

《变局·重构》

—— 2024 年中国经济展望

全球和中国都处于周期性和结构性的双重拐点，多期叠加的复杂性加大了宏观政策应对的难度和挑战。中国经济呈现“波浪发展，曲折前进”的态势，在化解宏观风险过程中，逐步建立长效机制。从全球各国经验来看，经济增长在新旧动能切换过程中的下行风险会显著上升，这需要更为积极的宏观政策来为经济转型创造良好的外部环境。全球经济增长低迷导致企业层面资本开支意愿低迷，重大科技突破未能启动新一轮康波周期。基于人口规模、经济发展、科技研发、制造业能力等全方位的大国优势，中国有望引领以数字经济为核心的第六轮康波周期。在此过程中，国有企业部门做大做优并有望成为中国经济转型的重要推动力。相对于全球日益上升的不确定性，中国在统筹安全和发展的大框架下，通过“去风险”和“促改革”来加大自身的确定性，以“内在确定性”来应对“外部不确定性”。



中国银河证券首席经济学家 研究院院长：章俊

中国银河证券宏观分析师：高明、许冬石、詹璐、吴京

分析师助理：于金潼、吕雷、聂天奇

《变局·重构》

——2024年中国经济展望

核心观点：

站在2023年年底回望全年，中国经济呈现“波浪发展，曲折前进”的态势。全球和中国都处于周期性和结构性的双重拐点，多期叠加的复杂性加大了宏观政策应对的难度和挑战。7月份政治局会议和之后的中央金融工作会议拉开了“去风险”的大幕，在化解地方政府债务和房地产市场的存量风险过程中，逐步建立长效机制。从全球各国经验来看，在新旧动能切换过程中经济的短期下行风险会显著上升，这需要更为积极的宏观政策来为经济转型创造良好的外部环境。相对于全球日益上升的不确定性，中国应对的策略是在统筹安全和发展的的大框架下，通过化解宏观风险和加大结构性改革来加大自身的确定性。

短周期主导经济和市场的波动，但当长周期进入尾声时，作为灰犀牛存在的长周期因素（地产、债务、人口和技术进步）会逐步占据主导地位，并导致短周期的规律性会变得极其不稳定。中国目前处于多期拐点叠加的特殊时期，库存周期和朱格拉周期触底回升的动能受到更强地产周期下行压力的压制。全球层面因为经济增长低迷导致企业层面资本开支意愿低迷，在人工智能、生物科技等方面的重大科技突破没能启动新一轮康波周期。基于中国的在人口规模、经济发展、科技研发、制造业能力等全方位的大国优势，中国有望引领以数字经济为核心的第六轮康波周期。在此过程中，做大做优的国有企业部门有望成为中国经济转型的重要推动力量。二十届三中全会有望在“促改革”方面有进一步的突破，通过坚持高质量发展推动中国经济向2035远景目标迈进。

基本预测：未来2-3年是中国经济转型的关键节点，通过宏观政策发力来对冲新旧动能切换过程中的下行风险至关重要。2024年是财政发力之年，积极的财政政策将更加“积极”。财政赤字率和地方政府专项债规模将有显著提升，特殊再融资债券和特别国债的发行也有望延续。在此基础上，三大工程发力将推动房地产投资降幅显著收窄，而基建投资增速有望继续提速。货币政策将在总量和结构层面发力，配合化解宏观风险，并更加聚焦做好五篇大文章。从节奏上来看，2024年政策将前置发力，推动上半年内需将继续改善。如果美联储停止加息并在年中启动降息，出口在下半年有望助力中国经济。预计2024年中国经济增长目标设定在5%左右，实际增速有望达到5.2%。

投资启示：2024年将整体呈现从“分化”到“回归”的趋势。首先，2023年中美在四个方面出现明显分化：经济增长、物价水平、货币政策、资产价格，2024年有望阶段性回归，中美利差收窄以及库存周期共振可以为国内稳增长和调结构提供有利的外部环境。其次，在货币财政协同发力的基础上，中国经济增长有望回归潜在增速。再次，伴随着海外流动性改善和国内经济基本面企稳，人民币资产也将会呈现均值回归态势，海外长期资金有望回流国内股票和债券市场。考虑到全球和中国经济依然存在较大不确定性，我们在本报告中列出了“十大意外”情形，其中任何一种或者多种情形发生都将对投资产生重大影响。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：010-8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：010-8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

吴京

☎：010-8092 7767

✉：wujing_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523080001

分析师助理：于金潼、吕雷、聂天奇

风险提示

- 1.海外地缘政治的风险
- 2.国内政策时滞的风险

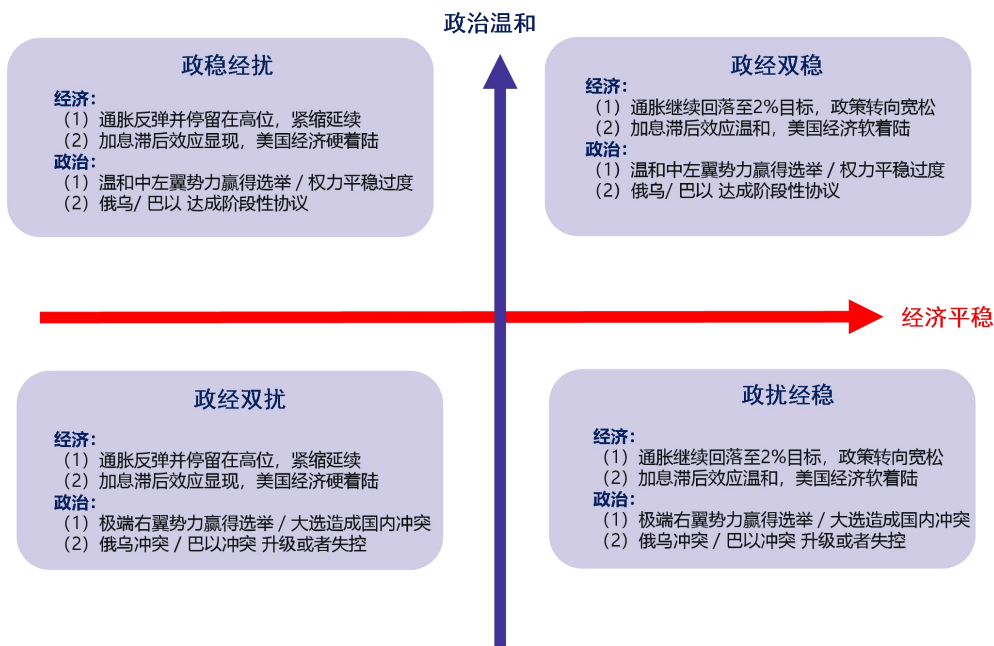
目 录

变局·重构——白天鹅风险和大国经济学	3
一、下一次全球衰退是一个白天鹅事件	4
二、面对百年变局，重构中国经济的底层逻辑和顶层设计	8
三、多期叠加下的中国有望率先启动新一轮康波周期	12
四、重构中国经济的研究框架	16
2024 年的政策预期与经济指标预测	19
一、积极财政的新内涵：兼顾防风险和稳增长	19
二、货币政策：不一样的跨周期和逆周期	24
三、经济预测：2023 年的“意外”与 2024 年的“回归”	28
长期方向：新一轮康波周期与二十届三中全会	40
一、全球产业链变局与中国的应对	40
二、多重周期叠加，康波即将起势	44
三、二十届三中全会将启动新一轮改革	47
投资启示：2023 年的“分化”与 2024 年的“回归”	54
一、2024 年资产配置基准假设	54
二、2024 年资产配置主线	55
三、2024 年“十大意外”畅想	58

2024 年中国经济展望的宏观逻辑 ——白天鹅风险和大国经济学

全球经济在经历了持续的高通胀、高利率冲击之后，在 2024 年有望逐步回归正常，但过程中依然存在重大不确定性。通胀能否继续下行？降息能否如期而至？货币紧缩的滞后效应是否可能导致衰退？这一系列问题都没有明确的答案。此外，2024 年是全球政治大年，一方面美国、欧元区、俄罗斯、印度等全球重要国家和经济体都面临选举之年，全球右翼民粹势力的崛起值得关注；另一方面俄乌、巴以冲突的发展方向依然不明朗，是否会有新的地缘政治冲突爆发也未可知。政治和经济层面双重不确定性的交织会导致全球层面的整体不确定性更为显著。

图 1：政经四象限情形分析



资料来源：中国银河证券研究院

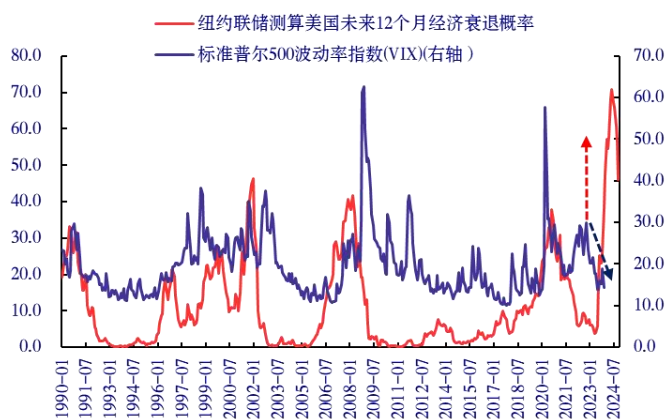
站在 2023 年年底回望全年，中国经济今年呈现“波浪发展，曲折前进”的态势。全球和中国都处于周期性和结构性的双重拐点，多期叠加的复杂性加大了宏观政策应对的难度和挑战。7 月份政治局会议和之后的中央金融工作会议拉开了“去风险”的大幕，在化解地方政府债务和房地产市场的存量风险过程中，逐步建立长效机制。从全球各国经验来看，在新旧动能切换过程中经济的短期下行风险会显著上升，这需要更为积极的宏观政策来为经济转型创造良好的外部环境。在此基础上，二十届三中全会有望在“促改革”方面有进一步的突破，通过坚持高质量发展推动中国经济向 2035 远景目标迈进。

相对于全球日益上升的不确定性，中国应对的策略是在统筹安全和发展的大框架下，通过化解宏观风险和加大结构性改革来加大自身的确定性。

一、下一次全球衰退是一个白天鹅事件

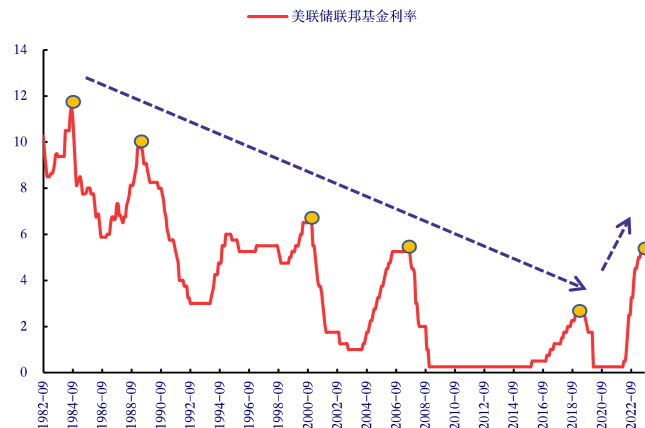
全球最大的意外之一就是美国经济韧性比预期的更强，导致美联储加息周期更长，美债收益率和美元指数更高（图3）。虽然美国消费未来大概率会伴随着超额储蓄的耗尽而持续走弱，但未来房地产市场有走出底部的迹象，加上大幅财政补贴推动制造业资本开支增加，市场普遍认为美国经济在2024年的2-3季度会软着陆，甚至更有乐观的分析人士认为可能美国经济会空中加油而不着陆。最近两年，美股在美联储大幅加息中异常坚挺，即便是硅谷银行危机也没能动摇市场信心。除了美国经济自身的韧性之外，更多是鲍威尔为市场提供的“美联储卖出期权”已经被市场充分定价，导致投资者的风险偏好持续维持在高位（图2）。基于以上逻辑，即便美国经济在2024年2至3季度再次面临衰退风险，市场也预期美联储将再次降息，推动美国经济很快走出技术性衰退。

图2：美国经济衰退概率和 VIX 指数（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：美联储联邦基金利率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

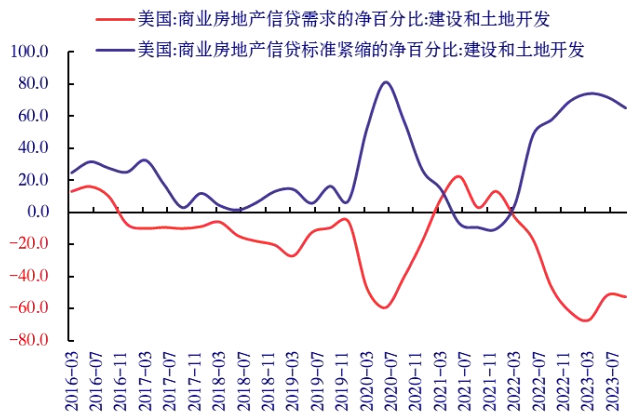
但事实上的情况没有那么乐观，作为美国经济衰退领先指标的10年/2年期国债收益率差值已经倒挂超过1年时间，而纽约联储测算美国未来12个月衰退的概率更是超过了2008年次贷危机前的水平。虽然投资者从各个角度分析认为这些长期以来被证明有效的领先指标可能不再有效，我们认为从主观角度出发的自圆其说的色彩较为浓重。在各类结构性问题日趋严峻的背景下，以美国为首的全球主要经济体长期以来已经适应并高度依赖低利率环境来维持经济的增长（图3），过去三年的疫情冲击对全球经济的长期疤痕效应不容忽视，高利率环境引发全球系统性风险的概率大幅攀升。在此背景下，未来全球衰退不仅不是意外的黑天鹅事件，而且也已经超出了灰犀牛事件的范畴，应该被定义为确定性很高的白天鹅事件。

1.1. 加息导致金融危机的阴影再现

自沃克尔时代以来，美联储历次加息的高点持续走低，美国经济和金融市场对低利率环境高度依赖。2008年次贷危机之后，虽然全球经济整体一直处于复苏的轨道中，但是在发达经济和新兴市场交替衰退和刺激中蹒跚前行。目前全球央行通过不断消耗政策空间来推迟经济衰退的到来，但这无法改变在未来某个时间点耗尽政策空间并再次陷入危机的必然性。当政策空间持续收窄以及政策有效性不断下降的过程中，全球经济衰退风险的累积会令投资者风声鹤唳，犹如冬季来临之前回顾身后空空如也的粮仓时的恐慌。在持续衰退风险笼罩下的全球经济，未来无论是金融市场波动或者地缘政治风险都可能成为从量变向质变转化的触发点，进而成为引发全球性危机的最后一根稻草。疫情以来的高通胀源自供应链和政策刺激，并非经济基本面过热，美联储大幅加息在未来的滞后

效应是新一轮危机的导火索。

图 4：美国商业房地产信贷需求和标准（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

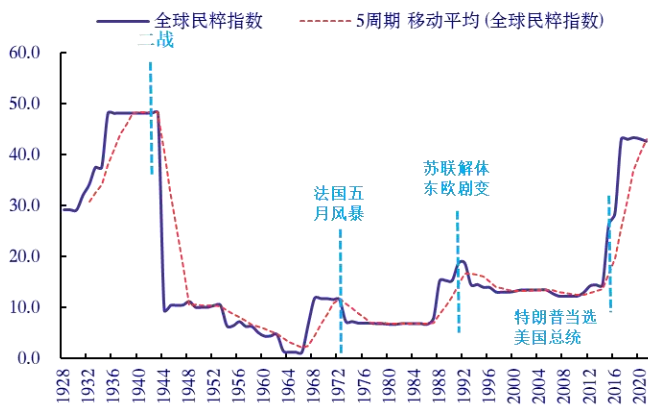
图 5：阿根廷货币危机（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

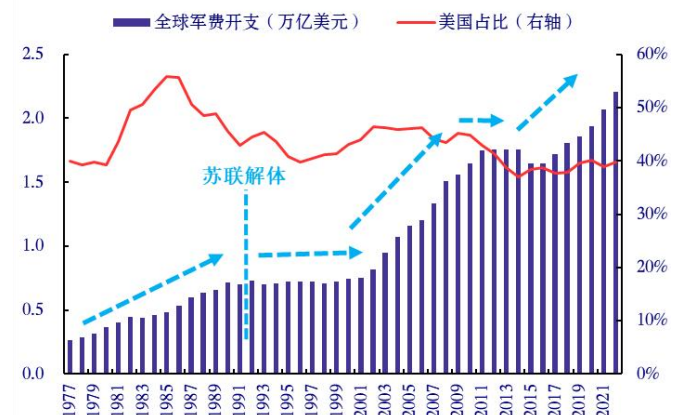
就美国国内而言，目前居民资产负债表相对较为安全，而美债危机更多是一个长期故事。美国商业地产在疫情中遭受重创，持续攀升的空置率和高昂的融资成本可能会令商业地产成为美国经济致命的“阿基里斯之踵”。中小银行是美国商业地产的主要融资方，在硅谷银行风暴中由于美联储的及时出手而逃过一劫。但考虑到商业地产的巨大贷款规模以及背后复杂的衍生金融产品，即便美联储再次出手救援，商业地产和中小银行依然有可能交织形成系统性风险，进而对始终坚挺的美股形成致命一击。此外，疫情后遗症和美联储暴力加息的双重冲击导致新兴市场国家中的薄弱环节已经开始出现问题。部分薄弱的新兴市场国家已经在美联储大幅加息中摇摇欲坠，斯里兰卡主权债务违约，土耳其和阿根廷本币大幅贬值并已经发生了实质性货币危机。如果债务危机爆发并蔓延，这会引发全球资本大规模从新兴市场撤离，拉美债务危机和亚洲金融危机可能会再现，在此过程中发达国家也很难独善其身。

图 6：全球民粹指数（百分点数）



资料来源：Ray Dalio，中国银河证券研究院

图 7：全球军费开支与美国占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

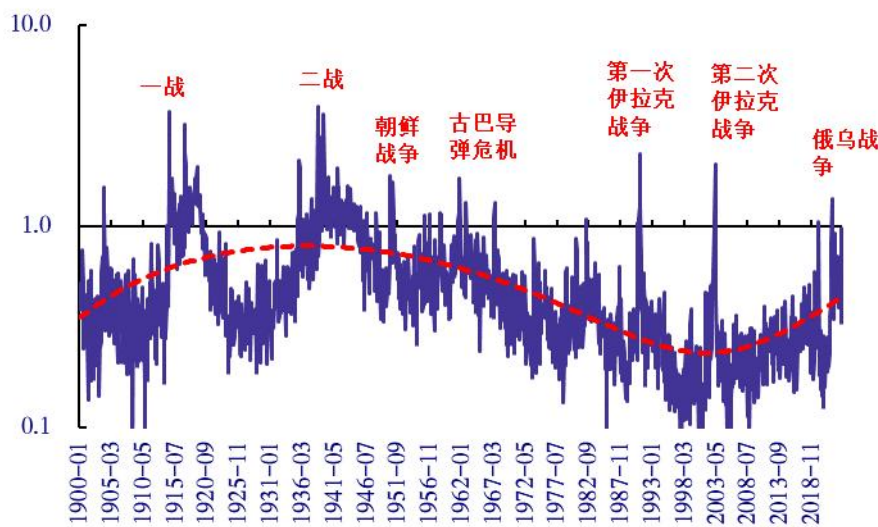
1.2. 民粹主义和地缘政治风险引发的危机

次贷危机以来，全球经济在反复的政策刺激中蹒跚前行，但由于实体投资意愿低迷，流动性脱实向虚的趋势十分明显。工资收入停滞和资产价格暴涨导致贫富差距持续扩大，不仅低收入阶层生活艰难，连部分中产阶级也在开始滑入低收入阶层。贫富差距扩大导

致全球范围内民粹主义势力上升，而民粹主义本身会把本国的结构性经济问题部分归结为移民和贸易，从而导致全球范围内反移民和贸易保护主义盛行，形成逆全球化思潮。逆全球化势力的抬头进一步拖累全球经济增长，这反过来又会加快民粹主义势力的上台。经济增长乏力、民粹主义、逆全球化三者之间形成向下的恶性循环，当各国内部矛盾激化而希望通过外部冲突来转移国内注意力的时候，全球地缘政治风险持续上升成为必然。

90年代初苏联解体和东欧剧变结束了长达40年冷战，很多分析人士认为在美国主导的单极世界中，战争和大规模军事冲突的可能性大幅降低，甚至有些大学想要取消军事战略研究的岗位。但之后爆发的两伊战争，以及美国主导的伊拉克和阿富汗战争，以及近年来爆发的俄乌战争和巴以军事冲突，都说明战争的阴影依然笼罩。虽然全球经济在2015年之后增长乏力，但全球军费开支却逆势上升，反映各国对全球安全格局的担忧。这背后是经济疲软和失业率上升导致很多国家的右翼民粹主义势力上台，从而导致国际关系紧张。同时，近年来美国经济实力持续下降，无法继续支撑在全球范围内的军事存在。特别是特朗普政府上台之后，美国在全球范围呈现战略性收缩的态势。由此短期内在全球范围内出现的势力真空，导致之前被掩盖的地缘政治紧张关系显性化。区域性军事争端和战争风险持续上升，由此引发金融市场的动荡也可能成为新一轮全球经济衰退的导火索。

图8：地缘政治风险报道占比:战争威胁(%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

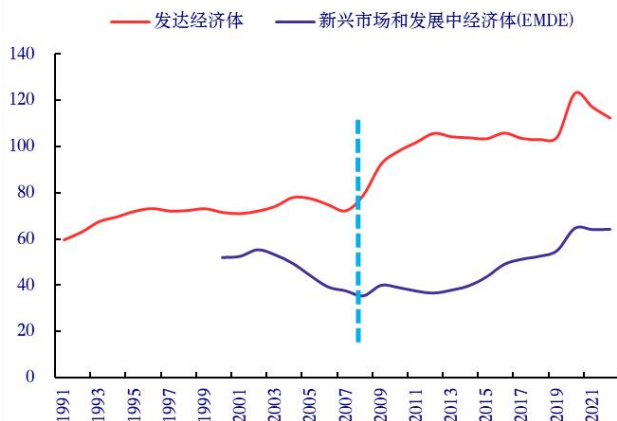
1.3. “更深更长”的衰退

08年次贷危机虽然对全球经济形成了巨大冲击，但本质上是一场金融危机和美联储的应对失据所引发的全球经济衰退。鉴于全球经济内生的结构性问题相对温和，加上各国的大规模货币财政刺激，特别是美联储在零利率基础上开启了量化宽松这个潘多拉魔盒，全球经济在2年内就出现了V型反弹。未来全球经济再次陷入衰退，我们能否再次看到V型反弹呢？答案是否定的。这是因为未来的全球衰退与2008年最大的不同是，全球经济在结构层面的3D特征（Demographic 人口老龄化；Debt 债务失控；De-coupling 逆全球化），在过去15年中经历了从一个量变到质变的过程。

全球人口老龄化导致劳动力供给开始出现短缺是疫情前全球经济结构性放缓的重要

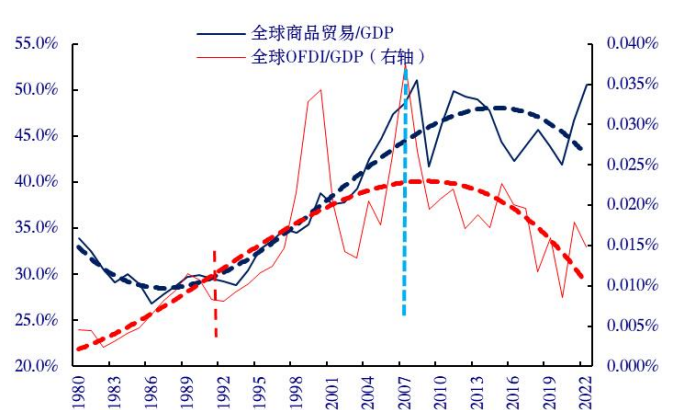
原因之一。过去十年中，全球发达国家已经开始步入深度老龄化，而中国作为最大的发展中国家，劳动人口和占比也持续下降。在联合国发布的《世界人口展望》中指出，到2050年，全球65岁以上老人的占比将从如今的11%上升到16%，欧洲和北美老龄人口占比可能会达到四分之一。全球人口红利目前在南亚和北非等地区依然存在，但由于各种教育、基础设施以及全球移民政策收紧的因素，无法被有效开发利用。人口老龄化的直接影响是造成全球劳动力供给不足，而疫情加剧了劳动力供求失衡。人们在经历了如此多的艰辛、疾病和死亡之后开始反思自己工作的价值，要求提高工资和改善福利条件。最近全球各地的罢工运动正在逐渐升温，而长久以来被压制的工会势力也开始重新取得话语权。如果劳资双方矛盾的激化在全球范围内蔓延，可能导致本来就因人口老龄化而十分严重的劳动力供给问题更为严重。

图9：一般政府总债务占GDP比重（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：全球贸易情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

很多学者和市场分析人士把当下全球经济所面临的困境部分归结于特朗普政府的逆全球化政策,但全球化进程放缓其实在2008年之后在贸易和投资层面就表现得非常明显,而特朗普的逆全球化政策只不过是令这些问题更加显性化。过去数十年的全球化进程已经在全球范围内塑造了成熟和高效的供应链布局。但在席卷全球的新冠疫情面前,这种基于帕累托最优原则进行全球分工的脆弱性暴露无疑。虽然供应链危机未来可能会伴随着疫情进一步得到控制之后逐步缓解,但在此过程中暴露出来的问题令各国开始重新审视供应链风险。出于供应链安全考虑,各国会考虑推动关键产品生产的回流。疫情后各国推动供应链多元化和本地化将导致全球直接投资流向发生改变,这也是外生性疫情冲击内生化的一个重要表现。总体而言,全球化进程放缓更深层次的原因是2008年次贷危机之后的“全球再平衡”打破了之前“发达国家消费,发展中国家生产”的失衡格局,而疫情加速了这种再平衡过程,造成制造业回流以及近岸和友岸外包的新趋势。

在经历了十多年持续的货币财政刺激,目前全球债务水平已经几乎是2008年次贷金融危机前的一倍,特别是发达经济体的政府债务扩张已经接近极限。全球性危机再现,一方面,各国央行和政府再实施大规模刺激政策的能力显著下降;另一方面,经济本身对刺激政策的“免疫力”也显著上升。鉴于各国不再将成本控制作为全球供应链布局的首要考虑因素,叠加由于劳动力短缺造成的工资水平上涨等其他因素,以及各国贸易政策趋向于更加保守,“消失”的菲利普斯曲线将逐步回归。这意味全球通胀的水平依然会维持在相对高位。虽然美联储和全球主要央行将进入加息的尾声,但伴随着菲利普斯曲线的回归,全球通胀和利率中枢将维持在高位。这意味着未来债务融资成本会显著上升,发生债务危机的风险会持续上升。从“债务/GDP”指标来看债务的可持续,除了控制作

为分子的债务水平之外，作为分母的经济增长也至关重要。在加息滞后效应逐步显现的背景下，经济增速将进一步放缓，分子和分母背道而驰将导致债务更不可持续。

截至疫情前的 2019 年底，本轮全球经济复苏已经进入 10 年，显著超过二战以来经济复苏周期 7 年的平均水平，此前投资者对全球经济复苏的可持续性的担忧持续上升。特别是被寄予很高期望的 2017 年全球经济同步复苏的昙花一现和持续不断地贸易争端，加剧了投资者对全球经济衰退风险的担忧。伴随着全球逐步走出疫情的冲击，我们不认为全球经济不会进入一个新周期，而是回归到 2019 年的疫情前的全球经济轨道。与 2019 年最大的不同是，我们面对的结构性问题比 2019 年更为严峻：人口老龄化加剧，逆全球化再加速，债务水平更高，这意味着未来的全球经济危机比以前历次危机的破坏性更大，实质性衰退的深度和时间跨度也更大。

二、面对百年变局，重构中国经济的底层逻辑和顶层设计

面对百年变局和未来全球再次陷入衰退的风险，中国需要有前瞻性的应对。国家层面应对危机的政策传导链条更长，任何政策误判可能会导致经济长期陷入困境，错失发展的机遇，这也就是为何成功跨越中等收入陷阱的国家寥寥无几。面对百年变局，要统筹安全和发展。在短期内没有安全，就没有发展的基础。在长期内看，没有发展，就没有长期的安全。攻守兼备之道：首先，要防风险，避免下一次危机的冲击，其次要着眼将来，积极推动高质量发展，寻找新的经济增长点。国家和投资者面对危机的最大不同是风险偏好，换言之，政府不应该去押注风险的概率。即便不存在外部压力，中国经济自身存在转型升级和高质量发展的需求。中国利用未来 2 年左右全球窗口期，去风险/推改革。

2.1. 面对百年变局，中国的选择

过去 10 年中国经济增长出现了“下台阶”的现象，从之前的二位数增长放缓至 8%，之后又降至 5%，这背后是中国经济在经历了 10 多年的高速发展之后，从直道竞速模式进入了相对艰难的爬坡模式。虽然在 2013 年首次提出的“三期叠加”概念（经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期）在近年来越来越少被提及，但我们认为三期中的“经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期”问题依然十分突出。虽然供给侧改革（三去、一降、一补）在部分上消化了 4 万亿刺激政策所带来的后遗症，但中国目前显然已经不具备再次实施大规模刺激的基础和能力。

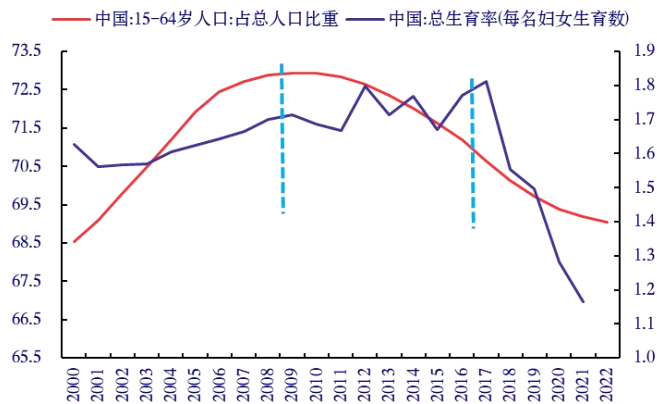
类似于全球层面，当下的中国经济也面对 3D（人口、债务、逆全球化）挑战。（1）以债务为例，IMF 测算中国三部门（政府、企业和家庭）总杠杆率从 2008 年的 130% 上升至 270%。虽然依然低于发达经济体，但在新兴市场国家中已经处于较高的水平。（2）以人口为例，在 2009 年开始中国 15-64 岁的劳动人口占比见顶回落之后，目前已经下降将近 4 个百分点。相对于加速老龄化的挑战，中国总出生率在 2017 年之后出现断崖式下跌。相对于 2.1‰ 的可持续出生率和 1.5‰ 的红色警戒线，目前 1.2‰ 的总出生率已经处于全球相对极低的位置，甚至低于老龄化和少子化问题严重的日本。（3）在逆全球化背景下，美国以供应链安全为借口在贸易和科技方面对中国的打压也带来一定挑战。数据显示，中国在美国高科技产品进口中的占比从 35% 大幅下降至 15% 左右。

