

# 2024年十大关键词

胡国鹏(证券分析师)

S0350521080003

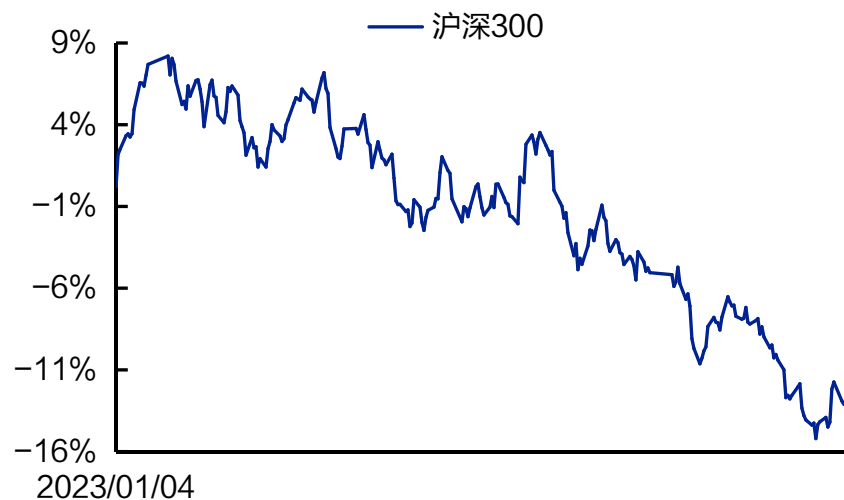
[hugp@ghzq.com.cn](mailto:hugp@ghzq.com.cn)

袁稻雨(证券分析师)

S0350521080002

[yuandy@ghzq.com.cn](mailto:yuandy@ghzq.com.cn)

## 最近一年走势



## 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
沪深300	-3.0%	-8.4%	-13.1%

## 相关报告

《策略周报：如何布局春季躁动\*胡国鹏，袁稻雨》——2023-12-24

《策略周报：经济工作会议的影响和投资机会\*胡国鹏，袁稻雨》——2023-12-17

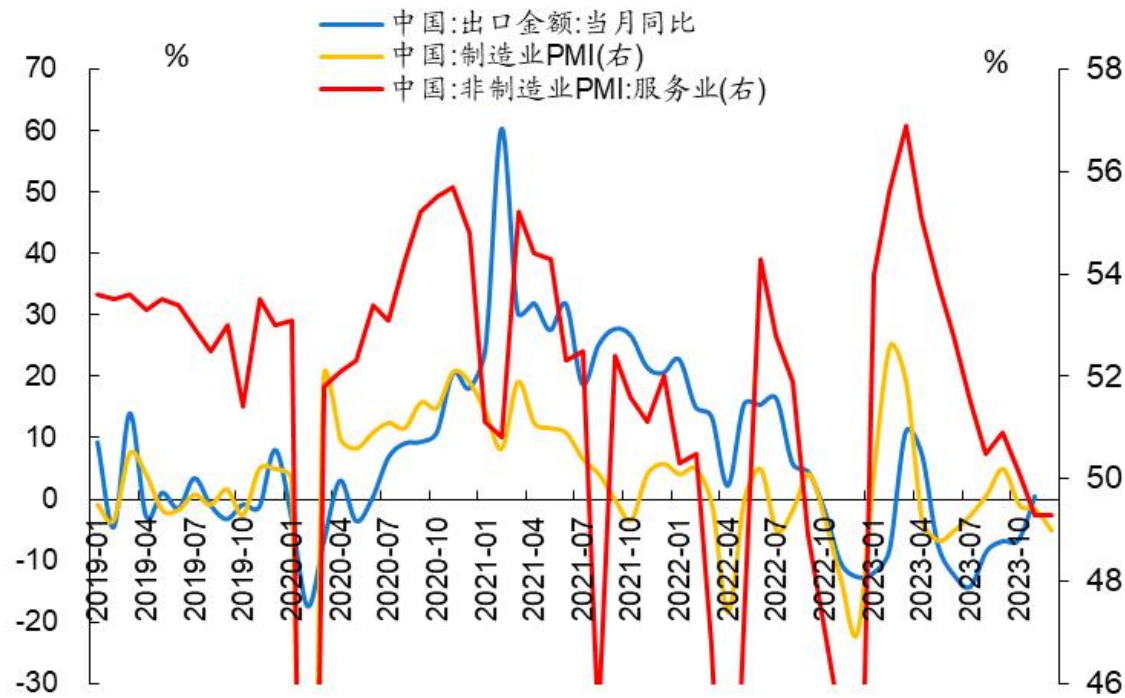
《张弛有度——2024年度策略报告\*袁稻雨，胡国鹏》——2023-12-08

- ◆ **关键词1：有效需求不足。**我们预计2024年我国经济仍面临内外需不足的挑战，出口、地产和消费的改善需要等待。
- ◆ **关键词2：投资驱动。**我们预计2024年投资为我国经济增长的核心驱动力，民间投资有望迎来边际改善，城中村改造为主要增量。
- ◆ **关键词3：美国降息。**2024年全球流动性处于拐点位置，美联储何时降息将成为市场博弈的核心。预计核心PCE稳定在3%以下或是前提条件，叠加财政支出力度限制背景下拜登政府的连任压力影响，本轮美联储的降息窗口有望于24Q2打开，10Y美债利率将维持下行趋势。
- ◆ **关键词4：共振宽松。**在海外掣肘缓解、国内经济基本面尚不稳固的背景下，稳增长成为货币宽松的主要诉求，回顾两轮中美货币政策共振宽松的周期，我国央行均选择“跟随式”降息的策略，考虑到商业银行的净息差压力、汇率稳定等因素，降准具备更高的优先级。明年财政发力托底信用端，社融增速有望企稳。
- ◆ **关键词5：以进促稳。**以进促稳就是通过转方式、调结构、提质量、增效益、重大改革上的“进”来更好实现“稳”，宏观政策在保持总量宽松的前提下更突出结构性的支持，三大工程将成为2024年结构性政策支持的重点。
- ◆ **关键词6：改革创新。**2024年将召开三中全会，改革仍是年度重点工作之一，其中金融改革重在落实，新一轮财税改革或是亮点。科技创新更加关注对前沿技术领域的研究，重在发展新质生产力。
- ◆ **关键词7：估值驱动。**2024年业绩驱动较为一般，估值驱动更为重要。2021年以来的估值调整不论是时间还是空间都已至极限，后续估值抬升的三大动力来自于：均值回归、中美共振宽松、改革创新。
- ◆ **关键词8：mini2019。**当前市场性价比和情绪水平同2018年底较为接近。2024年同2019年有三大相似点：中美共振宽松、经济企稳上有顶下有底、科技等新兴产业有亮点。三大不同点：地产周期、消费者信心、大小盘周期。
- ◆ **关键词9：成长主导。**成长板块关注边缘AI终端新一轮创新周期的启动以及卫星互联网基础设施建设提速，兼顾人口结构变化以及技术革新带来的医疗服务，细分领域关注医药生物、半导体、消费电子、卫星互联网、人形机器人、游戏、计算机等。
- ◆ **关键词10：低波红利。**长期来看，低波红利资产能够走出稳健上行的趋势，在十债利率整体下行、高收益资产缺失、市场震荡的背景下配置价值凸显。细分领域关注资产质量稳健的大型银行和需求受支撑的高股息煤炭股。
- ◆ **风险提示：房地产市场进一步调整、欧美经济衰退、美联储政策利率维持高位、地缘政治扰动加剧、产业政策推进速度不及预期、比较研究的局限性、历史数据仅供参考等。**

**关键词一：有效需求不足**

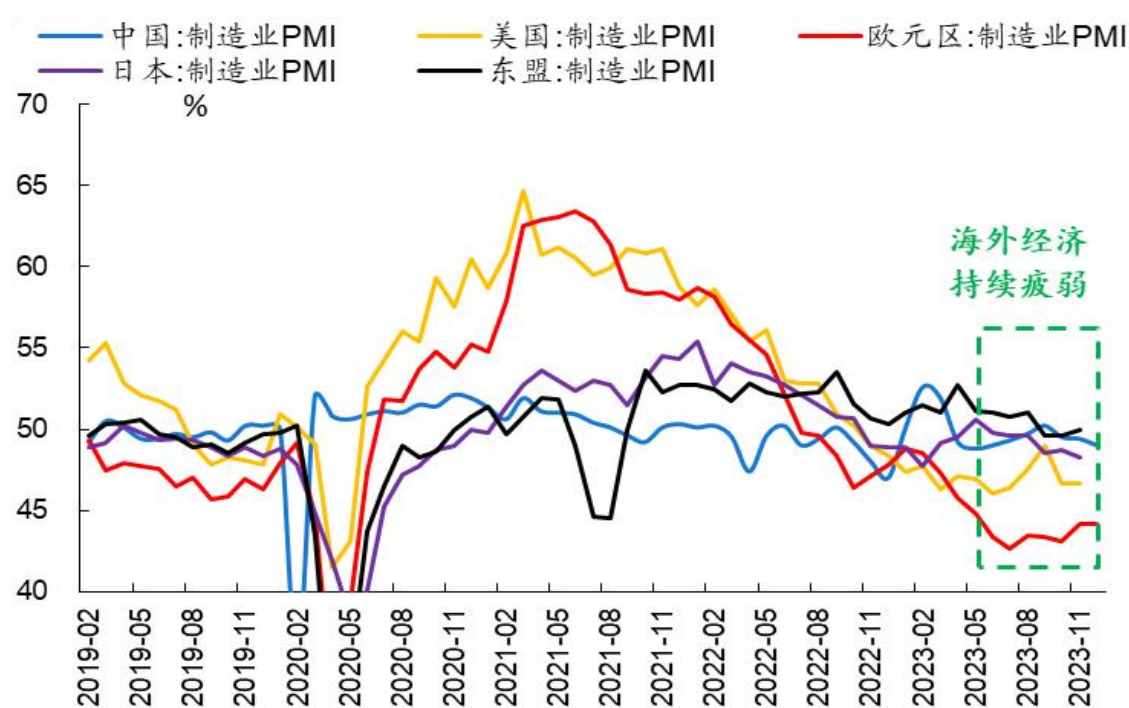
# 2024年我国经济面临有效需求不足的挑战

图表：我国有效需求不足，内外需双弱



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：海外经济疲弱，我国出口或承压

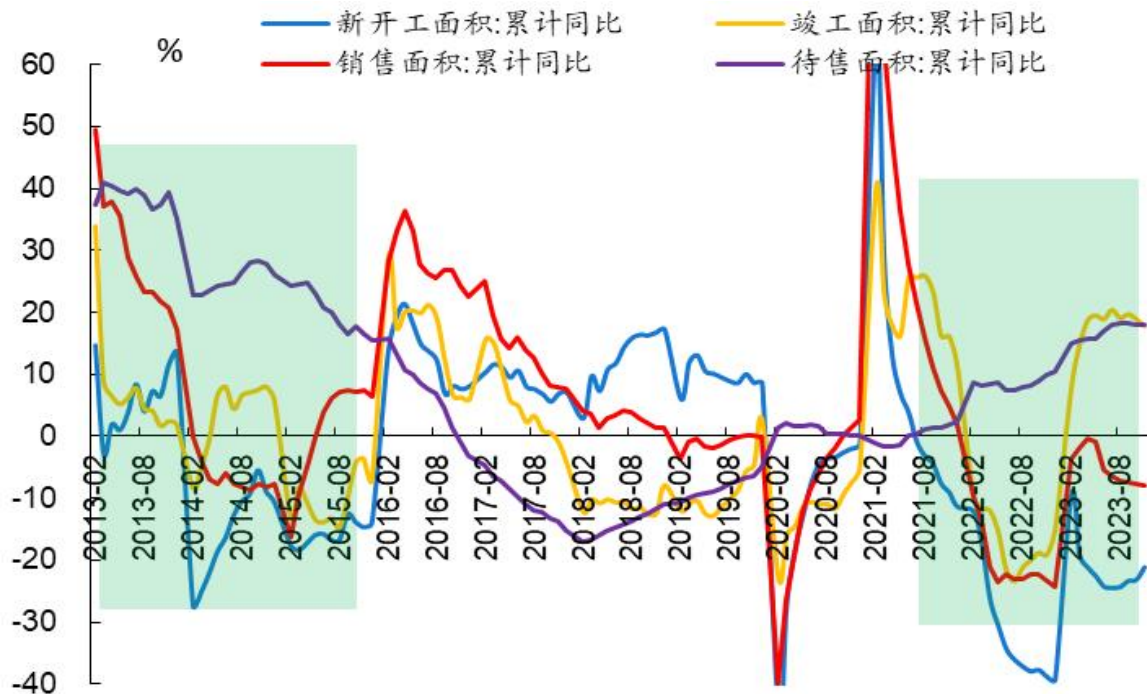


资料来源：Wind、国海证券研究所

- 我国经济面临有效需求不足的挑战，内外需双弱。一方面，外需在海外经济疲弱的背景下或承压。2023年8月至今，欧美日等发达国家制造业PMI持续低于50%，东盟制造业PMI从2023年4月的52.7%下降至11月的50%，海外主要经济体在美联储高利率、逆全球化和地缘政治风险的背景下走弱，我国出口2024年或承压。
- 另一方面，我国内需处于转型升级的阵痛期。2023年四季度以来，我国制造业PMI持续低于50%，部分行业（如新能源等制造业）面临产能过剩的挑战，服务业PMI在11-12月均低于50%，收入和就业预期的疲弱导致消费低迷。因此，制造业和非制造业均面临有效需求不足的挑战。

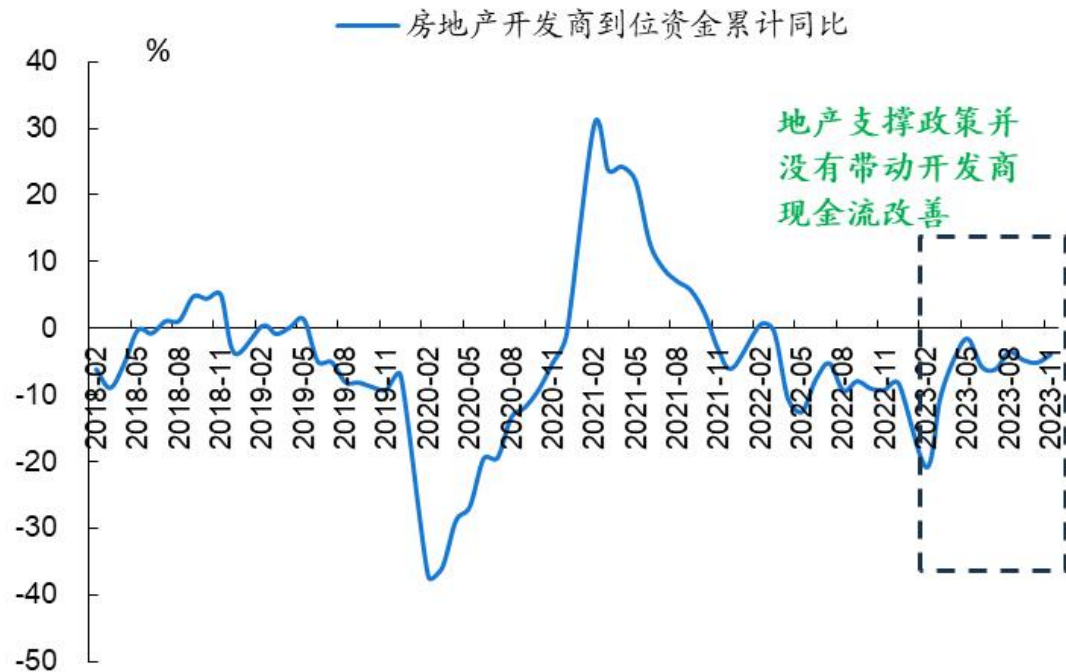
# 我们预计2024年我国房地产周期仍处于下行阶段

图表：与2013-2015年相似，2021年下半年至今我国地产周期处于下行阶段



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：我国房企信心有待提高

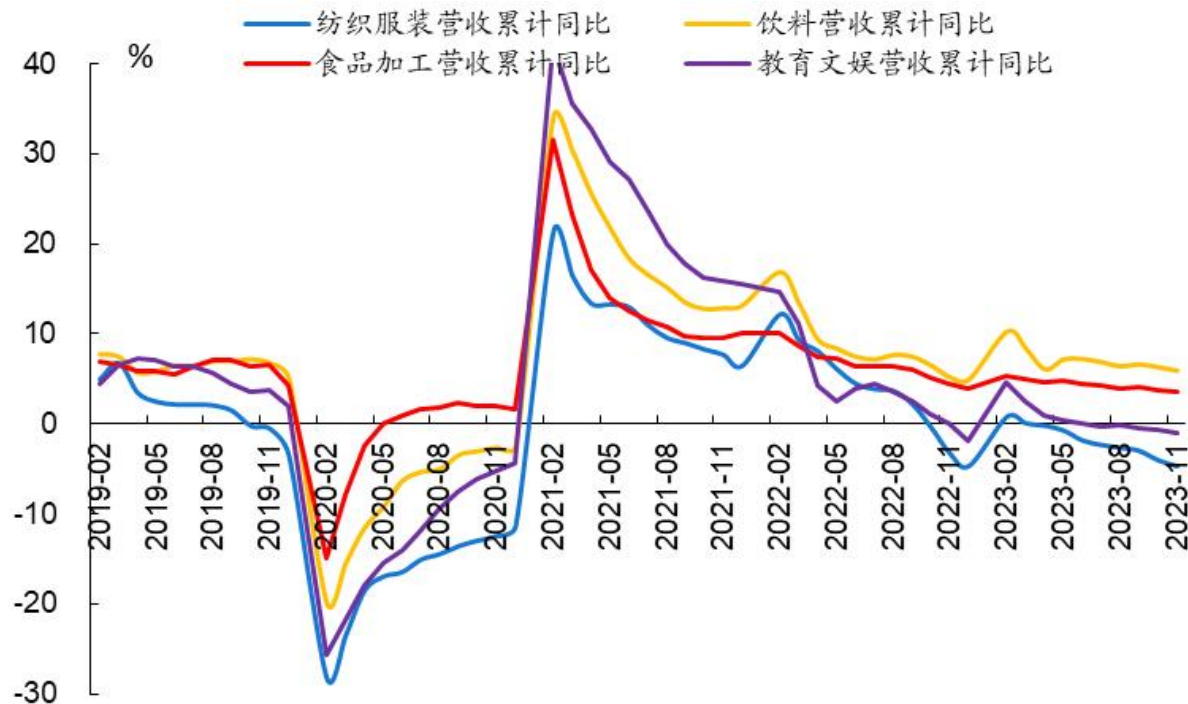


资料来源：Wind、国海证券研究所

➤ 2024年我国房地产周期可能进入“主动去库”的下行阶段。与2013-2014年相似，2021年下半年至2023年11月我国房地产周期处于被动补库的下行阶段，即竣工面积持续正增长且销售疲弱（供过于求），即便2023年Q1我国楼市迎来小阳春和2023年三季度我国出台“认房不认贷”等支持房地产政策，房地产开发商到位资金累计同比仍持续负增长，房企信心有待提高，由于期房从新开工到竣工的时间周期一般为2年左右，我们预计2024年我国房地产将进入主动去库（竣工、销售均疲弱）的下行阶段。

