



Research and
Development Center

前低后高，枕戈待旦

——2024 年中国经济形势展望

2023 年 12 月 28 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

前低后高，枕戈待旦

——2024年中国经济形势展望

2023年12月28日

摘要：

2024年，我们对经济的看法是“前低后高”，对市场的建议是“枕戈待旦”。

- **当前矛盾与政策取向。**当前中国经济面临的诸多困难和挑战中，有效需求不足可能是主要矛盾。在针对需求不足的政策发力模式上，存在集中发力和渐进发力之争，市场对集中发力的期待较高，但从中央经济工作会议的部署来看，仍然延续了我国长期奉行的渐进发力模式。在此模式下，2024年我国财政政策和货币政策都预留了较大发力空间。我们预计2024年实际经济增速可达到4.8%左右，节奏上前低后高，一季度为全年增长低点，四季度为高点。
- **上行动力与下行拖累。**2024年需求端主要变量中，在库存周期、产能周期和全球制造业景气修复背景下，制造业投资和出口可能边际向好，构成经济增长的上行动力。房地产新开工可能迎来修复，房地产投资降幅有望收窄，对经济的拖累减弱。居民消费增长空间有限，社会集团消费可能继续低迷，消费增速或较2023年小幅回落，边际上成为下行因素。基建投资作为逆周期调节变量，具有较大不确定性。
- **通胀水平与社融增长。**本轮CPI和PPI双双弱势，不能用结构性因素解释，而是系统性走低，共同印证“有效需求不足”。猪肉价格、原油价格、核心CPI、服务CPI都在拖累CPI走低，生产资料价格和生活资料价格都在拖累PPI走低。2024年CPI和PPI可能均温和增长，暂不必过度担忧高通胀问题。在价格水平预期目标和中央政府加杠杆（其他部门稳杠杆）提振下，预计2024年社融增速不低于2023年。
- **经济前低后高，市场枕戈待旦。**当前A股赔率处于历史高位，指数当前已计入较多的悲观预期，中长期不必过度悲观。上半年建议关注科技板块的结构性机会，下半年累积的政策效果有望得到更充分的体现，顺周期板块可能迎来较好布局机会。
- **风险因素：**政策落地不及预期，地缘政治风险超预期，海外经济下行对出口影响超预期等。

一、总论篇：当前矛盾与政策取向	4
1.1 如何理解当前经济面临的困难和挑战？	4
1.2 政策取向：渐进发力与集中发力之争	9
1.3 预计 2024 年经济增长呈前低后高形态	10
二、实体篇：上行动力与下行拖累	11
2.1 制造业投资：双周期触底修复，推动制造业投资边际向好	11
2.2 出口：全球制造业景气有望触底修复，推动出口边际向好	13
2.3 房地产投资：新开工或迎来修复，推动房地产投资降幅收窄	15
2.4 消费：社会集团消费构成拖累，消费增速或小幅回落	16
2.5 基建投资：作为逆周期调节变量，具有较大不确定性	18
三、价格篇：通胀水平与社融增长	18
3.1 通胀：预测 2024 年 CPI 和 PPI 均温和增长	18
3.2 社融：预计 2024 年社融增速不低于 2023 年	20
四、资产篇：枕戈待旦，渐入佳境	22
风险因素	24

图目录

图 1：三大需求均存在不足	4
图 2：需求不足的关键是房地产	5
图 3：采矿业产能利用率相对较好	5
图 4：设备制造业产能利用率也相对较好.....	6
图 5：原材料加工业产能利用率较低.....	6
图 6：高技术制造业产能利用率尤其低	7
图 7：民营企业信心偏弱	7
图 8：消费者信心偏弱	8
图 9：地方政府隐性债务的来源与构成	8
图 10：全国新房房价下行风险仍然较大	9
图 11：以进促稳要求下，GDP 环比增速中枢或应有所提高	10
图 12：假设 2024 年 GDP 环比增速中枢小幅提高.....	11
图 13：预计 2024 年经济增长呈前低后高形态.....	11
图 14：历史上的库存周期.....	12
图 15：历史上的产能周期.....	12
图 16：制造业投资当月增速和累计增速均已触底回升	13
图 17：中美库存周期具有高度同步性.....	13
图 18：全球出口共振触底回升.....	14
图 19：2023 年下半年以来中国出口份额稳中有升	14
图 20：住宅新开工面积连续三年弱于销售面积.....	15
图 21：未来几年商品房住宅需求趋势可维持在 8-10.5 亿平方米	15
图 22：房地产投资降幅已出现企稳收窄迹象	16
图 23：居民消费倾向具有稳定的季节性规律	16
图 24：2023 年 Q3 居民消费倾向已超出疫情前同期水平	17
图 25：社会集团消费持续构成拖累	17
图 26：地方政府专项债券资金投向结构（2023 年）	18
图 27：近几个月核心 CPI 走势偏弱	19
图 28：近几个月服务 CPI 走势也偏弱	19
图 29：PPI 生活资料环比增速 8 月起走弱	20
图 30：PPI 生产资料环比增速 10 月起走弱	20
图 31：社融增速与名义 GDP 增速存在一定偏离	21
图 32：货币深化与宏观杠杆率之间的关系	21
图 33：股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位.....	22
图 34：中上游行业产能利用率较高（2016 年至今）	23
附图：2024 年主要经济指标预测表	23

我们基于中央经济工作会议对经济形势的最新分析和部署，来推演 2024 年中国经济主要变量的走势。

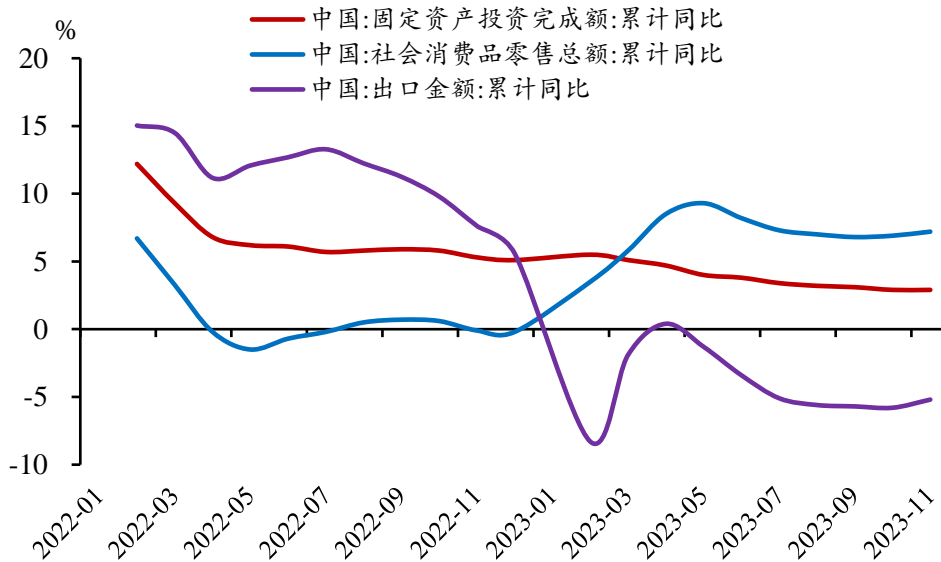
一、总论篇：当前矛盾与政策取向

1.1 如何理解当前经济面临的困难和挑战？

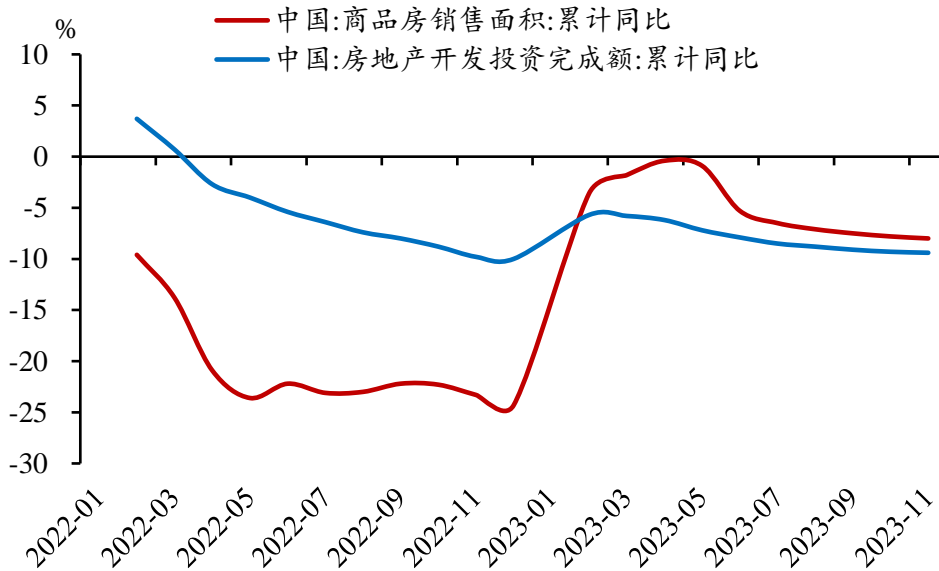
中央经济工作会议指出，进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多等。如何理解中央总结的这四大问题？

其一，有效需求不足。投资、消费、出口三大需求，2023 年的实际走势都不强。2023 年 1-11 月，固定资产投资累计增速仅为 2.9%，明显低于当年 5% 的经济增长目标，不但未能拉动经济增长，反而构成拖累；社会消费品零售总额累计增速为 7.2%，固然对经济增长做出了重要贡献，但仍较弱；出口金额（以美元计）累计负增长 5.2%，对经济增长形成拖累（图 1）。若论需求不足的关键，可能莫过于房地产。2023 年 1-11 月，商品房销售面积累计下降 8%，房地产开发投资完成额累计下降 9.4%（图 2）。房地产销售和 investment，本身就是经济总需求的重要方面，同时对上下游产业链也会产生连锁式影响。