图 11: IMF 估算中国债务杠杆率 (%)



资料来源: IMF, 中国银河证券研究院

图 12: 中国人口年龄结构 (%) 和生育率 (人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

此外, 虽然中国的城镇化依然具有一定空间, 但增速已经显著放缓。这意味着依托于城镇化的基建和房地产也会随之放缓。因此即便有意愿和能力进行大规模刺激, 从需求端来看也无法支撑。虽然有学者和分析人士依然推崇凯恩斯的“挖坑理论”, 但如果仅仅是为了实现短期内的经济复苏而进行低效重复投资, 这是对财富和资源的极大浪费。因此, 面对百年变局和未来全球“白天鹅”危机, 可以肯定的是, 中国的应对方案一定不是“强刺激”。

2.2. 化解宏观风险政策的“草蛇灰线、伏脉千里”

站在 2023 年年底, 如果我们从一个更高的位置俯瞰全年经济走势可以发现: 一方面, 从形态上来看高度符合中央“波浪发展, 曲折前进”的描述; 另一方面年初中央制定的 5% 的经济增长目标除了中国经济面临的挑战的清醒认识之外, 有着更深层次的内涵。回想去年底, 在疫情政策优化调整之后, 市场对今年中国经济增长非常乐观, 很多机构都给出了 5.5% 甚至 6% 以上的全年预测。当 3 月的政府工作报告上定下了全年 5% 左右的经济增长目标, 很多投资者都认为是太过保守。但从 2 季度后半段开始, 中国经济增长压力陡增。我们认为这背后除了经济周期性下行压力之外, 更多是政府顺势而为在启动新一轮结构性改革的大幕, 在设定今年经济增长目标的时候已经预留了相应的空间。

在 5% 经济增长目标的基础上, 我们认为 7 月份政治局会议虽然再次强调“加强逆周期调节”而被赋予浓重的“稳增长”色彩, 但会议中的调结构内容更加值得关注。中央对化解重大宏观风险方面相对之前的 4 月份政治局会议出现了明显变化。一方面, 相对于此前“房住不炒”的定位, 首次提出了“房地产市场供求关系发生重大变化的新形势, 适时调整优化房地产政策”; 另一方面, 对地方政府债务的关注点, 从严控增量(加强地方政府债务管理, 严控新增隐性债务)转向了化解存量(有效防范化解地方债务风险, 制定实施一揽子化债方案)。无论是房地产市场供求关系新形势, 还是地方政府债务的存量化解, 显然都不是单纯的周期性问题, 而更多是针对结构性问题。因此本次政治局会议并不是通常意义上对上半年经济工作的总结和对下半年宏观政策的调整, 而是可以理解为: 对中国经济中的两大宏观风险, 中央全面启动“去风险”战役。

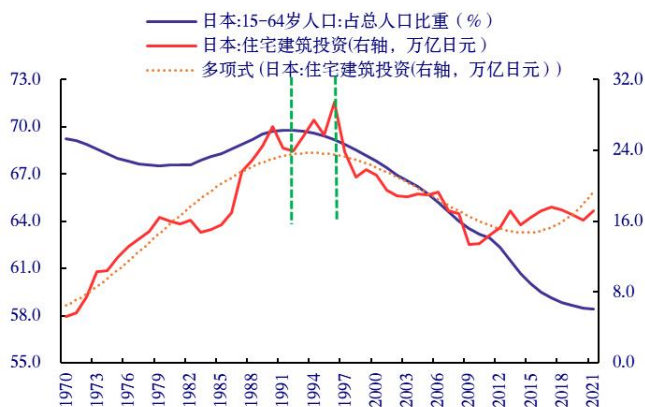
紧接着政治局会议的中央金融工作会议更加清晰的展现出中央应对百年变局的政策

路径。本次金融工作会议从顶层设计上提升金融工作的站位，强调党对金融工作的全面领导。这次会议的具体内容可以放入二十大提出的“统筹安全和发展”的大框架中。在安全层面特别提出要全面加强金融监管、化解金融风险。

2.3. 需要更加积极应对宏观风险

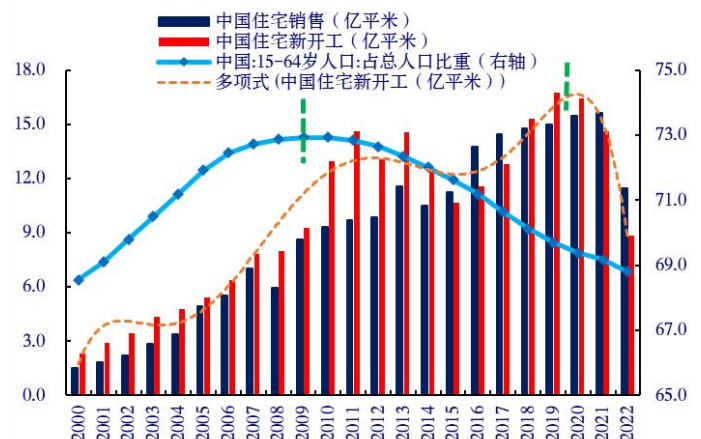
7月政治局会议和中央金融工作会议聚焦地方政府债务和房地产市场风险，二者通过土地财政这个中国特有的经济形态相互交织，令化解宏观风险的过程更加复杂和具有挑战性。地方政府债务更多是短期内的流动性和信心问题，近期中央发行1.5万亿特殊再融资债券来部分置换到期的地方政府债务，很大程度上缓解了部分地方政府的流动性问题并恢复了市场信心。长期来看，地方政府债务的化解要更多依靠重新设计地方考核机制，以及理顺中央和地方财权事权。7月政治局会议首次提到“房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”是当下中国房地产行业的真实写照。从日本经验看，地产拐点紧跟人口拐点。但中国在人口拐点之后，理论上地产拐点应该出现在2015年左右。但2015年之后经济下行压力加大，地产被当成逆周期调节工具使用，造成地产周期被人为拉长。当中央开始实施化解房地产风险，短期内出现显著下行压力。因此，房地产和地方政府债务两大宏观风险中，我们认为前者蕴含的潜在系统性风险更大。

图 13: 日本人口结构和房地产行业的拐点



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

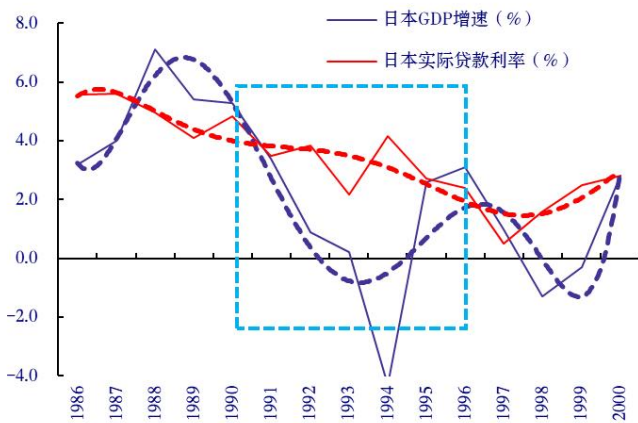
图 14: 中国房地产周期的拐点



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

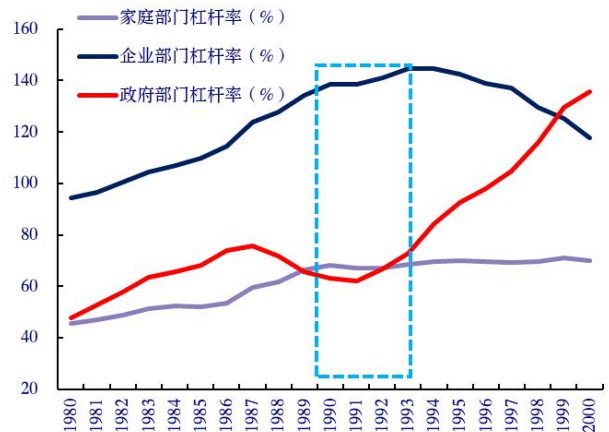
虽然我们认为中国不可能出现日本的“资产负债表式衰退”，但日本宏观政策操作层面的失误依然值得引以为鉴。在90年代初，日本资产价格泡沫破裂之后，由于在宏观政策应对层面的迟疑和反复，造成经济转型在市场出清过程中陷入困境。具体表现为以下三方面问题：（1）虽然日本央行在资产泡沫破裂之初就启动降息，但降息太慢造成相当长时间内实际利率依然高于实际GDP增速；（2）在降息过程中，财政没有及时跟进，错过了在危机初期的政策黄金窗口期；（3）汇率机制缺乏弹性，在危机爆发后一段时间内日元持续升值，导致出口竞争力被严重削弱。

图 15: 日本危机期间降息速度缓慢



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 日本危机期间的财政政策过于保守



资料来源: BIS, 中国银河证券研究院

2.4. 不一样的逆周期和跨周期政策组合

长期以来包括中国在内的各国政府在宏观层面都是实施逆周期调节，强调对经济的实时逆向对冲来降低甚至熨平经济周期的波动。2020年7月份政治局会议上首次提出“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”。在“跨周期调节”被提出之后，“逆周期调节”开始逐步被淡化。但是在三年之后的2023年7月政治局会议上，逆周期调节的字眼再次出现在人们的视野中。基于政策立场重回逆周期，以及对传统逆周期政策的凯恩斯主义属性，市场对之后的政策力度充满了乐观期待。但事实上，虽然会后的宏观组合拳频出，但政策力度与市场预期存有一定的差距，预期中的强力逆周期政策依然没有出现，这是因为当下的逆周期政策有全新的内涵。

对应长周期内的不同阶段，宏观政策也要做出相应调整。第一阶段，在长周期的上行周期中，可以通过逆周期政策来熨平周期波动。例如通过宏观政策调控可以对冲库存周期和设备更新周期的影响。第二阶段，当长周期进入下半场时，作为灰犀牛存在的长周期因素会逐步占据主导地位，并导致短周期的规律性会变得极其不稳定。加上宏观政策传导机制不畅导致滞后效应上升，政策频繁变化可能会造成周期波动加大或者周期错位，适时转向实施跨周期调节成为明智和合理的选择。第三阶段，在面对长周期拐点，往往伴随着经济转型。在此过程中，新旧动能的更替不可能实现无缝衔接，下行风险会显著加大。因此在结构性改革推动经济转型的过程中，需要逆周期政策来配合对冲新旧动能切换过程中的下行风险。而这种逆周期调节显然与此前第一阶段的上行周期过程中熨平经济周期的逆周期调节存在质的区别。

在近期的中央金融工作会议和央行在各种场合再次强调跨周期和逆周期调节。跨周期调节是兼顾逆周期调节和结构性改革的平衡模式，具体而言是要兼顾经济短期的周期性波动与中长期的结构性问题，增强宏观政策的前瞻性、连续性和稳定性。以往在逆周期过程调节中强调跨周期调节，或者强调二者结合，市场的解读是从偏宽松的货币政策转向中性的货币政策，甚至是中性偏紧的货币政策立场。当下的“新”逆周期是在新旧动能切换过程中的为经济增长托底。鉴于新旧动能切换至少是一个2-3年的过程中，当下的跨周期调节是强调“新”逆周期政策应该具有稳定性和连续性的，因此与以往不同，“新”跨周期调节隐含的是一个中性偏宽松的政策基调。

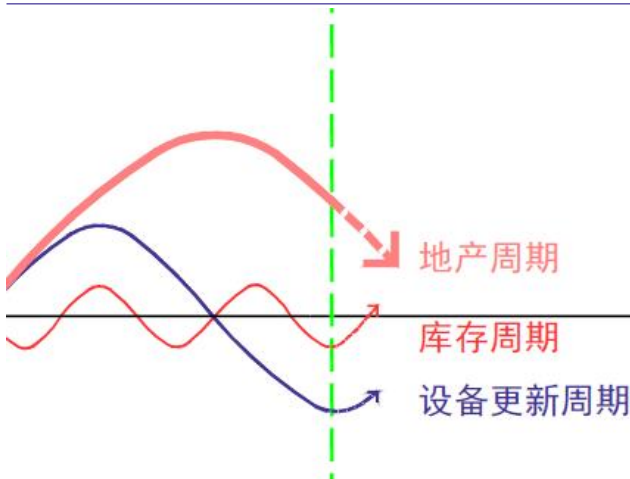
三、多期叠加下的中国有望率先启动新一轮康波周期

中央金融工作会议从金融角度出发对7月中央政治局会议上启动的“去风险”进行了更为详细和全面的阐述和路径安排，但同时也为即将召开的二十届三中全会铺垫，要求金融服务实体经济和做好五篇大文章。二十大提出了中国式现代化和高质量发展，明确了中国未来的发展方向。鉴于历次三中全会都是推出重大改革的窗口，投资者对即将召开的二十届三中全会高度期待。在中央金融工作会议中提到了金融服务实体的重点方向，特别是做好五篇大文章（科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融）来看，除了民生相关的普惠和养老之外，科技创新是核心、行业层面的抓手是绿色和数字经济。我们认为二十届三中全会上，在高质量发展的总基调下，会在制度层面加速经济增长方式的转变和向新动能切换，着重推动科技创新、绿色发展和数字经济。

3.1. 中国经济目前处在一个多期叠加的特殊阶段

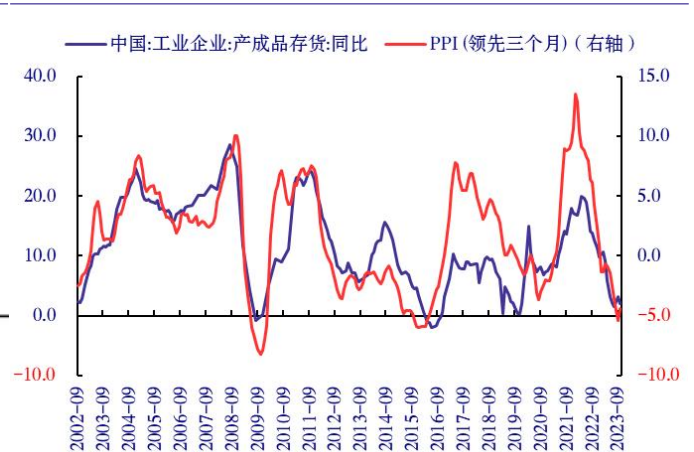
经济基于内在的运行逻辑，在一段时间内会呈现周期性运动规律。根据周期的时间跨度可以分为短周期和长周期。短周期中最受经济分析人士关注的是3年左右的库存周期（基钦周期）和10年左右的设备更新周期（朱格拉周期），特别是前者与宏观政策和资本市场波动高度相关。而长周期则是对应20年左右的地产周期（库兹涅茨周期）、50-60年的技术进步周期（康波周期）、60年的人口周期，以及桥水资本达里奥提出的长达百年的国家长债务周期。在一个50年左右的长周期内，大部分时间是短周期（库存、设备更新）主导经济和市场的波动。但当长周期进入尾声时，作为灰犀牛存在的长周期因素（地产、债务、人口和技术进步）会逐步占据主导地位，并导致短周期的规律性会变得极其不稳定。普通投资者日常更多关注短周期因素对经济周期的扰动，忽视甚至忘却长周期力量的存在。因此在进入长周期尾声阶段，往往会因为短周期波动失去规律性而失去方向感。其实很多当下全球和中国很多短期问题的根源更多是来自中长期因素力量的增强，从而导致关注中短周期的宏观研究框架出现失灵。所以我们的研究视角应该跳出短周期，更多关注长周期因素。百年变局和中国背后是长周期力量的增强。

图 17：地产周期趋于下行，压制库存周期与设备更新周期



资料来源：中国银河证券研究院

图 18：PPI 和库存同比（%）

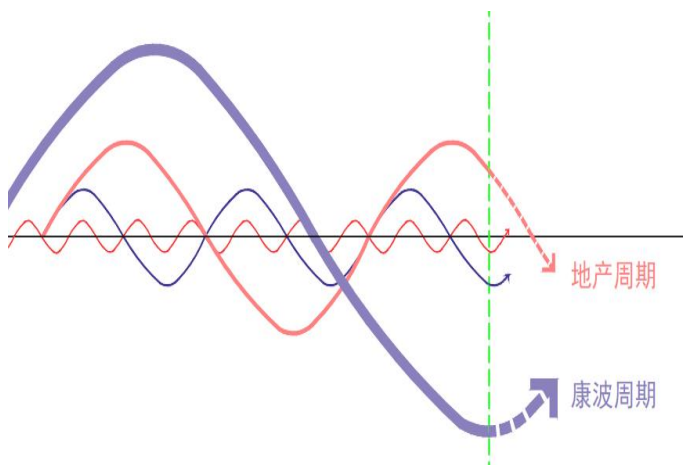


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

当下我们正处在一个长短周期叠加，并且长周期进入拐点的特殊阶段。中国经济中樞持续下台阶，传统的投资和出口驱动增长模式对经济拉动作用明显下降，特别是基建和地产周期性波动节奏出现紊乱，政策传导效应明显滞后和减弱。这些现象背后是中国人口周期、地产周期、债务周期，以及外部的全球化周期都出现了趋势性变化，这些长

期因素的共振导致短周期规律（例如库存周期）的稳定性下降。从短周期角度来看，库存周期和设备更新周期都已经处于周期底部，根据历史经验二者在 2024 年都存在显著的上行动能。但在经历了 2021 年的开工和销售热潮，地产市场在去年和今年经历大幅下行。根据历史经验和中国人口趋势，中国地产市场的拐点可能应该出现在 2015 年左右，但因为地产作为逆周期调节的工具，上行周期在一定程度上被人为拉长。这样的结果是，拐点出现后的短期内下行压力会较为显著，这也就是目前观察到的现象。鉴于地产上下游在中国经济中的占比以及附带的土地财政属性，这对库存周期和设备更新周期会形成显著的向下压力，并造成二者无法按照历史经验在未来两年顺利进入上行周期。地产下行压力较大导致库存周期和设备更新周期上行动能不足，只能寻找更高层级的向上动能——以技术进步驱动的康波周期。

图 19: 地产周期和康波周期示意图



资料来源: 中国银河证券研究院

图 20: 资本形成占 GDP 比重 (%)

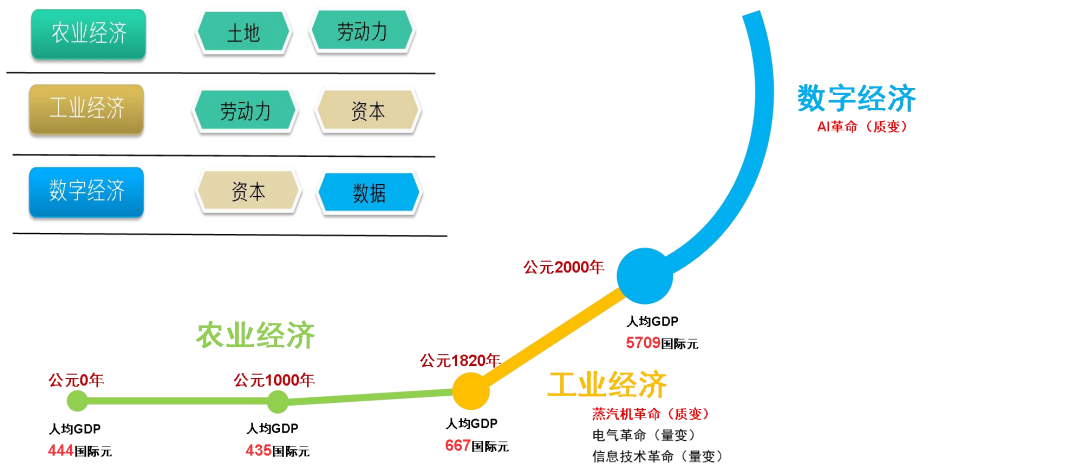


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3.2. 新一轮全球康波周期迟迟无法启动

2008 年金融危机以来，当全球老龄化和债务问题日益严峻，凯恩斯式的逆周期政策已经越走越窄，各国寄希望通过提升全要素生产率来拉动全球经济增长。过去 10 多年全球范围内以大数据、人工智能、云计算、物联网等为代表的工业化 4.0（互联网+制造）革命蓬勃兴起。但并没有反映在全要素生产率提升中，反而出现了所谓的“生产率悖论”的奇怪现象，即在的新一轮科技产业革命繁荣兴盛的同时，依照传统统计方法计算的全球生产率却明显减速。美国西北大学经济学教授罗伯特·戈登等人据此判断，次贷后危机时代全球经济复苏艰难的原因之一就是减速的全球生产率。这背后是在 2008 年之后，全球经济一直处于弱复苏中，发达国家和新兴市场国家依靠货币和财政刺激交替复苏。一方面国家财政资金更多用于改善消费或者提升就业，另一方面货币资金更多进入资本市场，催生金融泡沫。基于全球经济增长的不确定性，在科技层面的资本开支明显不足，从而造成科技无法转化为生产力来提升全要素生产率。全球经济蹒跚前行，危机和衰退的阴影挥之不去，掌握高新科技的发达经济体资本开支意愿明显不足，导致新一轮康波周期无法启动。

图 21：数字经济将突破传统资源禀赋限制



资料来源：中国银河证券研究院

3.3. 数字经济背后的大国经济学

近年来，数字经济和人工智能的迅猛发展让人们看到了实现全要素生产率的再次飞跃，跳出当下的债务陷阱的可能。农业社会受制于马尔萨斯人口陷阱，生产力无法取得突破。工业时代虽然劳动生产率大幅提升，但依然受制于石油、钢铁等消耗性有形要素的制约。数字时代将彻底摆脱所有有形要素的限制，只要有人的活动，数据的生产就是无穷尽的。加之数字化技术可复制和共享，从根本上打破了稀缺性生产要素的制约，成为推动经济持续发展的根本保障。毫无疑问，第六轮康波周期的核心是数字经济和人工智能。

伴随着美国经济、政治、军事实力的下降，全球格局逐步从单级走向多级过渡。在此过程中，不同国家或者经济体之间的竞争会更为激烈和复杂，从而导致数字经济的发展模式与工业时代有很大的不同。土地和劳动力作为农业社会的生产资料流动性较差，在工业时代资本的流通性极大的推动了全球贸易和投资。数据本身流动性相对资本更强，但数据中包含大量信息使其流动性反而不如资本。目前全球各国对数据安全的重视程度与日俱增，对跨境数据监管日益严格，例如美国《澄清海外合法使用数据法案》和《2019国家安全和个人数据保护法案》，欧盟目前筹备出台《数据法案》此前于2018年通过了《通用数据保护条例》(GDPR)和《非个人数据自由流动条例》；中国在数据立法方面也在跟进，在《网络安全法》《数据安全法》的基础上也出台了《数据出境安全评估办法》《网络数据安全条例(征求意见稿)》正在制定中。鉴于全球各国对数据安全的重视程度与日俱增，数据的生产 and 消费无法像此前工业时代那样进行全球分工和资源要素的配置，发展主体只能以国家或者区域经济体为单位的有限范围内实施。因此，数字经济三要素中的数据和算力会受到明显地域限制，无法在全球范围内自由流动。

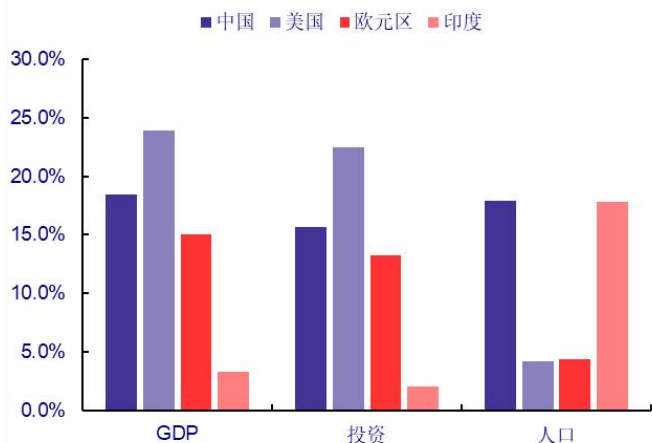
首先，数据作为数字经济的底层是人和人的活动，因此发展主体（国家或者区域内）的人口数量对数字经济的规模效应起到至关重要的影响。其次，更为重要的是算力。作为数字经济的生产力，算力涉及高性能芯片、大数据中心、以及通讯和绿色能源等众多领域。作为数字经济的载体，超级计算机中心、大数据中心等重要基础设施都会建设在发展主体的境内。考虑到数字经济对能源的依赖度较高，对发展主体的能源供给能力也有很高的要求。2020年全球发电量中，有5%左右用于计算能力消耗（而新能源汽车仅占0.2%左右），而这一数字到2030年将有可能提高到15%到25%左右，成为全球重要的能源消耗产业。鉴于全球气候变化导致化石能源增长受限，未来以可再生能源为代表的绿

电将成为数字经济发展的基石。

3.4. 大国优势赋予中国引领下一轮康波周期的独特地位

鉴于数字经济发展的区域性，发展主体的人口数量和质量决定了三要素中的数据。截至 2022 年中国依然是全球第一人口大国，14 亿的人口总量远高于美国和欧洲加总的 10 亿。因此，中国相对于欧美等发达经济体，庞大的人口数量在“量”上为数字经济提供更多的数据要素。虽然印度在 2023 年超越中国成为全球第一人口国，但中国在二十多年的高速增长之后，人均 GDP 是印度的 5.3 倍（12000 美元 vs. 2300 美元，2022 年）。中国更高的人均 GDP 背后是更高的富裕程度、受教育程度以及互联网渗透率，从而在“质”上为数字经济提供更好的数据要素。

图 22: 大国经济学: 中美欧印四国 GDP、投资、人口占全球比重(%)



资料来源: Wind, World Bank, 中国银河证券研究院

图 23: 中国可再生能源和数字经济占比(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

鉴于中国目前人均 GDP 跨越 1 万美元,未来是否能实现 2035 中等发达国家收入的远景目标,有赖于在未来继续维持较高速度的增长。从拉美等“返贫”新兴经济体教训来看,经济结构中维持较高的投资强度和制造业占比是实现可持续增长和避免中等收入陷阱的关键。伴随着城镇化进程放缓,支撑中国投资的基建和房地产需求显著减弱。鉴于算力基础设施中的每个环节都涉及万亿级的投资,这对国家层面的固定资产投资和工业生产能力有较高的要求。《2022-2023 全球算力指数评估报告》对十五个样本国家进行了评估调查,结果显示:算力指数平均每提高 1 点,国家的数字经济和 GDP 将分别增长 3.6‰和 1.7‰。在未来经济转型过程中,当中国庞大且完整制造业体系转向算力基础设施建设,可以有效对冲基建和房地产投资下降。例如,中国的可再生能源产能占全球的将近 40%,在光伏和风电的领域具有绝对优势。

3.5. 国有企业做大做强是中国经济转型的关键

经济学是建立在资源稀缺的基础上要求市场对资源进行有效配置,但同时也指出市场机制在特定时期也会失灵,从而需要适度的政策干预和调节。企业作为市场的重要参与主体,基于利润最大化的目标,因此其经营行为很大程度上呈现出顺周期的特征。在经济转型的新旧动能切换过程中,经济在短期内下行压力较大,企业盈利也会明显下降。虽然不排除有少数具有前瞻性的企业会逆势而上,但大部分企业还是会选择静观其变甚至收缩战线。

在全球范围内,各国政府在面对全球化红利减退的背景下,纷纷启动国内经济转型。在此过程中,政府主导实施产业政策来推动经济转型成为全球潮流。例如美国的“拜登

经济学”，日本的“新资本主义”，印度的“莫迪改革”等，都试图通过自上而下的产业引导政策来发展新能源/芯片等绿色和高科技产业。虽然各国政府通过财政税收手段来鼓励企业投资新兴产业，但基于新兴产业的投入产出周期较长，各国企业基于对未来全球经济增长和需求层面的担忧，以及财政政策可持续性的疑虑，依然对此抱有谨慎态度。因此，虽然各国出台的产业政策都雄心勃勃，但大都是雷声大，雨点小。

图 24: 美国 CEO 经济展望指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

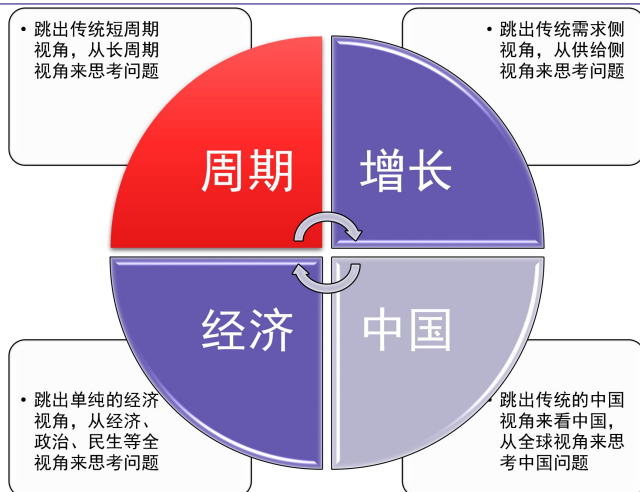
图 25: 国有企业投资的逆周期属性



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

国有企业由于其特殊的国有属性，在特殊时期可以发挥迎难而上的作用。习近平总书记多次强调：“国有企业是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础，是党执政兴国的重要支柱和依靠力量，必须做强做优做大”。过去十年，中国国有企业在不断提质增效，发挥了经济发展压舱石的作用。据国资委数据显现，截至 2021 年底，全国国资系统监管企业资产总额达到 259.3 万亿元，比 2012 年底增长 2.6 倍。“十三五”时期，国有企业累计上缴税费 17.6 万亿元，约占到同期全国税收收入的 1/4。当下中国经济处于转型的关键阶段，在两个毫不动摇的基础上，需要利用国有企业的规模和经营优势来配合国家产业政策，助推中国高质量发展。

图 26: 四个维度重构中国经济分析框架



资料来源: 中国银河证券研究院

四、重构中国经济的研究框架

研究宏观经济需要从周期规律出发来进行经济预测和政策判断，全球和中国经济稳态的下降造成经济预测和政策判断的难度显著上升，同时也在一定程度上造成市场预期

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

出现紊乱。稳态下降背后的原因是什么呢？简单来说，当前全球正在面临百年变局，政治、经济、社会等各个层面发生了巨大的变化，国际环境日趋复杂。不稳定性不确定性明显增强导致很多以往有效的规律和成熟的经验失灵，因此简单从历史经验出发去做类比、预测或者甚至在政策层面照抄历史经验，往往会犯下刻舟求剑的错误。

