



● 主要结论

11 月国民经济稳步回升，工业增加值超预期，消费延续上行，投资下行趋势企稳，出口略有好转，货币供应总体充裕仍存结构性问题，物价总体不佳。

中央经济工作会议。2024 年经济工作要坚持稳中求进工作总基调；还要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。

财政政策方面。2024 年积极的财政政策新要求，“适度加力、提质增效”。其中，“加力”或体现在对地方政府新增专项债额度上，2024 年或将上涨至 4.0 万亿元。关于赤字率，2024 年赤字率或将仍为 3.0%。当然，财政的“适度”提升仍有空间。财政的“适度”，主要是考虑到地方政府债务问题以及财政政策对私营部门的发展存在“挤出效应”，因此，财政的“适度”也决定了政策的有效性。

货币政策方面。2024 年稳健的货币政策操作新思路，“灵活适度、精准有效”；针对的正是，货币供应的“淤积”或“空转”问题。货币政策操作具体新思路为“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”。新思路注重货币供应结构，突出物价水平的重要性，关注市场主体预期，并且新思路更适用当前货币供应的实际情况。因此，进入 2024 年，预计短期内降息（贷款利率）操作可能性降低。降准方面，后期采取定向降准或是可选操作。

汇率政策方面。美联储 12 月继续维持利率不变，且美联储此后继续加息可能较小，已经开始转入维持高利率阶段，并开始决策降息时点。中性预计，美联储 2024 年 7 月开启降息。近期，随着市场开始交易美联储降息，美国 10 年期国债收益率有所回落，中美利差也有所下降。由于临近元旦以及随后的春节假期，结汇需求的季节性增长或将进一步推动人民币汇率走强，近期在岸美元兑人民币或在 7.05 一线波动。

房地产政策方面。房地产供需两侧协同发力。12 月 14 日，根据北京和上海住建委消息，两地均调整普通住宅标准，下调首套和二套最低首付比例以及房贷利率下限，或将进一步带动商品房销售。近期，“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”的工作不断推进，预计相关资金最快或在元旦后春节前落实。12 月 22 日，根据北京市住建委消息，拟对商品房预售资金监督管理，新版原则突出“政府监管”，后期，商品房预售资金监管或将在全国范围推行。

分析师：夏豪杰
从业资格号：F0275768
投资咨询号：Z0003021
电话：0755-23510053
邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰
从业资格号：F03115138
电话：021-55007766-6636
邮箱：15721 @guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、重要会议和政策

表：2023 年 12 月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
12 月 05 日	根据财政部新闻办公室消息，财政部有关负责同志就穆迪评级公司下调我国主权信用评级展望有关问题接受了记者采访。穆迪评级公司发布报告，维持中国主权信用评级不变，但将评级展望由“稳定”调整为“负面”。另据穆迪消息，11 月 10 日，将美国主权信用评级展望从“稳定”下调至“负面”，同时维持美国的评级为最高投资级别。
12 月 12 日	根据新华社报道，中央经济工作会议 12 月 11 日至 12 日在北京举行。
12 月 13 日	国家发展改革委下达增发国债第一批项目清单。据央视新闻 12 月 18 日报道，第一批国债资金预算为 2379 亿元。
12 月 14 日	美联储发布声明，联邦基金目标利率区间为 5.25%至 5.50%，即维持利率不变，这是继 9 月和 11 月维持利率不变之后，美联储又一次暂停加息。美联储下一次议息会议时间，定于当地时间 2024 年 1 月 30 日至 31 日。
12 月 14 日	根据北京和上海住建委消息，两地均调整普通住宅标准，下调首套和二套最低首付比例以及房贷利率下限。
12 月 15 日	根据中国人民银行消息，12 月 1 年期 MLF 利率保持不变，投放量为 1.45 万亿元；考虑到到期量，12 月 1 年期 MLF 净投放量为 8000 亿元。
12 月 18 日	根据澎湃新闻报道，受国际形势影响，中远海运、东方海外以及长荣海运已经口头通知暂停红海航线货物的接载。此外，ONE 海洋网联船务、马士基 (Maersk)、法国达飞轮船 (CMA CGM)、地中海航运 (MSC)、赫伯罗特 (Hapag-Lloyd) 等也有相关航线调整和货物接载变化。
12 月 20 日	据新华社报道，中央农村工作会议 12 月 19 日至 20 日在北京召开。
12 月 20 日	根据中国人民银行消息，12 月 1 年期和 5 年期以上贷款市场报价利率 (LPR) 均维持不变。至 12 月 21 日，根据工商银行官方网站消息，自 12 月 22 日起下调存款挂牌利率；至 12 月 22 日，农业银行、中国银行、建设银行、交通银行官网发布公告，自 12 月 22 日起下调存款挂牌利率。调整后，各国有大行定期整存整取一年期利率降至 1.45%。
12 月 20 日	据新华社报道，中央农村工作会议 12 月 19 日至 20 日在北京召开。会议强调，抓好粮食和重要农产品生产，稳定粮食播种面积，推动大面积提高粮食单产，巩固大豆扩种成果，探索建立粮食产销区省际横向利益补偿机制，做好农业防灾减灾救灾工作，确保 2024 年粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上。
12 月 21 日	根据环球银行金融电信协会 (SWIFT) 数据，11 月人民币在全球支付货币占比为 4.61%，超过 9 月的 3.71%，为历史最高值；继 2021 年 12 月和 2022 年 1 月后，再次超越日元占比。2023 年 11 月占比前 6 的货币分别为，美元 47.08%、欧元 22.95%、英镑 7.15%、人民币 4.61%、日元 3.41%以及加元 3.41%。
12 月 21 日	根据住建部消息，12 月 21 日至 22 日，全国住房城乡建设工作会议在北京召开。会议指出，明年的工作要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，重点抓好 4 大板块 18 个方面工作，包括保交楼工作落实属地责任、加强预售资金监管、加快预售制度改革、一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求等。
12 月 22 日	根据财政部消息，12 月 21 日至 22 日，全国财政工作会议在北京召开。会议指出，2024 年要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策，适度加力、提质增效。适度加力，主要是保持适当支出强度，释放积极信号；合理安排政府投资规模，发挥好带动放大效应；加大均衡性转移支付力度，兜牢基层“三保”底线；优化调整税费政策，提高精准性和针对性。提质增效，主要是在落实过紧日子要求、优化财政支出结构、强化绩效管理、严



