 月后 PMI 总体表现仅强于 2022 年	11
图 19: 今年工业增加值增速与疫情前仍有差距	11
图 20: 今年消费复苏总体势头并不强	11
图 21: 房地产是中国经济增长的重要动力	12
图 22: 2023 年房地产投资持续下滑	12

图 23: 保交楼推动房地产竣工但新开工情况较弱	12
图 24: 2022 年起商品房销售同比转负	12
图 25: 2022 年下半年以来房地产开发资金持续负增长	13
图 26: 2022 年至今土地市场表现不佳	13
图 27: 受疫情影响居民可支配收入增速放缓	13
图 28: 今年前三季度居民收入增速与 GDP 之差转正	13
图 29: 居民就业与收入信心仍有待恢复	14
图 30: 2020 年以来居民储蓄倾向趋于上升	14
图 31: 新增居民存款快速上升	14
图 32: 高净值人数量及个人可投资资产规模较快增长	14
图 33: 近 4 个季度净出口对 GDP 贡献率为负	15
图 34: 今年出口增速放缓较多	15
图 35: 企业投资信心不强	15
图 36: 2023 年中小企业信心强于 2022 年但弱于此前	15
图 37: 2023 年中小企业发展状况改善但仍弱于疫情前	16
图 38: 需求不足是本轮弱复苏的主要制约因素	16
图 39: 居民部门主动加杠杆意愿不足	17
图 40: 今年二三季度企业主动加杠杆意愿偏弱	17
图 41: 2023 年制造业投资增速好于整体固定资产投资	18
图 42: 高技术制造业引领效应明显	18
图 43: 企业利润增速反弹有助于稳定制造业投资	19
图 44: 工业产能利用率连续 2 个季度回升至 75.6%	19
图 45: 2023 基建投资温和发力	20
图 46: 偏低的中央政府杠杆率存有加杠杆可能	20
图 47: 保障房建设有望在 2024 年加速推进	23
图 48: 今年以来 PSL 规模总体有所增长	23
图 49: WTO 预计 2024 年全球贸易增长	24
图 50: 中国上半年出口份额仍高于疫情前	24
图 51: 中国对东盟出口增多部分对冲对欧美放缓影响	24
图 52: “新三样”出口较快增长、占比提升	24
图 53: 就业水平总体保持稳定	25
图 54: 前三季度服务业占 GDP 比重趋于上行	25
图 55: 新能源汽车销售持续高增长凸显消费升级	25
图 56: 居民服务消费增速逐步修复	25
图 57: 2023 年 CPI 总体偏弱	26
图 58: 猪周期并未如期启动从而拖累 CPI	26
图 59: PPI 拐点已现	27
图 60: 南华工业品指数企稳回升	27
图 61: 预计 2024 年 CPI 中枢上行至 1.3% 左右	27
图 62: 预计 2024 年 PPI 中枢上行至 0.2% 左右	27
图 63: 中小企业仍面临需求不足等问题	30
图 64: 2018 年后民企杠杆率总体上行	30
图 65: 2000 年以来国内大约经历了 7 个相对完整的库存周期	31

图 66: 库存周期与 PPI 走势大体吻合	32
图 67: 剔除价格因素后的实际库存水平有所抬升	32
图 68: 央行数据反映出企业当前库存水平处于历史低位	32
图 69: PMI 产成品库存低位回补	32
图 70: 小型企业库存去化快于大中型企业	33
图 71: 整体制造业库存水平较低	33
图 72: 黑色产成品存货处于近年来低位	33
图 73: 部分消费品行业产成品存货低位徘徊	33
图 74: 部分中上游行业产成品存货低位徘徊	33
图 75: 汽车库存水平中等仍有一定上行空间	33
图 76: 部分新兴行业库存水平处于历史低位	34
图 77: 通用设备制造业存货处于历史低位	34
图 78: 2023 年下半年流动性投放力度加大	36
图 79: 2023 年 DR007 有所上行但均值仍低于 2021 年	36
图 80: 2024 年一、四季度 MLF 到期量较大	36
图 81: 增速偏低的 M1 与相对偏高的 M2 之差增大	36
图 82: 2023 年下半年财政支出较年中有所提速	37
图 83: 2023 年财政在社保和就业方面支出加快	37
表 1: IMF 与 OECD 对 2023-2024 年全球经济展望 (单位: %)	8
表 2: 近期对民营经济的关注及支持不断提升	29
表 3: 2023 年前三季度信贷新增规模及分项数据 (单位: 亿元)	35

1. 全球经济：蹒跚向前，受高通胀与高利率拖累

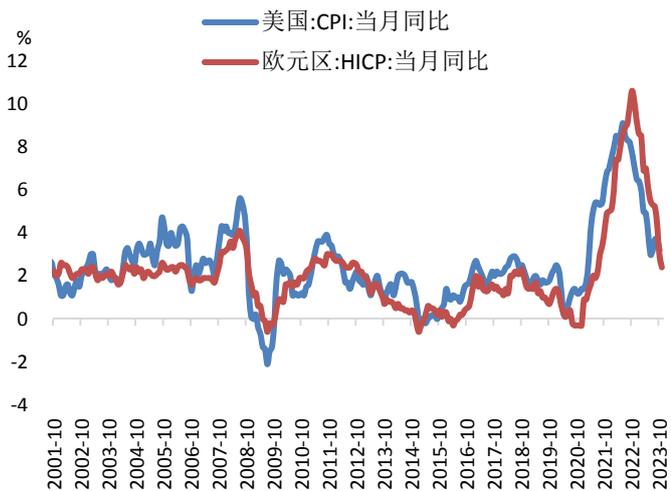
持续高位通胀叠加随之而来的全球快速加息潮自 2022 年下半年起取代新冠隐情成为拖累全球经济的主要因素，虽然 2023 年下半年通胀有所回落，但抗击仍有韧性的通胀仍然是海外主要央行的短期目标。伴随着利率的持续高位，全球经济下行风险增大。虽然从市场预期看，2024 年年中主要央行或趋于降息，但利率水平短期仍在高位，对经济以及流动性的拖累影响或将持续一段时间。

1.1 通胀虽有回落但保持韧性

2022 年以来，极度宽松政策后遗症、俄乌冲突、供应链尚未完全修复叠加异常天气等因素导致全球通胀高企。

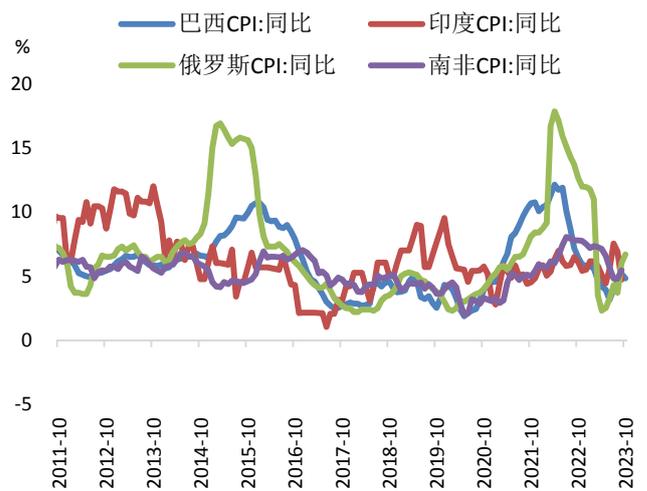
2023 年前 10 个月，全球通胀水平总体有所回落。从发达国家看，美国 CPI 同比在 6 月（3.0%）达到年内最低，较年初高点（6.4%）回落 3.4 个百分点，7-9 月小幅反弹；欧元区 HICP 同比在 10 月（2.9%）降至年内最低，较年初高点（9.2%）大幅回落 6.3 个百分点。从主要新兴市场国家看，多数国家通胀回落但反复现象并不少见。

图 1：美欧通胀同比增速高位回落



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 2：新兴市场国家通胀总体回落但有所反复



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

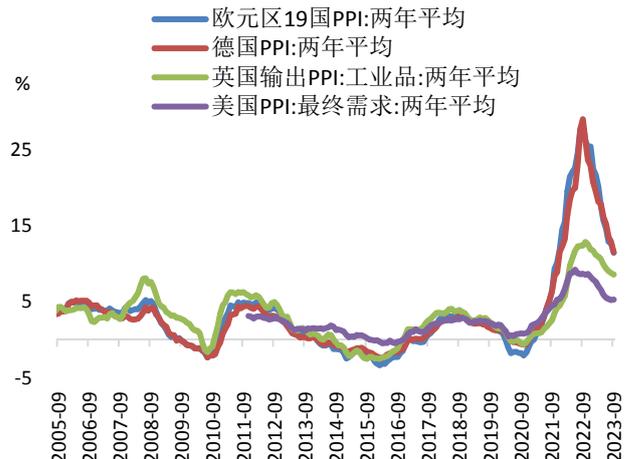
短期通胀仍有韧性，中期通胀中枢或较疫情前抬升。首先，2023 年通胀同比增速高位回落，但剔除基数因素后的两年平均增速数据显示，多数国家通胀仍保持韧性。美国 CPI 同比两年平均增速自 2022 年 6 月（7.2%）达到本轮通胀高位后趋于回落，但历经 15 个月后又仅下降 1.3 个百分点。欧元区通胀峰值较美国稍晚 4-5 个月，其 HICP 同比两年平均增速于 2022 年 11 月（7.2%）见顶，但历经 11 个月后又仅下降 0.8 个百分点。其次，从世界范围看，虽然 2023 年 CPI（6.9%）较 2022 年回落 1.8 个百分点，但 2024 年仍高达 5.8%（根据 IMF 预测），超出 2010-2019 年均值（3.6%）2.2 个百分点。此外，核心通胀仍在高位。由于劳动力市场依然紧张，服务业通胀粘性高于预期，核心通胀率下降得要更慢一些，IMF 预计 2024 年核心 CPI 将从 2023 年的 6.3% 降至 5.3%。

图 3: 美欧通胀同比两年平均增速仍在近 20 年高位



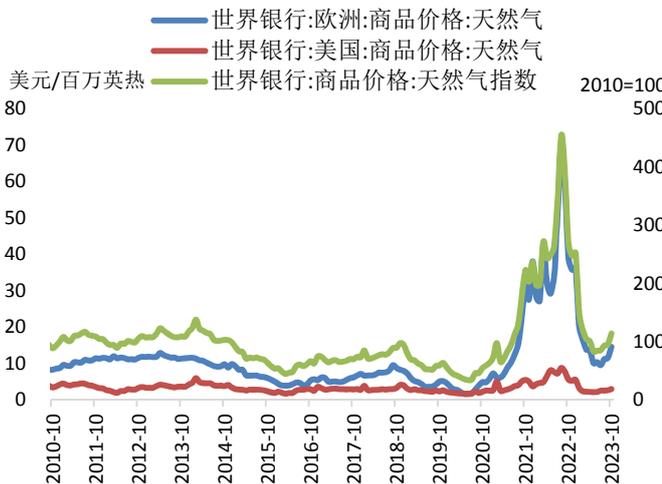
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 4: 美欧 PPI 趋于回落但两年平均增速仍高



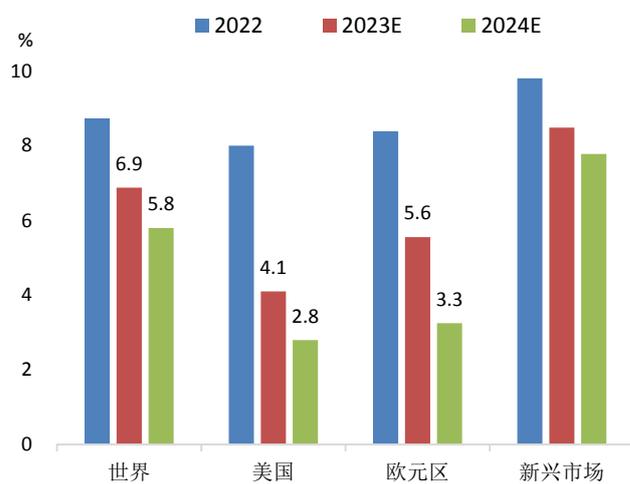
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 5: 全球天然气价格回落但仍高于疫情前常态时期



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 6: IMF 预计 2024 年美欧 CPI 仍在 3% 左右



资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

虽然欧美通胀均处于较高水平，但成因却有差异。共因在于能源价格的上涨以及极度宽松货币政策的推动，但美国能源自给率较高、欧洲自给率较低（欧盟统计局数据显示，2020 年欧盟能源自给率仅为 42%）的差异对通胀的效应是大不相同的，从这个视角看，欧盟通胀水平下降或更为缓慢一些。

从中期看，劳动力短缺、地缘冲突以及逆全球化等因素冲击供给端，通胀中枢或较疫情前有所上升。

1.2 主要央行从短期保持紧缩或转向宽松，但总体效应或有限

此前为了应对持续高位的通胀，全球主要央行接连出手。美联储在 16 个月内将利率提高 525bp，欧洲央行在 14 个月内将利率提高 450bp。美国方面，由于其就业市场表现尚可、通胀水平持续高于 2%，短期或将继续保持较高利率水平。根据 CME Fedwatch 数据显示，截至 11 月 30 日市场预期美联储将在 2024 年年中开启降息通

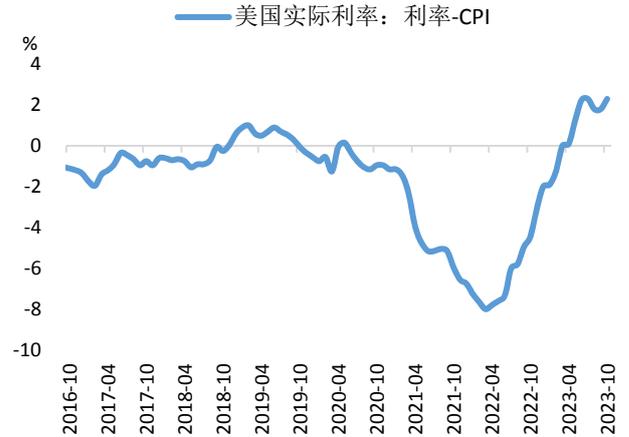
道，全年或下调利率 100-125bp。从时间上看，调整大概率是年中左右，提前或延后以及下调幅度则需要视后续通胀、就业、消费等数据而定。

短期看，宽松的实际效果相对有限。首先，相对于本轮快速加息，降息速度相对过慢，市场预期较美联储点阵图更为积极，但 2024 年下调中枢仍在 100bp-125bp，而美联储 9 月的点阵图预测则显示，2024 年将会有两次幅度为 25 个基点的降息，到 2025 年底政策利率将降至 3.9%。由于 10 月 CPI 数据低于预期，预计后续更新的点阵图将较之前积极，但即便如此降息周期进度也较为缓慢。其次，实际利率趋升对经济的影响有所加大。仍以美国为例，用 CPI 测算的实际利率于 2023 年二季度转正，预计 2024 年全年大概率将维持。

图 7: 市场预期美联储 24 年中降息(截至 11 月 30 日) 图 8: 美国实际利率已经转正



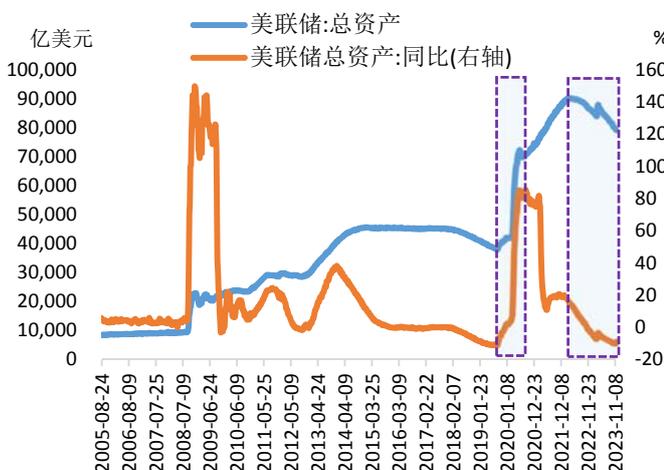
资料来源: CME Group, 国开证券研究与发展部



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

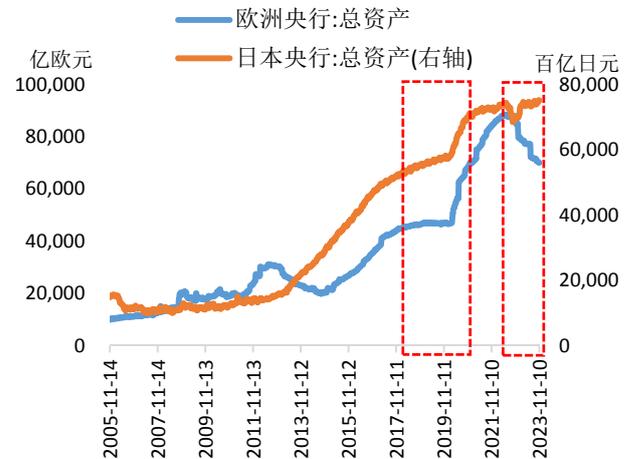
除了利率调整外，还要关注海外主要央行短期持续缩表对流动性的影响以及未来的调整。截至 11 月 8 日，美联储总资产较历史峰值(2022 年 3 月，9.01 万亿美元)、2022 年末分别减少 12.2%、8%。截至 11 月 10 日，欧洲央行总资产较历史峰值(2022 年 6 月，9.01 万亿美元)、2022 年末分别减少 20.8%、12%。

