



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

宏观平稳，稳中求进

——2024年宏观经济展望

日期：2024年01月15日

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师：陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

- 《经济独步寻芳 市场环境回暖》
——2022年12月05日
《经济将进入平稳运行期，托底政策需维持》
——2023年07月27日
《通胀下行中结构改善》
——2023年07月24日

■ 投资摘要

宏观平稳，微观改善

我们一直认为，投资是经济的第一增长动力。而当前投资持续下滑，表明经济内生增长动力仍然偏软。分项来看，房地产投资放缓，拖累了中国整体投资增速，但伴随房地产市场调整优化政策措施落地见效，房地产投资下降态势有望缓解；万亿国债的资金落地以及积极财政的适度加力、提质增效有望助力基建投资的平稳增长；制造业投资已呈现止跌反弹的趋势，信心的恢复也有助于制造业投资的进一步复苏。投资增长仍主要依靠制造业和基建，也有助于固定资本形成总额的上升。整体来看我们认为2024年投资增长将保持平稳态势。经济增速或因基数效应消除而略降，实质平稳有韧性，并且在物价结构带来的企业效益改善下形成“宏观平稳，微观改善”的格局。

稳中求进，先立后破

12月的中央经济工作会议中认为顶住了外部压力、克服内部困难，经济实现了回升向好，但未来还面临不少困难和挑战。在这一判断下，所有的政策也将围绕巩固回升向好趋势，会议提出了“稳中求进、以进促稳、先立后破”的原则方针，稳和立是政策要求的目标与基础，要防范化解重大风险，要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，并在此基础上再追求进与破，实现新旧动能转换。

“双降”或仍可期

降准也是由于中国基础货币增长能力不足，而货币当局为维持货币平稳的选择。中国经济的通胀和运行前景，决定了中国货币体系降准和降息或仍可期。我们认为在货币内生下，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。降低融资成本既是供给侧改革内容中“降成本”的重要内容，又是中国货币当局政策体系中和货币结构调整并重的政策基础目标，也响应了中央经济工作会议的要求。我们预计2024年或将降准1-2次、下调RRR0.5个百分点，降息1-2次。

汇率前景：人民币或重拾升势

在当前中美关系改善叠加美联储加息结束并转向的预期升温场景下，我们认为利率平价对汇率走势的主导作用逐渐消退，其它因素对汇率走势的影响重要性将逐渐上升；通货膨胀差对汇率的影响将逐渐体现，经济发展前景差异将再度成为汇率的方向性影响力量。我们认为，汇率走势主导因素或转向经济和通胀，人民币汇率的中长期运行趋势不变，人民币汇率将因中国经济更为良好的增长前景和更平稳的物价，再现稳中偏升的趋势。

■ 风险提示

俄乌冲突、中东冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 全球经济、金融形势.....4

 1.1 经济增长趋缓，美国逆势反弹.....4

 1.2 通胀一致回落，迎来“高物价，低通胀”.....6

 1.3 美元强势地位或临转变.....8

 1.4 降息或已不远.....10

2 中国经济、金融形势分析.....11

 2.1 经济平稳有韧性.....11

 2.2 价格低迷非周期性，平稳中将趋改善.....13

 2.3 货币信贷回撤.....14

3 中国经济、金融展望.....16

 3.1 宏观平稳，微观改善.....16

 3.2 稳中求进，先立后破.....17

 3.3 “双降”或仍可期.....22

 3.4 汇率前景：人民币或重拾升势.....23

4 风险提示：.....24

图

图 1：发达国家 GDP 增速（季度，%）.....4

图 2：新兴市场国家 GDP 增速（季度，%）.....4

图 3：美国个人储蓄存款总额（季度，十亿美元）.....5

图 4：美国薪资增长（当季同比，%）.....5

图 5：美国 GDP 贡献率（季度，%）.....5

图 6：欧洲就业与消费情况（月，%）.....6

图 7：欧元区制造业产能利用率（月，%）.....6

图 8：发达国家 CPI（月，%）.....6

图 9：发达国家核心 CPI（月，%）.....6

图 10：美国通胀的定基指数变化（1982-84 年=100）.....7

图 11：新兴市场国家 CPI（月，%）.....8

图 12：美国金融市场波动率趋降（月度，%）.....8

图 13：美元指数（%）.....9

图 14：各国 10 年期国债收益率（%）.....10

图 15：美国联邦基准利率（%）.....10

图 16：美国通胀和利率基准的变化走势（%）.....11

图 17：中国 GDP 增速（两年平均，%）.....12

图 18：三驾马车两年平均增速（累计同比，%）.....12

图 19：高顺差得以延续（亿美元，月）.....13

图 20：CPI 与 PPI（同比，%）.....14

图 21：货币、信贷与社融（同比，%）.....15

图 22：温州民间借贷利率（%）.....15

图 23：GDP 如何扩张：源泉动力为投资.....16

图 24：固定资产投资分项变动（%）.....17

图 25：中国基础货币与货币乘数增长（%）.....22

图 26: 人民币汇率走势23

表

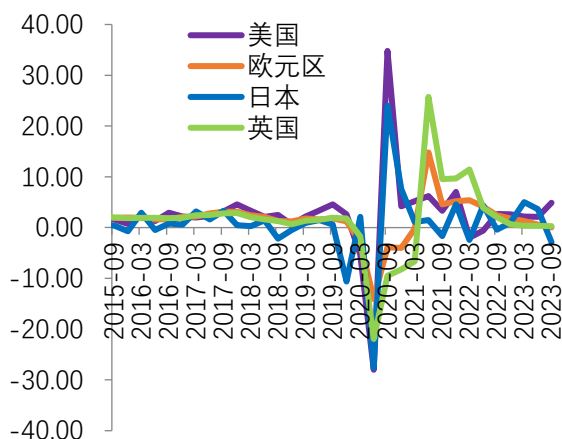
表 1: 中央经济工作会议对比.....18

1 全球经济、金融形势

1.1 经济增长趋缓，美国逆势反弹

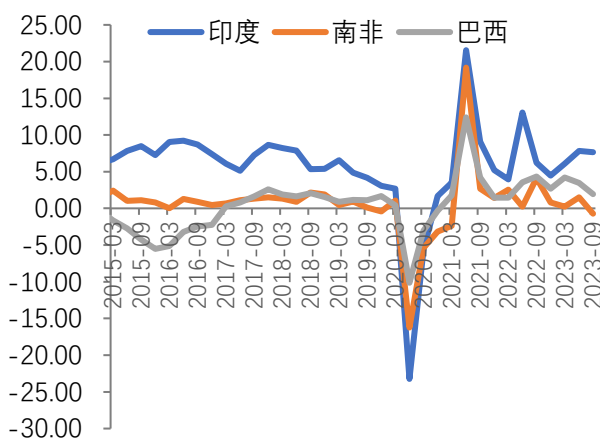
全球经济在疫情之后经历了一波快速的复苏，增长逐步放缓，并且差异加剧。发达经济体方面，美国三季度 GDP 录得 4.9% 的增速，较二季度大幅回升，更是超过了疫情前的高点，在发达经济体中一枝独秀；欧元区三季度 GDP 增速持平，较二季度继续回落，创下仅次于疫情期间的最低；英国三季度 GDP 同样有所下滑，增速仅为 0.27%；而日本在三季度滑落至负区间，经济增长疲软。而新兴市场经济体表现整体要好于发达国家，印度三季度 GDP 虽有所回落，但增速仍高达 7.64%；巴西三季度 GDP 也有所下滑，但增速仍高于主要发达国家，而南非经济增长则进一步下滑至负区间，落后于其他国家。

图 1：发达国家 GDP 增速（季度，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

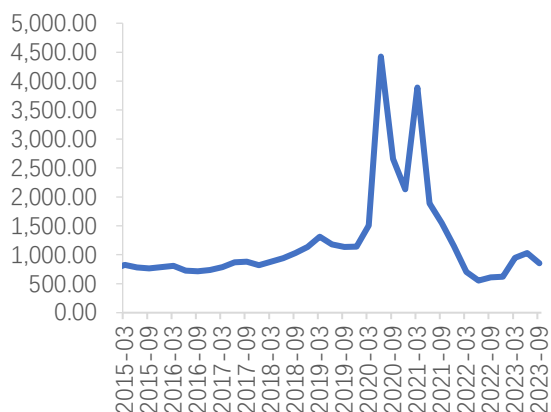
图 2：新兴市场国家 GDP 增速（季度，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

