

宏观经济专题研究

宏观经济回顾和展望 2024

核心观点

2023 年国内经济回顾和 2024 年展望：2023 年中国经济开启疫情后的正常化之路，服务业迎来修复，带动失业率明显下降，进而提振消费，中国经济逐渐向良性循环回归。但 2023 年中国房地产销售和开发投资仍然明显负增长，出口增速亦明显下降，这打击了中国居民的就业和收入信心，因此消费整体仍然偏弱，价格维持低迷的状态。

2024 年中国经济大概率继续向上修复，实际 GDP 增速有望达到 5% 以上，动能包括：（1）经济结构转型持续推进，新经济发展动能充足；（2）房地产对 GDP 的拖累幅度或有所收窄；（3）政府稳增长政策力度有望加强；（4）就业稳定推动居民消费信心回暖；（5）海外补库存将拉动中国出口增速回升。

2023 年海外经济回顾和 2024 年展望：2023 年全球经济面临诸多挑战。俄乌战争、巴以冲突等地缘政治事件推高了能源价格；全球多个国家央行开始加息周期；欧美银行业危机爆发。2023 年美日欧三大经济体表现不一：美国通胀降温，经济增长凸显韧性；日本走出“低通胀”，出口强劲带动经济复苏；欧元区通胀高位回落，金融环境收紧对经济增长抑制明显。

2024 年高利率对经济的抑制作用逐渐显现，全球经济景气走弱可能性较大。从美日欧三大经济体来看：美国财政退坡以及居民超额储蓄耗尽一定程度拖累美国经济增速下滑；日本居民薪资增长和企业盈利改善成为新的经济复苏动能；欧元区财政补贴退坡及出口疲软将增加经济衰退风险。

风险提示：政策力度不及预期。

经济研究 · 宏观专题

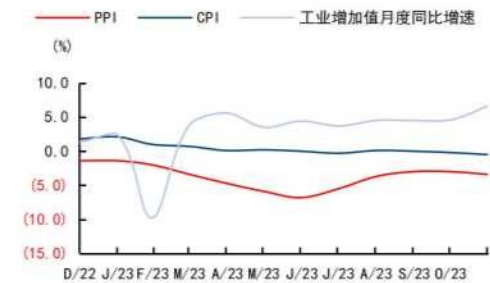
证券分析师：李智能
 0755-22940456
 lizn@guosen.com.cn
 S0980516060001

证券分析师：季家辉
 021-61761056
 jijiahui@guosen.com.cn
 S0980522010002

基础数据

固定资产投资累计同比	2.90
社零总额当月同比	10.10
出口当月同比	0.50
M2	10.00

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《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》——2024-01-01
- 《多类资产配置模型叠加与资本市场风险偏好指数》——2024-01-01
- 《宏观经济专题：东风破冻，消费持续回暖可期——2024 年中国消费展望》——2023-12-31
- 《海外宏观经济回顾和展望-2024 年欧美经济增长走弱，日本经济进入复苏轨道》——2023-12-27
- 《“弱汇率”下资金面如何演绎？》——2023-11-26

内容目录

2023 年国内经济回顾和 2024 年展望	5
2023 年海外经济回顾和 2024 年展望	11
美国经济回顾和展望	11
日本经济回顾和展望	15
欧元区经济回顾和展望	21
风险提示	25

图表目录

图 1: 中国实际 GDP 当季同比一览	5
图 2: 中国三大需求累计同比一览	6
图 3: 中国三大需求 2023 年累计同比与两年平均同比一览	6
图 4: 中国居民当季人均消费支出占人均可支配收入比例减去历史同期均值一览	6
图 5: 中国社会消费品零售总额同比增速一览	7
图 6: 中国社会消费品零售总额环比增速一览	7
图 7: 2022 年、2023 年中国固定资产投资完成额累计同比一览	7
图 8: 2023 年 8 月中国制造业投资累计增速开始回升	8
图 9: 中国消费增速领先其他投资同比约一年的时间	8
图 10: 中国出口增速与海外发达国家经济增速的数量关系	9
图 11: 2023 年中国出口产品在海外经历了大幅度的去库存	9
图 12: 中国历年 CPI 标准化后一览 (上年底指数化为 100)	9
图 13: 中国历年 PPI 标准化后一览 (上年底指数化为 100)	9
图 14: 中国实际 GDP 当季同比一览	10
图 15: 中国 CPI 当月同比一览	11
图 16: 中国 PPI 当月同比一览	11
图 17: 2023 年美国经济增长凸显韧性	11
图 18: 2023 年美国居民消耗超额储蓄进行超额消费	12
图 19: 2023 年美国居民实际收入增速回升	12
图 20: 本轮居民住宅投资以刚需为主	13
图 21: 新房开工与新房销售存在时滞	13
图 22: 美国企业债务在 2023 年集中到期	14
图 23: 2023 年美国财政提前抢跑	14
图 24: 2023 年美国通胀表现分化	15
图 25: 2023 年日本经济增长“高位回落”	16
图 26: 2023 年日本通胀企稳	16
图 27: 2023 年日本居民消费倾向上升, 实际收入增长下降	17
图 28: 2023 年日本居民财富增长	17
图 29: 2023 年日本居民资产配置结构出现调整	17
图 30: 2023 年日本贸易逆差明显改善	18
图 31: 日本私人企业投资以库存投资为主	19
图 32: 2023 年日本私人企业开始去杠杆	19
图 33: 2021 年下半年-2022 年日本 PPI-CPI 剪刀差走阔	20
图 34: 通胀上升后, 日本央行购债压力上升	21
图 35: 2023 欧元区 GDP 增长进一步下滑	21
图 36: 2023 年欧元区消费者获取信贷难度增加	22
图 37: 2023 年欧元区居民消费信心处于历史偏低水平	22

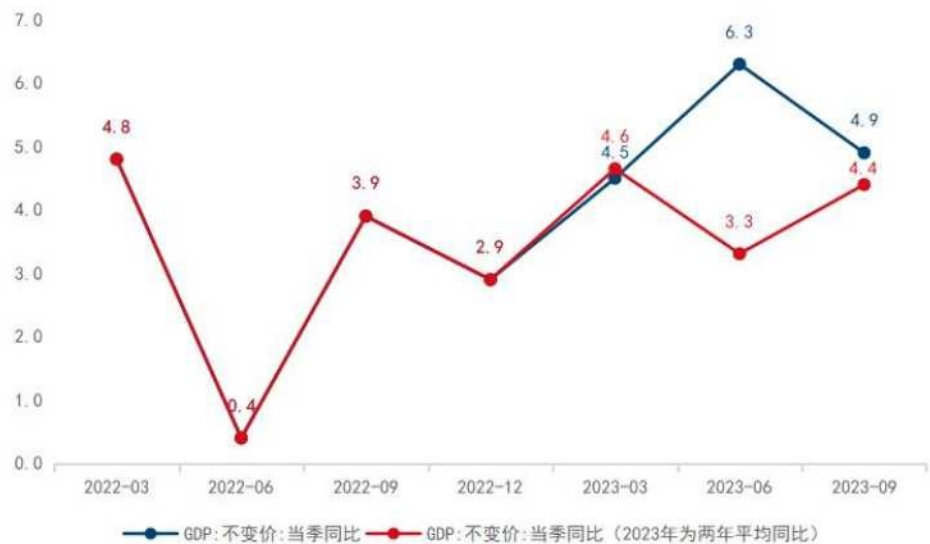
图 38: 2023 年美国进口需求偏弱影响欧元区出口	23
图 39: 2023 年欧元区工业产出同比增速转负	23
图 40: 2023 年欧元区政府杠杆率进一步降低	24
图 41: 2023 年欧元区通胀快速降温	24

2023 年国内经济回顾和 2024 年展望

2023 年中国经济开启疫情后的正常化之路，第二产业和第三产业的 GDP 增速回归疫情前“第三产业高于第二产业”的均衡状态。由于第三产业是中国最主要的新增就业提供领域，因此第三产业的修复带动中国失业率明显下降，消费得以提振，中国经济逐渐向良性循环回归。

分季度来看，2023 年中国经济修复的进程仍然显得较为曲折。2023 年一季度，中国经济运行总体良好。一季度实际 GDP 同比增速达到 4.5%，其两年平均同比达到 4.6%，较 2022 年 11、12 月的同比水平回升约 2 个百分点。但随着疫后补偿性增长退去，叠加房地产景气超预期回落，二季度整体经济动能有所下降。二季度实际 GDP 同比增速为 6.3%，两年平均同比仅为 3.3%，较一季度有所回落。三季度随着政府稳增长政策发力以及经济内生动能修复，整体经济明显回暖。三季度实际 GDP 同比为 4.9%，两年平均同比约为 4.4%，较二季度明显回升 1.1 个百分点（采用两年平均同比是为了剔除去年基数异常波动的影响）。

