

滴水，穿石——2024年宏观经济展望

摘要：

● 全球商品周期的转向应该是2024年的主线：

- 1) 目前看，商品周期已经企稳，其背后是美元的贬值；
- 2) 后续美元可能还会继续贬值，毕竟现在美国平减指数在一个不稳定的高位上。

● 但商品价格的大幅变化应该看不到：

- 1) 如果商品周期不再上升，那美国通胀不会在短期达成目标，美国的降息可能来得比预期要晚，这就导致商品价格的变化在短期只能依赖于汇率重估这个弱逻辑；

- 2) 此外，全球经济也许又进入了过剩状态，这也会消磨一部分商品的弹性。

● 商品的转势会带动中国的库存周期出现一些积极的变化，这是2024年经济周期变稳的第一要素。

● 经济周期稳定的第二要素是地产，但地产给市场的体感不好，这源于地产还没有充分出清：

- 1) 人口是地产恒定的基本面，现在人口的调整幅度比地产销售要更加靠前；
- 2) 当前地产投资的问题已经不是地产企业的杠杆约束，而是地产销售和地产投资之间的负向循环尚未解扣。

● 但从周期的天性上来说，地产的周期是已出清的状态：

- 1) 行业逻辑在被破坏后，重建时会随着其中枢逐步靠近合理中枢，其下降的速度是不断收敛的；
- 2) 目前这个过程已经开始，无论是新开工还是施工面积，其在月度频率下的数据表现出一些偏积极的状态；
- 3) 预计2024年地产销售和新开工有20%的负增长速度，这个速度不会比2022年更快。

● 如果2024年的经济基本面就目前这个位置横下去，这个事实并不难接受，政策也不会进击：

- 1) 目前的就业市场是饱和的，当前同等失业率的条件下，中国对应的潜在增长是高于美国的；
- 2) 大量的产能重建后，回到潜在增长率也不是常规化政策能解决的事情；
- 3) 很多人会纠结2024年的经济目标，但实际上这个目标对政策带来的影响偏有限，政策的分界点在于经济周期，而不在于年底年初的目标调整。

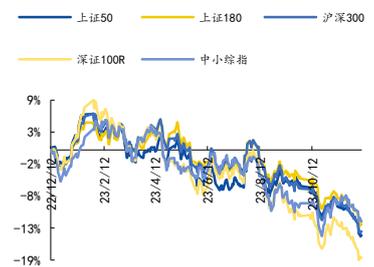
● 宽松的货币政策并不是一个2024年合适的博弈点：

- 1) 货币政策的目標可能会转向“控风险”，货币政策的可能方向是真正的中

主要数据：

上证综指：	2969.56
深圳成指：	9553.92
沪深300：	3399.46
中小盘指：	3584.72
创业板指：	1892.18

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《猪和油的归途：11月物价数据印象》
2023.12.09
- 《宏观与大类资产周报：世界是一个漩涡》
2023.12.03

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

性；

2) 但 2024 年降准次数可能多于 2 次，原因是有规模更大的 OMO 工具替代需求，而非货币宽松需求。

● **财政层面也许会比 2023 年更加收敛：**

1) 化债政策已经失去周期性，这意味着守住财政及国家信用的底线是一个近些年极为重要的任务；

2) 财政工具历来克制，在过往经典的经济复苏情境中，基建的作用充其量是托底。

风险提示：国内宏观政策不及预期

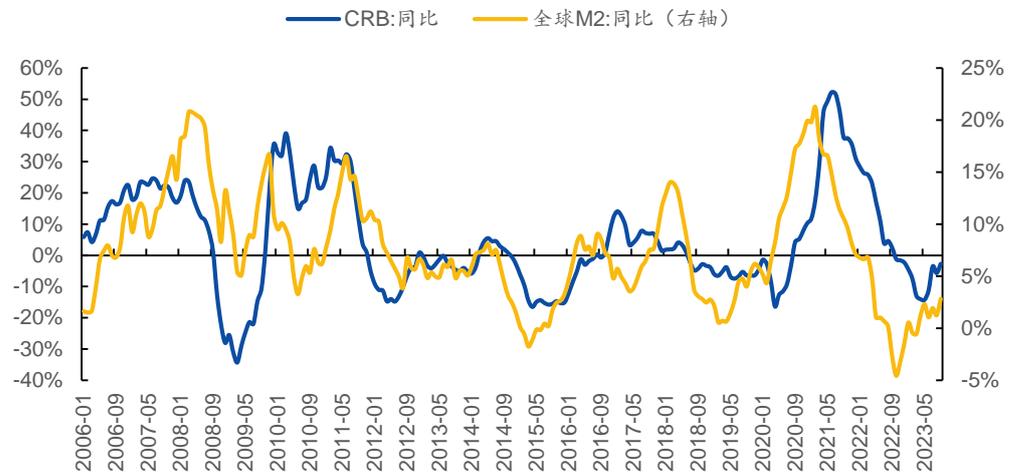
1. 商品：一个关键的线索

1.1 美元和商品的内循环

全球商品周期的转向应该是 2024 年的主线。

商品周期企稳的初始条件并非源自需求，而是金融属性的重塑。实际上，其 2023 年 5 月起，大多商品就开始出现了高低不等的涨价现象，不少人从需求的角度，无法解释这一轮商品的启动，实际上，这轮商品的启动和实体需求关系不大，其背后的主要原因是全球已经走过了“去信用”这个阶段所致。

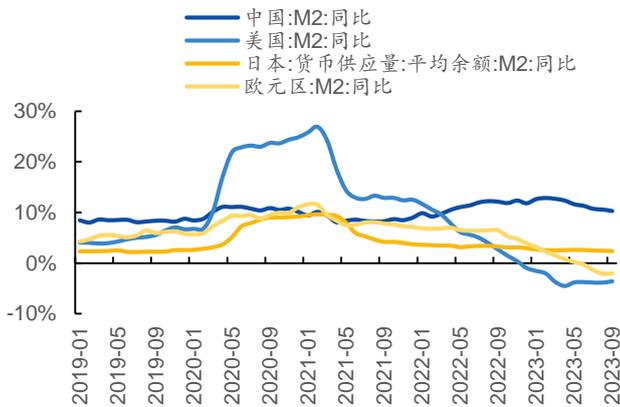
图 1：CRB 与全球 M2 同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

