

宏观报告：2024年宏观经济年度报告

2023年12月29日



中航证券有限公司

AVIC SECURITIES CO., LTD.

砥砺前行，苦尽甘来

2024年宏观经济展望

符旻 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC执业证书：S0640122090025
联系电话：010-59562515
邮箱：liuqian@avicsec.com

- 海外通胀，国内通缩，这意味着内外部供需错配，无法形成良好的匹配互补，可视为“脱钩”的一种表征。另一个重要的原因是：疫情后，中国在货币和财政政策上保持克制和谨慎，与欧美日形成明显差异。
- 疫情后政策选择的不同，也体现为经济表现的差异。从PMI表现看，强刺激下，欧美日经济出现了一轮较强的复苏，21年见顶后逐步走缓。同期中国经济表现更加平缓。23年以来，经济“东升西落”的预期并未兑现。
- 个人消费支出增长是为美国经济提供韧性的重要因素。目前美国私人净储蓄增长对消费的支撑作用已经消耗殆尽。2023年支撑消费的主要是较高的居民收入增速。
- 此前劳动力参与率向上修复的过程，虽然增加了就业，但并未显著缓解劳动力市场的紧张局面，使得薪资增长维持了较快的速度，配合就业人数增加，提升了美国私人总收入，进而刺激消费。目前劳动力参与率修复过程可能已经基本完毕，则后续就业人数增长或放缓。
- 预计2024年美国私人部门收入增长大概率放缓，进而对消费的带动效应降低，而消费动能放缓大概率驱动美国经济走弱。2024年美国通胀水平预计进一步走低，能源价格可能会扰动通胀回落和美联储转向宽松的进程。2024年美联储将进行通胀与经济目标的再平衡，政策大概率实现由紧到松的转向，但极速转向的必要性并不强，在转向宽松的态度上或偏谨慎。市场预期大幅超前，可能过于乐观，需警惕预期回摆引发资本市场波动调整。
- 我国居民消费是内需的源头，居民部门去杠杆成为阻碍当前内需修复的核心因素。导致这一情况的原因包括：居民部门杠杆率已攀升至高位，房地产出现长周期拐点，房价与A股走弱产生负财富效应，社会压力大生育率下降等。

- 目前制约楼市销售回暖的有三大因素：居民部门杠杆率高企、购房人缺少未来房价上涨的预期、对房企信用风险的担忧。
- 从政策面来看，应将重点放在提振居民部门收入和预期上。鉴于当前我国通缩风险甚于通胀，且改善居民收入也缺少其他较为直接有效的方式，我们认为2024年对居民部门实施较大力度的现金补贴是同时具备可行性和必要性的财政政策选项。
- 在政策加强消费刺激的前提下，预计2024年消费动能进一步回升，但由于失去了低基数对同比增速的抬升作用，2024年消费同比增速或较2023年走低，预计在5%-6%区间。
- 2024年预计能见到房企信用风险下降、楼市销售回升形成正向反馈。但在多项约束下，大概率仍是弱修复格局。预计2024年房地产投资依然将对经济有所拖累，全年房地产投资同比增速或录得-6%左右。
- 地方政府债务规模逐年攀升，隐性债务问题突出，地方政府妥善化债，维持金融稳定成为近年来金融工作的重点。2023年下半年针对防范化解地方债务风险，各部门密集表态。化存量、控增量原则下的一揽子化债方案须与财政政策和货币政策协调配合，进一步降息对于债务置换有重要意义，同时，财政政策空间有望进一步扩大。而长期来看，需谋划新一轮的财税体制改革。
- 中央经济工作会议明确2024年政策总体基调——继续“稳”字当头，加大宏观调控力度，先立后破，工具创新。财政政策将“适度”加力，预计2024年赤字率不低于3%，货币政策则延续偏宽松基调，利率有望进一步调降。

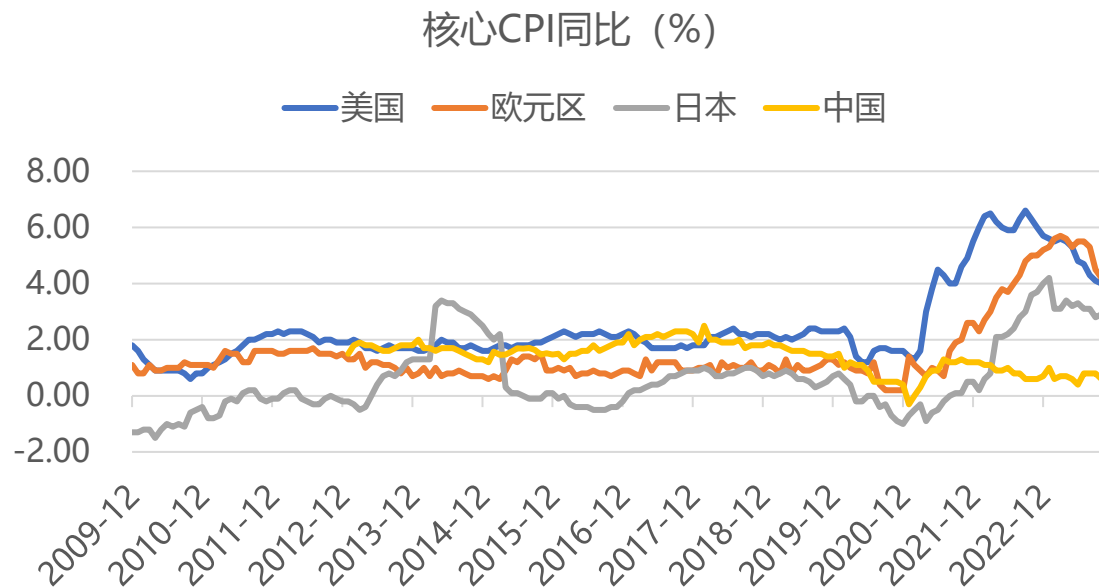
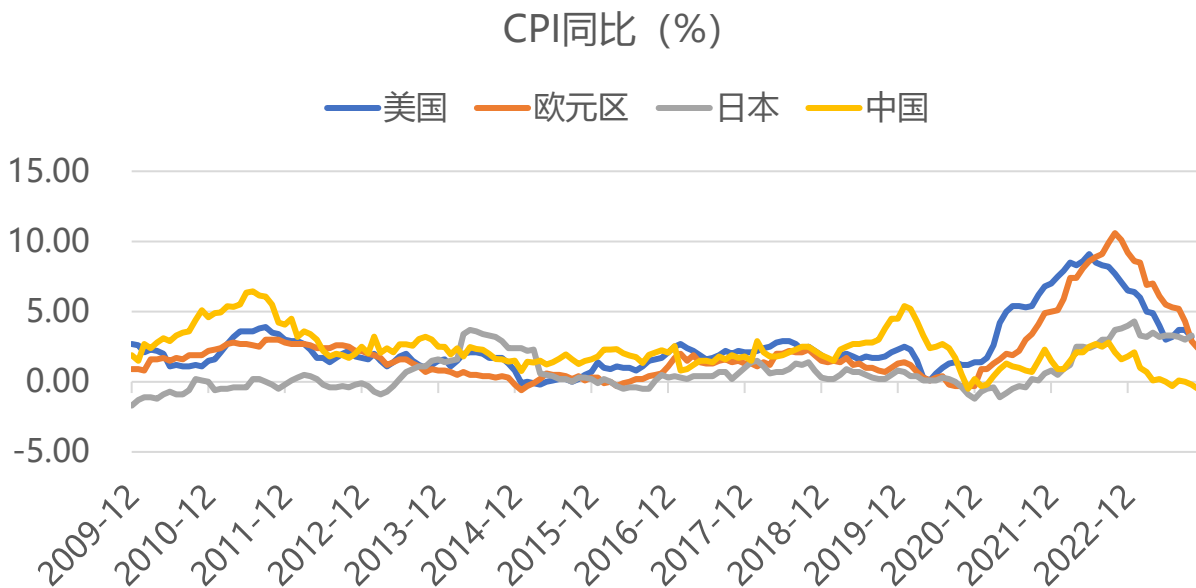
- 总结来看，2023年美国**经济强、通胀高**，货币政策大幅收紧，中国经济弱、通胀低，货币政策持续宽松，2024年这一状况将明显改变，中美在经济、通胀、货币政策方面预计会全面走向靠拢与收敛。外部流动性对国内经济和资产价格形成边际利好。政治局势方面，2024年美国大选，我国台湾地区领导人选举都可能带来我国国际形势的波动，阶段性抑制市场风险偏好。
- 国内方面，政策推动消费与房地产的修复是2024年重要看点，预计二者方向上均较2023年改善，但幅度上难有过高预期，这决定了总体经济弱复苏的格局。预计2024年GDP增长目标维持在5%左右。对于2024年总体经济复苏形势持有限乐观的判断，在稳增长政策进一步发力的情况下，预计2024年全年GDP有望达到5%。
- 当前呈现的通缩压力会相应缓解，但全年CPI和PPI同比大概率处于低位，呈现弱通胀格局。受益于中美利差的倒挂幅度大概率收窄，人民币汇率贬值压力相应缓解，全年人民币有望实现小幅升值。

为何海外通胀，国内通缩？

为何中国此轮通胀水平明显弱于欧美日？

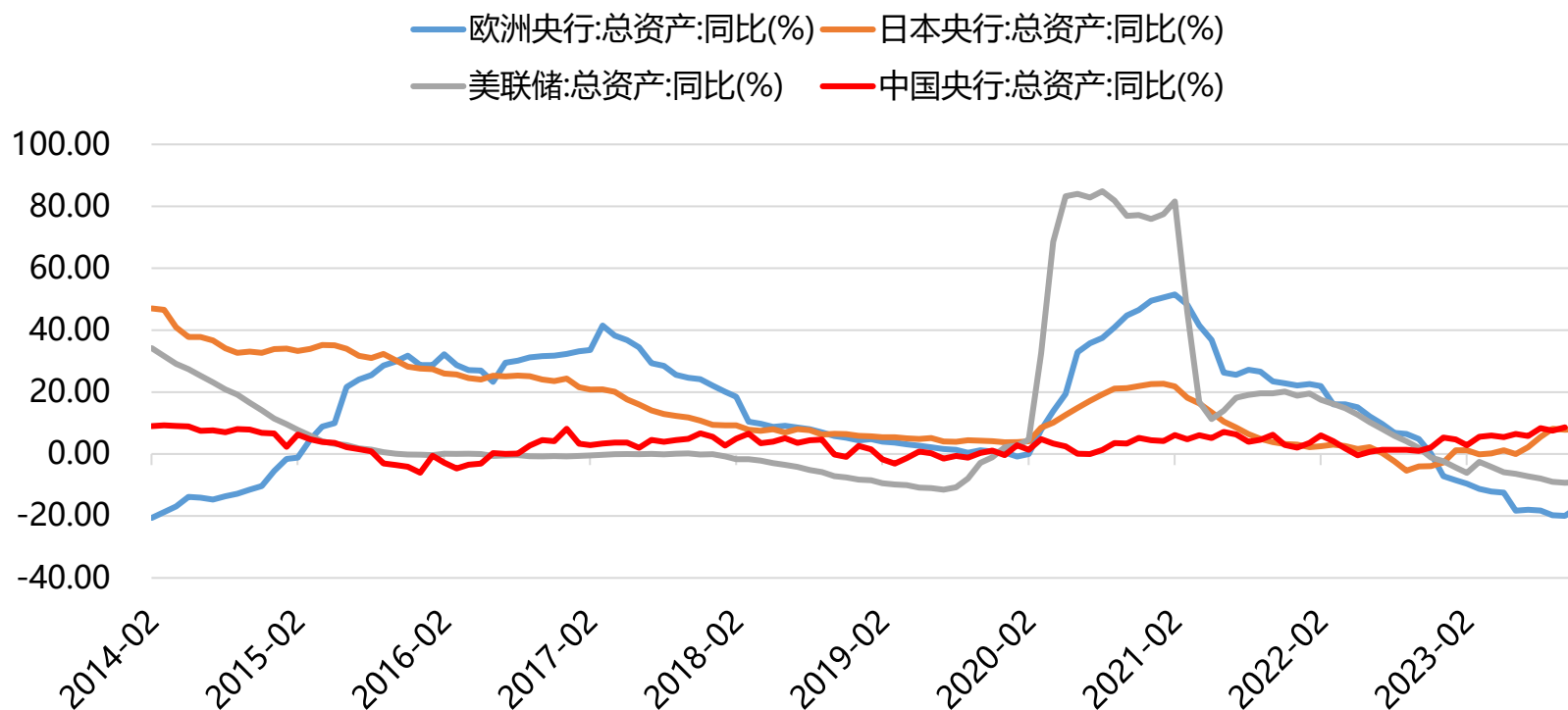


- 2021年开始，欧美日通胀开始大幅攀升，中国通胀虽也有反弹，但幅度和持续性相对较弱，特别是核心CPI走势，明显弱于欧美日。
- 历史上看，中国CPI和核心CPI水平与欧美日相比并未体现出明显的趋势差异，且多数时候，中国CPI水平是相对更高的。为何疫情后中国通胀开始明显偏弱，甚至在海外通胀依然偏高的情况下步入通缩？
- **海外通胀，国内通缩，这意味着内外部供需错配，无法形成良好的匹配互补，可视为“脱钩”的一种表征。另一个重要的原因是：疫情后，中国在货币和财政政策上保持克制和谨慎，与欧美日形成明显差异。**