图 9: 美联储较历史峰值缩表 12%



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 10: 欧洲央行缩表节奏快于美联储



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

1.3 全球经济下行风险尚存

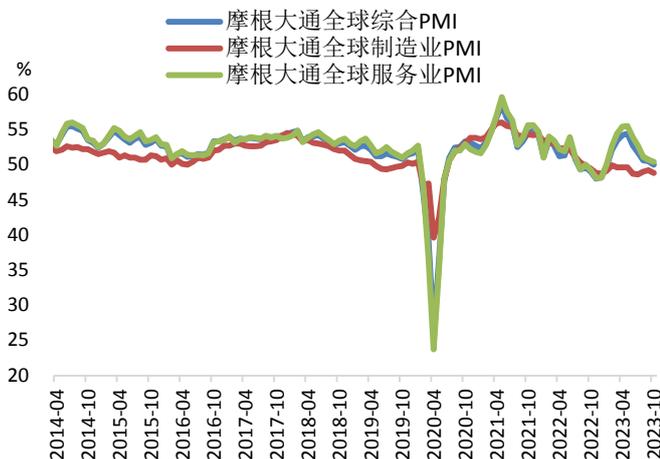
持续的高利率尤其是近半年来实际利率转正并趋于上行增加了经济下行的可能性，全球风险偏好下降，金融市场的不确定性随之上升。

先行指标趋于回落。从 PMI 看，今年三季度全球综合 PMI、制造业 PMI、服务业 PMI 均值分别较二季度下降 2.8、0.3、3.4 个百分点。从 OECD 先行指标看，G7 国家 OECD 综合领先指标自 2023 年 1 月以来持续回升，但始终在 100 之下，而且下半年环比改善幅度趋缓。其中截至 10 月德法分别连续 7 个月、24 个月回落。整体来看，主要新兴市场与发展中国家 OECD 综合领先指标好于主要发达国家，发达国家中美国韧性则相对较好。

消费者信心低位徘徊。美国及欧盟消费者信心 2021 年年中左右达到疫后峰值后趋于回落，近 1 年均在 2000 年以来低位且近期仍在下行中。

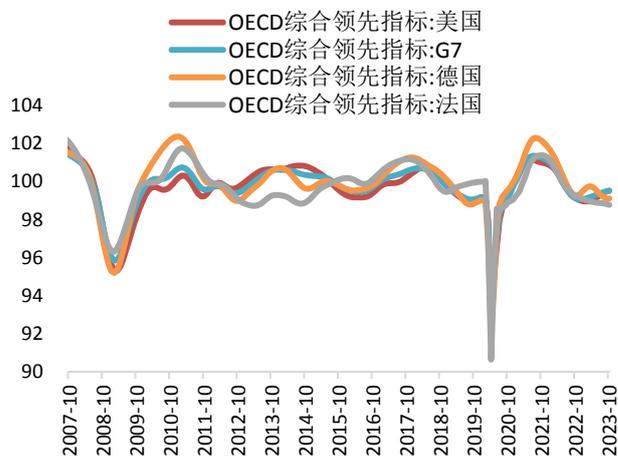
未来全球经济增长预计仍然缓慢且不均衡，分化趋势日益扩大。IMF 在 2023 年 10 月的《世界经济展望》报告中用“全球经济蹒跚向前，缺乏动力”定性 2023-2024 年经济复苏，其预计全球经济增速将从 2022 年的 3.5% 放缓至 2023 年的 3% 和 2024 年的 2.9%，远低于历史平均水平。同时，全球经济分化明显，一些地区的经济活动远远低于 IMF 在疫情前的预测，而且相比新兴市场和发展中经济体，发达经济体的经济增速放缓更为明显。从中期前景看，全球增长前景疲软，特别是新兴市场和发展中经济体其追赶发达经济体生活水平的速度将大幅放缓，伴随的是财政空间将缩小，债务脆弱性和风险敞口上升，克服新冠疫情和俄乌战争带来的长期创伤效应的机会减少。

图 11: 全球 PMI 趋于回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 12: 德法 OECD 领先指标持续下行



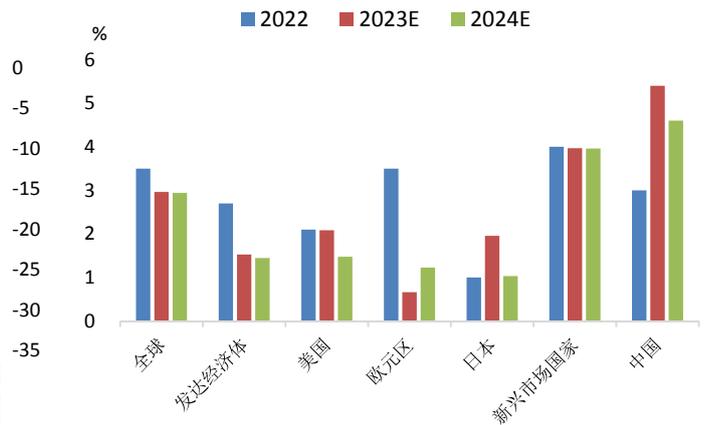
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 13: 欧美消费者信心指数低位徘徊



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 14: IMF 预计 2024 年全球经济增长 2.9%



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

表 1: IMF 与 OECD 对 2023-2024 年全球经济展望 (单位: %)

经济体	IMF (10 月)			OECD (11 月)		
	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
全球	3.5	3.0	2.9	3.3	2.9	2.7
发达经济体 ¹	2.6	1.5	1.4	2.9	1.7	1.4
美国	2.1	2.1	1.5	1.9	2.4	1.5
欧元区	3.3	0.7	1.2	3.4	0.6	0.9
日本	1.0	2.0	1.0	0.9	1.7	1.0
新兴经济体 ²	4.1	4.0	4.0	3.6	4.0	3.8
中国 ³	3.0	5.4	4.6	3.0	5.2	4.7

资料来源: IMF, OECD, 国开证券研究与发展部

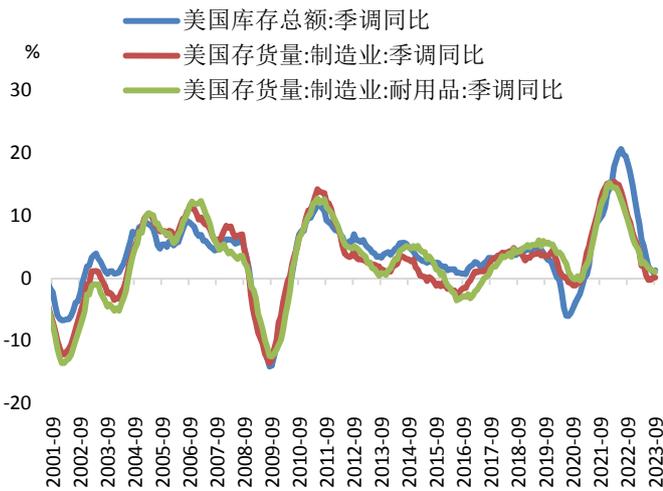
注: 1. OECD 发达经济体预测以 OECD 国家整体代替; 2. 新兴经济体以非 OECD 国家整体代替; 3. IMF 于 11 月上调中国 2023 年与 2024 年预估。

1.4 关注库存回补对经济的拉动作用

从海外情况看, 部分库存水平偏低、销售相对较好的国家和地区 2024 年存在库存回补的可能性, 从而对经济有一定的拉动作用。

以美国为例, 2002 年以来共经历了 6 轮完整的库存周期, 平均时间跨度为 37 个月左右。上一轮自 2020 年 8 月起, 至今已有 38 个月, 时间上处于去库存周期的后期, 未来有可能将进入新一轮库存周期。从其库存的同比增速来看, 目前无论是名义库存还是实际库存同比增速处于零值附近。同时, 从历史上看, 美国制造商、批发商销售额同比增速变化会领先于企业库存的变化, 前者自今年 3 月-7 月同比增速降至负值区间, 8 月-9 月反弹转正。美国三季度私人存货增加 806 亿美元, 对 GDP 环比增速的拉动由此前的 0 上升至 1.3%, 是其私人投资改善的主要原因。如果这种趋势得以持续, 则为其 2024 年其经济软着陆增大可能性。

图 15: 美国多个库存指标同比增速接近零



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 16: 美国销售同比触底回升



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

2. 国内经济：循道而为，聚力前行

今年年初以来的经济复苏呈现波浪式修复走势。其中，一季度疫情快速过峰后，服务消费迅速复苏拉动经济快速修复，当季 GDP 同比增长 4.5%，两年平均增长 4.6%，均为 2022 年二季度以来最高。但在前期需求集中释放后，二季度工业生产、消费、出口（两年平均）增速均趋于放缓。三季度前期受异常天气因素影响，经济多项指标进一步放缓，在 724 政治局会议加码稳增长后有所反弹。总的来看，经济弱复苏的格局并未改变，疫情三年对经济冲击较大、需求复苏有限、市场信心不稳是主因。从信心指数看，样本企业多为大中型企业的 PMI 生产经营活动预期指数表现尚可，但 BCI 企业投资前瞻指数、中小企业发展指数等多个指数仍低于疫前水平。此外，PMI 受调查企业中反映市场需求不足的比重连续数月在 58% 之上，凸显需求不足、市场信心不稳。

为了夯实经济复苏基础，三季度以来国家加码稳增长。7 月 24 日政治局会议提出“加大宏观政策调控力度”、“加强逆周期调节和政策储备”，随后专项债发行加速，央行降准叠加降息，地产政策落地，一揽子化债持续推进，超大特大城市城中村改造提速，增发万亿国债，2024 年专项债提前批下达，上述政策陆续出台有助于稳定市场预期以及夯实经济复苏基础。政策加码叠加内生动能有所修复推动三季度中后期复苏边际加快，三季度 GDP 同比增长 4.9%，好于市场预期（4.5%）。值得一提的是，在前三季度 GDP 同比增长 5.2%，四季度只需增长 4.4%（市场预期 5.2%）就能实现全年 5% 左右目标的情况下，国家仍选择增发万亿国债，表明政策层稳经济、稳市场、稳信心的积极态度。

展望 2024 年，经济复苏进程延续，内需或好于外需。从三驾马车看，制造业（尤其是高科技制造业）投资韧性较好叠加政策支持下的基建投资温和反弹，一定程度上对冲房地产投资低迷对投资端的拖累，制造业库存周期回补以及房地产投资内部城中村改造、保障房投资有望发力；居民资产负债表修复叠加通胀回升有助于居民消费信心回暖；出口上半年在偏高基数与外需衰退的夹击下趋于回落，但下半年海

外主要央行趋于降息或有助于外需边际反弹。从政策端看,为了夯实复苏基础,2023年底增发万亿国债、2024年地方债提前批、一揽子化债方案落地等为2024年复苏预热,后期随着海外压力减轻仍有降准降息可能,结构性货币工具与政策性金融工具将有序加码,同时2024年财政赤字率有望调至3.5%左右,财政支出力度与节奏较2023年积极,上述举措均有助于推动2024年经济复苏步入正轨。此外,2024年通胀温和修复,为政策进一步宽松提供可能,预计CPI较2023年回升1个百分点至1.3%,高位或接近2%;PPI或在5月由负转正,全年增速较2023年回升3.1个百分点至0.2%。随着物价指数回暖,名义GDP增速有望较2023年提升超过1个百分点,企业盈利增速有望持续改善。

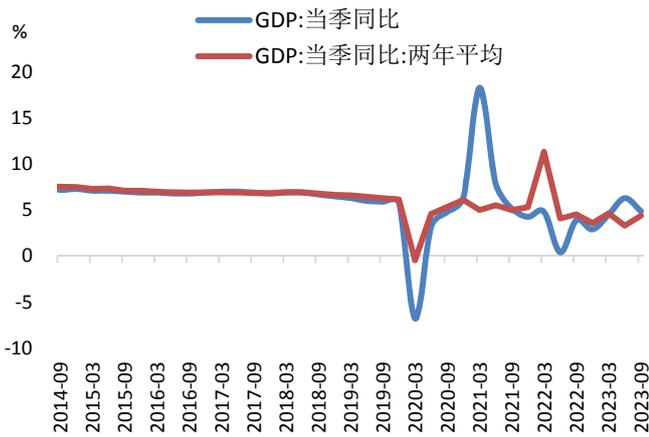
短期而言,稳字当先、稳中求进而非大水漫灌是优先选择,聚力前行才能以时间换空间,为转型争取更多机会。中长期来看,延缓潜在增速下滑需要循道而为,将深化改革与加速转型落实到位。从地产政策调整、大力支持(先进)制造业发展、落实“两个毫不动摇”鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大到金融工作会议鲜明提出“加快建设金融强国”的目标并强调推动我国金融高质量发展来看,无一不是体现上述思路,持续“循道而行”才能够最终实现“功成事遂”。

2.1 2023年复苏总体呈现波浪式修复走势

今年经济复苏有所加快但总体呈现波浪式修复走势。总的来看,经济弱复苏的格局并未根本改变,疫情三年对经济冲击较大、需求复苏有限、市场信心不稳等是主因。

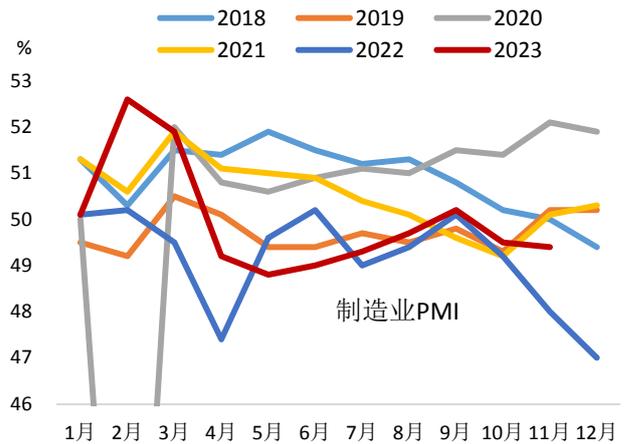
从GDP看,基数因素与内生动力修复共同主导其增势。一季度经济从底部快速修复,GDP同比增长4.5%,好于市场预期(4%);两年平均增长4.6%,均为2022年二季度以来最高;环比增长2.2%,较2022年四季度大幅加速,主因后者偏低基数,若合并2个季度看,2.8%的表现则相对中性。其中,服务业触底回升贡献较大。一季度服务业增加值同比增长5.4%,高于2022年四季度3.1个百分点,尤其是前期受疫情影响较大的接触型聚集型服务业回升明显。同时,消费贡献率回升,一季度最终消费支出对经济增长贡献率达到66.6%,为2022年四季度的10倍,也是2019年以来的次高。在前期需求集中释放后,二季度工业生产、消费、出口(两年平均)增速均趋于放缓。二季度GDP同比增速(6.3%)回升主因2022年同期基数(0.4%)偏低,而环比0.8%弱于一季度(2.2%),低于预期的主因在于房地产投资拖累加大以及5-6月出口增速超预期下行。进入三季度后,前期受异常天气因素影响,经济多项指标进一步放缓,在724政治局会议加码稳增长后则有所反弹。当季GDP同比增长4.9%,两年平均增长4.4%,后者略低于一季度(4.6%)。值得注意的是,8月调控政策超预期放松后房地产销售短期表现较好,但时间周期拉长后(10月-11月)又趋于回落。地产交易弱复苏,基建开工强度有所减弱,四季度资金安排面临窗口期,叠加北方降温,行业开工率总体趋于下行,10月PMI亦超预期回落。从经济潜在增速看,若今年GDP全年增长5.2%则两年平均增速为4.1%,后者低于中国社会科学院2023年6月发布的报告《社会主义现代化远景目标下的经济增长展望——基于潜在经济增长率的测算》中所推算的潜在经济增速(2023年当年为5.27%,两年平均增速为5.3%)。

图 17: 今年 GDP 两年平均增速低于潜在增速



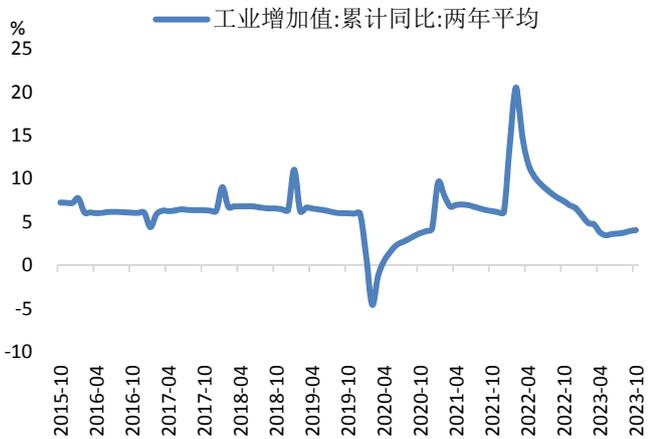
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 18: 今年 3 月后 PMI 总体表现仅强于 2022 年



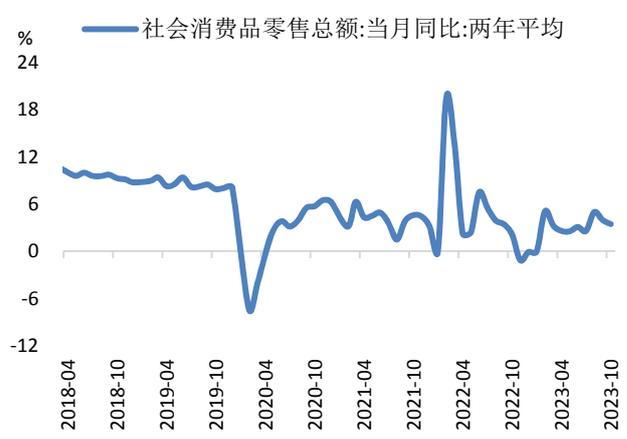
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 19: 今年工业增加值增速与疫情前仍有差距



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 20: 今年消费复苏总体势头并不强



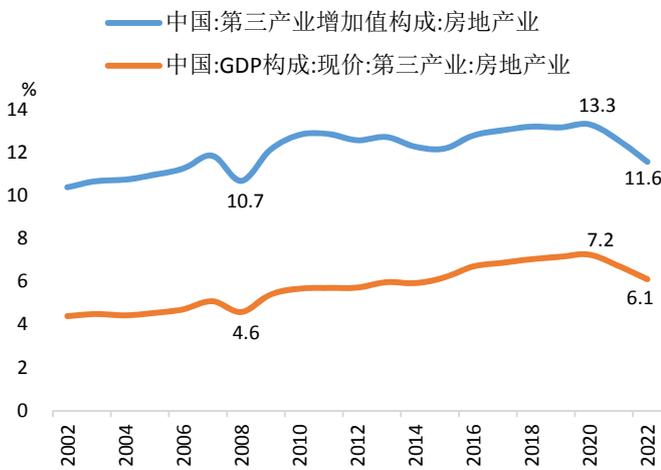
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

