

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究

中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜 曹凤文 王靖斐

2024 年中国经济有望实现
“驼峰型”增长

阅读摘要

2024 年中国经济 (如无特殊说明, 本文中国数据口径均为中国内地) 将延续复苏, 预计全年 GDP 增长 5.0%, 增长路径大概率呈现“驼峰型”, 二三季度增速略高于一四季度。分部门来看:

固定资产投资增速在积极财政政策持续支持下预计明显提升 (2024F: 6.5%, 2023F: 3.3%), 是拉动经济增长的重要动力, 其中: 制造业投资继续转暖 (2024F: 7.0%, 2023: 6.2%); 房地产市场整体企稳; 专项债发行持续提振基建投资 (2024F: 8.5%, 2023F: 8.0%) 超过 2023 年增速水平。

社会消费品零售预期温和回暖 (2024F: 5.8%, 2022-2023 平均增速 F: 3.7%)。商品零售、除汽车以外的其他消费品预期延续 2023 年的增速趋势, 餐饮收入在疫情期间的基数效应逐渐消退后可能有所下降。从影响消费的因素来看, 疫情期间积累的消费意愿延后释放较为充分, 但消费意愿距离高位水平依然有较大增长空间。量化分析结果表明, 2023 年社会消费品零售总额的变化中约有 56.3% 与消费意愿的变动相关, 另外 37.4% 的变化与居民可支配收入的变动相关。

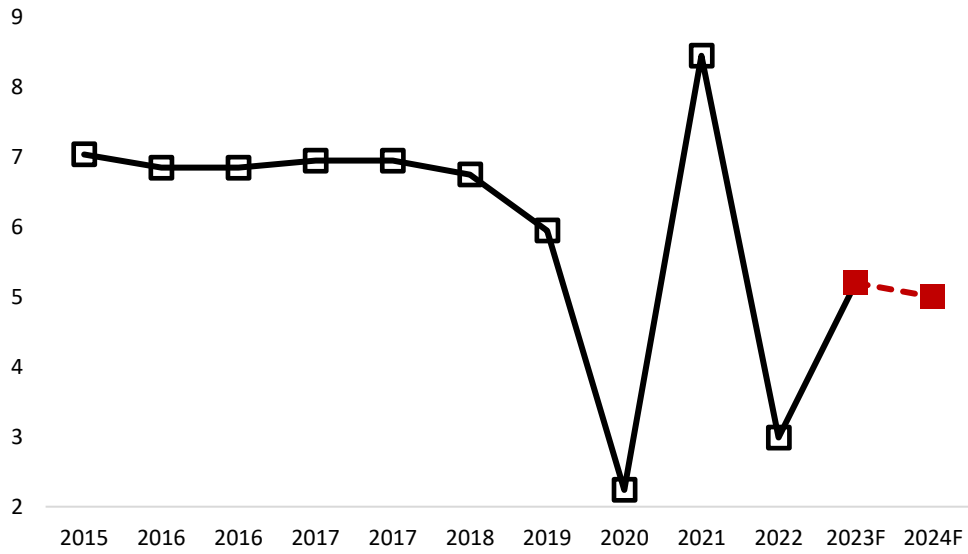
出口增速有望转正、结构预计延续多元转型。随着全球价值链 (global value chain, GVC) 的持续修复, 以及主要经济体进入新一轮补库周期, 2024 年中国出口增速有望转正 (2024F: 1.8%, 2023F: -4.0%)。“一带一路”沿线国家以及新兴市场对出口增长的贡献有望延续上升。基于中国工商银行 (亚洲) 东南亚研究中心“一带一路”系列研究, 预计 2024 年制造型国家 (韩国、越南、马来西亚等) 及服务型国家 (新加坡、泰国、卢森堡等) 与中国的贸易增速有较大提升空间。比较看, 半导体产品周期处于较高位, 预期 2024 年高新技术产品贸易增速表现较强。