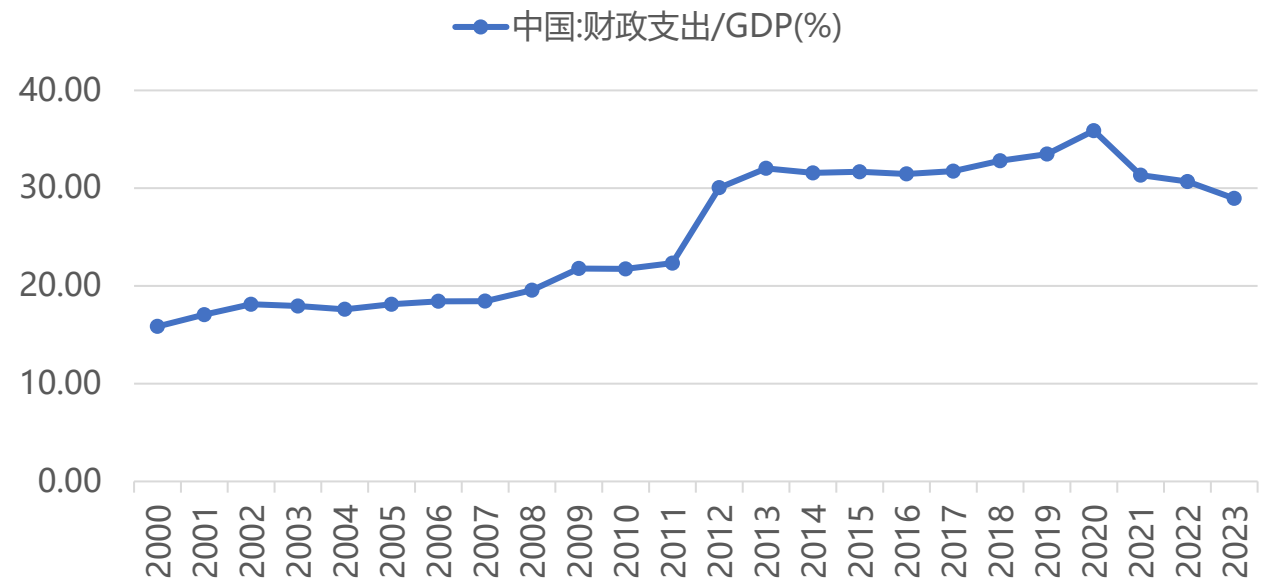
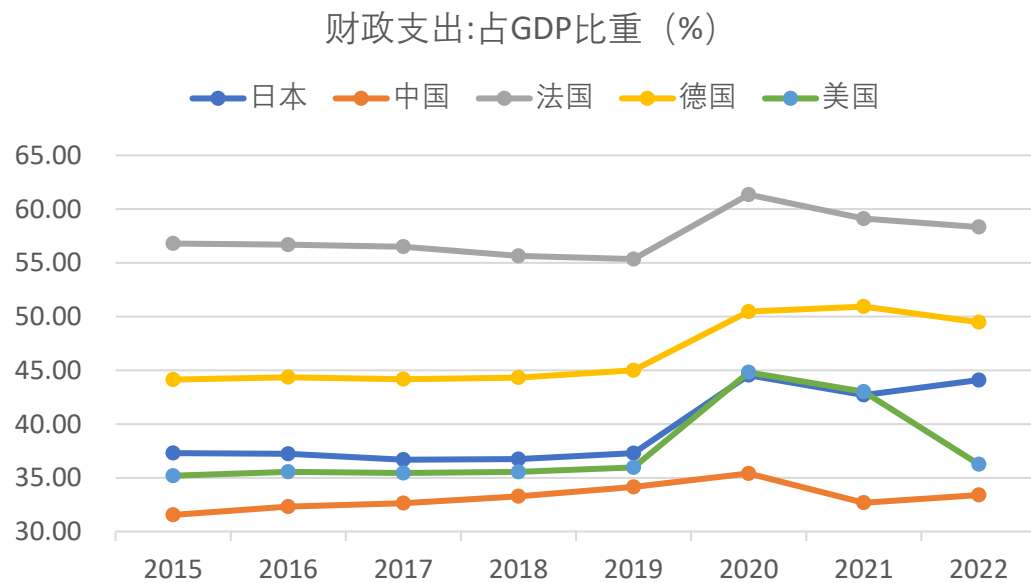
数据来源：Wind，中航证券研究所

- 从各国央行资产规模增速对比来看，疫情后欧美日央行均进行了大规模的扩表，相应驱动了通胀的抬升，欧美央行在2022年四季度开始进入缩表，日本央行在2022年短暂缩表后，2023年再次加速扩表。
- **中国央行资产规模近年来则持续处于温和扩张状态，总资产增速的波动性明显小于欧美日，我国货币政策体现出了相当高的克制力和独立性。**



数据来源：Wind，中航证券研究所

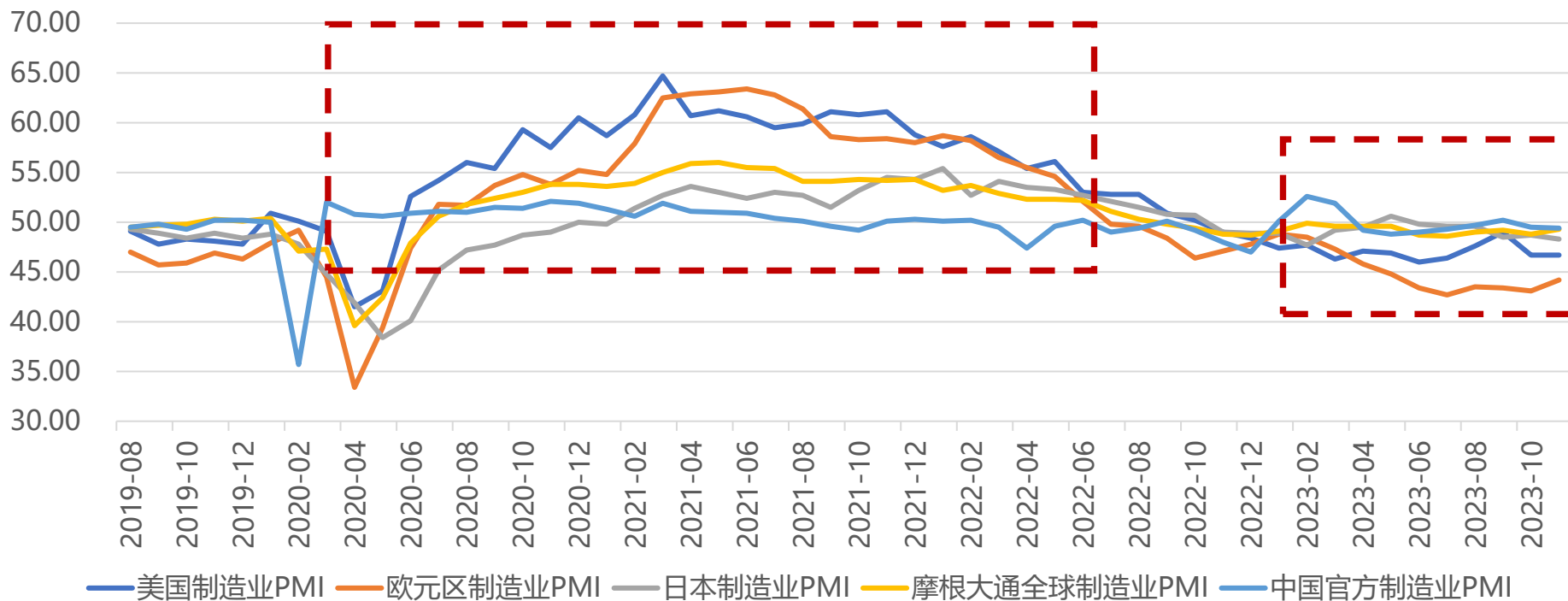
- 同时，中国财政政策也体现出了相对西方更加谨慎的特点。
- 根据IMF的统计数据，疫情后，美日德法财政支出占GDP的比例在2020年均出现大幅上涨，此后有不同程度回落，但截至2022年均仍高于2019年。我国财政支出占GDP比重在2020年虽也有上升，但并未明显偏离原有趋势，且在此后两年出现回落，2022年该指标低于2019年。
- **根据我国财政部和统计局的数据，我国财政两本账的财政支出（公共财政支出+政府性基金支出）占GDP的比例近几年持续下降，2023年前三季度的数据进一步走低，显示财政支出力度实际上并不强。**



政策差异的另一个结果：中西方经济表现的差异



- **疫情后政策选择的不同，也体现为经济表现的差异。**从PMI表现看，强刺激下，欧美日经济出现了一轮较强的复苏，21年见顶后逐步走缓。同期中国经济表现更加平缓。
- 23年以来，除欧元区经济继续明显走弱外，美、日、中以及全球制造业PMI均基本走平，中国在防控放开后并未体现出具有持续性的强势复苏，相较发达国家并未体现出明显的优势，经济“东升西落”的预期并未兑现。

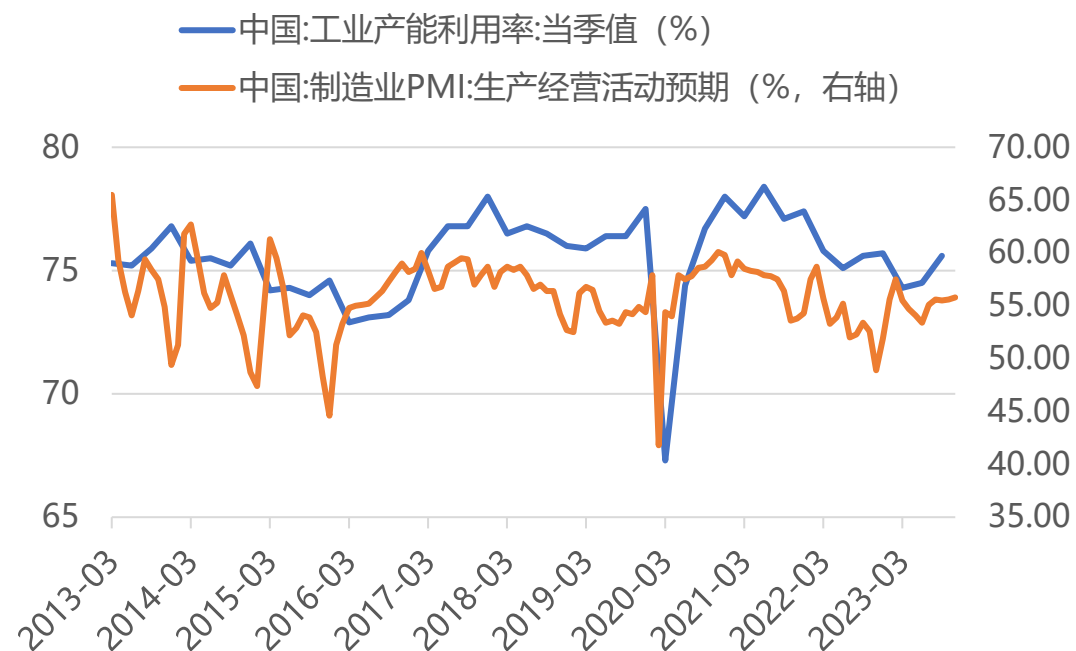
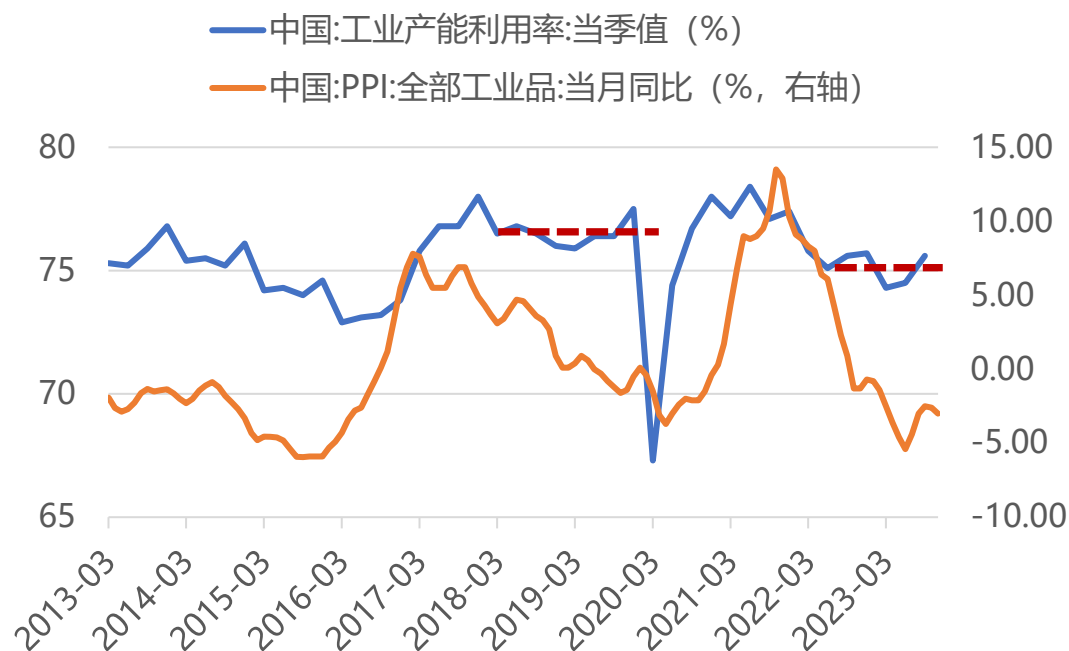


