

作者

东方金诚 研究发展部

首席宏观分析师 王青

高级分析师 冯琳

时间

2023 年 12 月 14 日

核心观点

- 2024 年，宏观经济将进一步向常态化运行回归，鉴于房地产行业还将处于低位运行状态，宏观政策将保持稳增长取向。
- 12 月 8 日召开的中央政治局会议首次提出“以进促稳”，意味着政策面短期内无意弃守 5.0-6.0%的增长区间，2024 年经济增长目标会继续设定在“5.0%左右”，保持中高速增长受到进一步重视。
- 2024 年财政政策将在稳增长、防风险方面重点发力，目标财政赤字率将设定在 3.5%左右，新增地方政府专项债额度会在 4 万亿左右，均较上年有所提高，主要是为了对冲土地出让金收入下滑对地方政府财政的影响，推动基建投资保持较高增速；2024 年用于置换地方政府各类隐性债务的特殊再融资债券还会大规模发行，以“展期降息”为核心的城投平台债务重组和债务置换会大规模推进。
- 货币政策方面，着眼于提振内需，支持地方债务风险化解，2024 年政策利率和存款准备金率有可能分别下调 1 次，针对房地产行业的定向降息将持续推进；2024 年新增信贷和社融规模会比上年有小幅多增。
- 2024 年 GDP 同比增速有望达到 5.0%左右，实际增长动能将“前低后高”，居民消费还有修复空间，基建投资和制造业投资会保持较快增长水平；“三大工程”推进过程中，房地产投资下滑幅度有望收窄，但房地产行业出现“V 型”反弹的可能性也不大；外需对经济增长的贡献将由负转正。
- 2024 年 CPI 同比涨幅中枢将小幅上移至 1.3%附近，通缩风险进一步弱化，物价水平偏低状态仍将持续，政策面促消费政策空间较大。预计 2024 年 PPI 会结束同比负增长，但平均涨幅仅将在 1.0%左右。
- 2024 年宏观经济最大不确定因素是房地产行业何时回暖，以及中美关系等外部环境波动可能带来的影响。



关注东方金诚公众号  
获取更多研究报告

## 2024 年宏观经济指标预测

指标	单位	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 E	2024 年 F
全球 GDP	实际同比, %	-3.1	6.3	3.5	3.0	2.9
中国 GDP	实际同比, %	2.2	8.1	3.0	5.3	5.0
工业增加值	实际同比, %	2.8	9.6	3.7	4.3	4.6
社会消费品零售总额	名义同比, %	-3.9	12.6	-0.4	7.6	6.0
固定资产投资	名义同比, %	2.9	4.9	5.1	3.2	4.5
基建投资 (宽口径)	名义同比, %	3.4	0.2	11.5	8.3	7.0
房地产开发投资	名义同比, %	7.0	4.4	-10.0	-9.5	-5.0
制造业固定资产投资	名义同比, %	-2.2	13.5	9.1	6.2	7.0
出口金额 (美元)	名义同比, %	3.6	28.0	6.9	-4.2	4.0
进口金额 (美元)	名义同比, %	-0.6	29.7	1.0	-5.4	3.0
CPI	同比, %	2.5	0.9	2.0	0.3	1.3
PPI	同比, %	-1.8	8.1	4.1	-3.1	1.0
政策利率 (1 年期 MLF 利率, 年末)	%	3.0	3.0	2.8	2.5	2.4
存款准备金率 (加权平均, 年末)	%	—	8.4	7.8	7.2	7.0
M2(年末)	同比, %	10.1	9.0	11.8	10.3	10.0
新增社融规模	万亿	34.8	31.4	32.0	35.5	36.0
新增信贷规模	万亿	19.6	20.0	21.3	23.4	23.5
目标财政赤字率	%	3.6	3.2	2.8	3.8	3.5
新增专项债规模	万亿	3.75	3.65	4.15	3.8	4.0

注: 1、E 代表估计值, F 代表预测值;

2、2023 年政府工作报告中设定的目标财政赤字率为 3.0%, 当年 11 月决定增发 1 万亿国债, 上调目标赤字率 0.8 个百分点;

3、2022 年政府工作报告中决定新增地方政府专项债 3.65 万亿, 当年 8 月决定动用结存专项债限额的部分, 加发 5000 多亿专项债。

数据来源: WIND, IMF, 东方金诚。

## 一、宏观经济运行环境及 2024 年经济发展目标

**（一）2024 年房地产行业对宏观经济运行还会有一定影响，政策面将保持稳增长取向。**

在各项支持政策持续发力推动下，2024 年房地产行业有望探底回稳，对宏观经济的拖累效应将有所减弱，房地产市场风险外溢将继续得到有效遏制；但楼市出现“V 形”反转的可能性不大，整体上将继续处于调整过程，房地产投资也将延续下滑。这意味着宏观经济将在一定程度上继续面临需求不足、信心偏弱、风险较多等问题。着眼于引导经济运行向常态化水平回归，宏观政策将继续实施适度的逆周期调节。

**（二）2024 年全球经济增速将进一步放缓。美欧大幅加息的滞后影响会进一步显现，其中美国经济减速没有悬念，是否会出现短期衰退值得重点关注。俄乌冲突等国际地缘政治事件难以平息，也将给全球经济带来下行风险。2024 年全球高通胀状况趋于缓和，但难以回落至主要央行目标水平。**

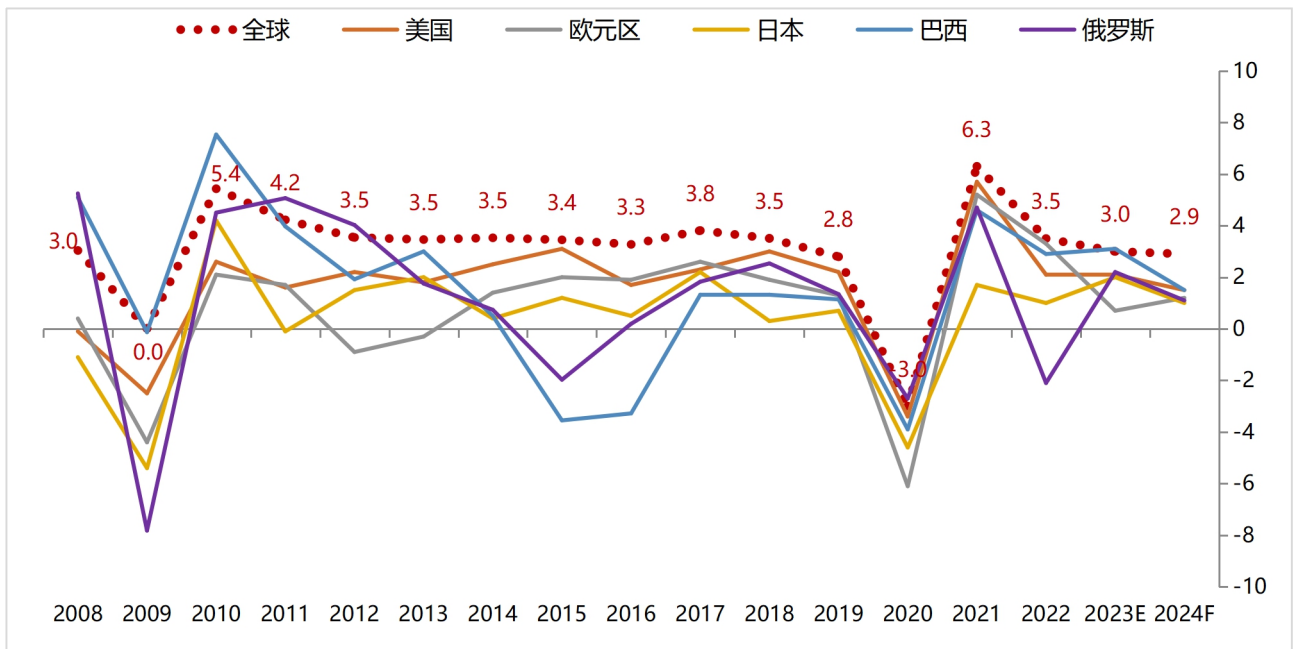
根据国际货币基金组织（IMF）2023 年 10 月的最新预测，2024 年全球 GDP 增速将放缓至 2.9%，较 2023 年进一步下行 0.1 个百分点，远低于疫情前 20 年平均 3.8% 的增长水平。主要原因是尽管 2023 年四季度美欧央行先后暂停加息，显著放缓了货币政策收紧步伐，但当前其政策利率已达到很高的限制性水平，对消费、投资的抑制效应将在 2024 年进一步显现。这意味着即使 2024 年年中前后主要央行转向降息，高利率仍将对全球经济形成较强的下行压力。其中，IMF 预计 2024 年美国 GDP 增速将降至 1.4%，较上年大幅回落 0.6 个百分点；可以说，2024 年美国经济减速已基本没有悬念，当前市场普遍关心的是美国经济是否会最早在 2024 年上半年出现短期衰退，进而通过国际贸易等渠道引发全球性冲击。2024