2024年中国经济有望实现“驼峰型”增长

一、2024年中国经济预计增长5.0%

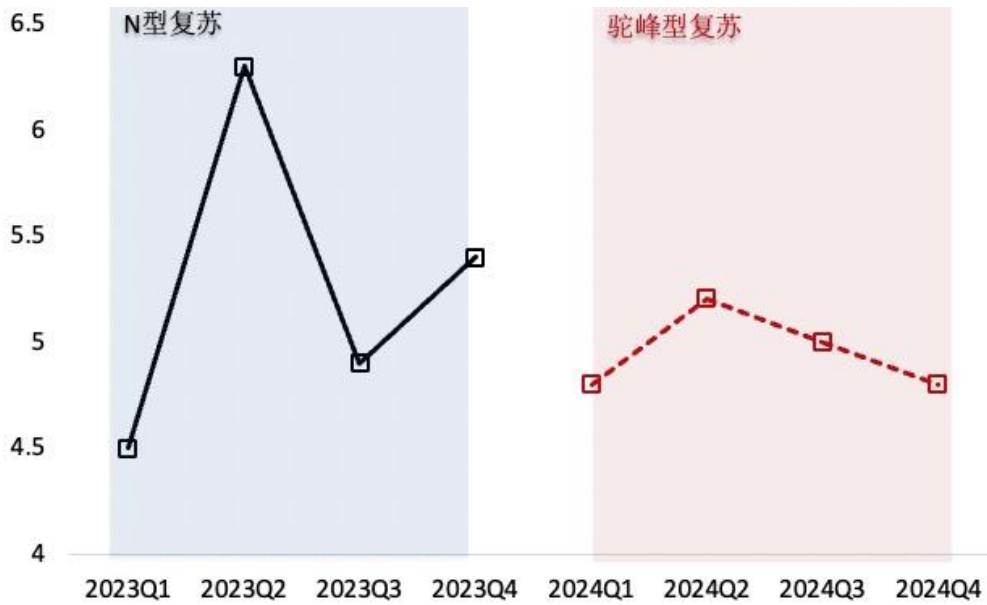
2023年中国经济呈温和复苏态势，据目前数据预期全年GDP增速为5.2%左右，超出年初经济增长目标（5%）。全年经济复苏呈现两个显著特征，**特征一：增长路径与政策周期同步性高，整体呈“N型”复苏态势。**1-4季度GDP增速分别为：4.5%、6.3%、4.9%、5.4%（F）。其中二季度增速偏高得益于疫后服务性消费强劲反弹驱动，四季度高增长部分由于基数效应，部分则受到二三季度政策效应滞后显现的影响。**复苏特征二：各部门表现差异化较明显。消费为重要拉动项（2023F: 7.6%），投资受到房地产拖累增速偏低（2023F: 3.3%），进出口在全球贸易放缓大背景下压力较大（进口2023F: -5.2%，出口2023F: -4.0%）。**根据中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心预测模型，**2024年中国经济将持续复苏，年度GDP增长5.0%，1-4季度GDP同比增速预测值分别为4.8%、5.2%、5.0%、4.8%，增长路径预期较为稳定，大概率呈现“驼峰型”增长（见图表1-3）。**

图表 1：2024 年中国内地 GDP 同比增速预测



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：2024 年中国内地经济复苏呈现“驼峰型”路径



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 3：2024 年中国经济重要指标预测值

指标	2024F	2023F	2022	2021	2020
GDP (%)	5.0	5.2	3.0	8.1	2.2
固定资产投资 (%)	6.5	3.3	5.1	4.9	2.9
固定资产投资: 制造业 (%)	7.0	6.2	9.1	13.5	-2.2
固定资产投资: 基础设施建设 (%)	8.5	8.0	9.4	0.4	0.9
社会消费品零售 (%)	5.8	7.6	-0.2	12.5	-3.9
进口 (%)	2.8	-5.2	0.74	30.1	-1.1
出口 (%)	1.8	-4.0	5.58	29.9	3.6

数据来源: Wind、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

分部门来看:

1. 2024 年固定资产投资增速在积极财政政策持续支持下有望明显提升（2024F:6.5%，2023F:3.3%），是拉动经济增长的重要动力。其中，制造业投资增速有望继续提升（2024F:7.0%，2023:6.2%）。从周期因素来看，库存周期已接近底部，反弹空间较大；从结构因素来看，高技术制造业对整体产业链的溢出效应将发挥重要作用。前期积极地产政策效应滞后显现、叠加稳健的货币政策、购房政策、房企“三支箭”政策提振，预期**2024 年地产投资将整体企稳**，乐观情形下商品房销售面积、销售额增速等指标有望重回正增长区间。预期 2024 年新增地方专项债额度继续扩容（2024F:4 万亿，2023:3.8 万亿），**进一步推动基建投资（2024F:8.5%，2023F:8.0%）超 2023 年增速。**

