

# 宏观

证券研究报告

2024 年 01 月 02 日

## 2024 年年初经济怎么看

在 12 月 PMI 和部分高频数据均走弱时，市场开始关注 2024 年初经济、金融数据能否迎来开门红。

我们认为 2024 年政策“宽信贷”的诉求有所降低，并要求“平滑信贷波动”，在 2023 年高基数的情况下，预计年初的信贷增速可能走低。

2024 年初，我们预计经济数据中相对确定的是消费和出口，年初消费增速有望企稳、出口或延续小幅回暖走势，压力可能更多的集中在投资上。

年初经济数据可能面临一定压力的情况下，我们预计 3 月“两会”和 4 月政治局会议的政策力度可能会有变化，以此来推动 2024 年经济进一步复苏。

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：宏观-无力的脱钩》  
2023-12-26
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 12 月第 5 周》  
2023-12-25
- 《宏观报告：宏观-2024 年制造业投资展望》 2023-12-23

**风险提示：**出口数据继续超预期，政策力度低于预期，经济运行低于预期

在 12 月 PMI 和部分高频数据均走弱时，市场开始关注 2024 年初经济、金融数据能否迎来开门红。

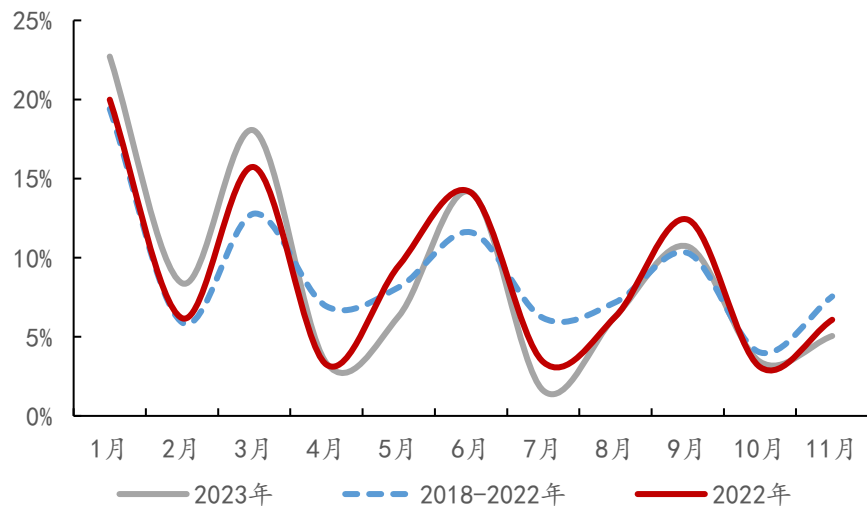
我们认为 2024 年政策“宽信贷”的诉求有所降低，并要求“平滑信贷波动”，在 2023 年高基数的情况下，预计年初的信贷增速可能走低。

**回望 2023 年初，信贷投放节奏明显前置。**一季度受政策支持、企业预期改善、实体融资需求回暖的支撑，新增人民币贷款 10.6 万亿，同比多增 2.3 万亿，占 2023 年前 11 个月总信贷投放的 49.1%，高于 2018-2022 年均值 11 个百分点。其中 1 月新增人民币贷款 4.9 万亿，占前 11 个月信贷投放的比重为 22.7%，高于 2018-2022 年均值 3.3 个百分点。

相比于 2022 年四季度货币政策例会强调要“加大稳健货币政策实施力度…着力为实体经济提供更有力的支持…为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步”<sup>1</sup>，2023 年三季度货币政策执行报告和四季度例会<sup>2</sup>对信贷增速的诉求有所降低，更强调的是“积极盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率”，“不宜过于关注新增贷款情况”，“加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动”。