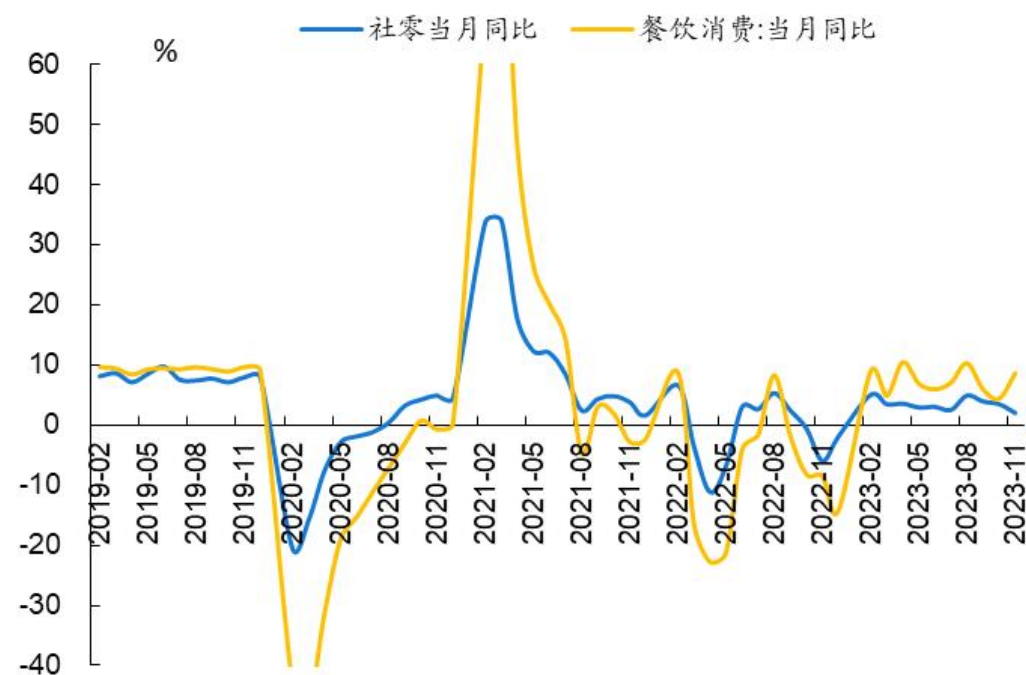
# 2024年我国消费边际改善的空间有限

图表：2023年下半年以来，我国主要消费领域同比增速持续走弱



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：2023年9-11月我国社零当月同比持续下滑



资料来源：Wind、国海证券研究所（注：2023年当月同比采用与2022年同期的平均数）

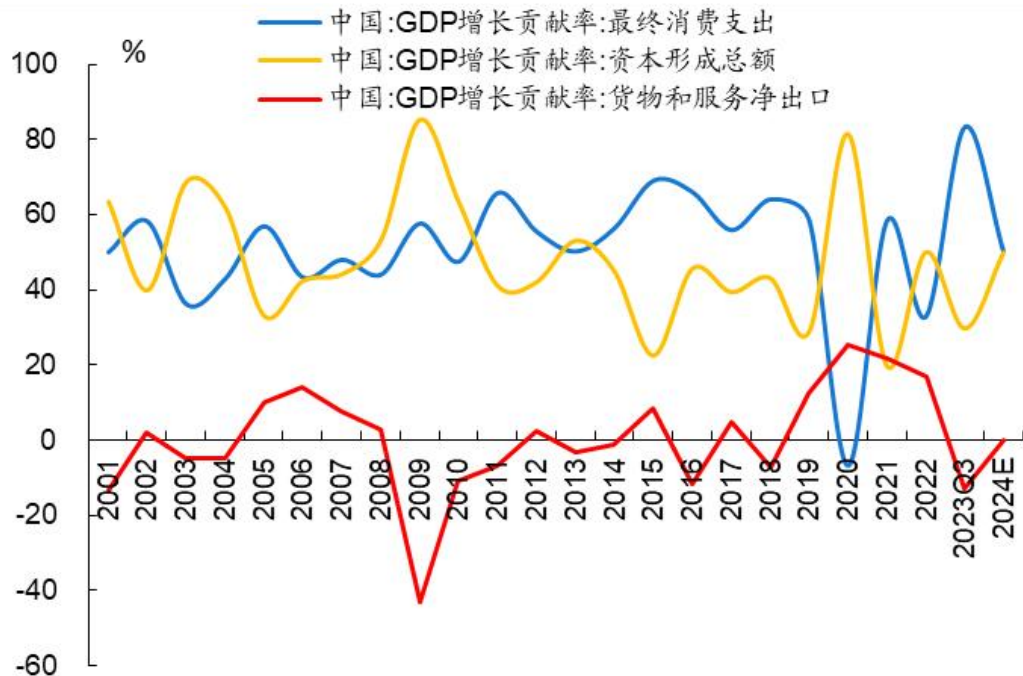
- 我们预计2024年在收入和就业预期疲弱的背景下，我国消费边际改善的空间有限。从总量上来看，2023年下半年我国收入和就业的预期仍然低迷，我国消费意愿信心指数仍然在90左右的低位震荡，我国社零当月同比（2年平均值）在2023年9-11月持续下降。从结构上来看，2023年下半年除餐饮以外，纺织服装、食品、饮料、教育文娱消费均持续疲弱。叠加我国人口老龄化的到来，我们预计2024年我国收入和就业在地产低迷和有效需求不足的情况下仍会持续，消费边际修复的空间相对有限。

## 关键词二：投资驱动



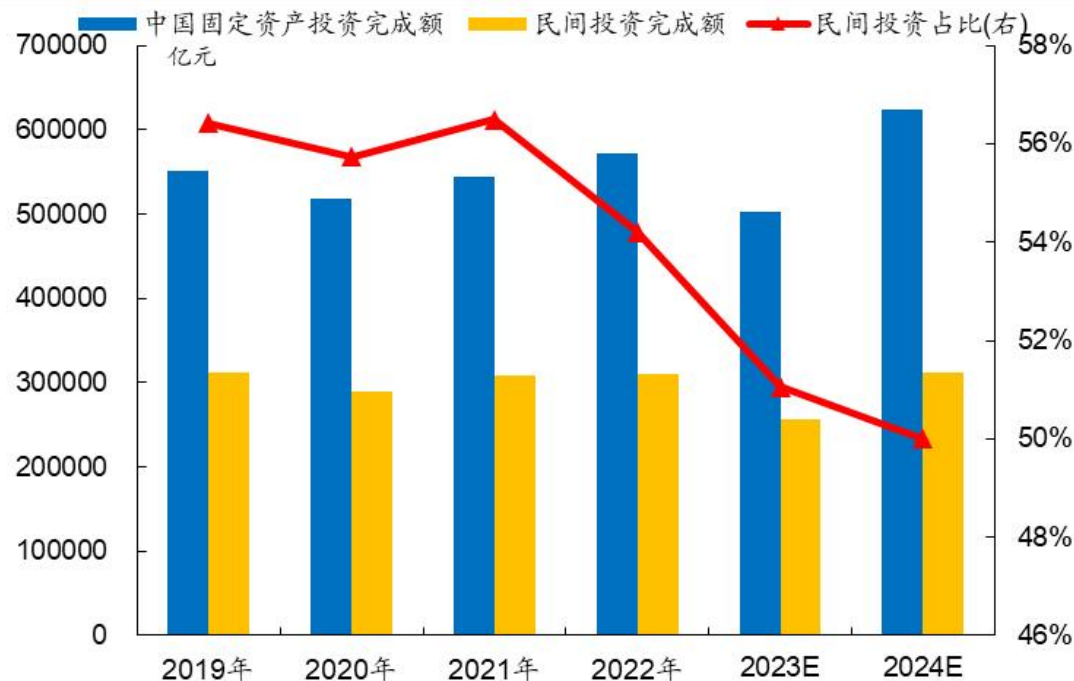
# 我们预计2024年我国经济为投资驱动，民间投资有望边际改善

图表：我们预计2024年投资将成为我国GDP增长的主要驱动力



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：我们预计2024年我国民间投资有望较2023年有所增长



资料来源：Wind、国海证券研究所

- 我们预计2024年投资为我国经济增长的主要驱动力，三大部门排序为投资>消费>出口。2023Q3投资对我国GDP增速的贡献率接近30%的低位，2024年城中村改造和保障性住房建设为我国投资带来了较大的增量，而存量房贷利率下调为我国消费带来的增量略低于投资，预计2024年我国GDP增速可能会达到5%左右，投资为我国经济增长的主要驱动力。
- 我们预计2024年我国民间投资有望较2023年有所改善。假设2023-2024年我国平均GDP增速为5%，2024年我国民间投资占总投资的50%，2024年投资占GDP的50%，我们预计2024年我国民间投资有望回升至31.2万亿元，叠加近期出台的PPP新机制强调“优先考虑民企为资本方”，2024年我国民间投资有望较2023年迎来边际改善。

# 我们预计2024年投资的增量主要在城中村改造

图表：2023年4月政治局会议以来，我国在政策上支持城中村改造提速

2023年我国城中村改造政策汇总	
顶层设计阶段	
2023年4月28日	2023年4月政治局会议首次提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和平急两用公共基础设施建设”
2023年6月8日	第十四届陆家嘴论坛强调“强化对投资的融资保障，支持超大特大城市城中村改造和平急两用基础设施建设”
2023年7月24日	国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，政治局会议强调推进城中村改造。
试点阶段	
2023年7月28日	中共中央召开在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电话会议，何立峰强调“坚持以市场化为主导、多种业态并举的方式展开城中村改造”
2023年8月1日	国开行2023年党建工作座谈会，再次强调“积极推动城中村改造”
2023年8月18日	中国人民银行、证监会、金融监管总局再次强调“积极推进城中村改造、平急两用”基础设施建设。
2023年9月5日	自然资源部在《关于开展低效用地再开发试点的通知》中决定在北京等43个城市
推广阶段	
2023年9月25日	人民银行三季度例会上强调“加大对平急两用、城中村改造、保障性住房等建设的金融支持力度”
2023年10月12日	住建部强调积极推进城中村改造，在城中村改造信息系统投入使用的2个月以来，已入库城中村改造项目162个
2023年11月22日	金融工作会议强调“三大工程”——保障性住房、城中村改造和“平急两用”
2023年12月12日	中央经济工作会议强调“三大工程”，并将其放入防范风险的内容当中

资料来源：自然资源部、中国网财经、中国政府网、中国证券报、新华网、澎湃新闻、第一财经、国海证券研究所

- 2023年四季度以来，我国城中村改造已经进入推广阶段，2024年有望提速。11月金融工作会议和12月中央经济工作会议均强调了“三大工程”，而且后者将城中村改造放入“防范化解重大风险”的内容中，我们预计2024年城中村改造有望提速。
- 我们预计2024年城中村改造拉动投资1.55万亿，拉动GDP增速0.5%。根据我们测算，城中村居住面积大约为15.47亿平方米，假设建安成本为5000元/平方米，城中村改造拉动投资总规模为9.28万亿元，假设2024年完成城中村改造进度的1/6，预计2024年城中村改造投资规模为1.55万亿元，假设2023年和2024年我国实际GDP平均增速为5%，城中村改造将拉动GDP增速0.5%。

图表：我们预计城中村改造拉动投资9.28万亿元，2024年拉动1.55万亿元

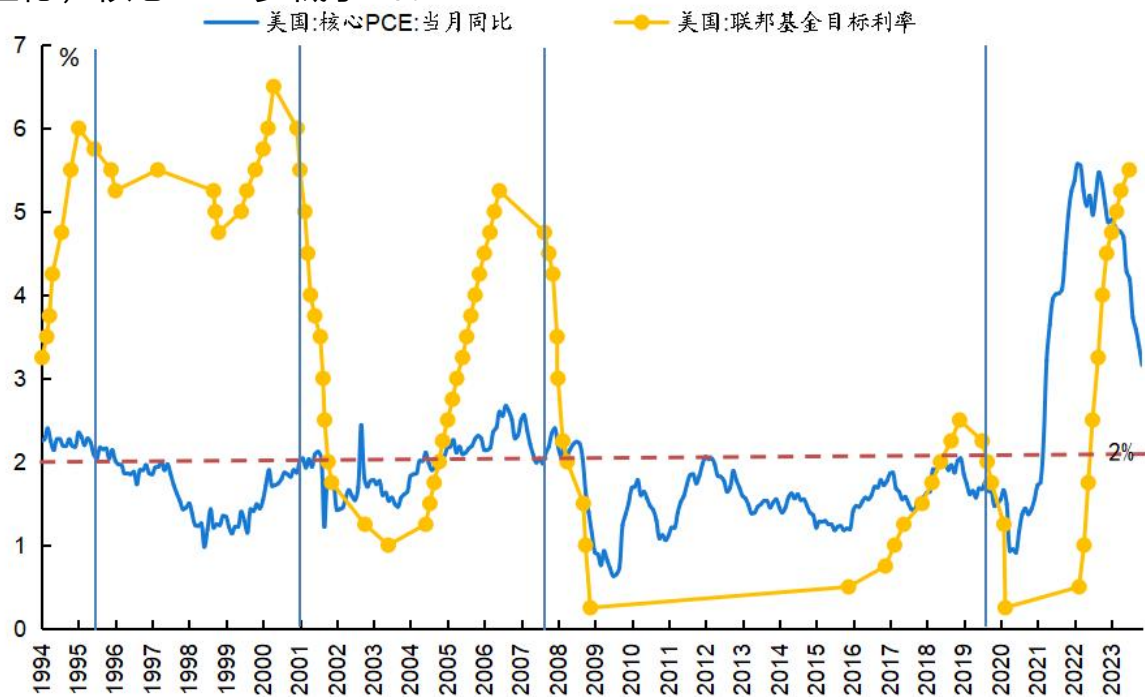
超大、特大城市	城中村人均居住面积(平方米)	城中村住房面积(万平方米)	拉动投资(亿元)
天津	22	8425	4212
北京	22	13892	6946
上海	22	16063	8032
深圳	22	12463	6231
广州	22	11766	5883
佛山	22	6606	3303
东莞	22	6993	3496
重庆	22	16559	8280
成都	22	12340	6170
杭州	22	7546	3773
武汉	22	8448	4224
南京	22	5947	2974
郑州	22	7397	3699
沈阳	22	5646	2823
哈尔滨	22	3824	1912
大连	22	4459	2230
西安	22	7512	3756
青岛	22	5808	2904
济南	22	5082	2541
长沙	22	6302	3151
昆明	22	4971	2485
苏州	22	7568	3784
合计	22	185600	92808

资料来源：Wind、第一财经、证券时报、上海证券报、国海证券研究所

## 关键词三：美国降息

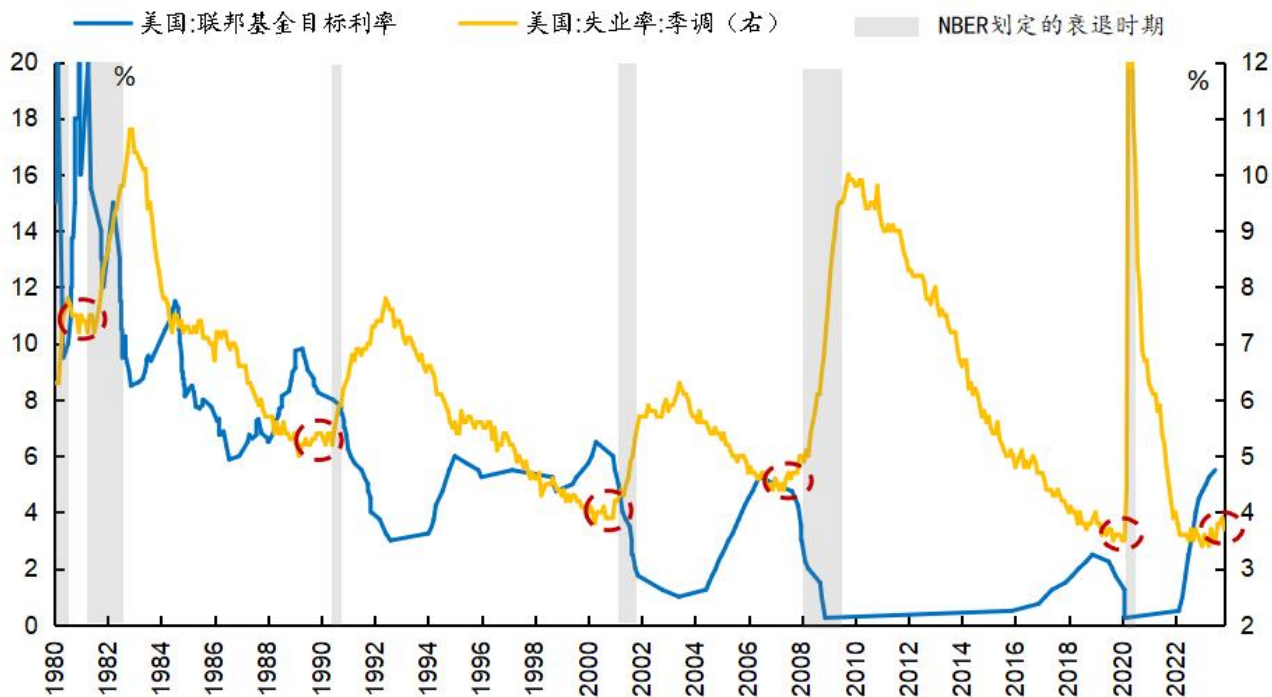
# 本轮核心通胀回落仍是政策转向的前提条件

图表：上世纪90年代以来美联储四轮降息开启前美国通胀水平均呈现阶段性企稳，核心PCE多低于2%



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：失业率的明显回升是经济衰退的标志，降息通常提前开启



资料来源：Wind、国海证券研究所

- **核心通胀回落是美联储降息的必要条件。**回顾上世纪90年代以来四次加息周期结束后开启降息的背景，核心PCE均位于2%左右，符合美联储制定的长期通胀目标。本轮由于劳动力供给的缺失以及全球资源品供给格局的恶化，美联储对于本轮通胀反复的风险更为谨慎。我们预计在核心PCE稳定在3%以下之前，美联储传递降息信号的可能性较低，最早或于2024年Q2出现。
- **失业率的明显上升预示着经济衰退，通常倒逼降息开启。**从过去美国经济衰退时期的表现来看，失业率的变化相对于降息偏滞后，其出现明显回升时经济大概率已陷入衰退，降息通常提前开启，因此市场对于失业率在底部的边际变化通常较为敏感。但本轮美国劳动力缺口短期难以弥合，由失业率上升倒逼降息的情形出现可能性偏低。

