

## 春风拂面，百转千回

### ——2024年宏观经济与政策展望

#### 华龙证券研究所

研究员：曹明

执业证书编号：S0230517110001

邮箱：caom@hlzq.com

#### 相关阅读

《增强政策实施力度，夯实经济复苏基础》2023.7.4

《新征程，新起点》2022.12.28

《政策不遗余力，经济企稳回升》  
2022.10.11

#### 摘要：

- **2024年全球经济增长放缓，分化加剧。**世界经济增长率将放缓，通胀压力仍将持续。虽然疫情不再是掣肘经济增长的主要动因，但在地缘政治冲突影响下，紧张局势进一步加剧贸易保护主义，削弱跨境资本流动，限制技术传播和技能流动，增加生产、营商和融资成本，地缘经济碎片化带来全球供应链干扰都将制约全球经济增长步伐。
- **2023年国内经济运行总体态势符合预期。**外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，国内经济总量上供给失衡、需求疲软，结构上传统产业与新兴产业动能交替缺乏协同，中微观层面房地产市场仍然承压，地方政府债务风险累积，居民消费内生动力不足，社会预期与市场经营主体信心普遍偏弱。
- **2024年国内经济在政策扶持下仍延续复苏态势。**生产动能逐步增强，结构调整仍将继续。资本、人口与国有企业及民营经济的结构调整与要素资源配置等，是中长期提升经济增长动能的重要因素。消费潜力有待继续激发；制造业与基建投资要从补短板与促升级两个方向出发，补短板重在基础设施建设投资与社会民生改善投资，促升级专注产业结构调整优化，重点攻克高技术制造业、科技领域等卡脖子关键环节；房地产投资将继续消化库存与债务风险；外贸在保持韧性的背景下有望回升。
- **2024年通胀中枢逐步抬升。**随着各项政策加快落地见效、内需持续改善，CPI上行动能将进一步积蓄。工业企业利润逐步回升，万亿国债发行带动基建投资增长，“三大工程”建设托底情形下上游原材料和工业品需求将有所改善，产品价格有望得到提振，PPI降幅将持续收窄，下半年有望转正。
- **2024年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和稳健的货币政策。**财政政策增效重在增加政策的效果，以中央支持地方形式加力提效；货币政策精准有效重在政策投向，在保持流动性合理充沛的前提下突出结构性，加大对国民经济重点领域及薄弱环节的支持力度。
- **风险提示：**中美关系不确定性；全球通胀回落不及预期；国内经济恢复不及预期；经济增长与政策预期转向；所引用的第三方数据不实的风险。

## 内容目录

|                                          |           |
|------------------------------------------|-----------|
| <b>1. 2024 年全球经济展望：增长放缓，分化加剧</b>         | <b>1</b>  |
| 1.1 美国：加息周期拐点将至，局部风险犹存                   | 1         |
| 1.2 欧洲：增长动能或将减弱                          | 3         |
| 1.3 新兴经济体：分化明显，韧性凸显                      | 4         |
| <b>2. 2023 年国内经济运行回顾：完成目标无忧，复苏仍旧波折</b>   | <b>5</b>  |
| <b>3. 2024 年国内宏观经济展望：政策春风频吹，复苏根基有待牢固</b> | <b>6</b>  |
| 3.1 供给端：生产动能逐步增强，结构调整仍将继续                | 6         |
| 3.1.1 工业生产：生产经营效益持续改善                    | 6         |
| 3.1.2 供给侧结构调整继续深化优化                      | 8         |
| 3.2 需求端：复苏态势仍待巩固                         | 14        |
| 3.2.1 消费：潜力有待继续激发                        | 14        |
| 3.2.2 固定资产投资：基建与制造业补短板促升级，地产化解风险         | 16        |
| 3.2.3 外贸：保持韧性的背景下有望回升                    | 19        |
| <b>4. 2024 年国内价格水平展望：中枢逐步抬升</b>          | <b>21</b> |
| 4.1 CPI：低基数影响下重回温和区间                     | 21        |
| 4.2 PPI：降幅持续收窄，下半年有望转正                   | 22        |
| <b>5. 2024 年宏观经济政策展望：统筹协调，以进促稳</b>       | <b>23</b> |
| 5.1 财政政策：中央支持地方形式加力提效                    | 23        |
| 5.2 货币政策：稳健宽松，保持流动性合理充沛                  | 25        |
| <b>6. 风险提示</b>                           | <b>27</b> |

## 图目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 1: 美国 GDP 不变价 (季) 同比%     | 2  |
| 图 2: 美国制造业与非制造业%            | 2  |
| 图 3: 美国 CPI 与核心 CPI 当月同比%   | 2  |
| 图 4: 美国失业率% (季调)            | 2  |
| 图 5: 欧元区 GDP 不变价环比%         | 3  |
| 图 6: 欧元区成员国 GDP 不变价环比%      | 3  |
| 图 7: 欧元区制造业、服务业及综合 PMI%     | 3  |
| 图 8: 欧元区及主要成员国 CPI 当月同比%    | 3  |
| 图 9: 新兴经济体制造业 PMI%          | 4  |
| 图 10: 新兴经济体 CPI 同比%         | 4  |
| 图 11: GDP 当季同比%             | 5  |
| 图 12: 三大产业对 GDP 贡献率%        | 5  |
| 图 13: 2023 年月度 PMI 分项指标%    | 6  |
| 图 14: 规模以上工业增加值累计同比%        | 7  |
| 图 15: 工业企业利润总额累计同比%         | 7  |
| 图 16: 工业企业出口交货值与产销率         | 7  |
| 图 17: PMI: 生产经营活动预期%        | 7  |
| 图 18: 资本形成总额与总人口            | 9  |
| 图 19: 2010-2022 年人均资本存量 (元) | 9  |
| 图 20: 2010 与 2020 年全国人口普查对比 | 10 |
| 图 21: 总抚养比与老年人口抚养比%         | 10 |
| 图 22: 城镇新增就业                | 10 |
| 图 23: 城镇调查失业率%              | 10 |
| 图 24: PMI 中型与小型企业%          | 11 |
| 图 25: 中小企业生产及新订单指数%         | 11 |
| 图 26: 最终消费对 GDP 贡献率%        | 14 |
| 图 27: 社会消费品零售总额             | 14 |
| 图 28: 居民人均可支配收入             | 15 |
| 图 29: 城镇居民与农村居民收入           | 15 |
| 图 30: 居民收入四项来源累计同比%         | 15 |
| 图 31: 不同经济体国民总储蓄率%          | 15 |
| 图 32: 资本形成总额对 GDP 贡献率%      | 16 |
| 图 33: 固定资产投资完成额累计同比%        | 16 |
| 图 34: 基础设施建设投资累计同比%         | 17 |
| 图 35: 基建投资分领域累计同比%          | 17 |
| 图 36: 制造业投资累计同比%            | 17 |
| 图 37: 制造业 PMI 生产与新订单%       | 17 |
| 图 38: 房地产开发投资               | 18 |
| 图 39: 房屋施工与商品房销售            | 18 |
| 图 40: 货物和服务净出口对 GDP 贡献率%    | 20 |
| 图 41: 进出口金额累计及累计同比          | 20 |

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 42: 主要贸易伙伴进出口金额累计同比%        | 20 |
| 图 43: 新三样出口金额累计值 (千万美元)       | 20 |
| 图 44: CPI 同比与环比%              | 21 |
| 图 45: 核心 CPI 及食品与非食品同比%       | 21 |
| 图 46: CPI 消费品与服务品             | 22 |
| 图 47: CPI 食品分类累计同比%           | 22 |
| 图 48: PPI 与 PPIRM             | 22 |
| 图 49: PPI 重点行业当月同比%           | 22 |
| 图 50: 中央及地方公共财政收入             | 24 |
| 图 51: 中央及地方公共财政支出             | 24 |
| 图 52: 政府性预算基金收支               | 24 |
| 图 53: 财政支出领域累计同比%             | 24 |
| 图 54: 2022 年地方政府债务各省分布情况 (亿元) | 25 |
| 图 55: M1 与 M2 同比%             | 26 |
| 图 56: 社会融资规模累计值 (亿元)          | 26 |
| 图 57: 新增人民币贷款当月值 (亿元)         | 26 |
| 图 58: 居民与企业中长期贷款              | 26 |

## 表目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 表 1: 支持民营经济发展重要事件举措      | 12 |
| 表 2: 国有企业改革深化提升行动重要事件及举措 | 13 |
| 表 3: 房地产市场重要支持政策         | 19 |

## 1. 2024 年全球经济展望：增长放缓，分化加剧

2023 年是世界经济摆脱疫情、继续回升的一年，也是在高通胀、高利率，以及众多地缘政治冲突引起能源、粮食价格动荡冲击下，大多数发展中国家债务困境加深的一年。生产端，全球制造业和工业生产疲软，多国工业产出指数下滑；需求端，主要发达经济体服务业需求回落，私人消费对经济的拉动作用减弱；金融市场端，发达经济体持续的货币紧缩政策不仅考验自身金融体系，利率高企和流动性收缩的影响进一步在全球范围扩大；社会层面，整体预期偏弱，世界经济增长乏力和不均衡除了受各国自身经济影响外，地缘政治冲突以及地缘经济碎片化对能源、粮食和若干重大物资供应链的负面影响不可忽视。

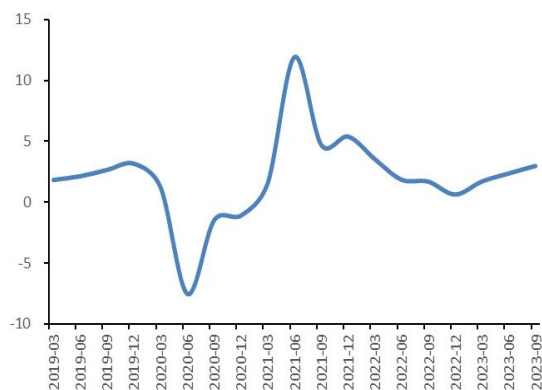
国际金融论坛发布的《2023 年全球金融与发展报告》预计，2024 年在货币政策和金融状况继续收紧的情况下，全球经济增长预计保持在 3.1%，发达经济体预计增长 1.3%，发展中经济体预计增长 4.3%。展望 2024 年，世界经济增长率将放缓，通胀压力仍将持续。虽然疫情不再是掣肘经济增长的主要动因，但在地缘政治冲突影响下，紧张局势进一步加剧贸易保护主义，削弱跨境资本流动，限制技术传播和技能流动，增加生产、营商和融资成本，地缘经济碎片化带来全球供应链干扰都将制约全球经济增长步伐。

### 1.1 美国：加息周期拐点将至，局部风险犹存

2023 年美国在在疫情后率先走出衰退实现强劲反弹，从美联储为应对通胀加息以来，美国经济以季度 GDP 不变价来看，已经从 2021 年一季度后持续保持正增长，大规模的刺激救助支出计划，有效支撑美国经济触底反弹和持续复苏。

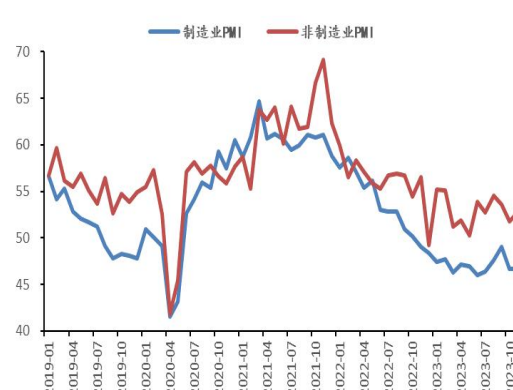
2022 年 11 月以来，美国制造业 PMI 持续处于收缩区间。在商业活动与就业回升的带动下，服务业在 2023 年虽持续波动，但仍保持扩张趋势。劳动力市场方面，2023 年 11 月美国失业率降至 3.7%，非农就业人口新增 19.9 万人，劳动参与率上升至 62.8%，虽然低于疫情前水平，但劳动力市场的温和增长为美国经济走出衰退注入强劲动力。