第一维度：跳出“周期”看“周期”：跳出短周期，从长周期视角看中国

经济基于内在的运行逻辑，在一段时间内会呈现周期性运动规律。根据周期的时间跨度可以分为短周期和长周期。短周期中最受经济分析人士关注的是3年左右的库存周期（基钦周期）和10年左右的设备更新周期（朱格拉周期），特别是前者与宏观政策和资本市场波动高度相关。而长周期则是对应20年左右的地产周期（库兹涅茨周期）、50-60年的技术进步周期（康波周期）、60年的人口周期，以及桥水资本达里奥提出的长达百年的国家长债务周期。这些长周期虽然至关重要，但因为变化缓慢，因此往往被定义为灰犀牛因素。在一个50年左右的长周期内，大部分时间是短周期（库存、设备更新）主导经济和市场的波动。但当长周期进入尾声时，作为灰犀牛存在的长周期因素会逐步占据主导地位，并导致短周期的规律性会变得极其不稳定。普通投资者日常更多关注短周期因素对经济周期的扰动，忽视甚至忘却长周期力量的存在。因此在进入长周期尾声阶段，往往会因为短周期波动失去规律性而失去方向感。其实很多当下全球和中国很多短期问题的根源更多是来自中长期因素力量的增强，从而导致关注中短周期的宏观研究框架出现失灵。所以我们的研究视角应该跳出短周期，更多关注长周期因素。百年变局和中国背后是长周期力量的增强

第二维度：跳出“增长”看“增长”：跳出需求侧增长，从供给侧视角看增长

自从上世纪30年代大衰退之后，伴随着现代宏观经济学的诞生，凯恩斯试图通过逆周期政策来熨平经济周期。虽然需求管理理论取得了一定效果，但也引起了正常经济周期的紊乱，由此引发了新的滞胀难题。70年代新自由主义思潮和供给学派的推动下，英美推行了以小政府、大市场为特征的经济改革，大规模减税并推动私有化，并由在此基础上形成了“华盛顿共识”向全球新兴市场国家推广。08年之后，全球经济增长乏力，凯恩斯主义又大行其道。各国宏观政策过度依赖三驾马车为代表的需求侧管理，但货币超发导致债务增长有失控的风险。贫富差距扩大和民粹主义上升令政策又无法回到80年代的新自由资本主义方向，因此全球主要发达经济体都陷入了极端的政策困境。今年以来，中央多次指出目前中国经济面临的重大挑战是内需疲软，我们认为中国经济增长战略要更多跳出需求侧，更多从供给侧思考问题。2020年的《2035远景规划》中提出了深化供给侧改革的方向：形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平的动态平衡。在目前需求无法有效拉动供给的背景下，要更多考虑如何从供给端创造需求。目前中国在新能源和数字经济方面已经形成规划化和产业化，并全球范围内形成领先优势。例如，新能源已经初步形成了完整的产业链，从上游的新能源发电组件设备、到下游的新能源电池、汽车、充电桩等，带动了国内相关的数万亿的投资和消费，并形成了规模化出口。中国的数字经济规模超过40万亿，全球范围内仅次于美国，未来衍生出新业态和新模式成为经济增长的新支柱。

第三维度：跳出“经济”看“经济”：跳出狭隘纯经济视角，从经济社会政治全视角看经济

08年以来全球范围内经济增长放缓，刺激政策对恢复经济作用有限，但导致贫富差距持续扩大，贫富差距扩大导致全球各国国内政治陷入极端对立。全球经济增长乏力导致民粹主义盛行，而后者反过来会加剧经济下行压力，进而形成向下螺旋。哈佛大学教

授 Dani Rodrik 提出的全球化不可能三角的概念，他认为在民粹主义持续升温背景下，全球化将成为牺牲品。此外，虽然苏联解体结束了美苏争霸的冷战，但地缘政治风险和军事冲突风险依然居高不下。当下全球地缘政治风险因为俄乌战争再次上升，而美国的印太战略从长期看也会改变亚太地区的地缘政治。中美关系上升成为影响全球最大的地缘政治关系变量，而美国国内政治矛盾激化放大并扭曲了中美之间的正常竞争关系。如何理解当下全球经济的困局和探索出路？全球政治和经济环境不确定性日益上升的背景下，很多当下的经济问题的源头其实不在经济本身，因此需要跳出目前被过度抽象化和模式化的经济范畴，站在更高的全维度来重新回看同样的经济问题，相信会有豁然开朗的感觉。我们可以观察到，近年来中国在制定政策方面逐步已经跳出了单纯算经济账，更多站在国内外两个全局，以下三个方面在算经济账的同时加入了“政治账”：兼顾公平和效率；平衡安全和发展；应对人类共同挑战。

第四维度：跳出“中国”看“中国”：跳出从内部视角看中国，从全球视角看中国

过去 20 年全球政治和经济层面发生的最重要的事件是中国力量的崛起。长期以来研究中国经济的时候，都把全球经济作为外生性变量，考虑全球特别是欧美对中国经济周期的影响。但现在中国经济规模已经占到全球 15%，贡献了 20% 的经济增长，这意味着中国经济本身已经变成全球经济的重要内生性变量。中国经济通过贸易和投资会影响全球经济，而全球经济在受到影响之后又会反作用于中国经济。因此再把全球经济作为中国经济的单纯外生性变量无法解释很多当下的新问题，要站在全球的角度来看中国经济，以及这种影响对中国经济的影响。

以前把全球经济作为外生变量，中国经济作为全球经济周期，特别是美国经济周期波动影响的被动接受者。长期以来，美国经济主导全球经济周期，“美国经济打喷嚏，全球经济感冒”已经成某种程度上的铁律。但美国抱着诸如“我们的美元，你们的问题”狭隘思维令全球其他经济体遭受了不必要的冲击。但现在作为成为全球经济的重要内生性力量，中国可以主动作为对全球经济施加正面影响，来影响和改善自己所处的外部环境。在美国经济未来衰退风险上升，对全球经济拉动减弱甚至是负面的背景下，中国可以摆脱之前的被动应对思维，通过加强双循环来主动作为，对全球经济施加正面影响，全球经济改善反过来拉动中国经济，进而形成良性循环。中国经济对全球经济施加的积极影响：（1）中国具有全球最大的中产阶级群体，未来将成为全球最大的消费市场，从 made in China 变为 made for China。（2）中国通过一带一路发展贸易和投资，推动产能合作来帮助发展中国家改善基础设施。（3）人民币国际化进程提速，将成为重要的投资贸易和储备货币，成为全球经济的润滑剂。（4）中国将更为积极参与和领导全球治理改善，坚定推动经济层面的自由化、一体化和政治层面的多边主义。

以上从四个维度尝试重新构建中国经济研究的新范式，但从本质上而言依然是一个非常初级和尝试性的探索。百年大变局对全球所有政策制定者和学者都是全新的课题，在此背景下探索和重建中国经济的研究新范式需要时间的长期磨砺和实践的反复验证。鉴于新旧范式的不可通约性，在重塑新范式的过程中必然有各种观点和思想的激烈碰撞，因此所有参与者要有广阔的视野和开放的思想才能有所突破。

2024 年的政策预期与经济指标预测

2024 年中国经济仍然处于房地产调整与新动能成长的对冲期，逆周期调节的力度与可持续性仍然是中国经济能否稳中向好的决定性因素。在基准情形之下，我们预测中国经济将以 5.0% 左右为目标，最终实现 5.2% 左右的增速，主要动力来自于基建投资两位数增长，房地产投资持续收窄降幅（“三大工程”补充商品房开发的下降）；以及二季度出口转正、三季度 PPI 转正之后制造业投资开始回升等。目前市场预测的分歧主要在于房地产开发投资增速，以及政策力度不及预期或退出过早的可能，前者其实也要考虑“三大工程”的规模。总而言之，2024 年仍然是逆周期调节政策主导经济增长速度与季度节奏的一年。

2024 年的逆周期调节政策将呈现以财政扩张为主导，以恢复和扩大国内需求为主要目标，货币政策积极配合的架构。其中恢复和扩大国内需求除居民就业和收入预期之外，将更注重优化房地产政策、活跃资本市场等，从而通过财富效应提升居民消费。这种政策架构事实上在 2023 年三季度已经形成，其主要背景是 2023 年以来经济生产端稳定增长、但需求端特别是房地产相关需求持续低迷，导致通胀率持续为负，实际利率被动上升，也抑制全社会信贷扩张意愿，限制货币政策传导效果。因此，2024 年“促进物价低位回升，保持物价在合理水平”将是观测逆周期调控效果的最重要指标。在企业层面，出厂价恢复有利于利润增速，以及投资增速、出口增速等名义增长。在政策层面，通胀率回归正常，有利于货币政策效果释放，有利于缓解债务压力，提升财政收入，增加政策效果和空间。

新一轮积极财政政策兼具“防风险”与“稳增长”两层内涵。“防风险”主要体现为政府融资方式加速转型，狭义赤字率及中央赤字率水平有进一步提升空间，财政与货币政策的协同机制将再次强化。“稳增长”政策主要是使用兼顾“逆周期”与“调结构”的工具，尤其是“平急两用、保障性住房、城中村改造”三大工程配合专项债扩容，有望承托商业地产下行趋势，同时解决区域间人口流动与地产供给结构性失衡的长期矛盾。预计 2024 年狭义赤字率预计在 3.5% 以上，对应国债和地方一般债规模合计 4.5 万亿，专项债额度进一步提升至 4 万亿左右水平，一般公共预算中用于基建的支出将回升至 2019 年的水平，预计 6.5 万亿左右，再加上 5000 亿新增国债及专项债资金，2024 年用于广义基建的财政资金支出总规模在 11 万亿左右，较 2023 年提升 12% 左右。2024 年一般公共预算及专项债用于保障房及城中村建设投资大约 2.4 至 2.8 万亿左右，较 2023 年提升 7000 至 11000 亿左右的投资规模，部分填补地产投资缺口。考虑专项债提前下达机制及特殊国债的发行使用，2024 年一季度财政基建支出的规模将在 3.5 万亿以上，支出明显前置。

货币政策：不一样的逆周期与跨周期。经济转型期的跨周期调节兼顾承托经济总量稳定增长的属性，货币政策会增加促进经济增长的权重，因此现阶段跨周期调节货币政策目标属于中性偏松。同样，经济转型期的逆周期政策意在对冲新旧动能切换过程中的下行风险，并非强力刺激经济。预计 2024 年总量工具将保持宽松，以保持经济合理增长为目标，注重政策的持续性、与财政政策的配合，以及风险化解。结构性工具则聚焦经济转型，围绕做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”展开。总体呈现“宽货币、宽信用”的格局。预计社会融资存量增速上行至 10.1%。

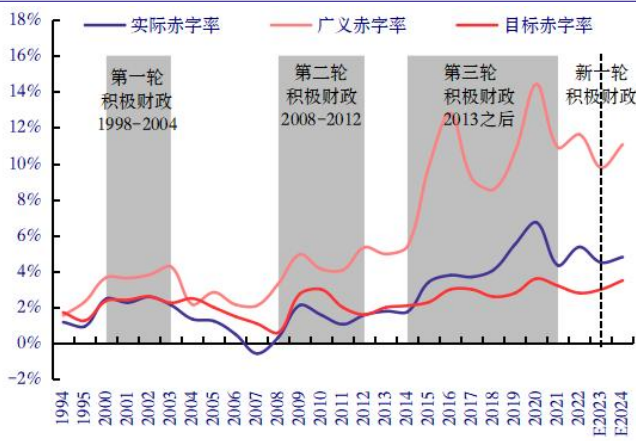
一、积极财政的新内涵：兼顾防风险和稳增长

1.1. 过去三轮积极财政政策回顾：逆周期调控与财政主导的回归

财政作为国家治理的支柱，在面对历次外部冲击时均起到了重要的逆周期调节作用，通过“积极财政”对冲了有效需求的不足，降低了经济大幅波动风险。站在当前时点，面对“房地产供需关系发生的重大变化”，我们认为“积极财政”政策有了新的内涵。尤其是 2023 年下半年以来，“特殊再融资债券”和“新增万亿国债”的先后出台，彻底改变了之前市场对于财政政策“托而不举”的预期判断。为此，我们简单回顾过去三轮“积极财政”并对新一轮积极财政内涵进行重新定位，继而展望 2024 年财政政策。

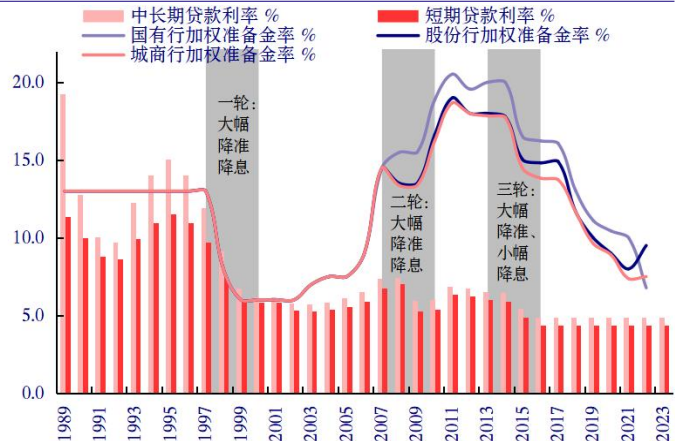
前两轮积极财政以逆周期政策为主导。我国历史上先后实施过三轮“积极财政”政策，分别开启于 1998 年、2008 年以及 2015 年。其中前两次均为典型的逆周期调节政策，通过扩大狭义赤字率方式实施了“财政主导，货币配合”的宏观调控政策，以基础设施建设为政策工具缓释了外部冲击对内需的影响，保障了经济增速维持在合理区间。彼时的财政扩张以狭义赤字为主，财政与货币政策协同性较高，货币政策均进行了大幅降准降息予以配合。

图 27：我国过去三轮积极财政的赤字率水平变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 28：我国过去逆周期政策下货币政策的降准、降息情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

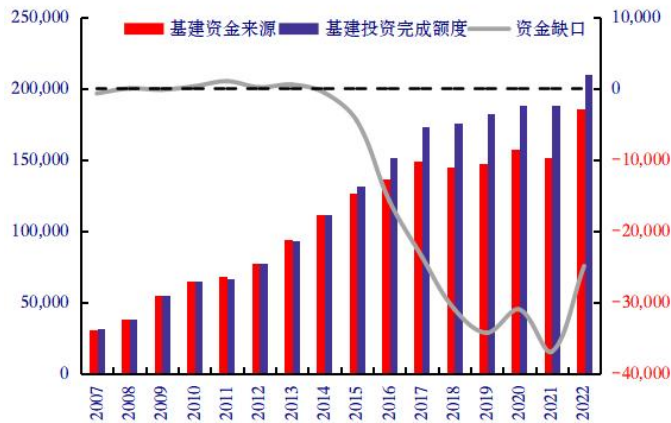
第三轮积极财政狭义层面以结构性政策为主配合货币政策完成供给出清，但客观上却催生了广义财政的扩张。2008 年以来的财政扩张导致传统产能有所过剩，在政策层面对于基建的逆周期调节有所减弱，因此我们可以看到基建的投资缺口在 2015 年之后开始显著提升。但在实际过程中由于地方政府的经济考核目标仍然存在，地方经济建设中只能依托于城投和基建的广义财政扩张以弥补经济增长缺口，这也是之后地方隐性债务风险不断堆积的原因之一。

在第三轮积极财政中财政和货币政策的协同性有所降低。在 2015 年我国提出供给侧结构性改革之后，宏观政策层面财政政策理应“让位”货币政策，财政以“减税降费”配合货币政策“宽货币、紧信用”以完成部分产业的市场化出清。但由于“土地财政”的存在使得地方政府实际拥有了“财政自主权”，以致于在经济增速考核目标之下，以政府信用背书的城投公司成为了加杠杆主体，“宽”出的货币涌向了广义财政，但收“紧”的信用又使得城投公司实际承担了较高的融资利率水平。因此，这一时期货币政策和大型商业银行体系难以直接为“非标准化政府债务”提供流行性支持，催生了“影子银行”的快速发展，财政和货币政策的协同性弱于前两轮“积极财政”。

当前地产供需关系转变催生新一轮积极财政政策，财政或再次主导宏观政策

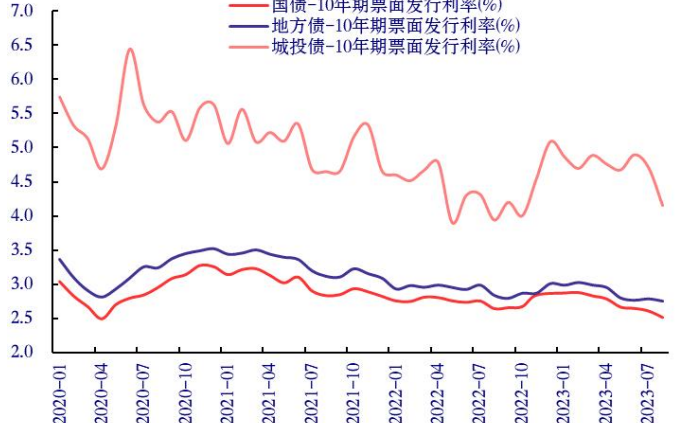
调控。而当房地产供需关系发生深刻改变时，中国经济面临的是“库兹涅茨”长周期拐点的加速下行，这意味着宏观政策调控需要在“调结构”的基础上再次兼具“逆周期”功能，以保障尚在转型的中国经济平稳过渡。因此财政政策将再次成为宏观调控的主导，我们也看到在7月中央政治局会议对当前房地产形势重新定调之后，过去“渐进”实施的“土地财政转型”和“地方隐债化解”工作均已按下加速键，“特殊再融资债券”以及“新增万亿国债”也均已表明新一轮积极财政政策的到来。

图 29：我国基建投资资金来源与完成额间的资金缺口



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 30：我国政府债券与城投债券的发行利率差距



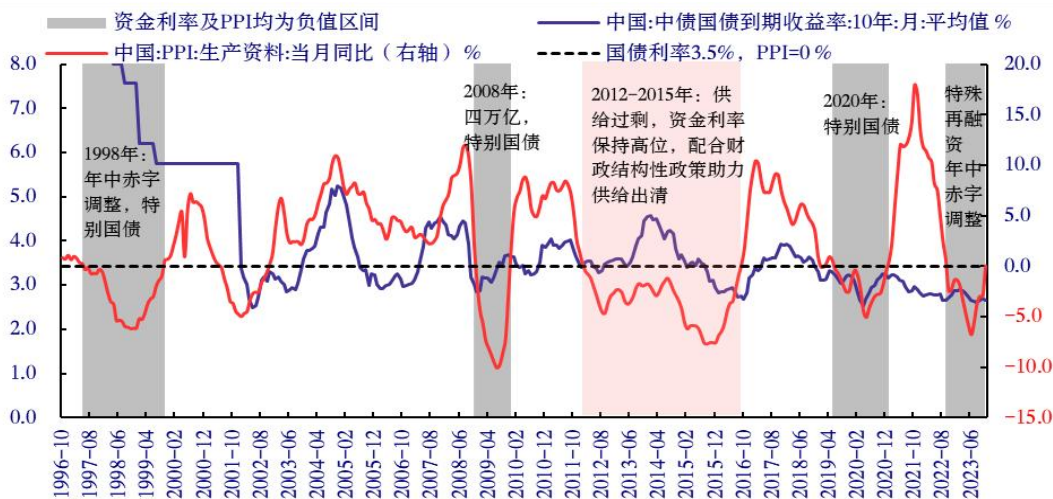
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1.2. 新一轮积极财政政策的新内涵：兼顾“防风险”与“稳增长”

我们认为在当前资金及物价水平下，财政政策具备较大的扩张空间，在积极财政新内涵与新政策工具下，财政持续发力也将有力提振经济及资本市场信心。

当前资金利率和工业品价格水平显示财政政策具备较大扩张空间。在当前国际主流的“赤字政府”中，因为税收没有盈余，债务扩张便是各国逆周期调控的主要工具，而政府债务融资效率的计量其实要取决于“两种价格”。一是债券发行利率决定了政府债务融资的长期付息成本，二是工业品价格决定了政府用于基础设施建设的成本，当利率和工业品价格均处于低位时便意味着政府通过债务扩张进行资本性开支的总成本较低。另一方面较低的债券收益率和物价水平也反映了需求不足需要政策进行逆周期调节。

图 31: 历次财政扩张的资金利率及工业价格水平



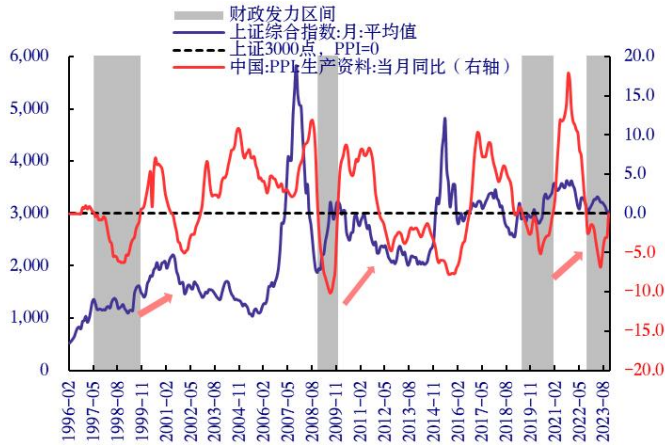
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院, 备注: 2002 年前资金利率水平使用基准贷款利率替代十年国债收益率

从过去几次财政扩张来看, 基本均处于 PPI 及国债收益率较低的时间区间, 其中 1998 年和 2008 年受到外部需求冲击, 国内 PPI 及资金利率均大幅降低, 彼时财政政策分别通过年中赤字率调整和特别国债的发行进行了财政基建扩张。而 2015 年之后“两种价格”显著走高, “积极财政”在狭义层面以结构性政策为主, 当前, 面对人口拐点带来的地产周期下行, 资金利率和工业品价格再次触底, 我们认为新一轮积极财政将再次回归逆周期调节, 但由于经济转型和债务结构发生了根本性转变, 新一轮积极财政的内涵将有所不同。

积极财政新内涵: 兼顾“防风险”与“稳增长”。新一轮积极财政政策将进一步兼顾“防风险”与“稳增长”, 其中“防风险”政策体现在政府融资方式的加速转型, 以财政纪律强化和政府债务标准化再度提高财政和货币政策的协同配合机制; “稳增长”政策旨在政府融资标准化的基础上, 重新启用兼具“调结构”和“逆周期”的政策工具, 例如“平急两用、保障性住房、城中村改造”三大工程配合专项债扩容, 有望在未来一段时期承托商业地产的下行趋势, 同时解决区域间人口流动与地产供给结构性失衡的长期矛盾。相对于减税降费和财政补贴而言, 例如“棚改”的城中村改造和保障性住房建设对于居民端收入的调节作用不容忽视, 其能够直接形成居民和企业现金流。

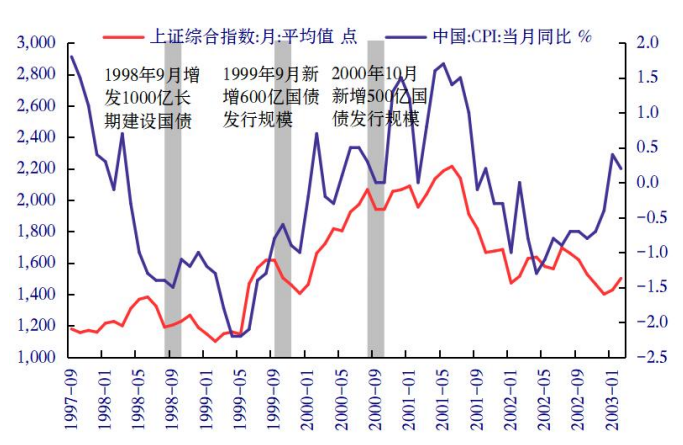
历次积极财政政策均对经济及资本市场起到了重要作用。1998 年、2008 年及 2020 年的年中调整赤字和特别国债的发行, 均在此后一段时期内对上证综合指数起到了显著提振作用。此外, 参照历史上年中调整赤字率的情况, 我国曾在 1998 年至 2000 年三次年中新增国债规模用于基础设施建设, 财政政策发力有效拉动了内需复苏, 对 CPI 和股票市场均起到了积极作用。

图 32: 历次财政扩张对国内价格及资本市场的拉动作用



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 33: 1998-2000 年年中赤字调整对经济的拉动作用



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

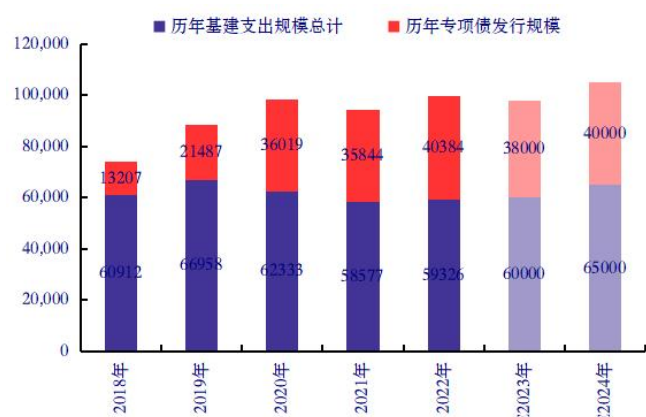
1.3. 2024 年财政政策展望：加力提效之上，兼具“相机抉择”的政策灵活性

2023 年多项政策均指向财政政策空间已经打开。2023 年 7 月中央政治局会议召开以来，多项结构性政策出台以及财政债务扩容均指向财政政策在未来一段时期内的发力空间充足，年内具备了“相机抉择”的政策灵活性。2023 年底新增万亿国债将赤字率提升至 3.8%，进一步体现了当前狭义“债务观”的转变。根据 2024 年经济复苏情况，不排除再次调增赤字和新增再融资额度的可能性。

2024 年财政收支及政府债务规模预测：在不考虑调入资金的情况下，我们预计 2024 年一般公共预算收入和支出预算规模分别为 24 万亿、29.1 万亿左右，分别较 2023 年预算数增长 10.4% 和 5.8%。收支差额在 5 万亿左右，新增中央国债及地方一般债规模合计 4.5 万亿元，对应目标赤字率水平在 3.5%。政府性基金收入和支出预算规模分别为 7 万亿和 11 万亿左右，较 2023 年实际完成额分别增长 8% 和 16% 左右，新增专项债规模小幅提升至 4 万亿左右。

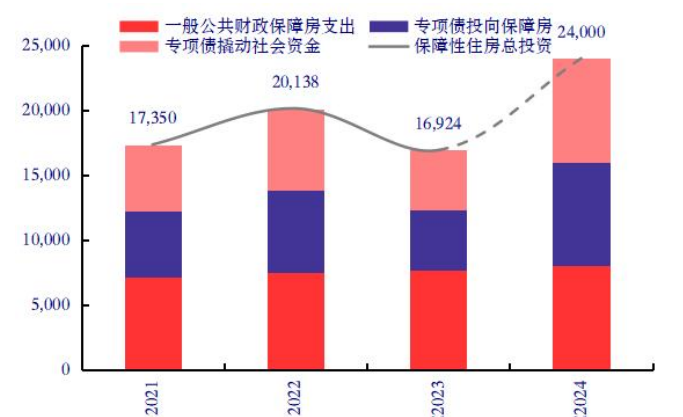
其中财政资金用于基建支出比例将显著提升（主要考虑疫情期间医疗支出的挤占因素消退，以及平急两用、城中村、保障性住房三大工程建设需要），基建支出绝对值预计为 6.5 万亿左右，加上 4 万亿专项债支出，政府资本性和基建开支总计 11 万亿，大致回升至 2019 年相当水平，较 2023 年提升 12% 左右。

图 34: 2024 年财政资金用于基建支出合计规模预测（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 35: 2024 年财政支持保障房建设力度大幅提升（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

财政资金通过保障房支出有力托底地产。我们预计 2024 年“一本账”用于保障房建设资金应在 8000 亿元以上（2023 年预算数为 7697 亿元），此外新增 4 万亿专项债中用于保障房建设的比例有望提升至 20-25%（2023 年为 14%）对应 8000-10000 亿资金，专项债对社会资金撬动比例按照 1:1 保守估计，2024 年保障性住房建设投资金额合计大约在 2.4-2.8 万亿左右，较 2023 年提升 7000-11000 亿左右的投资规模，有效弥补 2024 年地产投资的缺口。

节奏方面，“支出前置”将有力保障年初“开门红”。根据我们对于 2024 年美联储货币政策的判断，降息周期预计在二季度后开启，这意味着在此之前我国货币政策仍受掣肘，年初的经济“开门红”需要依靠财政先行发力以带动市场预期的上行。在提前下达机制下一季度专项债发行额度或在 1.2 万亿左右；此外，2023 年万亿国债预留的 5000 亿额度大概率也将在 2024 年一季度前下达至各地方政府，再加上一般公共预算用于基建支出金额，一季度财政支持基建的支出规模估计在 3.2 万亿左右，有力支撑年初“开门红”。

2024 年财政或将面临的两大风险和三种情景假设。如前文所述，2024 年财政政策的灵活性提升，新增“特殊再融资债券”及赤字调整均是政策相机抉择的可选项，主要用以应对 2024 年可能面临的两方面风险：一方面是地产下行与地方财政风险的“一体两面”，决定广义财政的收支力度；另一方面是全球经济衰退引发的外部冲击。

基于以上两种风险因素，预计 2024 年财政政策的“相机抉择”或遵循以下情景假设：

“国内地产复苏+海外不衰退”的乐观情景：对应 7.5 万亿左右的政府基金收入，则年内无新增债务。如果 2024 年地产市场有显著复苏，地方政府的财政压力将显著缓解，届时对于隐债化解的压力减弱，政策重点将转向“控制新增”，土地出让收入的回补将使得“特殊再融资债券”及赤字调整的必要性大幅降低；

“国内地产企稳+海外弱衰退”的基准情景：对应 6.5 万亿左右的政府性基金收入，在海外流动性风险缓释，国内货币政策空间充裕的情景下，金融机构面临的风险减弱，届时政策性金融工具支持基建以及金融化债等准财政政策将成为政策的优先选项，在下半年美联储如期降息后中央财政或再次调整赤字规模；

“国内地产下滑+海外强衰退”的悲观情景：对应 6.5 万亿以下的政府性基金收入（较 2023 年继续大幅降低）。如果 2024 年地产大幅下滑及海外强衰退的悲观组合出现，将对内需造成较大冲击，届时年中赤字率调整及特殊再融资债券的发行都将是政策对冲的可选项。