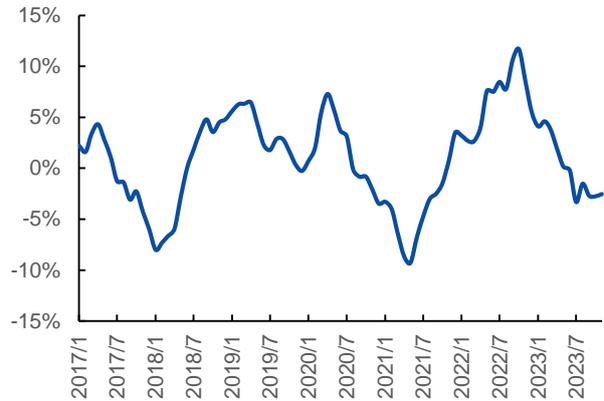
根源上，美元指数的下降起到了至关重要的作用。全球 M2 的增长速度虽然已经见底回升一年左右，但没有一个重要的经济体出现了相应的信用扩张，自进入 2023 年以来，美国、欧元区、中国及日本的自身 M2 增长都是放缓的。全球 M2 扩张的秘密应该是汇率重估和美元贬值，的确从去年 10 月起，美元指数出现了比较明显的放缓。

图 2：各国原始货币 M2 同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：美元指数同比

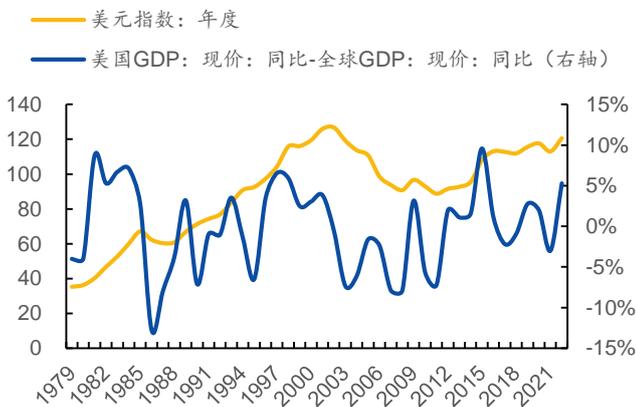


资料来源：Wind，国元证券研究所

后续美元继续贬值的空间仍然存在。

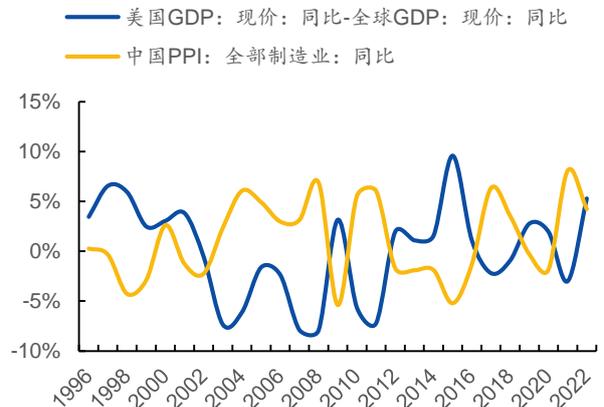
1) 在需求变化不大的假设下，美元贬值是存在自加速机制的。美元的定价依据主要是相对增长理论，即美国经济相对于全球的增长情况。商品价格的上涨本就会导致美国相对增长的下降，且进一步导致美元的贬值，再反过来又会推动商品进一步上涨。目前来看，这个循环已经形成，且我们看不到有其他因素能打破这个循环。

图 4：美国 GDP 同比-全球 GDP 同比与美元指数



资料来源：Wind，国元证券研究所

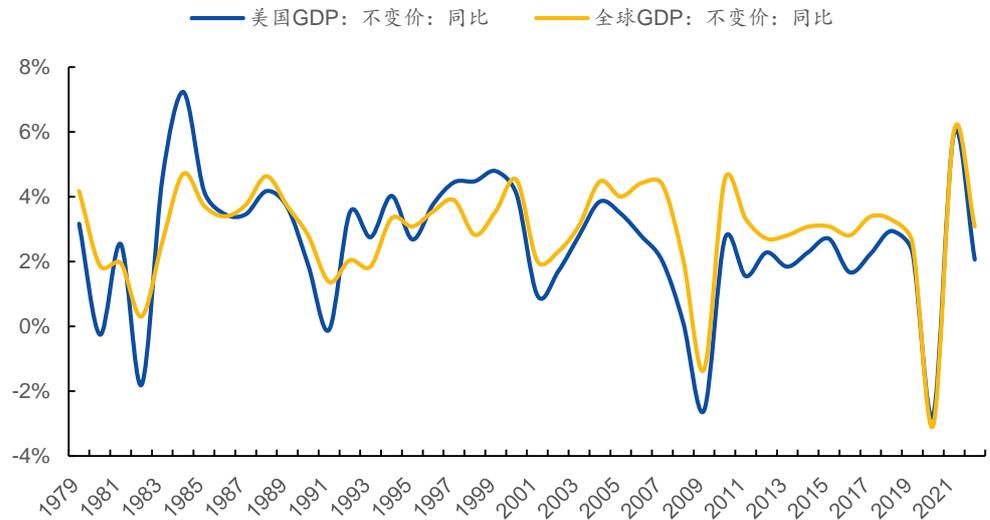
图 5：美国 GDP 同比-全球 GDP 同比与中国制造业 PPI 同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 况且，往长了看，美元指数的位置是不均衡的。到了 2022 年后，因美国 GDP 平减指数的快速升高，美元指数一跃向上，甚至够到了 114 的高位，而在美国平减指数创了第二次原油危机以来新高的同时，全球 GDP 平减指数并没有跟着上升，这意味着美国平减指数已经处于了一个不稳定的高位，这个指数的修复过程，会伴随着美元的贬值过程。虽然一旦商品上涨，会使得这个修复不会顺畅展开，但这个裂口相当于排除了美元在短期的上涨可能。