年全球经济增速延续低位，意味着外需对国内经济增长的拉动力总体上将较为有限。

受高利率压制需求、能源价格大幅下跌等影响，2023 年美欧高通胀经历了一个明显放缓过程。其中，2023 年美国 CPI 同比涨幅将从 2022 年的 8.0% 放缓至 4.1% 左右。但当前美欧 CPI 同比涨幅仍远高于央行目标水平，而且 2024 年通胀率进一步下行的难度加大。这意味着 2024 年即使主要央行为避免经济衰退而转向降息，但降息幅度也将有限。不过，海外主要央行转向降息，对国内稳增长政策发力的掣肘会进一步弱化。

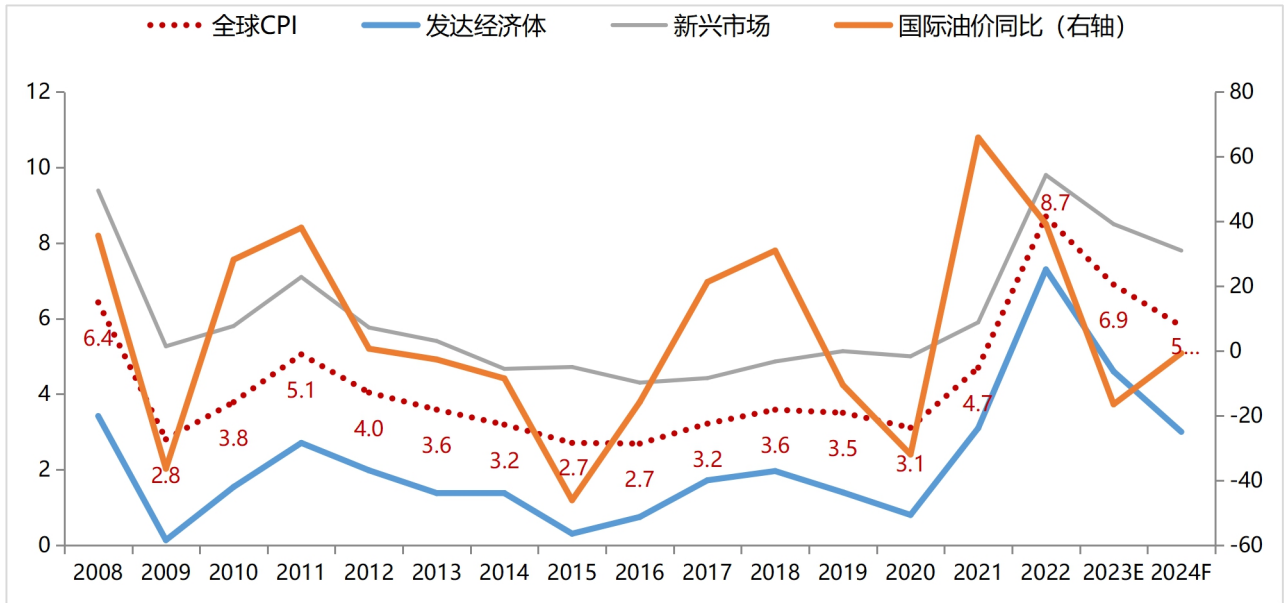
展望 2024 年，国际地缘政治风险居高难下。其中，俄乌冲突和平解决的概率很低，始终存在升级扩散风险，中东等其他热点区域也有爆发新冲突的可能。这些都将给 2024 年全球经济运行带来不容小觑的下行风险。另外，在中美进入战略对峙格局下，即使诸多风险点得到有效管控，国际产业链也将延续分化重组势头，这也会继续削弱全球经济增长动能。

图 1 2023 年全球经济增速下滑明显，2024 年还将低位下行



数据来源：Wind，东方金诚整理

图 2 2024 年全球高通胀有望进一步缓解，但仍难以降至主要央行目标水平 (%)



数据来源：IMF，东方金诚。

值得注意的是，“后疫情”时代的全球经济增长正在越来越明显地呈现出“下一个台阶”的趋势，即年均增速将从疫情前 20 年的年均 3.8% 降至 3.0% 左右。其中，国际产业链重组带来的全球贸易增速下降是一个主要原因。继此前的中美贸易战之后，持续三年的疫情也在驱动全球产业链转向本地化、区域化和分散化，由此将阻碍经济资源的全球优化配置，其标志就是国际贸易增速将会下降。这与 2001 年中国加入 WTO 后，对全球经济增长产生重大推动作用的积极效果正相反。此外，目前尚难以看到在可预见的将来，在全球范围内可能出现大幅提升劳动生产率的重大的技术进步的迹象。最后，当前主要经济体仍将不可逆转地延续老龄化进程，这也会对全球经济增长起到抑制作用。

值得一提的是，2020 年中美贸易战告一段落后，当前中美关系已进入全面战略对峙格局，以“高端芯片封锁”为代表的中美科技战正在逐步升级。2023 年中国出口商品在美国的市场份额显著下降，接下来中美经贸关系逐步冷却、部分脱钩的潜在风险仍不容低估，甚至在一些热点领域存在突发重大风险事件的可能。

**（三）2024 年我国 GDP 增长目标将继续设定在“5.0%左右”，宏观政策会保持稳增长取向；引导房地产实现软着陆，推进高质量发展将在政策议程中占据核心位置。**

2023 年 12 月 8 日召开的中央政治局会议在继续强调“稳中求进”的基础上，首次提出“以进促稳”。这意味着保持中高速增长水平受到进一步重视，2024 年两会政府工作报告将继续设定“5.0%左右”的经济增长目标，不会下调。一方面，当前我国具备 5.0%-6.0% 的经济增长潜力，同时，这也是在 2021-35 年“实现经济总量或人均收入翻一番”的基本要求。更重要的是，当前保持中高速增长水平，能够为保障民生就业、维护金融稳定、化解地方债务风险提供基础保障，为加快建设现代产业体系，扎实推进高质量发展提供有利的环境。

我们判断，在 2024 年宏观经济管理目标中，除了要引导经济运行在中高速增长水平外，还有三个重要政策目标：一是要尽快推动房地产行业实现软着陆。这不仅与稳增长相关联，更是 2024 年防控重大经济和金融风险的主要发力点，迫切性很强。二是在经济运行进一步向常态化回归过程中，建设现代化产业体系会更受重视，统筹发展与安全，同时还将加快构建以内需为主的新发展格局，着力推进高质量发展。三是 2024 年围绕促进民营经济发展壮大、切实推进要素市场化改革、着力提振消费以促进国内经济大循环等，各部门有望出台一批具体措施。这是缓解市场信心偏弱问题的一个重要发力点。

