

2024年宏观年度报告

2024年中国经济展望：东风化雨

证券分析师

钟正生	投资咨询资格编号 S1060520090001 ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn
常艺馨	投资咨询资格编号 S1060522080003 CHANGYIXIN050@pingan.com.cn
范城恺	投资咨询资格编号 S1060523010001 FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 展望2024年，中国经济将在“东风化雨”中延续复苏，受益于温和而有力的政策引导，内外部环境的滋养和更新。外循环将会修复，内循环在“立”与“破”之间寻求再平衡。出口、地产等拖累有望缓解，服务业消费与投资接棒成为新的增长引擎。
- “外循环”将修复。2023年，美欧经济韧性主要受益于服务业复苏，制造业与商品需求实则萎靡，拖累中国出口表现。展望2024年，中美及全球制造业周期有望弥合并同步向好。得益于全球制造业和商品贸易复苏，中国出口修复和增长的大方向较为确定。全球产业链调整压力，可能影响中国出口地区和产品份额，但对总量的影响不必过忧。我们预计，2024年中国出口“弱修复”，出口增速有望达4%以上。
- “内循环”再平衡。展望2024年，中国经济有必要维持5%左右的增速目标。财政政策更加积极有为，货币政策总量和结构进一步配合，在稳定经济增速的同时，释放积极信号，推升物价水平，提振人民币汇率表现。“三管齐下”，使中国经济向“中等发达国家”的2035年远景目标更快靠拢。实现5%左右的增速目标，需充分释放“内循环”潜力，在新旧力量的此消彼长中寻求“再平衡”。一是，消费领域的“再平衡”。巩固居民收入复苏势头，助力居民消费持续回温。在地产后周期耐用品消费趋降的当下，需以扩大服务消费为支点，寻求商品消费的新增长点，提升居民消费倾向。二是，投资领域的“再平衡”。在房地产市场持续调整，民营房企投资乏力的当下，固定资产投资结构面临进一步转变。一方面，在基建地产等传统建筑投资领域，发挥国有资本的牵引作用，弥补民间投资下行的拖累。另一方面，营造良好的投资环境，助力制造业新动能和服务业新兴领域投资持续较快增长。我们预计，2024年GDP增速为4.8%，其中消费增速或达5%以上，投资增速或达4.5%-5%左右。
- 宏观政策需续力。展望2024年，财政政策方面，财政赤字率有必要保持较高水平，以缓解房地产转型对经济增长、地方债务化解与金融稳定带来的额外压力。预计狭义赤字率或在3.6-4%左右；节奏上，可能“前置”发力，与2023年的“后置”有机衔接；结构上，在保证经济事务、住房建设等支出的基础上，有望更向民生和社会保障倾斜。货币政策方面，降准降息支持仍有必要，以配合财政、激发私人部门融资需求、维持实际利率合理适度等。其中，政策利率和存款利率或需调降25bp以上，存款准备金率的下行幅度在0.5个百分点左右；预计2024年末的M2增速在8.8%左右，社融增速在9.8%左右。人民币贬值压力有望缓解，可为货币政策腾挪更大空间。考虑到美元指数中枢下移，且中国经济“预期差”或收窄，外需及出口前景向好，预计美元兑人民币汇率有望逐步回归6.8-7.0区间。
- 风险提示：海外经济下行超预期，房地产市场调整压力超预期，海外货币政策紧缩超预期，地缘局势变化超预期等。

正文目录

一、“外循环”将修复	6
1.1 中美制造周期：从分化到弥合	6
1.2 中国出口修复：弹性与结构	8
二、“内循环”再平衡	12
2.1 居民消费：商品与服务的再平衡	12
2.2 产业投资：制造业与服务业并进	17
2.3 基建地产：国民力量“此消彼长”	21
三、宏观政策需续力	26
3.1 财政政策	26
3.2 货币政策	29

图表目录

图表 1	2024 年中国经济指标预测	6
图表 2	2010-2019 年中美及全球制造景气较为同步	7
图表 3	2020 年以来中美制造业周期分化	7
图表 4	美国制造业周期或已筑底	7
图表 5	美国“补库存”即将开启	7
图表 6	中国产出缺口回升预示库存即将回升	8
图表 7	中国 PPI 同比回升预示库存即将回升	8
图表 8	全球制造业景气与中国出口表现同步	8
图表 9	美国制造业景气与中国对美出口表现同步	8
图表 10	2023 年以来中国出口份额稳中有升	9
图表 11	“脱钩”影响下，中国对美、加出口份额下滑	9
图表 12	2023 年以来，中国对欧盟、日韩、澳大利亚等发达经济体出口份额稳中有升	9
图表 13	俄乌冲突后，中国对俄罗斯、中亚、东欧等区域出口份额加速提升	9
图表 14	东盟对美出口、中国对东盟出口份额共同提升	10
图表 15	墨西哥对美出口、中国对墨西哥出口份额共同提升	10
图表 16	以东盟为代表的新兴和发展中经济体在中国出口中的占比不断提升	10
图表 17	剔除计算机通信电子相关行业后，装备制造类产品在中国出口中的占比不断提升	11
图表 18	中国制造业产品出口在全球的市占率提升	11
图表 19	除汽车及新能源外的装备出口市占率也有提升	11
图表 20	中国化工企业出海，在全球的出口市占率提升	12
图表 21	中国出口计算机、医药等产品占全球的份额回落	12
图表 22	农民工月均工资收入恢复偏慢	13
图表 23	企业盈利偏弱制约工资收入的恢复	13
图表 24	2023 年前三季度，全国居民平均消费倾向略高于 2021 年同期	13
图表 25	2023 年前三季度，城镇居民消费倾向弱于 2019 年，而农村居民已超出 2019 年	13
图表 26	2023 年，住户还本付息占可支配收入的比例趋稳	14
图表 27	2014 年至 2019 年，伴随着偿债率的提升，城镇居民消费倾向下滑	14
图表 28	房地产市场调整对居民消费的影响	15
图表 29	海外服务消费同比增速至少连续 8 个季度高于 2017-19 年复合增长水平	16
图表 30	海外服务消费占比持续回升，部分国家突破 2019 年水平	16
图表 31	中国居民服务性消费比重	16
图表 32	2015-2019 年服务消费增速持续高于总体	16
图表 33	人均 GDP 与服务消费比重的关系	17

图表 34	2022 年生活服务业连锁企业 TOP 100	17
图表 35	2023 年以来，我国制造业对外需的依赖度保持在较高位置	17
图表 36	2023 年以来，装备制造对制造业投资的带动超过 9 成	18
图表 37	我国制造业局部存在产能过剩隐忧	18
图表 38	电气机械行业利润和投资增速回落	18
图表 39	高技术和社会领域服务业投资占比约 18%	19
图表 40	上市制造业企业研发费用率趋升	19
图表 41	2012 年以来，高技术相关的服务业投资增速高于总体	19
图表 42	先进制造业与现代服务业融合的价值创造机制	20
图表 43	我国代表性服务业企业与制造业的融合	20
图表 44	近年来社会领域服务业投资增速高于总体	20
图表 45	2023 年公共财政投向教育和卫生健康的支出减速	20
图表 46	2023 年新房成交面积为 19-21 年同期的 5 到 6 成	21
图表 47	2021 年不同能级城市置业年龄	21
图表 48	公积金贷款职工年龄集中于 30-40 岁	21
图表 49	2024 年置业主力人口数仍有下行压力	21
图表 50	2018 年至 2023 年重点城市二手房市场份额	22
图表 51	2023 年以来，二手房成交增速快于新房	22
图表 52	2023 年前 10 个月竣工率为 2018 年以来新高	23
图表 53	房地产开工到竣工的周期约 5-6 个季度	23
图表 54	多地部署“保交楼”重点项目于 2023 年底前交付 80%-90%	23
图表 55	2023 年 11 月重点 30 城商品房库存消化周期	24
图表 56	2023 年商品房消化周期与 2015 年的高位相当	24
图表 57	2013 至 2016 年，新开工面积增速持续低于销售面积增速	24
图表 58	城中村改造与棚户区改造的政策对比	25
图表 59	2023 年前三季度基建相关绿色贷款较快增长	26
图表 60	2023 年前 11 个月城投债净融资同比小幅多增	26
图表 61	2024 年公共财政+政府性基金广义赤字预测	27
图表 62	相比于主要发达经济体，中国用于民生和社会保障类的财政支出比例偏低	28
图表 63	相比于主要发达经济体，中国用于经济事务、住房和社区设施的财政支出比例偏高	29
图表 64	LPR 改革以来主要利率年度变化	30
图表 65	2023 年二季度以来，商业银行净息差趋稳	30
图表 66	2022 年，中国广义政府债务付息规模占 GDP 的 3.8%	30
图表 67	2023 年三季度一般贷款年化付息同比增长 11.7%	31
图表 68	2023 年以来工业企业财务费用同比增速较快提升	31
图表 69	2023 年三季度实际利率处 2016 年以来 93%分位	31

图表 70	多数年份潜在 GDP 增速与实际利率之差大于 2%.....	31
图表 71	2023 年以来基础货币投放趋缓，M2 增速回落.....	32
图表 72	季末年初 MLF 到期高峰存在降准诉求.....	32
图表 73	2021 年以来，中国新增中长期贷款投放结构已有较大变化.....	33
图表 74	社融需保持对名义 GDP 的支持力度.....	33
图表 75	2 年期美债利率与美元指数走势较为同步.....	34
图表 76	美国与全球经济增速差扩大或令美元指数承压.....	34
图表 77	当前美元指数与人民币汇率对应关系基本回归至疫情前水平.....	34
图表 78	2023 年人民币汇率相对于美元指数“超跌”.....	34
图表 79	中国经济“预期差”影响人民币汇率.....	35
图表 80	美国制造业景气与人民币汇率走势趋同.....	35

2023 年，是中国经济走出疫情冲击，经济恢复发展第一年。面对外需下滑、地产调整、工业去库存、价格冲击和地方债务等重重挑战，恢复之路虽显曲折，但稳健前行；两年平均 GDP 增长率为 4.1-4.2%，尚未回归潜在增速，但已确立复苏方向。

展望 2024 年，中国经济将在“东风化雨”中延续复苏，受益于稳健而有力的政策引导，内外部环境的滋养和更新。中央政治局会议提出“巩固和增强经济回升向好态势”、“以进促稳，先立后破”，意在推进经济尽快恢复至新的均衡。

新的一年，中国经济恢复发展的基础会更好：外循环将会修复，内循环在“立”与“破”之间寻求再平衡，出口、地产等拖累有望缓解，服务业消费与投资接棒成为新的增长引擎。我们预计，2024 年中国实际 GDP 增速为 4.8%，其中消费增速 5% 以上，投资增速 4.5%-5% 左右，出口增速在 4% 以上。

图表1 2024 年中国经济指标预测

单位：%	2022Y	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023Y	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024Y
GDP (当季同比)	3.0	4.5	6.3	4.9	5.3	5.3	4.7	5.8	4.4	4.5	4.8
工业增加值 (当季同比)	3.6	3.0	4.5	4.2	5.4	4.3	5.6	5.4	4.6	4.2	4.9
固定资产投资 (累计同比)	5.1	5.1	3.8	3.1	3.0	3.0	3.1	4.0	4.3	4.8	4.8
——房地产	-10.0	-5.1	-7.9	-9.1	-9.5	-9.5	-12.7	-10.5	-8.4	-7.0	-7.0
——基建	11.5	10.8	10.7	8.6	7.8	7.8	8.2	8.3	8.4	8.0	8.0
——制造业	9.1	7.0	6.0	6.2	6.0	6.0	4.4	4.8	4.0	4.5	4.5
——新兴服务业	14.8	12.9	9.0	7.9	6.5	6.5	11.9	11.0	12.5	13.9	13.9
社会消费品零售总额 (当季同比)	-0.2	5.8	10.7	4.2	9.7	7.6	4.3	5.7	5.2	4.7	4.9
出口 (当季同比)	7.0	0.5	-4.7	-9.9	-0.1	-4.4	-0.9	3.5	7.7	6.7	4.2
进口 (当季同比)	1.1	-7.0	-6.4	-8.6	-2.0	-6.1	-0.9	-0.2	3.9	1.1	4.4
CPI (当季同比)	2.0	1.3	0.1	0.1	-0.3	0.2	0.6	0.4	0.1	1.0	0.5
PPI (当季同比)	4.1	-1.6	-4.5	-3.2	-2.6	-3.0	-1.9	-0.1	1.2	1.5	0.2
社会融资规模 (存量同比)	9.6	10.0	9.5	9.1	9.6	9.6	9.1	9.6	10.1	9.8	9.8
M2 (存量同比)	11.8	12.7	11.3	10.3	9.8	9.8	8.5	8.2	8.3	8.8	8.8

资料来源：Wind, 平安证券研究所

一、“外循环”将修复

2023 年，美欧经济韧性主要受益于服务业复苏，制造业与商品需求实则萎靡，拖累中国出口表现。展望 2024 年，中美及全球制造业周期有望弥合并同步向好，商品外需复苏令中国出口增长的大方向较为确定，尽管全球产业链调整压力持续。我们预计，2024 年中国出口“弱修复”，全年以美元计价的中国出口增速有望达到 4% 以上。

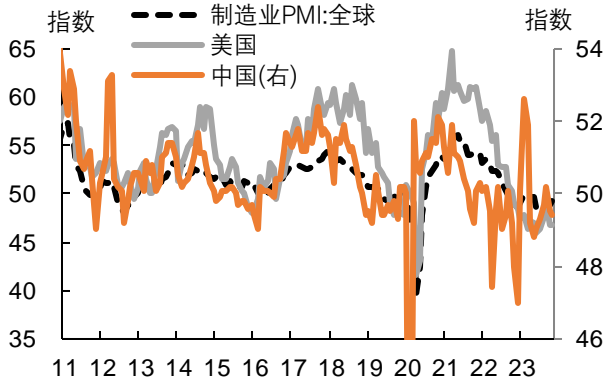
1.1 中美制造周期：从分化到弥合

国际金融危机以来至新冠疫情前，中美乃至全球制造业周期均呈现高度同步性。这体现在，美国、中国和全球制造业 PMI 指数走势趋于同步。对此我们有三点理解：一是，周期性规律，即中美经济周期一定程度上遵循全球经济趋势；二是，全球化效应，即国际金融危机后“全球化”程度进一步加深，强化了中美之间以及中美与全球的经贸关系，继而强化了各国周期的同步性；三是，中美经贸依存关系，即美国需求通常驱动中国制造业生产与出口，而中国产能亦影响美国商品市场的供给与定价。

2020-2023 年，后疫情时代下中美制造业周期节奏分化。截至 2023 年四季度，美国制造业在疫情冲击后经历“复苏-衰退”：2020 年下半年至 2021 年，在经济开放和财政刺激作用下，美国商品供需均快速恢复；2022 年以后，需求透支、高通胀与供应链压力等，令制造业景气持续下行。同期，中国制造业在疫情冲击后经历“复苏-回落-再复苏-再回落”特征。对比美国，2020 年中国制造业更快从疫情冲击中走出，但 2021-2022 年再度受到疫情扰动，2023 年一季度因经济重启而复苏，二季

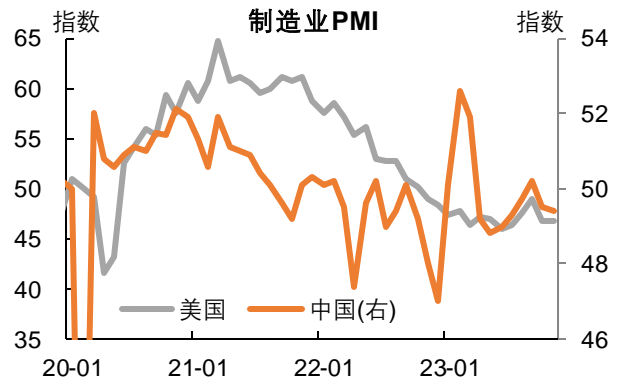
度以来复苏波折显现。2023 年中国制造业的复苏斜率相对平缓，一定程度上受海外制造业景气持续下行的影响，这正是 2023 年 12 月中央政治局会议“顶住外部压力”的所指所向。

图表2 2010-2019 年中美及全球制造景气较为同步



资料来源: Wind, 平安证券研究所

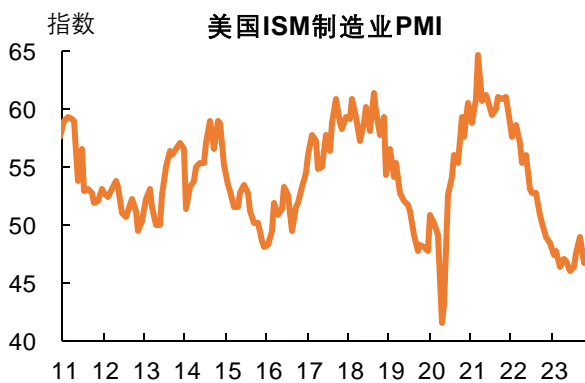
图表3 2020 年以来中美制造业周期分化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

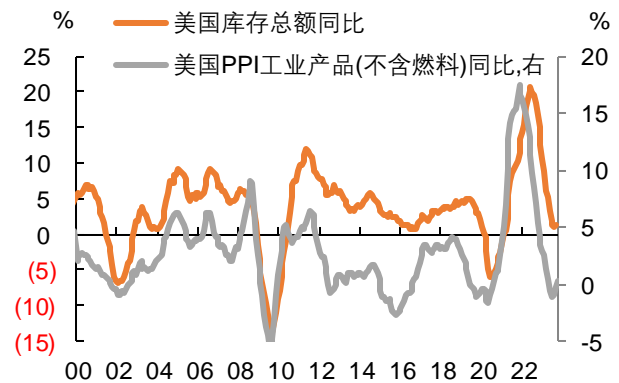
2024 年，美国制造业周期有望重回复苏通道。这一判断基于三个视角：一是，**美国制造业景气周期。**以 ISM 制造业 PMI 划分，国际金融危机以来美国制造业经历三轮完整周期，平均一个周期历时 41 个月，其中由波谷到波峰平均历时 22 个月。本轮美国制造业 PMI 或已于 2023 年 6 月触底，按照周期规律，有望在 2024 年全年继续处于回升通道。二是，**美国库存周期。**我们在报告《美国库存周期：这次有什么不一样》中指出，本轮美国制造业“去库存”始于 2022 年下半年，或于 2024 年中左右切换至“补库存”。考虑到全球通胀改善较为顺利，美国 PPI 工业产品（不含燃料）同比自 2023 年 5 月转负，处于负区间 5 个月，于 10 月开始小幅转正。鉴于工业品价格走势对库存周期的领先性，预计美国“补库存”节点或提前至 2024 年一季度。三是，**美国“再工业化”加持。**我们在报告《拜登时代下，美国“再工业化”能否突破？》中指出，2023 年美国基建与高端制造投资政策已颇有成效，2024-2027 年相关投资仍有较大增长空间，这或令 2024 年美国制造业复苏趋势更为确定。

