

立足五大文章，优化经济结构

—2024 年宏观经济展望

所属部门：总量研究部

报告类别：宏观研究报告

报告时间：2023 年 12 月 28 日

分析师：陈雳

执业证书：S11000517060001

联系方式：chenli@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 2024 年宏观经济主要看点有哪些？

中央金融工作会议定调，“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”，科技、绿色、数字为引领，科技创新、先进制造、绿色发展有望加速成长为我国经济的新增长点，对我国制造业转型升级、服务消费提质扩容、外贸新动能培育产生影响。制造业有望加速向绿色化高端化智能化方向转型升级；高端化、数字化将助力服务消费提质扩容。

普惠、养老是稳定经济基础的重要保障。展望 2024 年，稳预期仍是关键，支持重点领域发展的结构性货币工具值得关注，预计将通过支农支小再贷款，扩大涉农、小微、民营企业贷款投放；通过再贴现，重点支持涉农、小微和民营企业融资；使用普惠小微贷款支持工具、普惠养老专项再贷款。

❖ 2024 年经济发展需要解决的问题是什么？

地方政府债务问题当前较为突出，尤其局部地区地方政府债务风险需要引起重视。展望 2024 年，地方政府债务风险的化解仍将积极、稳妥地推进，一揽子化债方案有序落实，更加长效、有效的地方债务管控机制将逐步形成。

房地产下行压力对经济复苏的拖累作用不可忽视，对地产后周期消费、工业复苏、基建增速等方面均产生拖累，展望 2024 年，“平急两用”公共基础设施、城中村改造和保障性住房建设等“三大工程”建设有望成为房地产修复驱动力。

民营经济的复苏依然需要时间，尤其要重视和激发民营企业在创新角度的活力。展望 2024 年，民企的复苏依然需要政策的持续发力，为经济基本面的复苏贡献动能。

❖ 2024 年宏观经济指标增速预测是多少？

2024 年 GDP 增长目标有望维持在 5% 以上。分项来看，2024 年社会消费品零售总额同比增速预计在 6.0%-7.0%；固定资产投资增速预计在 3.5%-4.5%；出口同比增速整体预计将呈现前低后高的趋势。物价层面，2024 年 CPI 中枢预计于 2024 温和回升，PPI 同比降幅收窄的大趋势不会改变。黄金的避险需求依然会十分强烈，全球能源价格或将阶段性高企，各类安全保障问题将越来越凸显。数字和科技将延续成为主线。

❖ 风险提示

全球局势动荡风险；美联储超预期加息；市场复苏进度不及预期。

正文目录

一、2024 年宏观经济主要看点有哪些？	5
1.1 科技、数字、绿色是宏观经济投融资端的最大看点	5
1.2 普惠、养老是稳定经济基础的重要保障	7
二、2024 年经济发展需要解决的问题是什么？	8
2.1 地方政府债务化解需久久为功	9
2.2 房地产市场脱困仍需时间	11
2.3 重点支持民营经济发展	13
三、宏观经济指标增速预测是多少？	15
3.1 2024 年社会消费品零售总额同比增速预计在 6.0%-7.0%	15
3.2 投资：2024 年固定资产投资增速预计在 3.5%-4.5%	17
3.3 出口：预计 2024 年出口同比增速整体呈现前低后高的趋势	18
3.4 PPI 同比降幅收窄的大趋势不会改变	21
3.5 CPI 中枢预计于 2024 温和回升	21
3.6 汇率：人民币汇率中长期将保持稳定	22
风险提示	26

图表目录

图 1 : 高技术制造业累计同比增速	6
图 2 : 前 11 月部分行业制造业投资累计同比	6
图 3 : 人均可支配收入和消费支出累计同比	6
图 4 : 各分项限额以上社会消费品零售总额累计同比	6
图 5 : “新三样”出口累计值	7
图 6 : “新三样”出口累计同比增速	7
图 7 : 中小企业制造业景气水平位于收缩区间	7
图 8 : 房地产开发投资降幅持续扩大	7
图 9 : 结构性货币政策工具	8
图 10 : 地方债券发行情况	10
图 11 : 30 大中城市商品房成交面积及套数	11
图 12 : 房贷利率与商品房销售面积	11
图 13 : 房地产投资增速降幅扩大	12
图 14 : 地产消费各项同比增速小于社会消费品零售总额整体同比增速	12
图 15 : 民营企业主要分布行业	13
图 16 : 规上工业私营企业利润总额同比下降	13
图 17 : 社会消费品零售总额当月值	15
图 18 : 社会消费品零售总额当月同比增速	15
图 19 : 全国城镇调查失业率稳中有降	16
图 20 : 居民人均可支配收入同比回升	16
图 21 : 固定资产投资同比回落	17
图 22 : 三大投资累计同比增速	17
图 23 : 制造业 PMI 回落至收缩区间	17
图 24 : 基建投资增速温和回落	18
图 25 : 我国出口当月同比转正	19
图 26 : 我国出口累计同比增速尚在筑底	19
图 27 : 我国对东盟美国欧盟的出口累计值	20
图 28 : 我国对东盟美国欧盟出口累计同比	20
图 29 : PMI 新出口订单回落	20
图 30 : 2024 年 IMF 世界贸易量预测增速下调	20

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

图 31 : PPI 同比受国际原油价格波动影响	21
图 32 : 生产、生活资料当月同比增速	21
图 33 : CPI 同比与猪肉价格同比走势高度相关	22
图 34 : 人民币汇率中间价小幅贬值	23
图 35 : 人民币对一篮子货币指数与 2022 年底相差较小	23
图 36 : 跨境融资宏观审慎调节参数上调	23
图 37 : 历次金融机构外汇存款准备金率变动	23
表 1: 2023 年中央银行票据（香港）发行情况一览	24

一、2024 年宏观经济主要看点有哪些？

2023 年 10 月底，中央金融工作会议提出¹，“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”。本次中央金融工作会议提出的科技、绿色、普惠、养老、数字等五篇大文章，较 2017 年提到的小微、三农、精准脱贫，有了明显升级。展望 2024 年，科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融为金融五大发展方向，科技、数字、绿色为引领，普惠、养老作保障。数字金融、科技金融将引领科技进步和金融创新，绿色金融将推动经济社会的低碳、可持续发展，普惠金融将助力金融服务普及、均等，养老金融有望在我国老龄化程度加深的背景下满足居民养老需求。

1.1 科技、数字、绿色是宏观经济投融资端的最大看点

根据中央金融工作会议定调，科技创新、先进制造、绿色发展有望加速成长为我国经济的新增长点，对我国制造业转型升级、服务消费提质扩容、外贸新动能培育产生影响。

制造业有望加速向绿色化高端化智能化方向转型升级。政策导向来看，2023 年 7 月 3 日，工信部、教育部等五部门发布《制造业可靠性提升实施意见》，提出要聚焦机械、电子、汽车三个行业；2023 年 8 月 10 日，工信部、财政部发布《电子信息制造业 2023-2024 年稳增长行动方案》，提出要加大投资改造力度，推动高端化绿色化智能化发展；2023 年 8 月 13 日，国务院发布《关于进一步优化外商投资缓解加大吸引外商投资力度的意见》，要鼓励外商投资先进制造业、高技术产业、节能环保产业、现代服务业等领域；2023 年 8 月 15 日，工信部发布《制造业技术创新体系建设和应用实施意见》，提出实现高水平产业科技自立自强，加快新型工业化进程。宏观指标来看，电气机械和器材制造业、汽车制造业、有色金属冶炼和压延加工业投资累计同比增速居前，很大程度上受到绿色、新能源产业发展的带动；计算机通信和其他电子设备制造业投资累计同比增速较高，一定程度上受益于数字经济的发展。展望 2024 年，在政策支持、产业向好趋势的带动下，科技金融、数字金融、绿色金融有望支持电气机械和器材制造业、汽车制造业、有色金属冶炼和压延加工业、计算机通信和其他电子设备制造业投资增速进一步提高。

