

中国经济的新周期和新特征——2024 年宏观展望

——中国经济如何走向复苏（四）

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

由于出清好于日本，我们认为中国经济仍可以在地产拐点后实现复苏。从领先指标回升等视角观察，也许经济拐点就在当下。那么新周期有哪些新特征呢？首先，国际经验显示地产泡沫之后的经济复苏一般比较迟缓，但是市场对此已充分反映。其次，制造业和库存投资对 2024 年经济的支撑，以及资源从地产向其他部门转移带来的配置优化则尚未被市场充分认知。我们预计 2024 年中国经济供需都有望超出预期，GDP 增速或达 5.2%，而企业盈利也有望明显改善。第三，利率上行温和意味着债券市场受到的冲击或有限，而盈利改善则利好权益市场。

核心观点：

➤ 中国经济与日本有何不同？

由于中国的出清好于日本，地产冲击之后中国企业部门 ROA 并未像日本那样出现台阶式下行，实体经济仍有回报。这意味着中国仍可以通过扩大再生产重新推动经济复苏，这是中国经济复苏与 90 年代的日本经济停滞差异的根本所在。实际上，中国企业资本支出已显著扩张，与日本地产下行之后的表现迥然不同。此外，中国信息软件、计算机设备行业的资本开支也在高速增长，也与日本 90 年代 ICT 投资低迷形成鲜明对比。从近几个月以来中国经济领先指标持续回升、地产占 GDP 比重进一步下降来看，或许中国经济的拐点就在当下。

➤ 中国新经济周期有哪些新特征？

国际经验显示，地产泡沫结束之后的经济复苏一般比较迟缓：存量地产过剩压制投资、居民重建资产负债表抑制消费、货币财政政策受制汇率和债务问题是影响需求修复的主要因素。然而，我们认为市场对此已充分甚至过度反映。相反，市场对企业 ROA 回升支撑制造业投资加速，存货回补也有望额外促进 2024 年总需求的估计则明显不足。同时，我们预计资源从地产转向其他部门带来的资源配置优化有望边际提升潜在经济增速 0.2%，2024 年中国 GDP 同比增速可达 5.2%，供需两侧都望实现较快增长。

➤ 如何看待未来低通胀环境下的企业盈利？

供需同时超预期意味着通胀和利率水平仅有温和上行，对债券市场冲击有限。但是，PPI 增速偏低是否意味着企业盈利难以改善？研究显示 PPI 主要受到国际大宗商品价格影响。原材料价格较低其实有利于中游行业主导的中国企业盈利，但是历史上中国经济走强常常拉动大宗商品价格上行，造成 PPI 与企业盈利同向波动的假象。然而，2021 年以来中国经济与地产和大宗商品价格的相关性明显弱化。因此，2024 年中国经济超预期和 PPI 维持低位有望推动工业企业盈利超预期，有利于权益市场回升。

风险提示：经济与政策与预期不一致，地缘政治恶化，外需明显恶化，地产出现系统性风险。

相关报告

- 1、《高通胀和高利率或仍将持续：2023 下半年海外宏观展望》2023.07.10
- 2、《寻找疫后复苏的预期差：2023 年宏观经济展望》2023.01.15

正文目录

1. 中国经济与日本有何不同？	4
1.1 日本为何陷入长期停滞？	4
1.2 中国与日本三个层面的不同	6
2. 为什么经济的拐点或就在当下？	9
2.1 IMF 的历史复盘：复苏概率正在超过衰退概率	9
2.2 三季度数据的异常：在地产下行中经济或已然企稳	9
2.3 对市场几点质疑的回应	10
3. 中国新周期有哪些新特征？	15
3.1 它山之石：来自美国、韩国和瑞典的经验	15
3.2 中国新周期：供需都有超预期的可能	21
4. 如何理解低通胀背景下的企业盈利？	23
4.1 PPI 是如何定价的？	24
4.2 原材料成本上涨有利于中国工业企业盈利吗？	26
4.3 为什么 2024 年中国工业企业盈利可能超预期？	27
5. 2024 年主要宏观经济指标预测	29
6. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 日本僵尸企业占比与银行不良贷款率	4
图表 2: 日本实体企业出清迟缓	4
图表 3: 日本国内 VS 海外设备投资 (1994=100)	5
图表 4: 解决僵尸企业问题后日本银行股终于回升	6
图表 5: 日本工资价格指数与失业率	6
图表 6: 中国工业/制造业企业 ROA (TTM)	6
图表 7: 日本制造业企业 ROA	6
图表 8: 地产下行后中国资本开支加速上行	7
图表 9: 地产下行后日本企业资本开支明显放缓	7
图表 10: 今年前三季度各服务行业投资增速	7
图表 11: 今年前三季度各制造业行业投资增速	8
图表 12: 经济衰退时长的历史统计	9
图表 13: 一些主要需求分项的定基指数 (20Q4=100)	10
图表 14: 中国发电量同比领先工业产成品库存同比增速	11
图表 15: 社融同比和环比季调年化趋势增速	12
图表 16: 房地产企业贷款余额同比	12
图表 17: 地方融资平台债券余额同比增速	12
图表 18: 本外部工业企业中长期贷款和人民币制造业中长期贷款同比增速	13
图表 19: 固定资产投资-房地产业、房地产开发投资的四年同比差距扩大	14
图表 20: 单月房地产固定资产投资 (亿元)	14
图表 21: 房地产固定资本形成占中国固定资本形成的比重	15
图表 22: 美国、韩国、瑞典在经济复苏前后 10 年失业率变动	16
图表 23: 美国、韩国、瑞典在经济复苏前后 10 年居民部门杠杆率波动	17
图表 24: 美国、韩国、瑞典在经济复苏前后 10 年核心 CPI 同比增速	18
图表 25: 美国、韩国、瑞典在经济复苏前后 120 个月的政策利率	18
图表 26: 美国、韩国、瑞典在经济复苏前后 10 年的政府杠杆率	19
图表 27: 美国、韩国、瑞典在经济复苏后的股指表现	20
图表 28: 美国、韩国、瑞典在经济复苏后的长期国债收益率的表现	21

图表 29:	工业企业 ROA 与制造业投资增速	22
图表 30:	工业企业 ROA 与贷款利率	22
图表 31:	中国固定资本形成的组成	23
图表 32:	中国、美国、欧盟 PPI 高度同步	24
图表 33:	PPI 同比主要随上游生产资料波动	25
图表 34:	RJ/CRB 指数同比对 PPI 同比的解释力	25
图表 35:	布伦特原油同比对 PPI 同比的解释力	25
图表 36:	中美 PPI 上游分项高度同步	26
图表 37:	中美欧 PPI 下游分项同步性相对较低	26
图表 38:	上下游行业在工业企业利润中的占比	26
图表 39:	上下游行业对工业企业利润增速的拉动	27
图表 40:	PPI 与企业盈利水平	28
图表 41:	从 21Q4 到 22Q1 产出缺口平稳	28
图表 42:	工业企业盈利在 2022 年 2 月后明显恶化	28
图表 43:	中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2010-2019)	29
图表 44:	中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2021-3Q23)	29
图表 45:	2024 年主要宏观经济指标预测	29

1. 中国经济与日本有何不同？

伴随着中国房地产市场走过长周期拐点，把中国与上世纪 90 年代日本相比的观点一时之间蔚然成风。

然而，我们的研究表明，由于中国的出清好于日本（《潜龙在渊——中国经济如何走向复苏（一）》），中国并未出现类似于日本那样资本边际回报大幅下降甚至接近于零的状况（《是时候全面看多中国经济了——中国经济如何走向复苏（二）》）。

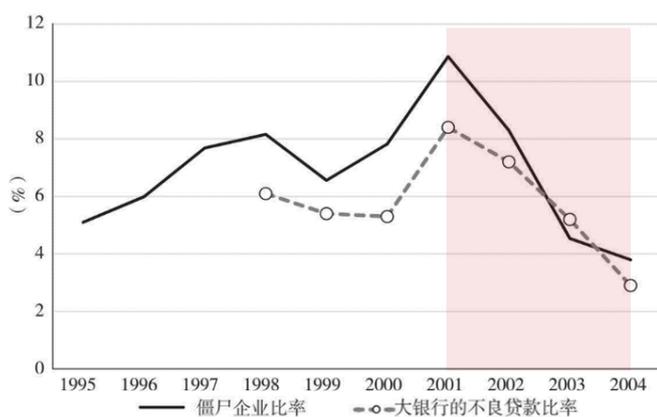
这意味着中国仍然能够通过扩大再生产推动经济重回复苏。中日经济因此从根本上不同。

1.1 日本为何陷入长期停滞？

1991 年日本地产泡沫破灭之后，日本经济陷入长期停滞，出现了“失落的二十年”。然而，许多国家都经历过地产泡沫之后的萧条，但是绝大多数可以从萧条之中走出。日本做错了什么？

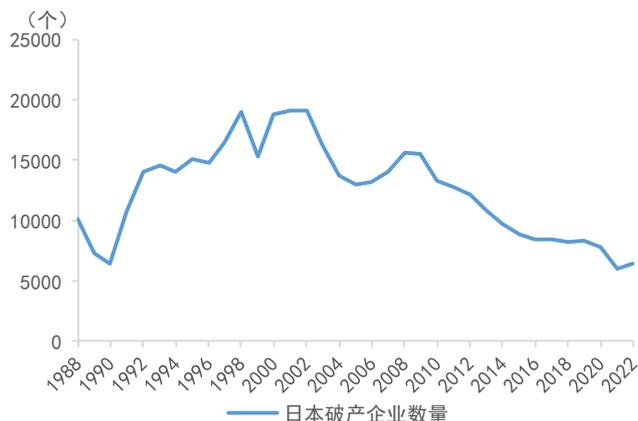
就我们的理解，日本最大的问题是九十年代产生了大量“僵尸企业”，限制了日本经济的供给扩张。

图表1：日本僵尸企业占比与银行不良贷款率



资料来源：Fukuda 和 Nakamura (2011)，国联证券研究所

图表2：日本实体企业出清迟缓



资料来源：TSR，国联证券研究所

众所周知，扩大再生产实现供给扩张是经济增长的源泉；所有的投资都可以视为是为扩大再生产进行的“广义产能投资”。地产繁荣期，这种产能投资着眼于扩大房屋供应，提供“居住服务”这种产品。当泡沫破灭之后，房屋作为一种“产能”过剩了，那么重新实现增长的方式当然是将生产房屋的资源转移出来，在其他有需要的