图表4 美国制造业周期或已筑底



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国“补库存”即将开启

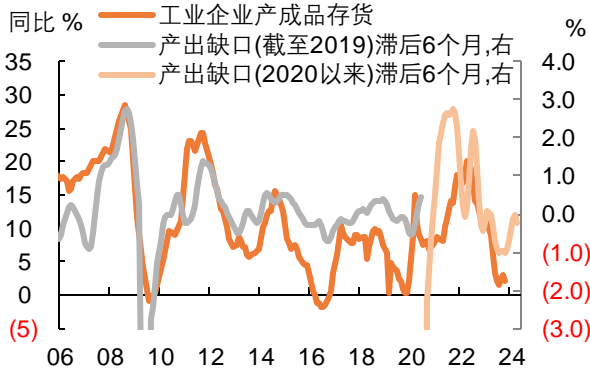


资料来源: Wind, 平安证券研究所

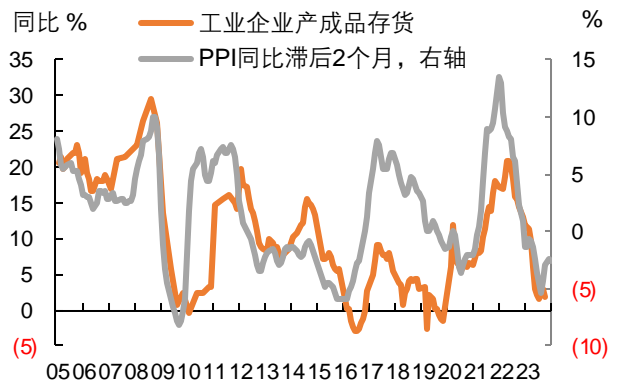
2024 年，中国制造业亦具备复苏势能。一方面，中国库存周期正在筑底回升。我们在报告《详解库存周期：误区、框架与研判》中指出，产出缺口（领先约 6 个月）和价格（领先约 2 个月）是中国库存周期运行的前瞻性指标。截至 2023 年 10 月，产出缺口已脱离谷底 6 个月，PPI 同比已触底回升 4 个月，产成品库存同比增速基本稳定在 2%左右，这些信号指向“补

库存”即将或已经开启。另一方面，美国需求或将驱动中国生产。如果 2024 年美国制造业需求顺利回升，可能拉动中国制造业生产与出口。国际金融危机以后，美国 ISM 制造业 PMI 与中国对美出口金额同比增速走势高度吻合。

图表6 中国产出缺口回升预示库存即将回升



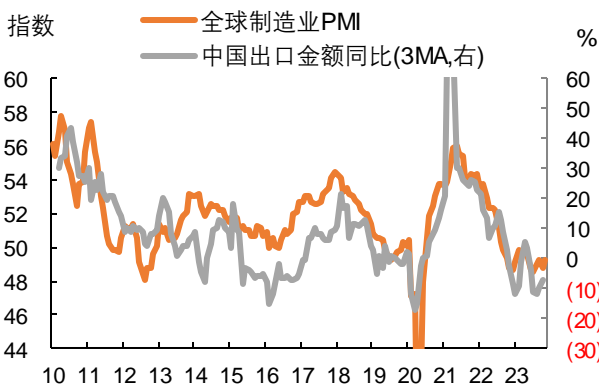
图表7 中国 PPI 同比回升预示库存即将回升



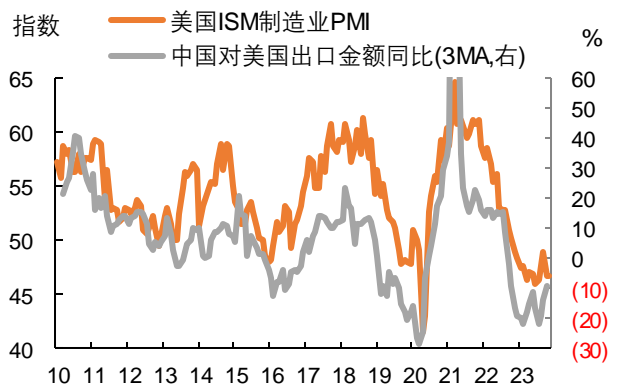
1.2 中国出口修复：弹性与结构

得益于全球制造业和商品贸易复苏，中国出口修复的大方向较为确定。据世贸组织预测（2023.10），全球商品贸易增速有望从 2023 年的 0.8%回升至 2024 年的 3.3%，其中亚洲出口增速有望从 0.6%上升至 5.1%，而欧美进口增速有望从-1%左右回升至 2 至 3%左右。过去十年，全球制造业景气对中国的出口表现具有重要影响，无论是全球制造业 PMI 与中国出口总额同比增速走势，还是美国制造业 PMI 与中国对美出口同比增速走势，都呈现出高度同步性。值得一提的是，2023 年美国等发达经济体制造业与服务业景气分化，服务业复苏令其经济增长呈现韧性，容易掩盖其制造业已经“衰退”的事实。展望 2024 年，尽管美国等部分地区经济增长可能放缓，但已经处于谷底的商品需求有望提早复苏。

图表8 全球制造业景气与中国出口表现同步



图表9 美国制造业景气与中国对美出口表现同步



全球产业链调整压力可能影响中国出口地区和产品份额，但对总量的影响不必过忧。近年来，中国向新兴及发展中区域出口、中国装备制造（不含计算机通信电子）产品出口，在全球的市占率不断提升，在中国总出口中的占比也不断上升。

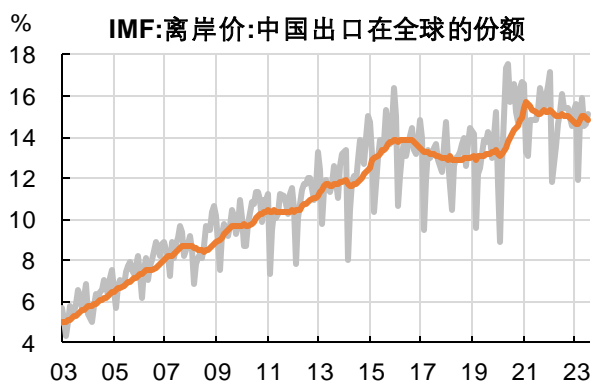
■ 地区方面，中国对美出口份额或面临下滑压力，但在全球中的出口份额有望保持相对稳定。

一方面，2023 年中国对北美发达经济体的出口份额下滑。从近 12 个月出口份额看，中国对发达经济体（IMF 统计分类口径）

的出口份额在 2021 年 3 月达到 16.2% 的历史高点，下滑趋势延续至 2022 年末的 14.3%。这先后受防疫用品需求减弱、海外供应链恢复、国内疫情防控冲击供应链等多方面因素影响。2023 年以来，中国对发达经济体出口份额的降幅减缓，前 7 个月累计下降 0.5 个百分点至 13.8%。拆分来看，2023 年以来中国对美国、加拿大出口份额的回落速度依然较快，而对欧盟、日本、韩国、澳大利亚等发达经济体的出口份额保持相对稳定。

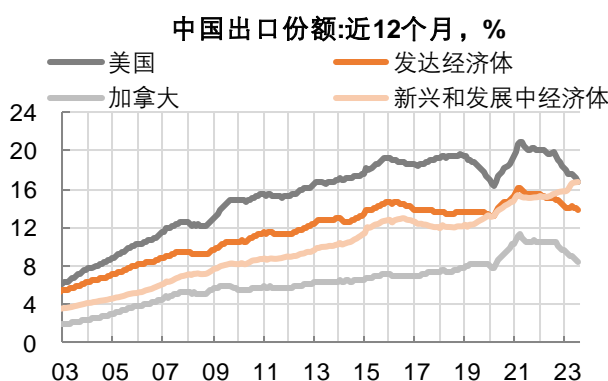
另一方面，中国对新兴市场和发展中经济体的出口份额较快上行。中国对新兴市场和发展中经济体的出口份额在 2020 年上一台阶，2021 年至 2022 年初保持相对稳定，2022 年下半年起再度抬升。与之相关的有两条线索：一是，俄乌冲突后，中国在俄罗斯、中亚、东欧等区域的出口份额显著提升，中国“一带一路”朋友圈多年经营的优势凸显。二是，墨西哥、东盟等经济体对美出口提升的同时，自华进口也有明显提升，或可归因于产业链间接带动或“绕道”影响。相比于 2022 年，近一年（2022 年 6 月至 2023 年 7 月）中国对美出口的份额下滑 1.4 个百分点，而墨西哥对美出口份额提升 1 个百分点。而 2020 年以来，中国在墨西哥进口中的份额提升 3.4 个百分点。疫情前也有这一现象，相比于 2017 年，2019 年中国对美出口份额下滑 2 个百分点，而东盟、墨西哥对美出口份额分别提升 1.3 和 0.7 个百分点。同期，中国在墨西哥、东盟进口中的份额分别提升 3.4 和 1.9 个百分点。

图表 10 2023 年以来中国出口在全球的份额稳中有升



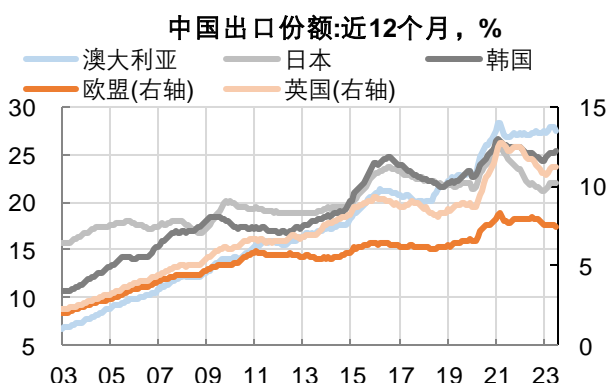
资料来源：IMF, 平安证券研究所；注：最新数据截至 2023 年 7 月，灰色线为单月份额，橙色线为滚动 12 个月的份额

图表 11 “脱钩”影响下，中国对美、加出口份额下滑



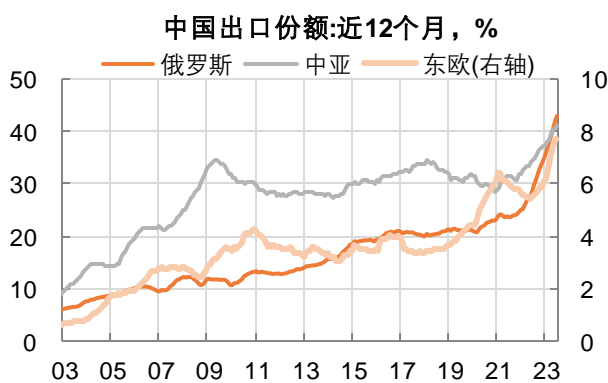
资料来源：IMF, 平安证券研究所；注：最新数据截至 2023 年 7 月

图表 12 2023 年以来，中国对欧盟、日韩、澳大利亚等发达经济体出口份额稳中有升



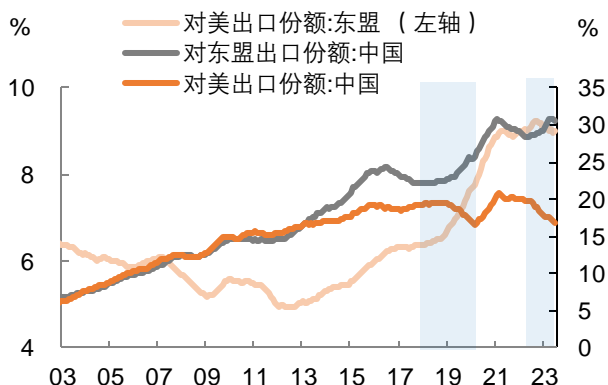
资料来源：IMF, 平安证券研究所；注：最新数据截至 2023 年 7 月

图表 13 俄乌冲突后，中国对俄罗斯、中亚、东欧等区域出口份额加速提升



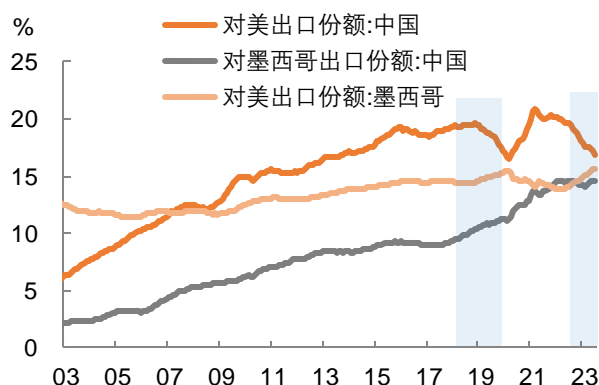
资料来源：IMF, 平安证券研究所；注：最新数据截至 2023 年 7 月

图表14 东盟对美出口、中国对东盟出口份额共同提升



资料来源：IMF,平安证券研究所；注：最新数据截至2023年7月

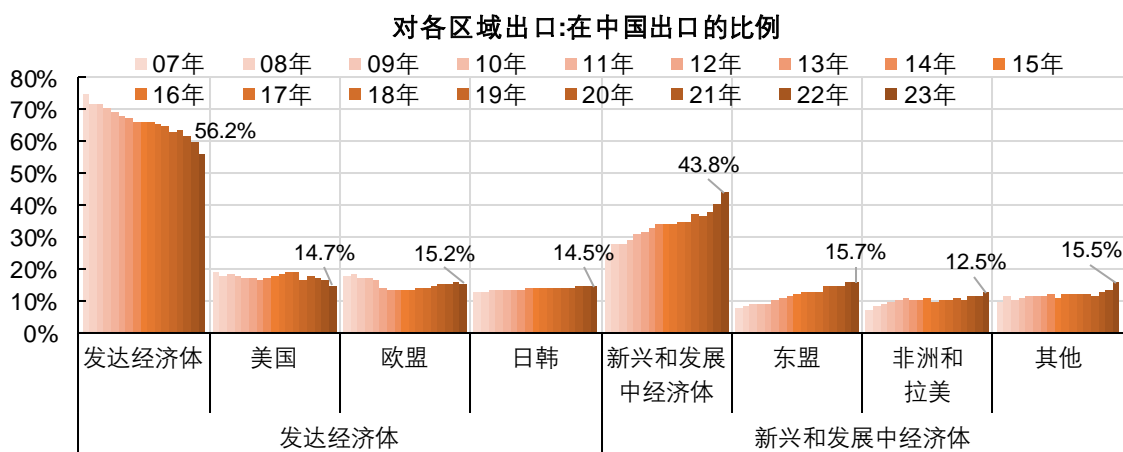
图表15 墨西哥对美出口、中国对墨西哥出口份额共同提升



资料来源：IMF,平安证券研究所；注：最新数据截至2023年7月

当前看，新兴市场及发展中经济体对中国出口的影响力已从2008年次贷危机前的1/4升至接近半数水平。2023年前8个月，对发达经济体出口在中国总出口中的占比约56%，而2007年为75%；同时，对新兴及发展中经济体的出口在中国总出口中的占比已从2007年的25%升至44%，尤其是2018年以来，中美贸易冲突不断，加快了这一步伐。细分区域中，美国在中国总出口中的占比从2007年的19%降至2023年的15%，东盟在中国出口中的占比却较2007年提升8个百分点至16%。此消彼长之下，东盟自2020年已超越美国，成为中国的第一大贸易伙伴。中国出口在新兴市场及发展中经济体进口中的份额提升，能够在很大程度上对冲北美“脱钩”调整压力。

图表16 以东盟为代表的新兴和发展中经济体在中国出口中的占比不断提升

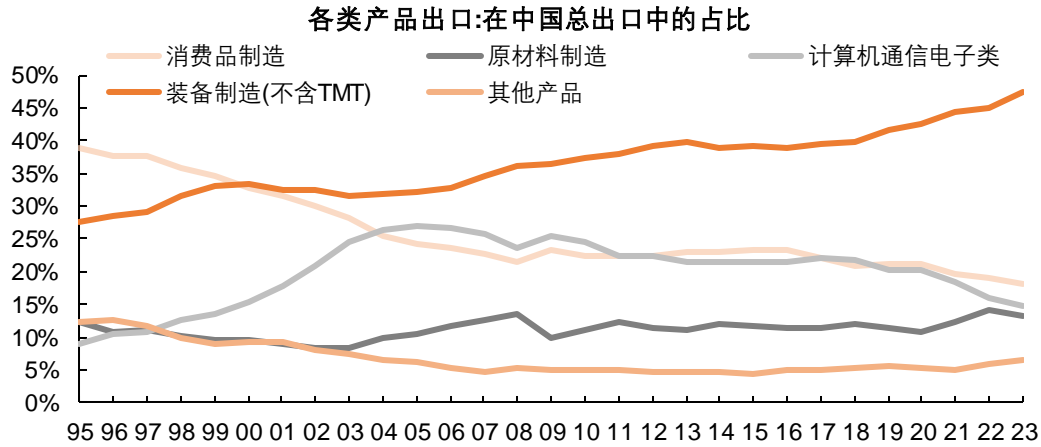


资料来源：IMF,平安证券研究所；注：2023年数据为前8个月

■ 产品方面，预计产业链调整压力主要集中于计算机通信电子和消费制造品，装备制造、原材料等出口有望保持强势。

从中国出口的产品结构看，2023年前10个月，装备制造类（不含计算机通信电子）产品在中国总出口中的占比约47%，较2017年提升了8个百分点；原材料制造类产品占比约13%，较2017年提升了2个百分点；计算机通信电子类产品在总出口中的占比约15%，较2017年下滑7个百分点；消费品制造在中国总出口中的占比约18%，较2017年下滑4个百分点；其余产品的占比为6.5%，较2017年提升1个百分点左右。