图 1：美国 GDP 不变价（季）同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

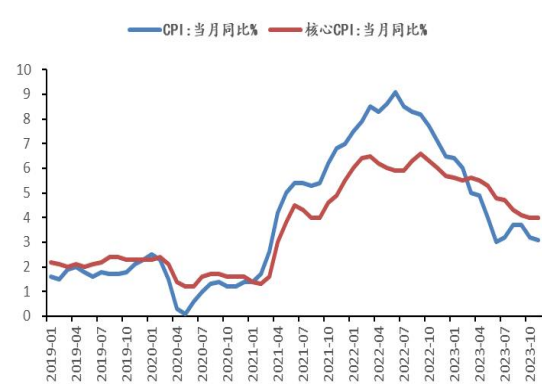
图 2：美国制造业与非制造业%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

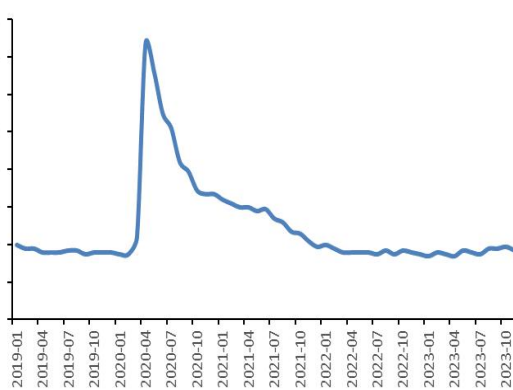
通胀方面，2022 年 3 月起美联储在本轮紧缩周期中已累计加息 11 次。2023 年 12 月 12 日公布的美 11 月 CPI 数据同比增长 3.1%，核心 CPI 同比增长 4.0%，两者涨幅均与市场预期相同，通胀数据呈现超预期回落的态势。2023 年 12 月联邦公开市场委员会（FOMC）决议暂停加息，维持联邦基金利率在 5.25%-5.50% 目标区间，市场业界分析均认为本轮加息周期拐点将至，2024 年美联储降息的具体时间节点与次数是当前与今后市场重点关注的议题。

图 3：美国 CPI 与核心 CPI 当月同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 4：美国失业率%（季调）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

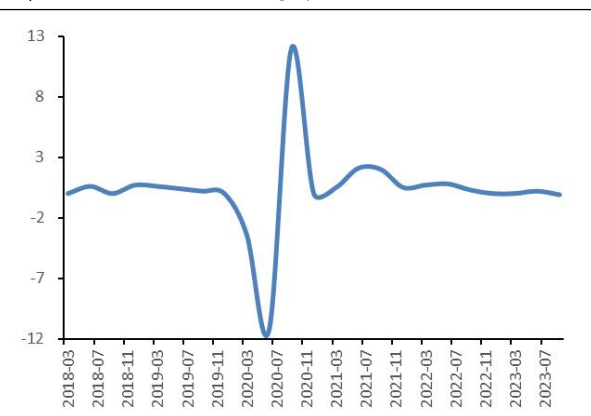
展望 2024 年，市场机构对美国经济增长仍旧存在较大的分歧。根据国际货币基金组织（IMF）发布的《世界经济展望》报告，2024 年美国经济增长率预计为 1.5%。若美国通胀如预期持续降速，制造业周期与科技投资的托底下，经济软着陆依旧会保持韧性，但是疫情期间美国扩大的财政赤字及恶化的债务偿还能力下，叠加政府停摆风险，对美国经济和金融市场都将带来不利影响，经济增长的局部风险犹存。



## 1.2 欧洲：增长动能或将减弱

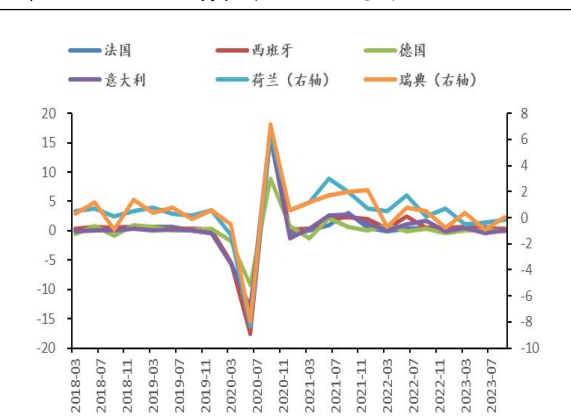
2023 年欧元区整体经济表现呈现出上半年略超预期、下半年明显放缓的局面。2023 年一季度欧元区经季调的 GDP 环比增长 0.0%，二季度环比增长 0.2%，三季度环比下降 0.1%。由于前期支撑欧元区经济表现的服务业和消费趋于疲软，在欧洲央行持续缩减资产负债表导致信贷条件收紧的情况下，企业和家庭的贷款需求大幅下降，显示出欧元区复苏动能仍旧脆弱。

图 5：欧元区 GDP 不变价环比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

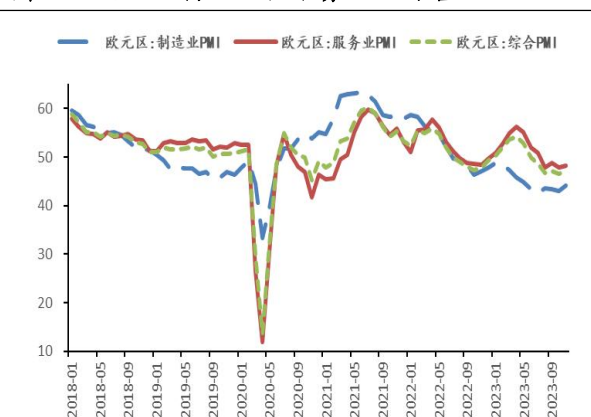
图 6：欧元区成员国 GDP 不变价环比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

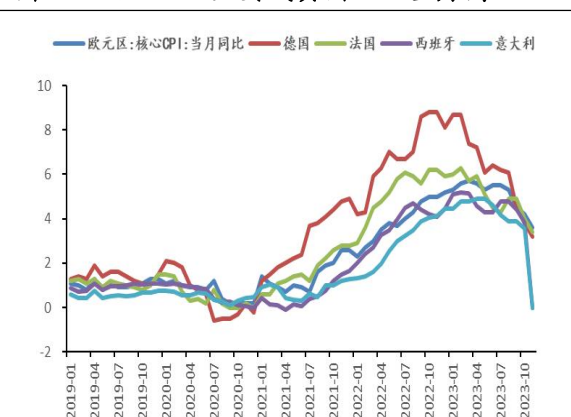
景气度方面，欧元区 2023 年 10 月制造业 PMI 跌至 43.10%，创 2020 年 6 月以来最低值，与此同时综合 PMI 跌至 46.50%，创 2020 年 11 月以来的最低水平。从主要成员国来看，西班牙经济增长表现亮眼，2023 年前三季度经季调的 GDP 环比均为正值，法国与德国在三季度呈现略微收缩，荷兰衰退迹象明显。

图 7：欧元区制造业、服务业及综合 PMI%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 8：欧元区及主要成员国 CPI 当月同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

通胀方面，欧元区核心 CPI 在 2023 年 7 月达到峰值 5.50% 后，下半年逐步回落，通胀进一步下行，11 月

核心 CPI 录得 3.60%，创下 2022 年 6 月以来最低水平。欧洲央行行长拉加德表示，尽管欧元区通胀压力预计将继续减弱，但中期通胀前景仍存在相当大的不确定性。欧洲央行自 2022 年 7 月以来已连续十次加息，后期将根据具体数据调整货币政策，在足够长的时间内将利率保持在较高的水平，以实现将通胀率降至 2% 的目标。

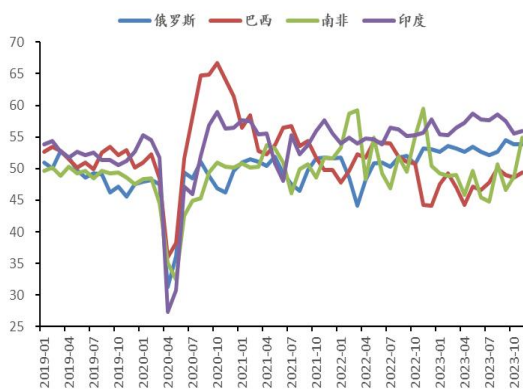
展望 2024 年，欧盟委员会 (European Commission) 认为面对近年来的多重冲击，欧盟经济继续保持韧性，但在高通胀和融资条件收紧的情况下，2023 年的增长势头有所减弱，预计 2024 年的增长仅会温和回升。鉴于欧元区前期紧缩的货币政策效应将在今后持续显现，在长期较高的利率水平下，融资环境不断收紧，消费支出与投资预期都存在较大的不确定性，经济整体增长动能或将逐步减弱。

### 1.3 新兴经济体：分化明显，韧性凸显

在当前不断变换的全球经济和地缘政治秩序中，新兴市场扮演着关键角色。2023 年以来，新兴经济体经济增长出现明显的分化。从金砖国家制造业景气度表现来看，印度经济增长表现强势，巴西与南非经济波动较大，增长动能依旧不稳定，俄罗斯表现相对平稳。

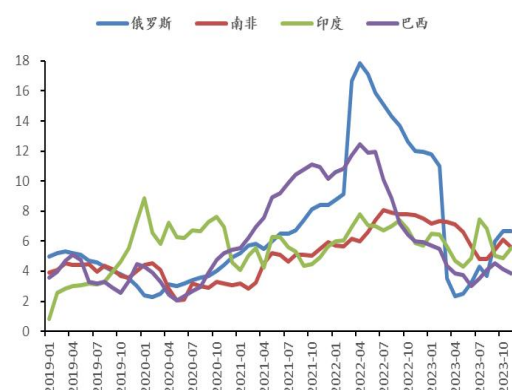
通胀方面，俄罗斯在地缘政治冲突影响下一直面临较高通胀风险，2023 年下半年 CPI 较二季度明显回升；巴西全国消费者物价指数虽然有所反弹但仍旧控制在 5.0% 以下；南非 CPI 在 8 月回落后有抬头迹象；印度虽然经济增长强劲，但全年物价波动幅度较大，通胀担忧依然存在。

图 9：新兴经济体制造业 PMI%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 10：新兴经济体 CPI 同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

展望 2024 年，多家国际金融机构预计新兴经济体



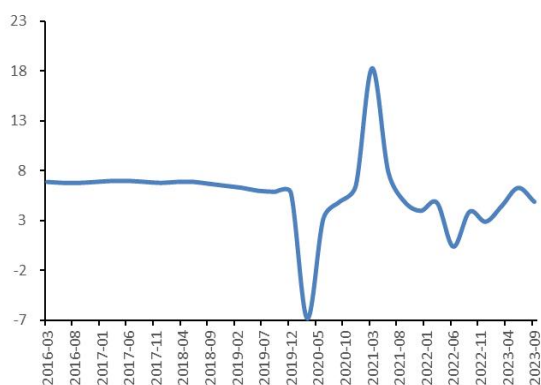
将加速复苏。一方面鉴于中国作为世界第二大经济体以及最大的新兴市场国家，在全球经济发展中的引擎作用不可忽视；另一方面美联储结束加息的预期上涨、美元贬值、美国国债收益率下降等积极因素不断堆积，2024年新兴经济体经济增长韧性凸显，整体表现将好于2023年。

