



宏观研究

2024 年经济形势的动能和症结在哪里？

2023 年 12 月 05 日

投资要点

分析师：罗志恒执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com**分析师：马家进**执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】徙木立信——2024 年中国经济十大展望》2023-12-03

《【粤开宏观】中美税制及税负比较（2023）》2023-11-28

《【粤开宏观】中美财政政策比较：宏观调控作用、实施方式与未来空间》2023-11-22

《【粤开宏观】10 月经济数据出现两大分化的原因》2023-11-15

《【粤开宏观】宏观数据与微观感受背离的原因及应对》2023-11-12

2024 年经济形势的动能和症结在哪里？

预计 2024 年中国经济增长 5% 左右，总体上仍将延续 2023 年的疫后恢复态势。从动能看，相对确定的是服务业、高端制造和基建投资，房地产在政策作用下预计将逐步回暖，但恢复力度还要看政策的进一步加码；同时从经济周期来看，库存周期大概率已见底回升，从去库存进入到补库存对于经济增长也是积极作用；从基数的角度，2022 和 2023 年两年平均预计在 4% 左右，意味着经济仍未恢复到正常增长轨道，仍存在基数效应。

当然，2024 年仍会面临一系列风险挑战：既有中长期和结构性因素，还有短期的房地产、地方政府债务、金融风险、结构性失业等问题。房地产是决定明年经济能否恢复到 5% 以上的关键。

2023 年房地产形势仍偏低迷，体现在房地产销售、投资和价格持续下行，土地溢价率下降，房地产企业经营困难；政策有效果，但不及预期，同时城市间分化明显。

从节奏看，一季度开门红小阳春、二季度下行压力，7 月酝酿政策，8 月出台，9 月一个月好转，10 月、11 月形势继续下行。

从价格看，二手房价格持续下行，10 月房价加速下行，70 个大中城市、北上广深环比都负增长。截至 10 月底，在 70 个大中城市中，二手房价上涨城市数量仅有 2 个，下跌 67 个；新房上涨城市仅有 11 个，下跌城市有 56 个。

从销量看，今年 1-10 月，全国商品房销售面积同比下降 7.8%，跌幅连续 6 个月扩大。

风险提示：稳增长政策力度和效果超预期、全球经济下行超预期、美联储货币政策超预期、地缘政治冲突超预期、中美关系变化超预期



一、2024 年经济形势的动能和症结在哪里？

预计 2024 年中国经济增长 5%左右，总体上仍将延续 2023 年的疫后恢复态势。从动能看，相对确定的是服务业、高端制造和基建投资，房地产在政策作用下预计将逐步回暖，但恢复力度还要看政策的进一步加码；同时从经济周期来看，库存周期大概率已见底回升，从去库存进入到补库存对于经济增长也是积极作用；从基数的角度，2022 和 2023 年两年平均预计在 4%左右，意味着经济仍未恢复到正常增长轨道，仍存在基数效应。

当然，2024 年仍会面临一系列风险挑战：既有中长期和结构性因素，还有短期的房地产、地方政府债务、金融风险、结构性失业等问题。**房地产是决定明年经济能否恢复到 5%以上的关键。**

2023 年房地产形势仍偏低迷，体现在房地产销售、投资和价格持续下行，土地溢价率下降，房地产企业经营困难；政策有效果，但不及预期，同时城市间分化明显。

从节奏看，一季度开门红小阳春、二季度下行压力，7 月酝酿政策，8 月出台，9 月一个月好转，10 月、11 月形势继续下行。

从价格看，二手房价格持续下行，10 月房价加速下行，70 个大中城市、北上广深环比都负增长。截至 10 月底，在 70 个大中城市中，二手房价上涨城市数量仅有 2 个，下跌 67 个；新房上涨城市仅有 11 个，下跌城市有 56 个。

从销量看，今年 1-10 月，全国商品房销售面积同比下降 7.8%，跌幅连续 6 个月扩大。

房地产销售不及预期的原因有：

一是房地产供需形势逆转，人口见顶回落，总量和结构都不利于房地产发展，影响到预期的变化，根据中国人民银行问卷调查，预期房价上涨比例在二季度末为 15.9%，为 2018 年二季度以来的相对低点。