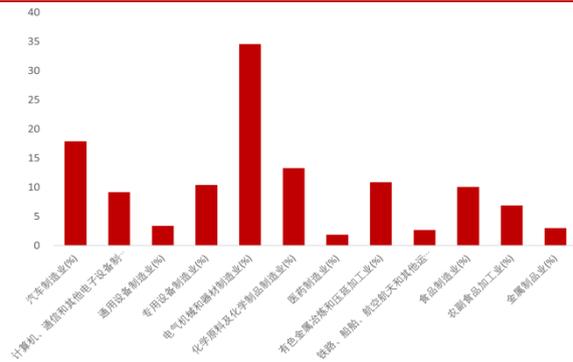
¹ 中华人民共和国中央人民政府 https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6912992.htm

图 1：高技术制造业累计同比增速



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 2：前 11 月部分行业制造业投资累计同比



资料来源：iFinD，川财证券研究所

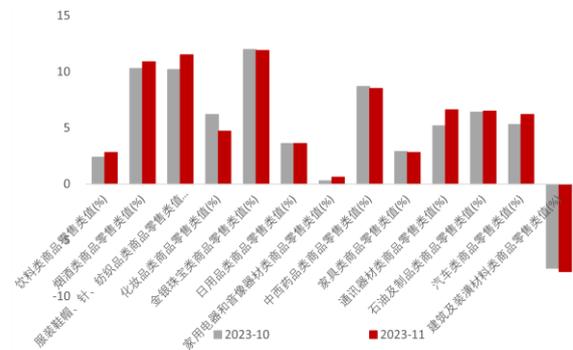
高端化、数字化将助力服务消费提质扩容。服务消费与数字化融合或将成为服务消费提质扩容的方向，即把人工智能、大数据、5G 等新兴数字技术渗入服务消费领域，促进服务业线上线下融合，拓展服务场景，提高服务体验，升级服务消费业态，进一步促进餐饮等服务消费扩容。

图 3：人均可支配收入和消费支出累计同比



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 4：各分项限额以上社会消费品零售总额累计同比



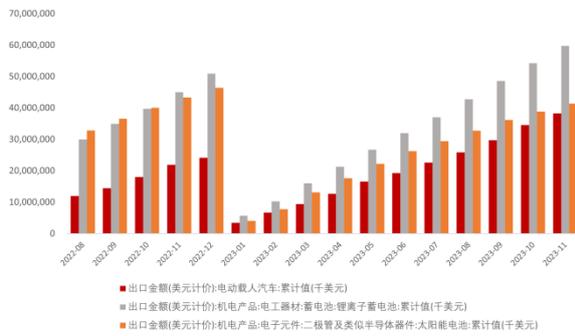
资料来源：iFinD，川财证券研究所

“新三样”有望成为我国外贸的主要增长点。截至今年 11 月，我国电动载人汽车、锂电池、太阳能电池累计出口增速分别达到 74.7%、32.7%、-4.3%， “新三样”取代服装、家电、家具“老三样”，成为出口新增长点，在外需整体收缩的大背景下，为我国出口提供了有力支撑。“新三样”具有较高的技术壁垒和附加值，且符合绿色转型的趋势，是我国推进制造业向高端化智能化绿色化转型升级的成果体现。从趋势上看，今年以来，锂离子蓄电池、太阳能电池出口累计同比增速呈下降趋势，而电动载人汽车出口同比增速则始终维持高位，受益于产业政策和出口扶持政策的协同发力，商务部表示，未来拟陆续出台新能源汽车贸易合作等专项政策，展望 2024 年，电动载人汽车的出口

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

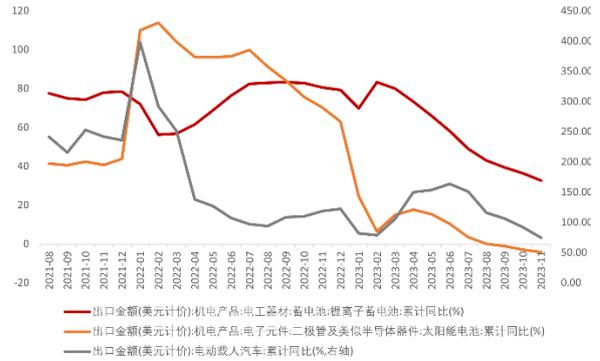
有望在政策支持下维持高速增长。

图 5：“新三样”出口累计值



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 6：“新三样”出口累计同比增速

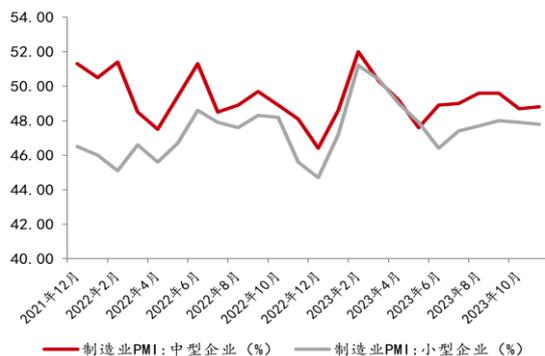


资料来源：iFinD，川财证券研究所

1.2 普惠、养老是稳定经济基础的重要保障

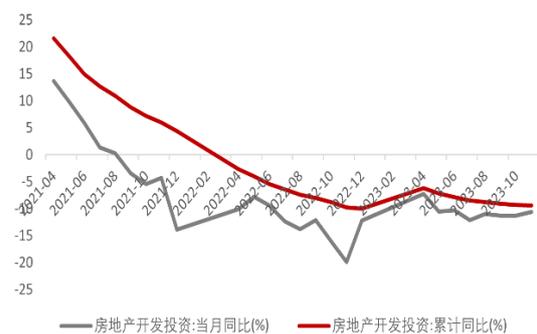
根据中央金融工作会议定调，中小微企业属于金融支持的重点领域，普惠金融、养老金融是五篇大文章中的两篇。我国经济基本长期向好的态势不会改变，但是在基本面修复的过程中也依然面临挑战：中小微企业复苏偏慢，9、10、11月中小企业制造业景气水平平均位于荣枯线以下；房地产市场尚在筑底过程中，房地产开发投资降幅仍在扩大。

图 7：中小企业制造业景气水平位于收缩区间



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 8：房地产开发投资降幅持续扩大



资料来源：iFind，川财证券研究所

展望 2024 年，预计民营经济活力将进一步提高，中小企业制造业景气水平有望升至扩张区间。2023 年 9 月 2 日，发改委设立民营经济发展局；9 月 15 日，市场监管总局发布《市场监管部门促进民营经济发展的若干举措》；11 月 27 日，央行等八部门印发印



发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，出台金融支持民营经济的 25 条举措。优化民企发展环境、畅通民企融资渠道、加大政策支持力度，随着一系列提振民营经济、支持中小微企业的政策措施持续落地显效，中小企业受抑制的产需有望进一步恢复。叠加中央金融工作会议对普惠金融的重视，预计 2024 年将持续出台利好中小微企业发展的政策。

对养老金融的重视有望带动养老地产发展。目前，我国已提前实现 2025 年的常住人口城镇化率目标，叠加人口老龄化导致整体购房需求下降，增量房地产市场已进入下行周期。房地产传统业务增长空间有限的大背景下，养老社区建设或将成为 2024 年房地产市场发展的驱动力之一。我国已接近深度老龄化的国际标准，但养老服务的供给尚处低位，较大的供需缺口有望刺激养老地产的发展。

普惠、养老是稳定经济基础的重要保障。展望 2024 年，稳预期仍是关键，支持重点领域发展的结构性货币工具值得关注，预计将通过支农支小再贷款，扩大涉农、小微、民营企业贷款投放；通过再贴现，重点支持涉农、小微和民营企业融资；使用普惠小微贷款支持工具、普惠养老专项再贷款。