图 6：美国 GDP 与全球 GDP 同比

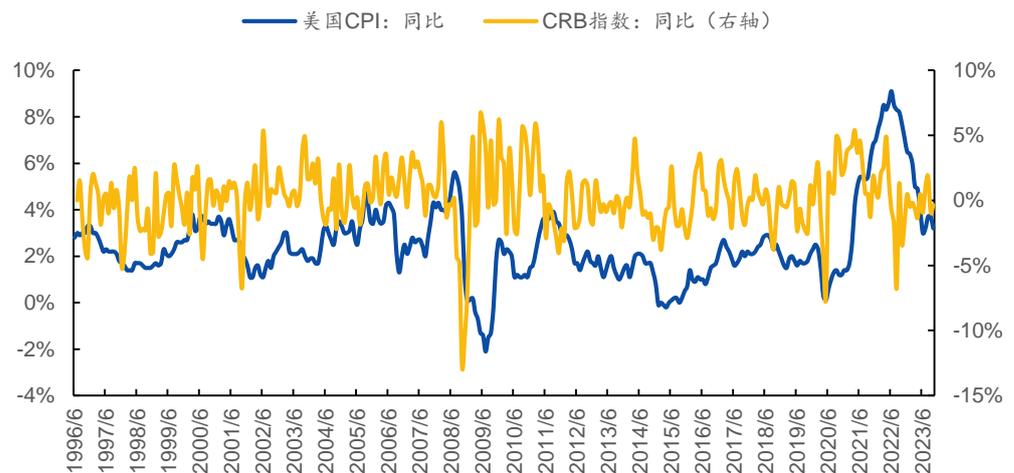


资料来源：Wind，国元证券研究所

2024 年，我们应做好商品周期变平的准备。

1) 商品虽已转势，但其向上的弹性应该也有限，以汇率变化而推动的商品趋势一定是弱逻辑。全球信用投放一定是以流动性变化为先决条件的，靠美元纠偏的这个力量对商品的影响，一定没有全球放水大。但目前来看，如果能化价格撑住美国通胀，美国这一轮达到通胀的 2% 的目标位则需要偏长的时间，美联储重新降息甚至放水的可能性并不大，新一轮商品的强周期不会出现在 2024 年。

图 7：美国 CPI 与 CRB 指数同比

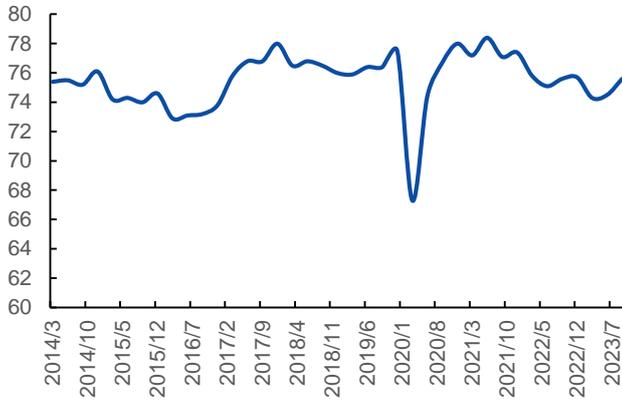


资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 从供需的角度来说，经济也许又进入了过剩状态。以中国为例，我们看到产能利用率在近三年一路下滑，回到了与 2014 年相仿的中枢之上，这意味着，我们在

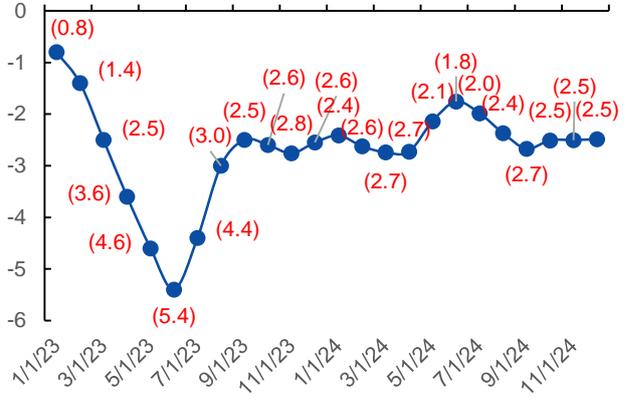
一轮大幅资本开支后，可能又走入了十年前那个过剩的状态，这意味着，即使出现了一些值得乐观的迹象，商品向上的弹性也是打了折扣的。

图 8：中国工业产能利用率 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：PPI 预估

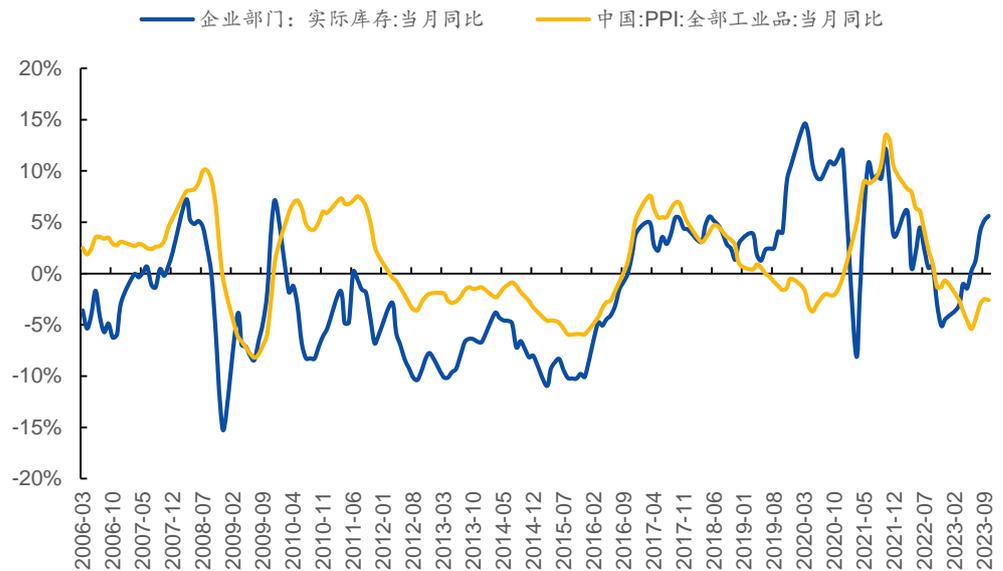


资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 库存周期已到拐点

商品的转势会带动中国的库存周期出现一些积极的变化，这是 2024 年周期改善的第一要素。我们曾经说过，库存周期是宏观经济中隐形却重要的力量，而库存周期的形态却和价格周期之间的相关性甚大，这意味着，库存及价格并不是一个纯粹的因变量，一旦后续 PPI 企稳之后，会反作用于我们对经济的认知及经济的真实表现，经济也会因此而变得积极一些。