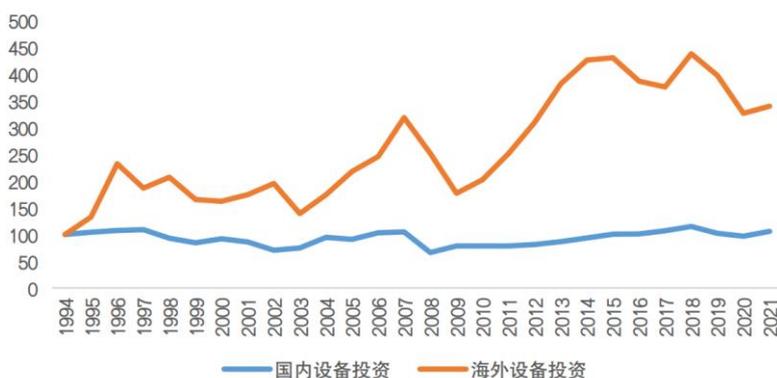
领域重新扩张产能，实现扩大再生产。

实际上，企业资本支出走强也是绝大多数国家地产泡沫终结之后总需求端的突出特征（《是时候全面看多中国经济了——中国经济如何走向复苏（二）》）。

然而，由于泡沫破灭之后日本银行资本充足率不足，政府又没有及时给银行注资，银行不敢让坏账充分暴露，导致银行在监管的默许之下，不断对亏损企业提供新的贷款以掩盖坏账。这产生了大量“僵尸企业”。

僵尸企业占据了大量可以被配置到其他部门重新扩大再生产的资源，而且也破坏了优胜劣汰的市场经济竞争秩序。这两方面的因素严重影响了日本实体经济的真实回报。在国内投资没有回报的情况下，日本企业纷纷去海外进行资本支出。没有了供给扩张的支持，日本经济自然陷入了长期停滞。

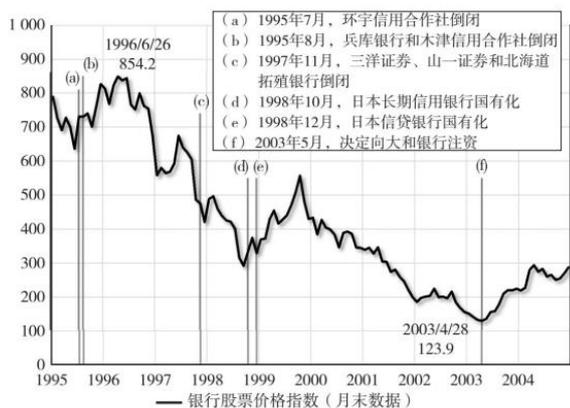
图表3：日本国内 VS 海外设备投资（1994=100）



资料来源：Wind，国联证券研究所

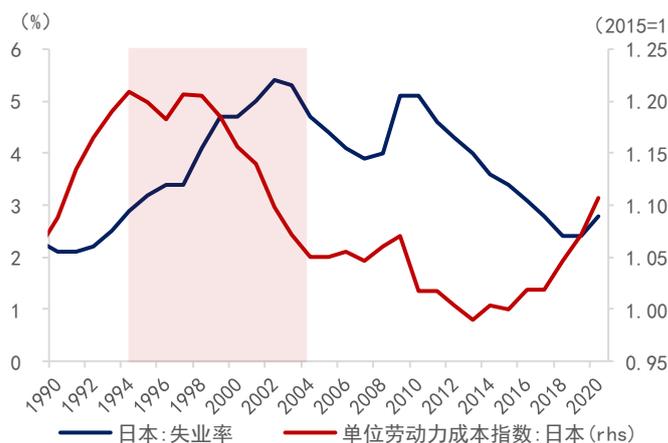
直到上世纪九十年代末期，日本财政终于给银行体系注资，银行才较大程度的对僵尸企业断供，实现了一定程度的出清。日本失业率直到2000年之后才见顶。出清之后的2003-2007年也是日本过去三十年经济增速最好的阶段。

图表4：解决僵尸企业问题后日本银行股终于回升



资料来源：伊藤隆敏，《繁荣与停滞——日本经济发展与转型》，国联证券研究所

图表5：日本工资价格指数与失业率



资料来源：ifind，国联证券研究所

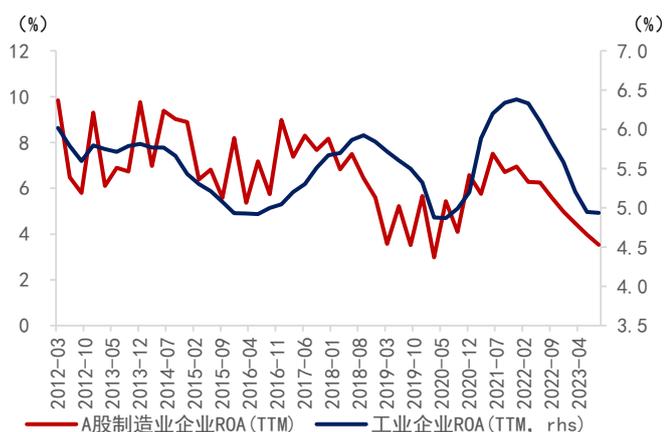
1.2 中国与日本三个层面的不同

中国的出清好于日本,这导致了中国和90年代的日本在宏观层面实体经济回报、经济结构层面的企业资本支出、以及微观层面的信息软件投资等表现都大相径庭。

实体经济回报的一个重要代理指标是工业企业部门的ROA。我们注意到中国工业企业的ROA虽然在地产长周期拐点之后经历周期性下行,但是其中枢仅仅延续了此前缓慢下行的趋势——与中国潜在经济增速逐步放缓保持一致。

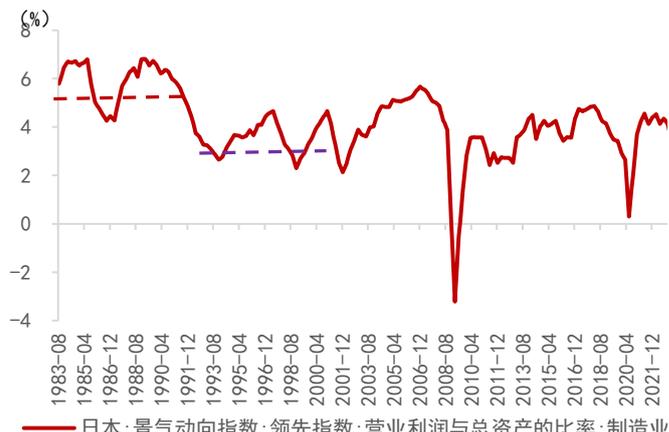
然而,日本的工业部门ROA则在地产泡沫破灭之后出现了台阶式的下行。我们估计1991年以后日本实体企业的ROA大幅下行之后,扣除掉税收、风险溢价其回报可能仅仅略高于零(这也是日本潜在增速大幅下滑到零附近的根源)。这意味着日本无法通过增加投资来实现“扩大再生产”。这也是当前中国经济有望复苏和90年代以后日本经济长期停滞差异的根本。

图表6：中国工业/制造业企业ROA (TTM)



资料来源：Wind，国联证券研究所

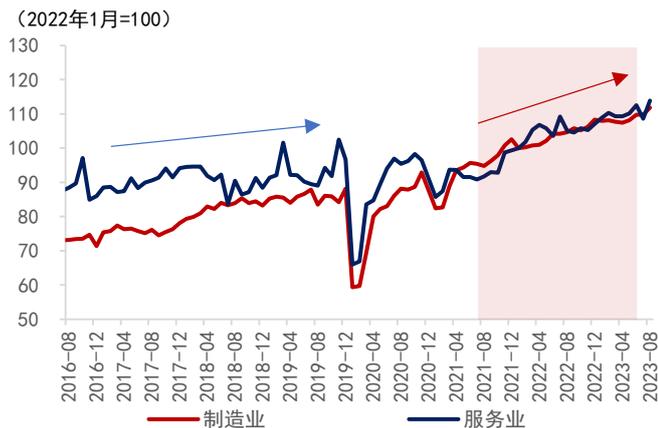
图表7：日本制造业企业ROA



资料来源：Wind，国联证券研究所

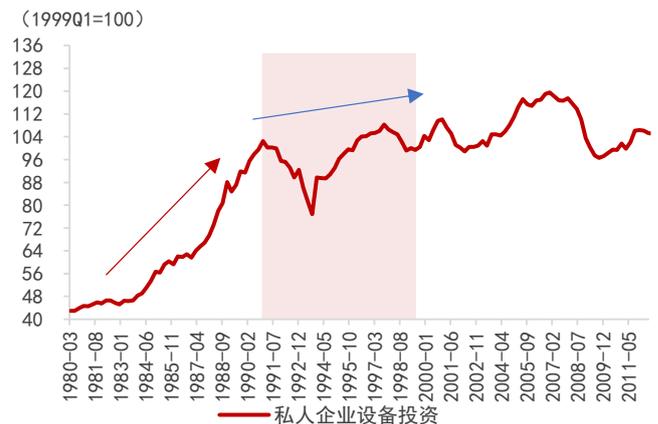
从需求结构来看，虽然同时经历了地产冲击，但是由于 ROA 的不同，在中国利率大幅下降之后，中国企业部门的资本支出加速扩张，在地产以外的领域重新扩大再生产。但是日本即使通过降息和财政扩张稳定了经济增长，90 年代以来企业的资本支出也非常疲软——这是中国和日本的第二层重要差异。

图表8：地产下行后中国资本开支加速上行



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：地产下行后日本企业资本开支明显放缓



资料来源：Wind，国联证券研究所

最后，文献表明上世纪 90 年代日本和美国差距越来越大的微观体现是日本企业的信息软件等方面的投资比较低。日本学者的研究认为僵尸企业破坏市场竞争秩序可能是非常重要的解释——如果企业经营不善总是能得到贷款支持，自然没有动力研发引进技术，提升效率¹。

但是中国的信息软件、仪器仪表、计算机设备制造等行业的资本开支在最近几年一直居于服务和制造业各行业资本开支的前列。

图表10：今年前三季度各服务行业投资增速

服务业细分行业	投资增速 (%)
信息传输、软件和信息技术服务业	12.3
租赁业和商务服务业	11.6
居民服务和修理	4.5
住宿和餐饮业	3.9
文化、体育和娱乐业	2.0
金融业	-6.6
批发和零售业	-7.6

资料来源：Wind，国联证券研究所；注：增速为以 2019 年为基期的复合平均增速

¹ 伊藤隆敏，星岳雄《繁荣与停滞——日本经济的发展与转型》

图表11：今年前三季度各制造业行业投资增速

制造业细分行业	投资增速 (%)
电气机械及器材制造业	19.9
仪器仪表制造业	19.7
计算机、通信和其他电子设备制造业	16.4
黑色金属冶炼及压延加工业	10.7
医药制造业	10.3
化学原料及化学制品制造业	10.2
专用设备制造业	9.3
金属制品、机械和设备修理业	8.9
农副食品加工业	8.8
酒、饮料和精制茶制造业	8.6
废弃资源综合利用业	7.3
有色金属冶炼及压延加工业	6.6
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	6.6
食品制造业	6.3
制造业平均	5.8
橡胶和塑料制品业	5.4
造纸及纸制品业	5.0
通用设备制造业	4.1
化学纤维制造业	4.1
非金属矿物制品业	3.4
烟草制品业	3.4
金属制品业	3.2
木材加工业	3.0
皮革制鞋业	1.6
汽车制造业	1.4
纺织业	1.1
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-0.8
石油、煤炭及其他燃料加工业	-3.5
纺织服装、服饰业	-3.6
家具制造业	-3.8
印刷业和记录媒介的复制	-3.8