图 9：结构性货币政策工具

长期性（结构性）货币政策工具	阶段性（结构性）货币政策工具
<ul style="list-style-type: none"> 支农支小再贷款 <ul style="list-style-type: none"> 扩大涉农、小微、民营企业贷款投放 再贴现 <ul style="list-style-type: none"> 重点用于支持扩大涉农、小微和民营企业融资 	<ul style="list-style-type: none"> 普惠小微贷款支持工具 碳减排支持工具 科技创新再贷款 普惠养老专项再贷款

资料来源：中国人民银行，川财证券研究所

二、2024 年经济发展需要解决的问题是什么？

随着我国疫情防控转入新阶段，各项政策不断落实，生产生活秩序有效恢复，我国经济韧性强、潜力大、活力足、长期向好的基本面没有改变，但仍然需要注意到发展过程中存在的问题。如何解决好这些突出矛盾，是今后一个时期的工作重点。

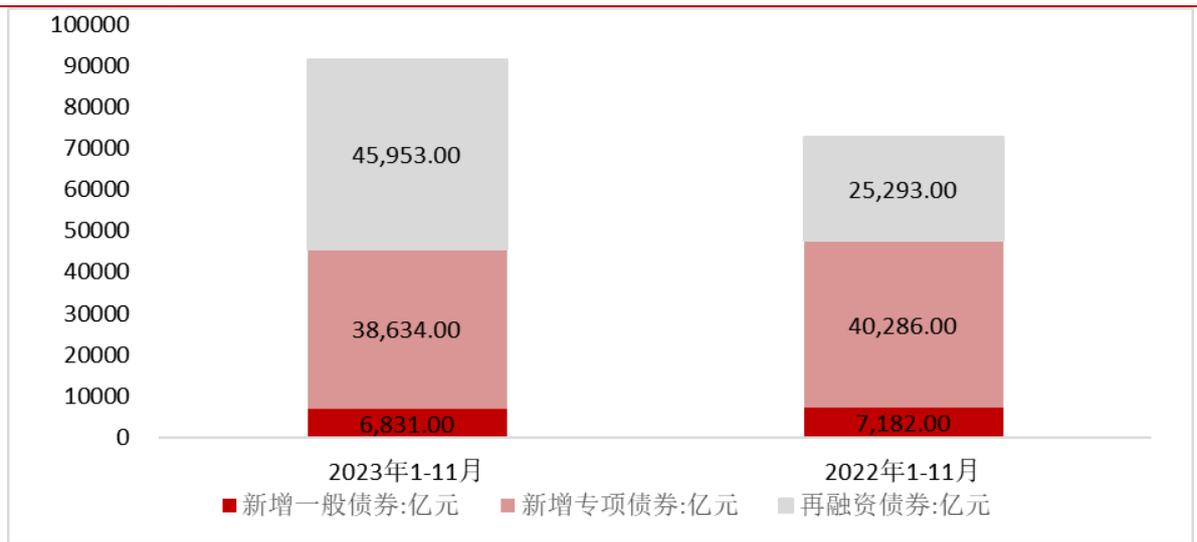
2.1 地方政府债务化解需久久为功

地方政府债务问题当前较为突出，尤其局部地区地方政府债务风险需要引起重视。中央金融工作会议指出，“要建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”；中央经济工作会议指出，“统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献”。按照部署，地方政府债务管理需要建立起更加长期、系统化的机制，与当地发展相适应，在发展的过程中逐步化解存量债务；中央政府可能通过增加举债的方式来减轻地方政府的债务，可通过发行特殊再融资债券、新一轮债务置换、直接转移支付、直接债务减记等方式，支持地方政府；经济大省财政贡献度高，债务风险低，要更快、更好地推动高质量发展，为其他区域提供帮助。

今年以来，金融部门已会同有关部门采取多项措施，积极支持地方政府稳妥化解债务风险。一是严肃财经纪律，推动地方政府和融资平台通过盘活或出售资产等方式，筹措资源偿还债务。二是对于债务负担相对较重的地区，严格控制新增政府投资项目。三是金融管理部门出台相关政策，引导金融机构按照市场化、法治化原则，与融资平台平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，分类施策化解存量债务风险、严控增量债务，并建立常态化的融资平台金融债务监测机制。四是支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型成为不依赖政府信用、财务自主可持续发展的市场化企业。

数据层面，2023 年全年安排地方政府新增一般债券限额 7200 亿元，新增专项债务限额 38000 亿元，比上年增加 1500 亿元。1-11 月，各地发行新增一般债券 6831 亿元，完成全年新增一般债务限额的 94.88%；发行新增专项债 38634 亿元，完成全年新增专项债务限额的 101.67%；各地发行再融资债券 45953 亿元用于缓解地方政府到期债务的压力，同比增长 81.68%。全年全国地方政府债务限额为 42.17 万亿元，其中一般债务限额 16.55 万亿元，专项债务限额 25.62 万亿元，截至 11 月末，地方政府债务余额 40.64 万亿元，其中一般债务 15.85 万亿元，专项债务 24.79 万亿元；政府债券 40.47 万亿元，非政府债券形式存量政府债务 1658 亿元。²总体来说，目前全国地方政府债务管控较好，未超过限额。

² 财政部：2023 年 11 月地方政府债券发行和债务余额情况
http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/sjtj/202312/t20231225_3923816.htm

图 10：地方债券发行情况


资料来源：iFinD，川财证券研究所

发行万亿国债在一定程度上缓解地方政府财政压力。10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元。本次增发的万亿国债在今年四季度使用五千万，剩余五千万结转下年使用，主要用途为灾后重建、防洪治理、灌区建设改造、防洪工程、自然灾害应急能力提升工程等领域，在实现“稳增长”的同时，也实现“惠民生”。增发的1万亿国债还本付息由中央承担，不增加地方偿还负担，而财政资金的使用主要是依靠地方政府来执行，是助力基建投资加快增长、缓解地方政府发债压力的有效途径。

展望2024年，地方政府债务风险的化解仍将积极、稳妥地推进，一揽子化债方案有序落实，更加长效、有效的地方债务管控机制将逐步形成。这意味着金融部门、财政部门、国资委和各地政府部门等加强协作，推进科学、合理的举债体制机制的形成，从中长期真正平衡好经济增长和防范债务风险。

中央金融工作会议后的中国人民银行党委、国家外汇局党组召开的扩大会议上，央行和外汇局表示，要做好金融支持地方债务风险化解工作，推动建立防范化解风险长效机制。我们认为，金融化债或将提速。主要化债方式有三，一是地方依靠自身资源能力化债，压实地方主体责任。地方政府可通过政府预算内资金和地方政府变现存量资产偿还债务，但鉴于化债压力大的地区通常也是财力弱的地区，且大部分地区减持本地上市国企股权的空间不大，预计地方政府利用自身资源化债的方式，难以成为主流。二是金融化债，金融机构通过债务展期、重组、核减，资产和负债重组，债务重定价等方式，进行化债。央行“必要时，对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持”的表态，预示着金融化债或将开始提速。央行提供应急流动性贷款通常以撬动银行的方式发挥作用，商业

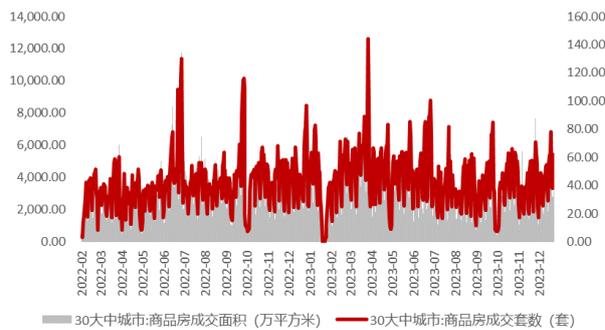
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