具体来看, 房地产投资持续拖累、资产负债表有待修复、信心不足等原因导致经济复苏呈现波浪式修复走势。

第一, 房地产投资萎缩持续拖累经济增长。今年房地产开发投资同比增速从开年前 2 个月的-5.7%持续下行到前 10 个月的-9.3%, 对应的两年平均增速亦从前 2 个月的-1.1%持续下行到前 10 个月的-9.1%。从工程的进展看, 前 10 个月新开工与施工面积无论是同比还是两年平均增速均延续了此前的负增长, 在保交楼的推动下竣工面积同比增速年初转正且 4 月-10 月均在 20%左右, 但两年平均增速总体上小幅负增长。商品房销售方面, 今年 1-10 月销售面积同比下降 7.8%, 延续了 2022 年以来的持续萎缩走势, 而 2 年平均增速自 2022 年 7 月以来持续为负。从高频的 30 个大中城市商品房成交情况看, 8 月政策出台后短期表现较好, 但 10 月后趋于回落, 11 月前 15 日成交面积分别相当于 2019 年、2021 年同期的 52.5%、55.2%, 均较前期进一步回落。从房地产开发资金到位情况看, 其同比增速自 2022 年初起持续为负, 2 年平均增速自 2022 年 5 月起亦持续为负且跌幅持续扩大。今年 1-10 月房地产开发资金累计同比减少 13.8%, 其两年平均增速为-19.4%, 分项中国内贷款(-

11.0%)、自筹资金(-21.4%)、定金及预收款(-10.4%)、个人按揭贷款(-7.6%)同比累计增速全面萎缩。销售不佳、资金回笼周转能力弱影响土地市场热度,从而拖累政府收入。从土地购置费看,2021年及2022年全年均为负增长,2023年前10个月累计增速(-4.8%)仍为负,100个大中城市成交土地溢价率月均值(4.6%)虽然好于2022年同期(3.5%)但低于2020年(13.7%)与2021年(12.5%)。此外,商品房销售增速负增长拖累地产后周期商品消费增速,其中1-10月建筑及装潢材料类销售同比下降7.5%(两年平均增速为-6.4%),家具类销售累计同比增长2.9%(两年平均增速为-2.8%),均远低于同期社会消费品零售总额增速6.9%(两年平均增速为3.7%)。考虑到房地产业增加值占GDP的比重自1990年起持续在10%之上,房地产投资持续负增长拖累经济复苏斜率,2022年房地产业拖累GDP累计同比0.3个百分点,今年前三季度继续拖累0.1个百分点。

图 21: 房地产是中国经济增长的重要动力



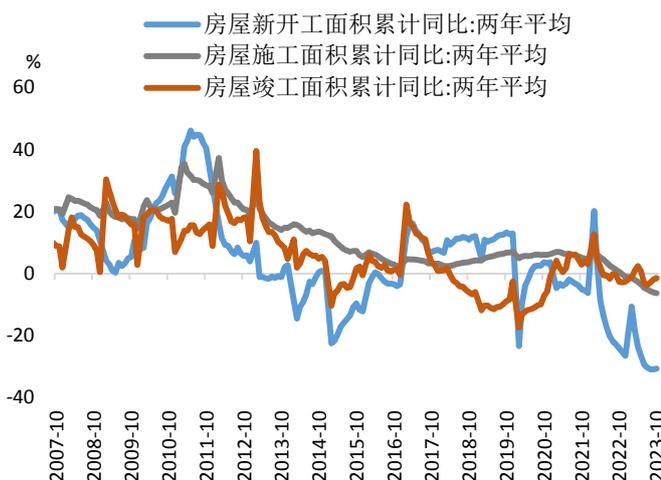
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 22: 2023 年房地产投资持续下滑



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 23: 保交楼推动房地产竣工但新开工情况较弱



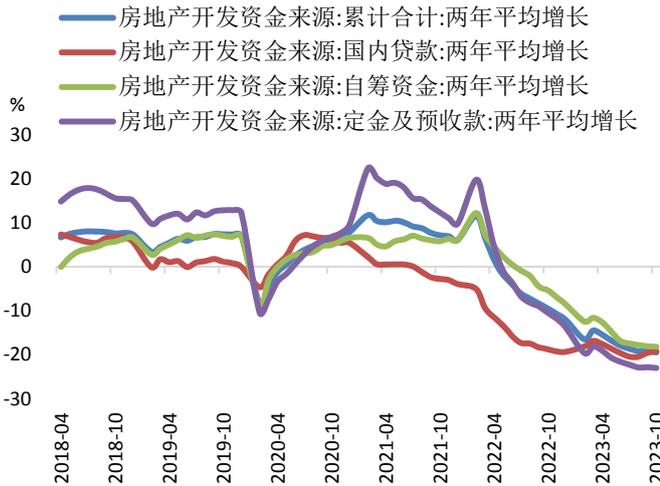
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 24: 2022 年起商品房销售同比转负



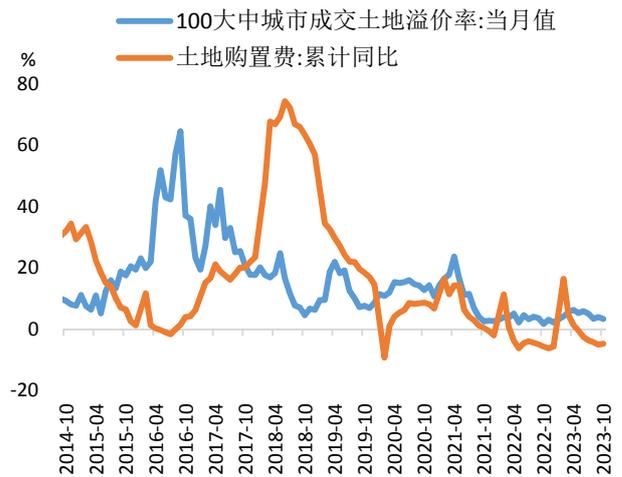
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 25: 2022 年下半年以来房地产开发资金持续负增长



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

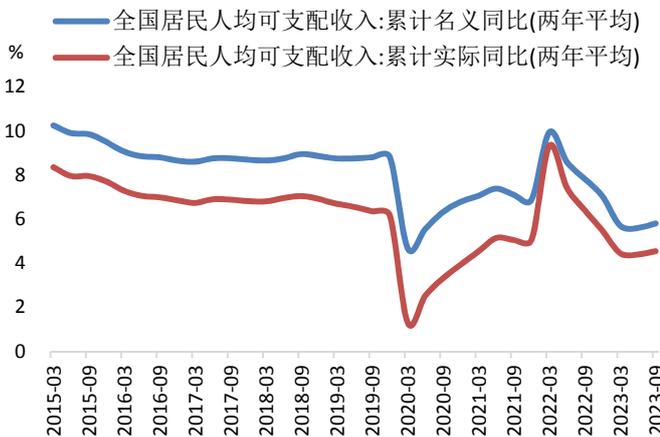
图 26: 2022 年至今土地市场表现不佳



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

第二, 在三年疫情冲击下居民收入增速放缓, 导致居民预防动机与谨慎动机偏高。2015 年-2019 年, 我国居民人均可支配收入名义、实际年均增速分别为 8.8%、6.7%, 2020 年-2022 年则分别降至 6.3%、4.4%, 虽然今年前三季度两者累计增速回升至 6.3%、5.9%但仍低于疫情之前平均水平。从居民收入(暂且忽略人口变化因素)与 GDP 的关系看, 2014 年-2019 年居民人均可支配收入实际增速与 GDP 之差的均值为 0.06%, 但受疫情冲击下的 2020 年-2022 年降至-0.19%, 名义增速之差则从 2014 年-2019 年的 0.13%降至-0.88%, 受疫情影响居民收入增速总体低于 GDP 增速。虽然今年前三季度两者之差转正至 0.7%, 但要修复接近疫情前水平仍需时日。

图 27: 受疫情影响居民人均可支配收入增速放缓



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 28: 今年前三季度居民收入增速与 GDP 之差转正



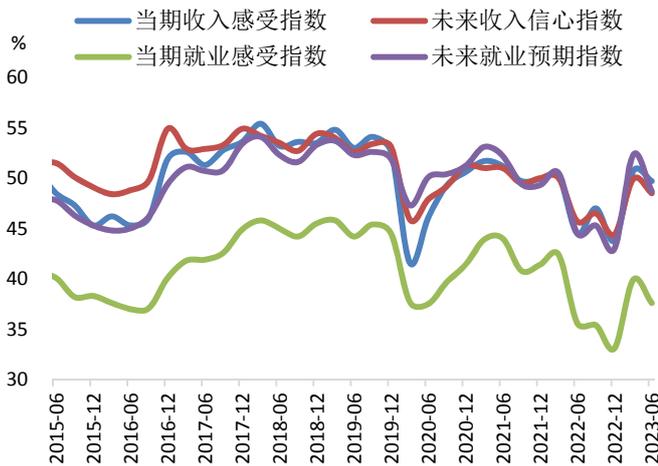
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

同时, 三年疫情导致居民对就业与收入预期的信心不足, 回暖至疫情前水平仍需要通过经济增速回归常态、资产负债表的持续修复来推动。根据央行发布的城镇储户的问卷调查系列报告, 2022 年居民就业与收入信心指数处于近年来的底部, 今年一季度快速反弹后二季度有所回落, 后者各项指数低于 2021 年平均水平及疫情前水平。在这种情况下, 居民的储蓄意愿增强, 消费意愿则难以较快上升。城镇储户

的问卷调查系列报告显示，2014Q1-2019Q4 倾向于“更多储蓄”的居民占比均值为 43.8%，2020 年后趋于上升，2020Q1-2022Q4 均值为 53.5%，2023 年上半年虽然较 2022Q4（61.8%）这一历史高位回落 3.8 个百分点但仍然高达 58%。

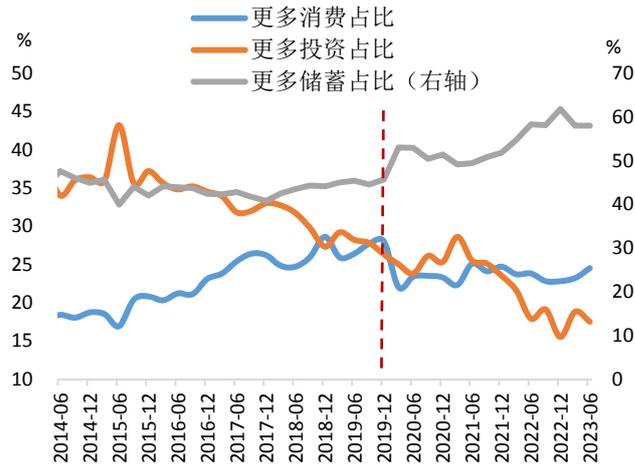
预防动机与谨慎动机偏高导致居民存款较快增长。2014 年-2019 年居民存款年均新增 5.87 万亿元，2020 年-2022 年上升至 12.0 万亿元，今年前三季度继续升至 14.4 万亿元。

图 29: 居民就业与收入信心仍有待恢复



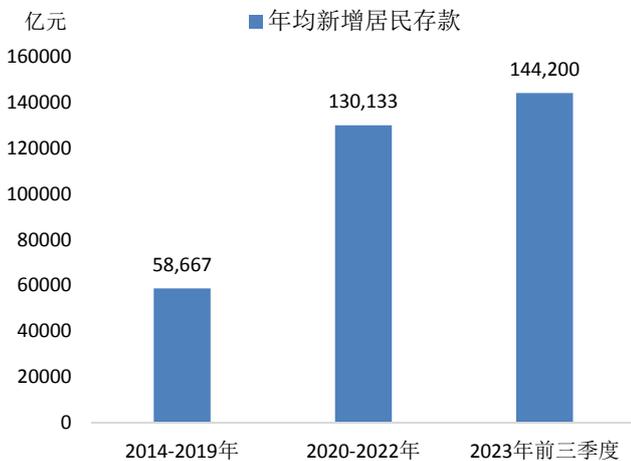
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 30: 2020 年以来居民储蓄倾向趋于上升



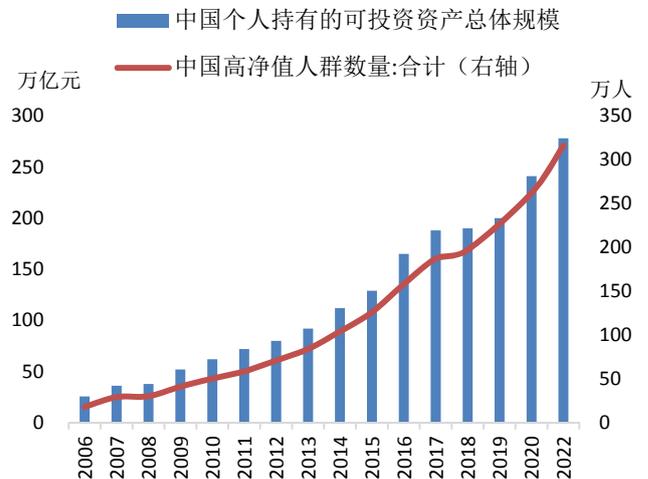
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 31: 新增居民存款快速上升



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 32: 高净值人数及个人可投资资产规模较快增长



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

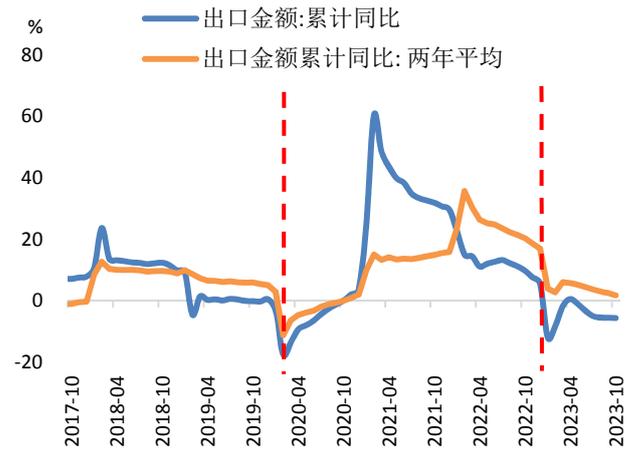
第三，从外部看，净出口对经济增长的作用从此前的正向拉动转为拖累。2019 年-2022 年，货物和服务净出口对 GDP 的作用均为正向拉动（年均拉动 0.92 个百分点），尤其是 2020 年-2021 年，受益于生产替代效应、出口替代效应、防疫物资需求增加、价格上涨等因素，年均拉动 GDP1.21 个百分点。但受外需衰减、价格回落等多重因素扰动，2022Q4-2023Q3 连续 4 个季度货物和服务净出口对 GDP 的作用转为拖累（季均 0.8 个百分点），今年 5 月至 10 月连续 6 个月出口同比负增长。

图 33: 近 4 个季度净出口对 GDP 贡献率为负



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

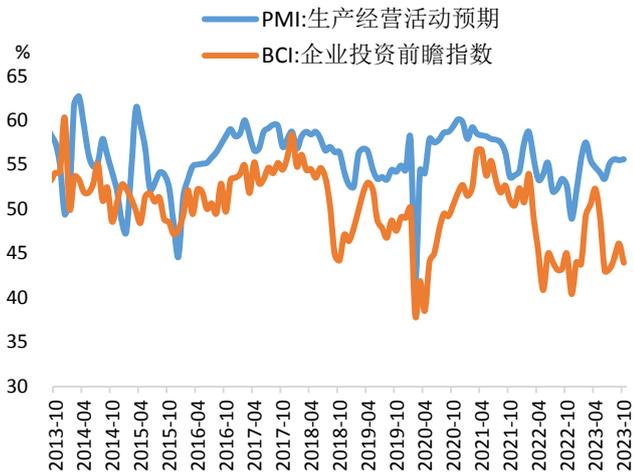
图 34: 今年出口增速放缓较多



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

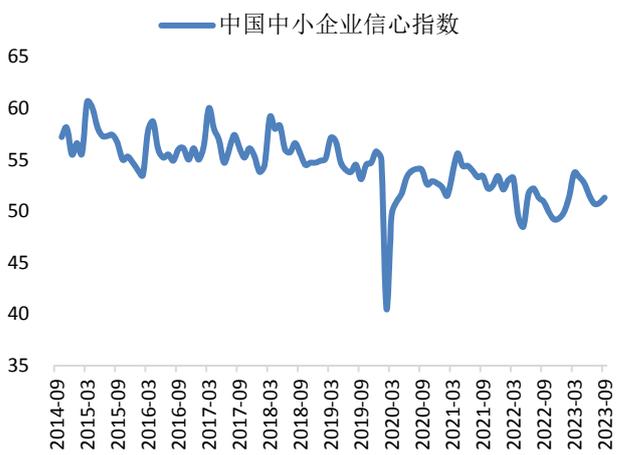
第四, 综合因素导致市场信心不足。从信心指数看, 样本企业多为大中型企业的 PMI 生产经营活动预期指数表现尚可, 但 BCI 企业投资前瞻指数、中小企业信心及发展指数等多个指数仍低于疫前水平。同时, 根据中国物流与采购联合会 (CFLP) 的数据, 制造业 PMI 受调查企业中反映市场需求不足的比重连续 6 个月在 58% 之上, 凸显需求不足、市场信心不稳。此外, 从实体部门杠杆率走势看, 疫情防控平稳转段后私人部门加杠杆意愿有限。根据国家金融与发展实验室 (NIFD) 发布的数据看, 今年前三季度实体部门杠杆率累计上升 13.5 个百分点, 一方面实体经济债务存量增速下降, 另一方面名义 GDP 增速受平减指数低位影响放缓相对更多, 从而导致宏观杠杆率被动上升。