**另外，企业融资需求也有所回落。**2023 年初的信贷扩张以企业中长期贷款为主，其中一季度新增企业人民币贷款 9 万亿，占新增信贷的比重为 85%；新增企业中长期贷款 6.7 万亿，占企业贷款比重为 74%。然而 2023 年末 BCI 企业利润前瞻指数、投资前瞻指数等企业预期指标低于 2023 年初水平。

图 1：信贷投放节奏（单位：%）

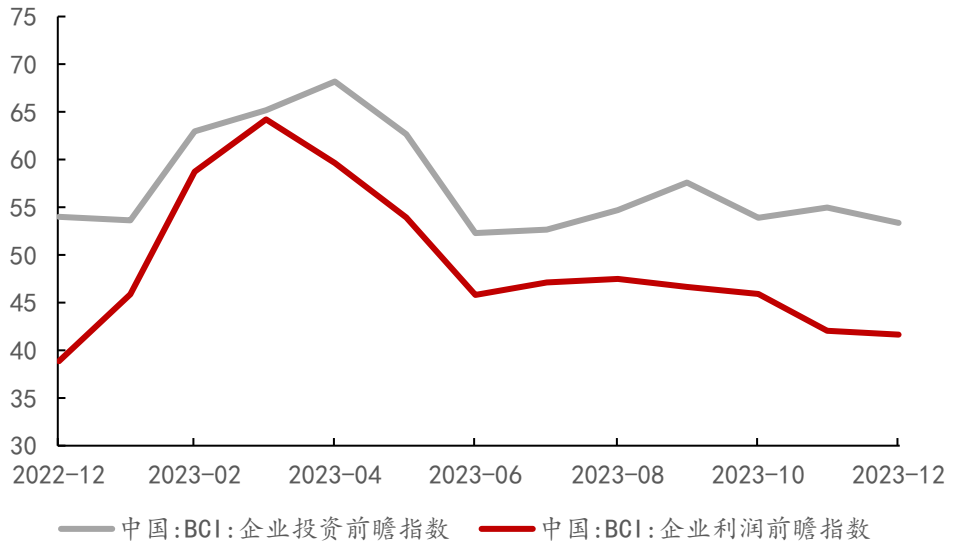


资料来源：wind，天风证券研究所（注：当月信贷投放占前 11 个月的比重）

图 2：企业部门的利润和投资预期指数回落

<sup>1</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/2y8JfB3P7h22Ng5b\\_qCWgw](https://mp.weixin.qq.com/s/2y8JfB3P7h22Ng5b_qCWgw)

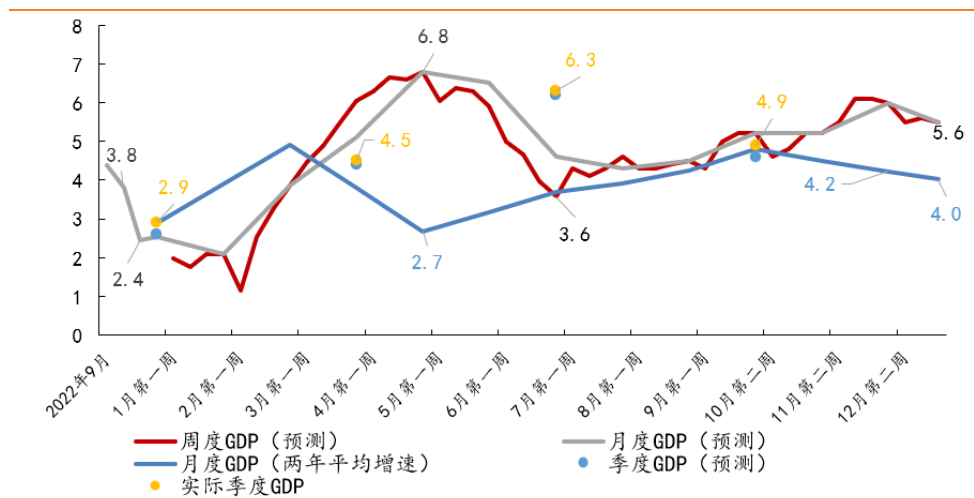
<sup>2</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/jSoVPIOEvg6C6QcLN1Hryg>