图 1：三大需求均存在不足

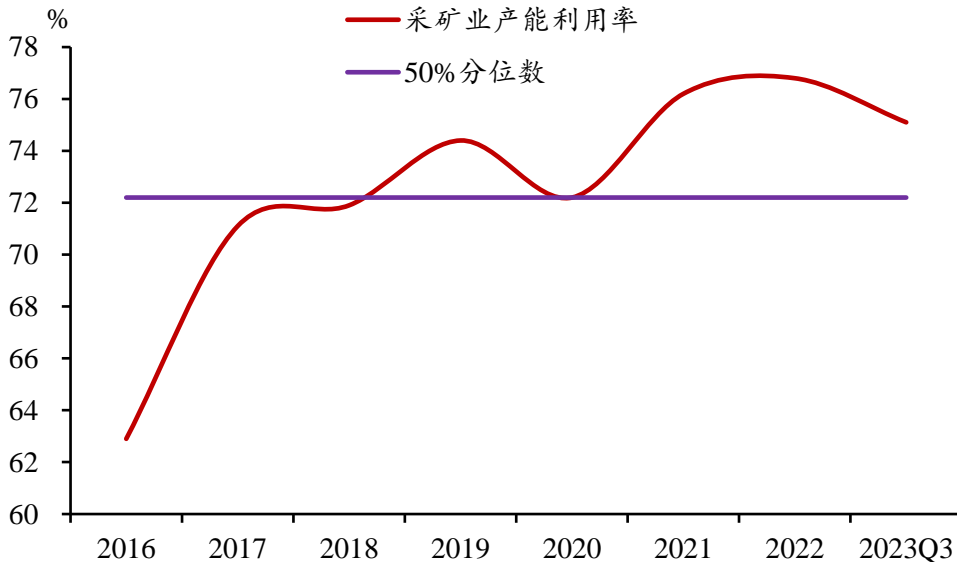


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：需求不足的关键是房地产


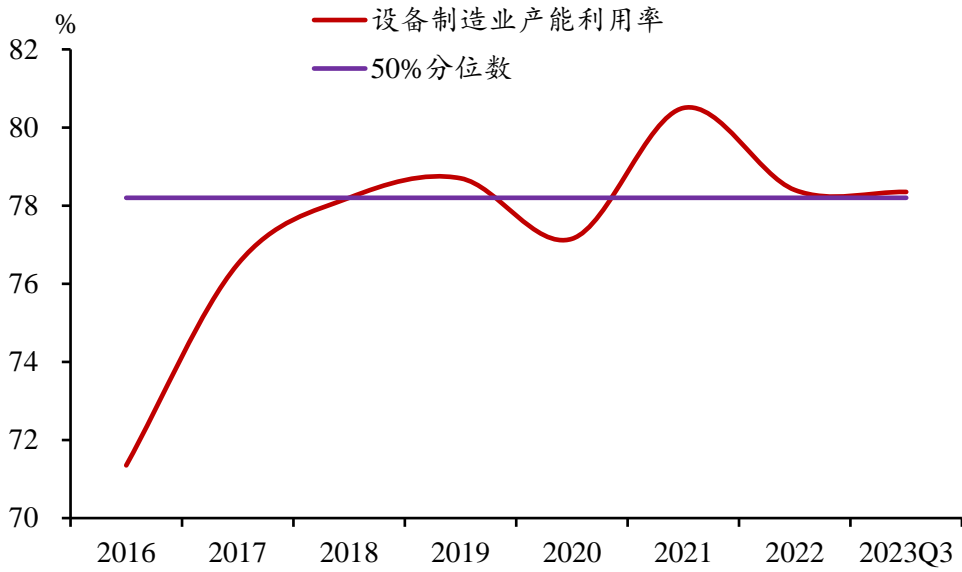
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其二，部分行业产能过剩。考虑到数据可得性，我们将主要工业行业从上游到下游分为采矿业、原材料加工业、设备制造业、高技术制造业等四大类行业，分别考察其产能利用率情况。结果发现：2023 年前三季度，采矿业产能利用率为 75.1%，高于历史 50%分位数（72.2%），相对较好；设备制造业产能利用率为 78.4%，略高于历史 50%分位数（78.2%），也相对较好；原材料加工业产能利用率为 76.3%，略低于历史 50%分位数（76.5%），存在一定程度上的产能过剩；高技术制造业产能利用率为 75.2%，大幅低于历史 50%分位数（78.7%），产能过剩较为突出（图 3-图 6）。高技术制造业的产能过剩，可能与各地过去几年的重复建设有关。

图 3：采矿业产能利用率相对较好


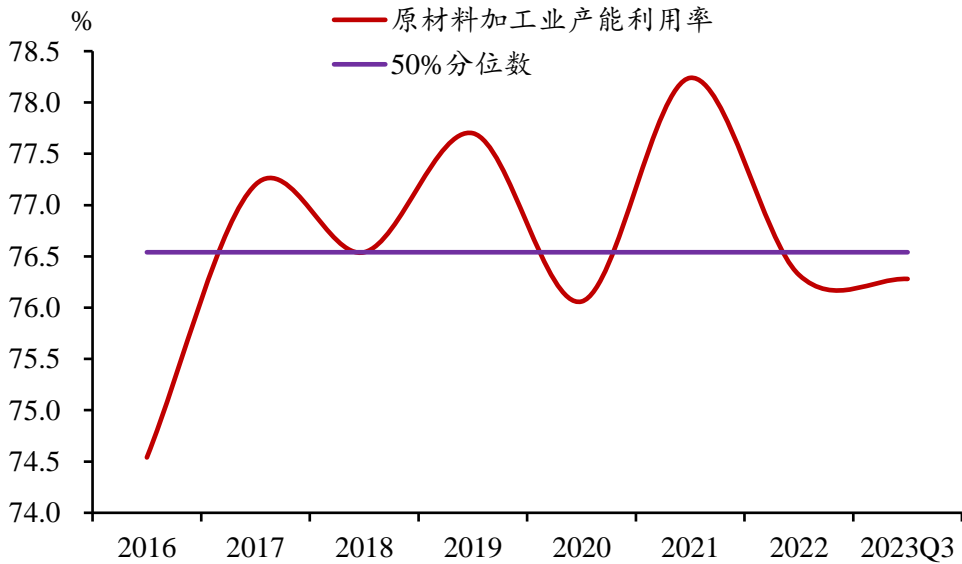
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：设备制造业产能利用率也相对较好

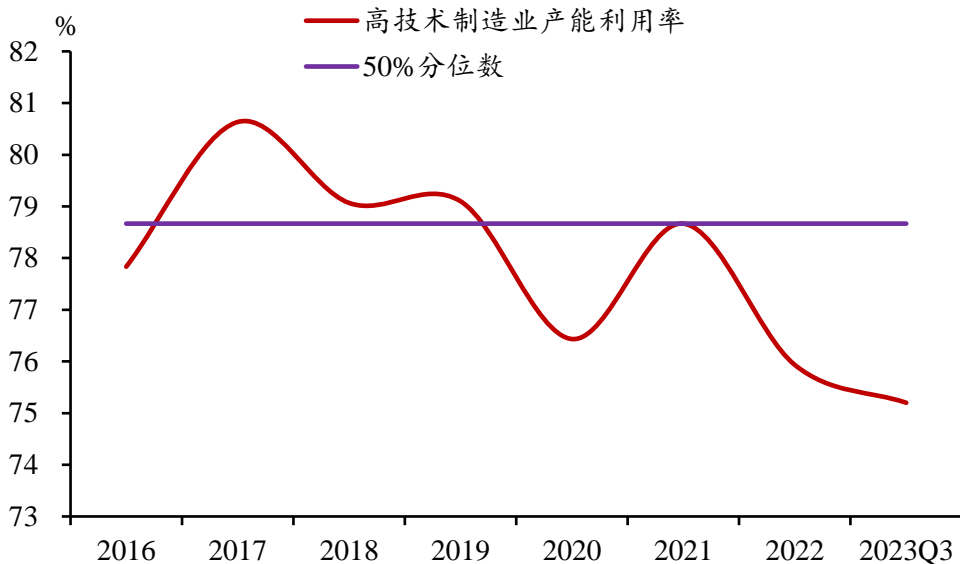


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：原材料加工业产能利用率较低

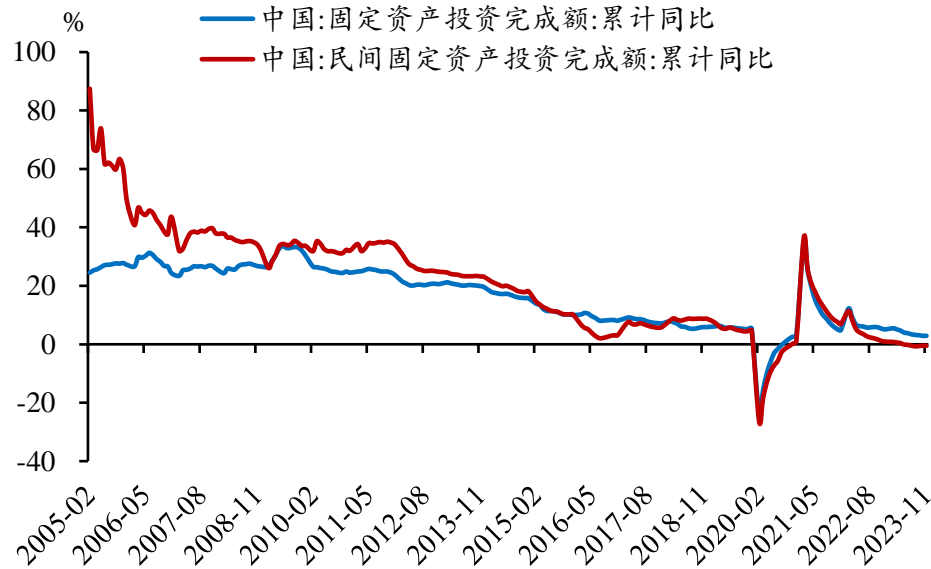


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

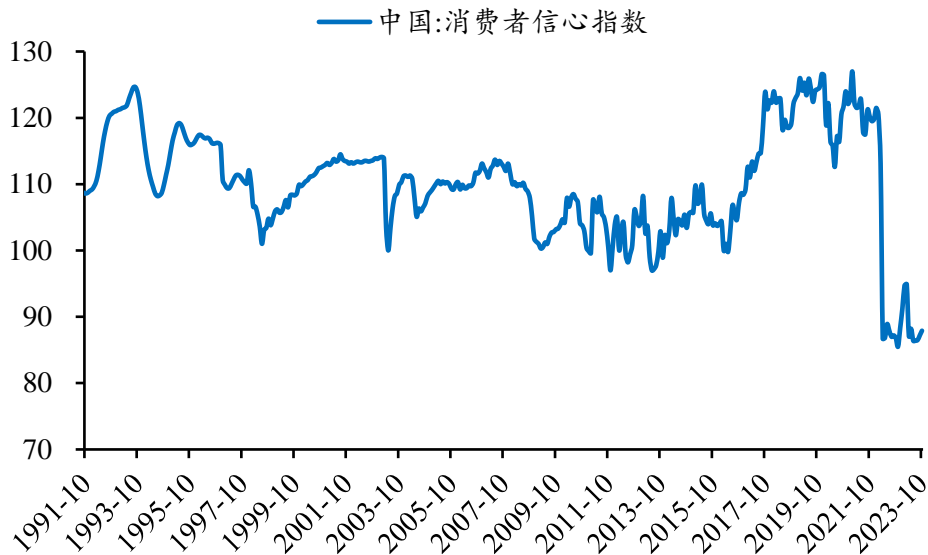
图 6：高技术制造业产能利用率尤其低


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其三，社会预期偏弱。社会预期可以观察民营企业家和消费者两大群体的预期，一段时间以来，两大群体的预期都偏弱。民营企业信心可以从民间投资和全部投资的增速差看出端倪，2005-2014年民间投资增速持续高于全部投资，反映该时期民营企业信心高涨，而2022年以来，民间投资增速持续低于全部投资，反映近一段时间民营企业信心较弱（图7）。消费者信心可以直接观察消费者信心指数，2022年二季度以来，受多重因素影响，消费者信心指数明显下降，截至2023年10月，消费者信心指数为87.9，处于有数据以来低位，反映目前消费者信心也较为低迷（图8）。