图表17 剔除计算机通信电子相关行业后，装备制造类产品在中国出口中的占比不断提升

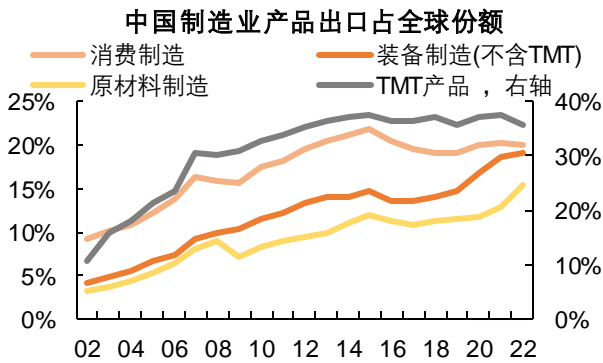


资料来源: Wind,平安证券研究所;注:2023年数据为前10个月

进一步地，我们依据联合国贸易数据库，以截至2022年的最新数据分析中国出口细分产品在全球市场份额的变化：

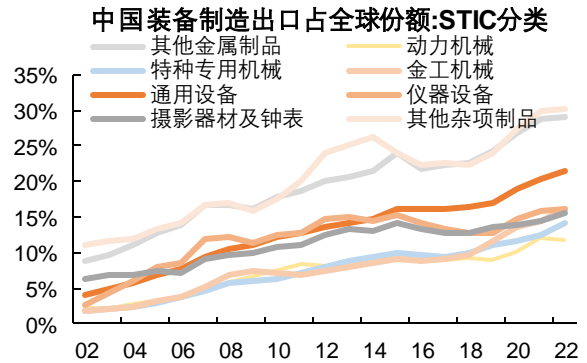
首先，除计算机通信电子相关产品，2017至2022年中国装备制造出口在全球的市占率逐年提升。“制造出海”的竞争力不断增强，在全球贸易中份额提升，不仅体现在为人熟知的新能源相关行业，汽车、造船、高铁等运输设备行业（SITC分类77、78和79），更体现在动力机械(71)、特种专用机械(72)、金工机械(73)、通用设备(74)、仪器设备(87)、摄影器材及钟表(88)、其他杂项制品(89)、其他金属制品(69)等诸多装备相关门类中。2023年前10个月，不含TMT的装备制造类产品出口同比增速为-1.7%，强于同期-5.6%的中国出口总体增速，体现出相对韧性。

图表18 中国制造业产品出口在全球的市占率提升



资料来源: UN Comtrade Database,平安证券研究所

图表19 除汽车及新能源外的装备出口市占率也有提升



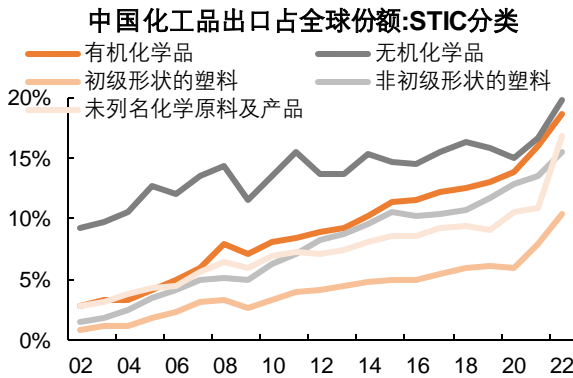
资料来源: UN Comtrade Database,平安证券研究所

其次，中国在化工原料领域的出口份额在疫情前已有提升趋势，2020年以来再上台阶，2022年更是加速提升。化工原料集中于SITC分类中的第5大类，对应于有机化学品(51)、无机化学品(52)、染料鞣料及着色料(53)、肥料(56)、初级形状的塑料(57)、非初级形状的塑料(58)、未列名化学原料及产品(59)等产品。结合出口金额看，中国化工原料出口的同比增速自2022年10月起由正转负，正对应于欧洲能源危机缓解的节点，价格较快下跌的同时，对欧盟化工品出口数量的替代效应也在减弱；2023年前10个月，中国化工品出口金额同比增速为-16.9%，对总体出口形成拖累。

最后，2021至2022年中国出口份额回落的产品集中于计算机通信电子、医药物资相关的行业。这对应于SITC分类中的医药品(54)、纺织纱线、织物未列名制品及有关产品(65)、计算机设备(75)、电信设备(76)。相关行业在2020年中国出口份额

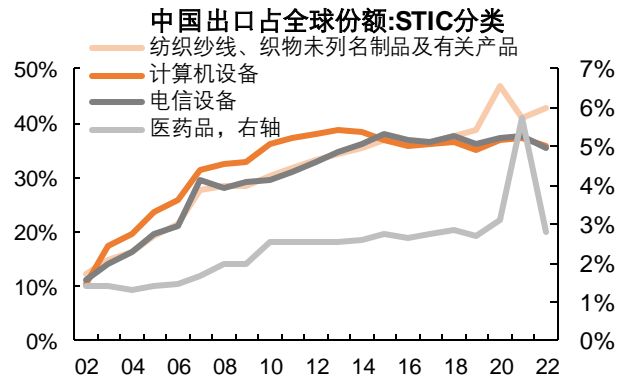
短暂提升，但 2021 年以来，疫苗及口罩等防疫用品需求回落，以苹果为代表的电子产业链加速外迁，美国对华科技领域的遏制增强，均对中国在这些行业的出口份额形成不利影响。2023 年前 10 个月，中国在计算机通信电子行业出口金额的同比增速为-15.1%，对总体出口的拖累较大。

图表20 中国化工企业出海，在全球的出口市占率提升



资料来源: UN Comtrade Database, 平安证券研究所

图表21 中国出口计算机、医药等产品占全球的份额回落



资料来源: UN Comtrade Database, 平安证券研究所

总结而言，预计 2024 年中国出口将有“弱修复”，全年以美元计价的中国出口增速有望达到 4%以上。一方面，2024 年中国出口份额能够保持相对稳定。“脱钩”虽直接冲击中国对北美的出口，却间接拉动了中国对新兴市场及发展中经济体的出口，对于中国在全球出口的份额冲击相对有限。同时，中国制造业在汽车、电气机械、通用及专用设备、化工品等诸多细分领域竞争力增强，也有助于出口份额的稳定。另一方面，从海外需求看，欧美制造业走向复苏和“补库存”，将对全球商品贸易形成推升。即便是推进“再工业化”和“去风险化”，也离不开对中国的机械设备和原材料直接和间接的进口。

二、“内循环”再平衡

为达成“到 2035 年经济总量或人均收入翻一番”、“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”的目标，并在经济总量层面赶超美国，未来十年我国实际 GDP 年均增速需向 4.5%左右靠拢。除增长驱动外，还必须考虑价格和汇率因素。然而，2023 年以来人民币汇率趋贬，物价水平低迷，给经济增长远景目标的实现增加了困难。

展望 2024 年，中国经济有必要维持 5%左右的增速目标。2023 年 12 月，中央政治局会议提出“巩固和增强经济回升向好态势”，“明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节”，释放了稳增长的积极信号。2024 年，财政政策“适度加力、提质增效”意味着更加积极有为；货币政策“灵活适度、精准有效”，意味着总量和结构的进一步配合。宏观政策在稳定实际 GDP 增速的同时，推升物价水平，提振人民币汇率表现，“三管齐下”，使中国经济向“中等发达国家”的 2035 年远景目标更快靠拢。

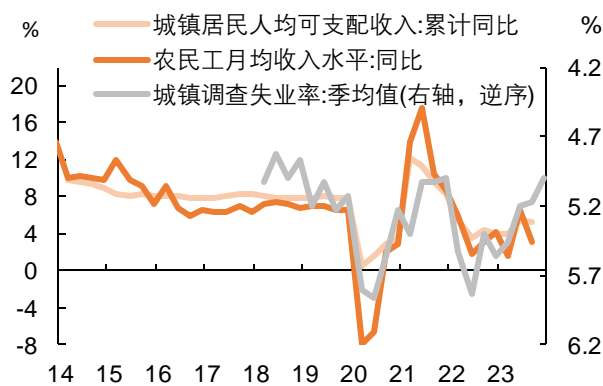
实现 5%左右的增速目标，需充分释放“内循环”潜力，在新旧力量的此消彼长中寻求“再平衡”。一是，消费领域的“再平衡”。这需要巩固居民收入复苏势头，助力居民消费持续回温。在地产后周期耐用品消费趋降的当下，需以扩大服务消费为支点，寻求商品消费的新增长点，不断提升居民消费倾向。二是，投资领域的“再平衡”。在房地产市场持续调整，民营房企投资乏力的当下，固定资产投资结构面临进一步转变：一方面，在基建地产等传统建筑投资领域，发挥国有资本的牵引作用，弥补民间投资下行的拖累；另一方面，营造良好的投资环境，助力制造业新动能和服务业新兴领域投资持续较快增长。

2.1 居民消费：商品与服务的再平衡

2023年前三季度，我国居民人均可支配收入名义增速达6.3%，支出名义增速达9.2%，平均消费倾向有所恢复。消费是收入的函数，就业人数、平均工作时间、工资涨幅均可对收入产生影响。

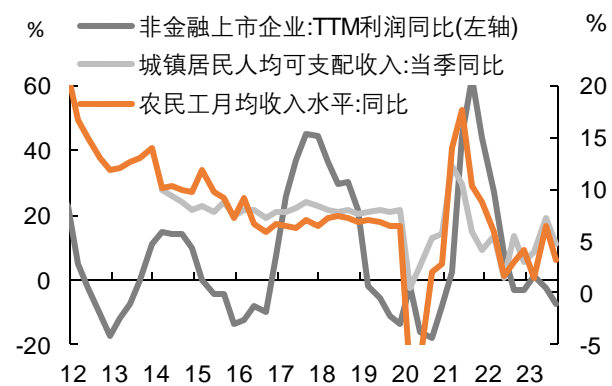
2023年以来，就业形势改善是居民收入增长的重要影响因素。从就业人数看，2023年前三季度，我国城镇调查失业率5.3%，较去年同期低0.3个百分点，其中，与农民工相关的外来农业户籍人口调查失业率为5.1%，较去年同期低0.6个百分点。同时，前三季度农村外出务工劳动力人数同比增长2.8%。从平均工作时间看，2023年前三季度就业人员每周平均工作时间约48.5小时，同比增长2.4%，约较2019年同期高2.5小时。然而，受限于企业盈利弱势，平均工资水平的恢复可能慢于就业。由于城镇单位就业人员平均工资增速按年度公布，时点较迟，我们暂以季度公布的农民工工资增速观察，前三季度农民工月均收入水平同比增速仅3.2%，远低于城乡居民人均可支配收入增速。以非金融上市企业的历史数据观察，在企业盈利偏弱时期，城镇居民人均可支配收入、农民工收入的增速往往受限。展望2024年，PPI有望由负转正，价格企稳带动之下，企业盈利具备进一步改善的空间，将为居民收入和消费的持续恢复奠定基础。

图表22 农民工月均工资收入恢复偏慢



资料来源：Wind,平安证券研究所

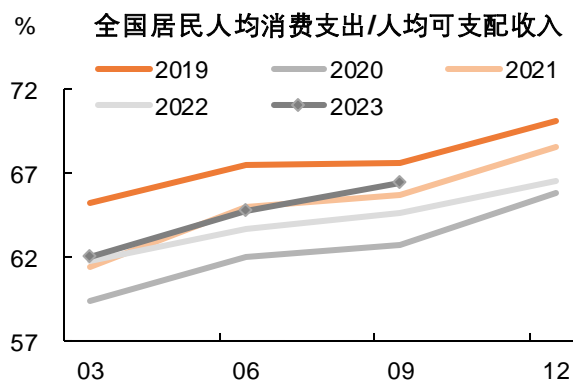
图表23 企业盈利偏弱制约工资收入的恢复



资料来源：Wind,平安证券研究所

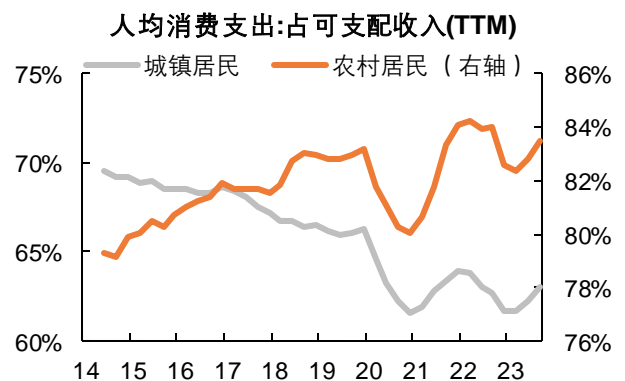
从消费倾向看，目前全国居民平均消费倾向略高于2021年同期，距离2019年同期还有差距。值得关注的是，城乡居民消费意愿存在分化。以近一年人均消费支出占可支配收入的比例看，2023年前三季度农村居民平均消费倾向约83.5%，已超出2019年的83.2%，但相比2022年一季度末的84.2%的历史高位还有距离；2023年前三季度城镇居民平均消费倾向仅63.1%，不仅低于2021年的63.9%，也低于2019年的66.3%。

图表24 2023年前三季度，全国居民平均消费倾向略高于2021年同期



资料来源：Wind,平安证券研究所

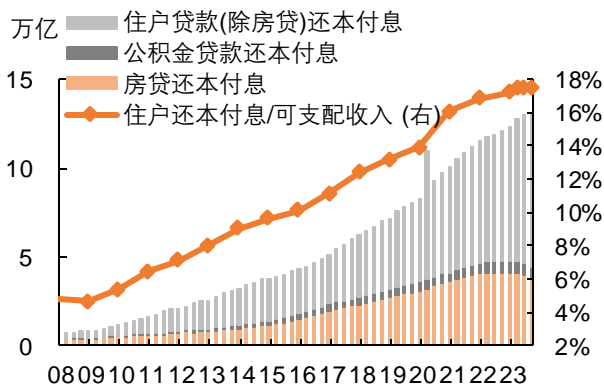
图表25 2023年前三季度，城镇居民消费倾向弱于2019年，而农村居民已超出2019年



资料来源：Wind,平安证券研究所

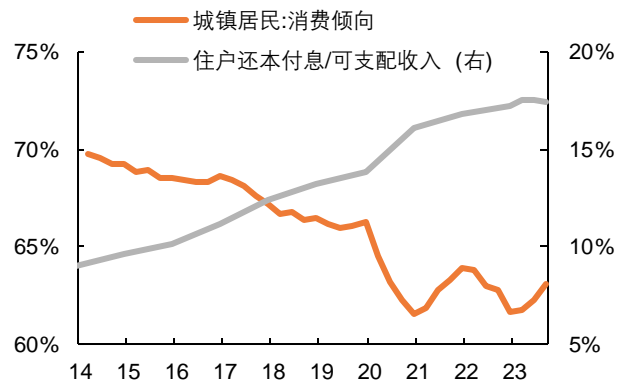
过去几年，制约城镇居民消费倾向的不仅是消费场景的缺失、就业和收入的不确定性，还有债务还本付息压力的高企。2015年至2022年，我国居民平均消费倾向（人均消费占人均可支配收入的比例）下滑5.3个百分点，其中城镇居民平均消费倾向下滑7.6个百分点，农村居民平均消费倾向提升2.7个百分点；同期住户部门还本付息占可支配收入的比例提升了7.5个百分点。考虑到城镇居民是贷款“加杠杆”的主体，还本付息压力加大挤压了居民收入中可用于消费的部分，基本可以解释其平均消费倾向的下滑。2023年前三季度，居民贷款增速低迷，而提前偿债意愿较强，体现为个人住房贷款条件早偿率（RMBS）指数高企，客观上抑制了居民收入恢复对消费的传导。2023年9月末起，央行指导商业银行调降存量房贷利率，年均可减少借款人利息支出1600亿元至1700亿元，助力居民偿债率趋于稳定，也有助于2024年居民消费的继续恢复。

图表26 2023年，住户还本付息占可支配收入的比例趋稳



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表27 2014年至2019年，伴随着偿债率的提升，城镇居民消费倾向下滑



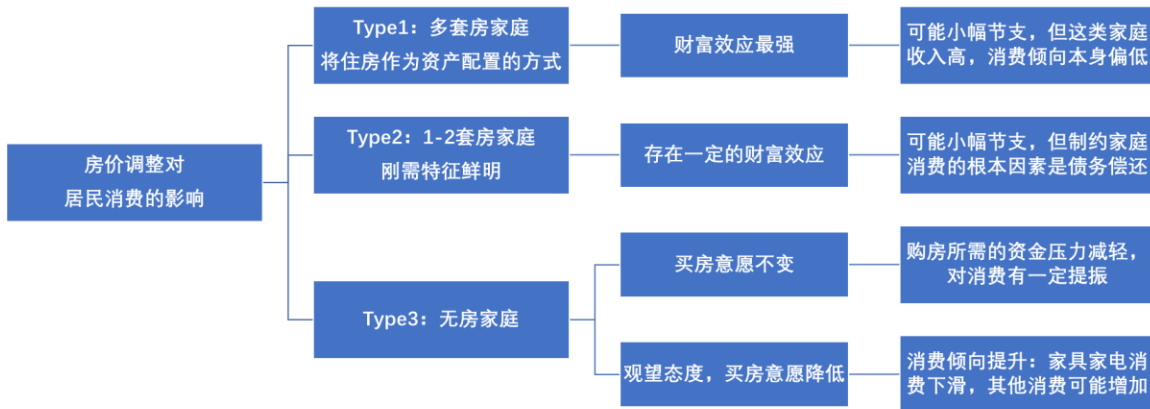
资料来源：Wind, 平安证券研究所

在居民支出方向上，需要探讨两个问题：

■ 第一，房地产市场调整，对居民消费是“挤入”还是“挤出”？

探讨房地产市场调整对居民消费的影响，往往围绕“财富效应”和“房奴效应”两个方面。“财富效应”指，住房在居民资产中占重要地位，房价上涨对于有房者来说意味着财富的增加，于是他们有能力更多消费。“房奴效应”指无房家庭为筹集首付压缩消费、增加储蓄，而购房后为偿还抵押借款也不得不压缩消费。在房价调整过程中，二者影响的“净效应”较难测度。我们可以将家庭分为三类：第一类是多套房家庭，将住房作为资产配置的一种方式，“财富效应”对其影响更大，住房对其消费的影响更偏负向。但考虑到这类家庭收入较高，平均消费倾向相对较低，总体影响较为可控。第二类是拥有一到两套住房的家庭，以刚性需求为主，虽受到财富效应的影响，但同时也容易受房奴效应的影响。这意味着，还本付息压力的缓解，能在一定程度上对冲房价下跌对其消费的负面影响。第三类是无房家庭，如果房价下跌后，买房意愿未发生改变，购房所需资金将会减少，房奴效应的缓解有助于消费的稳定；若在房价下跌后持观望态度，推迟或打消短期内购房的计划，消费倾向有可能提升。综合以上几类家庭的行为逻辑，买房意愿降低虽可能带来家具、家电、建材等消费的下滑，却未必会对居民总体消费形成“挤出”。