资料来源: wind, 天风证券研究所

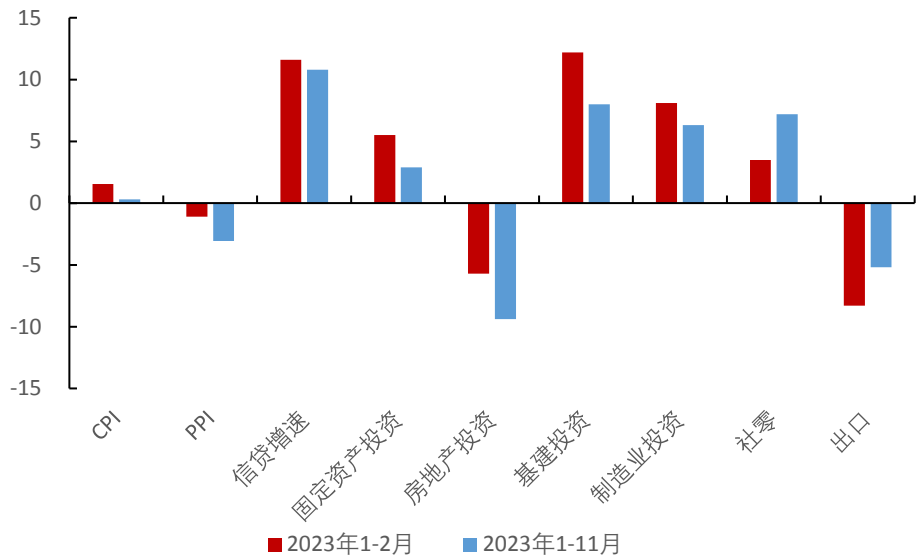
经济数据方面，2023 年经济呈现“波浪式”前进，12 月制造业 PMI 和各项高频数据均有回落。我们预计 12 月 GDP 两年平均增速为 4%，低于 11 月的两年平均增速 4.2%。我们认为当前经济处于 4%-4.5%经济波动区间的下沿水平( 详见《经济在寻找新中枢》，2023.12.01 )。

图 3: 国内周度 GDP 增速回落 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 部分分项经济、金融数据前高后低 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

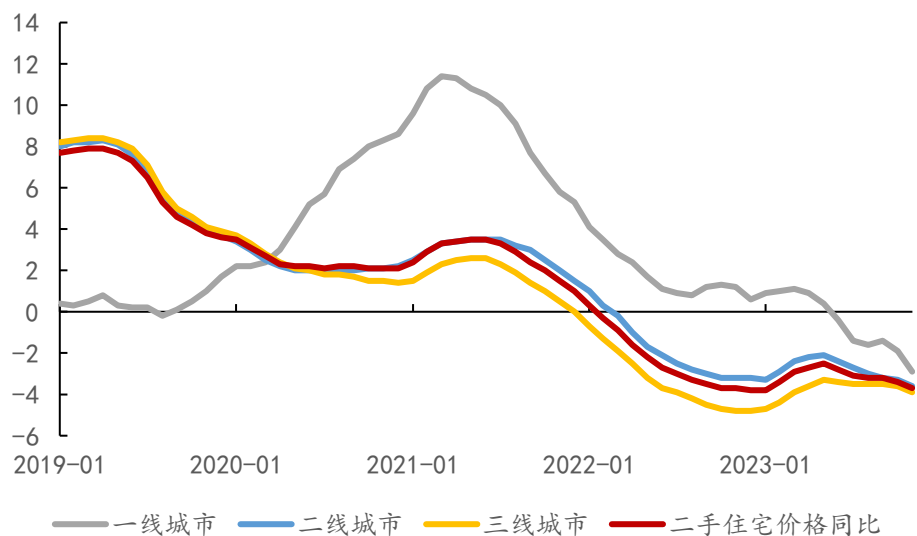
2024 年初, 我们预计经济数据中可能确定的是消费和出口, 年初消费增速有望企稳、出口或延续小幅回暖走势, 压力可能更多的集中在投资上。