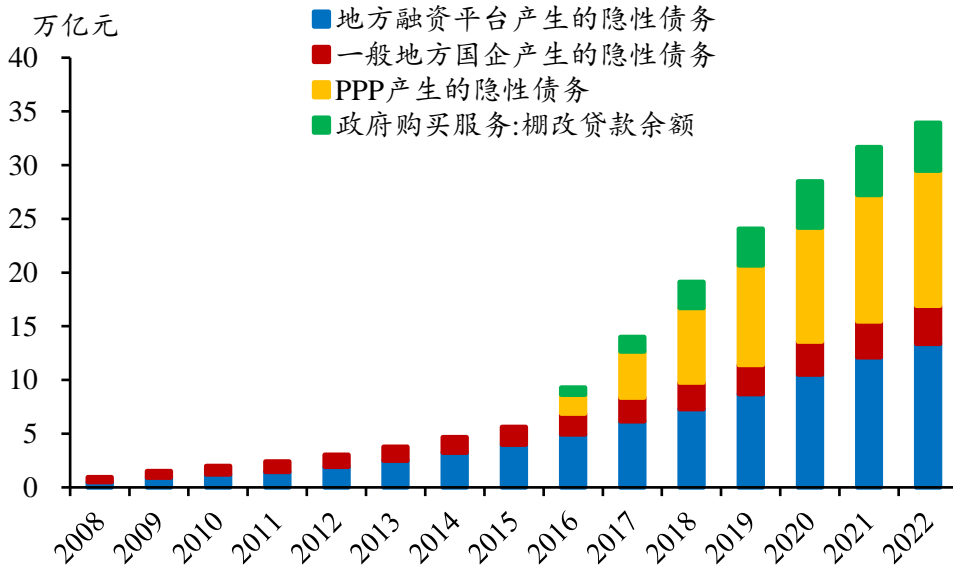
图 7：民营企业信心偏弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

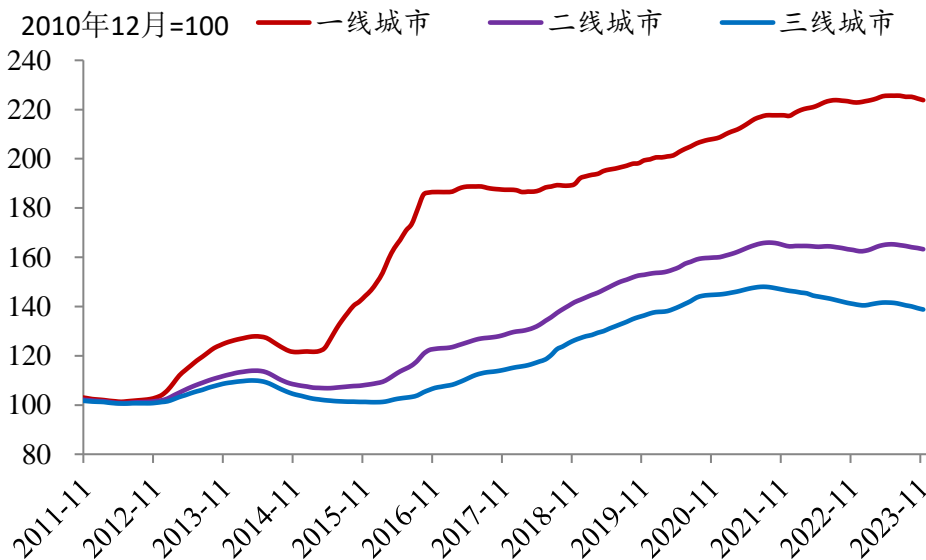
图 8：消费者信心偏弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其四，风险隐患仍然较多。中央经济工作会议强调，要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险。就地方债务风险而言，市场更为关注的是隐性债务风险。地方政府隐性债务具有多种不同来源，截至 2022 年底，我们估算的隐性债务规模约为 34 万亿元，与地方政府显性债务规模之比约为 1:1（图 9，详见《隐性债务：规模构成、到期压力和化解方案》-20230915）。2023 年，各地发行了近 1.4 万亿特殊再融资债之后，隐债化解取得了重要进展。然而，目前房地产市场下行风险仍然较大，2023 年二季度以来全国新房房价不断下降，一线、二线、三线城市都不例外（图 10），化解房地产风险可能是防风险的重中之重。

图 9：地方政府隐性债务的来源与构成


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：全国新房房价下行风险仍然较大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

纵览上述四大困难和挑战,一个需要我们深思的问题是,哪一项是主要矛盾(核心矛盾)?有什么样的主要矛盾,就需要有什么样的政策解决方案。如果有效需求不足是主要矛盾,那么政策重点应是扩大内需;如果部分行业产能过剩是主要矛盾,那么政策重点应是供给侧结构性改革;如果社会预期偏弱是主要矛盾,那么政策重点应是提振预期;如果风险隐患较多是主要矛盾,那么政策重点则应是防范缓解风险。主要矛盾不同,相应的政策重点也会不同。在上述困难和挑战中,我们认为,有效需求不足可能是主要矛盾,这主要缘于上述困难都与有效需求不足有脱不开的关系。

1.2 政策取向：渐进发力与集中发力之争

从中央经济工作会议的政策部署来看,不是单纯的政策刺激,而是呈现出三位一体的布局。三位一体,即会议强调的做好明年经济工作的三个方面——全面深化改革开放,推动高水平科技自立自强,加大宏观调控力度。推动高水平科技自立自强,对应于高质量发展,帮助经济实现质的有效提升;加大宏观调控力度,对应于稳增长,推动经济实现量的合理增长;全面深化改革开放,同时作用于质和量两个方面,经济增长动力不能单纯依靠政策刺激,而是要坚持依靠改革开放增强发展内生动力。会议提到的9项2024年重点经济工作,基本上是在这三位一体政策布局下展开的(详见《不是单一政策刺激,而是三位一体布局——中央经济工作会议十大看点》-20231213)。

在政策发力模式上,存在集中发力和渐进发力之争。集中发力模式,以2020年疫情爆发后美国的经济刺激模式为代表,美联储快速将基准利率降到零并启动无限量量化宽松,同时,美国财政政策扩张,直接向居民发放现金补贴,等等。集中发力模式的优点是政策力度大,短期内就会起到较大效果,缺点是可能引发较多负面作用,如通胀高企等。渐进发力模式,是我国长期奉行的政策方针,我国过去四十多年改革开放的重要特征就是“渐进式改革”。渐进发力模式的优点是预留较大政策空间,政策的机动性和灵活性强,不至于引发较大负面作用,缺点是短期内政策力度不够大。市场对政策集中发力的期待较高,但从中央经济工作会议“三位一体”布局来看,仍然延续了我国长期奉行的渐进发力模式。

在此模式下,2024年我国财政政策和货币政策都预留了较大发力空间。

我们判断2024年财政发力可能有三种方案。1)年初预算赤字保持在3.8%左右,和2023年持平;2)年初预算

赤字 3%左右，不安排特别国债，年中调整预算，赤字率提高到 3.8%左右；3) 年初预算赤字 3%左右，另外安排 1 万亿不计入赤字的特别国债。尽管表现上赤字率有区别，但实际资金支持力度均保持在比今年不减的水平，体现中央对于财政政策“适度加力”的要求。

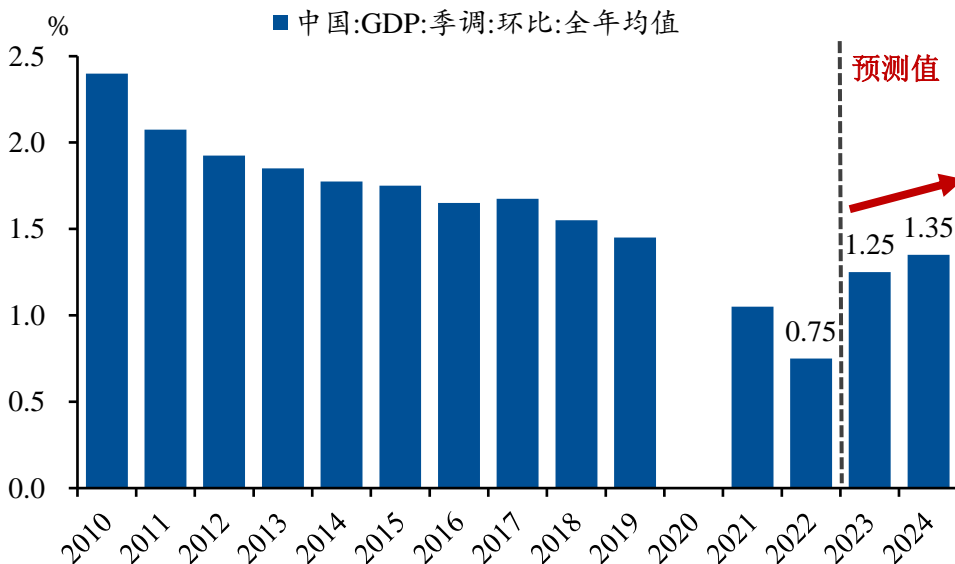
我们判断 2024 年货币政策宽松的空间也是打开的。一方面，没有提“保持宏观杠杆率基本稳定”、“管住货币总闸门”等限制性表述；另一方面，价格水平预期目标的约束意义增强，目前 CPI 增速仅为-0.5%，与 3%以内的目标距离仍远，造成实际利率高企，货币政策可能需要推动通胀回到预期目标，在达成目标之前，货币政策宽松都难言结束。预计 2024 年降准空间可能有 2 次（每次 25bp），降息空间可能也有 2 次（每次 10bp）。