图1：中国实际 GDP 当季同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

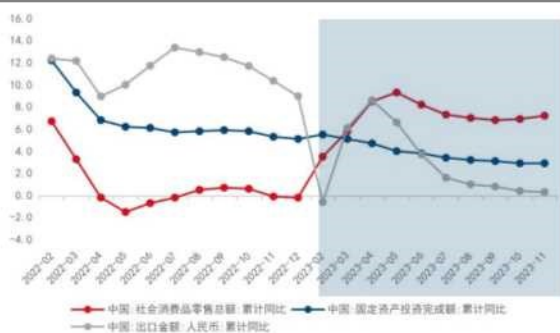
从三大需求增速来看，2023 年中国投资、出口增速较 2022 年出现较明显的下行，但投资和出口增速在 2023 年逐渐显现企稳的迹象；2023 年中国消费增速明显上升主要是低基数效应带来的影响。

若剔除基数效应，按两年平均同比来衡量，2023 年 1-11 月中国社会消费品零售总额、固定资产投资完成额、出口金额（人民币计价）的两年平均同比分别为 3.5%、4.1%、5.2%，其中消费的两年平均同比增速最低，且消费的两年平均同比增速低于 2021 年同期的水平（4.0%）。

相比之下，在疫情前的 2017-2019 年，中国社会消费品零售总额、固定资产投资完成额、出口金额（人民币计价）的平均同比分别为 9.1%、6.2%、7.6%，其中消费增速最高。

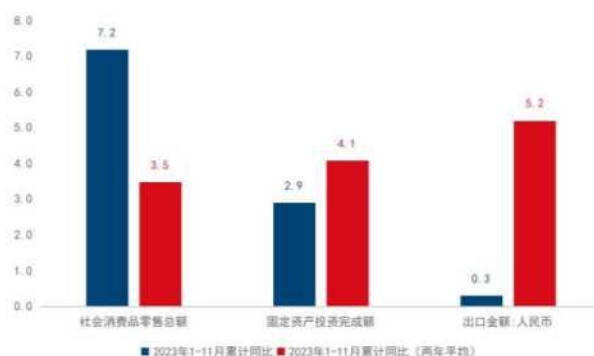
由此可见，2023 年国内经济出现循环不畅的主要症结是消费需求偏弱。

图2: 中国三大需求累计同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

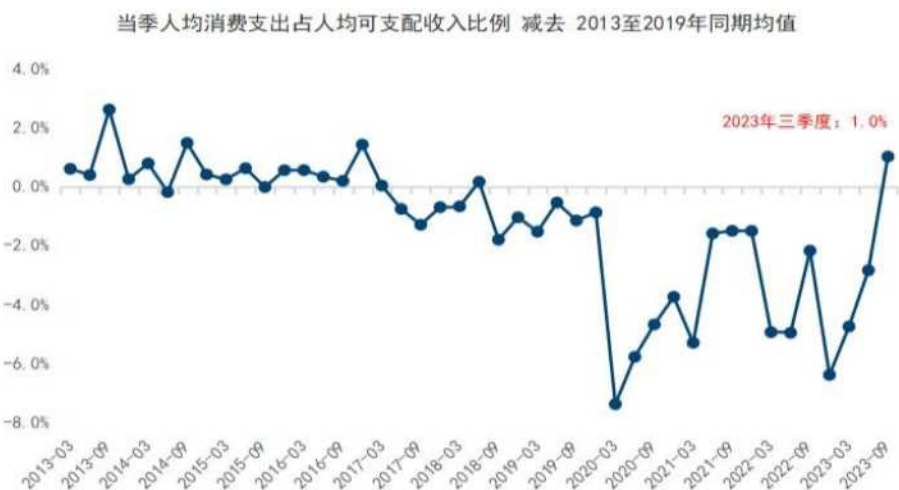
图3: 中国三大需求 2023 年累计同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

消费需求偏弱源于居民就业和收入预期偏弱导致的超额储蓄行为。人均消费支出占可支配收入比例可以很好地衡量居民的消费意愿和储蓄行为变化。2023 年三季度国内居民人均消费支出占可支配收入的比例明显超越 2013-2019 年同期的平均水平，这与 2023 年上半年明显低于历史同期均值的情况形成鲜明反差，这种反差或表明 2023 年三季度国内居民开始走出超额储蓄状态，消费意愿恢复至疫情前的正常水平。10 月国内消费延续回暖进一步验证了这一逻辑。

图4: 中国居民当季人均消费支出占人均可支配收入比例减去历史同期均值一览



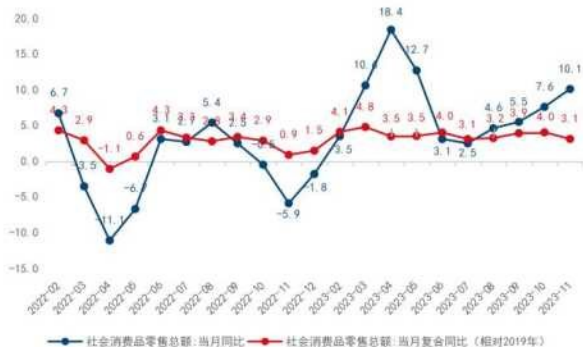
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

11 月国内社会消费品零售总额剔除基数效应后的复合同比增速有所回落，表明 11 月国内消费景气下降。虽然 2023 年 11 月社会消费品零售总额环比低于 2016-2021 年同期水平，但却高于 2006-2014 年的同期水平。考虑到 2023 年 11 月国内失业率维持在年内最低水平，因此 2023 年 11 月国内社会消费品零售总额复合同比下降以及环比低于 2016-2021 年同期数值可能与居民消费行为改变有关（即居民消

费金额在不同月度间的分布出现变化，2023 年 11 月的分布与 2006-2014 年同期类似），而非反映国内居民消费意愿的下降。12 月是国内消费的传统旺季，由于 11 月消费金额压低，而就业的稳定表明居民消费意愿不会明显下降，预计 12 月国内消费景气有望明显回暖。

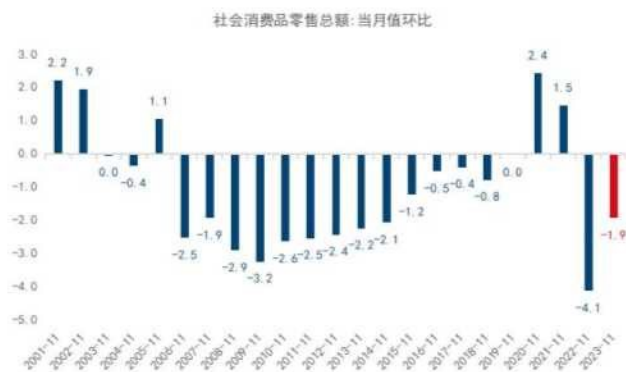
展望 2024 年，在稳增长政策支持下，国内就业有望继续维持稳定状态，国内居民的消费意愿有望维持在较高水平，推动消费增速进一步上升，有利于维持国内经济运行在合理的增长区间。

图5：中国社会消费品零售总额同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

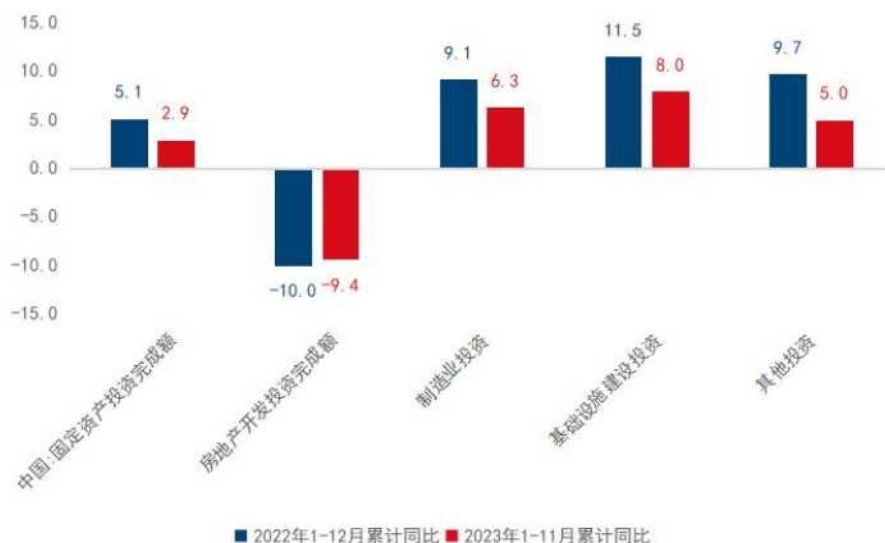
图6：中国社会消费品零售总额环比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

投资方面，2023 年 1-11 月中国固定资产投资完成额累计同比约为 2.9%，较 2022 年全年同比回落 2.2 个百分点，其中 2023 年房地产开发投资增速略高于 2022 年，体现 2023 年房地产开发投资出现企稳迹象，但制造业、基建、其他投资同比均明显低于 2022 年。