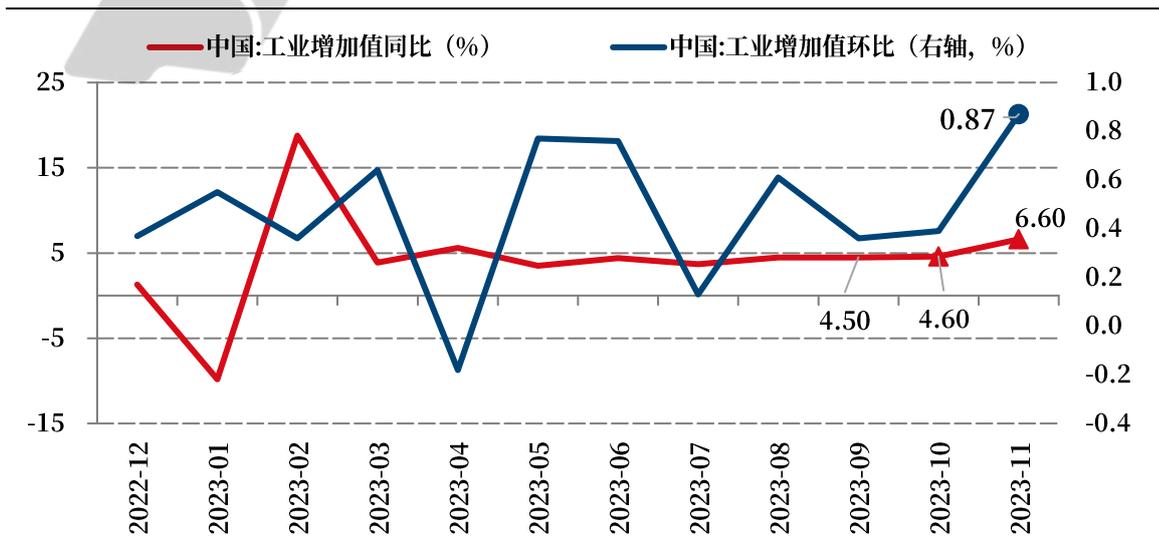
	肃财经纪律、增强财政可持续性、强化政策协同六个方面下功夫。
12月22日	根据北京市住建委消息,《北京市商品房预售资金监督管理办法》(2023年修订版,简称《办法》)面向社会公开征求意见。新修订的《办法》从监管实践出发,将监管原则调整为“政府监管、社会监督、专户收存、专款专用、核定支出、违规追责”。
12月23日	根据央视新闻报道,苏伊士运河管理局表示,近期有113艘船只从苏伊士运河改道。另据,马士基CEO表示,改走非洲南端好望角航线,航程将被延后2至4周时间。
12月23日	根据国家发展改革委微信公众号消息,近日,国家发展改革委商有关部门下达2023年增发国债第二批项目清单,共涉及增发国债项目9600多个,拟安排国债资金超5600亿元。截至目前,前两批项目涉及安排增发国债金额超8000亿元,1万亿元增发国债已大部分落实到具体项目。

数据来源:财政部等、国信期货

二、经济基本面

规上工业增加值超预期,国有私营均好转。11月,规模以上工业(简称“规上工业”)增加值同比增长6.6%,预期(wind)5.7%,较10月的4.6%涨幅扩大2个百分点。从环比看,11月,规上工业增加值比上月增长0.87%。分行业看,11月,41个大类行业中有28个行业增加值保持同比增长。其中,增幅较大的行业有,汽车制造业增长20.7%,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长12.7%,计算机、通信和其他电子设备制造业增长10.6%,有色金属冶炼和压延加工业增长10.2%,电气机械和器材制造业增长10.2%;跌幅较大的行业是,医药制造业下跌8.1%。分经济类型看,11月规上工业增加值同比,国有控股企业增长7.3%,涨幅较10月扩大2.4个百分点,涨幅是2021年6月以来的新高;股份制企业增长7.2%,涨幅较10月扩大1.6个百分点,涨幅是2021年7月以来的新高;外商及港澳台商投资企业增长4.4%,涨幅较10月扩大3.5个百分点,连续4个月好转;私营企业增长5.2%,涨幅较10月扩大1.3个百分点,涨幅是2022年3月以来的新高。

图1:工业增加值



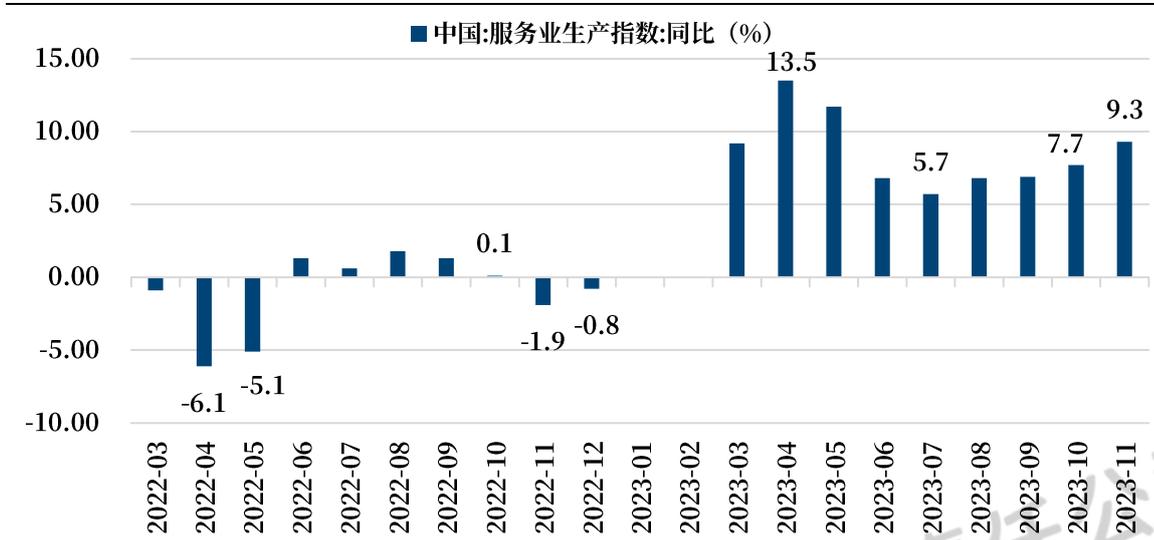
数据来源: wind 国信期货

服务业继续保持较好增速。11月,全国服务业生产指数同比增长9.3%,比10月的上涨7.7扩大1.6个百分点。分行业看同比增速,住宿和餐饮业生产指数增长30.6%,交通运输、仓储和邮政业生产指数增



