

## 2023年的分化与2024年的回归

### 主要结论:

2023年前三季度全球投资明显分化,包括通胀预期分化、货币政策分化、资产价格分化、经济增长预期分化等,2023Q4分化状态已经开始缓解,但2024年能否实现回归还需要诸多条件。现复盘并展望如下:

**1. 通胀预期分化:** 美国通胀率经历了2023年上半年的趋势性下行之后,2023年下半年进入粘性区间,导致美联储加息预期延长,影响了全球风险资产价格。中国PPI从2022年10月开始连续5个季度为负值, CPI从2023年二季度开始也进入负值, GDP平减指数从2023年二季度进入负值区间,而促进价格指数回升已经成为政策目标,价格指数能否回正将是判断2024年中国经济景气度的核心指标。通胀最终取决于供需缺口,美国劳动力短缺与财政扩张形成的“供不应求”、中国结构性政策形成的“有效需求不足、部分行业产能过剩”在2024年都可能得到缓解。尽管2024年外生冲击仍然频发,但较为确定的是,随着美国利率回落以及美国大选对通胀问题的高度关注,美国原油产能将会恢复,可能成为压制原油价格的决定因素,为此我们预测2024年布伦特原油价格中枢75美元/桶,美国CPI在2024Q3(大选前)降至2%左右,对应美国10年期国债收益率下降至3.5%左右。

**2. 货币政策分化:** 中美利差是衡量中国与全球货币政策分化的核心指标。2023年10月,中美利差的倒挂程度到达了接近-230bps的历史极值,此时美国10年期国债收益率冲击5.0%的历史高位,同期中国10年期国债收益率为2.7%。之后中美货币政策开始回归,美国国债收益率降至4.0%,而中国国债收益率降至2.5%,中美利差倒挂程度回归到-150bps。

**3. 股市表现分化:** 股指主要受全球流动性、国内流动性、经济基本面三项因素的影响。从全球流动性来看,中美利差持续倒挂的程度在2024年有望缓解但难以反转。从国内流动性来看,尽管2023年发生2次共计50BP降准与2次共计25BP降息,但M2增速、信贷增速等仍未进入上行趋势。从经济基本面来看,尽管2023年中国能够实现5.0%以上的GDP增速,但CPI与PPI持续负值,并不利于企业盈利修复,也加剧债务压力、限制货币政策效果,而这也是中美利差倒挂与国内货币增速下行的决定性因素。

**4. 经济预期分化:** 可以从需求、行业、周期三个视角来看。有效需求不足、部分行业产能过剩是首要问题,集中体现为通胀率为负值。从周期视角看,尽管库存周期基本见底,但上行动力还需要等房地产销售企稳、宏观调控政策见效,以及内需与外需的进一步恢复。从行业视角来看,面对房地产持续转型的影响,正在成长的新行业与新动能还不能完全对冲,但2024年全球货币政策转向将有利于中国出口与新兴产业的进一步恢复。

### 分析师

高明

☎: 18510969619

✉: gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

表: 2023年主要宏观指标

大类	指标	2023年
利率 汇率	美国10年期国债收益率	3.88
	中国10年期国债收益率	2.56
	美元指数	101.37
	USDCNY即期	7.09
通胀率	CPI: 同比	0.2
	PPI: 同比	-3.0
货币 金融	M1余额: 同比	1.3
	M2余额: 同比	9.7
	社会融资存量: 同比	9.5
总需求	社会消费品零售总额: 同比	7.2
	固定资产投资: 同比	3.0
	——制造业投资	6.5
	——房地产投资	-9.6
	——基础设施(包含电力)投资	8.2
	出口(美元值): 同比	-4.6
进口(美元值): 同比	-5.5	
增加值	实际GDP: 同比	5.2
	名义GDP: 同比	4.2
	工业增加值: 同比	4.6

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 风险提示:

- 1.国内政策时滞的风险
- 2.海外经济衰退的风险

## 目 录

一、全球流动性：通胀预期分化导致中美利差倒挂.....	3
二、国内流动性：货币量与信贷增速仍在下行.....	8
三、经济基本面：有效需求不足是决定性问题.....	10

2023 年全球投资的关键词是“分化”。如表 1 所示，2023 年 A 股经历了连续第 2 年的下降（降幅比 2022 年有所收窄），港股则是连续第 4 年下行（降幅仍在-10%以上），但全球股市 2023 年普遍上行，其中 NASDAQ 指数涨幅超过 40%。中国与全球资产分化的原因，要从全球流动性、国内流动性、经济基本面三大定价因素上来寻找。

表 1：2023 年以来全球大类资产年度涨幅（单位：%）

资产价格年度涨幅		2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2012至2023年 算术平均
A股 港股	万得全A	-5.2	-18.2	11.1	26.2	33.0	-28.3	4.9	-14.2	40.8	53.6	7.0	4.7	9.6
	上证综指	-3.7	-14.6	6.6	14.2	22.3	-24.6	6.6	-13.1	11.8	54.2	-5.3	3.2	4.8
	沪深300	-11.4	-21.3	-3.4	27.7	36.1	-25.3	21.8	-12.1	7.9	53.7	-6.0	7.6	6.3
	创业板指	-19.4	-29.4	14.6	65.7	43.8	-28.6	-10.7	-29.4	85.9	12.5	84.3	-2.1	15.6
	恒生指数	-13.8	-14.4	-13.8	-3.8	10.5	-13.6	36.0	0.5	-6.8	1.5	2.8	22.9	0.7
亚太 股市	日经225指数	28.2	-9.4	4.9	16.0	18.2	-12.1	19.1	0.4	9.1	7.1	56.7	22.9	13.4
	韩国综合指数	18.7	-24.9	3.6	30.8	7.7	-17.3	21.8	3.3	2.4	-4.8	0.7	9.4	4.3
	富时新加坡指数	-0.3	4.0	8.9	-11.7	5.5	-9.8	18.1	-0.2	-14.4	6.7	-0.8	19.7	2.1
美国 股市	万得中概股100指数	0.2	-30.2	-44.5	82.5	12.2	-27.3	126.1	77.8	-	-	-	-	24.6
	道琼斯指数	13.7	-8.9	19.5	7.5	23.7	-5.6	25.1	12.3	-3.1	8.0	28.1	7.3	10.6
	标普500	24.2	-19.7	27.7	16.6	30.0	-6.2	19.4	8.5	-1.8	11.8	31.8	13.4	13.0
	纳斯达克指数	43.4	-33.5	21.6	44.1	36.3	-3.9	28.2	6.3	4.8	14.0	41.1	15.9	18.2
欧洲 股市	英国富时指数	3.8	0.7	12.6	-14.8	12.0	-12.5	7.6	13.8	-4.7	-2.5	13.9	5.8	3.0
	法国CAC40指数	16.5	-9.8	27.7	-7.2	27.8	-11.0	9.3	4.0	9.2	-0.1	18.7	15.2	8.4
	德国DAX指数	20.3	-12.3	15.8	3.5	25.5	-18.3	12.5	6.9	9.6	2.7	25.5	29.1	10.1
大宗 商品	CRB工业指数	-5.0	18.7	39.4	-10.2	8.7	-12.4	0.7	10.1	-24.5	-18.6	-5.0	-3.4	-0.1
	布伦特原油	-10.6	10.2	54.4	-23.4	25.9	-19.9	17.5	51.1	-35.2	-48.2	0.6	3.8	2.2
	LME铜	2.3	-13.6	24.3	24.7	2.9	-18.6	31.7	16.3	-25.4	-14.8	-6.6	5.1	2.4
	螺纹钢	-2.1	-5.0	1.6	23.8	5.0	-10.3	30.3	60.4	-30.9	-28.0	-8.3	-5.1	2.6
	伦敦金	13.2	0.4	-3.4	25.3	18.5	-1.6	13.2	8.5	-11.6	-1.1	-27.2	7.1	3.4
汇率 利率	美元指数	-2.0	7.8	7.1	-7.0	0.1	4.1	-9.9	4.2	9.7	12.8	0.7	-0.6	2.2
	中债国债总财富指数	5.1	3.4	5.8	2.7	4.0	8.9	-1.8	2.2	8.2	10.9	-2.8	2.8	4.1

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图1：上证综指复盘：从 2022 年 11 月的 2900 升至 2023 年 5 月的 3400，又在 2023 年 12 月回到 2900



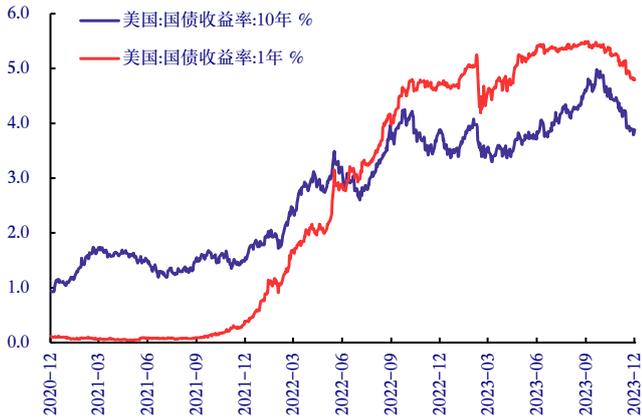
资料来源：萨缪尔森《经济学》更新至 2023 年 12 月数据，中国银河证券研究院