数据来源：Wind，中航证券研究所

低通胀的内部因素——产能利用率偏低，本质还是需求不足



- ▶ 近两年工业产能利用率保持在75%附近波动，较2018、2019年水平出现降档，压制了PPI的表现。
- ▶ 从PMI生产经营活动预期指数来看，其与工业产能利用率有较强的正相关性，目前虽较低位有所修复，但尚未体现出持续回升的迹象。



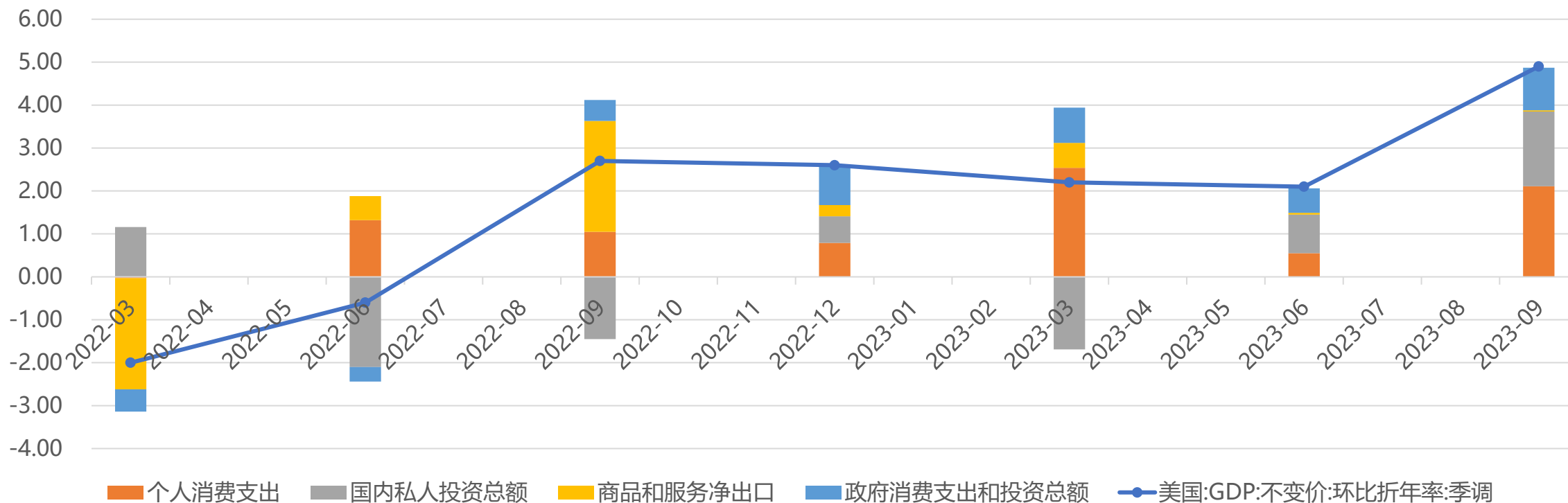
美国经济前景——消费能否继续强劲？

个人消费支出增长是为美国经济提供韧性的重要因素



- 美国前三季度GDP环比折年率分别为2.2%、2.1%和4.9%，总体表现好于市场预期。
- 与2022年对比，2023年美国净出口对经济的影响明显减弱，政府消费和支出对经济持续提供正向拉动且较为稳定，私人投资经历了从弱到强的转变，而**个人消费支出对经济的正贡献出现明显提升**。

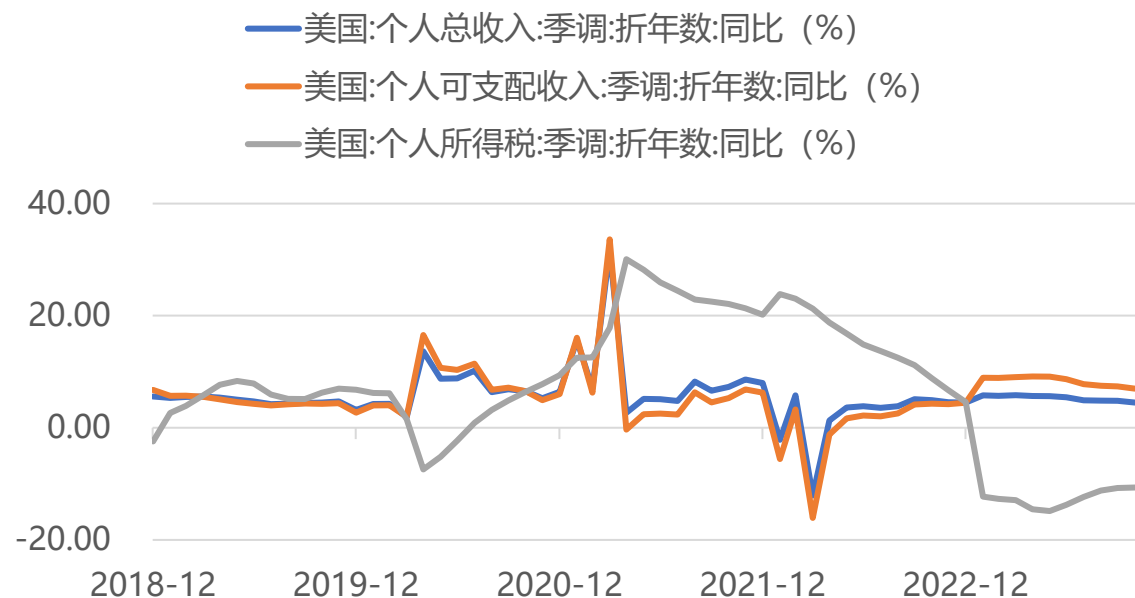
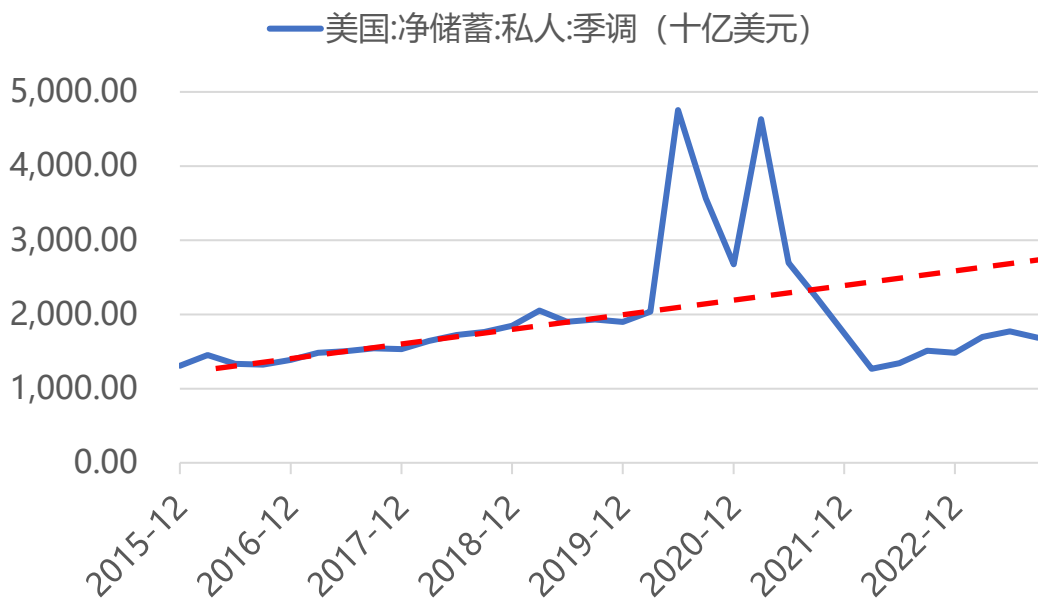
美国:对GDP环比折年率的贡献 (%)



个税缩减推动可支配收入高增，进而支撑消费



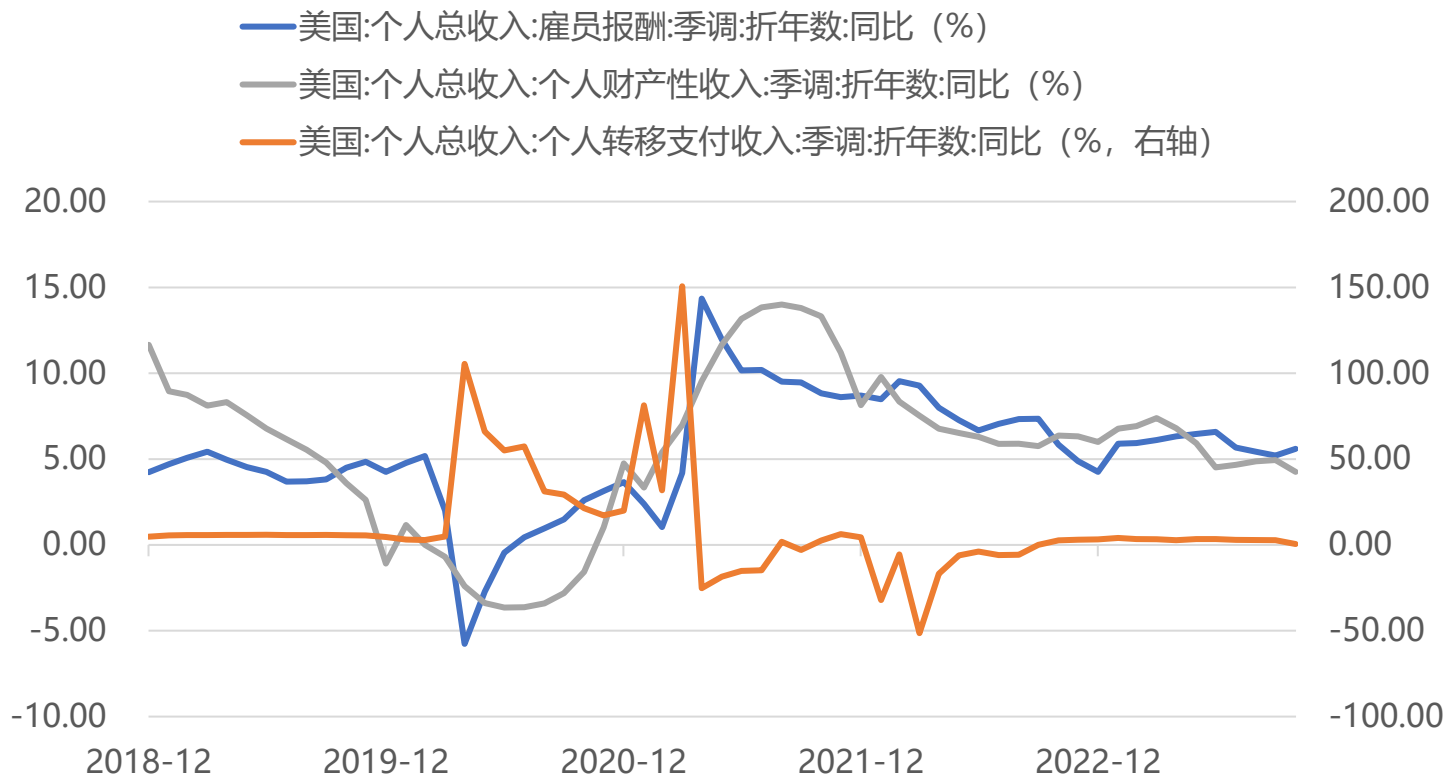
- 美国财政补贴等刺激政策造成私人部门净储蓄在疫情期间出现跳涨，成为推动美国疫情后消费强劲的主要动力之一。目前私人净储蓄已经大幅回落，低于疫情前水平和原先的长期趋势水平，净储蓄增长对消费的支撑作用已经消耗殆尽。
- **2023年支撑消费的主要是较高的居民收入增速**，由于美国国税局大幅调高了2023年的个税标准扣除额，使得个人所得税同比下降，推动2023年个人可支配收入增速处于7%-9%区间，处于近三年较高水平，且高于疫情前。



雇员报酬是私人总收入的主要支撑项



- 总收入分项中，政府福利对应的转移支付收入已经趋于平稳，对总收入增长贡献极小。2023年雇员报酬增速相对平稳，个人财产性收入增速走低，但从近几年来看，两项收入增速趋于下滑。
- 非农平均周薪同比与疫情前相比处于较高水平，但处于减速趋势中。

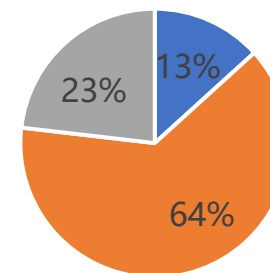


美国劳动力参与率可能已经基本完成了向上修复的过程



- 美国总体的劳动参与率尚未恢复到疫情前，但从结构来看，主要拖累在于55岁以上人群（劳动力人口占比约23%）劳动力参与率偏低，而25-54岁的主力就业人群（占比约64%）和16-24岁人群（占比约13%）的劳动参与率均已回到甚至超过疫情前。
- 而55岁以上人群可能是受到疫情导致的身体原因的影响，大量提前退出劳动力市场，且这种退出可能是不可逆的。这可能意味着，**美国劳动力参与率已经基本完成了向上的修复过程，未来劳动力增长的弹性有限。**