长 15.1%，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数增长 13.3%，批发和零售业生产指数增长 11.9%，分别比上月加快 9.3、1.9、2.4 和 1.9 个百分点。由于 2022 年 11 月和 12 月服务业生产指数基数较低，因此，12 月服务业生产有望继续保持较好增长。

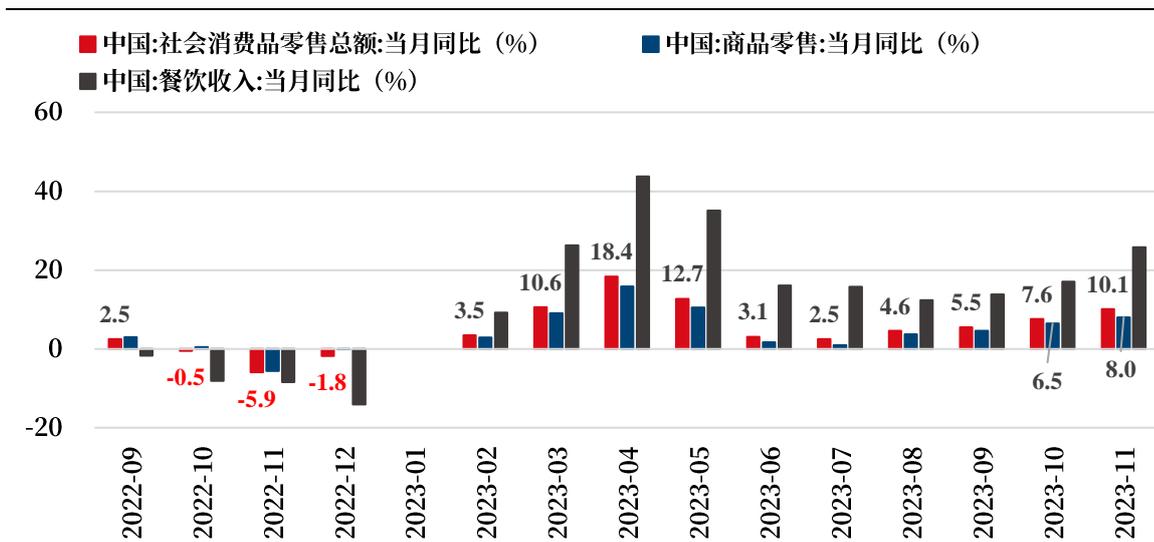
图 2：服务业生产



数据来源：wind 国信期货

社零涨幅延续上行，服装鞋帽表现较好。11 月，社会消费品零售（简称“社零”）总额 4.25 万亿元，同比增长 10.1%。涨幅较 10 月扩大 2.5 个百分点，连续 4 个月趋势回升。11 月社零涨幅较好，与去年基数较低有一定关联；考虑到去年 12 月社零基数同样不高，为下降 1.8%，今年 12 月社零有望继续保持较好增速。按消费类型分，11 月，商品零售同比增长 8.0%，较 10 月的增长 6.5% 扩大 1.5 个百分点；餐饮收入同比增长 25.8%，增速较 10 月的增长 17.1% 扩大 8.7 个百分点。从商品零售的具体商品类型情况来看，11 月同比涨幅居前的有，服装、鞋帽、针纺织品类上涨 22.0%，通讯器材类上涨 16.8%，烟酒类上涨 16.2%，体育、娱乐用品类上涨 16.0%，汽车类上涨 14.7%，金银珠宝类上涨 10.7%；11 月同比跌幅较大的有，建筑及装潢材料类下降 10.4%，文化办公用品类下降 8.2%。

图 3：社会消费品零售

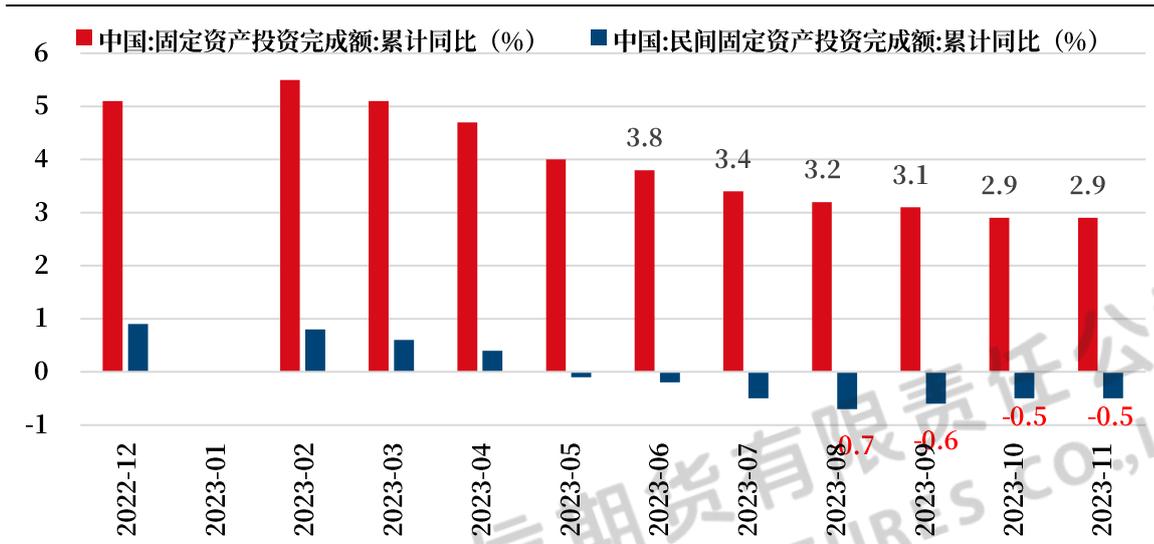


数据来源：wind 国信期货



固投下行趋势有所企稳，制造业涨幅略有好转。1-11月，全国固定资产投资（不含农户，简称“固投”）46.08万亿元，同比增长2.9%，与1-10月持平。其中，1-11月，民间固定资产投资（简称“民间投资”）23.53万亿元，同比下降0.5%，与1-10月持平。从环比看，10月固投增长0.26%。1-10月，私营企业实现利润总额同比下降1.9%，降幅较1-9月收窄1.3个百分点，并且年内有望转负为正。在此背景下，1-11月民间投资降幅维持前期水平，制造业投资6个月来涨幅首次扩大，叠加基建投资的相对稳定，固投整体下行趋势有所企稳。12月13日，国家发展改革委下达增发国债第一批项目清单，有利于基建投资的进一步上行，有望助力整体固投水平的好转。