1.3 预计 2024 年经济增长呈前低后高形态

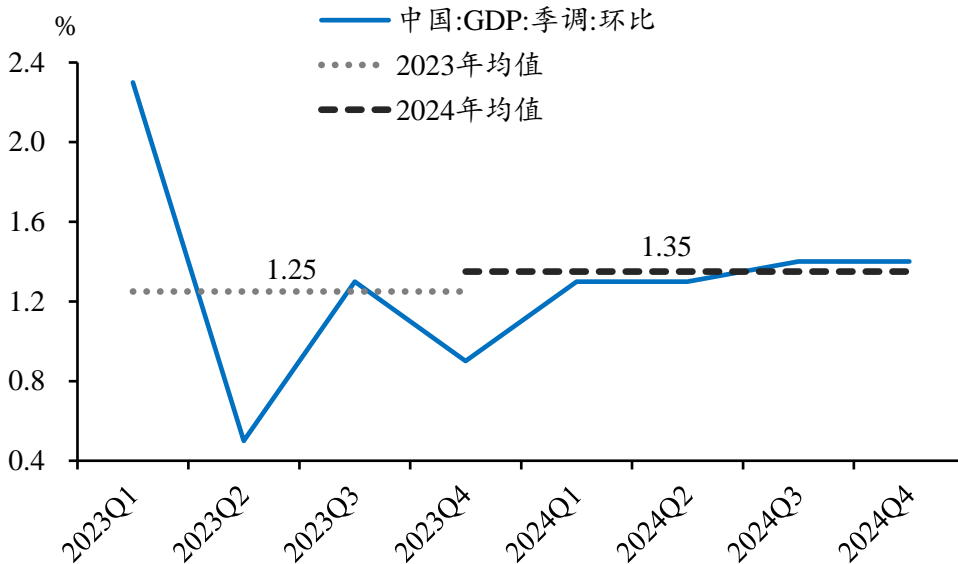
如何体现中央关于“以进促稳”的要求？中央经济工作会议要求，做好明年经济工作，巩固和增强经济回升向好态势，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。这些表述出来后，引发了市场很多关注。“经济回升向好”如何体现？“以进促稳”如何体现？这些表述的含义较为丰富，我们理解，如果狭义地从经济增长的角度来看，在 GDP 季度环比增速上应该有所体现。2022 年，受奥密克戎疫情影响，四个季度 GDP 环比增速均值仅录得 0.75%，2023 年预计为 1.25%，较 2022 年明显回升，此即为“经济回升向好”的体现。我们认为，对于 2024 年来说，四个季度 GDP 环比增速均值若较 2022 年进一步回升，此即为“以进促稳”的体现（图 11）。**基于上述要求，我们预计 2024 年 GDP 增长目标定为 5%左右。**

预计 2024 年实际经济增速可达到 4.8%左右，节奏上前低后高。基于政策发力且渐进发力的假设，我们预计 2024 年四个季度 GDP 季度环比增速均值小幅提高至 1.35%，较 2023 年小幅上升 0.1 个百分点，环比折年率约为 5.5%。其中，由于下半年政策效果可能有更好的体现，预计下半年 GDP 环比增速略高于上半年（图 12）。由此，得到最终的预测值：预计 2023 年全年 GDP 增速为 5.2%，2024 年可达到 4.8%左右，基本可实现全年 5%左右的增长目标。如若政策落地力度大于我们的预期，亦不排除取得更高的增长。节奏上，考虑到基数前高后低且政策力度渐进提高，预计全年增长节奏呈前低后高形态，一季度为全年增长低点，四季度为高点（图 13）。

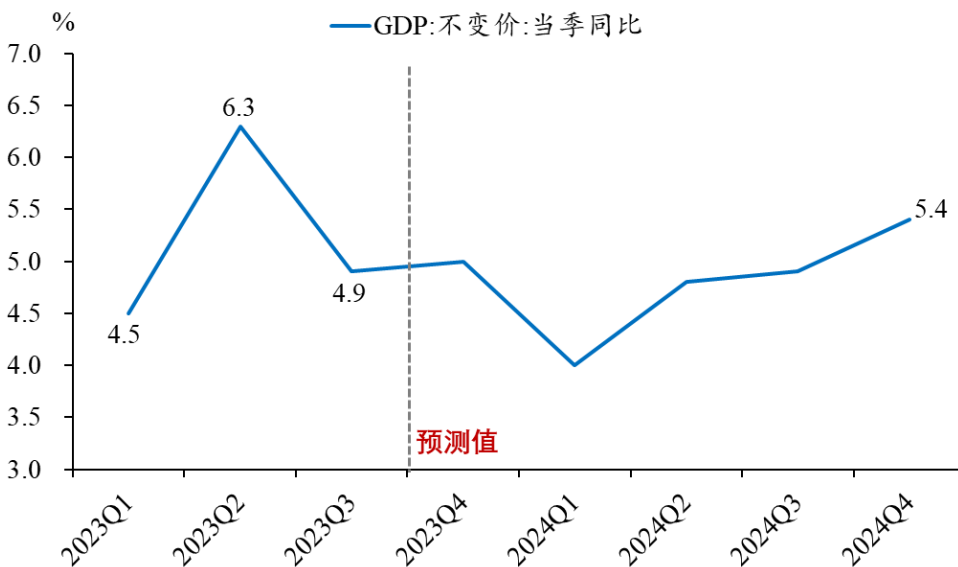
图 11：以进促稳要求下，GDP 环比增速中枢或应有所提高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12：假设 2024 年 GDP 环比增速中枢小幅提高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13：预计 2024 年经济增长呈前低后高形态


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、实体篇：上行动力与下行拖累

需求端主要变量中，2024 年制造业投资和出口可能边际向好，构成经济增长的上行动力；房地产投资预计降幅收窄，对经济的拖累有所减弱；消费增速或较 2023 年小幅回落，边际上成为下行因素；基建作为逆周期调节变量，具有较大不确定性。

2.1 制造业投资：双周期触底修复，推动制造业投资边际向好

2024 年，制造业两大周期可能迎来修复。其一是库存周期。一轮库存周期一般持续 3-4 年，2022 年 5 月-2023 年 7 月，库存周期经历连续 15 个月去库存，产成品存货增速降至本轮低点 1.6%。2023 年 Q3-Q4，库存周期处于磨底过程中，2024 年可能迎来一轮弱补库(图 14)。其二是产能周期。产能周期可以通过工业产能利用率来观察，一轮产能周期一般持续 7-8 年，2023Q1-Q2 工业产能利用率连续两个季度低于 75%，产能周期探底，2023Q3 产能

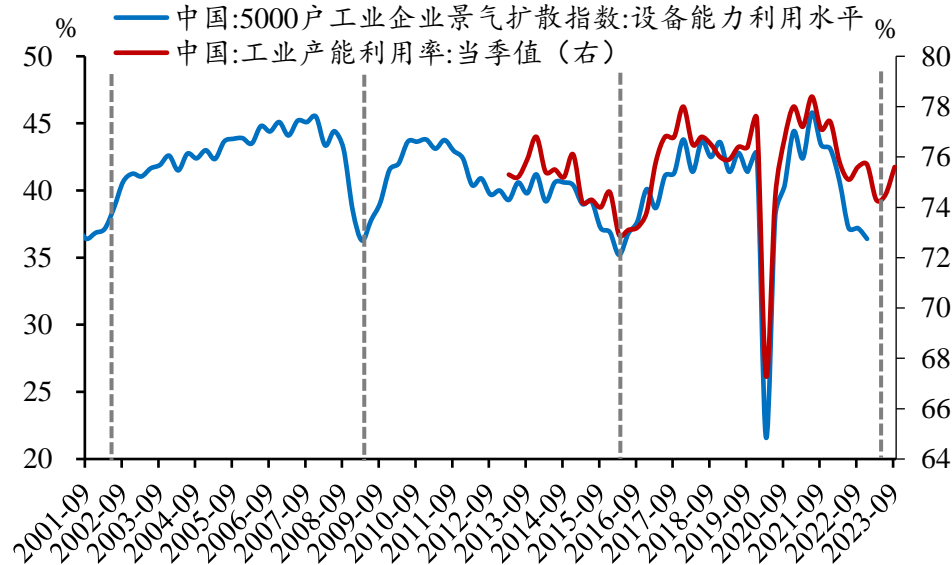
利用率小幅回升至 75% 上方 (75.6%)，2024 年产能周期可能也会迎来弱修复 (图 15)。

图 14: 历史上的库存周期



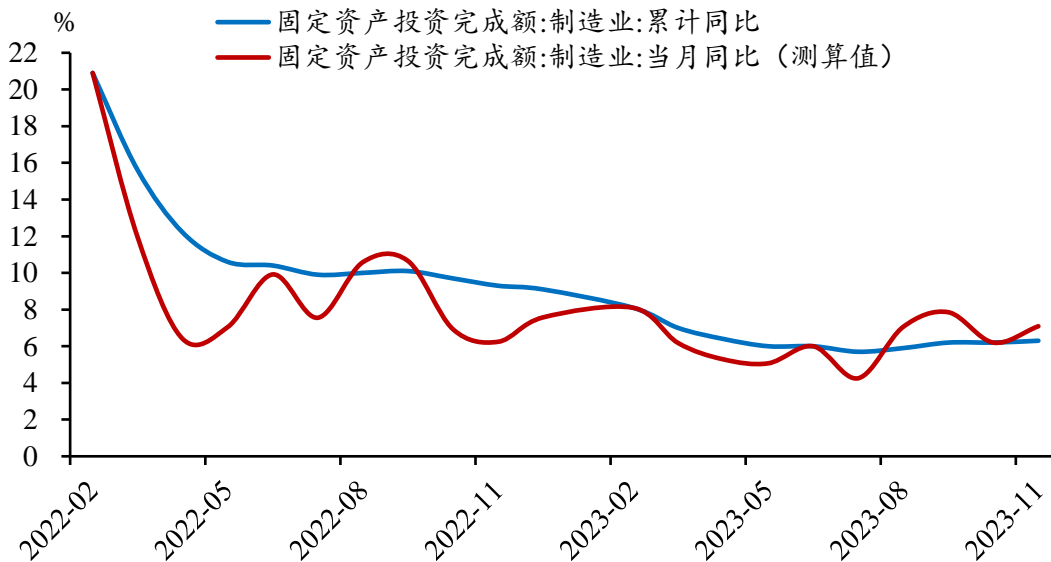
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 历史上的产能周期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

双周期触底修复，有利于推动制造业投资改善。根据熊彼特的经济周期理论，不同周期之间存在嵌套关系。我国历史经验显示，一轮产能周期包含两轮库存周期。2023 年 Q3，库存周期和产能周期均已出现见底迹象，2024 年可能双双修复，这一判断不仅符合二者各自的经验规律，也同样符合二者之间的嵌套关系规律。目前尚难以判断二者的修复斜率，若斜率不强，则当属弱修复。实际上，伴随库存周期和产能周期触底修复，制造业投资增速已开始触底回升。2023 年 7 月，制造业投资当月增速录得 4.3% 的低位，此后几个月波动中回升。2023 年 7-11 月，累计增速从 5.7% 逐渐回升至 6.3% (图 16)。

