

顺风稳行，迎接投资新范式

(上篇) 2024年中国宏观经济展望

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点

④回顾 2023 年，中国进入后疫情时代，全球宏观环境复杂多变。海外方面，紧缩周期下，全球经济、资产价格处于相对逆风的估值环境。国内方面，市场对于疫后复苏节奏这条主线的判断处于“摸着石头过河”的状态，经济面临“三期叠加”问题：1) 长期债务、人口周期的挑战；2) 中期高质量转型的阵痛；3) 短周期疫后修复的力量。由于短期上行力量阶段性难以有效对冲中长期下行压力，需求不足、内生修复动力不强的特征较为明显，经济复苏呈“波浪式发展、曲折式前进”态势。

④2024 年宏观经济预计将呈现“顺风稳行”的主要特征：1) 海外流动性环境从逆风转向顺风；2) 国内政策灵活适度，经济温和、稳健复苏。

④中央经济工作会议厘清了“高质量、稳增长、防风险”三者动态平衡的实现路径——以高质量的进，促稳增长的稳，在稳的底线上防范化解风险。基调上 2024 年政策或将更加稳慎，更强调底线思维，“进”更主要代表高质量发展方向上的发力更加积极、扩大新增长动能，以“新动能为主，传统动能为盾”的方式推动经济的高质量发展。

④综合来看，2024 年经济复苏力度或将相对温和，预计全年 GDP 增速 4.7%。预计 LPR 降息空间在 10-30BP，降准空间在 50BP 左右，全年 CPI 温和回升至 1%左右，人民币汇率在 7 附近波动。

④“三驾马车”方面，预计全年消费增速 5.9%，随着疤痕效应的逐渐消退，居民消费倾向逐渐回升，消费增长前低后高、相对平滑；海外经济处于温和回落阶段，出口增速呈倒 U 型，全年增速预计-0.3%；全年固定资产投资增速预计 4.5%，在财政前置发力、“三大工程”支持性，基建地产前高后低，制造业投资相对平稳，预计基建投资增速 8%，地产投资增速-4.2%，制造业投资 6%。

④风险提示：海外经济硬着陆，国际形势超预期变化，海外再通胀及货币政策重新收紧，国内政策力度及经济复苏不及预期，地产下行压力超预期。

内容目录

1. 2023 年回顾——波浪式发展中面临的曲折	4
1.1. 后疫情时代的波浪式发展与需求不足的问题	4
1.2. 如何看待当前经济面临的挑战？	5
1.2.1. 长周期的挑战——债务、人口	6
1.2.2. 高质量发展转型阶段的中期阵痛	7
1.2.3. 疫后修复周期与“疤痕效应”	8
2. 2024 年宏观经济展望——顺风稳行	9
2.1. 宏观政策展望：如何实现“高质量、稳增长、防风险”的动态平衡？	9
2.1.1. “进”与“稳”——高质量与稳增长	10
2.1.2. “先立后破”——审慎稳妥推进的防风险	11
2.1.3. 财政货币政策发力的“适度”	11
2.2. 主要宏观经济指标展望	11
2.2.1. GDP 增速预计 4.7%——经济温和、稳健修复	11
2.2.2. 消费增速预计 5.9%——疤痕效应逐渐消退，消费增速前低后高	12
2.2.3. 预计全年出口增速基本持平，呈倒 U 型	13
2.2.4. 固定资产投资增速预计 4.5%——财政前置发力，地产降幅收窄，投资增速前高后低	13
2.2.5. 预计人民币汇率温和升值：7 左右	16
2.3. 宏观经济预测一览	17
3. 风险提示	17

图表目录

图 1：GDP 增速波浪式特征（2023 年为两年平均增速，%）	4
图 2：GDP 名义增速低于实际增速（%）	4
图 3：名义、实际库存增速持续下行（%）	5
图 4：企业营收增长较低，盈利下降（%）	5
图 5：通胀较为低迷，下半年 CPI、PPI 走势均弱于预期（%）	5
图 6：老龄少子化进入加速阶段（万人）	6
图 7：2008 年以来居民、企业杠杆率快速上升的趋势在疫情后发生明显变化（%）	6
图 8：中美居民部门杠杆率对比（%）	7
图 9：中国居民债务收入比已高于美国 2007 年水平（%）	7
图 10：2018 年以来高技术产业投资高增，基建及房地产投资增速存在明显的“此消彼长”（%）	8
图 11：消费与疫情前趋势相比出现明显缺口（亿元）	9
图 12：居民消费倾向降低，且 2023 年修复速度较慢	9
图 13：2022 年以来经济增长中枢不到 5%（2021-2023 年分别为两年、三年、四年平均增速）	10
图 14：2024 年 GDP 累计增速预计 4.7%（%）	12
图 15：预计 2024 年全年消费增长 5.9%（2023 年为两年平均增速，%）	12
图 16：2023 年下半年“以价换量”特征较为明显（以人民币计价，100 为与上年持平）	13
图 17：预计出口增速呈倒 U 型（%）	13
图 18：基建投资增速预计 8%（%）	14
图 19：制造业投资增速预计 6%（%）	14
图 20：房地产开发投资增速预计-4.2%（%）	15
图 21：2021 年以来低迷的新开工或形成后续对竣工的拖累（%）	15
图 22：商品房销售面积（亿平方米）与城镇化率增幅（%）	16

图 23: 商品房待售面积 (万平方米) 及期房销售占比.....	16
图 24: 2023-2024 年重要宏观经济数据预测 (同比数据单位为%)	17
表 1: 2023 年对地产“三大工程”的表述.....	16

1. 2023 年回顾——波浪式发展中面临的曲折

1.1. 后疫情时代的波浪式发展与需求不足的问题

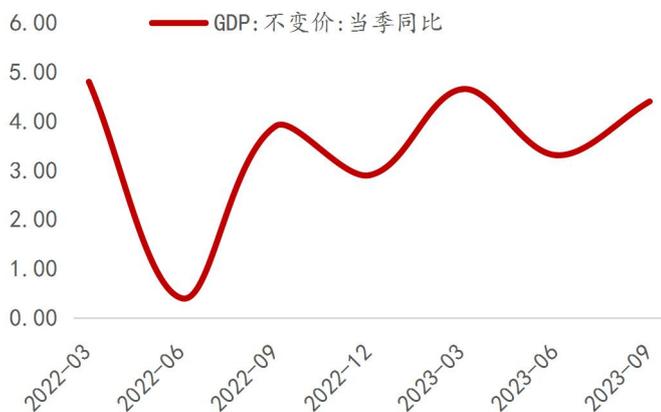
2023 年，中国进入后疫情时代，然而疫情之后的经济复苏并未如预期般一帆风顺，资产价格也出现了诸多预期外的波动。

海外方面，紧缩周期下，全球经济、资产价格处于相对逆风的估值环境。韧性较强的美国经济和通胀，让边走边看的美联储不得不在加息的道路上更进一步，全球流动性紧于预期，形成了对全球经济、资产价格相对逆风的估值环境。