图 35: 企业投资信心不强



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 36: 2023 年中小企业信心强于 2022 年但弱于此前



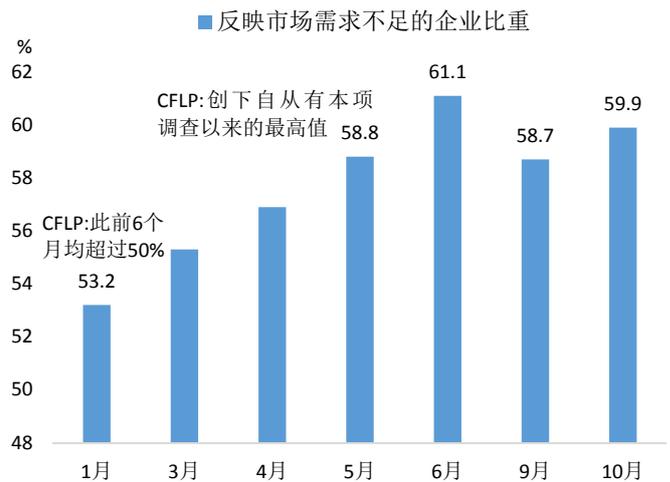
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 37: 2023 年中小企业发展状况改善但仍弱于疫情前



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 38: 需求不足是本轮弱复苏的主要制约因素



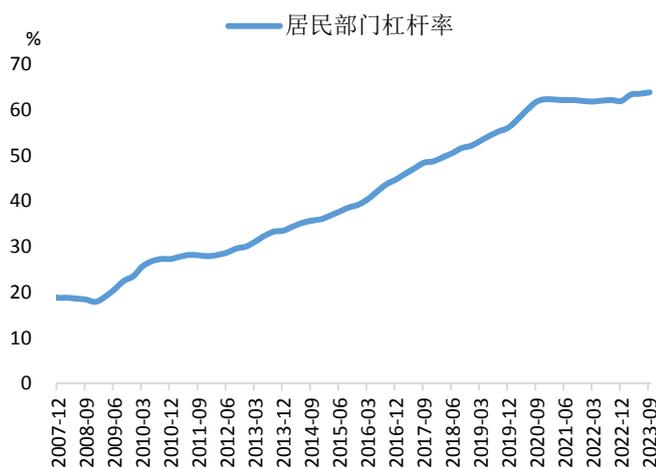
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

私人部门加杠杆意愿有限凸显信心仍有待提振。根据 NIFD 的数据,今年前三个季度宏观杠杆率累计上升 13.5 个百分点,其中,非金融企业部门上升了 8.1 个百分点,政府部门上升了 3.5 个百分点,居民部门上升了 1.9 个百分点。但根据 NIFD 的估算,三季度末实体经济债务存量(357.8 万亿元)同比增长了 9.3%,债务增速处于历史上较低的水平。其中,居民、企业和政府的债务同比增速分别为 6.9%、9.2%和 12.5%。居民债务同比增速在去年低基数的基础上仍然较低,企业债务增速在经过年初的高点后有所下滑,政府债务增长远高于其他部门,是拉动总债务增长的主要原因。目前私人部门主动加杠杆的意愿有限。宏观杠杆率虽然上升,但主要是受名义增速下滑(前三季度累计名义 GDP 增速仅为 4.4%)影响从而一定程度上形成了被动加杠杆的局面。

一是企业部门主动加杠杆意愿偏弱。根据 NIFD 的数据,今年前三季度非金融企业部门杠杆率累计上升 8.1 个百分点,其中一季度(6.1 个百分点)涨幅较大,二季度(0.8 个百分点)、三季度(1.2 个百分点)涨幅放缓。三季度末企业部门债务增速为 9.2%,但同期固定资产投资增速仅为 3.1%,宽松的货币政策环境并没有有效传导至企业的投资端,企业部门杠杆率也在被动上升。

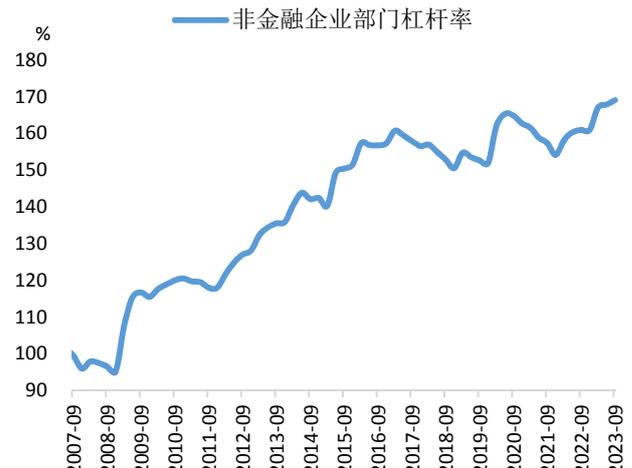
二是居民主动借债意愿不足,导致近几年居民部门杠杆率较为稳定。根据 NIFD 的数据,2020 年四季度至 2022 年四季度,居民部门杠杆率仅上升 0.1 个百分点。今年前三季度居民杠杆率累计上升 1.9 个百分点,三个季度分别上行 0.4、0.2、0.3 个百分点。不过,今年前三季度居民住房贷款余额同比增速分别为 0.3%、-0.8%、-1.2%,住房贷款已经连续两个季度负增长,同时居民经营性贷款和居民消费性贷款(除住房外)的增速也有所下降。根据 NIFD 的数据,经营性贷款成为近年来居民加杠杆的主要方式,在居民全部贷款中的占比已经由 2019 年末的 20.5% 上升至 2023 年第三季度的 27.5%。综合而言,居民杠杆率的小幅提升主要受经济增速偏低的影响。

图 39: 居民部门主动加杠杆意愿不足



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 40: 今年二三季度企业主动加杠杆意愿偏弱



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

2.2 当前经济复苏的积极因素累积增多

从近期看,在政策呵护及内生动力逐步修复的推动下,经济复苏的经济因素累积增多。展望 2024 年,经济复苏进程延续,内需或好于外需。从三驾马车看,制造业(尤其是高科技制造业)投资韧性较好叠加政策支持下的基建投资温和反弹,一定程度上对冲房地产投资低迷对投资端的拖累,制造业库存周期回补以及房地产投资内部城中村改造、保障房投资有望发力;居民资产负债表修复叠加通胀回升有助于居民消费信心回暖;出口上半年在偏高基数与外需衰退的夹击下趋于回落,但下半年海外主要央行趋于降息或有助于外需边际反弹。从政策端看,为了夯实复苏基础,2023 年底增发万亿国债、2024 年地方债提前批、一揽子化债方案落地等为 2024 年复苏预热,后期随着海外压力减轻仍有降准降息可能,结构性货币工具与政策性金融工具将有序加码,同时 2024 年财政赤字率有望调至 3.5%左右,财政支出力度与节奏较 2023 年积极,上述举措均有助于推动 2024 年经济复苏步入正轨。此外,2024 年通胀温和修复,为政策进一步宽松提供可能,预计 CPI 较 2023 年回升 1 个百分点至 1.3%,高位或接近 2%;PPI 或在 5 月由负转正,全年增速较 2023 年回升 3.1 个百分点至 0.2%。随着物价指数回暖,名义 GDP 增速有望较 2023 年超过 1 个百分点,企业盈利增速有望持续改善。

(1) 制造业保持较高韧性,部分对冲了房地产投资的拖累

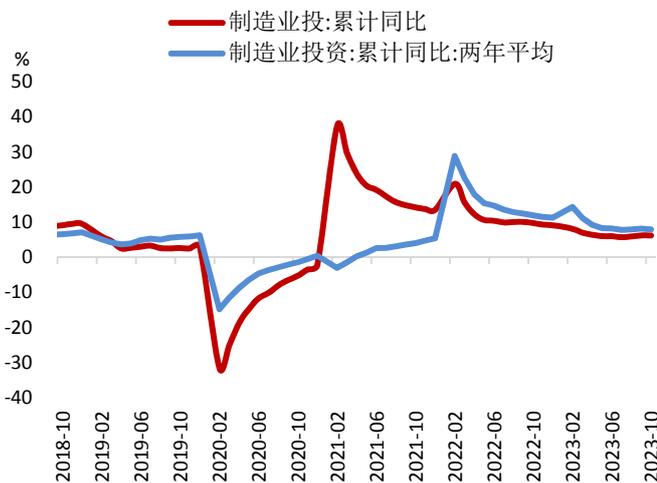
2023 年制造业投资保持韧性,部分对冲房地产投资对整体固定资产投资进而对 GDP 的拖累。前 10 个月制造业投资同比增长 6.2%,两年平均增长 7.9%,均好于整体固定资产投资增速(2.9%、4.3%);若按四年平均增速看,前 10 个月增长 5.9%,为 2019 年以来最高。

高技术制造业投资的引领效应明显,1-10 月高技术产业投资同比增长 11.1%,其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 11.3%、10.5%。高技术制造业中,航空、航天器及设备制造业,医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长 19.0%、16.7%;高技术服务业中,科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长

37.3%、29.1%。

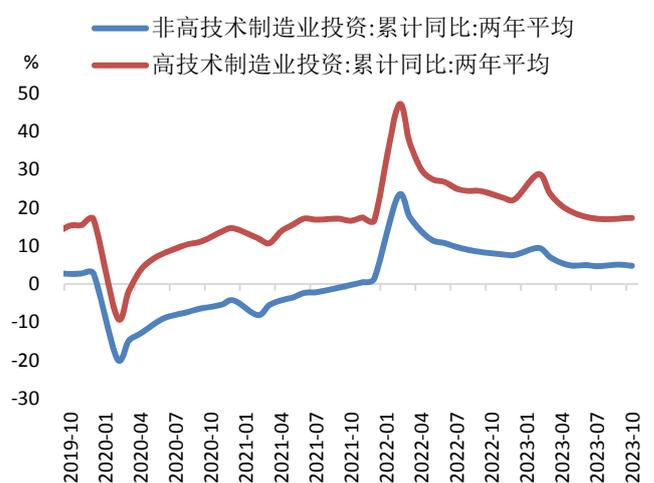
制造业投资保持较好韧性，主要有几个方面因素的影响。第一，高技术制造业的拉动效应明显，其投资同比增速自2015年以来多数时间（受疫情扰动2020年前9个月累计增长9.3%）保持两位数增长，今年前10个月同比增长11.3%，两年平均增长17.3%。在高技术制造业的引领下，技改投资（占全部制造业投资比重接近40%）增速趋于回升，前三季度制造业技改投资同比增长3.7%，增速比1-8月加快0.8个百分点。第二，非高技术制造业的投资增速趋于回升，根据我们的测算，今年前10个月其同比增长4.5%，为今年3月以来新高。第三，企业利润与PPI同比触底反弹，有助于制造业投资意愿回暖。今年前10个月，规模以上工业企业利润同比下降7.8%，降幅自2月（累计下降22.9%）以来持续收窄；两年平均增速为-5.4%，连续5个月降幅收窄。其中，8月-10月连续3个月当月利润同比增速转正（8月、9月当月利润两年平均增速亦为正）。前10个月PPI先降后升，10月（同比-2.6%）较全年最低的6月（-5.4%）回升2.8个百分点，考虑到PPI的基数效应以及国内投资端可能的回升，未来PPI向上修复趋势不变。第四，虽然今年5-10月出口同比持续负增长，但出口交货值两年平均增速保持正增长，同时前10个月社消同比增长6.9%，需求边际复苏助推制造业投资增长。第五，工业产能利用率连续2个季度回升，今年三季度（75.6%）强于2015-2019年均值（75.4%），其滞后效应对制造业投资修复形成一定支撑。第六，金融支持制造业的力度加大。根据央行的数据，今年9月末制造业中长期贷款余额同比增长38.2%，比各项贷款增速高27.3个百分点。此外，值得关注的是，根据工业企业产成品库存指标及PMI库存指标，2024年可能存在企业补库存周期机会，有利于制造业投资保持稳定回升。

图 41：2023 年制造业投资增速好于整体固定资产投资



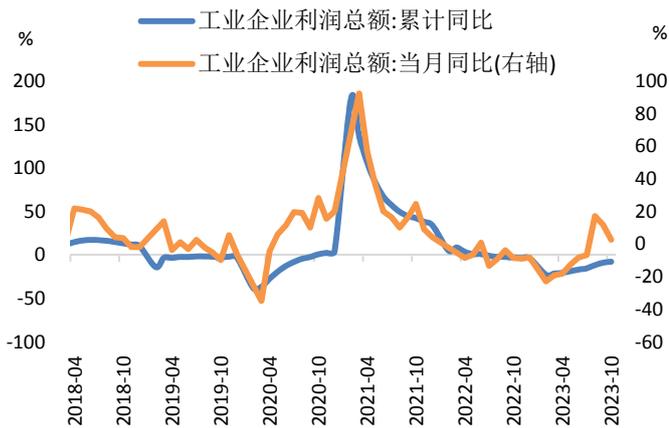
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 42：高技术制造业引领效应明显



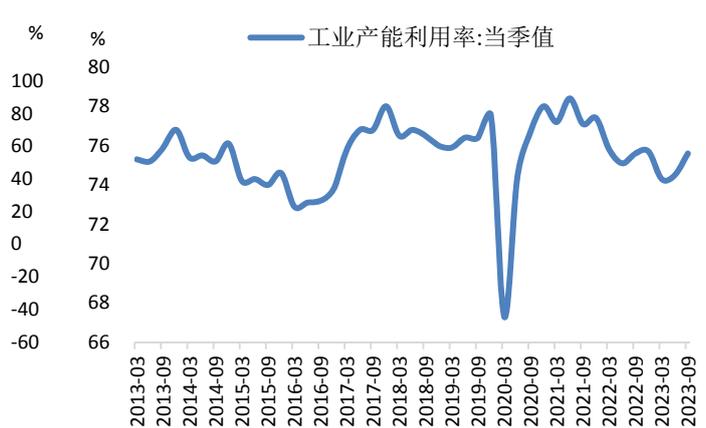
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 43: 企业利润增速反弹有助于稳定制造业投资



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 44: 工业产能利用率连续 2 个季度回升至 75.6%



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

(2) 基建投资有望稳步向上

2023 年基建投资温和发力。1-10 月广义、狭义基建投资同比分别增长 8.3%、5.9%，较年初回落 3.9、3.1 个百分点；两年平均增速分别为 9.8%、7.3%，较年初回落 0.6、1.3 个百分点。从当月看，上半年基本保持 10% 左右的较高增长，下半年增速随着 2022 年基数的提高则回落至 6% 左右。从中观数据看，相对应的石油沥青装置开工率三季度后有所上升但总体仍低于 2021 年；1-10 月挖掘机累计销量同比下降 26%，其中国内同比下降 43%。

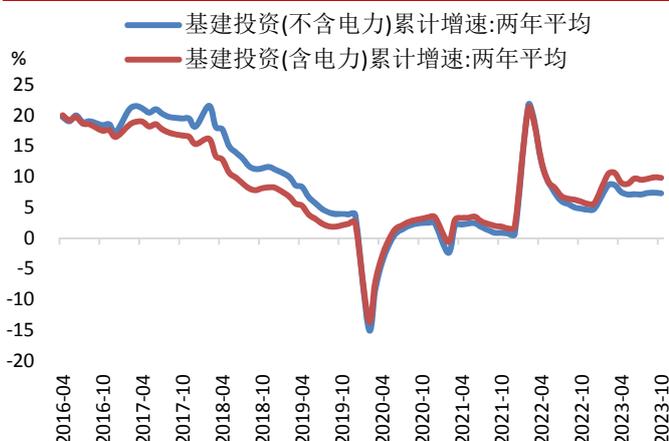
基建投资温和发力的原因可能有点：一是疫情防控平稳转段后，消费尤其是服务类存内生修复可能；二是可能对供求关系发生重大变化的新形势背景下政策放松提振房地产相对乐观；三是地方政府债务风险压力较大；四是在次贷危机至今几轮扩大基建投资后具有良好回报率、中低风险的项目减少；五是在今年全年大概率实现 5% 左右增长目标的情况下，基建年内发力可能性降低，而更可能选择在外需回落的 2024 年发力对冲。

政策层面支持基建在 2024 年继续发力，中央政府杠杆率存有加杠杆的必要性和可能性。从横向看，2023 年三季度我国中央政府杠杆率（23%，数据来自 NIFD，若叠加地方政府杠杆率合计为 54%）低于美国（数据来自 BIS，2023 年二季度为 110%，下同）、欧元区（92%）、日本（229%）、新兴市场政府杠杆率均值（66%）。从纵向看，相较于 2019 年四季度，2023 年三季度国内实体部门杠杆率累计上升 40 个百分点，而中央政府杠杆率仅提升 5.6 个百分点（同期地方政府杠杆率提升 9.6 个百分点）。考虑到地方政府债务风险和实际偿付能力，中央政府加杠杆稳增长具有必要性。从实践中看，在 2023 年全年 5% 左右增长目标大概率能实现的情况下，10 月末选择增发万亿国债，赤字率从 3% 上升到 3.8%，其中 2023 年拟安排使用 5000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元。值得注意的是，未来中央政府与地方政府债务结构有望优化调整。2023 年 11 月，中央金融工作会议指出，“建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”。

