

名义经济增速、双核资产配置模型与资本市场风险偏好指数 —2024年中国宏观经济与大类资产展望

专题报告 · 宏观经济
国信宏观固收

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

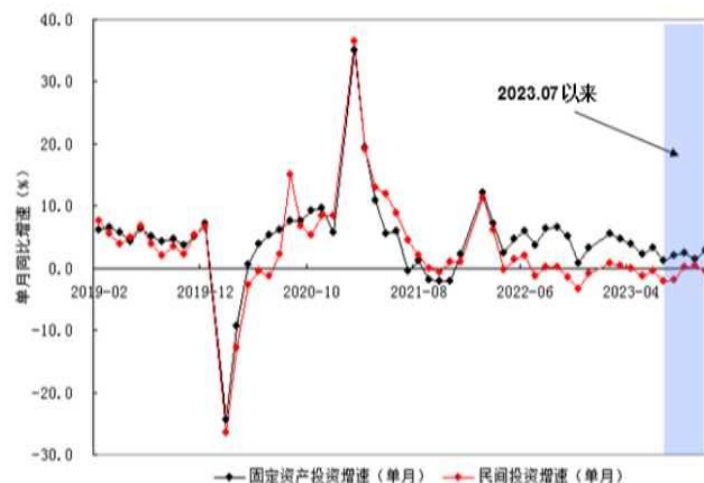
- 01 | 2024年三大需求判断：内需加力，外需迷离
- 02 | 实际经济增速持稳，物价水平恢复，名义经济增速回升
- 03 | 双核资产配置模型和资本市场风险偏好指数

- 固定资产投资需求回暖
- 消费需求最值得期待
- 外需存在不确定性

固定资产投资：前瞻性指标持续好转

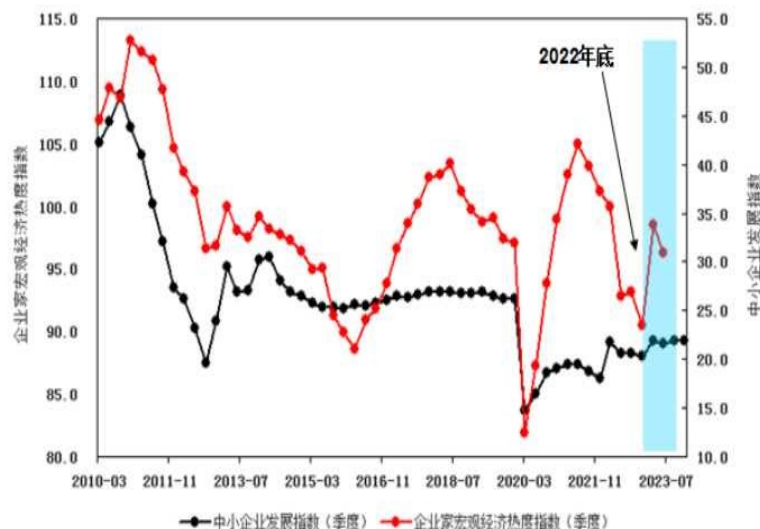
- (中国人民银行) 企业家宏观经济热度指数、中国中小企业发展指数视为固定资产投资 (民间固定资产投资) 的前瞻指标;
- 前瞻性指标在2022年四季度、2023年一季度出现企稳回升, 预计最迟在2023年三季度确认固定资产投资底部;
- 2023年中国固定资产投资增速为3.0%, 民间投资增速约为0%;
- 2024年支撑中国固定资产投资的因素按强弱划分依次为: 基础建设投资、制造业投资、房地产开发投资;

图1: 固定资产投资增速与民间固定资产投资增速走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 中小企业发展指数与企业家宏观经济热度指数走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 企业家宏观经济热度指数与民间固定资产投资增速走势

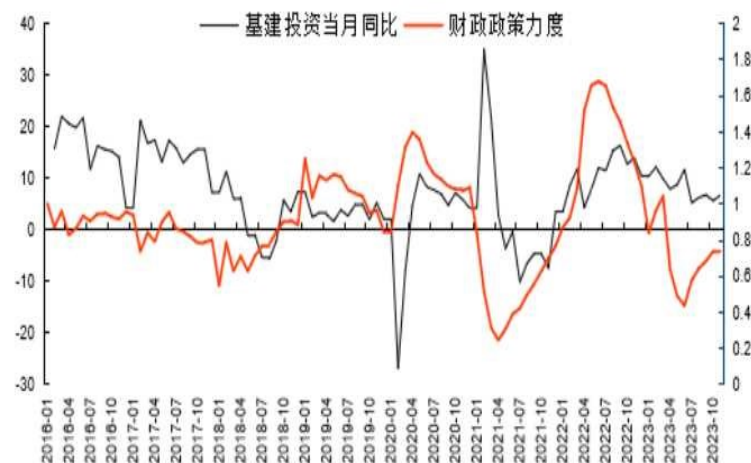


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

1、基建投资：双支柱下行格局有望逆转

- 财政支持（显性、隐形）+土地财政支持——>基础建设投资的支柱；
- 财政支持的资金来源：国债、地方债、城投平台债；
- 地方债务整顿（化债）导致了城投融资低迷，进而造成了2023年“财政支持”与“土地财政支持”的双下行格局；
- 2024年在特别国债、再融资债以及三大建设工程中央资金提供的帮助下，可有效对冲城投平台融资受限的局面，扭转双支柱同步下行的格局；

图4：基建投资同比增速与财政政策力度的关系



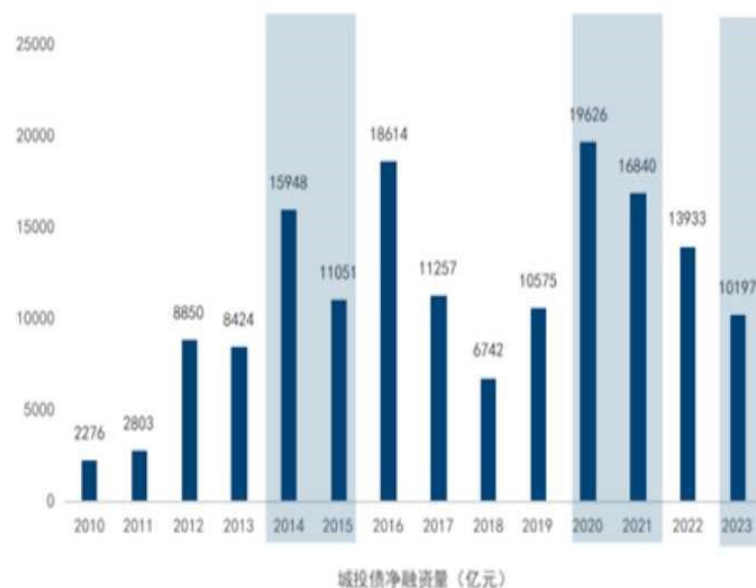
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：2023年“财政支持”和“土地财政支持”呈现双下行格局



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：历年城投债净融资量情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

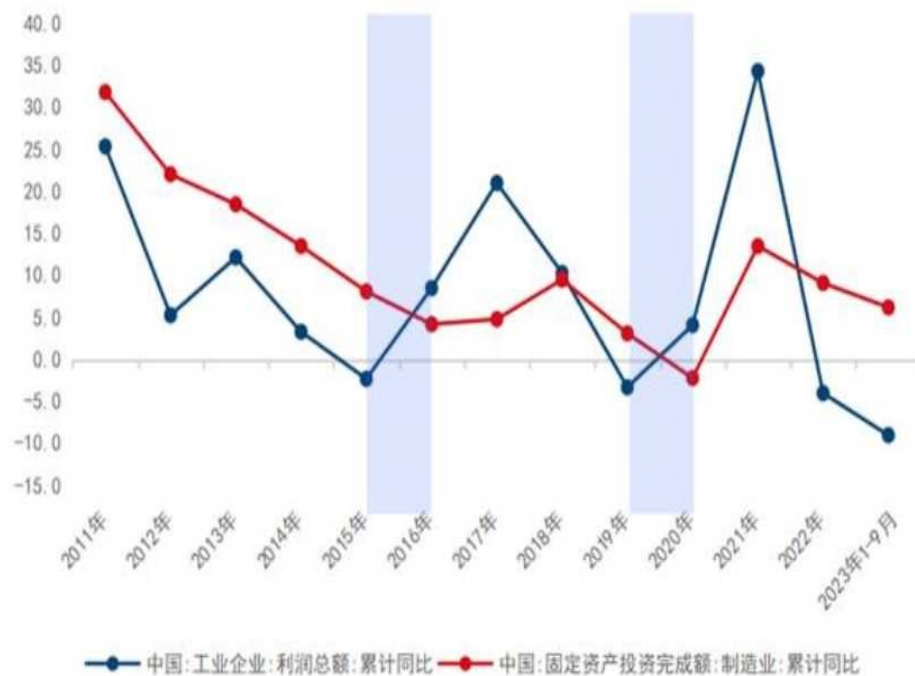
2、制造业投资：产能利用率回暖+企业盈利增速改善

- 工业产能利用率、工业企业利润增速均视为制造业投资的前瞻性指标；
- 两者（产能利用率、企业利润增速）分别与2023年一季度触底回升，制造业投资增速（单月）于7月份触底回升；
- 至今产能利用率与企业利润增速上行趋势未改，预示制造业投资增速依然存在上行空间；