# 2024年美国财政支出力度大概率环比缩减，降息或成为优先选择

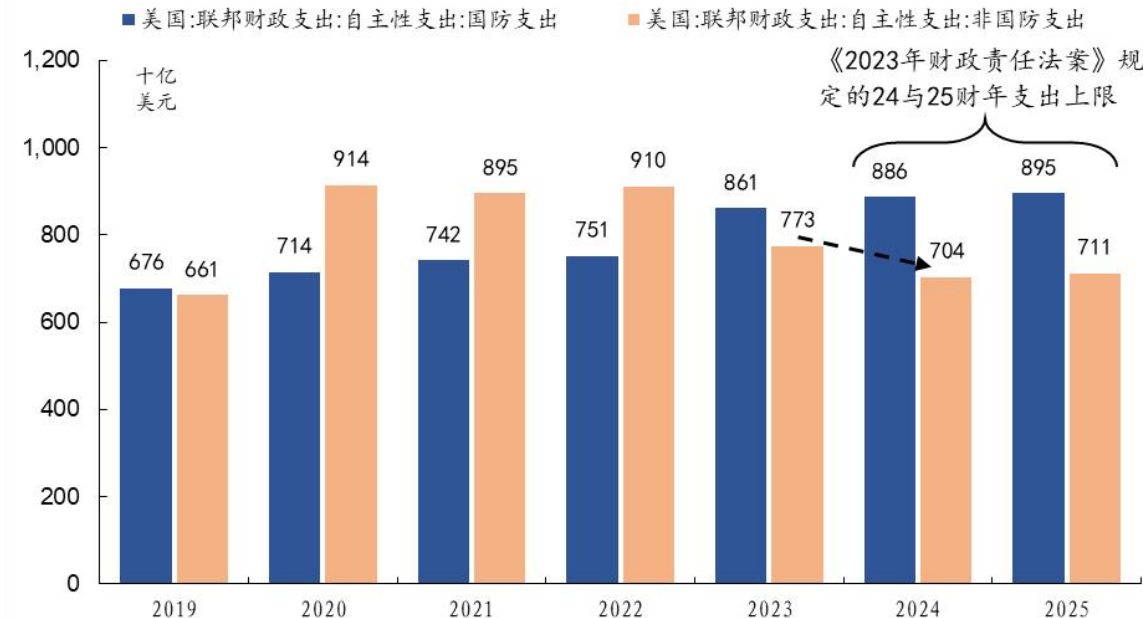
图表：回顾过往10届美国大选年，在总统失去众议院的情况下，美国财政支出力度与赤字率大概率环比缩减

过往10届美国大选年	总统 (政党)	众议院多数党	△联邦财政总支出占GDP比例 (pct)	△自主性支出占GDP比例 (pct)	△联邦财政赤字率 (pct)	△有效联邦基金利率年均值 (pct)	△10Y美债利率年均值 (pct)
2020年	特朗普 (共和党)	民主党	10.10	1.41	10.22	-1.78	-1.25
2016年	奥巴马 (民主党)	共和党	0.37	-0.09	0.71	0.26	-0.30
2012年	奥巴马 (民主党)	共和党	-1.41	-0.79	-1.72	0.04	-0.98
2008年	小布什 (共和党)	民主党	1.08	0.39	1.98	-3.09	-0.97
2004年	小布什 (共和党)	共和党	-0.09	0.13	0.08	0.22	0.26
2000年	克林顿 (民主党)	共和党	-0.27	0.04	-1.01	1.27	0.38
1996年	克林顿 (民主党)	共和党	-0.42	-0.51	-0.82	-0.54	-0.13
1992年	老布什 (共和党)	民主党	-0.20	-0.43	0.11	-2.17	-0.85
1988年	里根 (共和党)	民主党	-0.35	-0.28	-0.12	0.91	0.46
1984年	里根 (共和党)	民主党	-1.29	-0.38	-1.18	1.14	1.36
均值			0.75	-0.05	0.82	-0.37	-0.20
- 除去2008、2020年两次危机			-0.46	-0.29	-0.49	0.14	0.02
-- 失去众议院支持			-0.51	-0.35	-0.58	0.13	-0.01

资料来源：Wind、The White House、国海证券研究所

- **2024年美国财政支出力度大概率环比缩减。**回顾过往10届美国大选年，在总统失去众议院支持的情况下，美国财政支出，尤其是自主性支出，占GDP比重大概率环比缩减，赤字率亦多环比下滑。当前美国众议院由共和党执掌，并且在FRA(《2023财政责任法案》)的限制下，2024财年美国非国防自主性支出或将环比回落约9%，2024年美国财政支出力度大概率环比缩减。
- **虽然货币政策独立性较强，但对于拜登政府而言，在大选前降息或是优先选择。**时间上来看，在大选结束前的1-2个季度，美国经济成色将成为影响执政党连任胜率的关键因素，因此在2024年整体财政支出受限，但利息支出压力仍在增加的形势下，若通胀环境达到一定条件，美国政府对于降息或将有较强诉求。

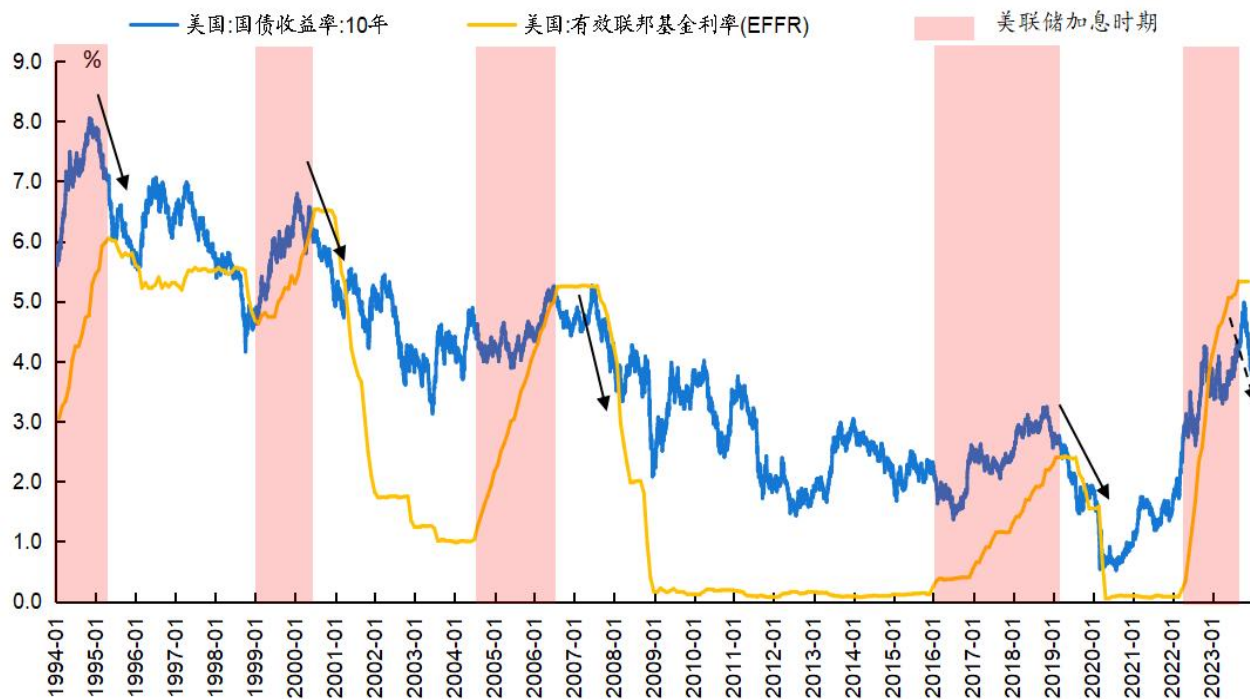
图表：根据《2023财政责任法案》规定的财政支出限制，2024财年美国联邦政府自主性支出相比2023年将有所下滑



资料来源：Wind、CBO、国海证券研究所

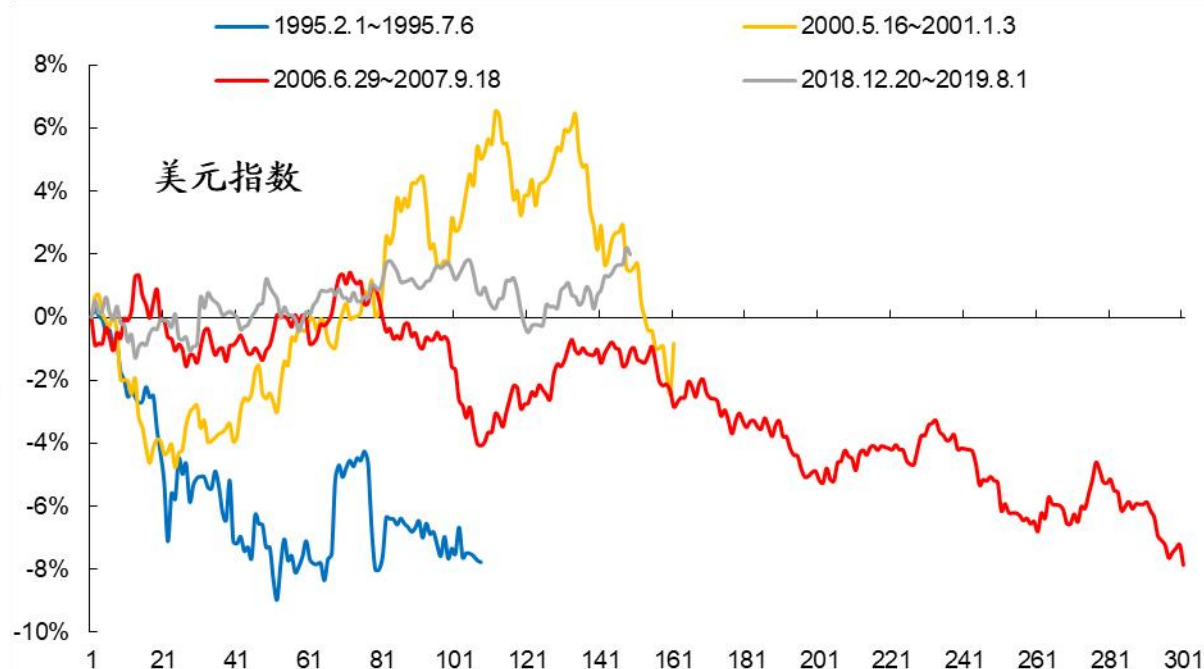
# 预计2024年美债利率将维持下行趋势

图表：美联储暂停加息后美债利率大概率开启下行趋势



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：美联储停止加息至开启降息期间美元指数不一定单边走弱



资料来源：Wind、国海证券研究所（注：横坐标表示停止加息后的天数）

- **2024年美债利率有望迎来趋势性回落，关注相关利率敏感品种的投资机会。**回顾1994年以来的四轮加息周期，在美联储停止加息后，10Y美债利率均高位回落，后续在降息开启后进一步加速下行。展望2024年，美债利率在经济、通胀与政策预期共振下行的环境下有望迎来趋势性回落，以1.8%的美国潜在经济增速与50BP降息幅度为基准假设，10Y美债利率有望回落至3.4%~3.5%。
- **美联储加息暂停，并不意味着美元开启单边贬值行情。**美元在过往美联储停止加息后的走势均不尽相同，相较美债利率，美元更反映美国经济与非美经济的相对强弱。例如2000年5月美联储停止加息后美元指数便经历了先抑后扬的走势，彼时欧洲经济的回落和欧元的疲软是主要影响因素之一。

## 关键词四：共振宽松

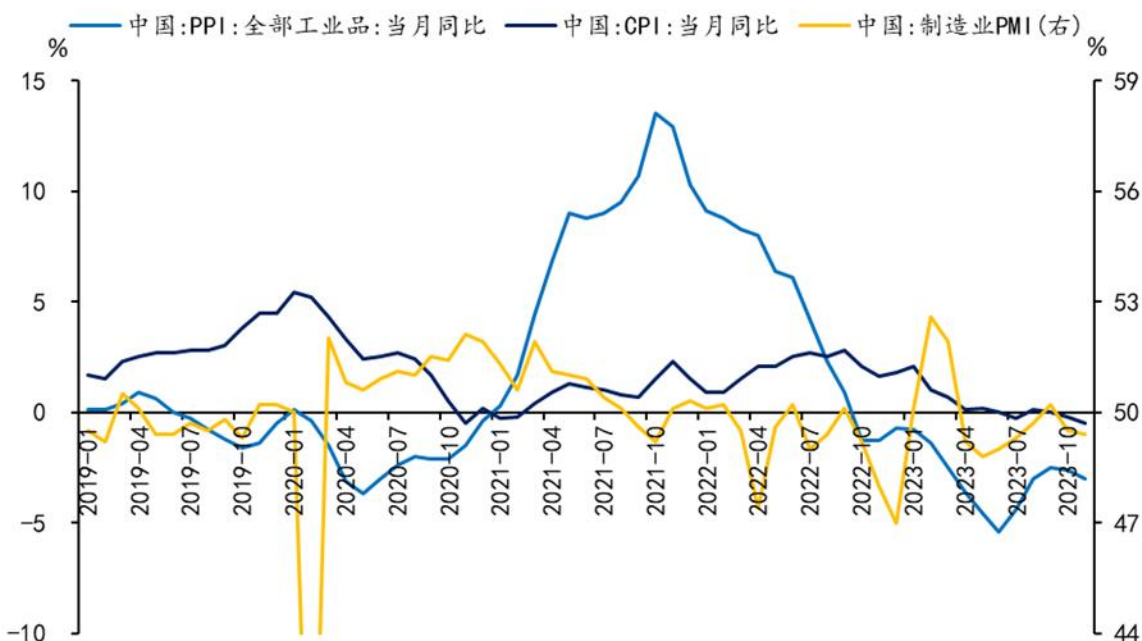
# 海外压制缓和，稳增长成为宽货币的主要诉求

图表：中美利差倒挂收敛，人民币汇率的贬值压力缓解



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：经济基本面尚不稳固，货币政策延续宽松仍有必要



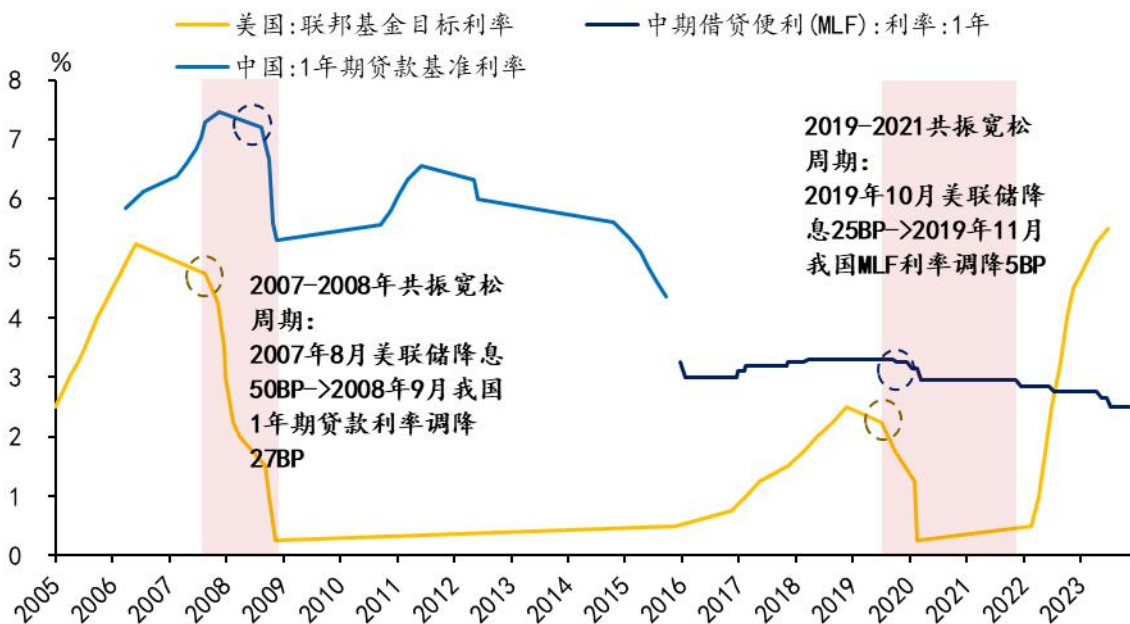
资料来源：Wind、国海证券研究所

- **海外压制缓和，国内货币政策空间有望打开。**2023年底美联储加息进程进入尾声，中美利差已呈现企稳反弹的特征，人民币汇率的贬值压力有所缓解，2024年国内货币政策空间再次打开。
- **宽货币稳经济预期的诉求不减。**2023年经济工作会议首次将价格预期目标纳入考量范围，意味着后续货币政策的实施需兼顾基本面及通胀水平，2023年10月起PPI、CPI以及制造业PMI数据再度下滑，宽货币稳经济预期的诉求不减。