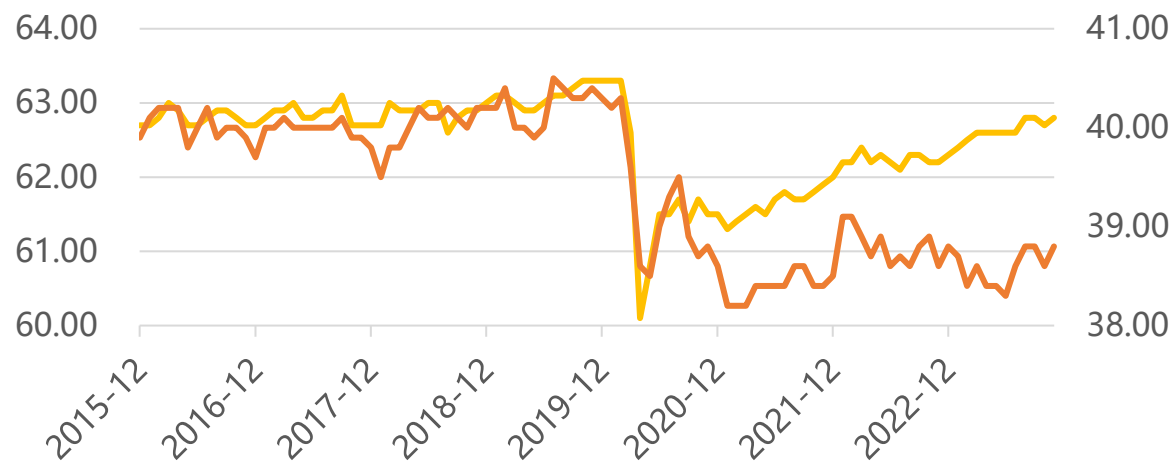
美国劳动力人口结构（2023-11）



■ 16-24岁 ■ 25-54岁 ■ 55岁及以上

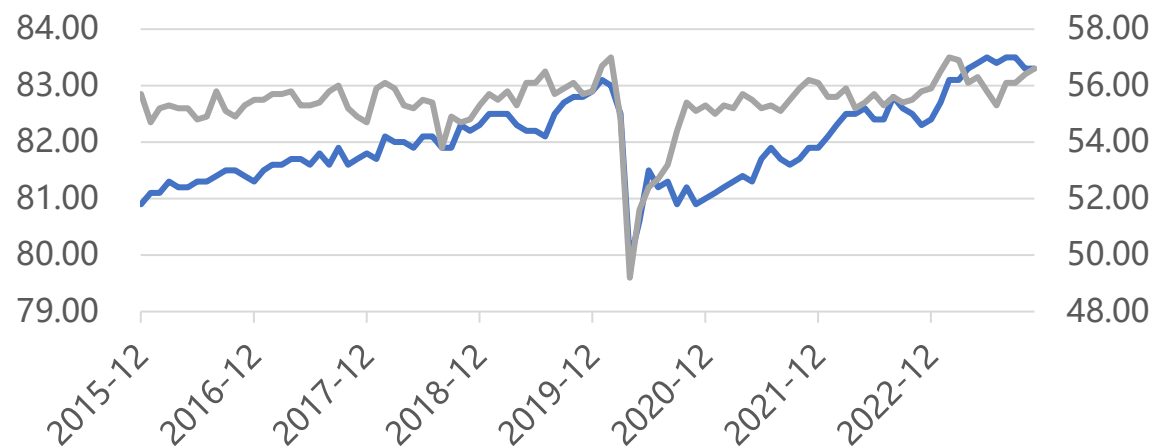
美国:劳动力参与率:季调 (%)

— 合计 — 55岁及以上 (右轴)



美国:劳动力参与率:季调 (%)

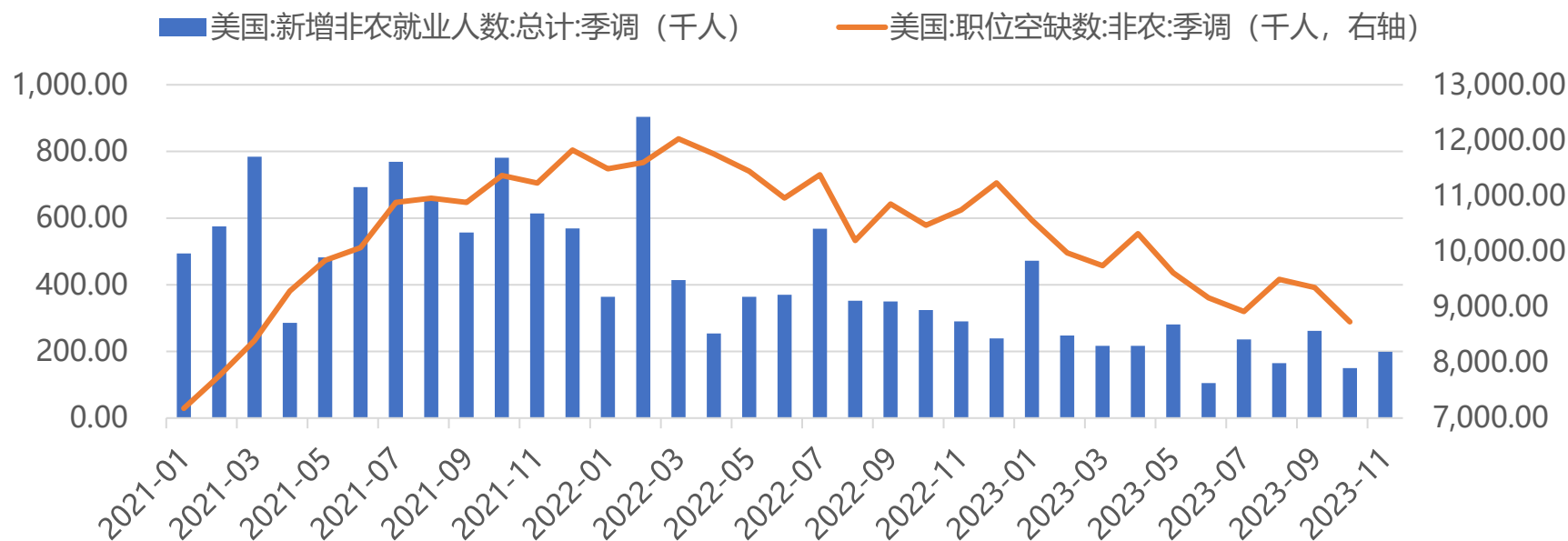
— 25-54岁 — 16-24岁 (右轴)



私人部门收入增长大概率放缓，进而对消费的带动效应降低



- 薪资增长主要源于美国劳动力市场依然偏紧。**此前劳动力参与率向上修复的过程，虽然增加了就业，但并未显著缓解劳动力市场的紧张局面，使得薪资增长维持了较快的速度，配合就业人数增加，提升了美国私人总收入，进而刺激消费。**
- 由于目前劳动力参与率修复过程可能已经基本完毕，则后续就业人数增长或放缓。而职位空缺持续下降，但仍处800万以上较高水平，这可能导致薪资增速的回落相对更加缓慢。后续职位空缺数的回落或将更多体现高利率下劳动力需求端的走弱。
- **总体而言，预计2024年私人部门收入增长大概率放缓，进而对消费的带动效应降低，而消费动能放缓大概率驱动美国经济走弱。**



数据来源: Wind, 中航证券研究所

美联储政策走向——通胀与增长之间的再平衡

2024年通胀预计继续缓慢回落，需警惕中东地缘局势的扰动

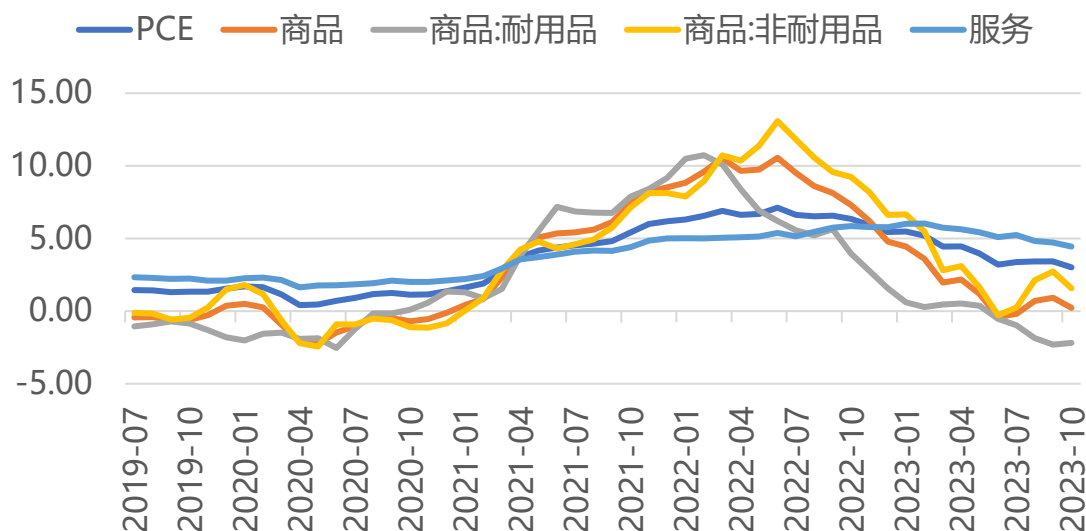


➤ 从美国通胀来看，PCE同比处于回落趋势，能源通胀已经开始拉低通胀，食品通胀已经非常接近2%目标值，核心PCE仍高。从商品和服务分类来看，商品主要贡献通胀弹性，服务则贡献韧性，主要受就业市场仍偏紧影响。

➤ **展望2024年，美国通胀水平预计进一步走低。**服务通胀预计仍缓慢回落，制约核心PCE回落速度，能源价格2023年形成低基数，2024年同比预计会有所回升。中东地区地缘冲突是全球通胀的不稳定因素，如果巴以冲突进一步激化和扩散，**能源价格可能会扰动明年通胀回落和美联储转向宽松的进程。**

	同比 (%)							
	PCE	商品	商品:耐用品	商品:非耐用品	服务	核心PCE	食品	能源商品和服务
2023-08	3.41	0.70	-1.86	2.13	4.82	3.80	3.11	-3.53
2023-09	3.42	0.91	-2.31	2.72	4.71	3.65	2.72	0.04
2023-10	3.01	0.22	-2.19	1.57	4.44	3.46	2.42	-4.76

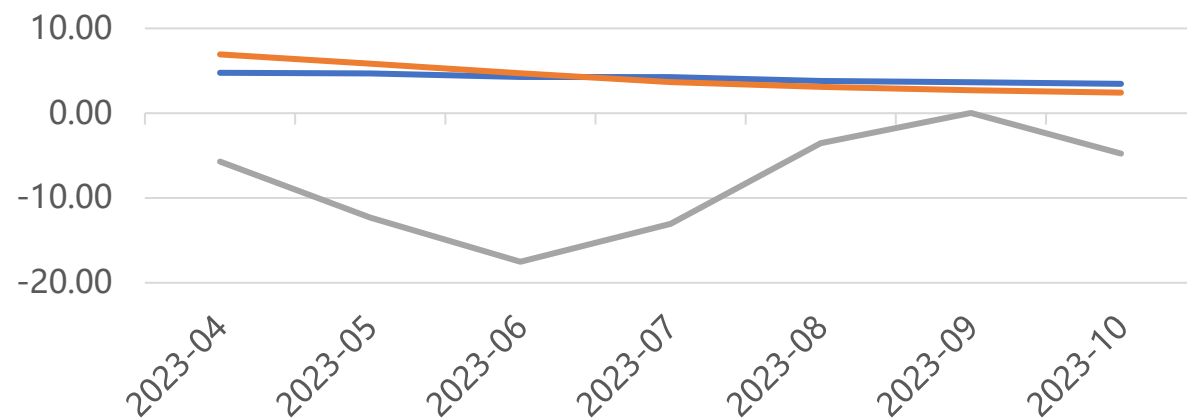
美国:PCE物价指数:当月同比(%)



— 美国:核心PCE物价指数:当月同比(%)

— 美国:PCE物价指数:食品:当月同比(%)

— 美国:PCE物价指数:能源商品和服务:当月同比(%)



预计2024年美联储政策由紧到松平缓过渡，目前市场预期可能过于激进



➤ 站在美联储的角度，2024年面对的形势是：经济动能大概率放缓，难有2023年的超预期表现，但更偏向于软着陆，严重衰退风险较小，政策上需要避免高利率紧缩效应的过度积累；通胀大概率继续走低，但速度可能依然较慢，特别是与薪资高度相关的服务和核心通胀，同时地缘风险对通胀的影响也需要警惕，政策上对紧缩的诉求将持续降低。