国内方面，多重因素交织，经济复苏呈“波浪式发展、曲折式前进”态势。尽管中国步入疫情放开后的修复阶段，但市场对于疫后复苏节奏这条主线的判断上实质上是处于“摸着石头过河”的状态。疫后的需求释放与疤痕效应，地产复苏不及预期，库存周期的下行，经济发展结构变化，地方政府化债带来的不确定性，以及债务、人口等长周期问题显现等多重因素交织之下，中国经济复苏总体呈现“波浪式发展、曲折式前进”的态势。

从总量上来看，国内需求不足、内生修复动力不强的特征依然较为明显，企业盈利也面临一定压力。2023 年 GDP 增速有两大特征，1) 考虑 2022 年低基数特征，以两年平均增速统计，GDP 增速呈波浪式特征，二季度增速较低；2) 二、三季度 GDP 平减指数分别为-1.5%和-1.4%，名义增长自二季度起低于实际增长，且显著低于疫情前水平，名义增长的较大幅降低比实际增长更能反应出对居民收入、企业盈利的影响，加大了“宏观感受的温差”。

图 1: GDP 增速波浪式特征 (2023 年为两年平均增速, %)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

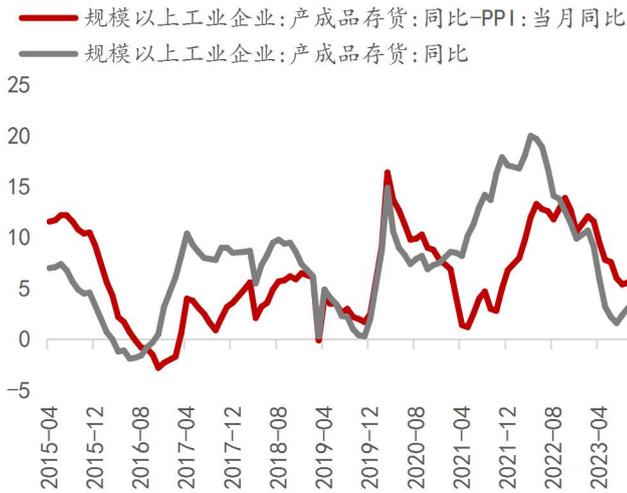
图 2: GDP 名义增速低于实际增速 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

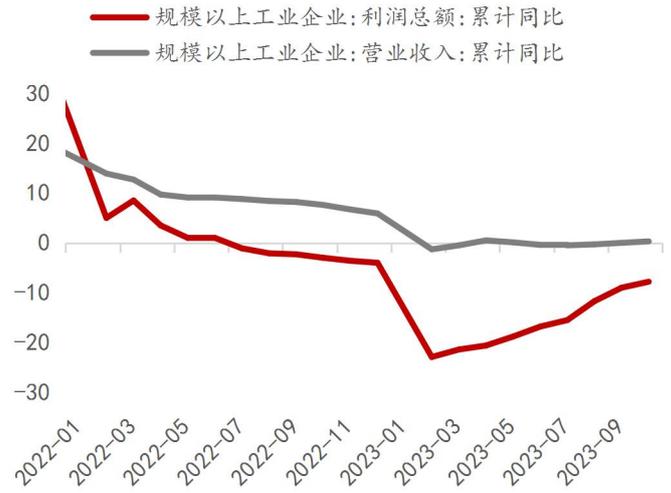
从企业盈利、库存周期和价格情况来看，2023 年由于企业处于去库存阶段，营收及盈利增长均明显承压，下半年修复也相对偏慢。价格方面，二季度以来物价低迷，阶段性的通缩压力也反应出当前需求不足的特征较为突出。

图 3：名义、实际库存增速持续下行（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

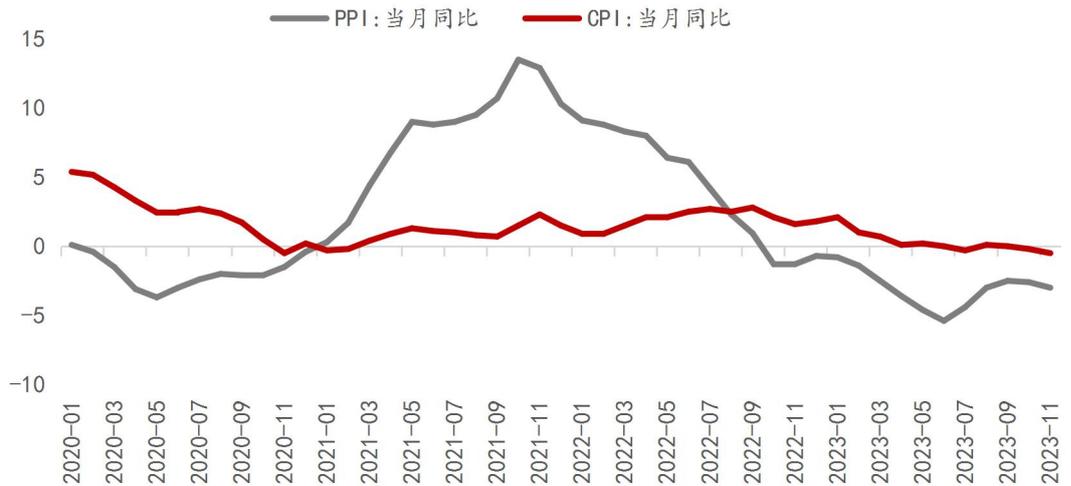
图 4：企业营收增长较低，盈利下降（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

价格指数方面，二季度以来 PPI 持续面临收缩压力，CPI 也延续低迷，阶段性的通胀下行压力也反应出当前需求不足的特征较为突出。

图 5：通胀较为低迷，下半年 CPI、PPI 走势均弱于预期（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

总体来看，当前经济需求不足的特征较为突出，其中既有短期因素，也有中长期因素的影响，因此，后续经济修复仍然面临一定挑战，需要政策的加码以稳固经济复苏的基础。

1.2. 如何看待当前经济面临的挑战？

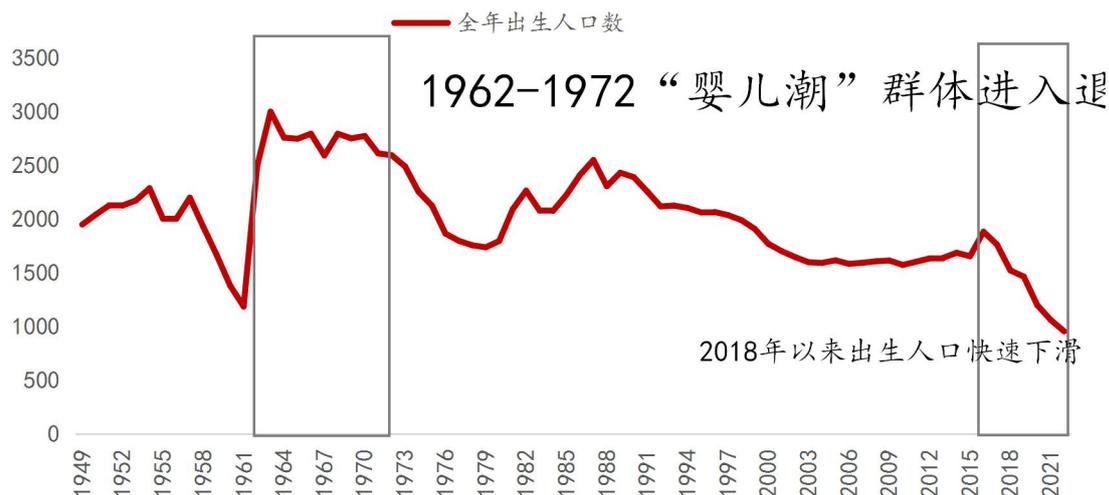
中央经济工作会议指出，我国当前面临“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点”的困难和挑战。以短期及中长期时间周期维度看，当前我国经济面临“三期叠加”问题——1) 长期债务、人口周期的挑战；2) 中期高质量转型的阵痛；3) 短周期疫后修复的力量。由于短期上行力量阶段性难以有效对冲中长期下行压力，导致内生修复动能不强，因而经济增长的变量主要在于政策方面的变化。