## 2. 2023年国内经济运行回顾：完成目标无忧，复苏仍旧波折

2023年，全球政经格局持续演化，世界经济增长和货币政策操作分化明显。在全球贸易疲软、金融市场动荡及外部因素不确定不稳定的背景下，国内通过扩大内需、优化结构、提振信心以及防范化解风险等措施，经济筑底企稳苗头初现，经济持续恢复向好，高质量发展扎实推进。

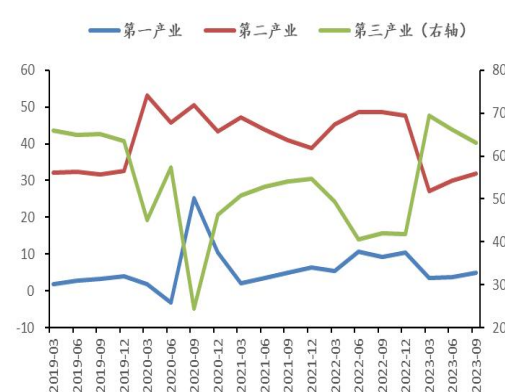
2023年前三季度，国内GDP为91.30万亿元，按不变价格计算同比增长5.2%，其中，第一产业增加值5.64万亿元，同比增长4.0%，对经济增长的贡献率为5.0%；第二产业增加值35.36万亿元，同比增长4.4%，对经济增长的贡献率为31.9%；第三产业增加值50.30万亿元，同比增长6.0%，对经济增长的贡献率为63.0%。

图 11: GDP 当季同比%



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 12: 三大产业对 GDP 贡献率%

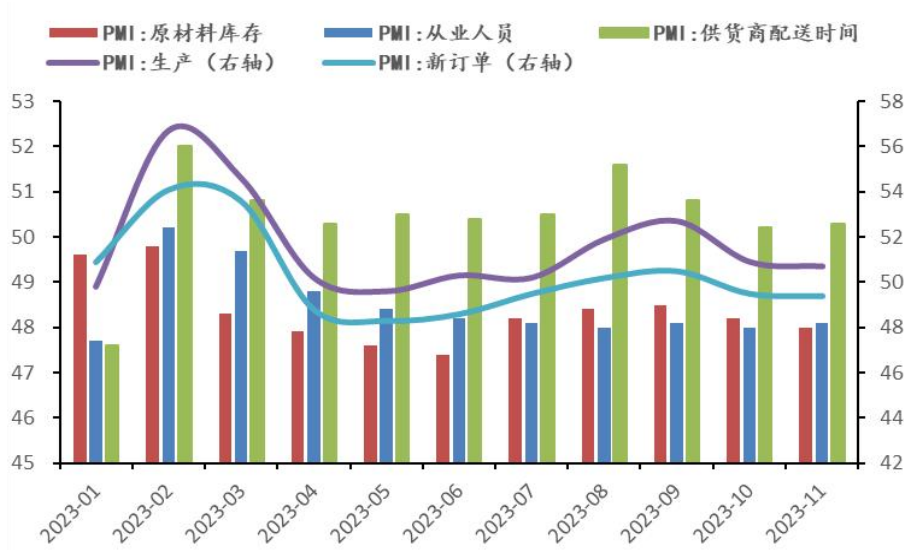


数据来源: Wind, 华龙证券研究所

从2023年前11个月制造业PMI指数的五大分项指标来看，供应商配送时间指数表现亮眼，除1月外其余月份均在荣枯线上方，侧面反映出疫情对物流运输影响逐渐消退；生产指数表现尚可，9个月的时间高于临界值水平，全年最高2月份录得56.70%；新订单指数一三

季度表现平稳、二四季度出现明显下滑趋势，反映出外需与内需复苏动力较疫情前恢复明显不足，波动性明显；原材料库存指数在下半年止跌企稳，但四季度出现回落调整迹象；从业人员指数除2月反弹至荣枯线上方外，全年均位于收缩区间，并且下半年走势出现明显恶化。

图 13：2023 年月度 PMI 分项指标%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

整体来看 2023 年国内经济运行总体态势符合预期，全年主要预期目标有望较好完成。与此同时，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，国内经济总量上供给失衡、需求疲软，结构上传统产业与新兴产业动能交替缺乏协同，中微观层面房地产市场仍然承压，地方政府债务风险累积，居民消费内生动力不足，社会预期与市场经营主体信心普遍偏弱。

### 3. 2024 年国内宏观经济展望：政策春风频吹，复苏根基有待牢固

#### 3.1 供给端：生产动能逐步增强，结构调整仍将继续

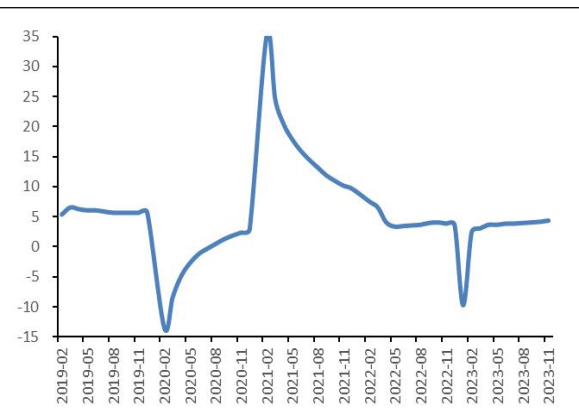
##### 3.1.1 工业生产：生产经营效益持续改善

2023 年 1-11 月，规模以上工业增加值同比增长 4.3%。1-10 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 61154.2 亿元，同比下降 7.8%，其中国有控股企业实现

利润总额 20310.6 亿元，同比下降 9.9%；股份制企业实现利润总额 44908.3 亿元，下降 7.0%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 14431.3 亿元，下降 10.2%；民营企业实现利润总额 16851.4 亿元，下降 1.9%。

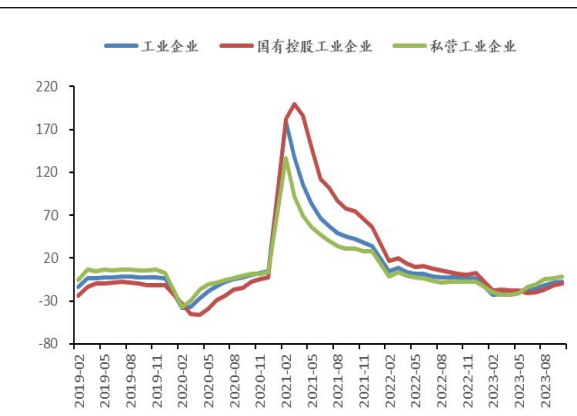
从行业表现来看，电力、热力生产和供应业、黑色金属冶炼和压延加工业以及电气机械和器材制造业利润总额同比增速靠前，化学原料和化学制品制造业、石油、煤炭及其他燃料加工业及煤炭开采和洗选业利润总额同比降幅较大。

图 14：规模以上工业增加值累计同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

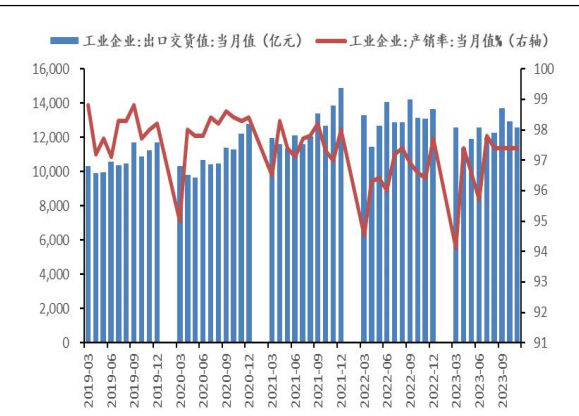
图 15：工业企业利润总额累计同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

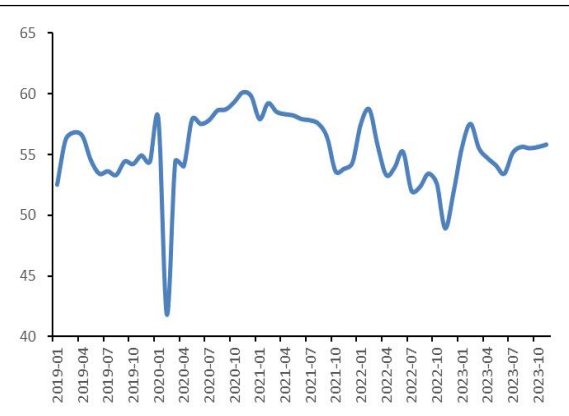
从规模以上工业增加值和规模以上工业企业利润表现看，2023 年生产端整体恢复较为疲态，低于疫情前的正常水平，尤其是规模以上工业企业利润水平增长率全年维持在负值区间。生产端复苏的手段更多的依赖于压缩产能与降薪裁员等降成本方式，部分行业产能过剩问题依旧严重。

图 16：工业企业出口交货值与产销率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 17：PMI：生产经营活动预期%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

展望 2024 年，工业企业生产经营效益有望继续改善，一方面在政策密集出台下政策效果显现有望带动内

需持续改善，企业主体生产经营活动预期有望修复，信心进一步增强；另一方面，传统产业改造升级和新兴产业培育壮大加快推进，以高端化、智能化、绿色化为方向，以建设现代化产业体系、推进新型工业化为目标，依托新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源等先进制造业集群，工业生产动能有望逐步增强。

### 3.1.2 供给侧结构调整继续深化优化

现阶段供给侧结构性改革进程中，不仅需要产业结构优化升级、新旧动能不断切换，供给侧的微观主体诸如资本、人口与国有及民营企业的生产结构调整与要素资源优化配置等，是中长期阶段下提升经济增长动能的重要举措。

#### 资本：技术创新下资本不断优化配置，从广化走向深化

资本积累依旧是国内经济增长的核心驱动力，但目前呈现出两种不平衡态势：第一，资本积累的推动力开始显著减弱，受制于“两低三高”项目的管控，高投资发展模式愈发难以为继；第二，受国家发展战略导向、区域市场分割和地方保护主义等因素的影响，叠加金融市场仍不够健全完善，扭曲的融资体制下优质的金融资源并没有配置给生产效率较高的行业、部门和企业，导致区域经济发展间的差距不断扩大，尤其是民营经济普遍面临融资难融资贵，金融资本配置效率差异及资本配置不平衡的问题日益突出。

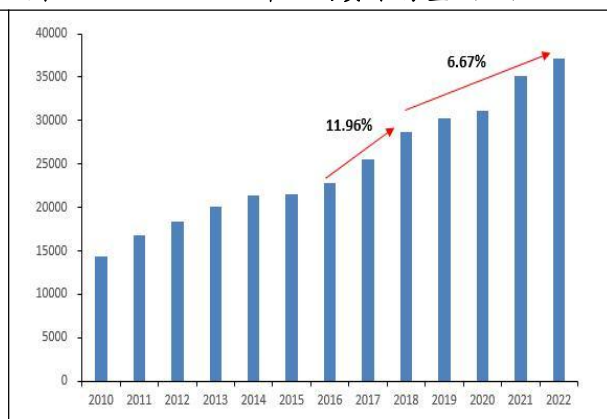
人均资本存量角度看，2011-2022年期间国内GDP资本形成总额从22.77万亿元增长到52.39万亿元，年均增长率为7.87%，在国内人口从13.50亿增长到14.12亿背景下，人均资本存量从1.69万元增长到3.71万元，年均增长率为7.41%，低于资本形成总额增速。此外，2016-2018年国内人均资本存量年均增长率为11.96%，而2018-2022年增速下降到6.67%。国内总人口下滑背景下人均资本存量既有增速上的减弱又有结构上的不平衡。