➤ **综合来看，2024年美联储将进行通胀与经济目标的再平衡，政策大概率实现由紧到松的转向，但极速转向的必要性并不强，在转向宽松的态度上或偏谨慎。**

➤ 12月美联储议息会议点阵图指引为2024年或降息75BP，而CME 美联储观察工具显示的，截至12月24日的市场预期为2024年降息150BP。

➤ **市场预期大幅超前，可能过于乐观，需警惕预期回摆引发资本市场波动调整。**



CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.4%	86.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	72.7%	16.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.5%	70.8%	18.2%	0.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	17.9%	64.4%	16.0%	0.4%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	16.0%	59.2%	21.4%	2.2%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.0%	14.5%	54.9%	25.2%	4.1%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.6%	9.6%	40.1%	36.1%	11.8%	1.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.5%	7.3%	32.4%	37.1%	18.0%	4.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：CME，中航证券研究所

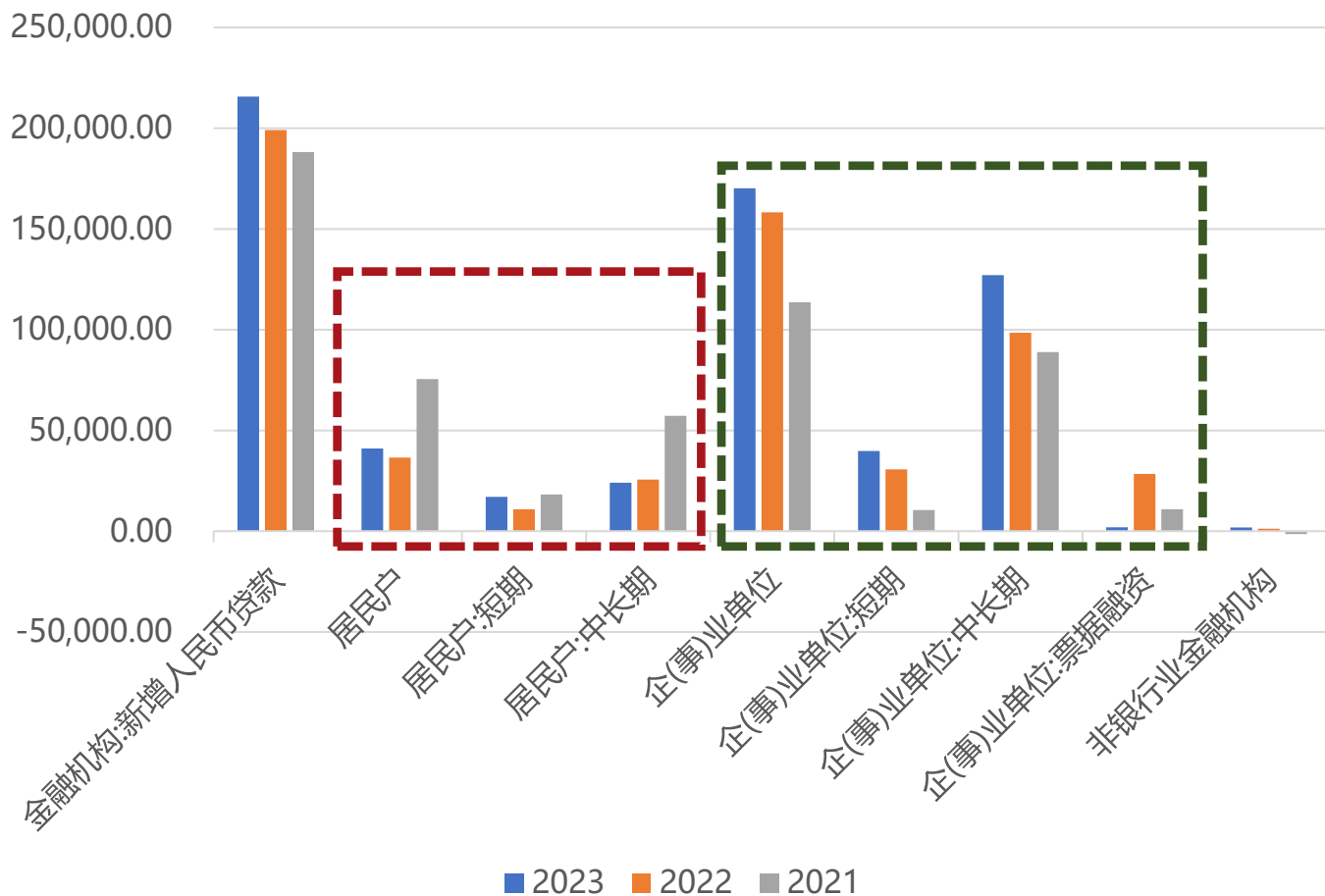
国内需求——消费、地产的制约因素

2023年居民信贷无明显改善，居民中长期贷款进一步走弱



- 2022年住户贷款较2021年大幅下滑，是2022年宽信用的主要拖累因素，主要体现了疫情和房地产行业出现长周期拐点对居民部门消费和购房的冲击。
- **2023年虽然疫情防控放开、房地产利好政策持续积累，但居民信贷并未出现明显改善。**短期贷款虽有回升，但仍弱于17-21年，中长期贷款则进一步走弱，对应房地产销售持续疲弱。
- 企业部门信贷在2023年延续了回升势头，特别是中长期贷款修复明显，对应制造业投资增速保持在高于名义GDP增速的水平。

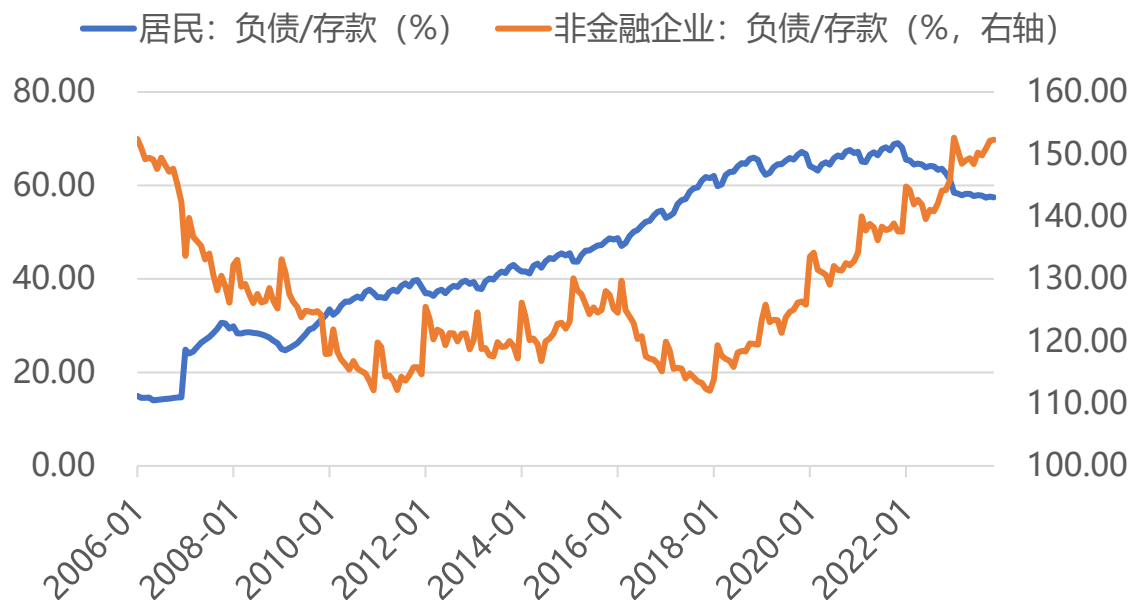
近三年人民币贷款结构变化（每年数据截至前11个月，单位：亿元）



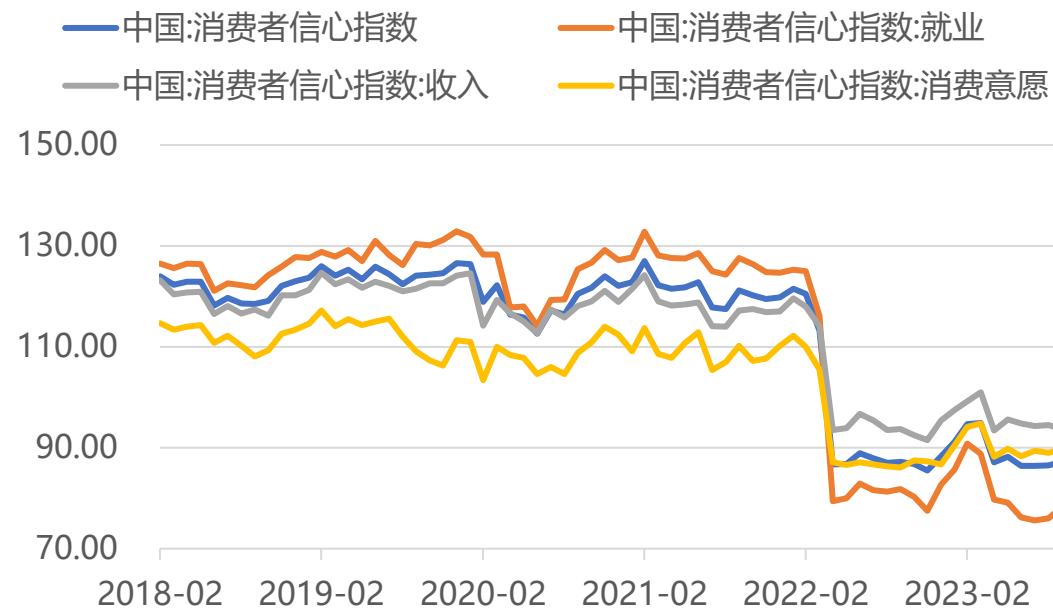
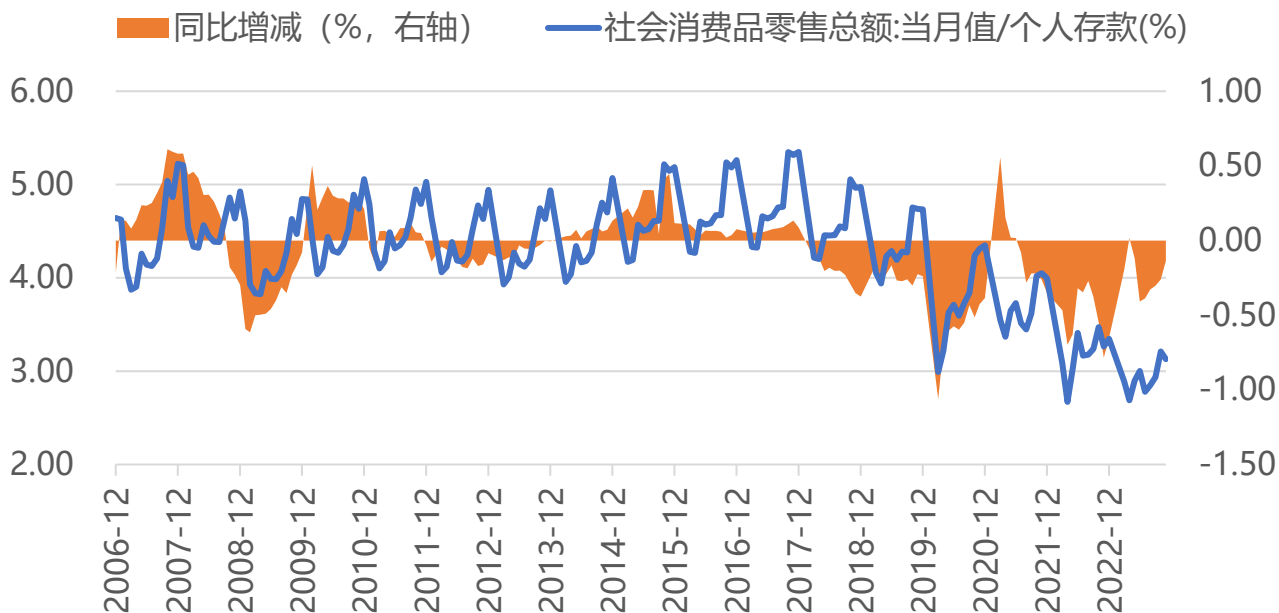
居民部门去杠杆成为阻碍当前内需修复的核心因素