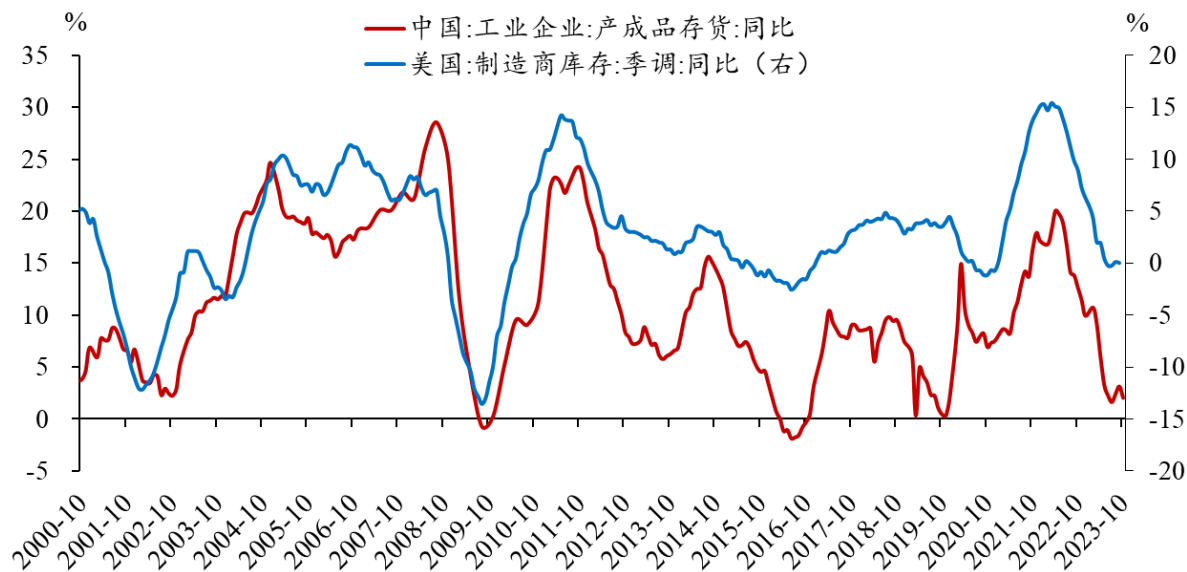
图 16：制造业投资当月增速和累计增速均已触底回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

综上，预计 2024 年制造业投资增速小幅高于 2023 年。预计 2023 年制造业投资全年增速为 6.4% 左右，2024 年小幅回升至 7% 左右。

2.2 出口：全球制造业景气有望触底修复，推动出口边际向好

2024 年，全球制造业景气可能迎来修复。由于制造业是可贸易部门，在贸易的传导作用下，主要经济体制造业景气具有很强的同步性和共振性。目前，多个制造业指标均指向全球制造业景气出现触底修复迹象：1) 中国入世后多数时间里，中美库存周期具有高度同步性，2023 年 Q3 中美库存周期同步出现触底迹象，2024 年可能不仅是中国补库，也同样是美国补库，中美库存周期共振（图 17）；2) 近几个月，全球制造业 PMI 波动中回升，2023 年 7-11 月，全球制造业 PMI、美国制造业 PMI、中国制造业 PMI 不同程度回升；3) 最近几个月，中美 PPI 共振触底回升，2023 年 6-11 月，美国 PPI 同比从 -9.4% 升至 -3.6%，中国 PPI 同比从 -5.4% 升至 -3.0%。

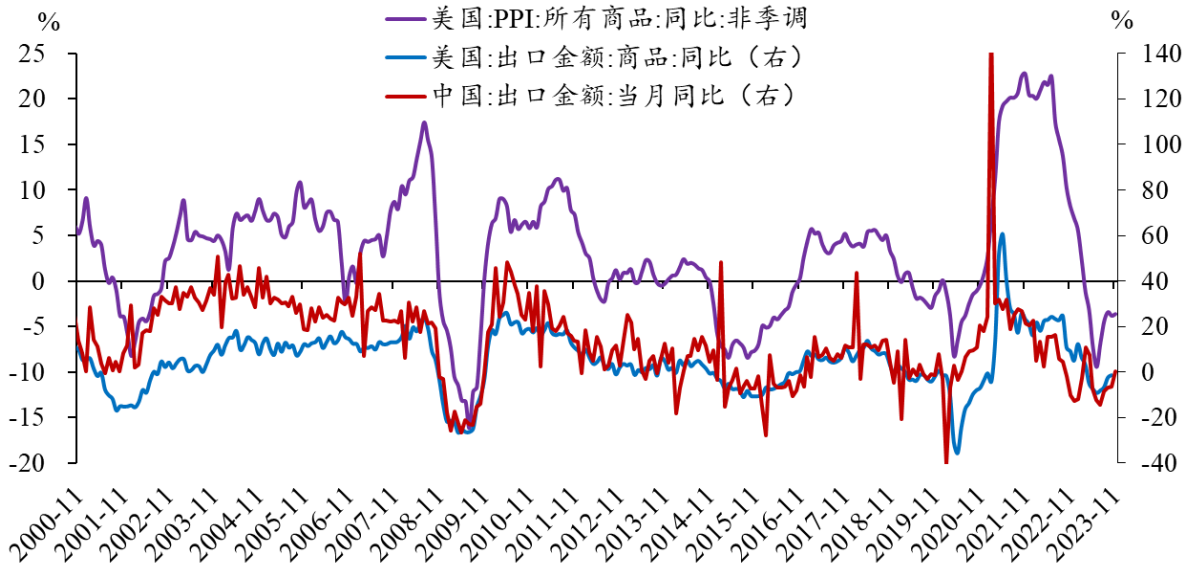
图 17：中美库存周期具有高度同步性


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

全球制造业修复和中国出口份额稳定均有利于中国出口改善。历史数据显示，全球出口、全球库存周期、全球制造业 PMI、全球 PPI 等指标相互之间具有高度同步性，背后共同反映出全球制造业的同步性。最近几个月，伴随全球制造业景气触底修复，中美出口均实现触底回升（图 18）。2023 年 10 月，WTO 发布最新预测，预测 2024 年全球货物贸易量增长 3.3%。我们根据全球数据可得 70 个经济体，跟踪测算中国的出口份额，发现 2023 年下半年以来中国出口份额稳中有升，中国制造彰显出强大的竞争力（图 19）。

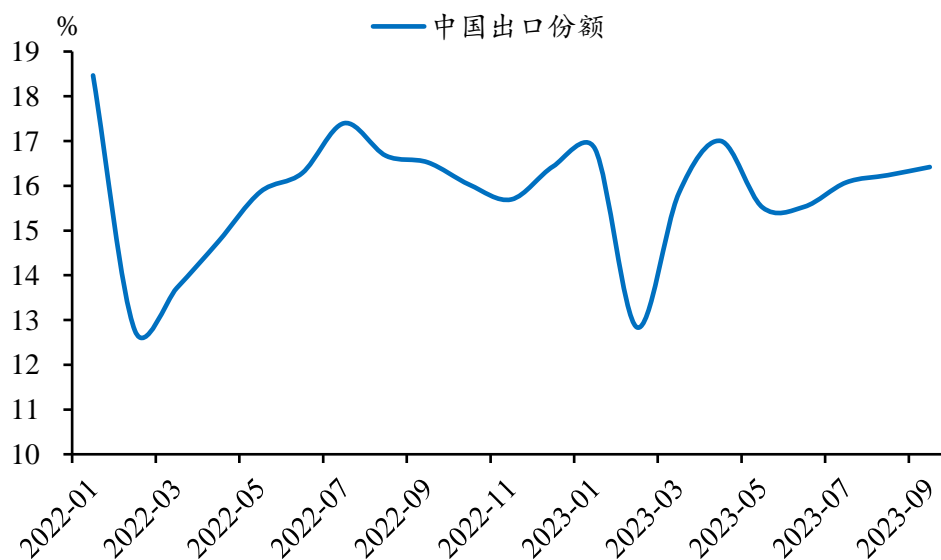
综上，预计 2024 年出口将实现小幅正增长。预计 2023 年中国出口下降 4.7%，2024 年增长 4.1%。

图 18：全球出口共振触底回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19：2023 年下半年以来中国出口份额稳中有升

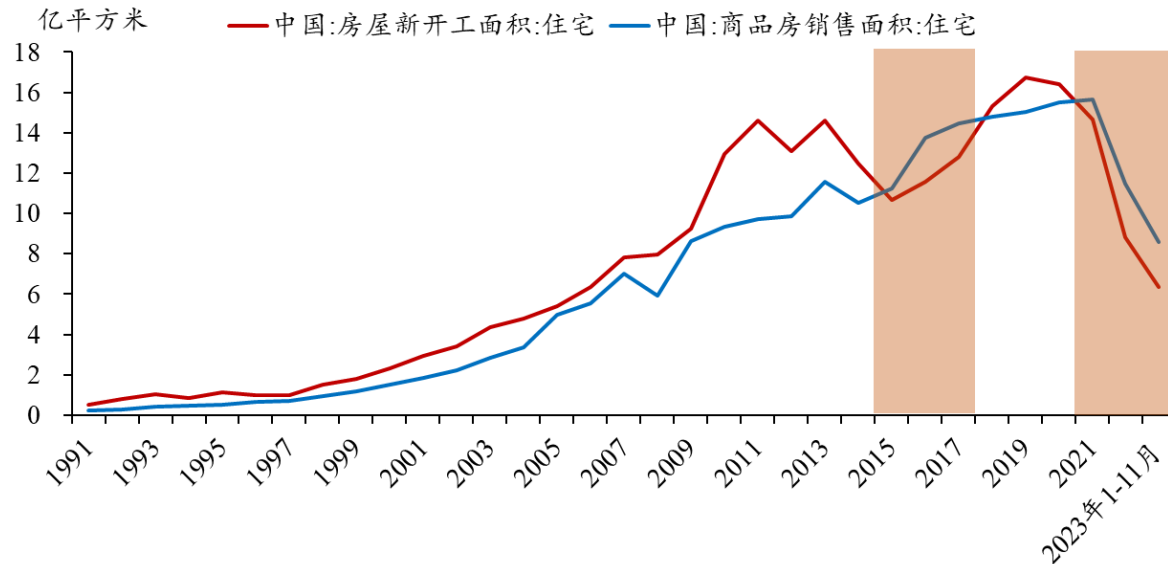


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2.3 房地产投资：新开工或迎来修复，推动房地产投资降幅收窄

过去几年，房地产供需两端同时收缩，供给端尤甚。市场对于需求端的讨论较多，对于供给端的讨论相对较少。实际上，供给端收缩可能比需求端收缩更为猛烈。一方面，供给端收缩开始的时间更早，2019年住宅新开工面积达到16.7亿平方米的历史高点，2020年起开始回落，2021年住宅销售面积达到15.7亿平方米的历史高点，2022年开始回落（更准确地说，是2021年下半年），供给端收缩早于需求端一年半左右。另一方面，供给端收缩的幅度更大，2023年住宅新开工面积可能仅为7亿平方米左右，较高点降幅超过一半，而住宅销售面积可能略低于10亿平方米，较高点降幅约为40%（图20）。