## 一、全球流动性：通胀预期分化导致中美利差倒挂

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

从全球流动性来看，中美利差持续倒挂（图 4）导致境外主体减持中国资产（图 6），人民币汇率相应调整（图 5）。2023 年 10 月，中美利差倒挂程度达到 -225bps 的历史极值，此时美国 10 年期国债收益率（图 2）达到 5.0% 的历史高位，同期中国 10 年期国债收益率（图 3）接近 2.7%。

图2：2023 年美国 10 年期与 1 年期国债收益率都出现冲高回落



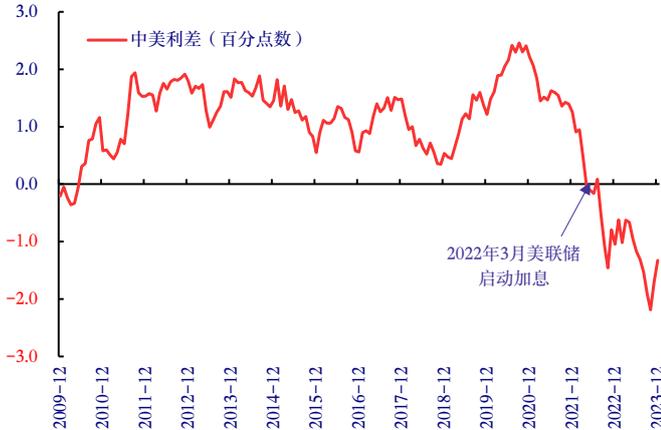
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：2023 年中国 10 年期国债收益率进入 2.5%至 2.7%的区间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：2023 年中美利差倒挂程度持续扩大，10 月达到-230BP 的极值



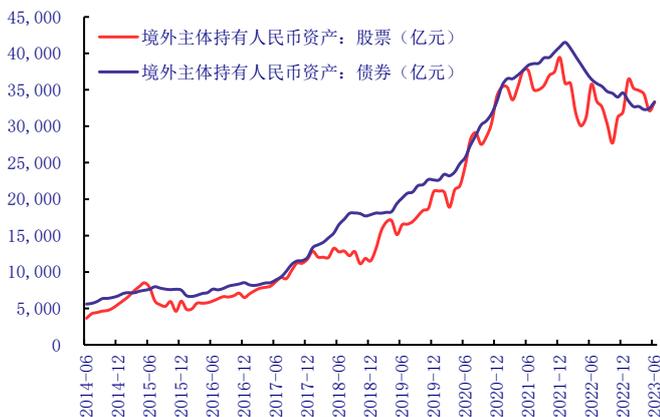
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：2023 年美元指数并未冲击前高，但人民币对美元持续贬值



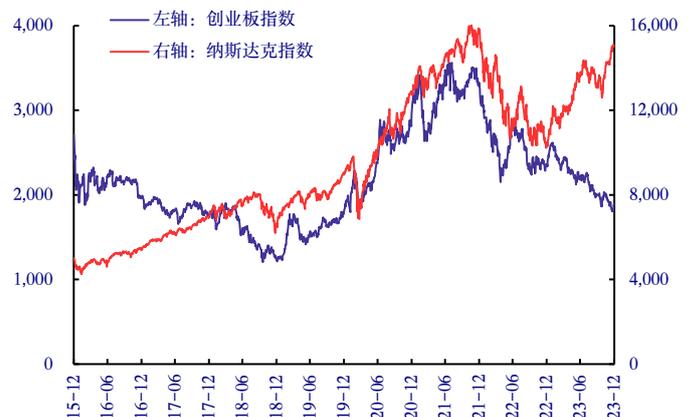
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：美联储启动加息之后境外主体持有人民币证券规模出现下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：2023 年以来美股 NASDAQ 指数与 A 股创业板指数再次分化

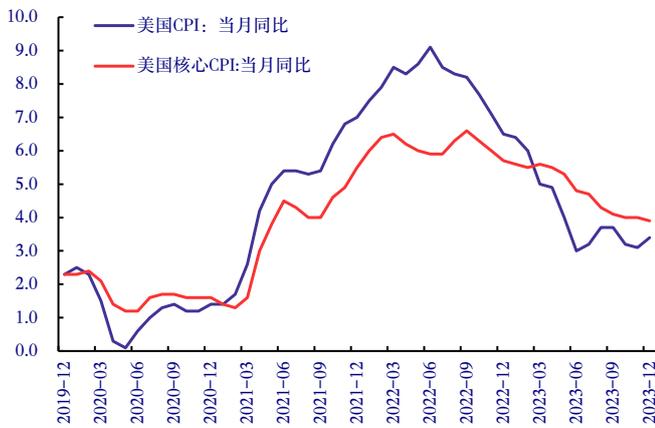


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2023 年四季度中美利差倒挂程度已经开始缓和，主要反映了通胀预期的变化。目前美国国债收益率降至 4.0%，中国国债收益率降至 2.5%，中美利差倒挂程度回归到-150bps。中美利率变化其实都与通胀预期相关。回顾 2023 年，美国通胀率（图 8）经历了 2023 年上半年的趋势性下行之后，2023 年下半年进入粘性区间，导致美联储加息周期的延长，影响了全球风险资产价格。中国通胀率（图 9）在 2023 年下半年进入负值区间，这影响企业利润、限制货币政策效果、加剧债务负担，2023 年四季度促进价格指数回升已成为政策目标，2024 年价格指数回正将是中国经济上行力量突破下行力量的标志。

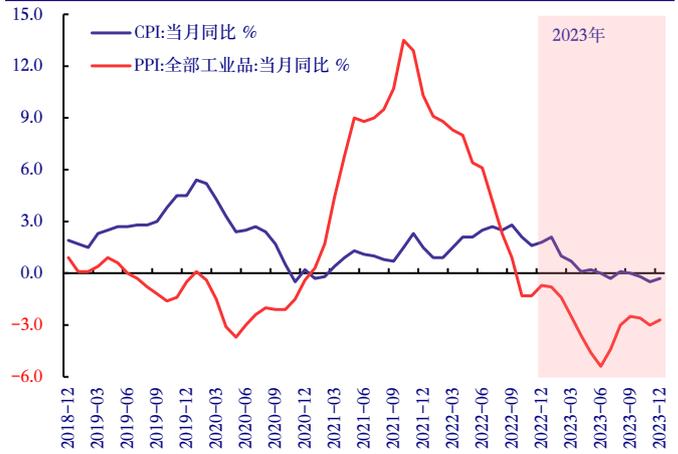
事实上，无论中美，通胀预期最终都取决于供需缺口。美国的劳动力短缺（图 12 与图 13）与财政扩张形成的“供不应求”与中国的产业政策形成的“有效需求不足、部分行业产能过剩”在 2024 年可能都会得到缓解甚至转变。即便 2024 年全球大选可能引发地缘政治风险（图 14），但较为确定的一个因素是，随着美国利率回落以及美国大选对通胀问题的高度关注，美国原油产能将会恢复（图 10），可能成为压制原油价格的关键因素。因此我们预测 2024 年布伦特原油价格中枢 75 美元/桶，美国 CPI 在 2024Q3 降至 2%左右（图 15），对应美国 10 年期国债收益率下降至 3.5%左右，美元指数相应下行至 100 以下。事实上，2021 年以来美元指数就开始与原油价格同向运行，与此前的负相关性完全不同（图 11），这反映美元与原油的定价权已经出现反转，传导机制转变为“原油价格——美国通胀预期——美联储的政策——美元指数”的逻辑顺序。

图8：美国 CPI 在 2023 年下半年进入粘性区间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：2023 年中国 CPI 与 PPI 都运行在负值区间



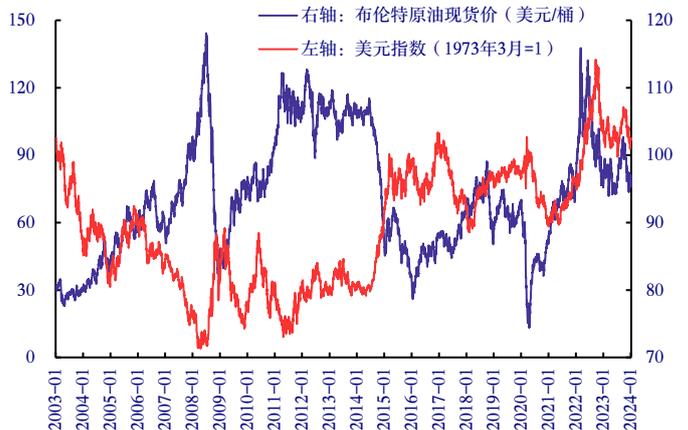
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：2022 年至 2023 年高利率限制了美国原油钻井量的恢复