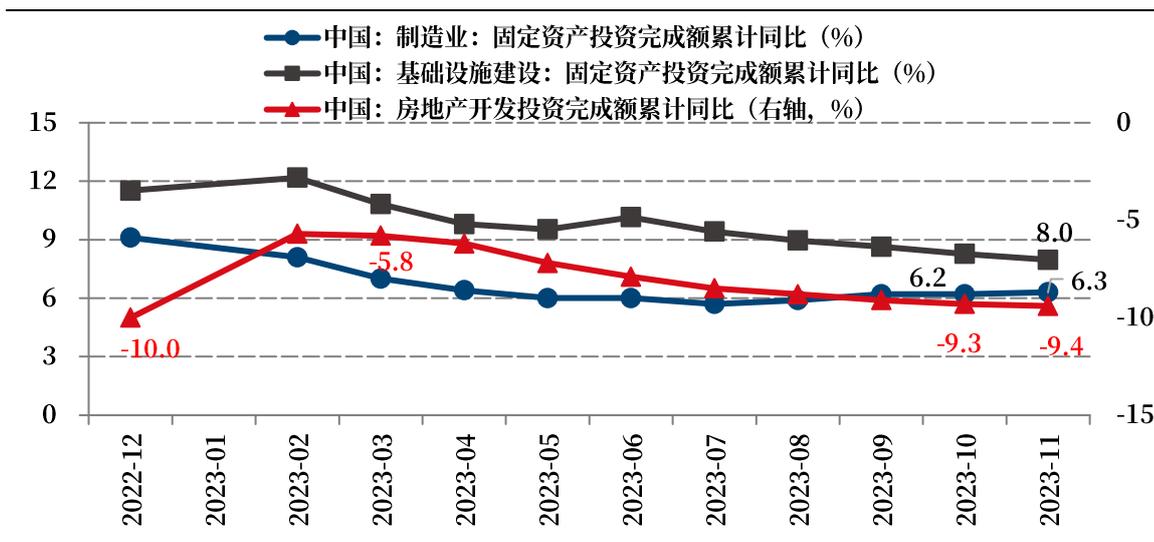
图4：固定资产投资



数据来源：wind 国信期货

房地产投资延续不佳。分行业看，1-11月，基础设施投资同比增长7.96%，涨幅缩小0.31个百分点；制造业投资同比增长6.3%，涨幅扩大0.1个百分点；房地产投资同比下降9.4%，跌幅扩大0.1个百分点，房地产投资仍然不佳。

图5：分行业固定资产投资



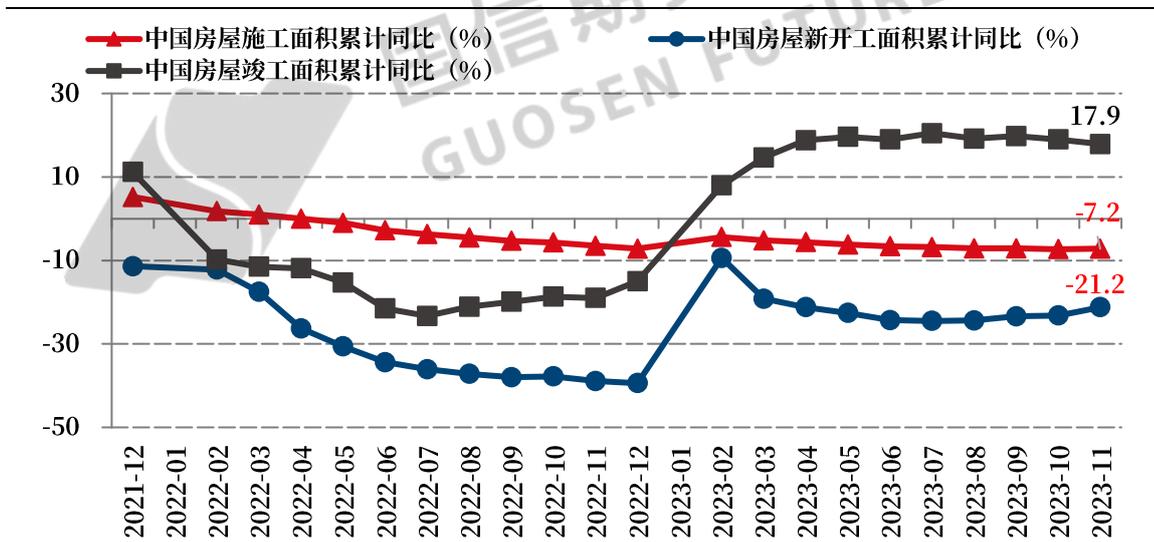
数据来源：wind 国信期货



房企融资利好有望落地，供需两侧协同发力。1-11月，全国房地产开发投资10.40万亿元，同比下降9.4%，跌幅较1-10月扩大0.1个百分点。1-11月，房地产开发企业房屋施工面积同比下降7.2%；房屋新开工面积下降21.2%；房屋竣工面积增长17.9%。1-11月，商品房销售面积同比下降8.0%，跌幅扩大0.2个百分点；商品房销售额同比下降5.2%，跌幅扩大0.3个百分点。11月末，商品房待售面积为6.54亿平方米，同比增长18.0%；其中，住宅待售面积增长20.4%。近期，“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”的工作不断推进，国有商业大行纷纷召集房企举行座谈会，听取企业融资需求。预计相关资金最快或在元旦后春节前落实，进而缓解房企经营资金压力，可偿付供应链应付账款以及发放工人工资等，即房地产市场供给侧利好政策有望很快落地。12月14日，根据北京和上海住建委消息，两地均调整普通住宅标准，下调首套和二套最低首付比例以及房贷利率下限，或将进一步带动商品房销售。结合前期存量房贷利率的下调以及“认房不认贷”利好政策，此次从房地产市场需求侧进一步发力。

12月22日，根据北京市住建委消息，《北京市商品房预售资金监督管理办法》（2023年修订版，简称《办法》）面向社会公开征求意见。新修订的《办法》从监管实践出发，将监管原则调整为“政府监管、社会监督、专户收存、专款专用、核定支出、违规追责”。相比于旧版原则的“政府指导、银行监管、多方监督、专款专用”相比，新版原则突出“政府监管”。新修订的《办法》对于商品房预售资金的监管，可有效避免房企挪用资金、高杠杆运作经营、烂尾楼等前期房地产市场问题的出现，符合2023年中央金融工作会议关于“健全房地产企业主体监管制度和资金监管”的要求。同时，根据12月21日召开的全国住房和城乡建设工作会议，2024年要做好四大板块、18个方面工作。包括，保交楼工作落实属地责任，加强预售资金监管，加快预售制度改革；一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求等。因此，后期，商品房预售资金监管或将在全国范围推行。