1.2.1. 长周期的挑战——债务、人口

从长周期来看，面临着人口与债务周期下行的挑战，导致经济增长中枢下移的压力增大。

人口周期方面，我国老龄少子化程度显著加速，居民的总需求增速以及风险偏好或将逐渐下移。一方面，1962-1972年出生婴儿潮群体逐渐进入退休高峰；另一方面，2018年以来出生人口快速下滑，2022年出生人口较2016年生育高峰下降49.2%。老龄少子化趋势加快代表着人口周期视角下，我国居民的总需求增速以及风险偏好或将逐渐下移。

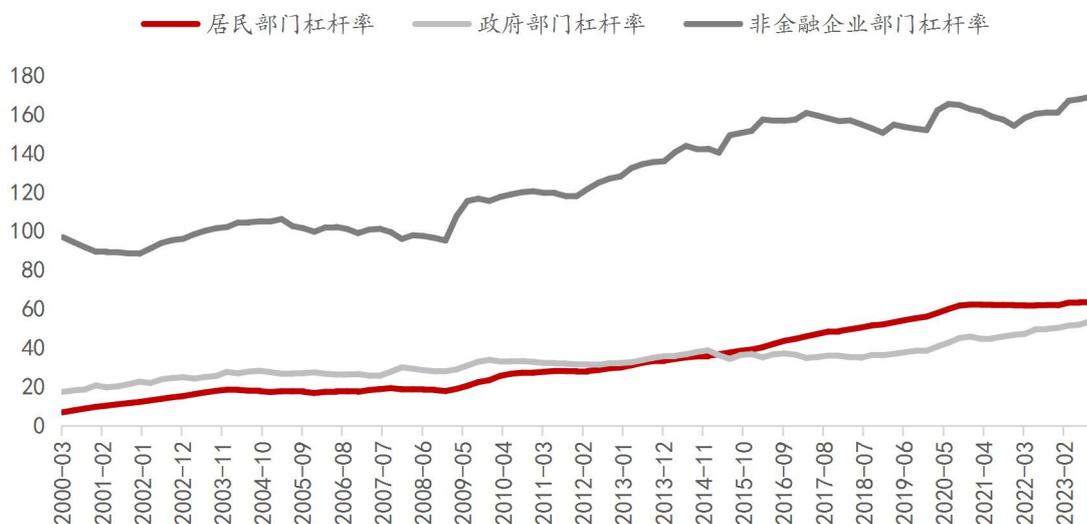
图6：老龄少子化进入加速阶段（万人）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

债务周期方面，依赖地产、基建债务驱动经济高速增长的模式也面临较大的挑战。在经历地产、基建长期高速增长之后，居民、企业杠杆率水平已升至高位，2008年以来，我国居民及企业杠杆率水平分别从17.9%、95.2%，上升至2023年第三季度的63.8%、169%。而疫情后，居民及企业杠杆率逐渐走平，进一步加杠杆意愿显著降低，从而导致与前期加杠杆阶段相比，需求增速下滑。

图7：2008年以来居民、企业杠杆率快速上升的趋势在疫情后发生明显变化（%）

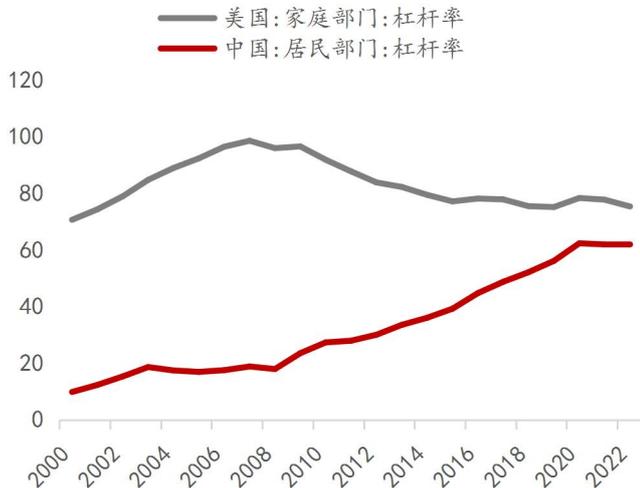


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

尤其是从居民部门的债务收入比看，债务压力较重。尽管当前中国居民部门杠杆率水平低

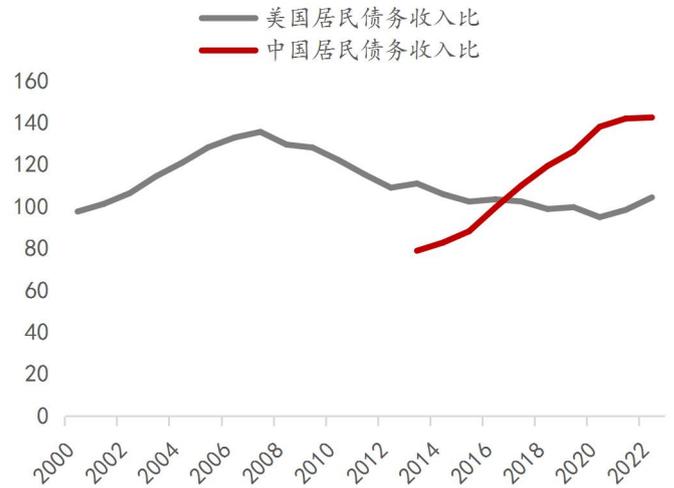
于美国，且明显低于美国 2007 年时的高峰水平，但考虑到中国居民收入占 GDP 比重相对较低，在杠杆率升至较高水平后，更加需要关注居民收入比的问题。根据我们测算，在居民债务收入比方面，中国目前已经攀升至 142% 的高位，高于美国当前的 104% 以及 2007 年高峰时期的 136%。

图 8：中美居民部门杠杆率对比（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 9：中国居民债务收入比已高于美国 2007 年水平（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