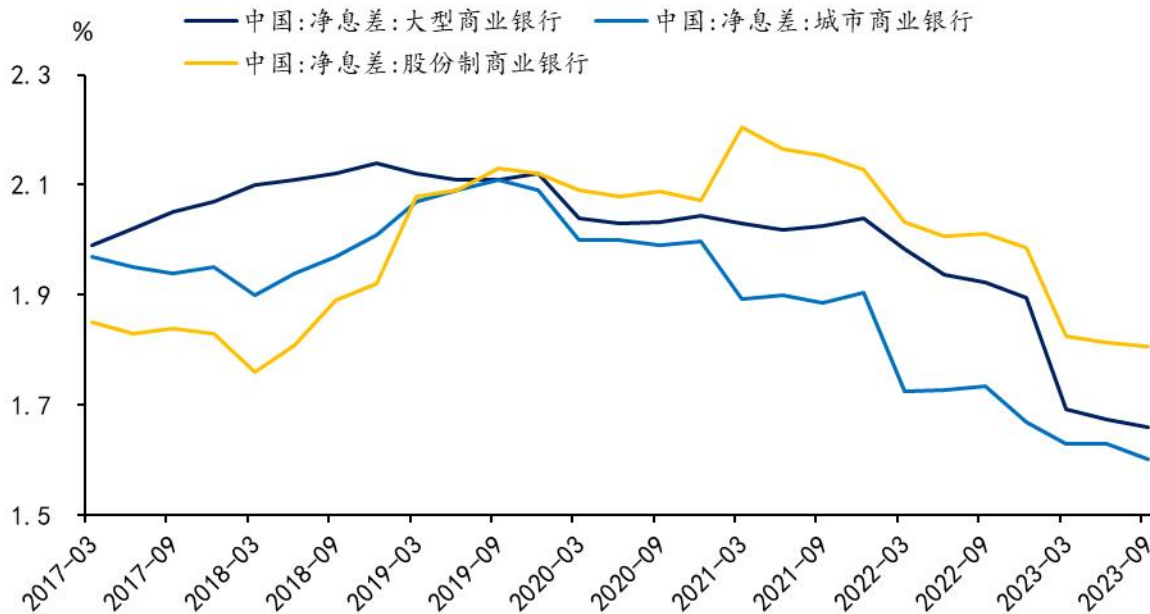
# 中美货币周期背离后的共振宽松，降准或具备更高的优先级

图表：两轮中美货币共振宽松周期，我国均选择“跟随式”降息



资料来源：Wind、国海证券研究所

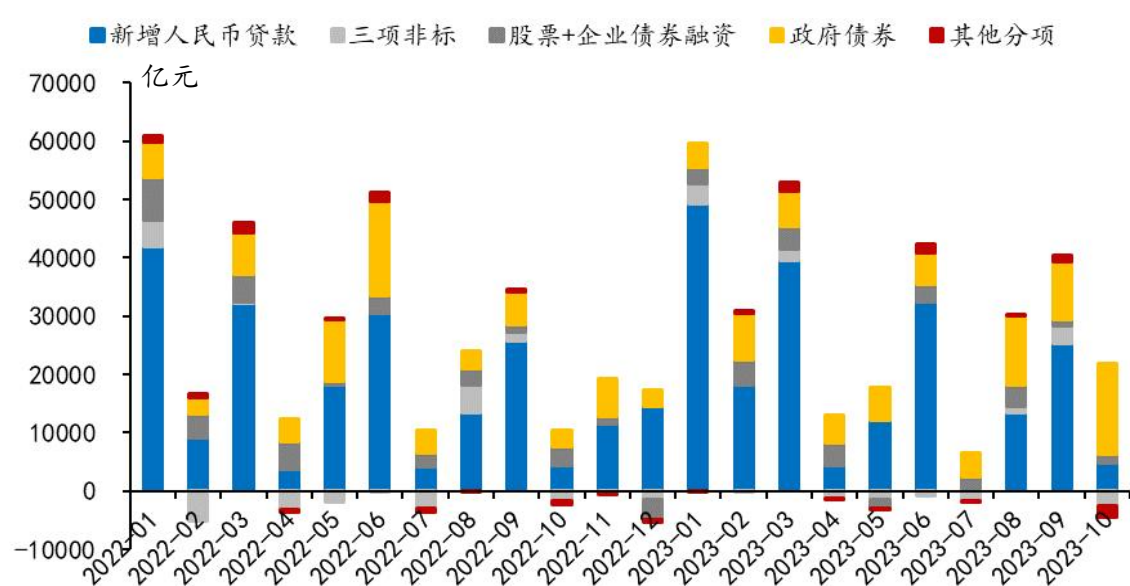
图表：商业银行净息差已降至近5年的历史低位，降息空间相对有限



资料来源：Wind、国海证券研究所

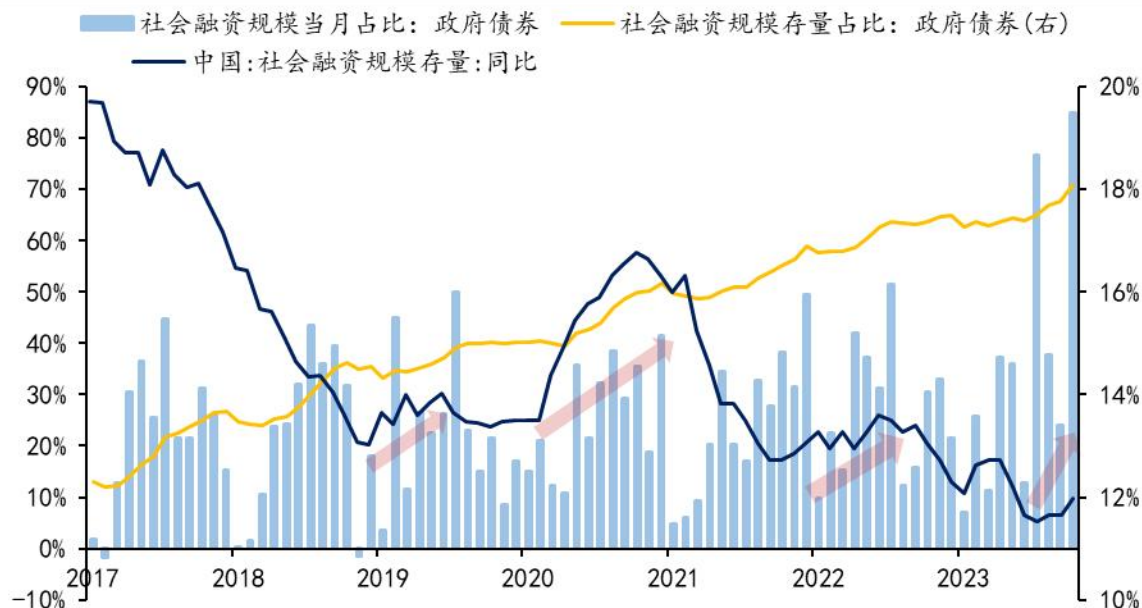
- 回顾两轮中美货币政策共振宽松的周期，我国央行均选择“跟随式”降息的策略。2007-2008年中美共振宽松的周期中，美联储率先于2007年8月降息50BP，我国央行于2008年9月调降贷款利率；2019-2021年中国货币共振宽松的周期中，美联储于2019年10月第一次降息，我国央行于11月调降MLF利率。
- 考虑到商业银行的净息差压力、汇率稳定等因素，降准具备更高的优先级。2022年以来中美货币政策周期一度背离，当前我国商业银行的净息差已降至近五年的历史低位，降息空间相对有限。考虑到人民币汇率回升基础尚不牢固，通过降准降低金融机构资金成本并配合财政发力的优先级更高。我们认为2024年年初仍具备降准的可能性，降息时点或在二季度。

图表：2023年Q4政府债券融资对社融的贡献度逐月上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：历轮政府债发行加力的时期，社融均企稳回升

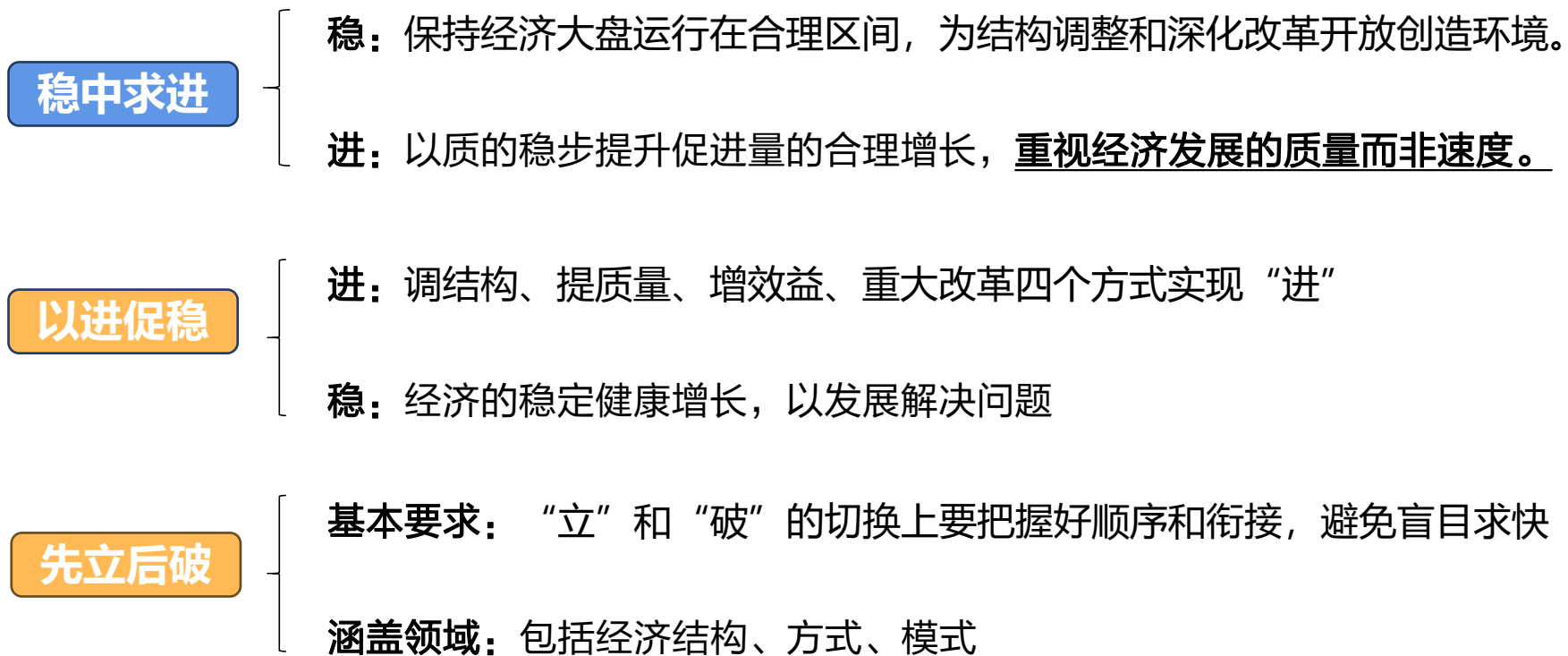


资料来源：Wind、国海证券研究所

- 近年来政府债券在社融存量的比重逐年上升，成为宽信用的主要支柱。从社融各分项角度看，2023年四季度起政府债券融资对社融的贡献度有所抬升，截至2023年10月政府债券融资额达1.56万亿，占社融总量比重约为90%，财政发力稳经济的信号确立。
- 财政发力托底信用端，对社融的拉动在1%左右。回顾历次政府债发行对社融单月贡献明显增加的时期，如2019年上半年、2020年及2022年上半年，社融增速均企稳回升，三个时期社融回升幅度大多在0.8%–1%内，仅有2020年除政府债发行外，受国内疫情稳定、国内经济率先复苏的拉动，社融增速提升三个百分点，财政发力对社融的拉动效果较为有限。

## 关键词五：以进促稳

图表：我国经济面临有效需求不足的困境

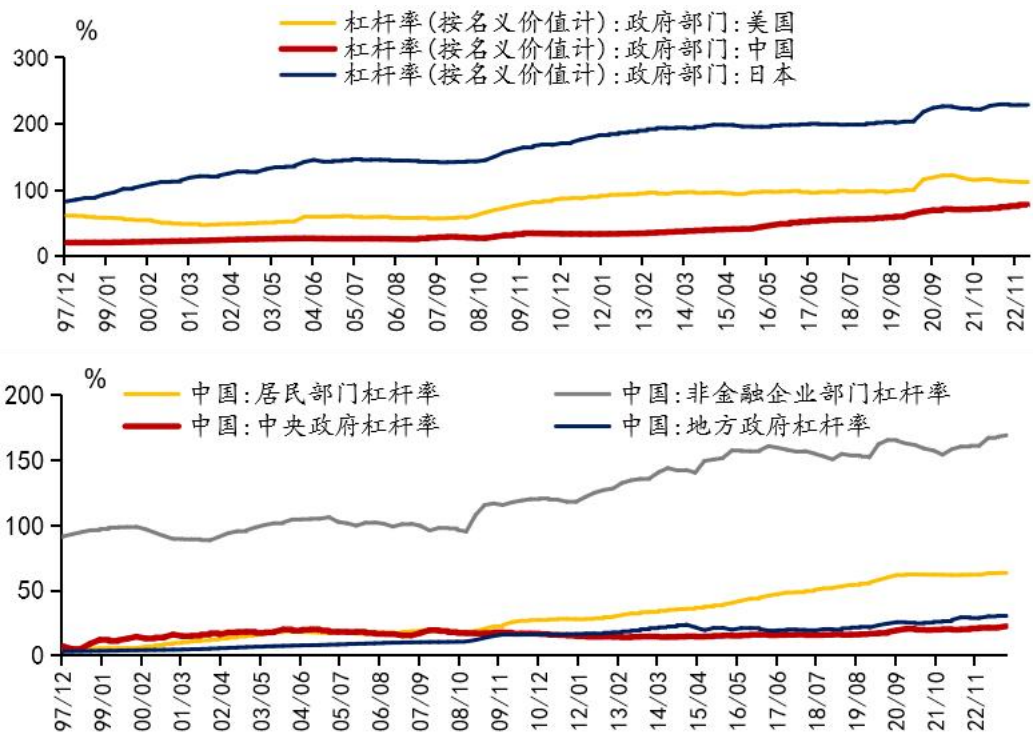


资料来源：深圳特区报、国海证券研究所

- 2023年中央经济工作会议对于2024年政策基调的描述由“稳字当头、稳中求进”变为“稳中求进、以进促稳、先立后破”。“以进促稳”就是通过转方式、调结构、提质量、增效益、重大改革上的“进”来更好实现“稳”，用发展的办法解决问题。“先立后破”是在“立”和“破”的切换上要把握好顺序和衔接，避免盲目求快，以稳定经济大局，意味着2024年宏观政策兼顾灵活性高效，保持总量政策要“够”结构政策要“准”。

# 财政政策：适度加力、提质增效

图表：横向及纵向对比之下，2024年中央财政更需“适当加力”



资料来源：Wind、国海证券研究所

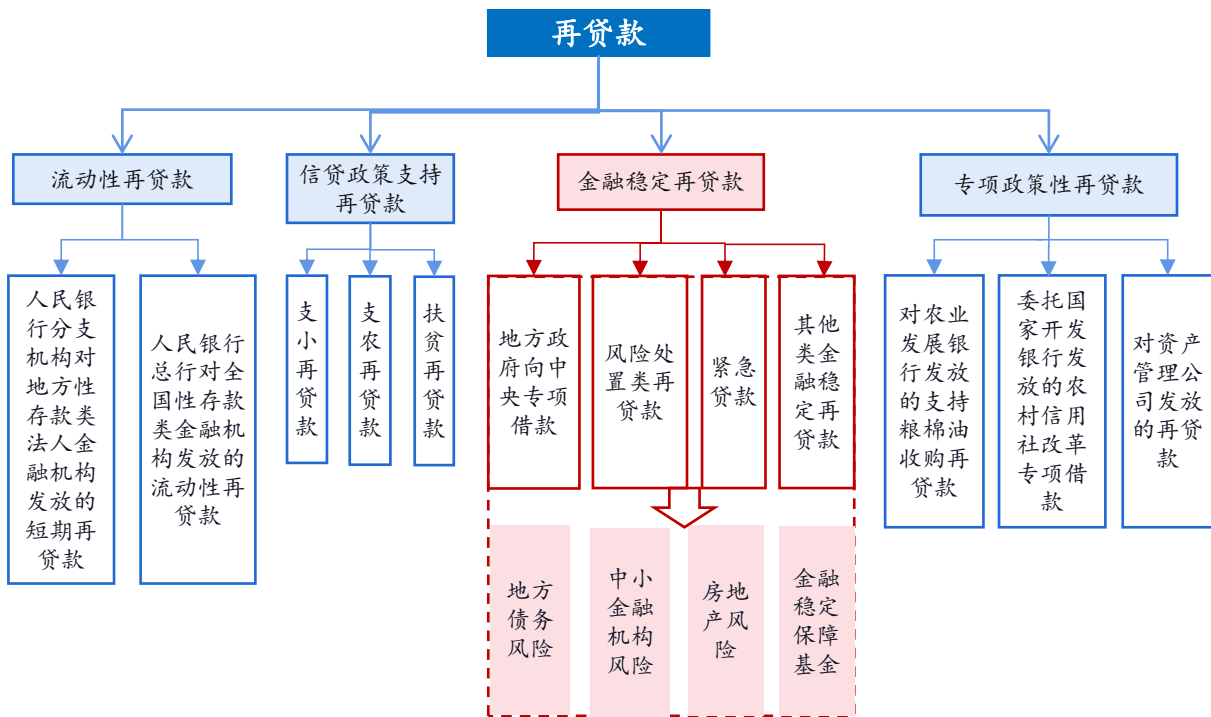
图表：历史上扩大内需多伴随长期建设债券的发行

时间	名称	规模	用途	背景
1998年至2008年	长期建设国债	1998年至2008年共计发行1.1万亿元	发展初期为克服亚洲金融危机的不良影响，后为了扩大内需、维持经济增长	在亚洲金融危机、叠加大洪涝灾害背景下，财政部向四大行定向发行十年期附息国债。后续每年都有长期建设国债发行。随着国内经济复苏、通胀抬头，财政政策也逐渐从积极转为稳健，长期建设国债发行规模逐年减少，直到2008年后《政府工作报告》不再提及建设国债。
2015年	专项建设债券	超2万亿元	采用设立专项建设基金的方式支持国家重大项目建设	2015年下半年制造业投资萎靡，同时国发2014年43号文出台对融资平台融资功能进行剥离、基建资金来源收缩
2023年	特别国债，后续或出台专项建设债券、PSL等	特别国债1万亿元	1万亿元国债定向用于灾后重建以及基础设施补短板	国内需求疲软、预期偏弱问题持续存在；地方面临稳增长和化债两难局面

资料来源：中国政府网、新华社、中国财政、21世纪经济报、Wind、国海证券研究所

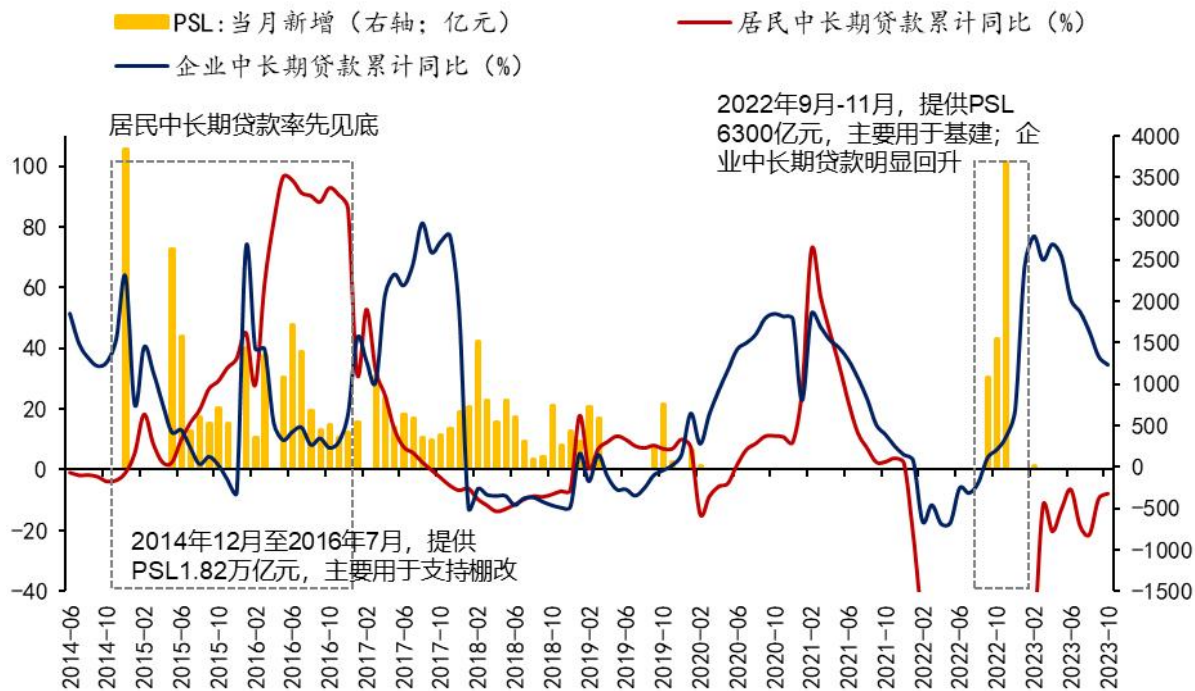
- **横向及纵向对比来看，中央财政或是2024年财政适度加力的主体。**从国别及内部两个视角来看，当前我国中央政府杠杆率均处于相对低位，中央经济工作会议明确2024年财政政策要“适度加力”，在地方财政压力突出、稳增长压力持续存在背景下，需要中央财政适度“进”保证经济“稳”。
- **基建仍是稳增长的主要抓手，中长期建设债券等增量工具出台仍有必要。**回顾过去几轮典型扩内需政策抓手，均有建设国债、专项建设债券等工具出台提供中长期资金支持，2023年中央财政新增万亿国债定向支持基建补短板，2024年增量财政工具仍有必要。