资料来源：Wind, 国联证券研究所；注：增速为以 2019 年为基期的复合平均增速

由于中日在多个关键领域的不同，我们认为将中国与 90 年代的日本比较可能过度悲观了。我们认为，中国可能会和大部分国家一样，在地产调整之后，在经济内生性动能的推动下重新走向复苏。

2. 为什么经济的拐点或就在当下？

我们不仅仅认为中国经济仍将内生性的实现经济复苏，我们还要重申经济拐点或就在当下。一些投资者担忧三季度经济企稳主要靠存货投资，且经济数据近期重新走弱，似乎说明经济仍会持续低迷相当长时间。

我们发现：首先，研究表明库存是经济滞后指标，在三季度库存回补之前，终端需求应该已经有所企稳。其次，尽管短期经济指标有好有坏，最重要的经济领先指标社融已持续回升。最后，10月地产超预期下滑或对短期经济构成一些扰动，但是我们认为这种幅度的下滑或不可持续。IMF的研究也显示，历史上经济衰退的持续时长平均也就是两年，中国经济的低迷时间已经超过了历史均值。

2.1 IMF的历史复盘：复苏概率正在超过衰退概率

IMF对1960年到2008年前21个发达经济体经历的全部122次完整的经济衰退与复苏进行了回顾。其统计显示，即使出现金融危机，经济衰退的持续时间平均也不超过两年。

因此，如果从2021年下半年房地产市场出现明显冲击、中国经济显著偏离潜在产出水平算起，中国经济的低迷时间已经超过了历史均值。我们认为，经济复苏的概率正在超过衰退的概率。

图表12：经济衰退时长的历史统计

经济衰退的种类		衰退时间（月）	从谷底复苏到上轮产出高点的时间（月）	产出下降幅度（%）
全部衰退	平均	14.6	12.9	-2.71
	方差	8.3	10.9	2.93
金融危机衰退	平均	22.7	22.6	-3.39
	方差	12.6	13.3	3.25
其它衰退	平均	13.4	11.8	-2.61
	方差	6.8	10.1	2.89

资料来源：“From Recession to Recovery: How soon and how strong”，IMF，国联证券研究所

2.2 三季度数据的异常：在地产下行中经济或已然企稳

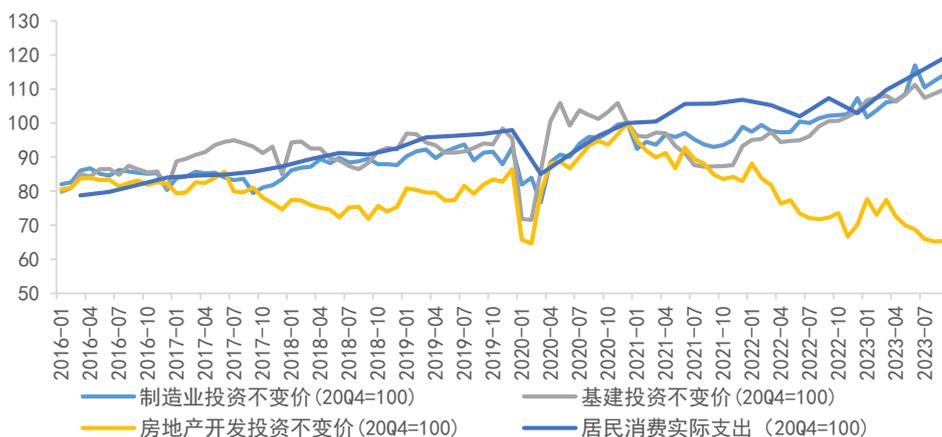
具体而言，我们认为由于制造业投资、基建投资、居民消费等扩张的总需求分项占GDP的比重越来越高，收缩的地产投资占GDP的比重越来越低，积极因素有望以“量变引发质变”的方式对冲地产下行，推动中国经济逐步迎来从衰退到复苏²的拐

² 我们对经济衰退的定义是产出缺口为负，且向负方向发展，而复苏的定义是负产出缺口收敛。

点。

三季度经济数据就出现了一些异于往常的表现：在地产销售、投资继续明显下行之际，中国经济已然企稳。我们判断，经济复苏的拐点很可能正在出现。

图表13：一些主要需求分项的定基指数（20Q4=100）



注：投资相关指标用 PPI 做了价格调整。资料来源：Wind，国联证券研究所

2.3 对市场几点质疑的回应

我们关于经济复苏的拐点可能正在出现的观点引发了一些投资者的关注和质疑。

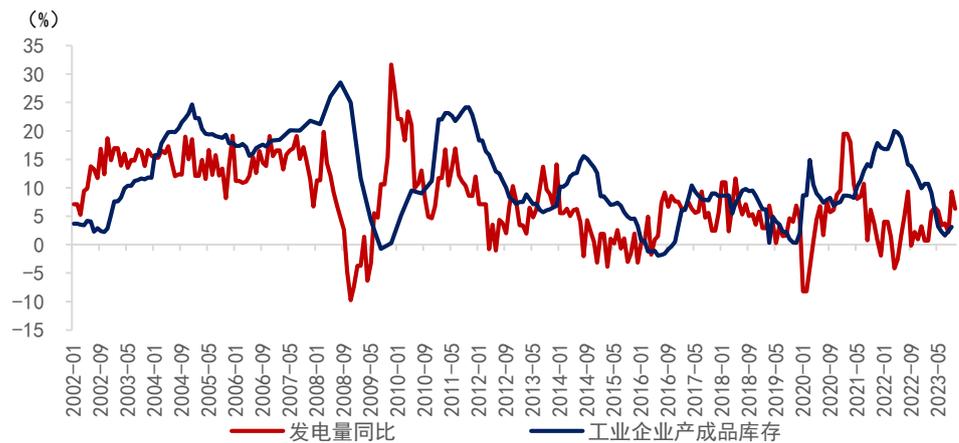
例如，一些投资者认为库存的调整可能对经济的修复起了关键作用，经济企稳也许并非取决于终端需求；也有一些投资者认为物价等方面的数据仍然偏弱，经济企稳或仍有待时日；还有一些投资者认为 10 月以来经济数据重新转弱，可能意味着经济下行压力重新增加，地产的持续下行可能还会在未来某些时候拖累经济增长。对此，我们对投资者的质疑做出一些回应。

2.3.1 补库存的需求难以解释三季度经济企稳

投资者普遍认为库存的回补是三季度经济企稳的主要原因，也因此对后续经济是否能够持续改善存有疑虑。然而，我们的研究表明，库存是经济的滞后指标。在库存回补之前，总需求就已经开始企稳。

从历史上看，工业企业产成品库存一直是工业增加值以及发电量的滞后指标——至少在 2020 年疫情导致同比数据失真之前都是如此。

图表14：中国发电量同比领先工业产成品库存同比增速



资料来源：Wind, 国联证券研究所整理

实际上，从存货周期的理论来看，也是要经历被动去库存阶段，才会进入主动加库存阶段。在被动去库存阶段，终端需求已经改善，生产供不应求，被迫动用库存来满足客户需求；然后才会出现终端需求继续改善和补库存同时出现，推动生产进一步回升的现象。

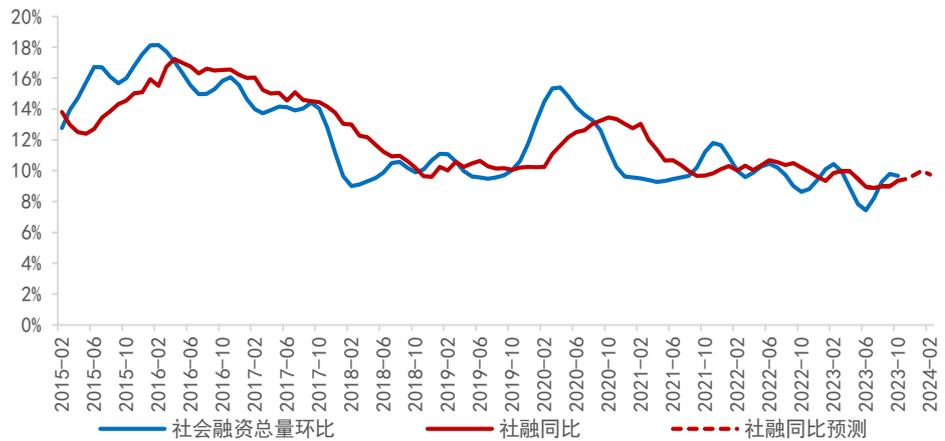
如果说三季度经济企稳有补库存的贡献，那么无论是历史经验还是理论分析都表明，终端需求在库存回补之前就已经改善。这意味着即使不考虑库存投资，那些总需求中的积极分项也已经可以逐步对冲地产下行的压力。

2.3.2 经济领先指标已然回升

针对部分投资者担忧近期一些经济指标偏弱的看法，我们认为经济拐点位置上，经济指标通常存在分化。而真正重要的经济领先指标的反弹则意味着拐点之后经济大概率向上。

处在经济拐点的位置上，一些经济指标特别是滞后和同步指标有好有坏属于正常现象。这种情况下，还是需要观察经济领先指标的表现。我们注意到中国经济最重要的领先指标社会融资总量环比从三季度以来已然出现连续4个月的回升。

图表15：社融同比和环比季调年化趋势增速

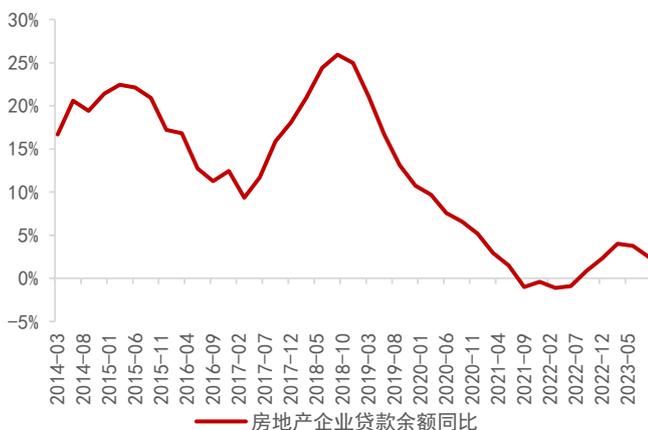


资料来源：Wind, 国联证券研究所整理

有观点质疑社融中除了政府债券以外的其他分项表现欠佳，特别是企业信贷需求。我们则认为需要在财政“转杠杆”的背景下理解金融数据。受到地方政府隐性债务置换的影响，地方融资平台的融资需求下降，而中央政府加杠杆则形成对冲。