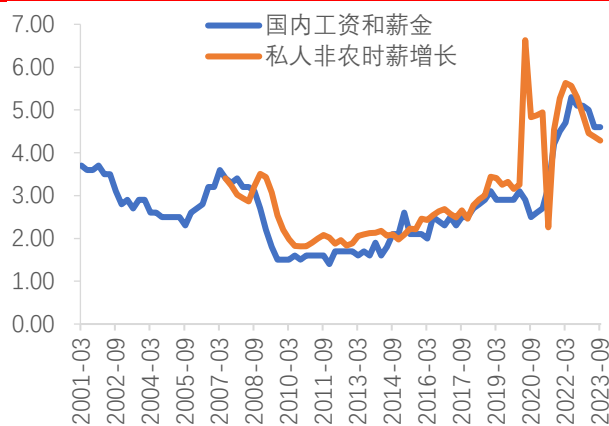
美国经济的复苏或得益于收入和储蓄的提升。疫情期间的补贴救助使得个人储蓄出现了额外增长，薪资脱离长期低迷格局。而从 GDP 的贡献率来看，疫情后个人消费支出对于 GDP 的贡献突出，而 2023 年三季度个人消费支出的贡献率超过了 2%。消费的强劲也是依托于前期收入增长以及储蓄的积累。从目前来看，个人储蓄已呈现明显消耗，2023 年中时已进入过度消耗后的回补阶段，可以预期美经济后续增长动力也将随之衰减。

图 3：美国个人储蓄存款总额（季度，十亿美元）



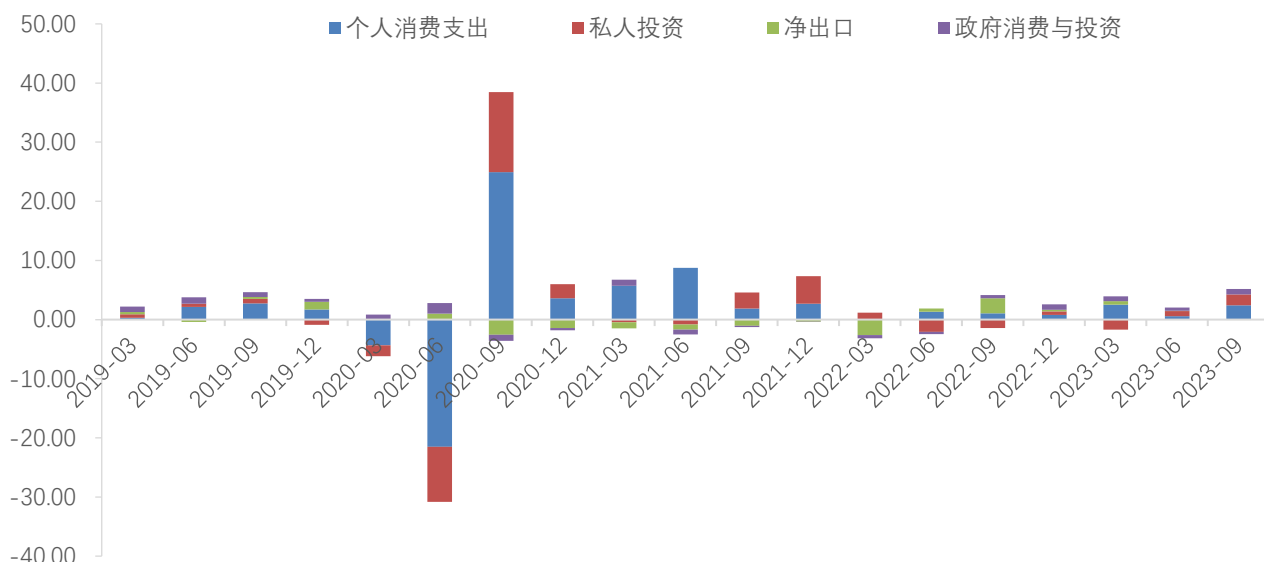
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：美国薪资增长（当季同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

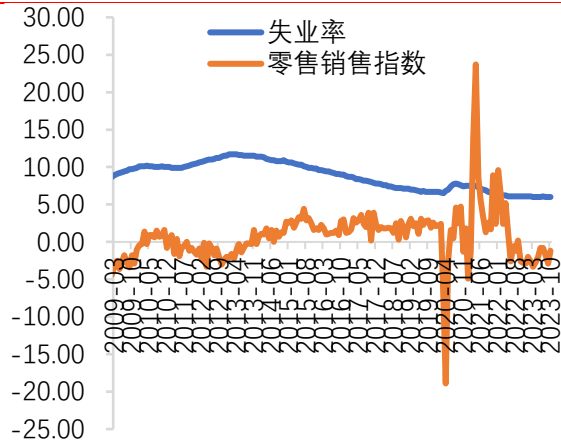
图 5：美国 GDP 贡献率（季度，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

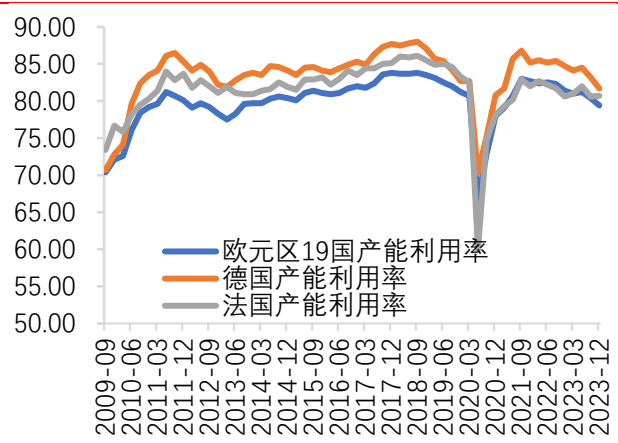
欧洲消费持续疲软，零售指数连续负增。就业市场表现相对较好，失业率持续低位，并且也低于疫情前的水平。从欧元区经济体内部的工业经营活动情况看，其制造业产能利用率也在疫情后逐渐走低，各国之间表现有分化。法国产能利用率还未回到疫情前水平，德国表现基本与疫情前持平，但年末回落明显。整个欧元区则表现为连续下滑。

图 6：欧洲就业与消费情况（月，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：欧元区制造业产能利用率（月，%）

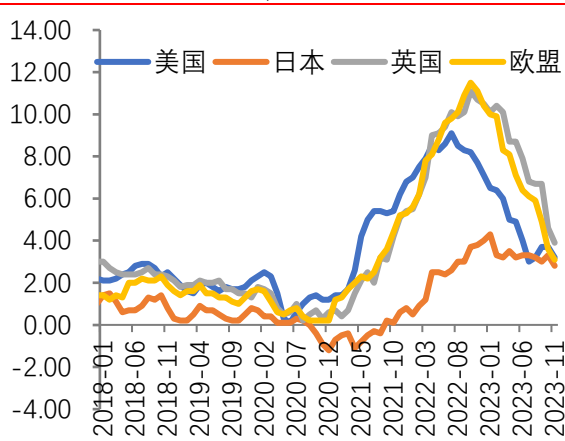


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.2 通胀一致回落，迎来“高物价，低通胀”

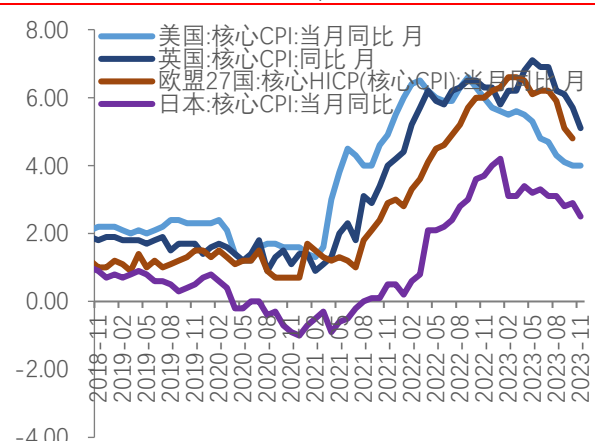
疫情冲击下，各国相继开启货币宽松进程，全球供应链的中断以及俄乌冲突等地缘政治因素影响，全球通胀迅速攀升，均达到了历史高位。为抑制通胀，各国又相继开启了加息进程，对抗通胀的效果已有所显现。目前发达国家的 CPI 均从高位回落，一致回落的走势形成，但仍高于疫情前水平。核心 CPI 也呈现出下降趋势，但相对偏慢，仍较平稳。我们认为核心通胀的平稳也反映出工资上涨的扩展态势。