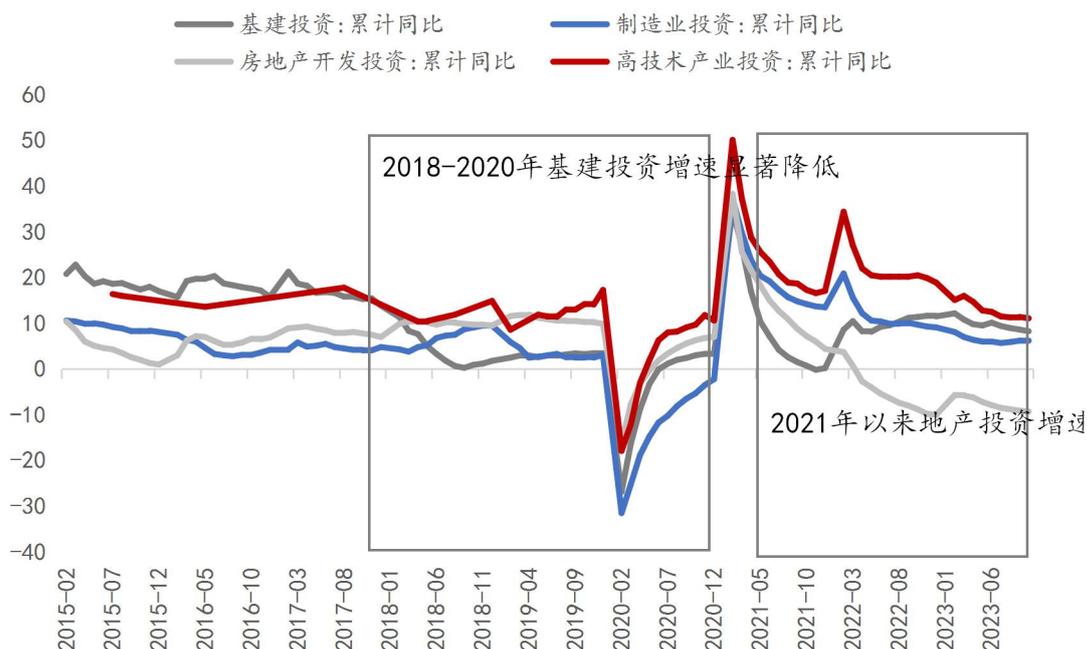
结合人口以及债务周期的情况来看，后续中国居民已难以进一步通过加杠杆来增加需求，大概率进入稳杠杆或降杠杆周期，形成居民端需求不足、资产负债表收缩、经济增长中枢下移的压力。

1.2.2. 高质量发展转型阶段的中期阵痛

当前我国处于从高速发展向高质量发展的转型阶段，包括科技创新、产业升级等高质量发展方向能够为经济提供新的、可持续的增长动能，且近几年相关产业的投资也持续保持高速增长。但是从中期来看面临着新旧动能切换的阵痛——新动能体量仍然难以填补地产等传统经济动能缺口。

尽管高质量产业持续高速增长，但体量尚不足以替代传统产业优化形成的缺口。自 2017 年 10 月十九大首次提出高质量发展的新表述以来，政府主动进行经济结构的优化和调整的迹象愈发明显，2018-2020 年基建投资明显降速，2021 年后对房地产市场的调控优化，以及疫情后我国高技术产业投资增速的明显提高。但是 2018 年以来，基建及房地产投资增速也存在明显的“此消彼长”的情况，反映出在经济结构的调整中，由于高质量产业仍处于蓬勃发展初期，尽管发展速度较快，但在体量方面仍无法弥补以基建、地产为代表的传统产业结构调整形成的缺口。

图 10：2018 年以来高技术产业投资高增，基建及房地产投资增速存在明显的“此消彼长”（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

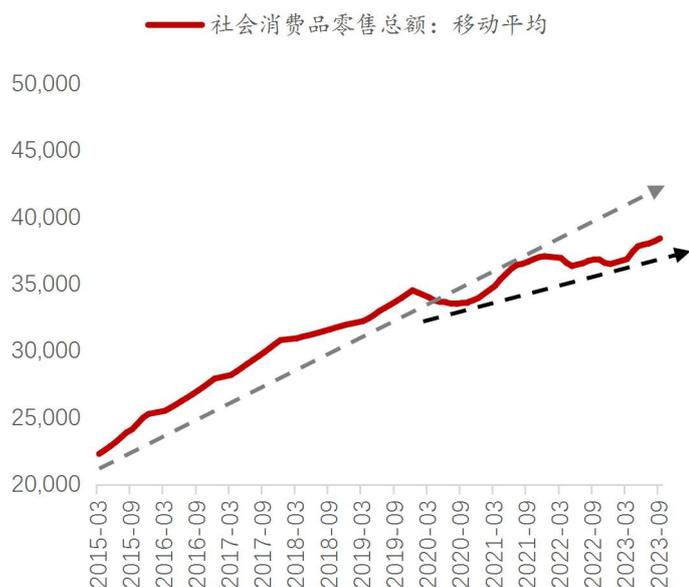
此外，我们在 2022 年 10 月的报告《复苏弱的症结和未来政策发力空间在哪？》中曾提到，在发展新经济的过程中要注意避免经济结构、居民收入失衡风险。因为地产基建相关的产业链上下游中存在较多的劳动密集型产业，涉及到较广泛的产业和就业；而新兴产业多以高端制造为主，属于资本、技术密集型产业，可能导致居民收入分化加剧。

另一方面，高质量发展的内涵除了增长动能方面的新旧切换，对部分传统产业的发展模式优化、风险的防范化解和质效提升的过程，也一定程度上降低了刺激传统动能的诉求。十九大提出高质量发展的同时，也提出了包括防范化解重大风险在内的三大攻坚战，自此以来，对于地方政府债务、房地产、金融领域的防范化解风险工作陆续展开。前期对于地方政府债务、房地产领域发展模式优化的过程中，对基建和地产投资增速形成了一定制约，从中短期时间维度来看降低了稳增长诉求。

1.2.3. 疫后修复周期与“疤痕效应”

疫情后，从消费数据来看，仍然存在较为明显的疤痕效应。根据社零总额的趋势来看，疫情之后与疫情前趋势出现明显的缺口，且 2023 年消费运行趋势尚未出现大幅反弹；根据消费倾向变化来看，2023 年修复速度也明显弱于 2021 年，仍然显著低于疫情前水平。可见尽管 2023 年疫情放开，但是疤痕效应尚未明显消退，居民消费倾向的回升放缓，形成了居民消费端的需求缺口。

图 11：消费与疫情前趋势相比出现明显缺口（亿元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 12：居民消费倾向降低，且 2023 年修复速度较慢



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

“三期叠加”中疤痕效应的修复对应短期向上动能，但在短期内难以有效逆转新旧动能切换，及人口、债务周期问题带来的下行压力，形成了需求不足、内生修复动力不强的局面。

2. 2024 年宏观经济展望——顺风稳行

2024 年宏观经济预计将呈现“顺风稳行”的主要特征：1) 海外流动性环境从逆风转向顺风；2) 国内政策灵活适度，经济温和、稳健复苏。

政策在稳慎的基础上把握好稳增长力度和方向——政策的“适度”与“灵活”。在托底经济不发生较大不利波动的基础和底线上，既要坚定延续高质量发展目标，又要处理好地方债务、地产、金融领域的防范化解风险工作。同时，关注政策动态调整的“灵活性”，当下行压力明显缓解时，则政策重心会向高质量和防风险适度倾斜；反之则继续加码稳增长政策。

辩证看待稳增长政策与经济下行压力——经济复苏的力度温和、稳健。一方面，面对当前需求不足以及“三期叠加”的问题，尤其是债务扩张逻辑的变化，资产负债表收缩对财富效应及信心的影响、居民部门难以加杠杆带来的需求缺口等问题，政策仍需以高质量发展为核心，在非大水漫灌式刺激背景下，经济增长、居民信心的修复并非一朝一夕之功。另一方面，大放水式刺激的代价是短期进一步推升债务负担，可持续性不强，且会与高质量发展和防风险任务存在一定冲突，对应着政策强刺激的概率不高。