图表28 房地产市场调整对居民消费的影响



资料来源: 平安证券研究所

目前地产后周期相关耐用品的体量在 1.2 万亿左右，其对总体消费的影响约 2%-3%。1) 以住户调查看，2021 年家具及室内装饰品、家用器具两类消费在居民人均消费支出中的占比约为 2.4%，结合 GDP 中的居民消费支出数据，对应 2022 年的体量约 1.1 万亿元。2) 在限额以上商品中，家具类、家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类商品零售类值约 1.2 万亿元。从趋势上看，地产后周期消费已较其 2018 年前后的峰值水平大幅下滑，对居民消费的影响弱化。住户调查中地产后周期消费的占比早在 2018 年达峰，至 2021 年已下滑 0.22 个百分点；限额以上商品中，地产后周期相关消费的金额在 2017 年达到 1.5 万亿左右的峰值，至 2022 年已下滑近两成。

我们预计，2024 年家电、家具、建筑装潢对居民消费的拖累较难加大，房地产市场的调整对于居民总体消费的“挤出”效应趋缓、而“挤入”效应可能滞后体现。

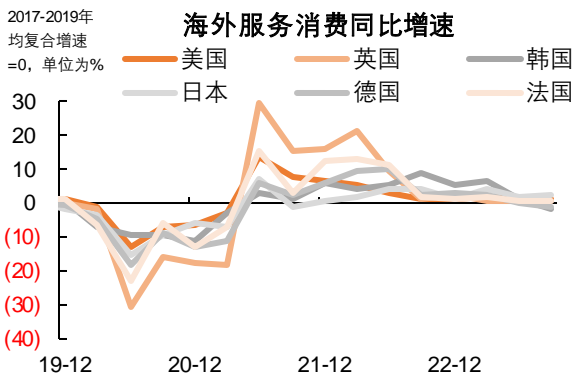
■ 第二，服务消费的复苏是“恢复性”还是“报复性”，增长有无持续性？

服务消费较快增长成为 2023 年消费复苏的主要带动力量。疫情防控优化后，服务消费场景限制基本解除，旅游、餐饮等消费表现较为火热。社会消费品零售总额中，2023 年前 10 个月餐饮收入的同比增速达到 18.5%。国家统计局公布的 2023 年前 10 个月服务零售额同比增长 19.0%。2023 年前三季度，我国居民人均服务性消费支出同比增长 14.2%，增速高于商品消费的 5.3%，总体消费的 9.2%。

我们认为，当前中国服务消费的复苏以“恢复性”为主要特征。从服务消费在居民消费中的占比看，2023 年前三季度，服务消费在总体消费中的比例为 46.1%，仅略高于 2019 年的 45.9%，更多是回补此前的缺口。从服务价格看，2023 年以来 CPI 服务分项总体涨幅不大，前 10 个月增速约 1%，远低于 2013-2019 年 2.4% 的中枢水平。考虑到 2020 至 2022 年服务业供给主体存在一定程度出清，价格走势不强也表明需求释放的斜率仍显不足。

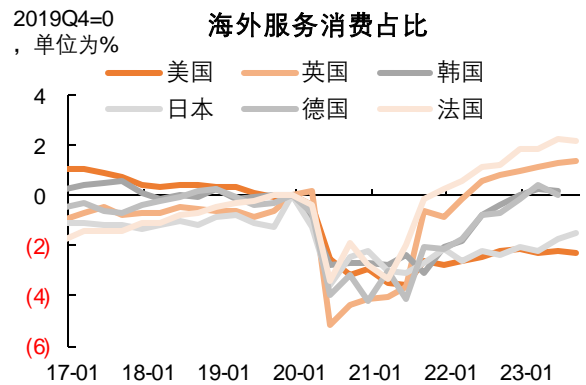
从海外经验看，防疫放开后服务消费增速恢复、以及服务消费占比回升或至少持续 2 年。据 OECD 数据，我们观察美国、英国、德国、法国、日本和韩国等六大经济体，其服务消费同比增速至少连续 8 个季度高于 2017 年-2019 年的年均复合增长水平，且服务消费占比也基本处于持续回升状态，其中英国和法国的服务消费占比显著高于疫情前水平。考虑到主要发达经济体的服务消费占比在疫情前已基本稳定，后疫情时代的服务消费占比回升的空间可能拓宽。

图表29 海外服务消费同比增速至少连续8个季度高于2017年-2019年的年均复合增长水平



资料来源: OECD, 平安证券研究所

图表30 海外服务消费占比持续回升, 部分国家突破2019年水平

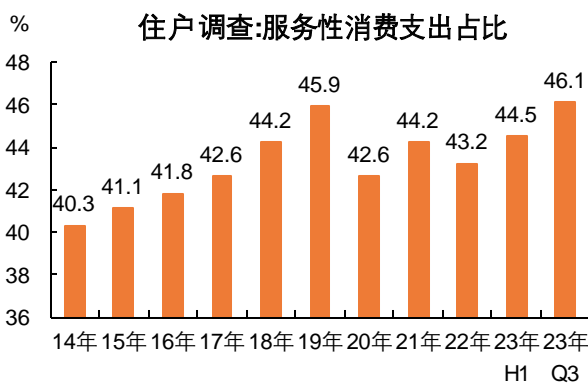


资料来源: OECD, 平安证券研究所

展望 2024 年, 中国服务消费有进一步复苏的基础。首先, 站在疫后复苏视角, 海外经验显示疫后服务消费复苏之路较长, 且中国服务消费本身处于长期增长通道, 复苏空间或更宽阔。2014-2019 年中国服务性消费在居民消费中的占比逐年提升, 期间年均复合增速约 11.1%, 较总体消费增速高 2.8 个百分点左右。其次, 站在经济转型视角, 以美国、法国、日本、韩国、中国台湾的发展历程看, 在进入中等收入阶段后 (人均 GDP 超过 1 万美元), 服务消费比重随人均 GDP 增长出现加快上升趋势; 直到进入到高收入发展阶段 (人均 GDP 超过 2 万美元), 服务消费比重的上升势头才有所减缓。最后, 结合国内服务业最新发展, 供给侧创新有望进一步创造需求增量。中国服务消费与数字经济融合度较高, 催生在线旅游预定、在线医疗、在线教育、在线外卖等新业态, 能够满足消费者多元化、多样化、多层次的需求。据中国连锁经营协会统计, 生活服务业目前包括酒店住宿、汽车养护维修、宠物服务、回收与维修、家政服务、洗染服务、房屋中介、房屋装修、美容美体、美发与养发、保健与养生、洗浴服务、休闲娱乐、休闲健身、培训教育、儿童娱乐以及图文摄影等近 20 个细分行业; 2022 年生活服务业连锁 Top100 企业销售规模为 1781.9 亿元, 门店总数为 20.8 万个。

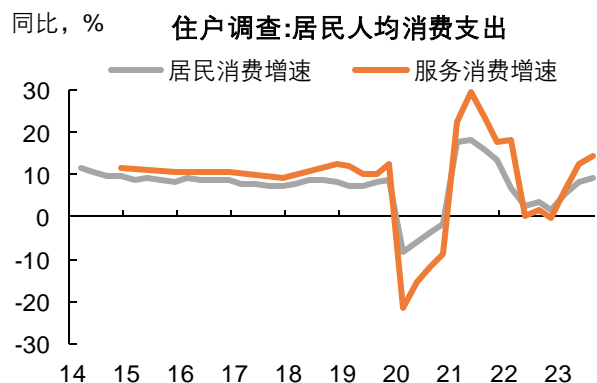
我们预计, 2024 年中国消费延续复苏, GDP 口径的消费增速有望达到 5% 以上, 其中商品消费增速可能在 4% 左右, 服务消费增速有望达到 7-8% 左右。

图表31 中国居民服务性消费比重



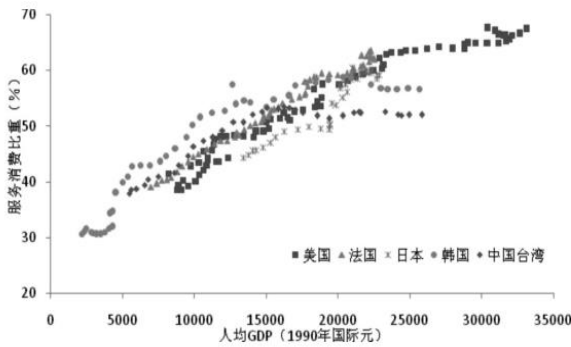
资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表32 2015-2019 年服务消费增速持续高于总体



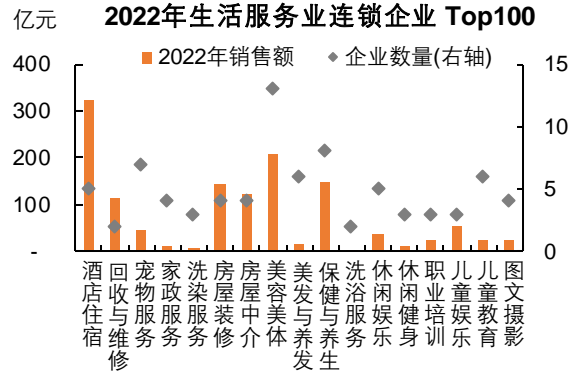
资料来源: 国家统计局, Wind, 平安证券研究所

图表33 人均 GDP 与服务消费比重的关系



资料来源：王青(2018),平安证券研究所

图表34 2022 年生活服务业连锁企业 TOP 100



资料来源：中国连锁经营协会,平安证券研究所

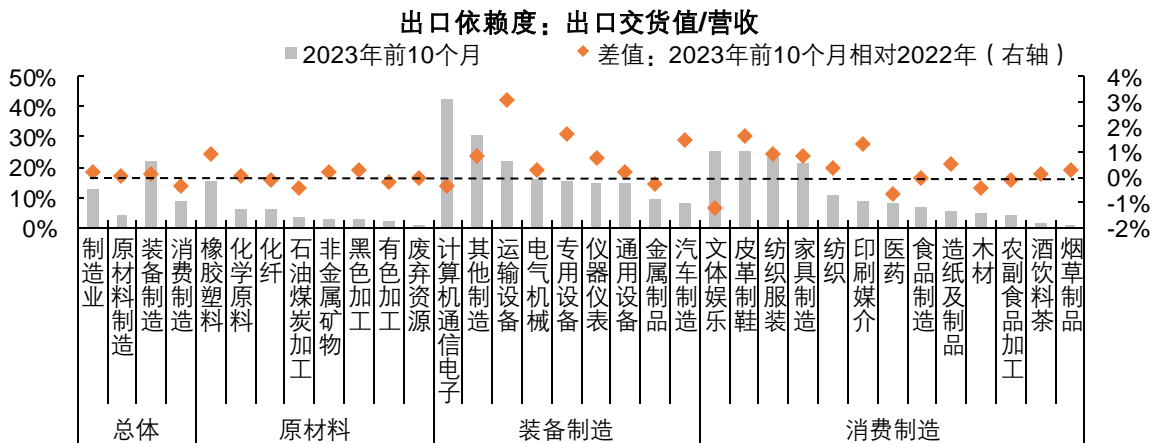
2.2 产业投资：制造业与服务业并进

■ 制造业投资：韧性犹存

2023 年以来我国制造业对外需的依赖度保持在较高位置。以出口交货值占营业收入的比例衡量，2023 年前 10 个月制造业总体出口依赖度约 12.9%，较 2022 年稳中有升。其中，装备制造相关的 9 个子行业中，有 7 个行业出口依赖度较 2022 年末提升，尤其是铁路船舶等运输设备制造、专用设备、汽车制造 3 个行业出口依赖度分别提升 3.0、1.7 和 1.4 个百分点。不过，消费制造行业出口依赖度有所回落，2023 年前 10 个月，文体娱乐用品制造业、医药制造、木材加工 3 个行业出口依赖度分别较 2022 年下滑 1.3、0.7 和 0.5 个百分点。

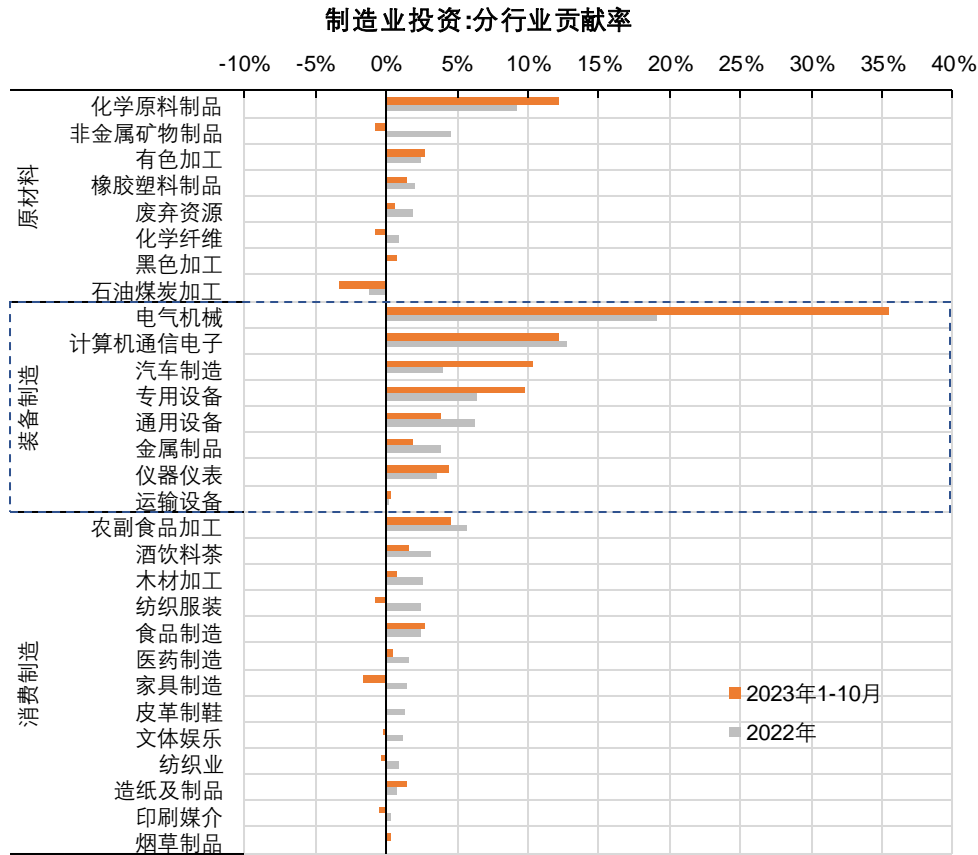
装备制造仍是制造业投资的主要带动力量。1) 装备制造：2023 年前 10 个月，装备制造业投资增速达到 12.3%，高于制造业总体投资 6.2% 的增速，我们测算其对制造业投资的贡献率接近 9 成，得益于国内需求稳步恢复，外需下行斜率不高。在装备制造业中，电气机械、汽车制造两个行业表现突出，对制造业投资的贡献分别达到 35.6% 和 10.3%，较 2022 年提升 16.4 和 6.3 个百分点。2) 原材料制造：受房地产需求回落的拖累，原材料行业盈利承压，投资增速在 2022 年四季度率先回落。2023 年二季度，原材料行业盈利跌幅收窄，投资增速有滞后企稳迹象，前 10 个月投资增速约 1.5%。3) 消费制造：需求仍显不足，出口拉动有所减弱，国内可选商品消费恢复偏弱，投资累计同比增速在 2023 年 8 月由负转正，10 月微增 0.63%。

图表35 2023 年以来，我国制造业对外需的依赖度保持在较高位置



资料来源：Wind,平安证券研究所

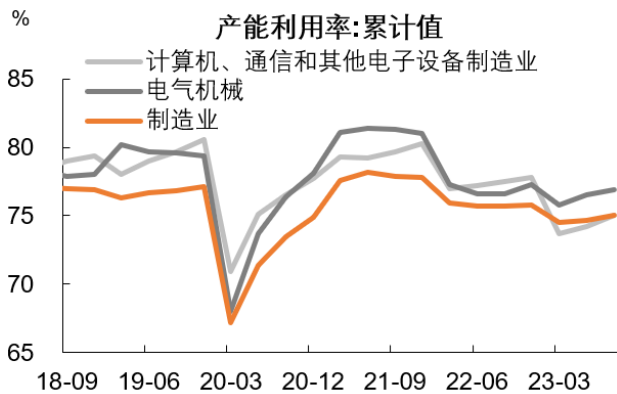
图表36 2023年以来，装备制造对制造业投资的带动超过9成



资料来源: Wind,平安证券研究所

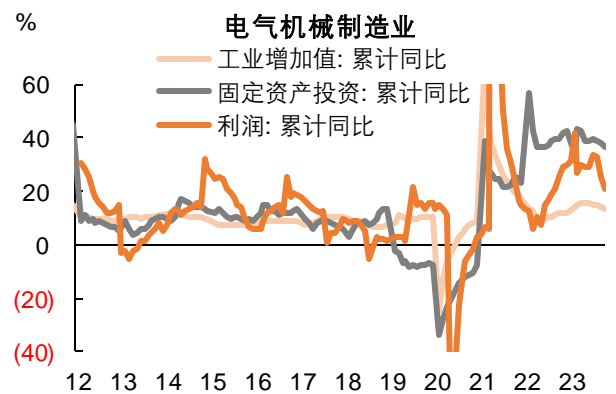
我们预计，2024年制造业投资增速下移至4.5%左右，对总体投资的拉动约1.5个点。一方面，制造业局部存在产能过剩隐忧。作为制造业投资主要带动力量的新能源相关电气机械行业存在产能过剩隐忧，生产和利润增速有自高位回落迹象，投资端扩产可能有所放缓。另一方面，海外制造业恢复，有助于我国制造业新增产能的消化，投资增速回落幅度相对可控。

图表37 我国制造业局部存在产能过剩隐忧



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表38 电气机械行业利润和投资增速回落



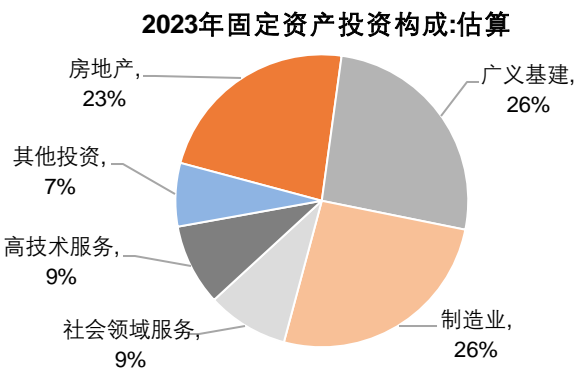
资料来源: Wind,平安证券研究所

■ 服务业投资：新兴领域崛起

新兴服务业已成为投资中的“第四极”。在制造业、基建和房地产三大板块之外，新兴服务业投资在固定资产投资中的占比已不容小觑。我们测算，2023年前10个月，高技术服务业、社会领域服务业在固定资产投资中的占比均在9%左右，二者加总占投资总额的18%，仅较房地产的占比低5个百分点。