图 18: 资本形成总额与总人口



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 19: 2010-2022 年人均资本存量 (元)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

2024 年, 建议紧抓十四五后期的政策红利, 不断推动技术创新提升人均资本存量水平, 扩大高技术制造业投资, 支持科技含量高、竞争力强、成长潜力巨大的专精特新企业发展, 营造良好投融资环境, 提高企业在资本市场的融资能力。与此同时, 通过改革投资体制, 遵循国家战略导向支持和地方政府主导经济建设需求, 遏制低效和无效行业及企业的过度投资, 改善金融生态环境, 不断提升金融资本的使用效率, 在优化资本配置的路径下寻求资本广化进一步走向资本深化, 为经济增长提供强劲动能。

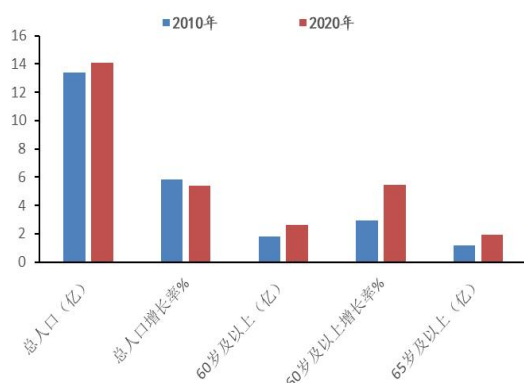
#### 人口: 刘易斯拐点下人口红利走向人才红利

受到人口红利不断衰退的影响, 近些年国内劳动供给对经济增长的贡献率总体呈现下滑态势, 而人力资本对经济增长的贡献率还未出现显著提升。从人口结构看, 2020 年全国人口普查情况显示, 国内 14.12 亿人口当中 60 岁及以上人口为 2.64 亿, 增长率为 5.44%, 超过全国人口增长率 5.38% 水平; 65 岁及以上人口为 1.91 亿, 与 2010 年相比增加了 0.72 亿; 15-59 岁年龄组人口比例由 2010 年的 70.14% 下降到 2020 年的 63.35%。

中国人口与发展研究中心发布的《生育水平向何处去: 回推估计及趋势预测》论文显示, 中国总和生育率 2014 年与 2016 年曾向上波动到 1.8, 但从 2017 年之后总和生育率快速回落, 其中 2020 年为 1.3, 2021 年跌至 1.15, 初步测算 2022 年总和生育率已下滑至 1.09, 低于同期日本的 1.29, 略高于韩国的 0.8。

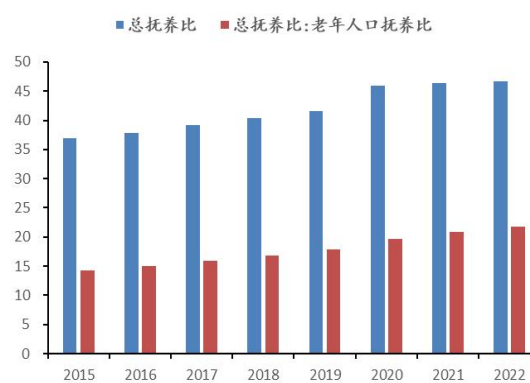


图 20: 2010 与 2020 年全国人口普查对比



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

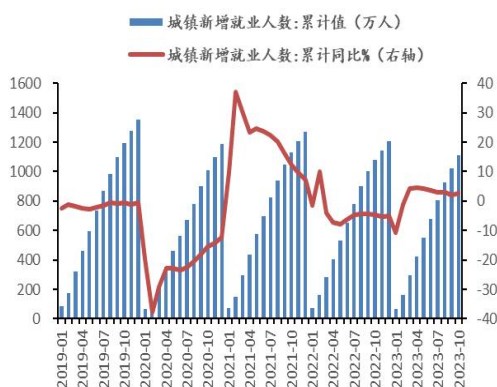
图 21: 总抚养比与老年人口抚养比%



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

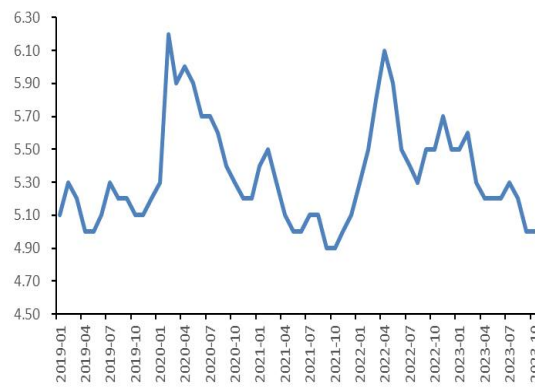
从劳动力供需看,长期存在的二元户籍制度导致两种不平衡态势:第一,在国内人口老龄化、少子化趋势日趋严重的背景下,劳动力增量下降,劳动力成本抬升过快,对企业生产端成本造成挤压,“招工难”“就业难”并存的结构性就业矛盾日益突出;第二,就业方面2023年前三季度,全国城镇新增就业1022万人,全国城镇调查失业率平均值为5.3%,较2月峰值下降0.3个百分点,31个大城市城镇调查失业率为5.2%。虽然就业形势保持总体稳定,但是青年群体的失业率居高仍然是一个非常突出的问题。

图 22: 城镇新增就业



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 23: 城镇调查失业率%



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

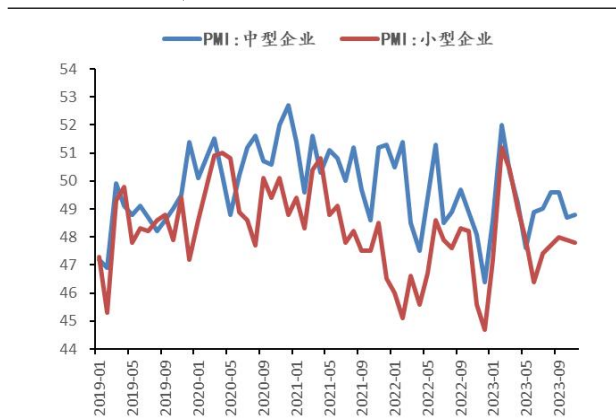
2024年,继续畅通劳动力市场大循环,通过提高城镇化率以及地区之间的劳动力流动释放就业人口增量,优化人力资源配置,深化职业教育与普通教育互融互通,实现职普教育双向互认、纵向流动。在岗位提供上,不断创造数字经济、绿色经济、新型消费等领域的知识型、管理型、技能型就业机会。在能力提升上,注重将短期培训与中长期培养紧密结合,针对人才供给结构与产业发展需要的错配问题,协同教育部门健全人才需求与学

科专业调整联动机制，加快建设与现代化产业体系相适应的知识型、技能型、创新型劳动者大军。在国内人口总量达峰、人口增长放缓的时代背景下，从人口红利走向人才红利，以人口高质量发展支撑中国式现代化，为打造技能强国注入生命力，进一步缓解人口老龄化和少子化对国内经济增长的负面影响。

### 民营经济：激发经济创新活力与发展动力

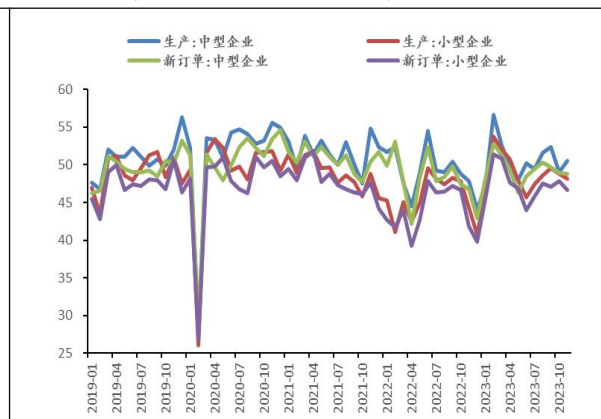
民营经济是推进中国式现代化的生力军，是中国特色社会主义市场经济的重要组成部分。市场监管总局发布的数据显示，2023年前三季度全国新设民营企业706.5万户，同比增长15.3%。截至2023年9月底，全国登记在册民营企业数量超过5200万户，民营企业在企业总量中的占比达到92.3%。

图 24：PMI 中型与小型企业%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 25：中小企业生产及新订单指数%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2023年11月27日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、全国工商联等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，提出支持民营经济25条具体举措，明确金融服务民营企业目标和重点，强调要从民营企业融资需求特点出发，着力畅通信贷、债券、股权等多元化融资渠道。进一步支持民营企业上市融资和并购重组，发挥区域性股权市场、股权投资基金对民营企业的支持服务作用，扩大优质民营企业股权融资规模。与此同时，综合运用货币政策工具、财政补贴与奖励以及保险保障等措施，不断提升金融机构服务民营经济的积极性。

表 1：支持民营经济发展重要事件举措

| 时间              | 事件                                                                                                      |
|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2023 年 7 月 19 日 | 《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》发布，肯定民营经济的重要地位和作用，回应民营企业的重点关切，针对民营企业的痛点难点提出了系列政策举措。                            |
| 2023 年 7 月 24 日 | 国家发改委发布《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作、努力调动民间投资积极性的通知》，提出 17 项具体措施，着力推动民间投资高质量发展。                                    |
| 2023 年 7 月 28 日 | 国家发展改革委、市场监管总局、税务总局等 8 部门印发《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》，聚焦促进公平准入、强化要素支持、加强法治保障、优化涉企服务、营造良好氛围等方面，提出 28 条具体措施。 |
| 2023 年 8 月 5 日  | 国家发展改革委发布《关于完善政府诚信履约机制优化民营经济发展环境的通知》，围绕建立违约失信信息源头获取和认定机制、健全失信惩戒和信用修复机制、强化工作落实的政策保障等 3 个方面提出 9 条举措。      |
| 2023 年 8 月 6 日  | 国家税务总局发布《关于接续推出和优化“便民办税春风行动”措施、促进民营经济发展壮大服务高质量发展的通知》，重点围绕支持中小微企业和个体工商户发展等方面，推出和优化 28 条措施。               |
| 2023 年 9 月 4 日  | 中央编办正式批复在国家发展改革委内部设立民营经济发展局，作为促进民营经济发展壮大的专门工作机构，加强相关领域政策统筹协调，推动各项重大举措早落地、见实效。                           |

数据来源：中国政府网，华龙证券研究所依据公开资料整理

2024 年，对民营经济的政策扶持将再度加码，总量上加大对民营企业的金融支持力度，逐步提升民营企业贷款占比；结构上提升对科技创新、“专精特新”、绿色低碳、产业基础再造工程等重点领域以及民营中小微企业的支持，有助于优化民营企业和民营经济金融资源配置，推动民营经济发展壮大，更好的服务于国内经济恢复回升与高质量发展。

#### 国有企业：继续深入推进服务国家战略为导向的功能性改革

2022 年党的二十大报告中对深化国资国企改革做出重大部署，2023 年随着国企改革三年行动圆满收官，国资国企谋划开启新一轮国企改革深化提升行动。国有

企业大多分布在关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域，是实现国家战略意图、应对外部环境变化和重大风险挑战的关键变量。尽管国有企业改革三年行动对国有企业发展带来了较大的成果，但是部分国有企业大而不强、盈利能力偏低以及创新能力不足等问题依旧突出，继续深化改革，补短板、强弱项是提高国有企业核心竞争力的必由之路。