银行可通过调降融资成本、债务展期等方式，进一步辅助化债。三是注入中央信用，进行债务置换。历史看，地方政府发行地方政府债券、政策行对债务主体投放信贷是偿付隐性债务的重要方式。中央辅助地方化债，以注入更高等级信用的方式进行债务置换，也是未来可能的化债路径。

2.2 房地产市场脱困仍需时间

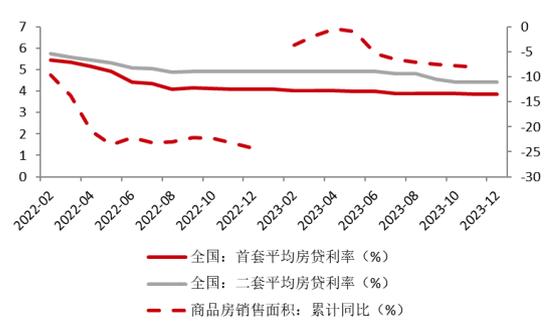
房地产市场高频数据表现较弱。销售端来看，今年市场呈现前高后低态势，3月份30大中城市商品房成交面积和套数均为最高值，后逐步降低至8月，9月有所修复，11月、12月又显著降低；房地产供求关系发生重大变化，尽管房贷利率逐步降低，但商品房销售面积仍然下降。

图 11：30 大中城市商品房成交面积及套数



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 12：房贷利率与商品房销售面积

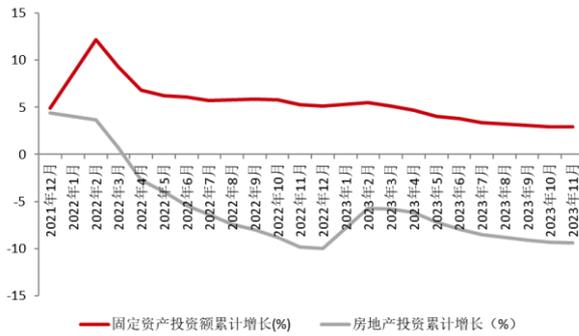


资料来源：iFinD，川财证券研究所

销售端的低迷表现反过来对房地产开发活动产生一定压制作用，房地产开发投资增速降幅也在扩大，2023年1-11月房地产开发投资累计同比-9.4%，较前值下降0.1个百分点。

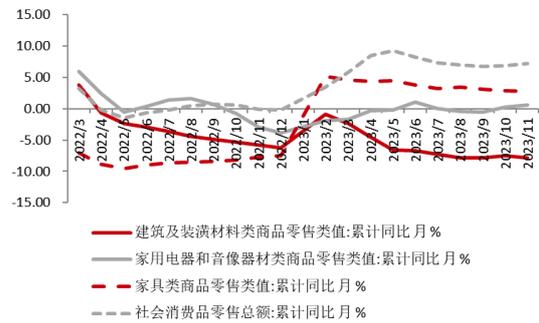
房地产下行压力对经济复苏的拖累作用不可忽视，对地产后周期消费、工业复苏、基建增速等方面均产生拖累。房地产投资增速降幅扩大拖累全年固定资产投资持续小幅回落；地产消费表现较弱，建筑及装潢材料类商品零售累计同比增速为负，降幅逐月扩大直至10月份有所收窄但11月又有所回落，家用电器和音响器材类商品零售累计同比增速较低，且多月为负增长，家具类商品零售累计同比增幅远低于社会消费品零售总额整体增速。

图 13: 房地产投资增速降幅扩大



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图 14: 地产消费各项同比增速小于社会消费品零售总额整体同比增速



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

房地产行业的转型和经济转型都急需推动。7月底住建部提出了进一步宽松措施的呼吁,包括支持刚改住房需求、进一步落实降低购买首套住房首付比例和贷款利率、减免改善性住房换购税费、认房不认贷等政策措施。8月25日,住建部、央行、金融监管总局联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》,落实首套房“认房不用认贷”的政策措施;8月31日,中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。9月14日,央行发布降准公告,有助于降低房企融资成本、减轻居民按揭短款压力。10月底中央金融工作会议指出要促进金融和房地产良性循环,支持“平急两用”公共基础设施、城中村改造和保障性住房建设“三大工程”,构建房地产发展的新模式。12月上旬中央经济工作会议再次提出要积极稳妥化解房地产风险,重申推进“三大工程”建设。宏观政策接连发力,但对房地产市场的提振作用依然不够明显,2024年经济基本面复苏的筑牢程度依然需要关注房地产市场的复苏情况。

“三大工程”建设有望成为房地产修复驱动力。中央金融工作会议提出,“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求,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。”³央行11月27日发布的《2023年第三季度中国货币政策执行报告》中也可看出对房地产的定调和未来政策方向的相关信息:报告指出,房地产供求关系发生重大变化,这意味着房地产行业的运行发展也要做出改变;报告对房地产企业融资方面提出具体指导,对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷,继续用好第二三支箭的融资支持;报告强调调整优化房地产利率政策势在必行,更好满足合理住房需求;房地产领域的风险防范化解仍需做出努力;报告着眼长远构建房地产行业发展新模式,“三大工程”建设是构建这一模式的突破点,是金融支持房地产的主要发力点。明年有望围绕房地产的定调,出台更

³ 中华人民共和国中央人民政府 https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6912992.htm

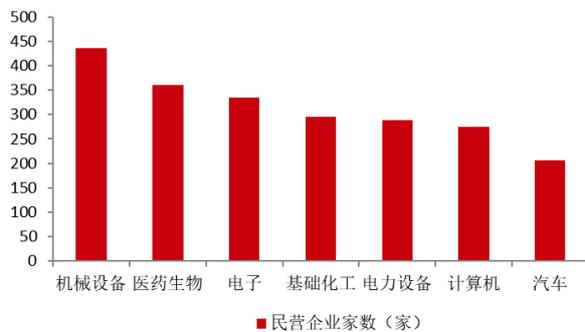
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

多增量政策。中央经济工作会议提出，“积极稳妥化解房地产风险。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’”。⁴供给端来看，银行等金融机构深入调研房地产企业，与实力雄厚拿地力度较高的央国企和稳健的民营企业存在较大的合作空间，将有机会为房地产融资提供便利，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，为中小地产企业的转型和发展提供支持；需求端来看，“平急两用”公共基础设施、城中村改造和保障性住房建设将成为房地产存量开发的主攻方向。我国已提前实现 2025 年的常住人口城镇化率目标，叠加人口老龄化导致整体购房需求下降，增量房地产市场已进入下行周期。房地产传统业务增长空间有限的大背景下，房地产链向存量市场转型升级或将成为地产修复的新动能，“平急两用”公共基础设施、城中村改造、保障性住房建设既是重大民生工程，又有利于带动房地产相关投资消费，有望成为房地产市场平稳健康发展的驱动力。

2.3 重点支持民营经济发展

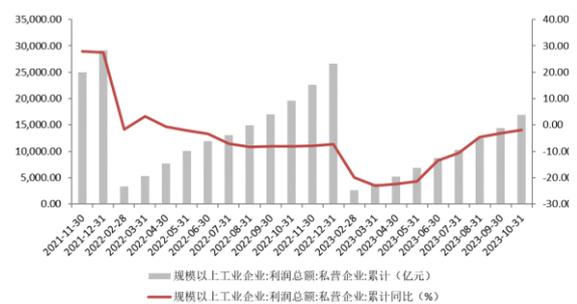
民间投资在全社会投资中占比超过一半，民营经济在稳增长、扩就业、促创新、增税收等方面发挥重要作用，对我国的经济持续健康发展至关重要。从资本市场来看，截至 2023 年 12 月 1 日，A 股上市公司共有 5315 家，其中民营企业有 3494 家，民营上市公司家数占 A 股市场总数近三分之二，是我国 A 股市场的“主力军”。从申万一级行业看，民营上市公司覆盖多个板块，具有很强的竞争活力，机械设备（436 家）、医药生物（360 家）、电子（334 家）、基础化工（295 家）、电力设备（288 家）、计算机（275 家）、汽车（207 家）行业的民营上市企业数量均超 200 家。民营企业推动我国医药生物、半导体、新能源、互联网等多个前沿行业快速发展，宁德时代、比亚迪等众多优秀民营科技公司脱颖而出，在科技创新方面发挥着不可或缺的重要作用。但受市场环境、融资困难等多重因素影响，当前民营经济的高质量发展面临一些问题。