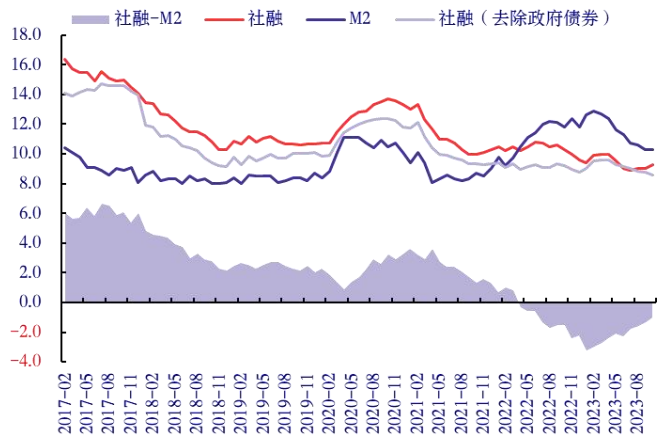
二、货币政策：不一样的跨周期和逆周期

2.1. 2024 年货币金融环境呈现“宽货币、宽信用”格局

2023 年央行实施了“宽货币”，但由于传导受阻并未实现“宽信用”。目标和结果之间的错配，是因为货币政策只能调控货币，而最后是否能实现信用的宽紧则有赖于货币政策传导机制。货币政策只能间接发挥作用，中间还有两个主要决定因素：经济参与主体的加杠杆意愿和金融体系的配合（我国主要是商业银行）。而这两个决定货币政策传导的因素在 2023 年都出现了收缩。

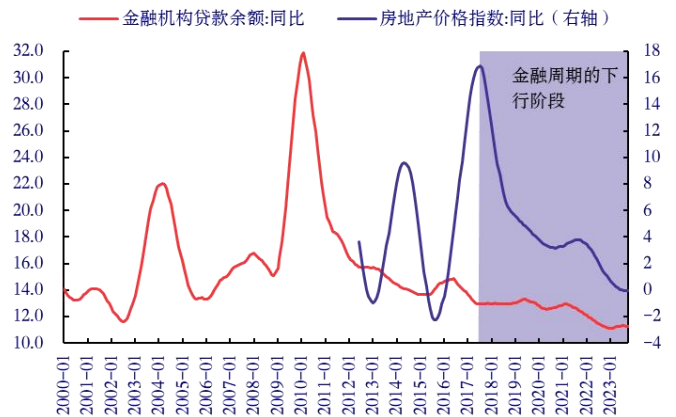
展望 2024 年，货币金融环境将呈现宽货币、宽信用的格局。央行将呵护流动性合理充裕，以配合政府债券发行协同财政政策逆周期发力以支持经济增长和化解金融风险。积极的财政政策和地方政府债务的风险化解将共同助推财政扩张，带动基建投资上行，拉动制造业投资带来企业部门信用扩张。同时财政加大民生支出和房地产销售的边际好转将共同扭转居民资产负债表的收缩，拉动居民部门信用扩张。最后，央行政策性金融工具、结构性货币工具将加大对“三大工程”的支持。2024 年呈现政府信用扩张最终拉动私人部门信用扩张的局面，社融存量增速预计上行至 10.1%。

图 36：2023 年社融增速持续低于 M2 增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 37：金融周期（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2.2. 2024 年货币政策将更具持续性，同时兼顾总量和结构

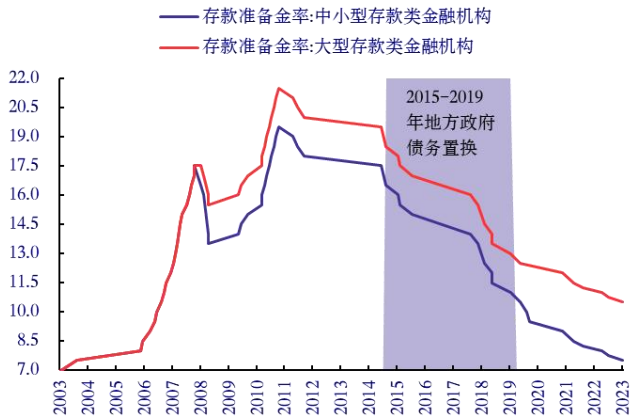
展望 2024 年，货币政策将保持政策的连续性，总量和结构工具双重发力。总量工具方面，降准、降息仍是最优的政策选择。回顾历次化债、中央政府加杠杆的时期，央行均使用降准保持流动性合理充裕，配合商业银行支持政府债券发行和信贷投放的资金需要，同时降准可以节约商业银行成本，减轻净息差压力，提升持续支持实体经济的能力。

降息以推动企业融资成本和个人信贷成本下行，减轻政府还本付息压力。虽然上一轮化债时期（2015-2019 年），央行并未显著降息，但我们认为当下政府债务环境与之前有显著区别，截至 2022 年广义政府债务规模较 2017 年翻倍，2021 年数据显示地方政府债务（不含城投债）的还本付息金额占其财政收入（一、二本帐）的比重已达 17%，在国有土地使用权出让收入同比下降的背景下，未来三年地方政府债券和城投债到期偿还量较大，当前时点降息以减轻政府债务偿还压力，防范化解金融风险有重要意义。金融工作会议强调加快“三大工程”建设和“充实货币政策工具箱”，有可能央行会再次启用抵押补充贷款 PSL 工具向政策性银行提供资金支持，为“三大工程”提供资金支持。观测 2015 年、2022 年 PSL 启动时期，央行均使用降息配合。预计 2024 年中国通胀回升但仍将保持低位，美联储将结束紧缩周期开启降息，中美货币政策周期错位将得到改善，通胀和人民币汇率对于价格工具的使用都不构成重要制约。综上，我们认为 2024 年央行很可能两次降息，总计 20BP。

结构性货币工具仍将聚焦经济转型，围绕做好“五篇大文章”展开，包括“科

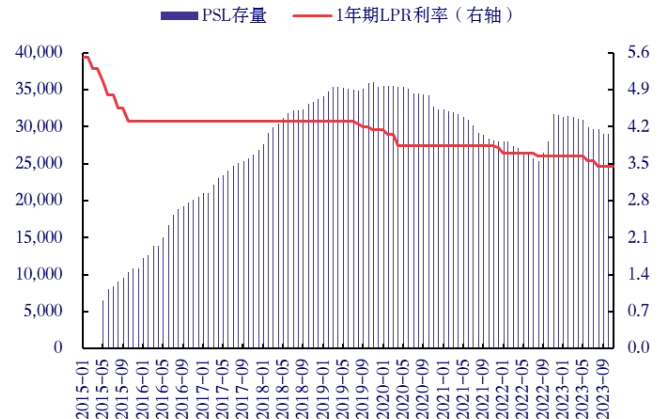
技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”。截至 2023 年 3 季度末，结构性货币政策工具余额 7.02 万亿。房地产相关的结构性货币政策工具共 3 个，均为阶段性工具，分别为支持保交楼项目的保交楼贷款支持计划、支持房企项目并购的房企纾困专项再贷款、支持试点城市收购存量住房的租赁住房贷款计划。未来针对“三大工程”可能再次启动 PSL 或创设新的结构性货币政策工具提供中长期低成本资金支持。同时，配合地方政府化解债务风险，央行可能创设结构性货币政策工具必要时提供应急流动性。

图 38: 存款准备金率变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 39: PSL 存量和 LPR 利率 (亿元, %)



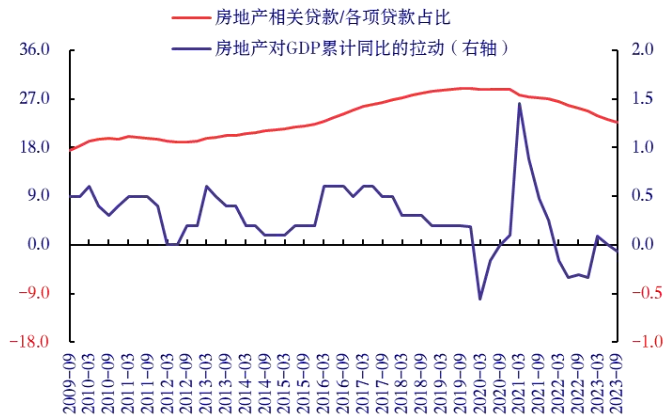
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2.3. 中长期视角：不一样的跨周期和逆周期

当下中国经济面临的挑战更多是经济转型过程中，中长期结构性问题的显性化。在此背景下货币政策强调“跨周期调节”和“逆周期调节”，是不同于传统理解的，是对于货币政策四个目标的再平衡：稳定物价、促进经济增长、扩大就业、维护国际收支平衡。经济转型期的跨周期调节兼顾承托经济总量稳定增长的属性，货币政策会增加促进经济增长的权重，因此现阶段的跨周期调节货币政策目标属于中性偏松，与市场一般认为跨周期调节意味着货币中性偏紧是不同的，央行近期强调跨周期调节并非意味着流动性边际收紧。同样，经济转型期的逆周期政策则意在对冲新旧动能切换过程中的下行风险，并非强力刺激经济。

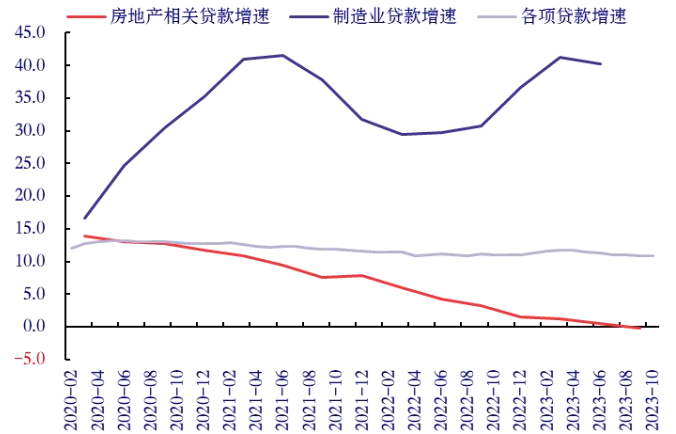
中国经济正在由房地产拉动经济增长的模式，转型为由高端制造业、服务业拉动经济增长。房地产对 GDP 累计同比贡献率自 2021 年 2 季度开始下滑，工业、信息传输、软件和信息技术服务业对 GDP 累计同比贡献率在 2021 年之后明显上行。经济结构转型决定金融机构贷款资源的分配变化，2020 年开始出现房地产贷款增速下降和制造业贷款增速上升的局面。房地产相关贷款在金融机构各项贷款中的占比经历了长达 15 年的上行周期，于 2019 年末到达历史高点（29%）后开始下行。截至 2023 年 9 月末，制造业贷款增速为 38.2%，远高于各项贷款的平均增速 10.9%，而房地产贷款增速则下滑至-0.2%，进入负值区间。

图 40: 房地产对 GDP 的拉动与房地产贷款占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 41: 房地产与制造业贷款增速 (%)

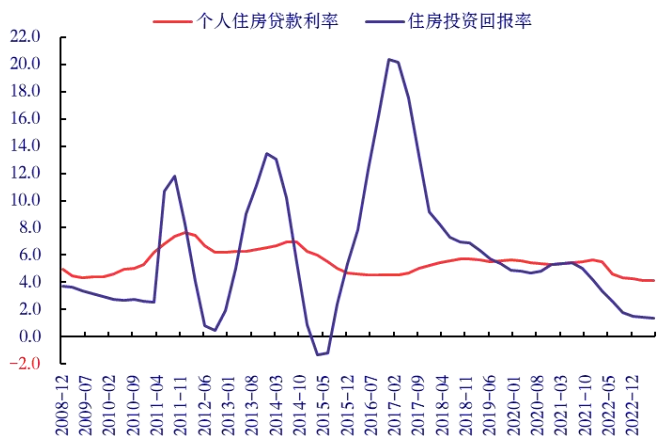


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在房地产驱动经济增长的模式下, 房地产价格上涨带来的较高的投资回报率抬升了金融机构贷款的利率水平。房地产相关贷款中约 70% 为个人住房贷款, 2016 年末住房投资回报率曾一度达到约 20%, 远高于个人住房贷款利率, 这也是居民资产负债表扩张的逻辑。房地产相关贷款最高时在金融机构全部贷款中占比 29%, 这部分贷款支撑了相对较高的贷款利率, 使得金融机构贷款利率水平维持在相对较高的区间。现阶段中国处于经济转型期, 住房投资回报率自 2019 年三季度开始低于个人住房贷款利率, 自 2021 年三季度开始快速下滑, 幅度远大于个人住房贷款利率的下行。

经济结构转型决定金融机构贷款资源将从房地产流向高端制造业、服务业, 实体经济的总资产报酬率将决定贷款利率的水平。2022 年全部国有工业企业的总资产报酬率为 4.0%, 其中国有电子工业、机械工业、化学工业、汽车制造业、信息技术服务业的总资产报酬率分别为 2.6%、3.3%、3.3%、4.4%、4.3%。2022 年金融机构企业贷款加权平均利率为 4.12%, 高于全部国有工业企业的总资产报酬率, 当前的利率水平有调降的空间。

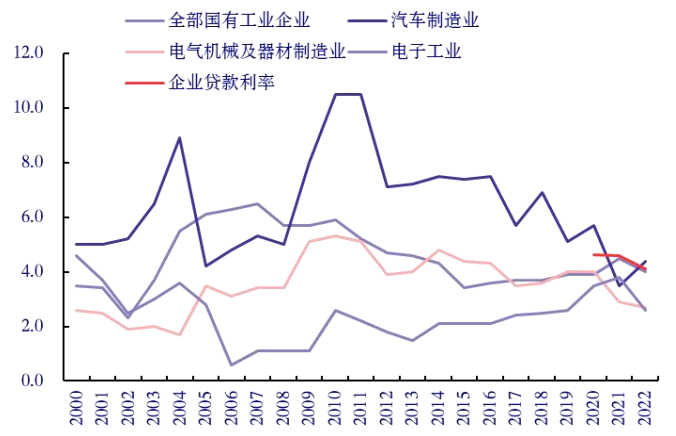
图 42: 个人住房贷款利率与住房投资回报率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

住房投资回报率, 包括因资产价格变动带来的收益以及租金回报率

图 43: 国有工业企业总资产报酬率与贷款利率 (%)



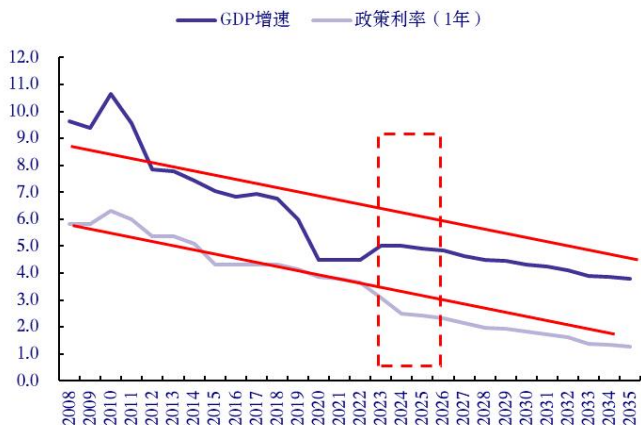
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

央行利率调控遵循着黄金法则, 以自然利率为锚实施跨周期调节。黄金法则的含义是“保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”。潜在增速决定着

我国利率水平变化。白重恩^①在 2017 年测算提出，中国各年的潜在经济增长率逐年下降：2021 至 2025 年间降至 5.57% 左右、2026 至 2030 年间降至 4.82% 左右。从历史水平来看，政策利率平均低于潜在增长率 250bps 左右，如果潜在增速在 5.5%，与之匹配的名义政策利率水平在 3.0% 左右。现阶段 1 年期 LPR 利率水平在 3.45%，仍然偏高。

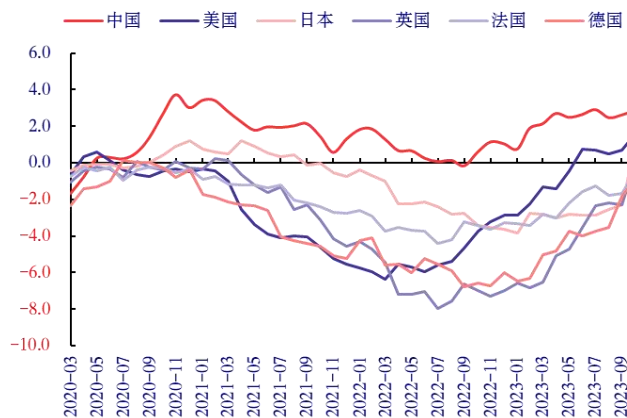
最后，中国处于经济转型期带来的总需求不足使得通胀水平维持在相对低位，抬升了我国的实际利率水平。

图 44: GDP 潜在增速和政策利率预期 (%)



资料来源:《中国经济增长潜力预测: 兼顾跨国生产率收敛与中国劳动力特征的供给侧分析》, Wind, 中国银河证券研究院
2023 年之后为预测值

图 45: 各国实际利率水平 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、经济预测：2023 年的“意外”与 2024 年的“回归”

2023 年经济增长打破了以往的走势，呈现波浪变化。这种波动变化是疫情后的弱修复与经济结构改革交织的结果。从 1 季度的经济“开门红”到 2 季度的回落，3 季度经济重新回升，在没有新冠疫情的影响下，经济回升速率的大幅变化也代表了市场预期的大幅变化。1 季度我国 GDP 环比增速 2.3%，而 2 季度的环比增速骤降至 0.8%，与之伴随的是 1 季度走高的生产以及产成品库存在 2 季度均快速回落。3 季度经济回升属于正常水平，社会消费和工业生产呈现了弱势回升的格局，这种趋势预计在 4 季度和 2024 年延续。

政策的变化在 2023 年也较为明显，1 季度经济的快速走高使得政策层对未来信心增强。在此基础上，政府债务融资速度减缓，2023 年上半年表现为政府去杠杆，8 月政府融资才重新回升。这也意味着，2023 年 4 季度经济会更多的受到稳增长政策的“承托”。财政政策的加码会持续至 2024 年，从而保障经济稳定复苏。也就是说 2024 年以政府投资为主的基建投资仍然会保持高位。

^① 《中国经济增长潜力预测: 兼顾跨国生产率收敛与中国劳动力特征的供给侧分析》, 2017。

表 1: 2024 年经济指标预测 (%)

	2022	2023E	2024E
GDP (同比增速)	3.0	5.2	5.2
固定资本形成	5.7	2.6	4.5
最终消费	3.5	8.3	6.8
拉动GDP增长			
固定资本形成	1.4	1.3	2.1
最终消费	1.1	4.9	3.5
净出口	0.5	-1.0	-0.4
固定资产投资	5.3	2.9	3.9
制造业	9.1	6.3	3.1
基建*	9.4	5.8	10.5
房地产	-10.0	-9.6	-7.0
社会消费品零售	-0.3	7.1	4.9
规模以上工业增加值	3.6	4.2	4.4
出口	7.2	-4.1	1.2
进口	1.0	-5.3	1.7
CPI	2.0	0.4	1.0
PPI	4.1	-3.1	0.8
社会融资存量同比	9.6	9.6	10.1
人民币汇率 (期末)	6.95	7.20	6.90
1年期LPR (期末)	3.65	3.45	3.25

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 *基建投资包含三大工程项目

2024 年生产受到补库存的影响, 出口表现或将超过 2023 年, 带来生产的走高。同时在经济转型的过程中, 新经济新产业持续快速增长, 有望在 2024 年带动新一轮的资本开支, 从而拓展未来的经济增长空间。这种支持主要集中在民生、保障房、产业升级、绿色环保等领域。

2024 年经济最不稳定的部门仍然是房地产行业。2023 年前三季度房地产行业仍然负增长, 房地产开发投资完成额下滑 9.1%, 商品房新开工和商品房销售再次大幅下滑。9 月份以来的房地产政策并未扭转商品房销售的颓势, 并且房地产开发商的资金仍然较为紧张。2024 年我们预计房地产行业在下半年才会止跌, 全年仍然保持小幅负增长。如果房地产行业的颓势在 2024 年没有扭转, 那么经济增长将面临更多的压力。

2024 年经济总体呈现平稳态势, 物价恢复正值。工业生产总体小幅上行, 补库存和出口上行支持工业生产, 同时稳定的国内需求也使得生产有支撑。社会消费品零售增速自然恢复的进程没有改变, 2024 年消费增速稳定回升至 4.5% 以上。固定资产投资增幅反而上行, 基建投资持续高位承托整个投资, 制造业投资也较为强劲, 房地产投资降幅收窄止跌。出口可能好于 2023 年, 中国产品的韧性以及低位的汇率增加了中国产品的竞争力, 加之全球贸易可能在 2024 年回升, 出

口恢复正增长。

政策已经在 2023 年 10 月份有了较大的变化。财政政策基调已经发生根本性转变，逆周期政策重点支持化债和对冲地产下行压力。10 月份特殊再融资债券发行，内蒙古、天津、辽宁、云南、广西、重庆、青海、吉林、江西等 19 地发行特殊再融资债券，预计额度 1.5 万亿。10 月 24 日，全国人大常委会批准国务院增发 10000 亿元特别国债，全国财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元，预计赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。10 月中央金融工作会议明确建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。

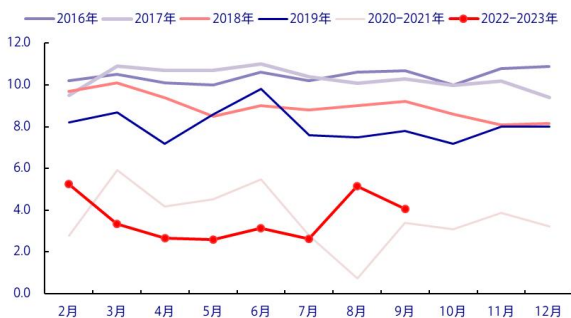
财政政策转变的同时，货币政策预计会在 2024 年持续发力以配合财政政策。2024 年全球货币紧缩终结，对我国的货币政策压制力度大幅减弱，使得政策腾挪的空间增加。2024 年国内政策层对经济支持力度进一步加大，2024 年社会融资增速和贷款增速保持高位，降准降息仍然持续进行，央行的结构性货币工具继续推进。2024 年财政和金融协同将进一步强化，助推中国经济回归潜在增长率。

3.1. 国内消费：继续稳定修复

2024 年国内消费将延续 2023 年的趋势缓慢回升，受到收入和消费习惯的影响，居民消费端的变化较难大起大落，2024 年预期相对稳定。海外需求可能略高于 2023 年，2024 年虽然美国消费在高利率的环境下面临压力，但欧洲和亚洲需求或有小幅好转。

国内来看，2023 年我国消费增速的回升整体低于年初预期。2023 年消费增速可能为 7.0%，两年平均增速（2022-2023 年）3.3%。这个平均增速低于 2019 年 8.0%，同样低于 2020 和 2021 年平均增速 4.3%。2023 年随着人员、物流流动的回复，服务行业在快速恢复，但整体社会消费增速的恢复仍然偏缓。

图 46: 社会消费品零售增速放缓 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 47: 2023 年前 3 季度居民消费情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

国内需求复苏缓慢在于房地产相关消费仍然较为疲软，文化办公用品消费同样负增长。商品房销售面积在 2023 年前 3 季度下降了 7.5%，使得与房地产各行业相关的建筑及装潢材料消费下行 7.9%，家用电器和音响器材下行 0.6%，只有家具类消费上行了 3.1%。与企业活动和政府消费更相关的文化办公用品消费也下滑了 6.8%。

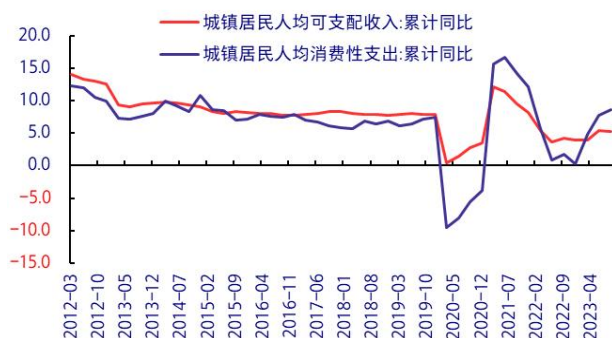
居民收入减缓同样是消费增速缓慢的主要原因。虽然居民存款在快速增加，但城镇居民人均可支配收入的增长仍然较为缓慢，2023 年 3 季度其增速再次下滑，

说明了居民收入的不稳定性。新冠疫情后，居民收入增速下行，2023 年前三季度居民收入增长，城镇居民人均收入的增长 5.2%，低于人均支出的 8.6%。今年以来消费者信心也出现波动，2 季度开始消费者对于就业和收入的信心下滑，对就业的信心 8 月才稍有好转，整体消费者信心持续处于低位。

疫情后居民的总财富增速也在下行，这同样影响居民消费。总体来看，这些储蓄能保证居民的正常生活，但是非必需的消费会受到影响。首先，2022 年开始居民存款快速增长，这些增长的储蓄会支撑未来的生活消费。2022 年全年居民新增存款增加了 17.8 万亿，远超 2021 年 9.9 万亿。2023 年前三季度，居民存款增加了 14.4 万亿，超过 2022 年同期。其次，虽然居民存款额度增加，但是从增速上来看，2023 年以来居民储蓄存款增速已经在快速下行。储蓄增速的下行意味着居民收入增速的下行，也抑制着居民“额外”消费的增长。再次，从居民的储蓄、房产以及投资来看，居民资产增量在 2022 年和 2023 年是持续下行的。2022 年快速上行的储蓄对应着商品房消费和投资的减少，但总的居民资产量是在逐步下行。

所以，2023 年居民整体消费节奏以生活必需品为主。服装鞋帽、烟酒、中西药品、化妆品、石油制品、食品等消费增速位居前列，居民消费以生活用品为主。2023 年前 3 季度，规模以上生活必需品消费增长了 6.4%，非必需品消费增长了 5.8%。另外，消费刺激政策也产生作用，推动了汽车消费的上行。疫情封控放开后，汽车购置需求开始恢复，同时新能源车购置税减免政策仍然持续，汽车消费在 2 季度迎来高点。

图 48: 城镇居民人均可支配收入和支出增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 49: 消费者信心指数 (点数)



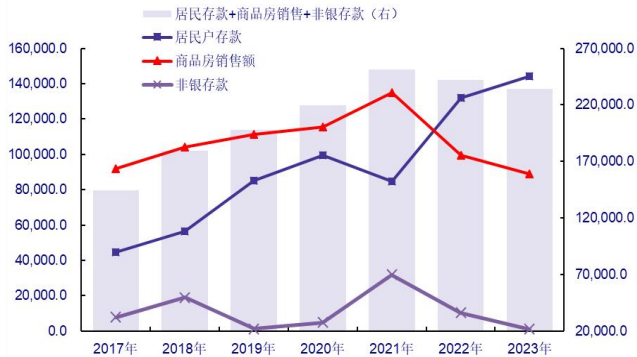
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2024 年居民消费增速继续回升。从收入角度可以看到居民消费恢复需要时间，居民的收入会随着经济逐步企稳有所好转。另一方面，居民消费增速仍然与疫情前有较大差距，居民消费回升仍然有空间。从 2023 年来看，居民外出餐饮消费增速远快于商品消费，居民节假日出行在稳步回升，整体消费意愿仍然存在。

2024 年消费的回升速度仍然偏缓。一方面居民收入增长快速好转需要经济的快速好转。我国经济处于结构转型阶段，逐步回暖可能是主要的节奏。另一方面，疫情后的伤痕效应仍要持续。对 2008 年四川大地震、2011 年日本地震以及 2005 年美国卡特里娜飓风灾后的消费行为调查显示，消费者的恐惧心理并不会很快消失，即使灾难结束，消费者也会倾向于减少冲动性消费，减少奢侈品消费，这就意味着居民消费的恢复需要更多时间。全球公共疫情灾难首次发生，同时我国经济救助政策侧重于企业生产部门，我国居民消费恢复至疫情前模式至少需要 2 年，这意味着 2024 年消费增速的恢复仍然是缓慢的。

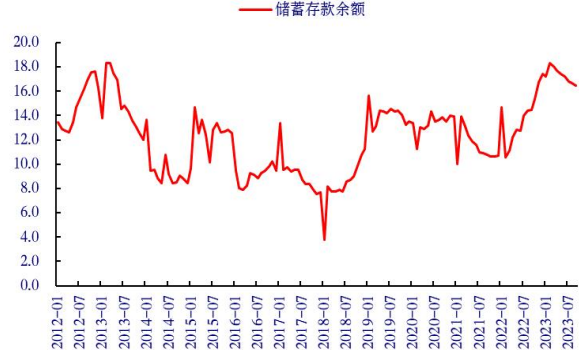
2024 年整体消费显示出恢复的特征，房地产相关产品消费和办公用品消费可能止跌。受到收入预期的影响，汽车和电子产品消费增速保持低速增长。我们预计 2024 年零售品消费增速在 4.9% 左右运行。

图 50: 居民资产增长 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 51: 储蓄存款余额增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3.2. 投资：制造业稳健、基建回升

投资端 2024 年持续上行，各部门有明显变化。其中水利、环境和公共设施因财政政策支持会快速回升。交通运输、仓储和邮政业、批发和零售业、租赁和商务服务业经过 2023 年的快速恢复，2024 年投资持续加速。房地产投资仍然下滑，但下滑速度大幅收窄。需要注意，房地产投资仍有不确定性，2024 年房地产投资增速将决定固定资产投资增速的方向。

表 2: 固定资产投资各部门变化 (%)

	占比	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E
制造业	30.65	-2.20	13.50	9.10	6.30	3.10
房地产业	22.12	5.00	5.00	-8.40	-9.60	-7.00
水利、环境和公共设施管理业	13.00	0.20	-1.20	10.30	0.10	10.60
交通运输、仓储和邮政业	9.69	1.40	1.60	9.10	11.80	12.50
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	4.72	17.60	1.10	19.30	25.00	20.20
农、林、牧、渔业	3.90	19.10	9.30	4.20	0.50	1.50
批发和零售业	2.62	-21.50	-5.90	5.30	-2.30	2.10
租赁和商务服务业	2.11	5.00	13.60	14.50	11.20	13.50
固定资产投资		2.90	4.90	5.10	2.90	3.90

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

制造业投资依赖于企业的订单和利润，但更多的是企业对未来收入的预期。2024 年的资本开支可能仍然处于相对高位。制造业企业利润是制造业投资的先行指标，制造业投资增速与利润增速并不是完全一一对应。2023 年前 9 个月，工业企业利润处于负增长阶段，2 月份开始工业企业利润增速持续向上，同期工业企业营业收入增速保持低位平稳。2024 年预计企业利润继续走高，并且营收随着国内需求稳定有所好转。从订单情况来看，2023 年截至 10 月份平均订单指数 50.4%，高于前两年平均 49.4%，出口订单指数 47.7%，与前两年持平。从营收和订单来看，2024 年的制造业投资增速仍然是有保障的。

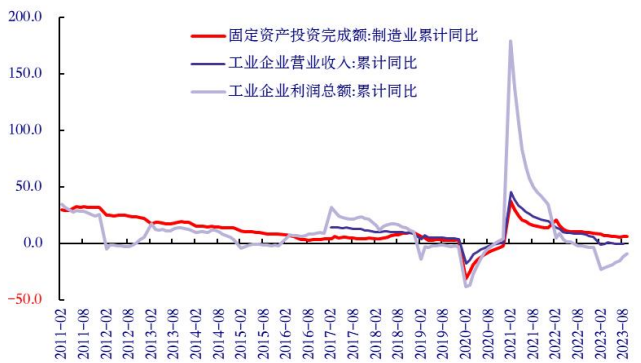
首先，2023 年强势行业可能在 2024 年保持强者恒强的状态。2021 年开启的投资中首先以出口行业为主，电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、仪器仪表制造业均保持较高的资本开支。2020 年以来受到疫情影响，欧洲对我国部分机电产品放开，带来了机电产品出口的增加。2021 年机电产品出