图 20：住宅新开工面积连续三年弱于销售面积



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

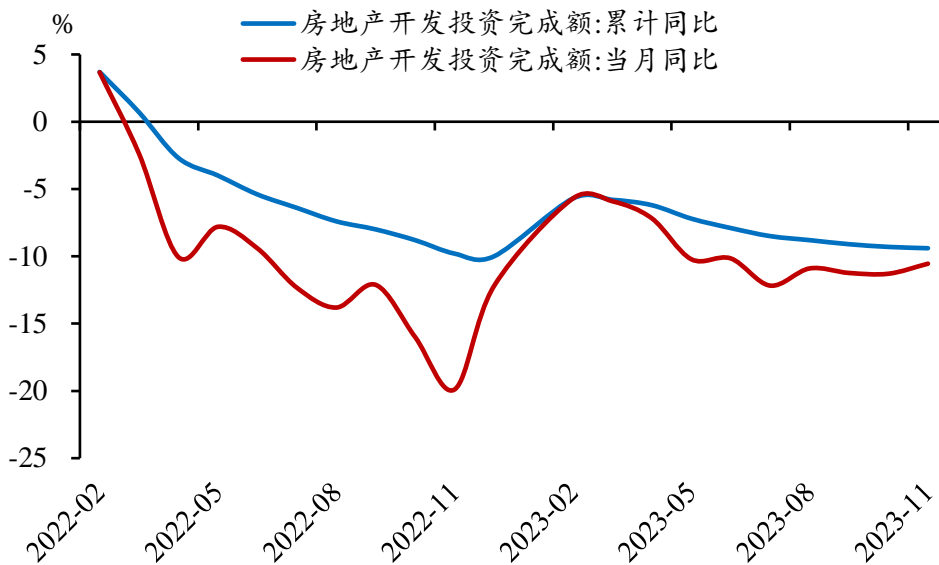
新开工已严重偏离可持续的住宅需求，可能迎来修复，从而推动房地产投资降幅收窄。根据我们的测算，未来几年商品房住宅需求趋势可维持在8-10.5亿平方米。未来新增住房需求包括三类：一是人口从农村向城镇异地转移带来的城镇化需求，预计每年新增约4-5.6亿平方米；二是城镇居民住房面积增加带来的改善型需求，预计每年新增约3.7-4.5亿平方米；三是城镇老旧房屋拆除重建带来的拆迁需求，预计每年新增0.3-0.5亿平方米。将三类需求加总，未来五年商品房住宅需求趋势可维持在8-10.5亿平方米，下限大致在8亿平方米（图21，详见《地产的重要拐点：新开工触底回升的逻辑》-20231115）。新开工已偏离了可持续的住宅需求，后续新开工面积有望迎来修复，先是降幅收窄，然后由负转正。目前，房地产投资降幅已出现企稳收窄迹象（图22）。

综上，预计2024年房地产投资降幅收窄，对经济增长的拖累减弱。预计2023年房地产投资降幅为9.4%左右，2024年降幅收窄至3%左右。

图 21：未来几年商品房住宅需求趋势可维持在8-10.5亿平方米

需求类型	假设思路	需求量
城镇化需求	年增1000-1400万城镇人口，人均面积40平米	4-5.6亿平米
改善型需求	9亿+城镇人口，人均居住面积年增0.4-0.5平米	3.7-4.5亿平米
拆迁和更新需求	每年30-50万套，平均每套90平米	0.3-0.5亿平米
合计	——	8-10.5亿平米

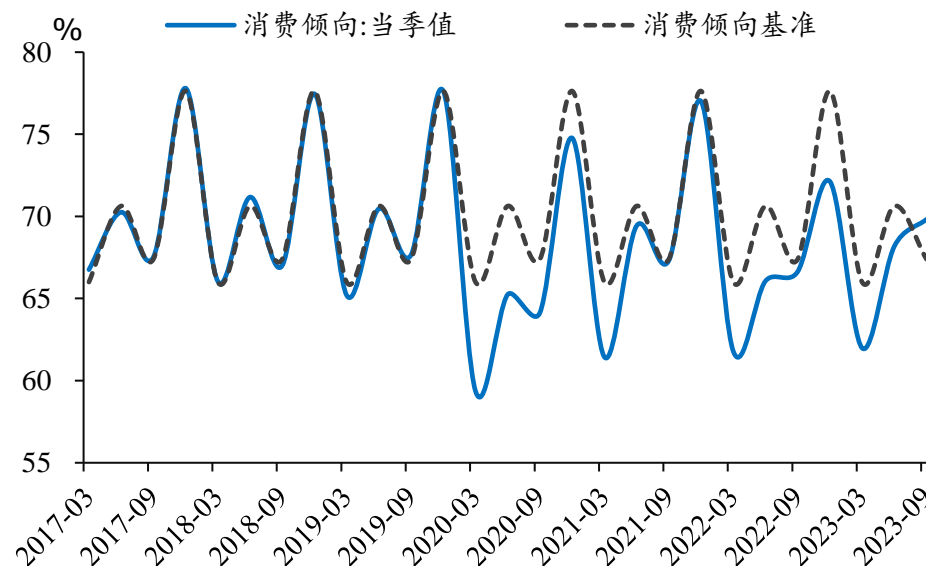
资料来源: 信达证券研发中心

图 22：房地产投资降幅已出现企稳收窄迹象


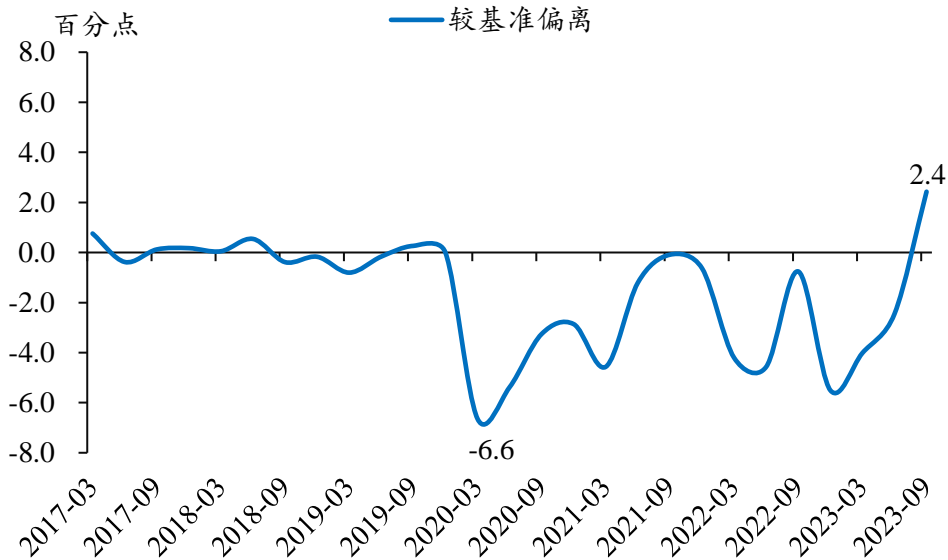
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.4 消费：社会集团消费构成拖累，消费增速或小幅回落

居民消费已基本完成修复，未来增长更多受收入影响，继续修复的空间有限。我们构建了居民消费的三因素分析框架，即居民消费总量 \approx 就业 \times 人均收入 \times 消费倾向，居民消费同比 \approx 就业同比+人均收入同比+消费倾向同比。2023年9-11月，失业率连续3个月为5%，持平于疫情前均值水平，就业领域不排除还存在一些结构性问题，但总体已修复至疫情前水平。疫情三年，居民消费倾向持续低于疫情前同期水平，但2023年以来消费倾向持续修复，到三季度已反超疫情前同期水平(图23-图24)。唯有全国居民人均收入增速明显低于疫情前，截至2023年Q3，全国居民人均收入累计同比增速为6.3%，比疫情前水平(8.9%)低2.6个百分点。

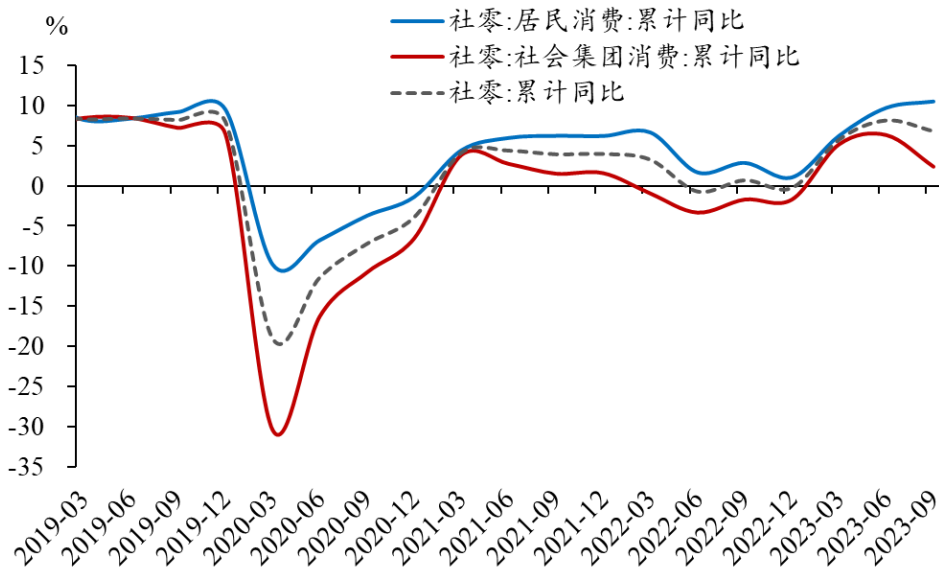
图 23：居民消费倾向具有稳定的季节性规律


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24：2023 年 Q3 居民消费倾向已超出疫情前同期水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

社会集团消费持续低迷，对整体消费构成较大拖累。全部社零可分解为社会集团消费和居民消费。社会集团消费（即政府机关、部队、企事业单位、村集体等各类机构消费）在社零中占比超过 40%。市场普遍更为关注居民消费，而对社会集团消费关注较少。过去几年，在疫情影响下，社会集团消费持续低迷，始终对整体消费形成较大拖累。2023 年 Q1，疫情管控优化之初，社会集团消费一度快速修复，与整体消费的差距收窄，但 Q2 以来，在医疗行业反腐和地方财力紧张等多重因素影响下，社会集团消费再次走弱，对整体消费的拖累再次加大（图 25）。中央经济工作会议强调“严控一般性支出，党政机关要习惯过紧日子”，社会集团消费未来增长空间仍然受限。