图表：2024年货币政策在防风险领域或发挥重要作用



资料来源：中国政府网、金融界、中国人民银行、央视网、国海证券研究所

图表：2015年、2022年为提振内需，PSL均阶段性充当扩信用工具



资料来源：经济日报、Wind、国海证券研究所

➤ **2024年货币政策总基调为灵活适度、精准有效。**总量工具来看，随着海外紧缩周期结束，对国内政策实施的约束有所缓解，财政货币打好配合的背景下，货币政策适时降准降息仍有必要。结构性工具来看，一是为“三大工程”建设提供金融支持，PSL仍是重要工具，2015年、2022年为提振内需，PSL均阶段性充当扩信用工具；二是金融工具支持防风险是结构性政策关注的重点，配合地方债务风险管理、地产风险化解等问题，金融稳定再贷款出台有必要。

# 2024年结构性政策重点：支持“三大工程”建设

图表：多个部门针对“三大工程”建设发声，2024年财政、货币政策将适当倾斜

类型	部门	日期	文件/会议	主要内容
建设主体支出	国务院	2023/7/14	《关于积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设的指导意见》	按需新建相关设施，充分调动民间投资积极性， <b>鼓励和吸引更多民间资本参与“平急两用”设施的建设改造和运营维护。</b>
	住建部	2023/7/27	企业座谈会	希望建筑企业和房地产企业积极参与保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，促进企业转型升级和高质量发展。
金融支持	中国人民银行	2023/12/15	中国人民银行党委召开扩大会议	<b>加大对保障性住房建设等“三大工程”的支持力度</b> ，推动房地产业转型和高质量发展。
	国家开发银行	2023/7/31	2023年年中党建和经营工作座谈会	积极服务推动超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
	中国人民银行	2023/11/8	2023金融街论坛年会	央行行长表示为保障性住房等“三大工程”建设 <b>提供中长期低成本资金支持。</b>
	中国建设银行、交通银行等	2023/11/27	银行-房企座谈会	<b>建设银行</b> ：赋能地产企业投身“三大工程”建设，促进金融与房地产良性循环发展...全方位金融服务帮助企业改善流动性，助力房企穿越周期。 <b>交通银行</b> ：以三专和两重的“3+2”机制做好对公领域房企金融支持服务...一视同仁支持不同所有制房地产企业融资和推进“三大工程”。
财政支持	财政部	2023/11/16	《关于提前下达2024年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算的通知》	提前下达2024年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算，共计425亿元。
	住建部	2023/7/7	《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》	健全城市更新多元投融资机制，加大财政支持力度，鼓励金融机构在风险可控，商业可持续前提下，提供合理信贷支持。
土地要素	自然资源部	2023/9/14	《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》	部决定在北京市等43个城市开展低效地再开发试点，探索政策创新举措，完善激励约束机制，以城中村和低效工业用地改造为重点，推动城市发展从增量依赖向存量挖潜转变。
		2023/11/10	《关于支持城市更新的规划与土地政策指引（2023年版）》	提出复合利用土地，容积率核定优化，负面清单管控，同时提出丰富土地配置方式，包括盘活利用低效土地，规范土地复合利用等方面
	住建部	2023/7/7	《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》	坚持政府引导、市场运作、公众参与，推动转变城市发展方式。

➤ 2023年下半年以来，多个部门针对“三大工程”发声，根据我们的测算(详见《张弛有度——2024年度策略报告》2023/12/8)，2024年城中村改造、保障房建设或分别拉动投资1.55万亿元、5800亿元，分别拉动GDP增速0.5%、0.25%。2024年“三大工程”即是地产投资的重要补充，也是推动房地产新发展模式的重要组成部分，在“以进促稳”要求下将发挥重要的作用。

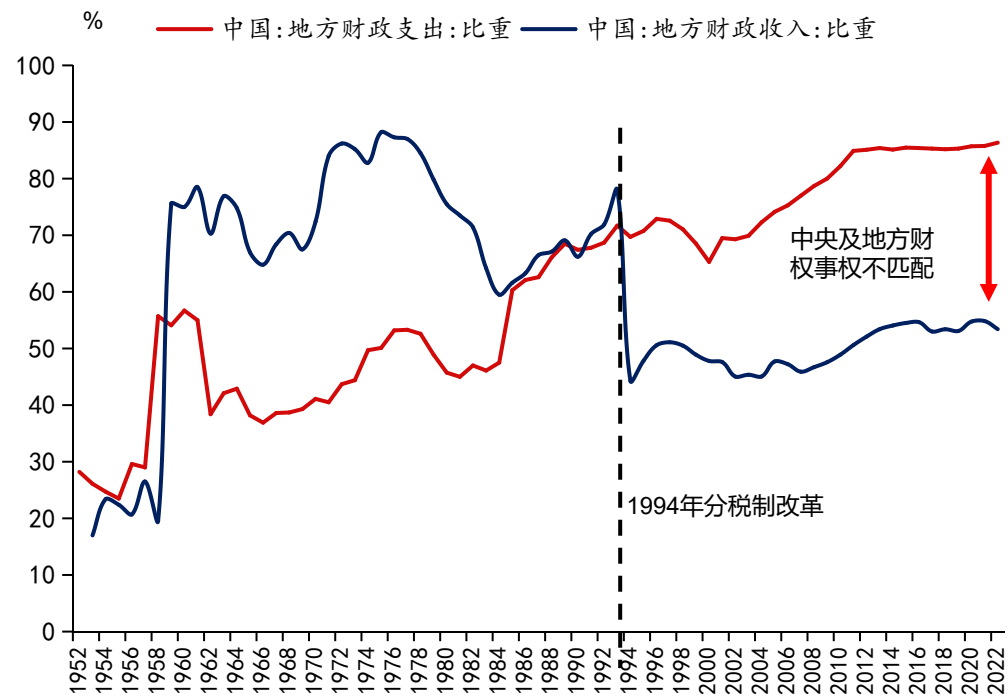
## 关键词六：改革创新



# 2024年财政工作亮点：新一轮财税体制改革

图表：目前中央地方财权事权存在不匹配问题

图表：税制改革是当前工作重要方向



资料来源：Wind、国海证券研究所

改革方向	文件/会议	时间	主要内容
税种	《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》	2016年3月	在全国范围内全面推开营业税改增值税。
	《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》	2019年1月	新增子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息、住房租金、赡养老人6项专项附加扣除。
	《中华人民共和国企业所得税实施条例》	2022年11月	进一步细化了企业所得税适用范围、实施标准
税收征管	《深化国税、地税征管体制改革方案》	2015年12月	中央税由国税部门征收，地方税由地税部门征收，共享税的征管职责根据税种属性和方便征管的原则确定。
	《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》	2018年2月	统筹优化地方机构设置和职能配置，构建从中央到地方运行顺畅、充满活力、令行禁止的工作体系，改革国税地税征管体制，合并省级和省级以下国税地税机构，划转社会保险费和非税收入征管职责。
	《国税地税征管体制改革方案》	2018年7月	改革国税地税征管体制，合并省级和省级以下国税地税机构，划转社会保险费和非税收入征管职责。
财税分成	《全面推开营改增试点后调整中央与地方增值税收入划分过渡方案》	2016年4月	中央分享增值税的50%，地方按税收缴纳地分享增值税的50%；中央上划收入通过税收返还方式给地方，确保地方既有财力不变。
	《矿产资源权益金制度改革方案》	2017年4月	矿业权出让收益中央与地方分享比例确定为4:6，矿业权占用费中央与地方分享比例确定为2:8。
	《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》	2019年10月	保持中央与地方“五五”分担比例不变，调整完善增值税留抵退税分担机制，后移消费税征收环节并稳步下划地方。

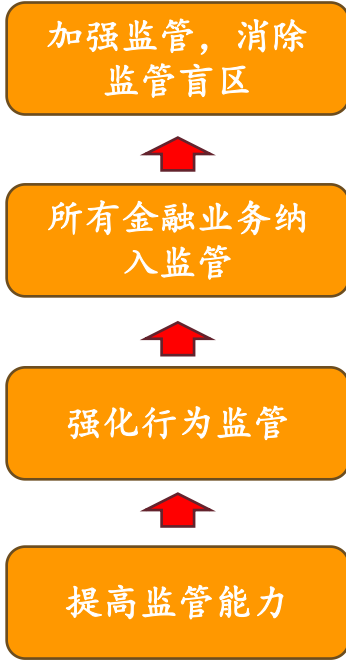
资料来源：中国政府网、国家税务总局官网、国海证券研究所

➤ 中央经济工作会议提出2024年要谋划新一轮财政体制改革，后续财税改革或是年度财政工作亮点。2023年12月中央经济工作会议提出“谋划新一轮财税体制改革”。当前中央地方财权事权不匹配现象突出，2021年提出的“十四五”财税改革路线重点有三个方向，一是健全地方税体系，培育地方税源，其中涉及消费税改革；二是健全直接税体系，逐步提高直接税比重，稳步推进房地产税立法和改革；三是加强预算管理，加强预算执行管理，规范预算调剂行为，加大预算公开力度。当前背景下消费税及地产税调整的难度加大，后续重点关注同高质量发展所适应的政府债务管理机制、中央和地方财权事权调整，以及地方税源税种改革等。

# 2024年金融工作重点：加强金融监管

图表：金融监管表述力度逐步加强，金融监管地位逐步抬升

会议	金融监管相关表述
中央金融工作会议 (2023年)	要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险。切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管，全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，消除监管空白和盲区，严格执法、敢于亮剑，严厉打击非法金融活动。
第五次全国金融工作会议 (2017年)	坚持从我国国情出发推进金融监管体制改革，增强金融监管协调的权威性、有效性，强化金融监管的专业性、统一性、穿透性，所有金融业务都要纳入监管，及时有效识别和化解风险。要坚持中央统一规则，压实地方监管责任，加强金融监管问责。
第四次全国金融工作会议 (2012年)	加强和改进金融监管，切实防范系统性金融风险。银行业要建立全面审慎的风险监管体系。证券业要完善市场制度，强化行为监管，保护投资者合法权益。保险业要加强偿付能力监管，完善分类监管制度。
第三次全国金融工作会议 (2007年)	提高金融监管能力，强化金融企业内部管理，保障金融稳定和安全。完善金融分业监管体制机制，加强监管协调配合。强化金融监管手段，健全金融法制，加强对跨境短期资本流动特别是投机资本的有效监控，加大反洗钱工作力度，继续深入整顿规范金融秩序。

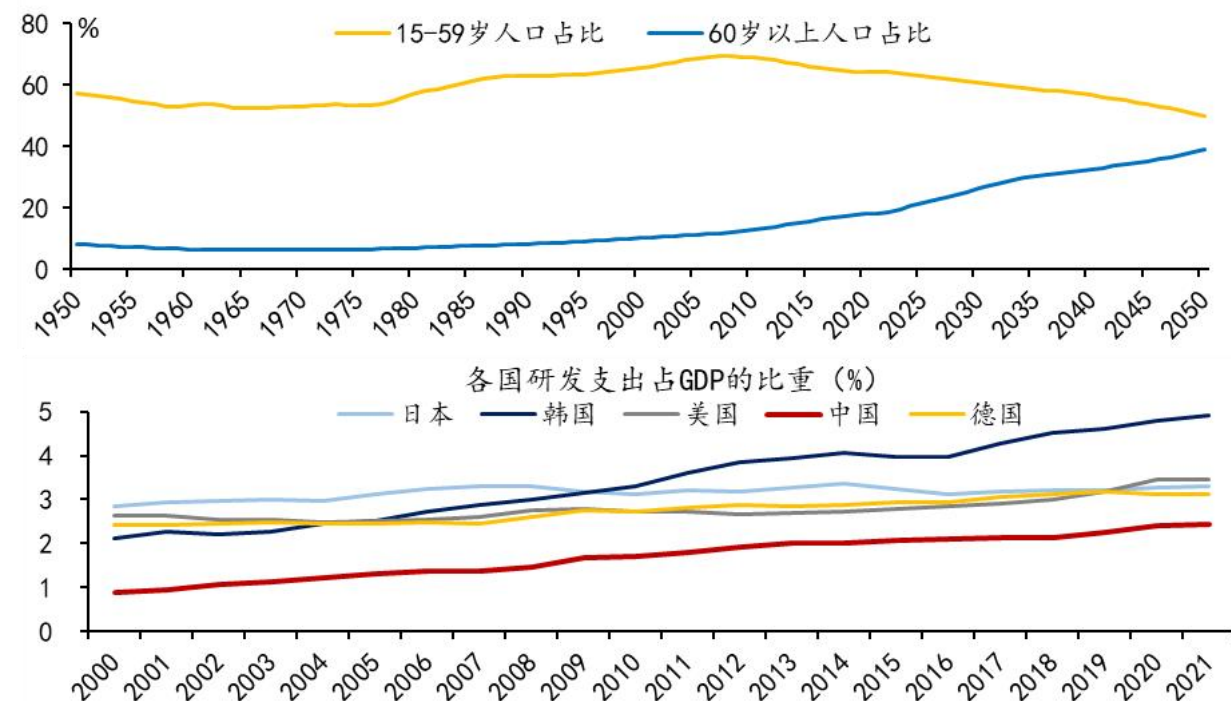


资料来源：中国政府网、湖南省地方金融监管局官网、国海证券研究所

➤ **强化金融监管将成为下阶段金融工作的重点任务。**从历届金融工作会议通稿中对金融监管的表述来看，表述力度逐步加强，金融监管地位逐步抬升，其中第三次会议表述为“强化金融监管手段，深入整顿规范金融秩序”，第四次会议表述为“加强和改进金融监管，切实防范系统性金融风险”，第五次会议表述为“把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要位置”，而2023年金融工作会议表述进一步升级为“全面加强金融监管，消除监管空白和盲区”。

# 2024年首要工作：以科技创新引领现代化产业体系建设

图表：我国人口红利消失，研发支出占比不及其他发达国家



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：2023年中央经济工作会议首提“新质生产力”，指向前沿性的新赛道

## 近三年中央经济工作会议在产业政策领域的核心表述

2021年 要深化供给侧结构性改革，重在畅通国内大循环，重在突破供给约束堵点。要提升制造业核心竞争力，启动一批产业基础再造工程项目，激发涌现一大批“专精特新”企业。加快数字化改造，促进传统产业升级。实施科技体制改革三年行动方案，制定实施基础研究十年规划。强化国家战略科技力量，发挥好国家实验室作用，重组全国重点实验室，推进科研院所改革。

2022年 围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通。加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，加快规划建设新型能源体系，提升国家战略物资储备保障能力。实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广。要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中中大显身手。

2023年 要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。完善新型举国体制，实施制造业重点产业链高质量发展行动，加强质量支撑和标准引领，提升产业链供应链韧性和安全水平。要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，广泛应用数智技术、绿色技术，加快传统产业转型升级。加强应用基础研究和前沿研究，强化企业科技创新主体地位。

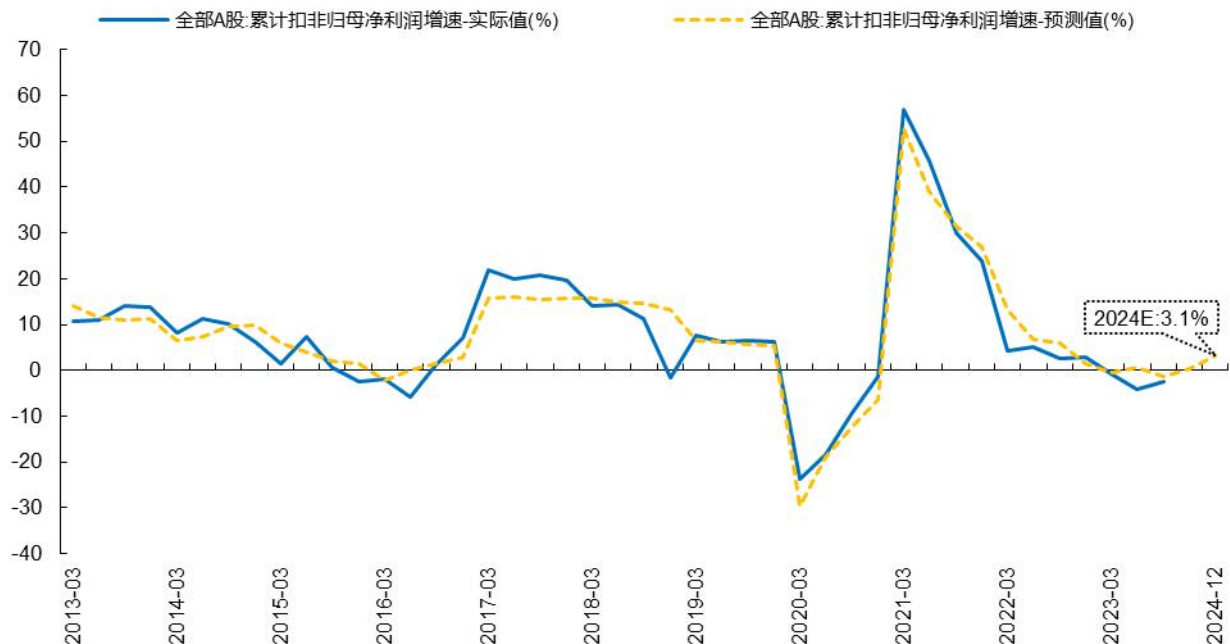
资料来源：中国政府网、国海证券研究所

- 2023年中央经济工作会议将现代化产业体系建设列为2024年首要工作，其中首提“新质生产力”。2023年9月总书记东北调研首次提及“新质生产力”，此次中央经济工作会议再次提出新质生产力。
- 何为“新质生产力”？大力发展数字经济，加快人工智能发展；打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业；开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，关注2024年全球技术共振的领域，如人工智能、医药生物、航空航天等。