## 二、2024 年宏观政策走向

着眼于推动经济实现潜在增长水平，对冲房地产行业低迷带来的影响，2024 年宏观政策将保持一定稳增长力度。这尤其会在 2024 年上半年得到较为充分的体现。可以看到，12 月中央政治局会议强调，着眼于“巩固和增强经济回升向好态势”，2024 年要继续“加大宏观调控力度”。我们

判断，这主要是指疫情“疤痕效应”全面消退还需要一段时间，2024 年房地产行业企稳回暖也需要一个过程，因此宏观政策还会保持稳增长取向，着力扩大内需。这意味着宏观政策将保持连续性和稳定性，将有助于改善社会预期、提振市场信心。

不过，本次会议要求，“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”，与 7 月中央政治局会议部署“加强逆周期调节和政策储备”相比有一定变化，主要是指在 2024 年外需有望回暖，房地产低迷对宏观经济的拖累效应趋于缓和，以及居民消费持续修复的前景下，稳增长需求会有所下降，宏观政策逆周期调节力度将低于 2023 年，会更加注重长短兼顾、坚决不搞大水漫灌，以免为将来留下高通胀和金融风险隐患。事实上，本次会议对货币政策和财政政策均强调“适度”——分别是“灵活适度”和“适度加力”，也印证了这一点。

**（一）2024 年货币政策定调“灵活适度、精准有效”，将继续为经济运行提供有利的货币金融环境，着眼于提振内需，支持地方债务风险化解，2024 年政策利率和存款准备金率有可能分别下调 1 次，而针对房地产的定向降息将持续推进；我们判断，2024 年新增信贷和社融规模会比上年有小幅多增。**

2023 年经济复苏过程较为曲折，二季度之后房地产行业再现调整，居民消费修复偏缓，需求不足现象突出，客观上要求宏观政策加大逆周期调节力度。为此，央行实施两次政策性降息、两次全面降准，超出年初市场普遍预期。这也表明，近年来超预期因素冲击仍频，货币政策的前瞻性有所减弱，更多强调“相机抉择”。

展望 2024 年，12 月中央政治局会议要求，“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，与 2022 年同期会议定调的“稳健的货币政策要精准有力”相比，继续强调货币政策要根据实际经济运行状况灵活调整，整体保

持稳增长取向，引导金融资源流向重点领域和薄弱环节；而以“适度”取代“有力”，或意味着站在当前时点，2024 年货币政策宽松程度将低于 2023 年，主要指降息降准的幅度将小于 2023 年。

我们判断，在房地产行业还将处于调整阶段的前景下，着眼于提振内需，支持地方债务风险化解，2024 年央行有可能分别实施 1 次降息和降准。同时考虑政策需要前置发力，上半年落地的可能性较大。结合降息预期，2024 年市场利率中枢有进一步小幅下行的潜力，整体上会持续处于政策利率附近，以配合财政发力，稳定市场预期。综合支持经济中高速增长、盘活存量贷款、着力化解地方债务风险等各类影响因素，2024 年新增信贷和社融规模会比上年有小幅多增，有望分别达到 23.5 万亿和 36 万亿，同比分别多增 0.1 万亿和 0.5 万亿。

结构方面，2024 年结构性货币政策工具将受到进一步倚重，引导更多金融资源流向科技创新、先进制造、绿色发展、小微企业及房地产行业等重大战略、重点领域和薄弱环节。我们判断，着眼于为平急两用基础设施建设、城中村改造、保障房建设等“三大工程”提供长期低成本资金，2024 年 PSL 有可能再出江湖，或由央行创设新的定向支持工具。

需要指出的是，2024 年货币政策的一个重点将是引导房地产行业尽快实现软着陆，带动商品房销量、房地产投资和土地市场企稳回暖。可以看到，自 2021 年下半年以来，房地产低迷一直是国内经济下行压力的一条主线。我们判断，下一步政策支持空间依然较大，特别是最新数据显示，2023 年 9 月新发放居民房贷利率仍高达 4.02%，仅略低于此前 2009 年 9 月 4.34% 的历史低点，而当前的经济增速和通胀水平都与 2009 年前后相距甚远。

展望未来，除了继续落实以“三支箭”为代表的房企金融支持政策外，后期政策“工具箱”在放宽购房条件、下调居民房贷利率方面还有较大空间。其中，引导 5 年期以上 LPR 报价进一步下调，持续降低居民房贷利率



是关键所在。这意味着即使 2024 年政策利率（MLF 利率）保持稳定，但针对房地产的定向降息会持续推进。我们判断，2024 年年中前后，房地产市场有望出现趋势性回暖，这将结束行业约三年的下行周期。这一方面是当前“要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险底线”的要求，同时也能从根本上改善 2024 年下半年的经济增长动能。

**（二）2024 年目标财政赤字率会设定在 3.5% 左右，新增地方政府专项债规模会达到 4 万亿上下。这一方面是为了在房地产投资下滑过程中，保持基建投资持续处于较高水平，同时也可适当对冲土地出让金收入下滑给地方政府财政带来的压力。**

2023 年经济复苏过程曲折，地方债务风险升温。为此，四季度财政政策全面发力，主要包括：（1）增发 1 万亿国债，目标赤字率由此上调 0.8 个百分点，此次增发的国债重点用于防灾减灾抗灾项目建设，这会在短期内对基建投资增速形成支撑；（2）各省市大规模发行用于置换各类地方政府隐性债务的特殊再融资债券——这有助于缓解地方政府隐性债务还本付息压力，缓解地方债务违约风险；（3）今年新增专项债券在 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金在 10 月底前使用完毕。以上措施为支撑四季度经济保持修复势头发挥了重要作用。

展望 2024 年，宏观经济依然面临房地产低迷、内需不振等下行扰动。为引导经济运行向常态化回归，2023 年 12 月中央政治局会议明确要求，2024 年“积极的财政政策要适度加力、提质增效”。首先，这意味着 2024 年财政政策还将继续“加力”，保持稳增长取向。其次，与 2022 年 12 月中央政治局会议定调 2023 年“积极的财政政策要加力提效”相比，2024 年财政政策还强调要“适度”，这意味着接下来在“一揽子化债方案”落地、逆周期调节需求有所减弱前景下，2024 年财政政策加力程度会更温和，重点将放在推进地方债务风险化解方面。

我们预计，为保持必要的财政支出强度，2024 年目标财政赤字率将设定在 3.5% 左右，较 2022 年年初目标上调 0.5 个百分点，但较年末经调整的赤字率目标低 0.3 个百分点；新增地方政府专项债规模也会达到 4 万亿左右，较上年上调 0.2 万亿。以上主要是为了保持基建投资增速继续处于较高水平，以稳定宏观经济运行，对冲房地产行业低迷对地方政府财政收支造成的影响。

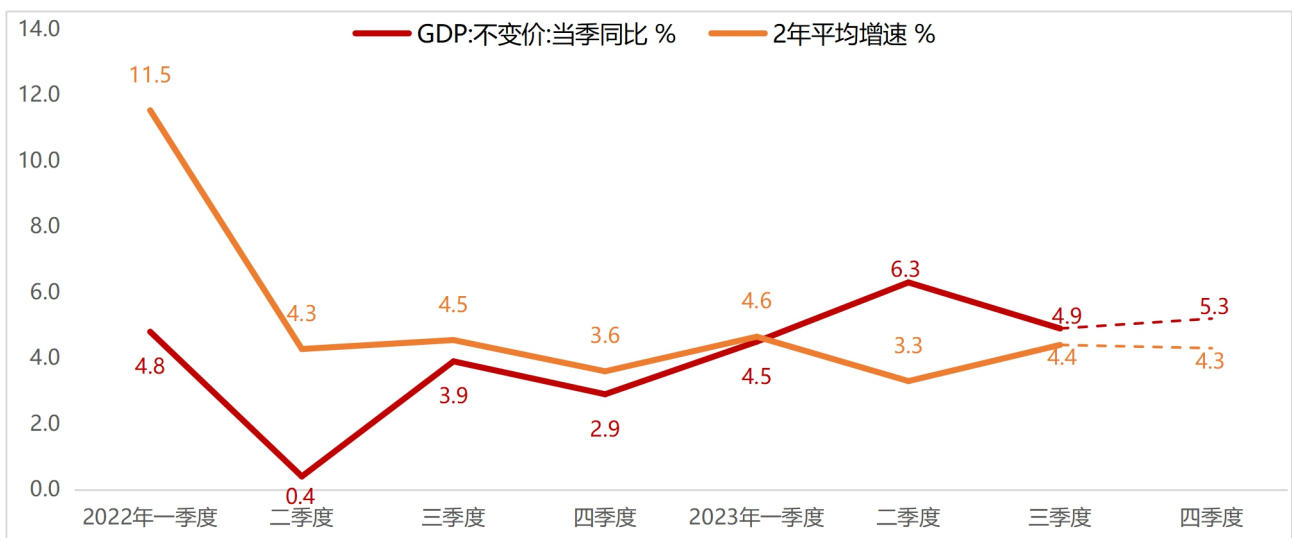
2024 年财政政策的一个突出特征将是中央加杠杆、地方降风险。为此，3.5% 的赤字率将主要由中央财政承担，而且中央向地方政府的转移支付规模会有进一步扩大。化解地方债务风险将是 2024 年财政政策的一个关键点。为此，在 2023 年四季度特殊再融资债券大规模发行的背景下，预计 2024 年发行规模有可能进一步扩大，重点关注 2024 年地方政府债务限额调整情况，以及地方政府土地出让金收入变化。与此同时，2024 年监管层还会引导商业银行对现有平台经营性债务进行大规模重组，核心是展期降息，全面弱化地方债务风险对金融稳定和经济运行的潜在影响。我们判断，2024 年若需要为基建投资提供必要的资金支持，准财政性质的政策性开发性金融工具额度有可能在原有 7399 亿的基础上进一步上调，这将带动更多银行配套融资跟进。

### 三、2024 年宏观经济运行展望

**（一）2023 年房地产延续下行，外需放缓，经济复苏过程曲折复杂，整体呈现“前高、中低、后稳”走势，全年经济增速有望达到 5.3% 左右，体现实际经济运行强度的 GDP 两年平均增速为 4.2%，低于潜在经济增长水平。2023 年经济运行的强点有两个：一是居民服务消费出现报复性反弹，二是投资“似弱实强”；但经济运行中也存在两块明显短板：一是房地产行业持续低迷对宏观经济产生了全局性影响，二是外需对经济增长形成较强的负向拉动。**

2023 年前三季度，GDP 累计同比增速为 5.2%，较上年同期和上年全年均加快 2.2 个百分点。预计四季度 GDP 增速将达到 5.5% 左右，全年经济增速将为 5.3%，较上年全年加快 2.3 个百分点。不过，这主要是受上年低基数效应影响；剔除低基数效应，2023 年 GDP 两年平均增速为 4.2%，明显低于潜在经济增长水平。这也是 2023 年宏观政策显著加大逆周期调节力度的原因。

图 3 2023 年经济复苏过程曲折复杂，GDP 增速估计会在 5.3% 左右，两年平均增速不及潜在增长水平



数据来源：Wind，东方金诚，虚线代表预测值

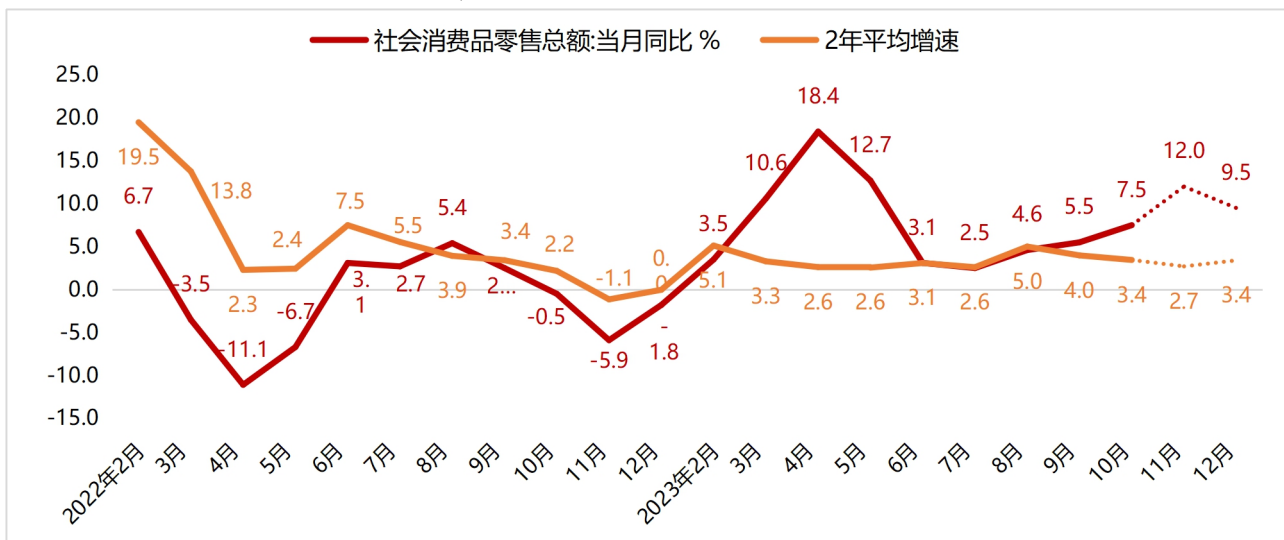
从具体进程上看，2023 年前三季度经济走势“前高、中低、后稳”。其中，在经历一季度防控转段初期的全面复苏后，二季度房地产行业再现下行势头，并对整体消费、投资信心都产生了较大影响。由此，7 月中央政治局会议定调稳增长，下半年宏观政策全面发力，经济复苏动能转强。不过，临近年末楼市依然处于调整阶段。

除房地产外，2023 年制约经济修复的原因还有两个：一是受美欧央行快速加息、国际地缘政治冲突等影响，全球经济增速下滑明显，国际贸易明显减速，外需对国内经济修复形成较大拖累，其中前三季度净出口下拉 GDP 增速达 0.7 个百分点，而去年同期为正向拉动 1.0 个百分点。伴随四季度全球电子行业走出周期低谷，加之上年同期基数大幅下沉，2023

年四季度外需的负向拉动将明显减弱，预计全年净出口对经济增长的负向拉动率为 0.5 个百分点。

二是受三年疫情带来的“疤痕效应”，2023 年经济复苏过程较为曲折，居民收入增长受到一定影响，特别是二季度以来房地产市场再度转弱冲击消费信心等因素影响，2023 年居民商品消费整体偏弱，1-10 月社会消费品零售总额累计同比增长 6.9%，剔除低基数影响，两年平均增速为 3.4%，尚不及疫情前 2018-19 年常态增长水平的一半。尽管 2023 年 CPI 同比涨幅较上年回落 1.6 个百分点，对社零名义增速产生下拉作用，但居民商品消费恢复偏缓仍是一个不争的事实。预计在低基数及各地促消费政策发力推动下，2023 年底社零增速将显著上行，全年累计同比增速将在 7.6% 左右，但两年平均增速仍仅为 3.4%。这意味着后期居民商品消费还有很大修复空间。

图 4 2023 年居民商品消费修复偏缓，两年平均增速尚不及常态增长水平的一半 (%)



数据来源：Wind，东方金诚，虚线代表预测值

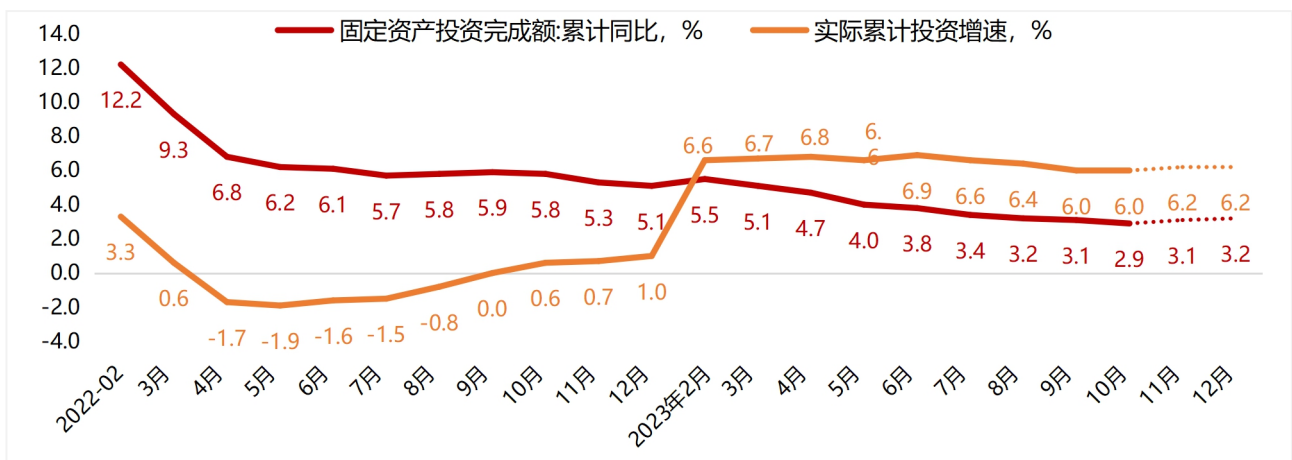
2023 年宏观经济运行中也有两个较为突出的亮点。首先是以旅游、出行为代表，居民服务消费出现“报复性”反弹，1-10 月服务零售额累计同比高增 19.0%，前三季度服务业 GDP 累计同比增长 6.0%，高出整体经济增速 0.8 个百分点，服务业修复成为拉动经济增长的主力军。这一方面

与上年同期低基数直接相关，同时也意味着现阶段居民消费转型升级潜力巨大。

其次是 2023 年投资“似弱实强”。1-10 月固定资产投资累计同比增速为 2.9%，较上年同期和上年全年分别大幅放缓 2.9 和 2.1 个百分点。主要原因是房地产投资降幅接近两位数，以及受上年同期基数抬高等因素影响，基建投资和制造业投资较上年也有明显减速。不过需要指出的是，固定资产投资统计的是名义值，1-10 月 PPI 累计同比下降 3.1%，而上年同期为增长 5.2%。这意味着当前固定资产投资实际增速要显著高于名义增长水平。根据国家统计局公布的数据，前三季度名义固定资产投资同比增长 3.1%，PPI 累计同比为-3.1%，剔除价格因素的实际增速达到 6.0%，对经济增长的拉动作用依然较强。

2023 年稳增长政策发力，基建投资保持较快增长，实际增速接近两位数，显著高于上年同期水平；政策面加大对制造业转型升级、解决“卡脖子”问题的支持力度，这有效缓解了 PPI 通缩、制造业利润下滑等带来的影响，带动制造业投资增速保持较高水平。以上两大投资板块保持强势增长，对冲了房地产投资下滑带来的影响，是 2023 年前三季度投资对经济增长拉动力显著增强的主要原因。

图 5 2023 年固定资产投资“似弱实强” (%)



数据来源: Wind, 东方金诚, 虚线代表预测值

**(二) 展望 2024 年，GDP 同比增速有望达到 5.0% 左右，进一步向常态化水平回归，经济增长动能将“前低后高”，主要拉动力是居民商品消费还有较大修复空间，以及政策面还会保持一定稳增长力度。2024 年宏观经济面临的最大的不确定因素仍是房地产行业何时回暖。此外，2024 年全球贸易环境将会回暖，外需对国内经济增长有望形成小幅正向拉动。**

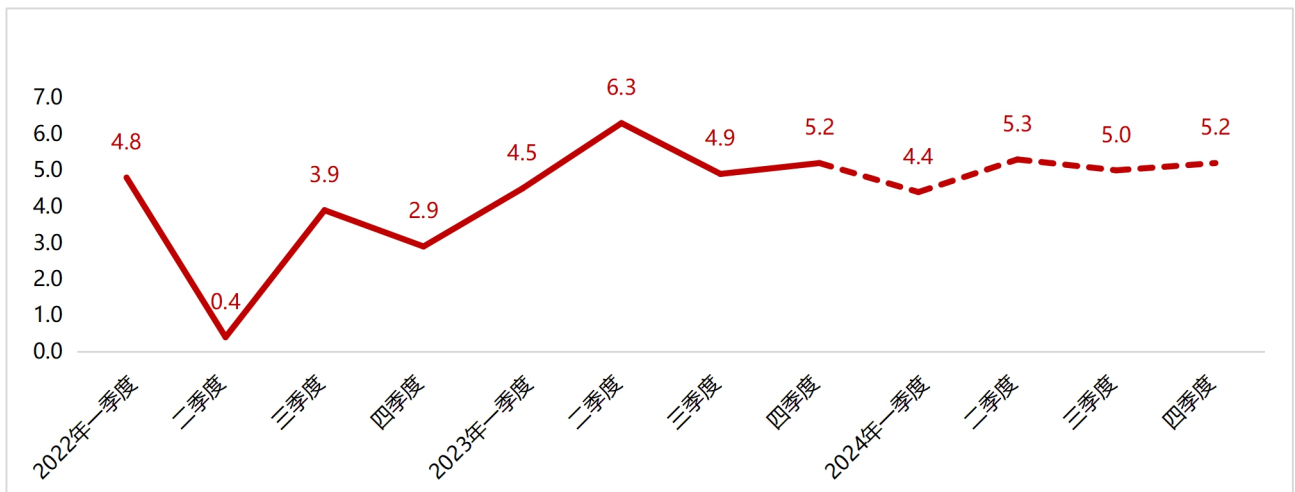
**2024 年支持经济增长的主要因素包括：**(1) 2024 年疫情“疤痕效应”会进一步消退，居民商品消费还有较大修复空间；消费转型升级推动下，以旅游、出行为代表的服务消费有望继续保持较高增长水平。(2) 政策面会继续“加大宏观调控力度”，基建投资有望保持较快增长水平，制造业投资有可能进一步提速。(3) 在“先立后破”原则下，2024 年房地产支持政策将持续加码，加之“三大工程”全面推进，房地产投资下滑幅度将明显缓和；在针对房地产的定向降息等各项政策调整到位驱动下，2024 年年中前后楼市有望走出为期三年的低迷，房地产投资和涉房消费对经济增长的拖累效应有望缓和。(4) 2024 年美欧央行将转入降息过程，全球电子行业将进一步走出周期低谷，这意味着全球贸易环境有望回暖，以美元计算，我国出口增速会由负转正，外需对国内经济增长将形成小幅正向拉动。

**2024 年经济运行最大的不确定性仍然来自房地产，外部环境波动也值得关注。**至少在 2024 年上半年之前，房地产行业还会处于低迷状态，其标志就是房价下跌、商品房销量下降以及房地产投资负增，并继续对上下游行业及全社会的消费和投资信心形成拖累。在很大程度上，2024 年房地产行业走向将决定宏观经济表现，以及政策面逆周期调节的强度。2024 年我国经济运行仍将面临动荡的外部环境，其中俄乌冲突正在走向长期化，升级扩散风险始终存在，而美国又将进入大选年，中美关系有可能面临更大考验。2023 年中美科技战加剧，我国商品出口在美市场份额

显著下降。这些趋势有可能在 2024 年延续，而台海、南海等热点区域局势也存在升温风险，有可能对国内经济运行形成阶段性冲击。

综合考虑居民消费、房地产行业运行态势等因素，我们判断 2024 年经济增长动能将“前低后高”。其中，受实际基数偏高、房地产行业下行等影响，一季度 GDP 同比增速有可能再度低于 5.0%，后期伴随稳增长政策发力显效，居民消费持续修复，特别是房地产行业有望企稳回暖，季度 GDP 增速有望持续运行在 5.0% 上方。预计全年 GDP 增速将在 5.0% 左右，接近潜在经济增长水平。

图 6 2024 年宏观经济将向常态化运行回归，GDP 增速有望保持在 5.0% 左右，整体走势“前低后高” (%)



数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值

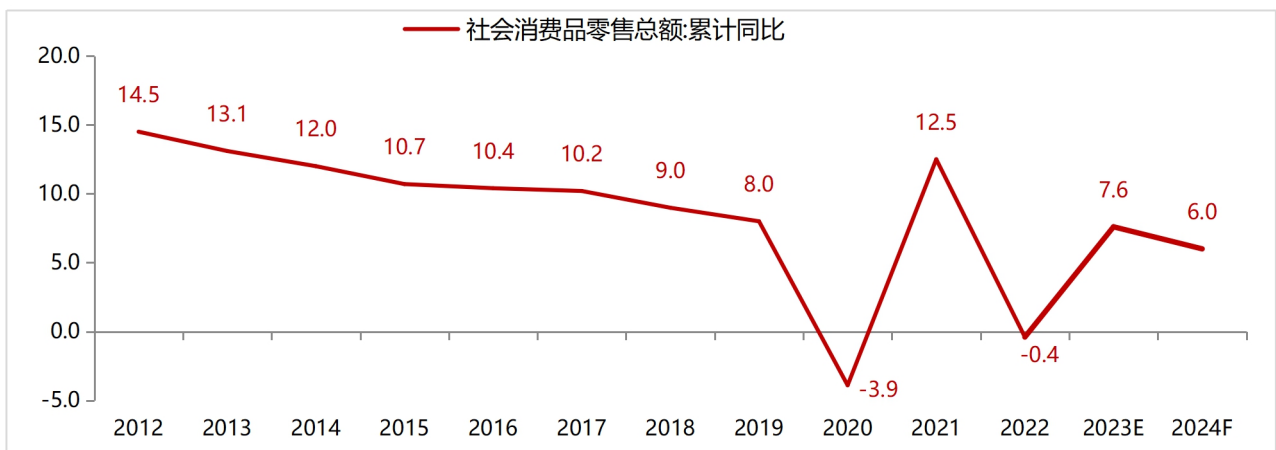
(1) 消费：2024 年伴随疫情“疤痕效应”进一步消退，居民实际消费强度有望继续修复，社会消费品零售总额同比有望达到 6.0% 左右，服务消费将继续保持较快增长水平。不过，考虑到房地产低迷对消费信心还会有一定影响，2024 年消费增长动能整体上依然会偏弱，政策面促消费力度有望加大。

展望 2024 年，伴随疫情“疤痕效应”进一步消退，居民消费存在一定内生修复动能，社会消费品零售总额同比有望达到 6.0% 左右，剔除低基数影响的实际消费增长水平明显高于 2023 年。我们判断，可选消费有

望持续引领消费复苏。服务消费方面，居民旅游、出行消费有望继续保持较高增速水平，这是未来消费转型升级的主导方向。不过，考虑到 2024 年房地产市场仍将在大部分时间内处于调整状态，资产价格缩水会继续对居民消费信心形成一定抑制效应。这是 2024 年社零增速依然会明显低于疫情前的主要原因。

政策方面，2023 年 12 月中央政治局会议首次提出，“要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”，或意味着宏观调控思路正在发生转换。具体而言，在 2024 年稳增长政策发力过程中，各部门对促消费或将更加重视，特别是财政投放力度有可能加大，包括各地更大规模发放消费券和消费补贴等。这在短期内符合逆周期调节需求，长期来看则有助于推动经济增长方式从投资依赖向消费驱动转换。另外，当前及未来一段时间，我国物价水平都会处于温和偏低状态，这也为促消费政策发力提供了空间。

图 7 2024 年商品消费有望继续修复 (%)



数据来源：Wind，东方金诚；E 为估计值，F 为预测值

(2) 投资：在继续“加大宏观调控力度”背景下，2024 年固定资产投资增速有可能小幅加快，其中，在“三大工程”全面推进等带动下，基建投资将继续保持较快增长水平，房地产投资下滑幅度将显著收窄，而在诸多有利因素推动下，制造业投资内生动能有望增强。



在目标财政赤字率上调、新增专项债额度有望达到 4 万亿左右，以及平急两用基础设施建设力度增强，2023 年增发 1 万亿国债中将有 5000 亿在 2024 年投放使用等因素推动下，2024 年基建投资将保持较快增长。全年基建投资（宽口径）同比增速有望达到 7.0% 左右，较 2023 年估计约 8.3% 的增长水平小幅回落，这一方面显示 2024 年宏观政策延续稳增长取向，同时也显示 2024 年经济内生增长动能有望增强，稳增长需求相应回落。另外，考虑到 2024 年地方政府土地出让金收入有可能再降 10% 左右，加之伴随化债进程加快推进，城投平台新增融资会受到限制，2024 年基建投资来源有可能需要进一步拓宽，不排除政策性开发性金融工具额度上调的可能。

房地产投资方面，2023 年 11 月以来，监管再度要求加大对房企融资支持力度，强调要对不同所有制房企“一视同仁”，但政策传导到投资端还需要一段时间。10 月以后楼市再度转冷，施工数据多现下行。这样来看，年底前房地产投资还将处在两位数下行状态，全年房地产投资累计同比将在 -9.5% 左右，与 2022 年全年 -10.0% 的名义降幅基本相当，对宏观经济仍有较大拖累效应。这是 2023 年在疫情防控转段后，宏观政策依然需要在稳增长方向发力的主要原因。事实上，自 2021 年下半年以来，房地产低迷一直是宏观经济下行压力的一条主线。

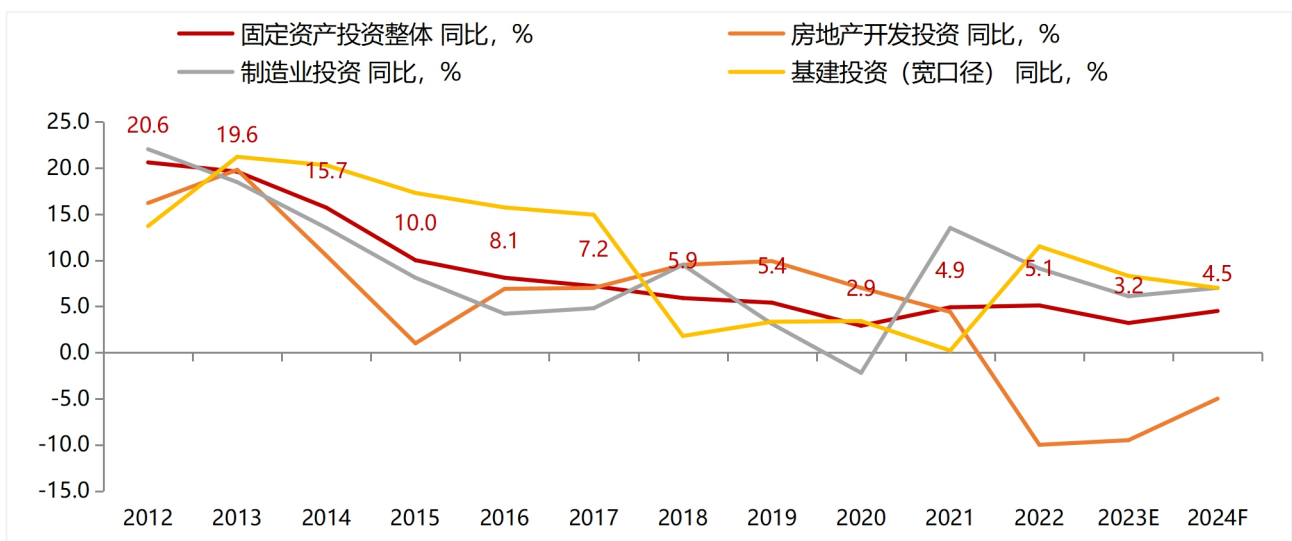
展望 2024 年，在房地产支持政策持续加码、“三大工程”建设全面推进拉动下，房地产投资降幅有望收窄至 -5.0% 左右。但这也意味着 2024 年房地产行业出台强刺激措施的必要性在减小。我们预计，2024 年房地产销售面积将在 2023 年下降 7.0% 左右的基础上，续降 4.0% 左右，这意味着房地产行业将继续处于调整阶段。这也是 12 月 8 日中央政治局会议强调，2024 年要继续“加大宏观调控力度”的一个原因。

2024 年制造业投资有望延续 2023 年四季度以来的稳中有升势头，估计全年增速将达到 7.0% 左右，高于上年的 6.2%，显示经济内生增长动能

改善。其中，高技术制造业投资将保持两位数高增状态，这是政策面支持建设现代产业体系，重点推动先进制造业发展的具体体现。推动 2024 年制造业投资提速的主要因素包括：央行数据显示，2023 年前三季度工业中长期贷款余额 21.05 万亿元，同比增长 30.9%，增速比各项贷款余额高 20.7 个百分点。这表明政策面在继续加大对制造业转型升级、解决卡脖子问题的支持力度。另一方面，2023 年下半年以来，工业产能利用率开始止跌回升、PPI 降幅总体趋于收窄、10 月规上工业企业利润连续 3 个月实现月度同比正增长，特别是受企业贷款利率持续下行带动，当前工业企业资产利润率持续高于贷款利率，制造业内生投资动能也在增强。我们判断，以上因素将在 2024 年得以保持或进一步强化。2024 年影响制造业投资的最大不确定因素仍是房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动需求并提振投资信心。

最后，着眼于弥补民生短板，推动高质量发展，2024 年三大投资板块之外的教育、医疗等社会领域投资有望继续保持接近两位数的较快增长水平。整体上看，2024 年固定资产投资增速有望从上年的 3.2%，进一步加快至 4.5% 左右。

图 8 2024 年基建投资将会减速，房地产投资降幅有望收窄



数据来源：Wind，东方金诚；E 为估计值，F 为预测值

**(3) 净出口：2024 年外需有望回暖，净出口对经济增长的拉动作用将小幅转正。**

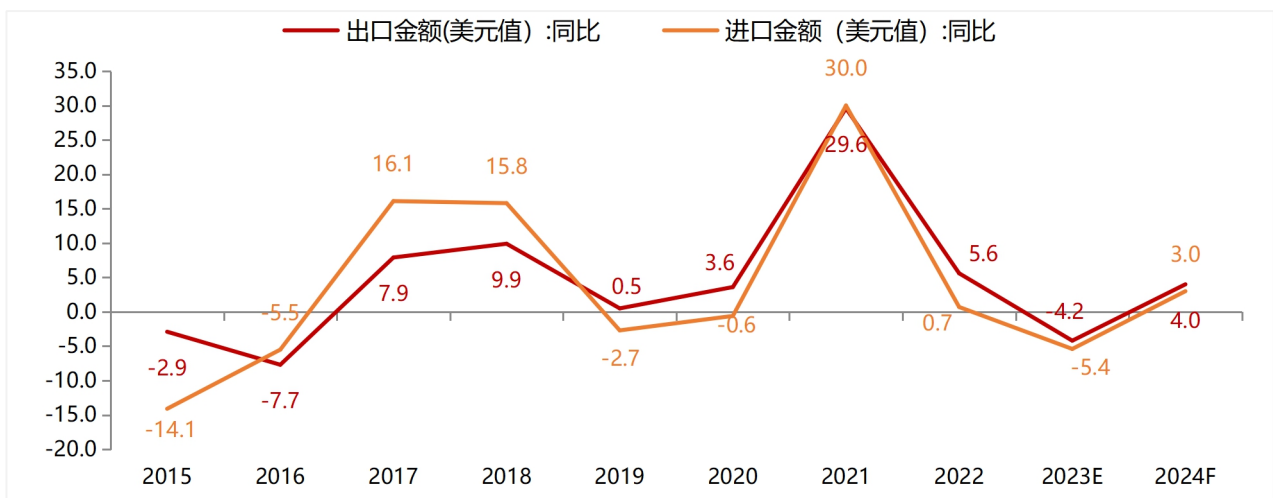
2024 年推动外需回暖的因素主要包括：(1) 美欧央行将转向降息，全球电子行业也将持续走出周期低谷，这些因素都将推动全球贸易回升。根据世界贸易组织(WTO)于 2023 年 10 月发布的最新预测，2024 年全球商品贸易增速将由 2023 年的 0.8% 回升至 3.3%。(2) 2023 年美元升值强度明显减弱，2024 年伴随美联储转入降息、美国经济增长相对欧洲的优势下降，不排除美元出现一定幅度贬值的可能，这也会对推动全球贸易回升起到重要作用。以 IMF 第一副总裁、曾任哈佛大学经济学教授的吉塔·戈皮纳斯为代表人物的一批新的实证研究发现，国际贸易主要以美元计价，美元每升值 1 个百分点，对美国之外的全球贸易的冲击是 -0.8 至 -0.6 个百分点。由此，2023 年全球贸易大幅减速，除受全球经济减速、需求不振及地缘因素影响外，美元连续两年大幅升值 15.0% 所起的作用也不容忽视。

我们判断，作为全球头号贸易国，我国出口增速（以美元计价）有望受 2024 年全球贸易环境回暖带动实现转正，预计增速在 4.0% 左右，较上年加快 8.2 个百分点。2024 年我国出口面临的主要不利因素是美欧会继续推行对华“去风险化”，降低对中国商品的依赖，2023 年中国出口在美国市场的份额就有明显下降。不过在出口方向上，2023 年美欧日等发达经济体在我国出口总额中的占比明显下降，而受贸易便利化合作升级等因素推动，“一带一路”沿线国家在我国出口中的占比持续上升，1-10 月达到 46.5%。这显示我国出口市场结构进一步优化，抗外部冲击能力增强。

进口方面，主要受内需不振、大宗商品价格下跌等影响，2023 年我国进口同比降幅（以美元计价）估计为 -5.4%。展望 2024 年，在美欧央行降息等因素推动下，国际大宗商品价格有望回稳，国内经济运行将进一步向常态化回归，进口需求也会相应扩大。最后，我国对外贸易存在“大进大出”特征，加工贸易占比仍在 30% 的略高水平，2024 年出口增速加快也

会带动进口回升。综上，我们预计 2024 年进口增速（以美元计价）有望达到 3.0%，较上年加快 8.4 个百分点。由此，2023 年贸易顺差将再度扩大，实际商品净出口有望显著增加，这将抵消居民出境旅游逐步恢复导致的服务贸易逆差扩大影响，带动 2024 年净出口对经济增长的拉动力由负转正。但我们也预计，2024 年外需对经济增长的正向拉动作用将低于 0.5 个百分点。

图 9 2024 年全球贸易环境回暖，我国出口增速有望由负转正



数据来源：Wind，东方金诚。

#### 四、2024 年物价走势展望

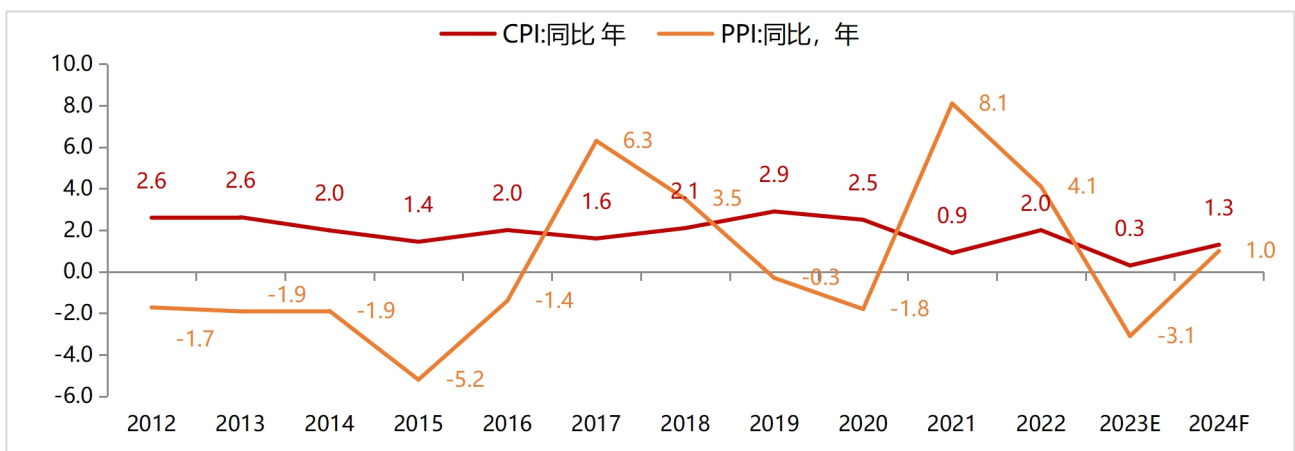
2023 年 CPI 意外走低，消费不振是主要原因。2024 年消费进一步修复、“猪周期”转入价格上升阶段，或将推高 CPI 同比涨幅中枢至 1.3% 左右；2023 年 PPI 同比出现大幅通缩，主要源于国际原油价格下跌向国内传导，以及国内房地产投资下滑、消费不振带来的影响，2024 年以上影响因素减弱，PPI 同比有望回升至 1.0% 左右。整体上看，2024 年物价水平继续处于偏低状态，将为稳增长政策发力提供较大空间。

2023 年全球高通胀退潮，但物价水平依然明显偏高。与此同时，国内 CPI 同比意外大幅走低，下半年多个月份出现同比负增长，成为 2023

年国内外宏观经济最大的差异点。这也为 2023 年美欧央行大幅加息，而我国央行连续降息降准提供了政策空间。2023 年国内物价水平偏低，一方面源于消费不振，“猪周期”处于价格探底阶段，以及原油等国际大宗商品价格大幅下跌向国内传导，另一方面也与此前数年国内货币政策操作较为谨慎有关。展望 2024 年，在居民消费进一步修复、“猪周期”转入价格上升阶段，以及国际原油价格有望回稳等因素带动下，CPI 同比中枢有望从 2023 年的 0.3% 回升至 1.3%，通缩风险会进一步弱化。不过，2024 年全球高通胀有望进一步退潮，国内货币政策主基调为“灵活适度”，这意味着国内物价涨幅难现大幅反弹，将为政策面促消费提供较大空间。

2023 年 PPI 同比出现大幅通缩，主要源于国际原油价格下跌向国内传导，以及房地产投资下滑，带动国内主导的钢铁、煤炭、水泥等大宗商品价格出现较大降幅，另外，消费不振也对生活资料 PPI 涨幅形成明显拖累。展望 2024 年，国际原油价格有望回稳，房地产投资降幅收窄对国内主导的大宗商品价格的抑制作用减弱，PPI 累计同比有望回升至 1.0% 左右。不过，考虑到当前 M1 增速仍在底部，而 M1 增速对 PPI 有 6 个月左右的领先，预计 2024 年上半年 PPI 同比转正后仍将低位运行。整体上看，2024 年物价水平将继续处于偏低状态。

图 10 2024 年将延续低通胀 (%)



数据来源：Wind，东方金诚。

## 五、总结

2024 年宏观政策定调“以进促稳”，意味着政策面不会为了推动高质量发展而轻易弃守 5.0-6.0% 的增长平台，保持中高速增长水平将受到进一步重视。与此同时，在支持政策继续发力前景下，2024 年房地产行业有望探底回稳，对宏观经济的拖累效应减弱，但楼市出现“V 形”反转的可能性也不大，整体上将继续处于调整过程。这意味着宏观经济将在一定程度上继续面临需求不足、信心偏弱、风险较多等问题。这是 2024 年宏观政策将继续保持稳增长取向的主要原因。

着眼于继续“加大宏观调控力度”，预计 2024 年财政政策将在稳增长、化风险方面继续发力，物价水平延续低位运行前景下，货币政策也有降息降准空间。不过，2024 年财政、货币政策均强调“适度”，意味着宏观政策稳增长力度或将弱于上年。

2024 年 GDP 同比增速有望达到 5.0% 左右，进一步向常态化水平回归，经济增长动能将“前低后高”，主要拉动力是居民商品消费还有较大修复空间，以及在继续“加大宏观调控力度”背景下，固定资产投资增速有可能小幅加快，其中，在“三大工程”全面推进等带动下，基建投资将继续保持较快增长水平，房地产投资下滑幅度将显著收窄，而在诸多有利因素推动下，制造业投资内生动能有望增强。接下来全球贸易环境将会继续回暖，2024 年以美元计价，我国出口增速将由负转正，外需对国内经济增长有望形成小幅正向拉动。2024 年宏观经济最大不确定因素是房地产行业何时回暖，以及中美关系等外部环境波动可能带来的影响。

2023 年 CPI 意外走低，消费不振是主要原因。2024 年消费进一步修复、“猪周期”转入价格上升阶段，或将推高 CPI 同比涨幅中枢至 1.3% 左右。2023 年 PPI 同比出现大幅通缩，主要源于国际原油价格下跌向国内传导，以及国内房地产投资下滑、消费不振带来的影响。2024 年以上影

响因素减弱，PPI 同比有望回升至 1.0%左右。整体上看，2024 年物价水平继续处于偏低状态，将为稳增长政策发力提供较大空间。

#### 权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

**地址：**北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

**电话：**86-10-62299800（总机）

**传真：**86-10-62299803

**邮箱：**DFJCPX@coamc.com.cn