图7：2022 年、2023 年中国固定资产投资完成额累计同比一览

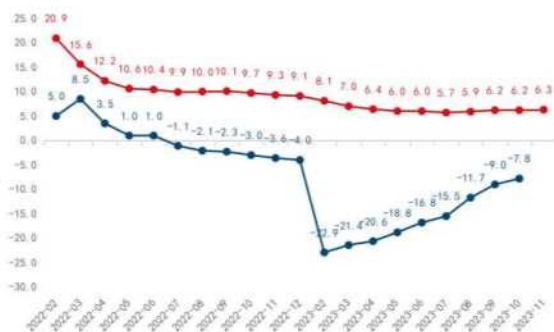


资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

从历史经验来看，制造业投资增速滞后于工业企业盈利增速，此轮工业企业盈利增速的底部在 2023 年 1-2 月形成，随后持续上升。2023 年 8 月中国制造业投资累计同比增速已经开始回升，预计后续制造业投资增速将进入新一轮的上升周期。

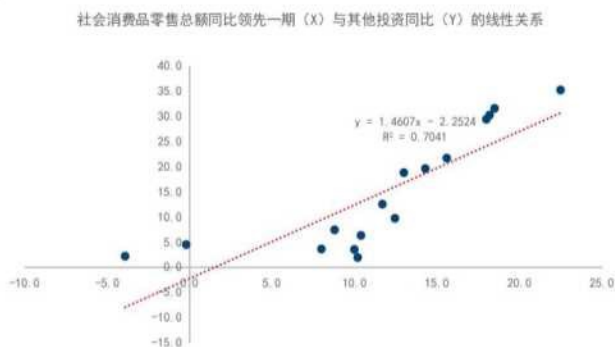
其他投资增速则滞后于社会消费品零售总额增速。考虑到 2023 年国内社会消费品零售总额增速明显上升，2024 年大概率继续上升，因此预计 2024 年其他投资增速也将进入新一轮的上升周期。

图8: 2023 年 8 月中国制造业投资累计增速开始回升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图9: 中国消费增速领先其他投资同比约一年的时间



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

基建投资增速对政府的稳增长政策力度非常敏感，2023 年下半年以来，政府稳增长的意愿明显加强，有利于后续基建投资的企稳回升。2023 年 7 月中央政治局会议把“稳就业”提高到战略高度通盘考虑，随后推出一系列的稳增长政策；2023 年 10 月，发行特别国债的决定进一步凸显政府稳增长的意愿强化。

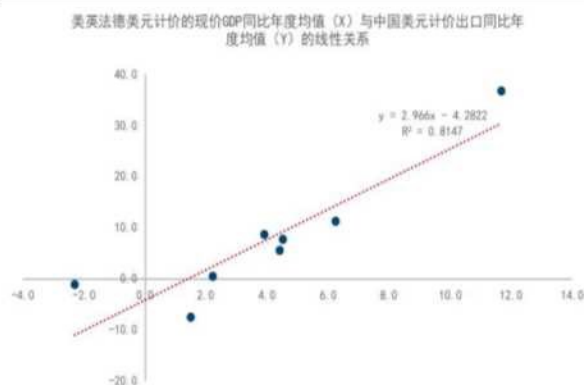
房地产开发投资亦对政策变化比较敏感，2023 年 7 月中央政治局会议提出“适时调整优化房地产政策”，更好满足刚性和改善型住房需求，预计 2023 年房地产开发的企稳势头在 2024 年将得到延续。

因此，2023 年中国固定资产投资增速的下行趋势很可能已经结束，2024 年有望重新上升。

出口方面，美、英、法、德四国美元计价的 GDP 合计值同比与中国美元计价的出口增速具有非常好的线性数量关系。根据这个线性数量关系，我们可以评估每个季度中国出口产品在海外库存变动对出口增速的影响幅度。2022 年四季度以来，中国出口产品在海外经历了非常大幅度的去库存，去库存对 2023 年中国出口增速的拖累幅度达到了约 20 个百分点。

从过去四轮去库存周期来看，持续时间一致为四个季度，预计此轮去库存持续时间也差不多四个季度，2024 年中国出口产品在海外大概率进入补库存阶段，从而拉动中国出口增速回升。

图10: 中国出口增速与海外发达国家经济增速的数量关系



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图11: 2023 年中国出口产品在海外经历了大幅度的去库存

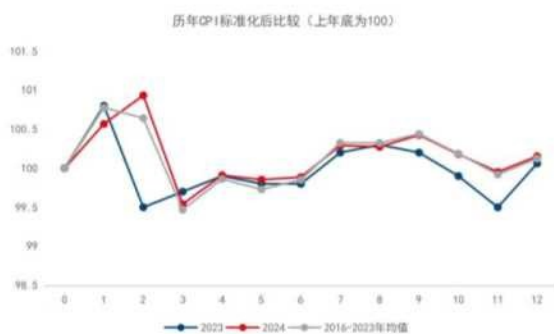


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

通胀方面, 受需求不足影响, 2023 年中国 CPI、PPI 维持偏弱走势。2023 年国内 CPI、PPI 环比明显低于 2016-2023 年同期平均水平, 1-11 月国内 CPI、PPI 累计同比分别为 0.3%、-3.1%, 均处于历史极低水平。

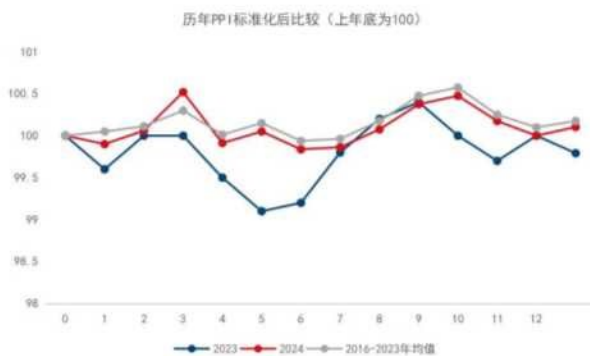
考虑到 2023 年三季度国内居民开始走出超额储蓄状态, 消费意愿恢复至疫情前的正常水平, 这也预示着 2024 年国内消费有望进一步向上修复。预计在需求回暖推动下, 2024 年国内 CPI、PPI 同比或将温和上升。

图12: 中国历年 CPI 标准化后一览 (上年底指数化为 100)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图13: 中国历年 PPI 标准化后一览 (上年底指数化为 100)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

政策方面, 2023 年国内央行货币政策维持宽松态势, 央行多次进行了降准降息操作。2023 年 3 月 27 日下调金融机构存款准备金率 25BP, 释放长期流动性 5000 余亿元; 2023 年 9 月 15 日再次下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点, 释放长期流动性约 5000 亿元。政策利率方面, 6 月 13 日逆回购利率下调 10BP, 6 月 15 日 MLF 利率下调 10BP; 8 月 15 日逆回购利率下调 10BP, MLF 利率下调 15BP。

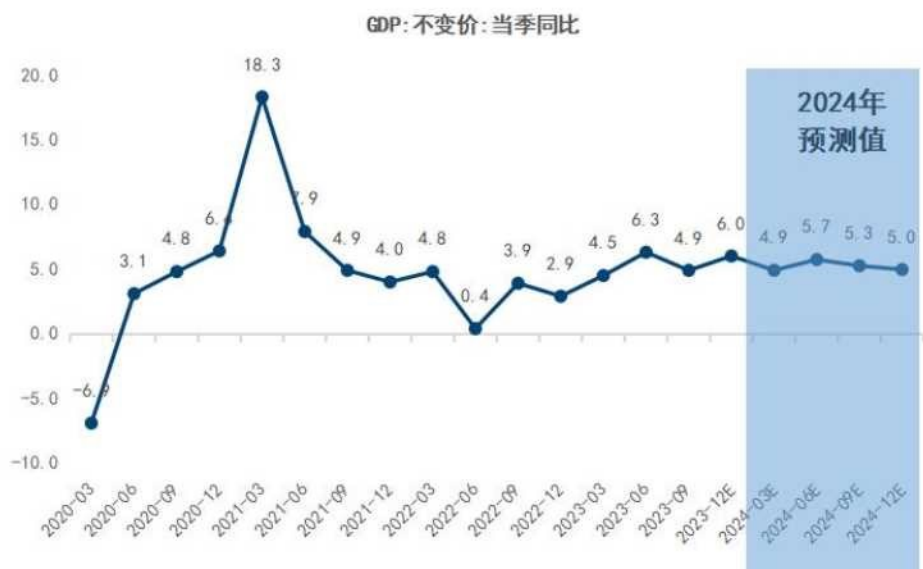
2023 年国内财政政策持续积极发力, 支持国内经济增长。2023 年 1-11 月国内基建投资累计同比增速约为 8.0%, 明显高于 2018-2021 年的平均增速 2.2%, 对国内需求构成有力的支撑。

2023 年偏低的 CPI 同比显示国内整体需求仍然明显不足，宏观政策在需求端发力仍然必要。预计 2024 年国内货币政策将维持宽松格局，财政政策延续积极态势。

整体来看,2024 年中国经济大概率继续向上修复,实际 GDP 增速有望达到 5%以上,动能包括:(1)中国经济结构转型持续推进,新经济发展动能充足;(2)以房地产和土地财政为代表的旧经济已经连续三年明显下行,2023 年或已进入下行期的中后段,2024 年旧经济对 GDP 的拖累幅度或有所收窄;(3)2023 年 10 月发行特别国债的决定表明政府稳增长意愿加强,金融工作会议指向国内金融服务实体经济的能力将进一步提升,政策明显加力,有利于 2024 年经济增长;(4)2024 年中国居民就业和收入信心大概率继续向上修复,有利于消费、其他投资增速进一步回暖,叠加稳增长政策加力效果,预计 2024 年国内需求进一步回暖,国内通胀进入上行通道,“量价背离”特征消散,经济循环更加顺畅;(5)海外补库存将拉动中国出口增速回升。