## 关键词七：估值驱动

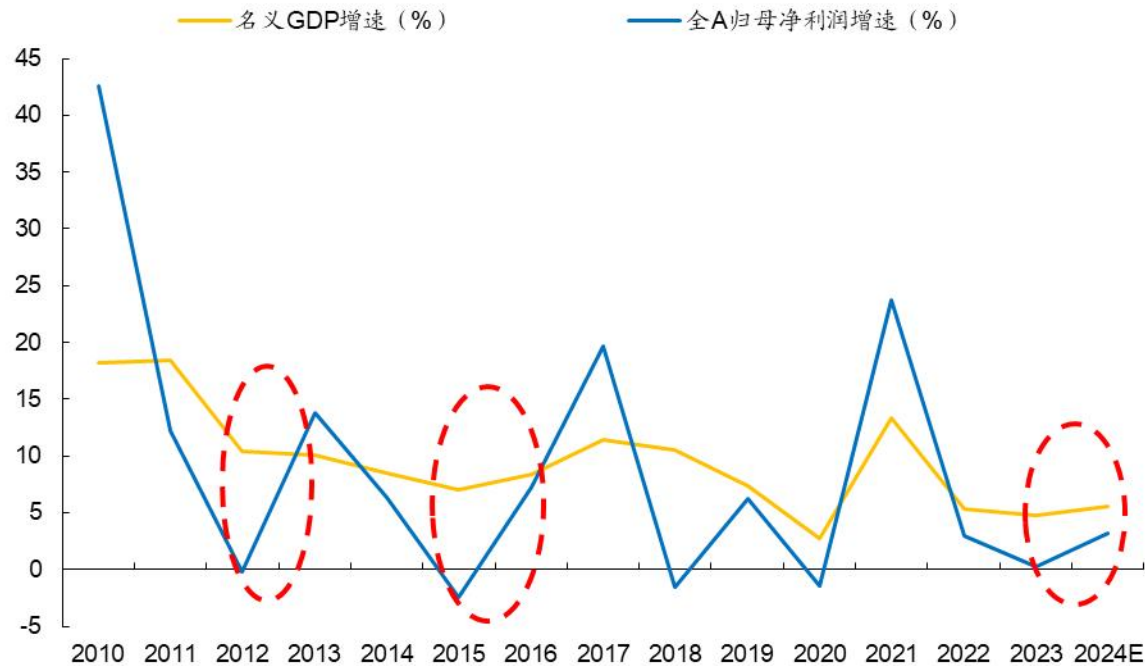
# 2024年：业绩驱动较为一般，估值驱动更为重要

图表：我们预计2024年全A扣非归母净利润增速将小幅增长



资料来源：wind、国海证券研究所

图表：预计2024年名义GDP和上市公司业绩均小幅增长



资料来源：wind、国海证券研究所

- **测算2024年全A扣非归母净利润增速为3.1%。**基准假设是2024年GDP增长4.8%，固投增速为4.5%，M2增速为10%，社零增速为5.5%，出口增速为0%，PPI为1%。经过我们的模型测算，2024年全A扣非归母净利润增速为3.1%，略高于2023年水平，属于业绩增长较低的年份，业绩对于股票市场的贡献比较一般，不属于典型的业绩驱动年份。
- **2024年名义GDP和净利润增速的组合类似于2013和2016年。**从两年的维度看，2023和2024年的组合类似于2012和2013年、2015和2016年，名义GDP变化不大且上一年度全A净利润增速接近负值。

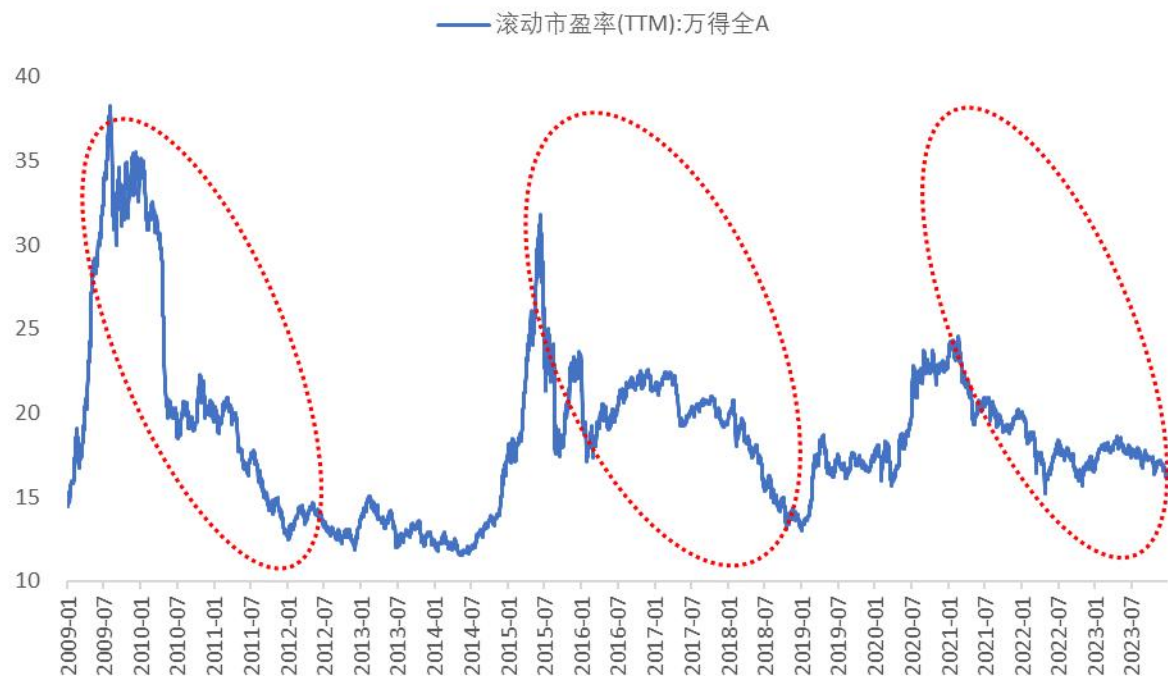
# 估值驱动：2021年初以来的估值调整周期接近极限

图表：2011年以来市场驱动力的变化

年度	万得全A指数收益率	A股估值 (PE) 变化	全A扣非归母净利润增速	驱动因素
2011	-22.42%	-35.85%	12.17%	估值调整
2012	4.68%	7.79%	-0.15%	估值小幅上行
2013	5.44%	-10.60%	13.84%	业绩驱动
2014	52.44%	40.39%	6.31%	估值业绩双升
2015	38.50%	32.87%	-2.43%	估值驱动
2016	-12.91%	-7.60%	7.19%	估值调整
2017	4.93%	-8.71%	19.71%	业绩驱动
2018	-28.25%	-32.69%	-1.51%	估值业绩双调整
2019	33.02%	33.10%	6.25%	估值业绩双升
2020	25.62%	33.49%	-1.39%	估值驱动
2021	9.17%	-13.91%	23.74%	业绩驱动
2022	-18.21%	-16.37%	2.91%	估值调整
2023	-5.19%	-0.32%	-2.55%	估值业绩双调整

资料来源：Wind、国海证券研究所(2023年归母净利润增速为截至2023年Q3数据)

图表：2009年以来万得全A出现过3次系统性估值调整过程



资料来源：Wind、国海证券研究所

- 股票市场的估值水平存在明显的周期性，2009年至今出现过3次系统性估值调整过程。第一次是2009年底至2012年底，主要由宏观政策收紧引致；第二次是2015年年中至2018年底，主要由去杠杆、挤泡沫以及中美贸易摩擦所致；第三次是2021年初至今，主要由宏观经济下行、海外地缘政治风险以及美联储货币收紧导致。
- 从时间维度来看，估值调整期3年是极限。当前万得全A自2021年初以来估值持续回落，截至12月29日，全A估值由2021年2月10日的24.5倍调整当前的16.7倍左右，调整的时间和空间均较为充分，近十年分位数为22.5%，后续估值存在一定的修复空间。

# 估值抬升的三大动力

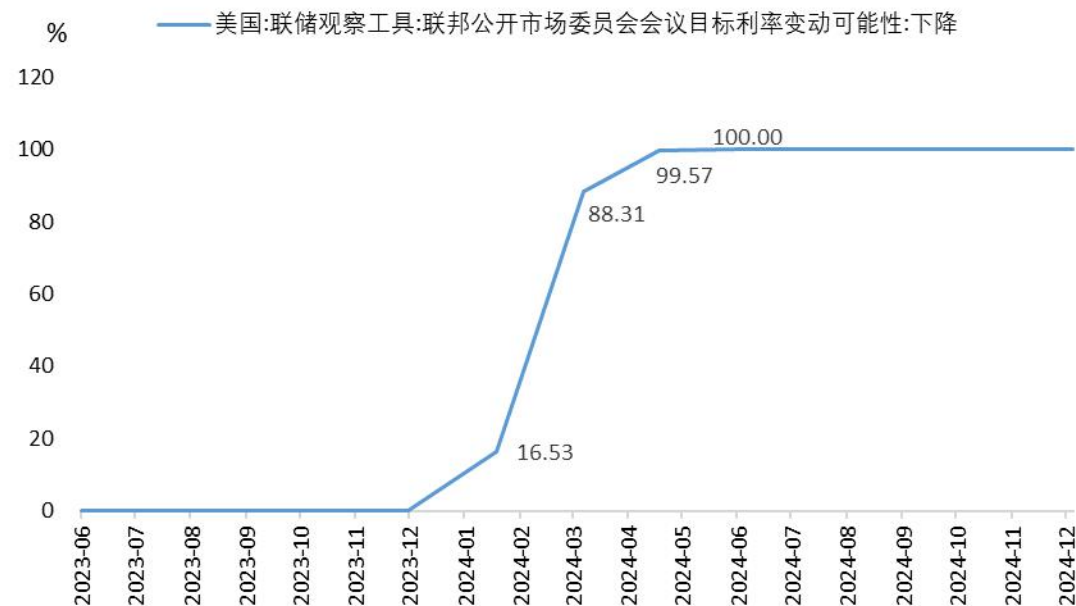
图表：截至12月29日，主要宽基指数估值均处于极低或较低的状态

PE/PB	上证50	沪深300	中证500	中证1000
PE(TTM)	9.19	10.85	21.84	35.21
十年估值分位	16.96%	13.47%	18.07%	27.61%
五年估值分位	9.15%	4.20%	27.62%	32.98%
PB(LF)	1.06	1.21	1.67	2.01
十年估值分位	16.96%	13.47%	18.07%	27.61%
五年估值分位	9.15%	4.20%	27.62%	32.98%

资料来源：Wind、国海证券研究所(数据截至2023年12月29日)

- 1、主要宽基指数估值处于极低或较低水平。截至12月29日，上证50、沪深300的五年及十年估值分位处于极低状态，中证500、1000则处于较低水平，具备均值回归的动力。
- 2、中美在2024年大概率迎来共振宽松。据CME，美联储在2024年3月之前降息的概率达到88%，或打开国内货币政策进一步宽松的空间。
- 3、科技创新产业驱动+三中全会改革驱动。经济工作会议明确将科技创新置于2024年年度重点任务之首，叠加2024年将召开三中全会，改革+创新有助于估值的提升。

图表：中美共振宽松是提估值的重要契机



资料来源：Wind、国海证券研究所

**关键词八： mini2019**

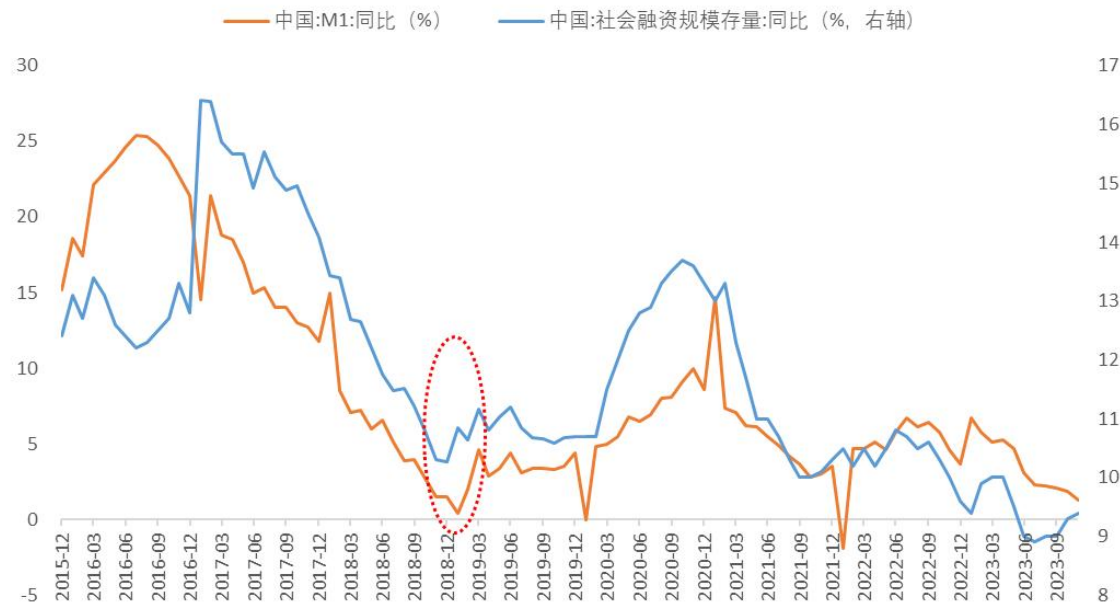


图表：当前市场在性价比和情绪上同2018年底较为相似



资料来源：wind、国海证券研究所

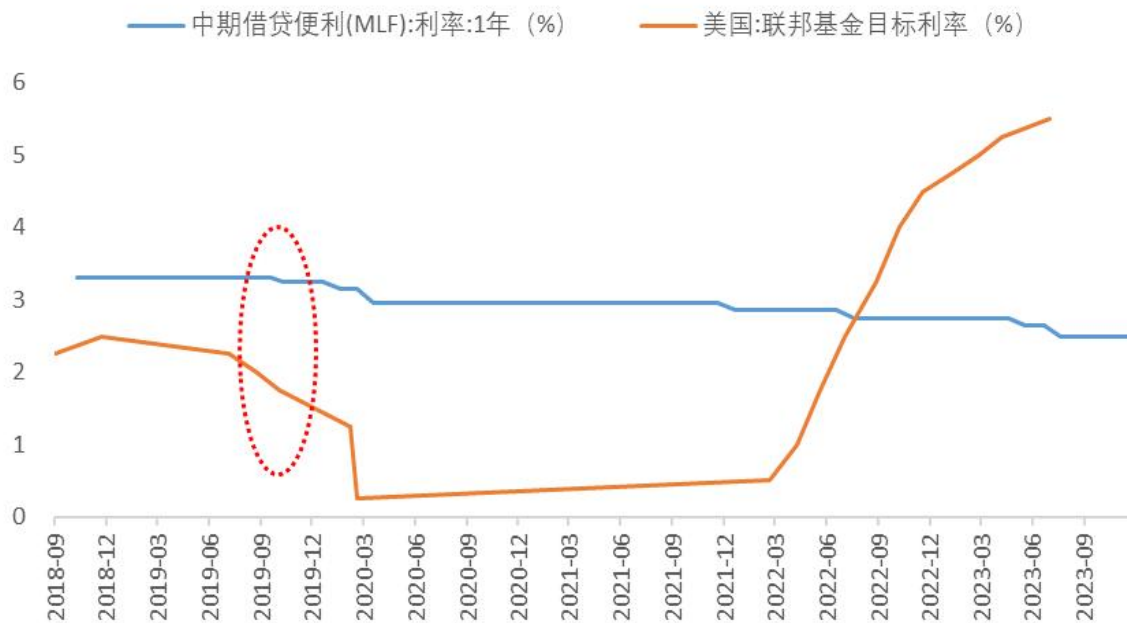
图表：2018年M1和社融同比增速持续下滑



资料来源：wind、国海证券研究所

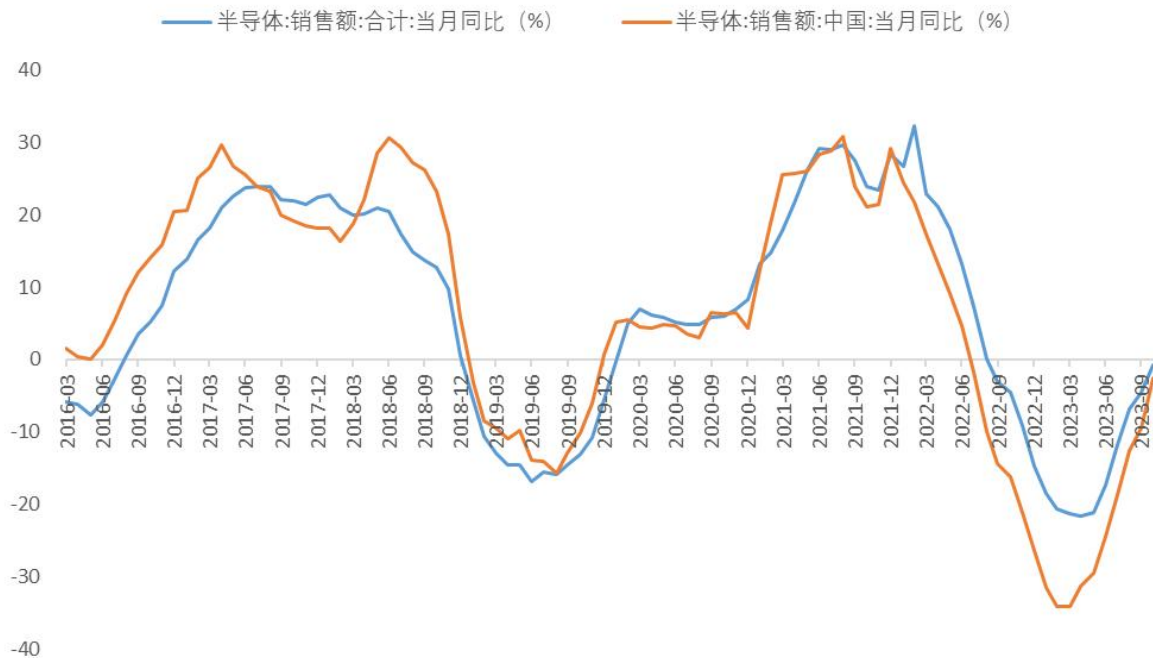
- **市场性价比和情绪水平同2018年底较为接近。**一方面，沪深300股权风险溢价来到高位，和2018年底较为接近，股票性价比较高。另一方面，市场情绪较为低迷，换手率和2018年底基本处于同一水平。此外，2021-2023年连续三年的估值调整，也同2016-2018年较为相似。
- **当前经济趋势同2018年底相似。**2018年M1和社融同比增速持续下滑，随后在2019年迎来改善，截至2023年11月社融增速已出现改善，M1增速接近历史底部区域。

图表：中美流动性共振可能类似于2019年的“mini版”