图 15：民营企业主要分布行业



资料来源：iFinD, 川财证券研究所

图 16：规上工业私营企业利润总额同比下降



资料来源：iFinD, 川财证券研究所

⁴ 中央经济工作会议在北京举行，习近平发表重要讲话_财经上下游_澎湃新闻-The Paper

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



首先是民营企业碍于自身性质缺乏较强的发展信心，由于社会公众对民营企业的认可度较低，导致一些中小微民营企业过于依赖资源禀赋，对激烈的市场竞争缺乏危机意识；其次是民营经济政策的显效较为缓慢，内容上和民营企业的现实需求关联度较低，认知上未能让更大范围的民营企业知晓、参透并享受到优惠，执行上限制条件及操作流程等降低了效率；民营企业的“贫血”现象更为突出，支持企业发展的资金、人才、技术等要素保障力度不够。

为激发民营经济的发展活力，中共中央、国务院于7月19日发布《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》，从优化发展环境、加大政策支持、强化法治保障、健全民企业管理制度、加强民营经济人才队伍建设和营造社会认可支持氛围几方面部署重点任务。各省市也发布支持民营经济、民间投资发展的政策文件。展望2024年，民企的复苏依然需要政策的持续发力，为经济基本面的复苏贡献动能。

对民营企业自身来说，要更好提升科技创新能力，实现高水平科技自立自强。目前来说，我国企业研发投入占业务收入的比重仍然偏低，现有创新能力不足以支撑其向高附加值环节攀升，不少企业虽从事“高技术产业”却陷入“高端不高值”的窘境。民营企业应关注《关于促进民营经济发展壮大的意见》内容，聚焦科技前沿，对标国际先进质量标准，创新和提升产品结构，转变发展方式；积极承担国家重大科技项目，牵头承担工业软件、云计算、人工智能、工业互联网、基因和细胞治疗、新型储能等领域攻关任务，在新领域和新实践中提高创新水平；加强先进技术的学习和高端人才队伍的建设，培养敏锐的市场嗅觉，以持续的研究支撑自主创新之路。

民营企业也应该积极加入到数字化转型进程当中，借助大数据实现经营效益的提升。大数据、人工智能、5G等新一代信息技术影响着产业的发展，数字化、网络化、智能化趋势不断加速，民营上市公司要降低生产经营成本，必须提升数字化认知水平，完善新型数字基础设施建设，综合运用研发投入补贴、贷款利息、政府采购、税收优惠等多种政策工具研发数字化转型技术工具，来推进生产、流通、经营、管理等全产业链数字化改造，建立起完整的数字化发展战略。具体来讲，企业首先应当建立起数据收集和分析的能力，拉通从数据产生、到数据传输、数据整合与数据服务、数据搜索、数据消费全链条，用数据来洞察市场趋势，从而搭建起面向上下游客户的数字化平台，提升业务开展的效率；学习大型技术企业和资源型企业的数字技术，结合自身需求和经营痛点，有节奏地推进适应企业发展的转型解决方案，从局部到全局实现数字化经营程度的提升。

中央经济工作会议要求“促进民营企业发展壮大，在市场准入、要素获取、公平执法、权益保护等方面落实一批举措”，对发展壮大民营经济进一步进行部署。制度方面，要健全法治体系，维护民营企业权益，破除制约企业公平参与市场竞争的制度障碍；政策方面，要搭建常态化政企沟通合作机制，确保民营企业能享受到落到实处的政策红利，首先，在深入调查的基础下对企业精准支持，结合产业发展状况实施相符合的政策；其次营造公平发展、创新发展的优良环境，清除对民营企业的歧视性做法，建立创新平台，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



牵头组织带动民营企业参与科技创新项目，形成产、学、研、用的融合，提升民营企业发展必须的技术与人才技能；鼓励金融市场为民营企业发展注入资金，提供针对性高、风险性低的融资服务，合理保障企业发展过程中的资金要素需求。

三、宏观经济指标增速预测是多少？

2023 预计将顺利完成全年 5% 的 GDP 增长目标。前三季度国内生产总值同比增长 5.2%，较前两季度下降 0.3 个百分点，但若扣除基数效应的影响，三季度 GDP 两年平均增长增速是 4.4%，比二季度加快了 1.1 个百分点。三季度，面临海外经济下行的压力、国内内生动能培育过程中的挑战，我国经济基本面于 7 月筑底后，在宏观政策组合拳的接续发力下，呈现企稳回暖态势。四季度我国经济基本面基本处于回暖轨道，GDP 增速有望进一步继续加快。

2024 年 GDP 增长目标有望维持在 5% 以上。2023 年 10 月底，中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元。此前我国曾 3 次于 8 月份增发国债、提高赤字率，但本次增发时点是年末，且明确今、明两年各用 5 千亿，助力当前基本面恢复的同时，进一步凸显 2024 年稳增长的基调。5% 的 GDP 增速也是市场对于稳就业的共识性数据。

3.1 2024 年社会消费品零售总额同比增速预计在 6.0%-7.0%

回顾 2023 年，社会消费品零售总额同比增速波动回升。一季度处于疫后全面放开阶段，居民积压的消费需求得以释放，叠加基数效应，社会消费品零售总额同比增速持续上升，4 月份升至 18.40%；6 月起由于基数效应消退、经济增长转向内生动能驱动，社会消费品零售总额增速大幅下降，7 月以 2.50% 筑底；伴随 7 月底政治局会议对汽车、电子产品、家居等大宗消费，以及体育休闲、文化旅游等服务消费领域发力的定调，叠加国务院发布的促进消费的二十条措施，8、9 月社会消费品零售总额当月同比增速加快。受到十一、中秋双节假期的提振，叠加去年同比基数走低，10、11 月社会消费品零售总额同比增速进一步加快。

图 17：社会消费品零售总额当月值



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 18：社会消费品零售总额当月同比增速



资料来源：iFinD，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



展望 2024，总量来看，社会消费品零售总额同比增速预计在 6.0%-7.0%。外部条件方面，系列扩内需、促消费政策为市场恢复创造了良好的条件，对提振居民消费信心、稳定市场主体预期产生重要作用；内生动力方面，前三季度我国居民人均消费支出与人均可支配收入的增速差有所扩大，反映居民的支出意愿在随收入的改善而回暖，叠加我国居民城镇失业率稳中有降，“就业-收入-消费”良性循环在重启过程中。消费具备增速加快的外部条件和内生动力，对国民经济增长的拉动作用有望进一步提高，基于 2023 年的社会消费品零售总额基数较高，预计 2024 年社会消费品零售总额同比将维持在 6.0%-7.0%。

图 19：全国城镇调查失业率稳中有降



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 20：居民人均可支配收入同比回升



资料来源：iFinD，川财证券研究所

消费结构来看，预计服务消费仍将牵头复苏，地产后周期消费同比仍将低于整体，但拖累作用有望逐渐减弱。服务消费层面，以餐饮、文旅为代表的服务消费的高景气度有望延续。从宏观指标来看，社会消费品零售总额中餐饮增速始终维持高位；从高频数据来看，8 天双节假期期间，国内旅游出游人数、旅游收入同比去年分别增长 71.3%、129.5%，旅游对消费的拉动作用在不断增强。从政策角度看，我国不断推出对文化旅游的支持政策，7 月底中央政治局会议提及推动文化旅游等服务消费，9 月底国务院办公厅发布《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》，为旅游业高质量发展、促进居民文旅消费潜力的释放提供良好条件。地产后周期消费层面，当前房地产开发投资降幅仍在扩大，高频数据表现依然偏弱，地产后周期消费的复苏要等房地产开发投资降幅收窄、高频数据好转。中央金融工作会议提出，“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，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”，5 明年有望围绕中央金融会议对房地产的定调，出台更多增量政策，房地产市场筑底后，将对地产后周期消费提供支撑。