图 8：发达国家 CPI（月，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

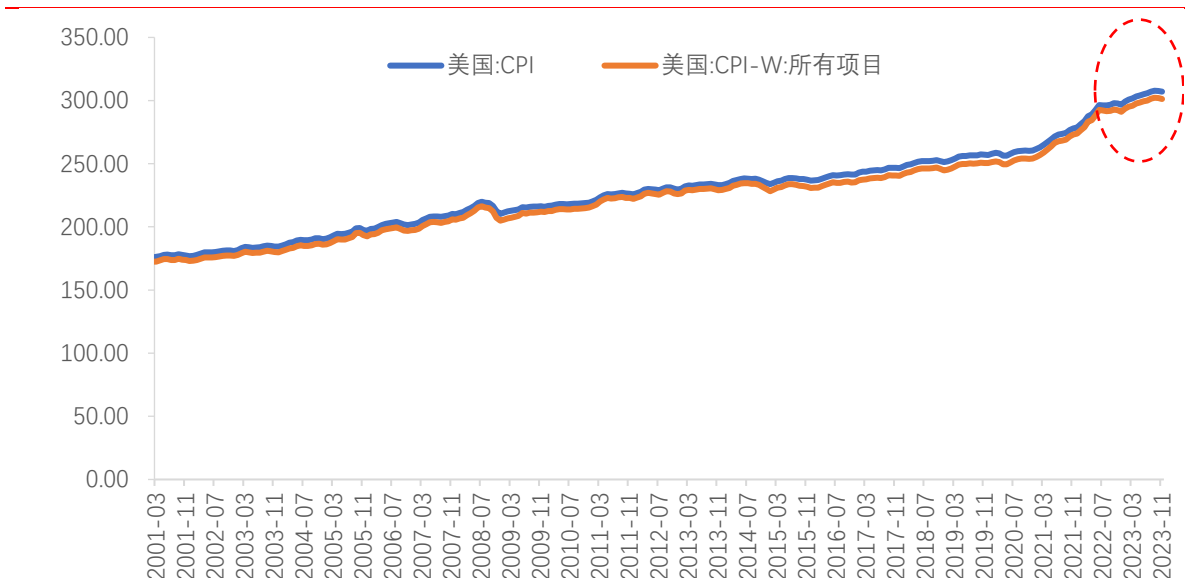
图 9：发达国家核心 CPI（月，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

由于基数效应，2024 年的以美国为代表欧美的经济体的通胀指标或呈现进一步下行，但实际从定基指数的变化来看，或将进入“高物价、低通胀”年代。

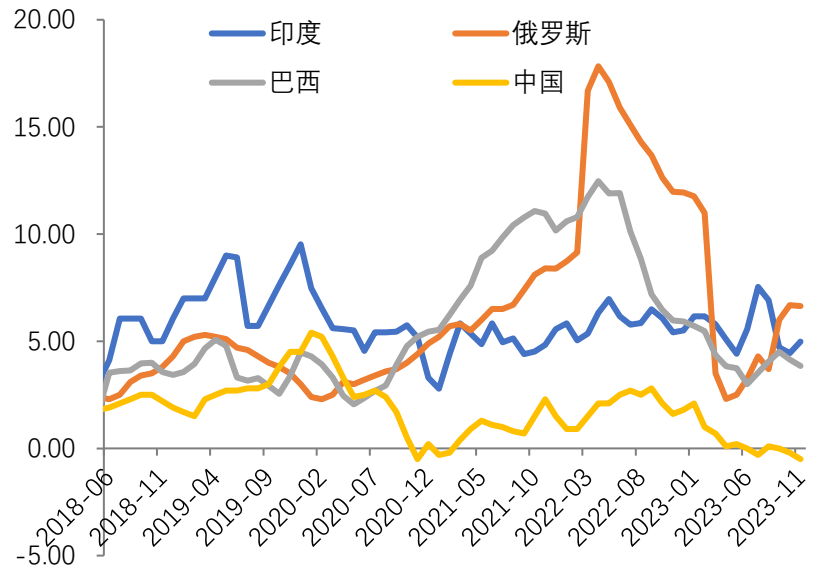
图 10: 美国通胀的定基指数变化 (1982-84 年=100)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

从新兴市场经济体的通货膨胀走势看, 表现分化, 中国持续低位运行, 甚至转负; 巴西、俄罗斯和印度则从高点逐步回落, 但下半年以来均有所反弹波动。具体来看, 截至 2023 年 11 月, 俄罗斯 CPI 的高点在俄乌冲突爆发下超过 17%, 最低降至 2.31% 的水平, 通胀已明显缓解, 当前反弹至 6.6% 左右, 略高于疫情前的水平, 在新兴市场国家中偏高; 印度一度反弹至 7.54%, 当前又回落至 4.98%; 巴西 CPI 在 2022 年 6 月之后持续回落, 最低降至 3%, 当前反弹回落后为 3.85%。整体来看, 新兴经济体整体运行平稳偏暖, 通胀平稳偏弱。并且由于发展中国家发展差异性较大, 通胀平稳中运行基准也差异较大。

图 11：新兴市场国家 CPI（月，%）

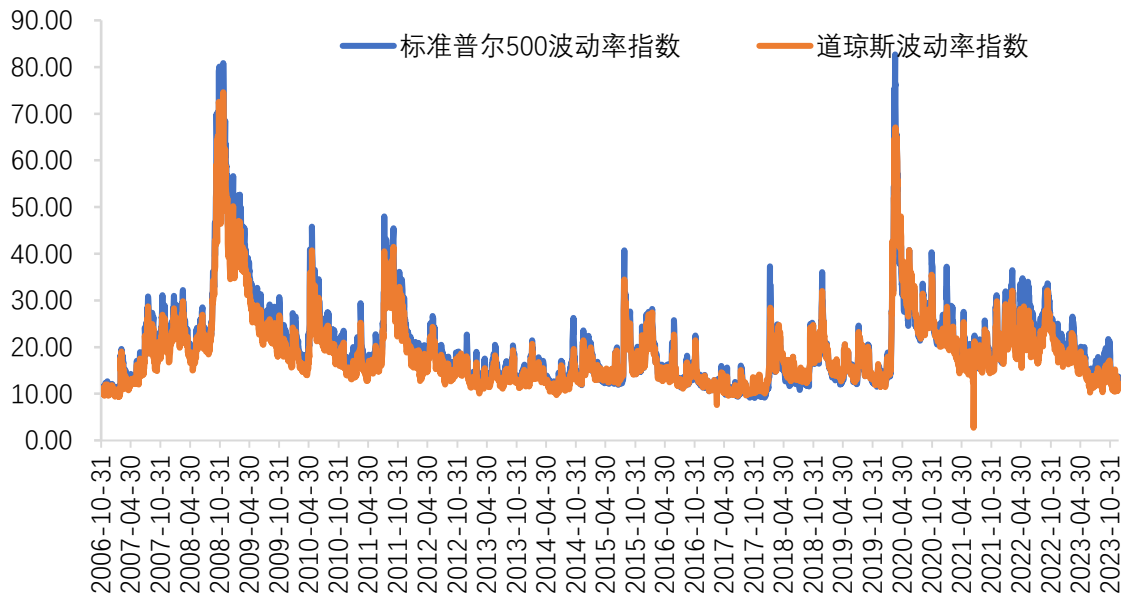


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 美元强势地位或临转变

2020 年新冠疫情的爆发，叠加 2022 年的俄乌冲突，海外金融体系的波动性明显上升。但 2023 年以来，波动性开始趋于下降，除了 3 月欧美银行危机的引发的暂时性波动外，相关的波动率指数整体是趋于向下的。

图 12：美国金融市场波动率趋降（月度，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

自 2022 年 10 月美元指数见顶回落以来，走势较为曲折。2023 年二月以前，美元指数持续回落，最低降至 101 左右，随后出现了一波明显的反弹，最高升至 105，随后再度回落至 101 附

近。6月美元指数重新回到了104，一路震荡向下，最低至99。10月美元指数再度反弹至了106左右，而年末又逐步下降至101。整体而言，2023年美元指数在高利率的支撑下延续了强势地位，但波动也明显增加。2024年由于经济与通胀的不同走向，或使国际货币格局生变，美元的强势地位或也将面临下降。