资料来源：wind、国海证券研究所

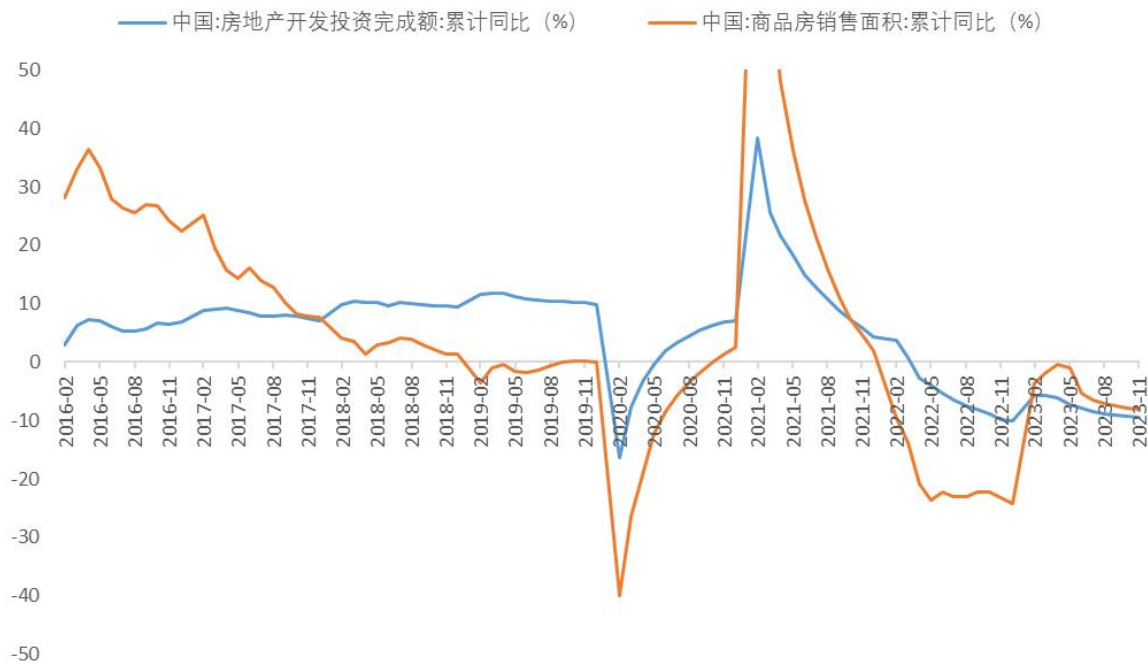
图表：2019年半导体周期启动



资料来源：wind、国海证券研究所

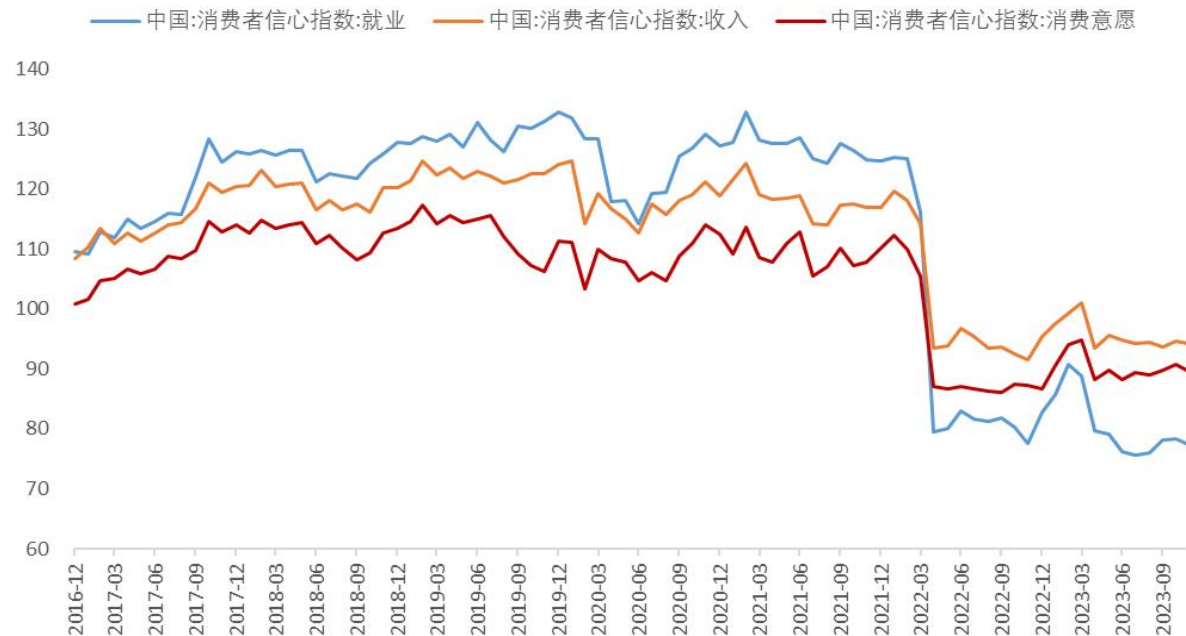
- **1、中美共振宽松。**2024年中美共振宽松的情形类似于2019年，2018年12月美联储结束加息后，2019年下半年开始降息，中国央行在随后开始调降MLF利率，产生了流动性的共振。
- **2、经济企稳，上有顶下有底。**2024年国内经济预计将较2023年有所改善，但幅度有限，2019年经济初步企稳，去库周期结束，2020年疫情之后经济开始强复苏，补库周期开启。
- **3、科技等新兴产业有亮点。**预计2024年新兴产业发展的环境较好，一是利率下行的环境，二是AI产业发展对于相关产业的带动。2019年5G开启，半导体周期反转，无线耳机等产品放量。

图表：2019年地产总体处于景气周期之中



资料来源：wind、国海证券研究所

图表：2019年消费者信心明显高于当前



资料来源：wind、国海证券研究所

- 1、地产周期所处位置不同。2024年国内地产整体仍将处于下行周期，2019年地产销售企稳，投资高位有韧性，整体处于景气周期之中。
- 2、消费者信心不同。2022年之后消费者信心各项指标处于低位，2019年消费者信心较强，预期更好。
- 3、大小盘周期不同。当前处于小盘占优的周期之中，小盘演绎可能刚到半程。2019年处于大盘周期之中，全年核心资产和景气成长表现均较好。

## 关键词九：成长主导

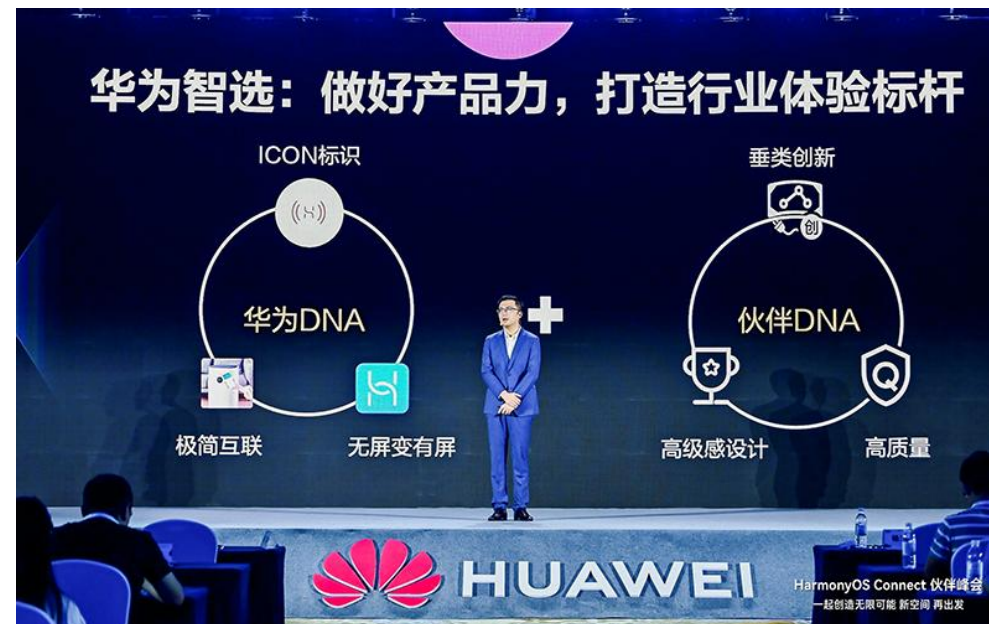
图表：2023年前三季度中国前五大智能手机厂商的出货量和市场份额变化

厂商	2023年第三季度 市场份额	2022年第三季度 市场份额	同比增幅
Honor	19.30%	17.80%	1.80%
OPPO	16.20%	17.00%	-10.50%
Apple	16.00%	15.70%	-4.00%
Vivo	15.70%	19.80%	-25.70%
Xiaomi	13.50%	12.60%	0.10%
其他	19.20%	17.10%	5.10%
合计	100.00%	100.00%	-6.30%

资料来源：IDC、国海证券研究所

- **华为芯片突破，使手机销售量迅速增加。**2023年9月，华为低调亮相麒麟9000S的Mate 60 系列5G高端智能手机，这代表国产芯片的里程碑式的突破，中国企业正加快走向自给自足的道路。华为芯片的突破，带动中国手机产业销量大幅度增加，提升居民换机热情，中国智能手机市场热度回暖，消费者对新手机的需求出现好转。
- **华为的技术革新为世界构建第二选择。**华为作为中国的科技领跑企业，在面对美国制裁时展现出了强大的抵御能力。2023年8月，华为发布全新升级的鸿蒙系统4，其具备更强大的AI算法。此外，华为自动驾驶，华为AI盘古大模型等多领域全面发展，为世界提供了第二选择。

图表：华为智选持续深入打造6大场景、18个品类，聚焦核心用户



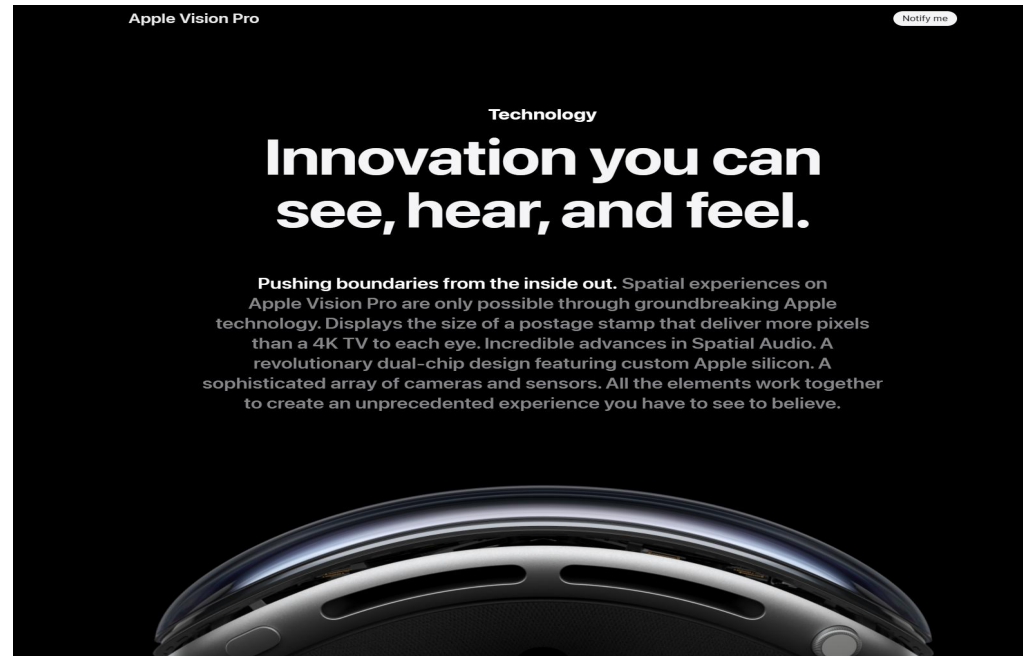
资料来源：华为官网

图表：库克提出Vision Pro将带我们进入空间计算时代



资料来源：苹果官网

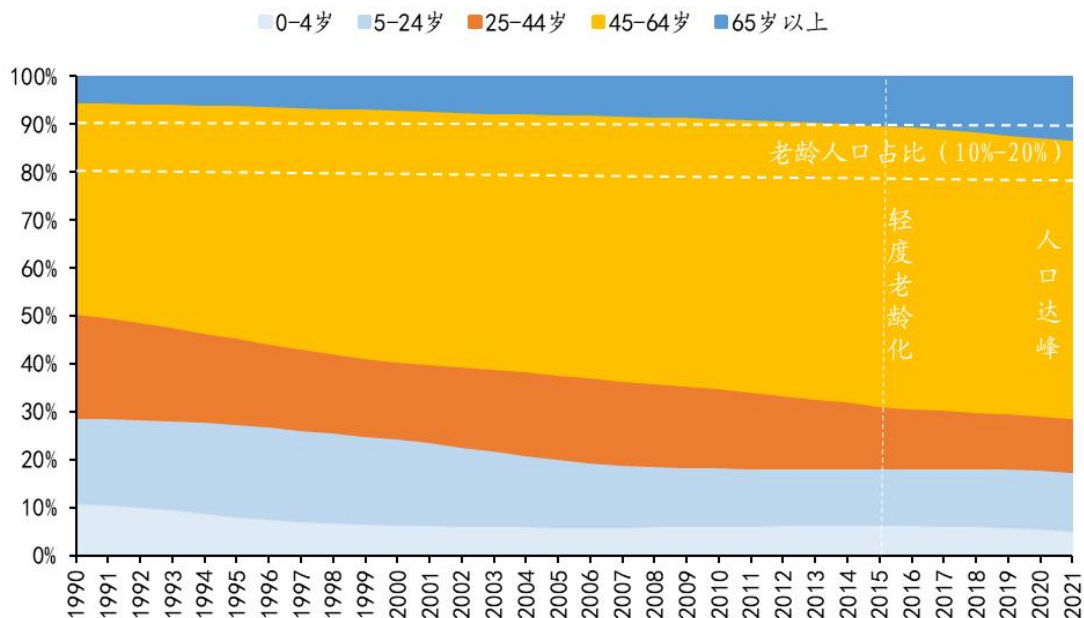
图表：苹果公司即将量产MR头显产品



资料来源：苹果官网

- 在WWDC 2023 开发者大会上，苹果公布了Apple Vision Pro，并提出“Apple Vision Pro将带我们进入空间计算时代”。意味着在XR（VRARMR）、3D、计算机图形学、机器视觉、物联网、传感、体感、AIGC等融合技术的加持下，用户可利用MR头显等终端以及全新空间操作系统vision OS，身临其境地与数字内容和空间环境进行互动。
- 苹果公司将在2023年12月正式量产第一代MR（混合现实）产品Vision Pro。苹果公司首批备货40万台左右，2024年的销量目标是100万台，第三年达到1000万台。

图表：当前中国正在迈向老龄化社会



资料来源：Our World in Data、国海证券研究所

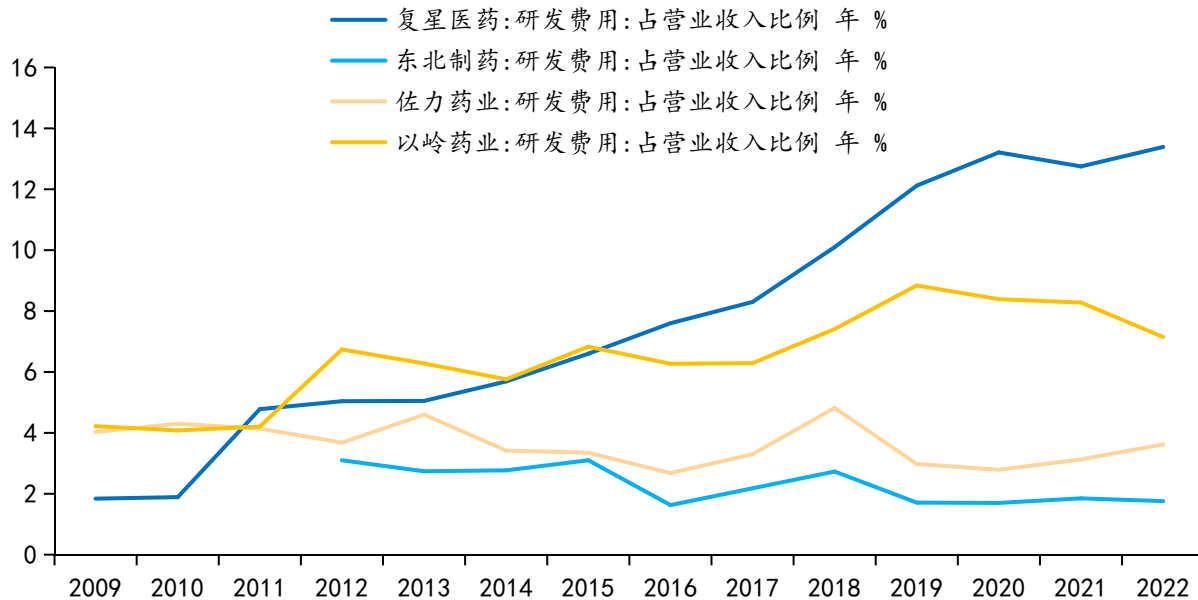
图表：长护险为医疗服务重要看点

时间	医疗保障领域政策
2016年	长期护理险开始试点，以长期处于失能状态的参保人群为保障对象，重点解决重度失能人员基本生活照料和医疗护理所需费用。
2020年9月	《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》提出长期护理保险试点城市增至49个。
2021年9月	《“十四五”全民医疗保障规划》提出推动多层次医疗保障制度体系、医疗保障协同治理体系、医疗保障服务支撑体系的体系建设，进一步推进医疗保障高质量发展。
2022年2月	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》对养老保险，长期护理保险以及保险资金入局养老产业给予高度关注，提出“支持建设专业化养老机构”、“深入推进医养结合”，并要求到2025年养老机构普遍具备医养结合能力。
2023年9月	《长期护理保险失能等级评估管理办法(试行)》《长期护理保险失能等级评估机构定点管理办法(试行)》加强长期护理保险失能等级评估管理，保障参保人合法权益。