口额增加了 4431 亿美元,2020 年至 2022 年 3 年时间机电产品出口额增加了 6029 亿美元,平均增长 12.7%。同样高新技术产品 3 年出口增加了 2226 亿美元,平均增长 9.9%。快速爆发的需求带来了相关产业投资的走高。电器机械及器材制造业投资增长从 2020 年的 -7.6%跃升至 2021 年的 23.3%,2023 年前 3 季度投资增速为 38.1%。仪器仪表制造业投资同样从 20 年度负增长快速上行至 21 年的 12.0%,23 年 1-9 月份增长 24.3%。

其次,汽车行业仍在增加投资。新能源车销售的增长也带动了汽车产业投资在 2022 年转正,2023 年前三季度汽车投资增速 20.4%。汽车行业的出口在 2023 年同样快速上行,国内产能优势开始蔓延至海外。汽车行业的资本投资启动于 2022 年,预计 2024 年仍保持较高增速。

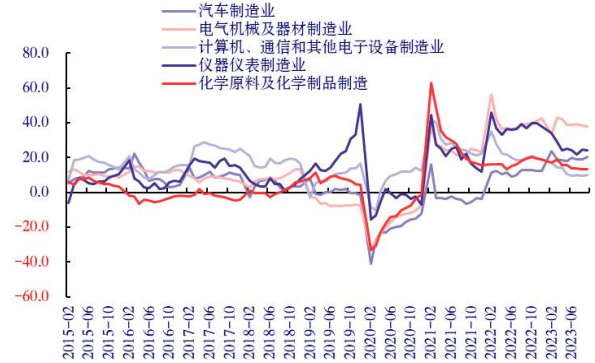
再次,以国产替代为主的化学原料和化学制品业投资增长迅速,并且增速可能持续。如 PX 产业 2024 年-2026 年预计投产 1640 万吨,同期 PTA 产能扩张 2470 万吨,PX 和 PTA 产能在 2023 年分别增长了 510 万吨和 1200 万吨。

图 52: 制造业投资和制造业利润 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 53: 强势行业投资增速延续 (%)

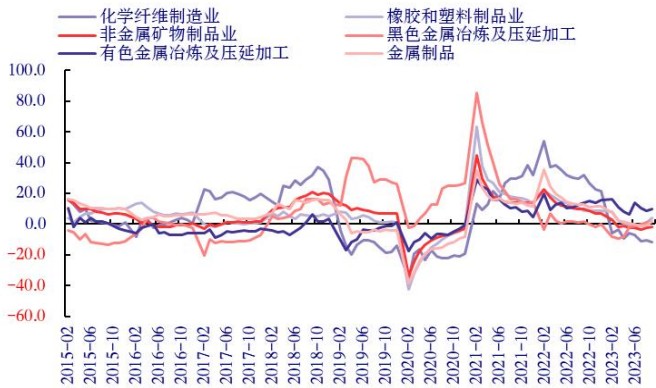


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

最后,2023 年受到国内需求上行缓慢以及房地产影响的行业,2024 年的投资可能回升。黑色金属冶炼、金属制品、化学纤维制造、橡胶和塑料制品业在 2023 年投资增速均较为低迷,随着 2024 年房地产投资下降幅度趋缓,相关产业的投资增速可能反转。已经处于低位的纺织业、医药制造业可能止跌保持平稳。设备类的投资 2023 年较为平稳,预计 2024 年这种平稳延续。

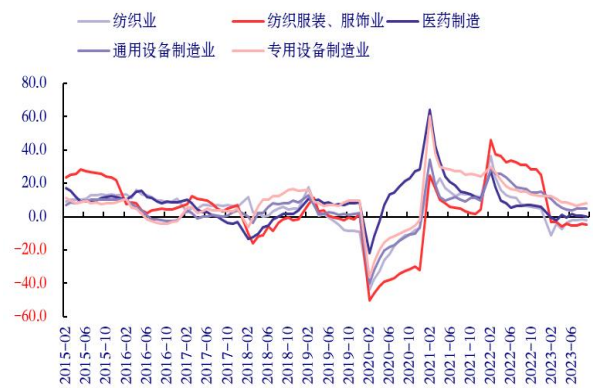
2021 年开始的制造业投资上行可能在 2024 年步入尾声,但在我国新旧动能切换,政府支持政策持续的影响下,新一轮制造业投资可能在持续酝酿。从行业来看,国内需求的稳步上行会带动行业投资的平稳,资本开支在 2023 年负增长的行业,2024 年可能止跌回升。未来新一轮的投资可能主要集中在国产替代的行业,技术升级行业 and 新兴产业。预计 2024 年制造业投资增速会有小幅回落,但仍然处于高位。

图 54: 投资增速可能上行的行业 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 55: 保持稳定的行业 (%)



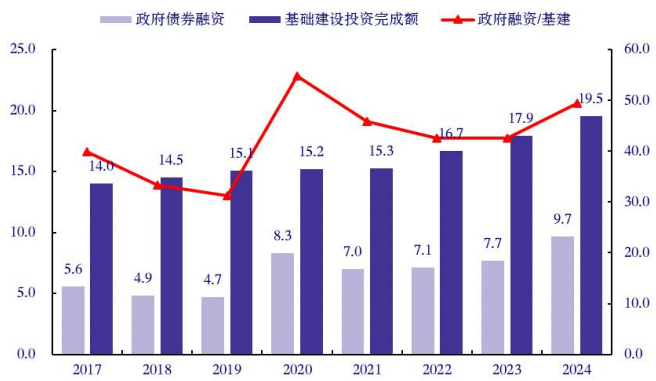
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

基建投资方面，预计 2024 年保持高速增长。基建行业投资主要是政府债券支持，2023 年政府债券融资在 4 季度发力。2023 年 9 月份地方政府特殊再融资债券发行，部分解决了地方政府债务周转问题。10 月份，中央政府增发 1 万亿特别国债用于基础设施建设，其中 5000 亿留作 2024 年使用。10 月末的中央金融工作会议明确要建立防范化解地方政府债务风险的长效机制，优化中央和地方政府债务结构。这些均意味着，对于地方政府债务的担忧可以告一段落，2024 年政府债务有望进一步加速得到化解。

2024 年政府债券融资可能比 2023 年增加近 2 万亿。其中，2023 年增发的 1 万亿特别国债产生的实物工作量将在 2024 年实现。由于 2023 年赤字率在年末上行至 3.8%，预计 2024 年赤字率也会突破 3%，达到 3.5%。这意味着 2024 年政府赤字预算在 4.67 万亿，比 2023 年增加 8800 亿元。2024 年预计地方政府专项债额度 4 万亿，比 2023 年的 3.8 万亿增加 2000 亿。综上，狭义赤字率、地方政府专项债和 1 万亿特别国债意味着 2024 年政府债券融资比 2023 年增加 2.08 万亿。2024 年可能还有 PSL 的增发。考虑到政府融资可能部分还款以及加大在民生方面的投资，融资转化成基建的效率会稍有降低，预计 2024 年基建投资比 2023 年增加 1.8 万亿左右，全年基建完成额 19.5 万亿，实现约 10.5% 的基建投资增速。

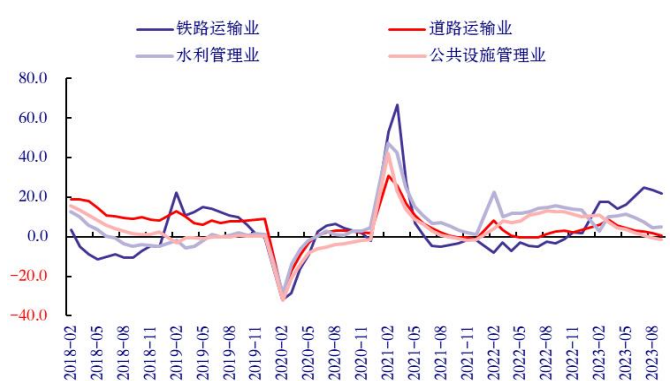
2024 年基建投资仍然处于高位，主要投资方向在保障房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设，同时铁路、水利、公共设施管理业投资也会发力。

图 56: 政府净融资加速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 57: 基建行业投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

房地产开发投资方面，2022 和 2023 年是行业强力出清的两，2024 年下行趋势可能接近尾声。2023 年的房地产行业持续下行，商品房销售并未有所好转，请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

房地产开发公司资金较为紧绷。百强开发商合同销售量在 2023 年 10 月再次下滑，比 2019 年下跌 68.7%，这给房地产开发企业带来严重的困境。这种困境需要时间消化，并且政策支持在逐步加大。2024 年上半年仍然属于政策发酵期，预计下半年房地产行业止跌。

表 3：房地产行业投资变化（%）

	全年新开工 (万平方米)	新开工同比 (%)	上一年土地购置 (万平方米)	开工倍数
2018年	209342.0	17.2	25508.0	8.2
2019年	227154.0	8.5	29142.0	7.8
2020年	224433.0	-1.2	25822.0	8.7
2021年	198895.0	-11.4	25536.0	7.8
2022年	120587.0	-39.4	21590.0	5.6
2023年E	97623.4	-19.0	10052.0	9.7
2024年E	90570.9	-7.2	9388.6	7.6

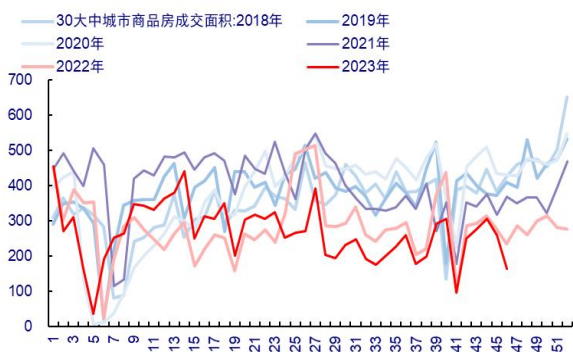
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

首先，从新开工来看，房地产行业在 2023 年略有好转。商品房开发需要参考上一年土地购置面积，2023 年的新开工的土地是 2022 年购置的。2018 年以来土地购置和新开工的比例在 7 到 8 倍左右，2022 年由于疫情封控，比例下降至 5.6，意味着 2021 年拍下来的 2.15 亿平方米的土地建设滞后。2023 年土地购置面积和新开工比例跳升至 9.7 倍，意味着 2023 年的建设中包含了 2022 年未开始的建筑。2024 年预计开工倍数会达到 7.6 倍（2018-2022 年平均增速），对应的新开工面积增速为-7.2%，降幅再次收窄。

其次，紧绷的房地产资金链条迎来缓解。2023 年 11 月可能启动 PSL 补充房地产企业资金。11 月 17 日央行、金融监管总局、证监会举办的金融机构座谈会明确“三个不低于”，即对房地产企业总贷款增速不低于银行业平均水平，对非国有房地产企业的对公贷款增速不低于国有企业，对非国有房地产企业的按揭贷款增速不低于国有企业。这种明确的指标性的文件会明确改善房地产企业的资金。

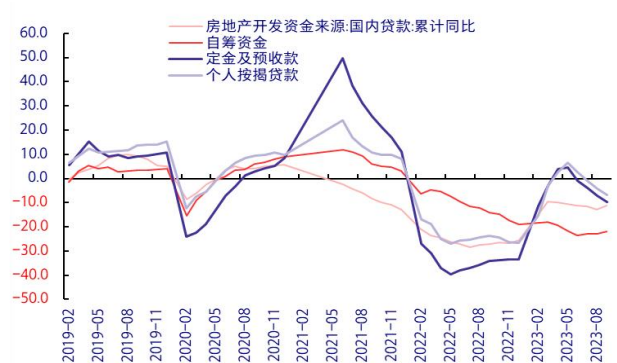
最后，销售端的连续下滑可能有所好转。由于销售端的下滑是居民的自主选择，政策刺激的路径较为复杂，所以也相对不好预测。我们认为连续两年的销售下滑已经使得商品房销售来到了短期底部，随着各地房地产价格的回落，商品房的销售可能止跌。另外，经济受到政策推动有所上行，会同时改善居民的收入预期，从而带动商品房销售止跌。

图 58：每周商品房销售面积（万平方米）：年度对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 59：房地产开发资金来源（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3.3. 进出口：略有回升

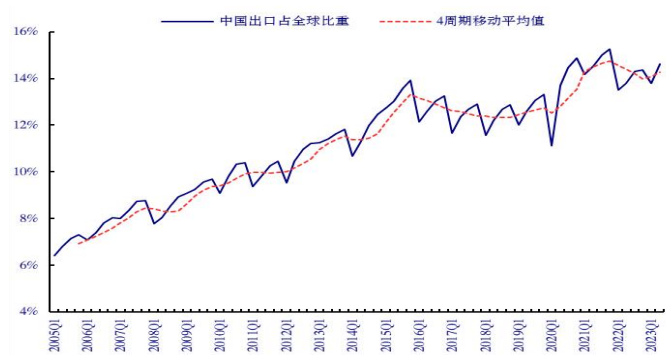
从海外需求来看，2024 年我国出口增速可能略有回升。WTO 预计 2024 年全球经济增长保持平稳，但是贸易增长 3.3%，高于 2023 年的 0.8%。我国出口总额增速跟随全球出口趋势而动，预计也会保持小幅上升的态势。

其一，WTO 认为，2024 年略低的经济增速可能不会影响全球贸易。不同于 2023 年受到中国房地产低迷、俄乌冲突影响、美国欧盟的持续通胀和货币紧缩，2024 年全球经济增长虽然可能放缓，但是其总量保持稳定，贸易经济经过 2023 年的低迷后回升。尤其是 2024 年美国 and 欧盟通胀放缓和货币紧缩结束意味着对商业周期敏感的行业会率先反弹。中国贸易增速跟随全球贸易而动，虽然现阶段中国增速可能略低，但作为全球主要的出口国，在全球贸易增长的时刻，中国出口表现较差的概率偏低。

其二，2024 年我国出口占全球出口比重保持稳定。自加入 WTO 以来，我国出口份额占比持续上行，2020 年和 2021 年受益于全球生产能力关停的影响，我国出口占比从 13.1% 上行至 14.8%，上行了 1.7 个百分点，达到历史峰值。2022 年我国出口占比回落至 14.3%，主要来自高能源价格影响欧洲生产。但是随着各国生产的修复，2023 年我国出口占比也有所下滑。虽然未来依靠出口占比提升出口增速可能濒临尾声，但是快速下滑也很难看到。2023 年中国出口占比下滑已经是全球生产恢复后的再平衡，2024 年将趋于稳定。

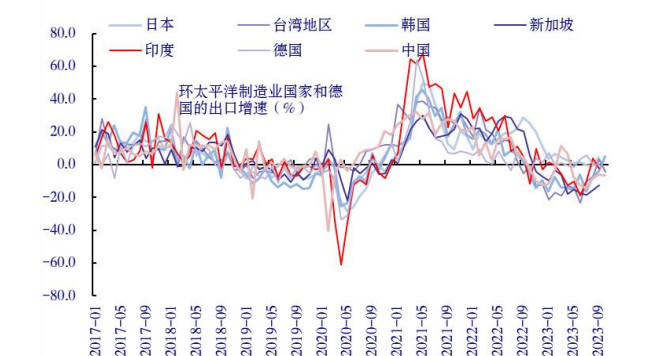
其三，中国是全球生产中心之一，其生产能力毋庸置疑，产品在市场有较强的竞争力。2023 年度我国一般贸易品出口仅有小幅下滑。我国新兴技术产品出口加快，新能源汽车、光伏等产品出口保持强势。

图 60：中国出口占全球出口比重（%）



资料来源：WTO，中国银河证券研究院

图 61：全球主要国家出口贸易增速（%）

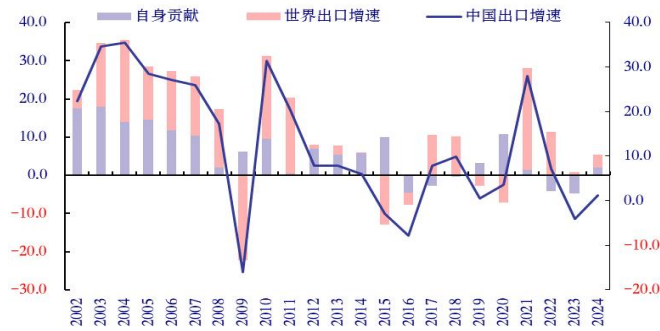


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从我国出口产品结构来看，2023 年的下行已经释放了风险，来料、进料加工贸易已经在 2023 年下行。截至 2023 年 10 月份，一般贸易品的出口小幅下行 4.2%，下行幅度趋缓。进料加工和来料加工出口分别下行了 13.7% 和 19.5%，下行幅度较为平稳，这也是疫情后最容易转移的出口份额。2023 年快速下行的进料加工和来料加工使得出口下行风险已经得到释放，2024 年预计保持平稳。

综上，2024 年出口尽管面临着全球经济下行的挑战，但是自身工业体系较为健全，出口的韧性较强，2024 年的出口增速可能小幅回升。乐观情况下，消费电子和芯片产业去库存结束，带动产业链生产走高，那么出口表现可能超过预期。

图 62: 中国出口略低于全球出口增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 63: 一般贸易商品出口额增速保持相对强势 (累计同比: %)

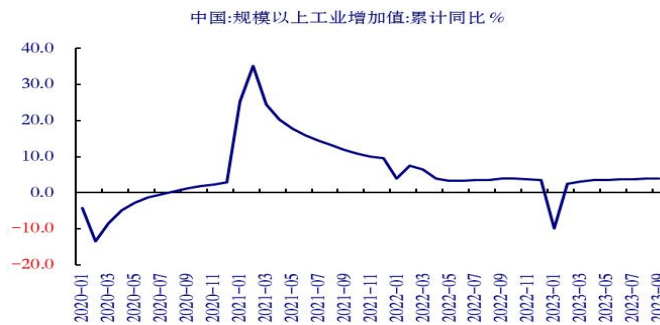


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3.4. 生产：受到内外需求好转推动

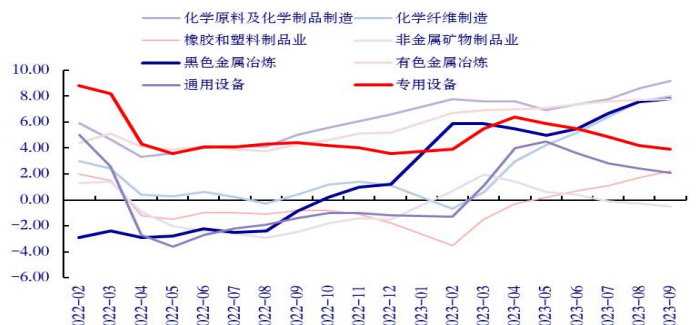
工业生产在 2023 年保持平稳，中游行业和下游大宗消费生产上行承托了工业，中游行业和下游大宗消费生产分别占全部工业生产增加值的 39.7%和 25.0%。2023 年内需恢复缓慢，外需表现稍有疲软。2024 年内需恢复速度仍然偏缓，但是其持续的恢复会带动下游居民消费产品生产回升。外需表现平稳，出口产业景气度仍在，电器机械和器材、汽车的生产会保持旺盛，计算机、通讯和其他电子设备有企稳回升迹象。房地产相关行业的库存均处于低位，随着房地产止跌，中游行业中化学纤维、黑色冶炼、有色冶炼、非金属冶炼等行业生产会持续走高。2024 年在内外需的推动下，生产增速仍然能保持平稳。

图 64: 工业生产保持平稳 (%)



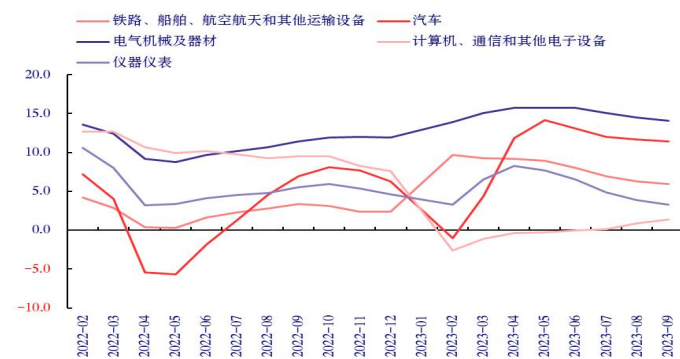
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 65: 中游行业增加值增速上行 (%)



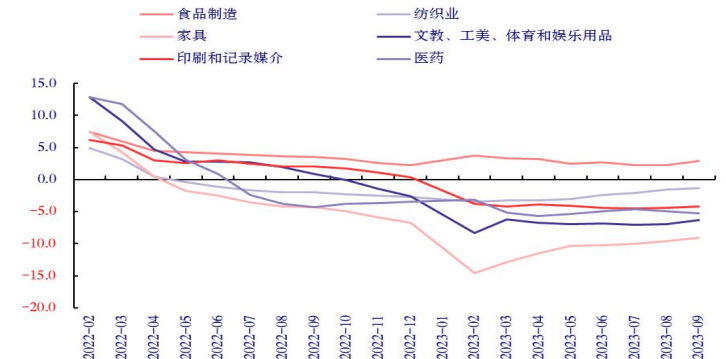
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 66: 下游大宗消费生产 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 67: 下游居民消费生产 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3.5. 物价：转型期的低通胀和好转的出厂价格

2019 年之后的通胀环境与以往不同，此前主要是由食品、居住、医疗带动，

此后居住项上行幅度减弱，食品和交通带动通胀走高，也就是说现阶段我们对于通胀的判断是基于食品和原油做出的。这种情况的变化主要是因为现阶段房地产行业处于深刻变化时期，房价涨幅回落。同时转型时期也导致总需求不足，房价-房租-工资的传导不顺畅。

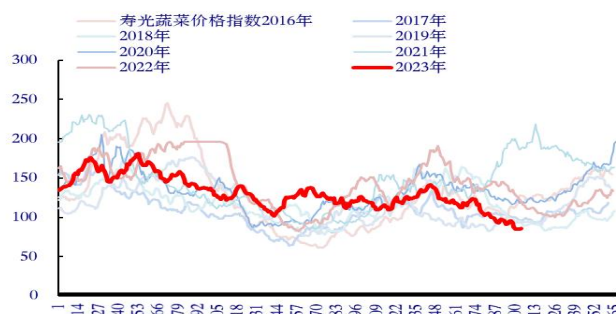
2023 年我国 CPI 增长可能不到 0.5%，2024 年稍有好转，但是总水平仍然偏低。即使 2024 年货币政策放松，基建投资上行，M2 有所提升，但是对于需求不足的环境来说，房价、食品价格上涨持续度不足，对 CPI 的贡献度仍然有限。

图 68：各行业通胀情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 69：寿光蔬菜价格指数



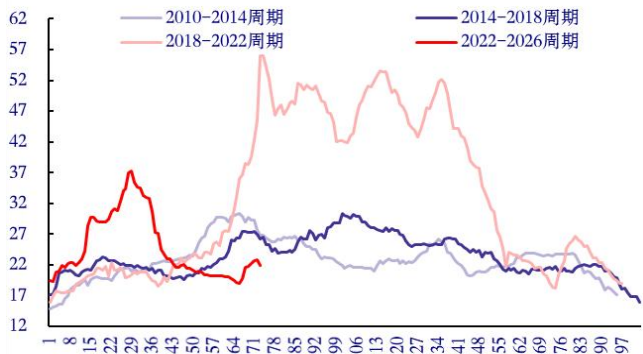
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2024 年食品价格上半年平稳，下半年才会上行。蔬菜价格较为平稳，由于 2023 年二三季度天气偏暖，带来了菜价下跌。只要天气不出现意外的变化，蔬菜价格总体走势符合季节性特征。猪肉价格处于低位，猪肉养殖行业在 2020 和 2021 年两年大幅扩产，大型猪场养殖占比上行，产能提升更快，市场供给量偏多。当前养猪行业的竞争已经演变成了规模化企业的竞争，行业集中度提升导致产能去化变慢，猪周期被拉长。预计猪肉价格上行要等到 2024 年下半年。

非食品方面，原油价格处于“上有顶下有底”的阶段，2024 年全球需求前景并不乐观，同时利率回落之后美国产能可能加速恢复，原油价格可能相对偏弱。

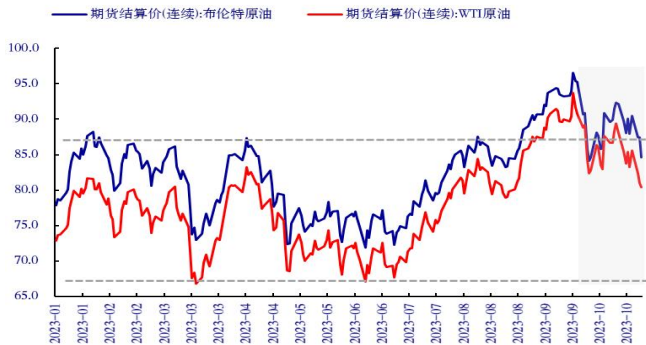
综合来看，2024 年并没有能拉动价格上行的部门，特别是房地产行业仍然在转型过程中，预计仍然是通胀弱势年份，但是政府支出扩张，带动 2024 年的通胀水平略高于 2023 年。

图 70：猪肉价格走势（元/千克）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 71：布伦特和 WTI 原油价格（美元/桶）



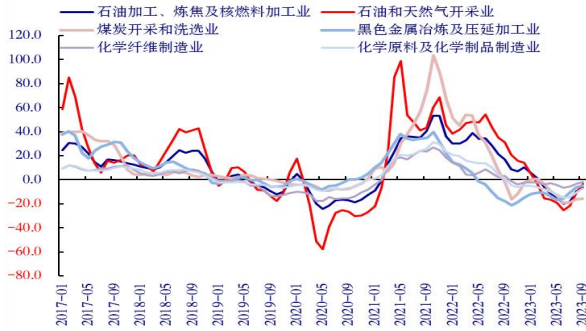
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

PPI 在 2023 年逐步摆脱了基数的影响，2024 年 PPI 的影响主要集中在环比的变化，也就是主要集中在当期经济运行对 PPI 的拉动。2024 年的工业生产仍然保持平稳，并且在房地产止跌的情况下，现在普遍库存偏低的行业可以顺利累库，请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

这会给出厂价格一个支撑。

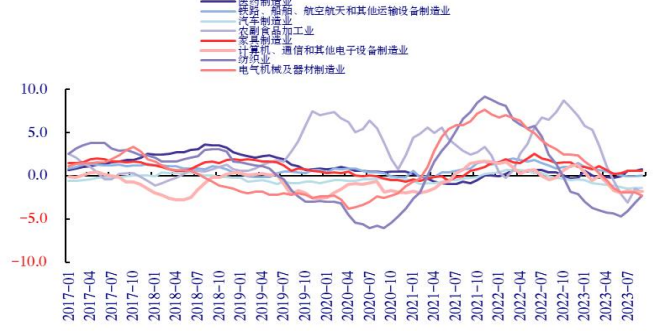
从 PPI 来看，主要是下游需求的弱势阻碍了价格传导。上中游行业的出场价格 6 月份开始回升，但下游行业的价格保持不变，下游弱势的需求阻碍了 PPI 的上行。受到政策的推动，上游和中游行业仍然是 PPI 波动的重点行业，会持续回升，下游部分行业的价格水平可能会稍有好转。2024 年 PPI 预计恢复正增长。

图 72：上中游行业出厂价格变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 73：下游行业出厂价格变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3.6. 2024 年经济增速的三种情景：基于房地产的变化

2024 年由于对房地产行业预期的不同，投资增速和 GDP 也会随之变化。房地产行业的不确定性主要有三方面。首先，商品房销售仍处于低位，对于越来越“节俭”的居民来说，现阶段购房优惠吸引力仍然不足。其次，房地产销售疲软使得各房地产公司的销售陷入困境，房地产企业资产负债表进一步恶化。最后，正常模式下连续两年的大幅出清后，市场会进入低位平稳期。但是房地产开发商可能处于“危机”模式，需要政策更坚决的支持，而现阶段政策的落地需要时间。

我们预计房地产行业至少在下半年才会进入平稳阶段，全年仍然是负增长。乐观情况下，如果政策对房地产行业有强力的支撑，房地产新开工大幅回升，房地产价格止跌，房地产销售好转，那么 2024 年 GDP 增速在 5.5% 以上运行。悲观情况下，房地产行业仍维持自然出清状态并且持续 2024 年，虽然基建投资加码，但房地产可能带动制造业行业和工业生产同时走低，届时 2024 年 GDP 增速将可能跌破 5.0%。中性情况下，房地产行业仍然疲软，但是补库存和新产业同时共振，带动新一轮资本开支，同时出口回升，GDP 将保持平稳运行。

表 4：基于房地产投资变化的经济预期（%）

	中性（60%）	乐观(30%)	悲观(10%)
GDP	5.2	5.5	4.5
工业生产	4.4	4.5	3.8
社会零售消费	4.9	4.9	4.8
固定资产投资	5.4	6.0	3.9
制造业投资	5.2	5.5	3.1
房地产投资	-3.8	0.4	-7.0
基础设施投资	10.5	9.0	10.5
进出口			
出口	1.2	2.5	1.2
进口	1.7	2.0	0.4

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

长期方向：新一轮康波周期与二十届三中全会

中长期而言，尽管全球产业链变局仍在继续，但即将召开的二十届三中全会将启动新一轮改革开放，并激发已经酝酿多年的康波周期起势。长周期启动上行之后，短周期上行斜率不足与中周期空间下降的问题都将迎刃而解。

全球多极化格局虽然受到挑战但并未停滞。中国的政府和企业都在积极推动全球治理体系重构。“一带一路”已经深刻改变了过去十年的中国经济和世界格局，未来也仍然是“百年未有之大变局”的决定性工程。

二十届三中全会即将启动新一轮改革，预计延续“破旧立新”格局。二十届三中全会尚未确定时间，但预计新一轮改革将延续“破旧立新”的总体格局：一是加速构建房地产新发展模式，深化财税体制改革，防范化解地方政府债务风险，解决“存量”问题；二是仍以科技、数字经济和绿色低碳发展作为经济高质量发展的主要“增量”；三是深化国企改革，促进民营企业发展，进一步扩大内需，激发市场活力，提升市场主体信心。

2024年可能是中国引领康波周期起势之年。当前全球正站在人工智能、生物技术等引领的新一轮康波周期的起点上，核心驱动因素包括引领性技术进步、持续增长的市场空间、以及新一轮的制度变革。中国在这些方面都已有多年积累，2024年随着全球环境改善，有望成为起势之年。首先，科技体制改革已经在2023年落地，科技成果商业化与产业化正在加速推进。其次，中国的市场空间优势有利于新技术应用和新产品更新迭代，同时“一带一路”也正在重塑全球市场格局。第三，即将召开的二十届三中全会将要启动新一轮改革开放，特别是进一步明确企业的创新主体地位和国有企业自主创新主力作用，将在传统行业转型期间托底经济运行，同时激发和带动新兴产业发展。