综合来看，在政策稳慎、守住底线的基础上，风险的防范化解及经济的复苏周期将被拉长，经济复苏力度也将相对温和，预计全年 GDP 增速 4.7%。

2.1. 宏观政策展望：如何实现“高质量、稳增长、防风险”的动态平衡？

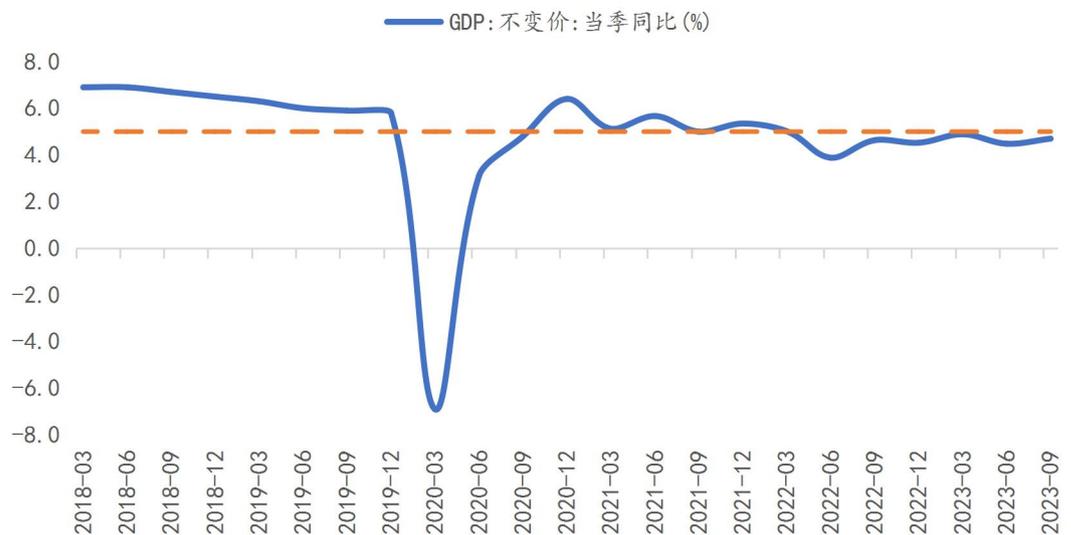
2023 年 12 月政治局会议定调“稳中求进、以进促稳、先立后破”，释放了相对积极的信

号。厘清了“高质量、稳增长、防风险”三者动态平衡的实现路径——以高质量的进，促稳增长的稳，在稳的底线上防范化解风险。基调上 2024 年政策将更加稳健，更强调底线思维。

自 2019 年以来，政治局会议及中央经济工作会议等重要会议均不断强化“高质量发展、防范化解风险”的政策思路，此次会议仍然反复强调了扩内需、高质量发展、防范化解风险；对于经济增长方面维持了 2021 年以来“持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”的表述，也显示出宏观政策思路的一致性。

回顾近几年政策的动态调整情况，不难发现在稳增长方面政策态度相对有定力。从 GDP 增速（2021-2023 年分别为两年、三年、四年平均增速）来看，在 2021 年实际 GDP 增长中枢高于 5% 的阶段，政策重心向高质量和防风险有所倾斜，如对地产、教培、互联网等行业监管趋严；而在 2022-2023 年实际 GDP 增长中枢低于 5% 时，在稳增长方面也相对有定力，如 2023 年经济增长目标定在 5% 左右（低于市场普遍预期的 5.5% 左右），并且针对地方债务化解、金融体制改革做了相应部署。

图 13：2022 年以来经济增长中枢不到 5%（2021-2023 年分别为两年、三年、四年平均增速）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.1.1. “进”与“稳”——高质量与稳增长

当前经济高质量发展主线较为明确，进代表高质量产业发展，稳才是传统产业基调——“高质量为矛，传统产业为盾”。“进”主要代表着科技创新、绿色发展等高质量产业的发展思路，在政策的大力支持下积极进取，通过高质量产业的新动能替代旧动能；“稳”则代表着经济结构优化调整阶段，不能让旧动能失速，由于对传统产业的过度刺激会与高质量发展目标有一定冲突，因而核心在于托底。

结合需求端“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。”的表述变化来看，扩需求也更加注重可持续性。由于传统基建投资主要依赖债务驱动，属于外生刺激力量，在扩内需的可持续性不高。未来在扩内需方面或将更加依赖于通过科技创新、产业升级等方面催生新的高质量投资需求以及消费需求，进而打通消费和投资相互促进的循环，增强内生动能。

因此，尽管提出了以进促稳的增量信息，但“进”更主要代表高质量发展方向上的发力更加积极、扩大新增长动能，而非大力刺激基建、地产等旧动能。

2.1.2. “先立后破”——审慎稳妥推进的防风险

“先立后破”的提法在 2021 年末就曾出现，当时对应“五个正确认识”，以其中的碳中和领域为例，核心思想在于“要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役”。

现阶段我国防风险任务主要集中于地方债务、房地产、金融三大领域，若在风险的防范化解进程中过于激进，则可能牵一发而动全身，加大经济下行风险。因此，对“先立后破”的强调本质上是针对防风险方向上强调守住不发生系统性风险的底线，避免“合成谬误”，在风险的防范化解上应更加审慎稳妥。也意味着防范化解风险的周期将适度拉长。

2.1.3. 财政货币政策发力的“适度”

12 月政治局会议在财政、货币政策表述上均提到了适度——“积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。”这意味着不搞大水漫灌式刺激政策的思路仍然得到了延续。

财政政策方面，2024 年赤字率目标或在 3%-3.5%，节奏上前置发力，下半年有追加赤字的可能。考虑到上述我国面临的增长挑战，预计 2024 年财政政策方面，赤字率将有所提高。2023 年底发行万亿国债，其中 5000 亿留到 2024 年使用，考虑到房地产“三大工程”可能需要重启 PSL 工具，一定程度上缓解了 2024 年赤字压力，2024 年财政赤字率目标或在 3%-3.5%，从节奏上来看，出于对冲经济下行压力、提振市场信心的目的，整体财政支出仍然将维持前置发力，若经济不及预期，则可能会在下半年提高赤字率或加大其他政策工具使用补充财政资金。

货币政策方面，2024 年预计降息空间在 10-30BP，降准空间在 50BP 左右。由于经济下行、通缩压力仍存，且美联储有望开启降息，缓解息差压力，2024 年国内仍然需要偏宽松的货币政策支持经济复苏及物价回升，降准降息可期，预计降息空间在 10-30BP，降准空间在 50BP 左右。