图 10：企业部门库存与中国工业品 PPI 同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

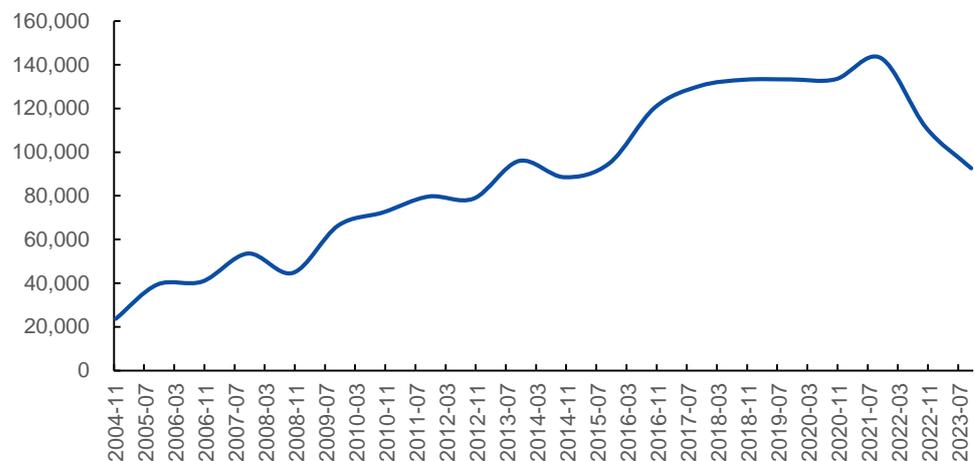
2. 地产：周期比感觉要更稳

2.1 理解周期的天性

关于地产，我们完全可以理解得简单一点。

1) 一个行业在逻辑破坏后，总有一个向合理中枢调整的过程，目前来看，这个调整的过程应该没结束，这也是我们对地产的体感差的来源。就 2023 年来看，前 10 个月其地产销售面积也只是调整到 2014-2015 年的水平，照这个节奏推算，2023 年全年地产销售还能在 12 亿平上下，纵向来看，这个数据应该还是偏高。

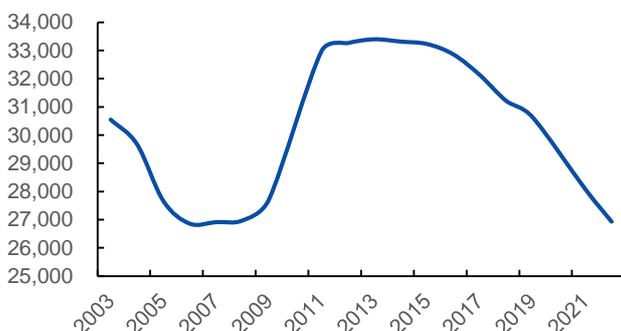
图 11：商品房销售：累计值（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

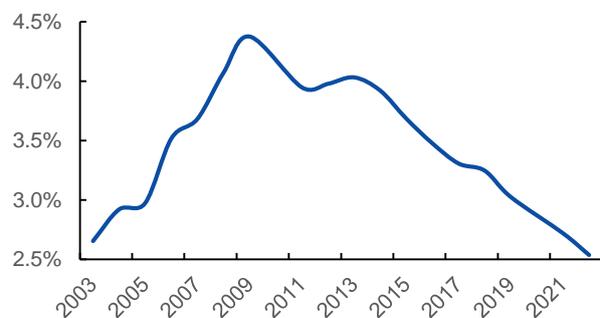
2) 基本面的调整更加靠前。其一，当时正值适婚人口数的小高峰，而目前的适婚人口数已经降到了 2004-2005 年的水平，且在适婚人口中，2023 年的成婚率也显著低于当时；其二，2014-2015 年正好处于二手房挂牌量向上的脉冲之中，这显示出当时的地产预期和地产投资的热度是高于目前的。

图 12：适婚人口数量（万人）



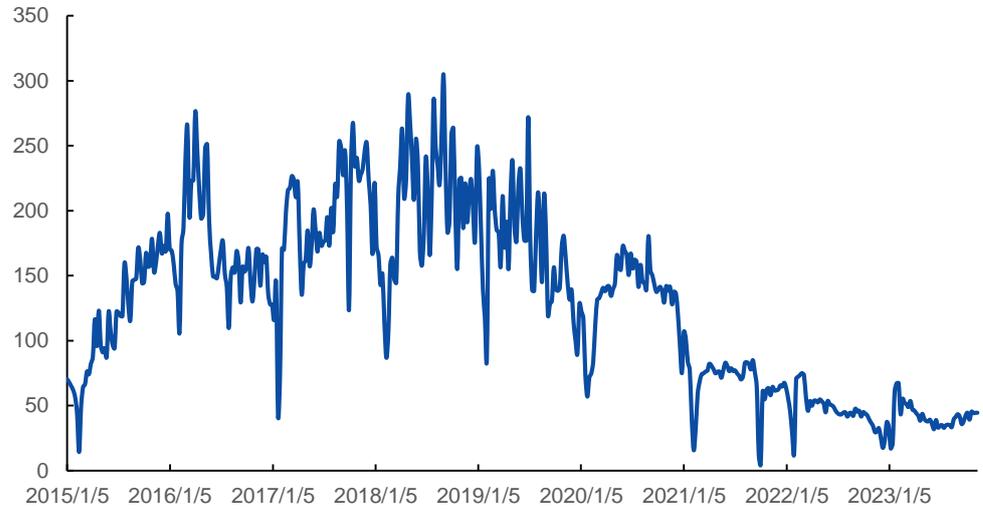
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：结婚登记/适婚人口