图 25：社会集团消费持续构成拖累


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

综上，预计 2024 年消费增速较 2023 年小幅回落。预计 2023 年社会消费品零售总额增速为 7.5%，2024 年增速为 5.9%。

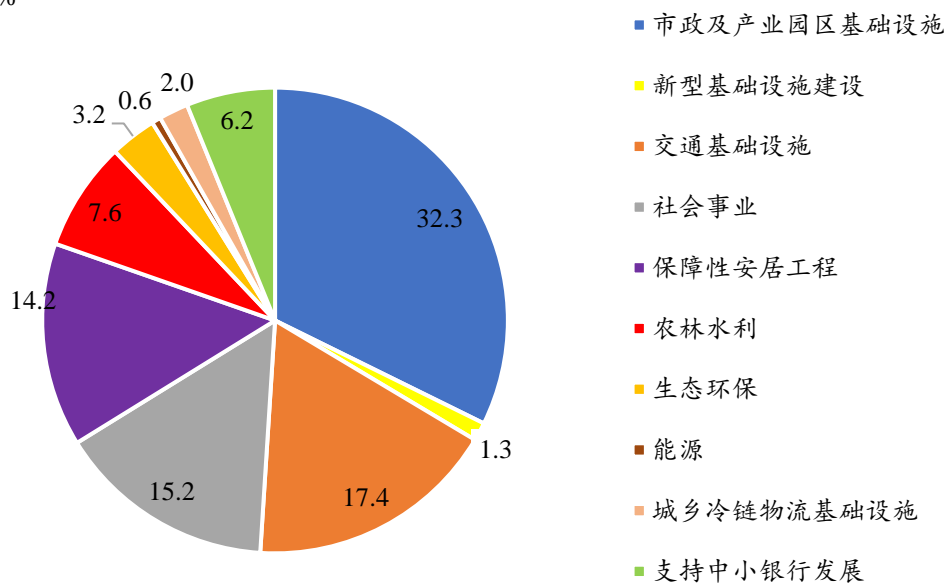
2.5 基建投资：作为逆周期调节变量，具有较大不确定性

中央加杠杆投向基建领域，有助于推动基建投资增长。2023年10月，全国人大常委会及时调整预算，批准增发1万亿国债，其中当年使用5000亿，结转2024年使用5000亿，全部通过转移支付方式安排给地方，主要投向基建领域，可视为中央加杠杆稳增长的典范。我们预计，2024年中央财政可能继续增发1万亿特别国债，同样转移支付安排给地方投向基建领域。两次增发国债（特别国债），增量资金高达2万亿，实物工作量主要落在2024年，有利于推动2024年基建投资增长，这是基建投资面临的有利因素。

但也要看到，2024年专项债资金投向基建投资的比例可能下降。2023年，专项债资金投向基建领域的占比达60%以上。包括：市政及产业园区基础设施（32.3%）、交通基础设施（17.4%）、农田水利（7.6%）、城乡冷链物流基础设施（2%）等（图26）。中央经济工作会议要求，加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。我们预计，2024年专项债资金投向可能更多地向三大工程倾斜，投向基建领域的占比或有所下降，这是基建投资面临的不利因素。

图 26：地方政府专项债券资金投向结构（2023 年）

单位：%



资料来源: ChinaBond, 信达证券研发中心, 数据截至 2023.12.21

综上，2024年基建投资增长存在较大不确定性。在逆周期调节仅是适度发力的情形下，预计2024年基建投资增速小幅回落。预计2023年基建投资增速为7.7%，2024年为7%左右。若后续政策力度加大，基建投资增速或有更高表现。

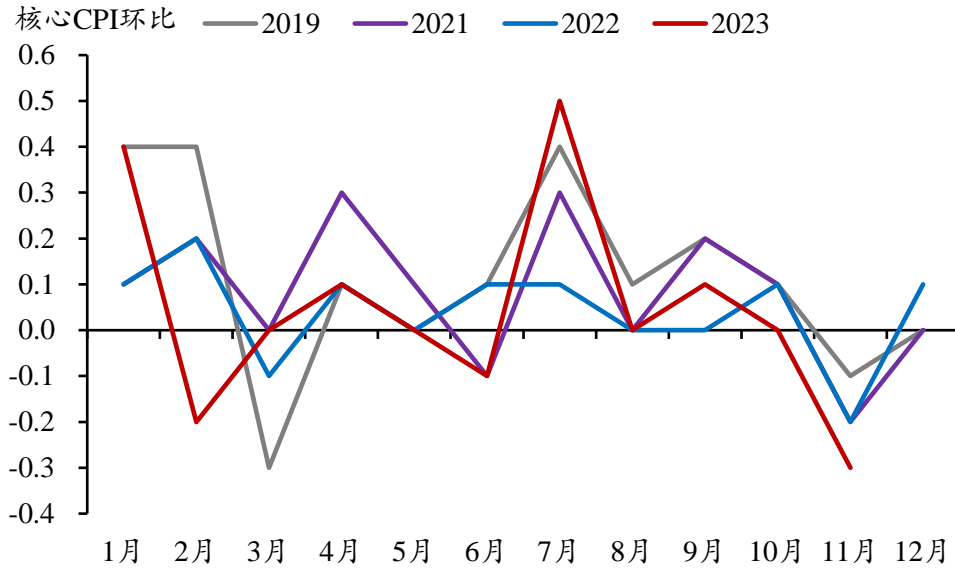
三、价格篇：通胀水平与社融增长

3.1 通胀：预测2024年CPI和PPI均温和增长

本轮CPI走低，不能用结构性因素解释，而是系统性走低。过去经常提到的两大结构性因素，猪肉价格和原油价格，确实双双拖累CPI走低。2023年生猪存栏持续处于高位，猪肉供给充足，但需求不振，猪肉价格走势始终偏弱，对CPI构成较大拖累。2023年Q1-Q3，原油价格稳中有升，对CPI拖累不大，但Q4原油价格明显下降，对CPI拖累加大。但除此以外，核心CPI和服务CPI同样拖累CPI走低。2023年1-7月，核心CPI走势相对平稳；8月以来，走势偏弱，当月环比增速明显低于往年同期（图27）。截至11月，核心CPI同比为0.6%。2023年1-

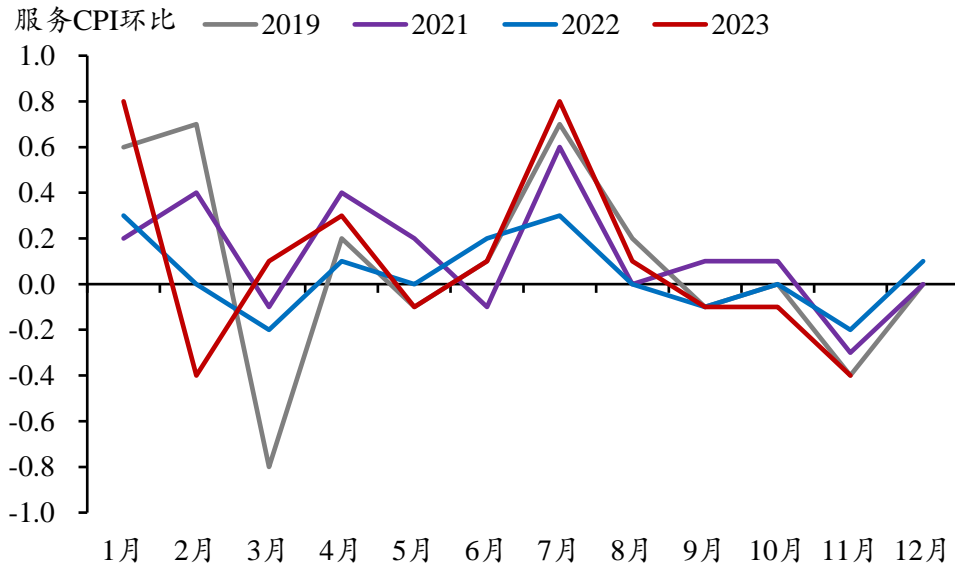
7月，服务CPI走势基本平稳；8月以来，走势同样偏弱，当月环比增速明显低于往年同期（图28）。截至11月，服务CPI同比为1%。

图 27：近几个月核心CPI走势偏弱



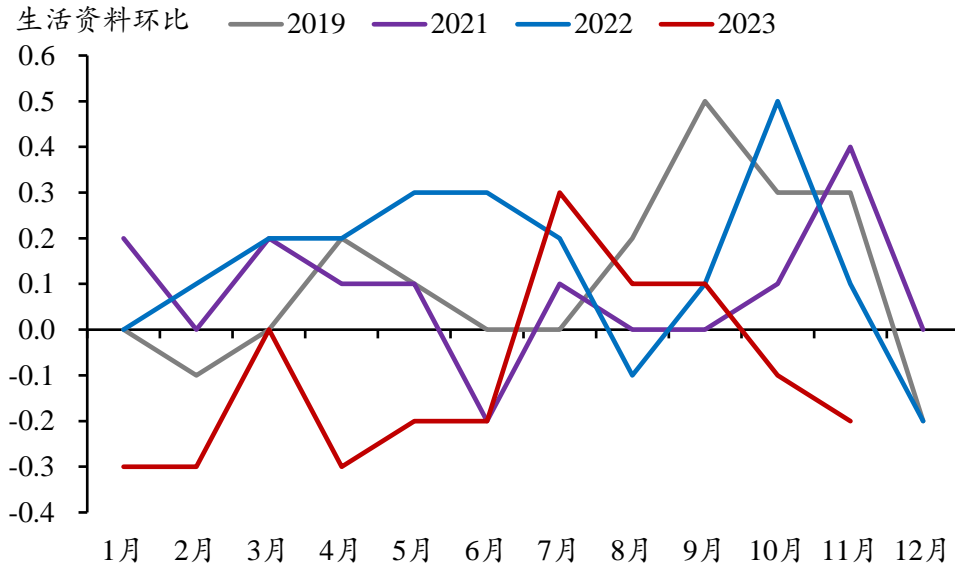
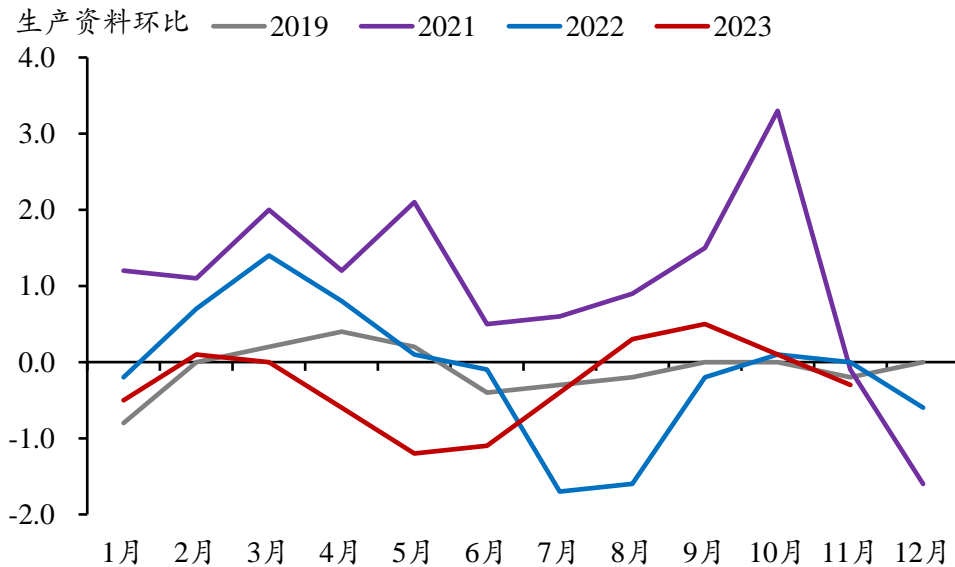
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28：近几个月服务CPI走势也偏弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2023年上半年PPI探底，Q3修复，Q4二次探底。本轮PPI同比增速低点（-5.4%）于2023年6月份出现，7-9月修复至-2.5%，但10-11月再次下探至-3%。本轮PPI二次探底具有两大特征：其一，同样不能用结构性因素解释，而是系统性走低，生产资料和生活资料价格双双走低；其二，生活资料价格下行的时间略早于生产资料价格，从环比增速看，生活资料环比8月起先行走弱，生产资料环比10月起也随之走弱（图29-图30）。近几个月，CPI和PPI双双走低，印证了中央经济工作关于“有效需求不足”的重要论断。