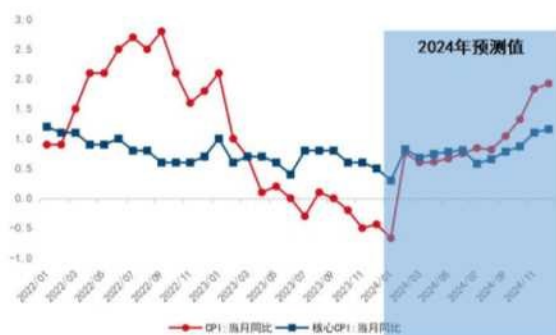
此外,2024 年中国经济可能存在的偏弱风险:(1)中国居民消费信心修复的基础仍不够牢固,一旦后续再次遭遇外部负面冲击,信心可能重新转弱,居民或重新进入超额储蓄的状态;(2)世界百年未有之大变局下,地缘政治危机可能持续并存在升级的风险,当前俄乌、巴以冲突仍在延续,且 2024 年是一个政治大年,许多国家将举行重要的选举,包括美国、俄罗斯、印度等大国,这些重大政治事件有可能会带来意外的外部冲击;(3)中国居民财富中房地产占比非常高(或超过 60%),房地产销售持续下行或引发房价下跌,居民财富受损将拖累消费,与此同时,若房价下跌幅度过大,可能会导致资产负债表全面收缩,此外,中国地方政府仍然对土地财政具有一定的依赖性,若房地产销售继续下降,则房地产企业的购地意愿也将继续下降,地方政府的土地财政收入也将随之下降并压制地方政府的支出规模,从而拖累经济增长。

图14: 中国实际 GDP 当季同比一览



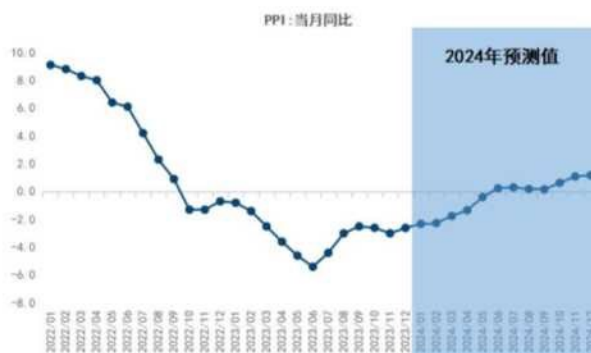
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

图15: 中国 CPI 当月同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图16: 中国 PPI 当月同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

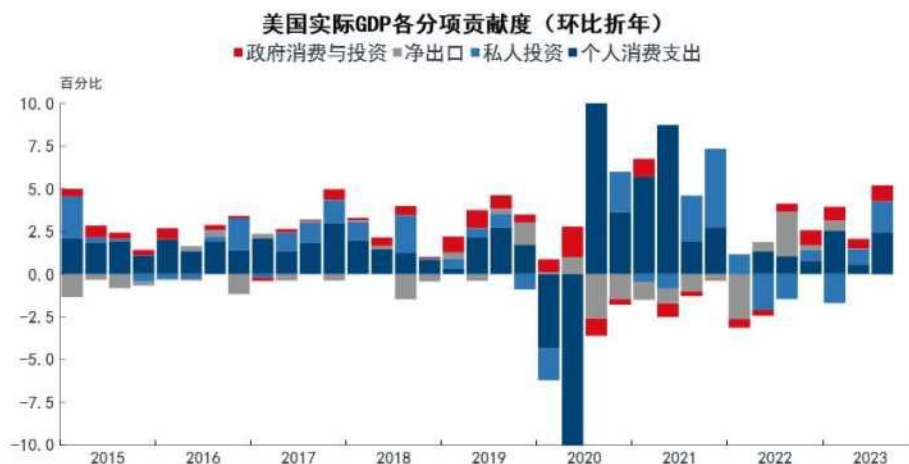
2023 年海外经济回顾和 2024 年展望

2023 年全球经济面临诸多挑战: 俄乌战争、巴以冲突等地缘政治事件推高了能源价格, 输入性通胀使得居民生活和企业生产成本剧增; 全球多个国家央行开始加息周期, 利率上升抑制实体需求, 同时增加了财政再融资成本; 欧美银行业危机爆发, 提升了居民和企业获取信贷资源的成本和难度。受益于疫后供应链的修复, 全球通胀正有序降温; 经济增速虽有所放缓, 但仍富有弹性。

美国经济回顾和展望

2023 年美国经济增长韧性凸显。前三季度美国 GDP 年化环比分别为 2.2%、2.1% 和 5.2%, 整体水平高于 2022 年全年 2.1% 和疫情前 2019 年 2.3% 的增速。结构上, 2023 年美国经济增长表现主要呈以下几大特征: (1) 居民消费保持韧性; (2) 住宅投资持续改善; (3) 企业资本开支意愿低迷; (4) 财政刺激超前发力。

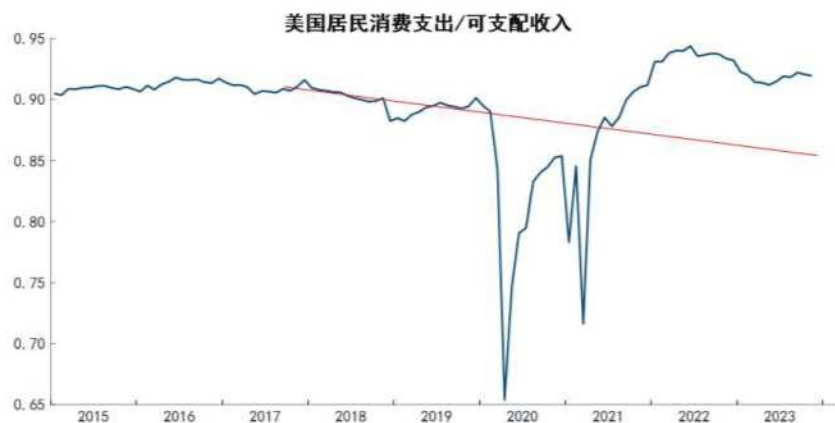
图17: 2023 年美国经济增长凸显韧性



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

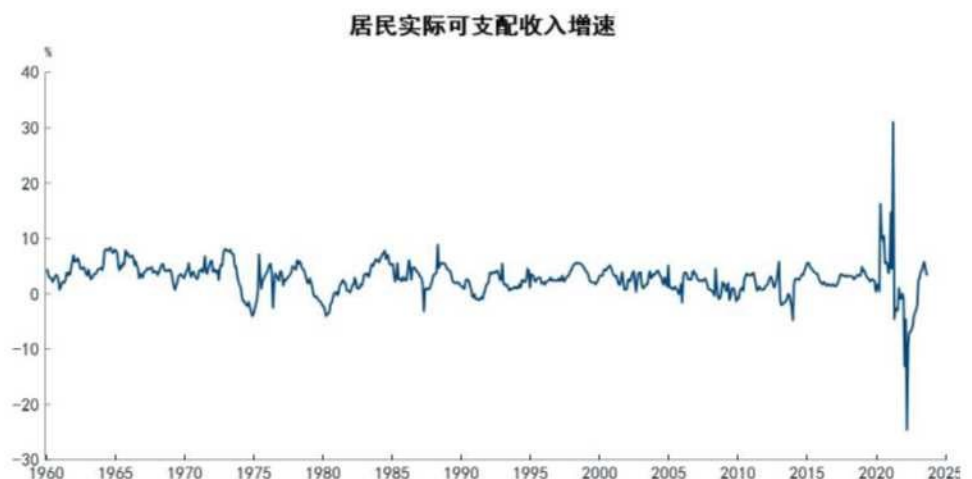
2023 年前三季度美国居民消费支出环比年化增速为 2.7%，高于 2022 年全年 2.5% 的增速，居民消费保持强劲。我们认为两大因素对居民消费形成支撑：一是居民购买力水平上升。2023 年美国整体通胀降温速度快于核心服务通胀，而核心服务通胀与劳动力成本挂钩。这意味着尽管居民名义时薪增速下降，但通胀降温速度更快，居民实际薪资增速反而有所回升，带动消费信心恢复。二是“超额储蓄”支撑了“高消费倾向”。疫情期间的隔离政策使美国居民积累了大规模超额储蓄，而超额储蓄支撑了 2023 年居民部门“高消费倾向”，主要表现为居民消费占可支配收入的比重明显高于疫情前的趋势水平。