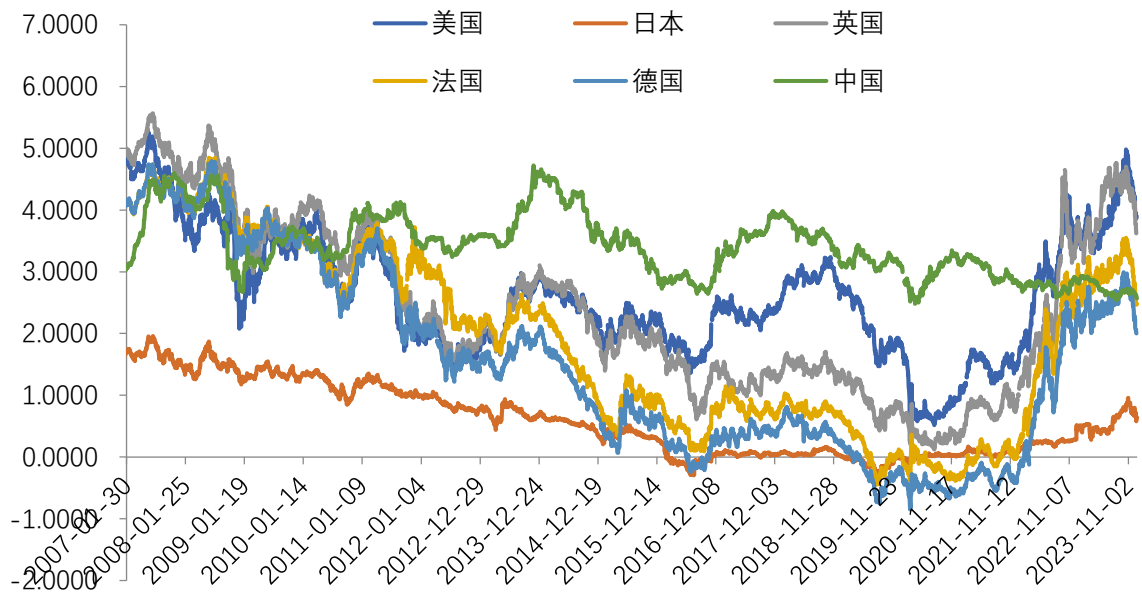
图 13: 美元指数 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2023年各国国债收益率表现波动较大。欧美国债收益率走势较为一致，1月整体下行，2月又逆转向上，10年期美债收益率一度突破4.0%，而受到欧美银行业危机影响，国债收益率又呈现出快速回落，美债收益率一度降至3.4%左右，此后便呈现出震荡回升的走势。尤其三季度以来美国经济的反弹，通胀韧性，美债利率连续回升，一度接近5%的高位，高点后又呈现出快速回落的趋势。其余主要国家国债收益率在美债的影响下基本呈现趋同的走势。而中国债收益率走势明显不同，在海外主要国家连续加息的背景下，中国维持了宽松的政策，先后降准降息，收益率连续下行，一度突破2.6，随后虽有所反弹，但当前已再度降至2.6以下。

图 14: 各国 10 年期国债收益率 (%)

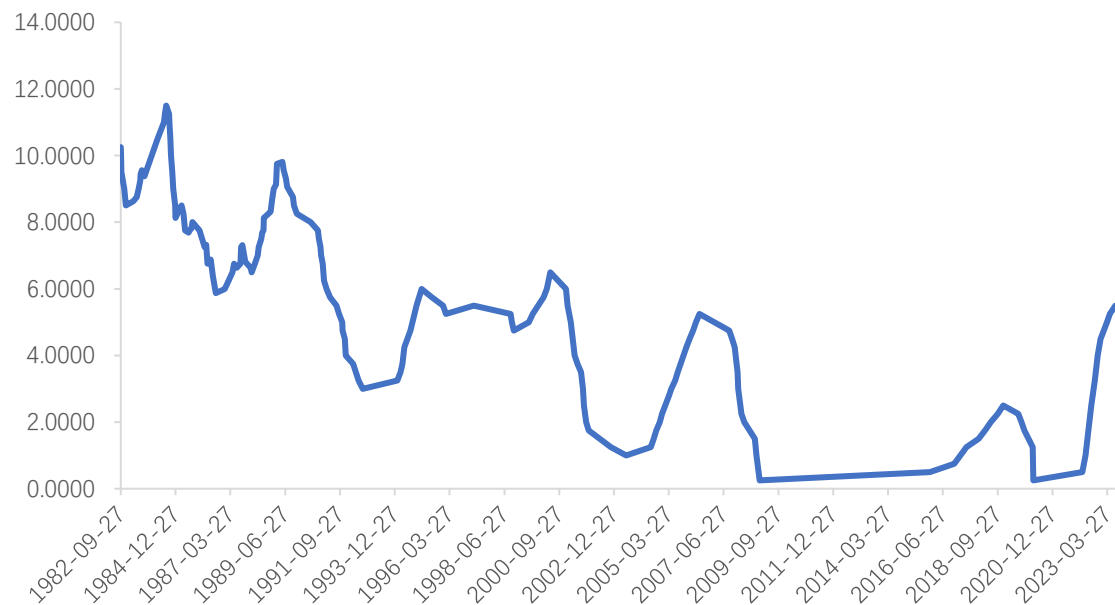


资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.4 降息或已不远

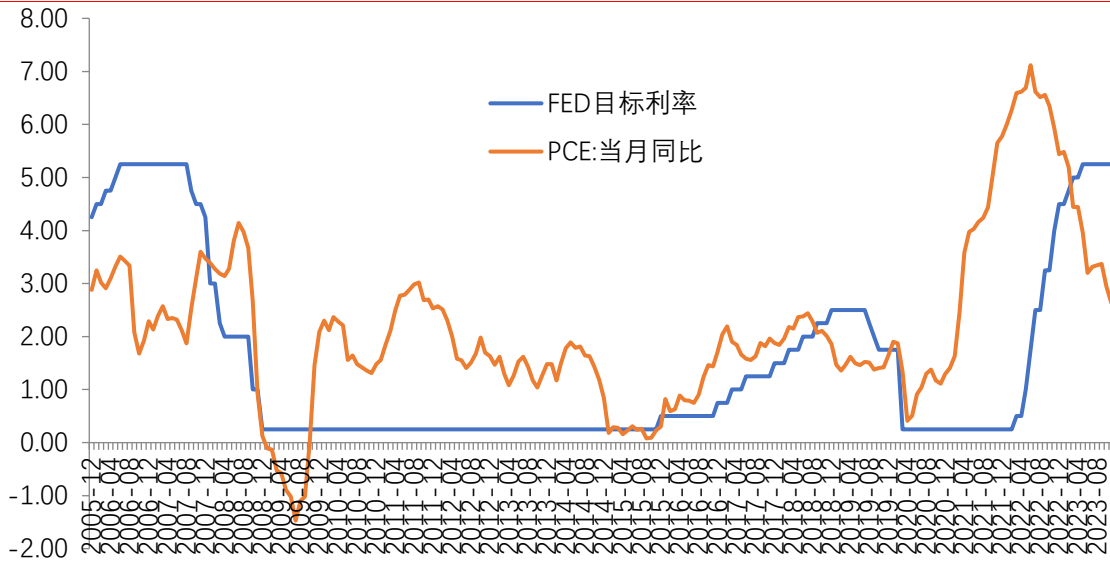
美联储继 6 月暂停加息后, 7 月再度加息 25BP, 自 22 年 3 月以来美国已累计加息 11 次, 加息幅度超越前两轮加息周期, 与 2001 年 1 月时的水平相当, 但随后美联储便一直按兵不动。从历史上来看, 美联储一旦停止加息后, 就会很快以更大力度降息。伴随通胀指标下行及经济增长压力上升, 我们认为 2024 年美联储降息已不远, 最低或降至 3.5%。

图 15: 美国联邦基准利率 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 16: 美国通胀和利率基准的变化走势 (%)