关注新基建、万亿国债项目、能源电力投资、平急两用与大项目（计划总投资亿元

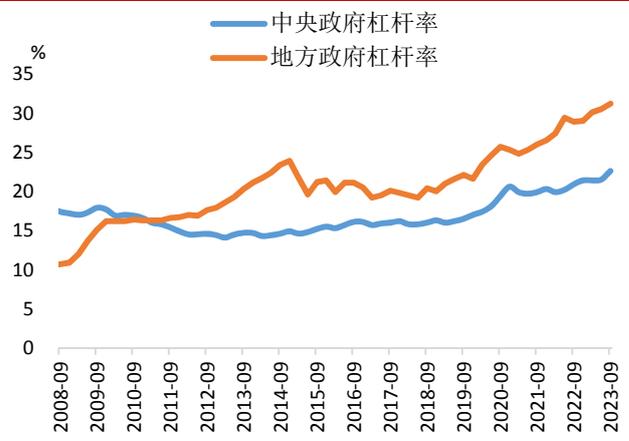
及以上项目)投资建设进展。第一,新型基础设施是现代化基础设施体系的重要组成部分,虽然当前总占比不高,但是其快速增长对传统基建投资形成有益补充。根据国家统计局的数据,今年上半年,新型基础设施建设投资同比增长16.2%,其中5G、数据中心等信息类新型基础设施建设投资增长13.1%,工业互联网、智慧交通等融合类新型基础设施建设投资增长34.1%。7月发布的《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》提出,支持民营企业加强基础性前沿性研究和成果转化,参与全面加强基础设施建设,其中着重提到“鼓励民营企业开展数字化共性技术研发,参与数据中心、工业互联网等新型基础设施投资建设和应用创新”,为民营企业公平参与新基建市场竞争开辟更多的空间。第二,四季度增发1万亿元国债,其中今年使用5000亿元,2024年使用5000亿元,增发的国债全部给地方,国家集中力量支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。第三,关注能源绿色转型相关投资。根据统计局的数据,今年上半年清洁电力投资同比增长40.5%,占全部电力供应投资的比重为86.1%,比2022年同期提高1.1个百分点。其中,太阳能发电投资增长84.4%,风力发电投资增长16.0%。第四,关注“平急两用”项目(部分和房地产投资相关)的推进。7月,积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设工作部署电视电话会议在京召开,副总理何立峰提出,积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设,提升城市应急保障能力,并创造新的建设投资和消费增长点。根据长江日报报道,10月武汉推动“平急两用”公共基础设施项目建设,首批推介项目23个总投资162.5亿元。根据新华社11月报道,杭州发布“平急两用”四大类项目清单,116个项目总投资770.35亿元;大连启动“平急两用”项目7个,总投资24.4亿元。上述三地项目总投资为957亿元,单个项目平均投资分别为7.1、6.6、3.5亿元。若考虑到项目多数可能在2年内(如大连市甘井子区应急物资储备库建设项目EPC总承包有效工期285天,天府综保区一期8个月建成并达到封关验收标准)建成,有助于一定程度上稳定2024年-2025年投资。第五,关注大项目投资带动作用。加快实施“十四五”规划102项重大工程及其他经济社会重大项目建设的带动作用逐步增强,2023上半年计划大项目投资同比增长10.9%,分别高出同期全部投资、狭义基建投资7.1、3.7个百分点。

图 45: 2023 基建投资温和发力



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 46: 偏低的中央政府杠杆率存有加杠杆可能



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

(3) 房地产投资有望触底企稳，关注需求端变化

经过几年的政策调控，地产调控新格局已经形成，其中房企端有“三道红线”限制，银行端有“两个上限”，居民端有四限，近年来对预售资金监管的加强，叠加疫情冲击下的销售持续走弱等对房企的综合影响较大。

针对上述影响，7月政治局会议提出“要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。”随后，多地进一步放松房地产调控（调整首付/二套比例、首套房认定、限购、限售等），金融端调整优化存量房贷利率，8月下旬至9月商品房销售有所起色。未来，需关注保交楼推进、融资端支持、三大工程建设加快对房地产投资下滑的对冲影响，房地产销售与投资均有望在2024年触底企稳。

一要关注保交楼推进。2022年8月，住房和城乡建设部、财政部、人民银行等有关部门出台措施，完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。为次央行配合推出两批共3500亿元“保交楼”专项借款，设立2000亿元“保交楼”贷款支持计划，引导商业银行积极提供配套融资，有力推动各地项目复工建设。根据住房和城乡建设部今年8月披露的数据，“保交楼”专项借款项目总体复工率已接近100%，累计完成住房交付超过165万套，首批专项借款项目住房交付率超过60%。为了进一步巩固“保交楼”成果，近期加快落实“保交楼”不断被提及。11月17日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会，研究了近期房地产金融等重点工作，其中提出要加大保交楼金融支持。从近1年商品房竣工面积看，保交楼的确发挥了重要的作用。央行在今年三季度货币政策执行报告中也提出，继续用好2000亿元保交楼贷款支持计划（央行明确将期限延长至2024年5月底）、1000亿元租赁住房贷款支持计划、800亿元房企纾困专项再贷款等结构性货币政策工具。未来若有增量政策与资金，则有助于推进保交楼、稳定房地产投资。

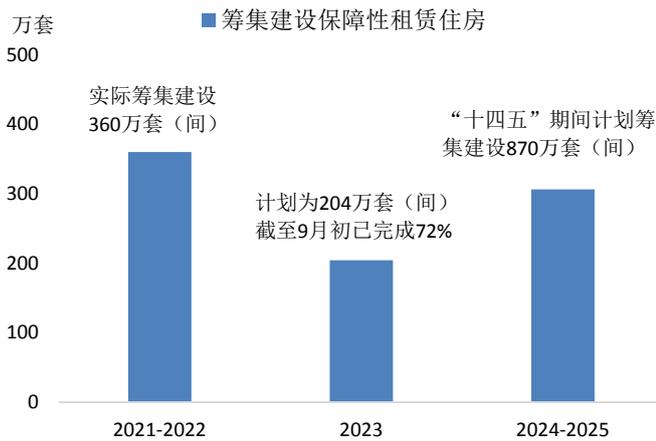
二要关注融资端支持进展。今年7月10日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布通知称，《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》有关政策有适用期限的，将适用期限统一延长至2024年12月31日。11月17日的金融机构座谈会还提出，保持信贷、债券、股权等重点融资渠道稳定：一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷；继续用好“第二支箭”支持民营企业发债融资；支持房地产企业通过资本市场合理股权融资等。此外，根据多家媒体报道（证券时报网转引21世纪经济报道、央广网转引第一财经等），相关部门正在制定50家房企白名单并提出了“三个不低于”的信贷要求。不管上述报道的内容最终以何种形式落地，近期及未来一段时间政策出发点之一就是优化房地产行业融资端，促进金融与房地产良性循环，发挥好金融的支持作用。

三要关注保障房、城中村改造、“平急两用”（部分计在基建投资中）三大工程加快推进对房地产投资下滑的对冲影响。

首先，保障房投资有望在 2024 年加快。加快保障房建设是长期制度层面的顶层设计和重大变革，短期对投资有一定托举作用，但弹性或许不宜预期过高，其大概率是一个循序渐进的过程。从政策层面看，今年 8 月 25 日国常会提出“推进保障性住房建设，有利于保障和改善民生，有利于扩大有效投资，是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措”，会议审议通过了《关于规划建设保障性住房的指导意见》，对保障房建设具有积极影响，未来建设和供应规模有望明显增加，有利于更好地发挥保障房的住房保障功能。9 月 4 日，规划建设保障性住房工作部署电视电话会议召开，何立峰副总理明确指出，各地要加强领导力量，抓好组织实施，强化项目建设全链条监管，确保保障性住房建设取得预期成效。在顶层设计下，近期配套措施紧锣密鼓：8 月 4 日，央行在新闻发布会上提出“稳步推进租赁住房贷款支持计划在试点城市落地”；8 月 18 日，证监会有关负责人答记者问表示将“加快推动 REITs 常态化发行和高质量扩容”；9 月 28 日，财政部、税务总局、住房城乡建设部明确“对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税。对保障性住房经营管理单位与保障性住房相关的印花税，以及保障性住房购买人涉及的印花税予以免征。”从保障房进度及投资看，住房城乡建设部 9 月披露的数据显示，近两年来各地已筹集建设保障性租赁住房 508 万套（间），完成投资超过 5200 亿元，而“十四五”时期全国计划建设筹集保障性租赁住房（保租房）近 900 万套（间），假设剩余的 300 余万套（间）左右在 2024 年完成 50% 以上，则至少完成 2000-3000 亿元的投资，超过 2021 年-2023 年均值。从项目建设资金的来源看，除了传统的开发贷外，专项债及其配套融资等将成为保障房建设的重要资金来源。

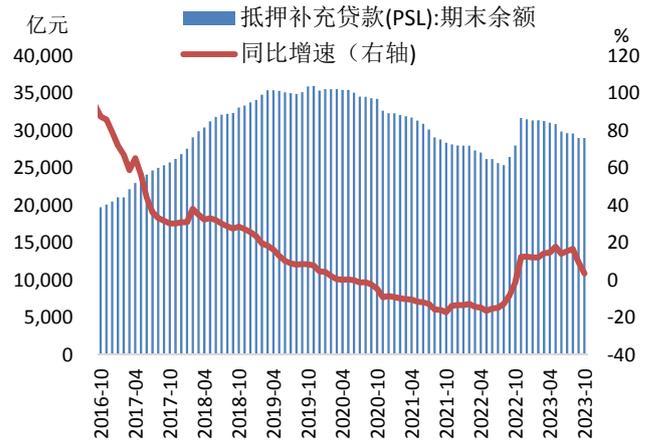
其次，城中村改造加速推进带来增量投资。超大特大城市是当前推进城中村改造的主要范围，根据第七次全国人口普查数据，全国目前有 7 个超大城市（常住人口 1000 万以上）和 14 个特大城市（常住人口 500 万以上 1000 万以下）。从政策层面看，今年 4 月 28 日召开的中共中央政治局会议提出，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造；7 月 21 日，国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》；7 月 24 日政治局会议指出，积极推动城中村改造；7 月 28 日，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议召开。根据经济参考报的报道，北京、上海、广州、深圳、重庆等多地城中村改造正稳步铺开，住房城乡建设部城中村改造信息系统显示目前我国已入库城中村改造项目达 162 个，此外其还提及有数据保守估计我国每年城中村改造投入金额将达 8,400 亿元。

图 47: 保障房建设有望在 2024 年加速推进



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 48: 今年以来 PSL 规模总体有所增长



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

(4) 出口增速有望回升

2023 年我国出口表现偏弱, 总体不及市场预期, 主要受“高基数、低价格、弱外需”三重因素共同影响。对于 2024 年而言, 虽然还要受高利率下外需总体回落的影响, 但是积极因素尚存。

一是前期高基数效应逐步消退。出口同比在经历 2020 年(3.6%)、2021 年(29.9%)、2022 年(5.6%)较快增长后趋于回落, 2023 年或在-4%之下, 2024 年面临的基数扰动减弱。

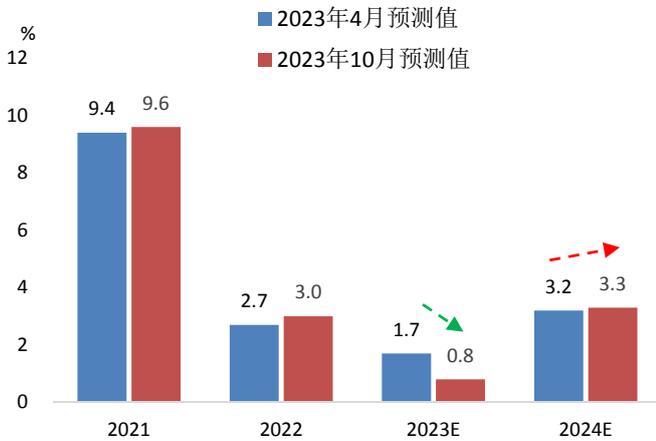
二是 2024 年全球贸易活动可能并不太弱。根据世界贸易组织(WTO)10月发布的《全球贸易展望与统计数据》报告, 由于自 2022 年四季度持续低迷, WTO 下调了对 2023 年全球商品贸易增长的预测, 其预计 2023 年将增长 0.8%, 不及 4 月预测增速 1.7%的一半, 同时预计 2024 年的增速为 3.3%, 与 4 月预测值提升 0.1 个百分点, 后者的上调则部分来自偏弱的基数效应。

三是我国出口市占率有望保持稳定。2023 年我国疫情防控平稳转段后, 供应链、产业链短时期内较快恢复, 出口订单外流现象有所缓和。上半年我国出口占全球份额 14.2%, 虽然稍弱于 2021 年同期峰值水平(14.3%, 多重因素累加), 但仍高于 2020 年(13.5)与 2022 年同期水平(13.8%), 显示出我国出口的较好韧性。其中, 开拓“一带一路”沿线国家市场、RCEP 协议全面实施较好地对冲了对欧美国家出口下滑的不利影响。近期外部环境有所缓和, 若能持续则不排除对上述国家出口出现企稳反弹。此外, 虽然 2024 年国内 PPI 回升而海外 PPI 回落, 但内外通胀差尚存导致国内出口产品仍然具有一定的成本优势。

四是外贸新动能带动作用增强。以新能源为例, 其相关产品出口较快增长, 成为近年来外贸增长的重要驱动力。中汽协数据显示, 2023 年前三季度我国新能源汽车产销同比分别高达 33.8%和 37.5%。其中, 新能源车出口表现尤为突出。在整体出口下滑的背景下, 2023 年前三季度电动载人汽车出口金额接近 300 亿美元, 同比增速高达 106.4%。受此带动, 2023 年前三季度, 以电动载人汽车、锂电池和太阳

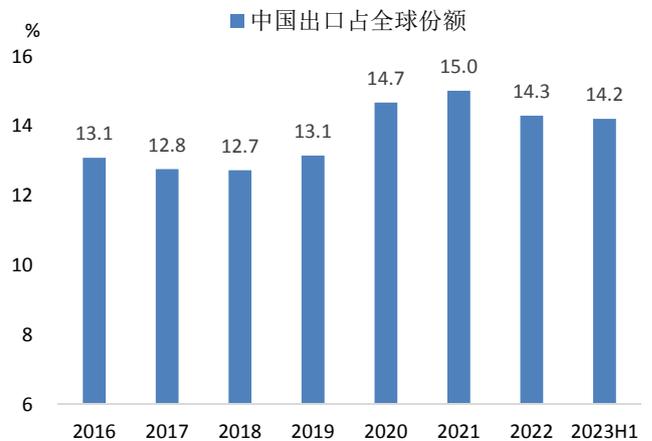
能电池为代表的“新三样”产品出口额合计同比增长 41.7%，占出口总额比重同比提高 1.3 个百分点至 4.5%。

图 49: WTO 预计 2024 年全球贸易增长



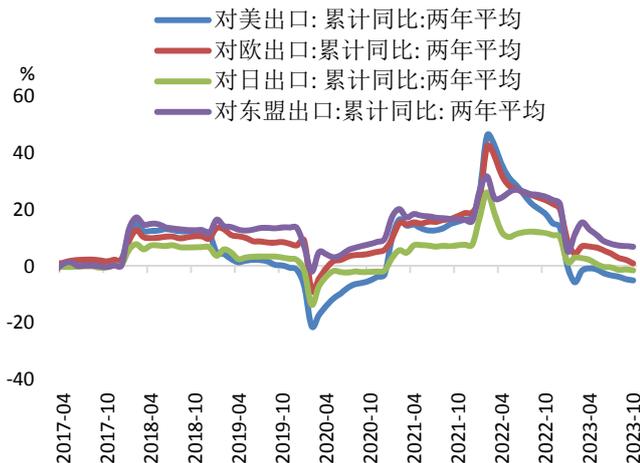
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 50: 中国上半年出口份额仍高于疫情前



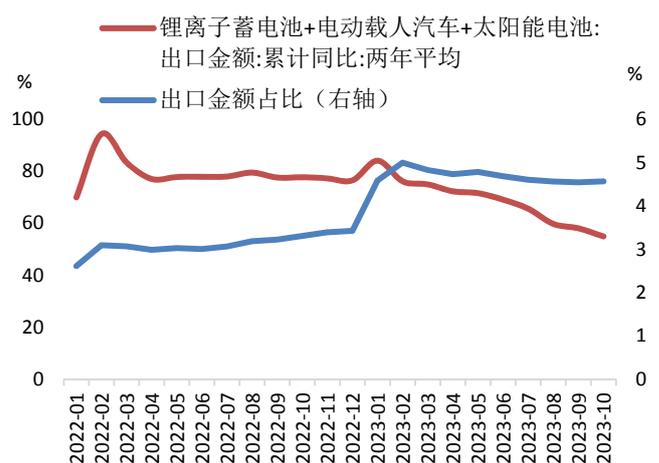
资料来源: WTO, 国开证券研究与发展部

图 51: 中国对东盟出口增多部分对冲对欧美放缓影响



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 52: “新三样”出口较快增长、占比提升



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

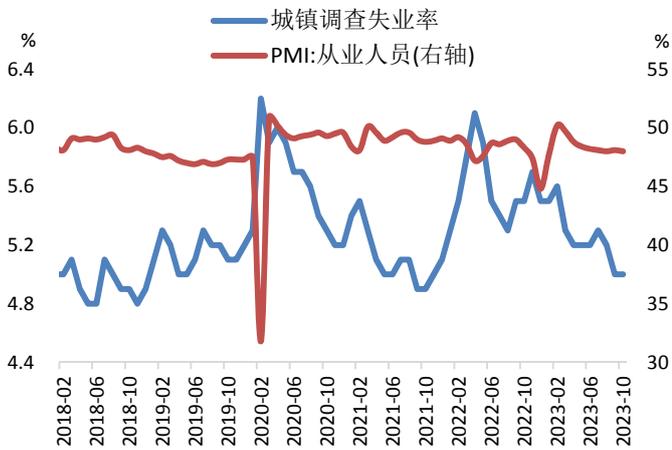
(5) 就业结构性问题尚存但总体就业稳定，有助于收入及消费修复

虽然国内就业结构性问题尚存，但随着经济持续复苏，就业形势总体稳定，城镇调查失业率稳中有降。前三季度全国城镇调查失业率均值为 5.3%，比 2022 年同期下降 0.3 个百分点。三季度城镇调查失业率均值为 5.2%，比 2022 年同期下降 0.2 个百分点。从月度看，7、8、9 月份城镇调查失业率分别为 5.3%、5.2%、5.0%，呈现逐月下降趋势。从制造业 PMI 从业人员指标看，在今年一季度峰值过去后，4-10 月走势保持平稳，均值 (48.2%) 弱于 2018 年同期 (48.9%) 但好于 2019 年 (47.1%)。就业总体好转有助于居民收入增速恢复及消费复苏。