图表 4：固定资产投资：在 GDP 增速中的贡献

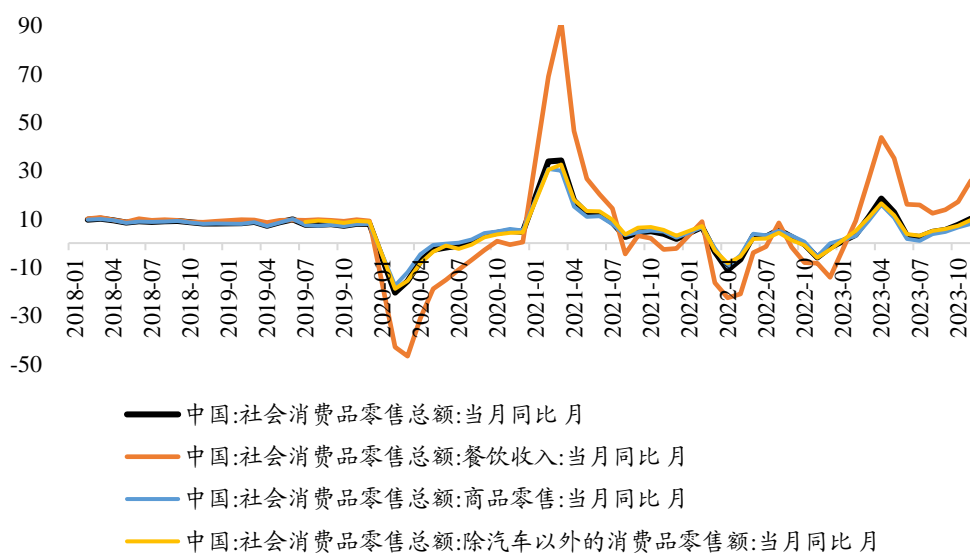


数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 预期 2024 年社会消费品零售与 2022、2023 两年平均增速相比上升 2.1 个百分点左右（2024F: 5.8%，2022-2023 平均增速 F: 3.7%）。从消费结构来看，商品零售、除汽车以外的其他消费品预期延续 2023 年的增速趋势，2024 全年保持在 5%-6%左右。餐饮收入在疫情期间的基数效应逐渐消退后，预期增速从高位有所下落，但依然可维持在 10%左右。从影响消费的因素来看，疫情期间积累的消费意愿延后释放较为充分。消费者信心指数与社会消费品零售总额的落差在 2022 年一季度之后逐渐弥合，2023 年消费意愿与社零几乎同步变动。但消费意愿距离其高位依然有较大增长空间。消费者信心指数(消费意愿)自 2022 年以来从高位下落约 15.4%（2021: 109.22；2022: 92.43，2023: 90.45）。2023 年城镇居民人均可支配收入增速（累计同比）比 2022 年有所上升，但

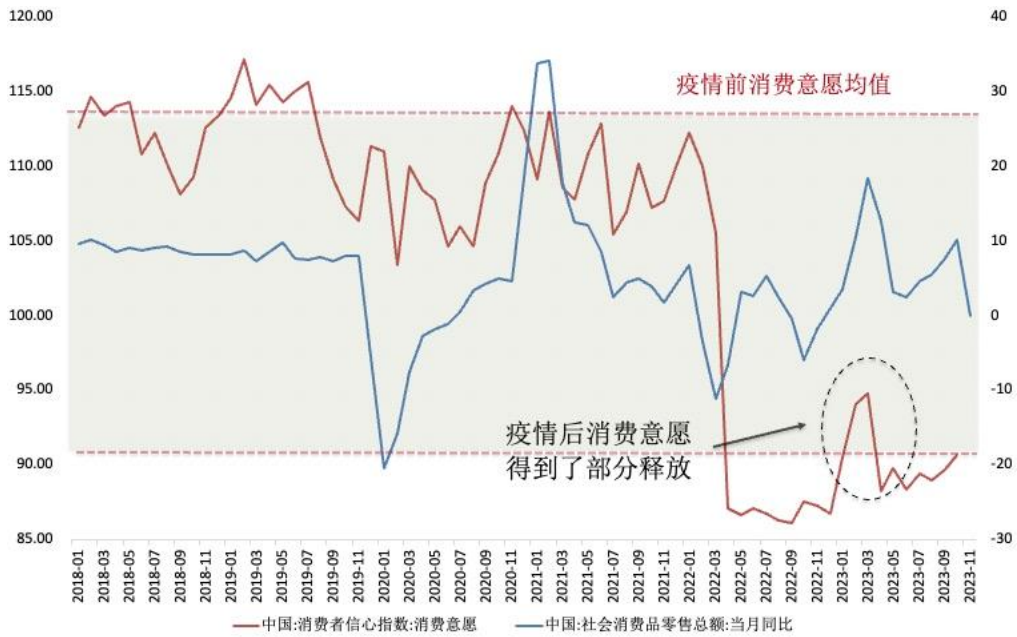
比起 2021 年三季度依然偏低（2023Q3: 5.2%，2022Q3: 4.3%，2021Q3: 9.5%）。根据方差分解分析，2023 年社会消费品零售总额的变化中约有 56.3% 与消费意愿的变动相关，另外 37.4% 的变化与居民可支配收入的变动相关。中长期来看，中国消费正处于增速转换和结构调整期，从以城镇化和地产市场快速发展带动的耐用消费品驱动，逐步转向消费升级带动的商品和服务消费驱动，一段时间内整体消费将呈现增速趋缓、结构优化的特征。消费增速趋缓可能成为中国经济增长引擎进一步向消费转型所面临的阶段挑战，社保体系持续优化等制度红利有望成为收入增速等传统变量之外提升消费意愿的新型驱动因素（见图表 5-6）。