2.2. 主要宏观经济指标展望

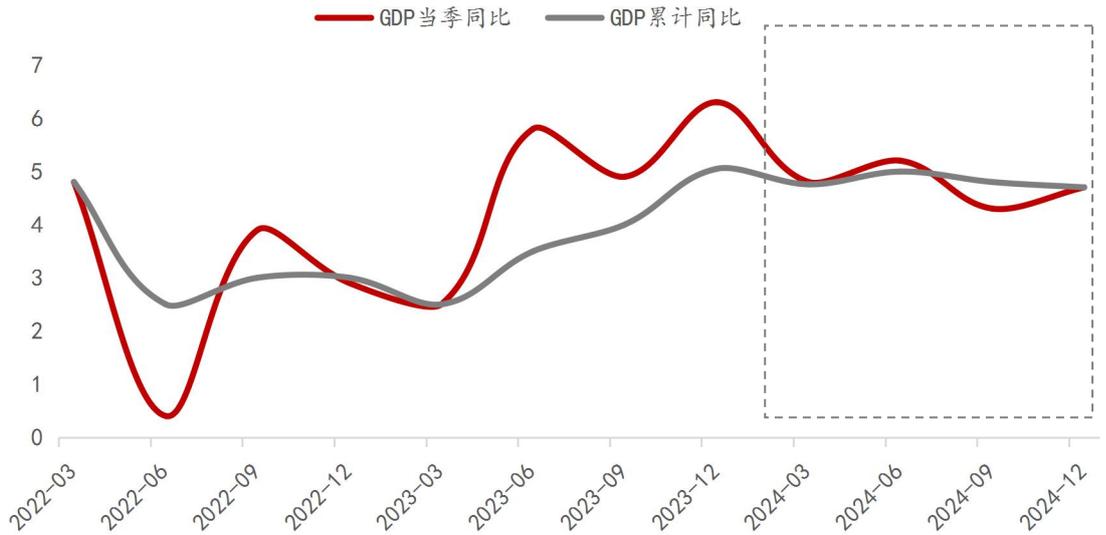
预计 2024 年中国 GDP 增速为 4.7%，根据 2023 年四季度 IMF 的最新预测，2024 年全球经济增速将降至 2.9%，中国经济增速仍将显著高于全球经济增速。

2.2.1. GDP 增速预计 4.7%——经济温和、稳健修复

一方面，2024 年政策注重做好“高质量、稳增长、防风险”三者平衡，难以向稳增长显著倾斜；另一方面，全球宏观环境依然存在较多不确定性，例如海外经济下行斜率、海外大选年、地缘风险等。因此，2024 年经济目标不宜定的过高，要预留一定空间，GDP 增速目标订在 4.5%-5%或与“尽力而为、量力而行”的思路更加贴合。

根据我们测算，2024 年 GDP 累计增速预计为 4.7%，呈“倒钩”型：单季增速呈波浪式前进特征，上半年增速相对较高，三季度为全年增速低点。

图 14：2024 年 GDP 累计增速预计 4.7%（%）



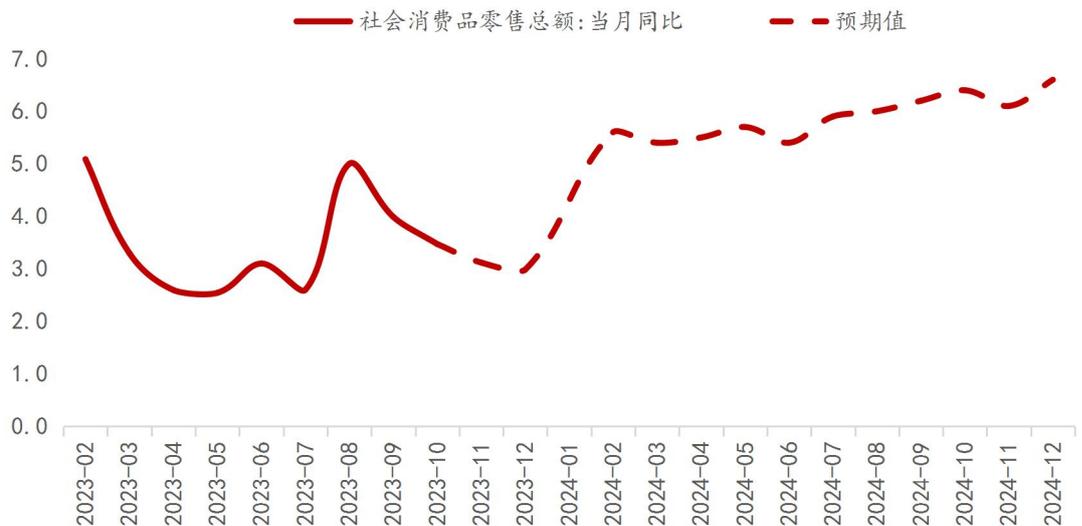
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

通胀方面，2024 年呈温和修复态势，低基数因素下，预计 CPI 回升至 1%，PPI 升值 0.2%。由于海外经济处于回落趋势且中国经济温和复苏为主，大宗商品价格或整体处于低位运行状态，PPI 或小幅回正，预计全年 0.2%；由于国内需求整体处于弱复苏趋势，猪肉价格受能繁母猪去化较慢影响仍将维持偏低水平，全年 CPI 预计温和回升至 1%。

2.2.2. 消费增速预计 5.9%——疤痕效应逐渐消退，消费增速前低后高

2024 年，预计全年消费增速 5.9%，随着疤痕效应的逐渐消退，居民消费倾向逐渐回升，消费增长前低后高、相对平滑。随着疤痕效应的逐渐修复，居民消费倾向有望逐渐回升，对应消费增速呈现前低后高的趋势；此外，疫后需求集中释放、基数等因素逐渐消退，消费增长走势从高波动回归相对平滑状态。