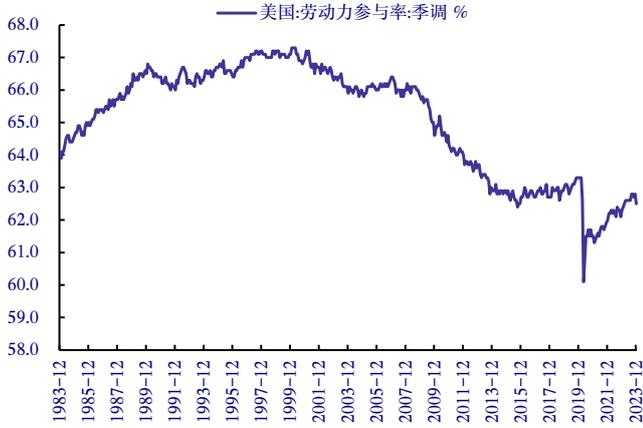
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：2021 年以来原油价格与美元指数的关系转变为正相关



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12: 美国劳动参与率接近疫前水平, 劳动力缺口趋于闭合



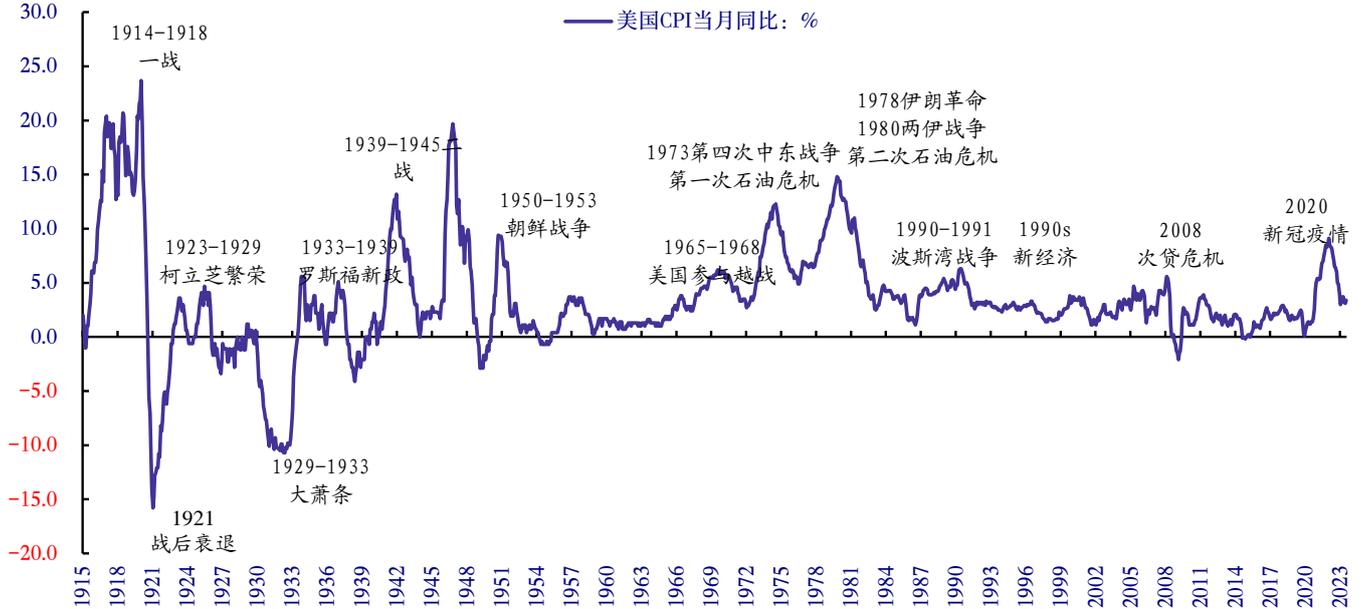
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 临时就业比重较大的美国私人服务时薪增速持续回落



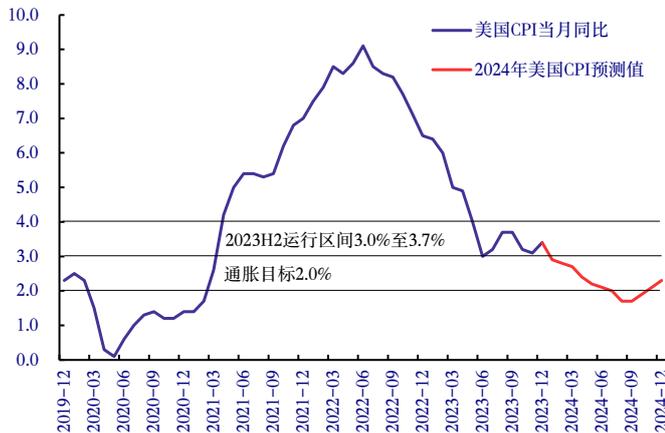
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 美国 CPI 背后的事件性冲击: 小概率可能是 2020s 年代会出现 1970s 年代两次通胀高峰的可能



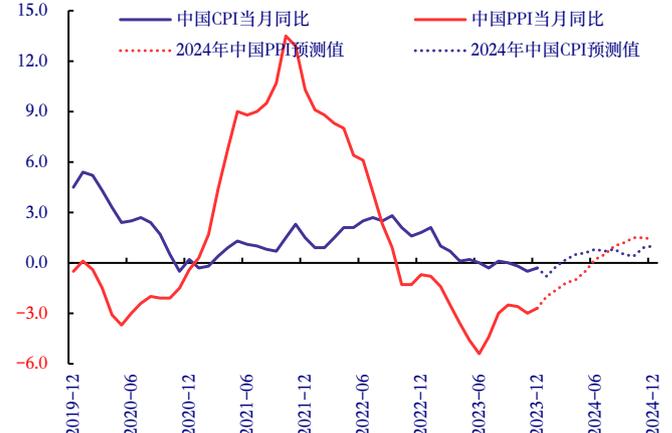
资料来源: 萨缪尔森《经济学》更新至 2023 年 12 月数据, 中国银河证券研究院

图15: 预测 2024Q3 美国 CPI 可能回落至 2.0%左右



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 预测中国 PPI 可能在 2024Q3 实现由负转正



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

长期而言，美元指数存在着一个 20 年左右的周期（如图 17 所示，以峰值为界分别是 1971 至 1984 年、1985 年至 2001 年、2002 年至今），主要的决定因素是美国经济与全球其他经济体的相对强弱，一个简单而有效的指标是美国 GDP 占全球 GDP 比重。展望 2024 年，美国经济相对全球仍然具有相对优势，高速增长的新兴经济体（如 2001 年之后的中国）也尚未出现，美国 GDP 占全球比重这一关键指标尚未出现下行迹象。特别是，当前美国与欧元区经济增长预期对比仍然以美国占优（图 18）。

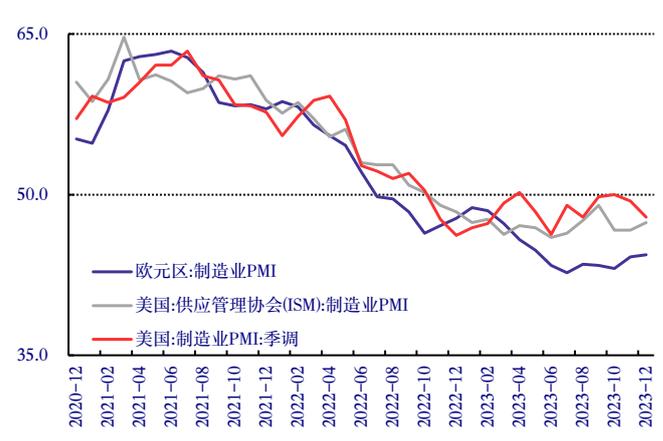
2024 年，美国经济可能受到薪资增速放缓（图 13）、财政扩张力度减弱（图 19）、居民超额储蓄消耗、资产价格形成的财富效应减退等方面影响，预计呈现“软着陆”情形，前三季度经济增速逐季回落。而在更小概率的情形中，金融机构风险暴露、金融市场剧烈波动会引发“硬着陆”。长期而言，美国经济从疫情之前的“三低”状态切换到疫情以来的“三高”，可能反映了政府与市场关系的变化、财政政策与货币政策的重心切换，以及经济增长驱动力的切换。

图17：美元指数与美国 GDP 占全球比重高度正相关（%）



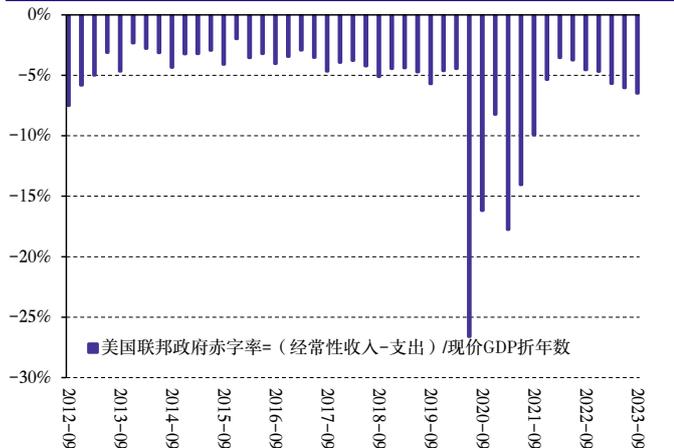
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18：2023 年美国制造业 PMI 虽然也在收缩但好于欧元区