图表 5：居民消费的结构特征



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：疫情期间积累的消费意愿已接近完全释放，但距离其高位仍有较大空间



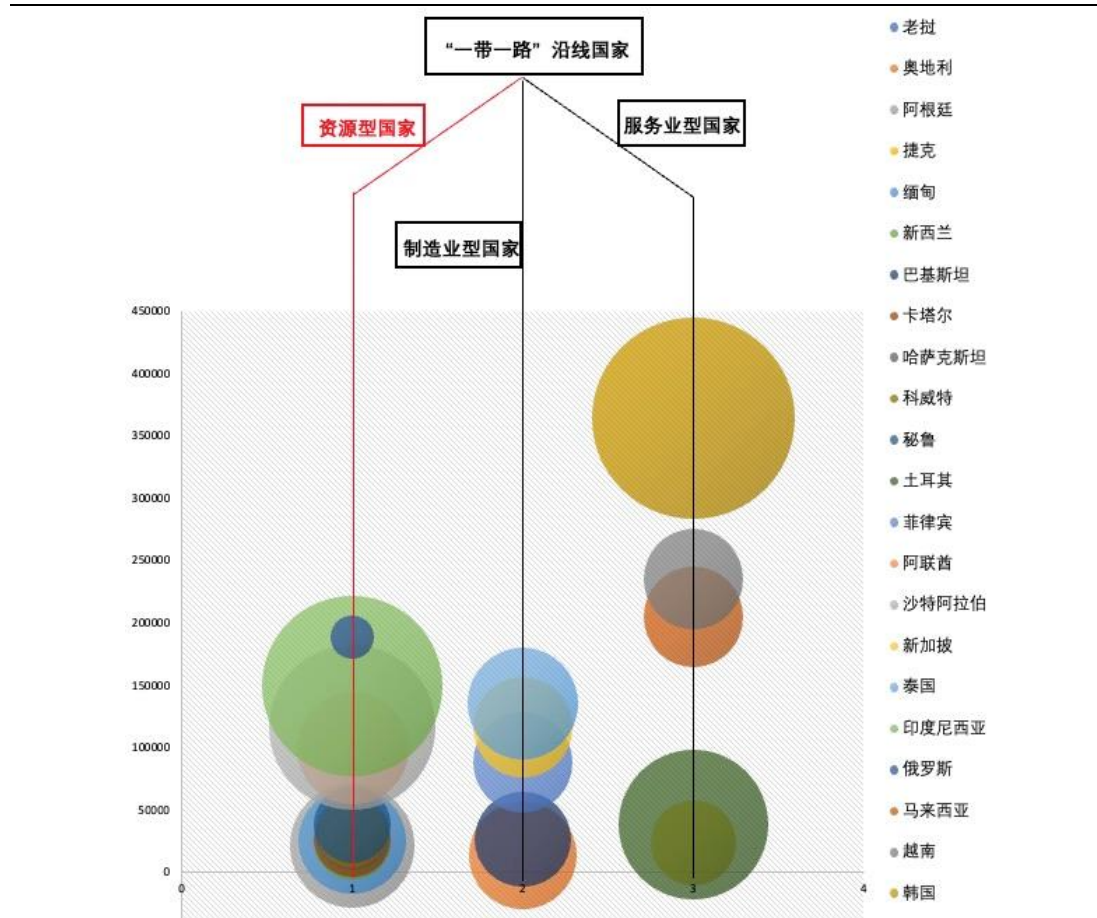
数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 出口增速有望转正，结构延续多元转型。随着全球价值链（global value chain, GVC）修复，2024年出口增速有望转正（2024F: 1.8%，2023F: -4.0%）。疫情后受到全球贸易放缓的影响，中国进出口均承压较大，但自2023年10月以来边际改善。从出口目的地来看，“一带一路”沿线国家以及新兴市场对出口增长的贡献有望延续上升。根据中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心前期研究（详见前期报告《中国与“一带一路”市场的贸易和产业协同前景》上中下篇），2013-2022的十年间中国与“一带一路”沿线24个样本国家¹的货物及服务贸易总额翻了一倍。2022年，中国与沿线国家货物及服务贸易额突破2万亿美元，较2012年增长了103.3%、

¹ 综合考虑经济形态代表性、统计资料可得性，我们选取了在“带路”贸易中较为重要、数据完整且口径可比的24个国家，包括：印尼、沙特、阿根廷、阿联酋、缅甸、新西兰、秘鲁、卡塔尔、哈萨克斯坦、科威特、俄罗斯、老挝、韩国、越南、马来西亚、土耳其、捷克、奥地利、卢森堡、柬埔寨、巴基斯坦、菲律宾、新加、泰国。后文中“一带一路”沿线国家主要基于这24个国家的数据。