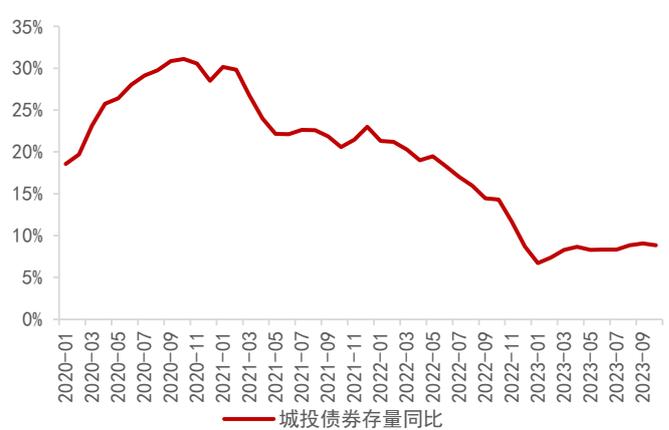
从金融数据来看，这意味着政府债券发行上升，但是融资平台信贷需求放缓。后者叠加地产企业本身的信贷需求放缓会影响企业中长期融资存量的增速。所以对于当前的金融数据，我们认为，确实是分析整体社融更有意义，而仅仅针对私人部门的融资分析则可能忽略了财政部门“转杠杆”影响。

图表16：房地产企业贷款余额同比



资料来源：Wind, 国联证券研究所

图表17：地方融资平台债券余额同比增速

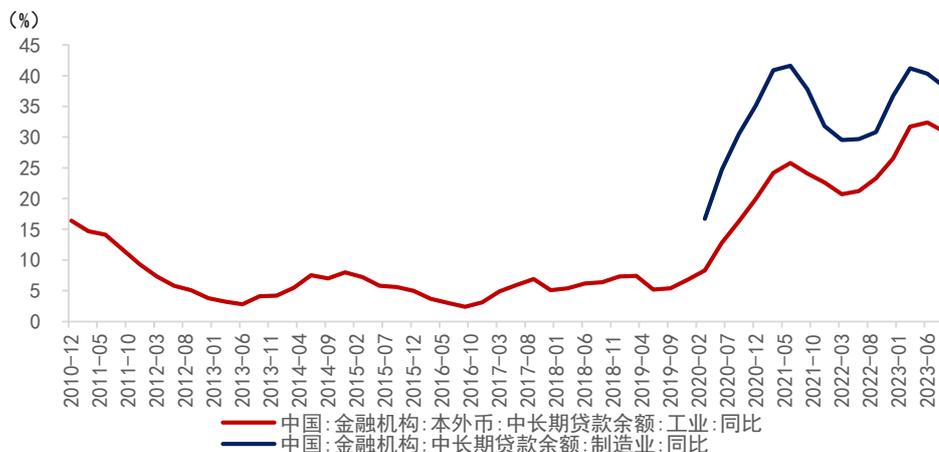


资料来源：Wind, 国联证券研究所

实际上，工业和制造业部门的信贷增速仍然处于高位，反映出实体企业的确也处于活跃状态。只是由于工业和制造业部门在整体企业信贷余额中占比仅有 10-15%，

所以对整体企业部门信贷的影响不是非常显著。

图表18：本外部工业企业中长期贷款和人民币制造业中长期贷款同比增速



资料来源：Wind, 国联证券研究所

2.3.3 地产投资在经济中的比重或持续下降

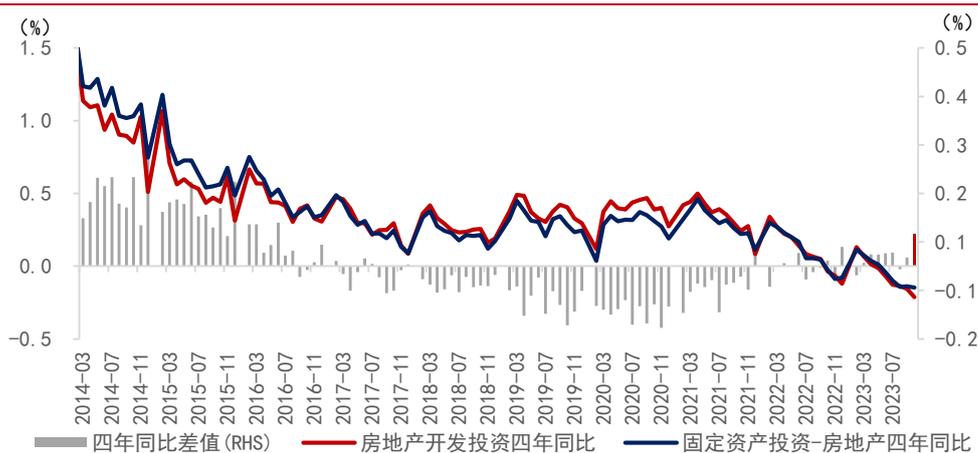
10月份以来的经济数据确实有一些回落，除了工作日较去年少一天之外，受到地产投资大幅下滑的影响可能很大（《经济复苏中的小波折——10月经济数据点评》）。但是，地产投资这种程度的下滑或难以持续；叠加政策调整，后续地产下行对经济的冲击也会越来越小。

实际上，10月的地产数据有些异常。房地产固定资产投资四年同比增速有所企稳，但是房地产开发投资持续大幅下滑。

这两个指标统计口径的一个重要差异是：“若仅仅是对老旧小区进行改造，其投入金额不计入房地产开发投资，但符合固定资产投资标准的，可纳入固定资产投资统计范畴³。”我们认为，这或许反映出老旧小区改造等一些政府主导的地产投资活动已经逐步对地产行业的固定资产投资构成支撑。

³ https://tjj.xining.gov.cn/tjsi/tjzs/202304/t20230414_184954.html

图表19: 固定资产投资-房地产业、房地产开发投资的四年同比差距扩大



资料来源: Wind, 国联证券研究所

然而,即使是考虑表现较好的房地产固定资产投资,在扣除土地购置费之后,其绝对规模依旧大幅下滑。这或许表明,地产投资增速的放缓对10月总需求的拖累仍是非常显著的。

不过,单月环比下滑超过3% (年化超过30%),在历史上看也是罕见的。考虑到政策已然进行调整⁴,我们认为这种程度的房地产投资下行或难以持续。

图表20: 单月房地产固定资产投资 (亿元)



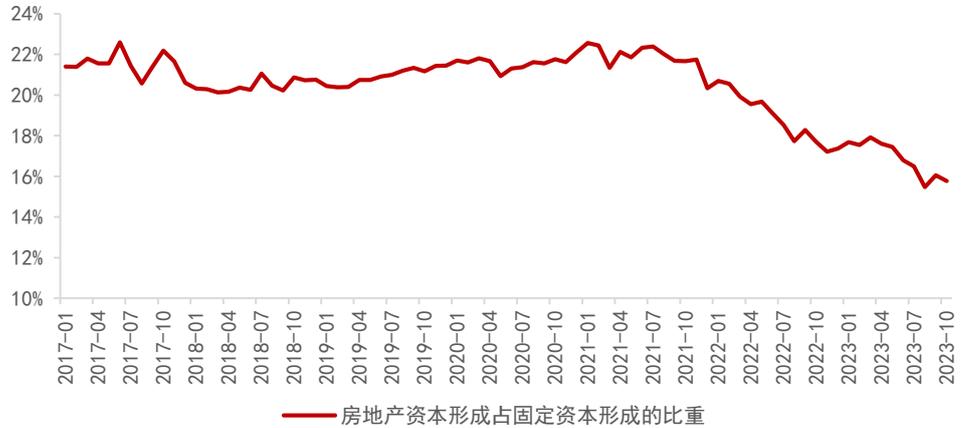
资料来源: Wind, 国联证券研究所

从目前的情况来看,房地产固定资本形成占中国整体固定资本形成的比例已经从顶峰时期的22.5%下降到约15.7%。我们估计,其占GDP的比重也由巅峰时期的超

⁴ 实际上,也不能排除偏弱的地产数据引发了政策的调整。

过 10% 下降到当前的 6.8%。整个地产产业链对经济的影响可能也有相应比例的缩减。

图表21：房地产固定资本形成占中国固定资本形成的比重



资料来源：Wind, 国联证券研究所

展望未来，伴随着地产投资占 GDP 和固定资本形成的比重进一步下降，其对经济增长的影响有望进一步弱化。叠加稳增长政策的持续推进，投资者或许无需过度担忧其阻碍未来的经济复苏。

3. 中国新周期有哪些新特征？

得益于供给出清与资源配置的优化，我们预计 2024 年中国经济的总需求和总供给都会好于偏悲观的市场一致预期；其中，总供给超预期也意味着潜在经济增速的边际回升。从海外经验来看，受到需求相对不足的影响，地产泡沫之后的新周期虽然通胀和利率会有所回升，但是程度可能会非常有限。

3.1 它山之石：来自美国、韩国和瑞典的经验

在此前研究的 8 次地产泡沫之后经济复苏的基础上（《是时候强烈看多中国经济了》），我们考察了时间较近的美国 2008 年、韩国 1997 年和瑞典 1990 年三场地产泡沫之后经济复苏的详细情况。

总体而言，受制于居民去杠杆、存量地产过剩等基本面方面的原因，以及货币、财政政策的宽松受限等政策方面的原因，泡沫破灭之后的经济修复斜率比较平缓，失业率需要多年才能回到自然失业率的水平。在这种情况下，货币政策收紧较慢。但是只要经济复苏，股票市场的表现都还不错。

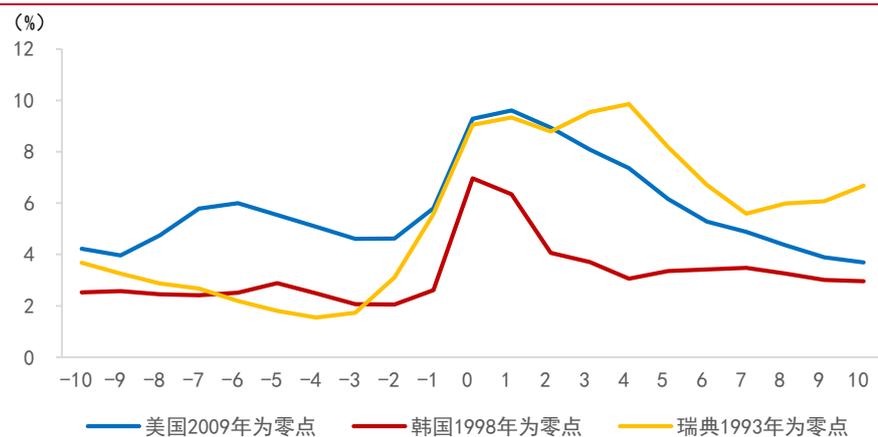
当然，在三个案例中韩国由于房价下跌较早，经济复苏之后居民部门已经可以加杠杆，其产出缺口收敛更快一些。

3.1.1 国际比较：产出缺口的收敛速度与居民部门杠杆

地产危机之后的复苏经济增长面临一些明显的挑战。以美国为例，联储前主席伯南克评论说经济不太容易顺利达到可以健康维持自我增长的“逃逸速度”，与多方面的“逆风”有关。包括 1) 存量房屋过剩，地产投资低迷；2) 富裕家庭重建资产负债表，抑制消费增长；3) 银行信贷标准偏高；4) 财政刺激退出等等⁵。