图7：工业产能利用率与制造业投资增速走势



图8：工业企业利润增速与制造业投资增速走势



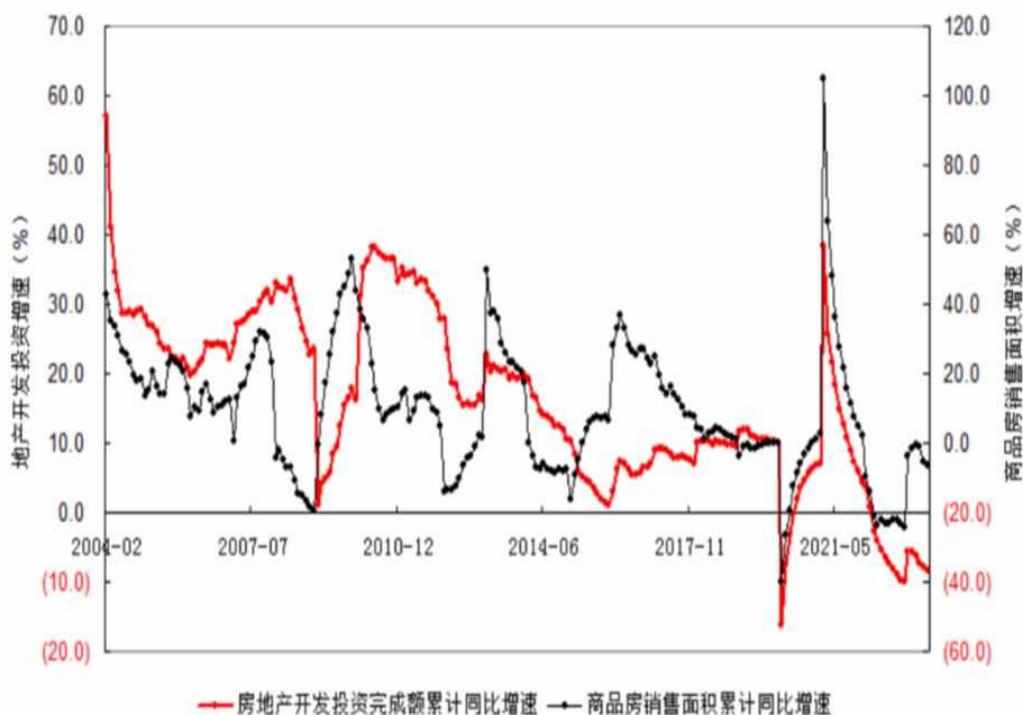
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

3、地产投资：虽保持谨慎，但预期跌幅收窄

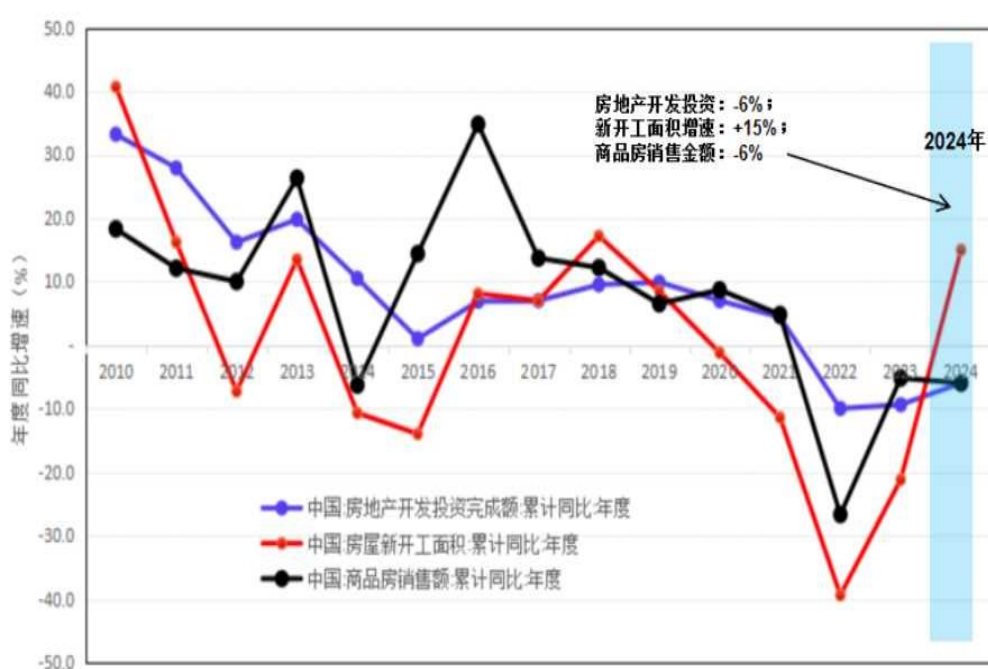
- 以往周期中，房地产销售往往领先于开发投资；近些年来，销售不畅令囤地压力倍增且狭义库存（已开工未售）不高，将促进地产商加速开发，导致两个更趋于同步；
- 经过连续两年的压力释放，叠加政策支持，预计2024年房地产销售与投资趋于缓和，跌幅存在收窄空间；
- 我们预计2024年房地产销售金额同比增速在-6%，房地产开发投资增速在-6%，新开工面积同比增速为+15%；

图9：房地产销售和开发投资走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：房地产销售金额、开发投资及新开工面积同比增速