2023年下半年以来，针对国有企业改革深化提升行动全面推进，国务院国资委接连出台政策要求与指示：

**表 2：国有企业改革深化提升行动重要事件及举措**

| 时间          | 事件                                                                                                                                                                         |
|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2023 年 7 月  | 国务院国资委举办地方国资委负责人国有企业改革深化提升行动研讨班，指出国有资本要向“关系国家安全、国民经济命脉重要行业，提供公共服务、应急能力建设和公益性等关系国计民生的重要行业以及前瞻性战略性新兴产业”三个方向集中。                                                               |
| 2023 年 8 月  | 国资委重磅发声，提出把科技创新摆在“头号工程”位置，全力突破关键核心技术“卡脖子”问题。                                                                                                                               |
| 2023 年 10 月 | 国务院国资委召开国有企业对标世界一流企业价值创造行动推进会，要求国有企业加快提升核心竞争力、增强核心功能，实现高质量发展。要以“对标促达标、达标促创标”为主线，抓好深化对标提升。同期召开中央企业深化专业化整合加快推进战略性新兴产业发展专题会，要求各中央企业聚焦横向合并增强规模实力，聚焦纵向联合推动上下游协同发展，聚焦创新攻坚打造关键引擎。 |
| 2023 年 12 月 | 国务院国资委召开扩大会议，指导推动中央企业坚持价值创造导向，优化国有资本布局结构调整，大力发展战略性新兴产业和未来产业，深入实施国有企业改革深化提升行动。坚决当好国民经济稳定器、压舱石，布局一批强牵引、利长远的重大项目。                                                             |

数据来源：国务院国资委官网，华龙证券研究所依据公开资料整理

2024年，继续推动国有企业在建设现代化产业体系、构建新发展格局中充分发挥科技创新、产业控制、安全支撑作用，是国有企业改革深化提升行动的鲜明导向。围绕提高核心竞争力和增强核心功能抓好重点领域改革，在新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等产业加大投资力度；在集成电路、工业母机、装备制造、电子信息、医疗健康、检验检测等关键领域整合重组，以服务国家战略为导向，不断优化国有经济布局，着力在构建现代化产业体系、推动高水平科技自立自强等方面强化战略支撑。

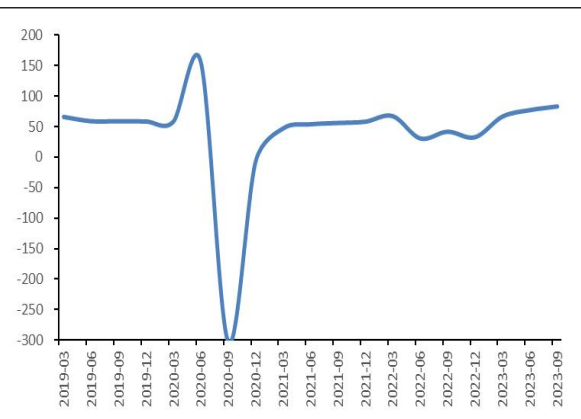
### 3.2 需求端：复苏态势仍待巩固

#### 3.2.1 消费：潜力有待继续激发

2023 年前三季度，最终消费支出拉动 GDP 增长 4.4 个百分点，对经济增长贡献率为 83.20%，较 2022 年同期大幅提升 41.30%。2023 年 1-11 月，社会消费品零售总额 427945.00 亿元，同比增长 7.2%。城镇消费品零售额 370419.00 亿元，同比增长 7.1%；乡村消费品零售额 57526.00 亿元，同比增长 7.9%。

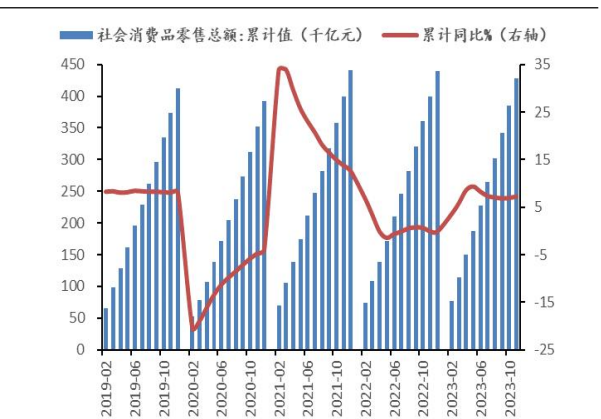
从类型看服务消费潜力继续释放，2023 年 1-11 月累计同比增长 19.50%，大幅领先于商品零售 5.90% 增幅。尽管 2023 年消费支出较上年有较大改观，但是受制于居民收入与就业预期减弱、收入差距过大以及谨慎性预防性背景下居民储蓄意愿强烈等因素，2023 年消费恢复动能相对疫情前期水平仍旧偏弱。

图 26：最终消费对 GDP 贡献率%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 27：社会消费品零售总额

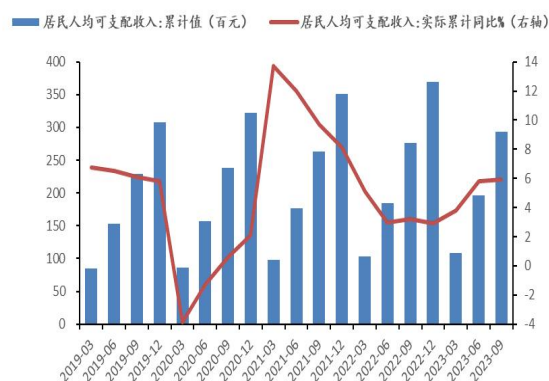


数据来源：Wind，华龙证券研究所

从居民收入水平看，2023 年前三季度，全国居民人均可支配收入 29398.00 元，比上年同期名义增长 6.3%，扣除价格因素，实际增长 5.9%。从收入来源看，工资性收入、经营净收入与转移净收入增长较为平稳，而财产净收入累计同比增长 3.70%，创 2020 年二季度以来的新低。从收入差距来看，2022 年中国居民收入基尼系数为 0.47，不仅高于经济落后的国家，甚至高出很多发达经济体。

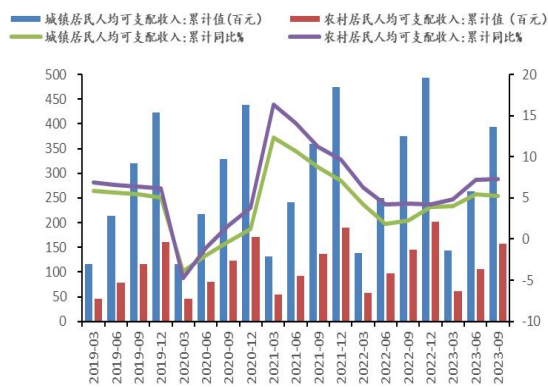


图 28: 居民人均可支配收入



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

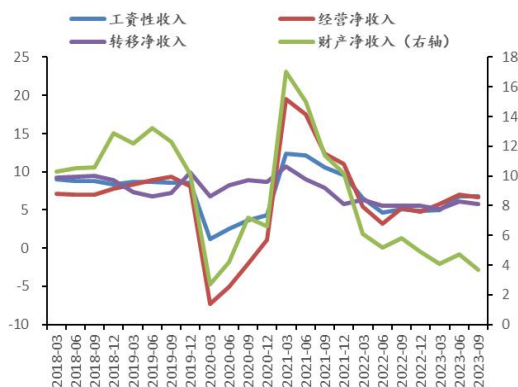
图 29: 城镇居民与农村居民收入



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

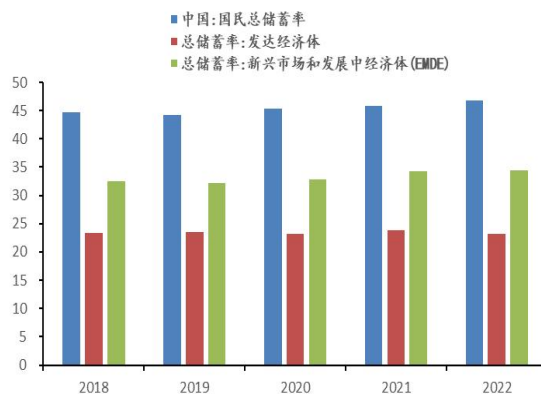
从居民储蓄与贷款看, 2023 年前三季度, 全国居民新增人民币存款 144200 亿元, 较上年同期增长 9.16%; 新增人民币贷款 38500 亿元, 较上年同期增长 12.90%, 但远不及疫情前水平, 尤其体现在居民中长期贷款仍在下降, 居民加杠杆意愿不足。央行发布的《2023 年第二季度城镇储户问卷调查报告》显示, 倾向于“更多消费”的居民占 24.5%, 比上季增加 1.2 个百分点; 倾向于“更多储蓄”的居民占 58.0%, 比上季增加 0.1 个百分点。

图 30: 居民收入四项来源累计同比%



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 31: 不同经济体国民总储蓄率%



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

2023 年 7 月 24 日中央政治局会议强调要积极扩大国内需求, 发挥消费拉动经济增长的基础性作用。随后国务院办公厅转发国家发展改革委《关于恢复和扩大消费的措施》, 围绕稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境 6 个方面, 提出 20 条具体政策举措。

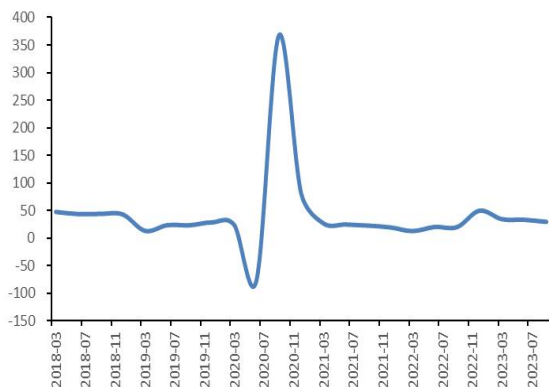
展望 2024 年, 疫情带来的疤痕效应减退, 稳增长政策下居民收入预期不断增强, 税收优惠政策及存量房贷利率下调都将对居民部门释放红利, 收入结构不断优

化调整过程下，居民消费信心有望提振，消费整体进一步复苏可期。

### 3.2.2 固定资产投资：基建与制造业补短板促升级，地产化解风险

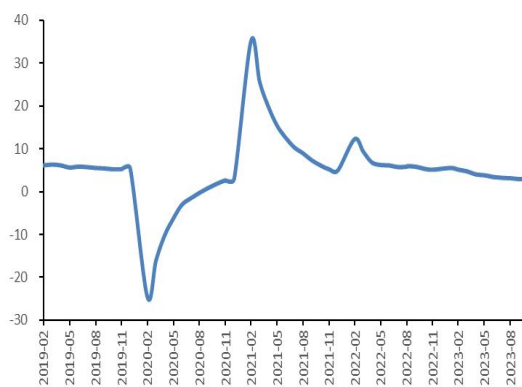
2023 年前三季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 1.6 个百分点，对经济增长贡献率为 29.80%，较 2022 年同期提升 9.40%。2023 年 1-11 月，全国固定资产投资（不含农户）460814 亿元，同比增长 2.9%。分产业看，第一产业投资 9647 亿元，同比下降 0.2%；第二产业投资 146959 亿元，同比增长 9.0%；第三产业投资 304207 亿元，同比增长 0.3%。

图 32：资本形成总额对 GDP 贡献率%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 33：固定资产投资完成额累计同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