上述分析当然也适用于其他国家⁶。我们注意到美国和瑞典的失业率都经历了 5-6 年甚至更长时间才逐步恢复到正常水平。失业率是产出缺口的影子指标，失业率的修复缓慢当然也意味着负产出缺口的收敛比较迟缓，经济增长的动力偏弱。

图表 22：美国、韩国、瑞典在经济复苏前后 10 年失业率变动



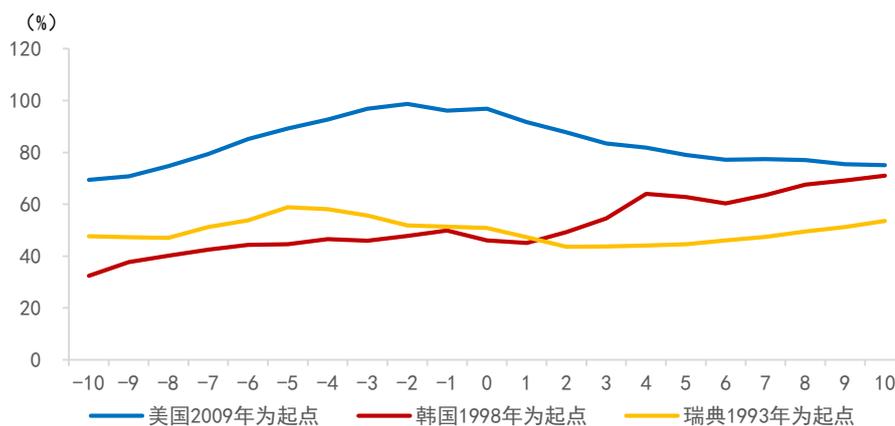
资料来源：Wind, 国联证券研究所

韩国的情况似乎是个例外，其就业修复的斜率明显更加陡峭。我们推测这可能与韩国房价从 1991 年就开始下跌，居民部门加杠杆程度有限有关。实际上，在美国和瑞典的居民部门在经济复苏之后持续去杠杆之际，韩国居民的杠杆率已经可以明显回升。

⁵ 伯南克《21 世纪货币政策》，中信出版社，2022 年，p161-162

⁶ 瑞典的房屋过剩和居民去杠杆的描述参考 Lars Jonung, “Financial Crisis and Crisis Management in Sweden. Lessons for Today”, ADBI Working Paper, 2009

图表23：美国、韩国、瑞典在经济复苏前后10年居民部门杠杆率波动



资料来源：Wind, 国联证券研究所

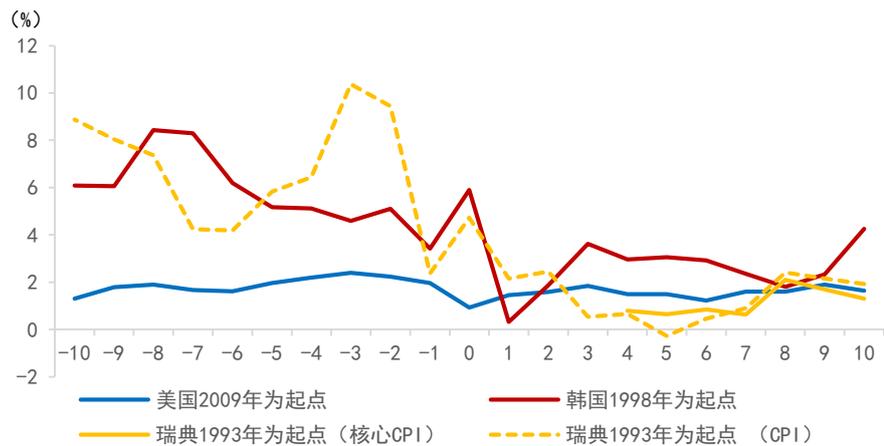
实际上，韩国的情况与2014-2015年之后美国居民去杠杆明显放缓，美国经济增长的内生性动能也明显加强的现象是一致的（《潜龙在渊——中国经济如何复苏？》）。

3.1.2 国际比较：通胀与货币政策

除了基本面和财政政策不利于经济复苏，就我们看来美国货币政策也受制于零利率下限而显得不够宽松——与泰勒规则所要求的利率水平有明显差距。虽然联储通过QE进行了弥补，但是货币政策的宽松有限也抑制了经济的复苏速度。

韩国和瑞典的货币政策也存在抑制性因素，但是原因不同。由于在地产危机之后被迫放弃了固定汇率（或者实质上的固定汇率）转向通胀目标制，两国汇率一度大幅贬值，通货膨胀也因此大幅上升。先是为了稳定汇率后来为了遏制通胀，两国央行也不得不在于失业率高企之际大幅提升政策利率（韩国政策利率一度上升到25%以上，瑞典的短期利率一度上升到500%）或者保持较高的政策利率。至少在经济复苏初期，货币政策也未能完全发挥支撑经济增长的作用。

图表24: 美国、韩国、瑞典在经济复苏前后 10 年核心 CPI 同比增速



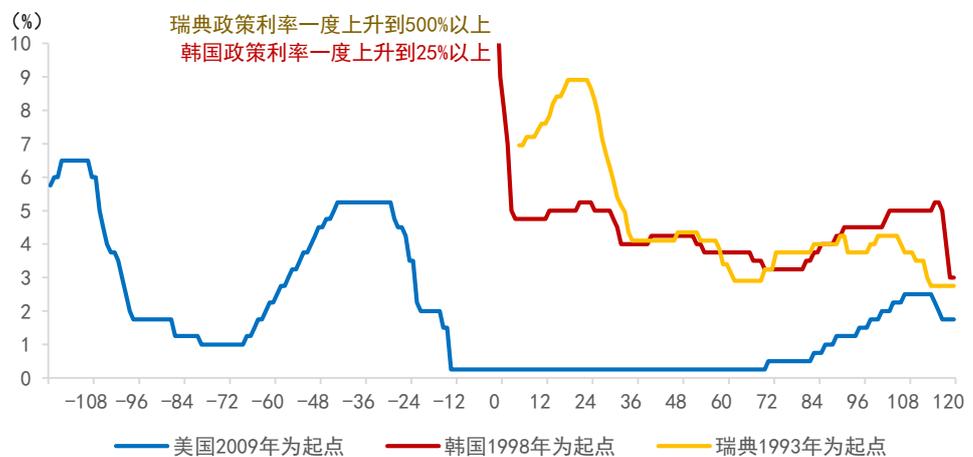
资料来源: Wind, 国联证券研究所

此后,伴随着经济的复苏,美国核心通胀逐步回升——虽然非常缓慢;联储一直到 2015 年才完成首次加息。

韩国 1999 年通胀回落较快,利率也较快下行;到 2000 年经济复苏通胀重新上升之际,央行也跟随温和加息。

瑞典的通胀回落之后到 1995 年又有反复,央行也被迫在降息之后重新加息以稳定通胀预期;在通胀预期稳定之后,由于失业率维持高位,通胀明显回落,瑞典央行重新大幅降息;终于 1997 年以后瑞典居民重新加杠杆,瑞典经济明显加速,到 1999 年失业率明显回落之后瑞典央行才趋势性加息,幅度也比较温和。

图表25: 美国、韩国、瑞典在经济复苏前后 120 个月的政策利率



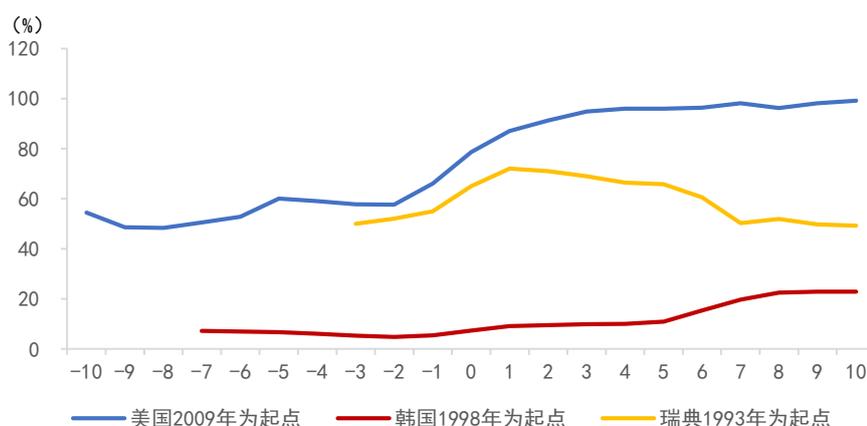
资料来源: Bloomberg, Wind, 国联证券研究所整理

3.1.3 国际比较：财政政策退出较快

虽然理论上讲，在经济复苏相对较慢的情况下，财政政策应该加力推动经济更强有力的复苏。但是，受制于财政节俭观念、债务压力等多方面的因素，我们研究的三个案例清一色出现了在经济出现复苏后不久，财政刺激就退出的现象。

从政府部门杠杆率来看，三国在危机期间政府杠杆率有所上升，但此后就基本保持了平稳甚至瑞典还有所下降。

图表26：美国、韩国、瑞典在经济复苏前后10年的政府杠杆率



资料来源：Jonung, Kiander, and Vartia (2008)⁷, Wind, 国联证券研究所估计

具体而言，在次贷危机发生之后，美国政府一方面通过财政对金融体系注资稳定金融系统，一方面在2009年2月借助《经济复苏与再投资法》刺激经济，两年实际投资开支为7830亿美元。但是此后，社会各界出于对于政府债务高企的担忧⁸，国会没有拨款对经济进一步刺激。

韩国的财政政策因受到IMF救助计划的严格限制而快速收紧。在1997年12月发布的协议⁹中，IMF要求韩国政府在1998年收紧财政政策以减少货币政策的压力。具体的措施包括增加税收收入；减少经常性支出，尤其是减少对企业部门的支持；减少政府低优先级的资本支出等。

在地产危机期间为了稳定金融系统和提供社会保障，瑞典政府债务也大幅上升到二战以来的最高水平。1992年为了稳定汇率，瑞典政府当时就考虑采取财政紧缩

⁷ Jonung, L., J. Kiander, and P. Vartia. 2008. The great financial crisis in Finland and Sweden. The dynamics of boom, bust and recovery, 1985-2000. European Economy, Economic Papers 367. Brussels: European Commission

⁸ 例如，2009年联储前主席格林斯潘表示，美国联邦政府债务增加是美国经济中最令人担心的部分（https://news.ifeng.com/world/200910/1017_16_1391965_1.shtml）；美国国会共和党对于政府支出没有节制感到担忧。（<https://news.sina.com.cn/w/2010-10-17/091321292257.shtml>）