5 中华人民共和国中央人民政府 https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6912992.htm

本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅本页的重要声明

3.2 投资：2024 年固定资产投资增速预计在 3.5%-4.5%

总量来看，固定资产投资持续小幅回落，制造业、基建投资仍担重任。今年以来，固定资产投资累计同比持续回落，主要受到房地产投资增速降幅扩大的拖累。展望 2024，固定资产投资增速有望在基建投资增长稳健、房地产开发投资增速收窄的情况下，随制造业投资增速的上行，而重回上升区间，2024 年固定资产投资增速预计在 3.5%-4.5%。

图 21：固定资产投资同比回落



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 22：三大投资累计同比增速



资料来源：iFinD，川财证券研究所

2023 年以来，制造业投资增速温和回落，由 1-2 月的 8.1%，温和回落至 7 月的 5.7%，之后受政策托举，于 8 月开始增速加快，升至 5.9%；9 月继续回升至 6.2%，10 月持平前值，11 月提高 0.1 个百分点，在去年同期基数较高的情况下增速稳中有升，表明制造业投资在政策组合拳接续发力的背景下，呈现回暖态势。需要注意的是，制造业 PMI 在连续 4 个月回升后，出现回落，表明工业企业的下游需求尚在恢复过程中，总体趋势向好，但过程中仍有反复。

图 23：制造业 PMI 回落至收缩区间



资料来源：iFinD，川财证券研究所

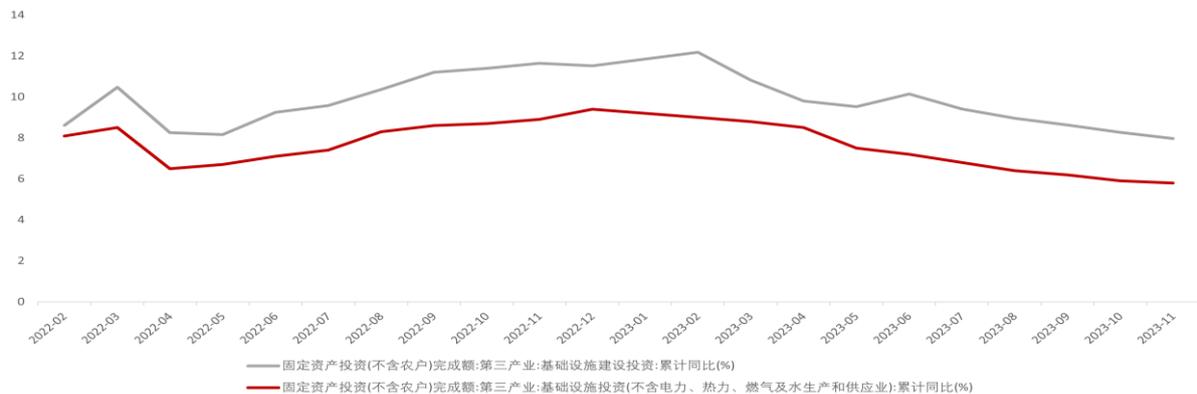
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



展望 2024 年，预计制造业投资将继续成为固定资产投资的拉动力，全年增速预计在 6%-8%。一方面，对制造业的增值税期末留抵退税政策仍将延续，且力度有进一步加大的可能，将对制造业投资增速维持高位形成助力；另一方面，国家对制造业向高端化绿色化智能化转型的提倡、高水平产业科技自立自强的要求，将继续带动制造业转型升级，叠加数字经济、新能源产业链的蓬勃发展，从产业趋势、政策导向方面，对制造业投资增速上行形成支撑。

2023 年以来，基建增速呈现回落态势，主因去年同期基数较高；但依然保持高位，仍是稳增长重要抓手。2023 年 8 月 28 日，国务院在今年的预算执行报告中提出，在 9 月结束前争取将新增专项债发行完毕，并在 10 月结束前争取将发行资金使用完毕，11、12 月基建增速仍有可能小幅上扬。

图 24：基建投资增速温和回落



资料来源：iFinD，川财证券研究所

展望 2024 年，增发国债或将支撑 2024 年上半年基建投资增速加快。2023 年 10 月底新增发行 1 万亿国债，其中 5000 亿将用于明年，主要用于支持灾后重建、提升防灾抗灾减灾能力。鉴于国债发行到实体工作量落地存在一定时滞，用于明年的 5000 亿国债带来的新开工项目，预计在 2024 年上半年陆续开工、落地、形成实体工作量，支撑 2024 年一、二季度基建投资增速维持高位。2024 年三、四季度，基于房地产市场表现偏弱、土地财政难以为继的大背景，土地出让金不足带来的资金缺口将对政府财政收入造成压力，2023 年 10 月底增发国债带来的基建资金增量难以为 2024 年下半年提供支撑，预计 2024 年三、四季度基建增速可能有所放缓，全年增速预计在 3%-4%。

3.3 出口：预计 2024 年出口同比增速整体呈现前低后高的趋势

回顾 2023 年，一季度我国出口表现超预期，1 月、2 月出口同比增速降幅持续收窄，3 月出口同比达到 11.40%，4 月出口同比较前值有所回落，但依然保持较高正增，带动



前4个月累计同比转正，这主要受益于积压订单在我国实现全面复产复工后的集中释放。积压订单集中释放带来的红利，在5月基本进入尾声，至此我国经济由疫后反弹期进入内生动能培育期，由于海外的高利率环境，叠加美国等发达经济体尚处需求收缩、库存去化阶段，我国出口负增幅度开始扩大。6月12日，海关总署推出优化营商环境16条，提出系列惠企政策，随着稳外贸政策的逐渐显效，8、9月份我国出口同比增速降幅收窄。10月，美国、欧盟制造业PMI均于收缩区间回落，外需依然弱于预期，使得10月出口当月同比降幅小幅扩大。11月，受益于去年同比基数回落，出口当月同比转正。

图 25：我国出口当月同比转正



资料来源：iFinD，川财证券研究所

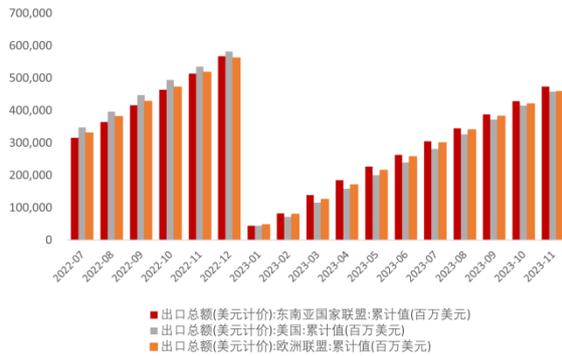
图 26：我国出口累计同比增速尚在筑底



资料来源：iFinD，川财证券研究所

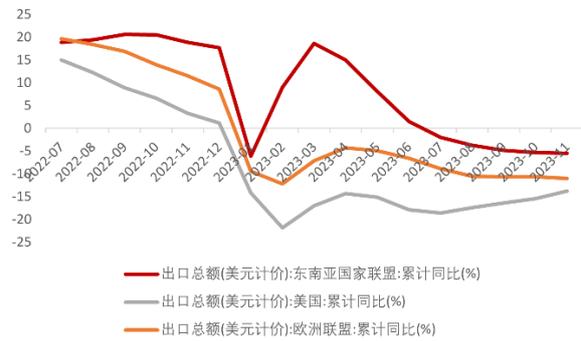
出口国别方面，东盟是我国第一大贸易伙伴，但对我国出口的拉动作用有所下滑。东盟自今年2月以来成为我国最主要出口目的地，以826.76亿美元的出口累计值赶超欧盟，自此形成了第一大贸易伙伴东盟、第二大贸易伙伴欧盟、第三大贸易伙伴美国的出口格局。3月份，我国对东盟的出口累计同比增速达到年内高点18.6%，之后回落，7月份转负，之后降幅持续扩大。我国前11个月对东盟出口4735.77亿美元，规模占出口总值的15.4%，累计同比下降5.5%，较前值回落0.2个百分点；对欧盟、美国、日本分别出口4585.15亿、4577.56亿、1444.39亿美元，合计占出口总值的34.5%，累计同比分别为-11.0%、-13.8%、-8.6%。欧美地区的高利率环境对外需的抑制作用凸显，东盟等新兴市场国家对我国出口的拉动幅度有限，难以对冲发达国家出口的下滑。