资料来源：Wind，国元证券研究所

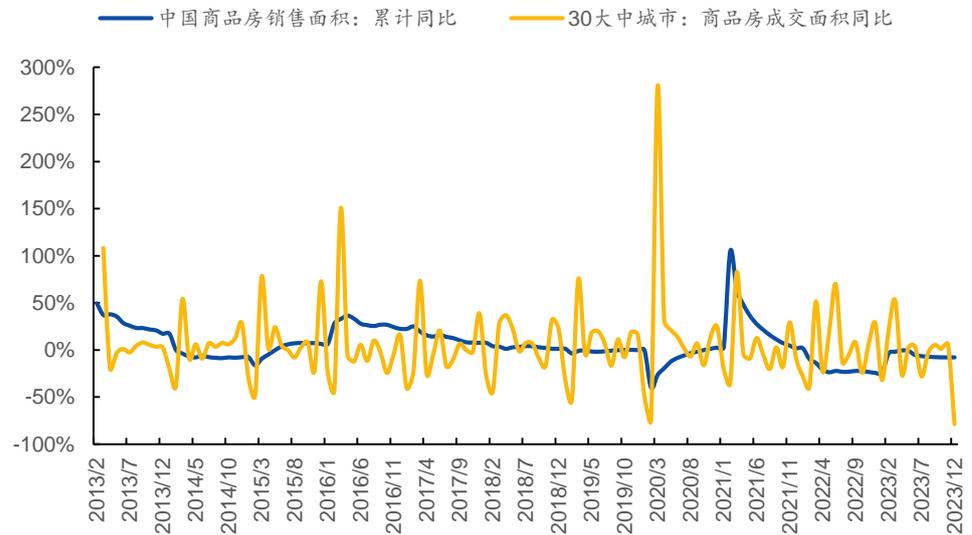
图 14：二手房出售挂牌量指数



资料来源：Wind，国元证券研究所

3) 速度是另外一回事。周期的天性是：行业逻辑在被破坏后，重建时会随着其中枢逐步靠近合理中枢，其下降的速度是不断收敛的。目前来看，这个过程虽然缓慢，但可能已经开始。自 2022Q2 之后，商品房的销售速度就处于一个稳中微升的轨道之中，照此推算的话，2024 年地产销售可能会有约 20% 的去化速度。

图 15：商品房销售面积与大中城市商品房成交面积同比



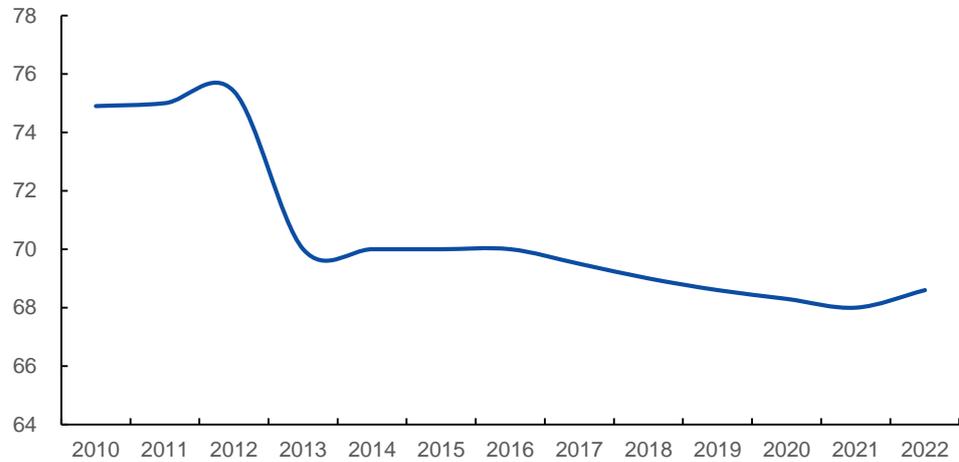
资料来源：Wind，国元证券研究所

2.2 地产投资的平坦化

地产投资不再是空间问题，而是信心及循环扭转问题。经过一段时间的努力，地产全行业的资产负债率已经退到了 2016 年左右的水平，且在近年，一系列地产政策的宽松使得地产不再被坚决去杠杆，这些都是导致地产行业的资产负债表可以重新

扩张的理由，至于地产为何不主动拉杠杆，其原因应该是地产仍然没有从“销售回款下降-融资能力下降”这个负向循环中走出来。

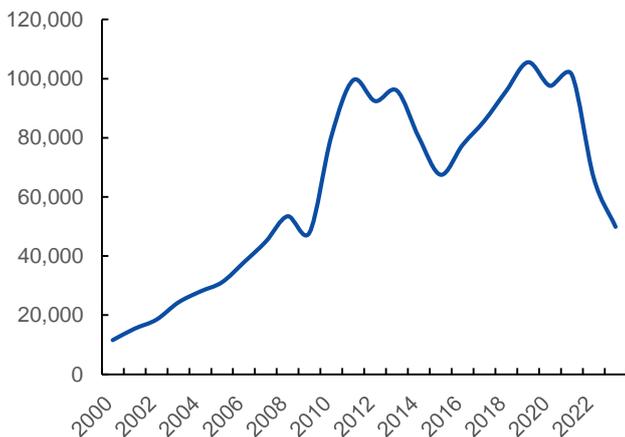
图 16: 房地产资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

这个负向循环的更核心的原因应该是销售问题。虽然从目前看，地产新开工的去化进度要领先于地产销售，但很明显，地产投资离彻底出清也有一段距离，因此，一则大概率 2024 年的地产新开工仍然负增长，二则按照地产新开工的节奏与地产销售的节奏大体对应来看，2024 年地产新开工的负增长速度也在 20% 左右。

图 17: 房屋新开工面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

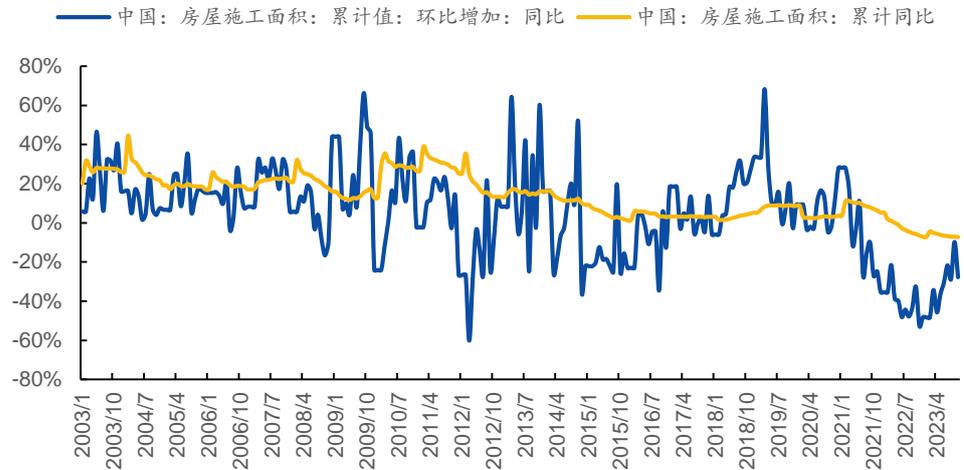
图 18: 房屋新开工面积与房地产销售面积累计同比



资料来源: Wind, 国元证券研究所

地产投资在 2024 年虽不能完全变稳，但会明显变平。地产投资最核心的变量就是施工面积，目前来看，新开工已经走过了 2022 年那般快速负增长的状态，这使得施工面积去化最快的时间也同步过去，无论是新开工还是施工面积，其在月度频率下的数据表现出一些偏积极的状态，这是地产投资变平的重要逻辑。