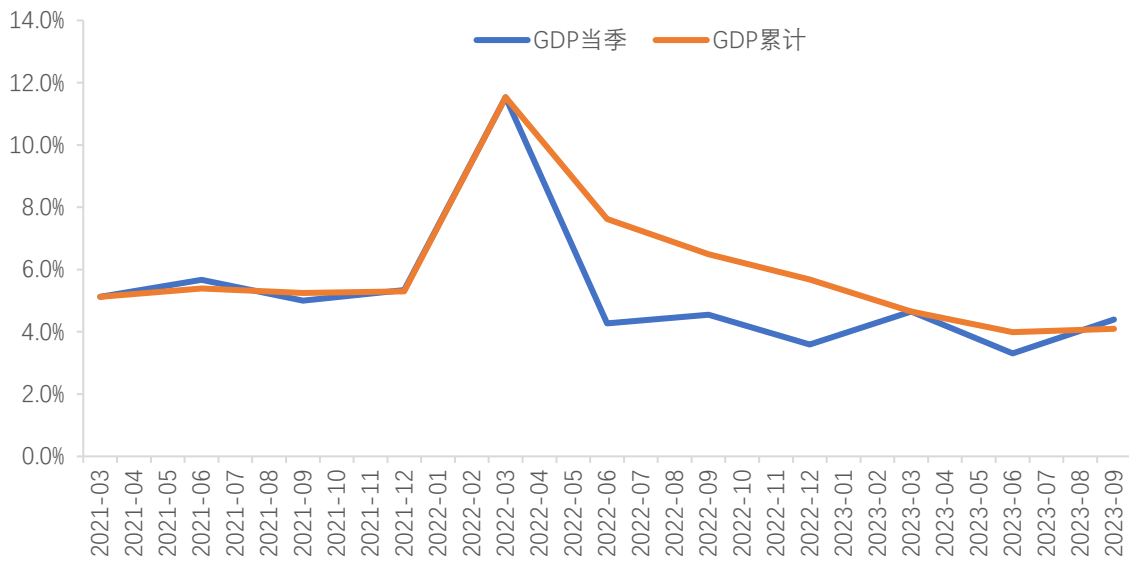
资料来源: Wind, 上海证券研究所

2 中国经济、金融形势分析

2.1 经济平稳有韧性

疫情防控平稳转段后, 经济社会全面恢复常态化运行, 宏观政策靠前发力, 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解, 经济增长好于预期, 一季度实现经济的良好开局, GDP 录得 4.5%, 较 2022 年四季度明显回升。但二季度以来, 经济恢复的速度有所放缓, 在 2022 年低基数的助力下, 二季度 GDP 录得 6.3%。3 季度 GDP 为 4.9%, 较二季度有所下滑, 主要受 2022 年基数变化影响。如果以两年平均增速来看, 二季度增速较一季度有所下滑, 三季度增速有所回升。消除基数效应后, 经济虽弱却稳, 平稳中仍较有韧性。

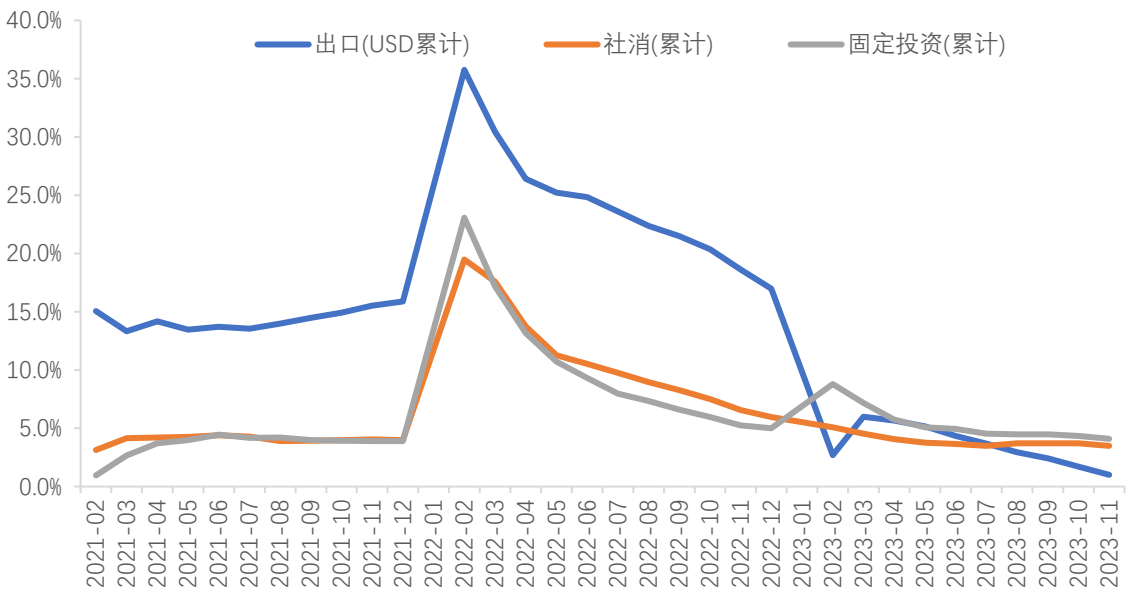
图 17: 中国 GDP 增速 (两年平均, %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

从消除基数效应后的三驾马车的表现来看, 2023 年经济偏弱的主要原因来自于疫情后出口的持续回落, 以及消费与投资稳中趋弱。

图 18: 三驾马车两年平均增速 (累计同比, %)

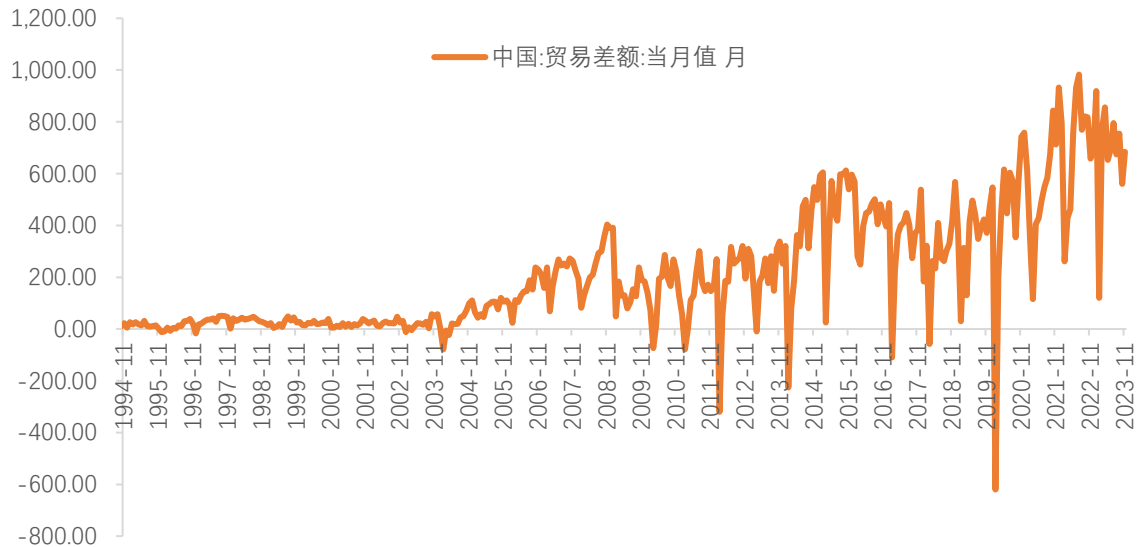


资料来源: Wind, 上海证券研究所

出口的下滑或源于外部经济放缓, 外需减弱的影响, 但高顺差仍然得以延续。我们仍然认为中国持续高顺差的格局, 体现了中国经济国际竞争力的强势地位, 这种地位来源于中国作为大国经济体的规模经济、产业体系完善优势、人口数量和质量构成合适的资源禀赋优势等, 而 40 多年发展积累的资本优势, 不是短期能够撼动的。我们认为, 中国经济在世界经济格局中的制造中心