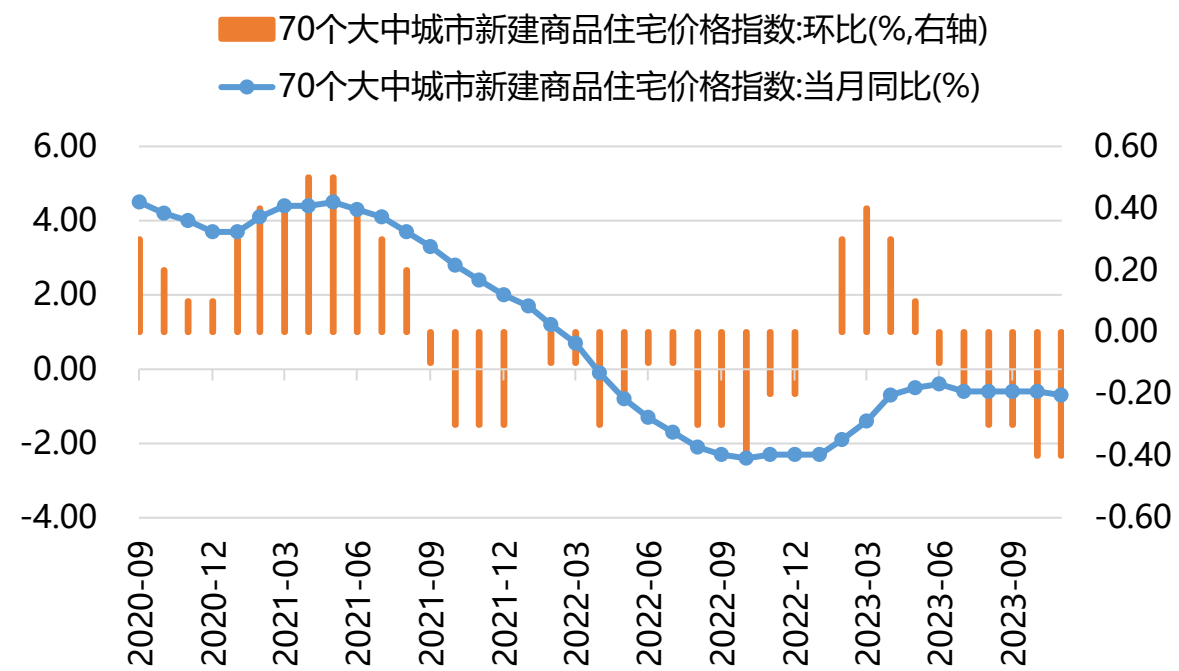
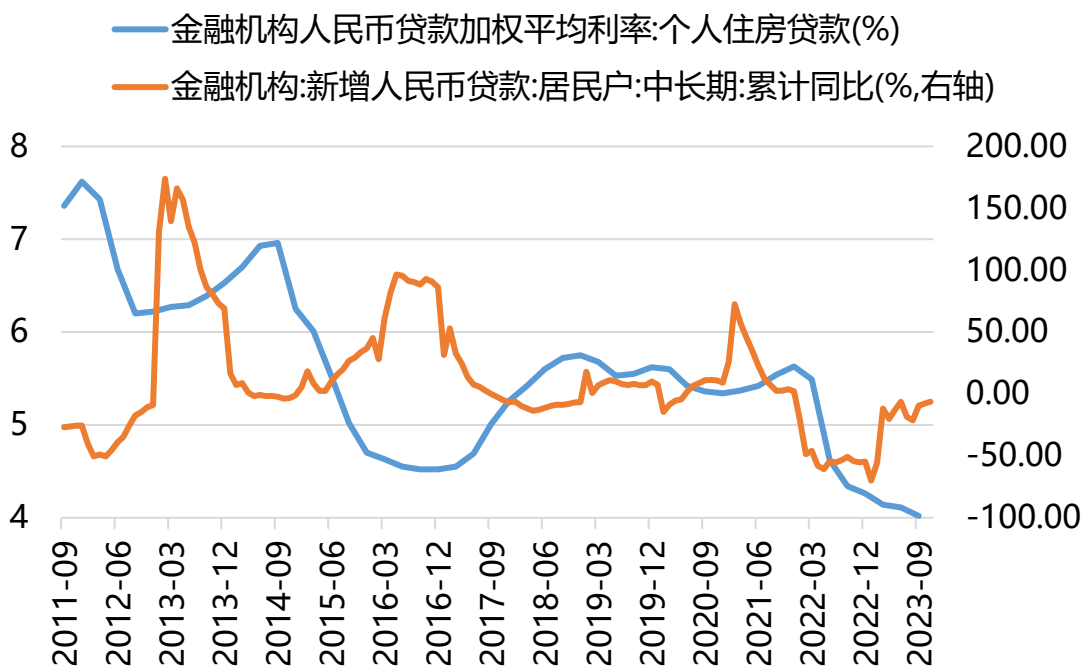
- 用其他存款性公司资产负债表中的“对居民部门债权/个人存款”来表征居民部门的资产负债率，用“对非金融机构债权 / (单位活期存款+定期存款)”来表征企业部门的资产负债率。**居民部门经历了长期的加杠杆后，从2022年开始进入去杠杆阶段，而企业部门在经历了16-17年的去杠杆后，持续处于加杠杆趋势中。**
- 2018年以来，个人存款增速持续高于单位存款增速，也反映居民支出意愿低迷，令经济循环活力下降。
- **居民消费是内需的源头，居民部门去杠杆成为阻碍当前内需修复的核心因素。**



- 用月度社会消费品零售总额与其他存款性公司资产负债表中个人存款的比值来表征居民消费倾向，可以看到，2018年以来居民消费倾向持续走低，2023年以来依然同比下滑，居民更加倾向于储蓄而不是消费。
- **导致这一情况的原因包括：居民部门杠杆率已攀升至高位，房地产出现长周期拐点，房价与A股走弱产生负财富效应，社会压力大生育率下降等。**
- 2022年消费者信心指数断崖式下滑，目前仍无明显起色，其中就业指数的大幅下降拖累收入和消费意愿。



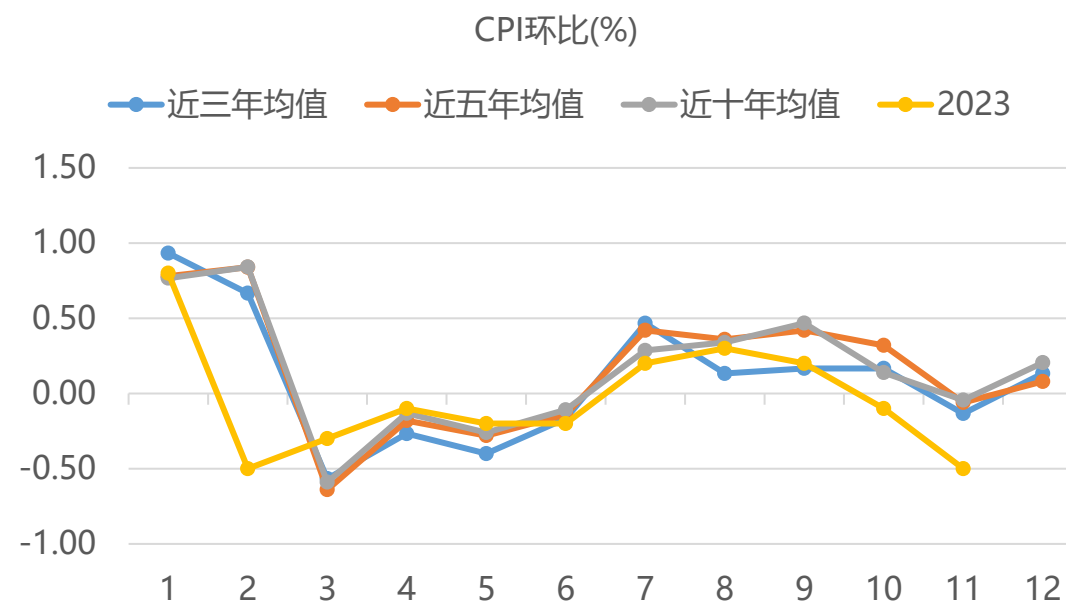
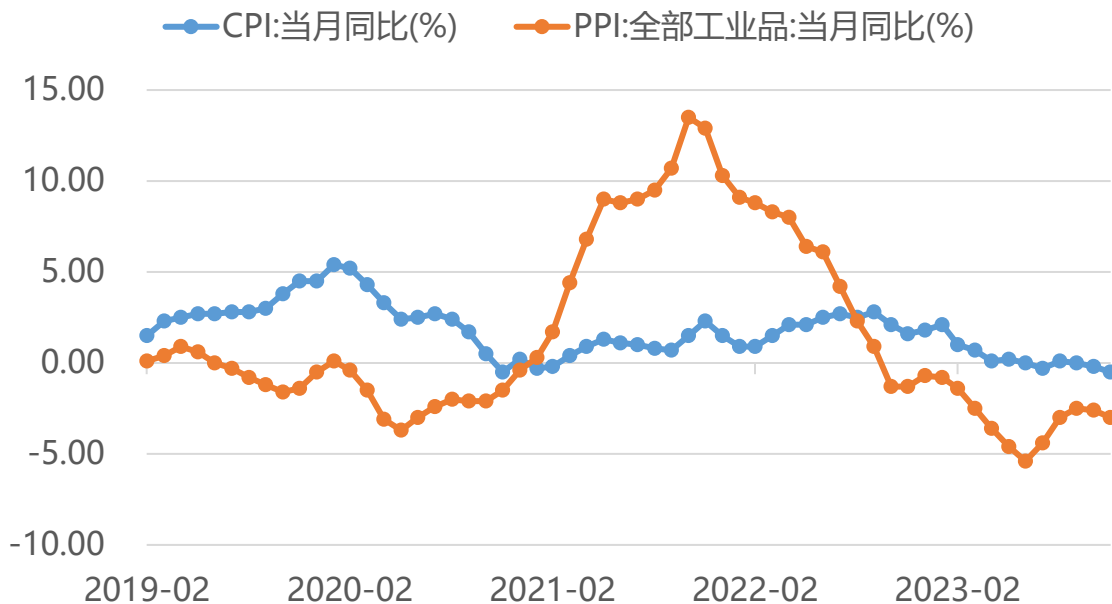
- 居民消费倾向的下降，也体现在房地产领域。2023年在楼市调控放松政策利好不断积累，房贷利率已经降至历史低位的情况下，房地产销售依然低迷，居民新增中长期贷款累计同比跌幅收窄，但仍持续为负。
- **我们认为目前制约楼市销售回暖的有三大因素：居民部门杠杆率高企、购房人缺少未来房价上涨的预期、对房企信用风险的担忧。**



当前通缩风险甚于通胀，财政加大居民部门现金补贴具备可行性和必要性



- 从经济循环来看，居民部门消费倾向抬升既是居民部门收入和未来预期改善的“果”，同时也是“因”。**从政策面来看，通常难以直接调节居民消费倾向，因此应将重点放在提振居民部门收入和预期上，应加强财政上的补贴、减税等能够改善收入的措施，同时加强舆论宣传和引导，加强保交楼，化解房地产企业信用风险。**
- 各界对于财政对居民实施现金补贴的讨论较多，担忧会导致通胀风险是重要的一个因素，而鉴于当前我国通缩风险甚于通胀，且改善居民收入也缺少其他较为直接有效的方式，**我们认为2024年对居民部门实施较大力度的现金补贴是同时具备可行性和必要性的财政政策选项。**



- 从2023年数据看，当前制约消费修复的居民资产负债表受损、居民预期转弱的问题具有相对的中长期性，并不会随着疫情管控的放开而迅速恢复到疫情之前。因此后续消费动能的修复需要政策进一步的刺激，且难以立竿见影，2024年消费的修复进程是影响经济整体复苏节奏和动能的重要因素。**在政策加强消费刺激的前提下，预计2024年消费动能进一步回升，但由于失去了低基数对同比增速的抬升作用，2024年消费同比增速或较2023年走低，预计在5%-6%区间。**
- 随着诸多稳房地产政策的推出，2023年房地产投资下滑幅度并未较2022年出现明显改善。后续地产链条改善的源头在于地产销售的回升，而房企信用风险的化解或是销售显著改善的前置条件，随着地产利好政策持续累积，房企融资环境不断改善，**2024年预计能见到房企信用风险下降、楼市销售回升形成正向反馈。但在多项约束下，难以期待房地产出现强有力的上升周期，大概率仍是弱修复格局。预计2024年房地产投资依然将对经济有所拖累，全年房地产投资同比增速或录得-6%左右。**