图6：房地产施工、新开工和竣工



数据来源：wind 国信期货

出口略有改善，新出口订单显示仍有压力。按美元计，11月出口金额为同比上涨0.5%，是自今年4月以来首次同比转正；11月出口金额环比上涨6.5%，10月为下降8.1%。从总量来看，低基数助力11月同比转正。按美元计，11月出口金额为2919亿美元，规模总体相对稳定，未突破3000亿美元。2022年11月基数较低，出口金额为2906亿美元，同比为下降10.2%。因此，11月出口表现可归纳为相对平稳，同比数据的好转，主要来自低基数原因。考虑到2022年12月同比为下跌12.59%，因此，后期出口同比仍有趋势性恢复。但是，制造业PMI中新出口订单指数显示，2023年4月至11月，已经连续8个月处于荣枯线之下，出口的实质性恢复仍有压力。近期，由于红海紧张局势，欧线海运受阻并造成海运运价的上涨。短



期来说,对我国外贸出口整体影响不大,尤其是近年来我国中欧班列的开通,增加了货物往来欧洲的渠道。但是,红海紧张局势持续时间值得关注,尤其是后续对全球产业链和供应链的稳定以及可能的产业布局调整会产生一定影响。

图7: 出口



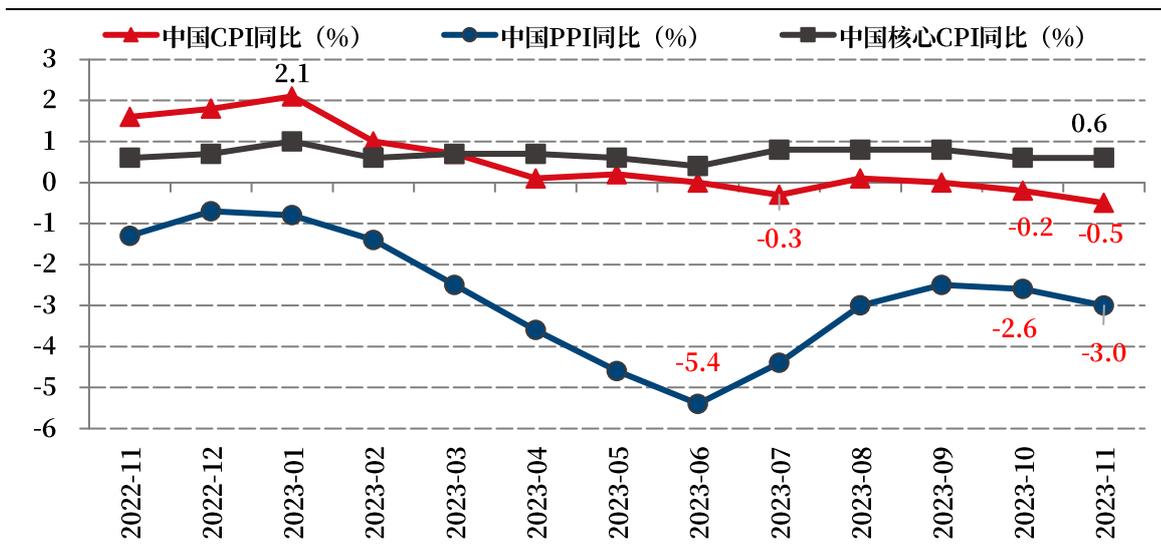
数据来源: wind 国信期货

三、宏观核心指标

(一) 物价水平

11月物价表现不佳,猪肉价格影响仍突出。2023年11月CPI同比下降0.5%,降幅较10月的下降0.2%扩大0.3个百分点,环比下降0.5%;11月核心CPI同比上涨0.6%,保持相对稳定;11月PPI同比下降3.0%,降幅较10月的下降2.6%扩大0.4个百分点,11月环比为下降0.3%。

图8: 物价水平



数据来源: wind 国信期货



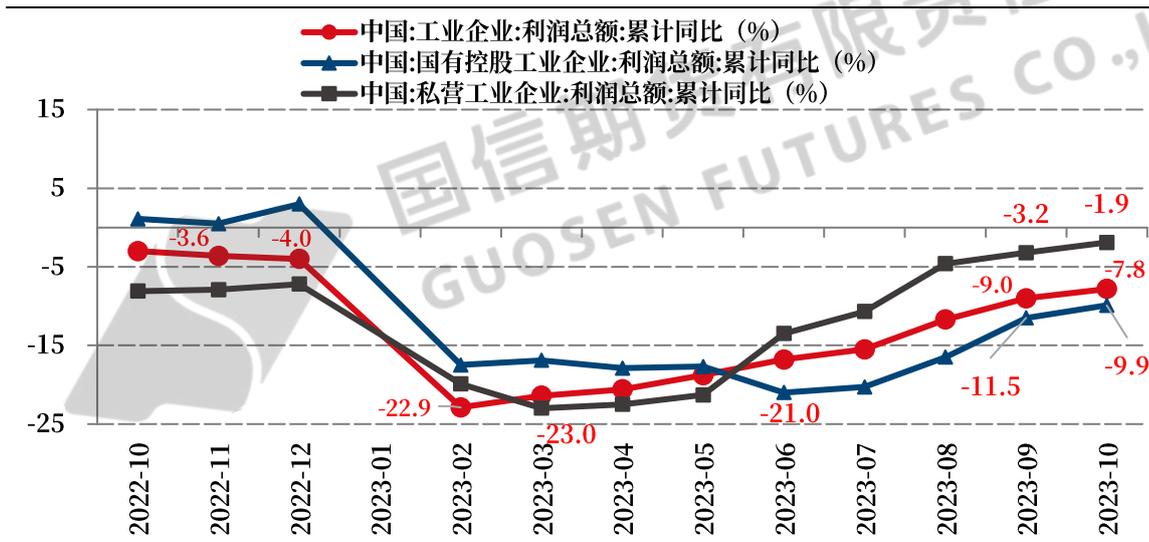
从 CPI 分大类来看同比增速，11 月，其他用品及服务上涨 3.0%、教育文化娱乐上涨 1.8%、医疗保健上涨 1.3%、衣着上涨 1.3%、居住上涨 0.3%；交通通信下降 2.4%、食品烟酒下降 2.2%、生活用品及服务下降 0.5%。食品中，猪肉价格下降 31.8%，影响 CPI 下降约 0.58 个百分点。10 月猪肉价格影响 CPI 下降约 0.55 个百分点，因此，11 月猪肉价格对 CPI 的拖累进一步扩大。此外，能源价格同比由涨转降，11 月对 CPI 同比的下拉影响比 10 月增加 0.19 个百分点。PPI 中，生产资料价格同比下降 3.4%，影响 PPI 下降约 2.61 个百分点；生活资料价格同比下降 1.2%，影响 PPI 下降约 0.35 个百分点，跌幅为年内最大。