⁹ <https://www.imf.org/external/np/oth/korea.htm>

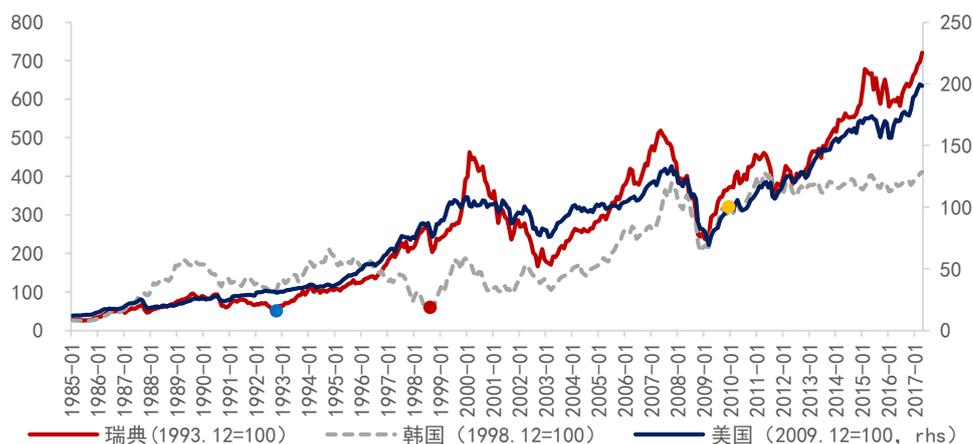
的安排。到1994年新政府上台之后，由于认为危机期间瑞典已经产生了太高的财政赤字，有必要进行财政节俭。政府削减了支出并增加了税收¹⁰。

3.1.4 国际比较：股票与债券市场

经济复苏后，美国、韩国、瑞典的股票与债券市场都分别出现了相似的表现，股市表现较强，债券市场则有所调整。

股票市场方面，当经济走过复苏的拐点，股票指数都出现了一年以上的持续回升，股市迎来中等级别的牛市。

图表27：美国、韩国、瑞典在经济复苏后的股指表现

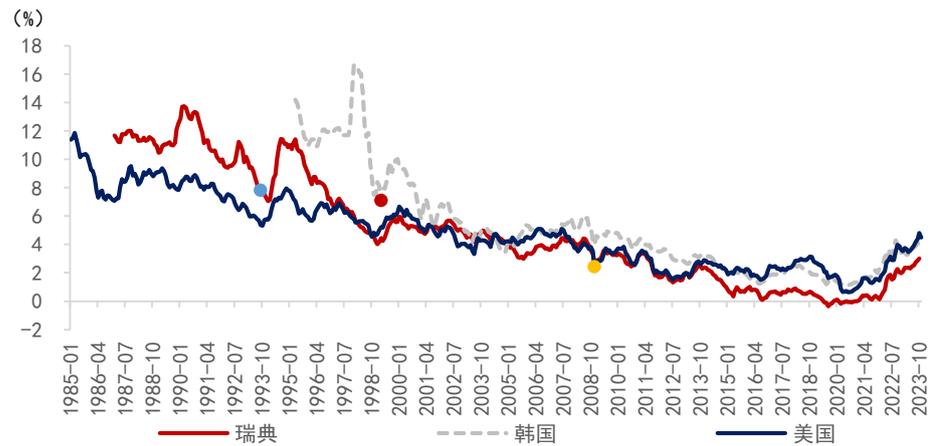


资料来源：Wind，国联证券研究所

债券市场方面，在经济走过复苏的拐点后，这些国家的长期国债收益率都随之出现回升，债券价格有所调整。其中，美国的长债收益率回升幅度较小，债市回调有限；瑞典与韩国的国债收益率反弹幅度较大，债券市场出现了明显的调整——可能与美国的货币政策偏宽松，而韩国、瑞典的货币政策受限偏紧有关。

¹⁰ Lars Jonung, “Financial Crisis and Crisis Management in Sweden. Lessons for Today”, ADBI Working Paper, 2009

图表28：美国、韩国、瑞典在经济复苏后的长期国债收益率的表现



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：瑞典、美国此处为 10 年期国债收益率，韩国为 5 年期国债收益率。

3.2 中国新周期：供需都有超预期的可能

由于中国经济也是在地产长周期拐点冲击之后的复苏，市场对于经济修复的斜率普遍感到审慎。实际上，历史总是惊人的相似：中国也面临地产存量过剩、居民修复资产负债表、货币政策宽松受制于汇率、对政府债务担忧约束财政刺激的局面。也有观点认为 2024 年经济还将调整，利率还将下行。

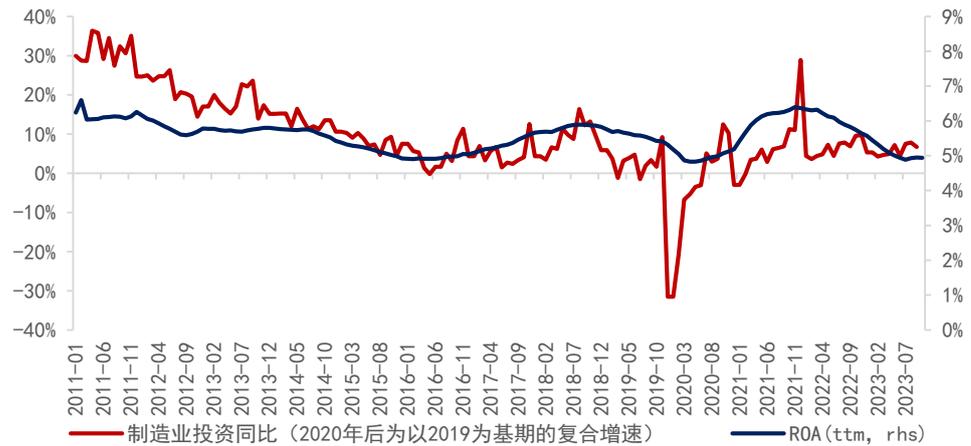
如果说从历史中能够学到什么，更加强有力的宏观政策当然有利于经济更快复苏。但是，即使没有额外政策刺激，我们认为考虑到地产占 GDP 比重已然明显下降，出清之后制造业投资可能持续回升，且 2024 年存货投资有望回升的情况下，总需求或好于已然比较悲观的市场一致预期。我们预计全年 GDP 增速有望达到 5.2%。与此同时，资源从地产部门转移到其他部门投资会改善投资效率，带动潜在经济增速的边际回升。

当然，在这种情况下，价格水平和政策利率可能回升的比较缓慢。

3.2.1 制造业投资由什么决定？

历史经验显示，制造业投资增速与工业企业 ROA 的波动密切相关。2020 年同比增速受到基数效应扰动的前提下，我们发现制造业投资的复合同比增速仍然与工业企业 ROA 波动趋同。

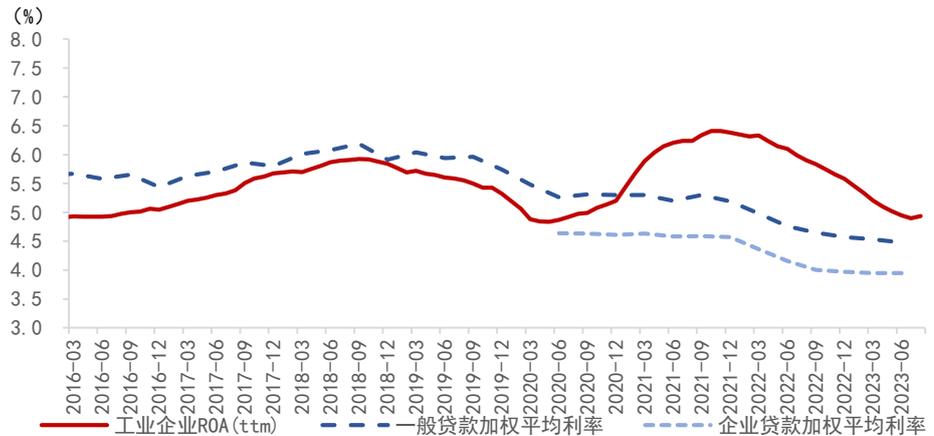
图表29：工业企业 ROA 与制造业投资增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

考虑到贷款利率已经下行到 ROA 之下，且目前工业企业 ROA 有触底反弹的迹象，我们认为制造业投资增速有望加速回升，并推动总需求超预期。

图表30：工业企业 ROA 与贷款利率



资料来源：Wind，国联证券研究所

3.2.2 潜在经济增速或边际回升

由于包括房地产市场深度调整等多方面因素的影响，市场普遍认为中国经济的潜在增速已然出现明显下滑，可能低于一些早期研究的估计，例如“十四五期间潜在经济增速在 5%-5.7%¹¹”。

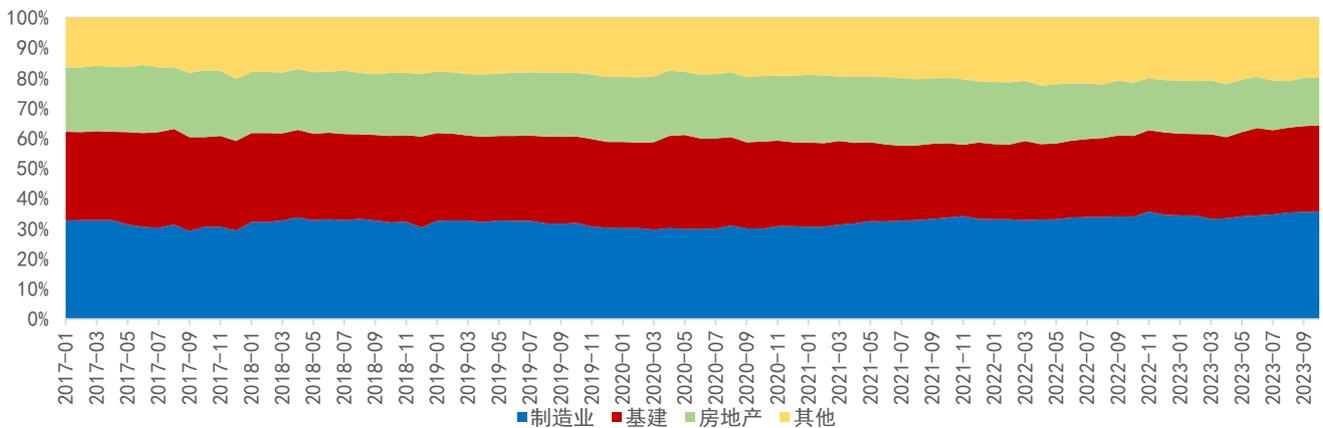
我们认同这个看法。但是，我们发现伴随着中国固定资产投资结构的明显变化，此前已经明显下行的潜在增速有望出现一定边际回升。这虽然不足以推动中国经济

¹¹ 人民银行工作论文《十四五期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》，2021 年

潜在增速重新回到 5% 以上，但是也可能超出市场一致预期。

固定资产投资结构的变化与房地产固定资本形成占比的明显下行有密切关系。我们估计从 2019 年到 2021 年，地产资本形成占固定资本形成的比重大致在 21-22% 左右，2022 年这一比重下降到约 18.9%，而 2023 年更是有望进一步下降到 16.6% 并可能在 2024 年进一步下降到 15% 以下。地产投资份额的下降主要被制造业投资和其他投资（主要是服务业）所填补。