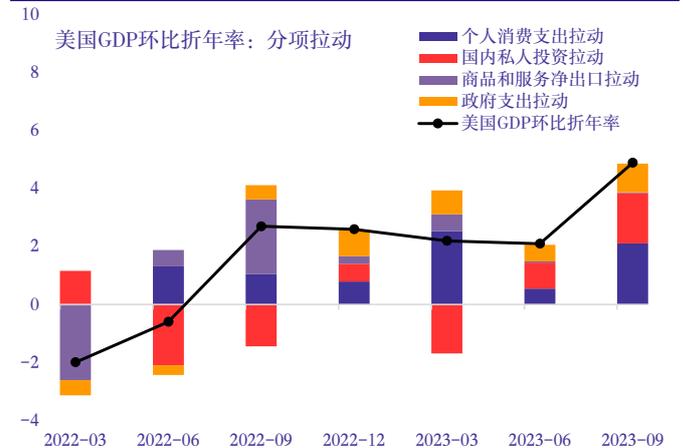
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图19：2022 年 3 月以来，随着拜登产业政策的推进，美国联邦政府债务赤字率逐步扩大（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：美国 GDP 环比折年率：2023 年政府支出与消费稳定、企业投资趋于上升（%）

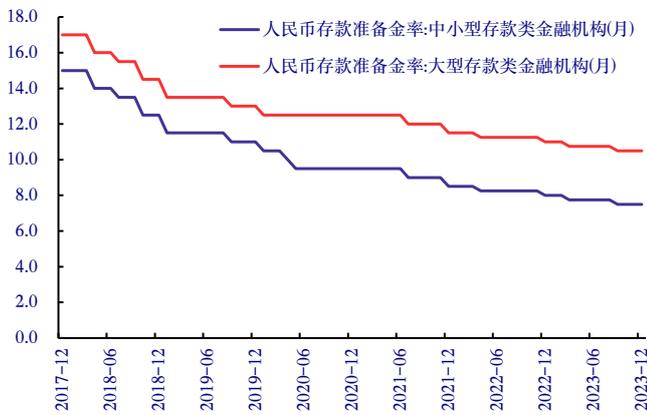


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、国内流动性：货币量与信贷增速仍在下行

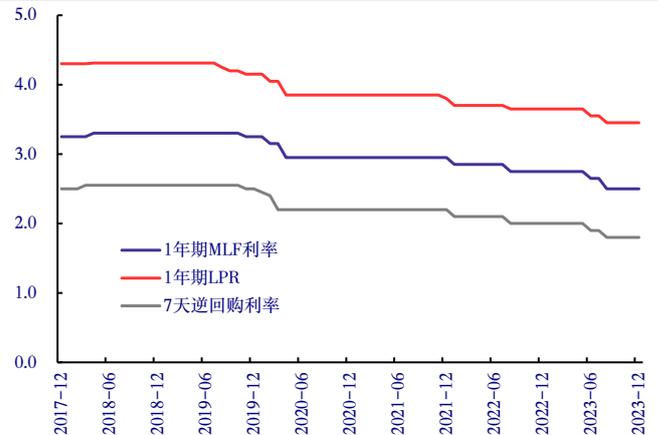
2023 年有 2 次共计 50BP 的降准（图 21）与 2 次共计 25BP 的降息，以 1 年期 MLF 衡量，6 月降息 10BP、8 月降息 15BP（图 22），但降准降息却尚未驱动 M2 与信贷增速回升。M2 增速从 2 月的 12.9% 降至 12 月的 9.7%，M1 与 M2 增速之差持续为负（图 23）；人民币贷款增速从 4 月的 11.7% 持续降至 12 月的 10.4%；社会融资增速则从 4 月的 10.0% 快速降至 7 月的 8.9%（图 24），之后房地产优化、政府债发行加速，社融增速才回升至 12 月的 9.5%。同时，M2 增速下行的斜率明显大于社会融资增速，原因可能是随着贷款、企业债券等融资余额增速的下行，货币供应量因乘数效应更快下行。

图21：2023 年有 2 次共计 50BP 的降准（%）



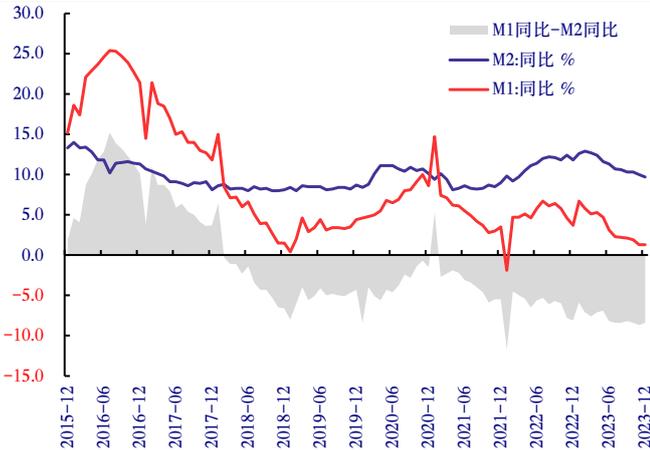
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图22：2023 年降息 2 次共 25BP：6 月 10BP、8 月 15BP（%）



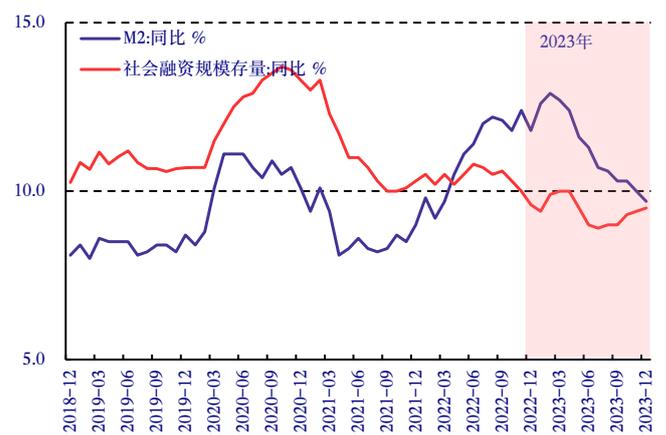
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图23：2023 年 M2 与 M1 增速都在下行且 M1 增速下行更多



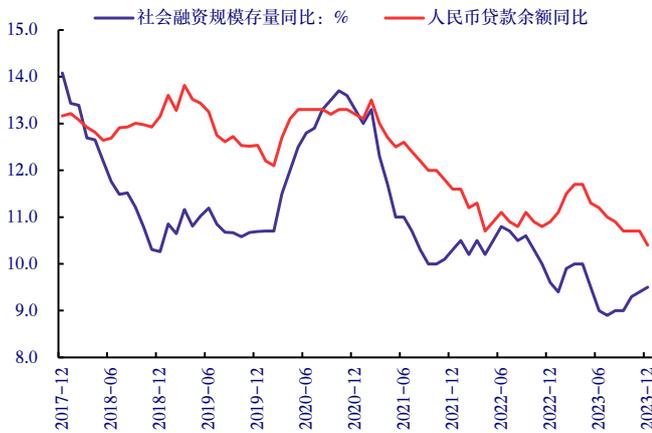
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图24：2023 年 M2 增速持续高于社会融资增速

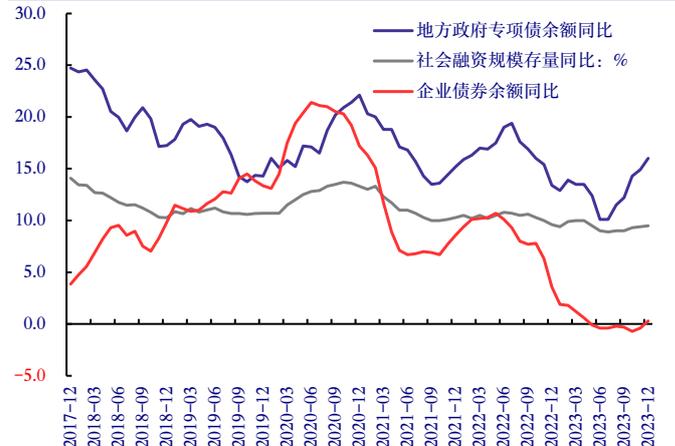


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

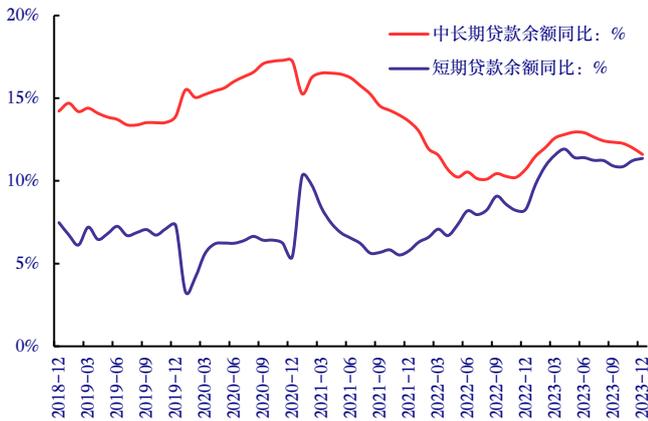
相对长期来看，经历了 2018 年中美贸易摩擦爆发、2020 年疫情爆发、2021 年以来房地产行业加速转型、2022 年俄乌冲突爆发以及全球严重通胀导致货币政策快速收紧等一系列冲击，经济下行压力持续存在，企业与居民信用扩张意愿都持续低迷。在债券市场之中，企业债余额增速已降至负值而政府债余额增速逆周期上行（图 26）；在信贷市场之中，人民币贷款余额增速从 2021 年开始下行，虽然 2022 年下半年至 2023 年一季度有一定反弹，但 2023 年二季度之后延续下行（图 25）；其中中长期贷款增速降幅更为明显（图 27），其中个人住房贷款余额增速在 2022 年加速下行并于 2023Q2 进入负值（图 28）。