图 29: PPI 生活资料环比增速 8 月起走弱

图 30: PPI 生产资料环比增速 10 月起走弱


预测 2024 年 CPI 温和增长，前低后高。预测 2023 年 CPI 同比 0.2%。2024 年，在经济动能渐进修复、低基数等因素影响下，CPI 可能温和上升，单月高点不超过 3%，全年 1.1%。

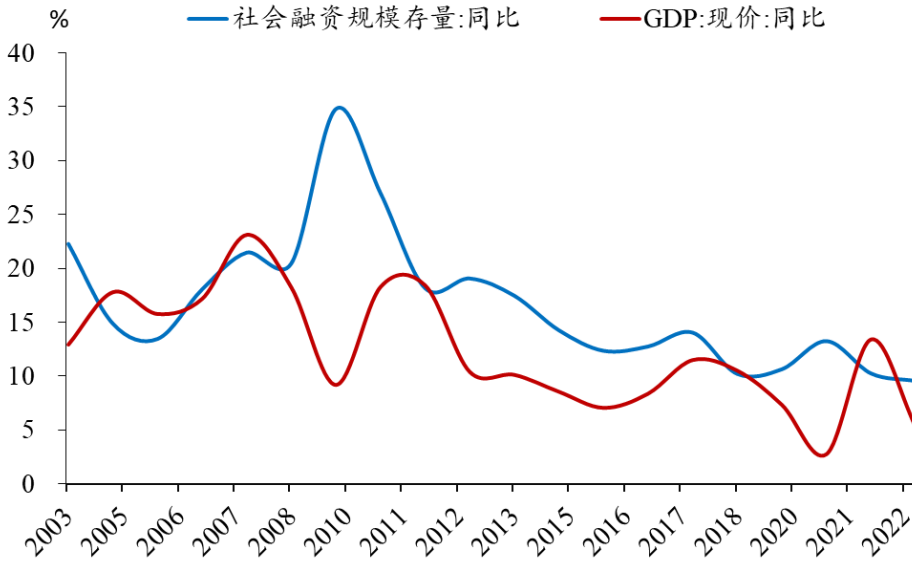
预测 2024 年 PPI 同样温和增长，前低后高。预测 2023 年 PPI 同比-3.0%。2024 年，在库存周期、产能周期和全球制造业景气逐渐修复背景下，PPI 可能逐渐上升，单月高点不超过 4%，全年 0.7%。

3.2 社融：预计 2024 年社融增速不低于 2023 年

社会融资规模增速可以用一个三因素模型来预测，即社融增速=实际 GDP 增速+通胀增速+货币深化。理论上，经济增长需要相应的资金支持，通胀增长也需要相应的资金增长，分别对应于模型的前两项。而所谓货币深化，即经济增长中更多的领域需要资金支持，或原有的领域需要更多的资金支持。由于名义 GDP 增速为实际 GDP 增速和

通胀增速之和，上述三因素模型可简化为两因素模型，即社融增速=名义 GDP 增速+货币深化。在货币深化保持稳定的基础上，社融增速约等于名义 GDP 增速，这就是近年来央行反复强调的社融增速要和名义 GDP 增速保持基本匹配的理论基础。历史上看，社融增速在多数年份高于名义 GDP 增速，但也有少数年份低于名义 GDP 增速（图 31）。但 2023 年中央经济工作会议强调，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，凸显了模型第二项的重要性。

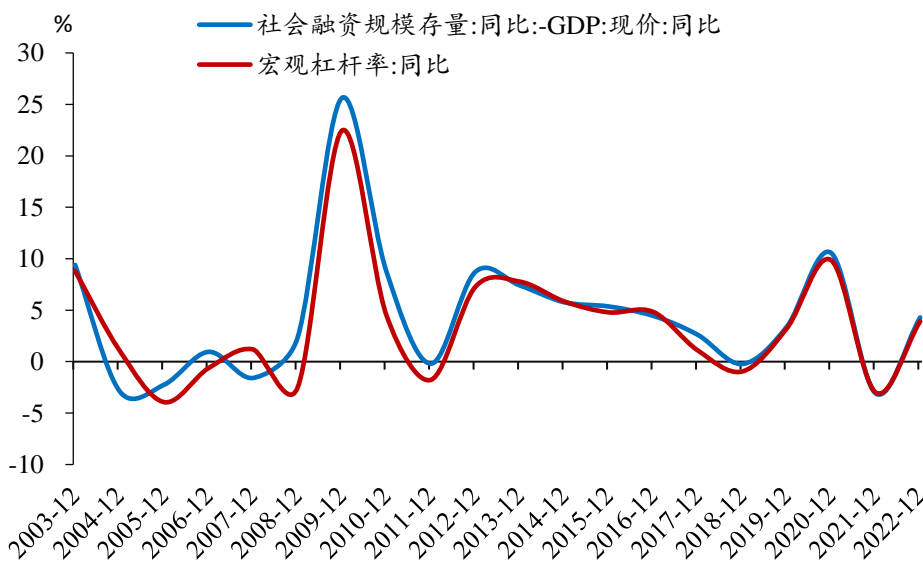
图 31：社融增速与名义 GDP 增速存在一定偏离



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

上述三因素模型中，前两项都是容易理解的，唯有第三项货币深化略显抽象。更深入去分析，可以发现，货币深化其实代表了宏观杠杆率的增速。数学上可以证明：社融增速-名义 GDP 增速=宏观杠杆率增速。实证数据也显示，（社融增速-名义 GDP 增速）与宏观杠杆率增速高度一致（图 32）。据此可知，货币深化反映了宏观杠杆率的增长情况。逻辑上，货币深化其实源于债务深化，经济增长需要经济体加杠杆增加更多债务提供支持，这就是债务深化。人类社会早已经告别实物交易时代，进入货币交易时代，因此货币深化和债务深化本来就是同一枚硬币的两面。

图 32：货币深化与宏观杠杆率之间的关系



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2023 年社融增长呈“前高-中低-后修复”形态。2023 年 Q1，社融高歌猛进，同比多增 2.5 万亿元；4-7 月明显走弱，同比少增 2.2 万亿元；8 月起在政府债券发力下，恢复同比多增。基于上述三因素模型可以判断，2024 年，价格水平预期目标（3%以内）通过模型第二项提振社融增速，中央政府加杠杆（其他部门稳杠杆）通过模型第三项提振社融增速。

综上，预计 2024 年社融增速不低于 2023 年。预计 2023 年全年新增社融规模为 35.4 万亿元，社融存量增速为 9.8%。预计 2024 年全年新增社融规模为 37 万亿元，社融存量增速持平于 9.8%。

四、资产篇：枕戈待旦，渐入佳境

枕戈待旦，当前 A 股赔率处于历史高位。使用沪深 300 计算的股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位，指数当前已计入较多的悲观预期（图 33）。尽管短期未必迅速扭转，但中期来看，政策渐进发力，政策工具箱中的工具依然充足；经济温和复苏，2024 年四个季度有望逐季走高；通胀阶段性无虞，未来一年暂不必过度担忧高通胀问题；美联储降息在望，外部环境总体上利好大于利空。长期来看，我国经济仍然具有较大的发展韧性和潜力。短期市场可能已经超调，中长期不必过度悲观。

图 33：股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

渐入佳境，2024 年下半年机会或大于上半年。上半年建议关注科技板块的结构性机会。一方面，全球半导体周期或已接近尾声，半导体、消费电子等细分领域景气度有望回升；另一方面，中央经济工作会议力推科技创新，相关产业有望受益。下半年建议关注顺周期板块的机会。到了下半年，累积的政策效果有望得到更充分的体现，经济增长势头更加巩固，中上游原材料行业库存周期与产能周期有望共振向上，并推动中上游行业供需格局持续改善，建议关注煤炭、油气油服、钢铁等行业（图 34）。



图 34：中上游行业产能利用率较高（2016 年至今）

产能利用率 (%)	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	分位数
煤炭开采和洗选	74.9	74.3	75.0	75.4	73.8	74.5	73.8	71%
石油和天然气开采	92.4	92.3	91.8	91.3	91.2	90.9	91.2	72%
化学纤维	84.2	83.8	82.0	79.2	82.1	84.1	85.1	92%
化学原料	77.9	77.7	75.3	76.0	75.5	74.3	74.6	28%
有色金属	79.0	79.0	79.6	79.4	77.8	80.3	80.2	72%
非金属矿物	65.8	66.7	68.2	67.2	63.9	65.1	65.0	8%
黑色金属冶炼	77.0	79.2	74.9	73.5	78.1	79.0	79.1	68%
通用设备	79.2	78.5	79.7	79.3	79.1	79.7	78.7	48%
汽车制造	72.1	69.1	75.7	73.2	72.0	73.3	75.6	40%
医药制造业	74.6	75.1	74.8	77.6	75.2	76.2	72.7	4%
计算机通信	77.0	77.5	78.1	78.5	73.7	74.6	76.5	12%
专用设备	77.8	77.5	77.6	77.5	77.0	78.1	77.5	22%
电气机械	77.3	76.0	76.7	79.0	75.8	77.1	77.8	32%
纺织业	78.2	77.8	76.7	76.2	75.5	76.9	76.9	28%
食品制造业	71.6	71.3	72.0	71.9	70.7	68.1	71.1	16%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

附图：2024 年主要经济指标预测表

经济指标	2023	2024	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
实际 GDP (%，同比)	5.2	4.8	5.0	4.0	4.8	4.9	5.4
名义 GDP (%，同比)	4.8	5.8	4.2	3.9	5.3	6.1	7.9
社会消费品零售 (%，同比)	7.5	5.9	9.3	8.0	4.3	6.6	5.0
固定资产投资 (%，累计同比)	3.4	5.1	3.4	1.9	3.3	4.3	5.1
房地产投资 (%，累计同比)	-9.4	-3.0	-9.4	-11.0	-9.0	-6.1	-3.0
基建投资 (%，累计同比)	7.7	7.0	7.7	5.9	6.1	6.6	7.0
制造业投资 (%，累计同比)	6.4	7.0	6.4	7.1	7.4	7.2	7.0
出口 (美元) (%，同比)	-4.7	4.1	-1.7	-5.1	0.7	7.6	12.3
社融存量 (%，同比)	9.8	9.8	9.8	8.8	9.2	9.5	9.8
CPI (%，同比)	0.2	1.1	-0.3	0.3	0.6	1.2	2.4
PPI (%，同比)	-3.0	0.7	-2.7	-1.8	-0.1	1.4	3.1

资料来源: 信达证券研发中心

风险因素

政策落地不及预期，地缘政治风险超出预期，海外经济下行对出口影响超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。