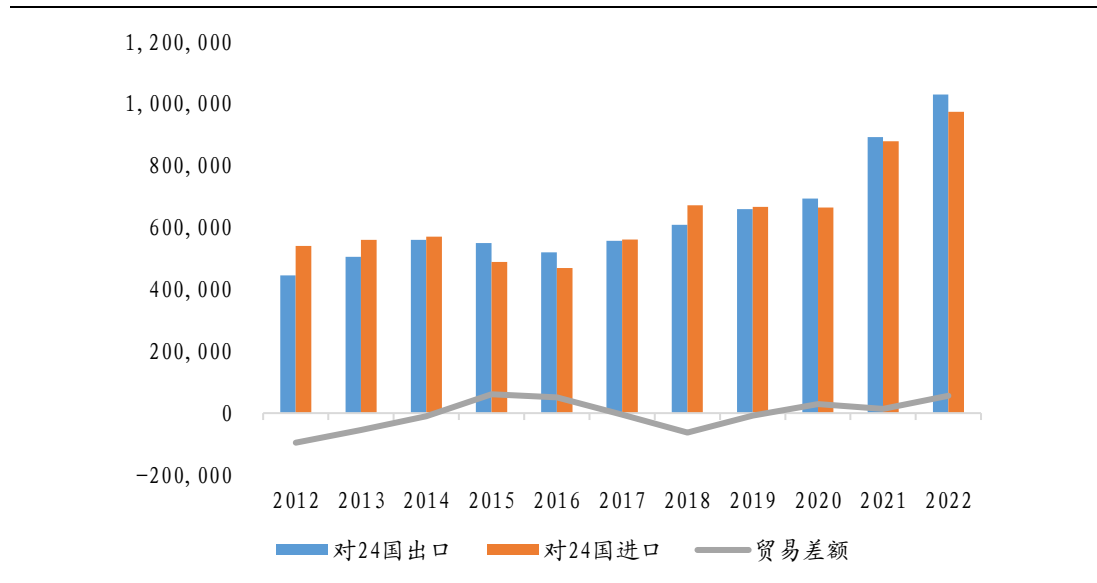
年均增速 7.4%，较同期中国对外货物与服务贸易额年均增速（5.63%）高出 1.72 个百分点。预计**制造型国家**（韩国、越南、马来西亚等）及**服务型国家**（新加坡、泰国、卢森堡等）在 2024 年与中国的贸易额提升空间较大。从产品结构来看，2023 年高新技术产品触底反弹力度最大，月度同比增速反弹达到 26.7 个百分点（2023 年 1 月：-22.5%，2023 年 11 月：4.2%），但全年预计依然为负增长（2023 年：-19.15%）。其他类型的产品中，机电产品增速次之（2023 年 11 月：3.3%），劳动密集型产品增速最低且仍在负增长区间（2023 年 11 月：-5.0%）。合并 2024 年半导体产品周期处于较高位的预期，2024 年高新技术产品贸易增速也有望是各类产品中表现较强的（2024F：6%-7%）（见图表 7-9）。

图表 7：中国与“一带一路”双边贸易网络图



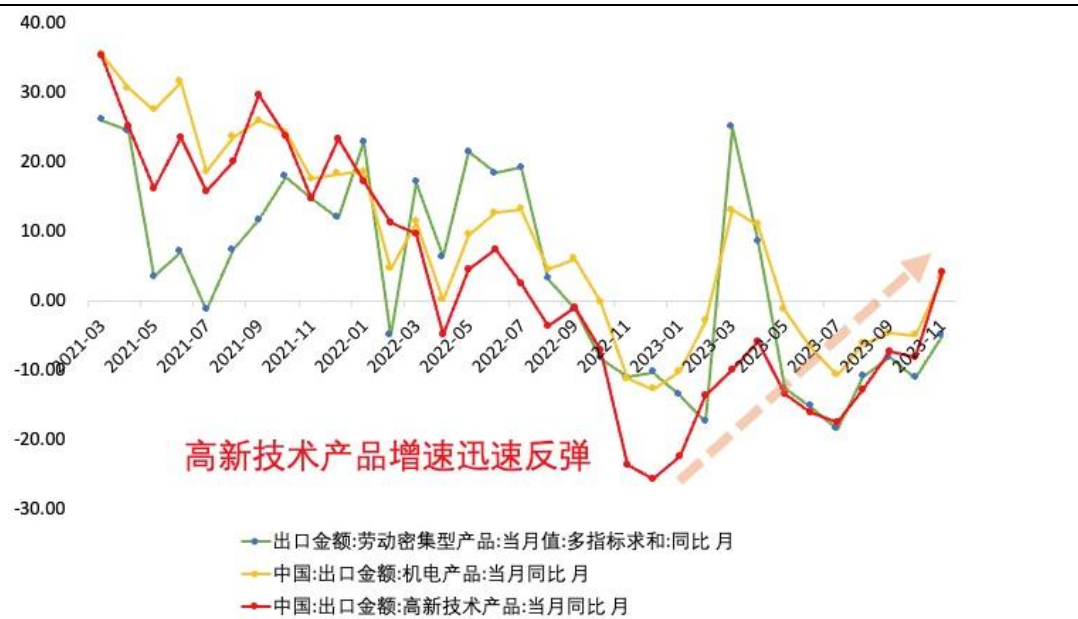
数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：10 年间中国与“一带一路”沿线代表性国家贸易额实现翻番（百万美元）