图18: 2023 年美国居民消耗超额储蓄进行超额消费



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

图19: 2023 年美国居民实际收入增速回升

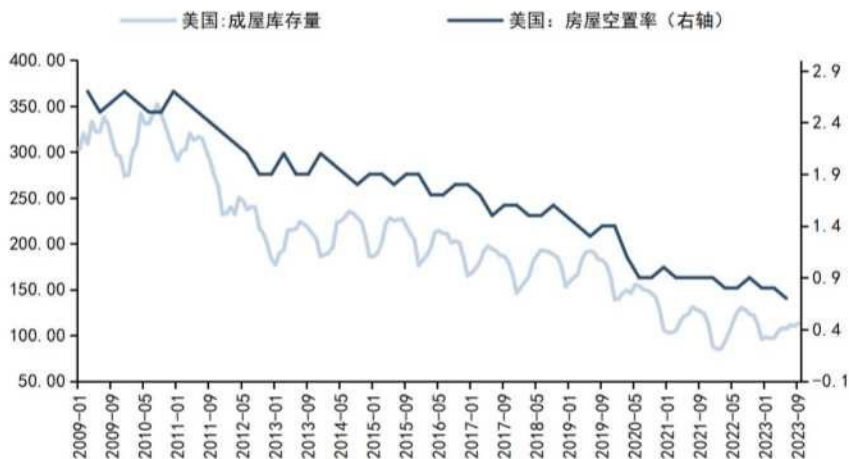


资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

2023 年美国居民住宅投资持续改善，年化环比增速自 2022 年三季度以来持续回

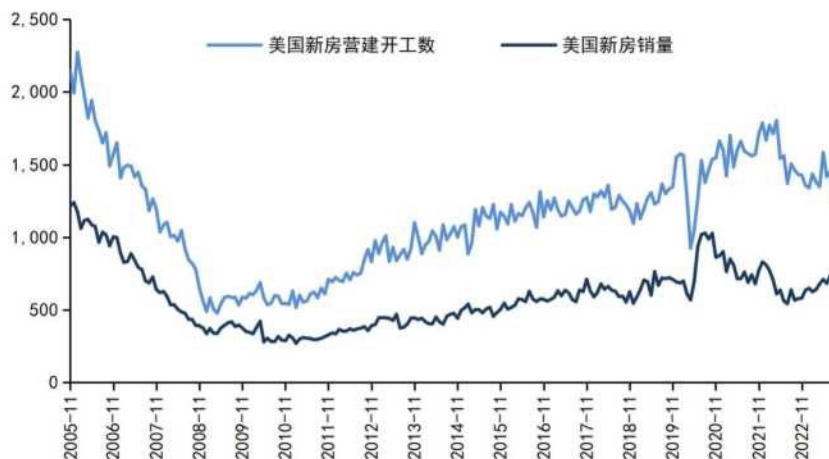
升，并于 2023 年三季度由负转正，实现 6.2% 的环比增长。我们认为房地产投资快速复苏主要有以下两个原因：一是需求不弱，当前美国成屋库存和住房空置率均处于次贷危机以来的历史低位，美国疫情期间大规模财政转移支付刺激了低收入人群的“刚需”购房意愿。二是供给修复，受疫情冲击，过去两年美国新房市场出现供给不足的状况，新房开工量显著滞后于购房需求量。而 2023 年美国地产产业链持续修复，带动新房供给明显改善，进一步支撑了房地产市场景气回升。

图20: 本轮居民住宅投资以刚需为主



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

图21: 新房开工与新房销售存在时滞



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

2023 年美国企业资本开支意愿下降，前三季度非住宅固定资产投资环比年化平均增速为 4.8%，弱于 2022 年全年 5.6% 的水平。尽管拜登政府上台后完成了刺激企业投资一揽子计划，包括出台“基建法案”、“芯片法案”以及“通货膨胀削减法案”，但企业投资意愿并未随之上升，我们认为主要是债务问题抑制了企业投

资需求。2023 年属于近 20 年企业债务到期最为集中的一年，同时美联储加息抬高了企业再融资成本，削弱了企业部门举债投资意愿。

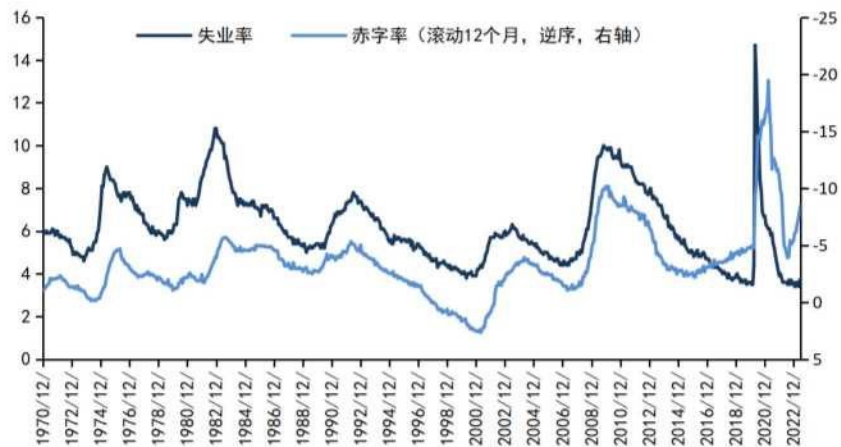
图22: 美国企业债务在 2023 年集中到期



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

2023 年美国财政明显发力，主要体现在两方面。一是 2023 年政府购买和投资增加，前三季度政府购买和投资环比年化平均增速为 4.5%，较 2022 年全年显著上升 3.65 个百分点。二是 2023 年政府财政赤字率明显上升，截至 2023 年三季度，美国财政赤字率年化后约为 8.3%，相较 2022 年 5.5% 的水平明显上升。从历史经验来看，美国财政往往在失业率上升时开始扩大赤字进行“逆周期”调节，但 2023 年美国失业率并未明显上升，本轮财政属于提前发力。

图23: 2023 年美国财政提前抢跑

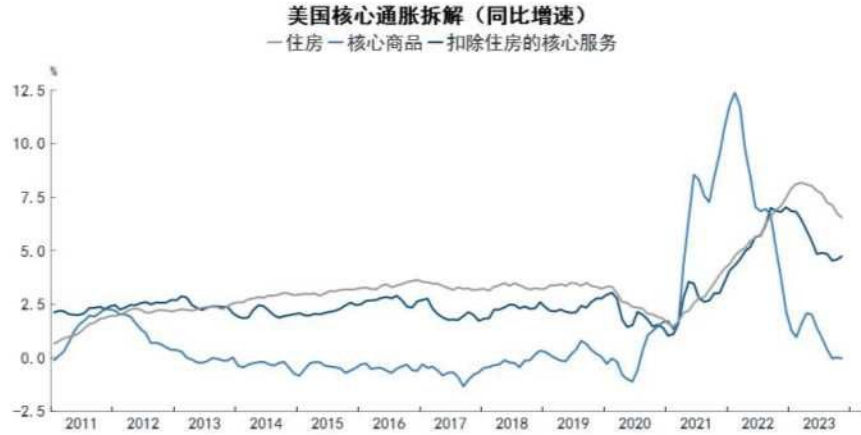


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

通胀方面，2023 年美国通胀整体继续降温，截至 2023 年 10 月，CPI 和核心 CPI 同比分别降至 3.2% 和 4%。但通胀结构表现分化：能源通胀快速下降的“窗口期”基本过去，三季度 CPI 能源价格同比下降 4%，较二季度 12% 的降幅明显收窄。核心商品通胀开始企稳，CPI 核心商品价格同比增速连续四个月在 0%-1% 的区间内波

动。核心服务通胀降温缓慢，2023年10月CPI核心服务价格同比增长5.5%，较年初下降不足2个百分点，就业市场韧性一定程度对核心服务通胀形成支撑。

图24：2023年美国通胀表现分化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

前瞻来看，我们预计美国2024年经济增长将有所走弱：（1）消费韧性有所下滑：居民超额储蓄三季度末还剩1800亿美元，预计于2023年底消耗殆尽；通胀快速下行的窗口期过去，居民实际工资增长见顶回落。（2）企业投资意愿受抑制：2023-2025年企业债务集中到期，高利率下企业部门即将面临较高的债务置换成本，加杠杆意愿不足。（3）财政退坡确定性较强：2023年财政支出发力明显，但国会两党对新财年预算仍未达成一致。同时此前债务上限法案通过的一个前提条件即削减2024-2025年财政开支。

通胀方面，由于利率已达“限制性水平”，我们认为2024年通胀不改继续降温的走势，但下降速度将有所放缓。目前看来，供给改善对通胀降温的贡献基本接近尾声，能源和商品通胀降至低位，现已基本企稳，这意味着通胀快速下降的窗口期已过。此外，市场对2024年降息过于乐观，10年期国债利率已降至4%以下，长端利率快速下行意味着货币紧缩对需求的抑制作用弱化，通胀仍存在反弹风险。