11 月 CPI 和 PPI 同比跌幅的扩大，主要来自于猪肉价格和能源价格的拖累；其中，猪肉价格影响 CPI 同比下降约 0.58 个百分点，PPI 的生活资料价格同比跌幅也达到年内最大。近期，生猪期货价格震荡回升，猪肉价格对物价水平的不利影响或将改善。

（二）库存周期

10 月库存上涨趋势有所暂缓，私营利率年内有望转负为正。1-10 月，全国规模以上工业企业（简称“规上工业企业”）实现利润总额 6.12 万亿元，同比下降 7.8%，降幅比 1-9 月收窄 1.2 个百分点。10 月，工业企业产成品存货（即库存），同比上涨 2.0%，涨幅较 9 月的上涨 3.1% 收窄 1.1 个百分点，库存上涨趋势暂缓。正如我们在前期提示的一样，考虑到库存为名义指标，由于 10 月物价水平有所回踩，因此，10 月库存周期上涨趋势有所暂缓。

图 9：工业企业利润



数据来源：wind 国信期货

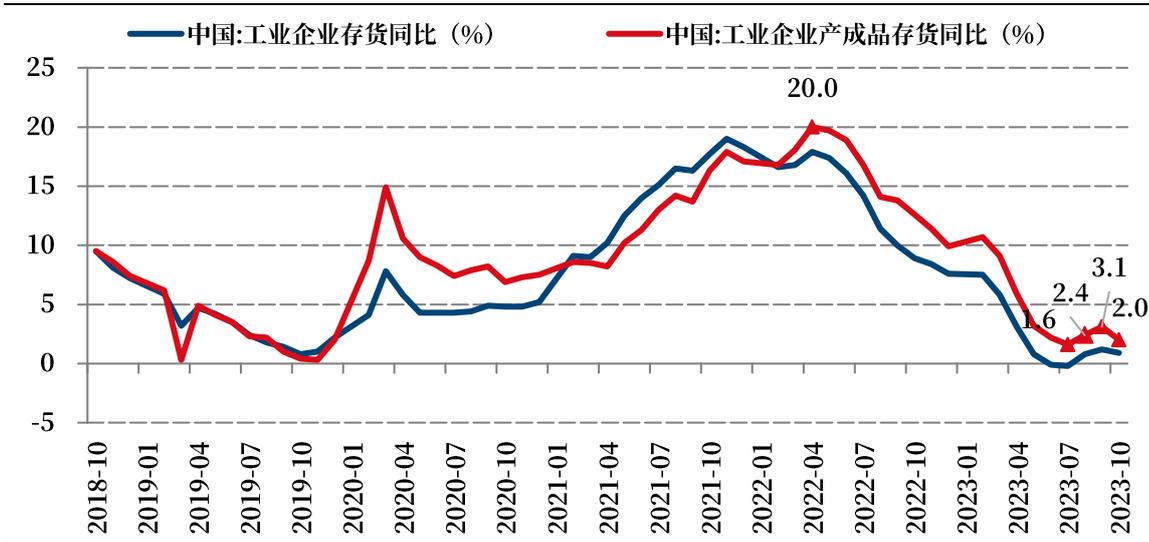
分企业类型来看，私营企业利润同比年内有望转负为正。1-10 月，国有控股企业实现利润总额同比下降 9.9%，降幅较 1-9 月收窄 1.6 个百分点。1-10 月，私营企业实现利润总额同比下降 1.9%，降幅较 1-9 月收窄 1.3 个百分点，年内有望转负为正。1-10 月，外商及港澳台商投资企业实现利润总额同比下降 10.2%，降幅较 1-9 月收窄 0.3 个百分点。分行业来看，制造业利润跌幅收窄至个位数。1-10 月，制造业实现利润总额同比下降 8.5%，较 1-9 月跌幅收窄 1.6 个百分点。1-10 月，采矿业实现利润总额同比下降 19.7%，较 1-9 月的跌幅缩小 0.2 个百分点。1-10 月，电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额同比增长 40.0%，继续保持高速增长。

11 月库存或略有回升。1-10 月，全国规上工业企业实现利润总额同比下降 7.8%，降幅比 1-9 月份收窄 1.2 个百分点；由于 10 月物价水平不佳，工业企业产成品存货（即库存），同比上涨 2.0%，涨幅较 9 月的上涨 3.1% 收窄 1.1 个百分点，库存上涨趋势暂缓。考虑到 11 月物价水平延续转弱，但工业生产好于预期，