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 9：中国出口的产品结构



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、2024 年逆周期跨周期政策料延续积极协调发力

1. 财政政策预期继续发力稳投资、宽信用。

总量和节奏上，积极财政政策预将前置发力。2023 年底发行的**特别国债**预期将提振固定资产投资大约 2-2.5 个百分点，提振 GDP 大约 0.6-0.7 个百分点。考虑到 5000 亿元增发国债结转 2024 年使用、新增地方债额度及早下达，预计一季度财政资金空间充足。考虑地方政府年初集中部署全年工作，高基数下 2024 年 2 季度增长压力偏高，财政政策大概率前置发力，上半年政策力度更为可期。

重点领域投向上，基建投向范围进一步拓面。一方面，**特别国债**延续聚焦灾后恢复重建、防洪治理、城市排水防涝等八大领域；另一方面，**专项债**投向有望进一步拓宽，除传

统交通、水利能源，以及 2023 年新增的新能源项目、新型基础设施外，“三大工程”建设预计成为新增重点领域。

重点区域投向上，更强调经济大省“挑大梁”。经济大省财政实力相对坚实，经济转型节奏领先，隐性债务风险也偏低，在引领产业创新、基建补短板、服务经济高质量发展方面具有更大发力空间。2023 年前 3 季度，广东、上海、江苏、浙江、北京等省市财政税收规模居前。自 2018 年隐性债务清零工作部署以来，广东、北京已实现隐性债务清零，上海多数辖区已清零。

重点产业投向上，支持现代化产业体系建设预计是 2024 年积极财政政策的重点工作内容之一。2023 年 12 月中央经济工作会议将“以科技创新引领现代化产业体系建设”放在重点任务首位，“数智技术、绿色技术”等新技术、“生物制造、商业航天、低空经济”等战略性新兴产业、“量子、生命科学”等产业新赛道，均是产业创新升级的重点关注领域。此外，宏观政策一盘棋的发展布局下，**结构性减税降费**政策有望进一步落实，重在配合货币、就业、产业等政策支持**科技创新和制造业**发展。

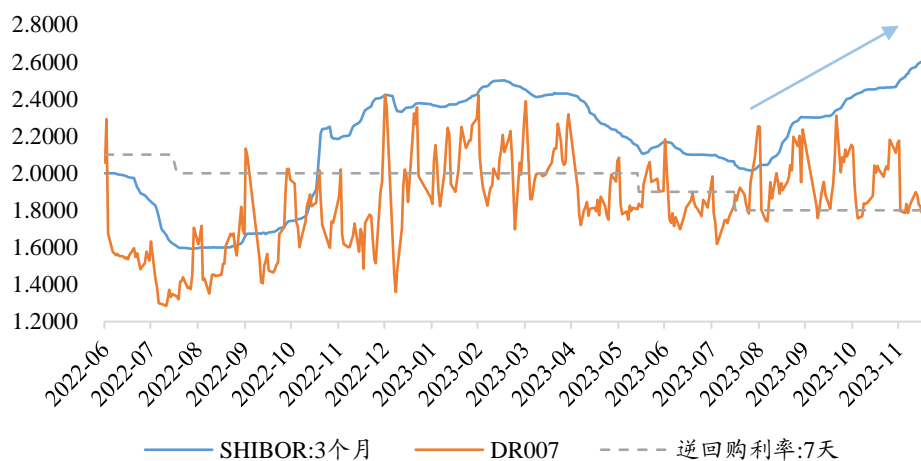
2. 货币政策保持“稳健”，与财政政策“协调配合”。

2024 年货币政策定调“灵活适度、精准有效”，预计进一步加大对财政政策的“协调配合”。2023 年以来，货币政策“精准施策、持续发力”，综合运用降准降息、结构性工具等多种方式，支持实体经济发展。12 月中央经济工作会议定

调“灵活适度、精准有效”，与2023年两会提出的“精准有力”相比，更加注重调控的灵活性和有效性，会议亦提出“增强宏观政策取向一致性”，预计年内货币政策更加强调在总量、节奏、结构上与财政政策的协调配合（详见附表）。