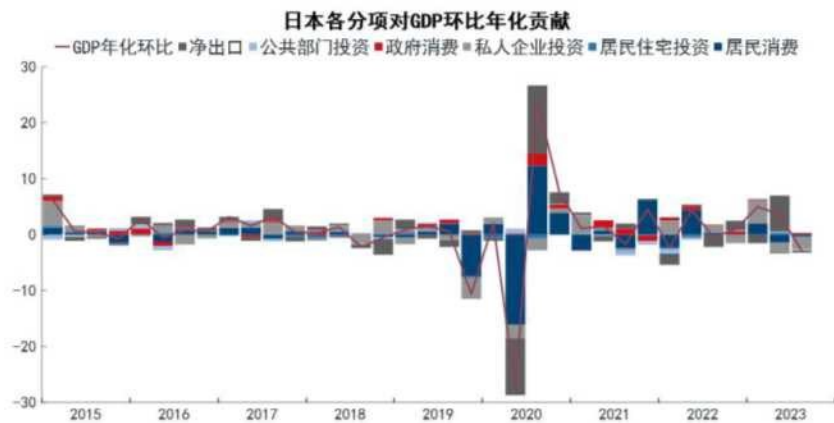
货币政策方面，我们认为2024年美联储货币政策调整进入新阶段。（1）再度加息可能性较低：美联储货币紧缩将由“调短端”变为“调长端”。美联储认可货币政策已达“限制性”水平，接下来需要提高货币政策有效性。相比再次加息，引导市场降息预期使长端利率稳定在偏高的水平提高了政策的灵活性，降低加息过度的风险。（2）不宜对美联储降息过度乐观：美联储12月会议的鸽派态度促使市场降息预期快速升温，会后市场预期最早2024年3月降息，全年一共降150bp，10年期美债利率显著下行至3.9%左右。但我们认为，市场可能对美联储降息过于乐观。考虑目前市场长期通胀预期在2.8%左右，扣除通胀的影响，现在实际利率水平仅在1.1%的水平，远低于美国长期潜在增速1.9%，当前长端利率不具备“限制性”，货币政策的有效性可能降低。为此，我们认为美联储仍有再度转鹰可能。

日本经济回顾和展望

2023 年日本经济增长趋势上呈“高位回落”的走势，前三季度 GDP 年化环比增速分别为 5%、3.6%和-2.9%。整体来看，2023 年日本 GDP 增长较 2022 年 0.7%和疫情前 1%（2019 前三季度年化）的水平增长显著。虽然 2023 年日本整体经济增长强劲，但结构表现不平衡，存在“外需强，内需弱”的特征。

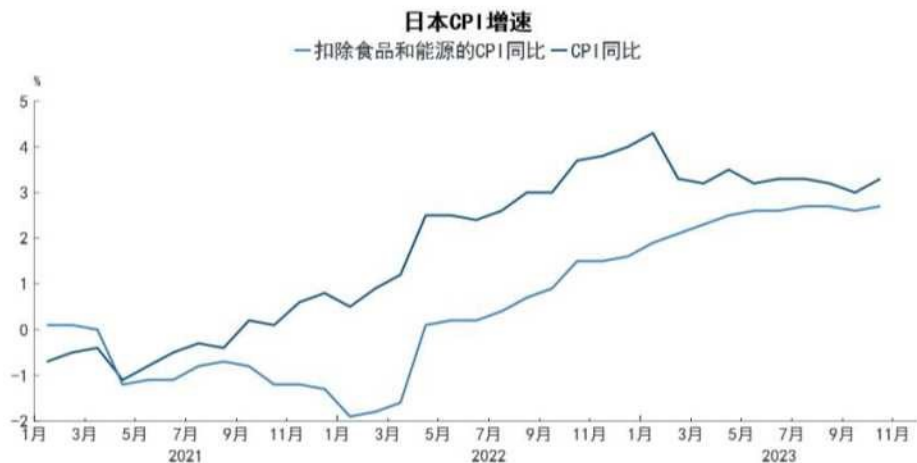
通胀方面，2023 年日本通胀整体呈企稳走势。CPI 同比维持在 3.2%左右；扣除食品和能源的核心 CPI 同比维持在 2.6%左右。截至 2023 年 10 月，日本 CPI 同比连续 19 个月高于日央行 2%的通胀目标。日元贬值带来的输入性通胀基本帮助日本走出 2015 年以来长期的“低通胀”时期。

图25: 2023 年日本经济增长“高位回落”



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

图26: 2023 年日本通胀企稳



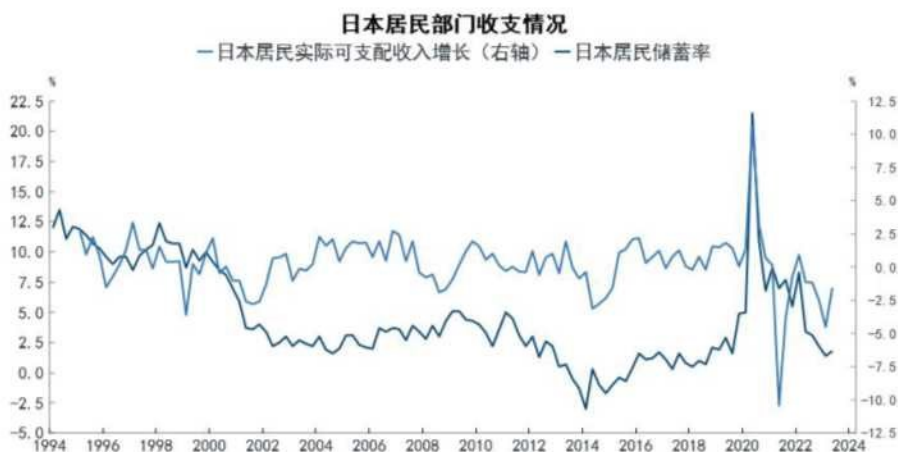
资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

一般来说，温和的通胀有利于支出和借贷：当通胀上升时，储蓄的实际收益是在

下降的，实体部门更愿意消费和投资而不是储蓄。与此同时，日央行坚持收益率曲线控制政策，锁定了长端利率，这意味着实际借贷成本也被压低，实体部门借贷意愿会增强。

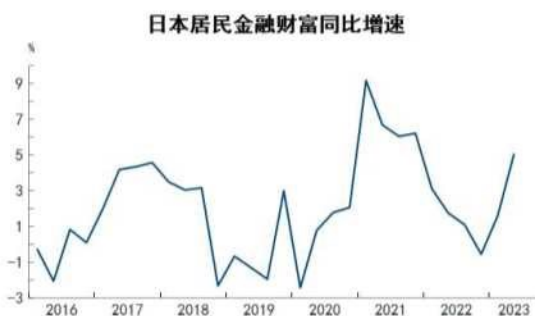
与之相反，2023 年日本居民消费表现不佳，前三季度仅贡献了实际 GDP 环比年化 0.1% 的增长，低于 2022 年 0.6% 的水平。收入端来看，2023 年日本居民名义工资增速低于通胀上升速度，这意味着输入性通胀削弱了居民的实际购买力。支出端来看，日本居民储蓄率较疫情期间出现了明显回落，反映通胀确实一定程度刺激了居民的消费倾向。从居民财富效应来看，通胀上升带动居民风险偏好上升，资产配置结构出现分化：储蓄类资产占总金融资产比重下滑，而权益类资产占比上升，2023 年二季度权益资产占比基本持平 2006 年的高点。受益于股市牛市，2023 年日本居民财富也有了明显增长。整体来看，输入性通胀一定程度带动了日本居民消费倾向回升以及财富增长，但居民实际薪资收入增速下滑对消费信心的负面冲击更为明显。

图27: 2023 年日本居民消费倾向上升，实际收入增长下降



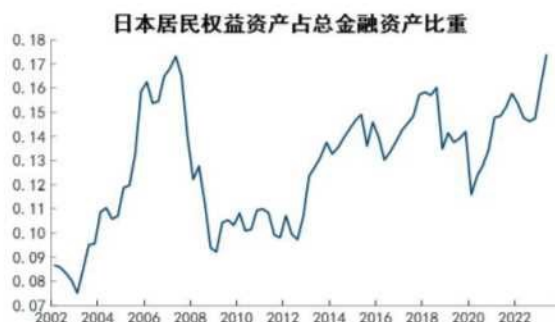
资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

图28: 2023 年日本居民财富增长



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图29: 2023 年日本居民资产配置结构出现调整



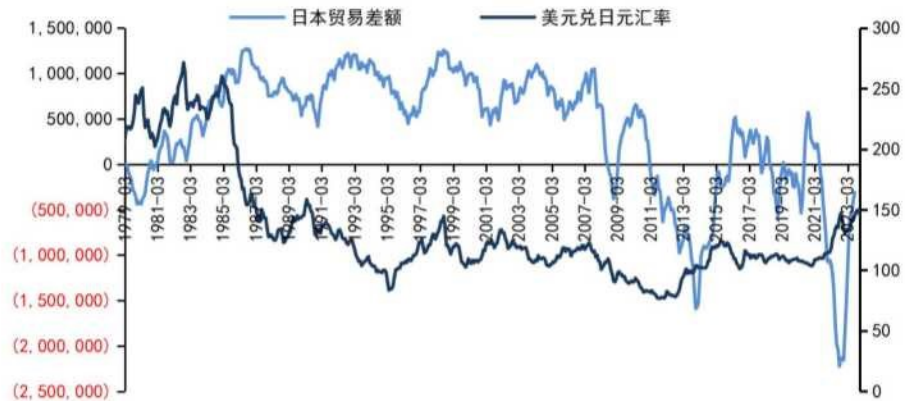
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2023 年日本居民房地产投资未出现明显改善，前三季度贡献了实际 GDP 环比年化 0.07% 的增长，高于 2022 年 -0.1% 的水平，但弱于 2019 年 0.1% 的水平。从居民部门杠杆率来看，2023 年日本居民部门依旧保持疫情后降杠杆的行为，这是房地产投资低迷的主要原因。我们认为日本人口老龄化程度高、出生率持续下降等导致真实购房需求不足。此外，通胀上升使得市场预期日央行即将进行货币政策正常化调整，利率上升不利于房地产资产表现，削弱了居民部门投资购房意愿。