图 15：预计 2024 年全年消费增长 5.9%（2023 年为两年平均增速，%）

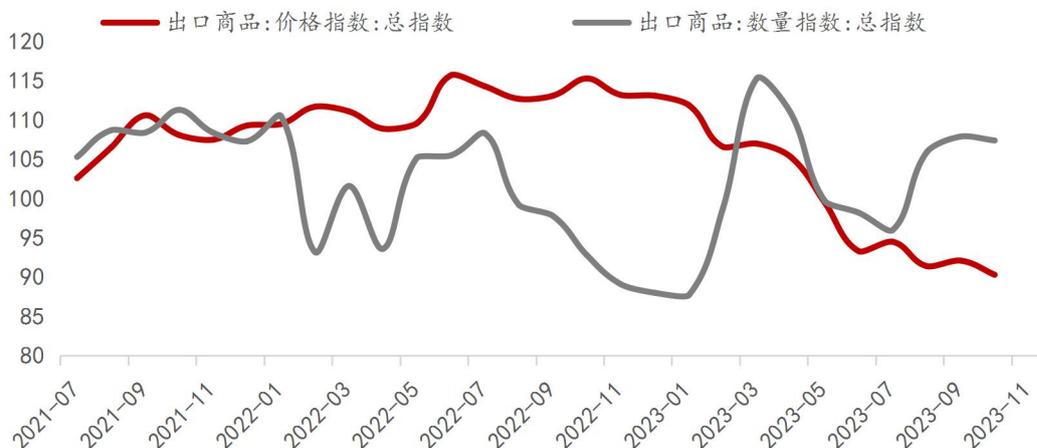


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.3. 预计全年出口增速基本持平，呈倒 U 型

2023 年，高基数因素以及海外通胀逐渐回落的环境下，我国出口面临下行压力，下半年“以价换量”的特征较为明显，在以人民币计价的情况下价格仍然较快回落。

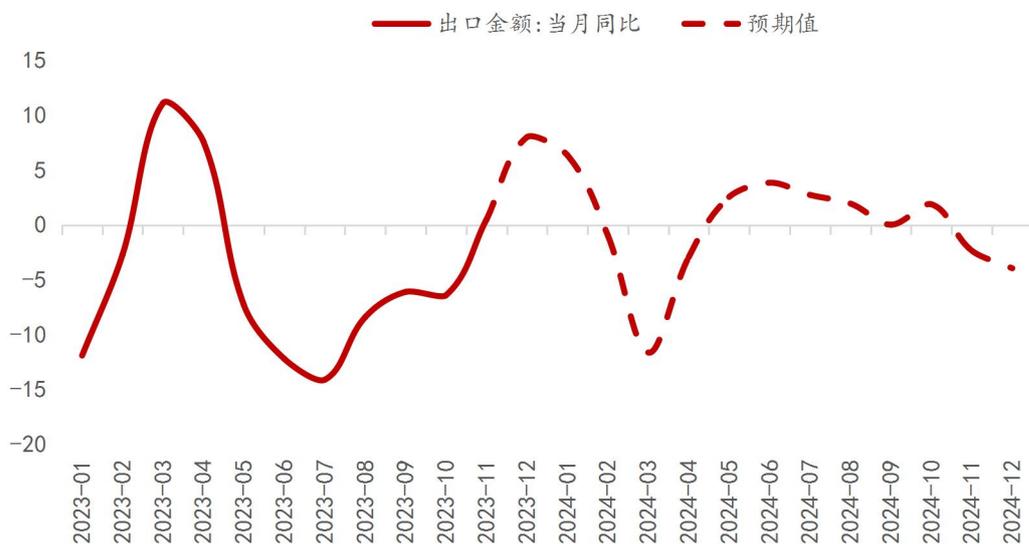
图 16：2023 年下半年“以价换量”特征较为明显（以人民币计价，100 为与上年持平）



资料来源：Wind 华宝证券研究创新部

2024 年，海外经济大概率处于温和回落、从过热回归常态的过程，对我国外需影响偏中性，并无大幅的上行或下行驱动力。预计 2024 年出口增速呈倒 U 型，全年增速为-0.3%。

图 17：预计出口增速呈倒 U 型（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.4. 固定资产投资增速预计 4.5%——财政前置发力，地产降幅收窄，投资增速前高后低

2024 年预计固定资产投资增速 4.5%，整体呈前高后低走势，基建投资增速 8%，制造业投资 6%，地产投资增速-4.2%。

1. 基建投资增速 8%，财政前置发力对应前高后低

2024 年，由于提振信心，对冲经济下行压力的需要，基建发力仍然偏前置，且整体增速将不低于 2023 年。预计全年基建投资增速为 8%，高点在一二季度。

图 18：基建投资增速预计 8%（%）

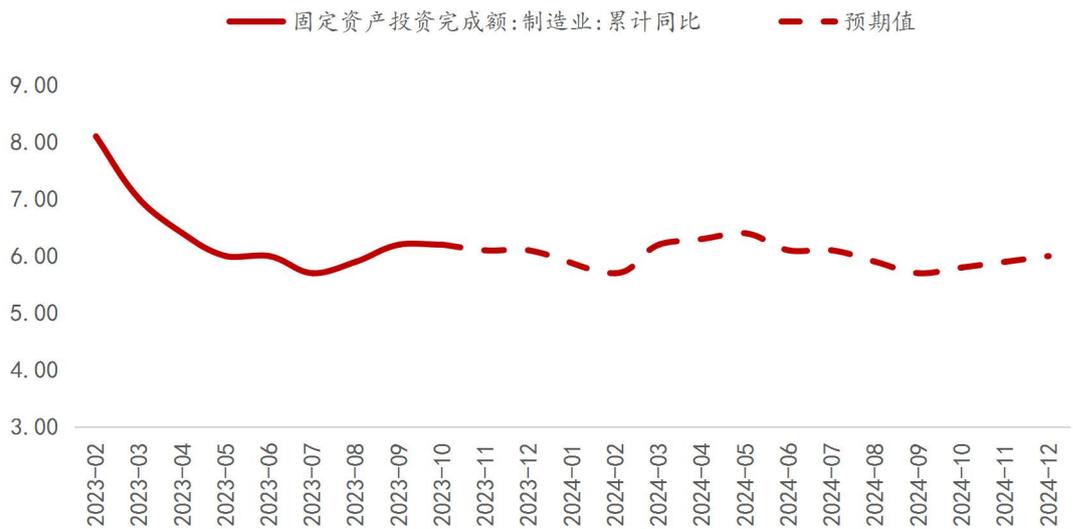


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 制造业投资增速预计 6%，整体相对平稳

2024 年，高质量发展格局下，高技术制造业投资仍然维持高增长，制造业投资增速预计将维持偏稳健运行状态，预计全年增速 6%，较 2023 年微幅下降，整体趋势相对平滑。

图 19：制造业投资增速预计 6%（%）



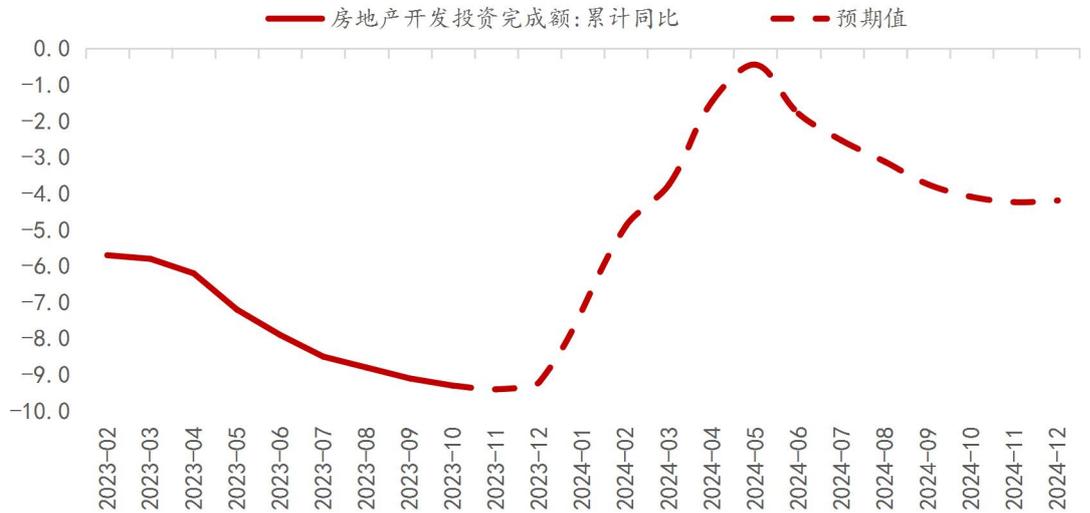
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 房地产开发投资增速预计-4.2%，关注“三大工程”发力节奏