图表 31：中国固定资本形成的组成



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

如果粗略考虑地产投资占固定资本形成比重下降约 7%，资源配置则会出现明显改善。这是因为地产投资的回报较低（租金回报在 2% 左右，而我国统计部门按照折旧法计算的回报可能只有 1.5%），而我国工业企业 ROA 的中枢在 6% 左右。投资回报的上升意味着总供给的边际回升。如果假设资本形成对中国潜在经济增速的贡献为 2.5%¹²，则我们估计投资结构变化引发的优化配置有望提升中国潜在经济增速 0.2%。

虽然需求超预期，但是由于潜在经济增速可能也有边际回升，我们认为这意味着通胀与政策利率的回升会比较迟缓，这也符合国际经验。

4. 如何理解低通胀背景下的企业盈利？

如果 2024 年通胀难以明显回升，是否意味着企业盈利就会比较低迷？由于历史数据显示中国工业企业盈利与 PPI 密切相关，市场似乎认为由于明年 PPI 大幅回升的概率较小，所以企业盈利的增长也很可能偏弱。

¹² 研究表明资本形成对潜在经济增速的贡献超出一半。我们估计中国经济潜在增速在 4.5% 左右。

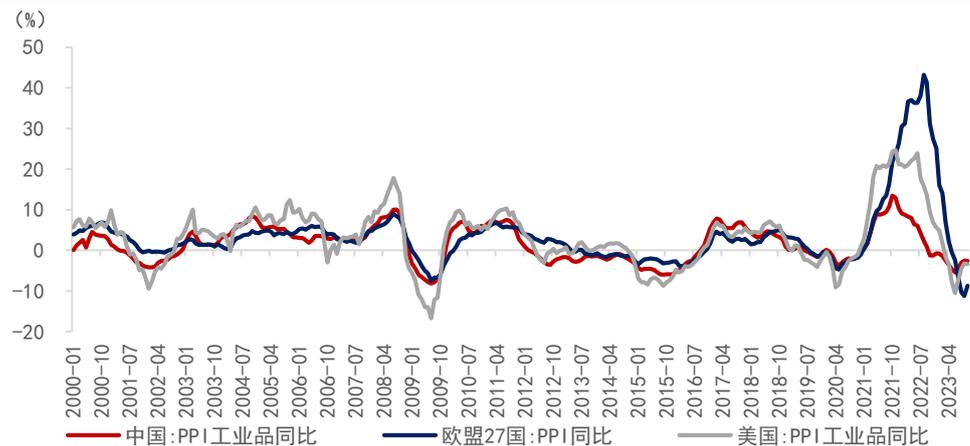
与市场一致预期不同，我们认为，尽管明年 PPI 同比或仍处于相对低位，但是在产出扩张和原材料成本受到压制的情况下，中国的工业企业盈利有望实现超预期的增长，这也有利于股票市场的持续回升。

4.1 PPI 是如何定价的？

厘清 PPI 的定价机制有助于我们更好地理解 PPI 与企业盈利的关系。我们发现，中国 PPI 波动主要由国际大宗原材料价格主导。

一个基本事实是，中国、美国、欧盟等多个国家的 PPI 同比增速一直高度同步——只有在俄乌战争割裂全球能源市场之后才发生了一定背离。

图表32：中国、美国、欧盟 PPI 高度同步

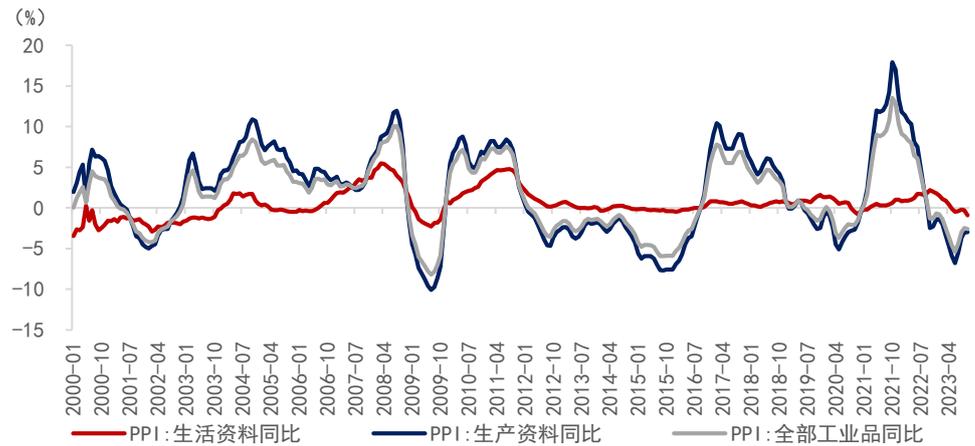


资料来源：Wind，国联证券研究所

对三大经济体 PPI 同步波动的一个普遍解释是 PPI 所包含的商品是可贸易品，在全球市场上受到一价定律约束。但是，哪怕在中美贸易摩擦之后，中美 PPI 也没有明显背离——这可能说明可贸易品的一价定律可能不完全能解释中美欧 PPI 的同步性。

如果更仔细观察中国 PPI 的波动，发现其主要受到上游产品价格波动的影响。

图表33: PPI 同比主要随上游生产资料波动

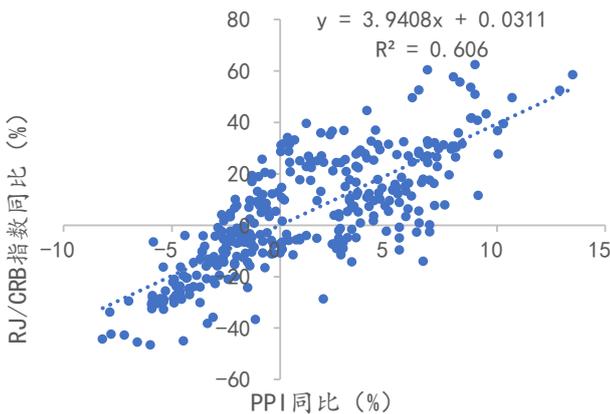


资料来源: Wind, 国联证券研究所

这样看来, 一个简单的猜想是, 上游大宗品的全球统一定价才是中美欧 PPI 波动同步的核心解释——大宗商品进口不受美国关税的影响。

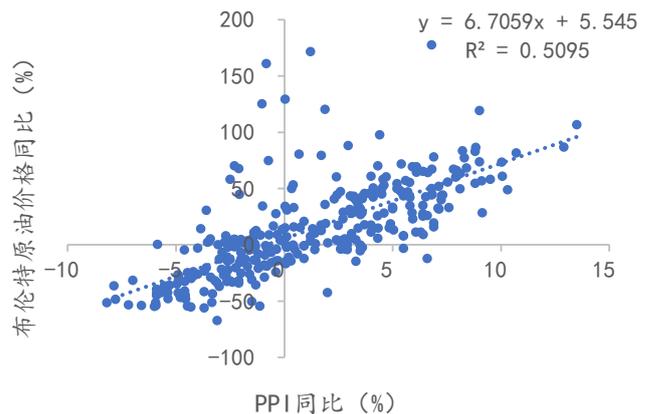
数据也显示, 2002 年以来, RJ/CRB 指数对中国 PPI 增速的拟合优度为 0.6, 布伦特原油价格对 PPI 增速的拟合优度也有 0.51。这也进一步说明中国 PPI 的同比增速的变动中, 国际大宗商品价格可能是最为重要的因素 (解释力超过 50%)。

图表34: RJ/CRB 指数同比对 PPI 同比的解释力



资料来源: Wind, 国联证券研究所

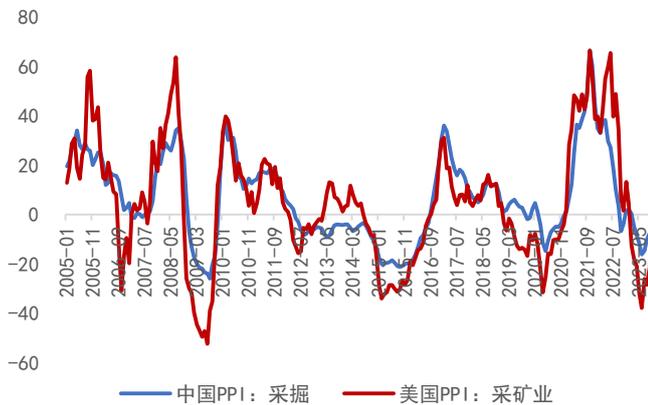
图表35: 布伦特原油同比对 PPI 同比的解释力



资料来源: Wind, 国联证券研究所

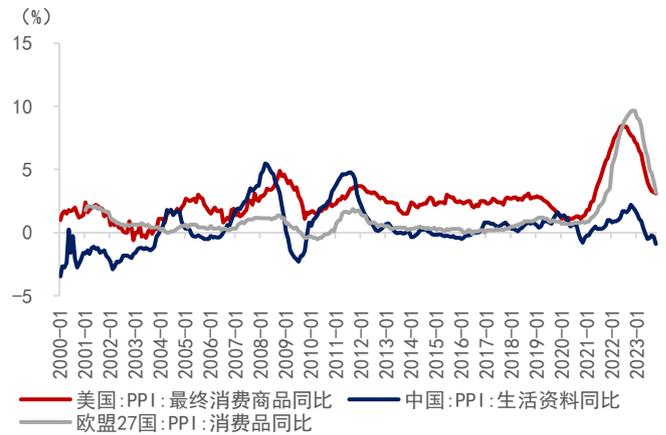
实际上, 进一步的研究显示, 中美 PPI 的上游分项也高度同步, 但是下游终端商品价格的同步性却并不高。这说明, 各国 PPI 同比增速的高度趋同, 可能主要是由于各国 PPI 都主要受到上游原材料价格波动的影响, 而原材料在全球又是统一定价的。

图表36：中美 PPI 上游分项高度同步



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表37：中美欧 PPI 下游分项同步性相对较低



资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 原材料成本上涨有利于中国工业企业盈利吗？

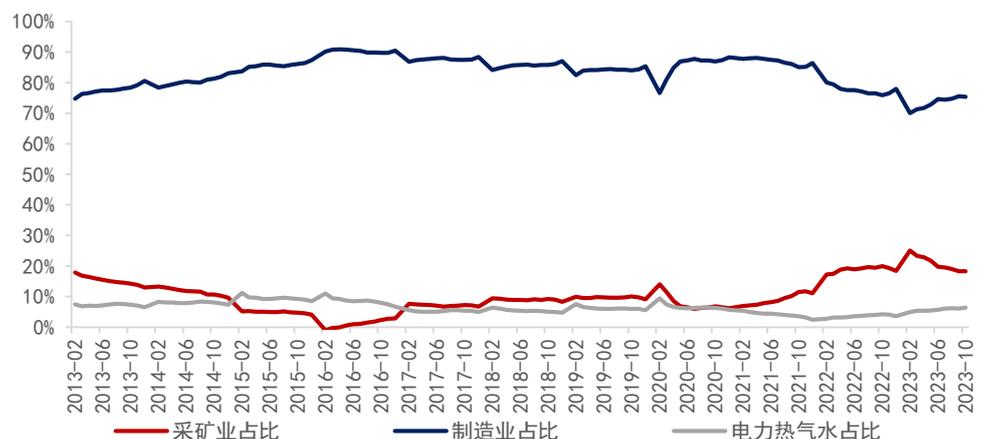
既然 PPI 主要由国际大宗原材料定价，为什么由上游商品主导的 PPI 会被一些投资者认为能够决定中国工业企业盈利呢？