2023 年日本外需对经济增长形成显著支撑，前三季度净出口贡献了实际 GDP 环比年化 1.5% 的增长，相比 2022 年 -0.5% 以及 2019 年 0.1% 的水平显著改善。我们认为日本出口改善主要与日元贬值相关。由于日本是典型的“加工国”，对外贸易呈“高进口、高出口”的特征，当日元开始贬值时，往往对进口冲击较为迅速，但出口改善存在时滞，表现为贸易逆差上升。而当货币贬值一段时间后，价格优势开始凸显，带动出口复苏，表现为贸易逆差改善，甚至出现顺差。2022 年日本外贸明显受原材料涨价影响，净出口对经济增长形成拖累，贸易逆差持续上升。而 2023 年日元贬值增加出口产品竞争力，贸易逆差明显改善，叠加低基数效应，出口表现强劲。

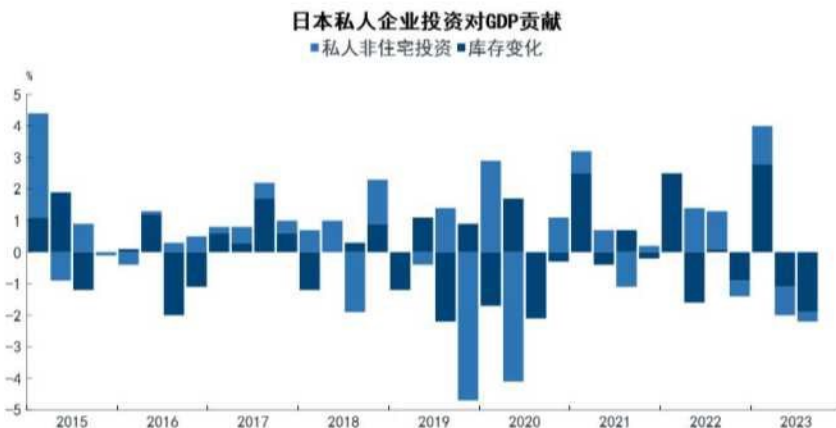
尽管外需强劲，但 2023 年日本私人企业投资表现不佳，有且仅有一季度贡献了实际 GDP 环比年化 4% 的增长，二、三季度贡献转负。并且结构上，以库存投资为主，固定资产投资占比不高。同时 2023 年以来私营企业杠杆率持续下行，日本私人企业去杠杆的意愿较强。

图30: 2023 年日本贸易逆差明显改善



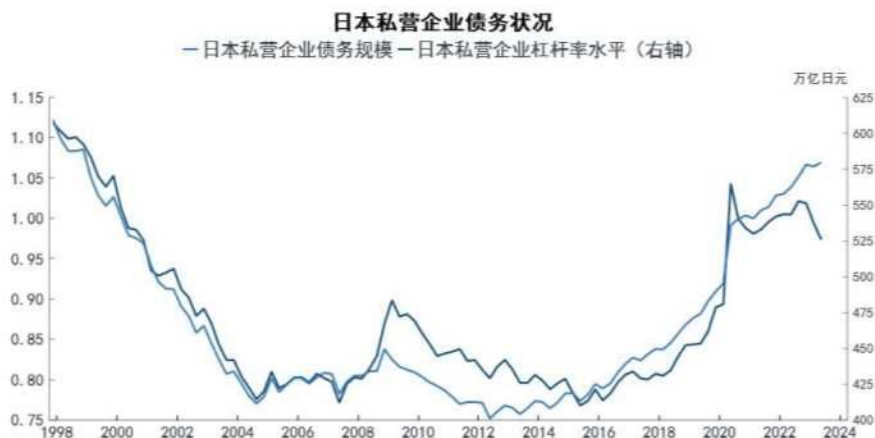
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

图31: 日本私人企业投资以库存投资为主



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

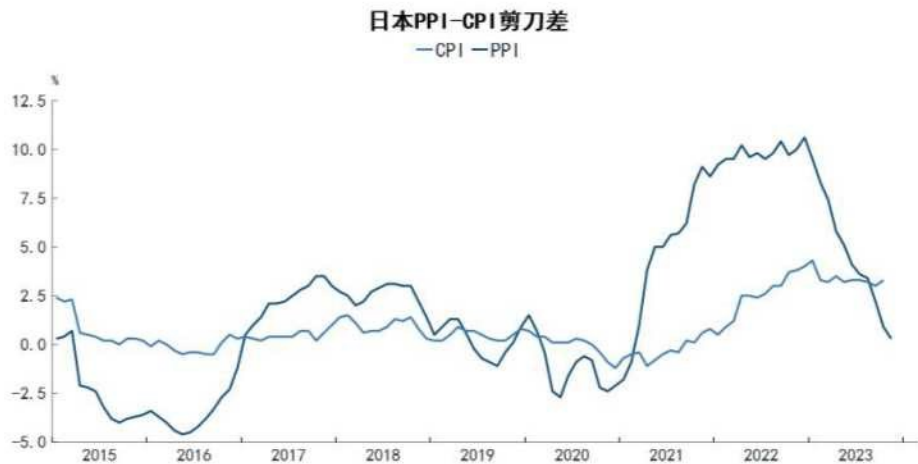
图32: 2023 年日本私人企业开始去杠杆



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

我们认为主要是以下几大因素影响日本私人企业投资：一是内需不振，居民消费和房地产投资依旧偏弱。二是出口改善具有短期性，多个国家央行加息基本接近尾声，日元升值预期下，企业对于外需的信心不足。三是前期企业盈利受损，从PPI-CPI剪刀差来看，2021年下半年-2022年，日本PPI-CPI剪刀差显著走阔，意味着输入性通胀的主要承担对象是日本企业部门，原材料成本上升持续侵蚀企业盈利，弱化了企业资本开支意愿。

图33: 2021年下半年-2022年日本PPI-CPI剪刀差走阔



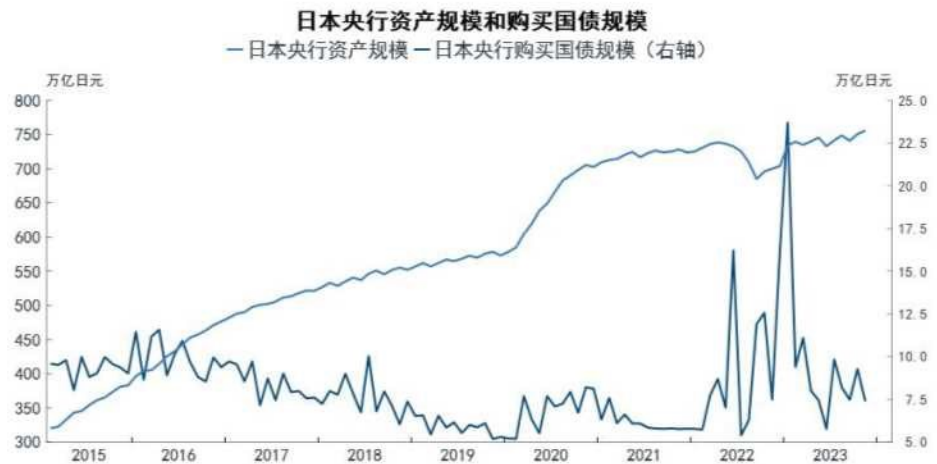
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

前瞻来看, 经济增长方面, 我们认为 2024 年日本经济继续复苏的可能性较大, 结构上出现“内需回升、外需走弱”的格局: (1) 员工薪资将有所改善。日本政府已开始重视员工薪资问题, 预计新一轮劳资谈判后, 日本居民实际薪资收入增速将转正, 同时考虑到财富效应和偏高的消费倾向, 日本居民消费潜力充足。(2) 企业盈利逐渐好转。2023 年日本贸易逆差持续收窄、PPI-CPI 剪刀差显著收敛, 意味着企业盈利有明显改善, 将会对企业投资起到较好的刺激作用。(3) 出口存在较大挑战。目前全球大部分央行加息接近尾声, 预计 2024 年日元汇率进入升值周期, 产品竞争力下降; 此外, 我们预计 2024 年欧美经济增长走弱的可能性较高, 外需不足将进一步对出口形成拖累。

通货膨胀方面, 我们认为 2024 年日本整体和核心通胀将企稳在 3% 左右水平: (1) 尽管输入性因素对通胀的影响正在弱化, 但内需回升一定程度会对通胀形成支撑。(2) 日本员工名义薪资增速正在回升, 且日本政府考虑进一步调高员工薪资增长。居民收入预期转好将进一步稳固工资-价格的通胀结构。