图 19：房屋施工面积环比增加与施工面积累计同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

3. 政策的度量衡

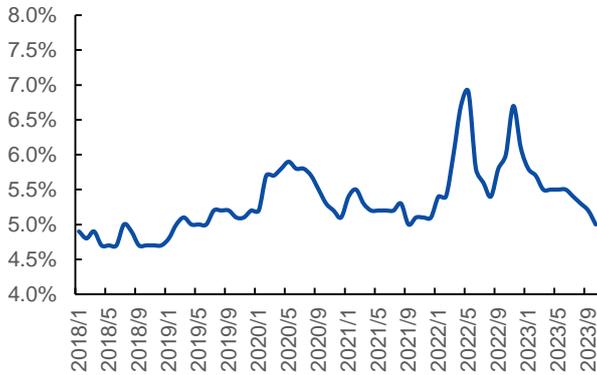
3.1 经济压力没那么大，政策理应不再进攻

如果 2024 年的经济基本面就目前这个位置横下去，这个事实并不难接受。

1) 目前的就业市场是饱和的。当前失业率已经降到了 2019 年附近的位置，就业人员平均工作时间也比 2019 年相应提升了 5%。虽然我们的经济增长速度不如 2019 年，但经济的增长是快于劳动力增长的，这说明现在的劳动力市场甚至紧于 2019 年，如果横向比较的话，美国的潜在失业率在 5% 左右时，其潜在增长率只有 2.5% 左右。

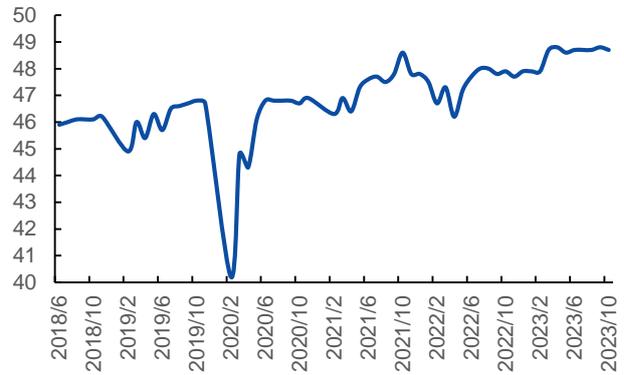
2) 回到潜在增长率也不是常规化政策能解决的事情。如果很多人会说，考虑现在的通胀情况的话，目前的经济增长可能会略微低于潜在增长率，这个判断的确准确，但我们也要清醒认识到，当前国内经济仍然是工业导向型经济体，其产能有很强的刚性，当前我们的产能利用率的确回到了低位，但若想使产能利用率快速回升，除了进行大量的政策性产能破坏之外，我们的办法不多。因此，当前若尝试通过常规化政策让中国的经济增长完全回到潜在增长率的位置上，可能是弊大于利的

图 20：31 大中城市城镇失业率



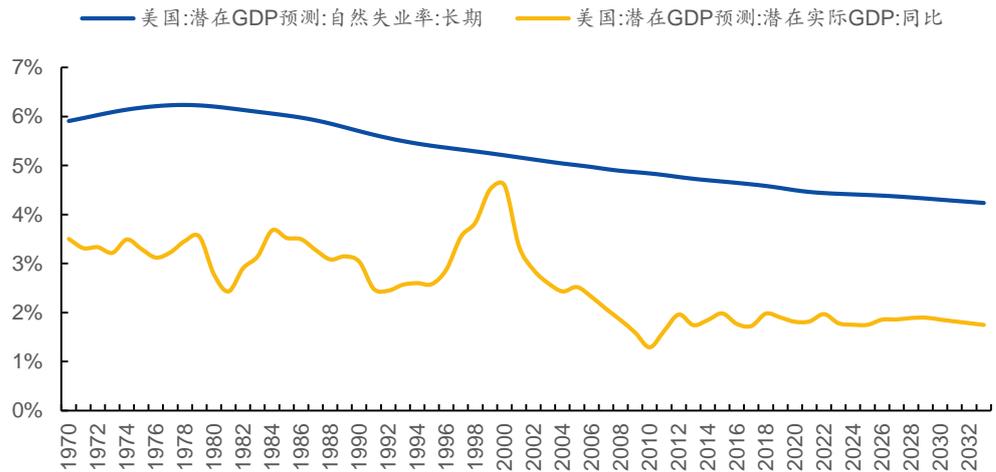
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 21：就业人口平均工作时间（小时/周）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 22：美国自然失业率与潜在实际 GDP 同比



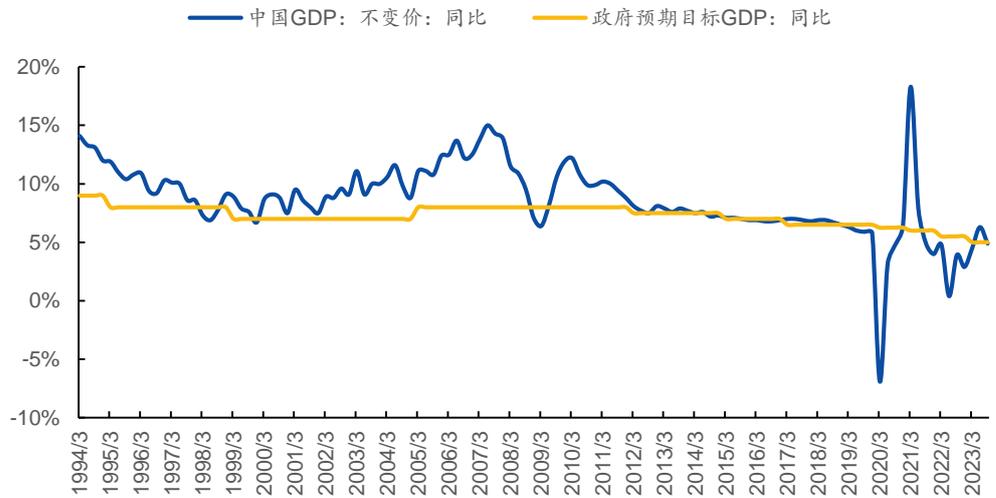
资料来源：Wind，国元证券研究所

3.2 但如果经济目标偏高

度量 2024 年政策基调最重要的变数就落到了经济增长目标问题上。我们知道，2023 年我们完成经济增长目标的一个重要条件是 2022 年的经济基数问题，如果把把这个因素排除掉的话，2023 年完成的实际增长可能只有 4.2% 附近，这意味着，如果景气度持续平稳下去，2024 年我们的经济增长可能只有 4.2%。