2023 年初是地产和基建投资增速的高点。2023 年 1-2 月房地产投资、销售增速从 2022 年末的 -10%和 -24.3%跳升至 -5.7%和 -3.6%。同时, 在基建的带动下(1-2 月同比增长 12.2%), 2023 年 1-2 月固定资产投资累计同比增长 5.5%。

2023 年支撑房地产投资的主要在竣工端, 1-11 月新开工、施工、竣工累计同比增速 -21.2%、-7.2%、17.9%。这一轮竣工潮主要对应着 2020 年下半年和 2021 年上半年的新开工。但是本轮竣工潮正在接近尾声, 竣工累计同比增速在 2023 年 7 月见顶后回落, 在新开工和拿地偏弱时, 后续竣工对地产投资的支撑大概率放缓。

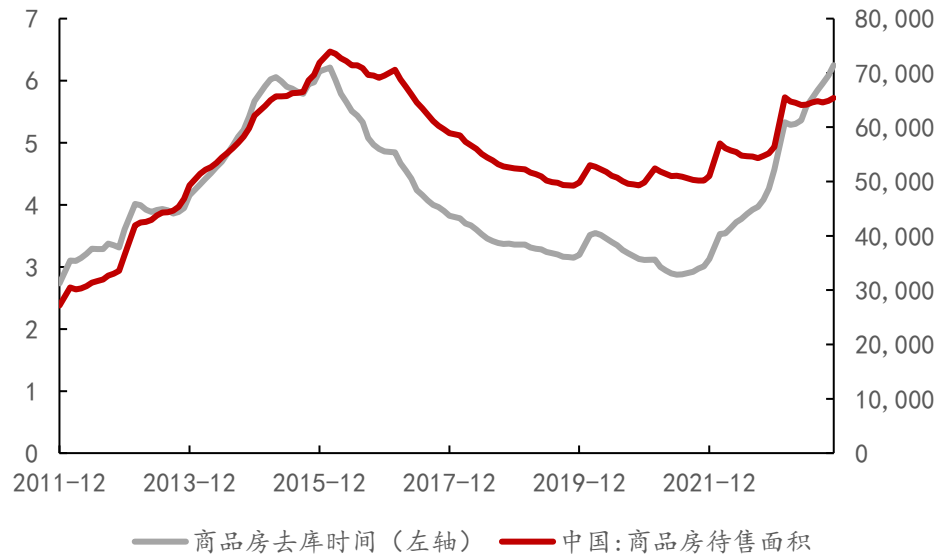
竣工端接近尾声、地产销售大概率继续回落、基数偏高等因素或会明显拖累 2024 年年初的固定资产投资增速。

图 5: 商品房价格持续走低 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6：商品房狭义库存偏高（左轴单位：月；右轴单位：万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：商品房去库时间=商品房待售面积/过去 12 个月商品房销售面积均值）

这也意味着如果没有政策的有效支持，2024 年初经济运行走势可能延续 2023 年四季度的区间下沿波动，考虑到 2023 年一季度的金融数据和地产基建投资增速较高，2024 年初部分经济数据同比读数可能偏低。

2024 年在政策定调“尽力而为、量力而行”的情况下，政策大概率会推动经济努力实现增长中枢的上沿水平（详见《什么是先立后破—12 月政治局会议解读》，2023.12.09）。

在年初经济数据可能面临一定压力的情况下，我们预计 3 月“两会”和 4 月政治局会议的政策力度可能会有变化，以此来推动 2024 年经济进一步复苏。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 3 楼	客运中心 6 号楼 4 层	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com