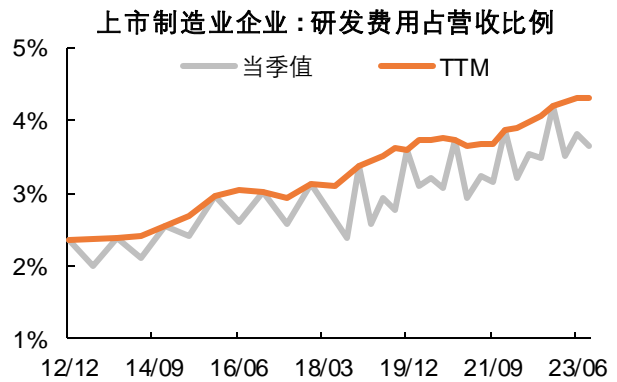
高技术服务业已连续九年维持10%以上投资增速。高技术服务业包括9个细分种类：1) 信息服务；2) 电子商务服务；3) 检验检测服务；4) 专业技术服务业的高技术服务；5) 研发与设计服务；6) 科技成果转化服务；7) 知识产权及相关法律服务；8) 环境监测及治理服务；9) 其他高技术服务。在大类行业中，高技术服务业主要对应于信息传输软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，科学研究技术服务和地质勘查业三个行业。2015年至2022年，我国高技术服务业投资的年均复合增速达到16.2%，2023年前10个月累计同比增速仍有11.3%。据国家统计局解读，2023年1-8月份，规模以上高技术服务业企业营业收入同比增速为10.6%，高于全部规模以上服务业企业3.4个百分点。

图表39 高技术和社会领域服务业投资占比约18%



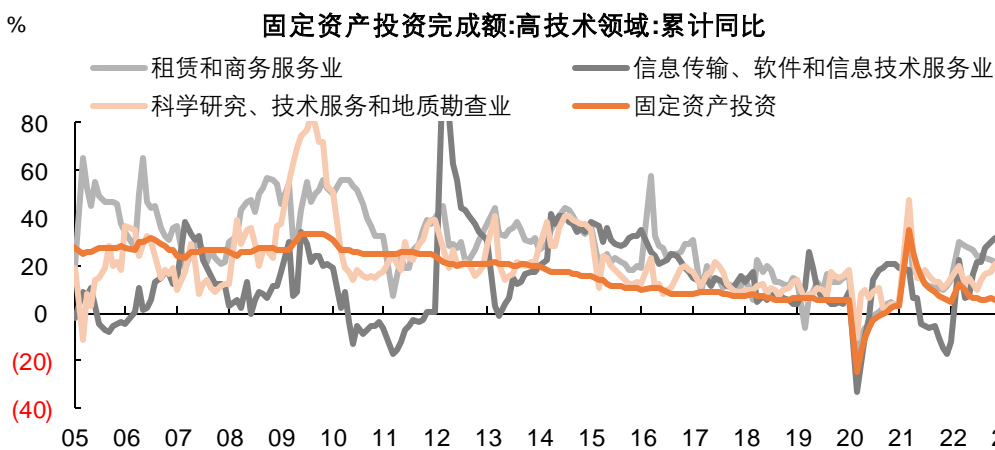
资料来源: Wind, 国家统计局, 平安证券研究所

图表40 上市制造业企业研发费用率趋升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表41 2012年以来，高技术相关的服务业投资增速高于总体

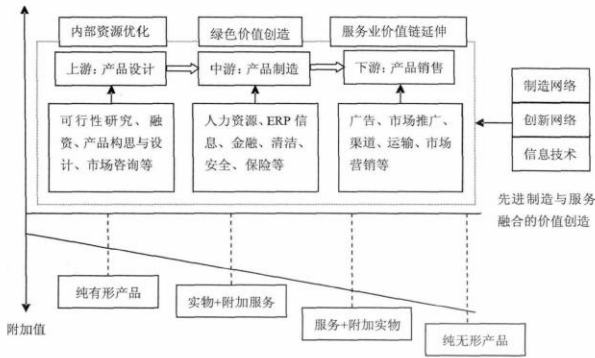


资料来源: Wind, 平安证券研究所

高技术服务业投资强劲，与制造业发展“相辅相成”，融合程度不断加深。一方面，制造业企业可以开设或者收购研发服务企业，增强 R&D 投入，向微笑曲线的前段渗透。截至 2023 年前三季度，上市制造业企业研发支出 (TTM) 已达到 1.2 万

亿，在营业收入中的占比约 4.3%。2015 至 2022 年间，上市制造业企业平均研发费用的年均复合增速达到 21.1%，成为高技术服务业增长的重要带动力量。**另一方面**，服务业企业可发挥设计、渠道、创意等方面的优势，通过委托制造、品牌授权等方式反向发展制造。京东京造、网易严选、淘宝心选、小米有品等企业近年来已经开启大数据选品，连接厂商与消费者的尝试。可以说，在一国制造业发展日趋成熟后，生产性服务业的结构和层级决定了制造业在攀升价值链高端过程中所能达到的高度和层次。尤其是，高端装备制造业技术水平高、研发投入大、产业链条长，服务性特征更为明显。

图表42 先进制造业与现代服务业融合的价值创造机制



资料来源:《先进制造业与现代服务业融合:实现机理及路径选择》,平安证券研究所

图表43 我国代表性服务业企业与制造业的融合

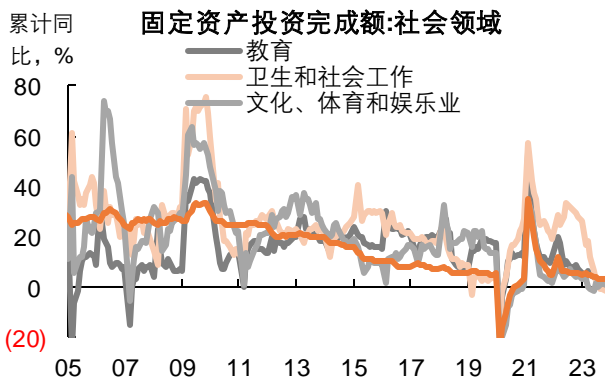
案例	简介
京东京造	依托京东大数据,从用户需求驱动具体策略,服务平台连接厂商和消费者
网易严选	建立“柔性供应链”,利用大数据,帮助制造商更快速、灵活地感知市场
小米有品	更好地充当用户需求和供应链生产之间“翻译官”
淘宝心选	继淘宝、天猫、天猫超市之后,阿里又一个新的 2C 电商业
企鹅优品	产品定位为“帮助 C 端用户发现好货”的内容导购平台
苏宁极物	利用中国先进轻工业的剩余产能,通过压缩供应链降低成本,以 C2M 形式生产销售

资料来源:《先进制造业与现代服务业融合:实现机理及路径选择》,平安证券研究所

社会领域投资关系民生领域“补短板”，近五年复合平均增速在 10%以上。据国家统计局数据，2018-2022 年，中国社会领域投资年均增长 11.7%，较全部投资增速高 6.9 个百分点。社会领域投资主要包括 3 大类，即教育、卫生和社会工作、文化体育和娱乐业投资，三者在 2018 至 2022 年的年均复合增速分别达 10.8%、16.9%和 8.0%。由于 2018 年以后固定资产投资的细分数据未公布，从《固定资产投资统计年鉴》看，2017 年教育、卫生和社会工作、文化体育和娱乐业固定资产投资中，国有控股投资的占比分别为 75.2%、58.4%和 47.1%，可见国有资本在其中占据重要地位。**不过，2023 年社会领域投资呈现减速迹象**，前 10 个月教育、卫生和社会工作、文化体育和娱乐业投资增速分别为 1.6%、-1.3%和 1.2%；同期，公共财政投向教育、卫生健康、文化旅游体育与传媒三大领域的支出增速为 4.1%，低于 2022 年末的 8.4%。

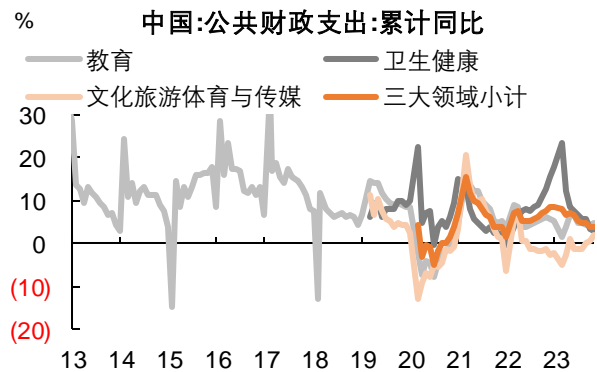
展望 2024 年，随着企业盈利恢复有望带动研发投入的增加、以及财政政策将更加积极，预计高技术服务业和社会领域服务业的投资增速将达到 10%-15%，对总投资的拉动在 2 个百分点左右。

图表44 近年来社会领域服务业投资增速高于总体



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表45 2023 年公共财政投向教育和卫生健康的支出减速



资料来源: Wind,平安证券研究所

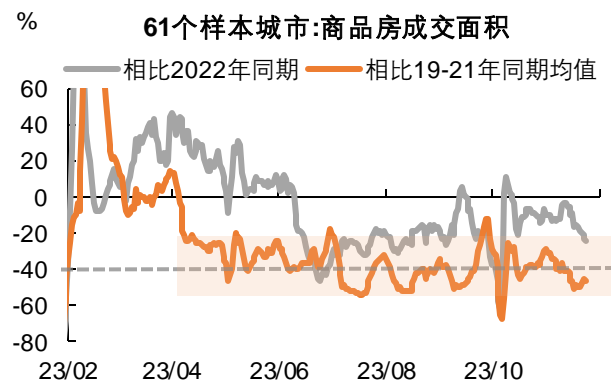
2.3 基建地产：国民力量“此消彼长”

■ 房地产销售：二手房“替代”新房

新房销售面积潜在中枢下移。回顾 2023 年一季度，疫情后购房积压需求释放，商品房成交表现较强。自 2023 年二季度起，新房成交面积同比增速虽有波动，但相比于 2019 至 2021 年同期的增速多数时间运行于-50%至-30%的区间，中枢在-40%左右。以此推断，现阶段居民购房需求已经较此前 2019 至 2021 年下跌 40%左右，对应年商品房住宅面积的中枢在 9-9.5 亿平米附近。其中既有债务压力偏大、投机性需求退坡等因素的影响，也有购房观念转变的冲击。

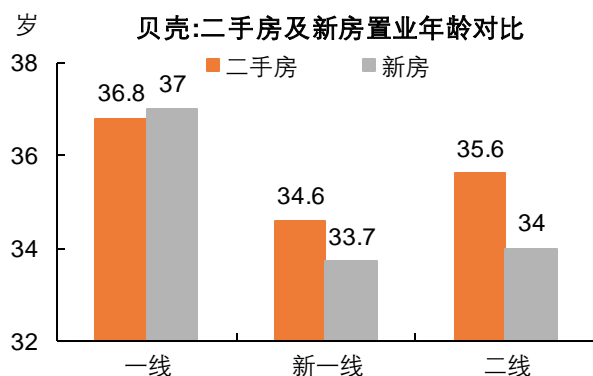
2024 年潜在置业人群减少。以住房公积金贷款职工年龄分布、贝壳研究院统计的不同能级置业年龄看，目前中国购房的主力集中于 30-40 岁的人群。相对而言，低能级城市的置业年龄较高能级城市更小。以 2020 年“七普”数据推算，2024 年作为置业主力人群的 30-40 岁人口数将较 2023 年减少 2.8%，尤其是 30-35 岁人口的下行速度达 5.4%。这意味着房地产销售将继续承压，低能级城市房地产市场所面临的压力可能更大。

图表 46 2023 年新房成交面积为 19-21 年同期的 5 到 6 成



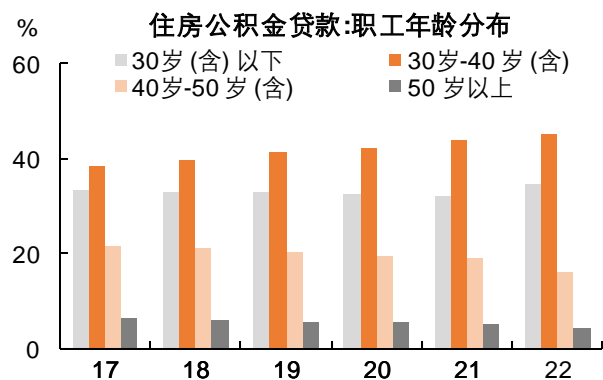
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 47 2021 年不同能级城市置业年龄



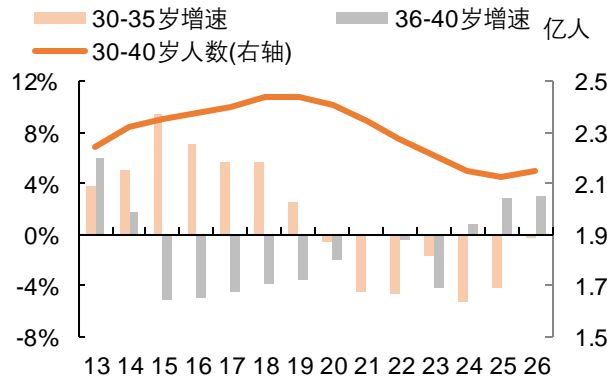
资料来源: 贝壳研究院,平安证券研究所

图表 48 公积金贷款职工年龄集中于 30-40 岁



资料来源: 全国住房公积金报告,平安证券研究所

图表 49 2024 年置业主力人口数仍有下行压力



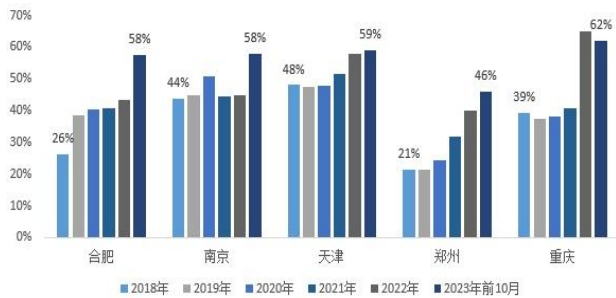
资料来源: 第七次人口普查,平安证券研究所

二手房销售表现偏强，加剧新房销售下行压力。2023 年 8 月以来，房地产销售政策进一步“松绑”。从我们统计的可比口径下 15 个样本城市成交情况看，新房销售面积同比增速徘徊在相对低位，而二手房成交同比由负转正，呈现更强韧性。据克而瑞统计，2023 年前 10 个月，合肥、南京、天津、重庆、郑州等城市二手房交易的市场份额较 2021 年明显上一台阶。二手房成交强于新房，其原因是多方面的：**首先**，随着投机性需求退坡、限售政策松动，二手房挂牌呈“量增价跌”态势，给

刚需带来更多挑选余地；相比之下，新房开盘供应相对有限，价格调整弹性不足。其次，自2022年7月房地产风险事件出现以来，居民对房地产企业期房交付的担忧加剧，期房销售较现房更快下跌，二手房成为较好的补充。最后，住宅规模相对较大，市场具备存量盘活空间。以“七普”数据看，2020年我国城镇居民人均住房建筑面积达到38.62平方米，城镇家庭人均住房达到1.06间，总量已达到相当规模，结构还有待优化。

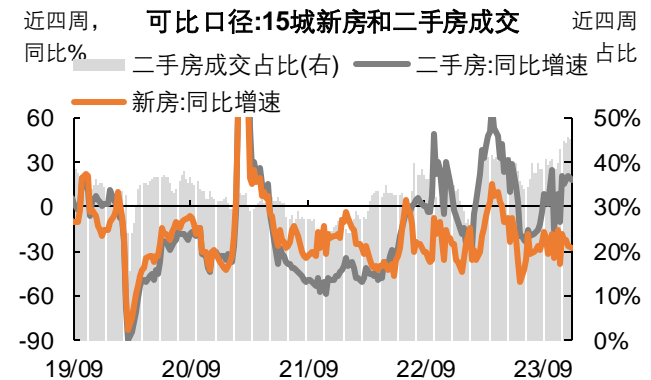
基于房地产销售面积潜在中枢下移、潜在置业人群进一步减少、二手房成交挤压新房的趋势，预计2024年的商品房住宅成交面积可能降至9.5亿平米。

图表50 2018年至2023年重点城市二手房市场份额



资料来源：克而瑞 CRIC,平安证券研究所；注：二手房市场份额 = 二手房成交面积 / (二手房成交面积 + 新房成交面积)

图表51 2023年以来，二手房成交增速快于新房



资料来源：Wind,平安证券研究所

■ 房地产竣工：“保交楼”拉动减弱

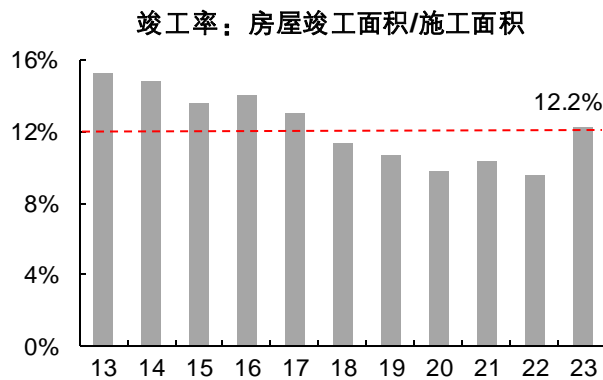
2023年以来，房地产投资修复以“保交楼”为主要特征。各地纷纷开展“保交楼”专项行动，集中资源、攻坚克难，相关项目单位面积施工力度更强，推动项目较快竣工。2023年前10个月，房屋竣工面积增速明显高于房屋新开工和施工面积增速，房屋竣工率（竣工面积/施工面积）较2022年提升2.7个百分点，达2018年以来最高点。

我们预计，“保交楼”对房地产竣工的拉动将在2024年上半年进入尾声。

一方面，以各地“保交楼”的实施方案及预计进度看，80%-90%的项目将于2023年完工。其中，湖北、湖南、河南三个重点省份的保交楼项目将在2023年底前交付90%以上，济南市、西安市2023年底的目标交付率也在80%以上；对于其余项目，长沙市表示争取2024年上半年陆续完成交付。

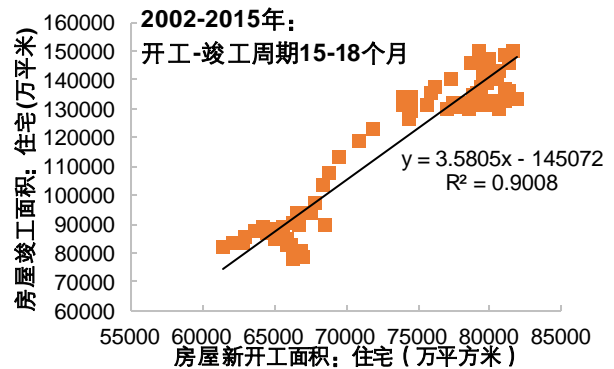
另一方面，以施工周期推算，资金相对充裕的项目大多将于2024年上半年完工。2002至2015年期间，房地产企业资金相对稳定，房屋开工到竣工的传导在5-6个季度。以此推算，资金较为充足的保交楼重点项目复工时间集中于2022年四季度到2023年一季度，施工5-6个季度后，将于2024年上半年将陆续完工。而对于资金困难，货值无法覆盖建设成本的项目，建设周期可能更长，对于总体竣工的拉动难以集中体现。