2024 年的经济目标是否下调，就成为一个非常关键的问题。按照经验规律，我们的经济目标如果调整，一般调整的幅度是 0.5 个百分点，那么，如果 2024 年的经济目标可以从 5% 调到 4.5%，那其实我们的政策压力不大，无论货币还是财政政策，都可以收一收，但如果 2024 年的目标仍然保持 5%，则政策的压力可能会偏大。

图 23：中国 GDP 与政府预期目标 GDP 同比



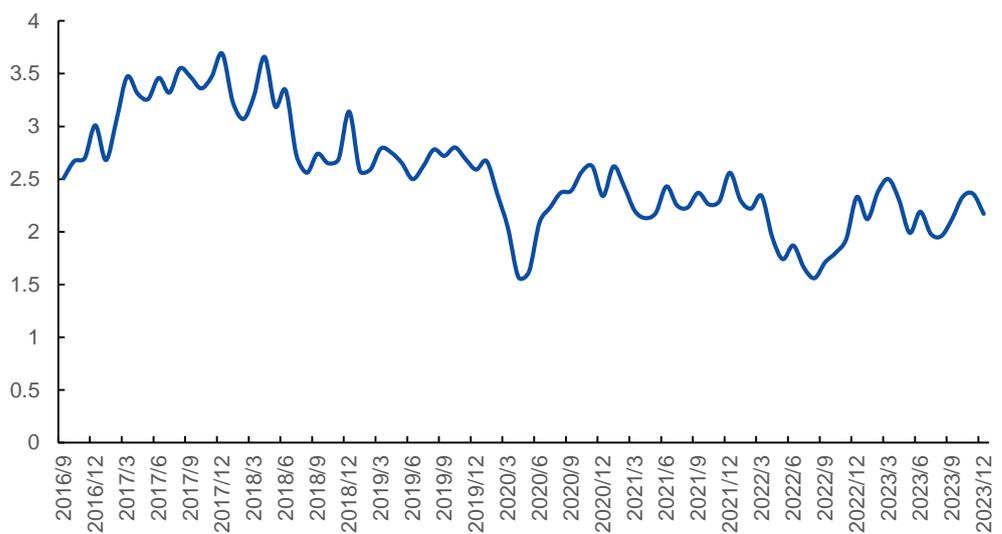
资料来源：Wind，国元证券研究所

3.3 要期待基本面，不要期待政策

但经验告诉我们，这个不确定性并不关键。

1)政策的分界点在于经济周期，而不在于年底年初的目标调整。如果当前和 2024 年在一个经济周期的阶段，那 2024 年政策的总基调，我们从目前的政策基调也能大概猜得出来。当前的货币及财政政策都不算松，一则货币政策不算宽松，2023 年资金利率的总体水平没有下降；二则财政政策也不算宽松，虽然公共支出在加快，但基金性支出依然在发力状态，这导致基建的增长速度比年初收缩了近 4 个百分点。

图 24：银行间质押回购加权利率（7 天）



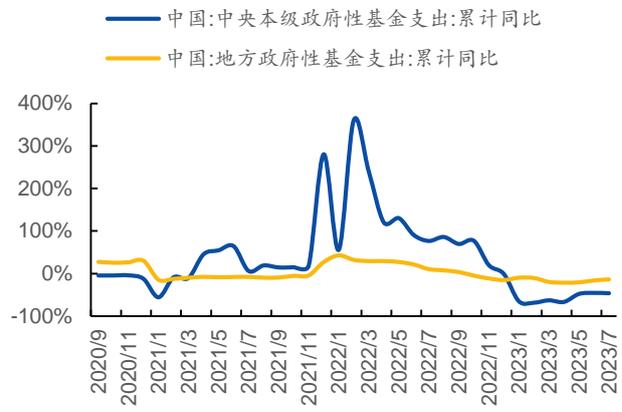
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 25：中国公共财政支出当月同比与固定资产投资完成额累计同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

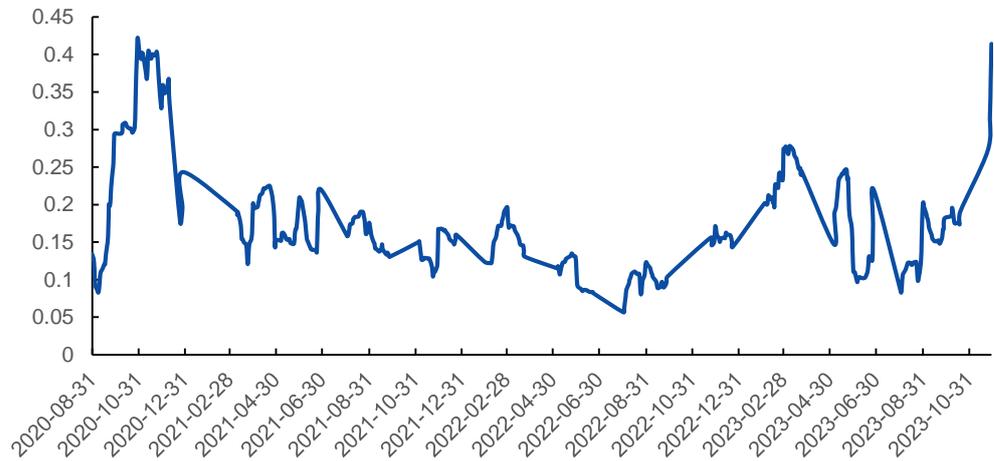
图 26：中央本级政府基金性支出与地方政府基金性支出累计同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 货币政策的目标可能会转向“控风险”。在 2023 年，央行所释放的数次信号中，对“控风险”的强调要明显胜于“稳增长”。一个清晰的市场信号是：在 2023 年 8 月后，资金面受固有季节性影响，所呈现的颠簸比以往要更高，这背后应是政策刻意在放大资金面的波动，以挤出套息盘。如果技术一点分析，我们会看到近些年一旦资金面加大波动(波动标准差升到 20%以上)，都伴随着经济相对乐观安全的情绪，由此可见，资金面波动率的变化背后映射着一些政策目标的调整。