**图25：2023 年贷款增速下行，下半年社融增速开始回升**


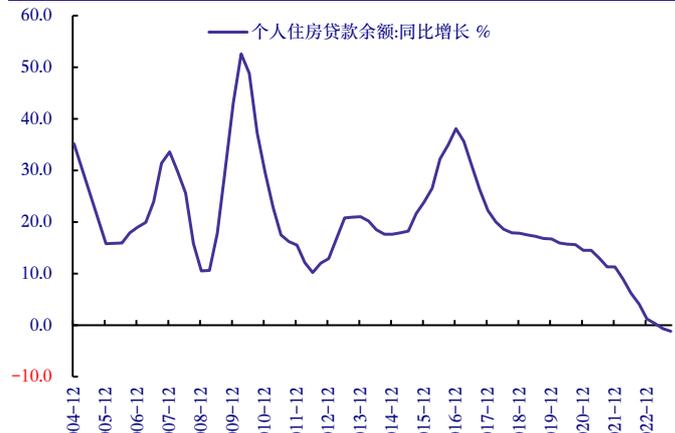
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**图26：2023 年下半年政府债发行加速但企业债发行仍然低迷**


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**图27：中长期贷款余额增速与短期贷款余额增速**


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

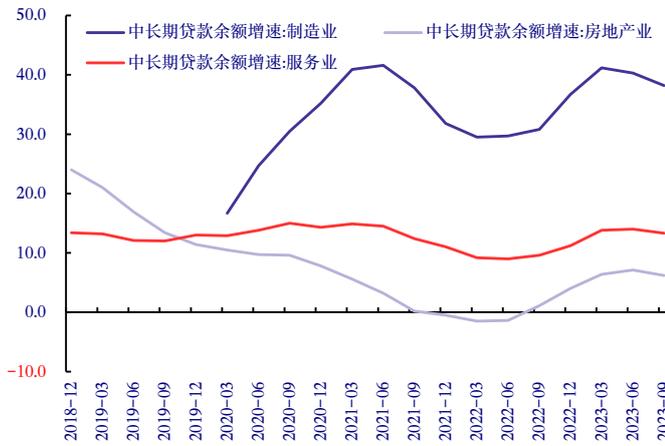
**图28：个人住房贷款余额增速已降至负值**


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分行业来看，2020 年以来房地产行业贷款趋于下行，制造业贷款增速持续高速增长（图 29）。背后政策导向反映了“我国房地产市场供求关系发生重大变化”的新形势，但是，对制造业的直接支持也引发了 2023 年 12 月中央经济工作会议指出的“部分行业产业过剩”的问题，中央财办进一步解释为“部分新兴行业存在重复布局和内卷式竞争”。预计 2024 年宏观调控政策会降低对企业生产的直接支持，而更为侧重对终端需求的提升。对于房地产而言，在市场预期发生“投资属性消失甚至为负、消费属性主导”的根本转变的情况之下，尽管 2023 年住房贷款利率再次降至历史低位，同时诸多因城施策调控已经出台，但住房销售面积增速并没有改善（图 30）。

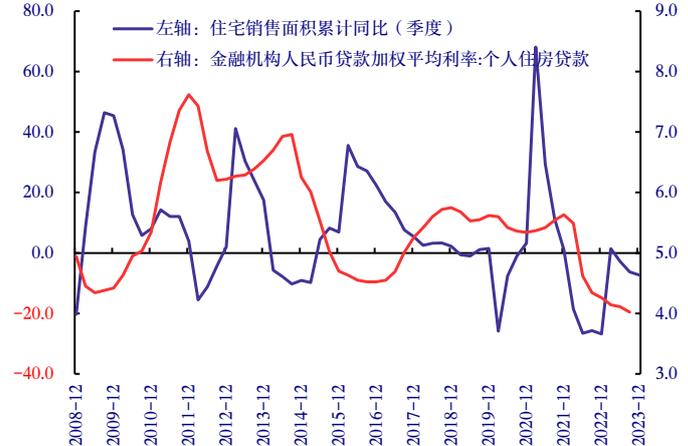
综上所述，“宽货币”尚未有效驱动“宽信用”的原因主要有三方面：1. 当前中国通胀率为负值，导致实际利率显著偏高，以 10 年期国债收益率衡量，名义利率 2.5% 至 2.7%，但 2023Q3GDP 平减指数为-1.3%，意味着实际利率为 3.8% 至 4.0%。2. 货币政策以适应性为主要特征，政策利率明显滞后于市场利率，10 年期国债收益率在 2023 年 5 月就进入了 2.5% 至 2.7% 的区间，但 1 年期 MLF 收益率在 2023 年 6 月才从 2.75% 降至 2.65%，8 月才进一步降至 2.5%；3. 民营企业投资意愿、居民消费与购房意愿等有效需求不足，压制了全社会信贷需求和货币派生。

图29：2020年以来制造业贷款增速与房地产业贷款增速分化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图30：2023年住房销售对利率调降的敏感性明显下降 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 三、经济基本面：有效需求不足是决定性问题

2023年12月召开的中央经济工作会议指出,当前困难和挑战主要是“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”。中央财办进一步解释为“有效需求不足,居民消费和企业投资意愿不够强;部分新兴行业存在重复布局和内卷式竞争,一些行业产能过剩;社会预期偏弱,企业存在不愿投、不敢投现象;风险隐患仍然较多,化解多年积累的房地产、地方债务、金融风险需要一个过程。”

本章从需求、行业、周期三个视角对中国经济基本面进行分析。其中,有效需求不足是首要问题,主要表现为通胀率为负值(图31、图16),这会限制货币政策效果、加剧政府债务负担、影响企业盈利水平。行业层面,面对房地产转型这样一个集中、持续、具有存量规模的转型趋势,正在成长但存在不确定性的新兴行业还不能完全对冲(图31)。周期层面,尽管工业品库存周期基本见底(图32、图33),但上行动力还需要等房地产销售企稳、宏观调控政策见效,以及内需与外需都进一步恢复。

图31：2023年二季度以来GDP平减指数降至负值



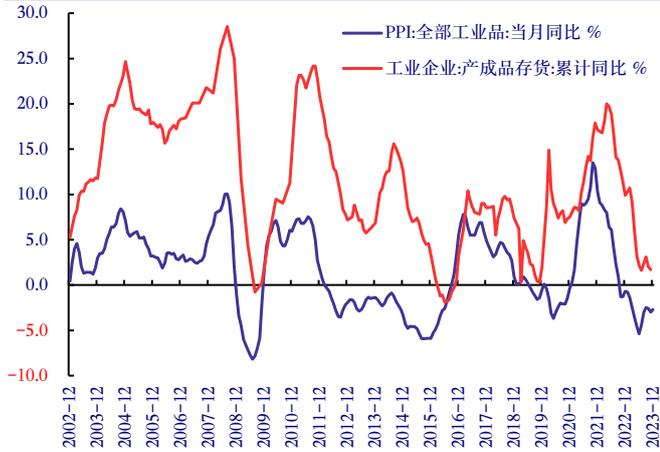
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图32：2021Q3以来房地产负增长，但GDP保持正增长 (%)



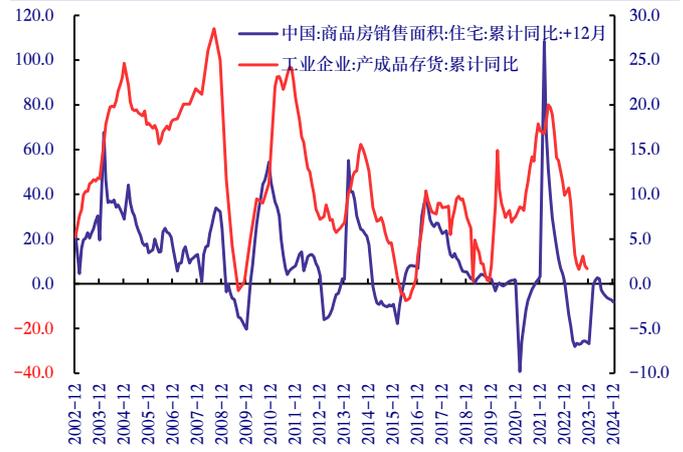
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图33: PPI持续负值导致库存周期见底但不回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图34: 房地产销售增速领先指向库存周期仍在探底 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