展望 2024 年，固定资产投资三大领域中，基建投资与制造业投资要从补短板与促升级两个方向出发，补短板重在基础设施建设投资与社会民生改善投资，促升级专注产业结构调整优化，重点攻克高技术制造业、科技领域等卡脖子关键环节，房地产投资将继续消化库存与债务风险。

#### 基建投资：财政发力下有望提速

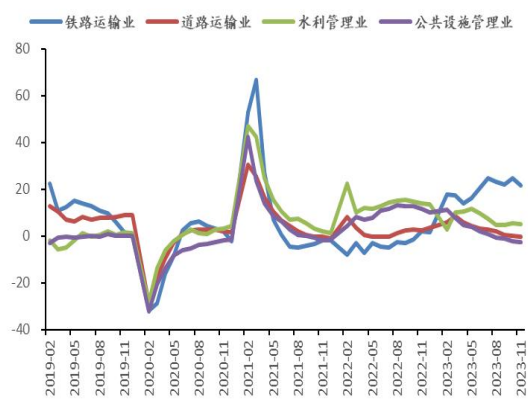
2023 年 1-11 月，广义基础设施投资同比增长 8.27%，狭义同比增长 5.90%。铁路运输投资增长 21.50%，水利管理业投资增长 5.20%，道路运输业投资增速转负下降 0.20%，公共设施管理业投资降幅扩大至 2.50%。2023 年上半年，基建投资增速维持高位，下半年投资增速有所下滑。

图 34: 基础设施建设投资累计同比%



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 35: 基建投资分领域累计同比%



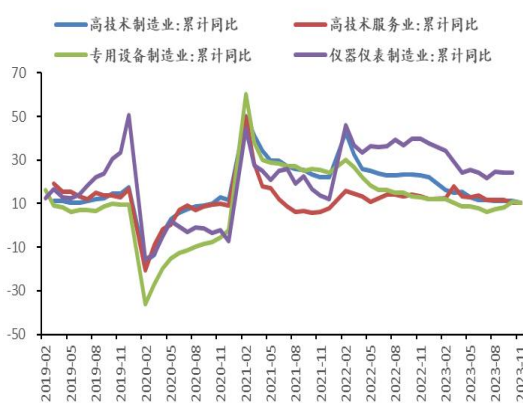
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

展望 2024 年, 国际方面, 全球化背景下各国间的经济联系和互动不断加强, 一带一路建设持续推进, 海外需求有望实现平稳增长, 释放基础设施领域的潜力和空间; 国内方面, 财政部万亿国债的发行与政策性开发性金融工具配套使用, 将对基建资金形成强有力的支撑, “三大工程”建设托底、以水利与应急装备设备、城市防洪排涝等领域重大项目建设为核心的基建投资保持高增长的前提下, 将拉动 2024 年基建投资保持较快增长。

制造业投资: 产业升级有望带来增量投资

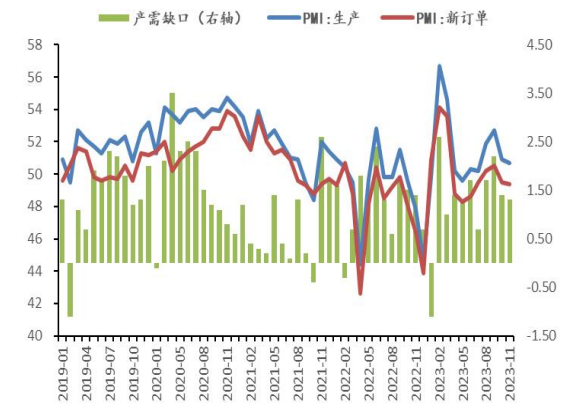
2023 年 1-11 月, 制造业投资同比增长 6.30%, 其中高技术制造业同比增长 10.50%, 高技术服务业同比增长 10.60%, 专用设备、仪器仪表制造业保持较高增速。2023 年制造业投资相对于年中有所恢复, 但受制于需求较弱、企业生产经营活动预期不强以及企业利润下滑等因素, 制造业整体投资意愿仍然不足。

图 36: 制造业投资累计同比%



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 37: 制造业 PMI 生产与新订单%



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

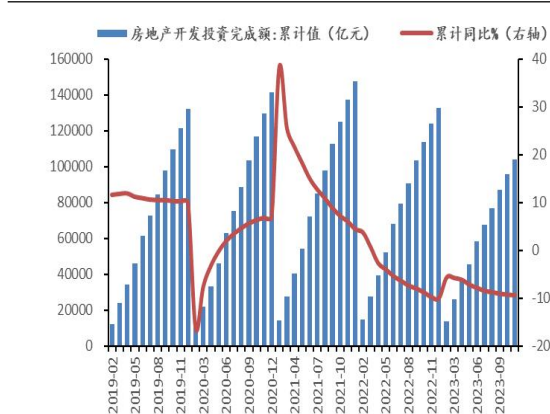
展望 2024 年, 政策扶持下制造业内生动力增强带

动制造业投资稳定增长。大国博弈加剧凸显部分领域核心零部件、高端材料等关键核心技术卡脖子风险，制造业投资既要有生产设备更新和技术改造投资带来的优化调整，又要有产业升级技术替代带来的增量投资。基于“绿色化、高端化、智能化”的制造业转型升级方向，双碳目标下新能源投资与技术改造、集成电路、数字经济、工业软件及国防军工都将是全年制造业投资的重要方向。

### 房地产投资：负面影响有望减缓

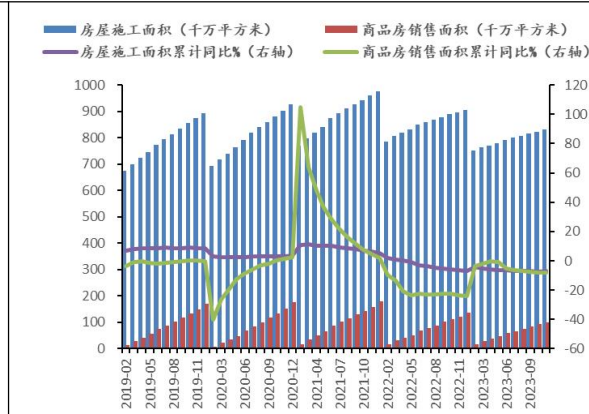
2023年1-11月，全国房地产开发投资104045.00亿元，同比下降9.4%，降幅较年初持续扩大；房地产开发企业房屋施工面积831345.00万平方米，同比下降7.20%；商品房销售面积100509.00万平方米，同比下降8.00%。

图 38：房地产开发投资



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 39：房屋施工与商品房销售



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2023年7月24日政治局会议以来，对房地产市场政策呵护不断，主要如下：

表 3：房地产市场重要支持政策

| 时间                           | 具体举措                                                                                                                                                                           |
|------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2023 年 7 月 24 日<br>政治局会议     | 会议强调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 年 7 月 31 日国<br>常会       | 会议调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措，加快研究构建房地产业新发展模式。                                                                                                                 |
| 2023 年 8 月 25 日国<br>常会       | 会议审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》（简称“14 号文件”）。文件明确两大目标，一是加大保障性住房建设和供给，“让工薪收入群体逐步实现居者有其屋，消除买不起商品住房的焦虑，放开手脚为美好生活奋斗”；二是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，促进稳地价、稳房价、稳预期，推动房地产业转型和高质量发展。 |
| 2023 年 10 月 31 日<br>中央金融工作会议 | 会议指出因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。                                                                                                                    |
| 2023 年 11 月 17 日<br>金融机构座谈会  | 会议强调继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资，支持房地产企业通过资本市场合理股权融资，加快房地产金融供给侧改革。                                                                                                                  |
| 2023 年 12 月 4 日<br>央行行长撰文    | 弱化房地产市场风险水平，防范房地产市场风险外溢，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，维护房地产市场稳健运行。                                                                                                                    |

数据来源：中国政府网，中国证券网，证券时报，华龙证券研究所依据公开资

料整理

展望 2024 年，在中央频频发声地方积极跟进的政策带动下，个人住房贷款“认房不认贷”、存量房贷利率下调以及优化住房限购等政策措施都已相继密集落地，房地产投资对经济的负面影响有望在 2024 年得到减缓，城中村改造与保障房建设的带动下，房地产市场供需两端有望得到好转。

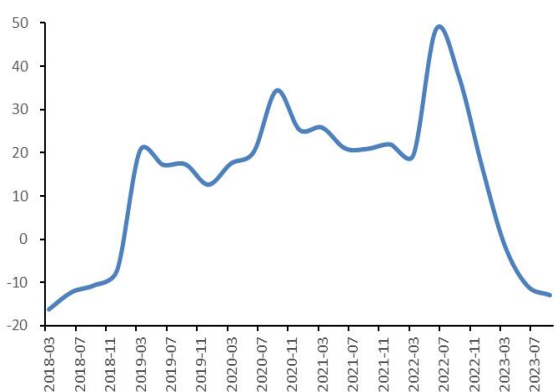
### 3.2.3 外贸：保持韧性的背景下有望回升

2023 年前三季度货物和服务净出口拖累 GDP 下降 0.7 个百分点，贡献率为-13.00%，较 2022 年同期下降 50.70%。2023 年 1-11 月，国内进出口总值 37.96 万亿



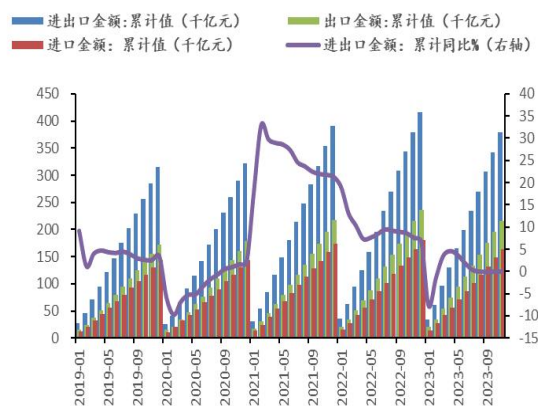
元人民币，同比增长 0.00%。其中出口 21.60 万亿元，增长 0.30%；进口 16.35 万亿元，下降 0.50%；贸易顺差 5.24 万亿元，扩大 2.80%。按美元计价，2023 年 1-11 月国内进出口总值 5.41 万亿美元，下降 5.6%。其中，出口 3.08 万亿美元，下降 5.2%；进口 2.33 万亿美元，下降 6%；贸易顺差 7481.3 亿美元，收窄 2.7%。

图 40：货物和服务净出口对 GDP 贡献率%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

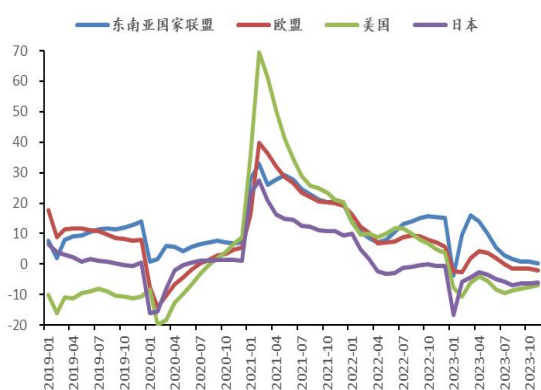
图 41：进出口金额累计及累计同比



数据来源：Wind，华龙证券研究所

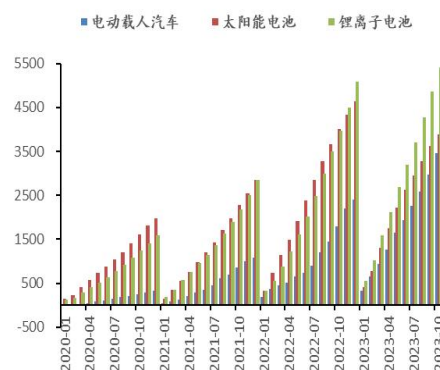
从主要贸易伙伴看，2023 年东盟为我国第一大贸易伙伴，与其贸易总值 5.80 万亿元，同比增长 0.10%，增速较一季度回落明显，与欧盟、美国、日本贸易总值分别为 5.03 万亿元、4.26 万亿元、2.04 万亿元，贸易总值相较于 2022 年同期均出现不同程度的下滑。此外对共建“一带一路”国家合计进出口 17.65 万亿元，增长 2.60%。