图 27：银行间质押回购加权利率波动标准差

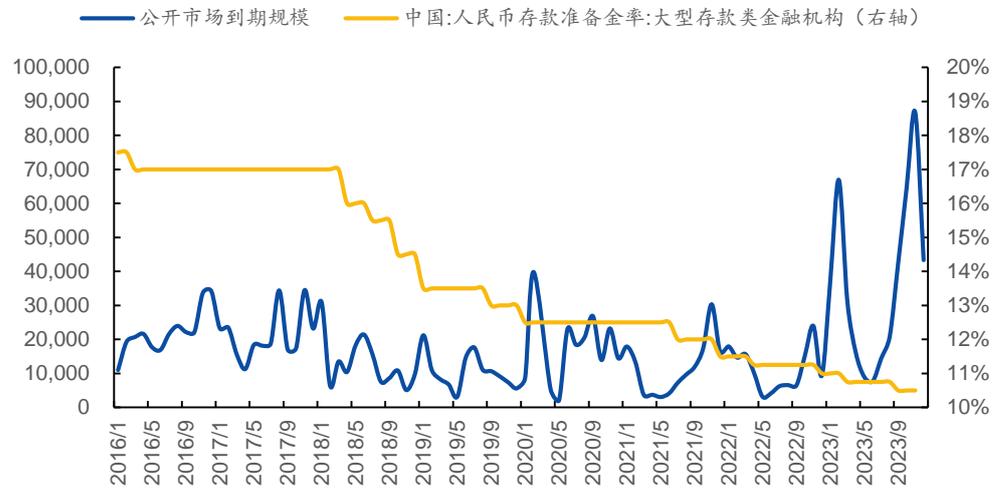


资料来源：Wind，国元证券研究所

但我们也不否认政策继续降准的可能性。从过往来看，一大部分“降准”政策的实施并非基于货币政策主动宽松的目的，而是基于 OMO 工具置换的目的。事实上，当 OMO 月到期量爬到 4 万亿以上时，继续往前滚动 OMO 工具就变得非常困难，而 2023 年进入下半年后，OMO 月到期规模甚嚣尘上，这也部分导致了资金利率波动增加，也可能会导致接下来会进入一段更加密集的降准期，虽然这可能不会对利率下

降产生太多效果。

图 28：公开市场到期规模（亿元）与人民币存款准备金率



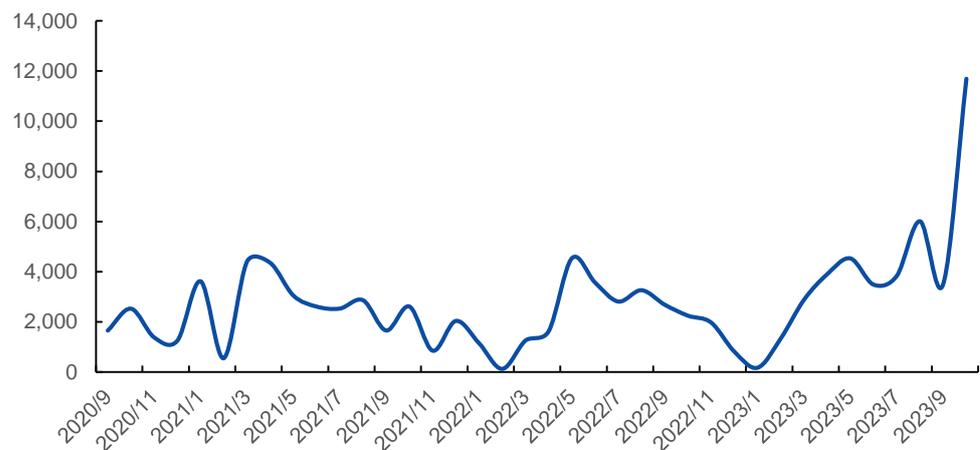
资料来源：Wind，国元证券研究所

3.3 要期待基本面，不要期待政策

但经验告诉我们，这个不确定性并不关键。

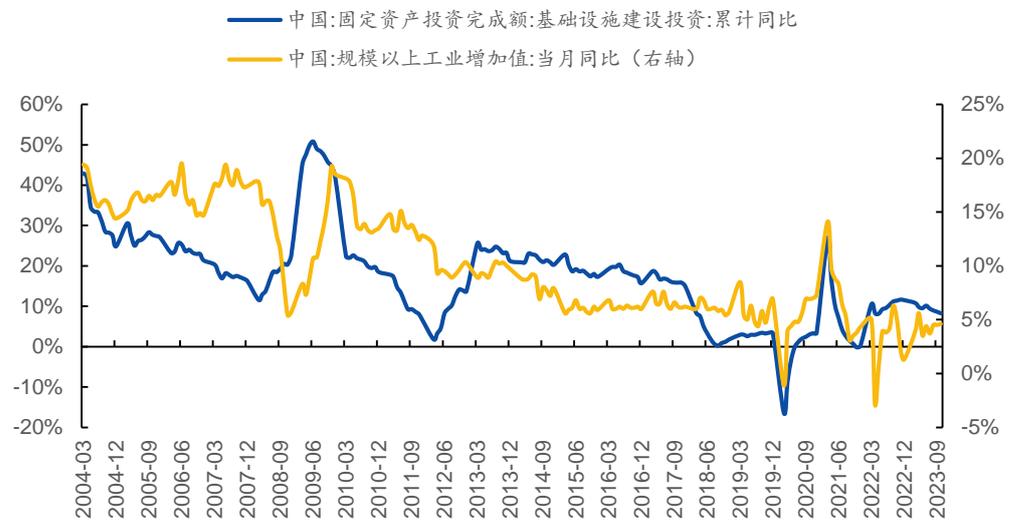
3) 财政层面依然不可期待过多。即使在偏弱的基本面下，2023 年依然增加了化债的额度，从这一点看，守住财政及国家信用的底线应该还是一个极为重要的任务。此外，我们看到，在过往经典的经济复苏情境中，基建的作用充其量是托底，从来没有起到过决定性作用。从财政的借力和克制这点上，我们不必对 2024 年财政的角色期待过多。

图 29：地方政府债券发行额（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 30：固定资产投资完成额累计同比与规模以上工业增加值当月同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188