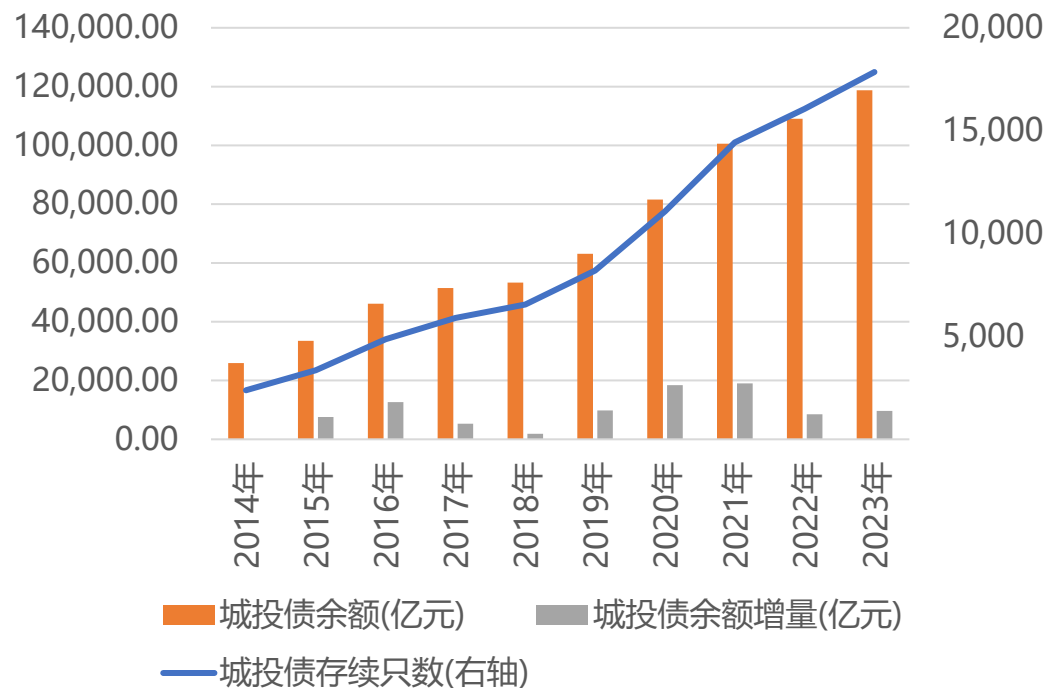
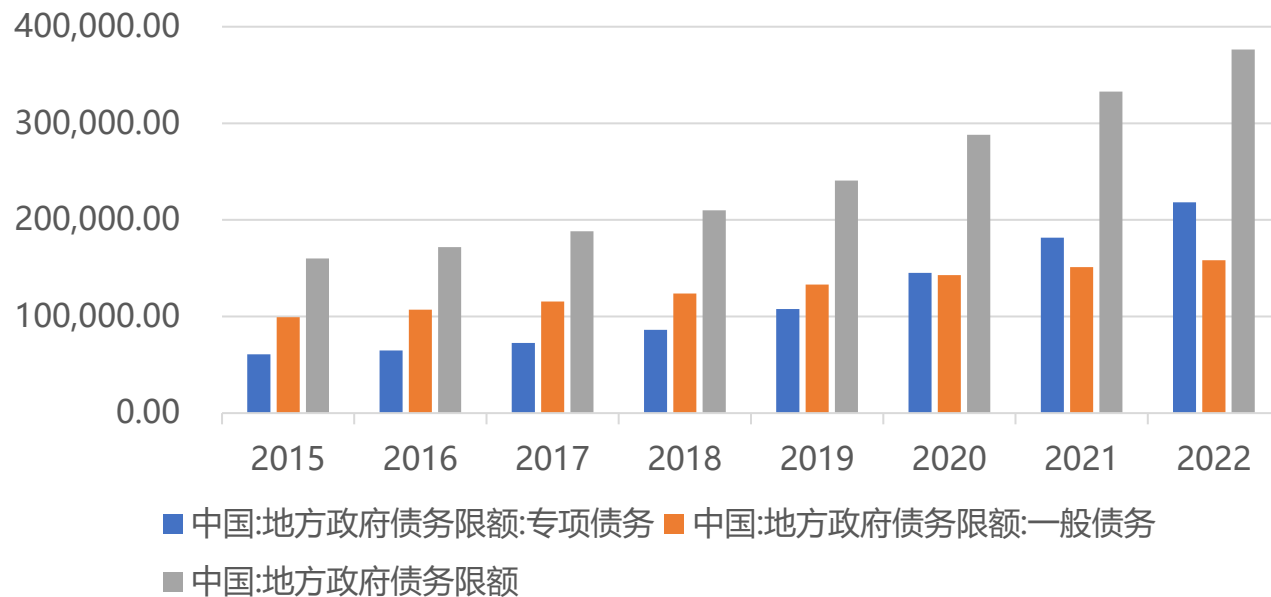
政府财政——地方债务基本情况与风险化解

地方政府债务规模逐年攀升，隐性债务问题突出



➤ 地方政府债务可分为一般债、专项债以及隐性债务。2015年新《预算法》允许地方政府发行的债券有两类：地方政府一般债和地方政府专项债。专项债还款来源是相对应的投资项目的收入，不会给地方政府财政增加额外负担，其发行限额逐年升高，并在2020年超过一半债务成为地方政府筹措投资资金的重要渠道。2015年新预算法实施后，地方政府通过企业等主体进行变相举债，满足自身资金需求，形成了地方政府隐性债。其中地方政府融资平台债券占地方政府隐性债的最大部分，典型方式是发行城投债。

地方政府债务限额 (亿元)



城投债结构不合理，期限短、成本高的债务占比较高

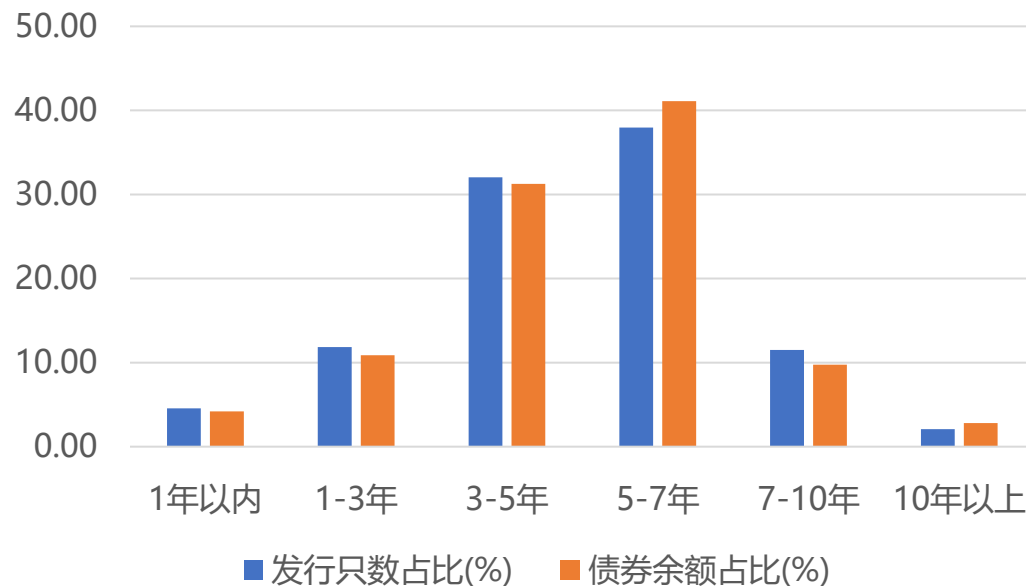


- 当前地方隐性债压力仍较大。从规模看，截止2023年12月18日，城投债余额11.9万亿元，自有数据统计的2014年以来持续保持增长。2020年以来城投债余额重回高速增长态势，发行总额跃升至3.5万亿。2023年地方债到期规模达3.7万亿，创历史新高，部分区域偿付压力较大。叠加地方土地收入下滑，财政收入乏力而支出高增，债务化解形势较为严峻。
- 从期限来看，截止2023年12月17日，城投债发行期限大部分集中在3-5年以及5-7年，债券余额中72.3%集中在这一时段。

城投债发行规模与利率

时间	平均票面利率(%)	实际发行总额(亿元)	期间发行只数	发债主体数
2009年	5.8535	1,204.50	87	82
2010年	5.6194	1,548.00	119	102
2011年	6.8111	1,867.00	147	139
2012年	6.8105	5,614.90	485	414
2013年	6.3528	5,729.10	510	393
2014年	6.9679	11,298.45	1,158	727
2015年	5.6195	11,024.31	1,222	742
2016年	4.5854	17,989.40	1,964	1,071
2017年	5.9430	13,869.91	1,813	938
2018年	6.1378	14,572.04	1,959	837
2019年	5.4069	24,119.71	3,213	1,270
2020年	4.7294	35,299.45	4,904	1,687
2021年	4.6835	44,359.66	6,631	1,848
2022年	4.0966	38,686.45	5,789	1,635
2023年	4.3682	46,932.77	7,122	1,804

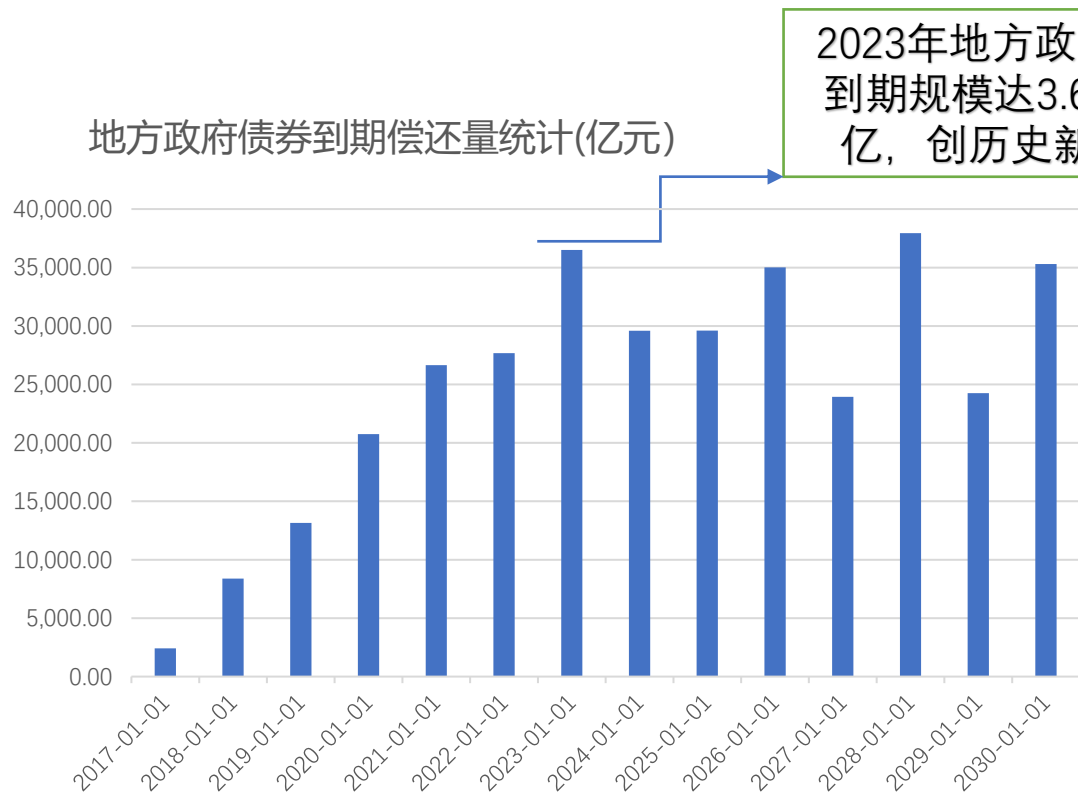
城投债发行期限分布



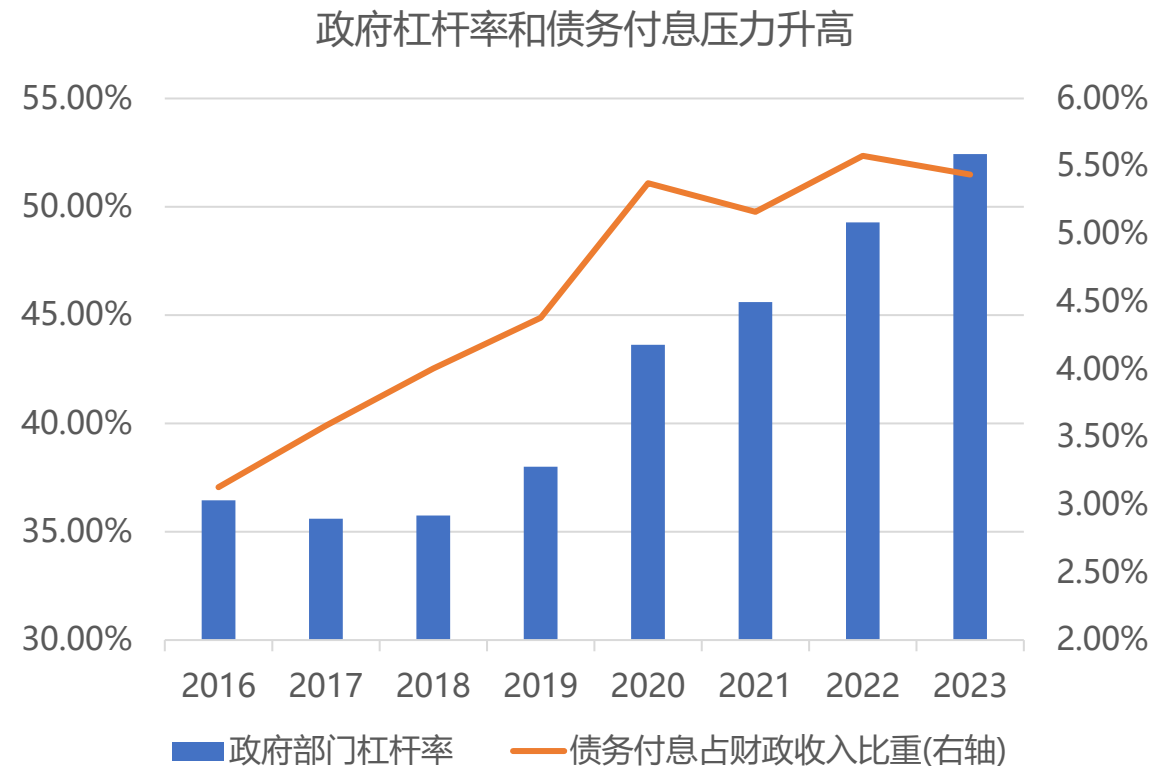
地方政府债务持续累积，期限结构不均衡造成债务不稳定性上升



- 随着地方政府债务持续累积，财政利息支出压力不断上升，自2020年起，债务付息占财政收入比重已经超过5%；
- **债务短期化，项目现金流不匹配，使得债务到期量结构不均衡，债务不稳定性增加。**



2023年地方政府债到期规模达3.65万亿，创历史新高



界定地方政府债务范围，规范地方政府融资机制，关注存量债务处置

规范政府收支行为，强化预算约束，明确地方政府债券为地方政府举债融资的唯一合法渠道

财政部首次给出了六种隐债化解方法，并要求地方政府在未来5-10年内化解隐性债务。

地方债务风险加剧，中央延续化存量、控存量原则，提出一揽子化债方案。

2014年10月

国务院关于加强地方政府性债务管理的意见

2015年1月

新《预算法》落地实施

2018年8月

财政部发布《地方全口径债务清查统计填报说明》

2023年7月

中央政治局会议提出“一揽子化债方案”