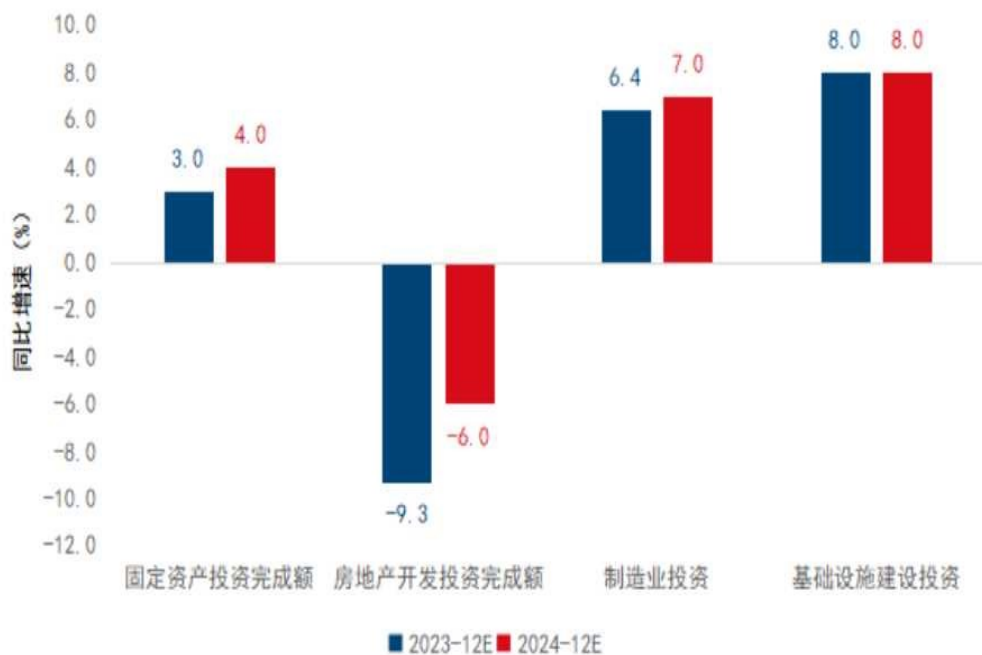


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

预计2024年中国固定资产投资增速为4.0%

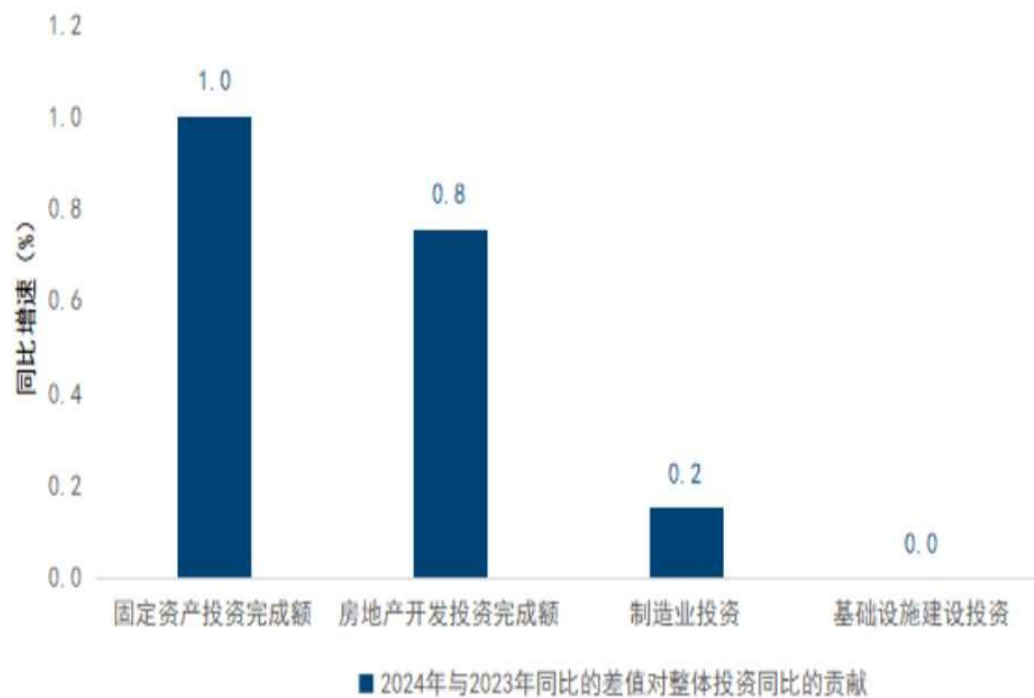
- ▶ 预计2024年中国房地产开发、制造业、基建投资增速分别为-6.0%、7.0%、8.0%，相比2023年1-11月的累计同比，三个分项对整体投资增速的额外贡献合计约1.1个百分点；
- ▶ 2024年中国固定资产投资增速或约为4.0%，较2023年3.0%左右的增速有所回升；

图11：2024年各类投资额增速预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：2024年与2023年同比的差值对整体投资同比的贡献

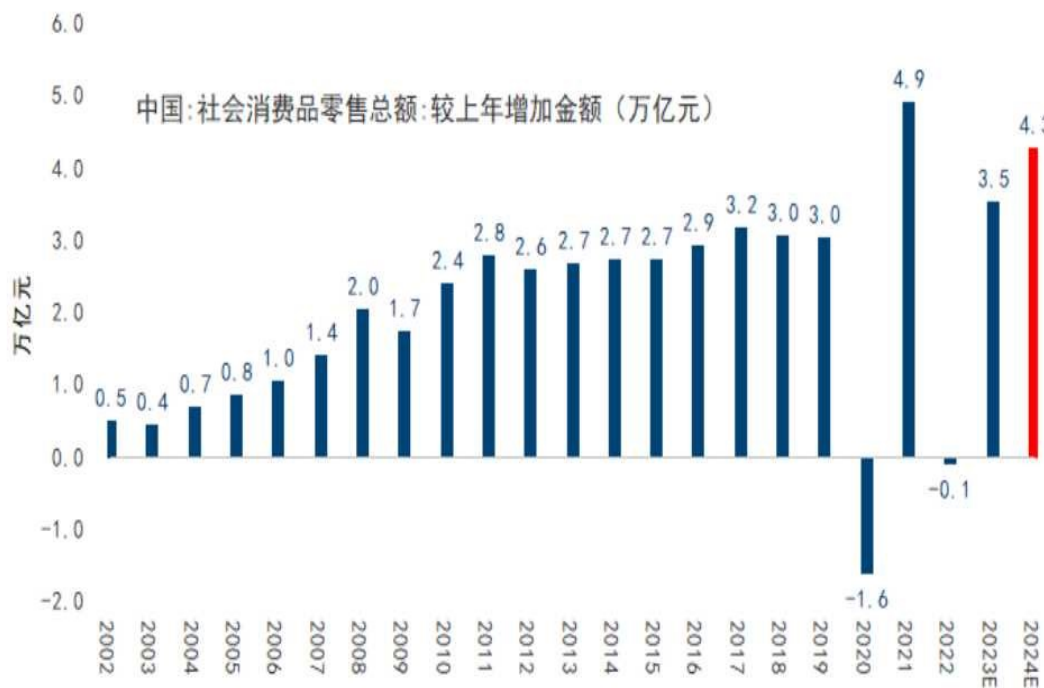


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

消费：分歧最大，也最值得期待的需求

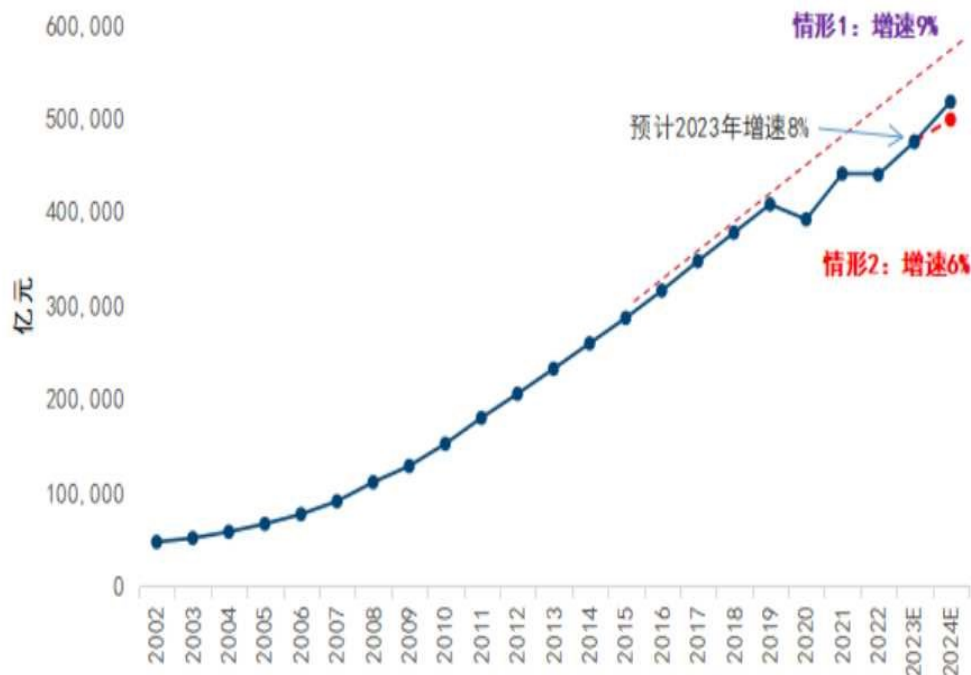
- 2016-2019年中国社会消费品零售总额年均增加3万亿元，这构成社会消费品零售总额向上趋势的斜率；
- 2023年中国社会消费品零售总额同比增速或约为8.0%，金额较上年增加3.5万亿元，上升斜率略高于之前的趋势值，修复效应存在，但是偏弱；
- 目前市场主流预期认为2024年消费增速为6.0%，这与我们的预期（8.5-9.0%）差异较大；