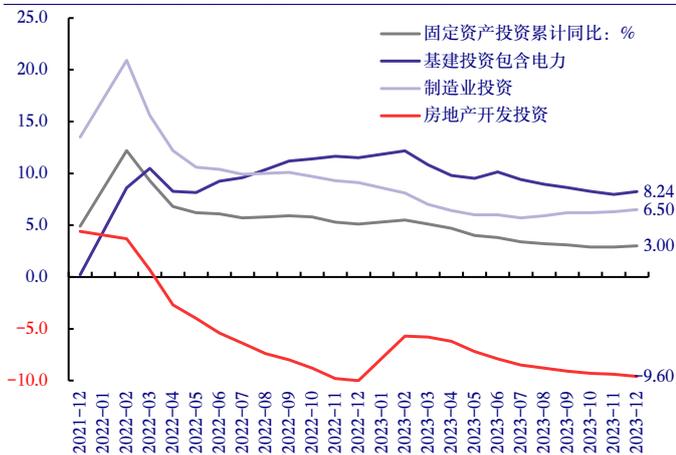
有效需求不足的原因是,目前居民、民营企业、地方政府等主体都面临支出的限制。

对于居民消费,近期问题主要是在房地产行业转型的过程中,居民就业与收入预期有一定波动,不确定性上升引发预防性储蓄,降低消费意愿;同时房价与股价调整形成负向财富效应;远期问题主要是人口年龄结构与社会分配结构等问题。

对于企业投资,2023年基建投资与制造业投资保持相对高速(图35),但民间投资占固定资产投资比重已经从2018年的60%下降至2023年的50.4%(图36),主要原因是经历贸易摩擦、新冠疫情、能源冲击、房地产转型、行业调控政策等连续冲击之后,民营企业投资意愿显著下降。2023年7月中共中央、国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》,9月发展改革委设立民营经济发展局,都是要重点解决这一问题。

对于政府支出,2018年以来外生冲击频发,房地产加速转型,税收与土地出让收入受到影响,中国公共财政账户和政府性基金账户出现连续实际赤字,债务逐年积累(图37、图38)。加之2023年通胀率持续为负,债务压力显著上升。在中央金融工作会议、中央经济工作会议之后,货币政策进一步配合财政政策、金融支持化债等措施可能逐步落实。即将召开的二十届三中全会也将进一步深化相关领域改革。

图35: 2023年固定资产投资增速明显分化



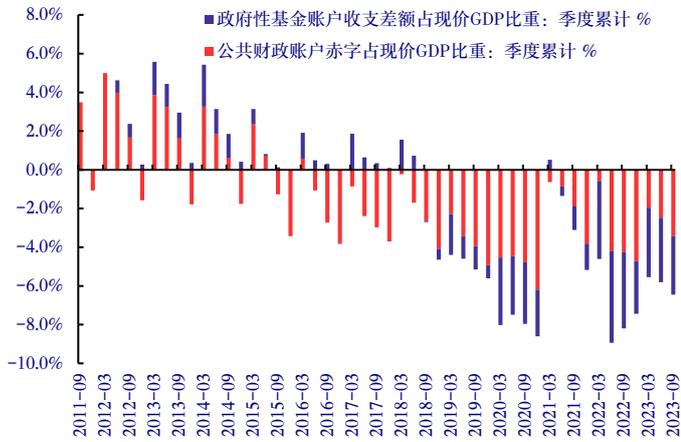
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图36: 2023年民间投资占固定资产投资比重降至50.4%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图37：公共财政账户与政府性基金账户实际赤字率变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图38：2022年以来土地出让收入明显下降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院；2023年值为1-11月值乘以12/11

房地产行业持续调整，会影响经济增长、财政收入、信贷扩张、居民财富、消费增速等，是有效需求不足的最主要原因。从2022年，房地产行业占GDP的比重已降至6.1%（2019年为7.1%、2016年为6.7%）。从已有研究来看，由于房地产行业具有显著的产业链辐射能力、信贷派生能力，以及能通过土地出让收入来影响财政政策空间，因此对中国经济的广义贡献率可能高达25%（Rogoff，2022年10月）。从数据来看，全国住宅销售面积在2022年下降26.8%的基础上，2023年又同比下降了8.2%（图39）；房地产开发投资在2022年同比下降10.0%的基础上，2023年又同比下降9.6%；新开工面积增速领先房地产投资增速大约2.5年左右，但在2022年下降39.4%的基础上，2023年又同比下降21.2%（图40），预示房地产开发投资将进一步下行。房地产行业持续调整，首先会直接影响固定资产投资增速，房地产投资占固定资产投资比重已从2021年的峰值27%回落至2023年的22%；其次会加重地方政府收入压力，限制财政政策空间；再次还会通过信贷扩张机制影响货币政策效果，通过财富效应影响居民消费意愿，以及企业投资意愿等。

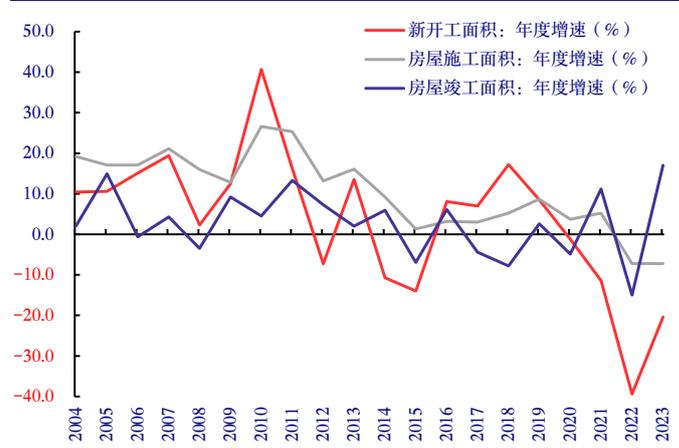
为止住房地产市场的下行循环，2023年8月下旬房地产政策开始密集调整。但从更高频数据来看（图41），尚未取得显著效果。中央金融工作会议要求，要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求；同时加快保障性住房、城中村改造、平急两用公共基础设施“三大工程”建设。

图39：2022年以来房地产销售持续负增长也引发消费波动(%)



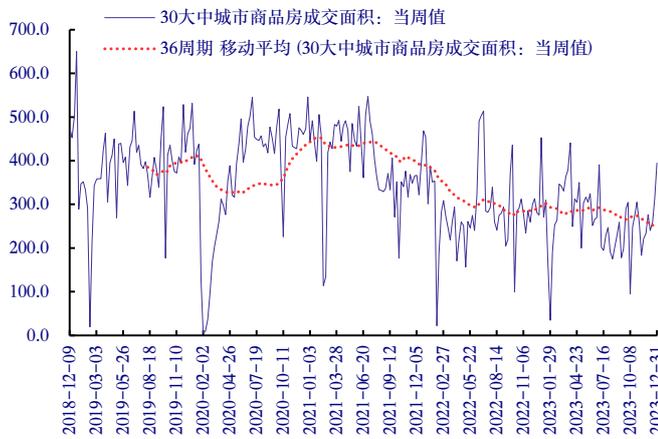
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图40：新开工面积持续负增长，房地产投资主要依靠竣工



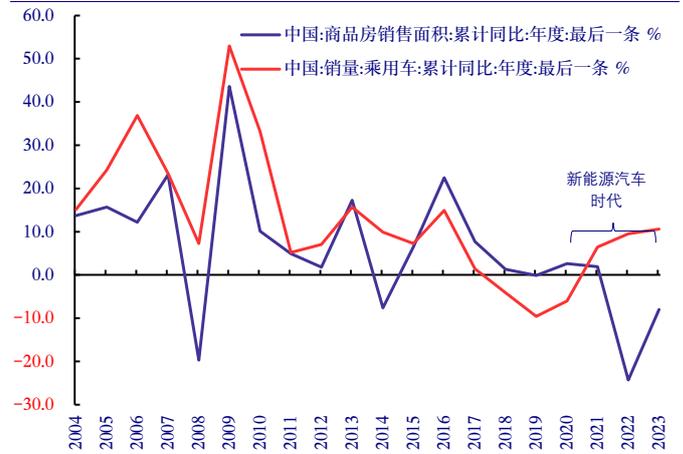
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图41：2023Q3 房地产政策优化还没有促进房屋成交（万平方米）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