图 42：主要贸易伙伴进出口金额累计同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 43：新三样出口金额累计值（千万美元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

从出口商品看，2023 年 1-11 月机电产品出口 12.66 万亿元，同比增长 2.8%，占出口总值的 58.61%。除传统农产品出口保持增长外，得益于我国在绿色低碳能源相关产业多年来的战略布局，电动载人汽车、锂离子蓄

电池、太阳能电池等“新三样”产品的出口额持续保持较快增长势头。

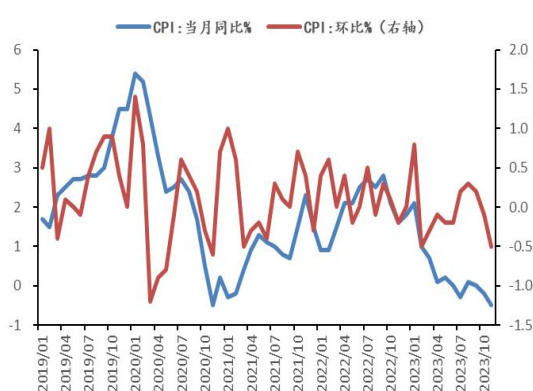
展望 2024 年，全球经济体增速放缓分化加剧，地缘政治冲突持续以及中美关系复杂交织等众多不确定因素影响下，叠加贸易保护主义抬头，部分经济体“去中心化”“制造业回流”趋势明显，国内的外需恢复仍具有较多不确定性。建设完善全国统一大市场，激发国内市场支撑新发展格局的潜力，形成以我为主的产业链、供应链工业体系，保持和增强对全球企业、资源的强大吸引力，同时依托“新三样”产品打造新出口增长极，在内外贸一体化稳步推进、线上线下加速融合以及商贸流通助力城乡和区域协调发展的趋势下，外贸增速有望进一步回升。

## 4. 2024 年国内价格水平展望：中枢逐步抬升

### 4.1 CPI：低基数影响下重回温和区间

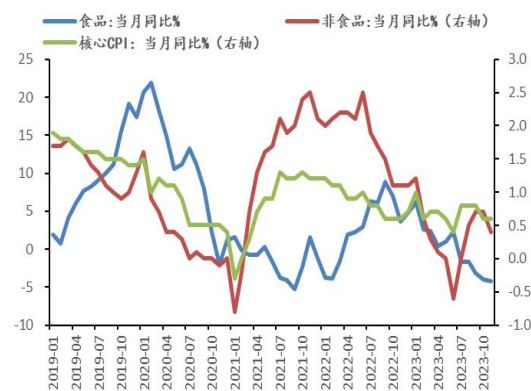
2023 年 1-11 月，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.30%，食品同比上涨 0.00%，非食品上涨 0.40%。受制于基数较高、需求偏弱、猪肉价格持续低迷影响，CPI 从 2023 年 1 月同比 2.10% 录得全年最高值后快速下滑，并在 7 月与 10 月两度转负。全年 CPI 呈现出食品价格不断回落、服务价格不断抬升的局面。

图 44：CPI 同比与环比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 45：核心 CPI 及食品与非食品同比%

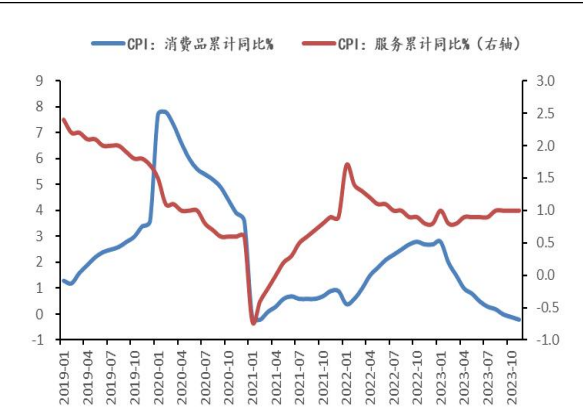


数据来源：Wind，华龙证券研究所

央行在《2023 年第三季度货币政策执行报告》中指出，CPI 同比在 0 附近运行，主要是受去年同期猪肉价格较快上涨的基数影响，核心 CPI 保持基本稳定，服务 CPI 上涨有所加快。短期来看物价还将维持低位，未来

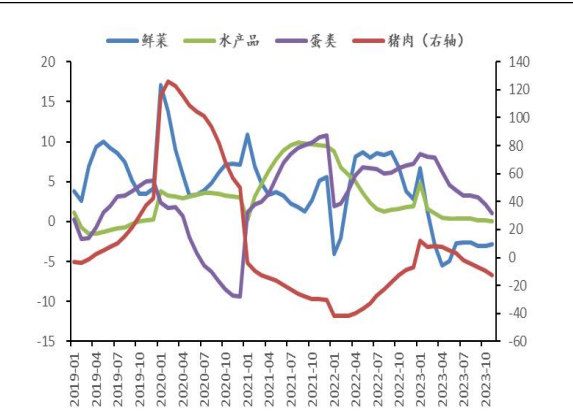
将回归常态水平。随着各项政策加快落地见效、内需持续改善，物价上行动能将进一步积蓄。中长期看，国内经济供需总体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳，不存在长期通缩或通胀的基础。

图 46: CPI 消费品与服务品



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 47: CPI 食品分类累计同比%



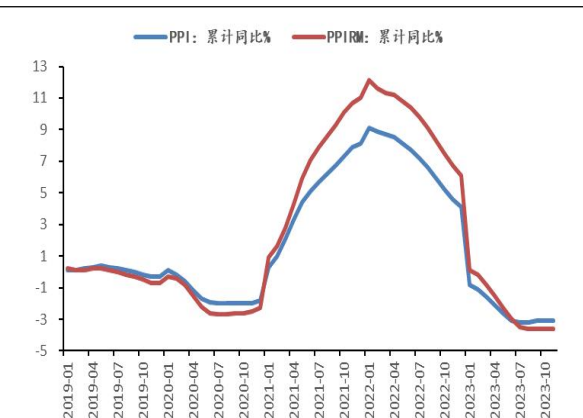
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

展望 2024 年，居民收入与就业预期不断改善，拉动商品与服务消费快速复苏，猪肉价格在猪肉供给逐步收缩需求不断释放的情况下有望企稳回升，低基数影响下全年 CPI 有望重回温和区间。

#### 4.2 PPI: 降幅持续收窄，下半年有望转正

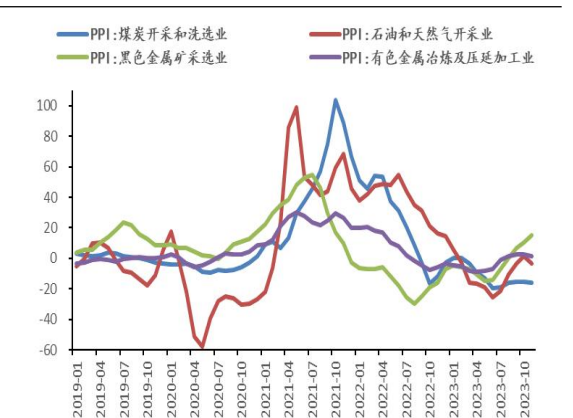
2023 年 1-11 月，工业生产者出厂价格 (PPI) 同比下降 3.10%，工业生产者购进价格 (PPIRM) 同比下降 3.60%。房地产投资低迷、工业企业利润不振以及基建投资有所回落影响下，PPI 当月同比降幅在 2023 年中达到最大值，三季度降幅有所收窄，四季度降幅依旧有所反复。

图 48: PPI 与 PPIRM



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 49: PPI 重点行业当月同比%



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

展望 2024 年，一方面稳增长政策下工业生产和投资需求不断改善，工业企业利润逐步回升；另一方面万亿国债发行带动基建投资增长，“三大工程”建设托底情形下上游原材料和工业品需求将有所改善，产品价格有望得到提振，PPI 降幅将持续收窄，下半年有望转正。

## 5. 2024 年宏观经济政策展望：统筹协调，以进促稳

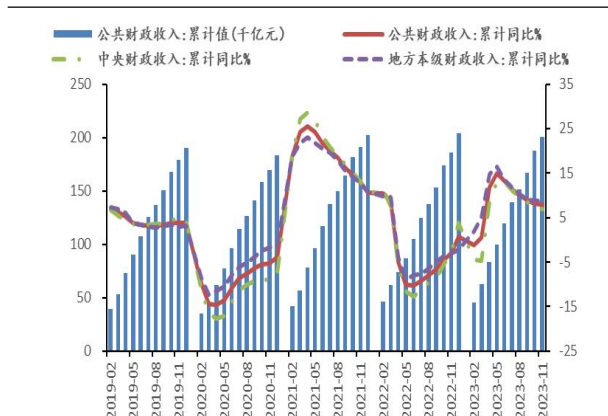
2023 年 12 月召开的中央经济工作会议对 2024 年的宏观经济政策做出了最新要求：坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。与此同时，增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估。强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。

### 5.1 财政政策：中央支持地方形式加力提效

2023 年 1-11 月，全国一般公共预算收入 200131.00 亿元，同比增长 7.90%，其中中央财政收入 91692.00 亿元，同比增长 6.90%，地方财政收入 108439.00 亿元，同比增长 8.70%；2023 年 1-11 月全国公共财政支出 238462.000 亿元，同比增长 4.90%，其中中央财政支出 33295.00 亿元，同比增长 5.80%，地方财政支出 205167.00 亿元，同比增长 4.80%。1-11 月全国税收收入 168420.00 亿元，同比增长 10.20%。

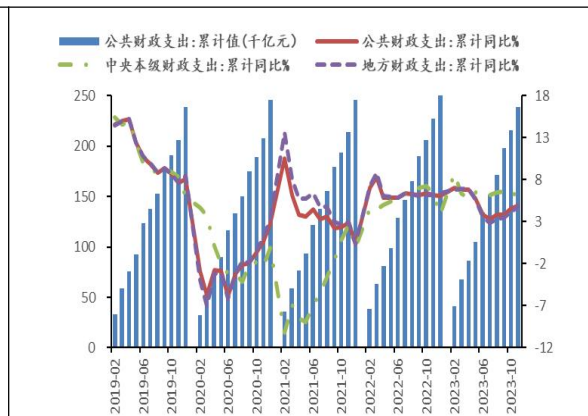


图 50: 中央及地方公共财政收入



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 51: 中央及地方公共财政支出



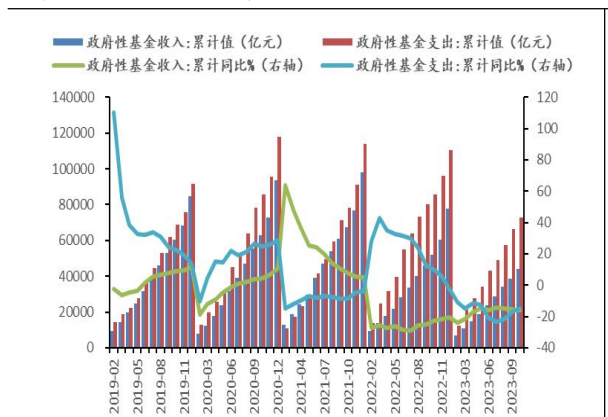
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