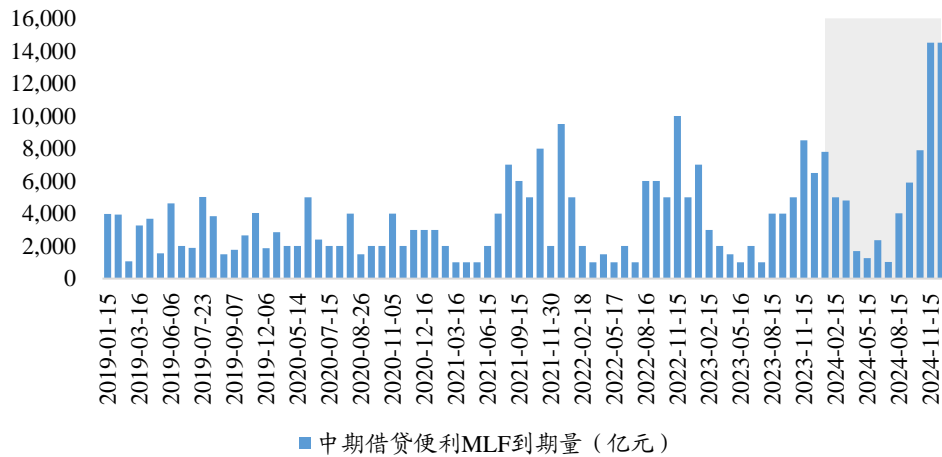
节奏上，预计人行将继续通过降准、OMO等工具呵护流动性配合财政前置发力。2023年3月、9月人行2次降准、累计50BP，释放长期流动性超万亿元，4季度以来，财政支出加码、MLF到期等因素影响下，市场流动性维持紧平衡状态（见图表10），12月MLF超量续作进一步支持增发万亿国债、专项债提前发力。考虑到2024年财政政策预计前置发力，叠加7.1万亿元MLF到期，流动性仍面临一定压力（见图表11），预计人行年初、年中政策落地概率较大。

图表10：下半年以来市场流动性有所收紧



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

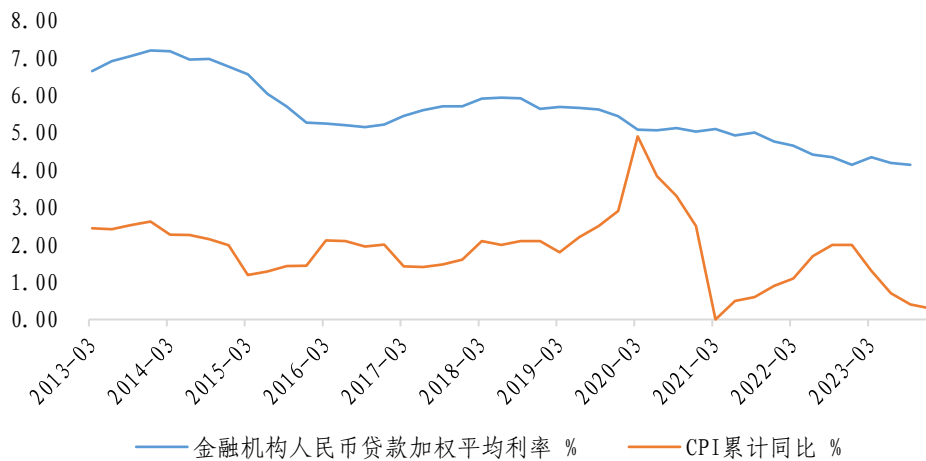
图表 11：2024 年共有 7.1 万亿元 MLF 到期



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

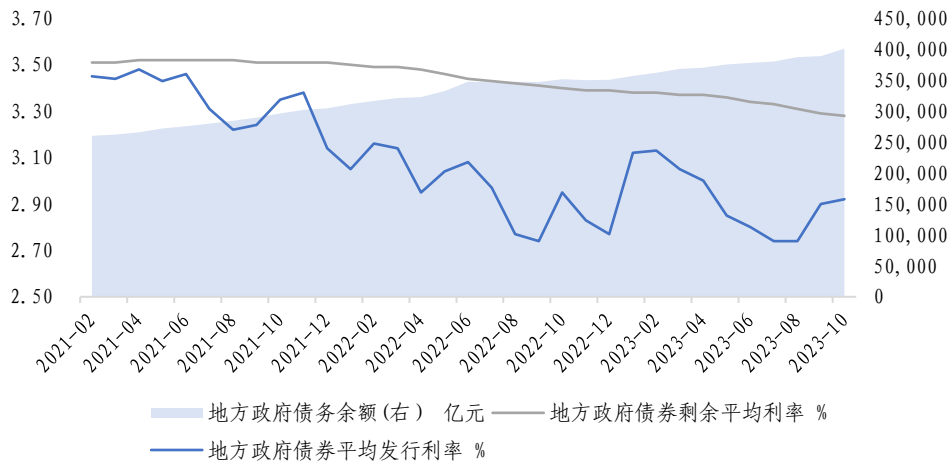
力度上，继续引导降低社会综合融资成本仍是政策重点。一方面，当前社会融资成本仍较高。2023 年以来，人行 2 次降息，1 年期 LPR、5 年期 LPR 分别累计下降 20BP、10BP，但考虑到当前物价水平持续偏低，实际利率处于较高水平（见图表 12）。另一方面，引导利率下行平衡地方财政收支，也是主要国家普遍的政策考虑。2023 年 9、10 月，地方政府债券平均发行利率连续两个月上行（见图表 13）。