因此，11月库存或略有回升。

图 10：工业企业存货和产成品存货

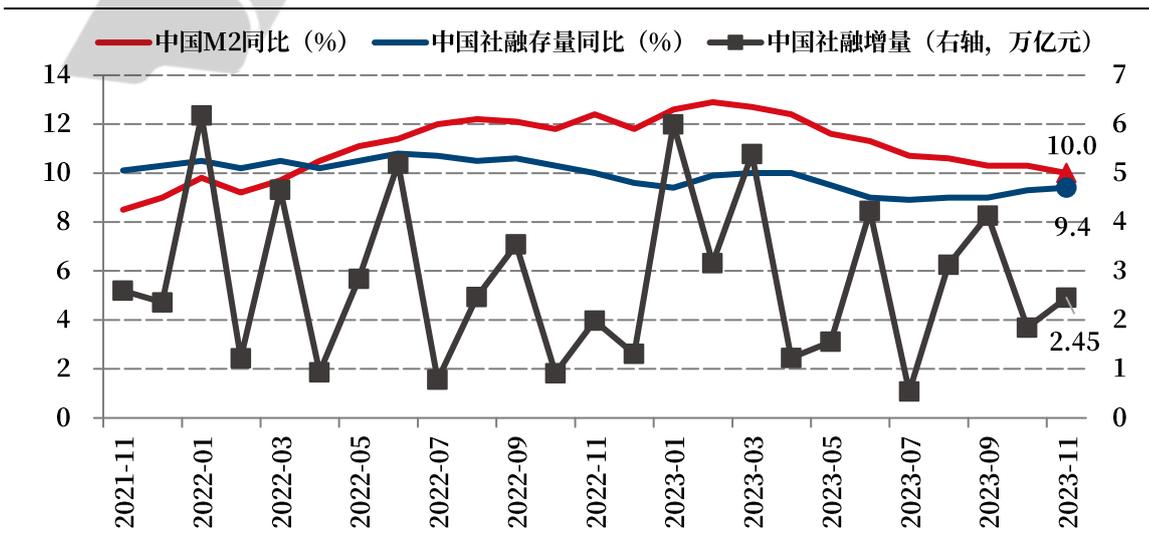


数据来源: wind 国信期货

(三) 货币供需

11月社融和货币供应总体平稳，中长期贷款仍有增长空间。2023年11月末，广义货币（M2）余额同比增长10.0%，增速分别比上月末和上年同期低0.3个和2.4个百分点；狭义货币（M1）余额同比增长1.3%，增速分别比上月末和上年同期低0.6个和3.3个百分点；流通中货币（M0）余额同比增长10.4%。11月末社会融资规模存量（简称“社融存量”）为376.39万亿元，同比增长9.4%；11月份社会融资规模增量（简称“社融增量”）为2.45万亿元，比上年同期多4556亿元。

图 11：M2 和社融



数据来源: wind 国信期货

综合来说，11月社融和货币供应总体平稳，但是M1增速较低，且企（事）业单位中长期贷款仍有增长空间，短期总量货币政策操作仍可期待。2024年货币政策操作将有新思路，重点关注货币供应的结构性



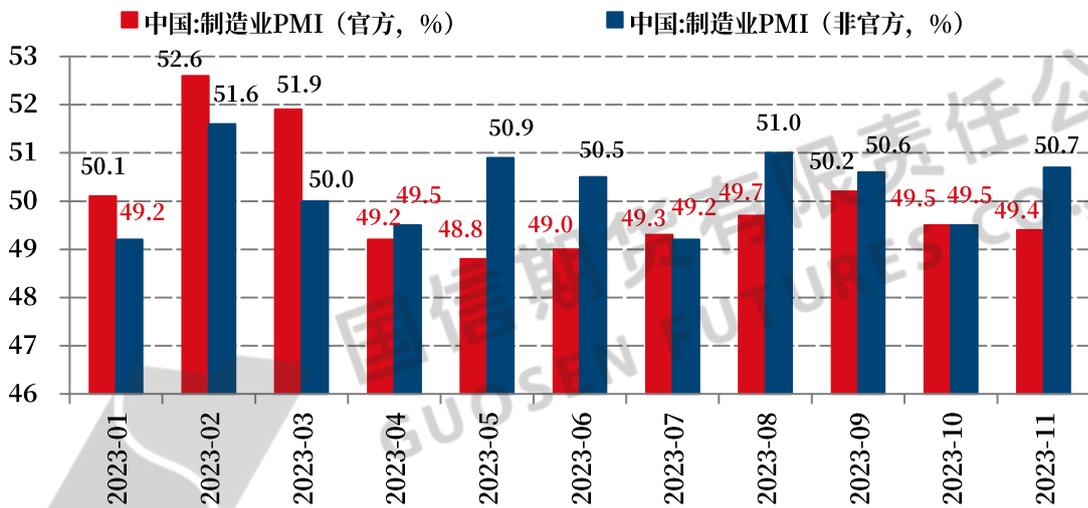
问题，突出货币政策的有效性。

（四）景气指数

11月制造业景气度有差异，小型企业或更活跃。11月官方制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，相比于10月的49.5%回落0.1个百分点，制造业景气水平处于荣枯线下方。从制造业PMI分类指数来看，11月，生产指数为50.7%，新订单指数为49.4%，（新出口订单46.3%），原材料库存指数为48.0%，从业人员指数为48.1%，供应商配送时间指数为50.3%。从非制造业商务活动指数来看，11月为50.2%，比10月的50.6%回落0.4个百分点，非制造业扩张力度有所减弱，但仍略高于荣枯线。11月非官方的财新中国制造业PMI由10月的49.5%升至50.7%，重回扩张区间，为9月以来的最高水平。

综合来看，官方制造业PMI和非官方制造业PMI在11月有所差异，主要原因在于两者选取的样本有所差异，非官方的样本企业中，小型企业相对较多，或显示小型企业相对活跃。

图 12：制造业 PMI



数据来源：wind 国信期货

（五）人民币汇率

美元兑人民币或震荡走强。近期，美元兑人民币走势有所波动。一是，美联储12月14日议息会议继续维持利率不变，市场开始交易美联储降息操作；二是，中国人民银行（简称“人行”）12月15日保持政策利率MLF不变，12月20日保持市场利率LPR不变，市场此前关于人行降息的期待未兑现。12月21日，根据工商银行官方网站消息，自12月22日起下调存款挂牌利率；至周五（12月22日），农业银行、中国银行、建设银行、交通银行官网发布公告，自12月22日起下调存款挂牌利率。调整后，各国有大行定期整存整取一年期利率降至1.45%。

综合来说，贷款利率不变存款利率下调，将增厚商业银行净息差及利润，进而增强其化解地方政府债务风险的能力以及助力民营经济发展壮大的能力。从中长期来说，存款利率调降或将降低企业和居民定期存款增速、提高活期存款的增速，进而增大M1（狭义货币供给）和M0（流通中的货币）同比增速，或有助于改善货币供给的结构性问题。当然，从中央经济工作会议关于2024年货币政策的新思路来说，总量政策的有效性受到关注，2024年总量货币政策的降准和降息（贷款利率）操作或将相对平稳，进而对结构性货币政策以及MLF等的数量操作相对积极。更重要的是，短期来说，在操作的引导性上，贷款利率和存款利



率之间并无十分明确的关系。

图 13: 人民币汇率



数据来源: wind 国信期货

美联储方面, 近期, 随着市场开始交易美联储降息, 以美国 10 年期国债收益率为代表的名义利率有所回落, 由前期最高的 5.024% 跌破 4.0%, 因此, 中美利差也有所回落。展望 2024 年, 美联储降息或是大概率事件, 但降息时点或在 7 月。