积极因素助增多推就业形势总体稳定。一是前三季度我国经济持续恢复，经济体量稳步扩大，5.2% 的经济增速 (名义增速为 4.4%) 对应的名义增量达 3.8 万亿元，

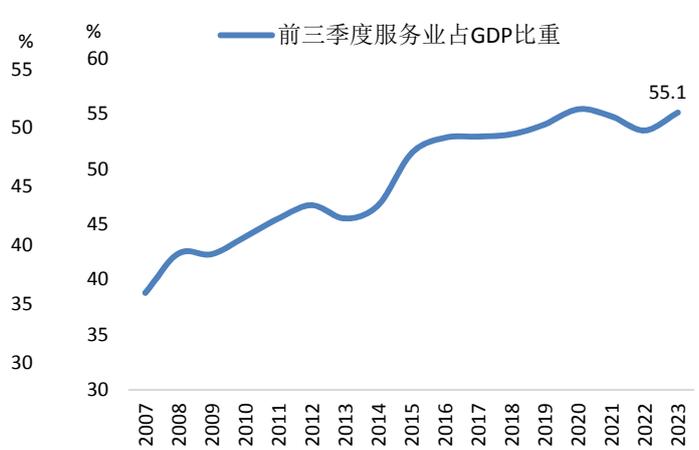
为稳定就业提供较好支撑。二是产业结构优化对就业的吸纳作用增强。相比于其他产业，劳动密集度高的服务业在吸纳就业方面优势明显。年初以来，疫情防控平稳转段，服务业特别是接触型聚集型服务业较快恢复，就业带动作用明显增强。根据国家统计局的数据，前三季度服务业占 GDP 比重为 55.1%，高于疫情前同期水平，服务业就业人员持续增加，其中住宿餐饮、批发零售、交通运输等行业就业人员增加较多。三是稳就业政策持续发力。党中央、国务院高度重视稳就业工作，各地区各部门优化调整稳就业政策措施，延续降低失业、工伤保险费率政策，优化稳岗返还政策，突出抓好重点群体就业，拓展市场化就业空间，效果不断显现。根据国家统计局及人社部的数据，前三季度延续实施阶段性降低失业和工伤保险费率、稳岗返还、一次性扩岗补助等政策，为企业减少成本 1419 亿元，支出就业补助资金 809 亿元，失业人员再就业 396 万人、困难人员就业 129 万人，开展补贴性职业技能培训 1300 多万人次，多项数据处于近年同期较高水平。

图 53: 就业水平总体保持稳定



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 54: 前三季度服务业占 GDP 比重趋于上行



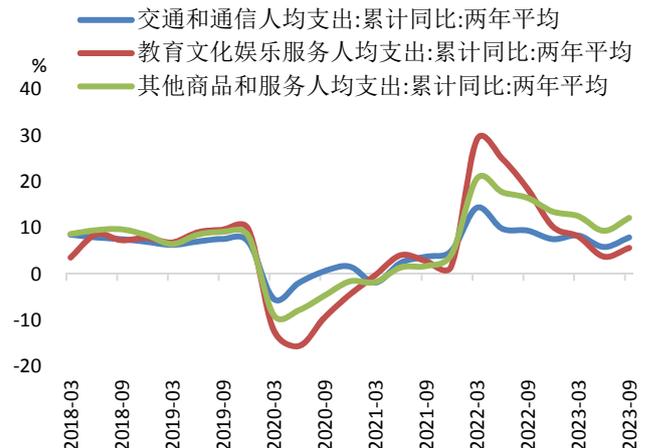
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 55: 新能源汽车销售持续高增长凸显消费升级



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 56: 居民服务消费增速逐步修复



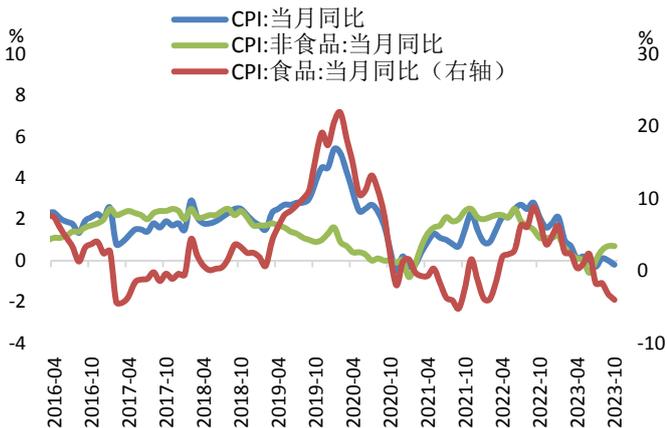
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

(6) 未来物价回升有助于预期改善、增强信心

2023年通胀整体偏弱，其中CPI低位徘徊，PPI自年初至年中持续下行后在下半年趋于反弹，CPI与PPI剪刀差在2.4%-5.4%之间波动。物价偏弱甚至是进入通缩状态，不利于居民消费与投资，企业利润可能随之下降，进入螺旋下降通道。从2024年看，总体上的去库存或暂缓进而补库存或有所加快，叠加基数效应，CPI、PPI双双回升是大概率事件。如果未来物价总水平持续回升，市场预期有望改善，市场信心将进一步增强，经济持续复苏的价格基础将得以夯实。

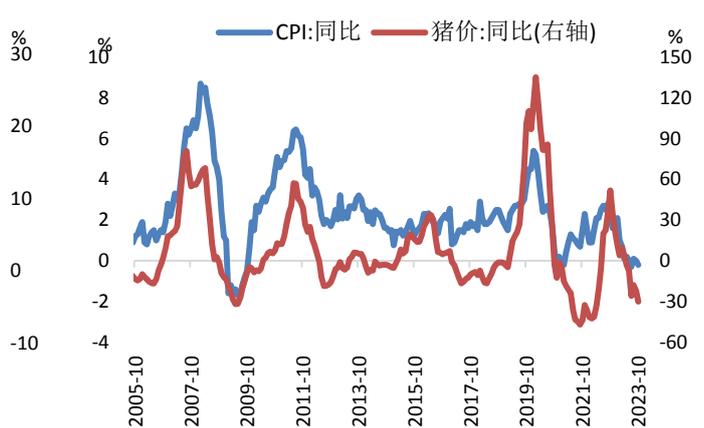
从CPI看，终端消费复苏温和主导其2023年走势，肉类等食品价格弱于预期形成一定扰动。今年前10个月CPI同比上涨0.4%，多数时间在0上下徘徊，这与历次复苏期CPI较快回升形成较大差异，三年疫情对居民收入、信心冲击较大。同时，前10个月核心CPI同比上涨0.7%，有数据以来仅高于2020年下半年至2021年上半年。虽然猪周期并未如市场预期般启动从而一定程度上拖累CPI同比，但主要是受终端需求复苏温和影响。展望2024年，受益于低基数以及稳增长持续发力、猪肉价格反弹、原油价格中枢上移等假设，CPI或逐季上行，预计全年同比上涨1.3%，较2023年（0.3%）回升1个百分点。

图 57: 2023 年 CPI 总体偏弱



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 58: 猪周期并未如期启动从而拖累 CPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

从PPI看，翘尾拖累减弱、国内经济复苏推动其从底部逐步修复。今年前10个月累计下降3.1%，较2022年同期大幅回落8.3个百分点。不过，10月当月同比增速（-2.6%）较年底底部（6月，-5.4%）反弹2.8个百分点。展望2024年，支撑PPI回升的因素持续发挥效用，一是低基数效应尚存，二是随着增发万亿国债等政策逐步落地，国内货币、财政政策发力一定程度上将拉动通胀端回升，三是下半年大概率降息背景下的大宗商品存有价格反弹可能。综合来看，预计2024年PPI修复趋势延续，二季度转正可能性较大，全年或同比上涨0.2%，较2023年（-3.0%）回升3.2个百分点。

图 59: PPI 拐点已现



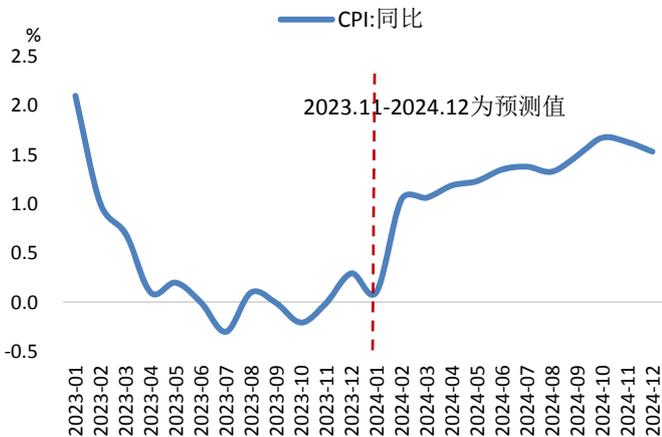
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 60: 南华工业品指数企稳回升



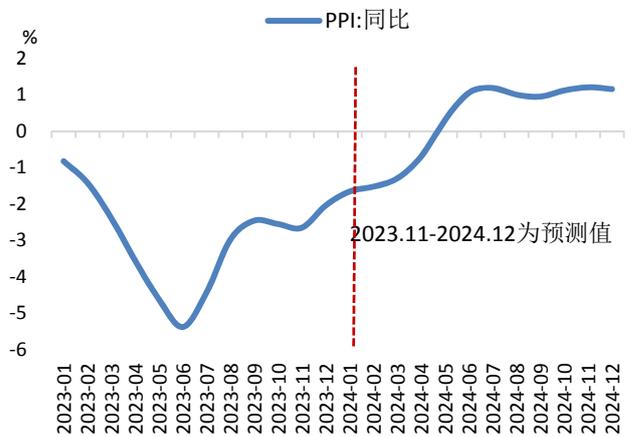
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 61: 预计 2024 年 CPI 中枢上行至 1.3%左右



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 62: 预计 2024 年 PPI 中枢上行至 0.2%左右



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

(7) 外部关系有所缓和

虽然我国面临的外部环境依然复杂严峻,中长期看仍存战略博弈,但近期出现一些边际缓和的积极迹象,若能持续则有助于为稳增长提供良好的外部环境。

中美关系有所缓和。自 6 月以来,美国国务卿布林肯、财长耶伦、总统气候问题特使克里、商务部长雷蒙多、参议院多数党领袖舒默先后访华,令中美关系有所回暖,此后政治局委员、外交部长王毅回访美国,根据澎湃新闻报道,双方在经贸领域成立了 3 个工作组作为高级别交流和沟通机制,还就外交领域的具体问题开展了四次磋商。9 月 22 日,为落实中美两国元首巴厘岛会晤重要共识,根据国务院副总理、中美经贸中方牵头人何立峰与美国财长耶伦达成的共识,中美双方商定,成立经济领域工作组,包括“经济工作组”和“金融工作组”。“经济工作组”由中美两国财政部副部长级官员牵头,“金融工作组”由中国人民银行和美国财政部副部长级官员牵头。两个工作组将定期、不定期举行会议,就经济、金融领域相关问题加强沟通和交流。10 月 25 日,中美金融工作组举行第一次会议。此次会议由中国人

民银行和美国财政部副部级官员共同主持，国家金融监管总局、中国证监会以及美联储、美国证券交易委员会等相关金融监管部门参会。双方就两国货币和金融稳定、金融监管、可持续金融、反洗钱和反恐怖融资、全球金融治理等议题以及其他双方重点关切的问题进行了专业、务实、坦诚和建设性的沟通。11月15日，国家主席习近平在美国旧金山同美国总统拜登举行中美元首会晤。两国元首就事关中美关系的战略性、全局性、方向性问题以及事关世界和平和发展的重大问题坦诚深入地交换了意见。根据央视网的报道，这次会晤积极、全面、富有建设性，为改善和发展中美关系指明了方向；两国元首责成双方团队在落实好巴厘岛会晤共识基础上，及时跟进和落实本次会晤达成的新愿景；两国元首同意继续保持经常性联系。

11月24日，据外交部消息，为进一步促进中外人员往来，服务高质量发展和高水平对外开放，中方决定试行扩大单方面免签国家范围，对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家持普通护照人员试行单方面免签政策。

11月26日，中日韩外长时隔四年再聚首，共同出席第十次中日韩外长会。三方同意为中日韩领导人会议创造条件，加紧相关筹备工作。这次会谈或释放了三个信号：以多边促双边，三国合作将全面重启；日韩站在战略高度重视三边合作机制；三国合作在努力摆脱域外影响。

（9）近期对民营经济的关注及支持不断提升

民营经济是推进中国式现代化的生力军，是高质量发展的重要基础，是推动我国全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标的重要力量。近年来国家对民营经济的关注度持续增加，对受疫情冲击较大的民营经济的支持不断加码。今年7月19日，中共中央、国务院出台了《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》，从总体要求、持续优化民营经济发展环境、加大对民营经济政策支持力度、强化民营经济发展法治保障等八方面提出了31条举措，促进民营经济发展。在此前后时间，国家发改委、人民银行、最高法院等机构纷纷出台支持民营经济高质量发展的政策，凸显国家对民营经济合规经营、转型升级、健康发展的重视。从历史上看，此前18年中央共出台过3份民营经济的顶层文件，包括2005年的《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》（36条），2010年的《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展若干意见》（新36条），2019年的《中共中央 国务院关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》（28条）。

政策加码支持叠加内生动力修复推动民营经济出现改善。从投资端看，今年前三季度民间固定资产投资同比下降0.6%，如果扣除占比超过1/3的房地产投资则民间投资增长9.1%，好于整体固定资产投资增速6个百分点。从生产端看，民营企业规模以上工业增加值累计同比增速自今年5月（1.6%）触底后趋于回升，前10个月累计增长2.5%。从外贸数据看，前三季度民营企业进出口同比增长6.1%，在全部进出口总额同比下降0.1%的情况下，民营企业进出口保持增长，而且占全部进出口总额的比重（53.1%）较2022年（51.4%）继续提升。从利润端看，民营规模以上工业企业利润总额累计同比降幅自今年3月触底（-23.0%）后快速收敛，前10

个月累计下滑 1.9%且好于国企（同期-9.9%）。值得注意的是，民营工业企业资产负债率自 2018 年起总体趋于上升，2023 年上升幅度较大，叠加需求不足的问题对中小企业的影 响尚存，后续仍需要时间与政策加以消化。

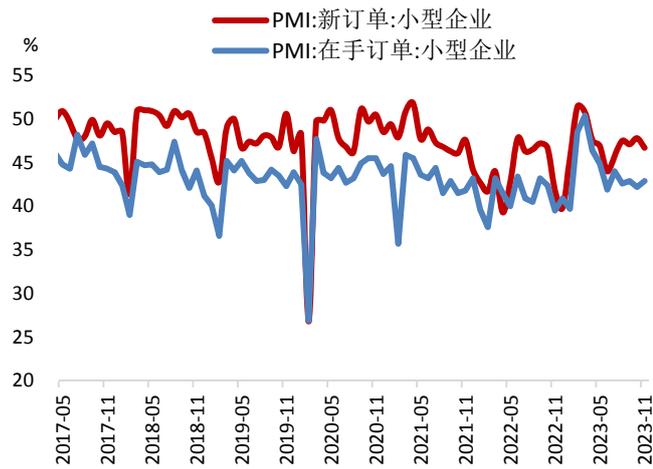
表 2：近期对民营经济的关注及支持不断提升

时间	主体	内容
6 月 16 日	国家发改委	国家发改委举行新闻发布会。针对优化民营经济发展环境措施重点，国家发改委新闻发言人孟玮强调，健全涉企政策听取企业家意见建议的工作机制，保持政策连续性稳定性。一是持续破除民营企业公平参与市场竞争的制度障碍。二是持续加强民营企业平等使用资源要素的保障力度。三是持续激发民营经济发展活力。鼓励和吸引更多民营企业参与国家重大战略、国家重大工程、重点产业链供应链项目建设。
7 月 12 日	国务院	国务院召开平台企业座谈会并强调，各级政府要着力营造公平竞争的市场环境，完善投资准入、新技术新业务安全评估等政策，健全透明、可预期的常态化监管制度，降低企业合规经营成本，促进行业良性发展。要建立健全与平台企业的常态化沟通交流机制，及时了解企业困难和诉求，完善相关政策和措施，推动平台经济规范健康持续发展。
7 月 17 日	国家发改委	国家发改委召开座谈会并表示，下一步，国家发改委将持续完善与民营企业沟通交流机制，坚持常态化召开民营企业座谈会，并组织引导地方各级发展改革部门，共同认真听取民营企业真实声音，着力优化民营经济发展环境，形成促进民营经济发展壮大的合力。
7 月 19 日	中共中央 国务院	《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》发布，要求坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，坚持社会主义市场经济改革方向，坚持“两个毫不动摇”，加快营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，优化民营经济发展环境，依法保护民营企业产权和企业家权益，全面构建亲清政商关系，使各种所有制经济依法平等使用生产要素、公平参与市场竞争、同等受到法律保护，引导民营企业通过自身改革发展、合规经营、转型升级不断提升发展质量，促进民营经济做大做优做强等。
8 月 3 日	人民银行	央行召开金融支持民营企业发展座谈会并指出，央行将精准有力实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，加强金融、财政、产业等政策协调配合，引导金融资源更多流向民营经济。同时，央行要求金融机构要积极营造支持民营企业发展壮大的良好氛围，提高风险评估能力，全面梳理绩效考核、业务授权、内部资金转移定价、尽职免责等政策安排，优化服务民营企业激励机制，提升贷款的意愿、能力和可持续性。
8 月 6 日	国家税务总局	国家税务总局对外发布《关于接续推出和优化“便民办税春风行动”措施促进民营经济发展壮大服务高质量发展的通知》，推出和优化 28 条便民办税缴费举措，重点聚焦支持民营企业为主体的中小微企业和个体工商户。
8 月 30 日	金融管理部门 联合全国 工商联	金融管理部门联合全国工商联召开金融支持民营企业发展工作推进会。下一步，金融管理部门将以《关于促进民营经济发展壮大的意见》作为支持服务民营经济的行动指南，采取有力措施，为民营企业发展创造积极条件。工商联要积极做好引导服务工作，深入贯彻与有关金融机构签署的战略合作协议，积极搭建银企沟通对接平台，强化对民营企业的教育培训，为民营企业融资创造有利条件。
8 月 31 日	国家发改委	国家发改委召开民营企业座谈会。参加本次座谈会的民营企业，既有深耕农业领域的领军企业和中小农业服务企业，也有人工智能、轨道交通等领域的专精特新“小巨人”企业。下一步，国家发改委将坚持“两个毫不动摇”，点面结合，积极协调有关方面解决企业提出的个性、共性问题诉求，切实推动促进民营经济发展壮大的各项政策举措落实落地见效。
9 月 5 日	人社部	人力资源社会保障部召开民营企业座谈会，了解民营企业发展状况，听取企业意见建议，研究人力资源和社会保障领域支持民营企业发展壮大的工作措施。
10 月 10 日	最高法	最高法发布《关于优化法治环境 促进民营经济发展壮大的指导意见》，从总体要求、依法保护民营企业产权和企业家合法权益、维护统一公平诚信的市场竞争环境、运用法治方式促进民营企业发展和治理、持续提升司法审判保障质效、加强组织实施 6 个方面对审判执行工作提出明确要求，用 27 个条文对中共中央、国务院发布的《关于促进民营经济发展壮大的意见》中的 19 项内容进行了落实和细化。