图 27：我国对东盟美国欧盟的出口累计值



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 28：我国对东盟美国欧盟出口累计同比



资料来源：iFinD，川财证券研究所

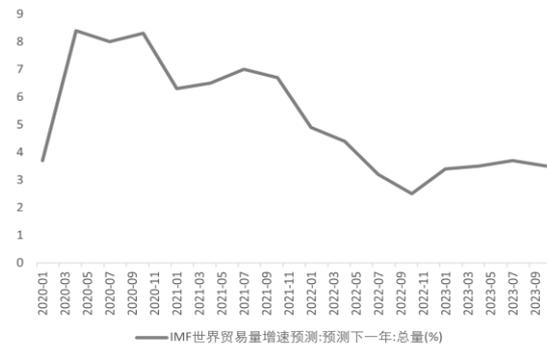
前瞻性指标来看，制造业 PMI 新出口订单自今年 4 月回落至收缩区间，之后波动下降，2023 年 11 月回落至 46.3，新出口订单的企稳回暖趋势尚未筑牢。世界贸易量预测来看，2023 年 10 月，IMF 对 2024 年世界贸易量增速的预测值，由 2023 年 7 月的 3.7%，下调至 3.5%，下降 0.2 个百分点；但同比 2022 年 10 月对 2023 年世界贸易量增速的预测值，上升 1.0 个百分点。

图 29：PMI 新出口订单回落



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 30：2024 年 IMF 世界贸易量预测增速下调



资料来源：iFinD，川财证券研究所

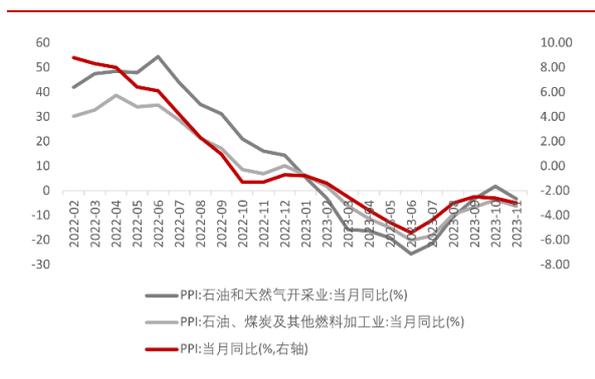
展望 2024 年，预计出口同比增速整体呈现前慢后快的趋势。总量方面，受到基数效应影响，2024 年出口预计在一、二季度降幅收窄，在三、四季度小幅转正。外需方面，2024 年的贸易量增速预计高于今年，但海外高利率环境对外需的抑制作用依然不容忽视。预计我国出口在外需下滑的大背景下，仍将面临下行压力，但“一带一路”国家对我国出口的支撑、“新三样”尤其是电动载人汽车出口动能的发展壮大，将使我国外贸保持韧性。

3.4 PPI 同比降幅收窄的大趋势不会改变

今年二季度以来，PPI 当月同比走势与石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业高度相关。随国际原油价格的上涨，2023 年 6 月至 9 月，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业当月同比降幅持续收窄，叠加部分工业品需求改善，带动生产资料当月同比降幅持续收窄，进而成为 PPI 降幅收窄的重要驱动力。10、11 月，PPI 降幅均有所扩大，一方面，与国际原油价格回落、部分工业品市场需求偏弱有关；另一方面，与制造业 PMI 于收缩区间小幅回落反映出的信号一致，国内工业企业的下游需求尚在恢复过程中。

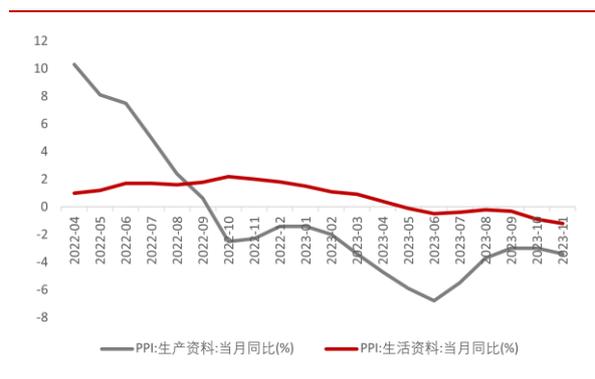
后市方面，PPI 同比降幅收窄的大趋势不会改变，但过程中可能存在反复，预计于 2024 年第二季度转正。展望 2024，随着工业生产的扩大、国内重点行业工业品需求复苏，生产资料价格有望企稳回升；生活资料价格预计将随居民收入预期的提高、消费信心的恢复，呈现回暖趋势。

图 31: PPI 同比受国际原油价格波动影响



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图 32: 生产、生活资料当月同比增速



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

3.5 CPI 中枢预计于 2024 温和回升

今年 4 月以来，我国 CPI 走势受猪肉价格影响较大。今年 5、6、7 月猪肉价格同比降幅持续扩大，带动 CPI 同比增速下降，并于 7 月转负，达到年内低点。8 月受益于猪肉降幅收窄、非食品价格上涨，CPI 同比由降转升，由 7 月下降 0.3%，转为上涨 0.1%。9、10、11 月猪肉降幅再次扩大，带动 CPI 增速回落，11 月 CPI 同比增速回落至 -0.5%。

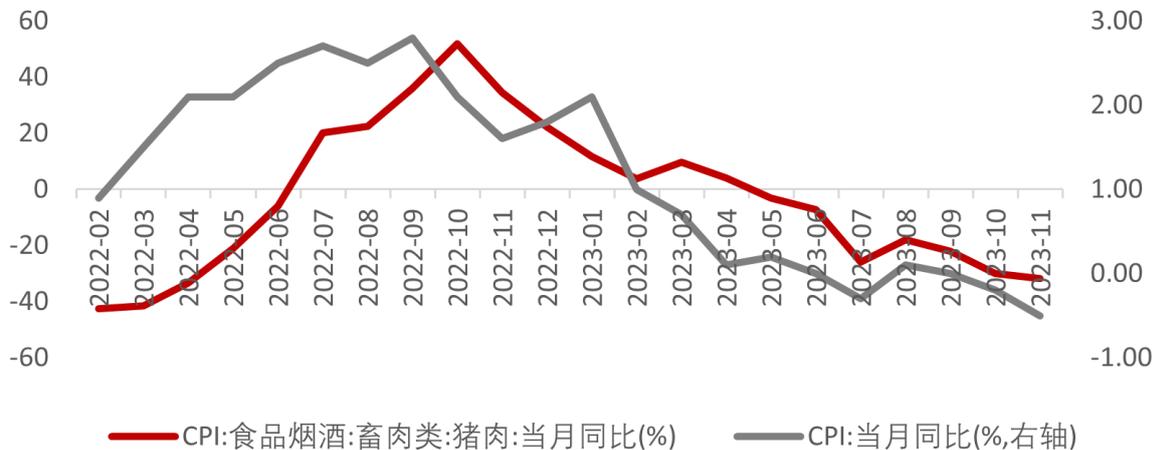
CPI 同比波动回落，2023 年末预计仍将维持偏低水平，2024 年中枢有望实现温和回升。猪肉跌幅扩大、CPI 于 10 月再度转负，本质上反映的是内生动力依然在培育过程中、内需尚未企稳、居民信心有待进一步提振。经济基本面的修复、企稳不是一蹴而就的，但我国基本面长期向好的态势不会改变，社会消费品零售总额增速持续提高等积极因素，