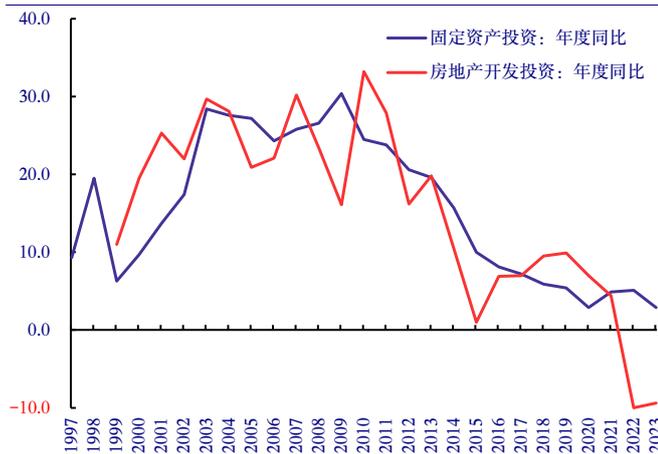
图42：2021 年以来乘用车销量摆脱了房地产周期的影响



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

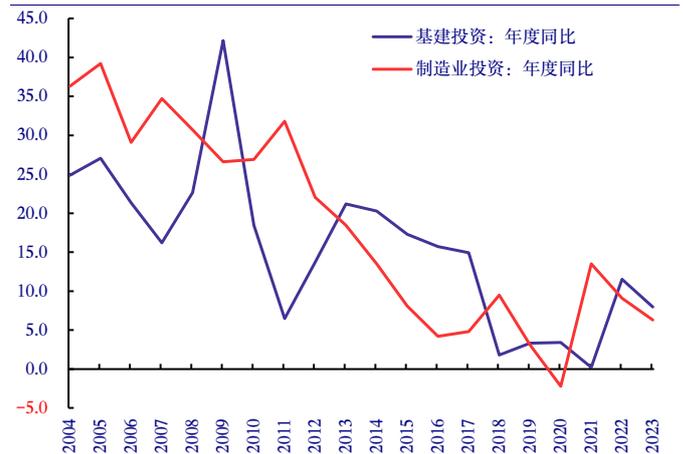
但我们提示，解决房地产问题的更重要措施是在房地产行业之外，即找到一些能够对房地产行业下行趋势的新动能。例如 2021 年以来新能源汽车的革命使得乘用车销量摆脱了房地产周期的影响（图 42）。但从总体趋势而言，当前中国的城镇化和工业化已进入尾声，这对房地产行业、耐用品消费以及相关制造业已经产生明显的影响。固定资产投资中的房地产投资、基础设施建设投资都进入低速增长甚至负增长状态（图 43、图 44）。从城镇化空间来看，当前农村人口中 60 岁以上人口比例已达到 20.04%，而 15-34 岁人口占比约为 13.26%，据此预测常住人口城镇化率峰值应在 70% 左右，还有 5 个百分点的提升空间。进入库兹涅茨周期下行阶段之后，以制造业与建筑业为主体的经济结构会触及发展上限，此时开发引领性技术、开拓全球市场等将成为决定性因素。

图43：2020 年以来房地产投资增速连续为负，但固定资产投资保持相对稳定（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

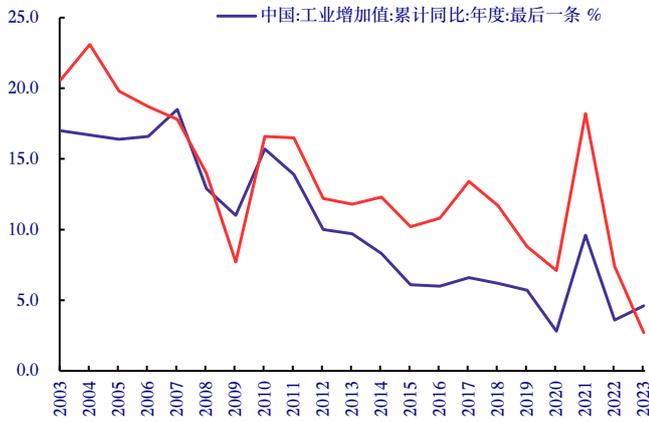
图44：2022 年至 2023 年基建投资与制造业投资增速相对高于 2018 年至 2021 年的水平（%）



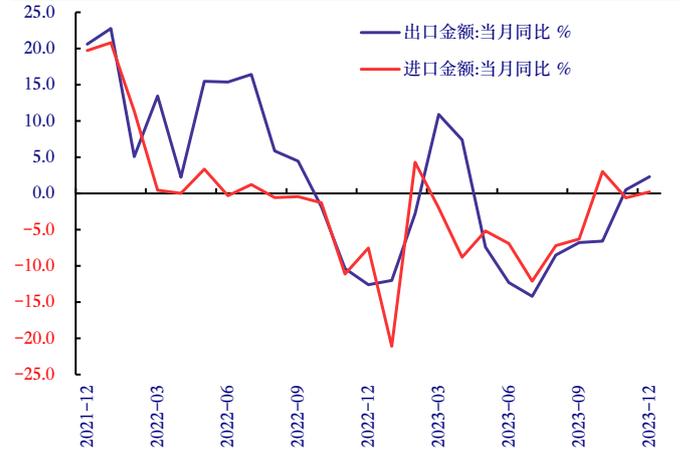
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

中国经济正在经历新动能对冲房地产的过程。截至 2022 年，高技术制造业增加值占工业增加值的比重已经达到 15.5%（2019 年为 14.4%、2016 年为 12.4%）。2022 年工业占 GDP 比重约为 1/3（现价值占比为 33.2%，不变价值为 31.2%），这意味着工业高技术产业增加值占 GDP 比重已经超过 5%。在高技术服务业之中，信息传输、软件和信息技术服务业占比已经升至 4.1%（2019 年为 3.4%、2016 年为 2.7%），租赁和商务服务业则为 3.3%（2019 年为 3.3%、2016 年为 2.9%）。高技术制造业加高技术服务业的占比已经达到 12.2%，

已较为接近房地产加建筑业占比（分别为 6.1%、6.9%）的总和。但 2023 年高技术制造业的增加值增速仅为 2.7%，创历史新低，而且也低于工业整体的增速 4.6%。

**图45：2023 年高技术制造业增速创新低且低于工业整体**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图46：2023 年下半年以来出口增速实现由负转正**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

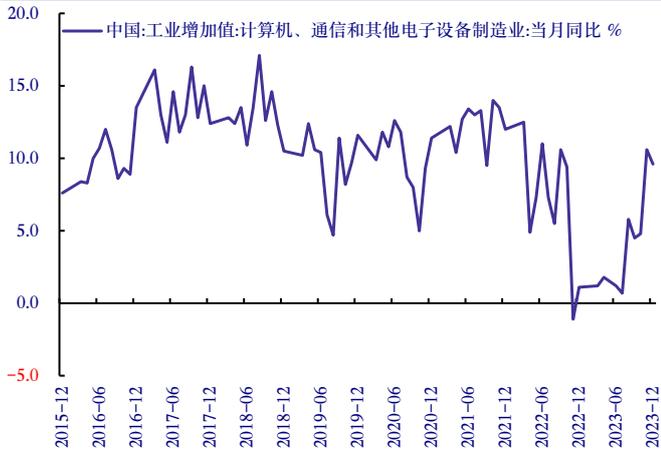
从各行业的边际变化来看，2023 年四季度增速最高的行业是装备制造业中的汽车、电气机械与器材制造、计算机通信和电子设备；以及原材料加工领域的有色金属、化工、橡胶塑料（也都与汽车制造业有关）。消费品制造业相对低迷，其中医药制造和农副食品加工工业在 11 月至 12 月增速连续为负。其中，计算机通信和电子设备制造业增加值增速 12 月降至 9.6%（前值 10.6%），但已稳定在 10%左右（图 47）。医药制造业增速 12 月收窄降幅至-3.4%（前值-8.1%），但尚未摆脱负值区间（图 48）。装备制造之中，12 月汽车制造业增加值保持+20.2%（前值+20.7%），持续高速增长（图 49），从乘用车销量也能印证（图 51）；电气机械与器材制造业增加值 12 月增长+10.1%（前值+10.2%），也保持高位（图 50）。总体上，2023 年四季度新动能取代旧动能的趋势正在加速。高技术制造业快速增长而房地产产业链与居民消费等面临压力（图 52）。

但需要注意的是，受到政策支持产业确实在短期会有快速的增长，但最近中央财办在解读中央经济工作会议时也强调“部分新兴行业存在重复布局和内卷式竞争，一些行业产能过剩”。而受到政策限制的产业，以房地产的调整为典型，无论是上下游的相关需求，还是对居民消费的财富效应，都会加剧有效需求不足。当前，中央经济工作会议已经明确指出了这一问题，市场可以期待未来的政策将出现对终端需求的侧重。