图13：中国社会消费品零售总额较上年增加金额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

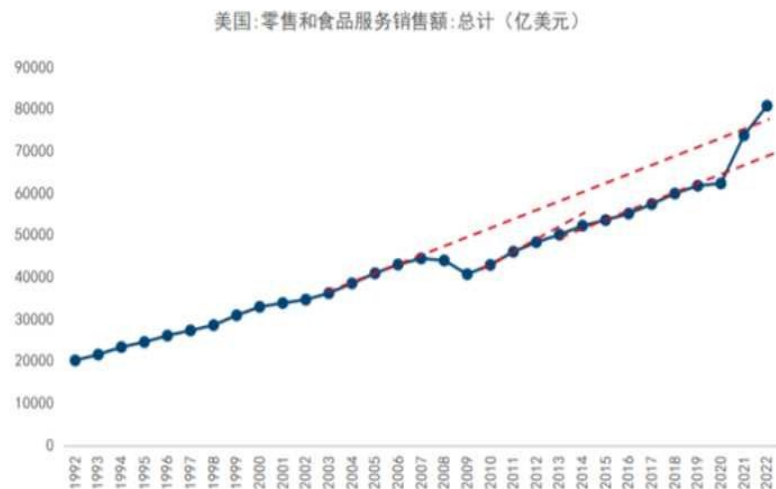
图14：中国社会消费品零售总额增速及预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

期待之一：他山之石—最近两年内各国消费修复的经验

图15：美国零售和食品服务销售额走势



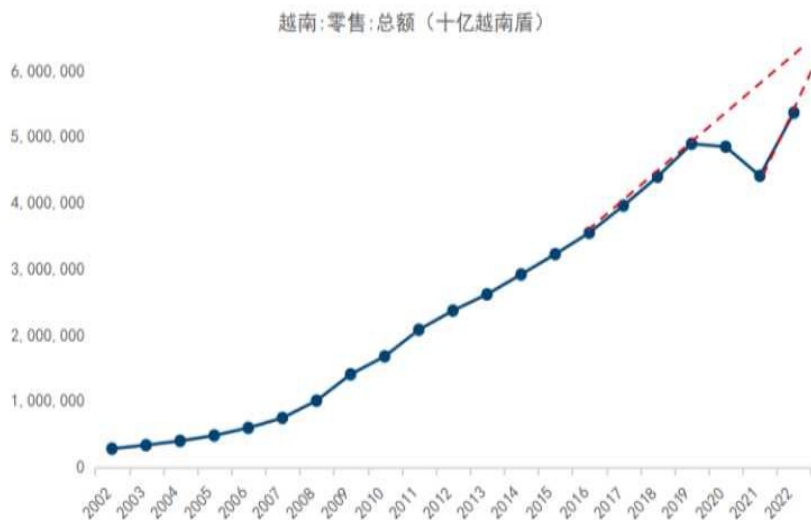
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图16：日本商业销售额走势



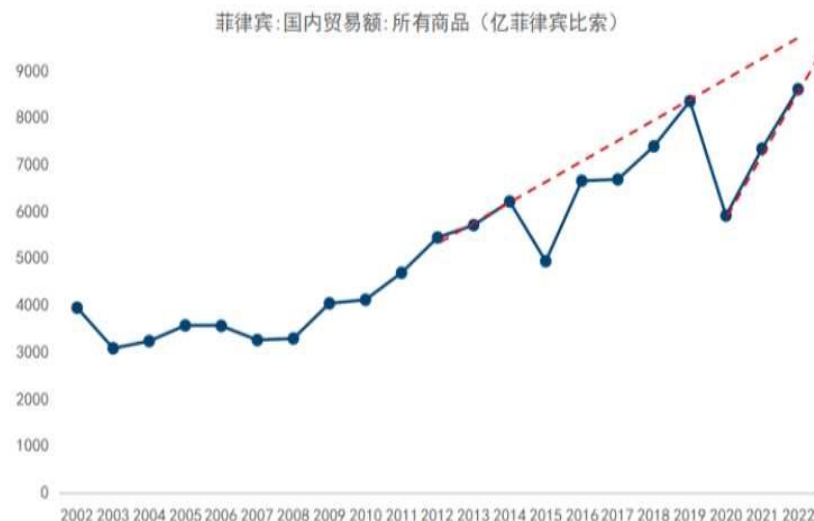
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图17：越南零售总额走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

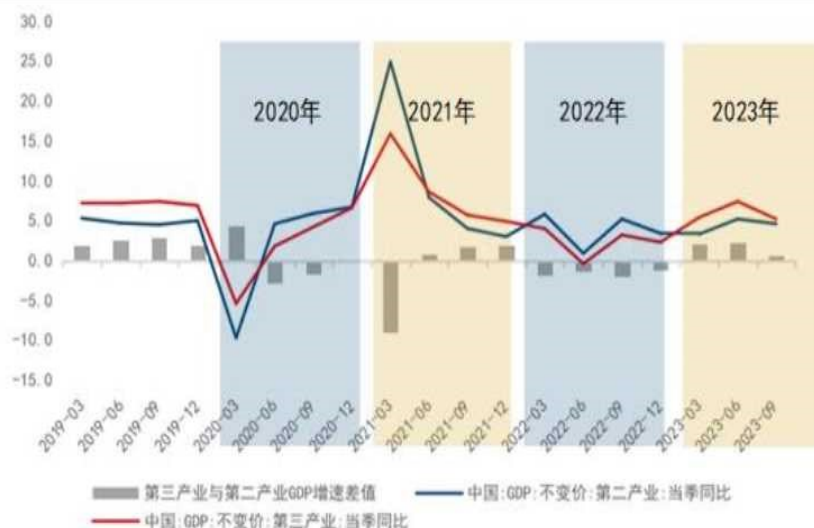
图18：菲律宾商品贸易额走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

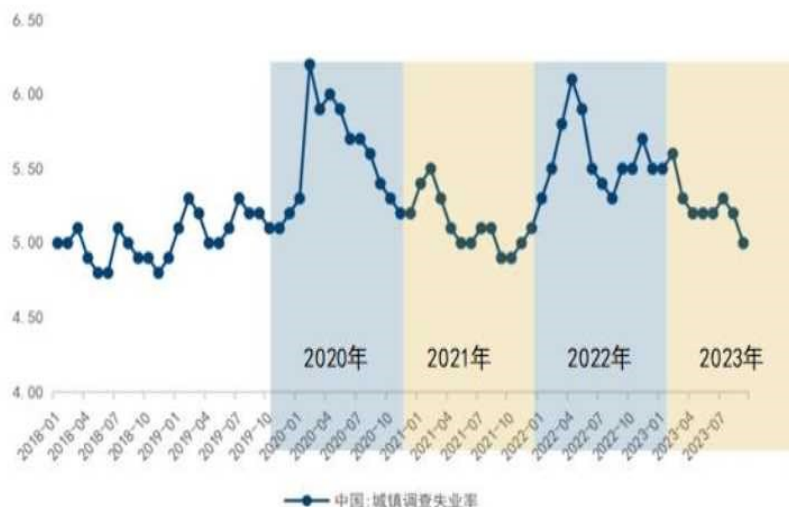
期待之二：第三产业修复→就业率改善→居民消费信心回暖

图19：2023年第三产业迎来修复



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图20：2023年第三产业修复带动失业率明显下降



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图21：稳定的就业推动消费者信心持续回暖



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 2023年国内经济恢复正常化，第三产业迎来修复；
- 第三产业的修复带动失业率明显下降；
- 稳定的就业逐渐修复居民偏弱的就业和收入预期，推动消费者信心持续回暖；