- 第一轮化债：随着国发〔2014〕43号文、新预算法的实施，地方政府其他资金来源置换为地方政府债，**2015-2018年密集进行债务置换后，无序的地方政府举债纳入正轨，债务治理成效逐步显现。**
- 第二轮化债：财政部在2018年8月开启了新一轮隐性债务摸底，首次给出了**六种隐债化解方法**，并要求地方政府在未来5-10年内化解隐性债务，此后严控隐债新增、化解隐债成为地方政府的工作重点和纪律底线。
- 第三轮化债：地方债务风险加剧，在2023年7月的中央政治局会议上，政府延续化存量、控存量原则，提出**一揽子化债方案**。重启特殊再融资债券以偿还地方存量债务，将地方隐性债务显性化。

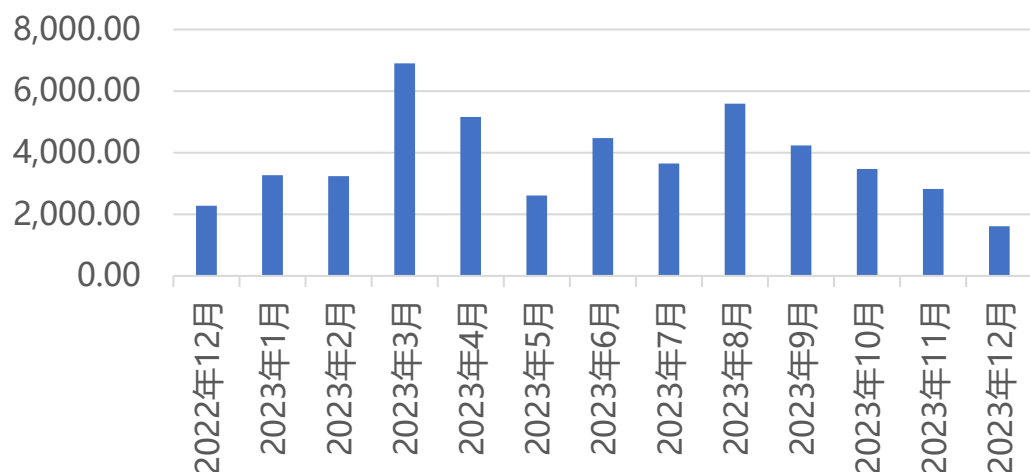
2023年下半年针对防范化解地方债务风险，各部门密集表态



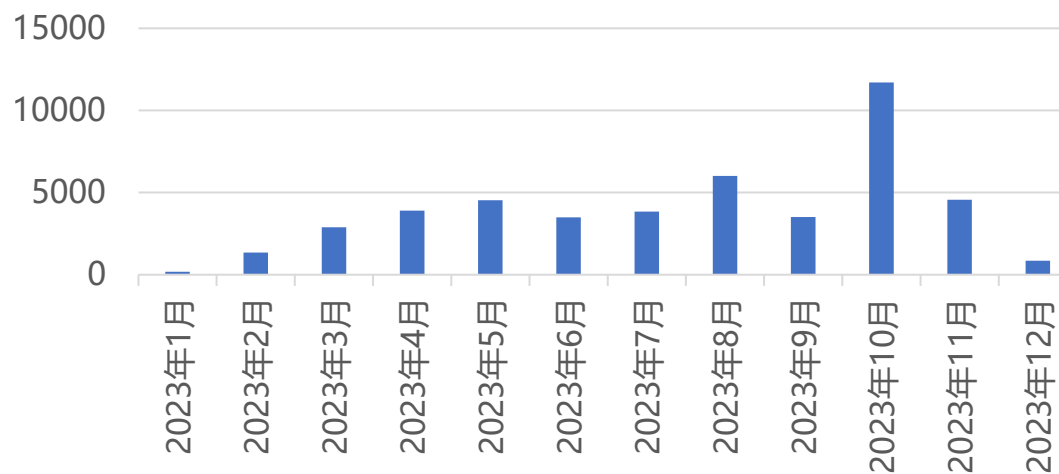
时间	事件	内容
7月24日	中共中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。
8月18日	金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议	统筹协调金融支持地方债务风险化解工作， 丰富防范化解债务风险的工具和手段。
8月28日	国务院关于2023年以来预算执行情况的报告	防范化解地方政府债务风险。制定实施一揽子化债方案... 中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作 ，督促地方统筹各类资金、资产、资源和各类支持性政策措施...缓释债务风险。 坚决查处新增隐性债务行为 ，终身问责、倒查责任，防止一边化债一边新增。稳步推进地方政府债务合并监管，推动建立统一的长效监管制度框架。
10月31日	中央金融工作会议	以全面加强监管、防范化解风险为重点，坚持稳中求进工作总基调，统筹发展和安全，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。 及时处置中小金融机构风险。 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。
12月11日	中央经济工作会议	持续有效防范化解重点领域风险。要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动， 坚决守住不发生系统性风险的底线。 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。

- **化存量**包括特殊再融资债、央行设立应急流动性金融工具（SPV）提供流动性等，地方政府特殊再融资债从10月以来密集发行，截止12月20日发行总额已达到13885亿元；地方政府再融资债券在10月也经历发行高峰，通过债务置换助力地方在更长期限内平滑债务负担，优化债务结构。
- **控增量**对城投各类债务新增都提出严格限制，2023年8月以来城投债实际发行总额明显收缩，城投融资政策明显收紧。
- 除此之外，协助地方进行资源调配，盘活国有资产；配合政策性、全国性、区域性银行协商债务重组，将隐性债务中的高融资成本债务进行降息、展期、信贷/非标置换，从而实现债务“削峰”管理也是化债方案中的可选工具。

城投债实际发行总额(亿元)



地方政府再融资债券发行额 (亿元)



➤ 货币政策：

地方政府债券处于到期高峰以及债务滚续带来的流动性压力，当前土地出让收入下降趋势尚未得到扭转，付息压力攀升。因此货币政策持续宽松，保持流动性合理充裕以及**进一步降息对于债务置换有重要意义**。央行可通过专项贷款、抵押补充贷款(PSL)、应急流动性金融工具（SPV）等方式，提供中长期低成本资金，支持地方债务的良性滚续。

➤ 财政政策：

财政或是2024年化债工作的主要着力点。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”，在地方通过新增专项债、特殊再融资债、盘活存量国有资产等合理化解非标债务的基础上，要**“合理扩大地方专项债券用作资本金范围”**，并且经济大省要为发展作出更大贡献。

财政政策空间有望进一步扩大。经10月全国人大常委会审议通过，中央财政将在2023年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。2023年拟安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元，10000亿元国债资金均通过转移支付方式全部安排给地方。并且2023年赤字率水平调增至3.8%左右，或暗示**2024年赤字率有望突破长期以来3%的约束**，以包括专项债在内的增量财政工具填补土地收入的资金缺口。

长期来看，需谋划新一轮的财税体制改革，从根本上解决由事权财权不匹配衍生的隐形债问题。预计二十届三中全会可能会将新一轮财税体制改革列为重点议题。

中央经济工作会议释放的2024年政策信号

- 会议强调，要**加大宏观调控力度，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势**，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，增进民生福祉，保持社会稳定，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业。
- 会议要求，2024年要**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。**

解析

“加大宏观调控力度，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革”，这与2023年7月政治局会议上提出的“加大宏观政策调控力度”，“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”的含义基本一致，体现了政策的连贯性，同时也反映2023年下半年以来，内需不振、经济复苏力度不足、复苏基础不稳固仍是困扰经济运行的主要问题。**2024年宏观调控力度在目前基础上会进一步加大。**

会议强调，2024年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，与12月政治局会议表述一致。“先立后破”的提法受到市场较多关注，我们认为这主要体现了求“稳”的政策意图，**先通过“立”形成对经济运行的支撑，在此基础上推进破除积弊，最大程度上降低“破”的过程可能造成的经济波动，以实现经济的平稳过渡。**

- 会议强调，要**加大宏观调控力度，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势**，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，增进民生福祉，保持社会稳定，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业。
- 会议要求，2024年要**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。**

解析

“要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，预计相关积极政策不但会多出，还会早出，**2024年一季度两会前后有望成为利好政策密集公布的时间窗口。**

“加强政策工具创新”的提法值得关注，结合2023年增发1万亿特别国债，**或意味着未来宏观调控政策能一定程度上突破传统框架，实施一些超常规的经济政策**，我们认为财政政策方面可以进一步打通财政推动内需的管道，如进一步放宽政府债券融资，特别是中央加杠杆来带动经济循环，或借助大规模消费券、数字货币等形式来形成财政直接提振居民消费的渠道等。货币政策方面，重在创新结构性货币政策工具，提升货币传导的精准性。

- 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。党政机关要习惯过紧日子。**

解析

从表述来看，**并未体现出财政支出大规模扩张的意愿，而是规模适度扩张同时结合财政资金运用效率提升来实现更好的财政稳增长效果。**

2023年四季度增发1万亿特别国债后，赤字率提高到3.8%左右，考虑到1万亿特别国债对经济的提振效果将主要在2024年体现，因此虽然2024年财政政策会进一步加力，**但预计2024年预算赤字率会低于3.8%，但应不低于3%。新增专项债额度预计会较2023年的3.8万亿元进一步提升，有望升至4万亿元以上**，同时，会议提出要合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围，以提升专项债对投资的拉动效果。

此外，会议强调，要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，这与中央金融工作会议提出的“把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业”的导向相吻合，体现**科技创新和高端制造领域将吸引更多财政和金融资源的聚集，从而呈现出更强的增长性，资本市场相关投资机会值得重点挖掘。**

- 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。**

解析

“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”与此前“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的**表述内涵基本一致但略有变化**，“同预期目标相匹配”的提法或更加强调了货币调节的计划性、目标性与稳定性。

同时，会议强调，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。**这与中央金融工作会议提出的做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章相呼应，指明了未来金融工作的重点领域。**

会议提出，**促进社会综合融资成本稳中有降**，我们认为这既指向了2024年名义利率可能进一步调降，同时也显示要防范通缩压力，以驱动实际利率水平下降。

- 会议提出，**要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**。

解析

强调政策协调配合，意在**防范各个经济领域的政策各自为战，指向不一，甚至形成“合成谬误”的风险**。各领域政策保持一致性更容易引导市场形成一致预期，增强经济信心。对应中央要加强对各部委、各地方政策制定的统一指导。

12月5日，国际主权信用评级机构穆迪下调中国主权信用评级展望，从稳定下调至负面。本次会议强调，加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论，对应目前国内外市场信心不足的状况，意在**避免陷入信心不足、预期低迷导致的预期自我实现螺旋。体现信心比黄金更重要！**

2024年经济形势总结

- 2023年美国**经济强、通胀高**，货币政策大幅收紧，中国经济弱、通胀低，货币政策持续宽松。
- 2024年这一状况将明显改变，中美在经济、通胀、货币政策方面预计会全面走向靠拢与收敛。

	美国	中国
疫情后政策	弱防控、强刺激	强防控、弱刺激
疫情后经济表现	强复苏后渐弱，韧性强于预期	经济波动相对更低，复苏力度不及预期
疫情后通胀表现	通胀大起大落，目前仍高于政策目标值	通胀低位波动，当前更偏向通缩压力
当前政策优先目标	控通胀	促复苏
2023年货币政策	大幅加息，已处尾声	持续宽松，仍有空间
2024年预期走向	经济、通胀弱回落， 货币政策有望从紧缩向宽松切换	经济、通胀弱修复， 货币政策有望保持宽松方向

海外方面

- ▶ 高利率压力下，海外经济总体放缓概率较大，通胀水平进一步走弱，风险点在于地缘冲突的影响。
- ▶ 经济、通胀双走弱之下，美联储货币政策天平将开始从通胀逐步向增长倾斜，2024年大概率转向降息，但速度可能或弱于目前市场预期。外部流动性对国内经济和资产价格形成边际利好。
- ▶ 2024年美国大选与我国台湾地区领导人选举都可能带来我国国际形势的波动，或阶段性抑制市场风险偏好。

国内方面

- ▶ 目前私人部门资产负债表修复缓慢，内需不足问题依然突出，稳增长压力依然较大。中央经济工作会议明确2024年要加大宏观调控力度，财政增支配合货币宽松的组合有望继续为经济提供向上修复的动力，预算赤字率预计不低于3%，政策利率水平将进一步趋降。
- ▶ 政策推动消费与房地产的修复是2024年重要看点，预计二者方向上均较2023年改善，但幅度上难有过高预期，这决定了总体经济弱复苏的格局。
- ▶ 预计2024年GDP增长目标维持在5%左右。对于2024年总体经济复苏形势持有限乐观的判断，在稳增长政策进一步发力的情况下，预计2024年全年GDP有望达到5%。
- ▶ 当前呈现的通缩压力会相应缓解，但全年CPI和PPI同比大概率处于低位，呈现弱通胀格局。
- ▶ 中美利差的倒挂幅度大概率收窄，人民币汇率贬值压力相应缓解，全年人民币有望实现小幅升值。



研究团队介绍:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入** : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持** : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律许可下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。