11月27日	人民银行等八部门	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、全国工商联等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，提出支持民营经济的25条具体举措。一是明确金融服务民营企业目标和重点：总量上，通过制定民营企业年度服务目标、提高服务民营企业相关业务在绩效考核中的权重等，加大对民营企业的金融支持力度，逐步提升民营企业贷款占比。结构上，加大对科技创新、“专精特新”、绿色低碳、产业基础再造工程等重点领域以及民营中小微企业的支持力度。二是强调要从民营企业融资需求特点出发，着力畅通信贷、债券、股权等多元化融资渠道。三是提出要综合运用货币政策工具、财政奖补和保险保障等措施，提升金融机构服务民营经济的积极性。
--------	----------	---

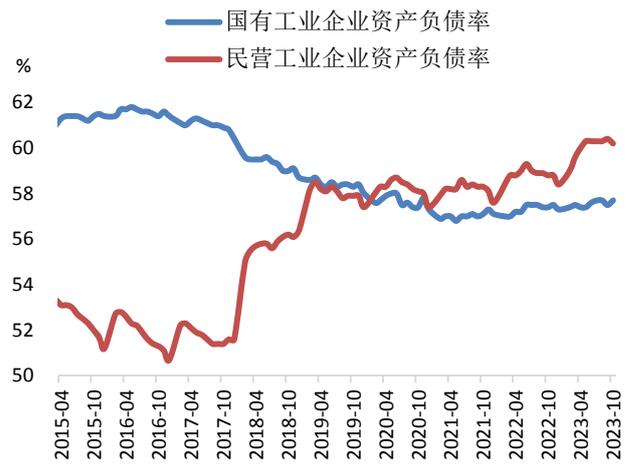
资料来源：中国政府网、国家发改委、人民银行等官网，国开证券研究与发展部

图 63: 中小企业仍面临需求不足等问题



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 64: 2018年后民企杠杆率总体上行

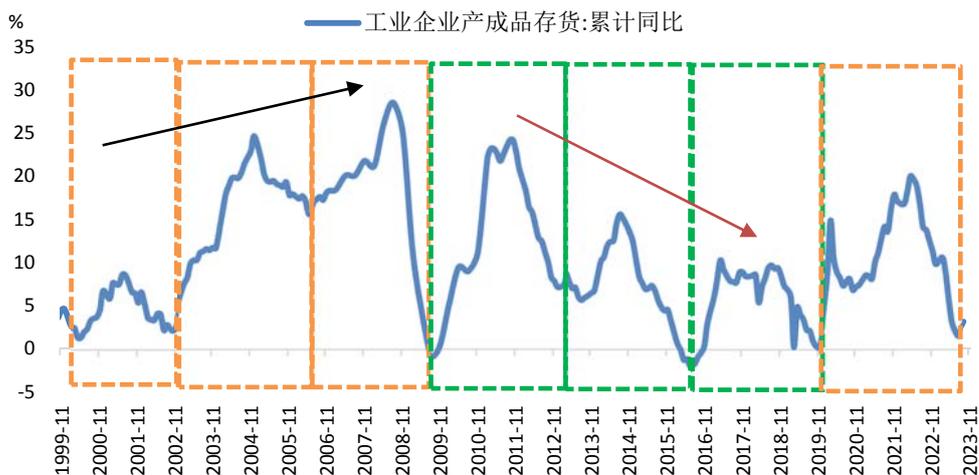


资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

2.3 2024 年库存周期或存回补可能

若将工业产成品库存同比数据作为库存周期的划分依据，同比上行为补库存，同比下行为去库存，则2000年以来共经历6轮库存周期，大致可分为三个阶段：第一阶段（2000-2009年）经历了3个库存周期（时间跨度分别为34个月、44个月、40个月，下同），在经济上行阶段，供需两旺且价格强势，库存周期的补库存阶段时间跨度逐渐拉长，峰值逐步上移。第二阶段（2009-2019年）经历3个库存周期（41个月、40个月、41个月），这一阶段前期的特点是产能过剩（产能利用率下降）与需求放缓导致供需失衡，从而价格走弱（2012-2015年大宗商品连续4年熊市）。库存周期的去库存阶段时间跨度拉长，峰值逐步下移，这一阶段后期自2016年四季度开始至2019年底，特点是经历了供给侧改革后，供需平衡有一定的修复，价格较为强势（钢铁、水泥等价格早已翻番），库存周期的补库存时间较长，但峰值较低，波动性较前4个周期下降。

图 65：2000 年以来国内大约经历了 7 个相对完整的库存周期



资料来源：Wind、国开证券研究与发展部

库存周期是否启动，供需两方面都很重要，需求是最主要的决定因素而且是中长期的关键因素，供给与库存均是相对被动且短期的因素。

从历史规律看，2017-2019 年库存周期底部应该较 2014-2016 年的底部更低，但是这一进程被新冠疫情爆发所中断，2020 年 2 月库存同比增速较 2019 年末大幅提高 6.7 个百分点。虽然 3 月国内疫情得到有效控制，但当月多项经济指标仍处于负增长区间，社消同比依然大幅下滑 15.8%，同时工业增加值同比增速从 2 月的 -25.9% 大幅反弹至 3 月的 -1.1%，库存由此快速上升（最高同比增长 14.9%）。此外，由于企业担心国际供应链受疫情影响，加大了原材料与产成品的备货，也提升了总体库存水平。2020 年下半年疫情得到有效控制叠加消费复苏推动库存水平趋于回落，当年 10 月产成品存货同比增速较 3 月高点回落 8 个百分点至 6.9%。

从近 2 年工业产成品库存走势看，同比、两年平均增速分别于 2022 年 4 月（20.0%）、6 月（15.0%）见顶后趋于回落，又分别于 2023 年 7 月（1.6%）、8 月（8.1%）触底后反弹。截至 2023 年 7 月，本轮库存周期时间跨度已达 43 个月，从时间上大致匹配进入新一轮库存周期。

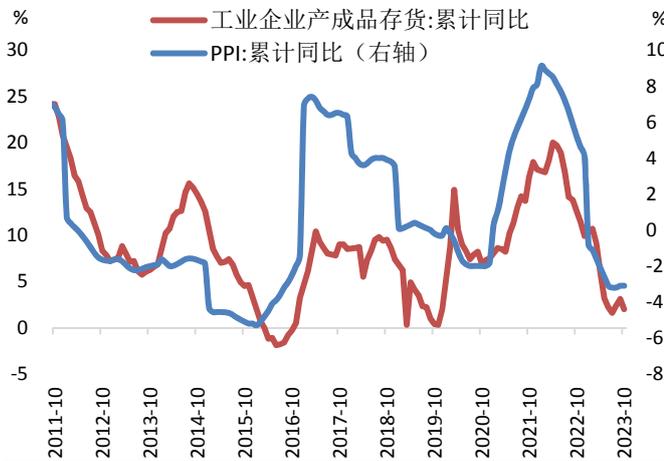
虽然总体库存水平仍高出前三轮库存下行周期的低点（考虑到近年来供应链的不稳定，企业提升合意库存水平也在情理之中），但部分行业库存水平处于历史较低水平。从产成品同比增速看，采矿业（前 10 个月累计增速为 -2.4%，下同）、石油和天然气开采业（-8.1%）、黑色金属矿采选业（-18.5%）、有色金属矿采选业（-3.7%）、造纸及纸制品业（-7.5%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（-1.7%）、化学原料及化学制品制造业（-1.4%）、橡胶和塑料制品业（-0.4%）等为负；制造业库存（2.2%）以及食品制造业（2.9%）等细分行业库存虽然高于零值但处于近年来的低位；专用设备制造业（13%）、仪器仪表制造业（12.2%）库存仍然偏高。

综合 PMI 产成品库存与工业企业分行业库存情况看，总体库存水平同比水平处于近年来的低位水平，未来库存回补的可能性较大，不过剔除基数因素扰动的工业企

业产成品库存两年平均、四年平均增速距离近年来的低位水平仍有一定偏离度，显示当前库存绝对规模并未下降到足够低的水平。当前市场对未来开启库存周期的预期较为一致，但对开启时点与反弹高度还存在一些分歧。此外，考虑到PPI一般稍领先库存周期1个季度左右，自今年年中PPI触底后总体上持续反弹，2024年其修复上行并在年中转正可能性较大，综合来看如果历史经验可以延续，稍显全面的补库存有望在2024年展开，幅度视需求复苏强度而定，同时未来走势更多的会显现出结构上的分化。

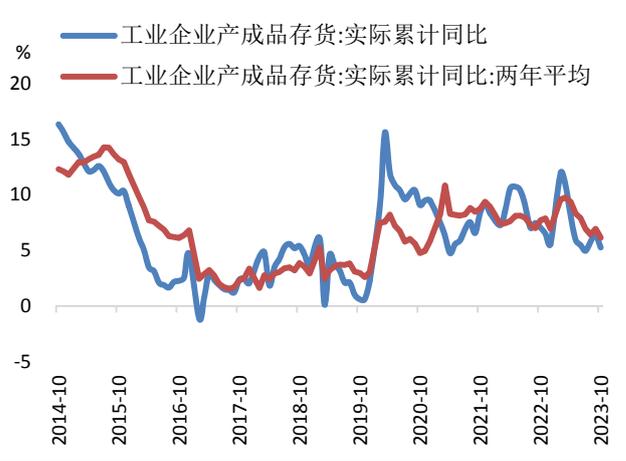
此外，值得注意的是，部分行业产成品库存同比增速接近历史低位，但主要是因为基数效应引发，其两年平均增速处在近年来中值附近。如化学原料及化学制品制造业，10月产品库存同比下降1.4%，但其两年、四年平均增速分别为9.0%、10.8%，总体仍在高位。

图 66: 库存周期与 PPI 走势大体吻合



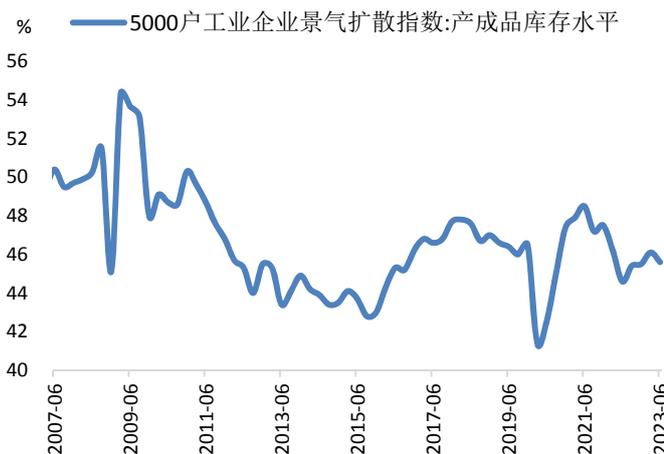
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 67: 剔除价格因素后的实际库存水平有所抬升



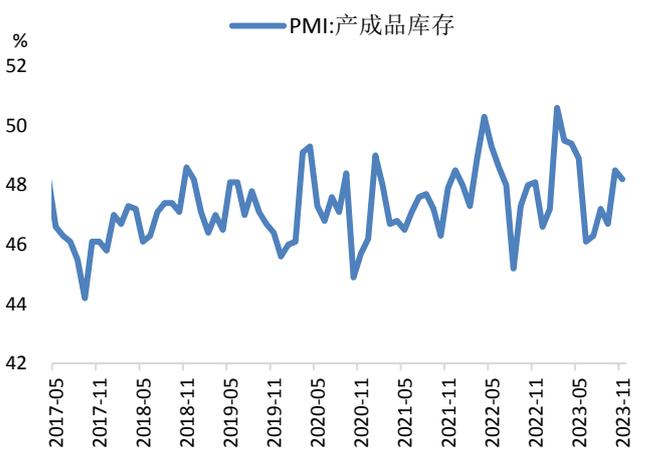
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 68: 央行数据反映出企业当前库存水平处于历史低位



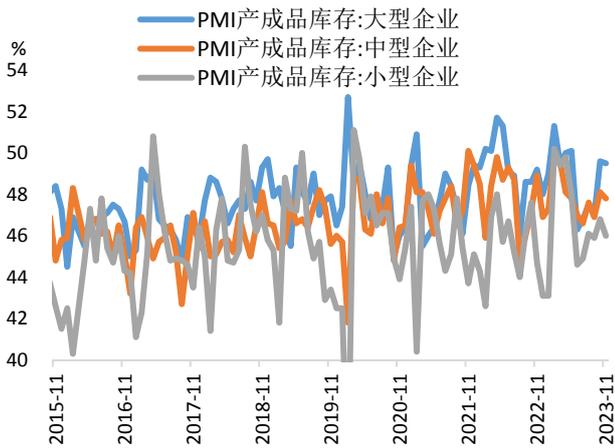
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 69: PMI 产成品库存低位回补



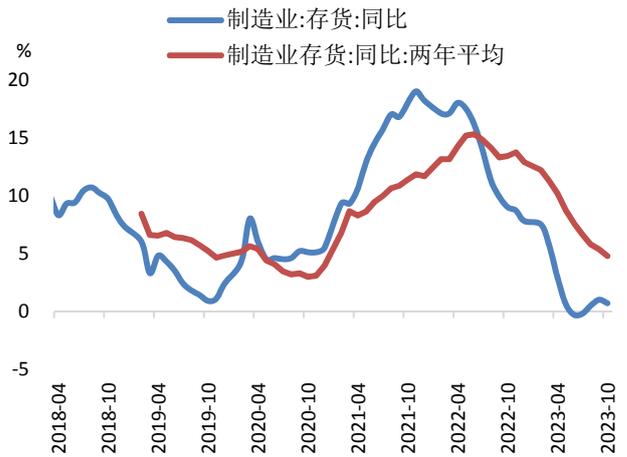
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 70: 小型企业库存去化快于大中型企业



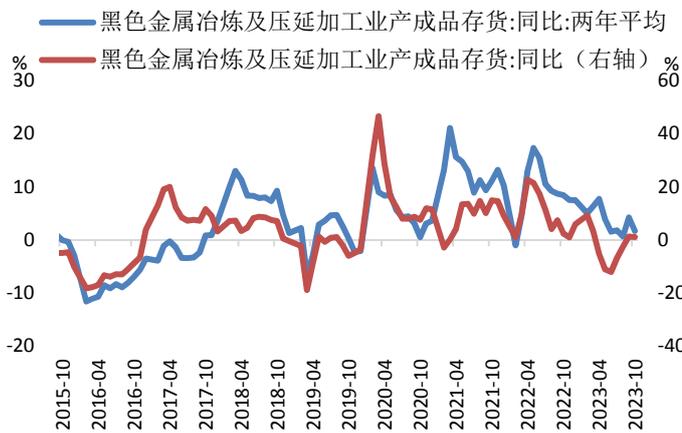
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 71: 整体制造业库存水平较低



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 72: 黑色产成品存货处于近年来低位



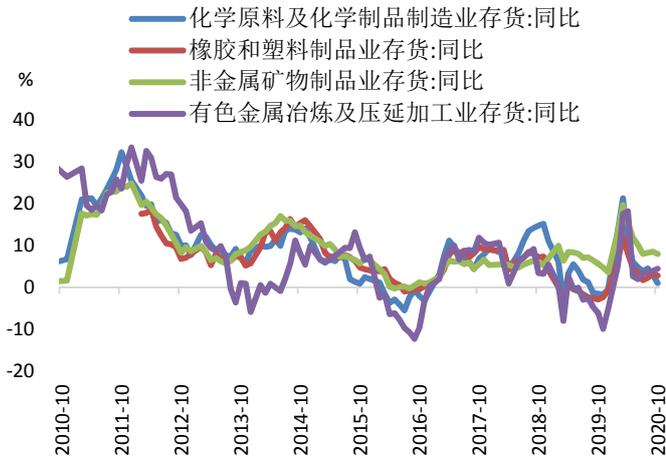
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 73: 部分消费品行业产成品存货低位徘徊