图表52 2023年前10个月竣工率为2018年以来新高



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表53 房地产开工到竣工的周期约5-6个季度



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表54 多地部署“保交楼”重点项目于2023年底前交付80%-90%

区域	交付预计/进度	具体内容
湖北省	目标:2023年底前交付90%以上	2022年10月至2023年6月,全省已拨付专项借款240亿元至风险项目使用,专项借款项目全部正常施工。截至目前,全省保交楼专项借款项目529个,涉及房屋近24万套,已交付房屋15万余套,交付率63.41%,排名全国前列。7月,全省开展“夏秋攻坚”保交楼专项行动,明确到今年年底前,对全省保交楼专项借款项目、恒大项目实行集中攻坚,确保房屋交付率90%以上。
湖南省	目标:2023年底前交付率达到90%以上	湖南省住建厅《全省“夏秋攻坚”保交楼专项行动实施方案》已于近日印发。《方案》明确,今年年底前,对全省保交楼专项借款项目实行集中攻坚,确保房屋交付率达到90%以上。
长沙市	目标:2023年底前完成90%,剩余部分24年上半年交付	截至2023年8月上旬,长沙全市33个市级防风险项目已交房31469套,其中3个项目已全部交付完毕。下半年,争取能够实现专项借款项目90%基本交付,剩余争取明年上半年陆续交付。
河南省	预计2023年底前交付90%	2023年,河南省将大力开展住房优居行动,在保交楼、化风险方面,会议提出,围绕第一批专项借款项目10月底前全部建成交付、第二批年底前交付50%目标。截至今年4月,河南省两批专项借款项目已经建成交付4.94万套房,近5万户购房群众拿到不动产权证,预计年底前交付可达到90%,能够完成住建部要求的不低于70%目标。
洛阳市	2023年10月交付率达到80%	截至2023年10月30日,全市已交付“保交楼”26777套,交付率达到80%,提前三个月完成国家下达目标任务的70%,惠及群众17万余人。
安徽省	2023年9月交付率超过50%	截至2023年9月,全省保交楼项目总数286个,目前交付完成率超过50%，“保交楼”项目交付完成率在全国居于前列。
济南市	目标:2023年底前完成80%以上	截至2023年8月上旬,济南已累计获得商业配套贷款47.17亿元,推动多个项目加快建设交付,在专项借款支持下全市已完成交付10722套。年底前,济南要力争完成“保交楼”总任务的80%以上。
西安市	目标:2023年底前交付80%以上	截至4月底,西安市“保交楼”项目共交付住宅1.5万余套,完成年度任务的31.38%,涉及25个项目。今年,西安明确提出了“保交楼”目标,确保延期项目年内交付80%以上。

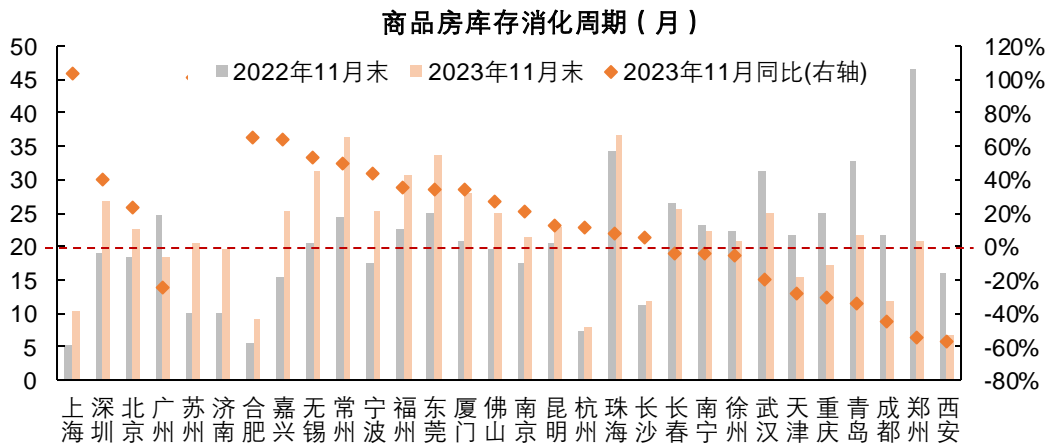
资料来源：中国政府网,平安证券研究所

■ 房地产投资：国有资本更趋主导

民营房企资金难题待解，拿地持续收缩，新开工动力不足。房地产的内生循环往往遵循“销售-拿地-开工”的顺序。原因在于，销售企稳能为房地产企业带来内生造血，并增强其拿地和开工的信心。然而，过去两年新房销售走弱，民营房地产企业信用风险事件多发，以销售降价促进资金回笼，拿地开工资金不足、预期回报率下滑，房地产市场内循环难以打通。

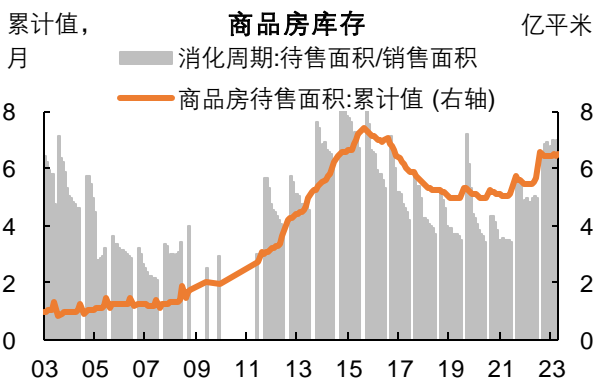
商品房库存消化周期偏长，抑制新开工恢复弹性。2022年以来，房屋新开工面积增速持续低于商品房销售面积，亦有对政策力度加大后供需失衡、房价上涨的担忧。其中的关键在于库存：据克而瑞统计，2023年11月，重点30城狭义库存消化周期（待售面积/近12个月平均成交面积）均值接近22个月，较去年同期提升5.6%，其中，25个城市狭义库存消化周期超过1年，12个城市狭义库存消化周期超过2年。当前商品房库存的绝对水平略低于2015至2016年，但以商品房待售面积与销售面积的比值看，截至2023年10月的商品房去化周期接近于2015年同期水平。回顾2013至2015年，商品房库存也曾明显累积，新开工增速连续三年低于商品房销售增速。商品房销售增速自2015年起反弹，2016年起棚改大规模推进，带动新开工增速由负转正。

图表55 2023年11月重点30城商品房库存消化周期



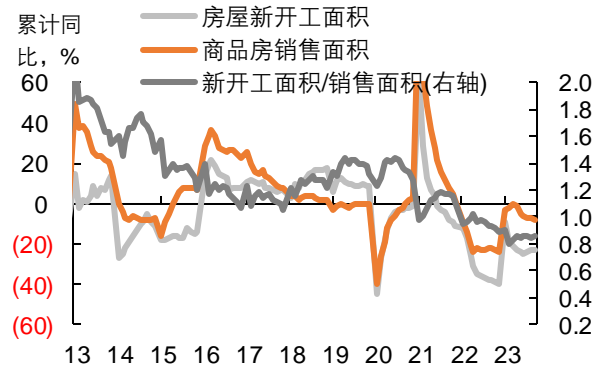
资料来源：克而瑞,平安证券研究所

图表56 2023年商品房消化周期与2015年的高位相当



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表57 2013至2016年,新开工面积增速持续低于销售面积增速



资料来源：Wind,平安证券研究所

在民营房企投资动力不足的当下，“三大工程”（保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设）将成为 2024 年房地产增量政策的重点方向，其中城中村改造规模相对较大，与 2015 年的棚改有一定相似之处。不过，城中村改造仍存在一些堵点或难点需要重视：1）相较于城市棚户区，城中村改造将面临更为复杂的土地所有权以及多方利益平衡问题。需要妥善解决改制后村民的生活与安置，也需要平衡开发商、村集体及地方政府的利益；2）本轮城中村改造施行净地出让，在地方财政压力较大、地产企业现金流未有明显改善的背景下，筹集资金是难点所在。如何提升社会资本参与意愿，实现土地增值收益最大化及收益分配合理化，如何摸索房票安置的使用范围、使用时间以及金额等细节问题仍需进一步思考。这或许也是政策导向“成熟一个推进一个”的意图所在。3）本次城中村改造项目周期偏长，拉动投资的作用预计更为温和，亦需确保开发商或参与主体项目经验较丰富、现金流较稳健。我们测算，本轮超大特大城市“城中村”总投资额或达 8.2 万亿元，年均投资额 8200 亿元，占 2022 年全国房地产开发投资完成额为 6.2%。

展望 2024 年，预计新房销售面积增速为-10%左右，房地产投资增速为-7%左右，拖累总投资约 1.4 个百分点。

图表 58 城中村改造与棚户区改造的政策对比

项目	城中村改造	棚改
范围	超大特大城市	全国(主要三四线)
主导方	城市政府负主体责任，鼓励和支持民间资本参与	以政府为主导，国企实施
土地性质	多为集体用地及宅基地	城镇国有用地为主
改造方式	可选择拆除新建、整治提升、拆整结合等方式，与保障性住房建设结合；或以房屋安置和房票安置为主	拆除新建、改建（扩建、翻建）；以货币化安置为主
资金来源	提倡“多渠道筹措改造资金，鼓励和支持民间资本参与”，强调市场化主导，预计将通过社会资本（城市更新基金引导、REITS 等）、政策行贷款、专项债、财政支出等渠道筹资	PSL 和专项债为主
规模	预计总投资 8.2 万亿元	2016-2020 年，全国棚改完成投资约 7 万亿元

资料来源：Wind，中国政府网，平安证券研究所

■ 基建投资：贷款和预算内资金支持增强

2023 年以来，基建增量资金主要来源于国内贷款和增发国债。

- 1) 公共财政和专项债资金对基建的支持相对有限。2023 年前 10 个月，公共财政支出投向基建相关四个分项的资金同比增速为 1.8%，同比多增 800 多亿元；四个分项在公共财政支出中的占比为 21.7%，为近十年同期最低值。据企业预警通统计，2023 年 1-11 月，新增专项债投向基建的比例约 66.6%，较 2022 年提升 1.5 个百分点。不过，2023 年财政预算中新增专项债规模为 3.8 万亿，较 2022 年调增限额后的 4.15 万亿减少。我们测算，2023 年专项债投向基建相关领域的规模较 2022 年少增 2000 亿元左右。
- 2) 城投债融资小幅多增，2023 年前 11 个月城投债净融资规模约 1 万亿元，较 2022 年多增 1700 多亿元。
- 3) 基建贷款明显多增，2023 年三季度末，本外币基础设施业中长期贷款余额 36.76 万亿元，同比增长 15.1%；前三季度增加 4.08 万亿元，同比多增 1.02 万亿元。
- 4) 增发国债也有带动，但其落地使用可能集中在 2024 年，预计对 2023 年基建资金的带动在 4000 亿元左右。

展望 2024 年，预计 2024 年基建三大行业投资增速在 8%左右，拉动总投资增长 2.2 个点。

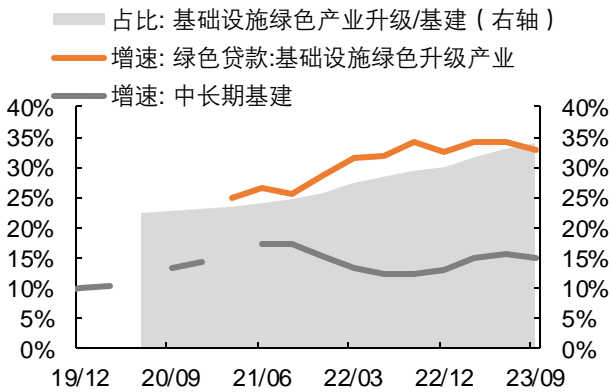
- 增量在于：1) 基建贷款支持力度有望保持，其中的支撑包括政策性银行信贷加力、基础设施绿色升级相关贷款维持较高增速，预计 2024 年同比多增 1.3 万亿元左右。2) 公共财政预算内资金：一是，假设 2024 年公共财政投向基建分

项的资金增速为 3-4%，对应的增量资金规模约 2000 亿元。二是，预计增发万亿国债对 2024 年基建的带动在 6000 亿元左右，较 2023 年多增 2000 亿元。

- **拖累在于：1) 专项债：**我们预计，2024 年专项债资金可能更多投向城中村改造、保障性住房等保障性安居工程领域。假设 2024 年专项债新增规模持平于 3.8 万亿，投向基建的比例较 2023 年降低 3-4 个百分点，对基建投资的拖累在 2000 亿元左右。**2) 城投融资：**考虑到地方政府隐性债务化解推进，对城投融资的管控增强，且 12 个重点省份受更强约束，假设 2024 年城投债净融资规模下滑 20%，同比少增 2000 亿元左右。

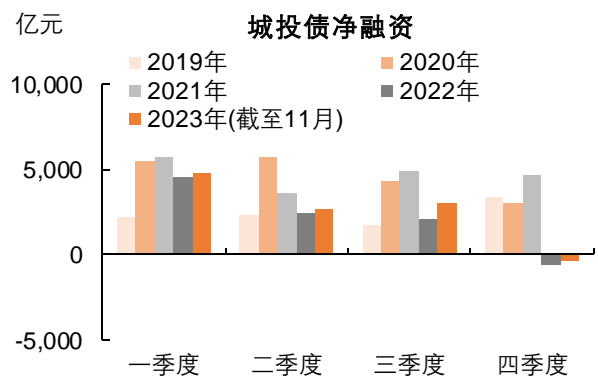
乐观情形下，若新增专项债规模进一步扩张，或政策性开发性金融机构贷款投放力度加大，2024 年基建投资增速有望达到 9% 以上。

图表 59 2023 年前三季度基建相关绿色贷款较快增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 60 2023 年前 11 个月城投债净融资同比小幅多增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、宏观政策需续力

2023 年 12 月，中央政治局会议为 2024 年的宏观政策提供指引，财政政策“适度加力、提质增效”，货币政策“灵活适度、精准有效”，并强调“增强宏观政策取向一致性”。

展望 2024 年，**财政政策方面，财政赤字率有必要保持较高水平**，以缓解房地产转型、地方债务化解与金融稳定带来的额外压力。节奏上，可能“前置”发力，与 2023 年的“后置”有机衔接；结构上，在保证经济事务、住房建设等支出的基础上，有望更向民生和社会保障倾斜。

货币政策方面，降准降息支持仍有必要，以配合财政、激发私人部门融资需求、维持实际利率合理适度等。预计政策利率和存款利率或需调降 25bp 以上，存款准备金率的下行幅度在 0.5 个百分点左右；预计 2024 年末的 M2 增速维持在 8.8% 左右，社融增速或达 9.8% 左右。人民币贬值压力有望缓解甚至迎来转机，为货币政策腾挪更大空间。

3.1 财政政策

■ 2023 年房地产对财政收支的拖累继续加大

2023 年 10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，增发 1 万亿元特别国债，在 2023 年安排使用 5000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元。本次预算调整后，2023 年的赤字率水平在 3.8% 左右，略高于 2020 年疫情水平，或意味着 3% 的赤字率已不再是特殊情形下的“紧约束”。特殊时期需要特殊举措，这种政策理念上的突破尤其值得高度肯定。

受土地收入拖累，考虑 2023 年安排使用的 5000 亿元增发国债后，我们测算 2023 年广义财政的实际支出规模可能较 2022 年的实际支出增长 3.2%，较年初预算增速低 2.7 个百分点。按 2023 年两会财政预算，广义预算支出安排较 2022 年实际支出增长 5.9%。然而，前 10 个月土地收入不及预期，拖累政府性基金收入累计同比下滑 16%，年末难以回到年初预算设定的 0.37% 微正增长。假设 2023 年全年政府性基金收入同比降幅收窄至 15%，则政府性基金较预算少收约 1.2 万亿；为维持向一般公共预算的调入规模，政府性基金支出可能较预算少 1.5 万亿元。

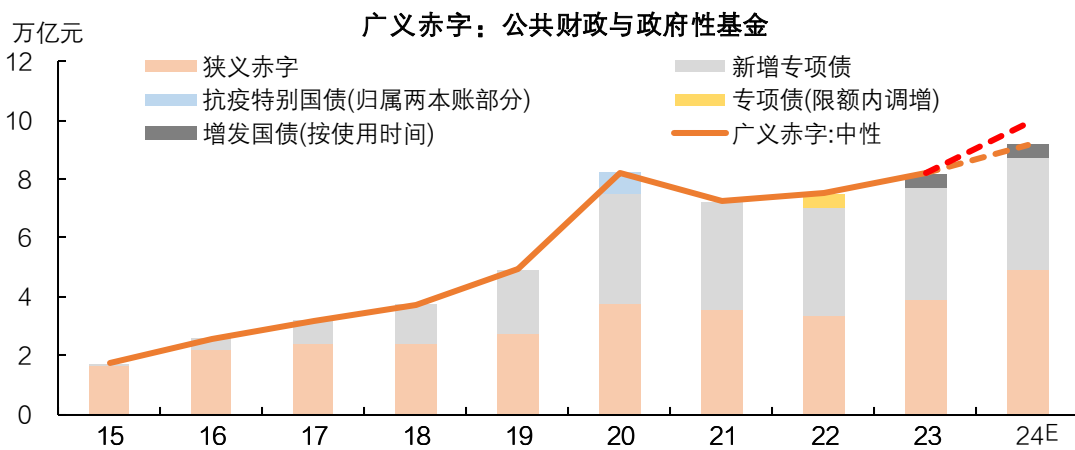
■ 2024 年财政赤字率有必要保持较高水平

预计 2024 年广义赤字(包括一般公共预算和政府性基金预算)预算规模约为 91800 亿元(其中 5000 亿元为 2023 年结转)，其中狭义赤字率在 3.6% 左右(对应狭义赤字规模与 2023 年预算调整后基本相当)，新增地方政府专项债规模基本持平于 3.8 万亿。2024 年财政赤字维持较高水平的必要性在于，中央财政在弥补收支缺口、防范债务和金融风险、稳定经济增长等方面需发挥更大作用。