期待之三：“投资→消费”的循环传导正在发生

图22：部分“前瞻指标→同步指标”一览

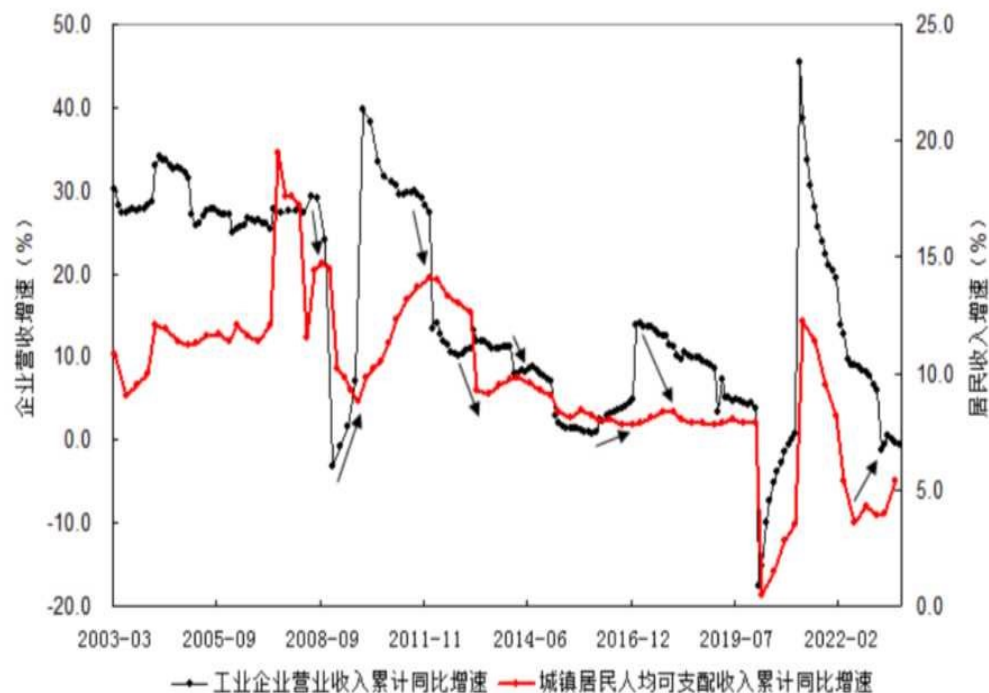
前瞻性指标	平均领先时长	同步性指标	
固定资产投资完成额累计同比增速	2.8个月	社会融资规模存量同比增速	金融类
货币条件指数	3个月		
美股指数月均值同比增速	5.7个月	出口金额同比增速	需求类
PMI-新出口订单	1.5个月		
工业企业营业收入累计同比增速	5个月	城镇居民人均消费性支出累计同比增速	
A股指数月均值同比增速	6个月	社会消费品零售总额同比增速	
房地产价格同比增速	4个月		
企业家宏观经济热度指数	2个季度	民间投资累计同比增速	
出口金额同比增速	9个月	制造业投资累计同比增速	
工业企业利润总额当月同比增速	模糊		
全国工业产能利用率	模糊		
商品房销售面积累计同比增速	5.5个月	房地产开发投资累计同比增速	
土地购置费累计同比增速	同步		
房屋新开工面积累计同比增速	同步		
年度广义财政赤字规模(预算)同比增速	同步	年度基础设施建设投资同比增速	
信用增速	同步	名义GDP增速	总量类
狭义货币供应量(M1)	同步	PMI	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

“前瞻指标→同步指标”：

- 企业家宏观经济热度指数（领先两个季度） → （民间）固定资产投资（同步） → 生产（同步） → 企业营收（领先5个月） → 居民收入（同步） → 消费；
- 企业营收增速自7月份触底回升，预计2024年居民可支配收入增速出现明显改善，并带动人均消费性支出进一步回暖；

图23：企业营收增速及城镇居民人均可支配收入增速走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

预计2024年中国社会消费品零售总额增量可达4.3万亿元

- 消费修复期间，美国、日本、越南、菲律宾的商品零售额增量均远超之前的平均值（即趋势值）；
- 他山之石：
 - 2010-2012年，美国消费迎来次贷危机后的弱复苏，修复期第二年（即2011年）的年增销售金额仍达到次贷危机前2003-2006年年均值（即趋势值）的150%左右；
- 参考美国2010-2012年消费弱复苏的经验，则2024年中国社会消费品零售总额增量可达到4.3万亿元，同比增速在8.5-9.0%之间；

图24：美国商品零售额较上年增量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图25：我国商品零售额较上年增量及预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

外需出口：取决于海外经济体“制造业”与“服务业”的再平衡

- ▶ 中国出口需求主要和海外主要经济体的制造业部门相关，与服务业部门相关性较弱；
- ▶ 2023年海外主要经济体的复苏特征是分化：服务业景气度显著走高，制造业景气度显著下行；
- ▶ 制造业景气度已跌至历史低位（略高于重大危机时期），预计2024年海外主要经济体呈现“反向分化”：服务业回落+制造业回暖；
- ▶ 预计2024年中国出口增速好于2023年，全年增速在0-1%水平；

图26：出口金额增速与制造业PMI的关系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

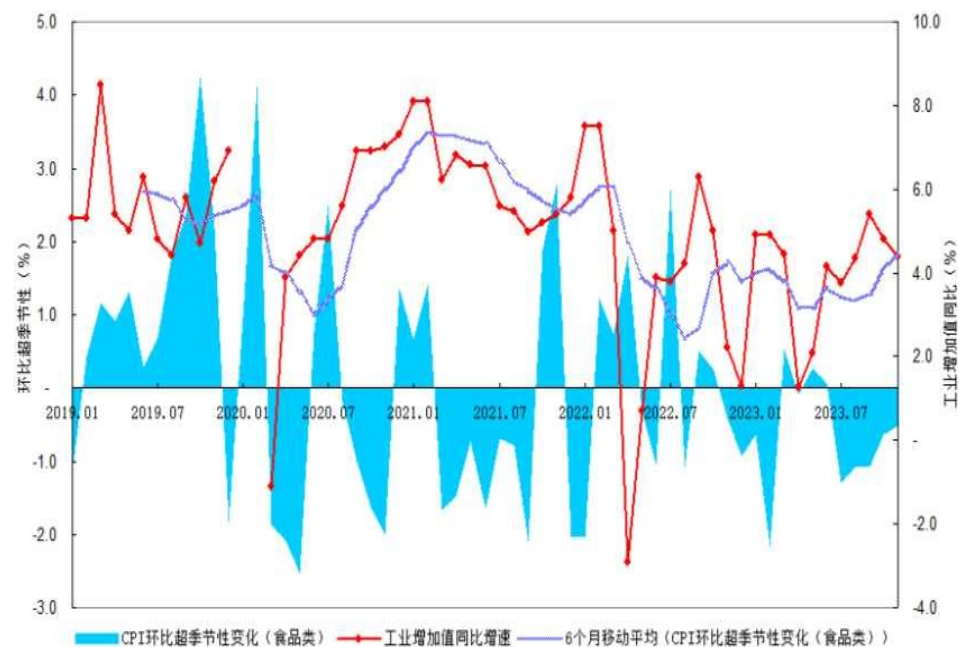
图27：部分发达国家服务业PMI-制造业PMI走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

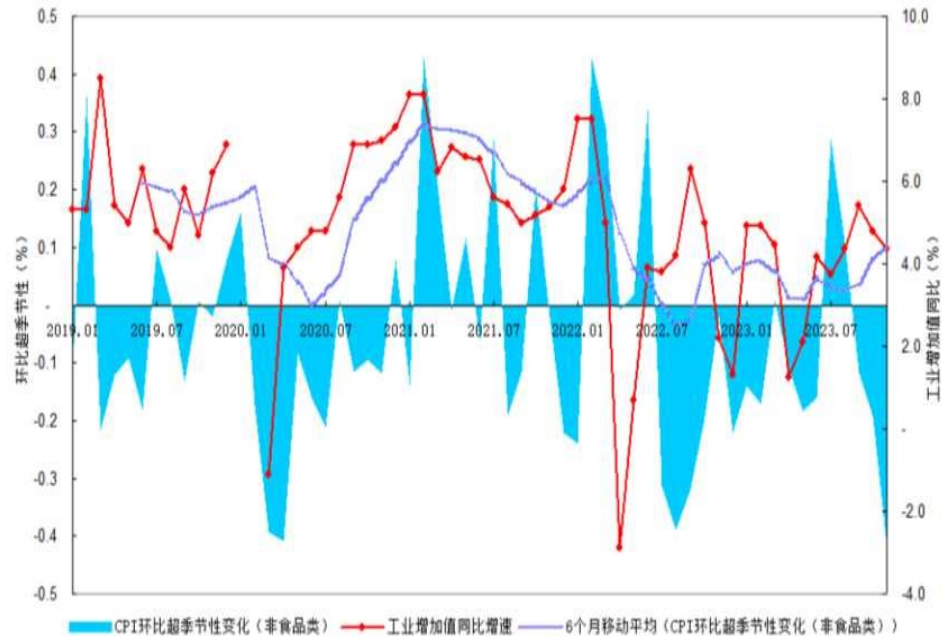
- 物价变化是实际经济增长的滞后性指标
- 2024年物价的新涨价因素有望向季节性靠拢
- 名义经济增长率将出现回升

图28：食品类物价环比增速与季节平均性的差异情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图29：非食品类物价环比增速与季节平均性的差异情况