本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅本页的重要声明



指向我国在走出经济底的过程中。随着稳地产、化债、活跃资本市场等宏观政策接续发力，预计 CPI 中枢将在 2024 温和提高。

图 33: CPI 同比与猪肉价格同比走势高度相关



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

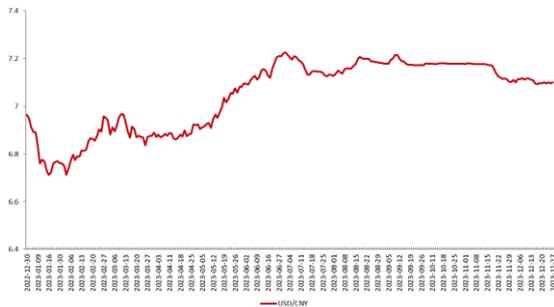
3.6 汇率: 人民币汇率中长期将保持稳定

今年前三季度, 长短端美债收益率持续攀升, 十年期美债收益率维持在历史高位, 这对全球债券市场、资本流动、货币汇率和股市均构成扰动, 进而影响全球资产价格和投资者信心, 高利率对全球资产形成压制, 人民币汇率承压明显。2023 年以来人民币汇率贬值主要发生在 2 月份和 5、6 月, 截至 12 月 27 日, 人民币汇率中间价为 1 美元对人民币 7.10 元, 较前几个月有所走强, 但相比 2022 年底人民币汇率中间价 6.96, 贬值了 2.0%; 同时由于汇率浮动涉及到多个国家、多种货币, 所以人民币对一篮子货币变动可以更全面地体现汇率对贸易投资以及国际收支的影响, 截至 12 月 22 日, 中国外汇交易中心公布的人民币对一篮子货币指数 (CFETS) 为 97.88, 较 2022 年底 98.67 仅下降 0.80%, 波动较小。⁶

⁶ 人民币汇率指数_cfets 人民币汇率指数_人民币汇率指数走势图_中国货币网(shibor.org)

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

图 34：人民币汇率中间价小幅贬值



资料来源：中国货币网,川财证券研究所

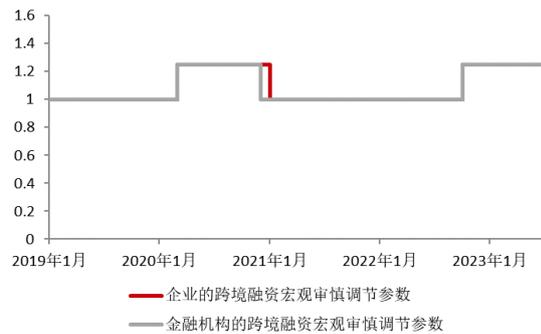
图 35：人民币对一篮子货币指数与 2022 年底相差较小



资料来源：中国货币网,川财证券研究所

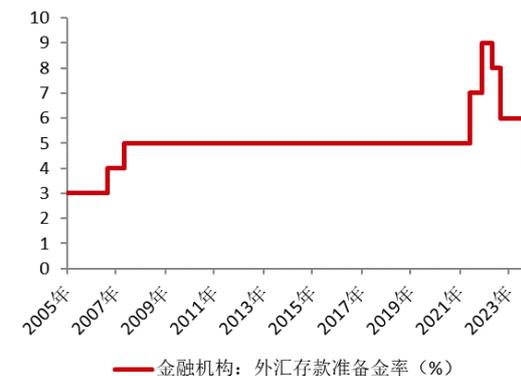
“稳汇率”重要性不断明确。5 月份人民币汇率再度承压，央行启用“稳汇率”措施工具，首先是在 7 月 20 日，将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 上调至 1.5，鼓励企业跨境融资、增加外汇资金流入；9 月 15 日起将金融机构外汇存款准备金率由 6% 下调至 4%，直接释放外汇资金供给，缓解银行的流动性约束，政策加码后人民币应声上涨。政策加码结合三季度经济基本面回升向好，人民币汇率在本年后期逐步企稳。

图 36：跨境融资宏观审慎调节参数上调



资料来源：中国货币网,川财证券研究所

图 37：历次金融机构外汇存款准备金率变动



资料来源：iFinD, 川财证券研究所

截至 2023 年 12 月 18 日，中央银行已在香港发行今年的十二期中央银行票据，满足市场需求，有利于完善香港人民币债券收益率曲线，进一步推动人民币国际化。在香港发行的短期央行票据属于高信用等级投资品，既满足了离岸市场投资者对人民币金融资产的投资需求，又有利于进一步完善我国香港离岸市场的人民币收益率曲线，此外还将

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

回收部分香港离岸市场的人民币流动性，稳定人民币汇率，这不仅向国际投资者表明了我国货币政策的立场，也有利于投资信心的提升，体现我国央行调控离岸人民币汇率市场流动性的重视程度。离岸央票发行时点多选择在人民币汇率贬值压力较大期间，是央行出手稳汇率的信号。

表 1：2023 年中央银行票据（香港）发行情况一览

期次	发行量（人民币）：亿元	期限	起息日
2023 年第一期中央银行票据	100	3 个月（91 天）	2023 年 2 月 23 日
2023 年第二期中央银行票据	150	1 年	2023 年 2 月 23 日
2023 年第三期中央银行票据	50	6 个月（182 天）	2023 年 3 月 23 日
2023 年第四期中央银行票据	100	3 个月（91 天）	2023 年 5 月 25 日
2023 年第五期中央银行票据	150	1 年	2023 年 5 月 25 日
2023 年第六期中央银行票据	50	6 个月（182 天）	2023 年 6 月 28 日
2023 年第七期中央银行票据	200	3 个月（91 天）	2023 年 8 月 24 日
2023 年第八期中央银行票据	150	1 年	2023 年 8 月 24 日
2023 年第九期中央银行票据	150	6 个月（182 天）	2023 年 9 月 21 日
2023 年第十期中央银行票据	300	3 个月（91 天）	2023 年 11 月 23 日
2023 年第十一期中央银行票据	150	1 年	2023 年 11 月 23 日
2023 年第十二期中央银行票据	50	6 个月（182 天）	2023 年 12 月 22 日

资料来源：中国人民银行，川财证券研究所

展望 2024，人民币将保持合理区间波动。首先我国经济持续回升向好，具有人民币汇率基本稳定的坚实基础，2024 年我国经济增长动能将逐步释放，金融对外开放的力度进一步增强，人民币将会呈现出良好的投资价值；其次在国际市场方面，美国降息周期临近，美元指数走弱，人民币汇率可能会出现小幅升值。人民银行、外汇局将坚决防范汇率超调风险，持续确保人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

风险角度，国际形势仍可能带来诸多扰动。美国方面，2024 年美国基准利率预计维持高位运行，美债问题将持续恶化。一是虽然今年以来美国经济基本面呈现好转趋势，但 8 月以来原油价格上升、消费活力增长拉动美国 CPI、PPI 数据上行，美国通胀依然较



为顽固，在此基础上美联储预期将维持高利率水平以推动通胀水平回落，预计各期限美债收益率均将维持在较高水平。二是美国财政赤字继续上升，美债高收益率现状能否维持需要密切关注。三是地区冲突加剧，地缘政治风险上升，将扰动全球供应链稳定运行，带动全球避险情绪上升，引发各国金融市场的动荡。黄金的避险需求依然会十分强烈，全球能源价格或将阶段性高企，各类安全保障问题将越来越凸显。

风险提示

全球局势动荡风险

美联储超预期加息

市场复苏进度不及预期风险

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明