一、全球产业链变局与中国的应对

1.1. 全球产业链重构的趋势与特征

从根本上而言，全球新一轮科技产业革命是推动当前全球产业链重塑的底层逻辑，叠加大国竞争、疫情冲击等多重因素影响，全球产业链重构不确定性显著增加。虽然推动全球产业链重构的成本、效率和技术逻辑依然发挥着基础性作用，但受疫情的冲击，特别是大国竞争加剧的影响，全球产业链重构的态势将加速，重构的底层逻辑将更加重视产业链安全稳定、更加注重维护或争取大国优势地位、更加受到大国内部政治力量的推动和国际政治格局的影响。

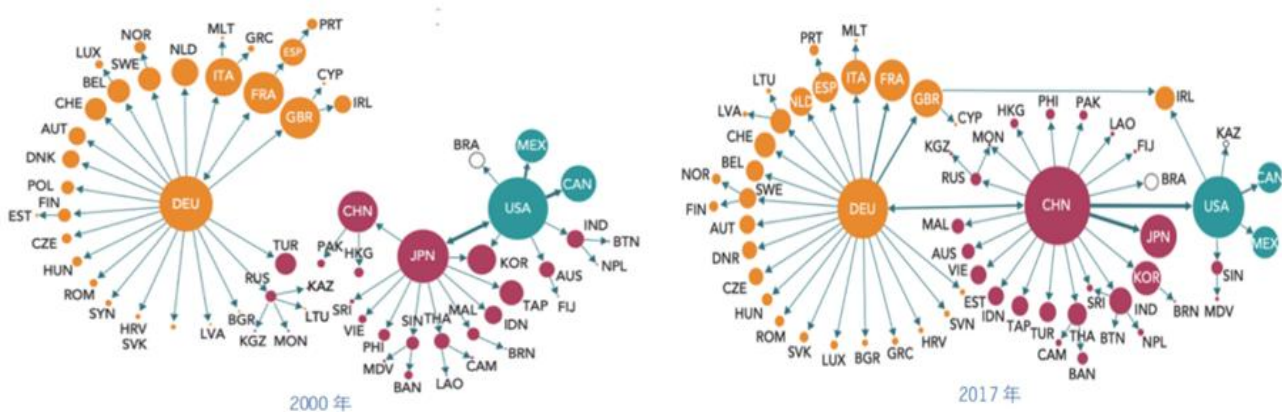
1. 原则之变：从效率到安全。在经历中美贸易战、疫情冲击、俄乌冲突等一系列黑天鹅事件冲击后，全球产业链供应链梗阻断裂现象频发并产生连锁反应，企业供应链策略从 just in time 转变为 just in case，迫使主要经济体强化对突发断供风险的防范，国家产业链战略从成本效率优先转变为安全韧性优先。

2. 角色之变：产业政策回归。以中美贸易战为转折点，在保护主义和逆全球化背景下，美国为主的发达国家和地区逐步淡化贸易和金融自由化、减少政府管制等政策取向，强调市场竞争的同时，在关键产业乃至产业链的发展进程中愈发强化政府干预，再不避讳“产业政策”。尤其是美国开始倡导通过产业政策重振美国制造业，并建立传统贸易协定之外的国际经济伙伴关系。从产业链的视角来看，产业政策在“研发-生产-市场”全产业链条发力。

3. 格局之变：本土化、区域化、多元化。全球供应链辐射半径缩短呈区域化

发展态势，形成北美供应链、欧洲供应链、亚洲供应链三大区块。21 世纪初期，全球供应链以美国、德国和日本为主导核心，近年来已经发生转变，形成以美国为中心的北美供应链、以德国为中心的欧洲供应链和以中国为中心的亚洲供应链网络。主要经济体正在空间位置上对供应链开展重新布局，为降低供应链对外依赖集中程度、弱化单一经济体对产业链环节的控制能力，选择将“鸡蛋”分散在多个“篮子”里。美国方面，考虑到越南等东盟国家和印度等经济体在低端制造领域相对有能力与我国形成竞争分流关系，故而推出并宣扬“友岸外包”理念，转移劳动或资本密集型领域的供应，将上述经济体打造为摆脱对华依赖的“试验田”。日本方面，政府补贴企业在东盟国家推动供应链海外多元化战略。欧盟方面，中国欧盟商会在《欧盟企业在中国建议书 2022/2023》报告中指出，许多企业开始建立或探索使用供应链“双轨制”，即一套系统用于中国业务、一套系统用于世界其他地区业务，以迎合产品“不含中国成分”“不含美国成分”等部分市场要求，避免供应链面临进出口限制。

图 74：基于传统贸易的全球供应链格局逐渐形成以德国、中国、美国为核心的区域化趋势



资料来源：WTO《2019 年全球价值链发展报告》，中国银河证券研究院

4. 领域之变：争夺未来技术和产业赛道主导权。研发创新水平在很大程度上决定经济体在全球产业链竞争位次，主要经济体争相部署高端技术领域，抢占未来发展先机。美国、欧盟、德国、日本、印度等主要经济体纷纷围绕半导体、人工智能、量子科技、先进通信网络、生物医药、新能源、新材料等关键领域全面布局，加强研发支持，培育吸引人才，健全基础设施，强化标准建设。

5. 规则之变：走向多边与区域并进。美国主导“西方阵营”基于意识形态共识“建群”，目的在于改变或建立供应链“游戏规则”。主要内容包括与盟友在广义供应链体系、关键领域供应链、前沿技术等方面强化双边、多边合作，构建供应链“小院高墙”。区域贸易协定签署和落地加速全球产业链供应链区域化进程。《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 促进亚太地区产业链供应链深度融合。《美墨加协定》(USMCA) 下北美地区供应链排他性增强。

1.2. 中国产业链发展的基本盘

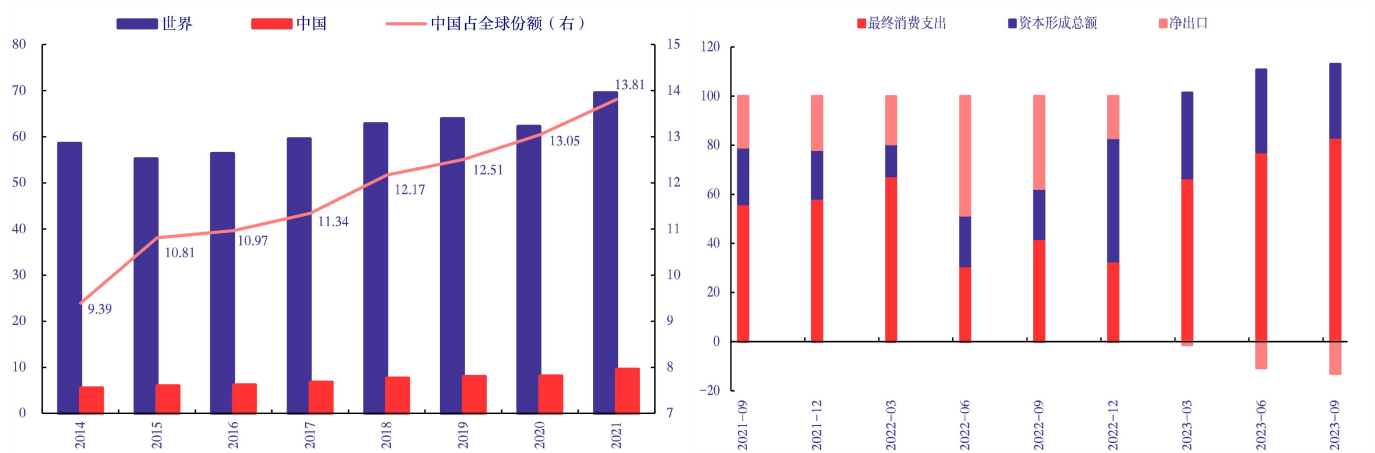
1. 超大规模市场优势持续释放。超大规模市场优势是推动我国经济运行持续好转的重要条件，也是实现产业链现代化的内在要求。可以从三个方面认识我国超大规模市场的优势以及消费需求的趋势和潜力：首先，从国际横向比较看，我国消费规模具有“超大”的特点。世界银行统计 2021 年最终消费总额全球为 69.6 万亿美元，中国为 9.6 万亿美元，占全球总额的 13.8%，最终消费总额已经相当

于美国的 49.9%，欧元区国家的 90.3%；其次，从国内自身发展看，我国消费规模仍保持着持续增长的趋势，具有巨大的潜力和充沛的后劲。2009 年—2021 年期间，我国的最终消费总额年均增长率高达 11.9%，远远高于美国平均水平(3.5%)、世界平均水平(3.1%)以及欧元区国家平均水平(0.2%)，并且保持着消费增长快于 GDP 增长的势头；第三，我国经济增长贡献因素的构成发生了重要变化。2023 年前三季度我国最终消费支出对经济增长的贡献率达到 83.2%，大幅高于 2022 年，消费对经济增长的“主引擎”作用进一步凸显。

2. 工业体系独立完整，转型升级稳步向前。我国超大规模市场经济的发展带动了经济的显著增长和工业体系的发展，尤其在制造业领域，我国有着强大的国际竞争力。从 2012 年到 2021 年，我国全部工业增加值年均增长 6.3%，远高于同期全球工业增加值 2%左右的年均增速。2022 年，我国全部工业增加值突破 40 万亿元大关，制造业规模连续 13 年居世界首位。

近年来，中国工业发展增速虽然有所降低，但制造业逐步向高端化、智能化、绿色化稳步迈进，结构优化趋势明显增强。一是制造业高端化扎实推进。2023 年 10 月份规模以上航空航天器及设备制造业增加值同比增长 9.6%，集成电路、光电子器件产品产量分别增长 34.5%和 29.6%；二是绿色转型对工业生产带动增强。1-10 月份，新能源汽车产量累计同比增长 26.7%，充电桩数量累计增长 50.3%，太阳能电池产量累计增长 63.7%；三是转型升级的效益逐步显现。从利润总额来看，工业企业利润降幅持续收窄。

图 75：我国最终消费总额占全球份额持续上升（万亿美元，%） **图 76：2023 年消费对 GDP 贡献率进一步凸显（%）**

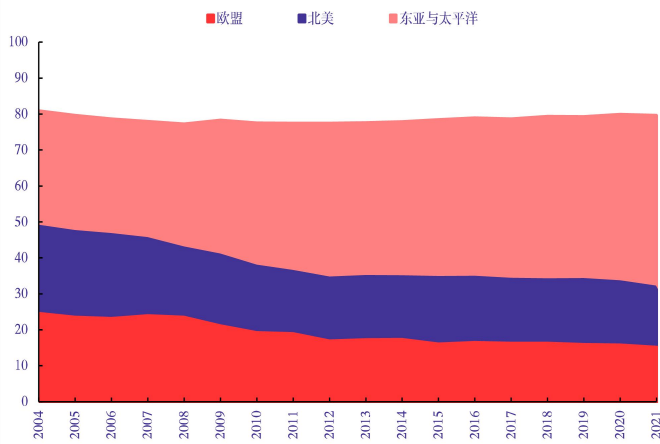


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

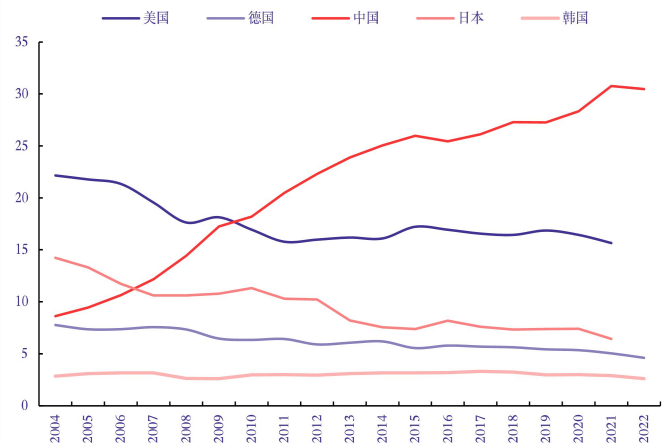
3. 要素供给与产业链发展需求日趋耦合。党的二十大报告指出，“加快实施创新驱动发展战略”“推动创新链产业链资金链人才链深度融合”。四链融合就是要实现创新、产业、资金和人才等各个环节的有机衔接、循环流转，形成更加稳定高效的要素供给能力，为高质量产业发展蓄势赋能。人才链赋能产业链方面，人才数量和质量的提升、通过打造高水平人才高地、产业高地等创新平台，探索和实践人才汇聚模式机制，为提升产才融合效能打下了坚实基础；创新链支持产业链方面，2023 年《政府工作报告》提及，2022 年全社会研发经费投入强度从 2.1%提高到 2.5%以上，科技进步贡献率提高到 60%以上；资金链支撑创新链方面，2022 年全年研究与试验发展（R&D）经费支出比上年增长 10.4%，与国内生产总值之比提高至 2.55%。基础研究经费占全社会研发投入比重连续 4 年超过 6%。

图 77：全球三大制造业区域增加值占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 78：中国制造业增加值占全球比重持续上升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

4. 深度嵌入全球产业链供应链体系。中国的崛起已经成为全球宏观经济格局中的一股重要力量，其深度嵌入全球产业链和供应链体系的程度在近年来持续上升。与其他国家相比，中国在这一领域的独特优势与地位，使得中国产业链难以与全球产业链脱钩。从总量上来看，中国制造业规模体量最大。当前全球制造业围绕美德中日韩等制造业大国，通过与周边国家产业链供应链合作，形成了各具特色和优势的全球制造业“三大中心”。从国际分工来看，中国制造供应链逐级渗透到多个细分行业，提升中国制造供应链整体水平。以近年来出口增速迅猛的新三样之一的新能源汽车为例，中国汽车已走向电动智能化领先全球，2023 年已成为全球最大的汽车出口国，其中新能源汽车出口 94.5 万辆，同比增长 89.8%。

1.3. 中国的应对措施

随着全球产业链格局的深刻调整，中国制造业发展和产业链升级面临更加复杂多变的外部环境，产业链布局面临新的挑战。一是产业结构变革导致经济外循环地位下降。我国自 2012 年迎来劳动年龄人口拐点，产业结构也发生趋势性的变革。出口导向型作为中国经济模式的重要特征，外循环在国民经济中的地位持续降低，具体表现为出口依存度于 2006 年达到峰值 35.4%，进口依存度于 2005 年达到峰值 29.0%，此后持续下降，这表明中国产业链逐步转变为以内循环为主的经济增长模式，外循环的地位持续降低；二是新兴经济体对我国替代挤占效应加强。目前中国面临的最迫切挑战是中低端制造业企业外迁转移的问题。疫情引发了外界对中国产业链可靠性的担忧，促使一些国外企业寻找供应商“备份”，加大投资布局东南亚、非洲、墨西哥等地区，意图通过牺牲部分效率和利润的方式换取更加稳定、多元的产业链体系。

面对全球产业链重塑新趋势，我国充分发挥在产业链完整、市场规模庞大、与全球产业链和供应链体系深度嵌入等方面优势，加强产业链韧性和关键核心技术国产替代，提升产业链整体安全，巩固提高我国在全球经贸规则重构中的位置。

一是倒逼中国产业链按照自主可控的原则加快升级。全球产业链本土化、多元化发展对中国产业链发展既有警醒作用，也有倒逼作用，倒逼中国加快实施自主创新驱动发展战略，推动中国产业链按照自主可控原则加快转型升级。从短期来看，中国一些核心技术和零部件将面临断供的窘境，中国部分产业链也将面临“断裂”的风险；从长期来看，中国企业将深刻认识到，依托自主创新推动产业

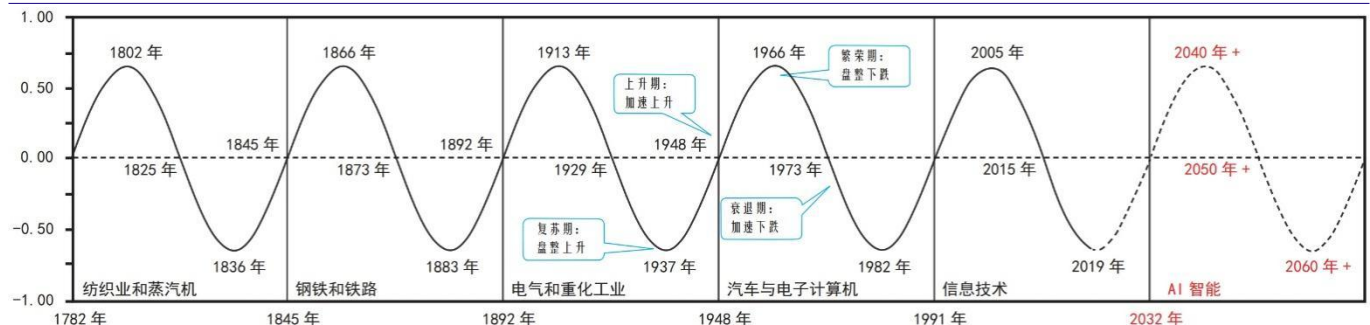
链现代化升级以保障产业链自主安全可控的重要性。中国国内对关键零部件和技术的迫切需求，将推动国内企业的自主创新投入，促进新产品的迭代升级。国内产业链上下游的互相协作也为中国高科技产品提供了持续改进、完善的市场空间。

二是全球治理体系碎片化有助于中国产业链从中低端地位中突围。在当前百年大变局、全球产业链重构背景下，巩固和赋能全球产业链分工的全球经济治理框架也受到极大挑战，重塑全球治理体系的需求也越加迫切，各国纷纷采取行动重塑于己有利的全球治理体系，从而导致全球治理体系向碎片化发展。对中国而言，作为多边贸易体系的受益者，在国际贸易领域发挥越来越重要的作用，此时利用自身在全球治理体系中的地位积极参与全球治理体系的重构，将是提升中国全球治理体系主导权的新机遇，有望带动中国产业链实现高端化升级从而打破“中低端锁定”。

二、多重周期叠加，康波即将起势

当长周期进入尾声，中短周期的高度、能级、形态都会产生变化，主导性力量会重新让位于更具决定性的长期因素。当前很多全球和中国的问题其实都来源于长期因素变化，包括人口和社会结构、自主创新能力、地缘政治格局等。所以，我们的研究视角应该更具穿透性，重点关注长周期的因素。我们的结论是，经过多年的积累，中国已经具备了参与甚至引领康波周期起势的技术条件、市场空间条件、制度条件。一旦康波周期起势，新兴产业恢复高速增长，因传统产业下行而起的诸多问题都会迎刃而解。2024 年值得期待。

图 79：全球 5 轮康波周期的时间图以及第 6 轮康波周期的预测



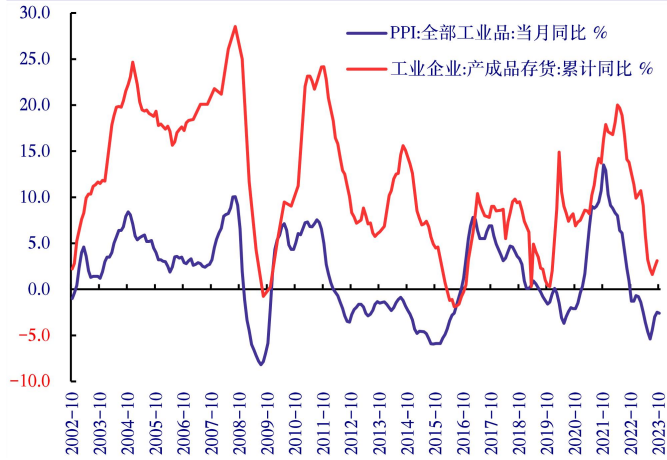
资料来源：Wind，中国银河证券研究院，备注：2002 年前资金利率水平使用基准贷款利率替代十年国债收益率

从库存周期的视角来看，疫后中国经济恢复的程度不及预期。原因在于房地产行业转型、市场主体支出意愿不足、预防性储蓄上升、政府债务问题化解、美联储加息超预期等。这些问题的根源其实都可以追溯到中长期层面，以短期逆周期调节来应对这些问题，显然力有不逮。

从朱格拉周期的视角来看，全球次贷危机之后中国资本开支的斜率和空间都出现了明显下降。主要反映的是经济结构演变、政策模式调整、后发优势递减、地缘政治冲击等中长期问题。展望未来，首先在产业结构出现大面积“新陈代谢”的背景下，由传统行业的设备更新来驱动朱格拉周期上行，可能力度不够。其次在目前财政收入增速下行、政府债务问题尚未有效化解的情况之下，直接通过政府投资来驱动朱格拉周期上行，可能空间也有限。所以，这一轮的朱格拉周期还是要通过改革开放（此前几次朱格拉周期的触发点分别是 1981 年实施工业生产责任制、1994 年明确全面建设市场经济、2001 年加入 WTO）来激发全社会的投

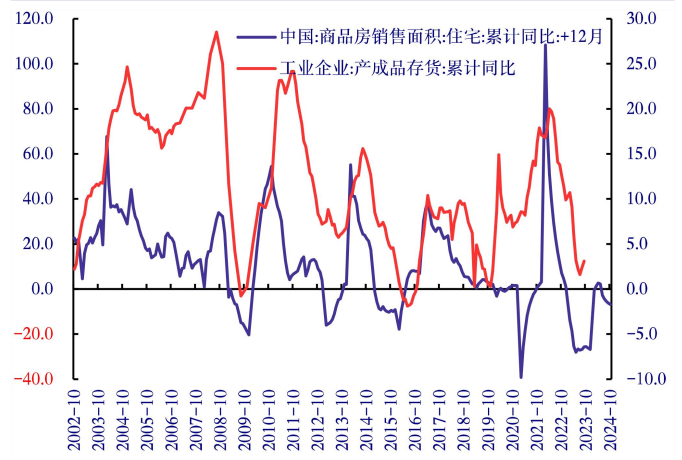
资意愿。2024 年市场关注的重点主要包括中美经贸关系、房地产发展新模式、财税体制改革、金融体制改革（特别是金融支持财政的方式）、国有企业改革、民营经济发展等，这些问题都会在即将召开的二十届三中全会得到答案。

图 80: PPI 增速领先库存周期 3 个月左右 (%)



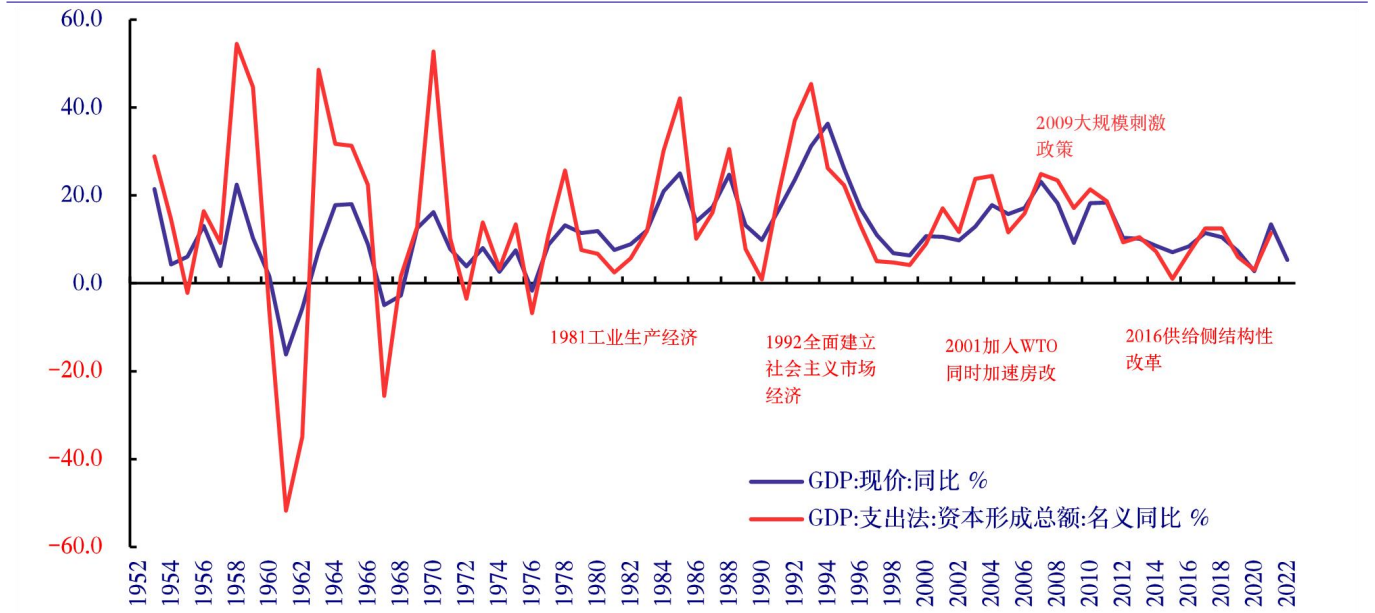
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 81: 住宅销售面积增速大约领先库存周期 12 个月 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

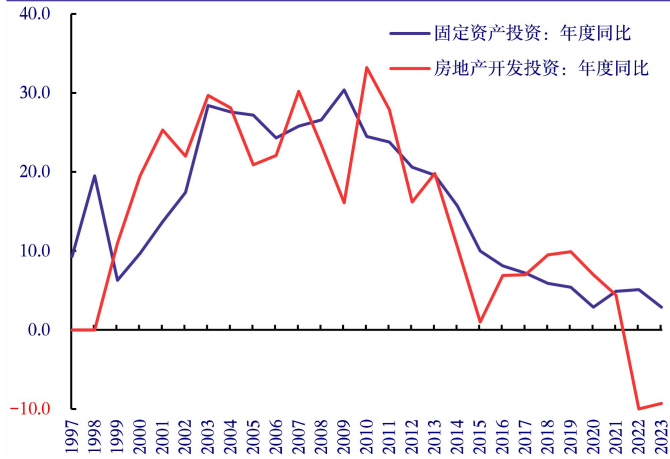
图 82: 中国朱格拉周期 (以名义 GDP 增速的波谷为界线) 的形态及其加速的时间点



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

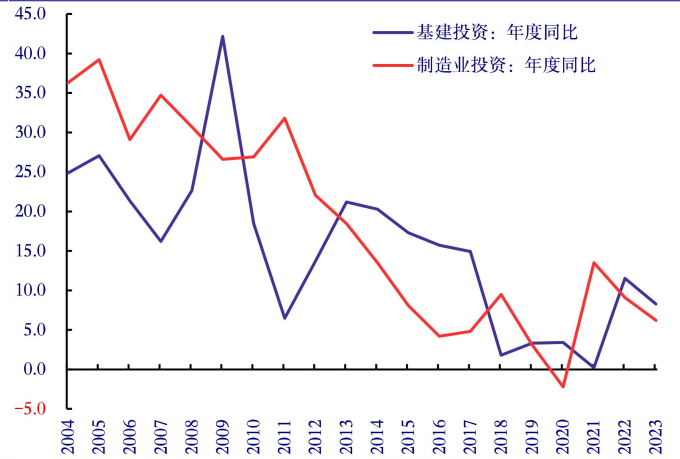
从库兹涅茨周期的视角来看，中国已经进入拐点右侧，城镇化和工业化进入尾声。这已经对中周期与短周期形成了压制，特别集中在房地产行业、耐用品消费以及相关制造业等领域。从城镇化的空间来看，《中国乡村振兴综合调查报告 2021》显示，我国 5 亿农村人口中 60 岁以上人口比例已达到 20.04%，而 15-34 岁人口占比约为 13.26%，据此预测未来我国城镇化的潜在人口数量大约在 6600 万左右，对应城镇化提升比率约 4.7%，预示常住人口城镇化率峰值应在 70% 以下。展望未来，进入库兹涅茨周期下行阶段之后，以制造业与建筑业为主体的经济结构会触及发展的上限，此时开发引领性技术、开拓全球市场等将成为决定性因素。

图 83: 1998 年以来固定资产投资增速呈现“倒 U 型”特征 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

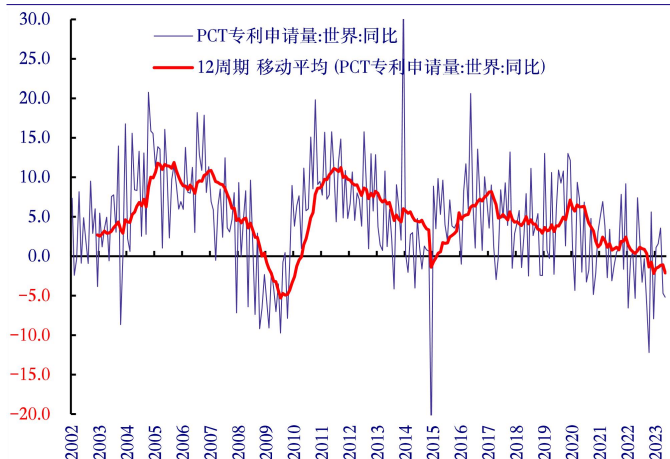
图 84: 2016 年以来制造业投资、基建投资相继进入低速阶段 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

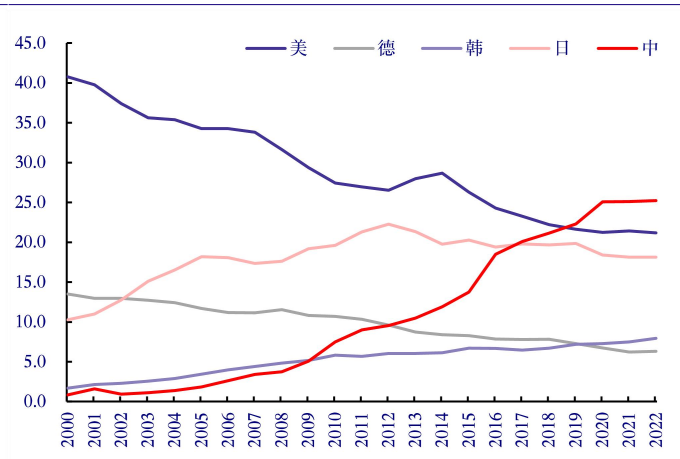
当前全球正站在可能由人工智能 (AI)、生物技术、新能源新材料等技术创新所引领的新一轮康波周期的起点上。我们认为, 当前康波周期最重要的驱动因素有三项, 分别是引领性的技术进步、持续增长的市场空间以及新一轮的改革开放。而中国在这三个方面都已经积累多年。2024 年, 随着全球环境的好转, 很可能成为康波周期的起势之年。

图 85: 全球 PCT 专利申请量总和及其趋势 (%)