图表 12：当前实际利率处于较高水平



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

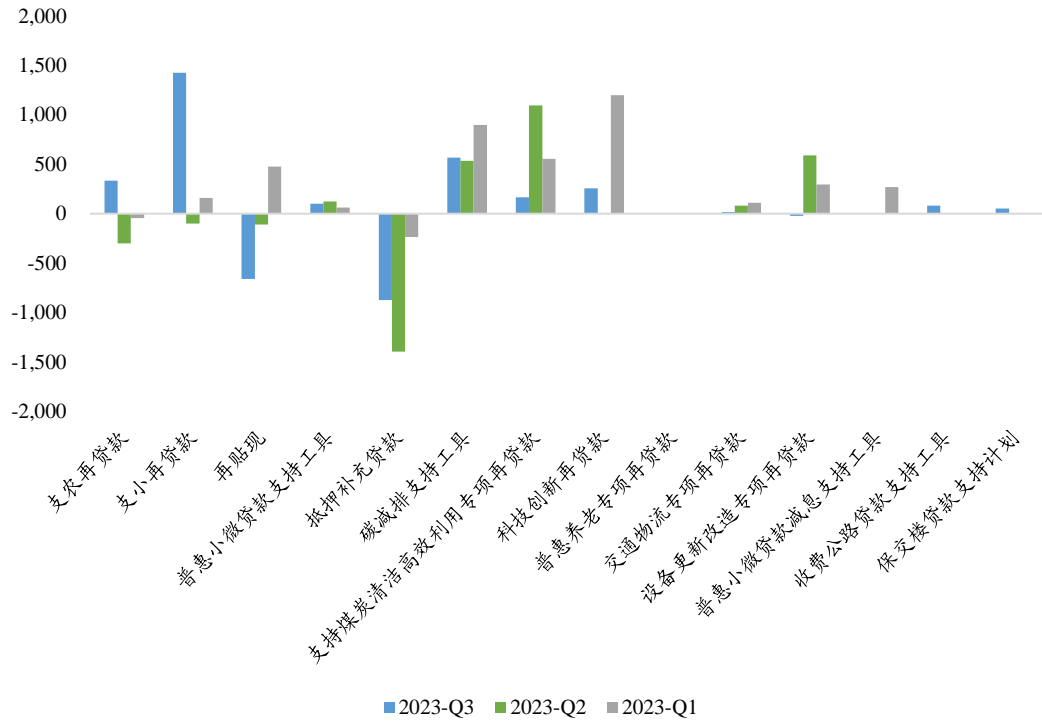
图表 13：地方政府债务余额及平均利率水平



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

结构上，2024 年结构性货币政策预计将加大与财政、产业政策配合力度。2023 年前三季度，结构性货币政策工具净投放 5,715 亿元，以碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、支小再贷款和科技创新再贷款为主（见图表 14）。预计 2024 年结构性货币工具仍为重点，包括增加现有工具额度，优化和完善货币政策工具等，提高新投放信贷的使用效率，加大对“科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济”等领域支持，重启抵押补充贷款（PSL）等为“三大工程”提供长期资金，不排除创设新政策工具的可能。

图表 14：2023 年前三季度结构性货币政策工具净投放额（亿元）



数据来源：人行、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

附表：2023 年以来重要会议中有关货币政策的表述

日期	重要会议	表述
3 月 5 日	2023 年两会政府工作报告	稳健的货币政策要 精准有力 。保持广义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 ，支持实体经济发展。保持人民币汇率在合理均衡水平上的 基本稳定 。
4 月 14 日	一季度中国货币政策执行报告	稳健的货币政策要 精准有力，总量适度，节奏平稳，搞好跨周期调节 ，保持 流动性合理充裕 。
6 月 30 日	二季度中国货币政策执行报告	要 克服困难、乘势而上，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节 ，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，切实支持扩大内需，改善消费环境，促进经济良性循环，为实体经济提供更有力的支持。
11 月 27 日	三季度中国货币政策执行报告	稳健的货币政策要 精准有力 ，更加注重做好 跨周期和逆周期调节 ， 充实货币政策工具箱 ，着力营造良好的货币金融环境。准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应 总量和结构 双重调节。
12 月 8 日	中共中央政治局会议	明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，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。 稳健的货币政策要灵活适度、精准有效 。要增强宏观政策 取向一致性 。
12 月 11 日	中央经济工作会议	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 。 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 。

数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理