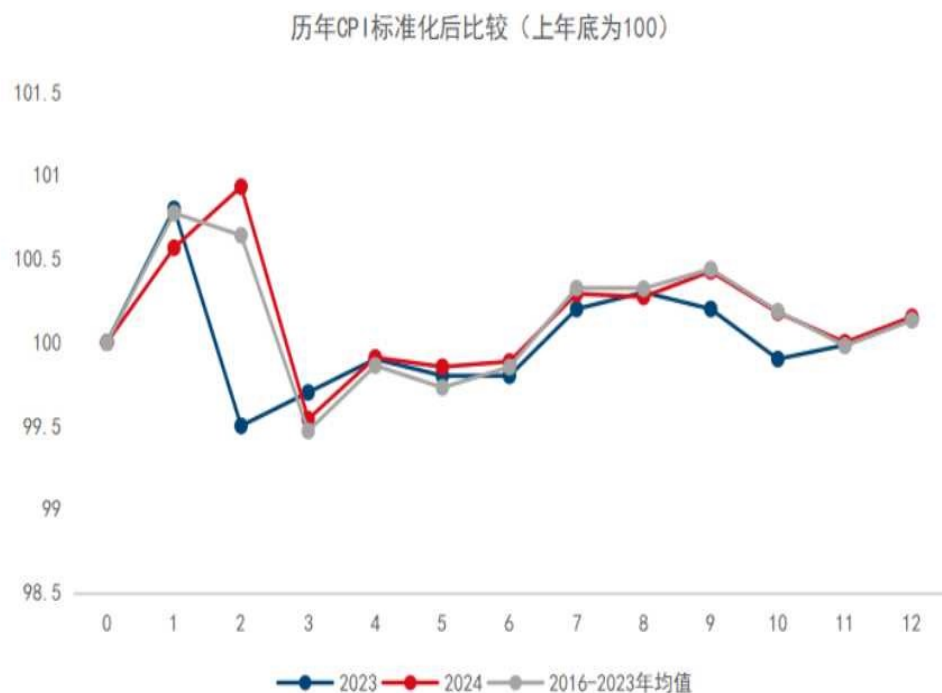
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 我国物价增长（环比）具有季节规律性，但是与季节性相比，2023年物价环比增速普遍偏弱；
- 实际环比增速与季节平均性的差异是决定来年物价走势的根本，其差异值是实际经济增长指标的滞后表现，滞后周期为4-6个月；

增长企稳将推动2024的新涨价因素向季节平均值靠拢

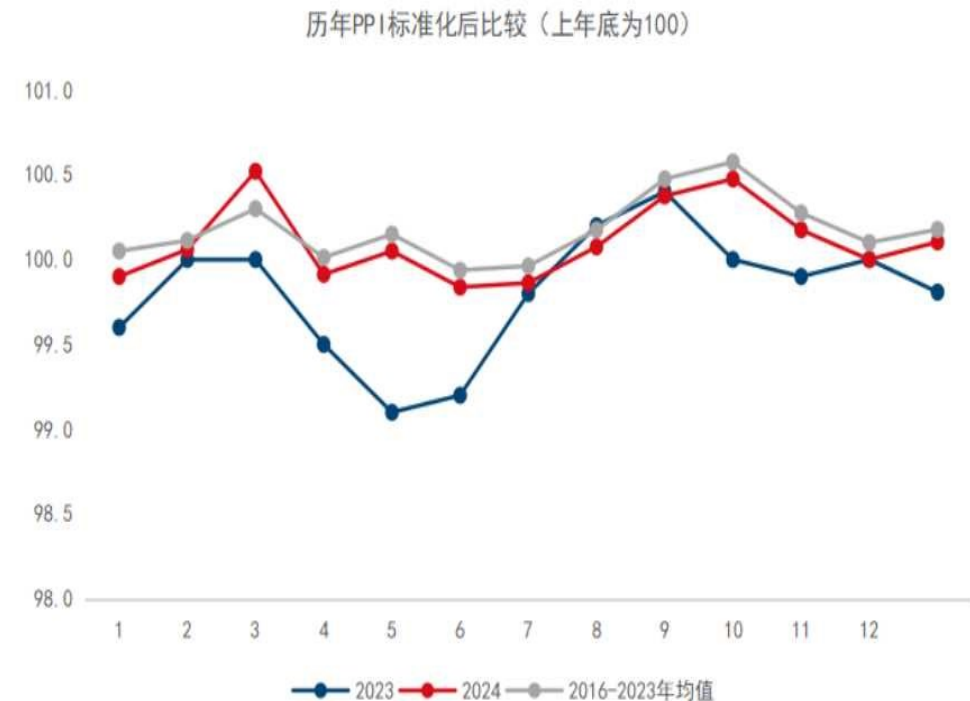
- 2022年下半年至2023年上半年以来的增长弱势滞后影响了物价新涨价因素（低于季节性）；
- 2023年下半年以来的经济企稳会推动新涨价因素向历史均值方向恢复；

图30：历年CPI标准化后比较（上年底为100）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图31：历年PPI标准化后比较（上年底为100）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2024年：经济增长趋稳，通胀率明显改善→名义经济增速上行

图32: GDP同比增速及2024预测



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

- 2024年CPI同比或明显上升, 全年约为1.3%, 明显超过2023年的0.3%;
- 2024年PPI同比或小幅转正, 全年约为0.1%, 明显超过2023年的-3.0%;
- 预计2024年实际GDP增速约为5.2%, 略低于2023年的5.4%;
- GDP平减指数或从2023年的-0.7%提升至2024年的0.8% (根据CPI、PPI增速变动评估), 2024年名义GDP增速或较2023年上升约1.5个百分点;