地位稳固态势已成，在国际经济竞争中的这种优势地位，在未来较长时期内仍将延续。

图 19：高顺差得以延续（亿美元，月）

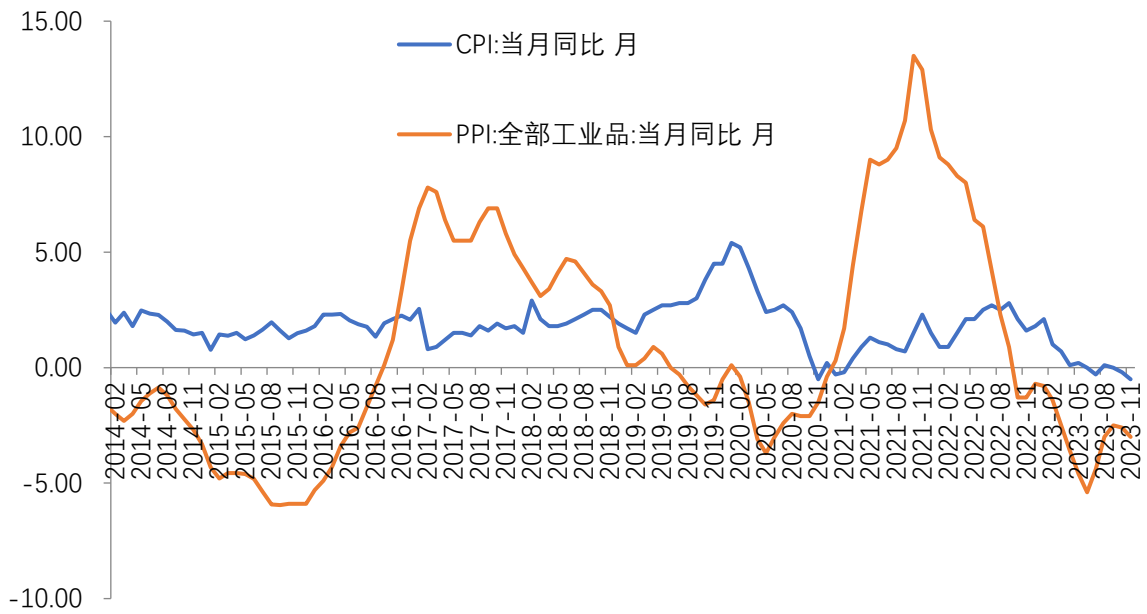


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 价格低迷非周期性，平稳中将趋改善

2023 年以来价格持续低迷，CPI 连续负区间，PPI 跌幅有所收窄，迎来双负局面。从 2014 年以来，中国物价形势进入新阶段：关键商品决定价格结构。对于 CPI 而言，影响最大的关键商品便是猪肉。猪肉生产进程由小规模分散—中规模适度—大规模集中；当前行业整体规模化程度仍处较低水平，正处于集中度提高期，也决定猪肉的价格的低迷。而 PPI 在高基数以及主要工业品价格下跌的影响下跌幅进一步加深。因此当前的格局并非经济周期性低迷导致，是“非典型通缩”，主要反映经济结构面临转型下，传统商品结构价格的疲软态势。未来价格走势或延续我们一直秉持的逻辑——标杆商品猪肉因产业出清延续稳中偏弱，大宗商品价格因经济偏弱也呈现偏弱走势。在迎来 CPI 和 PPI 双负局面后，中国通胀运行将延续低迷状态，PPI 将延续 2-4 个季度的萎缩态势。但由于基数效应的影响，价格同比指标应会呈现出渐回升的态势。虽然 CPI 和 PPI 都萎缩，但 PPI 萎缩超过 CPI，CPI 和 PPI 间的剪刀差仍较宽并延续，物价结构的这种变化，实际上有利于工业经济效益的改善。

图 20: CPI 与 PPI (同比, %)

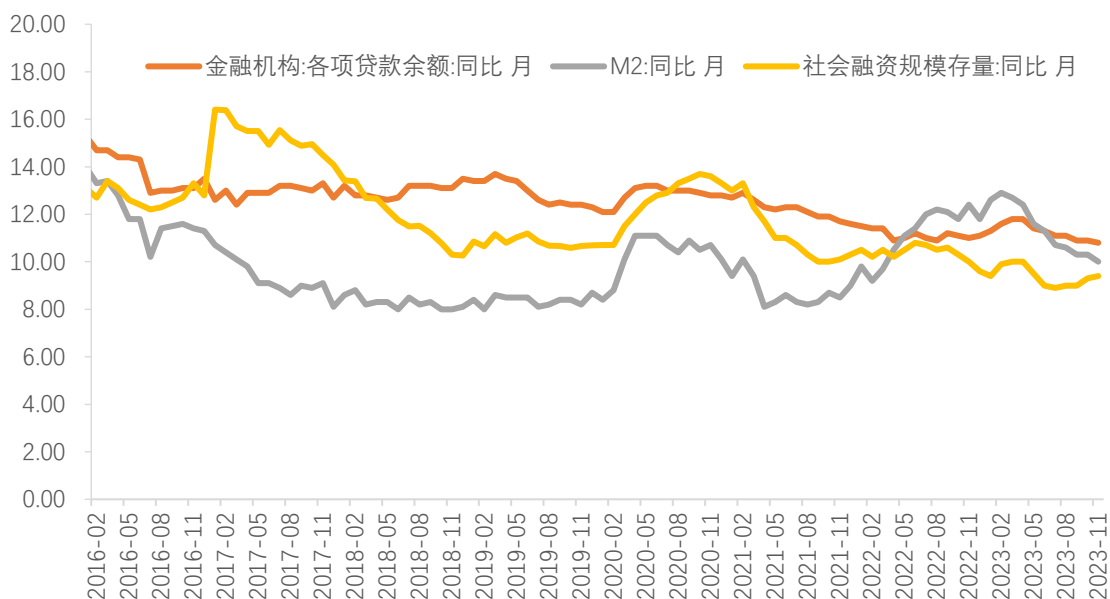


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 货币信贷回撤

我们认为经济平稳中的通胀下行走势, 或带来货币宽松状态的后撤。短期信贷、货币增速的回落, 并不意味着流动性平稳环境的改变, 只要货币增长和经济增长是相适应的, 我们认为货币环境就是平稳的。我们一直认为, 从中长期看, 由于货币体系运转机制和季节性回落, 经济运行状况的变化, 信贷、货币增速的平稳趋势不变, 货币内生体系下信贷和货币增长基本上取决于社会经营主体的行为, 即经济平稳决定了信贷和货币增长的平稳。另一方面, 从货币政策的视角, 中性稳健货币政策亦为政策偏好。保持流动性环境平稳, 并在平稳中改变流动性结构分布, 一直为货币当局的政策导向和目标之一。

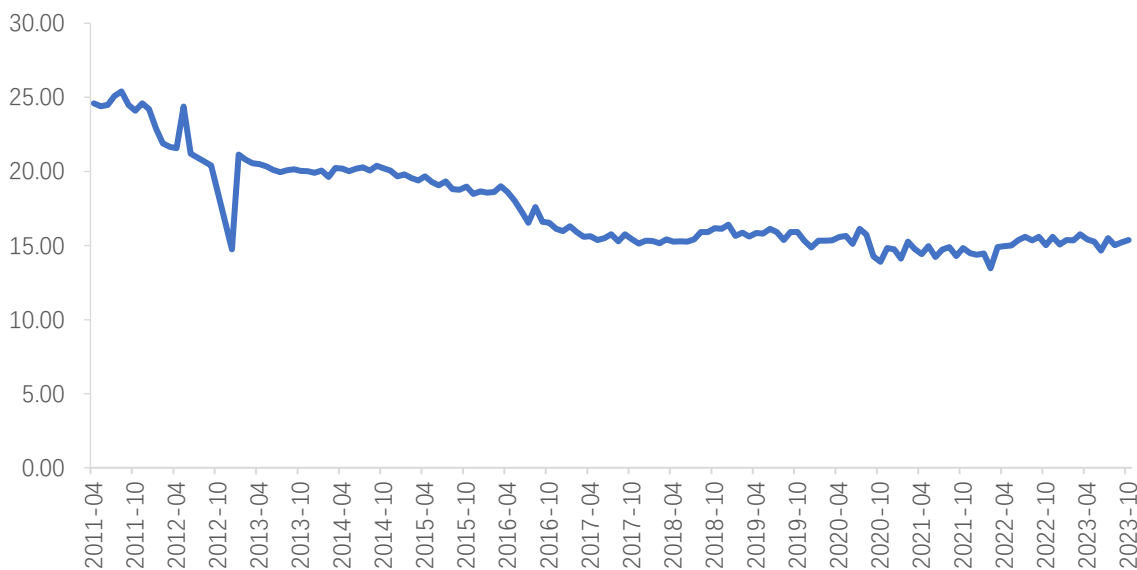
图 21: 货币、信贷与社融 (同比, %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

我们认为,在“降成本”的金融供给侧改革下,中国融资利率中长期下降趋势仍未改变,过去中国融资利率偏高的市场格局,主要受楼市融资持续高位的影响。楼市融资持续高位,是造成中国在较长时期以来中小企业融资贵现象长存的重要基础因素之一。当前楼市降温,除了直接带来居民部门信贷回落外,对市场利率体系的下行,也有着重要影响。随着楼市政策环境的改变,以及央行直达实体工具的推出,中小企业融资利率偏高局面已得到较大缓解,流动性结构分布逐渐改善,中小企业的融资环境逐渐得到好转。

图 22: 温州民间借贷利率 (%)