货币政策方面, 我们认为 2024 年日本央行大概率会退出“收益率曲线控制”(YCC) 政策, 主要基于两点考虑: (1) 当前日本通胀表现基本达到日央行“2%”的目标水平。(2) 通胀上升后, 长端利率多次逼近或突破区间上限, 日央行购债压力激增。

图34: 通胀上升后, 日本央行购债压力上升

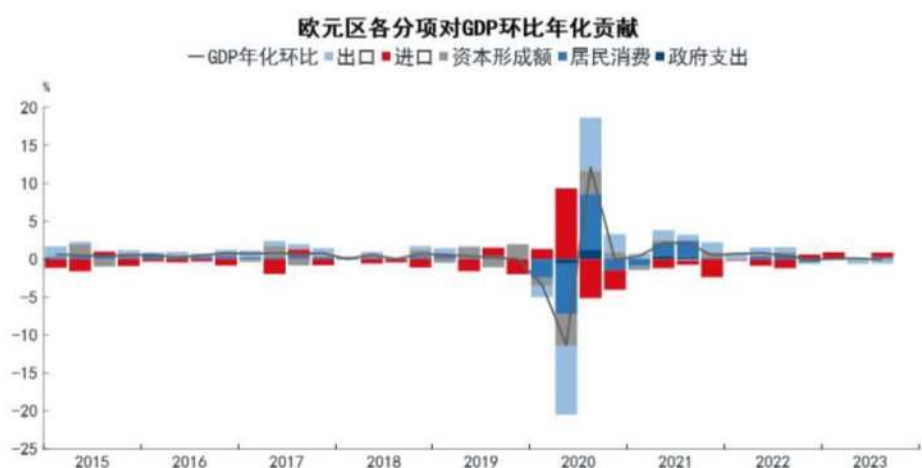


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

欧元区经济回顾和展望

2023 年欧元区经济增长进一步下滑。前三季度 GDP 环比年化分别为 0.1%、0.1% 和 -0.1%。较 2022 年 0.5% 和疫情前 2019 年 0.3% 的水平明显走弱。结构上居民消费、资本形成额、净出口均表现不佳。

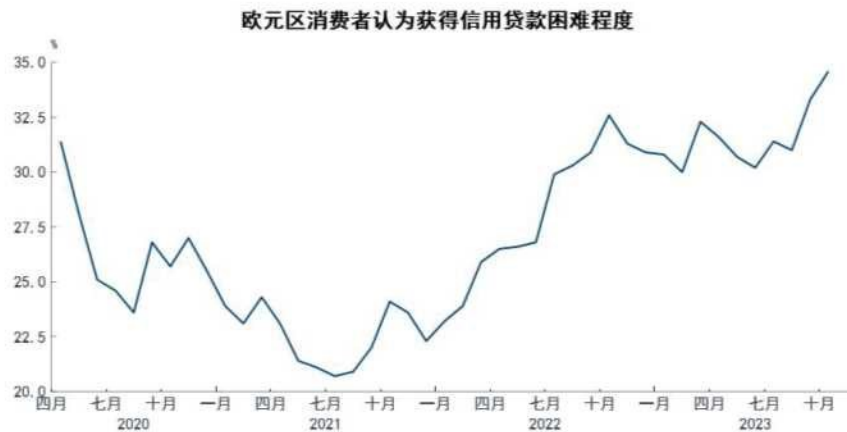
图35: 2023 欧元区 GDP 增长进一步下滑



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

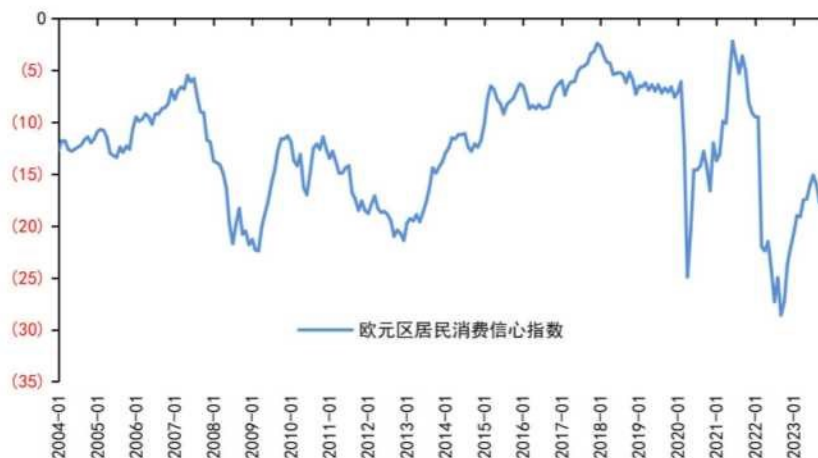
2023 年欧元区居民消费前三季度贡献了实际 GDP 环比年化 0.06% 的增长，较 2022 年 0.16% 的水平继续下滑。我们认为一方面高通胀带来了较高的生活成本，能源价格高企一定程度上挤压了欧洲居民对其他商品和服务的消费；另一方面，瑞士信贷暴雷后，欧洲银行收紧了信贷条件，居民获取信贷难度上升一定程度影响了消费信心。

图36: 2023 年欧元区消费者获取信贷难度增加



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

图37: 2023 年欧元区居民消费信心处于历史偏低水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算和整理

2023 年净出口贡献了欧元区实际 GDP 环比年化 0.03% 的增长，较 2022 年 0.18% 的水平明显走弱。值得关注的是，2023 年出口对实际 GDP 贡献转负，进口对实际 GDP 贡献转正，这意味着 2023 年欧元区进口和出口均出现了负增长。我们认为 2023 年欧元区进出口表现较差受两大因素拖累：（1）海外需求下滑。美国作为欧盟第一大出口国，2023 年美国进口需求偏弱极大影响了欧元区出口。（2）欧元区产品缺乏竞争力。一方面，俄乌战争爆发后欧盟能源短缺问题较为严重，极大推高了欧元区制造业的生产成本；另一方面，由于日元相对欧元贬值，日本产品价格优势显著，进一步挤压了欧元区出口份额。

图38：2023 年美国进口需求偏弱影响欧元区出口



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2023 年欧元区工业产出同比增速持续下滑，截至 2023 年 10 月，欧元区工业产出同比降至-5.7% 的历史低位。工业产出转负一方面反映出需求低迷，另一方面也反映了企业对经济前景不乐观，主动补库存动力不强。同时欧央行加息推高了企业融资成本，进一步抑制了企业的资本开支意愿。

图39：2023 年欧元区工业产出同比增速转负



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2023 年欧盟各国逐步取消与疫情相关的临时措施，并减少对私人投资的补贴，财政对实体经济的支持力度有所下滑，主要表现在政府杠杆率（政府债务/名义 GDP 比重）下滑。

图40: 2023 年欧元区政府杠杆率进一步降低



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

通胀方面，2023 年欧元区整体通胀和核心通胀呈快速下降的趋势，截至 2023 年 10 月，欧元区 HICP 和核心 HICP 同比分别降至 2.4% 和 3.6% 的水平。一方面，能源价格高位回落、供应链修复等供给端因素改善驱动通胀降温。另一方面，利率上升叠加金融环境收紧对需求的抑制作用开始显现。

图41: 2023 年欧元区通胀快速降温



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

前瞻来看，我们认为 2024 年欧元区经济衰退风险上升：（1）通胀降温、供应链修复对经济的正向贡献接近尾声。此前供给修复带动通胀快速下行，居民实际收入增速回升、企业原材料成本下降一定程度对冲了货币紧缩对经济增长的抑制作用。但随着通胀企稳，供应链修复结束，高利率对经济的抑制作用将明显加强。

（2）利率上升以及融资条件收紧会抑制居民和企业借贷，增强其储蓄意愿，继续抑制消费者支出以及企业资本开支。欧洲央行消费者预期调查（CES）显示，预计抵押贷款利率将继续上升以及预计获得信贷变得更加困难的受访者比例均保持高位。（3）2024 年全球经济走弱将进一步抑制对欧元区商品的需求，预计欧元区 2024 年出口依旧低迷。（4）财政对经济的支持力度减弱。欧央行预计欧盟各国 2024 年能源相关补贴规模将进一步减少，并于 2025 年退出该补贴政策。预计 2024、2025 年欧元区政府债务杠杆率将降至 83%和 79%的水平。

通胀方面，货币紧缩对经济的抑制作用已开始显现，我们认为 2024 年欧元区通胀将继续下降，但下降速度更为缓慢，主要是食品和服务领域通胀压力的缓解速度较慢、且范围更广。

货币政策方面，考虑到欧元区经济景气显著下滑，2024 年“稳经济”大概率成为欧央行的主要矛盾。（1）欧央行加息基本结束：欧央行认可外部需求疲软和融资条件收紧对投资和消费支出造成越来越大的压力，欧央行政策利率已达“限制性”，再度加息的可能性不大。（2）欧央行降息时点大概率滞后于美联储：若欧央行提前降息，欧元贬值将进一步增加原材料成本，给欧元区经济带来更大的下行压力。

风险提示

政策力度不及预期

免责声明

分析师声明

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。

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

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中所提及的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 层
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