图33: CPI同比增速及2024预测



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

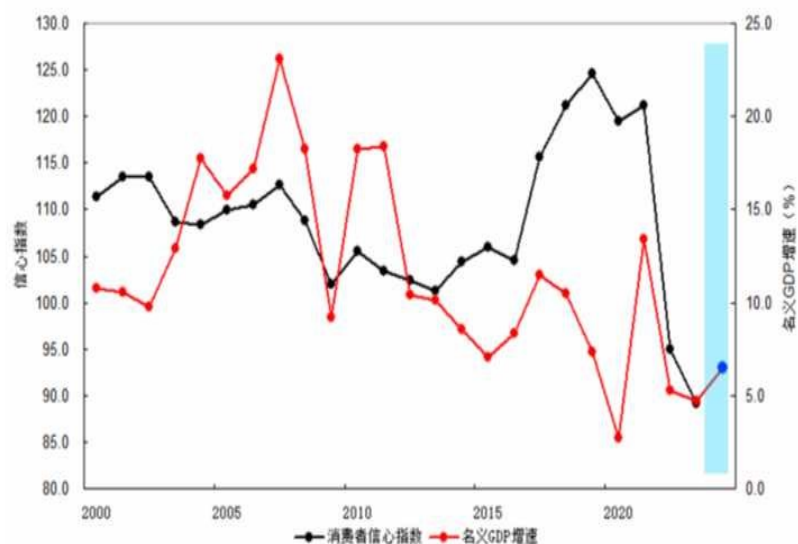
图34: PPI同比增速及2024预测



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

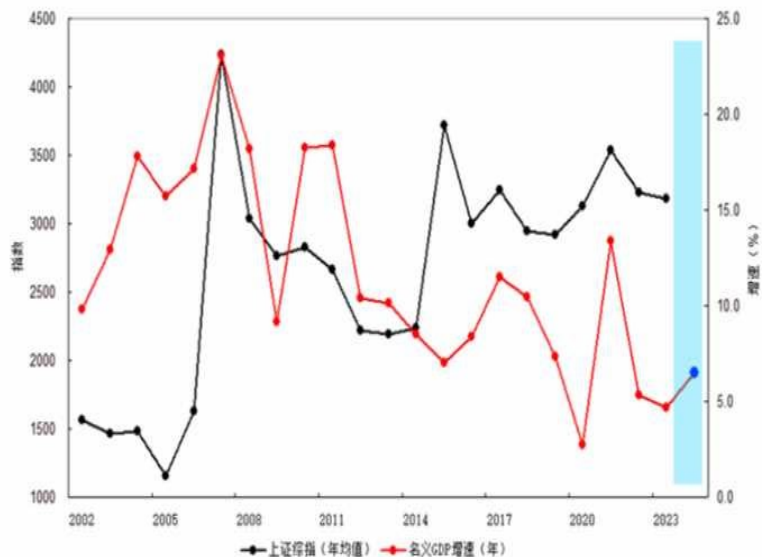
名义经济增速的回升有利于资本市场与居民信心

图35: 名义GDP增速与消费者信心指数的关系



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图36: 名义GDP增速与股指的关系

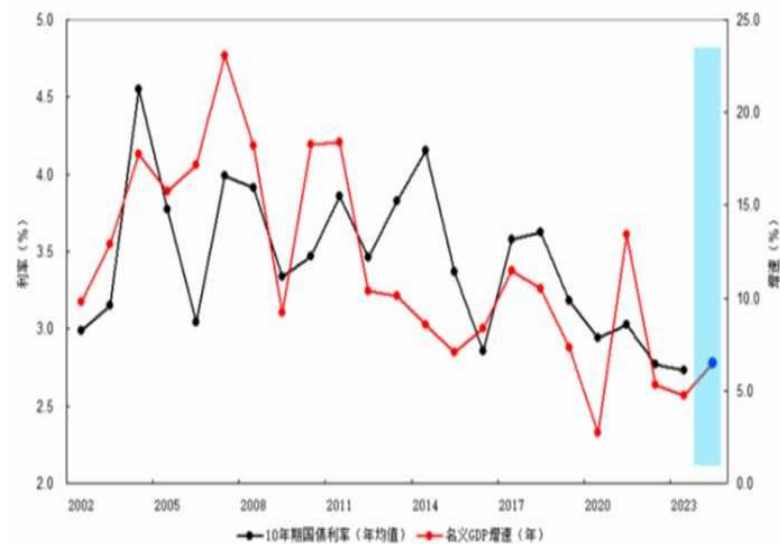


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 名义经济值（而非实际经济值）的变化与资本市场以及居民感受密切相关；
- 当名义经济增速回升时，股票、利率以及居民信心大概率同步回升；
- 预计2024年中国名义GDP增速在6.5%，比2023年名义GDP增速提高约1.5-2个百分点；

图37: 名义GDP增速与债市利率的关系



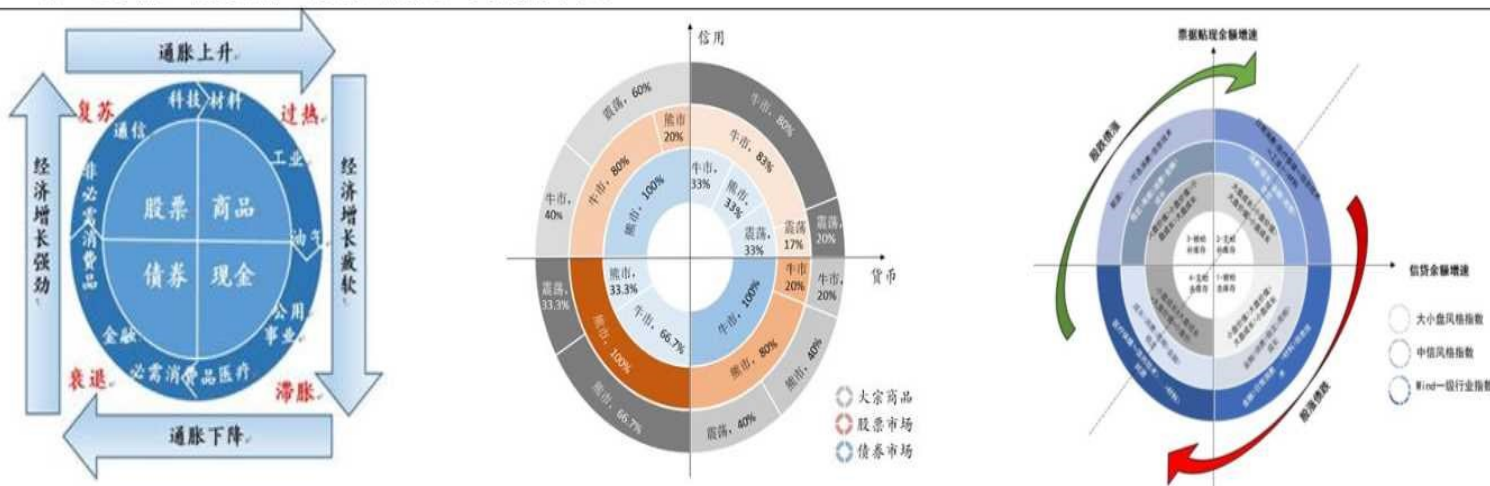
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

- 多类资产配置模型的叠加；
- 资本市场风险偏好指数；
- 双核资产配置模型对于未来的指引；

各类资产配置模型的主线及其对资产解释力度

- 若干年来市场可参考的资产配置模型分别为：“增长+通胀”美林时钟、“货币+信用”风火轮以及“信贷+票据”信贷库存周期
- 上述三类分析框架的核心主线依次为：名义经济增速、社会融资总量、“信贷-票据”增速差；
- 从定量检验来看，（名义经济增速，社会融资总量）叠加的双核配置模型对于资产的解释力最强；

图38：以“经济增长+通货膨胀”为划分依据的“美林投资时钟”



资料来源：国信证券经济研究所整理

图39：各类基础模型组合的扩散指数与10年期国债利率的相关系数

基础模型主线（扩散指数）与利率的相关系数	10年期国债利率月均值
名义经济增长率	0.47
社会融资总量	0.40
“信一票”增速差	0.45
(名义经济增长率, 社会融资总量)	0.56
(名义经济增长率, “信一票”增速差)	0.15
(社会融资总量, “信一票”增速差)	0.51
(名义经济增长率, 社会融资总量, “信一票”增速差)	0.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 以上证综指描述股票资产价格、10年期国债利率描述债券市场价格、南华工业品指数描述中国商品市场价格、人民币对美元汇率描述汇率市场价格；
- 采用扩散指数的方式将四类资产价格进行合成，所形成的曲线理应反映整体资本市场的Risk on (off) 状态；
- 资本市场风险偏好指数可以更广义的衡量中国资本市场的变化，描述大类资产共同发出的风险偏好信息；

图40: 风险偏好扩散指数走势 (周频)