具体可从四个方面理解：一是，结构转型期经济增长面临“阵痛”，为对冲地产下行压力，财政需更加积极有为。二是，缓解房地产调整对财政发力的掣肘。房地产影响广义财政收入的三到四成，若 2024 年房地产销售无明显反弹，库存去化压力偏大，房企现金流紧张态势未有扭转，土地出让收入可能延续低迷。三是，地方政府化债需要更多中央财政救济。2023 年 7 月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，10 月末中央金融工作会议提出“建立防范化解地方债务风险长效机制”，化债已成为财政的重点工作之一。考虑到央地财权事权不匹配、债务杠杆率不平衡的现状，中央政府加杠杆、地方政府稳杠杆有必要性、也有充分空间。四是，短期内“置换+金融支持”的隐性债务化解思路逐步明晰。然而，让大行做地方政府化债“先锋”，与直接增加赤字相比，孰优孰劣？这涉及到财政风险与金融风险的权衡。五是，近年来地方政府专项债余额不断提升，而政府性基金收入较快下滑，令部分地区可能面临“财政重组”。相比于专项债而言，政策性开发性金融工具的使用更为灵活，更适合对接基建和“三大工程”的建设。

乐观情形下，预计 2024 年广义赤字规模约为 99200 亿元，其中狭义赤字率调增至 4% 左右，对应狭义赤字规模较 2023 年预算调整后增加 5400 亿元左右；新增专项债额度为 4 万亿元，较 2023 年提升 2000 亿元。

图表 61 2024 年公共财政+政府性基金广义赤字预测



资料来源：Wind, 平安证券研究所；注：红色线为乐观情形下的预计

■ 2024 年积极财政：“前置”发力，聚焦支出端

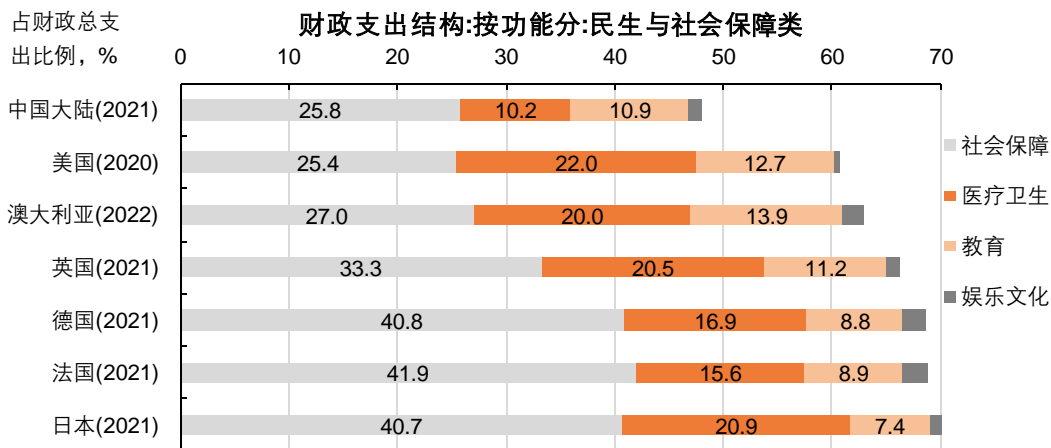
我们认为，2024 年积极财政的着力点仍将聚焦支出端发力。近年来，中国大规模实施减税退税降费，2022 年全年新增减税降费及退税超 3.46 万亿元，缓税缓费超 7500 亿元。从撬动经济的角度看，近年来中国税收弹性较快回落，减税降费等收入

端政策的作用已明显递减，财政支出端发力对经济的拉动作用或更明显。据国家税务总局统计，2023年1至10月，全国新增减税降费及退税缓费1.66万亿元，较2022年的峰值水平已明显退坡。

从支出节奏看，预计2024年财政支出将“前置”，与2023年的“后置”有机衔接。2023年四季度增发1万亿元国债，将对2024年一季度的财政发力形成支撑。考虑到基数效应的消退，2024年实现5%左右的经济增速目标，财政政策应作为主要抓手，尽早发力对冲。

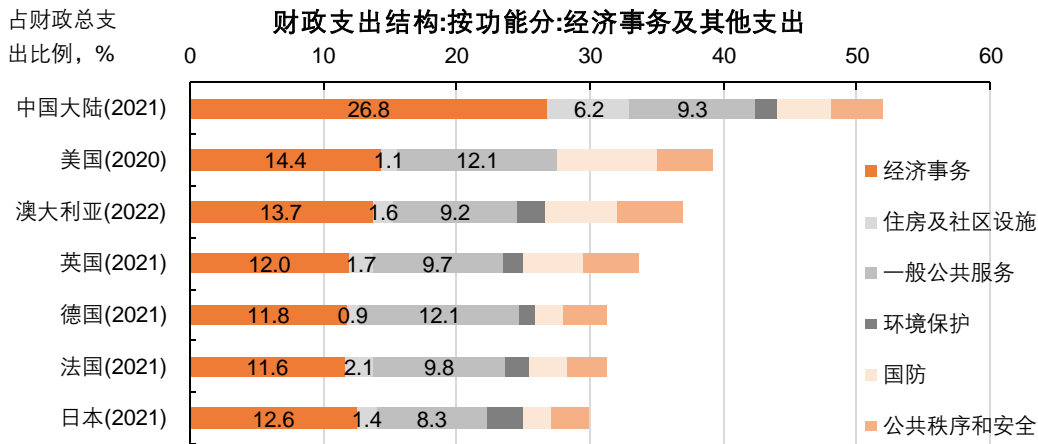
从支出结构看，预计2024年财政支出更加注重民生和社会保障。尤其需加强对医疗、教育、就业及社会保障等民生领域的公共消费，发挥其对私人消费的“挤入”作用。将财政支出按功能分类，相比于主要发达经济体，中国财政支出中用于民生和社会保障类的占比明显偏低，用于经济事务、住房及社区设施的支出占比显著偏高。据IMF统计，2021年中国大陆财政支出中，用于社会保障、医疗卫生、教育、娱乐文化四方面的支出合计占比仅48%，低于2021年英国的66.3%、德国的68.7%、法国的68.8%、日本的70.1%，也低于美国（2020年）的60.7%、澳大利亚（2022年）的63%。同时，2021年中国大陆用于经济事务、住房及社区设施的支出占比合计33%，较主要发达经济体高出一倍有余。换言之，中国财政支出更侧重于基建及保障房投资，直接推动“稳增长”，而主要发达经济体侧重于为居民提供公共服务。历经多年建设，财政投入基建项目的边际产出逐步回落，公共服务均等化逐步成为财政的主要矛盾，以此能够缓解居民消费的后顾之忧，提升居民消费意愿和能力，更利于实现高质量发展的中长期目标。

图表62 相比于主要发达经济体，中国用于民生和社会保障类的财政支出比例偏低



资料来源：IMF, 平安证券研究所

图表63 相比于主要发达经济体，中国用于经济事务、住房和社区设施的财政支出比例偏高



资料来源：IMF, 平安证券研究所

3.2 货币政策

■ 降息：必要不减，提升效能

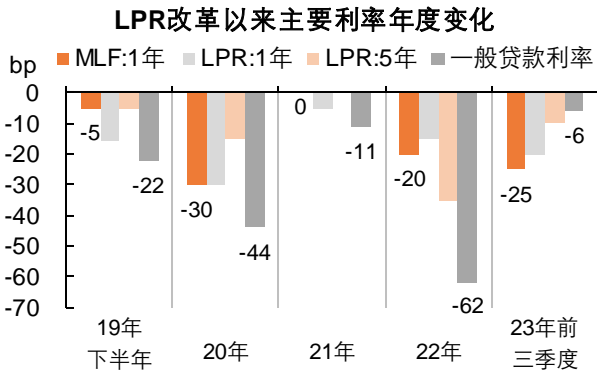
回顾 2019 年下半年至 2022 年，LPR 改革红利不断释放，政策利率小幅调降能够推动贷款利率大幅下行。这体现为一般贷款利率的年度降幅持续高于 1 年期 MLF 利率、1 年期 LPR 利率和 5 年期 LPR 利率。其中离不开银行让利的成效，商业银行的净息差（滞后一期）自 2019 年 9 月的 2.18% 降至 2023 年 3 月的 1.74%，压降幅度达 45bp。

2023 年以来的变化在于，政策利率向贷款利率的传导出现“折扣”。2023 年三季度货币政策执行报告指出，“完善央行政策利率体系，提升市场基准利率的公信力……增强 LPR 对实际贷款利率的指导性”。今年前三季度政策利率大幅调降 25bp，而金融机构一般贷款加权平均利率仅小幅下行 6bp。原因在于，2023 年三季度商业银行的净息差已降至历史极端低位，与不良贷款比例的差值仅有 12bp。在偏低的净息差水平下，商业银行既需承担服务实体经济的重担，又要以展期、降息等方式助力地方政府融资平台债务风险化解，还需核销潜在不良贷款带来的损失，避免滋生系统性金融风险。

这意味着，社会融资成本的降低更需依赖政策利率的调降、存款利率的下行。2023 年 4 月，存款利率市场化改革更进一步，市场利率定价自律机制发布“合格审慎评估实施办法（2023 年修订版）”，使利率的市场化调整具有了惩罚性。从货币政策执行报告看，2023 年前三季度主要银行下调 1 年期及以上存款利率 10-25 个基点，与 MLF 和 LPR 变化幅度相当。

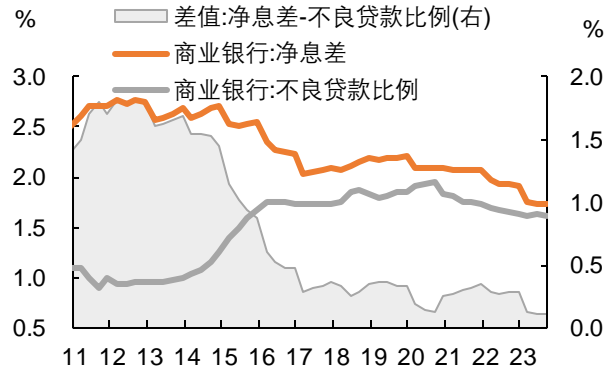
预计 2024 年存款利率与国债利率的联动性提升。央行在 2023 年三季度货币政策执行报告中指出，“人民银行将进一步加强与财政政策的协调配合，加快债券市场建设，优化国债持有结构，推动银行发展政府债券柜台销售和交易，便利更多企业和居民持有国债，实现国债投资主体多元化”。促进国债投资主体多元化与存款利率市场化有内在的一致性，可对标同期限国债利率，大力推进存款和大量存单降息，既有助于降低商业银行负债成本，又能够提升国债对居民资产配置的吸引力。

图表64 LPR改革以来主要利率年度变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表65 2023年二季度以来, 商业银行净息差趋稳

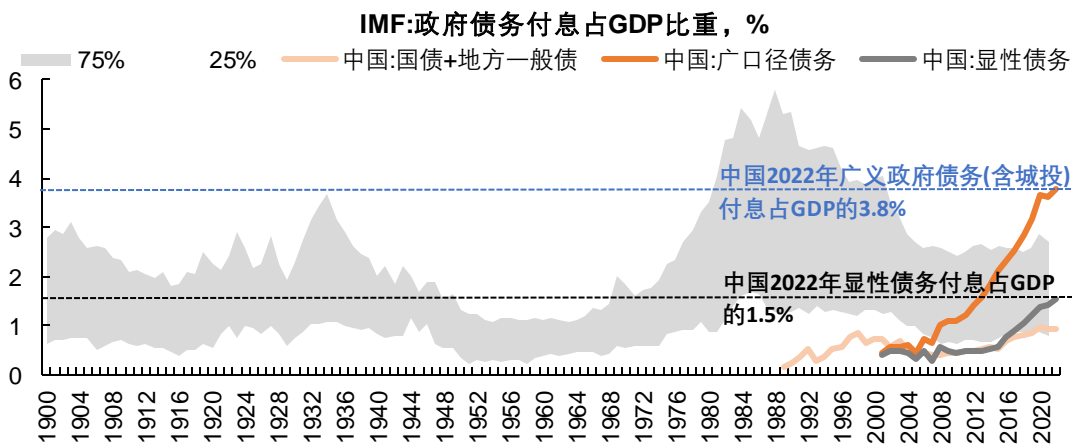


资料来源: Wind, 平安证券研究所

从配合财政、激发私人部门融资需求、维持实际利率合理适度等角度出发, 2024年货币政策“降成本”必要性不减, 政策利率和存款利率或需调降25bp以上, 推动名义贷款利率进一步下行。

首先, 从配合财政政策角度看, 若货币政策更大力度降息, 推动国债利率降至(名义GDP增速-赤字率)以下, 则既有助于在流量层面上缓解付息压力, 也有助于在存量层面上降低政府部门的杠杆率。中国政府债务付息在GDP中的比重偏高, 已使财政政策的发力空间日渐逼仄。截至2022年, 中国政府显性债务付息占GDP的比重约1.5%, 处于全球中位数水平附近。若将地方政府提供信用背书的城投隐性债务计入, 中国政府广义债务付息规模已占GDP的3.8%。我们测算, 2022年我国政府显性债务、广义债务付息规模约分别占“四本账”赤字额的20%和49%。政府债务付息规模过高, 即便违约风险可控, 也将挤压财政发力空间, 使其对经济增长支持力度减弱。1) 如果(国债实际利率+赤字率) ≤ 实际GDP增速, 那么债务存量增速就将低于GDP增速, 政府杠杆率将逐步趋降。假设2024年实际GDP增速在4.5%-5%, 加上1%-1.5%的GDP平减指数, 减去3.5%-4%的狭义赤字率, 理想状态下的作为政府融资代表性利率的十年国债利率水平应在2-2.5%之间。2) 我们测算, 2022年末城投有息负债规模约57万亿元, 年化融资成本约5.2%。在财政一揽子化债的同时, 若货币政策予以降息配合, 推动城投有息负债成本下行至4%以内, 预计每年可节省利息支出6800多亿元, 节约比例达23%, 将有助于更好化解地方政府隐性债务。

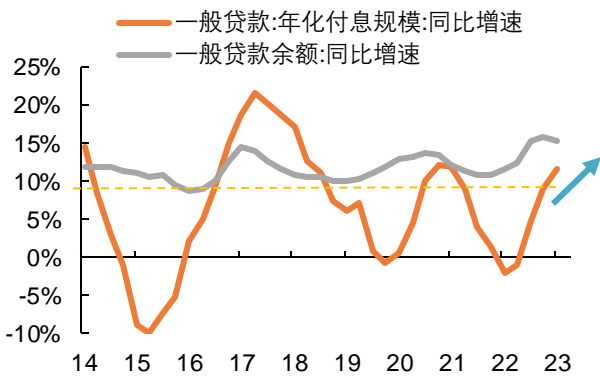
图表66 2022年, 中国广义政府债务付息规模占GDP的3.8%



资料来源: IMF, Wind, 平安证券研究所; 注: 阴影部分表示同一时期内, 海外各国付息占GDP比重25%-75%的分位区间

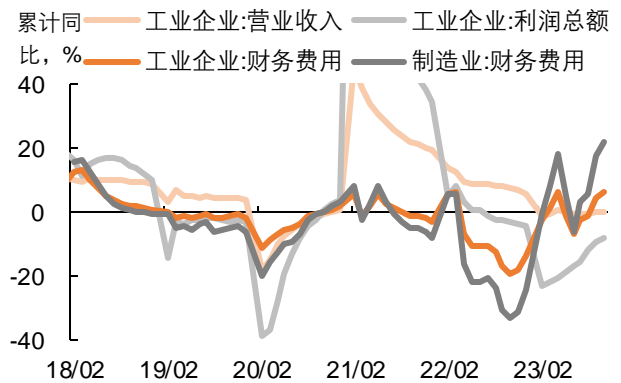
其次，从激发私人部门活力角度看，若需提振企业融资需求，支持投资扩张，2024年央行有必要推动名义贷款利率继续下行。2023年以来，私人部门利息负担再度抬头，不利于企业融资需求的释放。一方面，2023年前10个月，规模以上工业企业财务费用累计同比增长6.6%，其中制造业企业财务费用累计同比增长22.1%，高于略微正增长的营收同比增速、持续负增长的利润同比增速。另一方面，以一般贷款的规模和投放利率测算，2023年三季度一般贷款年化付息规模的同比增速升至11.7%的高位；同时，一般贷款余额的同比增速较2023年二季度下滑0.7个百分点。从企业投资决策角度来看，2023年三季度A股非金融上市民企投入资本回报率(ROIC)为4.11%，较2022年末下行0.59个百分点，较同期一般贷款利率低40bp，新增投资的预期收益率低于融资成本，不利于企业投资需求的充分释放。

图表67 2023年三季度一般贷款年化付息同比增长11.7%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

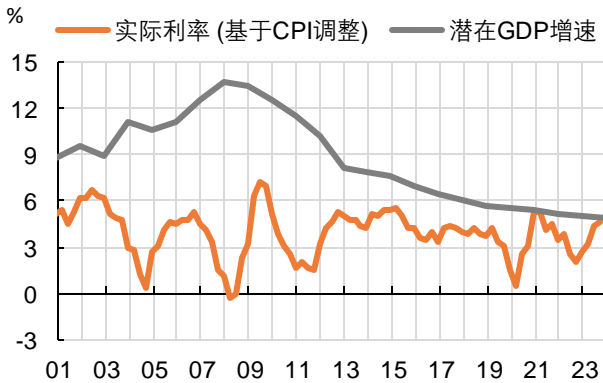
图表68 2023年以来工业企业财务费用同比增速较快提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

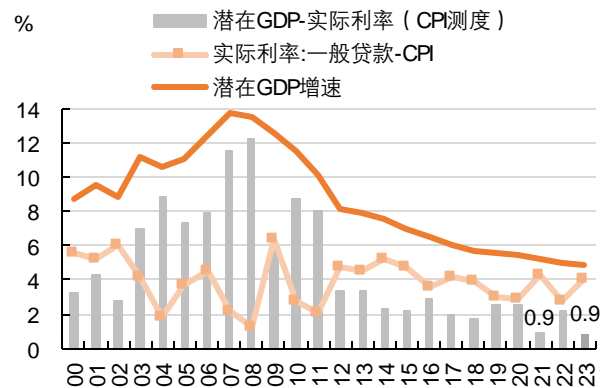
再次，为维持合理适度的实际利率水平，2024年存在调降政策利率的诉求。从绝对水平看，截至2023年三季度，以一般贷款利率和CPI衡量的中国实际利率水平为4.58%，处于2016年以来的93.3%分位，仅低于2020年四季度和2021年一季度。易纲(2019)指出，“保持实际利率略低于经济增长率是比较合理的，有利于债务可持续，并可以给予经济增长适度的激励”。回顾历史，从“潜在GDP增速-实际利率(CPI测度)”差值看：1) 货币政策取向偏宽松时，差值在2.5个百分点左右，类似14年-15年、19年-20年和22年。2) 货币政策稳健中性时，差值在1.5-2个百分点左右，类似17年-18年。3) 2021年、2023年两个疫后修复年份存在一定特殊性，因物价表现疲弱，“潜在GDP增速-实际利率(CPI测度)”均在0.9个百分点左右。我们预计，2024年物价可能向合理水平缓慢回归，全年CPI增速的中枢在0.9%上下，假设潜在GDP增速降至4.8%左右，若需推动实际利率与潜在GDP增速的差值向1.5个百分点左右的合理水平回归，名义一般贷款利率有必要降低20-30bp，至4.2%左右(4.8%-1.5%+0.9%)，MLF政策利率或需同等幅度调降。