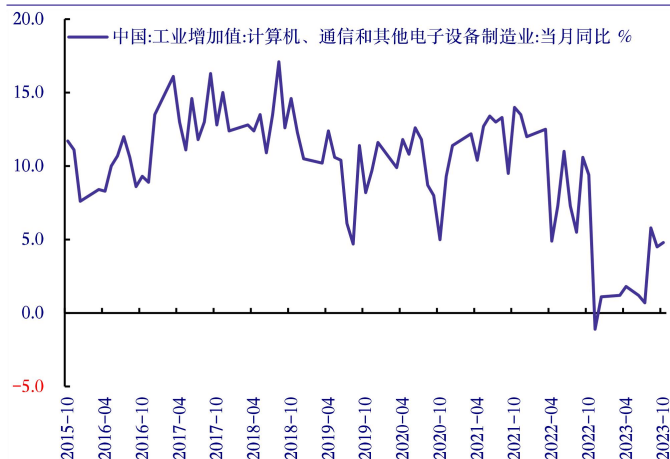
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院; 2023 年数据截至 8 月

图 86: 全球 PCT 专利申请量的国别分布: 前 5 位 (%)



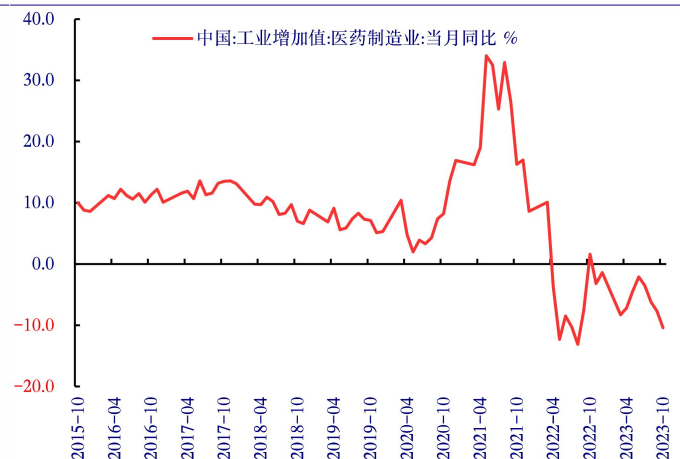
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 87: 2022 年 11 月计算机、通信和电子设备制造业增速显著降速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院; 2023 年数据截至 8 月

图 88: 2022 年 4 月以来医药制造业增加值增速陷入负增长区间



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

1.中国 PCT 专利申请量已经取得数量优势，未来的关键是商业化与产业化。

2023 年科技部、知识产权局、数据局等机构改革落实之后，正在推进的科技体制改革、知识产权改革、数据确权与定价等，将有助于加快商业化与产业化进程。可以借鉴的是，1980 年美国实施的《拜·杜法案》，也是由信息技术驱动的康波周期的形成条件之一。

2.中国的市场空间优势有助于新技术的应用和新产品的更新迭代，尤其适合于新一代信息技术驱动的创新模式。从消费电子、新能源汽车产业链的发展来看，在美国出现龙头企业（苹果、Tesla）之后，中国也能快速形成第二梯队（华为等、BYD 等），并通过市场规模优势实现应用场景快速创新和产品持续迭代升级，进而快速占领全球市场并发展出配套产业链。预计 AI 以及生物医药等行业也会呈现这种格局。

3.外生冲击频发、普发是康波周期尾声的象征。中国的新兴产业此前 6 年经受了中美经贸摩擦、新冠疫情、行业调控政策、地缘政治冲突、全球能源供应冲击、美联储加息等的连续冲击。2023 年以来以电子产业和医药产业为代表的高技术制造业明显降速。随着 2024 年能源冲击缓解、美联储加息进程结束，高技术制造业将逐步回归高速增长状态。

4.中国的康波周期和改革开放紧密相关。1978 年改革开放、2001 年加入世贸组织，就分别是近一轮康波周期的起点、加速点。2023 年党中央决定组建中央科技委员会，并重新组建科技部、组建数据局、调整知识产权局职能等机构改革；在中央金融工作会议上提出要做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。在第三届“一带一路”国际合作高峰论坛提出要支持高质量共建“一带一路”的八项行动，以应对逆全球化，维护世界多元化格局。在即将召开的二十届三中全会上，预计还会进一步推动财税体制改革、金融与财政协同、房地产新模式、国有企业改革与民营企业发展、人口和民生、高水平对外开放等方面的政策。新一轮改革开放，将进一步明确国有企业作为自主创新的主体，也将在传统行业转型期间托底经济运行，同时激发和带动新兴产业发展。

三、二十届三中全会将启动新一轮改革

二十届三中全会尚未确定时间，但可以预计新一轮改革将延续党的二十大以来“破旧立新”总体格局：一是加速构建房地产新发展模式，深化财税体制改革，防范化解地方政府债务风险，解决“存量”问题；二是科技、数字经济和绿色低碳发展成为经济增长的主要“增量”；三是持续推进国企改革、民营企业发展、扩大内需，提升市场主体信心。

3.1. 房地产调控政策

党的二十大提出要“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”。2022 年中央经济工作会议明确“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。目前我国房地产市场面临预期较弱、下行风险突出、资产负债状况急需改善等多重问题，对政策制定带来更大的挑战。

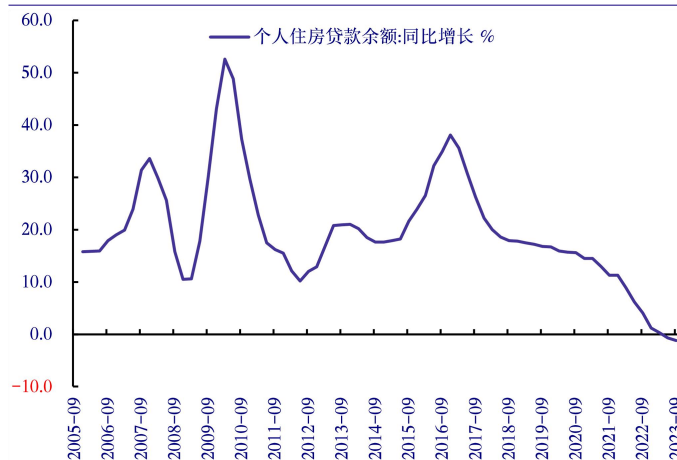
2023 年政策回顾：供给端进一步发挥金融支持作用，持续落实“金融 16 条”，防范化解优质头部房企风险，以及加大保交楼金融支持等。10 月 30 日至 31 日中央金融工作会议强调要因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需

求，加快保障性住房等“三大工程”建设。需求端7月24日中央政治局会议提出“我国房地产市场供求关系发生重大变化，适时调整优化房地产政策”，随后接连出台政策组合，包括首套房贷款“认房不认贷”政策措施、下调首付比例及二套房商业性个人住房贷款利率政策下限、降低存量首套住房贷款利率等。

2024年政策展望：预计会延续相对宽松政策，探索构建房地产业新发展模式。一是适当改善房地产企业融资约束条件，进一步优化金融支持政策，改善优质房企经营性和融资性现金流。二是个人住房贷款利率和首付比例仍有下行空间，将进一步释放刚需和改善性住房需求。三是继续关注“保交楼、稳民生”，持续优化住房保障基础性制度和支持政策，扩大保障性租赁住房供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。四是进一步调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措。

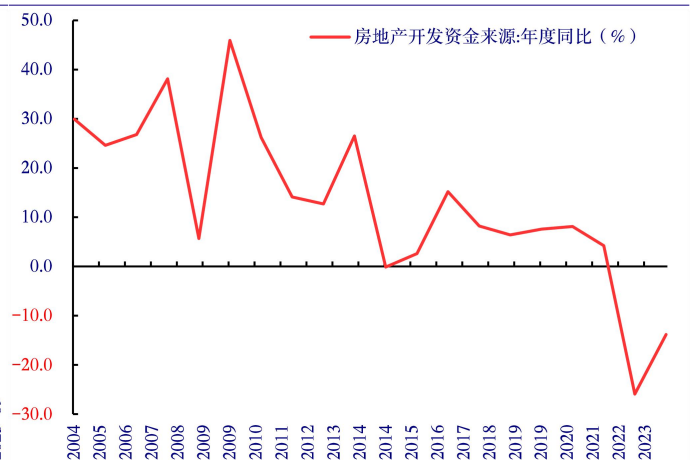
中长期政策方向：防范化解房地产市场风险和加速构建房地产业新发展模式将是两条核心主线。做好房地产企业重组工作，健全房地产市场监管监督机制，严防可能由房地产市场引发的系统性风险。此外，为尽快适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，我国将加速构建房地产发展的新模式，“租购并举”可能是重点发展方向。针对我国不同地区、不同城市的房地产发展情况和特点，动态调节政策内容和方向，在保证促进房地产市场平稳健康发展的大前提下，因地制宜、因地施策。

图 89：2023 年二、三季度个人住房贷款余额增速降至负值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 90：2023 年前 10 个月房地产开发资金来源同比-13.8%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3.2. 财税体制改革

在十八届三中全会提出建立现代财税体制之后，党的十九大进一步从央地关系和预算制度的角度提出“加快建立现代财税制度”，主要是建立权责清晰、财力协调、区域平衡的央地关系，规范透明、科学有力的预算制度，二十大报告从体制、收入、支付三个方面又相继提出“健全现代预算制度，优化税制结构，完善转移支付体制”。目前来看，以上完善和优化主要体现在税收立法和对支出责任的详细划分中。未来深层次改革仍然会进一步推进，建议关注以下四方面趋势。

一是财政收入改革的总体方向是稳定宏观税负、提高直接税比重以及税收法定。目前 18 个税种已有 12 个上升成为法律。自 2013 年十八届三中全会提出“落实税收法定原则”以来我国陆续推动了环保税、车辆购置税、资源税等 9 项税种

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

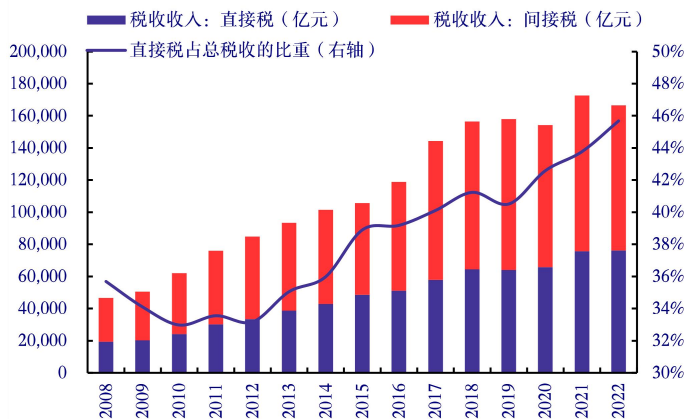
的立法和实施，目前还有增值税、消费税、关税、房产税、土地增值税、城镇土地使用税 6 项尚未完成立法。其中增值税已进入全国人大“二审”阶段，关税进入“一审”（《中华人民共和国立法法》规定，列入全国人大常委会会议议程的法律案，一般应当经三次审议后交付表决），消费税草案列入预备审议项目。目前仅房产税、土地增值税、城镇土地使用税尚未进入立法程序。

二是政府支出方面，主要是央地间事权与支出责任的调整，在陆续出台的重点公共服务领域央地间事权与支出责任改革政策的基础上，总体坚持“加强中央统筹，规范地方融资”的集中化管理思路，这也是财政体制改革的核心。目前，根据 9 项基本公共服务的保障要求，以及各省间的经济与财政能力，已将各地区的中央与地方支付比例按照“86531”的标准分类管理，即第一档地区由中央承担 80% 的支出责任，第二档地区中央承担 60% 的支出，以此类推。预计未来伴随化债工作的推进，将针对央地间的支出责任划分出台更多细则。

三是政府债务方面，新《预算法》规定，中央和地方均可列赤字，但有所区别的是地方预算赤字只能用于公益性资本支出，而不能用于经常性支出，这主要是考虑到债务融资的代际税负转移问题，但中央赤字则并无这一限制。基于此，我们认为当前地方在疫情期间的基建投入逐步进入回款期，提高中央赤字以解决流动性缺口将是未来一段时期的重点方向。

四是预算方面，主要是围绕《预算法》的修订，确立了预算编制的各项法定约束，规定了预算支出的“刚性”与预算收入的“弹性”。这避免了税收征管过程中的“操作空间”，有助于加强税收的逆周期调节属性，体现到预算执行中的结果是一般公共预算收入完成进度更能反映实体经济情况，同时以“调入资金”为主的预算平衡机制大幅扩张。

图 91：直接税与间接税规模（亿元）及占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 92：一般公共预算调入资金规模及占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3.3. 科技创新政策与产业政策

党的二十大明确提出“到 2035 年，实现高水平科技自立自强，进入创新型国家前列的发展总体目标”，围绕完善科技创新体系和加快实施创新驱动发展战略进行重点战略工作部署。

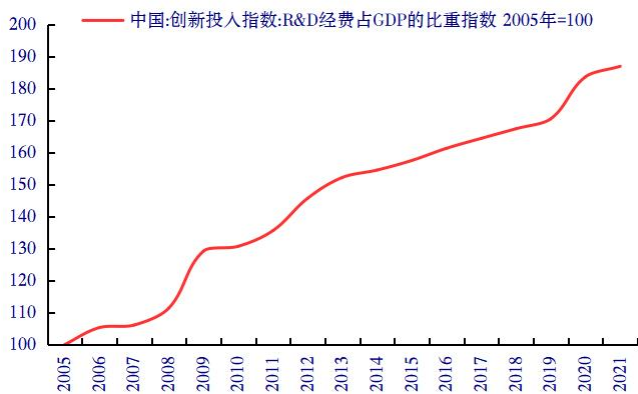
2023 年政策回顾：3 月 7 日，中共中央、国务院联合印发《党和国家机构改革方案》，组建中央科技委员会，加强党中央对科技工作的集中统一领导，统筹

推进国家创新体系建设和科技体制改革，有效推动新型举国体制完善，加速实现核心技术突破；提出重新组建科学技术部，强调重点履行战略规划、体制改革、资源统筹、综合协调、政策法规、督促检查等宏观管理职责。产业政策方面，突出企业科技创新主体地位，强调金融机构支持科技创新，重视科创人才培养和使用。特别是中央金融工作会议强调做好 5 篇大文章，“科技金融”位列首位。

2024 年政策展望：将继续通过金融服务支持、科技成果落地、青年人才培养等三个方面推动科技行业发展。一是持续改善专精特新企业、科技领军企业等重点科技企业融资条件。二是持续提高科技成果落地的转化比率与转化效率，构筑成熟的科学技术评价体系和技术落地转化体系，优化科研奖评机制。三是重视科技人才，特别是青年科技人才的培养与使用，优化科技人才培养方案与发展路径。

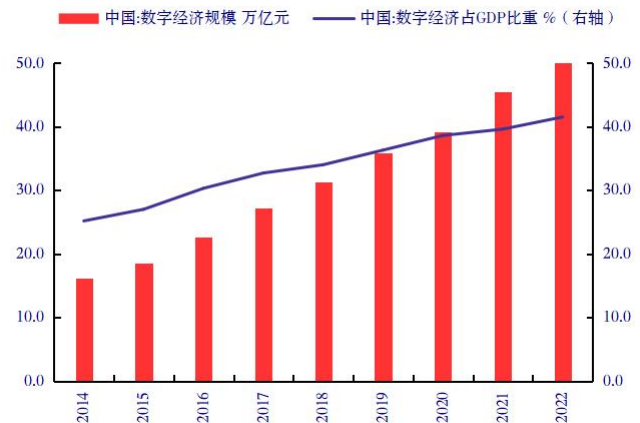
中长期政策围绕“到 2035 年，实现高水平科技自立自强，进入创新型国家前列的发展总体目标”进行部署。持续发挥新型举国体制优势，全面提升国家创新体系效能，构建支持全面创新的基础制度，引领科技行业发展方向。完成好“加快形成新质生产力”的命题，以科技创新为核心，以改革创新为手段，建立健全能够支撑和推动高质量发展的现代化产业体系。

图 93：我国创新投入指数持续提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 94：我国数字经济规模持续增加



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3.4. 数字经济

党的十九大提出了建设“数字中国”和“智慧社会”的宏伟蓝图。党的二十大报告进一步提出要“加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群”。

系统推进顶层设计与机构改革。2月27日，中共中央、国务院印发了《数字中国建设整体布局规划》，这一顶层设计重要文件总结了“数字中国建设按照‘2522’的整体框架进行布局”的发展战略。其中，“2522”即夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础”，推进数字技术与经济、政治、文化、社会、生态文明建设“五位一体”深度融合，强化数字技术创新体系和数字安全屏障“两大能力”，优化数字化发展国内国际“两个环境”。3月16日，中共中央、国务院印发《党和国家机构改革方案》，提出组建国家数据局。

未来数字经济相关政策主要聚焦三大方向：一是提升数字经济与产业经济融合能力。二是解决数字经济的地域性发展问题，加快推动地区数字基础设施建设

部署和优化升级。三是持续提升数字产业和数据要素常态化监管水平。

3.5. 绿色低碳发展

党的二十大报告要求，要站在人与自然和谐共生的高度谋划发展，把推动经济社会发展绿色化、低碳化作为实现高质量发展的关键环节，到 2035 年我国要广泛形成绿色生产生活方式，碳排放达峰后稳中有降，生态环境根本好转，美丽中国目标基本实现。

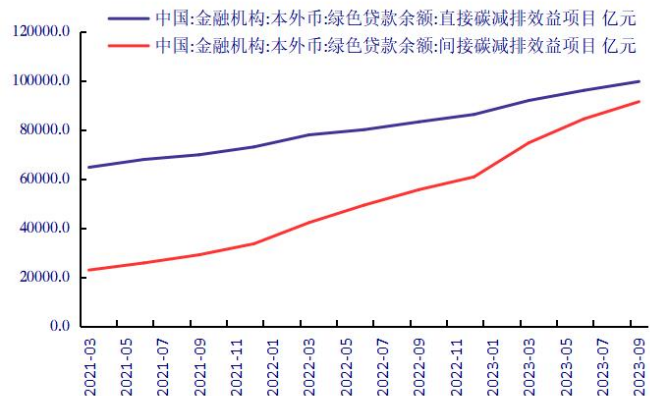
2023 年政策回顾：2 月 17 日，最高人民法院发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念为积极稳妥推进碳达峰碳中和提供司法服务的意见》，推进完善碳市场交易机制。3 月 15 日和 7 月 17 日，生态环境部分别发布的《关于做好 2021、2022 年度全国碳排放权交易配额分配相关工作的通知》和《关于全国碳排放权交易市场 2021、2022 年度碳排放配额清缴相关工作的通知》，也对我国碳排放交易配额分配作出说明。8 月 22 日，国家发改委、科技部、工信部等十部门联合印发《绿色低碳先进技术示范工程实施方案》，提出要综合运用投资、财政、金融等方式支持示范项目建设，协同推进相关领域改革创新，探索形成有利于绿色低碳新产业新业态发展的商业模式和政策环境。

图 95：我国绿色贷款余额持续增加



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 96：我国绿色贷款支持低碳发展作用持续增强



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

未来政策方向：完善碳排放统计核算制度和健全碳排放权市场交易制度是两大重点，积极稳妥推进碳达峰碳中和。一方面，统一碳核算标准，完善碳排放统计核算制度是推动绿色低碳发展的基石。建立统一的温室气体清单编制、核查和报告体系，规范重点排放单位的数据报送和披露，提高碳交易市场的信息透明度和准确性。做好碳排放交易配额分配工作，建立健全配额分配、调整和更新机制，根据不同行业特点，针对性调整碳排放交易规则。另一方面，完善碳排放权交易市场建设，引导金融机构加强对小微企业、科技创新、绿色发展等领域的支持。一是进一步优化对小微企业、科技创新、绿色发展等重点领域的金融服务政策。二是用好碳减排支持工具。三是持续探索更加适合于我国绿色低碳发展的商业模式和政策安排，制定全面系统的法律法规或政策文件。

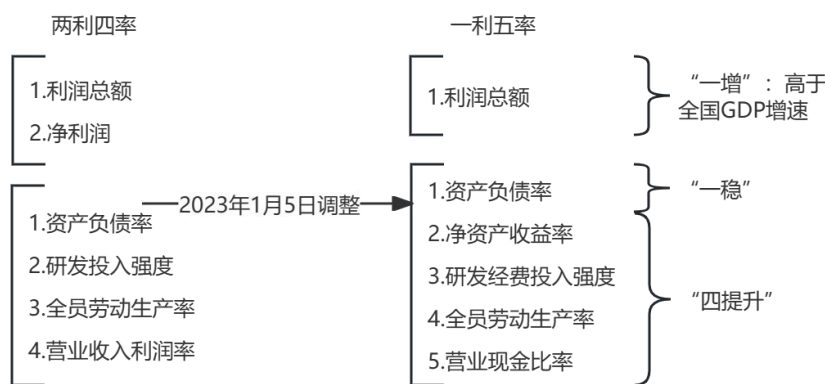
3.6. 国企改革深化提升行动

2020 年 6 月 30 日，中央深改委第十四次会议审定《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，为新一轮深化国企改革奠定了坚实基础。党的二十大指出要

“深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。”

2023 年政策回顾：1 月 5 日，国务院国资委召开中央企业负责人会议，组织开展新一轮国企改革深化提升行动，会议确定央企考核体系从“两利四率”调整为“一利五率”，具体目标定为“一增一稳四提升”。7 月 18 日，全国国有企业改革深化提升行动动员部署电视电话会议召开，强调以服务国家战略为导向，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，扎实推进国企改革深化提升行动。10 月 19 日，国务院国资委召开国有企业对标世界一流企业价值创造行动推进会，强调“国有企业要在提质增效、强化创新、优化布局、深化改革、防范风险等五个方面狠下功夫，加快提升核心竞争力、增强核心功能，实现高质量发展。”

图 97：央企考核体系由“两利四率”调整为“一利五率”



政策方向：未来将继续推进国有企业改革深化提升行动，重点围绕加大改革力度、发挥科技创新作用、推进战略重组和专业化整合以及完善监管体制等方面开展。一是继续加大发展混合所有制经济改革和发展混合所有制企业改革的力度。二是聚焦实体经济，推动国企发挥科技创新、产业控制、安全支撑作用，推动战略性新兴产业发展，产业优化升级，构建新发展格局。三是对地方重点产业进行战略性重组，突出主业、聚焦实业，使中央和地方国企之间紧密联系、协同发展，推进国有资本布局优化和结构调整。四是加强对国有企业的监管，防止国有资产流失。健全国有资产监管体系，制定更加合理的监管制度，从内部监督和外部监督两个方面为国有资产提供保障。

3.7. 进一步扩大内需

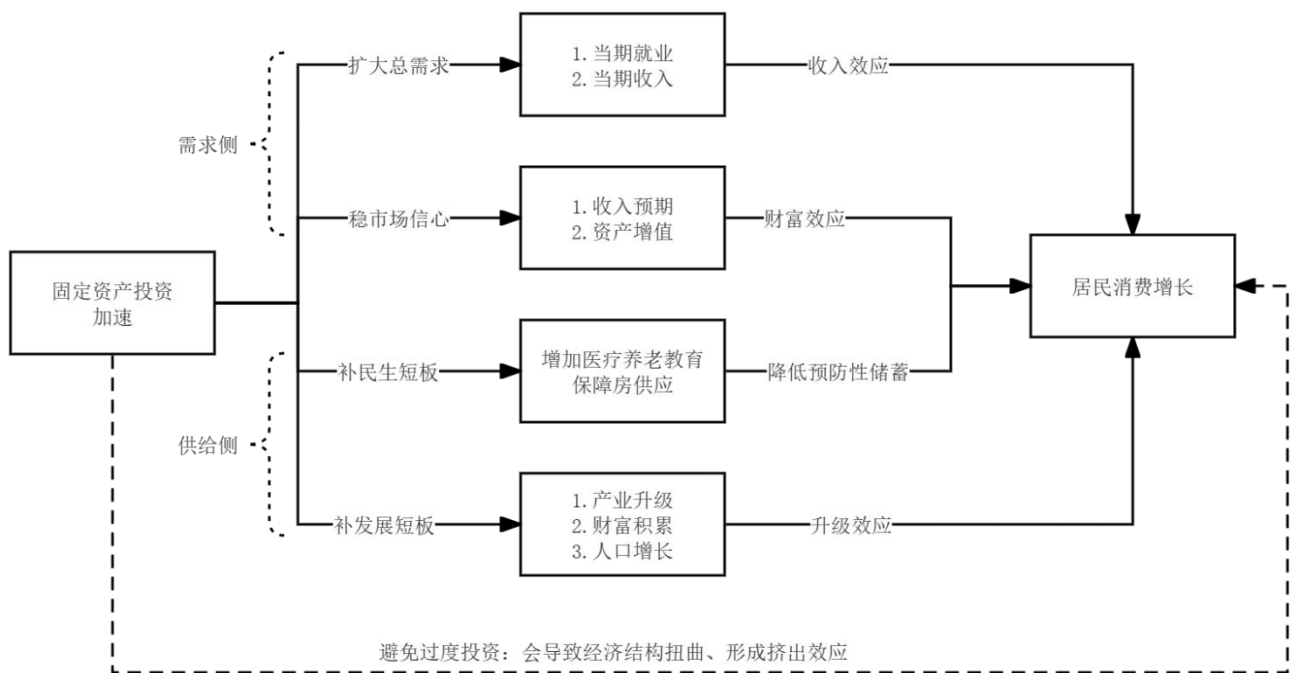
当前消费低迷的原因多重。短期主要是就业压力和收入预期影响消费能力以及房地产行业转型通过货币投放、财富效应、上下游产业链辐射影响消费。中期由于医疗、教育、养老、住房等方面压力，以及贫富差距等形成的焦虑，导致居民预防性储蓄意愿持续高位，2022 年以来进一步上升。长期主要是人口出生率和年龄结构的问题。

当前固定资产投资也面临着三个方面问题。一是随着房地产加速转型，土地出让收入的收缩加重了地方政府收入压力，加剧债务问题，限制政府投资能力。二是经历 2018 年中美贸易摩擦、2020 年新冠疫情爆发、2022 年俄乌冲突的连续

冲击，当前短期内需不足、外需下行，叠加逆全球化趋势兴起，民营企业、外资企业的投资意愿普遍受到影响，民间投资增速已降至负值，民间投资占固定资产投资的比重从 2015 年的 65% 下降至 2023 年前三季度的 52%。三是投资结构层面，传统行业面临着投资效率问题与产能过剩问题，而民生短板（养老、医疗、教育、保障房等）与发展短板（数字经济、AI 装备、芯片等）等领域投资明显不足。

针对消费抑制因素去重点加速投资，可能是突破当前困局的关键。这主要有两方面实现机制：一是需求侧的收入效应与财富效应，投资能带动当前就业与居民收入，形成收入效应。可以稳定资本市场信心，缓解资产价格调整；中长期实现居民财富的持续积累，形成财富效应。二是供给侧的补民生短板与补发展短板。补民生短板主要是通过增加养老、医疗、教育、保障房、市政设施、农业农村设施等短板供应，降低居民的预防性储蓄，提升消费意愿；补发展短板能优化经济结构，拓展发展空间，提振长期信心，驱动人口自然增长，缓解压制消费的最大变量。在此意义而言，针对消费抑制因素去重点投资，实际上是“形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”战略的实现方式。

图 98：在总需求不足状态下，固定资产投资加速对消费具有四方面的带动作用



资料来源：中国银河证券研究院

投资启示：2023 年的“分化”与 2024 年的“回归”

2023 年全球投资的关键词是中美 G2 的“分化”，包括经济预期的分化、通胀预期的分化、货币政策的分化、资产价格的分化等。2024 年的关键词预计是“回归”，包括美国通胀预期、利率与美元指数的回归；这将带来中美利差从倒挂状态回归、金融账户净流出缓解与人民币汇率回归。随着全球流动性压力缓解，以及国内政策的进一步发力、房地产政策继续优化，中国的金融体系终将回归“宽货币、宽信用”的状态，中国经济也将回归潜在增速，关键指标包括一季度基建投资高速增长、二季度出口转正、三季度 PPI 转正，房地产投资收窄降幅等。在全球流动性、国内流动性、经济基本面的合力之下，中国资产也最终会实现均值的回归。

一、2024 年资产配置基准假设

综上所述，2024 年全球环境面临三大拐点，中国经济站在三大起点。全球三大拐点是：美国经济软着陆、美联储降息预期带动全球货币政策转向宽松带来全球经济与出口将见底回升、全球进入“大选年”特别是美国大选将增加地缘政治的不确定性。中国经济的三大起点是：即将召开的三中全会将启动新一轮改革，经济发展模式重构进入决定性阶段；已经实施的逆周期调节逐渐见效，加之全球贸易周期回升，中国经济的上行力量与下行力量将开始反转；最重要的是，当前全球正站在由人工智能、生物技术引领的新一轮康波周期的起点上，核心驱动因素包括引领性的技术进步、持续增长的市场空间、以及新一轮的制度变革。中国在这三个方面都已积累多年，2024 年有望成为起势之年。

美国经济与货币政策：基准情况下美国经济仍需“掠过低洼地”，2024 年难以避免弱衰退，对应四个季度 GDP 环比折年率为 1.8%、1.2%、-0.2%、1.5%（全年同比增长 1.1%），通胀中枢为 2.4%，失业率预计升至 4.6% 上方。因此美联储会在 2024 年二季度末进行首次预防性降息以对冲三季度的“弱衰退”，全年降息幅度至少 100BP。同时，美联储将灵活实施量化紧缩（QT），在金融风险可控的情况下 QT 可能与降息同时出现，但在金融稳定受到经济下行挑战的情况下 QT 也可能在 2024 年三季度停止。

美国国债收益率：2023 年四季度在美国经济韧性、通胀中枢上行抬升美国中性利率、国债市场供需变化（供给侧美国政府债务上升、需求侧美联储缩表）的影响下仍然会高位震荡，但随着经济数据走弱将在 2024 年开始下行并在二季度降至 4% 以下，其中枢可能较疫情前出现抬升，弱衰退假设下在 3.5% 至 4% 左右，同时有阶段性低于 3.5% 的可能。

美元指数：在美国经济韧性短期强于美元指数篮子货币国家的情况下，美元 2023 年四季度预计保持强势并在 100 至 105 震荡。2024 年一季度，日央行尝试退出负利率以及美国经济边际走弱，可能使美元指数下行但均值仍维持在 100 上方。而随着美国弱衰退概率在二季度加深和通胀率进一步走弱，美元指数将逐渐回落至 100 以下。

全球降息节奏的分化：2024 年全球通胀将缓慢退潮，主要央行控制通胀的斗争进入观察期。在通胀回落的背景之下，经济的分化将决定货币政策转向的时点先后和利率调降的节奏差。考虑各经济体进入衰退状态的时间差距，预计 2024 年更多新兴经济体将率先开启降息周期，而欧洲和加拿大、澳大利亚等受高利率冲击更早的发达国家在通胀偏高的情况下仍有动力使利率高位保持一段时间，但货币政策转向时间要早于美国。此外，日本货币政策将继续“逆行”，挑战正常化。

2024 年中国经济仍然处于房地产调整与新动能成长的对冲期。主要上行动力来自于

基建投资实现两位数增长、“三大工程”补充之下房地产投资持续收窄降幅、二季度出口转正、三季度 PPI 转正之后制造业投资开始加速、四季度就业与收入预期改善之后消费的进一步恢复等。

新一轮积极财政政策兼具“防风险”与“稳增长”两层内涵。“防风险”主要体现在政府融资方式加速转型，狭义赤字率及中央赤字率有进一步提升空间，财政与货币政策的协同机制将再次强化。“稳增长”主要使用兼顾“逆周期”与“调结构”的工具，尤其是“平急两用、保障性住房、城中村改造”三大工程配合专项债扩容，托底商业地产下行，同时解决区域人口流动与地产供给结构性失衡的长期矛盾。预计 2024 年狭义赤字率 3.5% 以上，对应国债和地方一般债规模合计 4.5 万亿，专项债额度进一步提升至 4 万亿左右，一般公共预算中用于基建的支出预计 6.5 万亿左右，再加 5000 亿新增国债及专项债资金，2024 年用于广义基建的财政资金支出总规模在 11 万亿左右，较 2023 年提升 12% 左右。2024 年一般公共预算及专项债中用于保障房及城中村建设投资大约 2.4 至 2.8 万亿左右，较 2023 年提升 7000 至 11000 亿左右投资规模，部分对冲地产投资下行。考虑专项债提前下达机制及特殊国债发行使用，2024 年一季度财政基建支出的规模将在 3.5 万亿以上，支出明显前置。

国内货币政策总体以保持经济合理增长为目标，更注重政策持续性、配合财政扩张，以及风险化解。结构性工具聚焦“五篇大文章”展开。预计社会融资存量增速上行至 10.1%，总体呈现“宽货币、宽信用”格局。

二、2024 年资产配置主线

中美利差是衡量中美货币政策分化程度的核心指标。2023 年 10 月中美利差倒挂程度触及 -220bps 的历史极值。但展望下一阶段，美联储加息进程基本结束，2024 年将逐渐转入降息预期，预计 10 年期美国国债收益率回到 3.5%，美元指数回到 100 以下。中国已经在 2023Q3 先后启动了房地产纾困政策和积极财政政策，以支持信贷扩张，同时中央金融工作会议之后货币政策将进一步配合逆周期调节和风险化解，综合作用之下，预计中国 10 年期国债收益率将在 2.65% 左右平行。这意味着中美利差的倒挂程度将在 2024 年逐渐收窄，有望回到 -100bps。

图 99：2023 年中美利差倒挂程度持续扩大，10 月突破 -220BP



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 100：2023 年美元指数并未冲击前高，但人民币对美元持续贬值



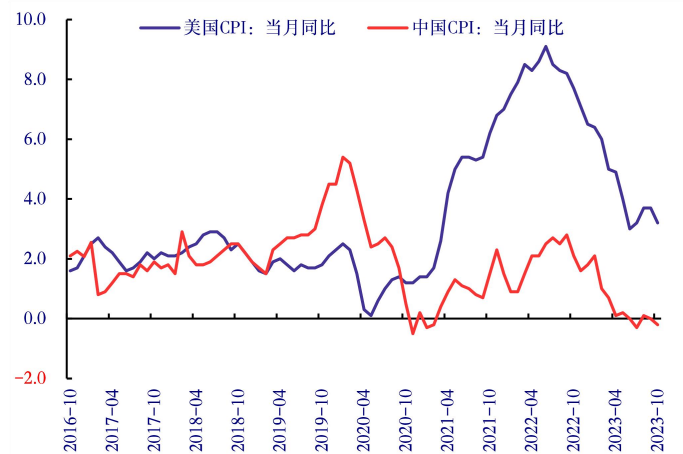
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

汇率是一个国家的“股票”。回顾来看，人民币对美元汇率此前就在 2022 年 11 月 3 日美联储最后一次加息 75BP 后到达过 7.32 的低点，2022 年 12 月 30 日收

于 6.95。进入 2023 年，1 月美元指数从 104 左右降至 102 左右，加之中国疫情快速过峰，驱动 USDCNY 升至接近 6.7 的高位。但 2 月美联储加息预期再度升温，美元指数反弹至 105，USDCNY 冲击 7.0。3 月至 4 月美国 SVB 事件爆发，美元指数回落至 102 以下，USDCNY 反弹至 6.9 以内。5 月之后，美国通胀进入粘性区间，美联储持续引导加息预期，美元指数再度反弹至 107 左右；同时国内经济复苏不及预期，政策利率开始调降，USDCNY 在 8 月第二次 MLF 降息之后加速突破 7.3 的低位，之后人民银行开始坚守 7.3 的位置。11 月 17 日人民币汇率出现快速反弹，回归到 7.15 左右，主要反映了美联储加息进程基本结束，美元指数从 107 左右回落至 104 左右；同时 APEC 峰会后全球地缘政治缓和；以及国内逆周期政策出台稳定经济预期等方面的综合效果。

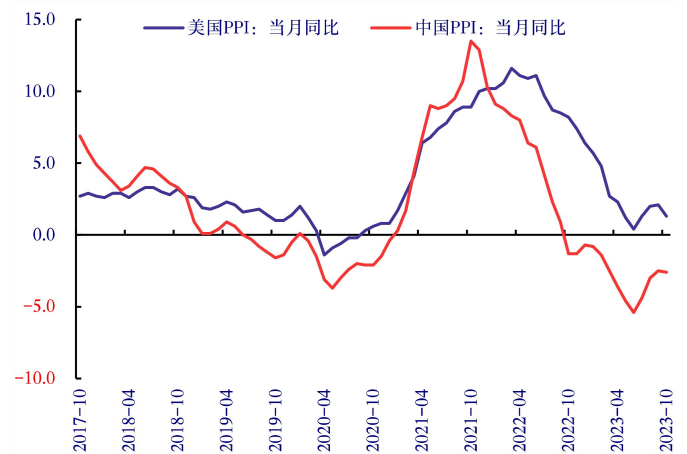
展望 2024 年，随着美国 CPI 进一步回落和高利率对经济影响的逐渐显现，这将带来全球汇率压力的缓解和货币政策空间的打开，预计中国出口将在 2024 年下半年转正，叠加国内逆周期政策逐渐见效，中国经济的上行力量与下行力量将出现反转，对应 2024 年年末 USDCNY 可能会回到 6.95 左右（2022 年末水平）。

图 101：美国 CPI 回落但仍高于目标值，中国 CPI 运行在 0 附近（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

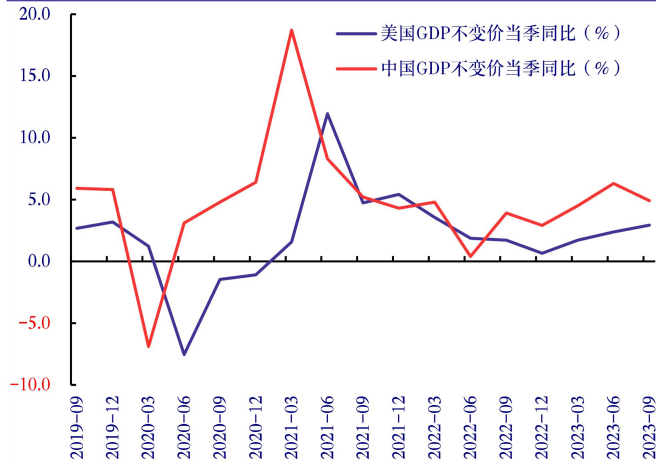
图 102：中国 PPI 持续负值影响工业利润，美国 PPI 保持正值（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

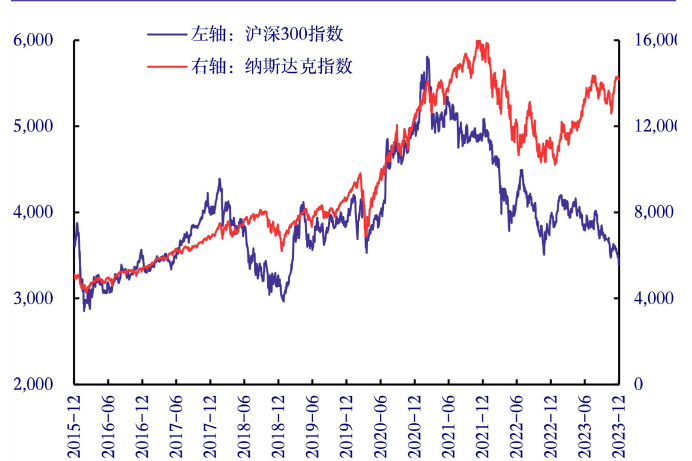
影响权益资产的因素主要包括全球流动性、国内流动性、经济基本面三方面。2024 年上半年美国国债收益率与美元指数回落，全球流动性向好，更利于高弹性品种的反弹，包括 NASDAQ、恒生科技、A 股 TMT 板块。2024 年下半年，国内“宽货币、宽信用”的实现和经济增长预期将决定权益市场只是阶段性行业还是持续性机会。从经济复苏的节奏来看，第一阶段仍然是逆周期政策发力，但力度需要 2024 年 3 月政府工作报告确认，此前存在想象空间。第二阶段是美元指数趋势性回落之后全球经济周期见底，预计 2024 年二季度中国出口见底回升，这将有利于出口产业链与制造业，也是中国经济上行力量超越下行力量的关键点。第三阶段是中国经济上行力量超过下行力量之后，PPI 将实现转正，企业盈利预期、居民就业与收入预期、居民消费与购房意愿等都将进一步恢复。消费与房地产将迎来基本面的修复。PPI 转正之后，内生需求将开始修复，货币宽松但信贷需求低迷的问题将出现缓解，但随后财政政策也会逐渐退出。需要注意政策切换过程是否顺利。鉴于 2023 年政策过早退出（社会融资增速在 2023 年 5 月开始回落）的经验，预计 2024 年政策实施将更具持续性。

图 103: 2023 年美国 GDP 增速逐季上升, 中国经济增长低于预期



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 104: 2023 年纳斯达克指数趋于上行, 沪深 300 指数趋于下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

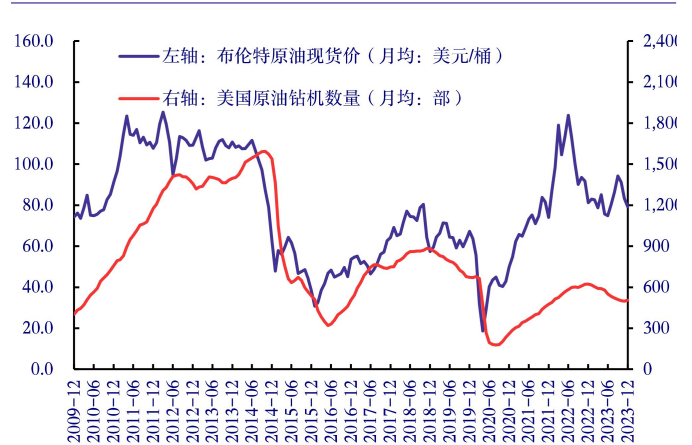
大宗商品方面: 最为确定的是美国利率和美元指数回落之后的黄金价格上行, 叠加全球央行增持、全球地缘政治不确定性等, 可能冲击 2500 美元/盎司的高位。布伦特原油现货价预计会在 2024 年年末下降至 75 美元/桶的水平, 主要原因一是供给侧美国钻机数恢复 (利率回落加速资本开支) 将对冲 OPEC+ 限产协议; 二是经济方面中国仍处于逆周期政策叠加内生性恢复对冲房地产下行的阶段, 美国则处于“软着陆”状态, 但需要关注印度等新兴经济体的新增需求。对于国内商品, 预计“促进物价低位回升, 保持物价在合理水平”已成为政策目标之一, 原因是通胀率恢复正常 (PPI 转正) 才能让货币政策摆脱“流动性陷阱”, 也能增加财政收入、缓解政府债务压力, 以及提升企业利润名义增速。

图 105: 美国实际利率回落将驱动黄金价格进一步上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 106: 2022 年至 2023 年高利率限制了美国原有钻机数量的恢复



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

总而言之, 按照普林格六阶段模型, 在经济从衰退期到复苏期切换的过程中, 资产价格的轮动应该是债券涨 (货币政策宽松) 完股票涨 (经济复苏预期); 股票涨完商品涨 (需求全面修复)。2023 年 6 月以来, 中国 10 年期国债收益率已结束持续下行, 进入中枢为 2.65% 的区间震荡状态, 反映房地产政策调整、财政支出上升, 货币政策积极配合之后名义经济增速开始筑底的预期。但 2024 年上半年中国经济仍处于逆周期政策叠加内生性恢复对冲房地产下行的状态, 要出现显著的上行斜率, 可能还要等美元指数显著回落 (预计二季度) 之后的出口回升, 以及随后 PPI 的转正。在此之前, 权益市场的主线可能只有全球流动性的改善、

科技创新等主题。另外需要提示的是，这一轮商品价格可能领先于股票。原因在于，当前大宗商品产能更为集中、库存经历去化，对需求变化和政策变化更为敏感。而股票定价则过度考虑了房地产长期下行、人口长期下行、中美战略竞争持续等更为长期的悲观因素，恢复可能更为滞后。

表 5：2023 年以来全球风险资产月度涨幅以及累计涨幅（截至 12 月 5 日；单位：%）

资产价格月度涨幅		2023M1	2023M2	2023M3	2023M4	2023M5	2023M6	2023M7	2023M8	2023M9	2023M10	2023M11	2023年以来 涨幅
A股 港股	万得全A	7.4	-0.4	-0.1	-0.8	-3.3	1.1	3.4	-4.9	-1.7	-2.2	-0.1	-5.1
	上证综指	5.4	0.3	0.5	1.9	-3.6	-0.7	3.4	-4.8	-0.8	-2.9	0.3	-3.8
	沪深300	7.4	-3.1	0.2	-0.2	-5.7	0.1	5.0	-5.7	-2.6	-3.2	-2.4	-12.3
	创业板指	10.0	-7.1	-0.4	-2.4	-5.6	-0.2	2.6	-5.3	-5.3	-1.8	-2.8	-20.3
	恒生指数	10.4	-10.3	2.3	-2.0	-8.3	1.7	6.0	-7.7	-3.6	-3.9	-2.1	-17.5
亚太 股市	日经225指数	4.7	0.0	2.3	3.9	7.0	5.9	-0.2	-0.4	-1.5	-3.1	9.1	25.6
	韩国综合指数	8.4	-1.5	3.1	2.0	3.0	-0.7	3.2	-2.0	-3.8	-7.6	9.7	11.5
	富时新加坡指数	3.5	-3.4	-0.1	0.4	-3.4	0.6	5.4	-4.1	-0.1	-4.7	0.3	-5.4
美国 股市	万得中概股100指数	18.5	-10.7	4.2	-10.3	-8.8	8.5	20.4	-7.2	-6.0	-8.0	2.0	-5.3
	道琼斯指数	2.8	-3.1	1.2	3.8	-3.5	4.1	4.2	-2.1	-4.0	-1.4	9.2	9.0
	标普500	6.2	-1.2	3.2	2.9	0.2	5.8	4.4	-1.6	-5.0	-2.2	9.6	19.0
	纳斯达克指数	10.7	0.5	6.6	1.8	5.8	5.9	5.6	-2.0	-5.7	-2.8	11.2	36.0
欧洲 股市	英国富时指数	4.3	1.2	-3.8	3.3	-5.4	0.1	3.0	-3.3	1.8	-3.8	1.7	0.5
	法国CAC40指数	9.4	2.6	0.4	3.1	-5.2	2.6	2.5	-2.1	-3.1	-3.5	7.1	14.1
	德国DAX指数	8.7	1.6	1.6	2.6	-1.6	1.5	3.1	-3.2	-3.2	-3.7	10.2	18.7
大宗 商品	CRB工业指数	0.1	-1.7	-0.3	1.4	-5.3	2.5	8.9	0.5	1.2	-1.2	-2.5	-4.1
	布伦特原油	-2.7	-2.6	-3.8	0.8	-8.3	1.1	15.7	2.2	11.3	-7.8	-4.9	-9.3
	LME铜	10.8	-2.5	2.2	-4.5	-5.6	2.4	8.1	-2.6	-2.3	-1.8	4.0	-0.4
	螺纹钢	1.4	-1.4	-1.0	-11.8	-6.0	6.8	3.4	-2.6	-0.1	0.9	5.0	-5.3
	伦敦金	5.8	-5.0	8.4	0.5	-1.4	-2.0	3.0	-1.0	-4.8	7.3	2.0	10.8
汇率 利率	美元指数	-1.3	2.7	-2.0	-0.5	2.5	-0.6	-1.5	1.9	2.9	0.5	-2.5	0.4
	中债国债总财富指数	0.0	0.1	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.8	-0.6	0.2	0.5	3.9

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、2024 年“十大意外”畅想

在上述基准预测之外，我们也畅想了 2024 年国内外可能出现的“十大意外”，作为小概率事件提示各位投资者。需要注意的是，在长周期的尾声，小概率事件呈现频发、普发特征，但往往会产生意想不到的巨大影响。

1. **美国经济硬着陆**：在劳动收入放缓、超额储蓄消耗、财富效应减退的影响之下，美国经济正在下行，但这只是“软着陆”的情形。而美国积累多年的政府债务、中小银行与商业地产信用等风险暴露就可能引发“硬着陆”，传导顺序包括机构风险暴露、金融市场波动、美联储救助不及时、系统性风险、经济深度衰退。

2. **美联储降息幅度不及预期**：2023 年美国经济的韧性、通胀粘性，导致美联储结束加息的时点一再延后；叠加美国政府债务扩张、美联储缩表等的影响，美国 10 年期国债收益率一度升至 5.0% 的历史高位，这往往伴随着全球风险资产震荡调整。2024 年仍有可能再现，特别是美国财政实际支出再次超出预算。

3. **欧债危机再现**：南欧国家债务问题依旧，意大利和希腊较弱的名义增长和 4% 以上的借贷成本已经打破多马稳定条件，财政可持续性受到高利率挑战。如果欧央行受制于通胀而在定向量化宽松方面束手束脚，意大利国债可能遭到抛售，而意大利经济体量与系统重要性要远高于曾引发了欧债危机的希腊。

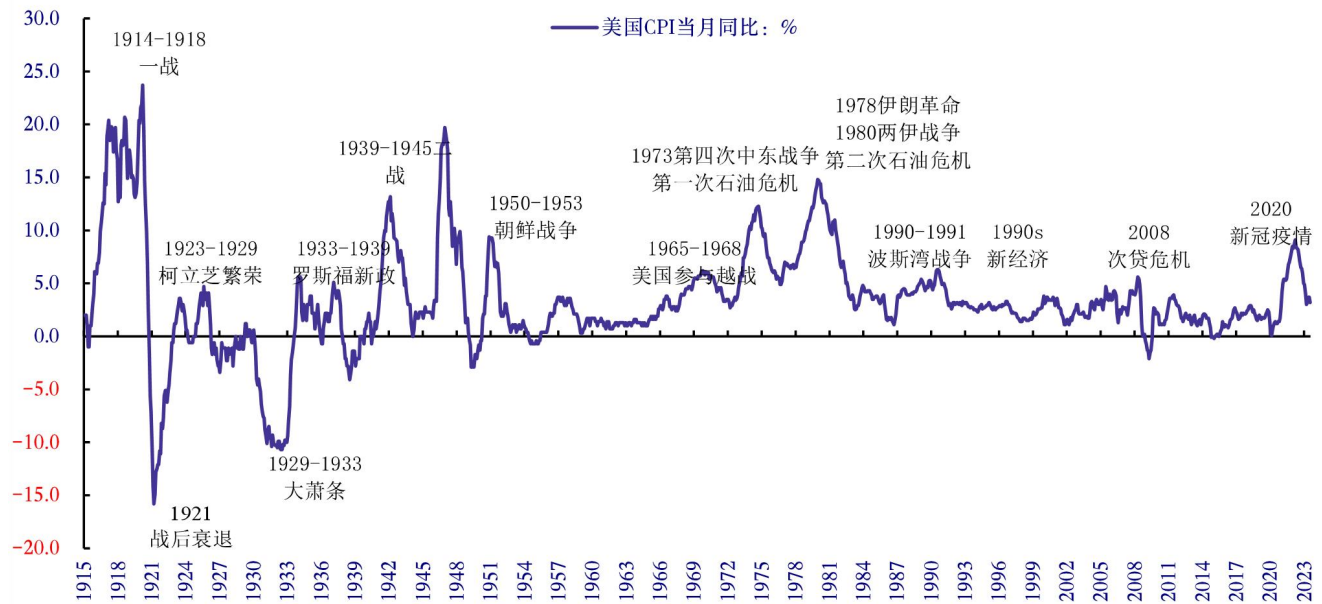
4. **日央行维持 YCC 等超宽松措施**：日央行退出 YCC 和负利率的前提是通胀维持在 2.0% 上方、薪资上行。然而日本通胀仍以输入性为主、服务项改善不明显，

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

通胀可持续存疑。从日本国债持有者结构来看，日央行和日本银行保险业的比重近 80%，私人 and 海外投资者无法替代。退出 YCC 和负利率会导致大幅价值减损。

5. 地缘政治风险显著下降：2024 年是全球“大选年”，美国总统选举、欧洲议会选举、印度总理选举、俄罗斯总统选举以及潜在的乌克兰总统选举等，都将增加地缘政治格局的不确定性。在 2024 年 11 月美国大选结果出炉之前，民调的波动会不断影响美国政府的决策。当前市场仍在担心未来是否会出现二十世纪七十年代两次石油危机的情况（图 107）。另外一种可能是，地缘政治变局也有一定概率会出现缓和，这将会带来大宗商品供需格局的改善、价格水平的稳定和全球利率的进一步回落。

图 107：美国 CPI 背后的事件性冲击



资料来源：萨缪尔森《经济学》更新至 2023 年 10 月数据，中国银河证券研究院

6. 人工智能应用爆发式增长：2023 年 ChatGPT 爆发。2024 年低利率环境有可能促进新的应用场景出现。引领性技术进步是开启康波周期上行的关键性因素，长周期启动上行之后，中短期问题将会迎刃而解。

7. 中国政策力度不及预期：当前市场预期 2024 年中国经济增速目标会维持 5.0% 左右（与 2023 年一致），财政政策发力且前置、货币政策配合，基建投资与社会融资增速都可能到达 10% 以上。但我们提示，经济增长目标与财政政策力度都需要在 2024 年 3 月政府工作报告之后才最终确定。

8. 中国通胀率超预期上行：当前市场普遍认为，在房地产压制总需求、产业政策加速制造业投资的供需格局之下，中国通胀率可能持续低位。但要注意的是，能源、食品等受供给冲击的影响更大，可能引发通胀率超预期上行。

9. 中国房地产回暖：2023 年 7 月 24 日中央政治局会议之后各部门、各地区的房地产政策陆续出台，政策见效也需要等待预期的转变，因此会有滞后性、非线性特征。存在政策放松超预期或某时刻集中见效，驱动房地产上行的可能。

10. 中国的“卡脖子”技术提前突破：2023 年 9 月华为超预期发布新产品，事实上反映了全球治理体系“碎片化”带来的机遇。全球多极化格局虽然受到了挑战但并未停滞，各国也都在采取行动重塑于己有利的全球治理体系。中国政府和企业都在积极把握机遇，提升中国经济发展的议价权、定价权、主导权。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图片目录

图 1: 政经四象限情形分析	3
图 2: 美国经济衰退概率和 VIX 指数 (%)	4
图 3: 美联储联邦基金利率 (%)	4
图 4: 美国商业房地产信贷需求和标准 (%)	5
图 5: 阿根廷货币危机 (%)	5
图 6: 全球民粹指数 (百分点)	5
图 7: 全球军费开支与美国占比 (%)	5
图 8: 地缘政治风险报道占比:战争威胁 (%)	6
图 9: 一般政府总债务占 GDP 比重 (%)	7
图 10: 全球贸易情况	7
图 11: IMF 估算中国债务杠杆率 (%)	9
图 12: 中国人口和生育情况 (%)	9
图 13: 日本人口结构和房地产行业的拐点	10
图 14: 中国房地产周期的拐点	10
图 15: 日本危机期间降息速度缓慢	11
图 16: 日本危机期间的财政政策过于保守	11
图 17: 地产周期趋于下行, 压制库存周期与设备更新周期	12
图 18: PPI 和库存同比 (%)	12
图 19: 地产周期和康波周期示意图	13
图 20: 资本形成占 GDP 比重 (%)	13
图 21: 数字经济将突破传统资源禀赋限制	14
图 22: 大国经济学: 中美欧印四国 GDP、投资、人口占全球比重 (%)	15
图 23: 中国可再生能源和数字经济占比 (%)	15
图 24: 美国 CEO 经济展望指数	16
图 25: 国有企业投资的逆周期属性	16
图 26: 四个维度重构中国经济分析框架	16
图 27: 我国过去三轮积极财政的赤字率水平变化	20
图 28: 我国过去逆周期政策下货币政策的降准、降息情况	20
图 29: 我国基建投资资金来源与完成额间的资金缺口	21
图 30: 我国政府债券与城投债券的发行利率差距	21
图 31: 历次财政扩张的资金利率及工业价格水平	22
图 32: 历次财政扩张对国内价格及资本市场的拉动作用	23
图 33: 1998-2000 年年中赤字调整对经济的拉动作用	23
图 34: 2024 年财政资金用于基建支出合计规模预测 (亿元)	23
图 35: 2024 年财政支持保障房建设力度大幅提升 (亿元)	23
图 36: 2023 年社融增速持续低于 M2 增速 (%)	25
图 37: 金融周期 (%)	25
图 38: 存款准备金率变动 (%)	26
图 39: PSL 存量和 LPR 利率 (亿元, %)	26
图 40: 房地产对 GDP 的拉动与房地产贷款占比 (%)	27
图 41: 房地产与制造业贷款增速 (%)	27
图 42: 个人住房贷款利率与住房投资回报率 (%)	27
图 43: 国有工业企业总资产报酬率与贷款利率 (%)	27

图 44: GDP 潜在增速和政策利率预期 (%)	28
图 45: 各国实际利率水平 (%)	28
图 46: 社会消费品零售增速偏缓 (%)	30
图 47: 2023 年前 3 季度居民消费情况 (%)	30
图 48: 城镇居民人均可支配收入和支出增速 (%)	31
图 49: 消费者信心指数 (点数)	31
图 50: 居民资产增长 (亿)	32
图 51: 储蓄存款余额增速 (%)	32
图 52: 制造业投资和制造业利润 (%)	33
图 53: 强势行业投资增速延续 (%)	33
图 54: 投资增速可能上行的行业 (%)	34
图 55: 保持稳定的行业 (%)	34
图 56: 政府净融资加速 (%)	34
图 57: 基建行业投资增速 (%)	34
图 58: 每周商品房销售面积 (万平方米): 年度对比	35
图 59: 房地产开发资金来源 (%)	35
图 60: 中国出口占全球出口比重 (%)	36
图 61: 全球主要国家出口贸易增速 (%)	36
图 62: 中国出口略低于全球出口增速 (%)	37
图 63: 一般贸易商品出口额增速保持相对强势 (累计同比: %)	37
图 64: 工业生产保持平稳 (%)	37
图 65: 中游行业增加值增速上行 (%)	37
图 66: 下游大宗消费生产 (%)	37
图 67: 下游居民消费生产 (%)	37
图 68: 各行业通胀情况 (%)	38
图 69: 寿光蔬菜价格指数	38
图 70: 猪肉价格走势 (元/千克)	38
图 71: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	38
图 72: 上中游行业出厂价格变化 (%)	39
图 73: 下游行业出厂价格变化 (%)	39
图 74: 基于传统贸易的全球供应链格局逐渐形成以德国、中国、美国为核心的区域化趋势	41
图 75: 我国最终消费总额占比全球份额持续上升 (万亿美元, %)	42
图 76: 2023 年消费对 GDP 贡献率进一步凸显 (%)	42
图 77: 全球三大制造业区域增加值占比 (%)	43
图 78: 中国制造业增加值占全球比重持续上升 (%)	43
图 79: 全球 5 轮康波周期的时间图以及第 6 轮康波周期的预测	44
图 80: PPI 增速领先库存周期 3 个月左右 (%)	45
图 81: 住宅销售面积增速大约领先库存周期 12 个月 (%)	45
图 82: 中国朱格拉周期 (以名义 GDP 增速的波谷为界线) 的形态及其加速的时间点	45
图 83: 1998 年以来固定资产投资增速呈现“倒 U 型”特征 (%)	46
图 84: 2016 年以来制造业投资、基建投资相继进入低速阶段 (%)	46
图 85: 全球 PCT 专利申请量总和增长率及其趋势 (%)	46
图 86: 全球 PCT 专利申请量的国别分布: 前 5 位 (%)	46
图 87: 2022 年 11 月计算机、通信和电子设备制造业增速显著降速	46
图 88: 2022 年 4 月以来医药制造业增加值增速陷入负增长区间	46
图 89: 2023 年二、三季度个人住房贷款余额增速降至负值	48
图 90: 2023 年前 10 个月房地产开发资金来源同比-13.8%	48

图 91: 直接税及间接税所占比重 (%)	49
图 92: 一般公共预算调入资金规模及占比 (%)	49
图 93: 我国创新投入指数持续提升	50
图 94: 我国数字经济规模持续增加	50
图 95: 我国绿色贷款余额持续增加	51
图 96: 我国绿色贷款支持低碳发展作用持续增强	51
图 97: 央企考核体系由“两利四率”调整为“一利五率”	52
图 98: 在总需求不足状态下, 固定资产投资加速对消费具有四方面的带动作用	53
图 99: 2023 年中美利差倒挂程度持续扩大, 10 月突破-220BP	55
图 100: 2023 年美元指数并未冲击前高, 但人民币对美元持续贬值	55
图 101: 美国 CPI 回落但仍高于目标值, 中国 CPI 运行在 0 附近 (%)	56
图 102: 中国 PPI 持续负值影响工业利润, 美国 PPI 保持正值 (%)	56
图 103: 2023 年美国 GDP 增速逐季上升, 中国经济增长低于预期	57
图 104: 2023 年纳斯达克指数趋于上行, 沪深 300 指数趋于下行	57
图 105: 美国实际利率回落将驱动黄金价格进一步上行	57
图 106: 2022 年至 2023 年高利率限制了美国原有钻机数量的恢复	57
图 107: 美国 CPI 背后的事件性冲击	59

表格目录

表 1: 2024 年经济指标预测 (%)	29
表 2: 固定资产投资各部门变化 (%)	32
表 3: 房地产行业投资变化 (%)	35
表 4: 基于房地产投资变化的经济预期 (%)	39
表 5: 2023 年以来全球风险资产月度涨幅以及累计涨幅 (截至 12 月 5 日; 单位: %)	58

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

高明：宏观分析师、宏观组组长。许冬石：宏观分析师。詹璐：宏观分析师。吴京：政策分析师。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn