

行稳致远 创新突围

2024年宏观经济展望

证券分析师：胡少华 执业证书编号：S0630516090002

证券分析师：刘思佳 执业证书编号：S0630516080002

联系人：高旗胜 联系方式：gqs@longone.com.cn

2023年12月19日



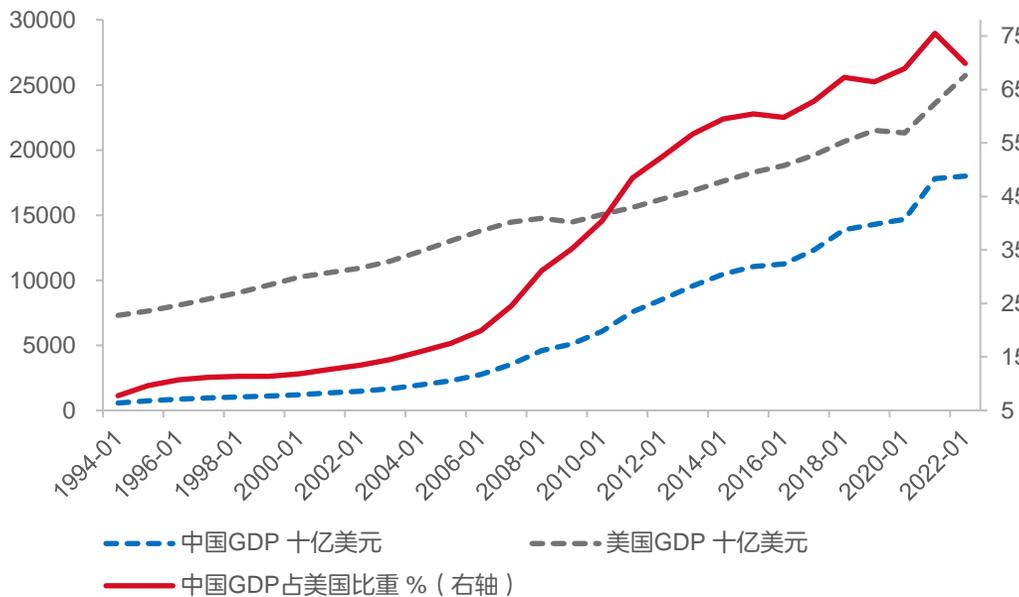
目 录

- 一、**实际利率看世界**
- 二、**旧动能、新动能和新质生产力**
- 三、**国际经济、政治和货币政策**
- 四、**展望与投资建议**
- 五、**风险提示**

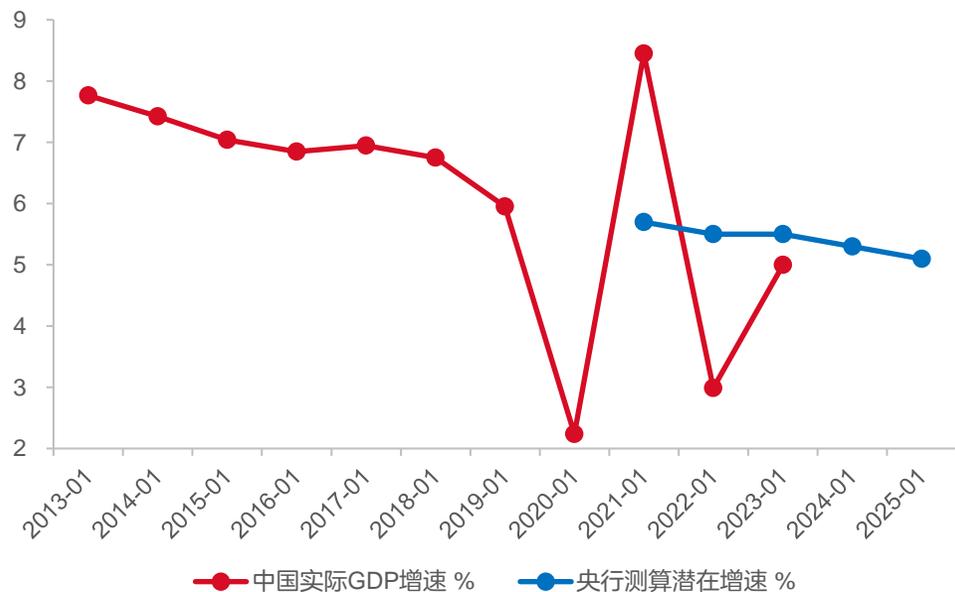
1.1 稳预期、稳增长、稳就业，“稳中求进”需要一定的经济增速

- 疫情三年导致国内经济存在产出缺口，2022年缺口较大、基数较低，假设2023年实现5%的增速，仍低于央行测算的5.5%的潜在产出增速。“以进促稳”指向以进取心态推动经济发展，并同时解决问题、保持稳定。
- 2022年我国GDP占美国比重从2021年的近76%降至70%，2023年我国经济恢复力度偏弱，但美国经济显示韧性，叠加人民币贬值。假设以IMF预测的2023年中国GDP增5%，美国增2.1%，美元兑人民币年均值7.045测算，2023年中国GDP占美国比重可能进一步略微回落至68.6%。

2022年中国GDP占美国比重下降，十亿美元，%



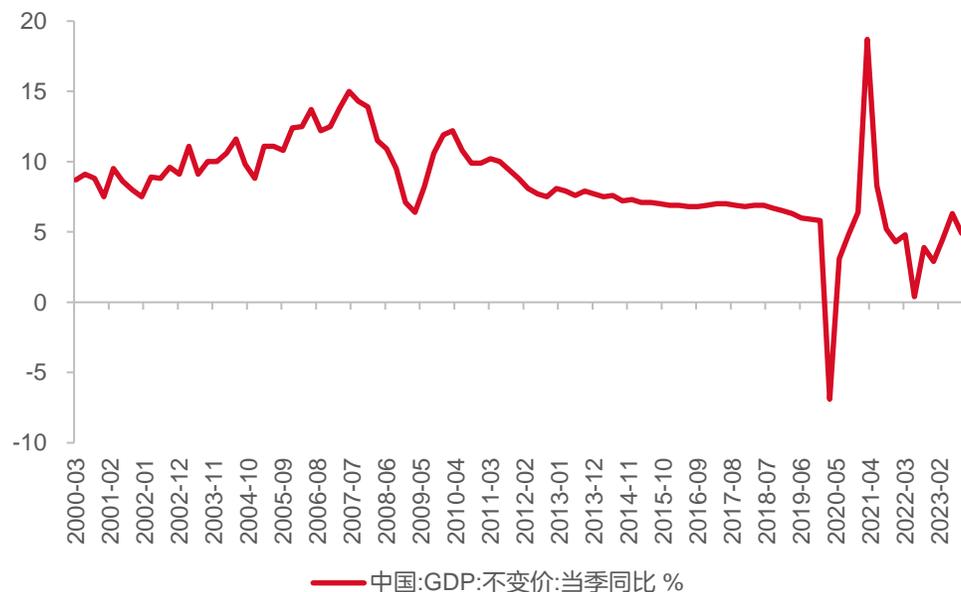
中国GDP实际与潜在增速，%



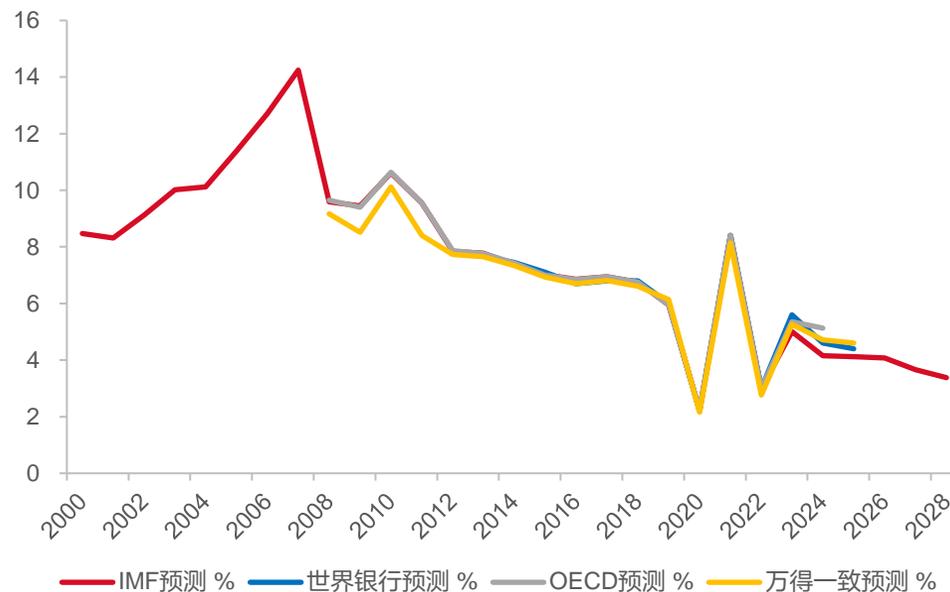
今年、明年两个5%

- 2023年三季度，中国实际GDP当季同比4.9%，累计同比5.2%，实现“全年5%左右的预期目标”难度不大。
- 2024年经济增长目标，我们认为可能会设在“5%左右”。考虑到基数上升，实现目标有一定难度。IMF预测4.2%、世界银行预测4.6%。在六大不利因素背景下，政策上仍需积极加力。
- 货币政策可能会超预期。

中国实际GDP增速，%



中国实际GDP增速预测，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

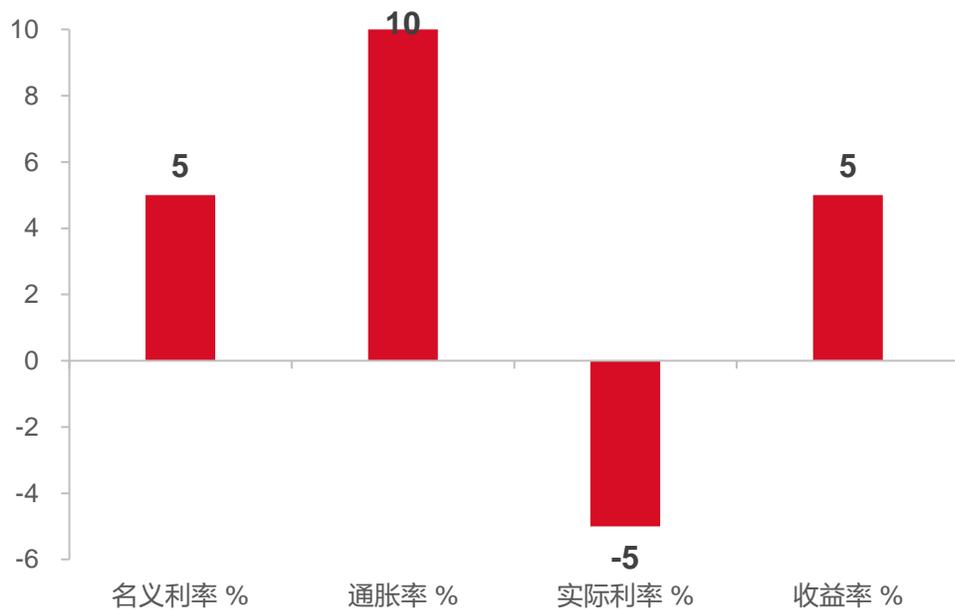
资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2 实际利率的意义

费雪效应：实际利率=名义利率-通货膨胀率

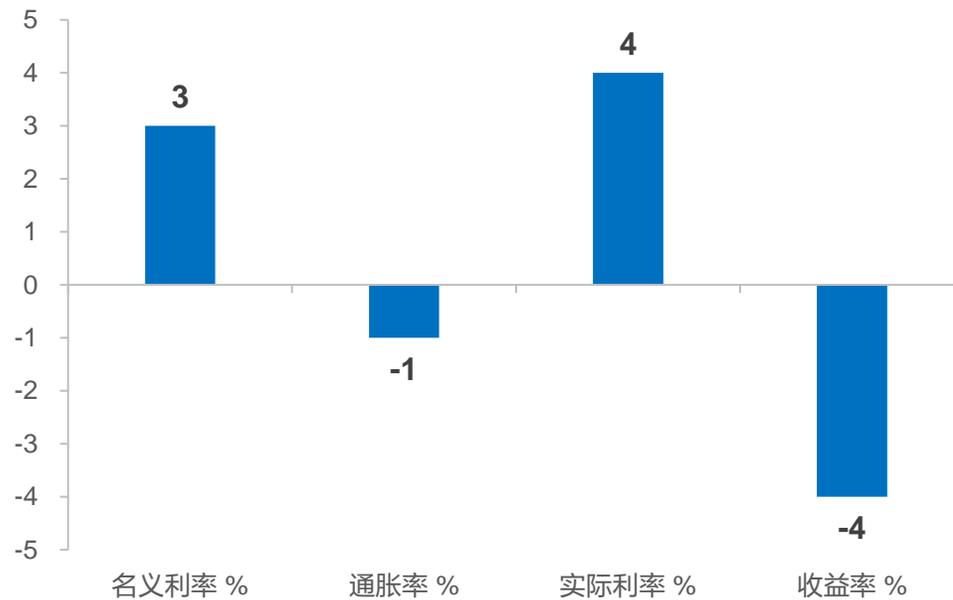
- 情境一：名义利率5%，通胀10%，实际利率为-5%，收益率为5%。
- 情境二：名义利率3%，通胀-1%，实际利率为4%，收益率为-4%。

条件一：名义利率高，实际利率低，收益好



资料来源：Wind，东海证券研究所

条件二：名义利率低，实际利率高，收益差

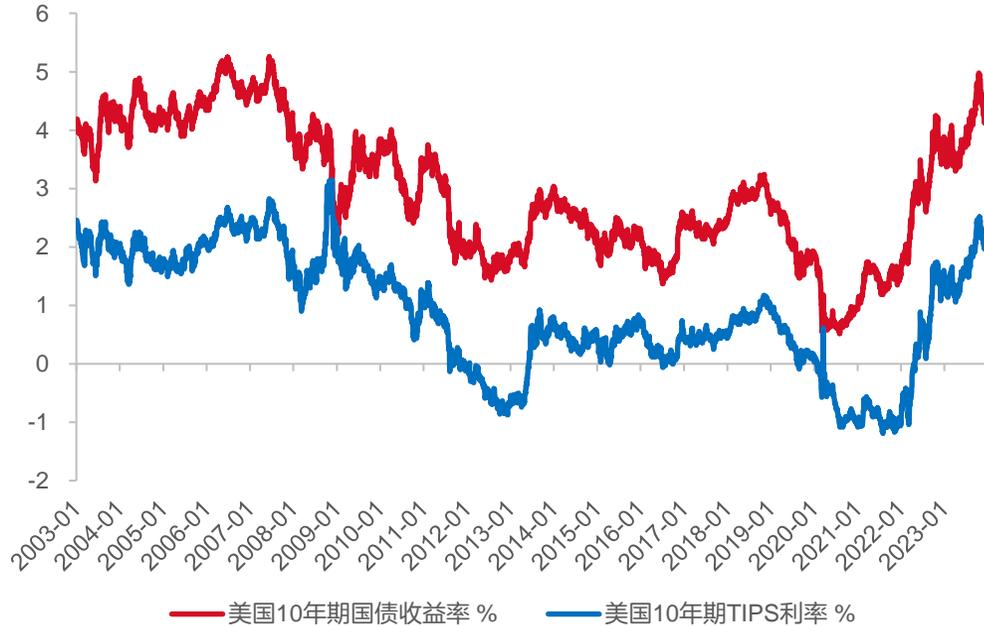


资料来源：Wind，东海证券研究所

通胀预测偏离度经常偏大

- 美联储预测也不精准：模型预测、专家预测均有一定局限性，如美联储疫后大幅低估通胀水平，加息过度滞后。
- 业内常用指标可能不灵：美国通胀保值债券TIPS不能反映实际利率，10年期美债收益率减TIPS利率，与美国CPI同比数值相差很大。

美国10年期国债收益率与TIPS利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国名义利率减TIPS与CPI对比，%

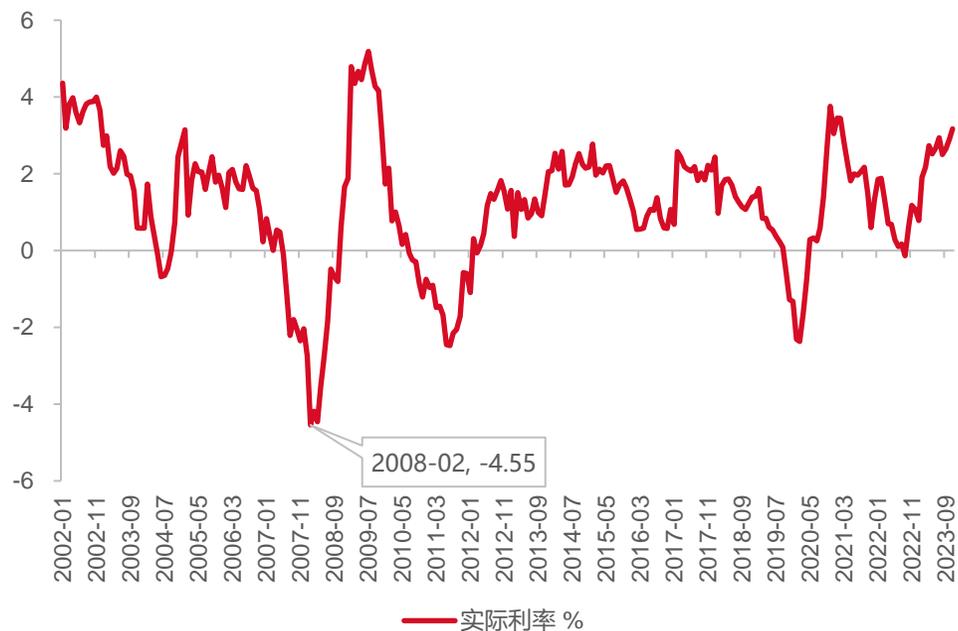


资料来源：Wind，东海证券研究所

横向比较：中国实际利率较高

- 2022年以来，中国实际利率从最低-0.1%升至2023年11月的3.2%；美国实际利率从最低-6.4%升至2023年11月的1.4%。当前中国实际利率比美国高出1.8个百分点。

中国实际利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国实际利率，%

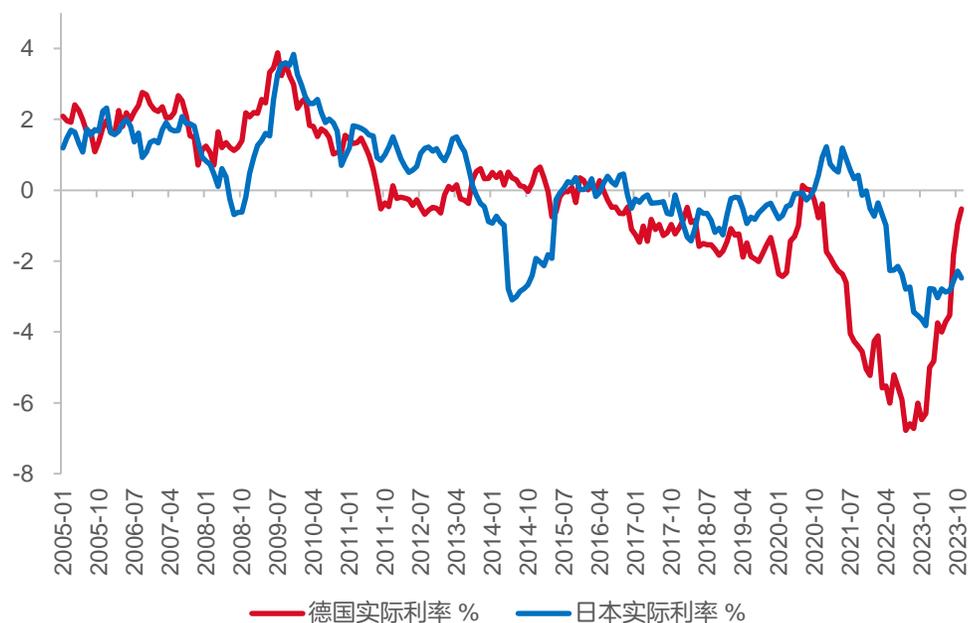


资料来源：Wind，东海证券研究所

横向比较：德国、日本、越南、菲律宾实际利率

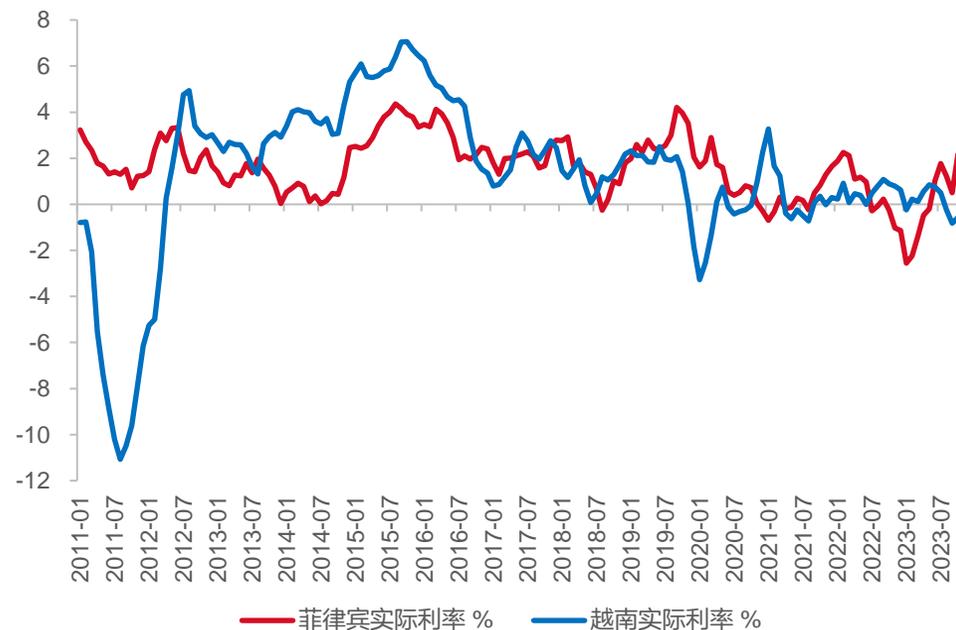
- 截至2023年11月，发达国家中，德国、日本实际利率分别为-0.5%、-2.5%（日本为10月数值）。
- 发展中国家中，越南实际利率为-0.7%，实际利率较高的菲律宾（2.2%）也明显低于我国。

德国、日本实际利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

越南、菲律宾实际利率，%

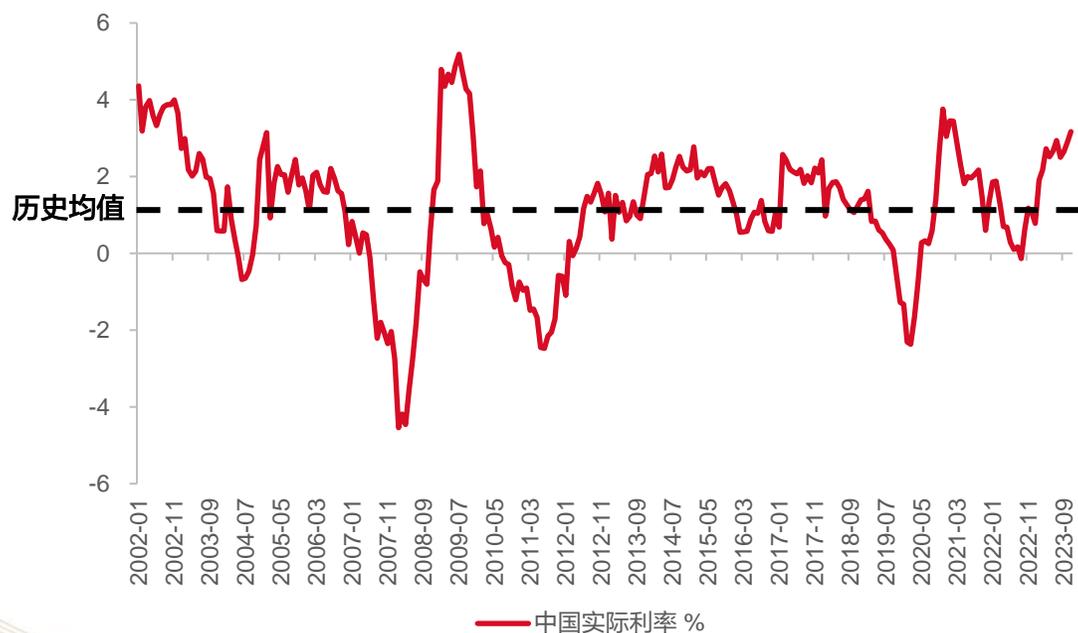


资料来源：Wind，东海证券研究所

纵向比较：我国实际利率历史均值

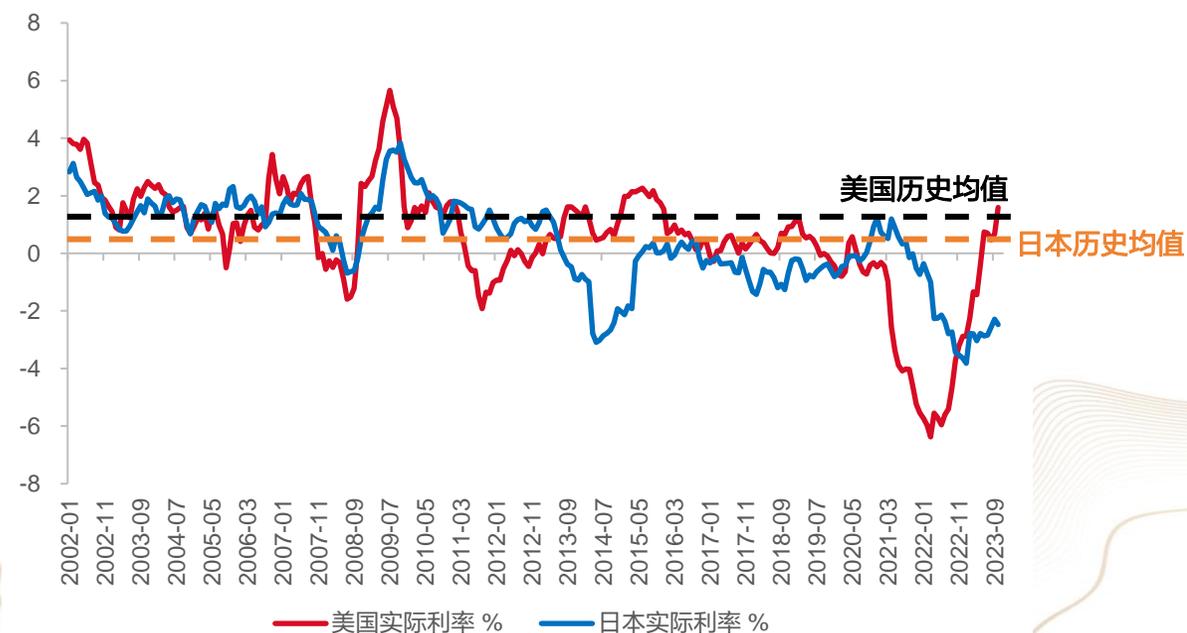
- 2002-2019年，中国实际利率均值为1.14%，美国为1.13%，日本为0.7%。
- 2023年11月，中国实际利率为3.2%，美国实际利率为1.4%，日本为-2.5%。

中国实际利率高于历史均值，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

日本实际利率低于历史均值，美国基本持平，%

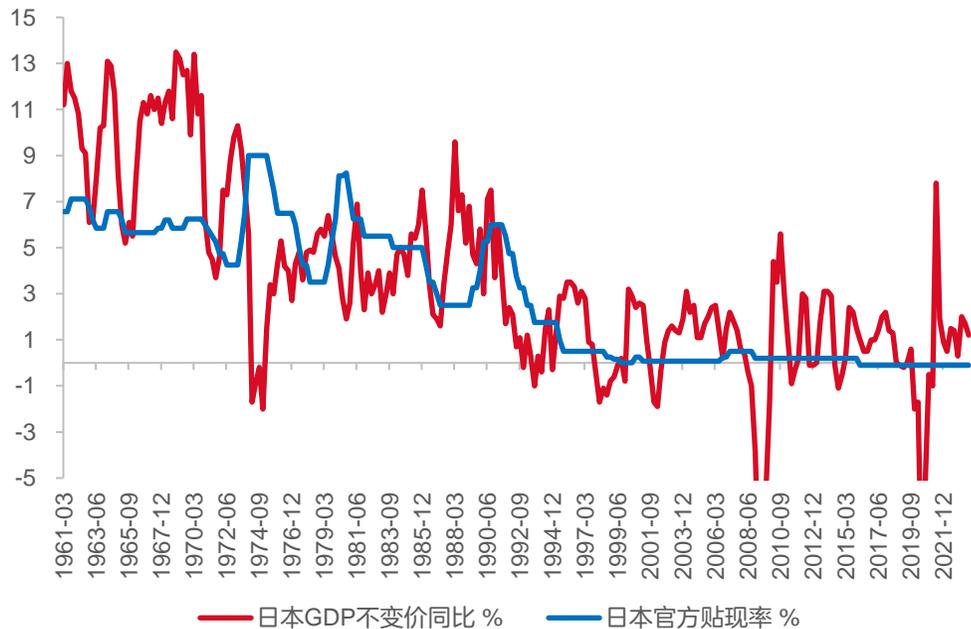


资料来源：Wind，东海证券研究所

1.3 经济增速、投资回报与利率水平

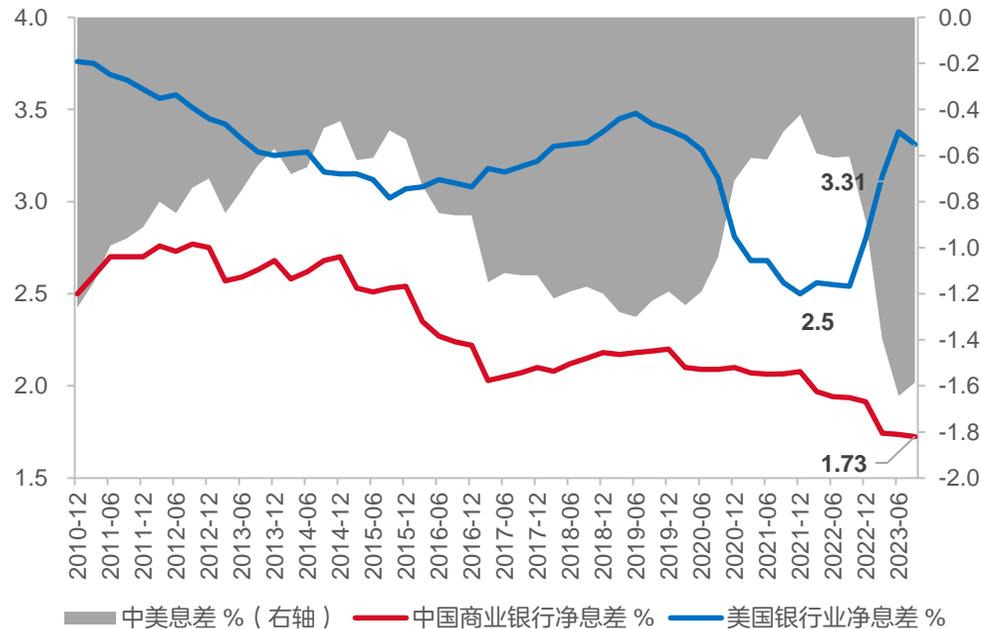
- 中长期看，经济增速下行，投资回报率下降，利率也需要降低。
- 我国近年来金融支持实体经济，金融市场收益率较贷款利率下行幅度更小，对消费、投资吸引力略显不足。

日本GDP增速与基准利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

中国银行业息差已很低，美国息差较高，%



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

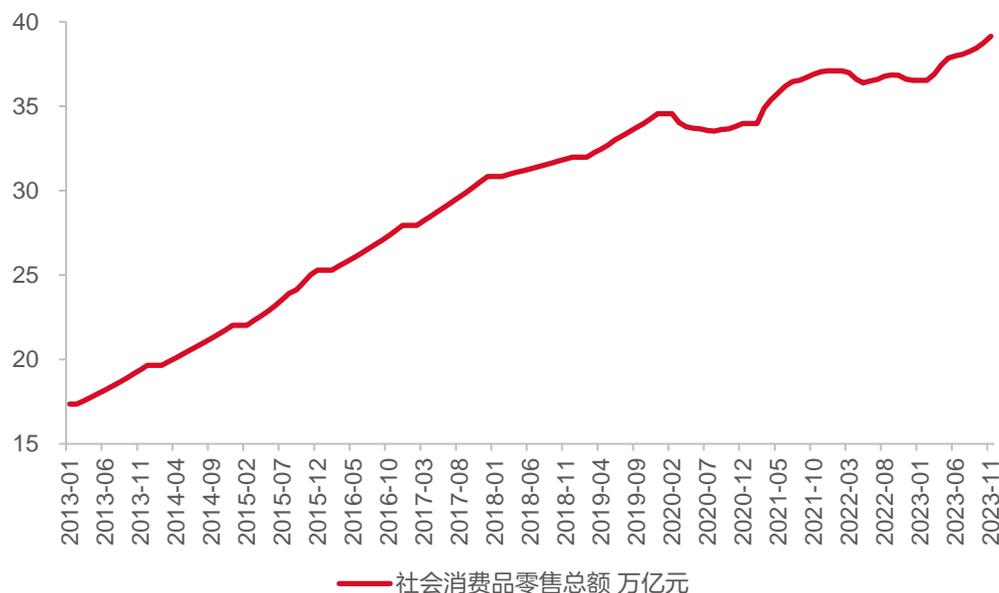
目 录

- 一、实际利率看世界
- 二、旧动能、新动能和新质生产力
- 三、国际经济、政治和货币政策
- 四、展望与投资建议
- 五、风险提示

2.1 消费2023年恢复偏慢，未来有望继续恢复

- 1-10月，2022-2023两年社零复合当月同比增速均在5%及以下，距2016-2019年均值9.4%有一定差距。2023年消费在疫情防控转段后逐步修复，预计2024年消费增长将进一步恢复。
- 节奏上看，2023年3-5月社零增速较高（均在10%以上），6、7两月大幅回落，8月开始逐步抬升。从基数看，2024年社零增速同比或将呈现“前低、中高、后稳”节奏。

社会消费品零售总额，万亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

社零总额当月同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

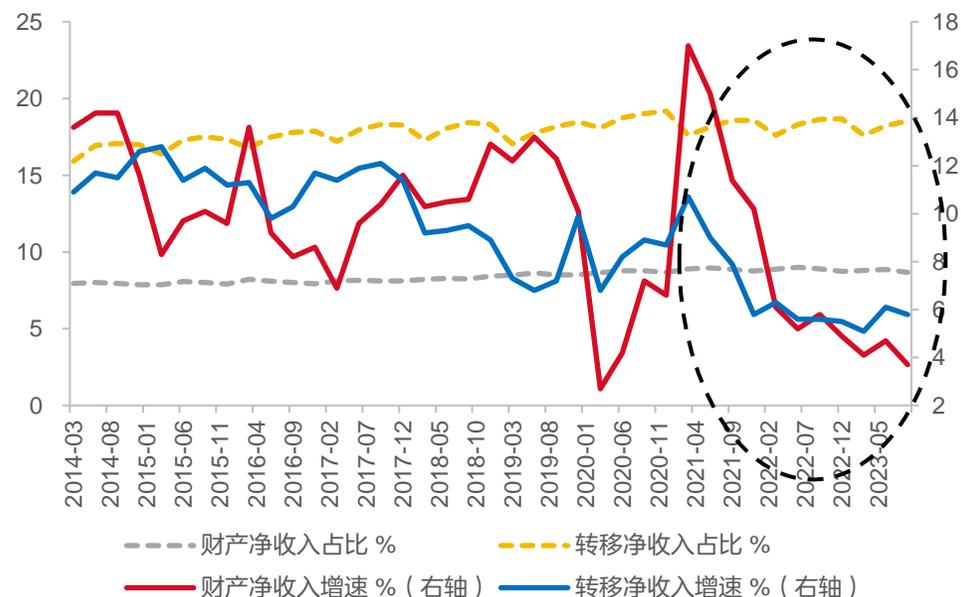
不利因素：居民收入渠道不多，储蓄意愿偏高

- 三年疫情带来的居民收入不确定性、消费信心不足等影响仍在，居民消费倾向修复力度相对偏弱，储蓄意愿较强，居民存款规模攀升且增速较高。央行三季度调查问卷显示，更多储蓄仍占比58%，远高于疫情前水平。
- 房地产市场景气度下行、金融市场表现不佳等因素也导致居民收入增速下降，削弱了居民消费信心。其中，居民财产净收入增速从2021年第三季度的11.4%下滑至2023年第三季度的3.7%；地方财政压力降低了居民转移净收入增速。

居民新增存款规模和储蓄意愿，%



财产和转移净收入增速下滑明显，%



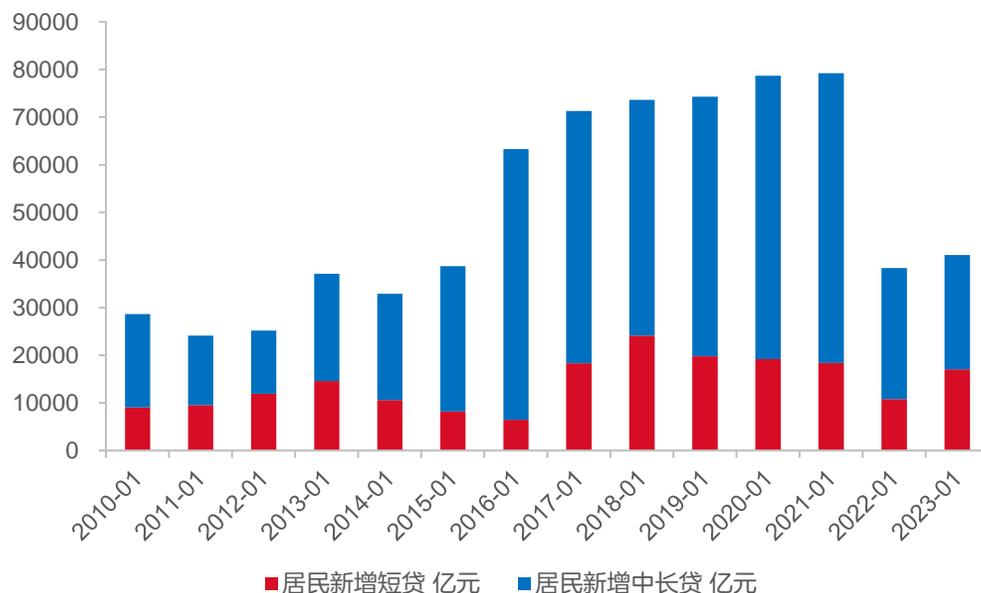
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

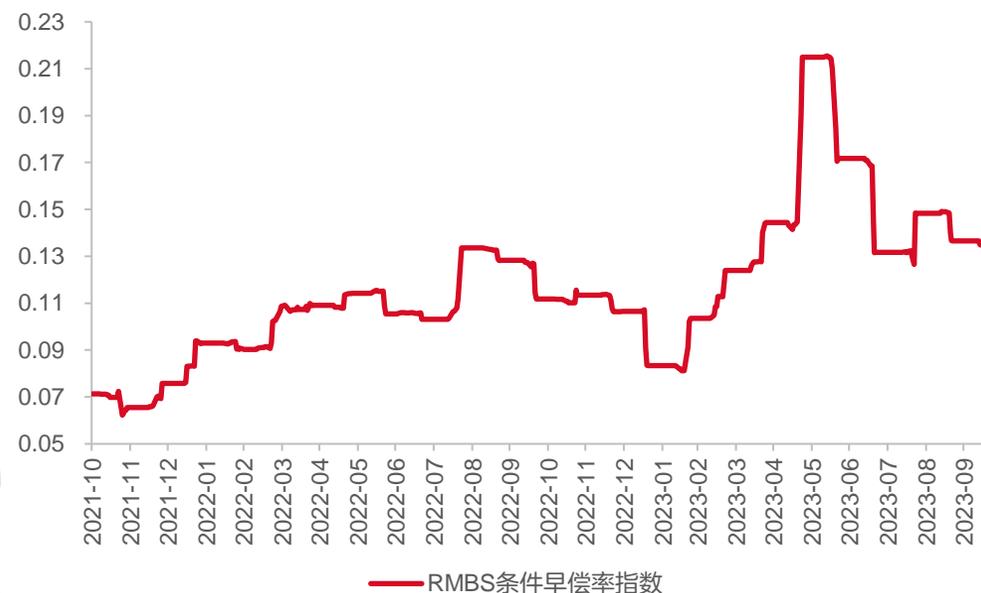
居民加杠杆意愿和能力还不足

- 2022年居民新增贷款3.83万亿元，较2016-2021年均值7.34万亿元减少约3.5万亿元；截至11月，2023年居民新增贷款4.1万亿元，较疫情前均值仍有较大差距，主要体现在购房等中长期贷款方面。
- 2023年2月开始，居民提前还贷现象明显增多。伴随存量房贷利率下调，提前还贷情况得到一定缓解，早偿率指数有所回落，但目前仍处较高位置。未来房贷利率仍有下调空间，还贷压力下降有望提高居民消费能力。

居民新增贷款降幅较大，%



提前还贷情况有一定缓解



资料来源：Wind，东海证券研究所
注：2023年截止11月

资料来源：Wind，东海证券研究所

可选消费增长潜力较大

- 消费有望从疫后恢复转向持续扩大。服务业快速恢复且热度较高指向居民消费意愿出现回暖，企业利润持续好转有助于带动居民收入改善，叠加各地促消费政策支持，国内消费恢复态势有望持续扩大。
- 可选消费增长潜力较大。中央经济工作会议提到“培育壮大智能家居、国货‘潮品’等新型消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费”，预计相关领域供需两端将协同发力，在服务消费继续恢复的同时，可选消费商品具有较大增长潜力。

服务消费恢复好于商品，%



部分可选消费品持续修复，%



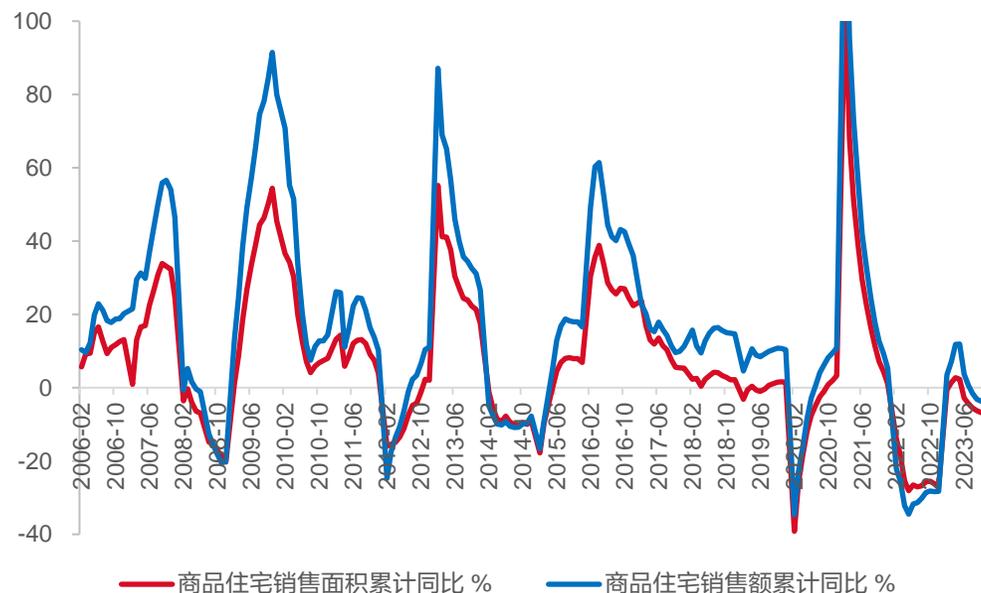
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

2.2 房地产可能会回稳：销售增速估计会好转

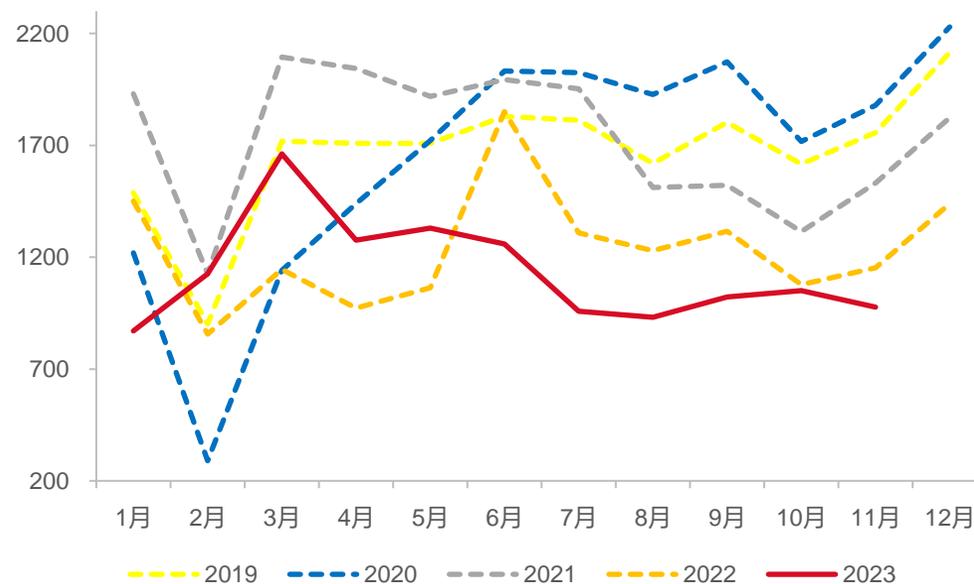
- 1-11月，全国商品房累计销售10亿平方米，其中住宅销售8.6亿平方米，预计全年住宅销售面积接近10亿平方米。11月当月，全国商品房销售0.79亿平方米，其中住宅销售0.66亿平方米。
- 2022年中国城镇化率65.2%，未来仍有提升空间，叠加改善性需求进一步释放，2024年住宅销售面积有可能与2023年接近。

商品住宅销售面积与销售额增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

30城商品房销售面积，万平方米

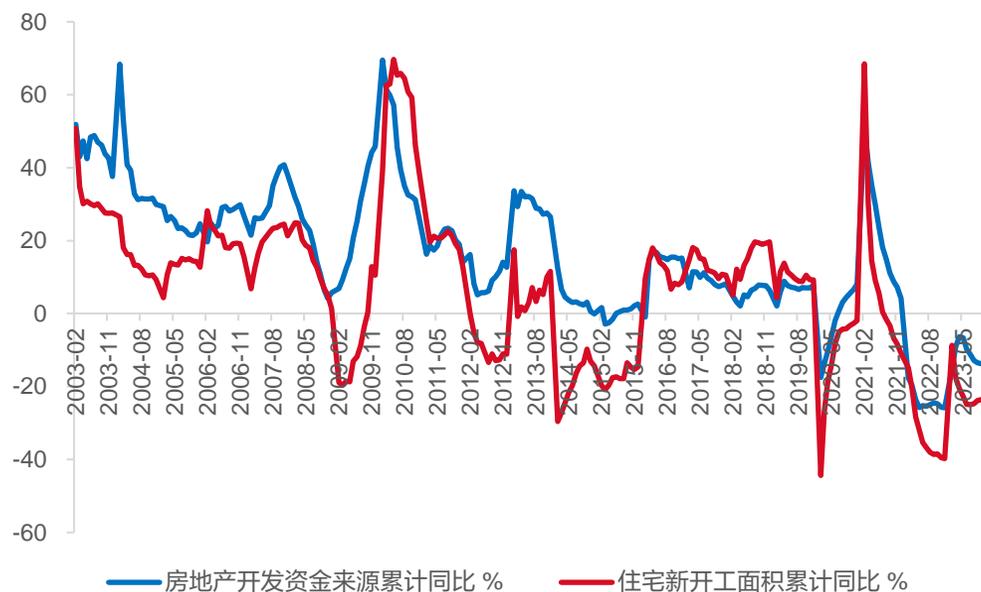


资料来源：Wind，东海证券研究所

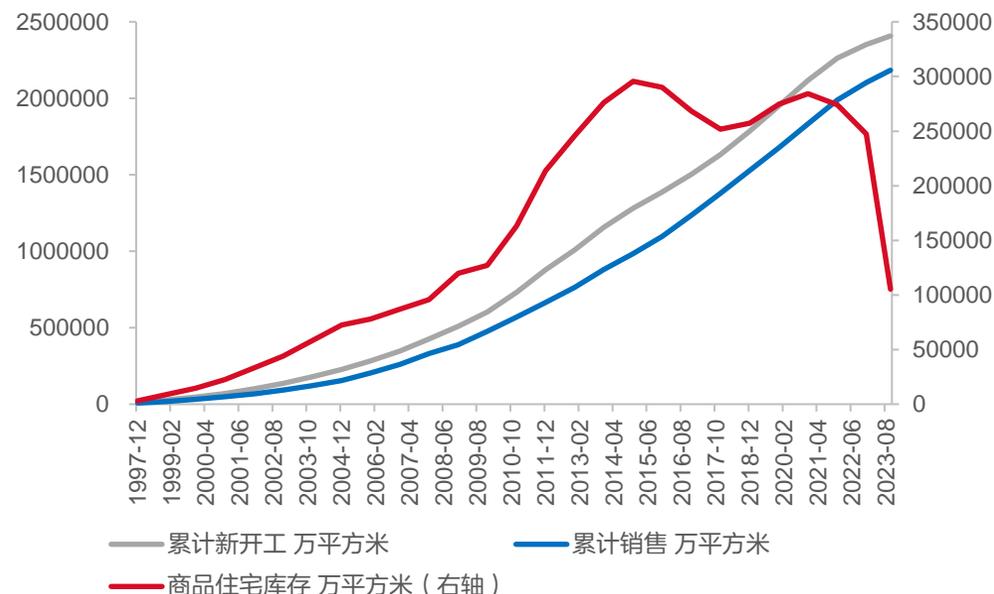
供需：商品住宅广义库存降幅较大，但保交楼任务仍然很重

- 由于房企资金压力较大，以及行业景气度下行，2022年以来新开工增速降幅较大，已开工未出售的广义房地产库存随之下降。截至2023年11月，统计局公布的商品住宅累计待售面积为3.2亿平方米。据测算，11月全国商品住宅含在建广义库存10.5亿平方米，已较2022年的24.8亿平方米下降57.4%。但保交楼任务仍然很重，2023年竣工面积仍然小于销售面积。

房地产资金与住宅新开工增速，%



商品住宅广义库存，万平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

新看点：政策加力，“三大工程”、新型城镇化、城市更新行动

- 广州、北京、上海**房地产政策调整**：改变普通住宅标准、降首付、降利率、放松限购等。
- 城中村改造、保障房建设、“平急两用”公共基础设施等“**三大工程**”可能是稳地产的重要抓手。广州已将城中村改造上升到立法层面，后续城中村改造因城施策实施细则有望陆续出台，一批项目或将进入实施阶段，对房地产需求和投资形成一定支撑，支持房地产市场企稳。按照“成熟一个推进一个、实施一项做成一项”的工作原则，城中村改造对房地产投资的拉动可能偏缓。
- 8月，国常会通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，明确了房地产业转型发展新模式。加大保障性住房建设和供给；推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性、满足改善性住房需求，推动房地产业转型和高质量发展；支持城区常住人口300万以上的大城市率先探索实践；具备条件的城市，要加快推进。
- 中央经济工作会议提到的“**以县城为重要载体的新型城镇化建设、城市更新行动**”可能是新的亮点。

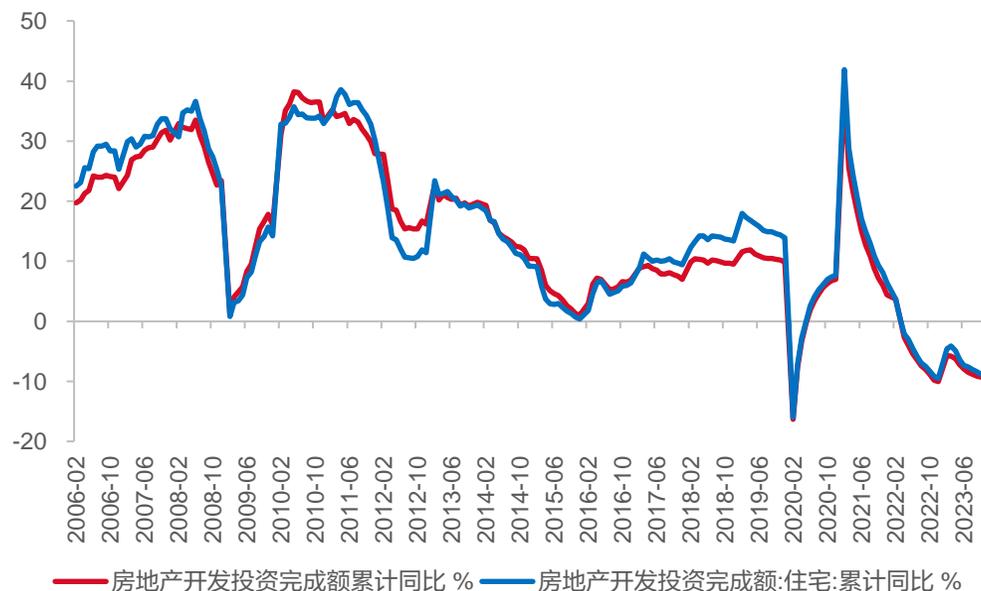
超大特大城市名单

城市规模	城市	城区人口万人
超大城市	北京	1913
	天津	1160
	上海	2476
	杭州	1002
	武汉	1081
	广州	1370
	深圳	1766
	东莞	1082
	重庆	1618
	成都	1257
特大城市	沈阳	600
	哈尔滨	503
	南京	699
	苏州	500
	合肥	650
	济南	663
	青岛	584
	郑州	767
	长沙	521
	西安	770

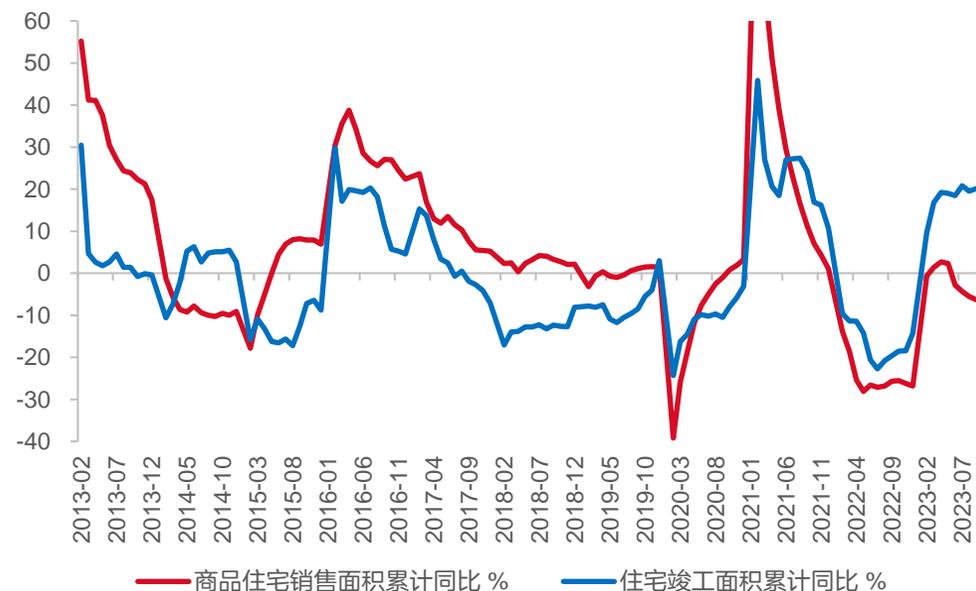
房地产投资降幅有望收窄，对经济的拖累作用可能减弱

- 目前“销售-回款-投资”循环尚未明显改善，平淡的销售对投资的传导可能滞后。针对部分房企现金流压力较大问题，11月17日，央行等三部门召开金融机构座谈会，再次明确要求一视同仁满足不同所有制房企的合理融资需求，强调“三支箭”的融资支持。
- 截至2023年11月，房地产投资增速累计同比-9.4%，其中住宅投资增速-9%。预计在融资政策进一步放宽，“三大工程”继续提速等积极因素下，2024年房地产投资增速有望收窄，对经济的拖累作用可能减弱。

房地产投资与住宅投资增速，%



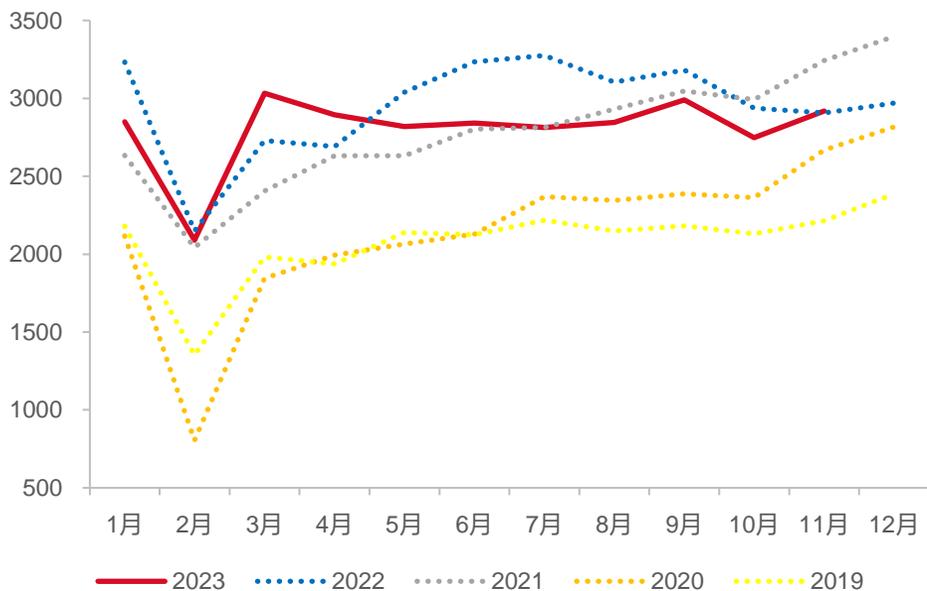
住宅销售与竣工面积增速，%



2.3 出口依然承压：高基数+海外经济减速

- 2020年以来，我国生产体系较稳定，出口形势很好，出口总规模较大。2023年虽然有回撤，但总规模仍较大，对2024年增速会有一定压力。
- IMF和OECD对2024年全球经济增长的预测较2023年均有所下调。11月出口当月同比0.5%，累计同比-5.2%，海外经济减速可能导致中国出口承压，外需景气度仍然偏低。

2019-2023年出口金额季节性，亿美元



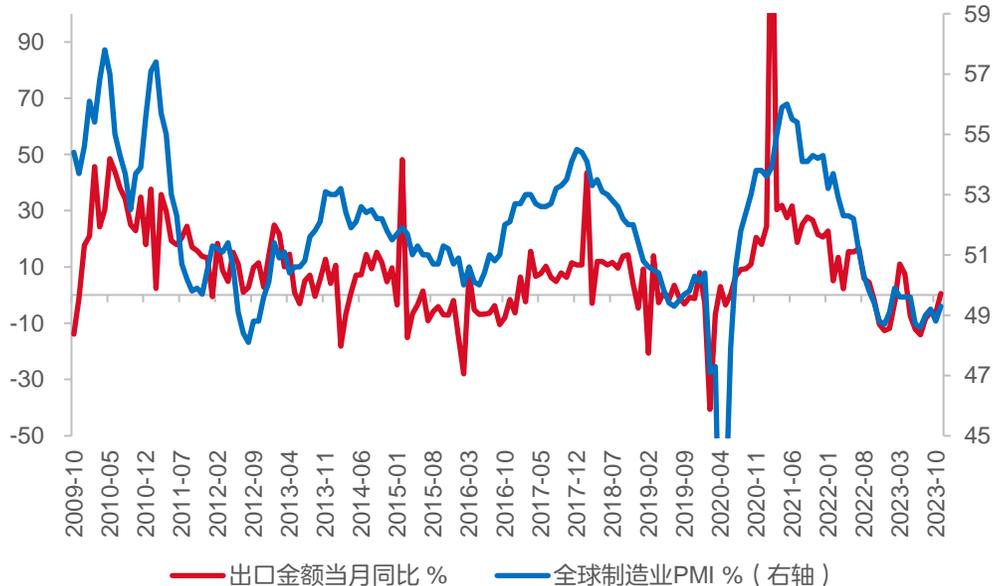
2019-2023年进口金额季节性，亿美元



有利因素：库存周期可能向上

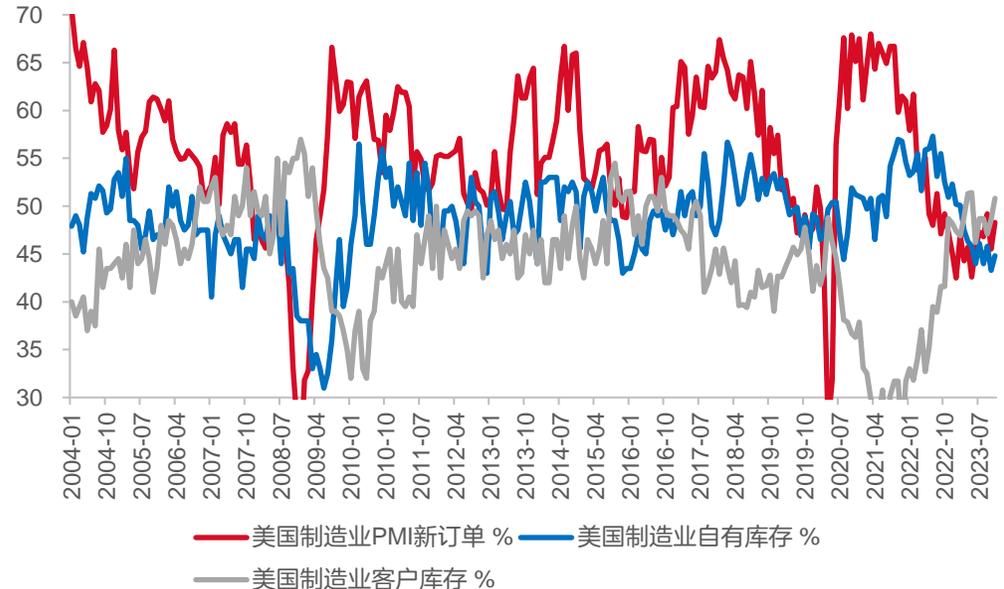
- 全球制造业于2020年一季度开启的新一轮周期可能逐步见底；11月美国制造业PMI新订单指数环比升2.8个百分点，自有库存和客户库存环比分别升1.5个、2.2个百分点。全球制造业进入补库周期，或对我国出口形成一定支撑，2024年中国出口继续大幅下行的概率较小。
- WTO于今年10月发布预测，预计2024年全球商品贸易增长3.3%，高于2023年的0.8%。

全球制造业PMI与中国出口增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国制造业补库，%

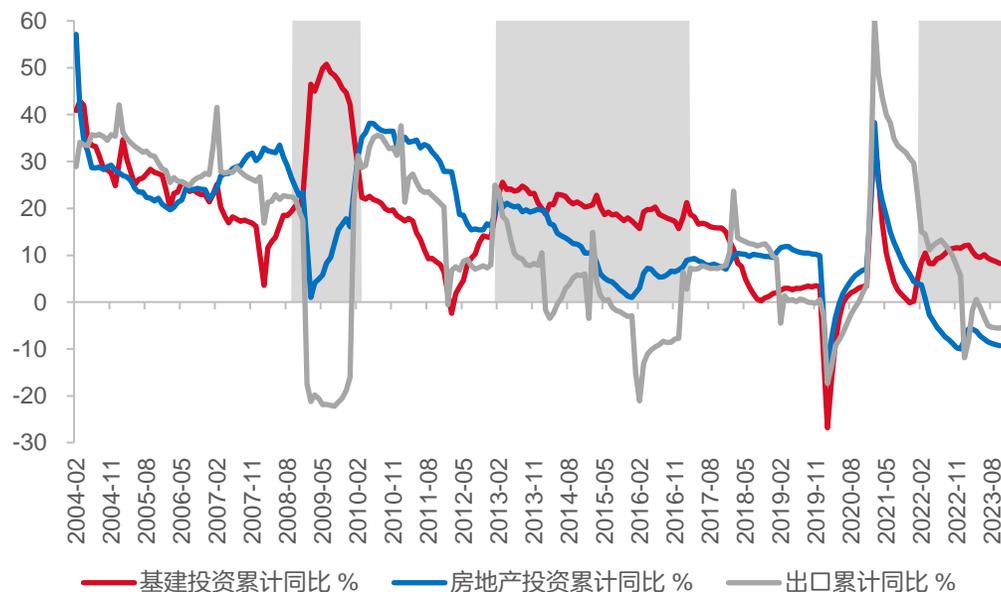


资料来源：Wind，东海证券研究所

2.4 以进促稳，基建仍很重要

- 在房地产仍有拖累，出口形势短期内难有明显好转的情况下，作为稳增长的重要抓手，2024年基建投资保持较高增速的诉求上升。
- 历史上看，2008年应对次贷危机、2013-2016年对冲经济下行风险、2022年应对房地产和出口下行，基建均发挥经济托底作用。

基建对冲地产和出口下行，%



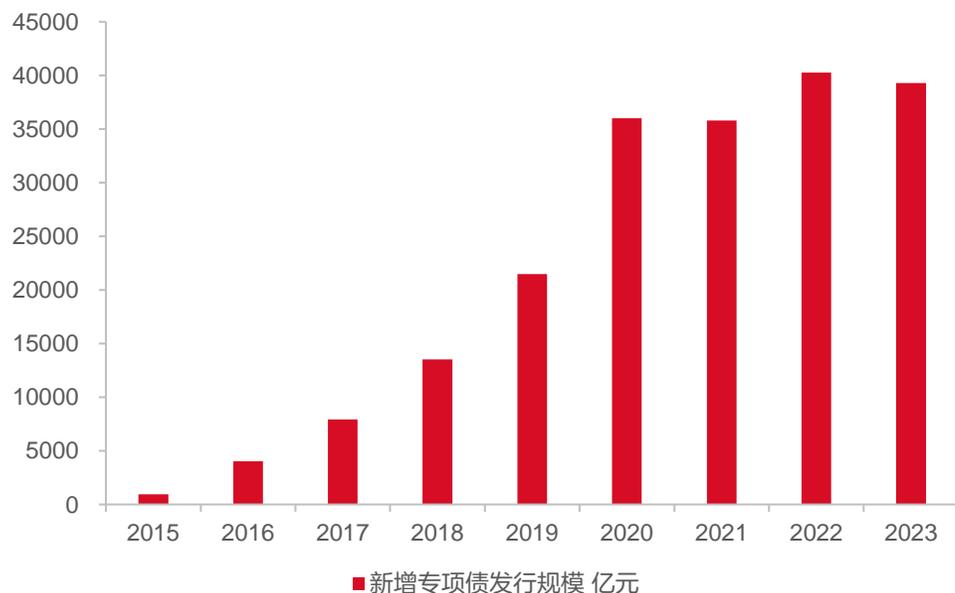
不同行业基建增速有所分化，%



基建增速估计仍高，但可能小幅回落

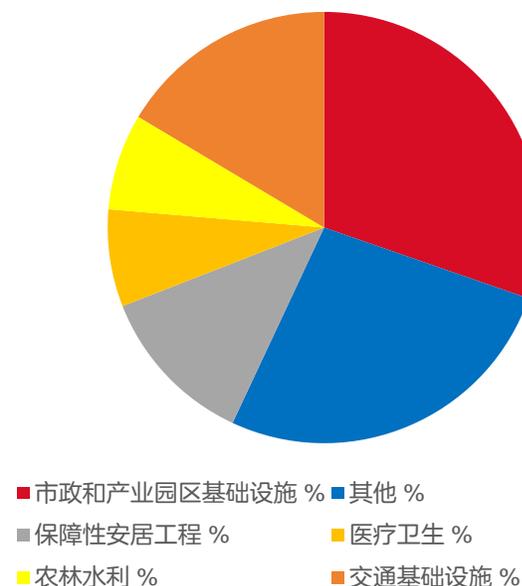
- 2023年四季度增发1万亿国债，2023、2024年各使用5000亿元，主要用于灾后重建、防洪治理等工程。新开工项目原则上不得晚于2024年6月底开工建设，考虑到当前部分地区进入冬季停工期，更多基建实物工作量将在2024年形成，对2024年基建增长或将带来一定支撑。
- 考虑到2023年基数较高，以及个别省/市偿债压力较大，2024年基建投资估计保持平稳，但增速可能会略有下降。

历年新增专项债发行规模，亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

2023年专项债投向领域分布，%

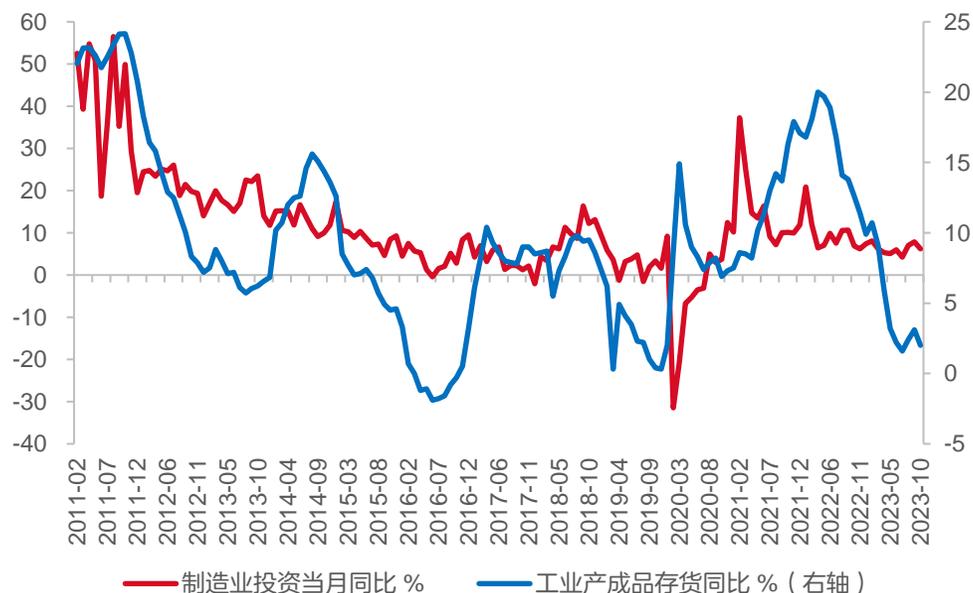


资料来源：Wind，东海证券研究所

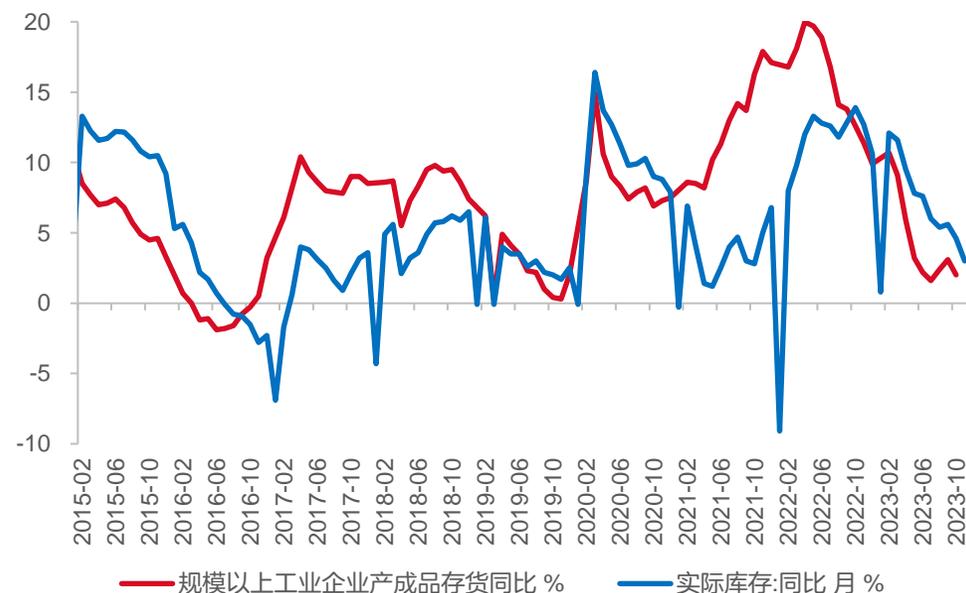
2.5 制造业投资的支撑：补库周期开启

- 从工业产成品存货同比增速来看，当前大致处于去库转向补库的拐点，补库周期通常伴随制造业投资上行。
- 10月，产成品存货同比增速回落至2%（前值3.1%），实际库存同比从5.6%降至4.6%，连续三个月的补库出现波动，或源于市场需求的不稳定性，制造业PMI新订单指数10月、11月连续2个月环比回落。

库存周期与制造业投资增速，%



工业产成品实际库存同比，%



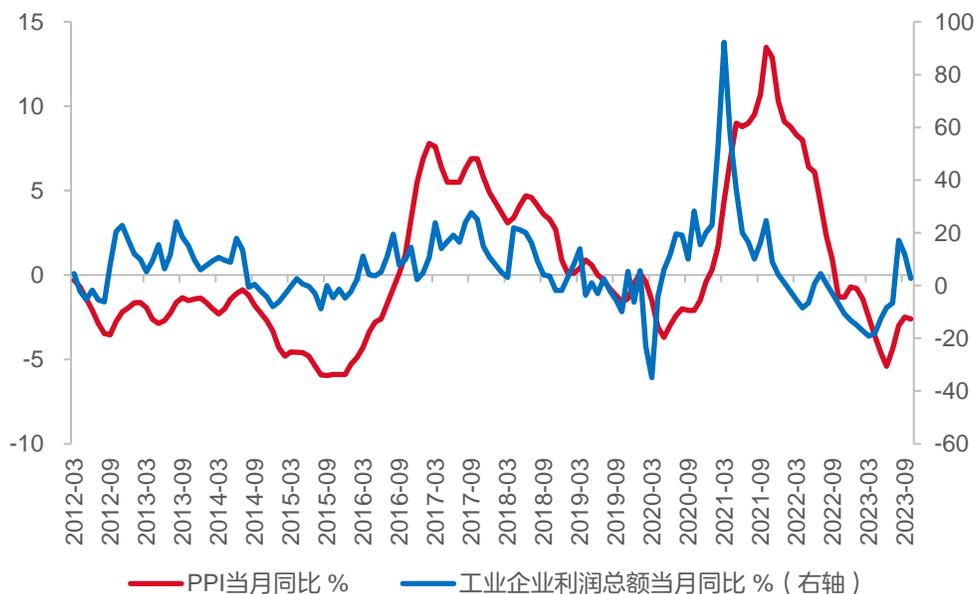
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

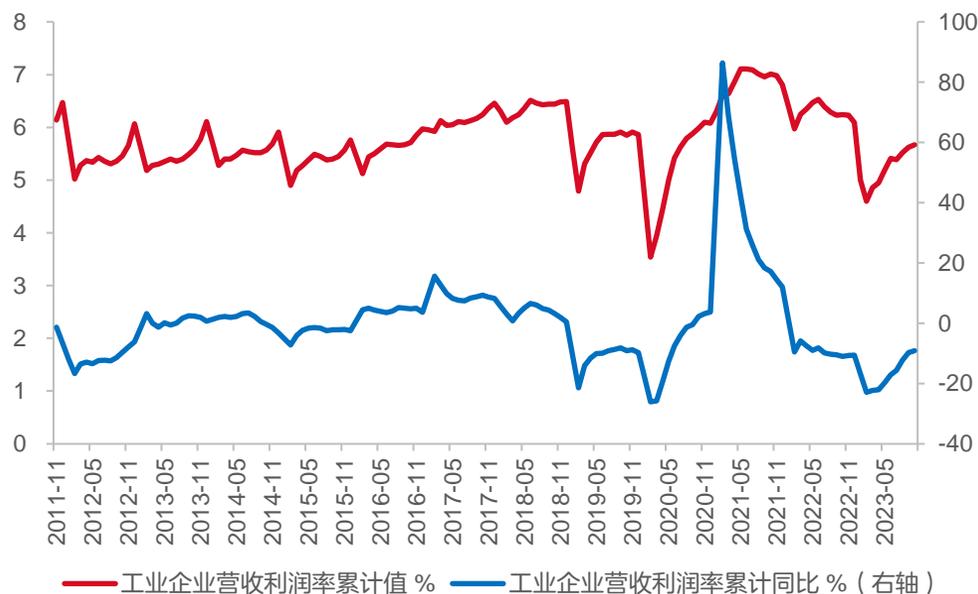
利润周期开启

- 2023年一季度以来，工业企业利润呈现逐步修复态势，当月同比8月以来已连续3个月正增长。但受PPI拖累影响，10月企业利润修复动能有所转弱。
- 工业企业营收利润率、PPI同比分别于今年2月、6月触底回升，企业盈利好转将对明年制造业投资形成一定支撑。但当前实际库存水平偏高，产能利用率相对偏低，市场需求尚待提振，利润周期修复斜率可能偏缓。

工业企业利润增速与PPI同比，%



工业企业营收利润率，%



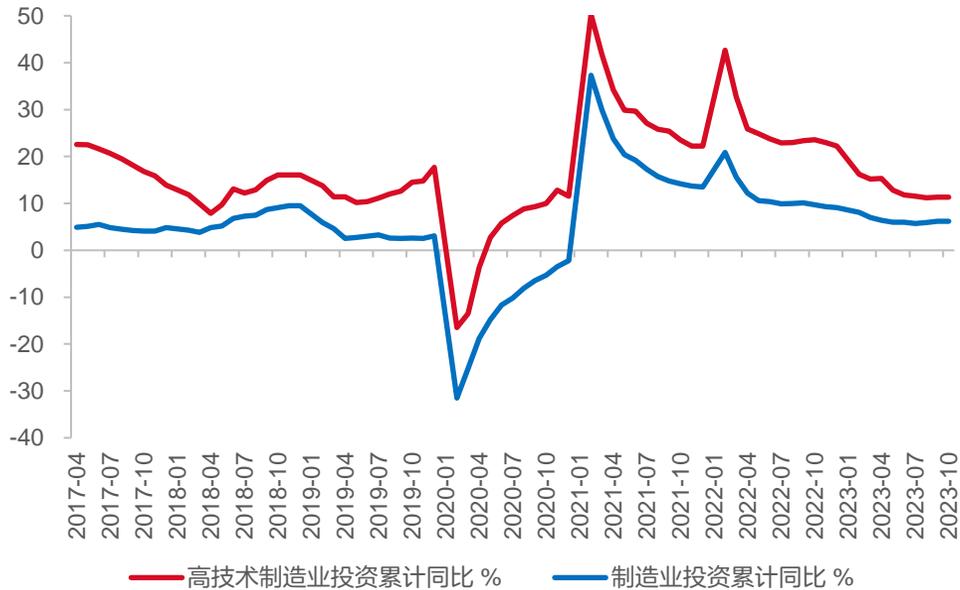
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

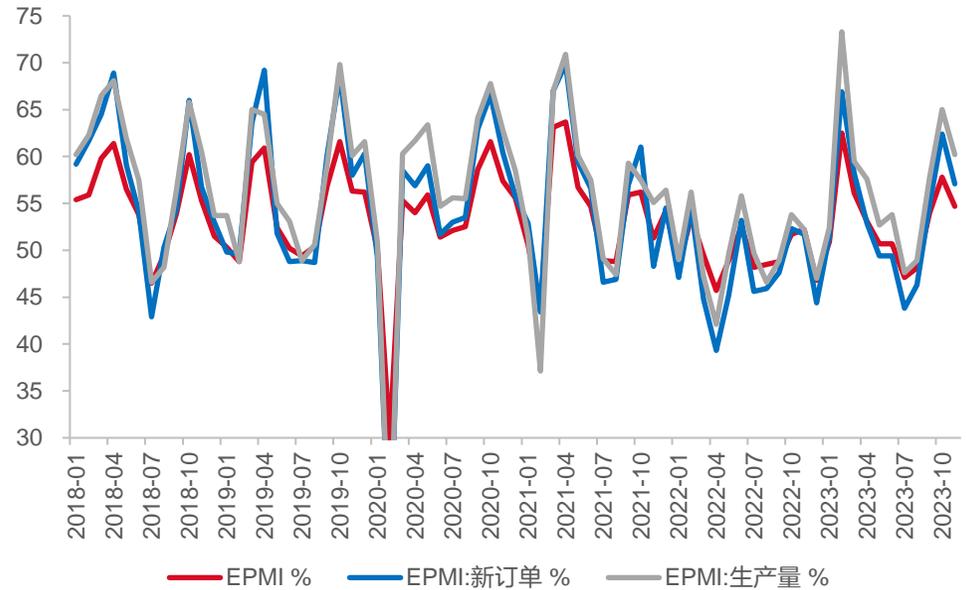
2.6 创新突围，自主创新引领高质量发展

- 中央经济工作会议将科技创新列为2024年具体工作之首，优先级或高于扩大内需，凸显对创新的重视程度。二十大报告提到“着力提升产业链供应链韧性和安全水平”，重点领域核心技术自主可控在不断上升。
- 截至11月，高技术制造业投资增速高于全部制造业4.2个百分点，战略性新兴产业EPMI指数连续3个月位于54%以上较高景气区间，有望支撑制造业投资稳中有升。

高技术制造业投资增速高，%



战略性新兴产业EPMI指数，%



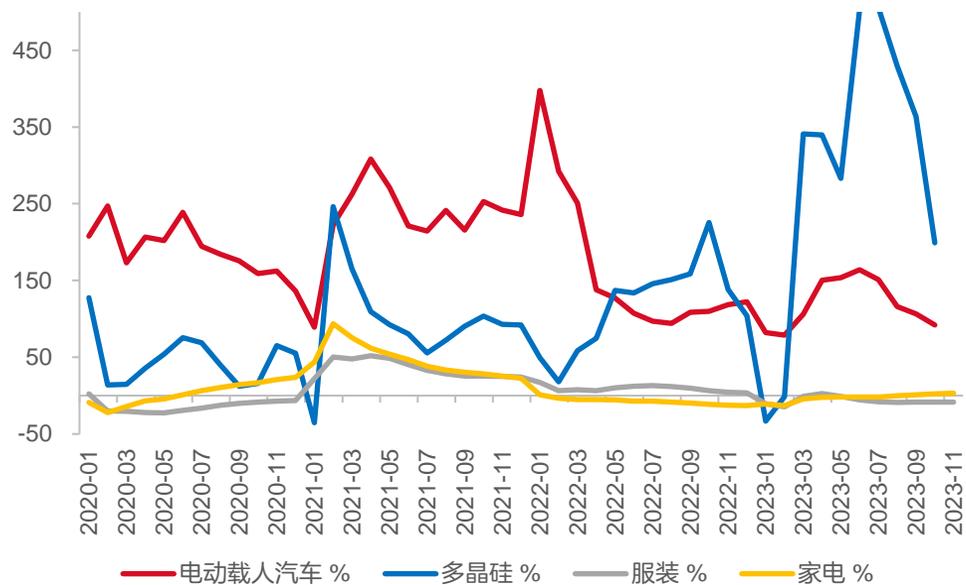
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

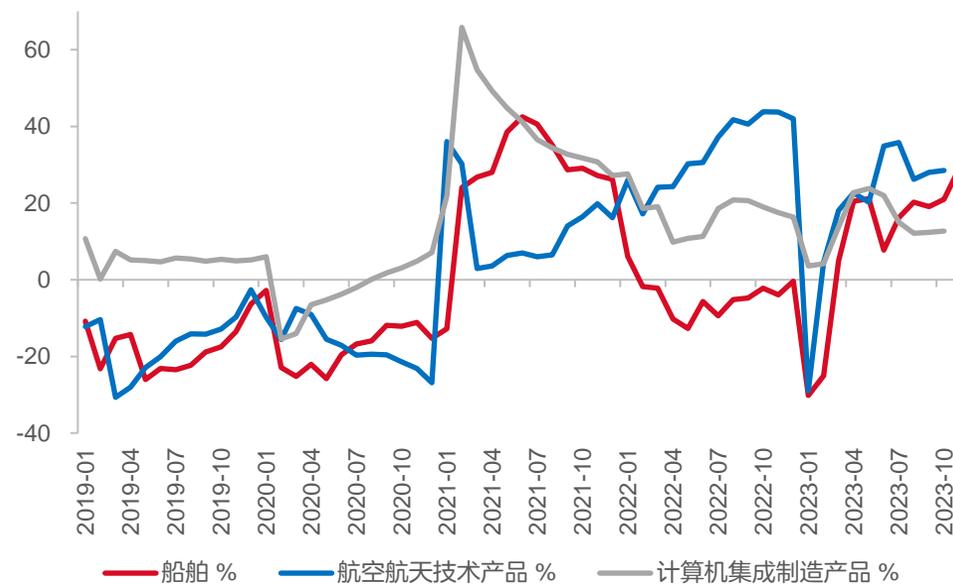
产品结构升级带来出口新增长点

- 服装、家具、家电等“老三样”与新能源汽车、锂电池、光伏产品等“新三样”出口增速明显分化。
- 2023年前三季度，电动载人汽车、锂电子蓄电池、太阳能电池合计出口同比增41.7%。
- 截至2023年10月，航空航天技术产品、计算机集成制造产品出口金额累计同比分别为28.5%、12.7%。
- 中越命运共同体，推动中越跨境标准轨铁路联通。

电动车、多晶硅、服装、家电出口金额增速分化，%



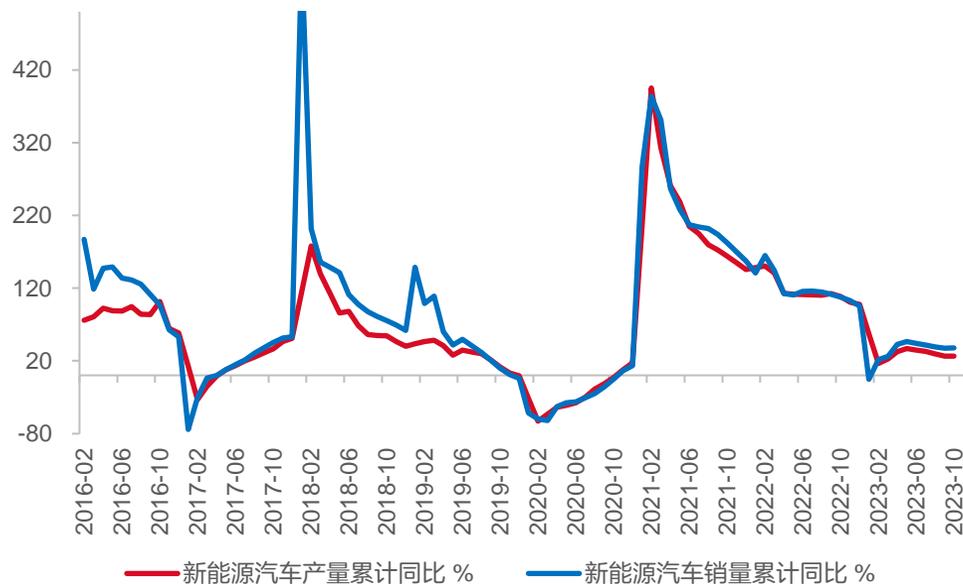
船舶、航空航天、计算机产品出口增速高，%



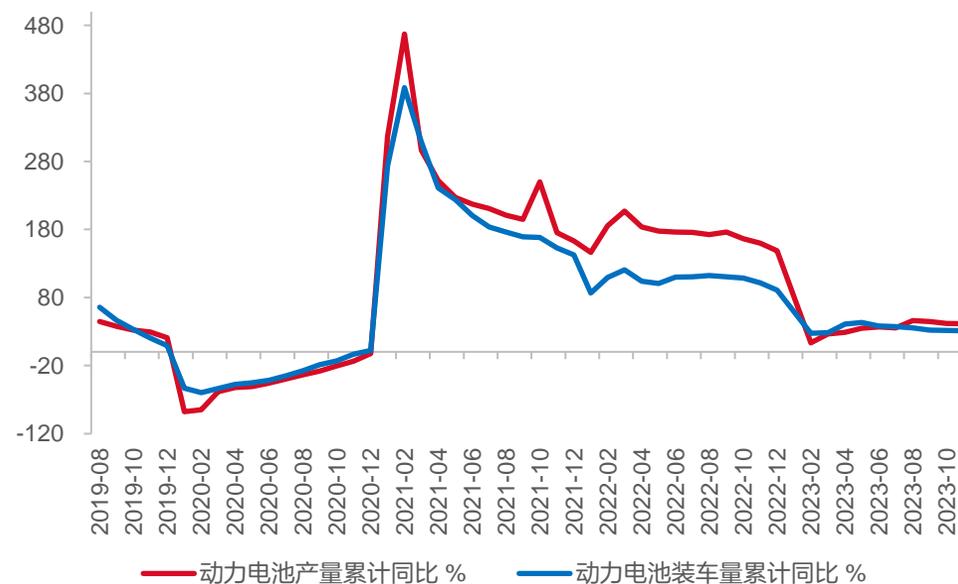
新能源汽车有望延续高景气

- 从上游矿产资源开发提炼，到自主掌控核心零部件，再到智能技术的创新应用，产业链上下游形成合力有望继续推动中国新能源汽车产业快速发展。
- 新能源汽车下乡政策进一步拓展下沉市场，有望对新能源汽车增长形成一定支撑，渗透率或进一步提升。
- 新能源汽车出口有望保持高景气度。中汽协数据显示，2024年新能源汽车总销量预计增长20%，其中出口14.6%。

新能源汽车产销量累计同比，%



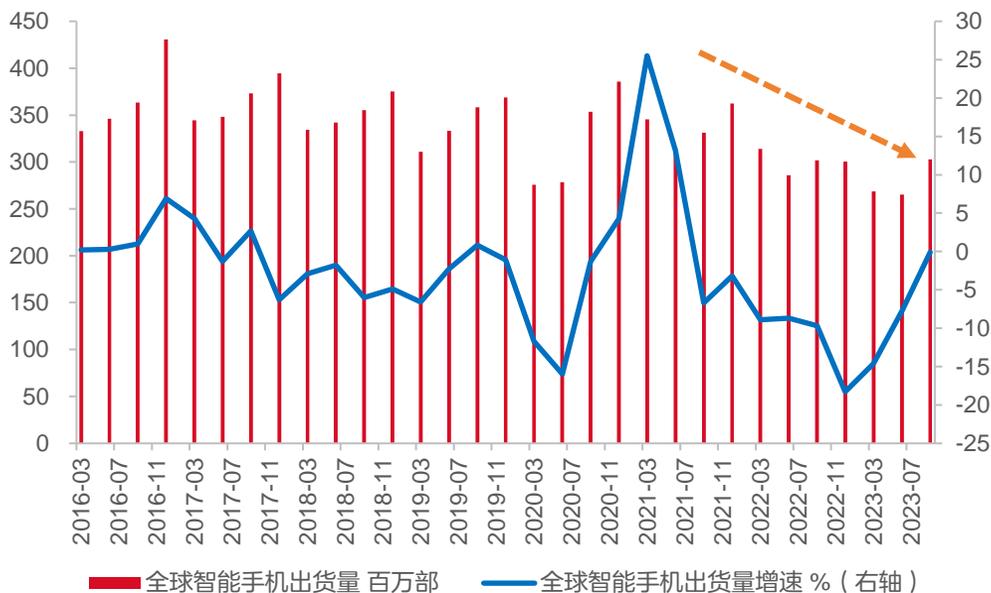
动力电池产量与装车量累计同比，%



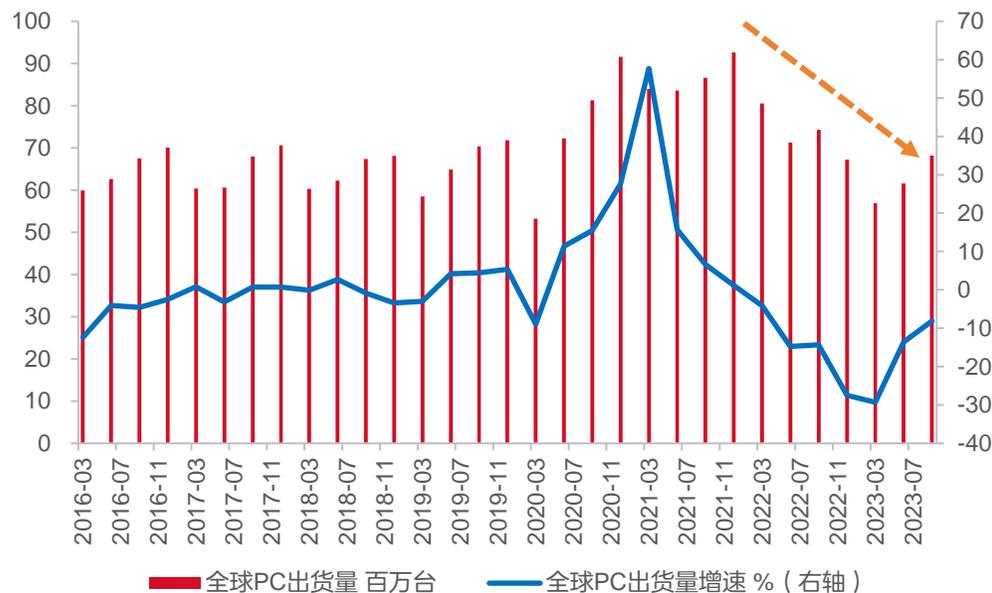
技术突破有望推动消费电子市场回暖

- 手机方面，2021年，全球智能手机出货量13.5亿部，2022年下滑11%至12亿部，2023年前三季度仅8.4亿部，同比-6.7%。电脑方面，2022年全球PC出货量同比-15.5%；2023年前三季度同比-17.4%。
- 华为、小米新一代智能手机销量增长强劲；AI或引领新一轮手机“换机潮”；清华大学在芯片领域取得重大突破。
- 近两年智能手机和个人电脑出货量持续下滑或给明年出货量的增长留下一定空间，叠加技术创新和新产品升级，2024年消费电子下游市场需求有望回暖。

全球智能手机出货量及增速，百万部，%



全球PC出货量及增速，百万台，%



发展“新质生产力”

- 中央经济工作会议提到，要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，广泛应用数智技术、绿色技术，加快传统产业转型升级。
- 2023年9月，习近平在黑龙江考察调研时首次提出“新质生产力”，新质生产力涉及的产业领域新、技术含量高。区别于依赖大量资源质量发展要求，科技创新在其中发挥主导作用。投入、高度消耗资源能源的传统生产力，新质生产力更加符合高
- 科技创新的两大发力方向：
 - 1) 发展生物制造、商业航天、低空经济等战略性新兴产业，量子、生命科学等未来产业，有助于抓住新一轮产业变革机遇，培育经济增长新引擎，相关行业有望保持较高投资增速。
 - 2) 广泛应用数智技术、绿色技术，推动传统产业向智能化、绿色化方向发展，可以使传统产业在稳定总量的同时提升质量。

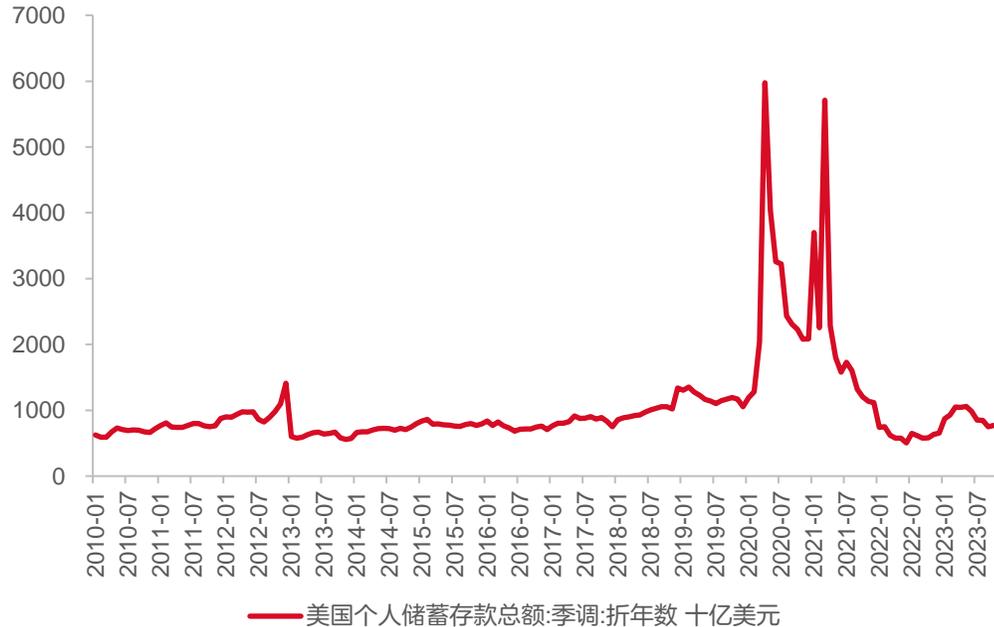
目 录

- 一、实际利率看世界
- 二、旧动能、新动能和新质生产力
- 三、国际经济、政治和货币政策
- 四、展望与投资建议
- 五、风险提示

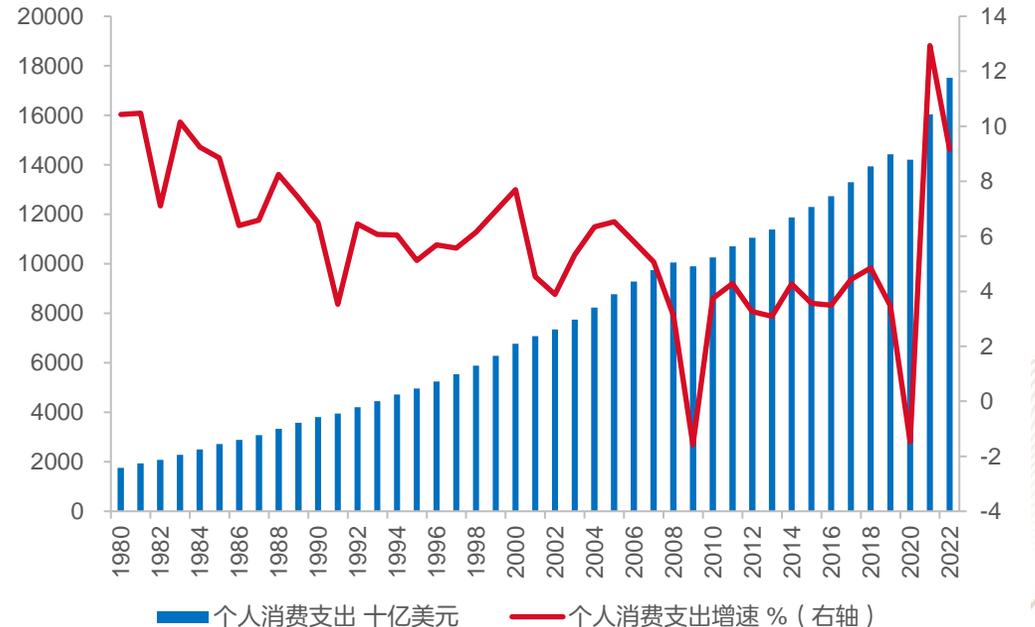
3.1 美国经济大概率下行：居民超额储蓄消耗

- 2020年开始，美国推出规模空前的财政刺激政策以应对疫情。2010-2019年，美国财政赤字均值为8300亿美元。2020、2021年财政赤字分别为3.1万亿、2.8万亿美元，远超过去10年平均水平。
- 2020年，美国个人转移支付收入增速高达34.5%，个人储蓄存款总额同比增长1.25倍。2021年，美国个人消费支出同比增长12.9%，为1946年以来最高。在财政大规模扩张推动下，居民储蓄大幅上升，但2022年以来超额储蓄被快速消耗。

美国个人储蓄，十亿美元



美国个人消费支出及增速，十亿美元，%



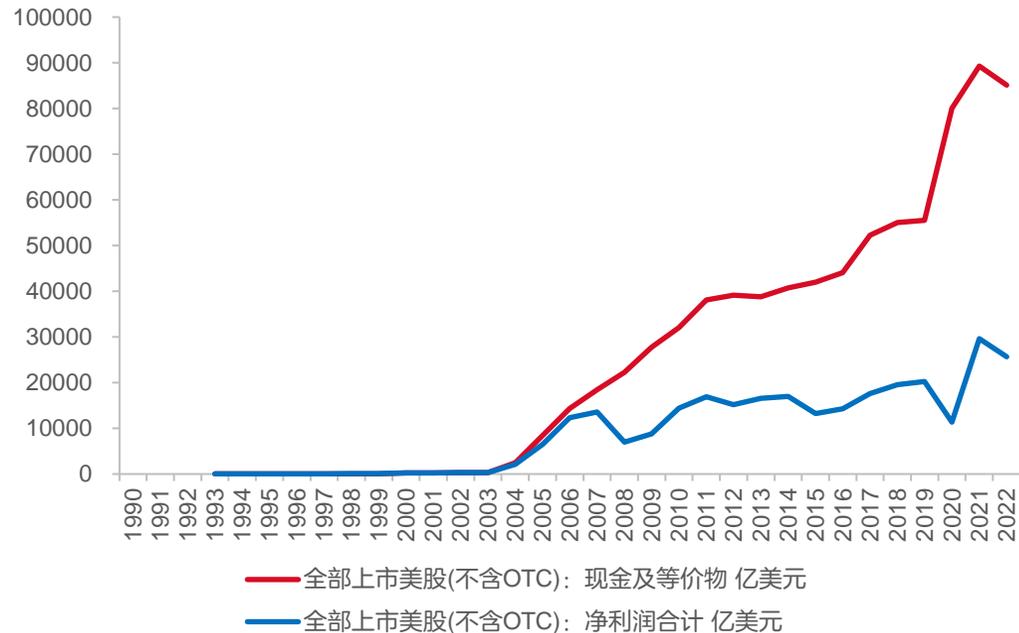
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

3.2 美国企业：现金收益

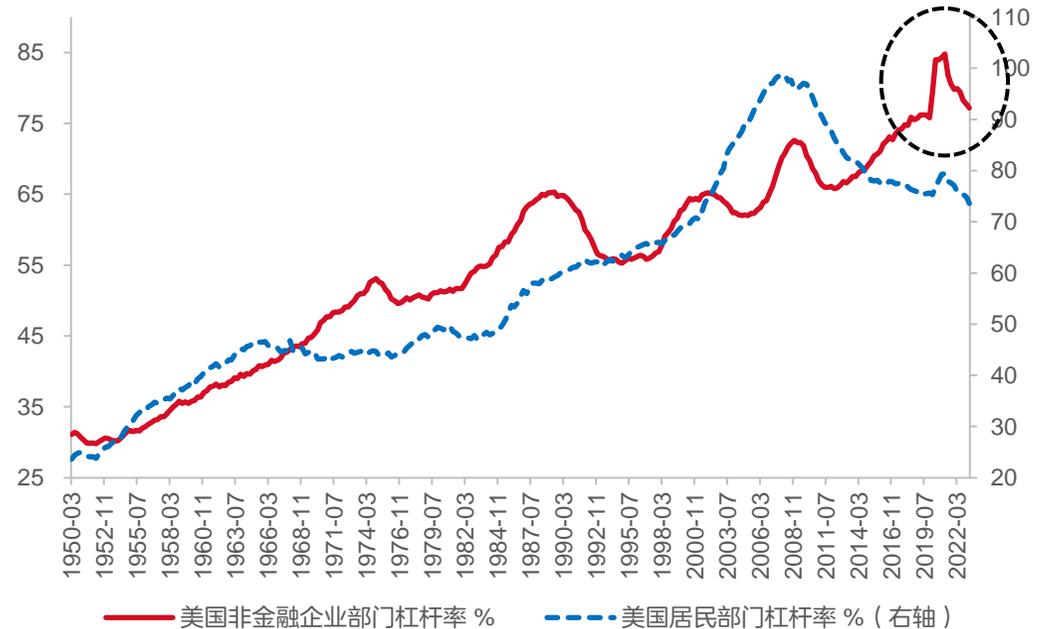
- 2020年3月至2022年3月，美国处于低利率环境，企业发债成本极低，美联储大幅加息后企业或在高利率环境下获利，贡献了部分净利润。
- 未来低成本资金到期、新融资成本抬升，可能会影响企业收益，影响企业投资。

美股上市公司现金及等价物与净利润，亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国非金融企业部门杠杆率，%

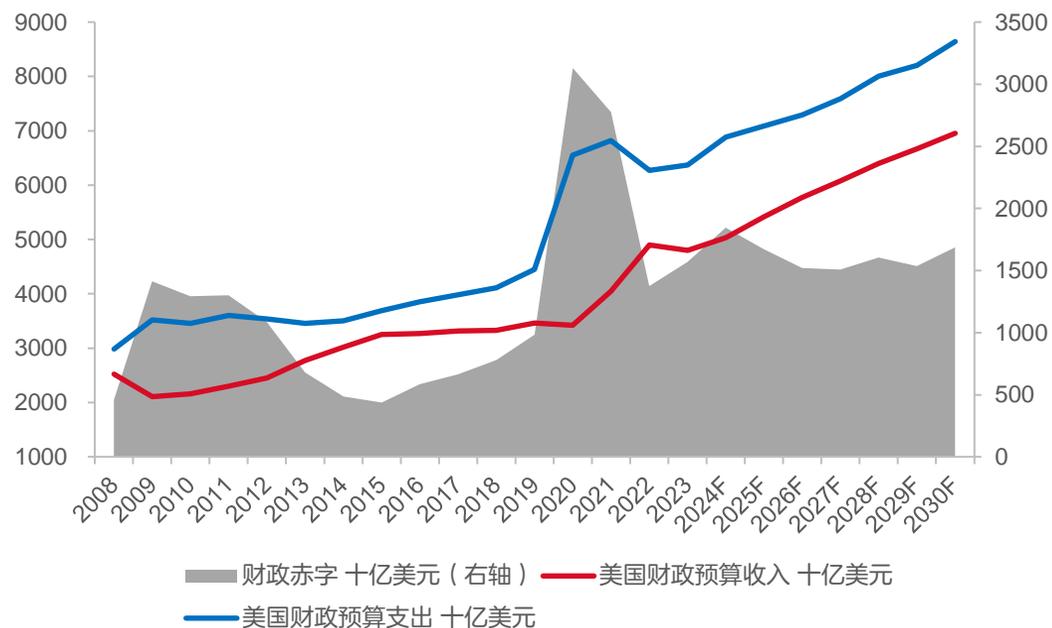


资料来源：Wind，东海证券研究所

3.3 美国财政刺激限制增加

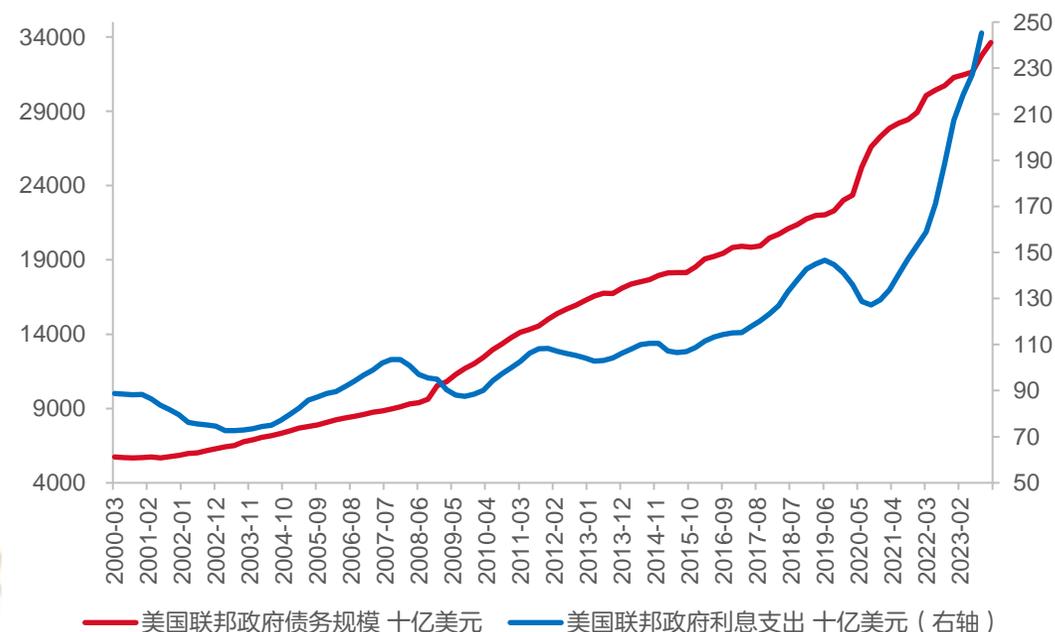
- 2023财年，美国联邦政府财政收入4.4万亿美元，支出6.1万亿美元，财政赤字近1.7万亿美元，比上一财年的1.38万亿美元增加23%。
- 截至11月，美国联邦政府债务规模超33.7万亿美元，相当于2022年美国GDP的131%。2023财年净利息支出占全年财政支出比重超10%。

美国财政预算收支与财政赤字，十亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国联邦政府债务规模与利息支出，十亿美元

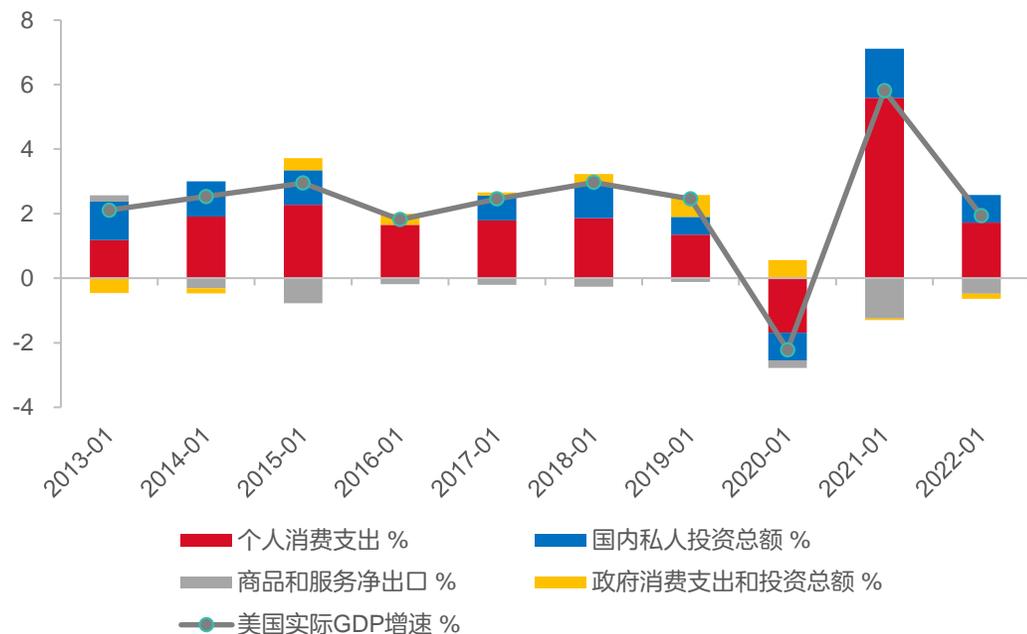


资料来源：Wind，东海证券研究所

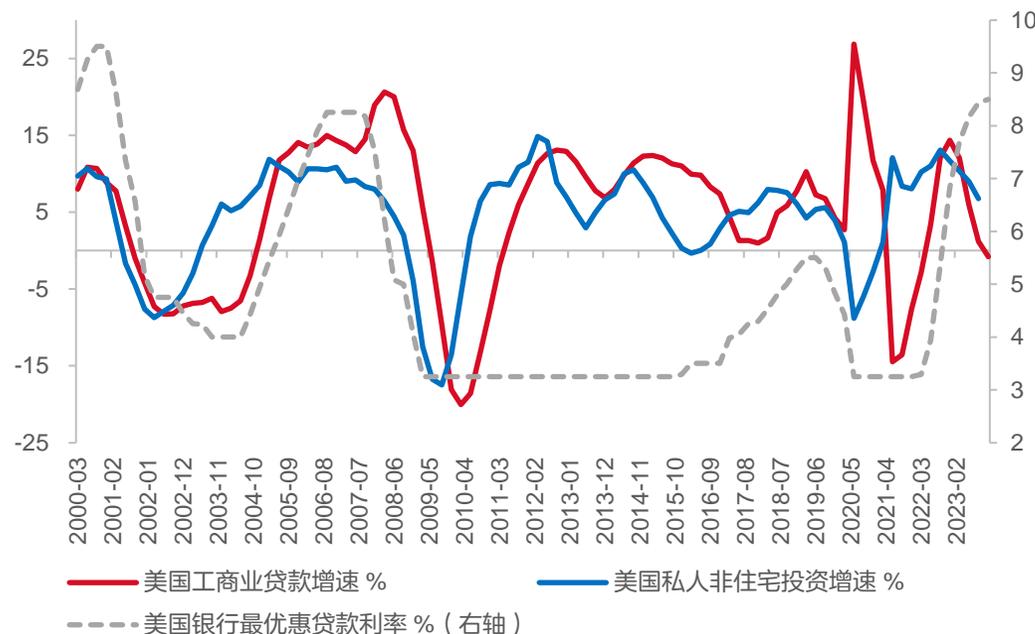
3.4 美国经济增长动能减弱

- 疫后美国财政大规模扩张，拉动消费恢复，2021、2022年个人消费分别拉动实际GDP增速5.6个、1.7个百分点。2023年5月开始，美国居民可支配收入增速持续回落，叠加超额储蓄支撑逐步消退，2024年美国居民消费对经济的拉动作用可能减弱。工商业贷款增速自2022年四季度以来持续回落，企业非住宅投资增速也趋于下降。
- IMF预计美国2023年、2024年GDP增速分别为2.1%、1.5%，美联储预测分别为2.6%、1.4%。

美国经济增长各项拆解，%



美国工商业贷款和非住宅投资增速回落，%



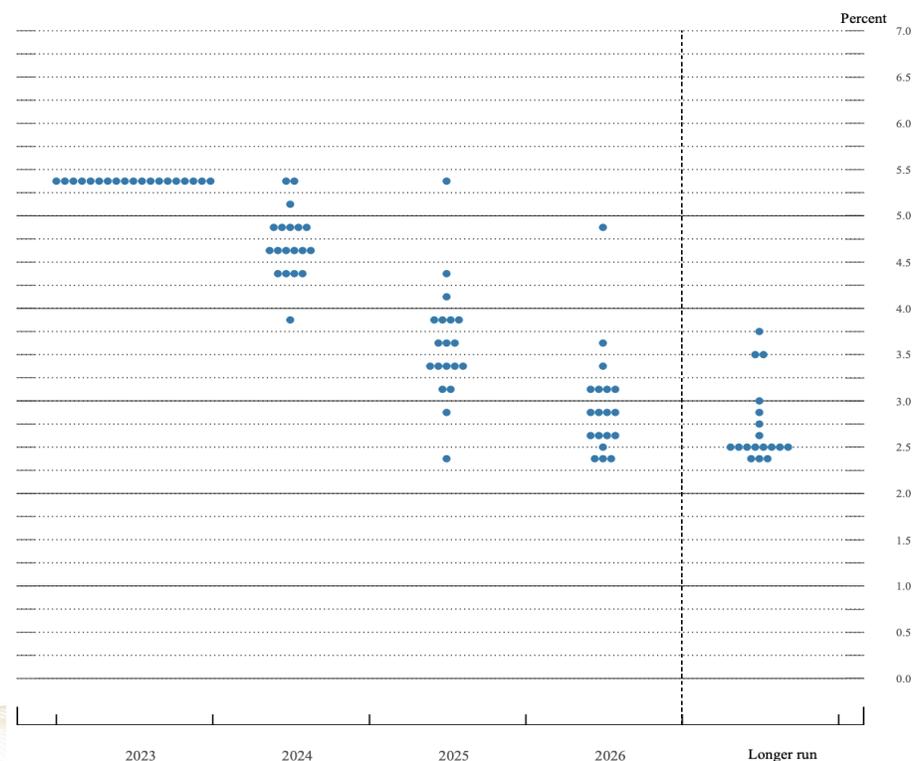
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

3.5 美联储货币政策预期

- 12月美联储暂停加息，联邦基金目标利率保持在5.25%-5.5%。美联储12月点阵图显示，2024年政策利率中值为4.5%-4.75%，对应累计降息75个基点。
- 截至12月13日，CME数据显示，至2024年2月，美联储维持利率不变的概率为94.4%。

美联储12月点阵图



资料来源：美联储，东海证券研究所

CME FedWatch Tool

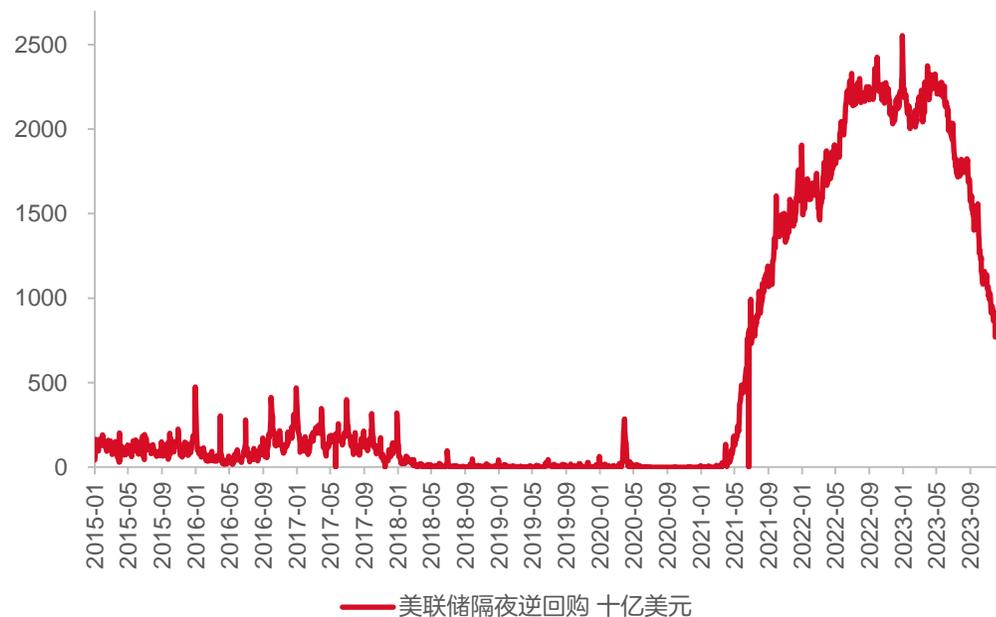
FOMC会议日期	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023-12-13		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.8%	0.2%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	94.4%	1.6%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.4%	67.9%	3.6%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.7%	47.8%	39.5%	0.0%
2024-06-12	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	32.0%	43.4%	17.6%	0.0%
2024-07-31	0.0%	0.0%	3.9%	20.9%	38.3%	29.0%	7.9%	0.0%
2024-09-18	0.0%	2.4%	14.5%	31.7%	32.5%	15.9%	3.0%	0.0%
2024-11-07	1.3%	8.8%	23.6%	32.1%	23.8%	9.0%	1.4%	0.0%
2024-12-18	6.5%	19.0%	29.6%	26.3%	14.5%	3.8%	0.3%	0.0%

资料来源：CME，东海证券研究所

3.6 美联储降息时机和力度

- 美联储对2023年PCE、核心PCE的预测分别为2.8%、3.2%，2024年分别为2.4%、2.4%。
- 11月美国CPI较前值下降0.1个百分点至3.1%，核心CPI环比小幅上升，显示通胀仍有黏性。
- 流动性“蓄水池”在变小。美联储隔夜逆回购规模大幅回落，未来财政部继续举债，流动性或将逐步收紧。2022年4月，美联储总资产达到峰值8.97万亿美元。截至12月6日，美联储总资产相较峰值已减少1.23万亿美元。

美联储隔夜逆回购规模大幅回落，十亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国十债收益率、联邦基金目标利率与GDP，%

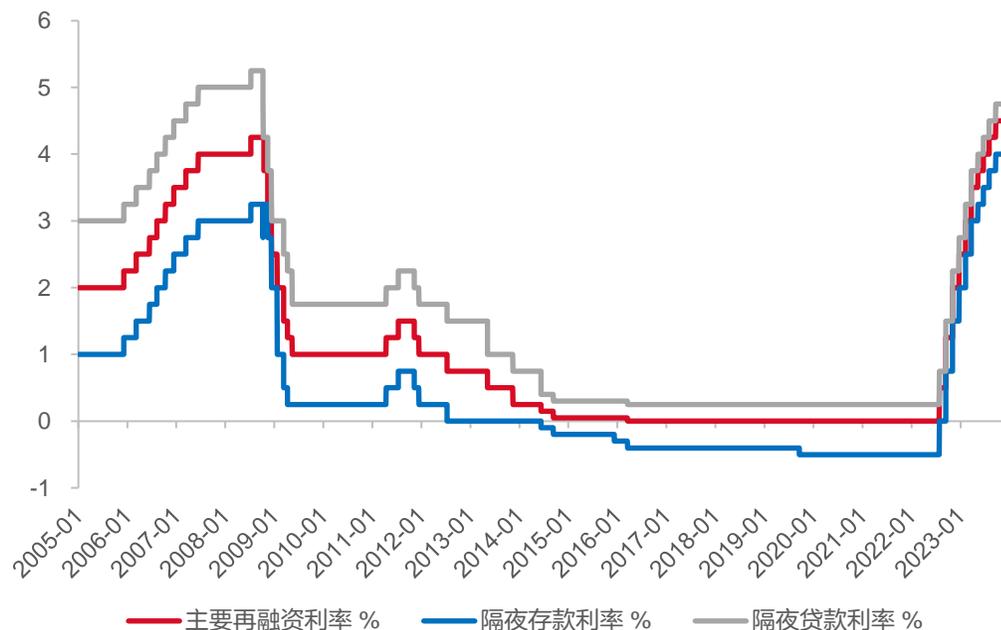


资料来源：Wind，东海证券研究所

3.7 欧元区货币政策估计也将转向，日本可能会退出超宽松货币政策

- 2023年10月开始欧央行暂停加息，本轮加息周期欧央行累计加息450个基点。当前主要再融资利率为4.5%、隔夜存款利率为4%、隔夜贷款利率为4.75%。
- 2023年7月，日本央行将YCC“理论上限”从0.5%上调至1%。日本经济持续修复，工资增速回升，有望摆脱长期通缩，继续实施超宽松货币政策的必要性下降。

欧元区三大关键利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

日本基准利率与通胀，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.8 国际政治格局

- 中美关系：11月中美元首会晤，两国关系有边际缓和，同时影响与欧、日、韩、印的关系；
- 关注俄乌和巴以冲突；
- 与越南建立命运共同体，双边关系进入新阶段，发展机会增加；
- 关注与菲律宾的关系；
- 中东：中国、沙特、伊朗三方联合委员会举行首次副部级会议。

目 录

- 一、实际利率看世界
- 二、旧动能、新动能和新质生产力
- 三、国际经济、政治和货币政策
- 四、展望与投资建议**
- 五、风险提示

4.1 行稳致远：稳中求进、以进促稳、先立后破

- 中央经济工作会议指出，要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策。
- 经济建设是中心工作，高质量发展是首要任务。稳预期、稳增长的重要性高，倾向于通过发展来解决问题、实现稳定，防止在化解风险的过程中产生新的风险，“旧产业”向“新产业”转型和风险化解过程中，经济运行会更加稳健。

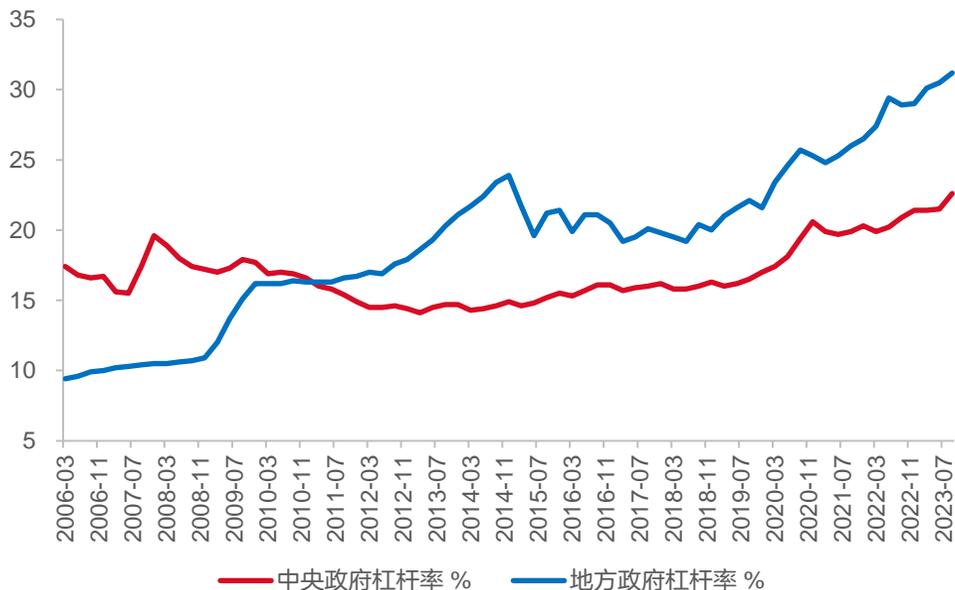
中央经济工作会议内容对比

	2023年中央经济工作会议	2022年中央经济工作会议	2021年中央经济工作会议
政策定调	1) 坚持稳中求进、以进促稳、先立后破， 多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，不断巩固稳中向好的基础 ； 2) 要增强宏观政策取向一致性 。把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估。	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。	加强和改善宏观调控，加大宏观政策跨周期调节力度，提高宏观调控的前瞻性针对性。
货币政策	稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效 。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量 同经济增长和价格水平预期目标相匹配 。	稳健的货币政策要精准有力，要保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。
财政政策	1) 积极的财政政策要 适度加力、提质增效 ；优化财政支出结构； 2) 合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围 。	1) 积极的财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度； 2) 在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。	1) 积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续； 2) 实施新的减税降费政策，适度超前开展基础设施投资。
产业/科技政策	1) 以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能， 发展新质生产力 ； 2) 打造 生物制造、商业航天、低空经济 等若干战略性新兴产业，开辟 量子、生命科学 等未来产业新赛道，广泛应用 数智技术、绿色技术 ，加快传统产业转型升级。	1) 狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，推动科技、产业、金融良性循环； 2) 加快新能源、人工智能、生物制造等前沿技术研发和应用推广。	1) 深化供给侧结构性改革； 2) 要提升制造业核心竞争力，启动一批产业基础再造工程项目。
房地产	1) 一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求 ； 2) 加快推进“三大工程”。	1) 扎实做好“保交楼、保民生、保稳定”各项工作； 2) 满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险； 3) 支持刚性和改善性住房需求；坚持“房住不炒”定位。	1) 要坚持“房住不炒”，加强预期引导； 2) 探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设； 3) 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求。
内需	1) 形成 消费和投资相互促进的良性循环 ； 2) 大力发展 数字消费、绿色消费、健康消费 ，积极培育 智能家居、文娱旅游 等新消费增长点； 3) 推动 大规模设备更新和消费品以旧换新 。	1) 多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务消费； 2) 鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。	1) 实施好扩大内需战略，增强发展内生动力； 2) 畅通国民经济循环。要深化供给侧结构性改革，畅通国内大循环。
防风险	统筹化解 房地产、地方债务、中小金融机构 等风险。	要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量	坚决遏制新增地方政府隐性债务。

4.2 财政政策积极但总空间有限：中央加杠杆

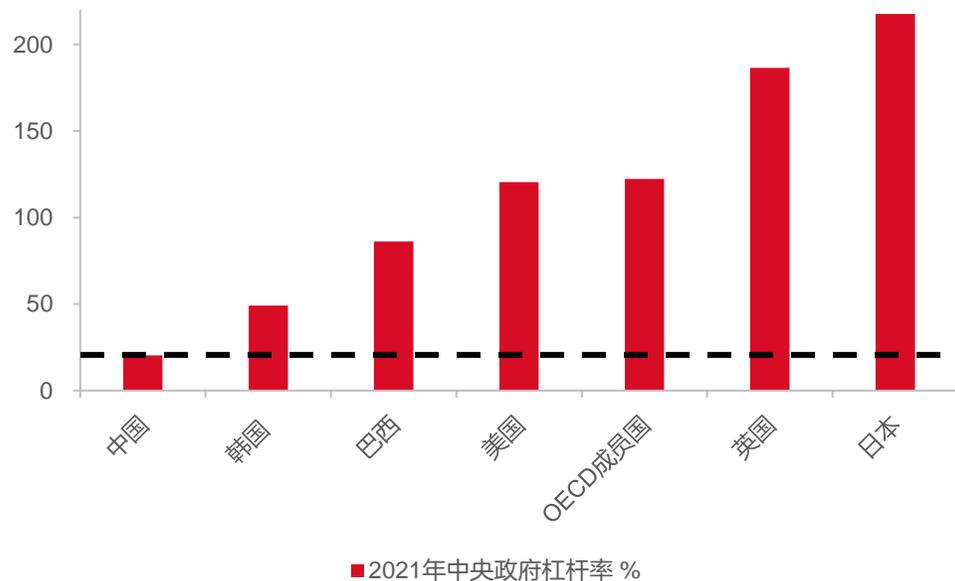
- 财政估计更积极。2023年财政预算支出27.5万亿元，赤字率3%，财政赤字3.88万亿元。其中，政府性基金预算支出11.8万亿元，政府性基金预算收入7.82万亿元。四季度增发国债1万亿元，财政赤字增至4.88万亿元，赤字率提高到3.8%左右。
- 我国中央政府杠杆率偏低，具备加杠杆空间。预计2024年赤字率可能安排在3.8%或小幅升至4%。

中央和地方政府杠杆率对比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

我国中央政府杠杆率偏低，%



资料来源：世界银行，东海证券研究所

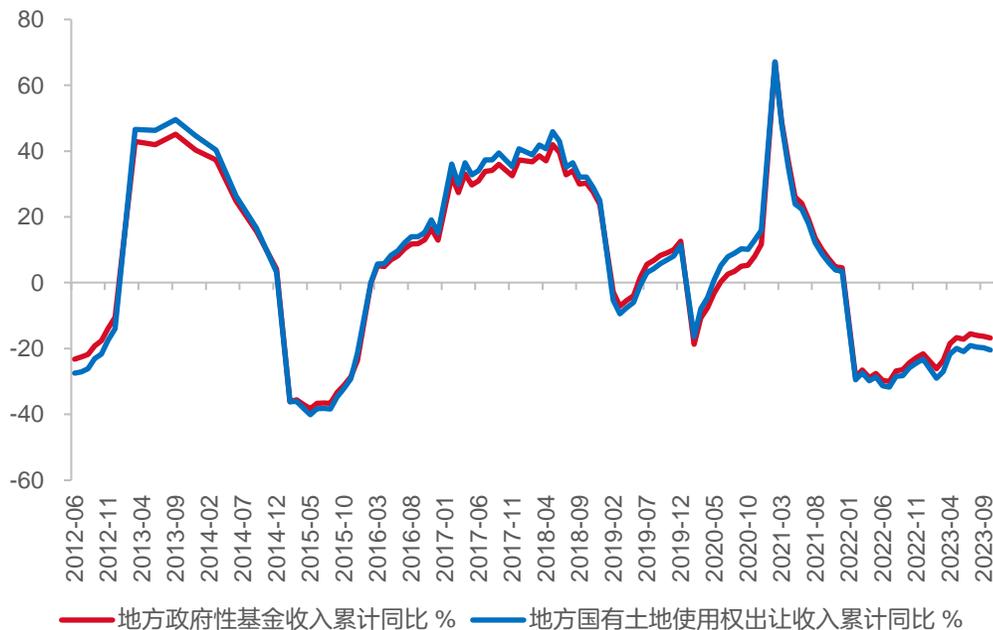
准财政工具可形成重要资金来源

- 相比2022年12月、2023年4月政治局会议对财政政策的表述（积极的财政政策要加力提效），2023年12月政治局会议（积极的财政政策要适度加力、提质增效）或指向财政发力空间可能相对有限，但资金投向要提高质效。
- 2022年共投放7400亿元政策性开发性金融工具，主要投向交通水利网络型基础设施、地下管廊城市基础设施等领域，支持2700多个项目开工建设，有力补充了重大项目建设资本金。
- 因此预计2024年地方政府新增专项债难以大幅增加，或维持在3.8万亿元。在此情况下，通过政策性金融工具等准财政工具接力，撬动大量资金进入基建领域，从而助力稳增长。
- 政策性开发性金融工具重点投向三类项目：中央财经委员会第十一次会议明确的五大领域、重大科技创新领域、其他可由专项债投资的项目。
- 项目筛选机制：由国家发改委牵头审核确定项目清单，推荐给政策性银行进行筛选，按市场化原则自主决策。

地方财力可能有限

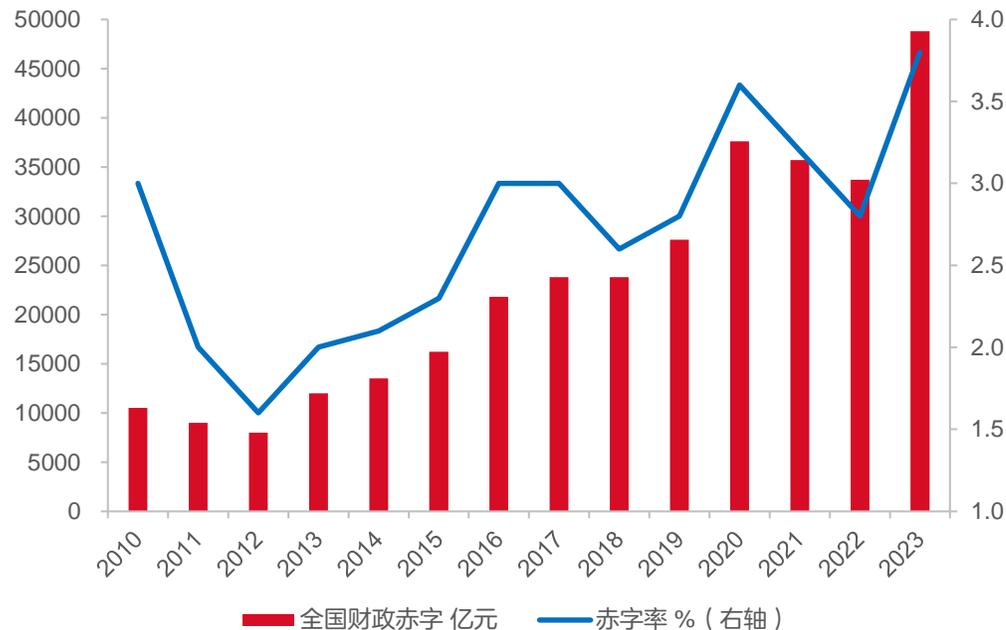
- 土地出让收入下滑拖累地方财政收入，受财力受限、债务率偏高、化解债务等因素牵制，地方政府加杠杆空间有限。
- 11月，地方国有土地出让收入累计4.2万亿元，同比降0.9万亿元，估计全年同比降1.4万亿元。11月，全国政府性基金收入累计5.19万亿元，同比降0.83万亿元。在严格控制新增债务的情况下，地方政府财力或将受到一定限制。

地方政府性基金收入增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

全国财政赤字与赤字率，亿元，%

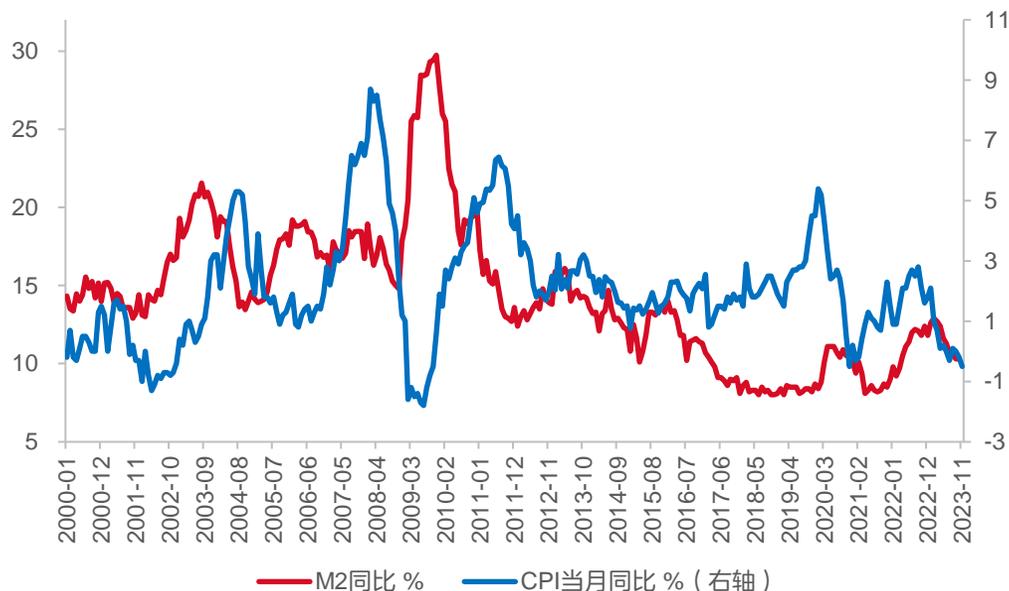


资料来源：Wind，东海证券研究所

4.3 货币政策：存在超预期可能

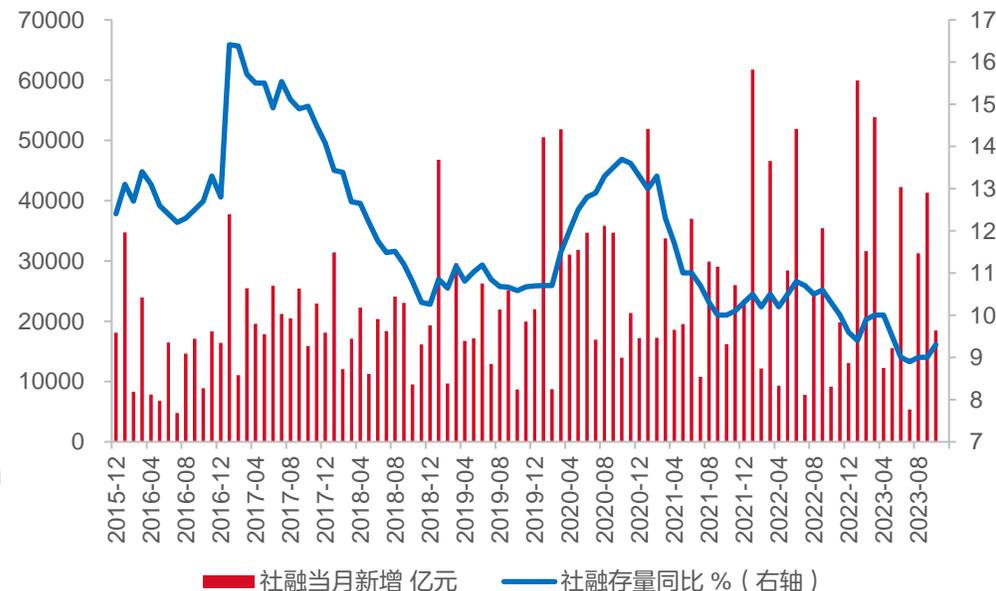
- 中央经济工作会议提到“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。货币政策可能会加强对物价水平的关注，若需提高通胀水平，货币政策上的力度可能会加大，降准降息空间打开。
- 今年下半年以来，CPI同比出现3次负增长，11月较前值进一步回落0.3个百分点至-0.5%。在稳预期的目标下，如果要使通胀温和上升，货币政策的力度可能会加大。

M2与CPI同比增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

社融当月新增与存量同比增速，亿元，%

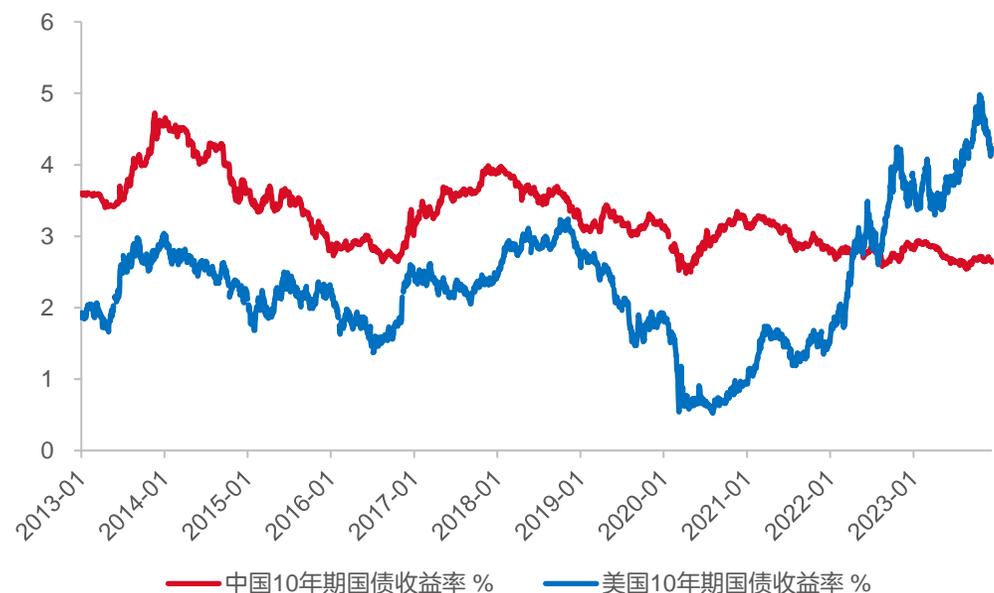


资料来源：Wind，东海证券研究所

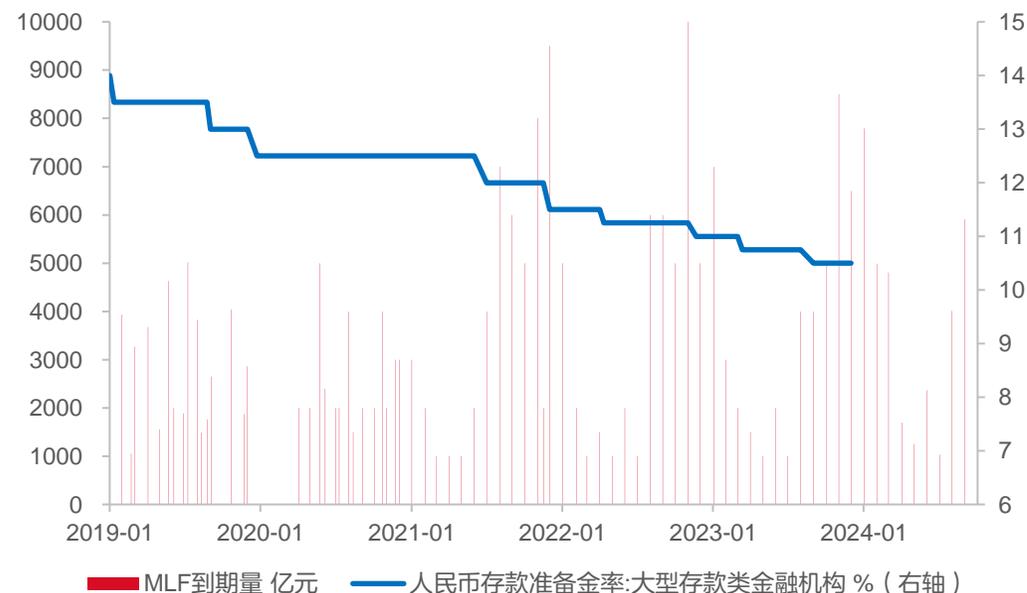
当前实际利率明显偏高，降息可能会超预期

- 2022年下半年以来，中美10年期国债利差持续倒挂，我国名义利率较美国偏低，但实际利率明显偏高。
- 过低的通胀水平是导致实际利率偏高的主要原因，央行货币政策委员会三季度例会提到“促进物价低位回升，保持物价在合理水平”，降息可以促进经济增长和物价回升，预计2024年降准、降息仍有可能。

中美10年期国债利差倒挂，%



存款准备金率与MLF到期量，亿元，%



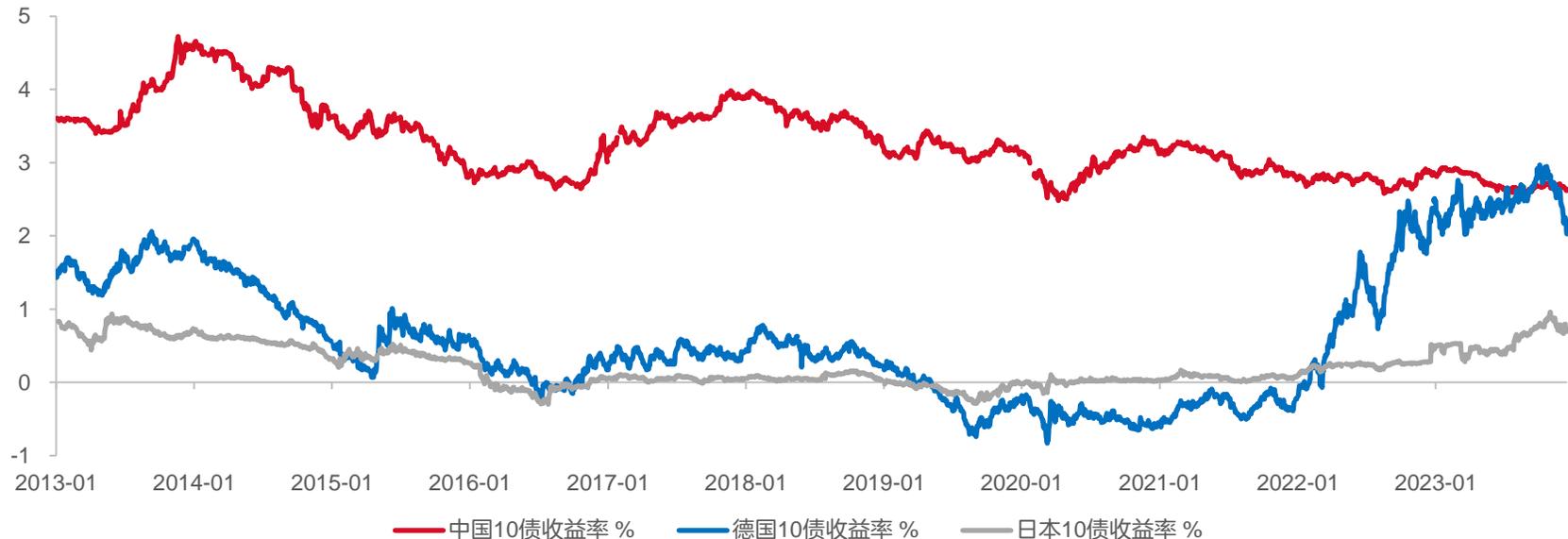
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

未来可能会降息50个基点左右

- 截至12月14日，10年期中债收益率为2.623%，11月CPI同比-0.5%，实际利率约为3.12%，2002-2019年中国实际利率均值为1.14%。假设2024年CPI同比上升1%，以此推算实际利率约为2.12%左右。如果回到2019年前的中值，需降息98个基点；考虑到经济增速下行后利率也应下降，因此可能需要降息超过100个基点。
- 考虑到价格涨幅的不确定性，我国实施稳健的货币政策，综合来看未来**降息50个基点左右**的可能性较大。
- 外部约束：美国2024年大概率降息，对我国约束减弱。德国、日本等国债收益率低、流动性好，更易成为融资货币。

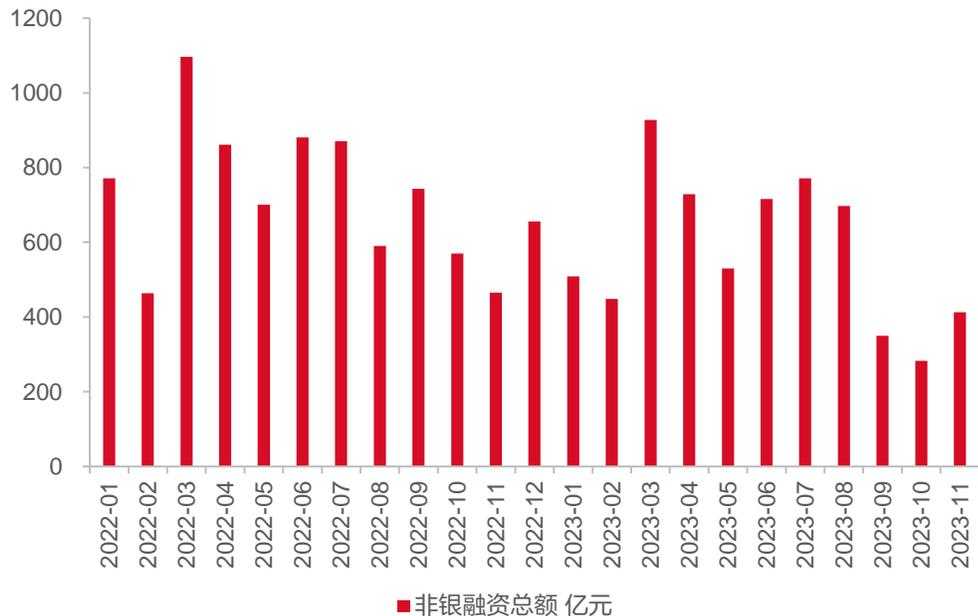
中、德、日10年期国债收益率，%



4.4 风险化解或持续推进，先立后破保稳定： 房地产风险化解力度加大

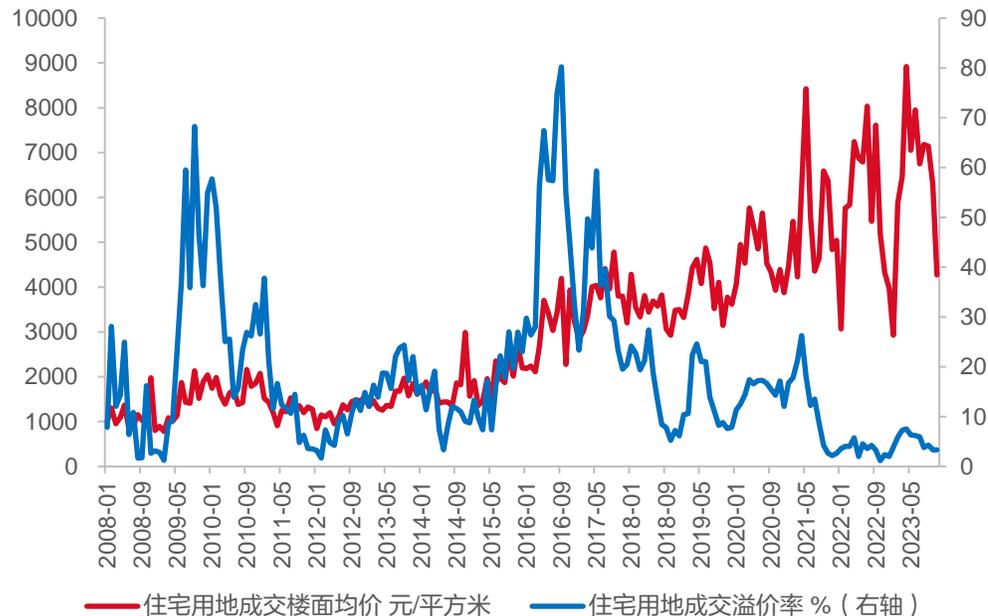
- 房地产竣工面积仍小于销售面积，保交楼仍有压力。房企融资仍偏低，中指院数据显示，11月房企非银融资总额412.8亿元，同比-2.6%；今年前11个月房企非银融资同比2022年-20.5%，同比2021年-61.8%。
- 11月，央行等三部门召开金融机构座谈会，强调着力稳定房地产市场，保持信贷、债券、股权等融资渠道稳定。近期部分三四线城市出台政策支持房企缓缴基础设施配套费等相关费用。

房地产非银融资规模，亿元



资料来源：中指院，东海证券研究所

100城住宅用地成交楼面均价与溢价率，元/平方米，%

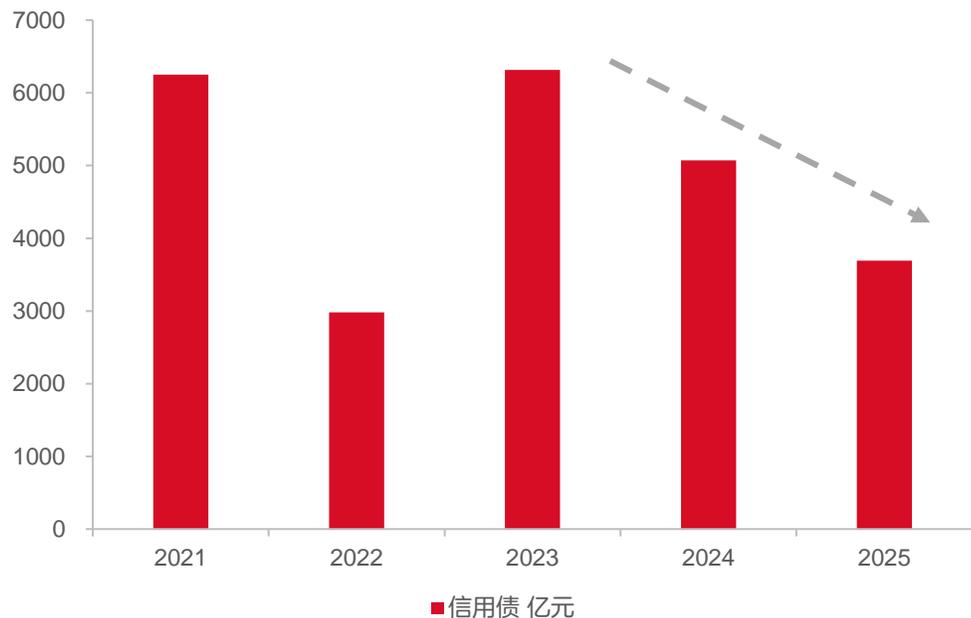


资料来源：Wind，东海证券研究所

房地产债到期额趋于下降，但压力仍大

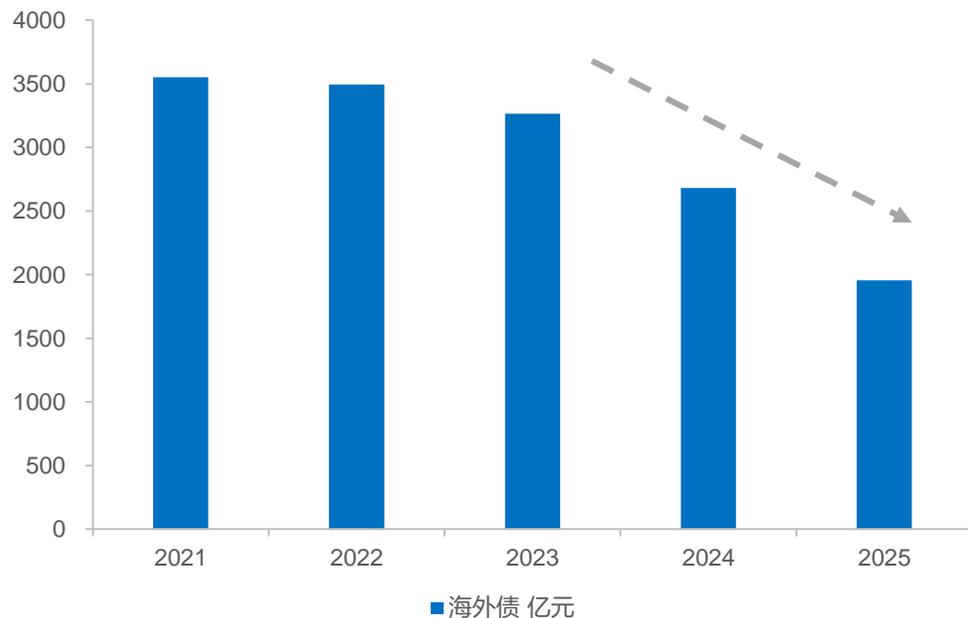
- 2024年起房企信用债和海外债到期规模逐步下降，2024年到期规模为2023年的8成，2025年不足2023年的6成。
- 房地产风险尚需继续排除。12月，住建部副部长董建国表示，对于违法违规导致资不抵债、失去经营能力的企业，要按照法治化、市场化原则出清，这也是市场优胜劣汰的结果。

房企信用债到期分布，亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

房企海外债到期分布，亿元

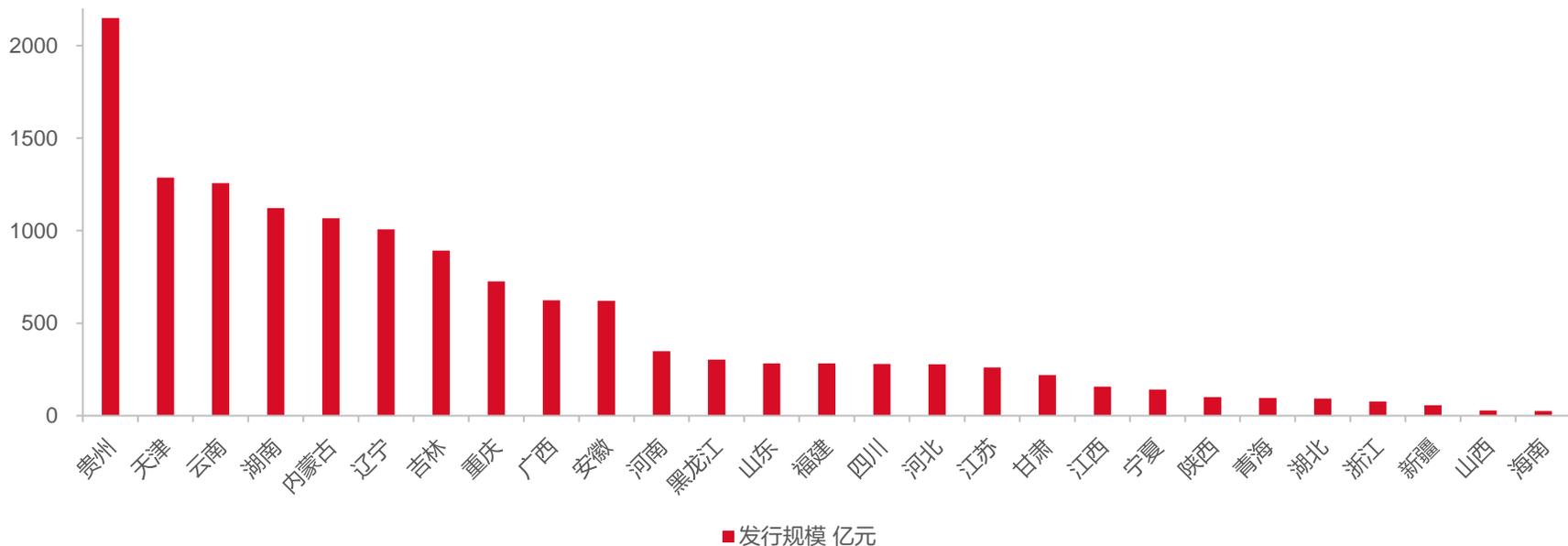


资料来源：Wind，东海证券研究所

地方债务风险化解继续推进，增量受限

- 截至12月12日，全国已有27个省/市累计发行特殊再融资债券1.38万亿元，贵州、天津、云南等地超千亿，叠加金融机构债务展期、降低利息支出等方式介入，债务率较高的地区流动性压力有所缓解。
- 央行行长潘功胜表示，必要时，央行将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业。

各地特殊再融资债券发行规模，亿元

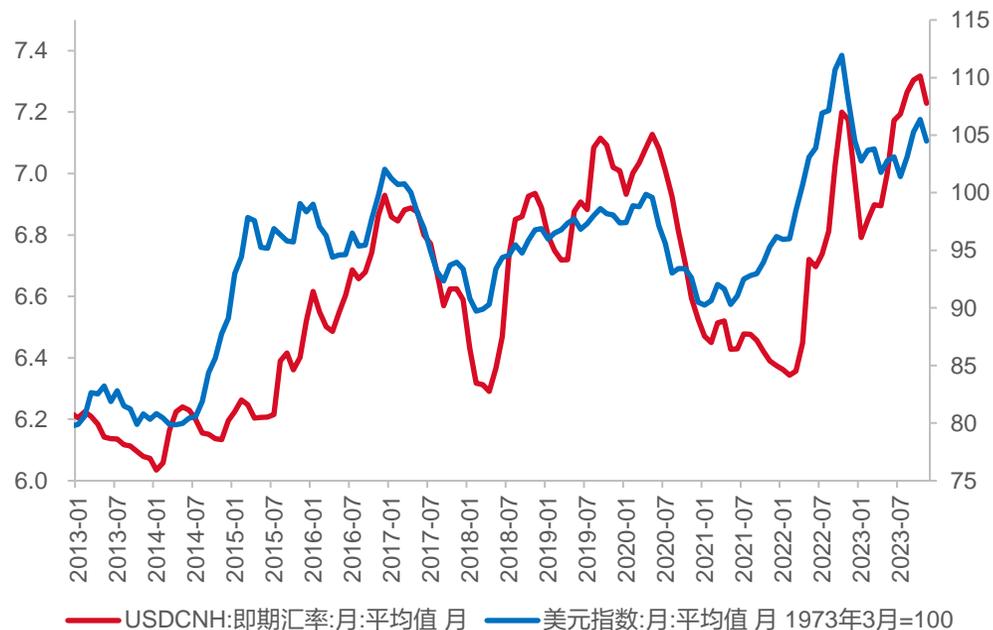


资料来源：Wind，东海证券研究所

4.5 资产配置建议：人民币资产配置性价比提升

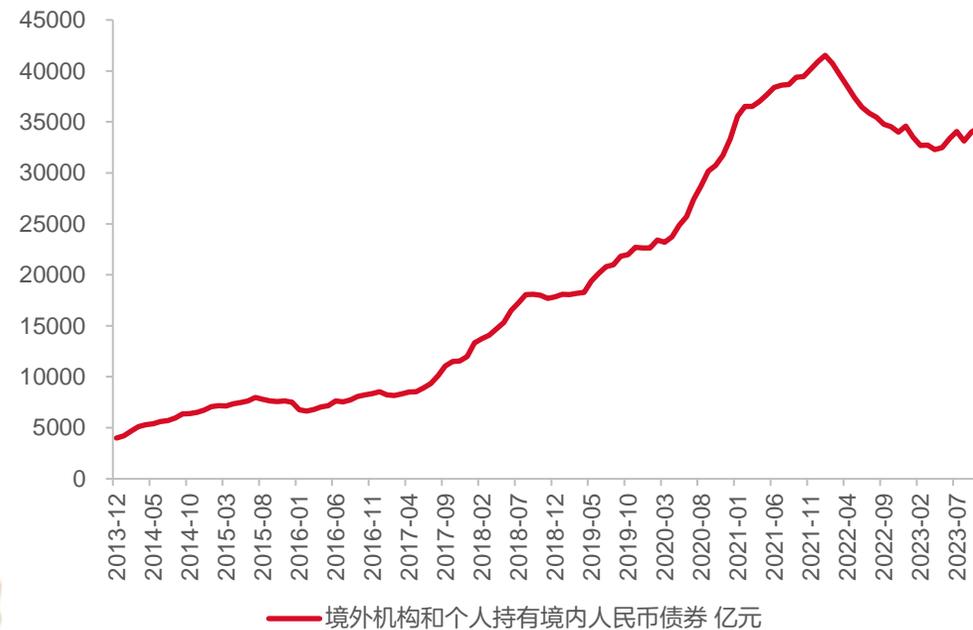
- 2024年美联储大概率开启降息周期，美元、美债收益率趋于下行，人民币资产配置性价比提升。

人民币汇率与美元指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

境外机构和個人持有境内人民币债券规模，亿元

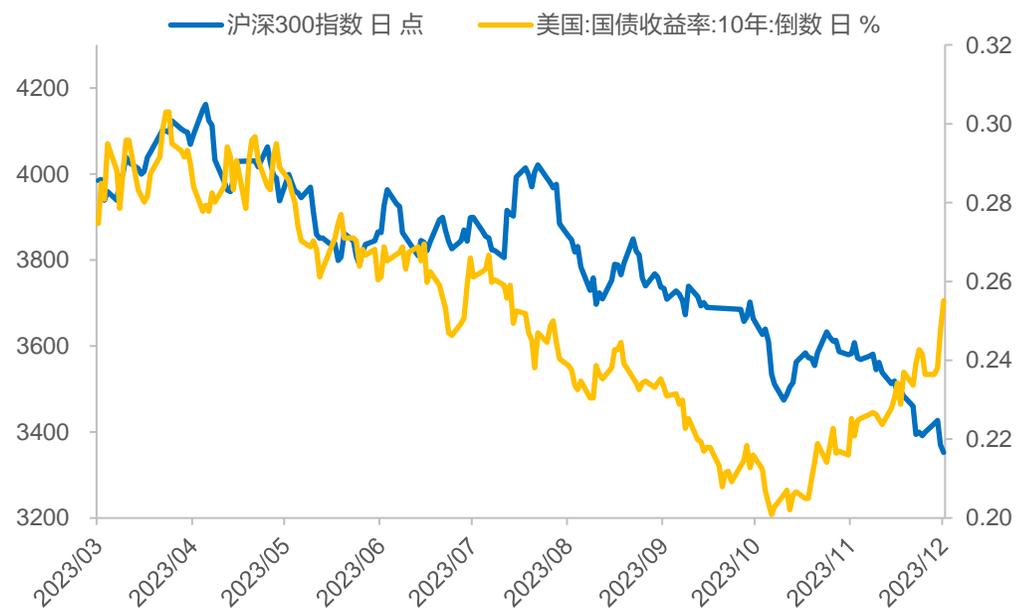


资料来源：Wind，东海证券研究所

人民币资产配置性价比提升

- 美债收益率下行，2023年一大利空因素反转。

美国10年期国债收益率与沪深300指数，2023年-



资料来源: Wind, 东海证券研究所

美国10年期国债收益率与沪深300指数，2020年-

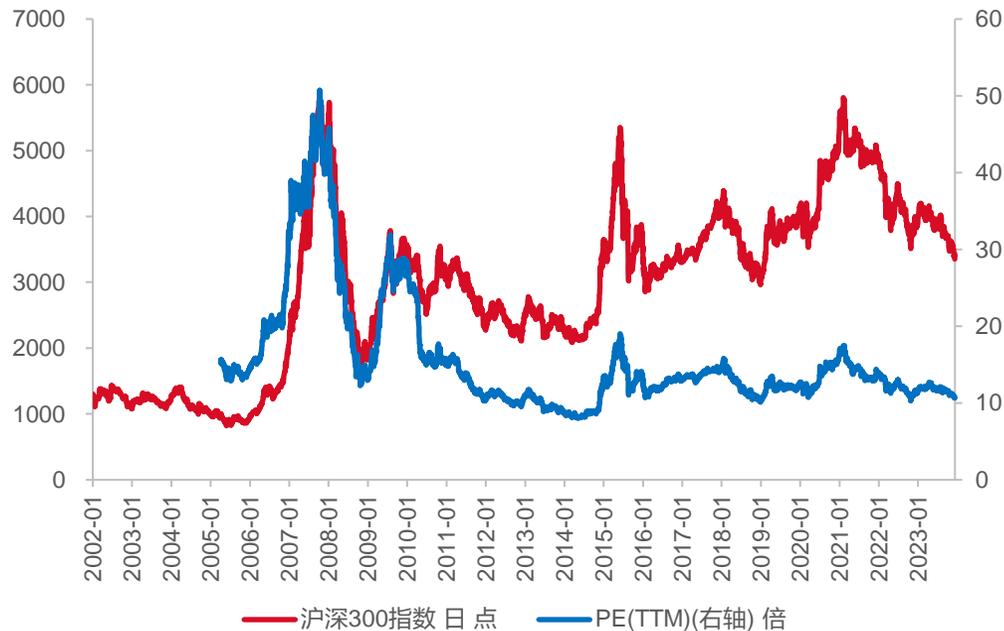


资料来源: Wind, 东海证券研究所

A股整体估值位于低位

- 截至12月15日，A股整体估值水平位于历史相对底部位置，沪深300指数Pe（ttm）、PB分位数水平位于2010年以来17.2%、0.35%位置。

沪深300指数与PE，点，倍



资料来源：Wind，东海证券研究所

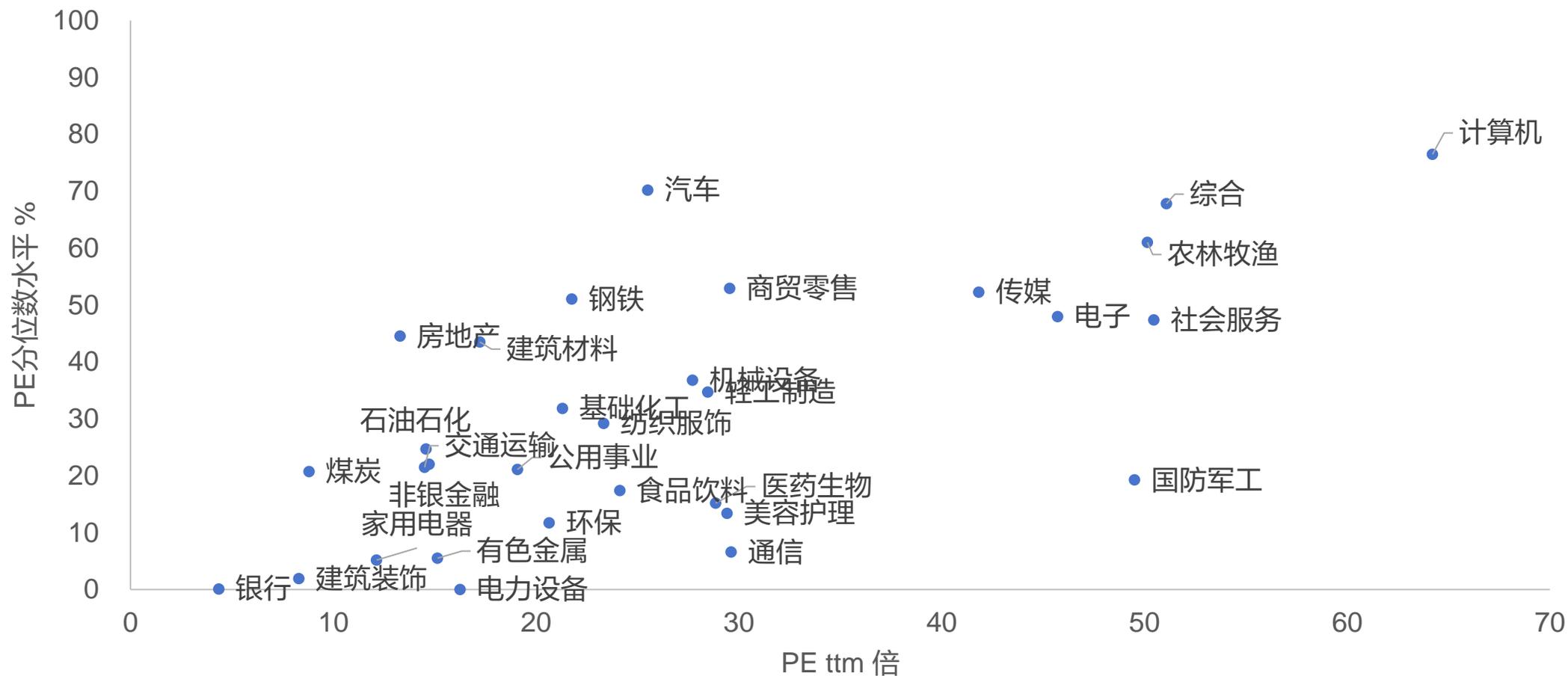
沪深300指数与PB，点，倍



资料来源：Wind，东海证券研究所

低估值板块有修复空间

申万一级行业PE及分位数水平



资料来源：Wind，东海证券研究所

多数行业开启补库周期

制造业各行业所处库存周期

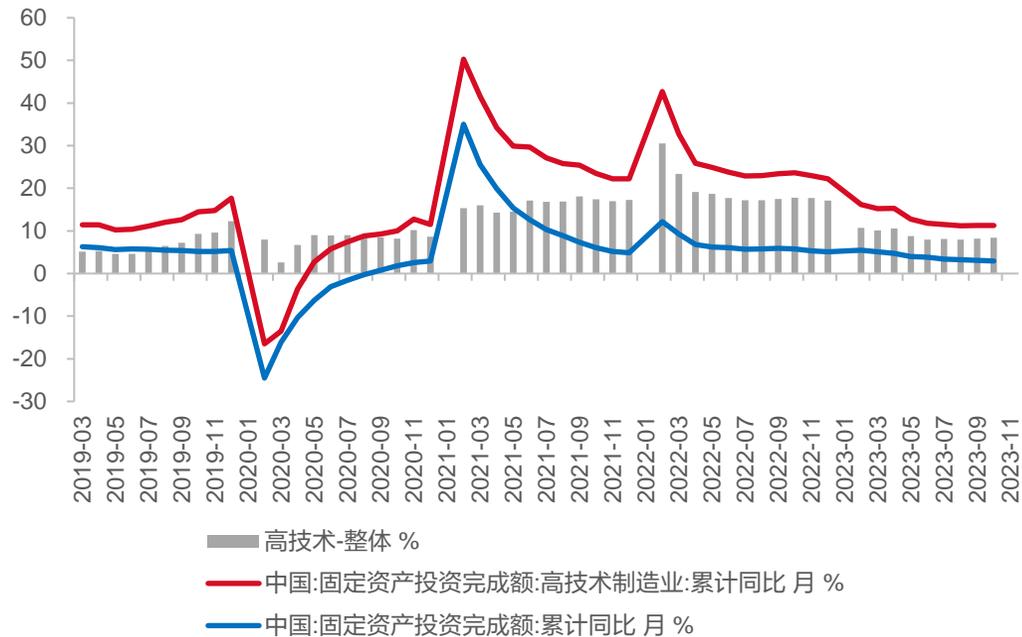
大类	细分行业	主动去库平均时长（月）	被动去库平均时长（月）	主动补库平均时长（月）	被动补库平均时长（月）	本轮阶段时长(截至2023/9)	库存所处周期
上游	煤炭开采和洗选业	9.86	4.43	16.14	10.86	9	主动去库
	石油和天然气开采	13.29	4.13	11.63	10.86	3	主动补库
	黑色金属矿采选	9.25	7.63	10.86	13.14	14	被动去库
	有色金属矿采选	14.00	5.57	12.17	13.33	3	被动去库
	非金属矿采选	12.00	7.67	10.33	17.17	34	主动去库
中游原材料	非金属矿物制品	8.63	7.88	12.43	10.86	7	被动去库
	黑色金属冶炼加工	12.86	5.38	11.25	10.29	3	主动补库
	有色金属冶炼加工	12.57	4.75	8.38	14.29	4	主动补库
	金属制品	9.71	5.43	14.00	13.00	1	主动补库
	石油煤炭及其他燃料加工	17.43	2.71	7.71	12.00	2	主动补库
	化学原料及制品加工	12.71	5.71	10.67	14.67	2	主动补库
	化学纤维制造	11.71	5.29	11.00	12.33	3	主动补库
中游机械设备	橡胶和塑料制品	12.33	6.67	12.00	12.67	7	被动去库
	通用设备制造	11.86	5.14	12.83	12.00	7	被动去库
	专用设备制造	10.71	6.71	12.29	10.83	10	主动补库
	运输设备制造	9.88	5.88	12.14	10.50	9	主动补库
	电器机械和器材制造	11.75	5.57	13.14	9.00	7	被动去库
	计算机、通信和其他电子设备制造	10.14	4.00	12.57	14.71	4	主动补库
	仪器仪表制造	9.29	5.29	13.43	12.57	9	被动去库
下游	造纸及纸制品业	12.57	6.00	10.43	12.86	6	被动去库
	农副食品加工	12.20	7.60	11.60	10.20	25	主动去库
	食品制造	8.50	5.00	17.33	12.33	7	主动去库
	烟草制品	14.83	4.33	12.86	11.43	5	主动去库
	纺织和服装	16.00	7.33	11.67	13.50	4	主动补库
	皮革、毛皮、羽毛制品和制鞋业	13.14	4.00	15.33	13.50	6	被动去库
	木材加工和木竹藤棕草制品业	19.40	5.40	14.00	11.50	6	主动去库
	家具制造	8.50	5.43	12.00	12.00	9	主动补库
	印刷业和记录媒体的复制	11.86	3.38	13.57	12.14	5	主动补库
	文教、美工、体育和娱乐用品制造	11.38	5.57	11.00	11.71	6	被动去库
	医药制造	11.00	3.29	14.57	8.71	9	主动补库
汽车制造	15.83	4.40	13.20	7.60	7	被动去库	

资料来源：Wind，东海证券研究所

先立后破，创新板块或为产业发展重点

- 中央经济工作会议指出，以科技创新引领现代化产业体系建设。要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。
- 本次会议将科技放在了产业政策第一位，会议将生物制造、商业航天、低空经济等战略性新兴产业，以及量子、生命科学等未来产业作为着力发展重点。电子等技术突破估计也会带来新的高点。

高技术制造业投资高于整体制造业，%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

科技行业指数, 点



资料来源: Wind, 东海证券研究所

行业轮动

2002-2023年申万一级行业相对沪深300指数表现情况（截至12月15日）

申万行业	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
农林牧渔	-0.40	10.20	0.27	-8.92	9.38	2.87	-34.40	2.70	61.19	-35.39	24.93	-12.61	-6.16	33.58	-5.55	19.44	0.52	-38.49	-7.40	-6.66	-32.66
基础化工	-2.78	2.56	42.39	7.77	-11.85	-6.41	-25.58	4.15	49.42	-24.27	14.18	-7.28	-6.05	-9.89	14.16	1.27	23.39	-31.58	-2.43	4.35	-8.22
钢铁	5.68	-2.15	39.26	-22.31	-38.16	-4.31	-2.03	3.15	-3.79	26.68	-9.62	-12.34	-3.22	-15.81	-0.55	-4.94	13.04	-9.13	-10.23	8.17	27.39
有色金属	-0.23	1.32	45.67	7.56	-11.80	-15.73	-6.38	5.11	9.79	-13.27	-21.99	6.08	-16.79	34.61	83.31	-11.35	101.00	23.04	-0.66	-4.32	2.12
电子	19.89	-14.90	21.24	8.84	37.70	-17.06	-8.30	-1.42	66.39	-33.10	50.43	-8.30	-16.37	51.90	48.45	0.31	-30.24	-79.12	-19.08	9.53	-14.77
汽车	19.08	1.50	22.40	18.64	-21.47	-9.03	-22.30	1.75	41.32	-13.23	20.27	-2.55	-9.33	2.02	144.28	-4.06	22.83	-9.73	-6.25	-26.59	11.92
家用电器	14.07	0.68	-14.34	3.87	20.92	-6.09	21.26	9.41	37.15	-30.38	46.98	8.29	0.25	12.49	57.13	10.50	41.02	-49.09	-4.43	-3.37	-16.04
食品饮料	-4.40	6.52	-0.81	57.76	36.80	3.36	32.08	18.71	21.00	-35.63	0.28	-8.30	14.64	33.33	13.16	7.25	-36.79	50.01	13.96	3.79	-18.15
纺织服装	14.25	6.97	8.59	-34.29	-28.98	-9.02	-45.62	-2.28	83.59	-18.39	15.80	-17.70	-0.51	20.02	22.40	3.27	23.79	-57.55	-16.63	-3.11	-25.77
轻工制造	6.12	1.59	16.85	-11.45	-16.80	-11.31	-34.40	-3.08	84.27	-22.83	29.13	-10.12	-5.84	14.31	22.47	0.12	9.74	-45.97	-12.45	0.43	-26.93
医药生物	8.22	1.30	-0.53	23.89	0.78	-2.36	-18.21	-2.18	51.10	-35.64	44.20	0.91	-5.87	42.20	6.07	22.60	24.60	-53.79	-4.68	-2.39	-25.93
公用事业	12.49	5.27	36.58	-26.23	-30.95	-4.41	-28.82	-6.41	17.31	4.02	18.43	-1.87	2.29	0.37	-44.59	10.52	13.58	-64.76	-7.87	-5.16	12.88
交通运输	-0.78	18.22	7.76	-26.97	-18.78	-4.86	-15.24	-11.32	26.97	13.10	12.92	-11.78	-7.71	1.01	-18.00	-2.64	7.03	-51.74	-4.00	18.31	3.82
房地产	-10.53	10.47	-6.69	-38.06	-13.32	-3.48	-20.97	-6.41	39.27	13.62	-4.29	24.18	3.01	-11.65	19.66	1.82	3.72	32.40	3.85	-0.56	-26.70
商贸零售	-15.61	14.56	0.60	-27.43	-27.27	-7.39	-35.37	-2.18	39.93	-18.84	20.87	-19.38	-8.29	16.96	13.02	7.47	31.28	10.14	5.20	8.13	-28.16
社会服务	-5.31	19.40	-5.07	72.17	-8.15	14.70	-25.94	-9.91	72.86	-14.42	27.11	-2.31	0.77	21.03	36.82	-2.86	-41.56	-11.73	17.11	7.84	-31.86
银行	3.66	11.17	0.61	-30.46	-13.14	10.64	-8.50	6.35	-6.95	11.52	-1.55	6.92	20.17	-9.99	7.04	1.97	-65.50	52.63	28.56	-4.98	2.56
非银金融	11.48	0.29	-12.35	-21.10	9.44	-0.06	-4.48	-3.41	-22.48	69.50	2.85	20.55	-6.91	-12.38	7.13	-2.49	17.96	178.00	-9.66	-11.78	-4.43
综合	2.69	32.20	19.00	-14.16	-9.94	-13.99	-43.25	-1.61	65.60	-6.06	20.01	-10.63	-2.10	28.53	30.15	0.03	40.48	-47.90	-14.13	-7.61	-23.85
建筑材料	-10.23	-4.50	9.66	-3.47	14.96	-4.99	-15.73	11.31	21.26	-8.71	-0.72	-3.23	-7.69	26.94	32.95	5.06	31.68	-9.74	-12.57	-9.73	-12.55
建筑装饰	7.76	10.68	21.59	-35.13	-38.18	-3.96	-28.03	10.84	8.50	31.65	-4.62	10.98	-7.02	18.33	-59.41	19.40	6.77	-10.24	-1.02	-2.92	-24.08
电力设备	-17.09	-3.80	53.06	67.50	-11.70	-9.64	-30.23	-5.90	54.88	-20.11	39.88	-26.24	-17.52	32.73	-18.05	23.97	49.39	-26.96	6.88	14.64	-7.11
机械设备	15.16	0.90	20.03	3.85	-12.15	-9.80	-31.97	-5.55	41.19	-9.79	17.25	-13.12	-11.26	40.62	24.69	4.52	6.90	31.70	-6.46	-11.19	-18.19
国防军工	6.22	-3.67	16.37	30.77	-8.88	-5.73	-38.42	-7.30	22.92	2.23	40.99	-13.21	-8.08	30.89	34.19	-6.06	74.16	18.42	18.56	-13.98	-25.24
计算机	27.80	-3.84	6.57	-17.46	11.98	0.78	-33.04	-19.04	94.71	-11.35	74.60	-12.07	-9.45	38.95	7.69	12.41	-17.02	-55.30	-10.10	11.21	-11.12
传媒	44.38	-4.43	4.72	-19.35	-14.87	-14.27	-44.88	-21.10	71.16	-34.13	114.67	-12.95	2.65	9.79	-19.62	8.88	-49.82	-51.52	-5.84	30.41	-2.80
通信	41.57	6.03	8.25	-35.54	-16.11	-6.01	-24.83	-4.67	67.11	-10.66	42.36	-32.38	-3.48	2.75	-18.41	12.87	-38.86	-48.22	-2.39	13.59	7.73
煤炭	17.07	32.58	44.80	-20.16	-25.18	-7.42	-8.92	11.36	-15.08	-25.99	-35.01	-12.34	-2.30	3.32	106.79	-2.30	122.08	-60.32	-15.92	23.65	1.07
石油石化	14.49	7.71	25.45	-20.49	-24.94	0.05	-26.46	7.56	-0.29	-29.60	11.17	-5.91	-0.86	-18.59	-12.60	-0.73	-33.30	-0.94	-1.62	3.93	12.27
环保	7.56	-1.21	25.84	-28.69	-35.57	-20.31	-24.37	-3.11	37.29	-24.46	63.08	-5.20	-1.14	21.70	11.11	3.20	36.80	-74.37	-10.40	-6.36	-19.78
美容护理	-20.40	14.89	5.33	30.73	-9.76	2.52	-26.14	0.90	36.68	-55.69	28.98	17.68	1.16	39.59	27.19	4.78	100.08	-21.07	-8.86	-10.42	-26.58

资料来源：Wind，东海证券研究所

目 录

- 一、实际利率看世界
- 二、旧动能、新动能和新质生产力
- 三、国际经济、政治和货币政策
- 四、展望与投资建议
- 五、风险提示

风险提示

- **国际地缘政治风险：** 俄乌冲突、巴以冲突存在不确定性，可能出现超预期扰动风险，或对地缘政治形势产生影响；
- **海外金融事件风险：** 可能导致全球出现系统性金融危机；
- **国内政策落地不及预期：** 政策落地执行不及预期则可能导致市场信心无法顺利恢复。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks
For Watching

感谢聆听

务实 创新
规范 协同



东海证券



东海研究