人行方面, 2023 年中央经济工作会议, 关于 2024 年货币政策操作有新思路, 人行货币政策操作将保持“灵活适度、精准有效”, 总量货币政策操作(降息、降准)或将减少, 对结构性货币政策工具以及 MLF、PSL 等货币政策工具的操作或将相对积极。因此, 进入 2024 年, 预计短期内降息(贷款利率)操作可能性降低。降准方面, 结合中央经济工作会议关于“引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度”, 后期采取定向降准或是可选操作。人民币汇率方面, 由于临近元旦以及随后的春节假期, 结汇需求的季节性增长或将进一步推动人民币汇率走强, 近期在岸美元兑人民币或在 7.05 一线波动。

图 14: 中美利差



数据来源: wind 国信期货



四、总结

综合来说，11月国民经济稳步回升，工业增加值超预期，消费延续上行，投资下行趋势企稳，出口略有好转，货币供应总体充裕仍存结构性问题，物价总体不佳。2023年中央经济工作会议要求，2024年经济工作要坚持稳中求进工作总基调；还要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破；积极的财政政策新要求，“适度加力、提质增效”；稳健的货币政策新思路，“灵活适度、精准有效”。

中央经济工作会议。2024年经济工作要坚持稳中求进工作总基调；还要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。首先，“稳中求进”，注重“稳”是经济的基本盘，并突出向上、向前的驱动力。其次，“以进促稳”，体现经济工作的主动性和积极性，在“进”的过程中扩大和巩固“稳”的基础。最后，“先立后破”，体现“破”的方向性和生产力发展的新阶段，但是强调“立”在当前的的重要性，即不能为了“破”而“破”，需要考虑经济发展的基本规律以及居民实际生活、企业实际生产情况。总需求方面，关键问题是“有效需求”；总供给方面，明确提出“部分行业产能过剩”问题；社会预期方面，阐明相对“偏弱”的基本氛围；经济风险方面，明确指出“风险隐患仍然较多”。积极的财政政策新要求，“适度加力、提质增效”；稳健的货币政策新思路，“灵活适度、精准有效”。宏观政策取向一致性，要将对2024年经济形势的判断和认识，统一到中央经济工作会议的科学判断和前瞻部署上，进一步形成政策合力。

财政政策方面。2024年积极的财政政策新要求，“适度加力、提质增效”。相比于2022年会议的“加力提效”，2023年的要求明确要“适度加力”。其中，“加力”或体现在对地方政府新增专项债额度上，2023年额度为3.8万亿元，2024年或将上涨至4.0万亿元。关于赤字率，2023年原为3.0%，在2023年10月底增发一万亿特别国债后，2023年赤字率预计为3.8%。由于2023年一万亿特别国债安排2024年使用5000亿，因此，2024年赤字率或将仍为3.0%，但是，实际支出是超过3.0%赤字率所反映的规模，即2024年部分政府支出实际已在2023年列了赤字，因此2024年再突破3.0%的相对积极财政政策的必要性有所降低。当然，财政的“适度”提升仍有空间。财政的“适度”，主要是考虑到地方政府债务问题以及财政政策对私营部门的发展存在“挤出效应”，因此，财政的“适度”也决定了政策的有效性。

货币政策方面。2024年稳健的货币政策操作新思路，“灵活适度、精准有效”。相比于2022年的“精准有力”，2023年会议更强调政策的有效性，针对的正是，货币供应的“淤积”或“空转”问题。该问题的具体解决方法，体现在对货币政策操作思路的新调整。原思路为“广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”；新思路为“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”。首先，新思路注重结构。没有过分地单独强调广义货币供给（M2），而是以“货币供应量”为落脚点。其次，新思路突出物价。新思路调整后将物价水平的重要性提升了。再次，新思路关注预期。当前货币供给结构性问题突出的重要原因之一，正是市场主体预期不佳。最后，新思路更适用。新思路更符合2024年经济工作总基调和货币政策操作要求。当前10.0%左右的社融和M2增速是符合新思路的要求的。2024年，总量货币政策操作（降息、降准）或将减少，对结构性货币政策工具以及MLF、PSL等公开市场操作或将相对积极。因此，进入2024年，预计短期内降息（贷款利率）操作可能性降低。降准方面，结合中央经济工作会议关于“引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度”，后期采取定向降准或是可选操作。

汇率政策方面。美联储12月继续维持利率不变，且美联储此后继续加息可能较小，已经开始转入维持高利率阶段，并开始决策降息时点。12月点阵图显示，中性预计，2024年联邦基金目标利率或将由最高5.50%降息75个基点，最高至4.75%；降息最大幅度或可达100个基点，最高至4.50%。结合2024年一季度和半年度美国上市高科技企业的财报发布，以及美联储2024年议息会议的日程，中性预计，美联储2024年7月开启降息。近期，随着市场开始交易美联储降息，以美国10年期国债收益率为代表的的名义利率有所



回落，由前期最高的 5.024% 跌破 4.0%，因此，中美利差也有所回落。由于临近元旦以及随后的春节假期，结汇需求的季节性增长或将进一步推动人民币汇率走强，近期在岸美元兑人民币或在 7.05 一线波动。

房地产政策方面。 房地产供需两侧协同发力。12 月 14 日，根据北京和上海住建委消息，两地均调整普通住宅标准，下调首套和二套最低首付比例以及房贷利率下限。结合前期存量房贷利率的下调以及“认房不认贷”利好政策，此次从房地产市场需求侧进一步发力，或将进一步带动商品房销售。近期，“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”的工作不断推进，国有商业大行纷纷召集房企举行座谈会，听取企业融资需求。预计相关资金最快或在元旦后春节前落实，进而缓解房企经营资金压力，可偿付供应链应付账款以及发放工人工资等，即房地产市场供给侧利好政策有望很快落地。进而，房地产市场有望迎来供需两侧协同发力。12 月 22 日，根据北京市住建委消息，《北京市商品房预售资金监督管理办法》（2023 年修订版，简称《办法》）面向社会公开征求意见。新修订的《办法》从监管实践出发，将监管原则调整为“政府监管、社会监督、专户收存、专款专用、核定支出、违规追责”。相比于旧版原则的“政府指导、银行监管、多方监督、专款专用”相比，新版原则突出“政府监管”。新修订的《办法》对于商品房预售资金的监管，可有效避免房企挪用资金、高杠杆运作经营、烂尾楼等前期房地产市场问题的出现，符合 2023 年中央金融工作会议关于“健全房地产企业主体监管制度和资金监管”的要求。后期，商品房预售资金监管或将在全国范围推行。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.