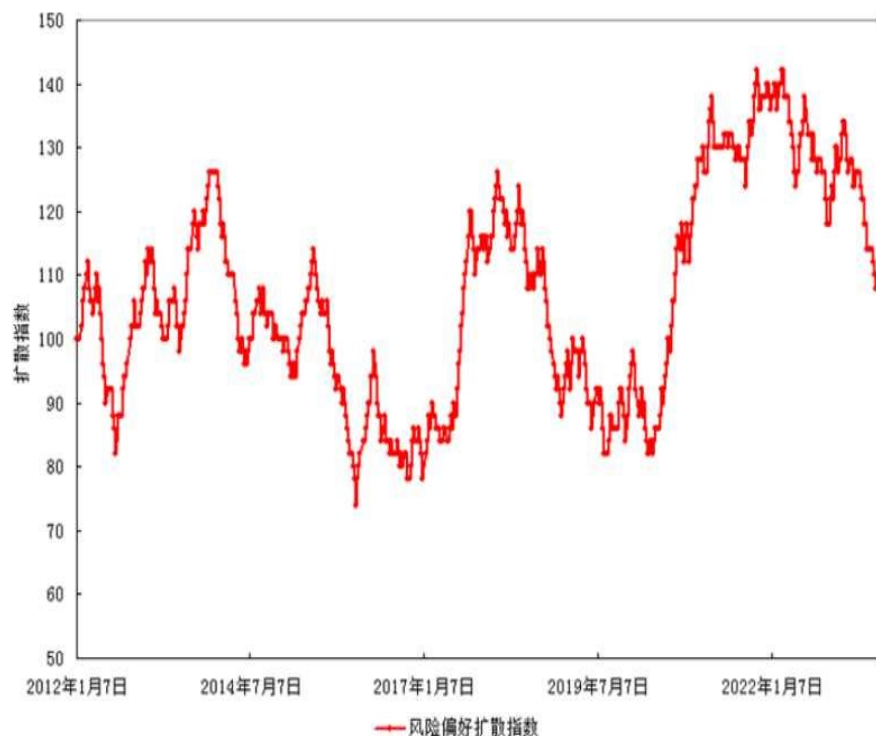
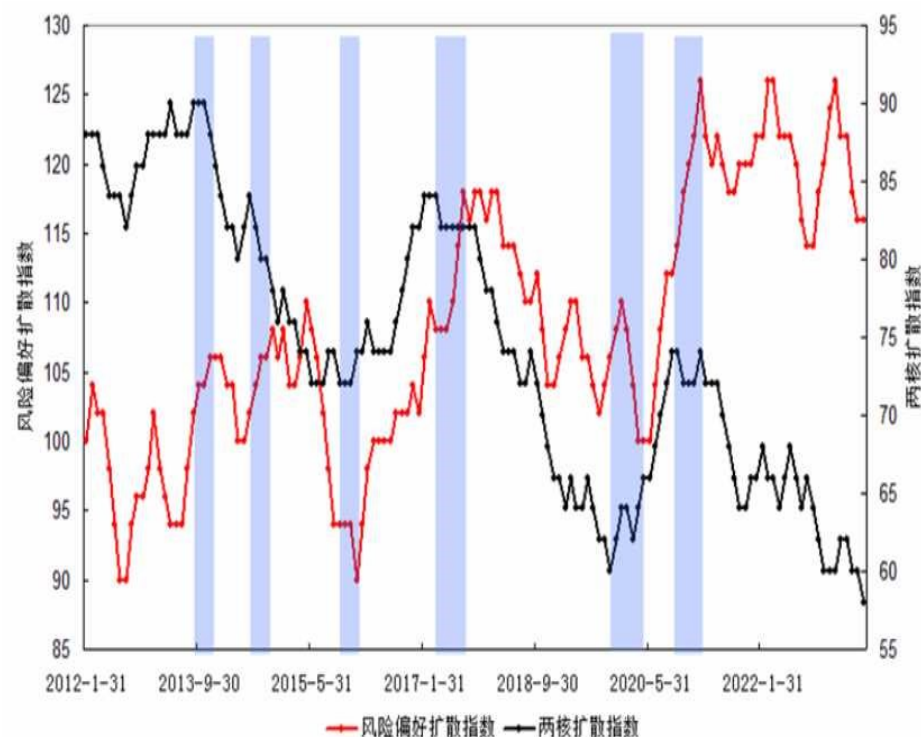


图41: 两核扩散指数与风险偏好扩散指数对比效果



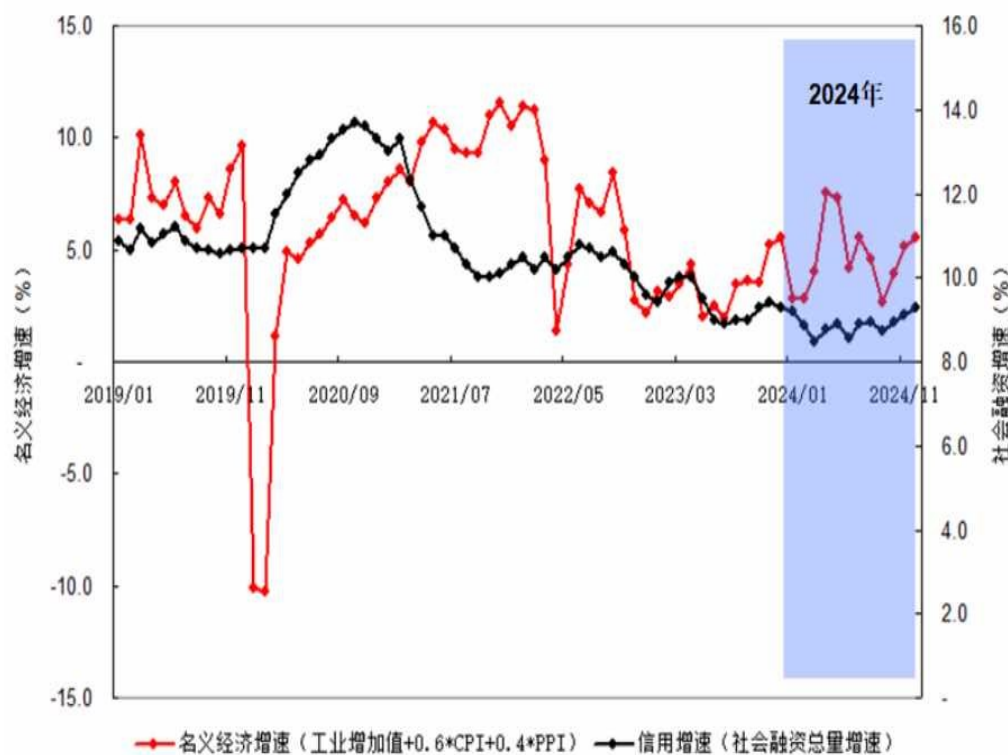
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2024年资本市场展望：双核扩散指数的变化预期

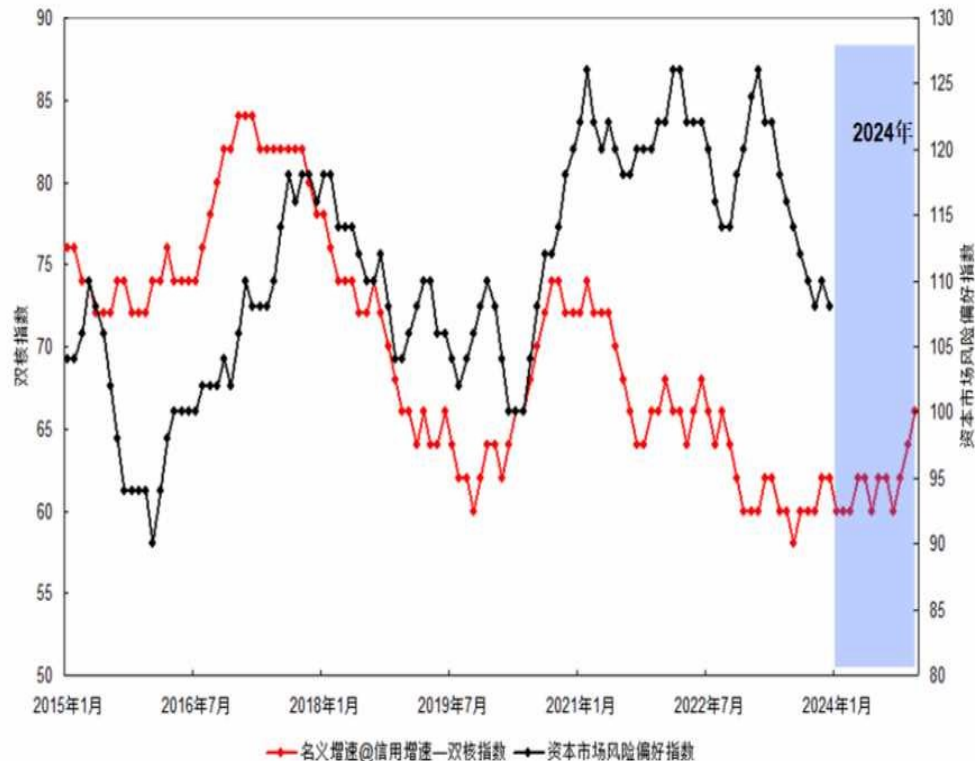
- 我们以月度为频率，对于2024年的名义经济增速和社会融资总量增速进行了预期模拟；
- 对于上述预测数据通过扩散方式加工为双核扩散指数，如下图显示；
- 结论：筑底已成，震荡攀升；

图42：对于2024年中国名义经济增速与信用增速的月度预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图43：2024年双核合成的扩散指数走势预期



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 2024年中国宏观经济预测

- 2024年三大经济需求增速均会出现回升，物价指数的新涨价部分将滞后于经济企稳回暖而出现修复；
 - 预计固定资产投资增速在4.0%，消费增速在8.5%，出口增速在1%，CPI年度增速在1.2%，PPI年度增速在0.2%；
 - 2024年实际GDP增速在5.2%，名义GDP增速在6.5%；
- 从历史检验来看，（经济名义增速，社会融资总量）叠加而成的双核扩散指数对于资本市场的指引效果最强；
- 通过对于2024年经济名义增速以及社会融资总量增速的月度预测模拟，预计2024年双核扩散指数会出现走高，这对于资本市场的风险偏好提升具有指引作用；

谢谢！

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。 我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。 我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。 本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。 在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。 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。 投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。 证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032