一种解释是，中国工业企业盈利由上游行业主导的，大宗原材料价格、PPI 上行带动了上游产品涨价，上游企业盈利扩张推动整体工业企业利润增长。

但是我们的分析表明，无论从占比，还是从拉动率上看，中游制造业都才是中国工业企业利润增长的主导因素——这也和中国是中游制造业大国的认知是一致的。

- 从占比上看，工业利润的构成以中游的制造业企业利润为主，其占比在 70% 以上，最高时曾高达九成。

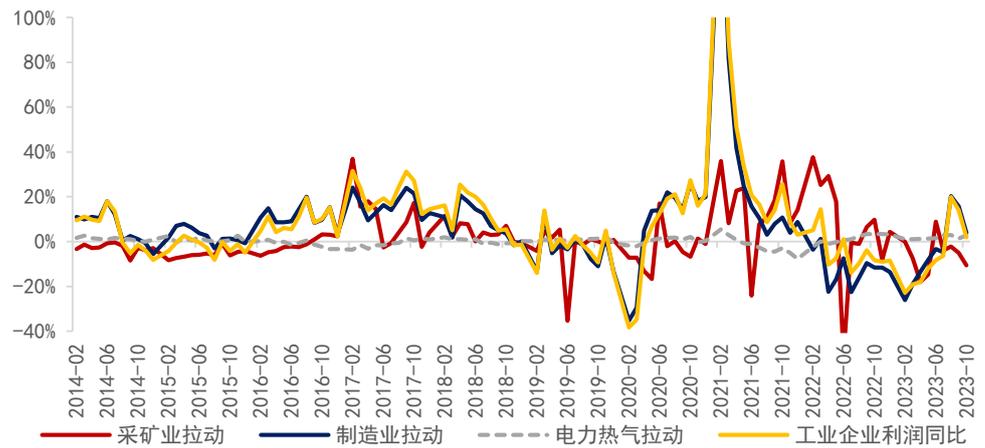
图表38：上下游行业在工业企业利润中的占比



资料来源：Wind，国联证券研究所

- 从对 PPI 增速的拉动率来看，工业企业利润也主要由制造业拉动。具体而言，制造业利润同比增速对整体工业企业利润增速的拟合优度高达 0.95，而上游采矿业、以及水电热行业利润增速的变化对工业企业利润的拟合优度仅有 0.002 与 0.006。

图表39：上下游行业对工业企业利润增速的拉动



资料来源：Wind，国联证券研究所

4.3 为什么 2024 年中国工业企业盈利可能超预期？

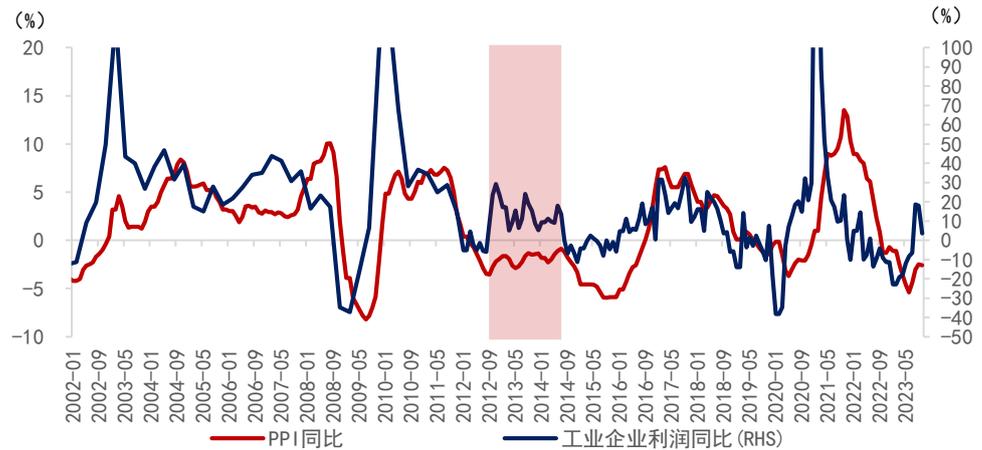
既然中国工业企业盈利由中游制造业利润水平主导，原材料价格上涨应该负面影响中国企业盈利，为什么会出现 PPI 同比和中国工业盈利同比高相关的现象呢？

我们认为，对中国工业企业盈利与 PPI 的关系可能有另一种解释：企业盈利主要靠需求好时，产能利用率的上升改善毛利率水平实现，而其原材料成本如果能够降低，实际上更有利于企业盈利的改善。只是当中国经济需求较强时，常常能够拉动大宗原材料价格的上涨，所以造成了 PPI 和企业盈利改善同时出现的假象。

如果这种解释是正确的，那么我们应该可以看到：

- 即使 PPI 负增长，但是只要中国经济恢复，企业盈利也有不错的增长。我们注意到，在 2012 年 9 月到 2014 年 7 月之间受到国际原油增产、国际大宗商品价格持续下行之际，PPI 出现长达 22 个月负增长，但是伴随着中国经济企稳回升，我国工业企业盈利保持了较高水平的正增长。

图表40: PPI 与企业盈利水平

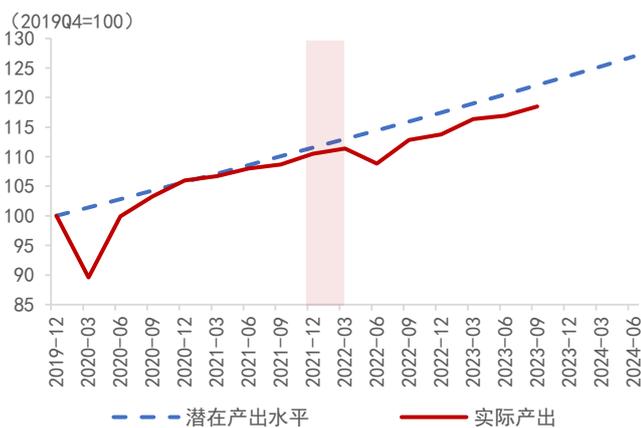


资料来源: Wind, 国联证券研究所

- 在中国经济比较平稳运行之际, 原材料成本大幅上涨或下跌, 可能反向冲击中国工业企业盈利。

2022年2月下旬, 俄乌冲突发生, 能源价格随之进一步上涨时, 中国工业企业利润在季节性调整后却环比明显下行。

图表41: 从21Q4到22Q1产出缺口平稳



资料来源: Wind, 国联证券研究所

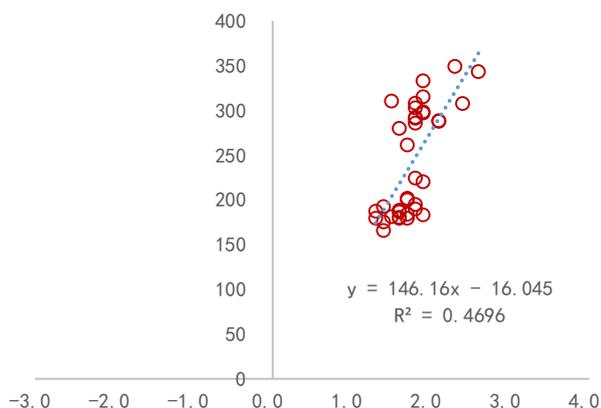
图表42: 工业企业盈利在2022年2月后明显恶化



资料来源: Wind, 国联证券研究所

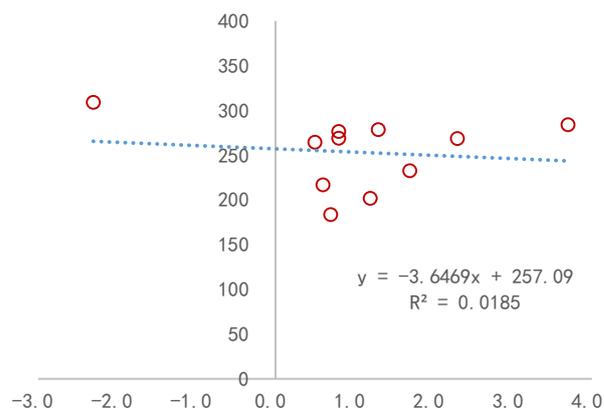
展望2024年, 我们认为在PPI较低的情况下中国工业企业盈利可能超预期。我们发现中国经济在2021年以后与房地产日益脱轨, 与国际大宗商品价格的相关性也明显下降。这意味着即使中国经济略超预期, 2024年中国的PPI增速大概率也会维持在较低水平。

图表43: 中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2010-2019)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表44: 中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2021-3Q23)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

在这样的环境下, 中国制造业的成本有望保持在相对较低的水平, 叠加总产出超预期, 企业盈利或有望超预期增长。

5. 2024 年主要宏观经济指标预测

图表45: 2024 年主要宏观经济指标预测

指标	2023年					2024年				
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
GDP	4.50%	6.30%	4.90%	5.20%	5.4%	4.2%	5.0%	5.1%	6.2%	5.2%
制造业投资	2.6%	9.1%	7.7%	5.7%	6.3%	10.2%	5.5%	6.1%	7.4%	7.3%
地产投资	-12.8%	-9.8%	-11.8%	-11.9%	-11.6%	-16.3%	-9.7%	-3.0%	-0.2%	-7.7%
基建投资	8.6%	11.3%	6.8%	4.4%	7.7%	4.1%	4.4%	6.0%	6.5%	5.3%
居民消费支出	5.2%	12.7%	11.5%	16.9%	11.4%	10.5%	7.5%	4.6%	5.4%	6.9%
出口	-4.2%	-4.3%	-8.1%	-2.2%	-4.7%	-4.1%	0.5%	6.1%	9.9%	3.0%
社融存量	10.3%	9.3%	9.3%	9.6%	9.6%	7.0%	7.0%	7.5%	8.7%	8.7%
CPI	1.2%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	1.6%	1.8%	2.1%	1.5%
PPI	-1.6%	-4.5%	-3.3%	-2.7%	-3.0%	-1.7%	0.2%	1.4%	1.6%	0.3%

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

6. 风险提示

- 1) 经济与政策与预期不一致: 如果稳增长政策的力度不及预期, 经济修复速度可能慢于我们的估计。
- 2) 地缘政治恶化: 如果发生超预期的地缘政治事件, 出口、投资可能都会低于我们的预期。
- 3) 外需明显恶化: 如果外需出现超预期的下滑, 出口可能低于我们的估计。
- 4) 地产出现系统性风险: 如果地产出现风险事件, 经济复苏可能弱于我们预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