政府性预算基金收入与支出方面,2023年1-11月,全国政府性基金预算收入51884.00亿元,同比下降13.80%;全国政府性基金预算支出83181.00亿元,同比下降13.30%。

财政支出领域方面,社会保障和就业支出增长9.00%;教育支出增长5.70%;卫生健康支出增长1.40%;农林水务事业支出增长5.80%;科学技术支出增长4.30%。社保、就业及教育支出保持平稳增长,科学技术支出与卫生健康支出在高基数影响下增速有所下滑。

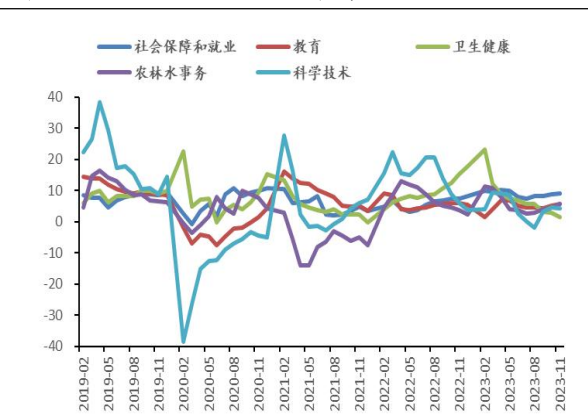
2023年全年财政收入保持恢复性增长,财政支出保持适当强度,重点领域支出得到有力保障,但财政收支整体力度仍不及2019年水平。

图 52: 政府性预算基金收支



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 53: 财政支出领域累计同比%



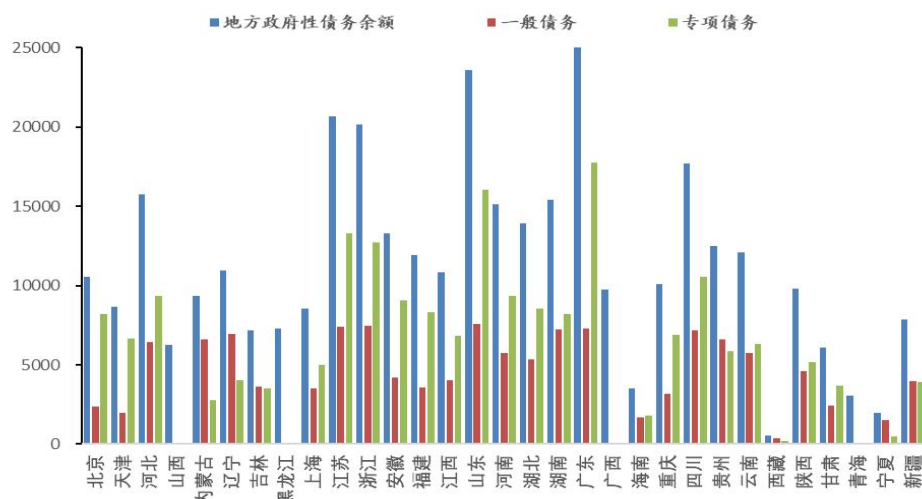
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

疫情三年对经济冲击影响下,出于稳增长目标考虑,国内货币政策尚未大水漫灌,财政政策偏向积极,政府投资力度不断扩大,导致地方政府债务规模快速攀升,结构不平衡矛盾凸显。总量上看,截至2023年10月末,全国地方政府债务余额401011亿元,债务余额首次突



破 40 万亿元关口，债务率接近 120%警戒线。结构上看，地方政府债务分布不均现象愈发明显，债务差距分化加剧，部分落后地方省份债务风险较高，还本付息压力较大。

图 54：2022 年地方政府债务各省分布情况（亿元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

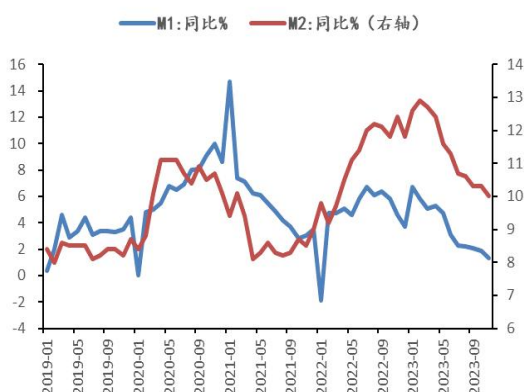
中央经济工作会议提出，积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。严格转移支付资金监管，严肃财经纪律。增强财政可持续性，兜牢基层“三保”底线。严控一般性支出。

## 5.2 货币政策：稳健宽松，保持流动性合理充沛

2023 年 11 月末，广义货币 (M2) 余额 291.20 万亿元，同比增长 10.0%，增速比上年同期降低 2.4 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 67.59 万亿元，同比增长 1.3%，增速比上年同期低 3.3 个百分点。

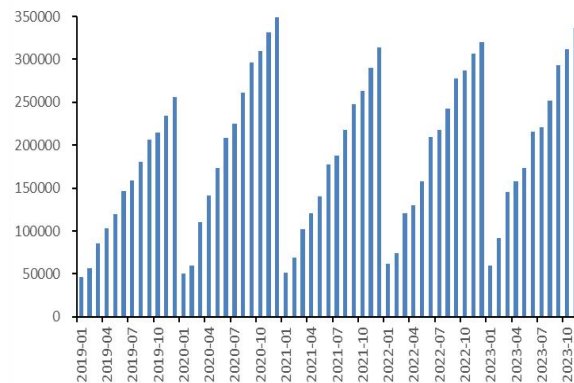
2023 年 1-11 月，社会融资规模累计 33.65 万亿元，受益于特殊再融资债券密集发行，2023 年四季度社融持续改善。

图 55: M1 与 M2 同比%



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

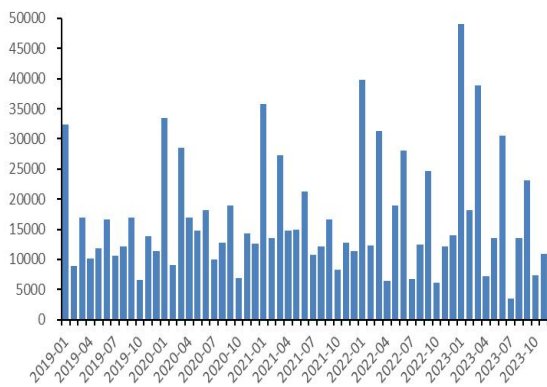
图 56: 社会融资规模累计值 (亿元)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

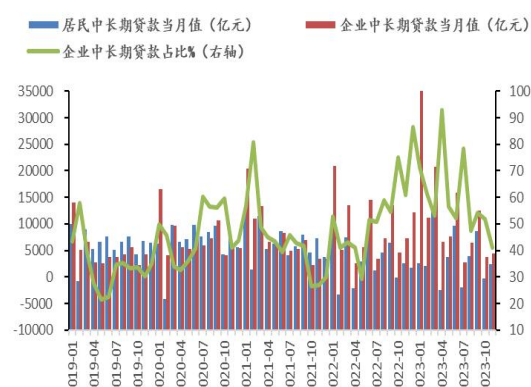
2023 年 1-11 月, 新增人民币贷款累计 21.58 万亿元, 同比多增 1.67 万亿元。从贷款结构上看, 依旧呈现“居民弱、企业强”的特征, 企业中长期贷款意愿好于 2019 年水平。

图 57: 新增人民币贷款当月值 (亿元)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 58: 居民与企业中长期贷款



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

社会融资成本端, 2023 年以来, 央行不断完善市场化利率传导机制, 一年期和五年期 LPR 分别下调 20 和 10 个基点, 不断降低社会融资成本。与此同时降低存量首套房贷利率政策落地, 减轻居民利息负担提振消费信心。

中央经济工作会议提出, 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。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能, 盘活存量、提升效能, 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。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

展望 2024 年，鉴于目前国内经济中地方政府债务与房地产市场风险压力较大，叠加货币资金空转加剧资源错配矛盾凸显，中央经济工作会议对财政政策与货币政策的执行中都提出了“效”：财政政策增效重在增加政策的效果，货币政策有效重在政策投向要精准，喻为既要选对路又要走好路。

具体来看，财政政策的“效”重在提升经济发展质量。从财政支出主体看，中央政府加杠杆空间潜力犹存，同时具备举债成本低、周期长的特征，债务比重有望进一步提升，以中央支持地方的形式来化解地方政府债务结构不平衡的矛盾。从财政支出方向看，一方面充分发挥财税政策对需求端的拉动作用，优化税收结构，保障就业与民生，通过减税降费提高居民消费预期，不断扩大内需；另一方面，以建设社会主义现代化强国目标为引领，优化引导资金向科技、教育、文化及健康领域倾斜，为实体经济高质量发展提供保障。

货币政策的“效”重在政策投向要精准，充分利用结构性货币政策工具，加大对国民经济重点领域及薄弱环节的支持力度，注重做好跨周期和逆周期调节，增强金融支持实体经济力度的稳定性。总量上各项政策措施不搞大水漫灌、大起大落，将继续保持市场流动性合理充裕；结构上聚焦科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，大力支持实施创新驱动发展战略、区域协调发展战路，确保国家粮食和能源安全，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。

## 6. 风险提示

**中美关系不确定性。**中美关系的冲突点是大国崛起的矛盾，缓和点是为了避免两败俱伤。但是至今两国之间仍存在着一些潜在的风险和挑战，随时可能会导致两国之间的合作受到阻碍或破坏，甚至引发对抗和冲突。

**全球通胀回落不及预期。**在全球加息潮席卷下，利率上升和通胀高企继续对经济活动造成压力。尽管全球央行货币紧缩进入尾声，但通胀仍然是棘手问题，美英欧通胀仍远高于其央行设定的 2% 的长期通胀目标。

**国内经济恢复不及预期。**国内经济复苏动能依旧偏弱，结构性矛盾突出，尤其是房地产市场风险带来的金融信用危机，以及地方政府债务能否有效化解都是 2024 年经济增长的潜在风险点。

**经济增长与政策预期转向。**稳增长预期下，财政政策与货币政策呈现较宽松态势。一旦经济出现超预期增长，需谨防宏观经济政策转向并阶段性退出，市场宽松的流动性环境呈现收紧的风险。

**所引用的第三方数据不实的风**险。本报告数据来源于公开或已购买数据库，若这些来源所发布数据不实，将可能对分析结果造成影响。

## 免责及评级说明部分

### 分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

### 投资评级说明：

| 投资建议的评级标准                                                                                               | 类别   | 评级 | 说明                           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上      |
|                                                                                                         |      | 增持 | 股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间   |
|                                                                                                         |      | 中性 | 股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间  |
|                                                                                                         |      | 减持 | 股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间 |
|                                                                                                         |      | 卖出 | 股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上     |
|                                                                                                         | 行业评级 | 推荐 | 基本面向好，行业指数领先沪深300指数          |
|                                                                                                         |      | 中性 | 基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数          |
|                                                                                                         |      | 回避 | 基本面向淡，行业指数落后沪深300指数          |

### 免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应充分考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

### 华龙证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦F1层华龙证券  
邮编：100033

#### 兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼  
邮编：730030  
电话：0931-4635761

#### 上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼  
邮编：200000