资料来源：新华网、中国政府网、医保局、国海证券研究所

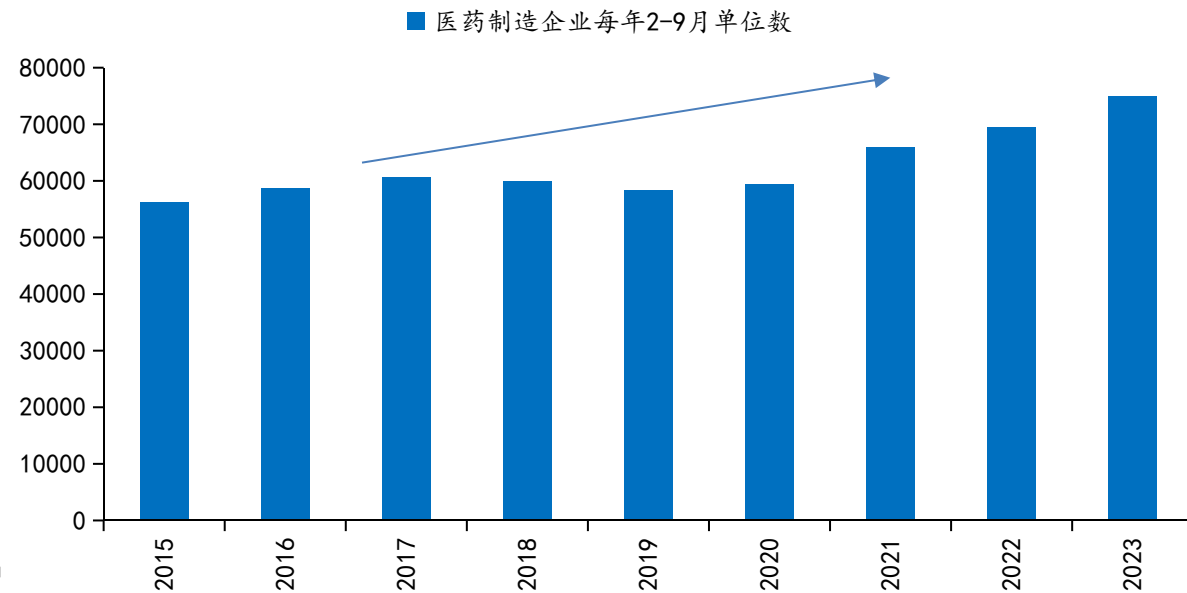
➤ 随着老龄化的逐步发展，“银发医疗”的需求不断扩大。医疗护理器械为医护服务的落地应用铺路，长护险的推动是医疗服务领域商业化落地的关键。近年来我国人口老龄化的速度逐渐加快，人们的生活方式和家庭结构正在发生变化，对应的医疗需求也增加。中国人口达峰后政策上有望加速推动长护险落地，进而推动养老金入局医疗产业建设，我国国内医疗护理器械正处于上行期，医疗器械日渐成熟或将带动医护服务产业发展，长期看好医护服务赛道发展。

图表：龙头企业制药研发费用占营业收入比重提升



资料来源：同花顺iFinD、国海证券研究所

图表：医药制造企业数量逐年上升



资料来源：同花顺iFinD、国海证券研究所

- **化学制药研发费用提升，商保新规改善支付环境，制药企业加速创新步伐。**国内保险尚不完善，许多临床价值高的药品未被纳入保险范畴，导致新药创新速率提升缓慢。2023年，上海市试点商保新支付政策，加速培育健康消费市场，此项政策有望普及全国，促进新药研发速率加快。
- **医药制造企业的数量正在逐年上升。**随着国家医改政策的持续深化，医药生物行业的产业链更加完备，新产品的研发能力也逐步增强，医药生物行业的主营业务收入正在不断上升，随之而来的医药制造企业的数量也正在增加，行业进入良性竞争。



图表：超低轨卫星星座示意图



资料来源：京报网

图表：重要事件催化卫星互联网行业发展

时间	卫星互联网领域政策
2021年12月	国务院发布《关于印发“十四五”数字经济发展规划的通知》，强调加快布局卫星通信网络，支持推动卫星互联网建设。
2023年2月	工信部放开卫星互联网设备进网许可管理，天地一体化立体通信网络部署建设得以进一步推进。
2023年10月	中国卫星应用大会，主题为“数字化转型赋能卫星应用产业”。
2023年10月	SpaceX星链官网推出星链直连手机业务。
2023年11月23日	卫星互联网技术试验卫星在西昌卫星发射中心成功发射，验证了卫星互联网技术的可行性和有效性，为未来建设更大规模的卫星互联网奠定基础。

资料来源：证券时报网、中国政府网、科创板日报、光明网、新京报、国海证券研究所

- **低轨卫星互联网建设占重要地位。**相较于高轨卫星，低轨卫星重量轻，信息的传输效率高，卫星的载荷重量，研制和发射成本低，使卫星更适合批量化生产、高密度发射。我国正加速计划低轨卫星的发射，争取在稀缺的轨道资源中占据先机。
- **政策推动卫星互联网行业发展再提速，6G网络催化行业发展进程。**2023年8月，华为上市了新机型Mate60/pro，也是首款支持卫星通话的手机。Mate 60/pro的卫星电话联合中国电信覆盖了大部分国家和城市，极端情况下仍可拨通卫星电话求助。华为此次新品上市率先实现卫星电话的终端普及化，带动卫星互联网的产业链发展，多家厂商相继研发卫星通话手机。

# 关键词十：低波红利

# 低波红利：防御属性加持的长期稳健资产

图表：2010年以来，中证红利低波指数保持着长期稳健的上行趋势



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：震荡市或市场下跌时低波红利具备防御属性

年度涨跌 (%)	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
万得全A	5.4	52.4	38.5	-12.9	4.9	-28.3	33.0	25.6	9.2	-18.7	-6.1
中证红利	-10.2	51.7	26.9	-7.6	17.6	-19.2	15.7	3.5	13.4	-5.5	0.4
红利低波	10.5	50.6	12.9	-4.2	19.9	-19.5	16.0	-3.0	10.8	-1.9	5.8

资料来源：Wind、国海证券研究所（数据截至2023年12月29日）

- **长期来看，低波红利资产能够走出稳健上行的趋势。**以中证低波红利指数为代表，低波红利资产在全A上行时能够保证稳定的收益，在全A震荡或下跌时相对抗跌。整体来看，红利低波资产兼具高分红和低波动的属性，呈现长期稳健上行的趋势。
- **在市场下跌或整体震荡时，具备防御属性的低波红利往往跑赢市场。**回顾2013年以来的市场表现，市场走势震荡或下跌时，具备防御属性的低波红利往往跑赢全A，如2013、2018、2022、2023年；而2016-2017年红利资产占优则时受核心资产行情的加成。

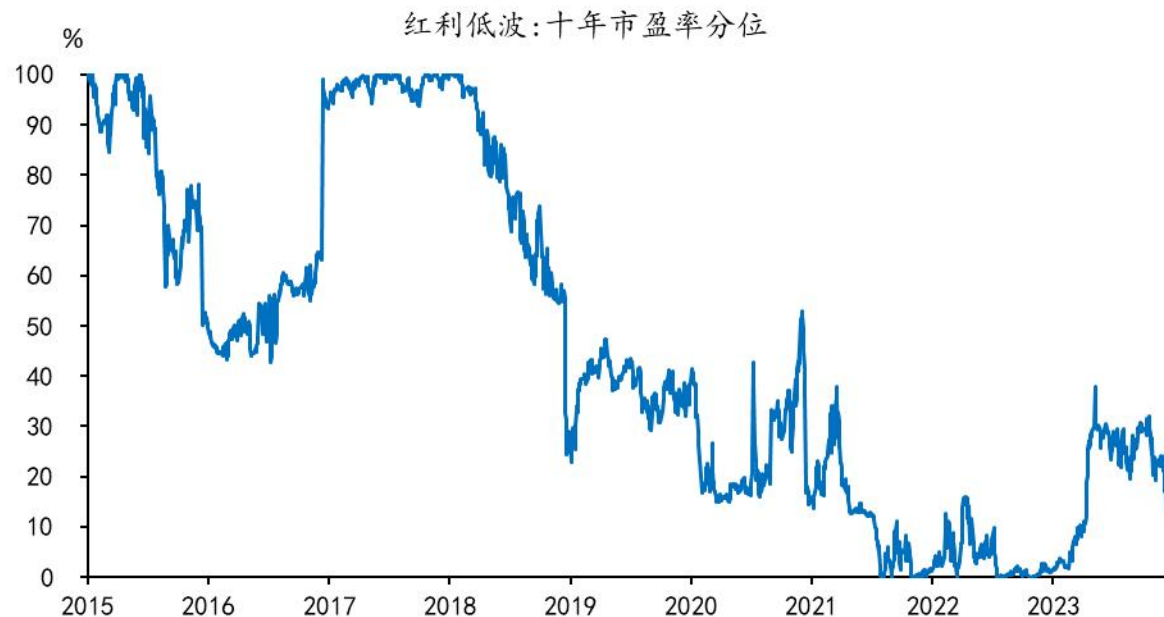
# 低波红利：高收益资产缺失的背景下，配置价值凸显

图表：中证低波红利的股息率明显高于十债利率，配置价值凸显



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：截至12月29日，当前红利低波指数十年估值分位处于15%左右

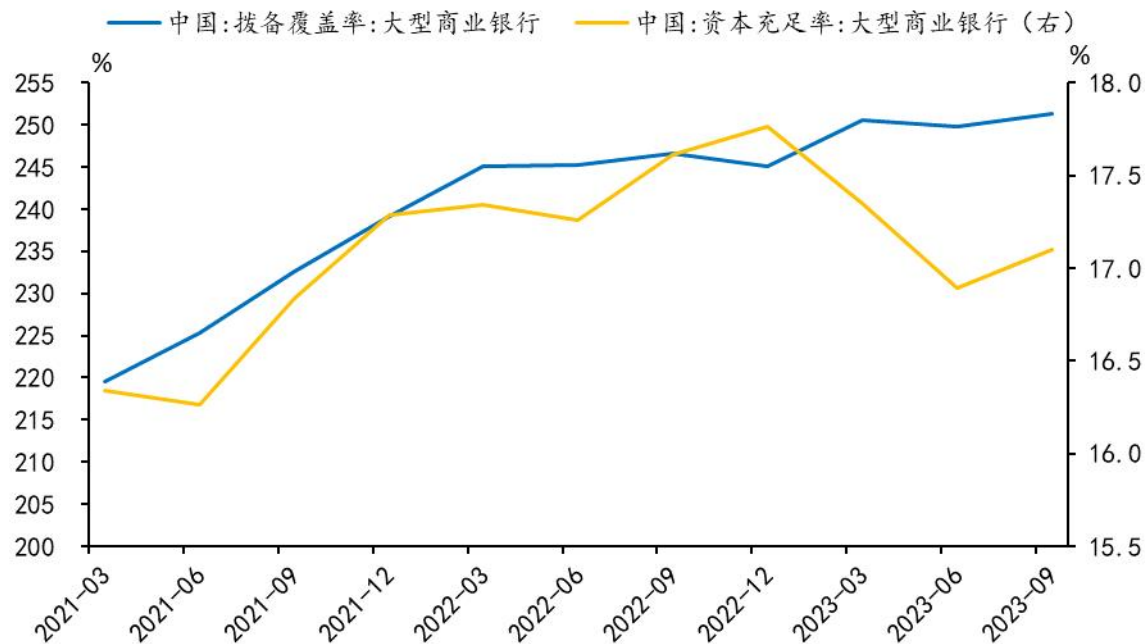


资料来源：Wind、国海证券研究所

- **在高收益率资产相对缺失的背景下，红利资产相对占优。**2022年Q3起，以中证红利低波指数为代表的低波红利资产的股息率由4%的进一步抬升至6%左右，截至2023年12月29日，中证低波红利的股息率为6.4%，较十债利率高出3.9pct，红利资产的配置价值凸显。
- **稳增长诉求下高股息资产或迎估值修复。**2023年下半年高层会议对稳增长的诉求增大，地产需求端、投资端的提振政策相继出台，年底万亿国债发行、财政赤字提升托底经济修复，截至12月29日，红利低波指数十年估值分位处于15%左右，高股息资产或再迎估值修复。

# 低波红利：关注资产质量稳健的大型银行

图表：从商业银行的主要监管指标看，大型商业银行资产质量稳健



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：低波红利资产的银行业权重股多以大型商业银行为主，近期大型国有行率先调降存款利率，息差压力阶段性缓解

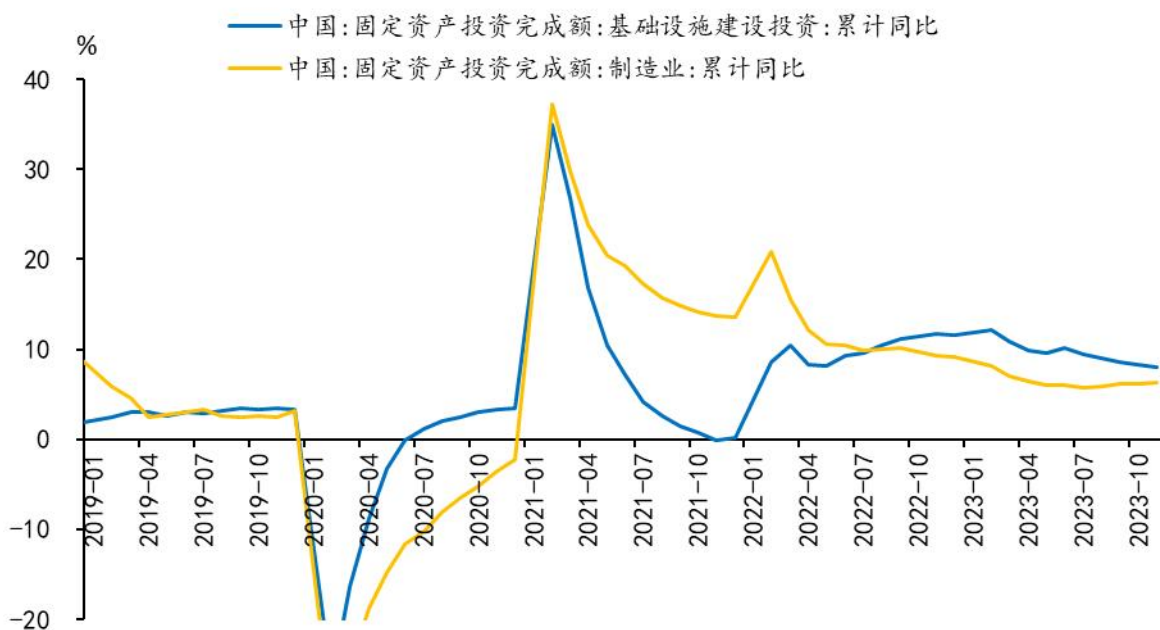
中证红利低波指数-银行业权重股					
股票简称	权重(股息率加权, %)	总市值(亿元)	属性	一年期整存整取调降幅度	近12月股息率(%)
工商银行	2.1	17036.2	国有大型银行	12月22日, 10BP	6.3
建设银行	2.1	16275.7		12月22日, 10BP	6.0
农业银行	2.7	12739.4		12月22日, 10BP	6.1
中国银行	2.7	11746.1		12月22日, 10BP	5.8
邮储银行	1.4	4313.5		12月23日, 10BP	5.9
交通银行	2.9	4262.7		12月22日, 10BP	6.5
兴业银行	1.2	3367.5	股份制银行	12月25日, 10BP	7.3
中信银行	2.0	2590.4		12月25日, 10BP	6.2
华夏银行	2.0	894.4		12月28日, 10BP	6.8
江苏银行	1.9	1227.7	城商行	12月25日, 10BP	6.2
南京银行	1.0	763.4			7.2
成都银行	1.0	429.5			6.8
长沙银行	1.3	274.3			5.1
渝农商行	2.2	463.4	农商行		6.7

资料来源：Wind、界面新闻、新浪财经、光明网、财经网、各大银行官网、国海证券研究所 (数据截至2023年12月29日)

- 低波红利指数的银行业权重股多以大型国有行和股份行为主，资产质量整体稳健。从商业银行的主要监管指标看，大型商业银行拨备覆盖率呈上行趋势，截至2023年9月，大型商业银行的拨备覆盖率达251.3%，资本充足率达17.1%，资产质量整体稳健。
- 各大商业银行调降存款利率，有助于缓解息差压力。2023年12月22日起国有大型银行和股份行率先调降存款利率，在MLF/LPR贷款利率暂时保持不变的情形下，商业银行息差压力缓解，银行基本面得以边际修复。

# 低波红利：煤炭需求受支撑，兼具高分红

图表：2023年10月我国制造业投资增速小幅改善，基建投资增速下行趋缓



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：煤炭部分上市公司提高年度分红比例至60%，高分红属性突出

中证红利低波指数-煤炭权重股					
股票简称	权重(股息率加权, %)	总市值(亿元)	PE(TTM)	近12月股息率(%)	分红承诺
兖矿能源	3.0	1,473.7	7.7	14.5	各会计年度分配的现金股利总额, 应占公司该年度扣法定储备后净利润的约百分之六十, 且每股现金股利不低于人民币0.5元。
中国神华	3.0	6,228.8	10.6	8.1	每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的60%。
开滦股份	2.5	121.2	11.9	7.6	每年以现金方式分配的利润不低于当年归属于公司股东净利润的30%。
兰花科创	2.5	164.0	7.2	7.0	每年以现金方式分配的利润不低于当年归属于公司股东净利润的30%。
淮北矿业	2.3	412.6	6.0	6.3	每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的30%。
昊华能源	1.9	91.0	11.0	5.4	每年以现金方式分配的利润不少于当年可供分配利润的30%。
盘江股份	1.8	132.5	10.1	6.6	每年以现金方式分配的利润不少于当年实现可分配利润的10%; 公司最近三年以现金方式累计分配的利润应不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。

资料来源：Wind、各公司公告、金融界、国海证券研究所（数据截至2023年12月29日）

- **2024年煤炭下游需求受投资支撑。**2023年10月我国制造业投资增速小幅改善，基建投资增速下行趋缓。2024年在“三大工程”以及财政投放形成实物工作量的背景下，基建及制造业投资有望回暖，煤炭基本面受终端需求支撑。
- **煤炭行业部分上市公司选择提高分红比例承诺，高分红属性突出。**截至2023年12月29日，红利低波资产中煤炭权重占16.9%，从权重股看，兖矿能源、中国神华在利润分配公告中披露提高年度分红比例至60%，高分红属性较为突出。

➤ **房地产市场进一步调整；**

房地产市场超预期调整，经济预期或存在偏差

➤ **欧美经济衰退；**

欧美经济衰退，我国出口增速或低于预期

➤ **美联储政策利率维持高位；**

美联储降息时间推迟风险，政策利率长期维持高位

➤ **地缘政治扰动加剧；**

黑天鹅事件发生，地缘政治扰动影响市场走势

➤ **产业政策推进速度不及预期；**

产业政策落地存在时滞，后续推进速度不及预期

➤ **比较研究的局限性；**

比较研究存在局限性，不同时期、不同国家的经济形势、政策机制、外部环境有所不同，无法完全类比

➤ **历史数据仅供参考；**

历史数据仅供参考，未来市场环境或政策因素等发生变化时，结论存在失效风险

## 策略研究小组介绍

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，11年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续5年前五。2010-2014年策略高级分析师，2014-2021年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

袁稻雨，策略联席首席分析师，5年策略研究经验，约翰霍普金斯大学硕士，侧重市场趋势研判与产业专题研究，国别比较等。

陈婉妤，分析师，伦敦政治经济学院硕士，侧重行业比较，国别比较以及消费板块研究等。

陈鑫宇，分析师，帝国理工学院风险管理与金融工程硕士，侧重海外宏观经济、大类资产配置以及专题研究等。

崔莹，研究助理，对外经济贸易大学硕士，侧重政策跟踪与分析、产业专题研究等。

陈艺鑫，研究助理，上海财经大学硕士，侧重大类资产配置和大势研判等。

张瀚文，研究助理，中国人民大学经济学硕士，侧重国内流动性以及专题研究等。

## 分析师承诺

胡国鹏, 袁稻雨, 本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。



## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 策略研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597