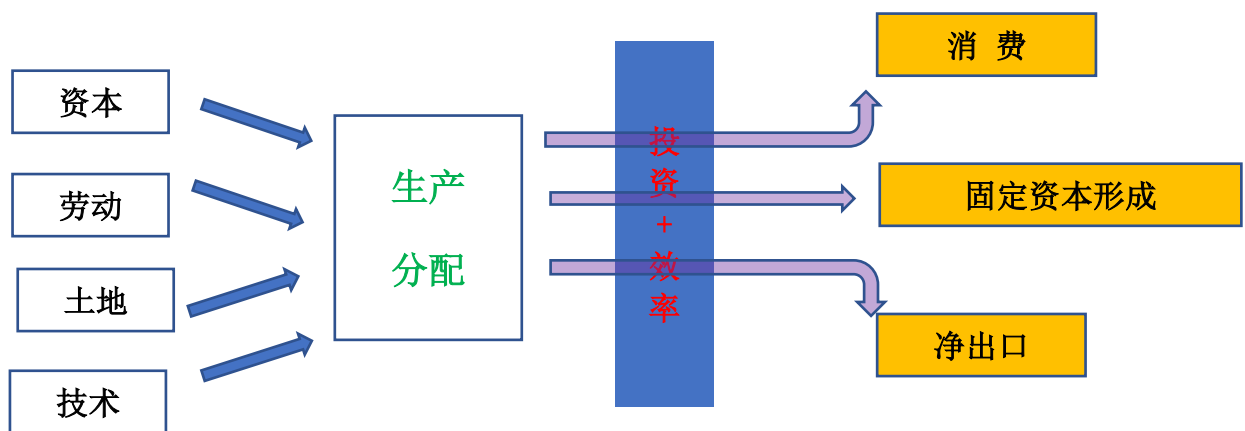
资料来源: Wind, 上海证券研究所

3 中国经济、金融展望

3.1 宏观平稳，微观改善

我们一直认为，投资是经济的第一增长动力。生产要素在生产分配之后，通过投资与效率，最终转化为消费、固定资本形成以及净出口，也就是GDP的“三驾马车”。而当前除了要素投入外，提高效率成为重要投资经济目的。而效率的提升也需要投资的跟进，也就是投资的重点需要从基建转变为与经济新增长点并重，并且信心也成为了关键的影响变量。

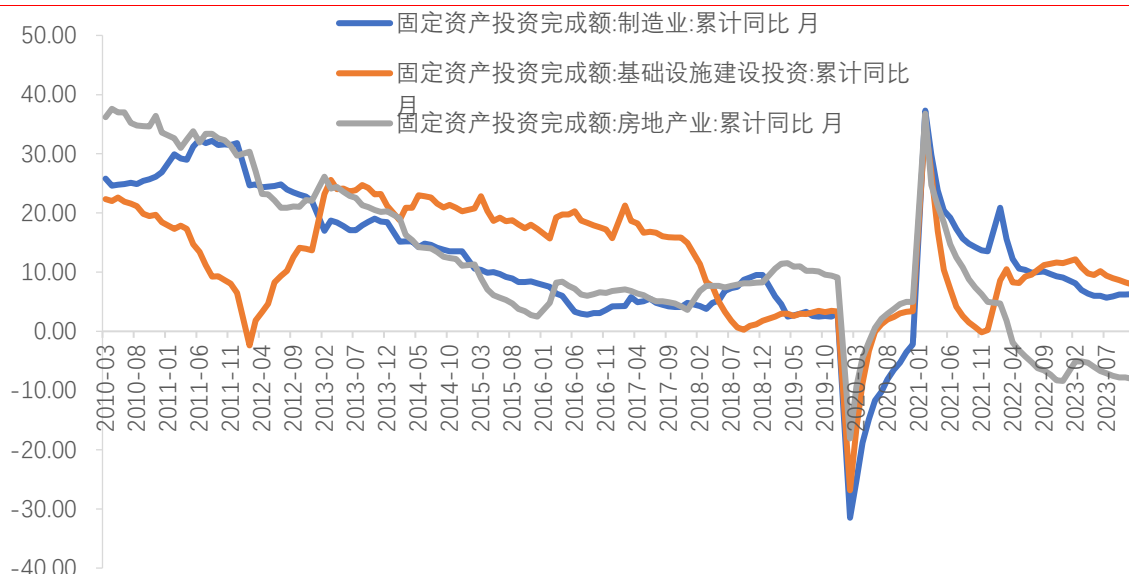
图 23：GDP 如何扩张：源泉动力为投资



资料来源：上海证券研究所

而当前投资持续下滑，表明经济内生增长动力仍然偏软。分项来看，房地产投资放缓，拖累了中国整体投资增速，但伴随房地产市场调整优化政策措施落地见效，房地产投资下降态势有望缓解；万亿国债的资金落地以及积极财政的适度加力、提质增效有望助力基建投资的平稳增长；制造业投资已呈现止跌反弹的趋势，信心的恢复也有助于制造业投资的进一步复苏。投资增长仍主要依靠制造业和基建，也有助于固定资本形成总额的上升。整体来看我们认为 2024 年投资增长将保持平稳态势。经济增速或因基数效应消除而略降，实质平稳有韧性，并且在物价结构带来的企业效益改善下形成“宏观平稳，微观改善”的格局。

图 24: 固定资产投资分项变动 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

3.2 稳中求进，先立后破

对于 2024 年的经济形势研判以及政策方向，在 12 月的中央经济工作会议中给出了指导。对于当前的经济形势，会议认为顶住了外部压力、克服内部困难，经济实现了回升向好，并且会议反复强调了回升向好的趋势。而未来要进一步推进回升向好还面临不少困难和挑战，包括有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。

因此在这一判断下，所有的政策也将围绕巩固回升向好趋势，对于 2024 年的总体要求也重点提到了“推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度”，“统筹高质量发展和高水平安全”，“改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势”。而后面的经济工作安排以及政策方向也会根据会议的总体要求展开。

会议提出了“稳中求进、以进促稳、先立后破”的原则方针，可以看出稳和立是政策要求的目标与基础，要防范化解重大风险，要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，并在此基础上再追求进与破，实现新旧动能转换。

而政策的基调是强化宏观政策逆周期和跨周期调节，配合积极的财政政策与货币政策，强调加强政策工具创新和协调配合，增强宏观政策取向一致性，形成合力，促进经济高质量发展。对于财政政策要求是要适度加力、提质增效，万亿国债已体现了出了中央财政的前置发力，并且也提到了 2024 年的一些政策发力方向，包括提高资金效益，优化支出结构，扩大专项债用作资本金范围，结构性减税降费，加强转移支付监管，严控一般支出等，

请务必阅读尾页重要声明

财政发力，开源节流两手抓。货币政策的要求是保持流动性合理充裕，流动性匹配目标增加了价格水平预期，突出了价格因素对于政策的影响，发挥总量与结构双重工具，结构政策重点支持科技、绿色、小微、数字经济，继续促进社会综合融资成本稳中有降。本次会议还特别提到了加强经济宣传和舆论引导，增强信心，也是针对了社会预期偏弱的挑战。

会议根据提出的要求和整体的政策方向，提出了9项重点工作与任务，其中把“以科技创新引领现代化产业体系建设”放在了首位，提出了要利用科技创新发展新质生产力，举国体制全力攻坚，实施制造业重点产业链高质量发展行动，推动数字经济、人工智能等新型工业化，强化企业科技创新主体地位。鼓励发展创业投资、股权投资。

第二项重点工作则是扩大需求，激发有潜能的消费，扩大有效益的投资。消费政策重点主要包括培养新型消费，稳定扩大传统消费，提振新能源以及电子等大宗消费，增加居民收入，推动以旧换新。投资政策的重点则是发挥政府投资带动放大效应，重点支持关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳；支持社会资本参与新型基础设施等领域建设。

在扩大对外开放工作中，提到了要巩固外资外贸基本盘，拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口。

在防范化解重点领域风险工作中，提到了统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动。对于房地产市场风险，会议主要提到的措施包括满足合理融资需求、加快推进“三大工程”以及构建发展新模式。对于地方债务，也提出了要统筹好地方债务风险化解和稳定发展。