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 74: 部分中上游行业产成品存货低位徘徊



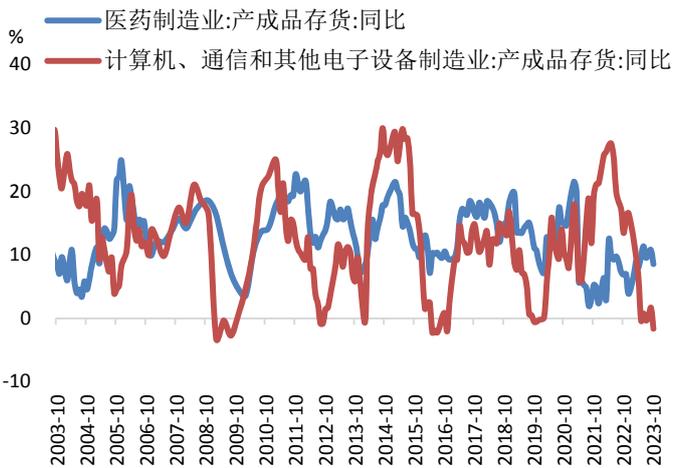
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 75: 汽车库存水平中等仍有一定上行空间



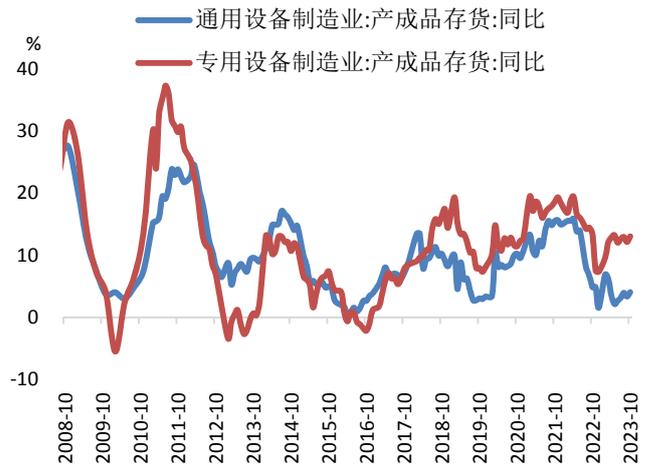
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 76: 部分新兴行业库存水平处于历史低位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 77: 通用设备制造业存货处于历史低位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

2.4 2024 年宏观政策总体偏宽松且更为精准有力

(1) 货币政策延续稳健, 2024 年将更加精准有力, 加强与财政政策协同

2023 年货币政策总体稳健。今年初疫情快速过峰后, 国内经济从底部快速修复, 虽然二季度修复斜率有所放缓, 但全年大概率能实现 5%左右的既定目标。从稳字当头、稳中求进的要求出发, 稳健的货币政策讲求精准有力, 保持流动性合理充裕, 把握好节奏与力度, 增强信贷总量增长的稳定性, 推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降, 引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度, 助力经济运行良好开局。从政策思路上, “精准”意味着货币政策将更加依赖结构工具为重点领域和薄弱环节提供定向支持, “有力”则意味着现有政策力度不会急于退出, 与央行 “不大水漫灌、不大收大放”、“货币信贷的总量要适度”等表述是一致的, 体现了政策的精准性与连续性。进入下半年, 受需求复苏放缓、异常天气扰动增多等因素影响, 经济修复斜率放缓, 7 月、8 月多项经济指标低于预期, 叠加后续特殊再融资债券发行、国债增发、MLF 到期量上升等因素, 央行加大公开市场流动性投放, 8 月与 9 月分别实施了年内的二次降息与降准。

市场流动性总体保持充裕。2023 年前三个季度 DR007 日均值分别为 2.02%、1.94%、1.88%, 前 11 个月日均值为 1.95%, 虽然较 2022 年的 1.78%有所上升但仍低于 2021 年的 2.17%, 对实体经济持续提供较好的金融环境。

从信贷层面看, 决策层的态度亦较为坚决, 今年前 10 个月共计投放 20.5 万亿元, 较 2022 年同期增长 9.5%。其中, 中长期贷款占比 59.9%, 较 2022 年全年提升 8 个百分点。此外, 为了更好的支持经济发展, 更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能, 央行逐步构建了适合我国国情的结构性货币政策工具体系。结构性货币政策工具是央行引导金融机构信贷投向, 发挥精准滴灌、杠杆撬动作用的工具, 通过提供再贷款或资金激励的方式, 支持金融机构加大对特定领域和行业的信贷投放, 降低企业融资成本。截至今年 9 月末, 结构性货币政策工具共 17 种, 余额达到

70,180 亿元，较 2022 年 6 月增加 1.6 万亿元（增速为 30%）。从央行的态度看，未来结构性货币政策工具可能聚焦重点、合理适度、有进有退。

不过，虽然信贷较快增长，但货币政策乘数效应发挥不够充分，近半年来关于“资金空转”的话题屡被提及。8 月 4 日，央行在金融数据发布会中提及“防止资金套利和空转”引发市场对于资金面收紧的担忧。10 月 21 日，十四届全国人大常委会第六次会议审议了中国人民银行行长潘功胜受国务院委托作的关于金融工作情况的报告。有些出席人员提出，我国金融业增加值占国内生产总值的比重接近 8%，高于经济合作与发展组织成员国平均比重 4.8% 的水平，也高于欧盟成员国平均比重 3.8% 的水平，说明金融业向实体经济让利的空间还很大。同时，近期我国 M2 增幅高、M1 增幅低，两者不匹配，原因之一在于货币资金在银行间空转，或在银行与大企业之间轮流转，面向中小企业的信贷资金渠道不畅。资金空转的原因，可能在于信心不足、需求偏弱，同时存量债务压力过大，持续加杠杆的动力不足。从这个角度看，未来（银行间）流动性的投放总体或偏稳健。

央行在今年三季度中国货币政策执行报告中提出，稳健的货币政策要精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境。准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

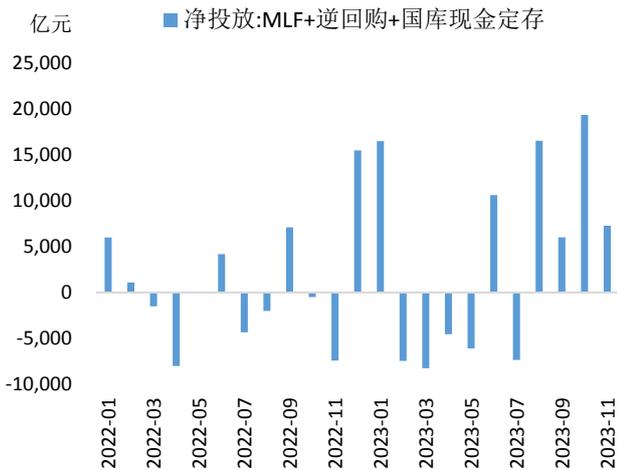
展望 2024 年，海外加息外溢效应减弱进而转向降息，国内经济复苏基础仍需夯实，通胀总体温温和，为国内货币政策宽松提供可能与空间。综合而言，2024 年货币政策操作延续稳健略松。量方面要保持流动性合理充裕（无论今年 12 月 MLF 投放情况如何，2024 年 MLF 到期量至少不低于 5.6 万亿元，较 2023 年增加 1.1 万亿元或更高）以及稳定市场预期，或有 2 次降准可能，上下半年各有 1 次。不过，降准中长期空间可能有限（隐性下限是 5%，社科院学部委员李扬教授提出改革法定准备金率制度继续降准，到一定程度（3% 左右）时稳定法定准备金制度）。从价方面看，将持续释放 LPR 改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作用，推动企业融资成本稳中有降，上下半年可能各有 1 次降息可能，不排除净息差有进一步下降可能。

表 3：2023 年前三季度信贷新增规模及分项数据（单位：亿元）

同比新增	贷款新增	短贷+票据	票据	中长期	居民贷款	居民短贷	居民长贷	企业贷款	企业短贷	企业长贷
2023Q1	22600	-2720	-17830	26042	4500	5710	-1258	19100	9400	27300
2023Q2	-2166	-11713	-12194	7858	1700	1381	258	-5000	-900	7600
2023Q3	-3831	-222	1669	-3800	-1800	-491	-1200	-2100	-1400	-2600
合计	16603	-14655	-28355	30100	4400	6600	-2200	12000	7100	32300

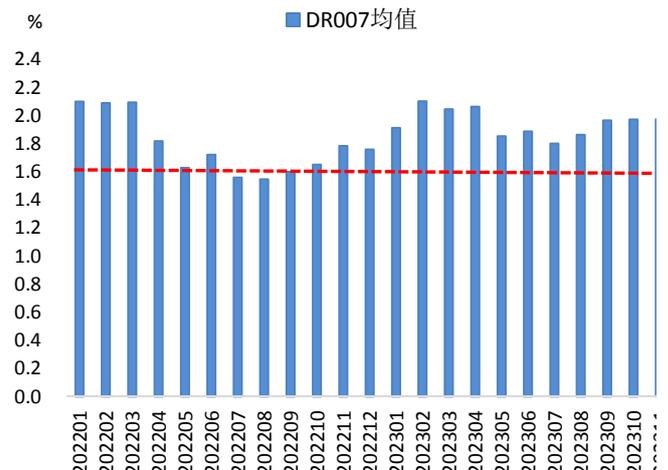
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 78: 2023 年下半年流动性投放力度加大



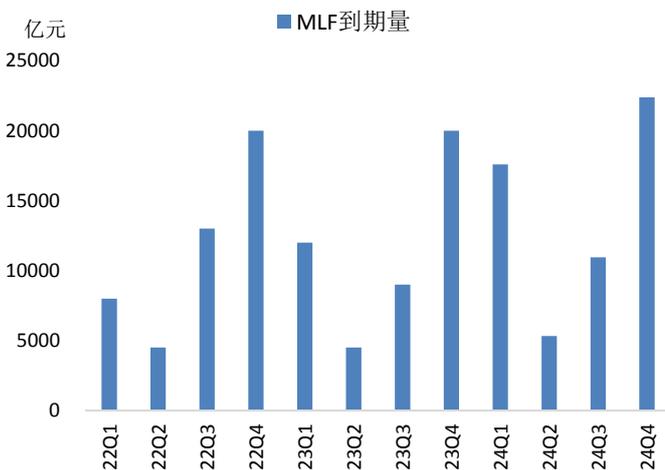
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 79: 2023 年 DR007 有所上行但均值仍低于 2021 年



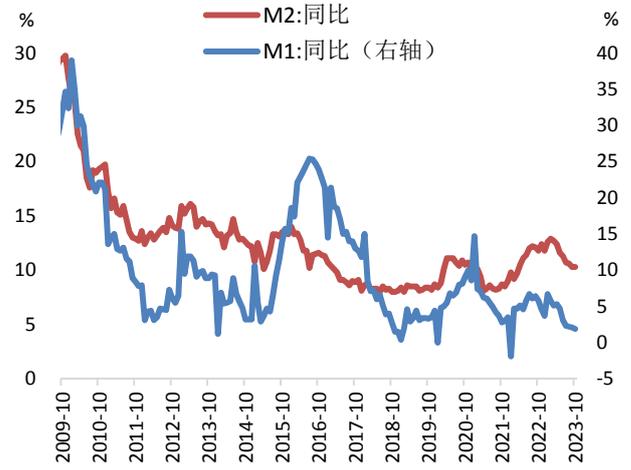
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 80: 2024 年一、四季度 MLF 到期量较大



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 81: 增速偏低的 M1 与相对偏高的 M2 之差增大



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

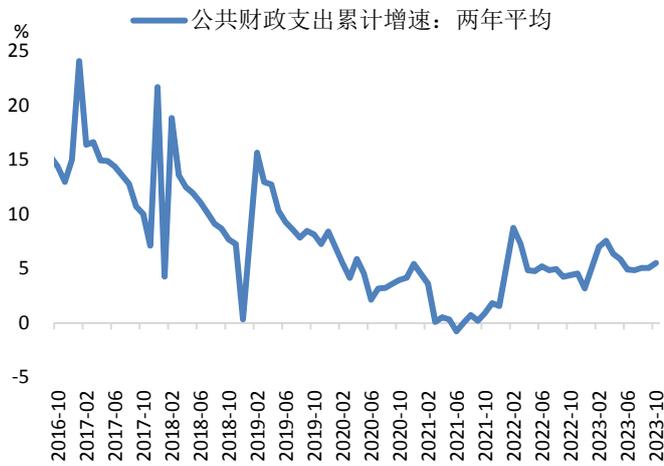
(2) 积极财政政策加力提效

2023 年加力提效实施积极的财政政策, 在完善税费支持政策、提高精准性和有效性等方面支持经济复苏。上半年全国一般公共预算支出同比增长 3.9%, 下半年有所提速。进入 10 月, 随着地方再融资债发行、万亿国债增发和专项债提前下达获批, 财政政策更为积极。前 10 个月财政支出同比提升至 4.6%, 两年平均增速(5.5%)亦较上半年加速 0.6 个百分点。延续和优化部分税费政策方面, 根据财政部的数据, 前 10 个月全国新增减税降费及退税缓费 16,607 亿元, 其中民营经济纳税人是税费优惠政策的主要受益对象, 金额占比近 75%, 制造业及与之相关的批发零售业是享受优惠占比最大的行业, 受益最为明显。

展望 2024 年, 考虑到外需回落、内需复苏基础仍需进一步夯实, 有必要继续实施积极的财政政策, 且继续保持一定的支出力度和政策连贯性。预计 2024 年赤字率(3.5%左右或更高)将继续突破 3%, 地方政府专项债券小幅提升至 4 万亿元左右,

减税降费政策继续延续与优化。考虑到 2024 年名义 GDP 增速加速提升，叠加特别国债及专项债，广义财政强度或将好于 2023 年。

图 82：2023 年下半年财政支出较年中有所提速



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 83：2023 年财政在社保和就业方面支出加快



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

2.5 小结：2024 年经济延续修复，叠加物价回升推动名义增速加快修复

展望 2024 年，宏观经济延续修复势头，内需或好于外需。如果实际 GDP 增速能达 5% 左右，则两年平均增速亦在 5% 左右，较 2023 年的 4.1%（预估值）提升。初步预计四个季度 GDP 增速分别为 4.4%、5.2%、5.0%、5.4%。随着物价指数回暖，名义 GDP 增速有望较 2023 年提升超过 1 个百分点，企业盈利增速有望持续改善。短期而言，稳字当先、稳中求进而非大水漫灌是优先选择，聚力前行才能以时间换空间，为转型争取更多机会。中长期来看，延缓潜在增速下滑需要循道而为，将深化改革与加速转型落实到位。从地产政策调整、大力支持（先进）制造业发展、落实“两个毫不动摇”鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大到金融工作会议鲜明提出“加快建设金融强国”的目标并强调推动我国金融高质量发展来看，无一不是体现上述思路，持续“循道而行”才能够最终实现“功成事遂”。

从投资端看，整体或将有所回升。一是中央政府杠杆率有望加码，增发万亿国债、专项债提前批、广义赤字规模上升等政策支持基建投资温和反弹。二是 PPI 总体上行，企业利润增速回暖，制造业库存周期回补，高技术制造业投资持续发挥引领效应，市场信心修复，均有助于制造业投资继续保持较好韧性。三是房地产销售温和修复但整体恐难有大起色，房地产投资或低位徘徊，但政策持续推动房企融资端继续改善，叠加三大工程加快推进和发力有助于其企稳回升。

从需求端看，预计内需好于外需。海外需求总体或回落，但中美制造业库存或存在共振，叠加基数效应减弱、市场份额扩大等因素，或将推动出口增速转正。国内消费需求继续温和复苏。一是经济增速回升拉动需求，促进市场信心修复。二是虽然经济是温和复苏，但居民资产负债表处于持续修复之中，存量房贷利率下调增加居民可支配收入；虽然结构性失业问题存在但总体就业保持稳定，有助于收入和信心

保持稳定。三是虽然受 2023 年复苏较快的高基数效应，服务业总体或继续保持平稳增长且结构性的服务业及消费仍在回升。四是 2024 年国内物价水平总体回升，有助于消费市场信心回暖。从消费未来的趋势看，可结合 2022 年末印发的《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》（以下简称《纲要》）来匹配。“十四五”规划和 2035 远景目标纲要及二十大报告中均提出“扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合”，《纲要》进一步指出“十四五”时期目标是促进消费投资，如文化旅游、养老育幼、医疗健康、教育、体育、家政等；新型消费、绿色消费则是未来空间更大的消费增长点，尤其是数字技术融合带来的消费新品类、场景、业态，或将成为未来数字经济时代的消费新趋势。综合而言，国内消费同比增速受 2023 年高基数扰动可能会有所回落，但两年平均增速或好于 2023 年，内生动力进一步修复增强。

从价格端看，2024 年通胀温和修复，为政策进一步宽松提供可能。预计 CPI 较 2023 年回升 1 个百分点至 1.3%，高位或接近 2%；PPI 或在 5 月由负转正，全年增速较 2023 年回升 3.2 个百分点至 0.2%。

从政策端看，为了夯实复苏基础，2023 年底增发万亿国债、2024 年地方债提前批、一揽子化债方案落地等为 2024 年复苏预热，后期随着海外压力减轻仍有降准降息可能，结构性货币工具与政策性金融工具将有序加码，同时 2024 年财政赤字率有望调至 3.5% 左右，财政支出力度与节奏较 2023 年积极，上述举措均有助于推动 2024 年经济复苏逐步步入正轨（接近中国社科院估计的潜在增速）。

虽然经济在持续复苏的轨道上，但仍需要重点关注一些情况的进展。其一，政策加码推出，但落地效率及效果值得关注。其二，房地产融资端、销售端的改善决定房地产投资的主要走势，虽然三大工程能部分对冲风险，但实际贡献不可过分高估。其三，民营经济在经济中的作用巨大，近半年多国家政策推出诸多政策，对其后续订单改善、成本下降以及信心稳定的效果仍需关注。其四，国内制造业库存周期存在回补可能，但结构性的指示意义更为明确，而且上行节奏与幅度仍需视终端需求复苏情况而定。其五，海外需求存在不确定性，基准情况下美国经济有软着陆可能，但也要关注硬着陆的风险，从而对我国出口产生一定扰动。同时，近期外部关系有所缓和，但要密切关注 2024 年美国大选等对中美关系变化的影响。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，房地产价格超预期回落，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等风险。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层