二是宏观环境不确定性导致居民收入和购买能力受到冲击，居民个贷余额同比为负，居民杠杆率在 2020 年三季度后，不再加杆杆，杠杆率保持在 62-63%。

三是房价下跌引发谨慎购买行为，基本上消灭了投资性需求。

四是部分一线城市仍存在限购政策，导致购房群体持续观望情绪。

五是房企出现风险，部分烂尾楼导致购房者对新房的信心不足。现房销售好于期房。前 10 个月期房销售同比降 11.4%、现房销售同比增 21.9%，期房销售面积期房偏好降低显示居民对交付风险担忧、房价预期偏负面。占比 82%，较去年同期降 4.3 个百分点。

2024 年房地产形势可能有所回暖，但取决于政策力度，预计销量在 4 月份见底回升。政策应对有三个目标：稳房价、促需求、保供给。第一，供给端保交楼，调整考核机制，避免房地产暴雷的硬着陆，鼓励房地产行业内部并购重组，稳住信心与预期；第二，需求端，大幅降低改善型住房门槛，大幅下调二套房首付比例，放款非普住宅认定标准；第三，取消限购或者增加购房人群资格，根据社保年限赋予一定购房资格，增加刚需人群，主要是有需求但无购房资格人群；第四，一线城市要推出优质地段，提高市场热度；第五，收储部分低能级城市的住房。

如何发展保障房解决房地产困境？

中国经济的主要驱动力在于改革，房地产的未来也在于改革，这源于供需形势的根本性改变，即人口总量与结构的深刻变化与房地产供给之间不匹配。



房地产的主要任务从高速发展阶段解决“有没有”的问题，转变到高质量发展阶段解决“好不好”的问题。同时，房地产发展至今，房价高企，导致部分中低收入群体的住房问题越发凸显，凭借工薪收入难以获得住房，不利于推进全体人民共同富裕的现代化，因此在目前租赁型保障房的基础上发展产权型保障房十分必要。房地产的发展不能只有商品房的市场轨，还要有保障房的保障轨，双轨并行既能发挥出市场的激励约束作用，又发挥出政府的托底作用，实现在房住不炒大势下的“大庇天下寒士俱欢颜”，实现多层次的住房供给结构和供给体系。当然这种体系的运行需要注意以下方面，不能让好心办坏事。

一是双轨并行要避免套利、避免陷入福利陷阱，市场轨的激励约束仍是基础，保障轨是重要补充，且保障轨要封闭运行。双轨并行的前提仍是要充分发挥出市场轨为广大居民提供品质更高、环境更好、绿色和科技属性更强的住房；保障轨要量力而行，不能超出当前财力大幅举债提高保障房标准的，避免走向福利陷阱，从而弱化了市场机制的作用。同时，封闭运行从而避免套利是极为重要的。

二是产权型保障房的户型、面积设计等要与商品房有明显差距，促进筛选出真正的需求者，确保正向的激励机制依然生效，避免逆向选择，实现“保障房保基本、商品房保品质”的目标。保障房的初衷是保障基本，不能脱离这个目标。

三是资金来源方面要通过中央和地方共同出资，否则地方政府既无积极性、又无足够财力推动保障房落地。当前地方财政形势处于紧平衡状态，房地产市场低迷导致土地出让收入大幅下行，地方债务风险进一步导致地方财政运行困难。此种情况下，如果中央不出手，则保障房极可能是美好的理想，很可能在指标压力下地方政府在偏远区域建设保障房，导致新的浪费和无效投资。因此中央和地方分地区按比例承担是较好的选择，对于西部地区由中央承担 80%、地方承担 20%，中部地区由中央地方分别承担 50%，东部地区由中央承担 20%、地方承担 80%。

四是以发展保障房为契机，推动流动人口的医疗、教育等事权和支出责任配套改革，提高户籍人口城镇化率。新市民、新青年进了城、住得下，才能够真正带动消费，促进我国经济从投资转向消费。由人口流入地政府提供医疗、教育和养老等公共服务，中央政府予以相应转移支付支持。

五是关于谁来建设的问题，央企国企、民营房地产开发企业均可承接保障房项目建设，一视同仁开放，采取保本微利原则竞价。

六是对于超大特大城市的房地产处于供不应求的形势，保障房可通过开发建设的形式提供；但是对于中小城市和低能级城市面临房地产库存高企，有必要通过财政资金收储部分商品房作为保障房，以消化部分库存，各地不搞一刀切。财政资金收储必须经过论证，终身追责。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com