表 1：中央经济工作会议对比

重点内容	2023 年	2022 年
	今年是全面贯彻党的二十大精神的开局之年，是三年新冠疫情防控转段后经济恢复发展的一年。	今年是党和国家历史上极为重要的一年
成绩	顶住外部压力、克服内部困难，全面深化改革开放，加大宏观调控力度，着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险， 我国经济回升向好 ，高质量发展扎实推进。现代化产业体系建设取得重要进展，科技创新实现新的突破，改革开放向纵深推进，安全发展基础巩固夯实，民生保障有力有效，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。	面对风高浪急的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，加大宏观调控力度，应对超预期因素冲击，发展质量稳步提升，科技创新成果丰硕，改革开放全面深化，就业物价基本平稳，粮食安全、能源安全和人民生活得到有效保障，保持了经济社会大局稳定。

经济形势	进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是 有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升	当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深
	我国发展面临的 有利条件强于不利因素 ，经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变，要增强信心和底气。	明年经济运行有望总体回升。要坚定做好经济工作的信心。
经验	必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理，完整、准确、全面贯彻新发展理念，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长	发展必须是高质量发展，完整、准确、全面贯彻新发展理念
	必须坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力	
	必须坚持依靠改革开放增强发展内生动力	
	必须坚持高质量发展和高水平安全良性互动	
	必须把推进中国式现代化作为最大的政治	
总体要求	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面深化改革开放， 推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度 ，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴， 统筹高质量发展和高水平安全 ，切实增强经济活力、防范化解风险、 改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势 ，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险， 推动经济运行整体好转 ，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。
政策方向	明年要坚持稳中求进、 以进促稳、先立后破 ，多出有利于 稳预期、稳增长、稳就业 的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取， 不断巩固稳中向好的基础 。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 。	明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。
	积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间， 提高资金效益和政策效果 。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。 合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围 。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。 严格转移支付资金监管 ，严肃财经纪律。 增强财政可持续性 ，兜牢基层“三保”底线。 严控一般性支出 。	积极的财政政策要 加力提效 。 保持必要的财政支出强度 ，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要 加大中央对地方的转移支付力度 ，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。
	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。	稳健的货币政策要 精准有力 。要保持流动性合理充裕，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，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。

	<p>要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。</p>	<p>产业政策要发展和安全并举。优化产业政策实施方式，狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，着力补强产业链薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技—产业—金融”良性循环。</p>
		<p>科技政策要聚焦自立自强。要有力统筹教育、科技、人才工作。布局实施一批国家重大科技项目，完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位。提高人才自主培养质量和能力，加快引进高端人才。</p>
		<p>社会政策要兜牢民生底线。落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置。及时有效缓解结构性物价上涨给部分困难群众带来的影响。加强新就业形态劳动者权益保障，稳妥推进养老保险全国统筹。推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局</p>
现代产业体系建设	<p>以科技创新推动产业创新，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</p>	<p>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</p>
	<p>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</p>	<p>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</p>
	<p>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</p>	<p>实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动</p>
	<p>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。</p>	<p>提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力，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。</p>
	<p>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。</p>	<p>要大力发展数字经济</p>
	<p>鼓励发展创业投资、股权投资。</p>	<p>抓住全球产业结构和布局调整过程中孕育的新机遇</p>
着力扩大国内需求	<p>激发有潜能的消费，扩大有效益的投资</p>	<p>把恢复和扩大消费摆在优先位置</p>
	<p>推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费</p>	<p>增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。</p>
	<p>稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费</p>	<p>多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。</p>
	<p>增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，优化消费环境</p>	<p>通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资</p>
	<p>以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新</p>	<p>政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持</p>
	<p>发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳</p>	<p>鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设</p>
	<p>支持社会资本参与新型基础设施等领域建设。</p>	<p>发挥出口对经济的支撑作用，积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口</p>
改革	<p>进一步全面深化改革重大举措</p>	<p>切实落实“两个毫不动摇”</p>

	完善落实“两个毫不动摇”的体制机制	坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系
	深入实施国有企业改革深化提升行动	完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营
	促进民营企业发展壮大	从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来
	促进中小企业专精特新发展	依法保护民营企业产权和企业家权益
	加快全国统一大市场建设	各级领导干部要为民营企业解难题、办实事，构建亲清政商关系
	有效降低全社会物流成本	谋划新一轮全面深化改革
	谋划新一轮财税体制改革，落实金融体制改革	
对外开放	培育外贸新动能，巩固外贸外资基本盘	更大力度吸引和利用外资
	放宽电信、医疗等服务业市场准入	要推进高水平对外开放，提升贸易投资合作质量和水平
	打通外籍人员来华经商、学习、旅游的堵点	要扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度
	抓好支持高质量共建“一带一路”八项行动的落实落地，统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目。	落实好外资企业国民待遇
		积极推动加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定和数字经济伙伴关系协定等高标准经贸协议
		为外商来华从事贸易投资洽谈提供最大程度的便利
		推动共建“一带一路”高质量发展
防范化解重点领域风险	统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险	确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为
	积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”	要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设
	完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
	统筹好地方债务风险化解和稳定发展	防范化解金融风险，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险
		加强党中央对金融工作集中统一领导
		防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量
乡村振兴	坚持不懈抓好“三农”工作	全面推进乡村振兴，坚决防止出现规模性返贫
协调发展	推动以县城为重要载体的新型城镇化建设，形成城乡融合发展新格局	深入实施区域重大战略和区域协调发展战略
	实施城市更新行动	
	充分发挥各地区比较优势，按照主体功能定位，积极融入和服务构建新发展格局	
	优化重大生产力布局，加强国家战略腹地建设	

	大力发展海洋经济	
绿色发展	建设美丽中国先行区，打造绿色低碳发展高地	推动经济社会发展绿色转型，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，建设美丽中国
	积极稳妥推进碳达峰碳中和，加快打造绿色低碳供应链	
	持续深入打好蓝天、碧水、净土保卫战	
	完善生态产品价值实现机制	
	落实集体林权制度改革	
	加快建设新型能源体系，加强资源节约集约循环高效利用，提高能源资源安全保障能力	
民生	突出就业优先导向，确保重点群体就业稳定	
	健全分层分类的社会救助体系	
	完善生育支持政策体系，发展银发经济	

资料来源：中国政府网，上海证券研究所

3.3 “双降”或仍可期

我们一直认为，中国当前货币体系的一个基础问题是基础货币增长能力不足。中国在疫情后（即 2020 年后）虽然并未出现疫情前期 2019 年的基础货币增长持续萎缩的状态，但增长仍远远落后于广义货币增长。2015 年以来，中国维持货币增长平稳的态势，主要靠提高货币乘数实现。而要提高货币乘数，最为直接有效的手段是降准，最具趋势性的则是发挥金融市场功能，依靠金融发展和金融深化，通过货币市场和资本市场的扩展，提升货币乘数。2015 年以来中国货币乘数的持续提升，上述两个方面都在发生着作用。

图 25：中国基础货币与货币乘数增长（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

而降准也是由于中国基础货币增长能力不足，而货币当局为维持货币平稳的选择。中国经济的通胀和运行前景，决定了中国

货币体系降准和降息或仍可期。我们认为在货币内生下，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。降低融资成本既是供给侧改革内容中“降成本”的重要内容，又是中国货币当局政策体系中和货币结构调整并重的政策基础目标，也响应了中央经济工作会议的要求。我们预计 2024 年或将降准 1-2 次、下调 RRR0.5 个百分点，降息 1-2 次。

3.4 汇率前景：人民币或重拾升势

2023 年以来，人民币汇率走势整体呈现出震荡贬值的趋势，但四季度后又逐渐走稳升值。影响汇率的因素很多，但在一段时期内通常是某种因素起着主要作用，该种因素决定着汇率变动的方向。我们认为，自疫情发生以来，决定人民币对美元汇率走势因素发生了 2 次变化，从而形成了 3 段不同的汇率决定时期：购买力决定期（2020 年）、经济决定期（2021 年）、利率平价决定期（2022-2023 年）。

在当前中美关系改善叠加美联储加息结束并转向的预期升温场景下，我们认为利率平价对汇率走势的主导作用逐渐消退，其它因素对汇率走势的影响重要性将逐渐上升；通货膨胀差对汇率的影响将逐渐体现，经济发展前景差异将再度成为汇率的方向性影响力量。我们认为，汇率走势主导因素或转向经济和通胀，人民币汇率的中长期运行趋势不变，人民币汇率将因中国经济更为良好的增长前景和更平稳的物价，再现稳中偏升的趋势。

图 26：人民币汇率走势



资料来源：Wind，上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

4 风险提示：

俄乌冲突、中东冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争、中东冲突久拖不决并进一步扩大化，美联储政策超预期变动，均将对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。