图表69 2023年三季度实际利率处2016年以来93%分位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表70 多数年份潜在GDP增速与实际利率之差大于2%



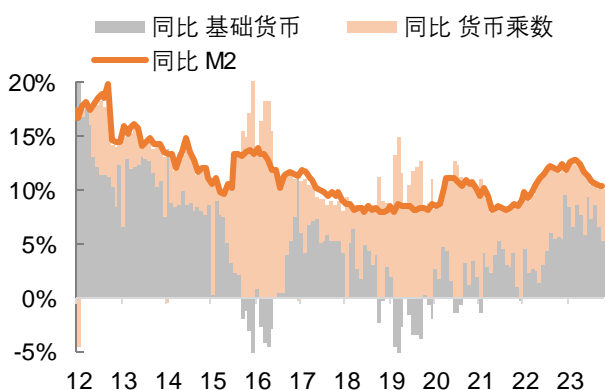
资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 降准与结构工具：配合财政

在“量”的投放上，预计 2024 年货币政策将加强与财政政策的协同。这体现在三个方面：首先，流动性层面的协同。即熨平日常财政收支的影响、支持政府债券集中发行。我们预计，2024 年广义财政赤字可能提升至 9 至 10 万亿元，自政府债发行缴款开始，到资金拨付使用之前，将对金融市场流动性产生占用，可能在短期内推升资金利率水平，加剧资金面的波动。为此，央行有必要通过 MLF、OMO 等形式更大规模投放资金；同时，广泛使用国债、地方债作为质押品，开展国债做市支持操作，提升政府债券二级市场流动性。其次，促进经济结构调整优化的协同。应是“财政为主、货币补位”。结合财政支出发力的重点方向，预计 2024 年结构性货币政策工具将加强对民营企业和房地产“三大工程”的支持。第三，协同防范化解地方债务风险。这主要体现在存量贷款的偿还、存量资产的盘活等方面。央行指出：“统筹协调好金融支持地方融资平台债务风险化解”，相关流动性支持工具（SPV）或将于 2024 年落地使用。

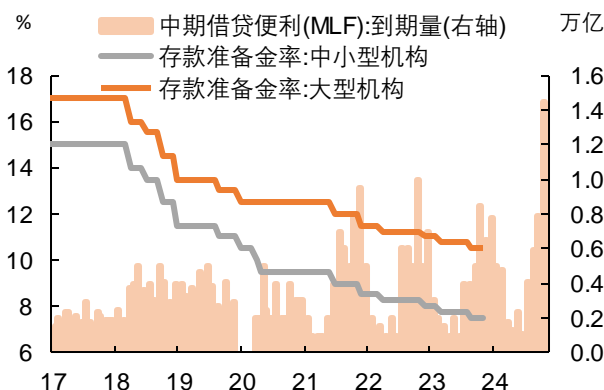
从“广义货币供应量与名义 GDP”相匹配的角度看，预计 2024 年末的 M2 增速维持在 8.8% 左右。2023 年二季度以来，结构性货币政策工具的使用有所减速，基础货币投放速度放缓，M2 增速回落。预计 2024 年基础货币投放或更加积极，为配合财政政府债发行、“三大工程”建设以及地方政府债务化解，结构性货币政策工具存在扩容空间，公开市场操作余额更高。不过，在季末年初信贷大月，以降准投放中长期、低成本资金的诉求仍在，预计 2024 年存款准备金率的下行幅度在 0.5 个百分点左右。

图表 71 2023 年以来基础货币投放趋缓，M2 增速回落



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 72 季末年初 MLF 到期高峰存在降准诉求



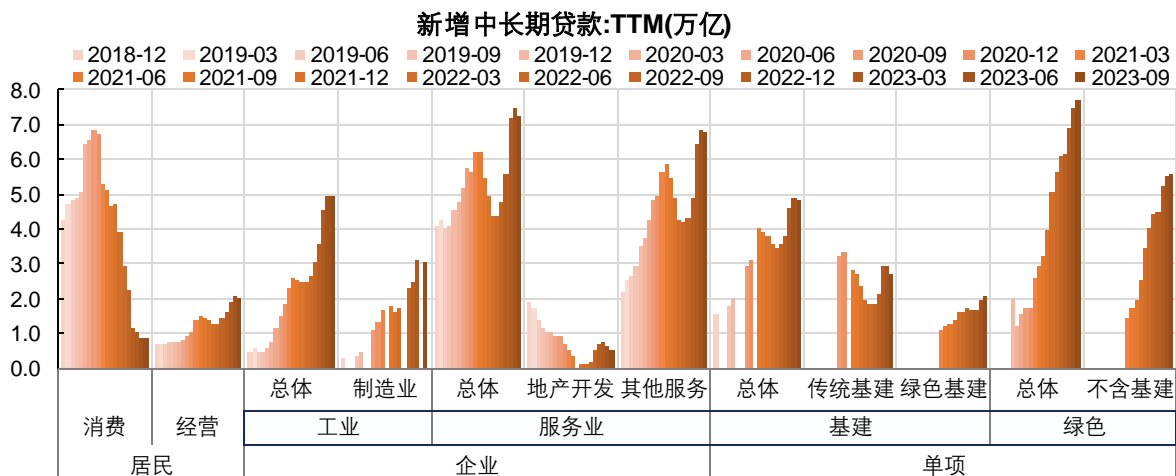
资料来源：Wind, 平安证券研究所

■ 稳信用：政府先行，质在量先

“提质换挡”诉求下，2024 年将更加注重信贷投放的结构和质量，对信贷增量和增速的要求有所淡化。2023 年中央金融工作会议提出“盘活存量资金，提高资金使用效率”的要求。2023 年三季度货币政策执行报告指出，“我国经济已由高速增长阶段转入高质量发展阶段，信贷增速本身需要适配经济增长逐步提质换挡”，“银行业要把握好信贷增长和净息差收窄之间的平衡，亦需寻求新的信贷合理增长水平”。

2019 年以来，我国新增中长期贷款投放结构已有明显变化。一是，与房地产相关的中长期贷款投放见顶。从近四季度的新增贷款看，居民中长期消费贷款的投放量在 2020 年三季度达到 6.8 万亿元的高点，至 2023 年三季度回落至 0.8 万亿元；2018 年的房地产企业开发贷款投放量约 1.9 万亿元，到 2021 年三季度新增净投放接近于 0，2022 年四季度“三箭齐发”后有所修复。二是，制造业和绿色领域贷款较快增长，对经济结构转型形成有力支撑。在 2018 年，制造业中长期贷款的新增投放额在 0.3 万亿元左右，与其在国民经济中的地位并不匹配。至 2023 年三季度，近一年制造业中长期贷款新增投放额升至 3.1 万亿元左右，绿色贷款的新增投放额更是达到 7.7 万亿元。三是，基建贷款总体稳中有升，结构上绿色基建相关贷款较快增长，对新基建、稳增长的支持力度增强。截止 2023 年三季度，投向交通运输仓储和邮政业，电力热力燃气及水生产和供应业两个基建相关行业的绿色贷款规模达到 11.9 万亿元，在基建中长期贷款中的占比接近 1/3。

图表 73 2021 年以来，中国新增中长期贷款投放结构已有较大变化

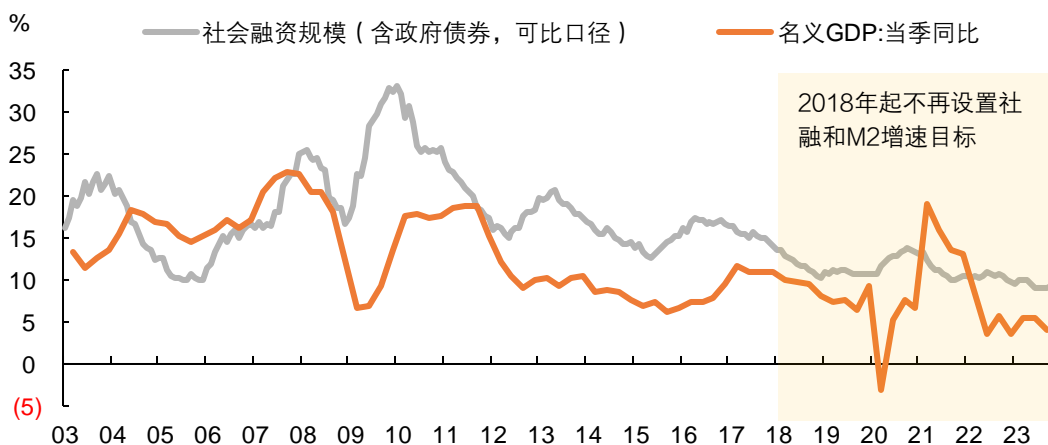


资料来源: Wind, 中国人民银行, 平安证券研究所

社融方面，近年来多强调社会融资规模增速与名义经济增速“基本匹配”。2023 年三季度货币政策执行报告进一步指出，“要从更长时间的跨周期视角去观察，更为合理把握‘基本匹配’的理解和认识”。2018 年全国两会起，我国不再设置全年 M2 及社融增速目标，改之为“与名义 GDP 增速相匹配”。2018 年至 2022 年间，我国社融存量平均增速为 10.8%，而名义 GDP 平均增速为 7.9%。以此判断，中长期视角下“基本匹配”的社融增速可大致定位在“名义 GDP 增速 + 2 到 3 个百分点”。从更长期视角出发，中国名义 GDP 的合理水平应在 6.5-7% 之间（对应 4.5-5% 的潜在增速，2% 左右的 GDP 平减指数），大致匹配的社融增速中枢应在 8.5-10%。

我们预计，2024 年稳信用的重点仍在于政府“加杠杆”，直接支撑社融增速的同时，提振企业中长期信贷融资需求，促进信贷总量的稳和结构的优。

图表 74 社融需保持对名义 GDP 的支持力度

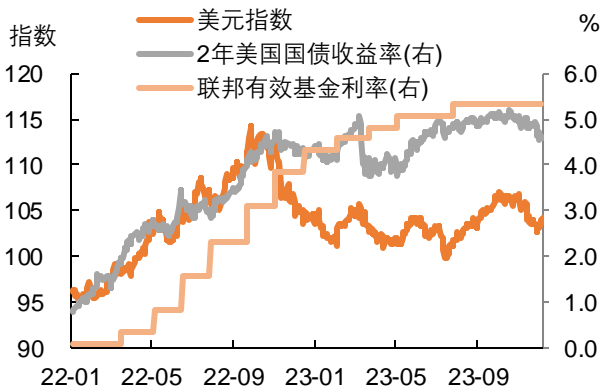


资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 人民币汇率：贬值压力缓解

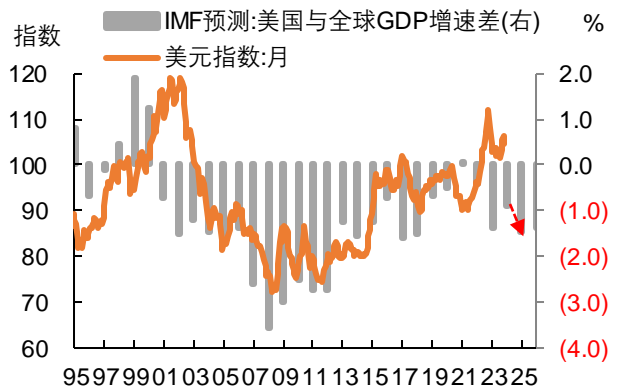
展望 2024 年，美元指数中枢有望下移。从美国经济与政策周期看，美国经济或即将步入下行通道，当前美联储加息周期已近尾声，预计 2024 年美联储具备“预防性降息”的空间（参考报告《2024 年美联储利率政策展望》）。在本轮加息周期中，市场对终端利率的预期很大程度上影响美元走势，体现在 2 年期美债收益率与美元指数走势较为同步。2023 年 10 月以来，市场对美联储降息预期升温，推动美元指数自 107 回落至 103 附近。从美国与非美地区经济的相对表现看，2024 年美国经济增长或进一步落后于全球水平，令美元指数承压。据 IMF 预测，美国实际 GDP 增速或由 2023 年的 2.1% 回落至 2024 年的 1.5%，而全球经济增速稳定在 3% 左右，继而美国与全球经济增速差距将扩大。其中，欧元区经济增长有望由 0.7% 回升至 1.2%，美国经济相对于欧洲经济的领先程度减弱，或令美元兑欧元汇率回调。

图表 75 2 年期美债利率与美元指数走势较为同步



资料来源：Wind, 平安证券研究所

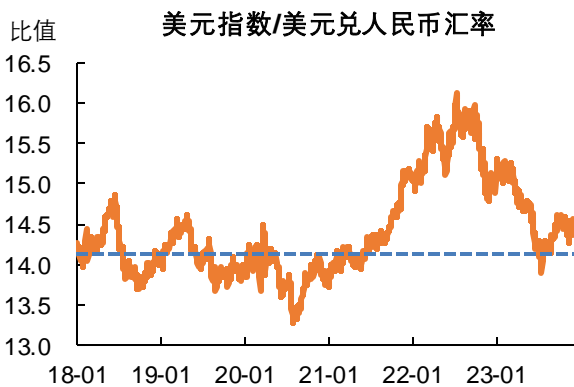
图表 76 美国与全球经济增速差扩大或令美元指数承压



资料来源：Wind, 平安证券研究所

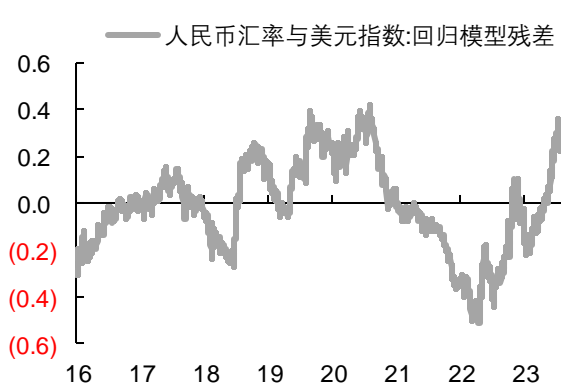
以美元指数为锚，当前人民币汇率不算“弱势”，只是 2023 年出现“超跌”。以 2018 年为基期，比较美元指数与美元兑人民币汇率走势，不难看出 2021-2022 年人民币汇率明显偏强。原因既有中国经济复苏领先与出口表现强势，也有我国外汇储备相对充裕、且实施资本流动管理，从而赋予人民币汇率更强韧性。2023 年，美元指数升幅小于美元兑人民币汇率，二者比值关系在调整后基本回到 2018-2020 年水平。人民币（兑美元）汇率驱动因素可大致分为“美国因素”和“中国因素”。用人民币汇率与美元指数的 OLS 回归模型剔除美元指数的影响，模型残差可粗略视为“中国因素”。我们观察到，模型残差在 2023 年二季度以后转正并处于偏高位置，可能原因包括中国国内经济表现与市场预期偏离（“强预期”与“弱现实”的比照）、以及对出口需求前景的担忧上升等。

图表 77 当前美元指数与人民币汇率对应关系基本回归至疫情前水平



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 78 2023 年人民币汇率相对于美元指数“超跌”

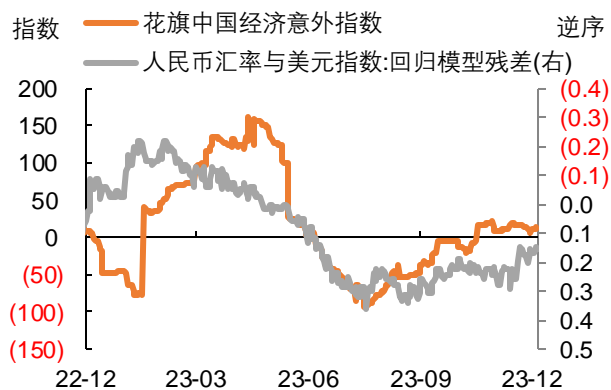


资料来源：Wind, 平安证券研究所

展望 2024 年，人民币贬值压力有望缓解。一是，美元指数中枢下移。基于 2016-2023 年数据的回归模型，假设美元指数回落至 95/98/100，美元兑人民币汇率预测值分别为 6.7/6.8/6.9。二是，中国经济“预期差”或将收窄。2023 年 2-3 季度，人民币汇率与美元指数的回归模型残差上升，与花旗中国意外指数的回落有较强相关性；4 季度以来，中国经济表现的“预期差”已经缩窄，模型残差也在收窄，这与 11 月下旬人民币对美元汇率明显回升相一致。展望 2024 年，随着中国经济持续恢复，宏观政策持续支撑，预期波动对人民币汇率的影响或将减弱。三是，中国外需和出口前景向好。美国制造业景气、中国出口表现与人民币汇率走势之间均具有较好的相关性。2024 年，美国制造业景气有望向上，中国出口亦具备较充足的修复空间，为人民币汇率提供进一步支撑。

综合判断，我们预计“美国因素”（即美元指数回落）将驱动人民币升值，叠加“中国因素”（即经济政策的不确定性）对人民币汇率的压制减弱，人民币兑美元汇率有望逐步回归 6.8-7.0 区间。

图表 79 中国经济“预期差”影响人民币汇率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 80 美国制造业景气与人民币汇率走势趋同



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、风险提示

- 1、若海外经济下行超预期，或全球产业链调整风险超预期，可能使全球需求减弱，或中国在某些关键行业出口份额下滑，从而拖累中国出口表现。
- 2、若国内财政政策、货币政策力度不及预期，或地方政府债务负担偏重影响政策传导，或使“稳增长”的效果不及预期。
- 3、若房地产市场调整压力超预期，可能通过“财富效应”影响消费者信心，并使房企现金流压力，冲击房地产投资。
- 4、若海外货币政策紧缩超预期，可能增加人民币汇率贬值压力，或引发资本外流，制约我国货币政策的宽松空间。
- 5、若国际地缘局势变化超预期，可能使全球贸易或资源供应受到影响，冲击我国及全球经济前景等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层