2024 年，房地产投资仍然面临下行压力，但“三大工程”发力将对地产投资形成拉动效果，

预计全年增速-4.2%，较 2023 年跌幅收窄，预计三大工程的带动作用或主要在上半年体现，但具体的力度和节奏可能会出现变化。

图 20：房地产开发投资增速预计-4.2%（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2024 年地产投资下行压力来自于前期低迷的开工向竣工的传导。在“保交楼”政策推动下，2023 年房地产竣工的大幅回升对地产投资形成重要支撑，但从新开工到竣工存在 2-3 年的建设周期角度考虑，2024 年这一支撑或将面临较大下行压力。2014-2015 年新开工的低迷，对于 2017-2019 年竣工形成显著的拖累。2021 年以来，新开工面积持续大幅走低，未来竣工端高增速的难以维系，或对应 2024 年起约 2-3 年的竣工下行周期。

图 21：2021 年以来低迷的新开工或形成后续对竣工的拖累（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

“三大工程”托底地产投资增速，具体节奏和力度需要观察。2023 年以来，政府在托底地产的方向上逐渐重视保障性住房、大城市城中村改造以及平急两用基础设施建设的“三大工程”，央行也表示未来将为“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持。预计 2024 年将再次启用 PSL 等政策工具提供资金支持，中性假设下将投放 5000 亿元 PSL，从而对地产投资形成支撑。

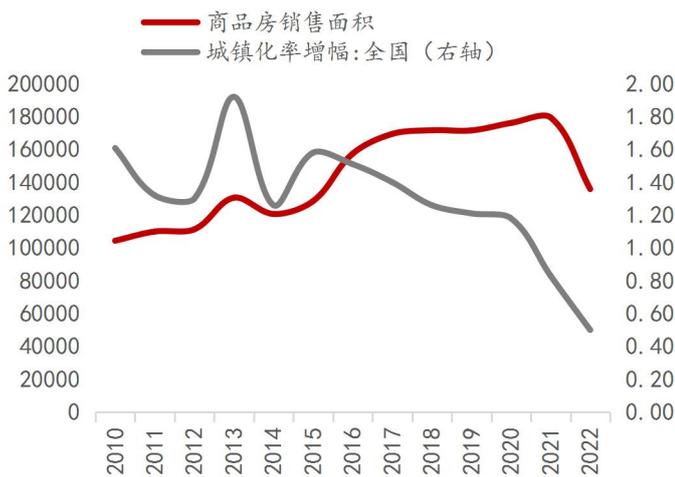
表 1: 2023 年对地产“三大工程”的表述

时间	会议/讲话	对“三大工程”表述
2023.4	政治局会议	推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
2023.7	政治局会议	要加大保障性住房建设和供给，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。
2023.11	央行三季度货币政策执行报告	落实好房地产“金融 16 条”，加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度。
2023.12	新华社专访央行行长潘功胜	做好金融支持房地产市场平稳健康发展工作，为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持。

资料来源：中国政府网，新华社，华宝证券研究创新部

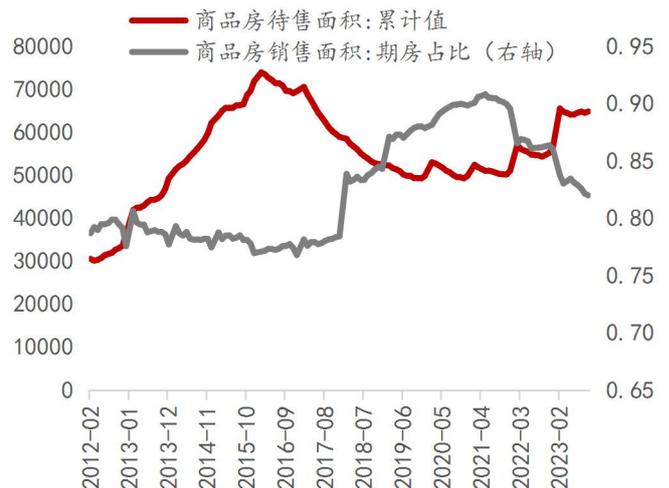
预计 2024 年商品房销售面积增速将在-5%左右。从地产需求的角度来看，随着城镇化进程的放缓，刚性需求的减弱趋势或尚未结束，根据《中国人口普查年鉴-2020》显示，我国城市家庭人均居住面积为 36.52 平方米，意味着每 1%的城镇化率对应约 5 亿平米的刚性需求，2021 年以来我国城镇化率进程明显放缓，中性假设下未来年化增幅或在 0.6-0.8%左右，对应刚性需求为 3-4 亿平米。2016-2021 年的地产销售骤增或对应了较高的投机性需求，因而选取 2013-2015 年期间作为参考，在此期间地产销售面积平均约 12 亿平米，1.5%的城镇化率对应约 7 亿平米刚需，则在此期间改每年善型需求对应约 5 亿平米。假定改善型需求总体变化不大，以此粗略估算未来我国刚需、改善型需求或分别对应 3-4 亿、5 亿平米左右的地产销售需求，即 8-9 亿平米的总需求。此外，当前商品房待售面积持续增加，期房销售占比降低，二手房销售增多等因素影响下，未来 3-5 年时间内地产销售或将处于寻底、筑底阶段，预计 2024 年商品房销售面积增速将在-5%左右。

图 22: 商品房销售面积 (亿平米) 与城镇化率增幅 (%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 23: 商品房待售面积 (万平米) 及期房销售占比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.5. 预计人民币汇率温和升值：7 左右

2024 年影响人民币汇率的三个主要逻辑：

- 1.外部利率水平回落。主要逻辑在欧美经济有韧性回落，而非衰退的中性假设下，欧美央

行货币政策将在年中前后转向降息，但降息幅度相对有限，利率仍处在相对高位；

2.美元或维持高位。从欧美相对强弱情况来看，欧洲经济相对较弱，未来欧央行的货币政策与美联储大概率同向，因而即使美联储降息，也并不意味着美元指数将趋势下行，中性假设下美元指数将维持在当前中枢波动；

3.中国经济将呈温和复苏态势。经济复苏的趋势将有助于人民币汇率压力缓解，但从中美利差角度来看，美国十年期国债收益率中枢或降至3.5%左右，中国十年期国债收益率或在2.5%附近，中美利差仍处于倒挂状态，因而人民币相对美元难言大幅升值。

预计2024年人民币汇率将温和升值，美元兑人民币中枢或将维持在7左右，人民币对非美货币升值幅度相对更大。

2.3. 宏观经济预测一览

图 24：2023-2024 年重要宏观经济数据预测（同比数据单位为%）

指标	2023年	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024年
GDP（当季同比）	5.2	4.8	5.2	4.3	4.7	4.7
社会消费品零售总额（当季同比）	7.5	5.5	5.5	6.0	6.4	5.9
固定资产投资（累计同比）	2.9	5.1	5.6	4.9	4.7	4.7
基建投资（累计同比）	7.7	9.4	8.7	8.6	8.0	8.0
制造业投资（累计同比）	6.1	6.2	6.1	5.7	6.0	6.0
房地产投资（累计同比）	-9.2	-4.9	-2.0	-3.7	-4.2	-4.2
出口（当季同比，美元计价）	-2.1	3.5	1.2	1.6	-1.5	-0.3
通胀						
CPI（当季同比）	0.2					1.0
PPI（当季同比）	-3.0					0.2
货币政策变化						
LPR						下降10-30BP
存款准备金率						下降50BP
人民币汇率	7.2					7

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 风险提示

海外经济硬着陆，国际形势超预期变化，海外再通胀及货币政策重新收紧，国内政策力度及经济复苏不及预期，地产下行压力超预期。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，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，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。