而有利的是，2024 年全球和中国都将出现有利于高技术产业发展的环境变化。从周期视角来看，2024 年随着全球货币政策转向，全球经济可能迎来周期拐点，中国经济将在出口的助力之下迎来拐点，核心指标是 PPI 的由负转正。从技术发展来看，当前全球正站在人工智能、生物技术等引领的新一轮康波周期的起点上，核心的驱动因素包括技术进步、市场空间、以及制度变革等。中国在这些方面都已有多年积累，2024 年随着全球环境改善，有望成为起势之年。制度方面，科技、数据与知识产权领域的机构改革已在 2023 年落地，科技成果商业化与产业化正在加速推进。其次，中国的市场空间优势有利于新技术应用和新产品更新迭代，同时“一带一路”也正在重塑全球市场格局。第三，即将召开的二十届三中全会将要启动新一轮改革开放，特别是会进一步明确企业的创新主体地位和国有企业自主创新主力作用，将在传统行业转型期间托底经济运行，同时激发和带动新兴产业发展。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图47: 电子行业已从 2023 年前三个季度的低速状态中恢复



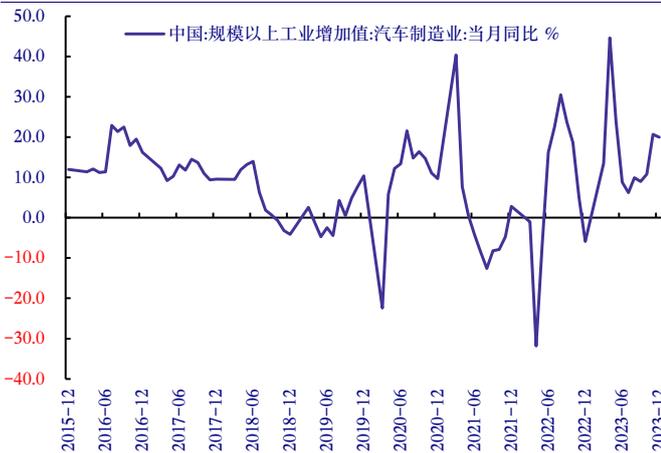
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图48: 医药制造业增加值仍处于负增长状态



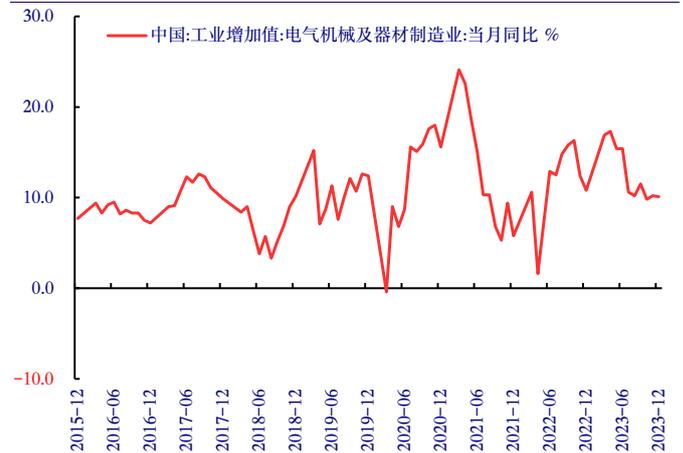
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图49: 2023 年汽车行业增加值实现了 13% 的年度增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图50: 2023 年电气机械与器材制造实现了 12.9% 的年度增速



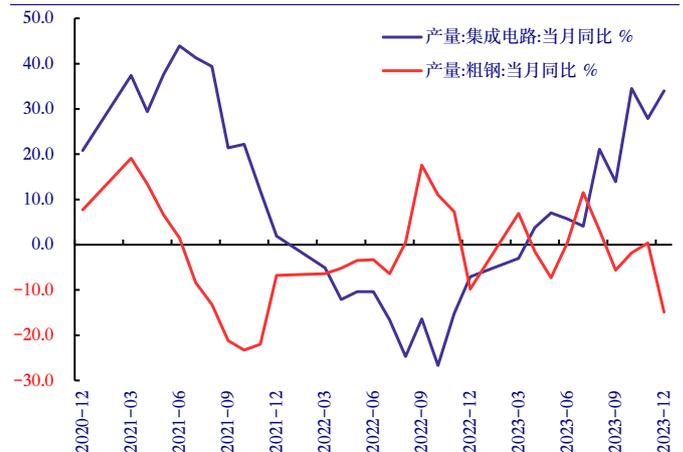
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图51: 2023 年乘用车销售持续上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图52: 集成电路产量增速持续上行但粗钢产量降速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 图片目录

表 1: 2023 年以来全球大类资产年度涨幅 (单位: %)	3
图 1: 上证综指复盘: 从 2022 年 11 月的 2900 升至 2023 年 5 月的 3400, 又在 2023 年 12 月回到 2900	3
图 2: 2023 年美国 10 年期与 1 年期国债收益率都出现冲高回落	4
图 3: 2023 年中国 10 年期国债收益率进入 2.5%至 2.7%的区间	4
图 4: 2023 年中美利差倒挂程度持续扩大, 10 月达到-230BP 的极值	4
图 5: 2023 年美元指数并未冲击前高, 但人民币对美元持续贬值	4
图 6: 美联储启动加息之后境外主体持有人民币证券规模出现下行	4
图 7: 2023 年以来美股 NASDAQ 指数与 A 股创业板指数再次分化	4
图 8: 美国 CPI 在 2023 年下半年进入粘性区间	5
图 9: 2023 年中国 CPI 与 PPI 都运行在负值区间	5
图 10: 2022 年至 2023 年高利率限制了美国原油钻机量的恢复	5
图 11: 2021 年以来原油价格与美元指数的关系转变为正相关	5
图 12: 美国劳动参与率接近疫前水平, 劳动力缺口趋于闭合	6
图 13: 临时就业比重较大的美国私人服务时薪增速持续回落	6
图 14: 美国 CPI 背后的事件性冲击: 小概率可能是 2020s 年代会出现 1970s 年代两次通胀高峰的可能	6
图 15: 预测 2024Q3 美国 CPI 可能回落至 2.0%左右	6
图 16: 预测中国 PPI 可能在 2024Q3 实现由负转正	6
图 17: 美元指数与美国 GDP 占全球比重高度正相关 (%)	7
图 18: 2023 年美国制造业 PMI 虽然也在收缩但好于欧元区	7
图 19: 2022 年 3 月以来, 随着拜登产业政策的推进, 美国联邦政府债务赤字率逐步扩大 (%)	7
图 20: 美国 GDP 环比折年率: 2023 年政府支出与消费稳定、企业投资趋于上升 (%)	7
图 21: 2023 年有 2 次共计 50BP 的降准 (%)	8
图 22: 2023 年降息 2 次共 25BP: 6 月 10BP、8 月 15BP (%)	8
图 23: 2023 年 M2 与 M1 增速都在下行且 M1 增速下行更多	8
图 24: 2023 年 M2 增速持续高于社会融资增速 (%)	8
图 25: 2023 年贷款增速下行但社融增速下半年开始回升 (%)	9
图 26: 2023 年下半年政府债发行加速但企业债发行仍然低迷	9
图 27: 中长期贷款余额增速与短期贷款余额增速 (%)	9
图 28: 个人住房贷款余额增速已降至负值 (%)	9
图 29: 2020 年以来制造业贷款增速与房地产业贷款增速分化	10
图 30: 2023 年住房销售对利率调降的敏感性明显下降 (%)	10
图 31: 2023 年二季度以来 GDP 平减指数降至负值 (%)	10
图 32: 2021Q3 以来房地产持续负增长, 但 GDP 保持正增长	10
图 33: PPI 持续负值导致库存周期见底但不回升 (%)	11
图 34: 房地产销售增速领先指向库存周期仍在探底 (%)	11
图 35: 2023 年固定资产投资增速明显分化 (%)	11
图 36: 2023 年民间投资占固定资产投资比重降至 50.4%	11
图 37: 2018 年以来公共财政账户与政府性基金账户实际赤字	12
图 38: 2022 年以来土地出让收入明显下降	12
图 39: 2022 年以来房地产销售持续负增长也引发消费波动 (%)	12
图 40: 新开工面积持续负增长, 房地产投资主要依靠竣工 (%)	12

图 41: 2023Q3 房地产政策优化还没有促进房屋成交 (万平方米) .....	13
图 42: 2021 年以来乘用车销量摆脱了房地产周期的影响 .....	13
图 43: 2020 年以来房地产投资增速连续为负, 但固定资产投资保持相对稳定 (%) .....	13
图 44: 2022 年至 2023 年基建投资与制造业投资增速相对高于 2018 年至 2021 年的水平 (%) .....	13
图 45: 2023 年高技术制造业增速创新低且低于工业整体 (%) .....	14
图 46: 2023 年下半年以来出口增速实现由负转正 .....	14
图 47: 电子行业已从 2023 年前三个季度的低速状态中恢复 (%) .....	15
图 48: 医药制造业增加值仍处于负增长状态 (%) .....	15
图 49: 2023 年汽车行业增加值实现了 13% 的年度增速 .....	15
图 50: 2023 年电气机械与器材制造实现了 12.9% 的年度增速 .....	15
图 51: 2023 年乘用车销售持续上行 (%) .....	15
图 52: 集成电路产量增速持续上行但粗钢产量降速 (%) .....	15

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：宏观经济分析师，宏观经济研究组组长。中国人民大学国民经济学博士，招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2022年11月加入中国银河证券。**

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐曼羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn