

宏观

从筑底到企稳

2023 年国内经济运行回顾及 2024 年展望

2024 年 1 月 24 日

宏观研究/主题报告

分析师:

郭瑞

执业登记编码: S0760514050002

邮箱: guorui@sxzq.com

投资要点:

**2023 年经济回顾：“低基数+积压需求释放”下的波动修复**

➢ 2023 年，外需回落，国内经济在经历三年疫情冲击后初步复苏，宏观政策偏积极但货币与财政合力不足，地产政策不断调整优化然而效果有限，三季度价格出现筑底信号。但中长期潜在增速下滑和外部环境担忧下，居民预期改善有限，经济内生驱动较弱，复苏持续性不足，四季度经济动能再度转弱。

➢ 2023 年不变价 GDP 增长 5.2%，四季度增长 5.2%，均低于预期值。节奏上看，剔除基数效应，全年经济呈波动态势，四个季度 GDP 两年平均增速分别为 4.7%、3.3%、4.4%、4.0%。一季度，疫情防控政策调整带来国内积压需求释放；二季度，外需回落、居民预期偏弱、“宽货币+紧财政”下政策效应传导偏慢，经济再度回落；三季度，政策效应显现，部分行业补库存力量开启，主要经济数据明显好转，价格信号改善，内生动能逐渐集聚；四季度，需求边际下行使得经济动能再度下滑，生产相对较好，价格信号再度转弱，经济动能仍待夯实。值得关注的是，2023 年名义 GDP 增速为 4.6%，GDP 平减指数为-0.5%，价格因素对经济的拖累明显。尽管下半年库存周期位置有比较明显的改善，但总需求不足，生产快于需求是导致价格筑底过程反复的主因。另一方面是海外需求回落导致四季度国际原油价格环比持续回落。

**2024 年经济展望：从筑底到企稳**

➢ 2024 年经济弹性不宜高估。2024 年国内经济发展面临的环境依然复杂。制约的因素在于，高质量发展要求下，国内经济依然处于新旧动能转换的阵痛期；疫情以来居民资产负债表受损，边际面临就业及收入改善趋缓的影响，预期和信心仍需推动；国内产能存在过剩问题，“需求—投资”循环尚需畅通；过去一年价格改善有限，实际利率高位。相对有利的是，政策基调总体积极；2023 年经济复苏带来就业、收入、企业预期的边际改善以及相对低位的库存水平和价格水平。因此，预计经济仍处于“磨底”过程，下半年有望企稳。

➢ 中央经济工作会议确定了偏积极的政策基调。2023 年四季度以来，随着地方再融资债重启发行、国债增发 1 万亿元和专项债提前下达获批，财政政策转向积极，货币政策配合，有望尽快形成实物总量。同时，防风险“建立长效机制”，把握时度效，发展和风险对立关系进一步淡化。2024 年具体政策组合上看，对应“积极财政政策+稳健偏松的货币政策+地产政策继续优



化+新一轮促消费政策”，有利于稳定信心，促进经济循环，加快库存出清。

(1) 综合政府对货币政策安排和货币政策目标现状，2024年货币政策预计稳健偏松，决策上灵活适度。旨在保持实体经济流动性合理充裕和促进融资成本继续下行，同时结构性货币政策工具更加优化。(2) 2024年财政政策偏积极，中央继续加杠杆，支出力度加大，结构更趋优化。稳增长基调下，2024年财政支出力度和减税降费力度有望高于2023年。2023年中央预算罕见调整，是地方化债压力下财政政策转向积极的重要体现，具有深远意义。

➤ 我国库存周期自身力量已经初步形成，有望带动经济进一步改善。但本轮库存周期的复苏弹性或较为有限。当前处于2022年四季度以来的一轮库存去化过程的中继。截止2023年11月，工业企业实际库存水平处于2016年以来53.4%的分位。随着经济动能转弱下生产端开始调整，2024年供需平衡有望加快重建。

➤ 展望2024年，“三驾马车”仍面临分化态势。(1) 消费方面，2023年消费在疫后呈现补偿式的恢复，但下半年这种外界环境改善带来的修复力量已有所减弱。展望2024年，收入改善的缓慢制约消费恢复斜率，消费倾向的回升则较为有利，消费有望稳定运行。(2) 投资方面，2023年固定资产投资增速持续滑落，制造业投资水平在下半年保持了韧性，房地产投资则全年回落，基建投资年末企稳。疫情以来的四年中，固定资产投资四年平均增速水平为4.0%，和2016-2019年6.6%的中枢水平有一定差距。展望2024年，固定资产投资水平有望整体平稳。其中，房地产销售边际变化主要看居民收入改善状况及持续性，在筑底企稳的经济走势判断下，预计四季度地产销售端跌幅或有所收敛。从地产投资端看，尽管销售和资金来源不确定性较大，但适度稳地产依然是今年对冲需求下行压力的重要手段，预计地产投资增速或持续调整，斜率放缓。2023年制造业投资增速整体偏高，走势分化。制造业投资水平取决于制造企业盈利、产能利用率、总需求及政策支持等。预计2024年制造业投资将延续韧性和分化态势。2024年，在消费弹性有限，地产投资和出口增速继续回落下，基建投资作为逆周期调节的抓手依然是经济的主要动能之一，但空间或许有限。(3) 出口方面，美国经济下行进一步导致我国外需回落，但失速下行风险较低，低基数下出口数据将微幅改善。

➤ 通胀有望由筑底走向企稳，转折点可能在下半年。一方面，价格企稳有利于经济摆脱负反馈，重建正循环。“低基数+需求波动修复+生产端调整+货币财政配合发力+较低的库存”有利于PPI下半年恢复斜率的抬升，从而有利于企业利润和居民收入修复，带来价格的全面修复。另一方面，经济动能切换和产能周期位置仍制约中长期预期，经济修复的持续性和库存周期弹性主要取决于政策逆周期调节力度。从目前宏观和政策环境看，2024年价格可能依然是弱修复。

➤ 风险提示：长期问题制约短期信心；政策应持续加强协同力度。

## 目录

一、 2023 年经济回顾：“低基数+积压需求释放”下的波动修复.....	7
二、 2024 年经济展望：从筑底到企稳.....	8
1、 政策继续打好组合拳，财政走向积极.....	9
1.1 重要会议多次强调提振信心，经济目标及政策偏积极.....	9
1.2 货币政策稳健，降准降息可期.....	10
1.3 财政总体扩张，赤字率提升具有深远意义.....	13
1.4 防风险“建立长效机制”，把握时度效.....	15
2、 库存持续去化，期待供需平衡加快重建.....	15
3、 消费仍是稳定器，基建和制造业投资韧性.....	18
3.1 消费：由快到稳，发挥压舱石作用.....	19
3.2 投资：制造业和基建投资平稳，房地产投资仍拖累.....	21
3.3 出口：整体回落，下半年有望企稳.....	28
4、 通胀：由筑底走向企稳，结构性不均衡延续.....	30
三、 风险提示.....	33
1、 长期问题制约短期信心.....	33
2、 政策阶段性协同力度不足.....	33



## 图表目录

图 1: 实际 GDP 当季同比 (%)	7
图 2: 名义 GDP 当季同比 (%)	7
图 3: 三大支出对 GDP 当季同比的拉动 (%)	8
图 4: 三大支出对 GDP 当季同比的贡献率 (%)	8
图 5: DR007 和 7 天逆回购利率 (%)	10
图 6: 10 年国债收益率和 1 年 MLF 利率 (%)	10
图 7: 2023 年我国实际利率持续升高 (%)	11
图 8: 2023 年四季度我国居民可支配收入改善力度有限 (%)	11
图 9: 金融机构贷款加权平均利率及商业银行净息差 (%)	12
图 10: 10 年美债收益率及中美利差 (%)	12
图 11: 一般公共预算收支增速 (%)	13
图 12: 政府性基金收支增速 (%)	13
图 13: 2020-2023 年 11 月政府性基金收入完成进度 (%)	14
图 14: 2020-2023 年 11 月政府性基金支出完成进度 (%)	14
图 15: 工业企业产成品库存及营业收入名义增速 (%)	16
图 16: 工业企业产成品库存及营业收入实际增速 (%)	16
图 17: 经济动能指数领先于生产, 随着生产回落, 库存触顶 (%)	16
图 18: PMI 新订单、产成品存货、出厂价格指数 (%)	17
图 19: 2022 年 12 月、2023 年 11 月制造业库存增速分位数 (%)	18
图 20: 全国居民人均消费支出增速 (%)	19
图 21: 社零月度同比增速 (%)	19



图 22: 居民不同领域消费支出同比增速 (%) .....	20
图 23: 社零分项增速 (%) .....	20
图 24: 失业率走势 (%) .....	20
图 25: 全国居民人均可支配收入增速及消费倾向 (%) .....	20
图 26: 2019-2023 年商品房销售累计增速 (%) .....	22
图 27: 房地产开发资金来源增速 (两年复合平均, %) .....	22
图 28: 2023 年房屋新开工面积增速 (%) .....	22
图 29: 2023 年房屋施工、竣工、投资增速 (%) .....	22
图 30: 100 大中城市土地成交累计增速 (%) .....	23
图 31: 全国住宅库销比测算.....	23
图 32: 房地产销售领先投资 (%) .....	23
图 33: 2019-2023 年制造业投资增速 (%) .....	25
图 34: 工业产能利用率 (%) .....	25
图 35: 分行业产能利用率 (%) .....	25
图 36: 2019-2023 年我国高技术产业投资增速 (%) .....	26
图 37: 工业企业利润增速和制造业投资增速 (%) .....	26
图 38: 2019-2023 年基建投资增速 (%) .....	28
图 39: 专项债发行进度 (%) .....	28
图 40: 出口金额及出口价格指数同比 (%) .....	29
图 41: 美国 GDP 同比及环比折年率 (%) .....	29
图 42: 美国零售商、批发商、制造商库存增速 (%) .....	29
图 43: 美国建造支出增速 (%) .....	29
图 44: 汽车及船舶出口增速 (%) .....	30

图 45: 我国对俄罗斯及中亚等市场出口增速 (%) .....	30
图 46: 2023 年核心 CPI 和服务 CPI 保持韧性 (%) .....	31
图 47: 2023 年 CPI 主要拖累在食品项 (%) .....	31
图 48: 核心 CPI 环比 (%) .....	31
图 49: 猪肉 CPI 环比 (%) .....	31
图 50: 国际原油及有色价格月度环比 (%) .....	31
图 51: 2023 年上中游行业价格表现好于下游 (%) .....	31
图 52: 2022 年以来这轮猪周期产能去化缓慢 (%) .....	33
表 1: 制造业分行业固定资产投资增速 (%) .....	26



## 一、2023 年经济回顾：“低基数+积压需求释放”下的波动修复

2023 年，外需回落，国内经济在经历三年疫情冲击后初步复苏，宏观政策偏积极但货币与财政合力不足，地产政策不断调整优化但效果有限，三季度价格出现筑底信号。但中长期潜在增速下滑和外部环境担忧下，居民预期改善有限，经济内生驱动较弱，复苏持续性不足，四季度经济动能再度转弱。

2023 年不变价 GDP 增长 5.2%，四季度增长 5.2%，均低于预期值。节奏上看，剔除基数效应，全年经济呈波动态势，四个季度 GDP 两年平均增速分别为 4.7%、3.3%、4.4%、4.0%。一季度，疫情防控政策调整带来国内积压需求释放；二季度，外需回落、居民预期偏弱、“宽货币+紧财政”下政策效应传导偏慢，经济再度回落；三季度，政策效应显现，部分行业补库存力量开启，主要经济数据明显好转，价格信号改善，内生动能逐渐集聚；四季度，需求边际下行使得经济动能再度下滑，生产相对较好，价格信号再度转弱，经济动能仍待夯实。值得关注的是，2023 年名义 GDP 增速为 4.6%，GDP 平减指数为-0.5%，价格因素对经济的拖累明显。尽管下半年库存周期位置有比较明显的改善，但总需求不足，生产快于需求是导致价格筑底过程反复的主因。另一方面是海外需求回落导致四季度国际原油价格环比持续回落。

从支出法看，2023 年经济拉动项主要是最终消费支出，拖累项主要是净出口。四个季度消费支出对 GDP 的两年平均拉动分别为 3.1%、2.2%、3.4%、2.2%，对 GDP 的两年平均贡献率均高于上年同期；资本形成总额对经济的拉动高点在四季度，四个季度的两年平均拉动分别为 1.1%、1.2%、0.9%、2.6%，四季度主要是基建投资和制造业投资表现较好；净出口的拉动高点在一季度，二季度负向拉动 0.1%，三季度恢复为 0.1%，四季度再度回落到-0.7%。

图 1：实际 GDP 当季同比 (%)



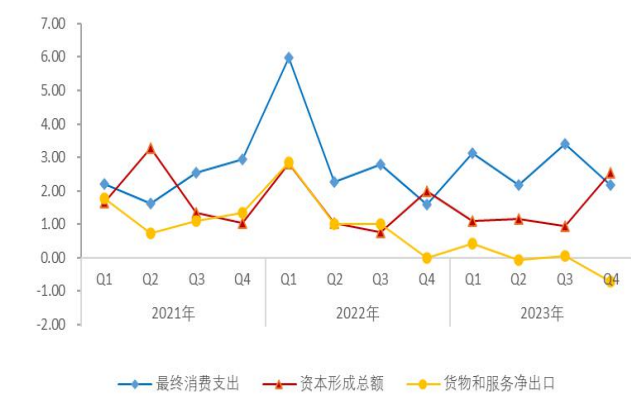
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 2：名义 GDP 当季同比 (%)



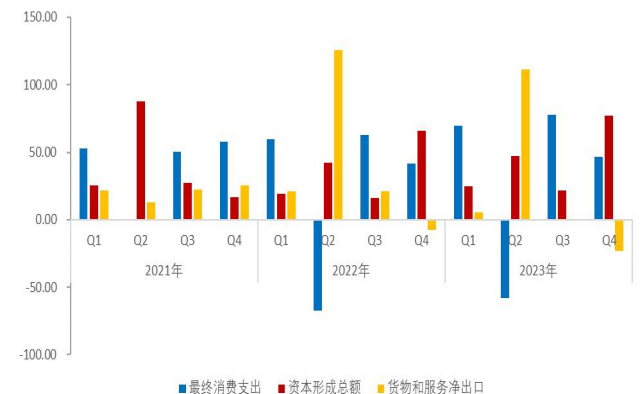
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 3：三大支出对 GDP 当季同比的拉动（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所  
注：数据为两年平均

图 4：三大支出对 GDP 当季同比的贡献率（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所  
注：数据为两年平均

## 二、2024 年经济展望：从筑底到企稳

2024 年经济弹性不宜高估。2024 年国内经济发展面临的环境依然复杂。制约的因素在于，高质量发展要求下，国内经济依然处于新旧动能转换的阵痛期；疫情以来居民资产负债表受损，边际面临就业及收入改善趋缓的影响，预期和信心仍需推动；国内产能存在过剩问题，“需求—投资”循环尚需畅通；过去一年价格改善有限，实际利率高位。相对有利的是，政策基调总体积极；2023 年经济复苏带来就业、收入、企业预期的边际改善以及相对低位的库存水平和价格水平。因此，预计经济仍处于“磨底”过程，下半年有望企稳。

第一，中央经济工作会议确定了偏积极的政策基调。2023 年四季度以来，随着地方再融资债重启发行、国债增发 1 万亿元和专项债提前下达获批，财政政策转向积极，货币政策配合，有望尽快形成实物总量。同时，防风险“建立长效机制”，把握时度效。今年中央金融工作会议首次就金融风险管理提出“把握好快和稳的关系，在稳定大局的前提下把握时度效”，发展和风险对立关系进一步淡化。2024 年具体政策组合上看，对应“积极财政政策+稳健偏松的货币政策+地产政策继续优化+新一轮促消费政策”，有利于稳定信心，促进经济循环，加快库存出清。

第二，综合政府对货币政策安排和货币政策目标现状，2024 年货币政策预计稳健偏松，决策上灵活适度。旨在保持实体经济流动性合理充裕和促进融资成本继续下行，同时结构性货



币政策工具更加优化。

第三，2024年财政政策偏积极，中央继续加杠杆，支出力度加大，结构更趋优化。稳增长基调下，2024年财政支出力度和减税降费力度有望高于2023年。2023年中央预算罕见调整，是地方化债压力下财政政策转向积极的重要体现，具有深远意义。中央经济工作会议提出要谋划新一轮财税体制改革，有利于进一步完善税收制度，优化税制结构，健全地方税和直接税体系。

第四，我国库存周期自身力量已经初步形成，有望带动经济进一步改善。但本轮库存周期的复苏弹性或较为有限。当前处于2022年四季度以来的一轮库存去化过程的中继。截止2023年11月，工业企业实际库存水平处于2016年以来53.4%的分位。随着经济动能转弱下生产端开始调整，2024年供需平衡有望加快重建。

第五，通胀有望由筑底走向企稳，转折点可能在下半年。价格企稳有利于经济摆脱负反馈，重建正循环。“低基数+需求波动修复+生产端调整+货币财政配合发力+较低的库存”有利于PPI下半年恢复斜率的抬升，从而有利于企业利润和居民收入修复，带来价格的全面修复。另一方面，经济动能切换和产能周期位置仍制约中长期预期，经济修复的持续性和库存周期弹性主要取决于政策逆周期调节力度。从目前宏观和政策环境看，2024年价格可能依然是弱修复。

## 1、政策继续打好组合拳，财政走向积极

### 1.1 重要会议多次强调提振信心，经济目标及政策偏积极

2024年经济增速目标或中性偏积极，大概率设定在5%左右，对应偏积极的政策组合。政府对经济目标的设定隐含了对经济现状的满意程度、经济发展环境和对经济内生动能的预期，同时也可据此推测政策手段和空间。中央经济工作会议提出切实增强经济活力、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。面临的现实问题是，美国金融条件收紧的滞后影响或显现，导致国内出口回落压力延续；潜在增速下移的担忧、大国博弈下全球产业链重构、地缘政治风险等中长期风险时常扰动短期经济信心；中短期看，居民资产负债表受损，供需失衡导致价格下滑和实际利率高位，要对可能的负反馈风险足够重视。在巩固经济回升向好的目标下，中央经济工作会议强调在政策储备上打好提前量、留出冗余度，预计2024年政策力度偏积极。

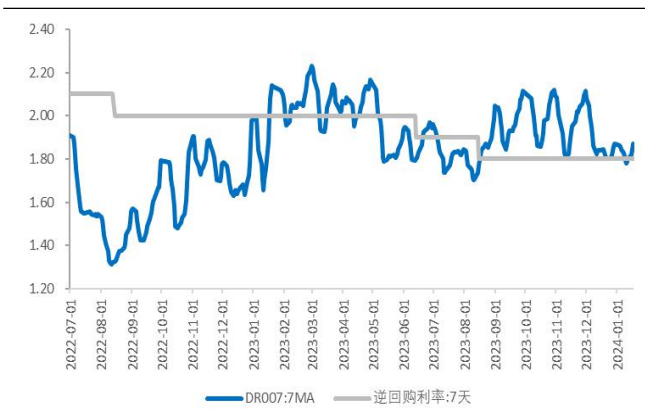
从2023年赤字率抬高和金融工作会议对当前和中长期金融工作的布局看，政策层面对货

币和财政政策进行的再平衡，对发展和风险进行的再平衡，不仅仅着眼于短期动能的夯实，更着重于从长期角度加快经济增长动能转换，增强发展信心，打破中长期悲观预期。2024年具体政策组合上看，对应“积极财政政策+稳健偏松的货币政策+地产政策继续优化+新一轮促消费政策”，有利于稳定信心，促进经济循环，加快库存出清。

## 1.2 货币政策稳健，降准降息可期

2023年货币政策体现了稳健性和灵活性。2023年货币政策经历了“一季度偏紧，二、三季度偏松，四季度稳健”三个阶段的变化，分别对应了一季度经济“强预期”，二、三季度的“通缩”担忧，四季度的财政及货币政策再平衡及防空转压力。

图 5：DR007 和 7 天逆回购利率（%）



资料来源：中国货币网，中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 6：10 年国债收益率和 1 年 MLF 利率（%）



资料来源：中债估值中心，中国人民银行，Wind，山西证券研究所

中央金融工作会议和经济工作会议对当前和中长期货币金融工作形成指引，货币政策“稳健”基调不变，“灵活适度、精准有效”的安排赋予了货币政策在总量和结构上灵活调节的可能。“金融强国”目标对金融工作的指引是“要着力营造良好的货币金融环境，切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务”。对货币政策的指引是“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”。对当前金融领域重点工作，金融工作会议提出“加大政策实施和工作推进力度，保持流动性合理充裕、融资成本持续下降”。中央经济工作会议强调稳健的货币政策要“灵活适度、精准有效”。一是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。二是盘活存量、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。

三是促进社会综合融资成本稳中有降。四是保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

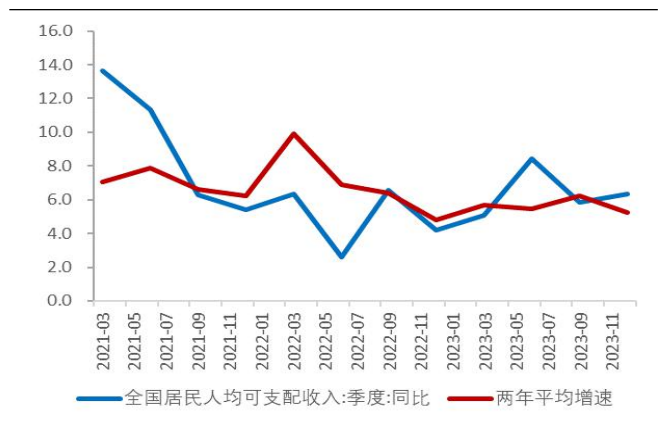
从货币政策四大目标进一步理解。(1) 呵护经济方面，2024 年外部环境依然复杂严峻，国内中长期结构调整和产能过剩，叠加疫情三年带来的疤痕效应，长期问题制约短期信心，居民预防性支出规划增多。2024 年开年即面对通胀低位负增和实际利率高位，客观上需要货币政策进一步驱动实际融资利率下行。(2) 通胀方面，2023 年四季度需求边际下行，生产好于需求，实际库存水平不低。规律上看经济动能减弱后生产端会自发调整抑制价格回落，但仍需需求端政策托底。2024 年通胀将由筑底走向企稳，明显回升概率不高。(3) 就业收入方面，2023 年收入端整体改善但力度有限，四季度全国居民可支配收入两年平均增速低于三季度。2023 年四季度经济动能下降，要避免进一步向就业收入端传导。货币政策理应和就业政策保持取向一致，这也是中央经济工作会议的要求。(4) 国际收支方面，尽管美联储加息周期结束，但短期内国内经济仍有下行压力，中美经济走势再平衡还需时日，人民币贬值压力仍未解除，资金仍有流出压力。

图 7：2023 年我国实际利率持续升高（%）



资料来源：中债估值中心，国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 8：2023 年四季度我国居民可支配收入改善力度有限（%）

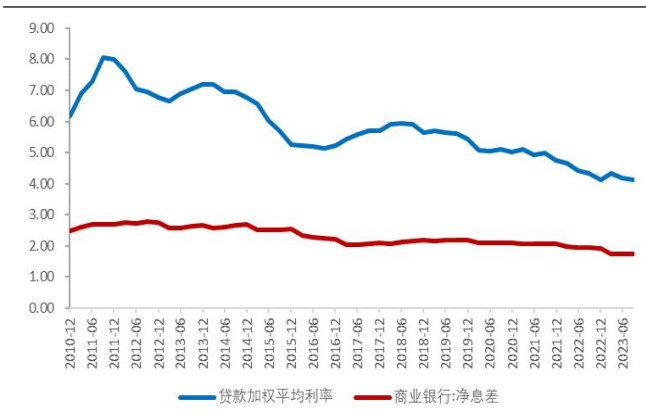


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

货币政策 2023 年面临的制约在未来或有所缓解。2023 年四季度，由于存在商业银行净息差大幅收窄和中美利差负向发散的担忧，对于货币政策实际操作，央行也几次强调“密切观察前期政策效果，加快推动政策生效”。整体来讲，上述两个因素并非未来货币政策操作的硬约束。(1) 商业银行净息差收窄的问题有望得到缓解。疫情以来，在降低实体经济融资成本政策的推动下，贷款利率下降较多，存款利率下降幅度有限，造成利率传导机制各个环节的利率并

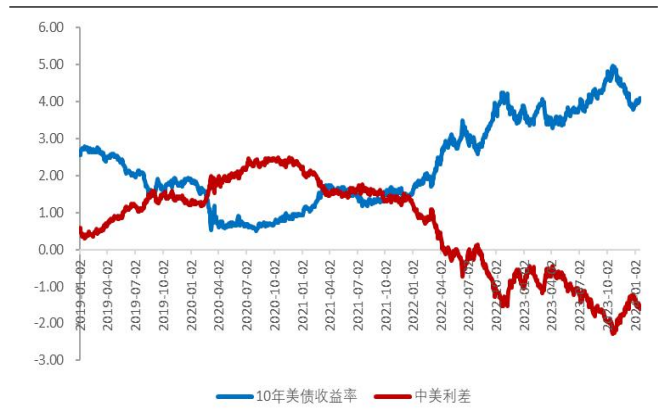
非均衡下移，银行净息差持续收窄。央行二季度货币政策执行报告提出“商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平”；在 2023 年三季度金融统计数据新闻发布会上，央行再次指出“利率政策协同性的重要体现之一，在于银行保持合理利润和融资成本稳中有降两个目标的兼顾实现”。在“引导融资成本持续下降”这个主要目标牵引下，通过加快存款利率补降、加强贷款自律管理、对银行高息产品进行自律和规范、业务创新等操作，可以为货币政策的发挥腾挪出空间。（2）中美利差负向发散的担忧有望缓解。随着美联储加息周期结束，以及国内经济逐渐企稳，全年中美利差继续负向扩大空间有限，人民币汇率压力逐步缓解，国内货币政策能更好贯彻“以我为主”。

图 9：金融机构贷款加权平均利率及商业银行净息差 (%)



资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 10：10 年美债收益率及中美利差 (%)



资料来源：美联储，中债估值中心，Wind，山西证券研究所

综合政府对货币政策安排和货币政策目标现状，2024 年货币政策预计稳健偏松，决策上灵活适度，保持实体经济流动性合理充裕和促进融资成本继续下行，同时结构性货币政策工具更加优化。

具体货币政策操作上：（1）政策性降息依然是推动融资成本下降的主力，在货币政策面临的制约缓和后，降息空间有望打开。存款利率市场化程度加快有利于提升政策利率传导效率；防止资金空转对应降息节奏和幅度较为温和。预计 MLF 利率有望在年中调整 1 次，幅度 10-15bp。

（2）供给出清和经济温和修复下，名义增速弹性有所恢复，因此降准操作依然具有常规性。预计降准 1-2 次，幅度 50-75bp，以补充长期流动性缺口。（3）结构性政策工具操作和扩充将进入新阶段，以加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。



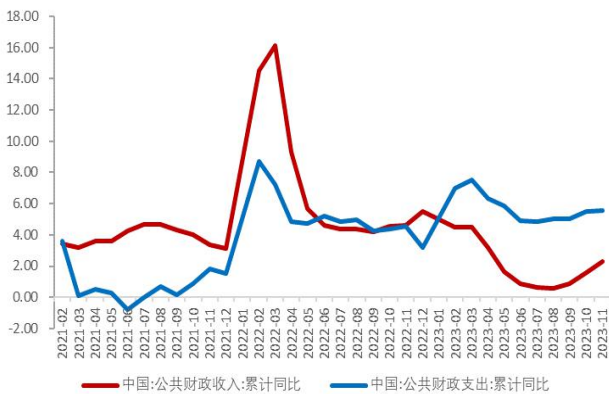
### 1.3 财政总体扩张，赤字率提升具有深远意义

2023 年财政总体扩张，节奏前低后高。前三季度财政整体偏紧，主要由于政府性基金预算收支下滑以及上半年专项债发行节奏偏慢。2022 年 12 月中央经济工作会议提出“积极的财政政策要加力提效”，但要“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。2023 年两会对于财政政策的布局偏温和，目标赤字率定为 3%、地方专项债 3.8 万亿元。考虑到 2022 年政府财力受到特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润、调入预算稳定调节基金、盘活用好专项债务结存限额等，站在 2023 年年初的节点上看，目标赤字率和地方专项债的设定并不激进。从收支进度看，2023 年一般公共预算收支完成度相对较好，一般公共预算支出进度较 2020-2022 年的平均进度略偏快。但政府型基金收支完成度偏慢。2023 年 1-11 月政府性基金收入两年同比累计增速为-17.7%，主要由于土地出让表现较弱；政府性基金支出两年同比累计增速为-4.4%。同时，今年尤其是上半年专项债发行节奏偏慢。

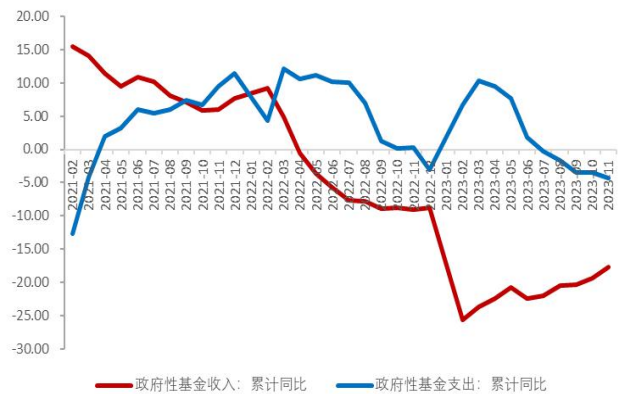
三季度，在需求动力不足，货币政策面临多目标制约、地方严控新增债务的情况下，财政转向积极，中央进入加杠杆模式。一是专项债发行节奏加快。10 月基本完成全年专项债发行。此外，经全国人大常委会授权，国务院继续提前下达 2024 年新增地方政府债务限额。从 2019 年至 2023 年提前下达新增债务限额的情况看，每年上半年各地都基本完成了提前下达新增债务限额发行工作，充分发挥了提前下达制度对扩大政府投资、完善预算管理的积极作用。二是多省特殊再融资债重启发行，用于地方置换隐债，有利于缓解地方债务风险，提升地方政府稳增长能力，改善社会预期。三是增发 1 万亿国债，旨在支持灾后恢复重建、缓解地方债务压力、巩固经济回升态势。2023 年 10 月 24 日，十四届全国人大常委会批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，2023 年全国财政赤字由 38800 亿元提高至 48800 亿元，中央财政赤字由 31600 亿元增加到 41600 亿元，预计财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。其中增发国债结转至 2024 年 5000 亿元不仅对 2024 年上半年经济形成支撑，对增强微观主体信心也具有深远意义。

图 11：一般公共预算收支增速（%）

图 12：政府性基金收支增速（%）

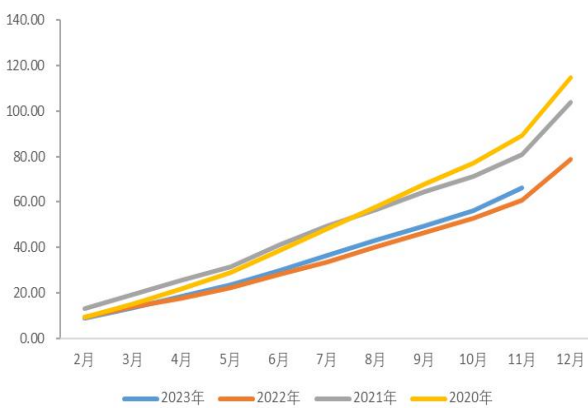


资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所  
注：数据为两年复合平均增速



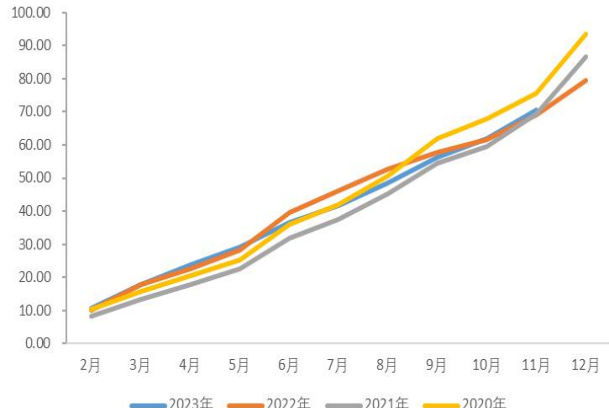
资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所  
注：数据为两年复合平均增速

图 13：2020-2023 年 11 月政府性基金收入完成进度 (%)



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 14：2020-2023 年 11 月政府性基金支出完成进度 (%)



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

**2024 年财政政策偏积极，中央继续加杠杆，支出力度加大，结构更趋优化。**2024 年国内经济依然处于筑底企稳阶段，房地产市场延续调整，制造业投资周期偏弱，消费进一步修复动力不足，一般公共预算收入难以大幅增长，政府性基金收入继续承压。中央经济工作会议提出积极的财政政策要适度加力、提质增效，既强调财政空间提升，也强调资金效益和政策效果。整体稳增长基调下，2024 年财政支出力度和减税降费力度有望高于 2023 年。2023 年中央预算罕见调整，是地方化债压力下财政政策转向积极的重要体现。中央经济工作会议提出要谋划新一轮财税体制改革，有利于进一步完善税收制度，优化税制结构，健全地方税和直接税体系。

具体看，(1) 综合考虑今年经济通胀情况，货币政策面临的约束，今年目标财政赤字率大



概率定在 3.5-3.8% 之间。中央是加杠杆主力，地方预算赤字或持平上年，中央转移支付力度加大。（2）专项债额度或在 3.8-4.0 万亿元。另外，中央经济及工作会议提出“合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围”，进一步提升财政资金的杠杆效应。（3）2023 年 7 月中央政治局会议提出“一揽子化债方案”后，10 月各地特殊再融资债开始发行。2024 年地方特殊再融资债可能继续发行，推进地方化债工作。（4）财政支出将进一步优化以“提质增效”。财政支出上要强化国家重大战略任务财力保障，减税降费政策要重点支持科技创新和制造业发展。同时，兜牢基层“三保”底线。

## 1.4 防风险“建立长效机制”，把握时度效

今年中央金融工作会议首次就金融风险管理提出“把握好快和稳的关系，在稳定大局的前提下把握时度效”，进一步淡化发展和风险对立关系。对于地方债务风险，提出“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”，目前的化债工作已经开启，中央与地方、政府和金融的关系进入到新的阶段，预计未来有更多的化债举措推出，中央有进一步加杠杆的空间，金融体系参与化债值得期待。地方化债长效机制的构建，预示了地方化债将会一个长期的渐进的过程。房地产方面，提出构建房地产发展新模式，包括“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”“加快保障性住房等‘三大工程’建设”。本次会议特别强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”，对于民营房地产企业的融资是一个政策上的边际改善。同时也强调了房地产金融宏观审慎管理，健全房地产企业的主体、资金监管，以避免出现后续的融资被挪用等情况。可以看出房地产长效机制逐渐清晰。保障性住房、城中村改造和平急两用基础设施这“三大工程”既有助于房地产市场向新发展模式的长期转型，又能够拉动总需求。整体上降低房地产长期趋势对经济的拖累。

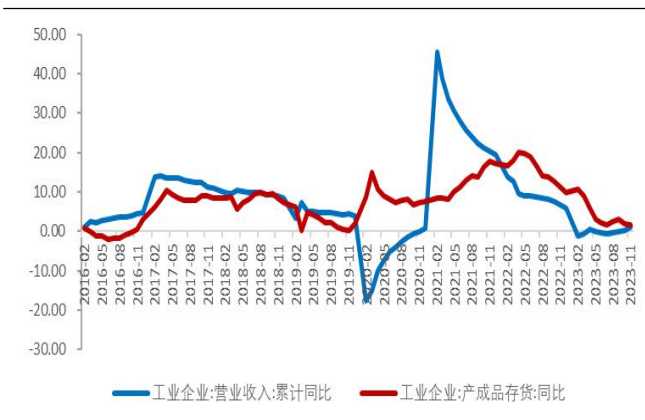
## 2、库存持续去化，期待供需平衡加快重建

2023 年我国工业在供需两端共同作用下，库存周期波动较为频繁，整体处于去库存阶段。分阶段看，一季度需求和预期回暖，价格和库存回升，为主动补库存；二季度初，市场意识到疫后经济恢复并非一蹴而就，从而由“主动补”快速切换到“主动去”，需求、价格、库存水平同时回落；三季度需求环比有所恢复，价格触底企稳，企业生产强于需求，部分行业主动补库存，工业企业库存总体表现为“被动去”。四季度随着需求端调整，库存边际被动回补。2023

年 11 月工业企业库存实际增速为 4.9%，较 10 月增加 0.2 个百分点，名义库存增速则由于价格回落而继续回落。PMI 产成品库存指数四季度均值由第三季度的 46.7%上行至 47.8%，与此同时，新订单指数由 50.1%降至 49.2%，出厂价格指数由 53.5%回落至 47.7%。

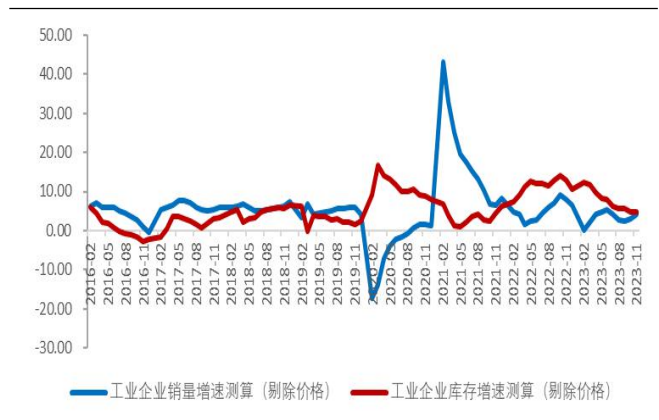
**库存周期与价格低位意味着经济具有韧性运行的基础。**（1）随着 2023 年四季度经济动能减弱，生产端大概率也会主动调整，这无疑会加快库存去化过程，下半年库存有望进入更低位置，加大经济企稳可能。回溯历史上类似的阶段，如 2012 年、2015 年、2018 年、2022 年，从经济动能减弱到库存触顶的平均时间约为 1 年，最快为三个季度。库存触顶大致对应了价格触底。（2）当前库存去化阶段和上述四个阶段又有所不同。上述四个阶段库存从高点开始去化，而当前处于 2022 年四季度以来的一轮库存去化过程的中继。截止 2023 年 11 月，工业企业实际库存水平处于 2016 年以来 53.4%的分位。随着经济动能转弱下生产端开始调整，2024 年供需平衡有望加快重建，促进价格动能企稳。（3）国内稳增长政策偏积极，基建和制造业投资韧性，房地产“三大工程”新模式缓和地产投资下行，美国库存周期整体亦处于低位，因此需求大幅回落的风险不大。（4）结构上看，由于原材料加工业以及工业品制造业的库存去化相对比较充分，更有望受益于稳增长政策，因此有望更快开启补库。

图 15：工业企业产成品库存及营业收入名义增速 (%)



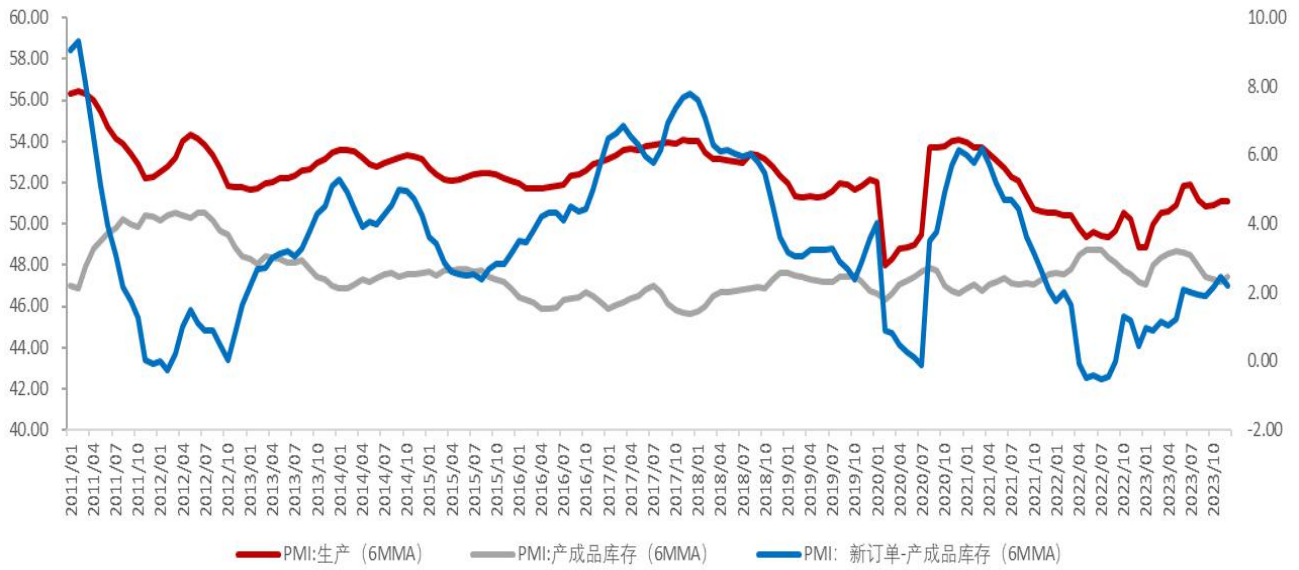
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 16：工业企业产成品库存及营业收入实际增速 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

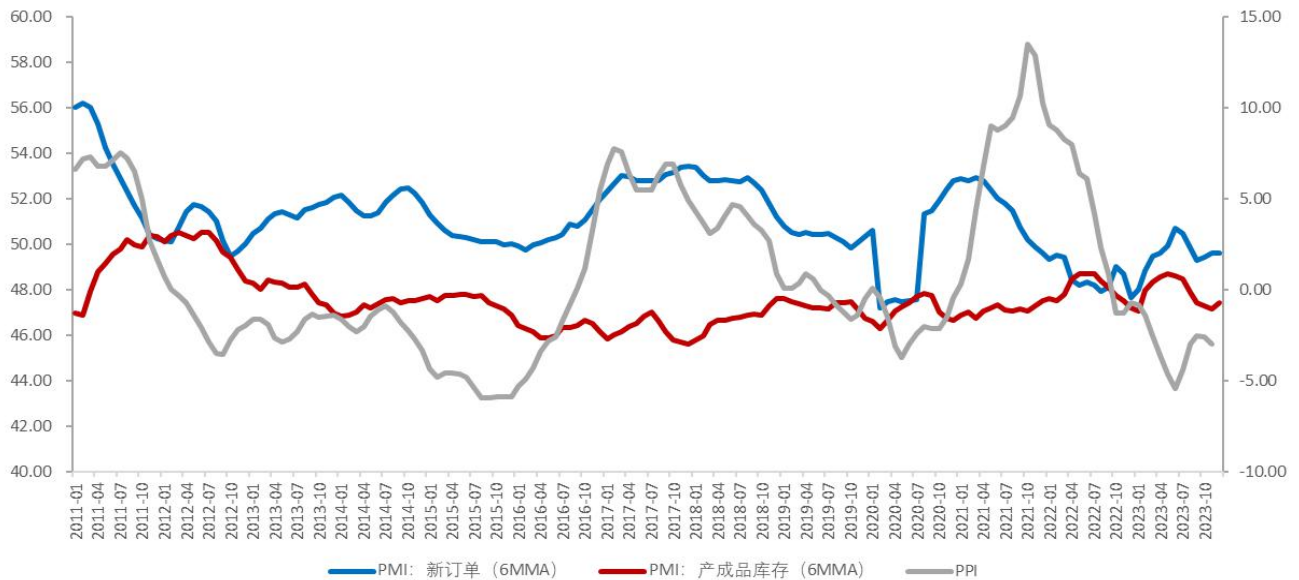
图 17：经济动能指数领先于生产，随着生产回落，库存触顶 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

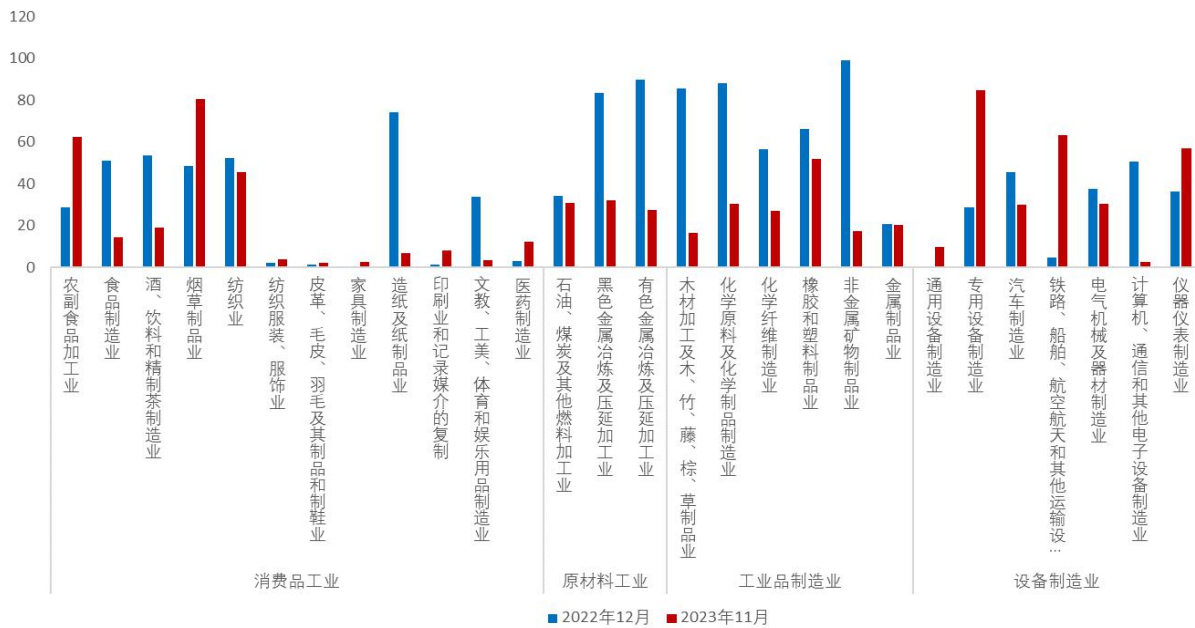
注：经济动能指数=PMI 新订单-产成品库存

图 18：PMI 新订单、产成品存货、出厂价格指数（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 19：2022 年 12 月、2023 年 11 月制造业库存增速分位数（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

### 3、消费仍是稳定器，基建和制造业投资韧性

展望 2024 年，“三驾马车”仍面临分化态势。（1）消费方面，2023 年消费在疫后呈现补偿式的恢复，但下半年这种外界环境改变带来的修复力量已有所减弱。展望 2024 年，收入改善的缓慢制约消费恢复斜率，消费倾向的回升则较为有利，消费有望稳定运行。（2）投资方面，2023 年固定资产投资增速持续滑落，制造业投资水平在下半年保持了韧性，房地产和基建投资则全年回落。疫情以来的四年中，固定资产投资四年平均增速水平为 4.0%，和 2016-2019 年 6.6%的中枢水平有一定差距。展望 2024 年，固定资产投资水平有望整体平稳。其中，房地产销售边际变化主要看居民收入改善状况及持续性，在筑底企稳的经济走势判断下，预计四季度地产销售端跌幅或有所收敛。从地产投资端看，尽管销售和资金来源不确定性较大，但适度稳地产依然是今年对冲需求下行压力的重要手段，预计地产投资增速或持续调整，斜率放缓。2023 年制造业投资增速整体偏高，走势分化。制造业投资水平取决于制造企业盈利、产能利用率、总需求及政策支持等。预计 2024 年制造业投资将延续韧性和分化态势。2024 年，在消费弹性有限，地产投资和出口增速继续回落下，基建投资作为逆周期调节的抓手依然是经济的主要动能之一，但空间或许有限。（3）出口方面，美国经济下行进一步导致我国外需回落，但



失速下行风险较低，低基数下出口数据将小幅改善。

### 3.1 消费：由快到稳，发挥压舱石作用

2023年消费整体平稳运行，渐进修复，但和疫情前常态化水平尚有差距，年末显现边际下行压力。2023年我国居民人均消费支出实际增长9.0%，两年复合平均增速4.3%，较2022年两年增速回落1.7个百分点，整体上和居民收入增速的放缓匹配。四个季度消费支出两年平均增速分别为6.2%、4.5%、8.2%、3.2%。从社零数据看，二季度、四季度在低基数下社零月度同比增速站上两位数，但各月份两年增速和四年增速分别波动于1.79%-5.09%、2.92%-4.79%之间，和2019年8%左右的水平差距较大。随着四季度收入改善趋缓，11月及12月社零两年平均增速回落到3%以下。

图 20：全国居民人均消费支出增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 21：社零月度同比增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

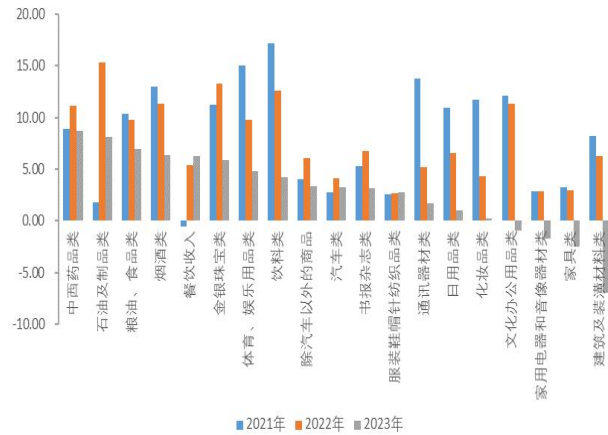
结构上看，出行类、服务类受积压需求释放的推动，汽车类受益于政策，基本消费和升级类消费表现分化。（1）出行链类的服务积压需求释放和居民生活半径扩展是消费恢复的主要支撑之一。城乡一体化住户调查中，2023年居民在交通和通信领域的消费支出两年平均增速高于2022年。社零中，餐饮收入恢复的持续性也较好，2023年两年平均累计增速为6.2%，高于2022年0.8个百分点。（2）粮油食品类、服装鞋帽类基本消费表现较为稳定，其中服装鞋帽类消费增速回到疫情前的水平。（3）升级类消费表现分化。烟酒类、金银珠宝类表现较好；通讯器材类增速走低；汽车类消费主要受到政策驱动呈恢复态势，好于2022年。（4）地产链类消费维持弱势，其中建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类四季度两年平均增速进一步负向扩大。

图 22：居民不同领域消费支出同比增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所  
注：数据为两年复合平均

图 23：社零分项增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所  
注：数据为两年复合平均

展望 2024 年，居民就业情况改善、收入平稳增长、边际消费倾向改善支撑消费，节奏上，二、三季度生产端调整或影响收入。第一，2023 年全国城镇调查失业率平均值是 5.2%，比 2022 年回落 0.4 个百分点，四季度进一步好转动能减弱，12 月边际回升 0.1 个百分点。第二，2023 年全国居民收入增速整体平稳增长。全国居民人均可支配收入名义两年平均增长 5.7%，较 2022 年回落 1.4 个百分点，和 2019 年 8%-9% 的水平还有较大差距。四季度人均可支配收入增长 5.3%，为全年最低。第三，房价下跌、存款利率下降、金融资产收益率降低等也制约居民资产增长，扰动消费恢复的持续性。第四，好的一面在于居民消费倾向有所回升。2023 年居民消费倾向由 2022 年的 66.5% 回升到了 68.3%，但仍低于 2019 年 70% 左右的水平。边际上看，四季度消费倾向为 74.0%，已经回升到常态化水平。

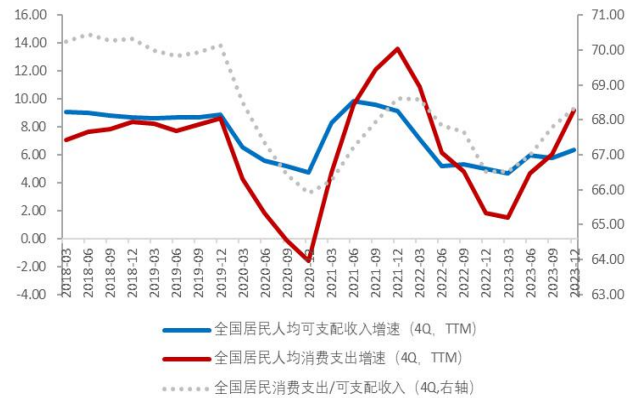
图 24：失业率走势（%）

图 25：全国居民人均可支配收入增速及消费倾向（%）





资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

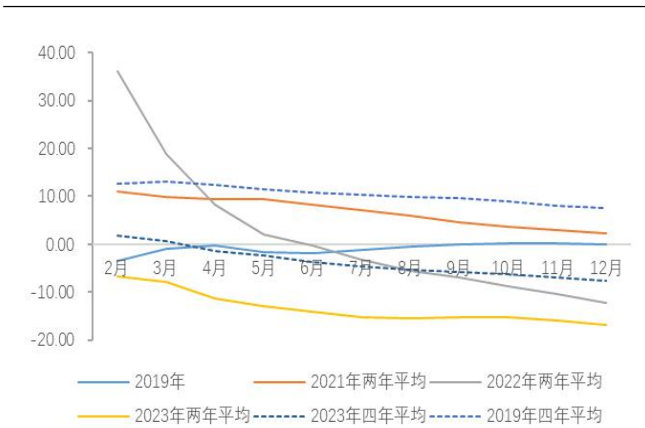
## 3.2 投资：制造业和基建投资平稳，房地产投资仍拖累

### 3.2.1 地产销售和地产投资仍处于调整阶段

2023 年商品房销售在政策放松下虽有阶段性止跌，但整体回落。展望 2024 年，在筑底企稳的经济判断下，预计四季度地产销售跌幅将有所收敛。短期看，商品房销售边际变化主要取决于居民预期和收入改善的持续性。2023 年下半年一线及核心二线城市限购政策放松，对销售端企稳起到一定作用。2023 年 8 月开始房地产销售跌幅有所放缓，剔除基数的扰动，2023 年商品房销售两年平均增速在 4-7 月下速速度最快，三季度止跌，四季度再度回落。整体看，地产政策放松并没有显著改善房价预期和购房信心恢复的持续性。一是经济新旧动能切换，房地产中长期走势预期也会影响短期购房需求的释放，表现在居民行为上就是降低商品房和高风险资产的需求，配置确定性资产。二是居民收入改善程度有限，持续性不足，降低了加杠杆意愿。三是当前全国住宅库存仍处高位，随着销售回落，库销比继续攀升。展望 2024 年，在筑底企稳的经济判断下，预计四季度地产销售跌幅将有所收敛。

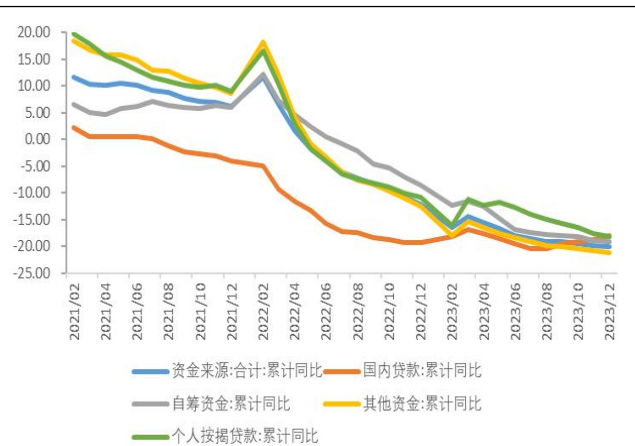
2023 年房地产开发资金来源和地产销售走势基本类似。9 月房地产开发资金来源有所企稳，有利因素主要是在延续实施的保交楼贷款支持计划、房企纾困专项贷款落地生效等政策驱动下，来自国内贷款的部分改善较强；另一方面来自地产销售的定金及预收款企稳。四季度受销售端跌幅扩大的影响，地产资金来源跌幅再度扩大，民营房企信用风险持续发酵。全年外源性融资供给持续低迷，自筹资金增速持续回落。

图 26：2019-2023 年商品房销售累计增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 27：房地产开发资金来源增速（两年复合平均，%）

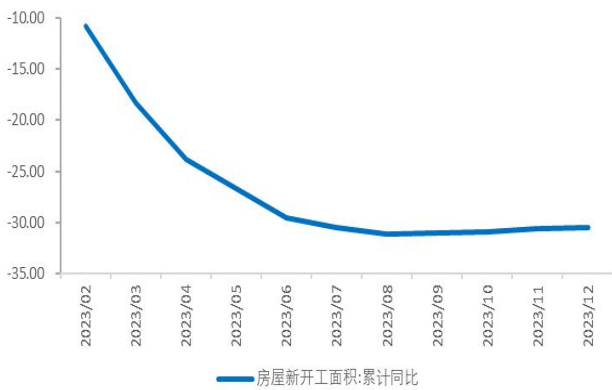


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

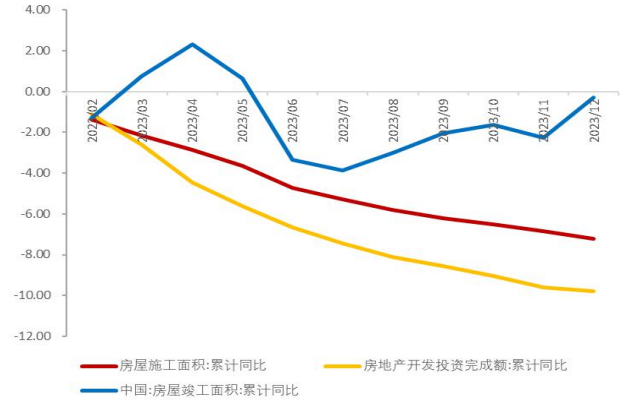
展望 2024 年，房地产投资增速将持续调整，下半年回落斜率或放缓。回顾 2023 年，“保交楼”政策驱动下地产竣工加快，施工及投资增速跌幅进一步加深，四季度边际上进一步回落。但新开工有所企稳。2024 年，地产投资持续调整，斜率或放缓。第一，地产投资表现约滞后于地产销售 2-4 个季度，若我们预计今年四季度地产销售跌幅在居民收入恢复的前提下开始收敛，则地产投资企稳回升大概率会延后至 2025 年，因此短期视角下，地产投资持续调整是大概率事件。第二，土地成交增速回落体现房企预期悲观。2023 年 100 大中城市土地成交累计同比下跌 19.0%，一方面体现了 2022 年土地成交高增对拿地需求的透支，另一方面体现了地产销售持续低迷，房企拿地意愿不高。第三，适度稳地产依然是今年对冲需求下行压力的重要手段，政策支持力度将继续增大。2023 年以来政策多次提及“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”“加快‘三大工程’建设”。2023 年三季度开始，房地产开发贷国内贷款部分已经企稳，自筹资金部分跌幅趋缓，未来房企融资或延续修复。

图 28：2023 年房屋新开工面积增速（%）

图 29：2023 年房屋施工、竣工、投资增速（%）

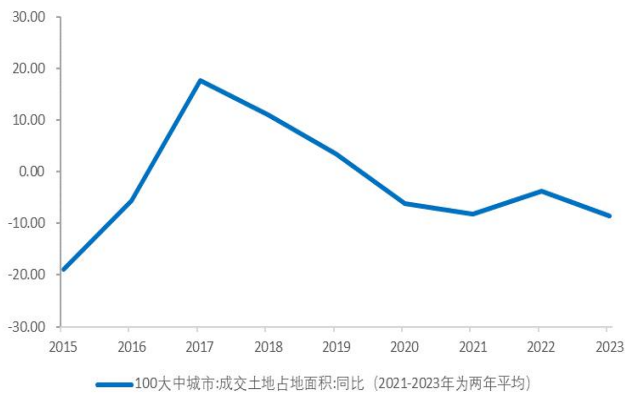


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所  
注：数据为两年复合平均增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所  
注：数据为两年复合平均增速

图 30：100 大中城市土地成交累计增速 (%)



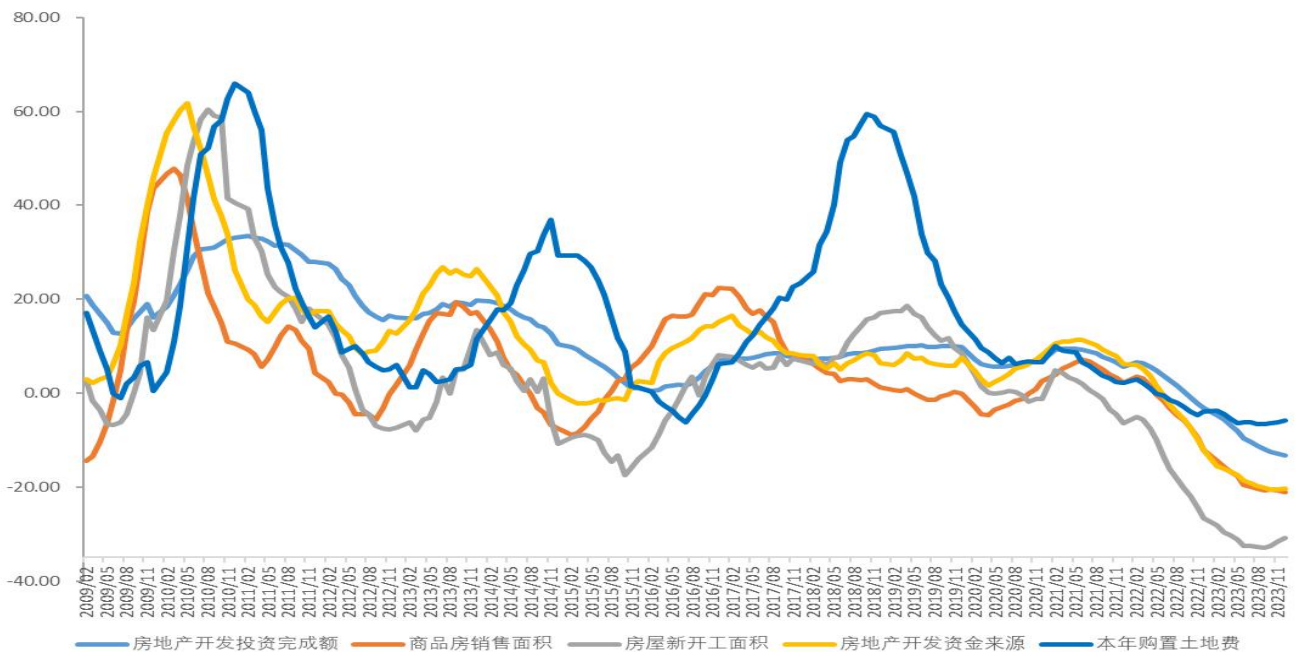
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所  
注：数据为两年复合平均增速

图 31：全国住宅库销比测算



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 32：房地产销售领先投资 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

注：2021年-2023年为两年复合平均增速

### 3.2.2 制造业投资延续维持韧性，结构分化

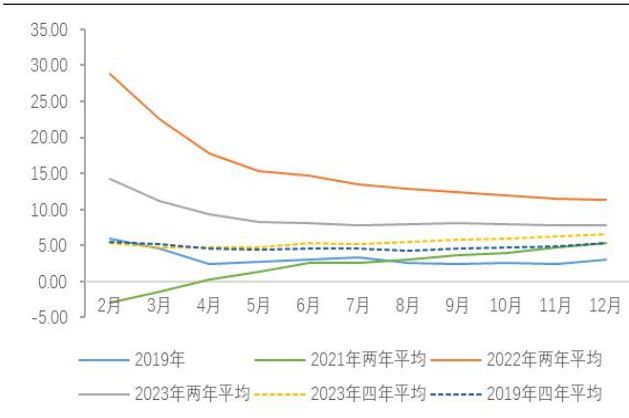
**2023年制造业投资增速整体偏高，走势分化。**2023年制造业投资四年平均增速是6.6%，已经高于疫情前水平。其中2022年-2023年投资增速均处于高位水平。2023年制造业投资增速6.5%（前值6.3%），两年平均增速7.8%（前值7.8%）。制造业投资维持高增主要受三方面原因驱动。一是，2023年以来生产持续快于需求，部分行业产能利用率较高，因此行业投资速度较快，如化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、有色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业等实现了较高的投资增速；而纺织业、非金属制品业、计算机通信和其他电子设备制造业等产能利用率较低的行业投资增速仍在下滑。二是，政策带动下，高技术产业的投资持续高位增长。2023年高技术产业投资增速14.5%。三是，2023年工业企业利润跌幅收窄。四是，货币政策宽松带动名义融资利率回落，商业银行在政策指导下加大企业贷款力度。

**预计2024年制造业投资将延续韧性和分化态势。**制造业投资水平取决于制造企业盈利、产能利用率、总需求及政策支持等。第一，企业盈利总体改善，经营信心处于恢复通道。节奏上，上半年投资将受到需求回落和去库存的影响，下半年大概率恢复。2023年下半年工业企业利润增速整体降幅趋缓，9月单月利润增速开始转正。价格端看，2023年四季度需求边际回



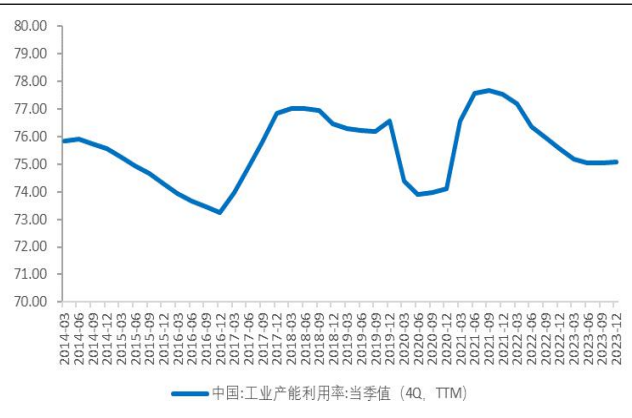
落后工业企业库存在较低位置继续出清，总需求韧性情况下价格负反馈概率不大，对应地 2024 年上半年企业盈利会有波动，下半年盈利情况将有所改善。另外，2023 年四季度 PMI 数据显示企业生产经营信心仍在改善过程中，对投资信心有所支撑。第二，工业产能利用率筑底企稳是 2023 年制造业投资韧性的原因之一。由于预计 2024 年终端需求总体平稳，下半年补库需求有望再度为经济恢复提供动能。参考 2023 年，有理由预测工业产能利用率将延续筑底企稳态势，从而维持制造业投资水平。但也要看到，由于疫情期间制造业投资增速整体高于 2019 年，造成目前制造业产能总体过剩，在一些新兴产业领域也有体现。因此制造业投资在高基数上持续向上的空间有限。第三，政策层面对高技术投资支持力度不减。货币金融层面强调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。财政支持方面强调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。需求层面提出壮大新型消费，要以提高技术、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等。

图 33：2019-2023 年制造业投资增速（%）



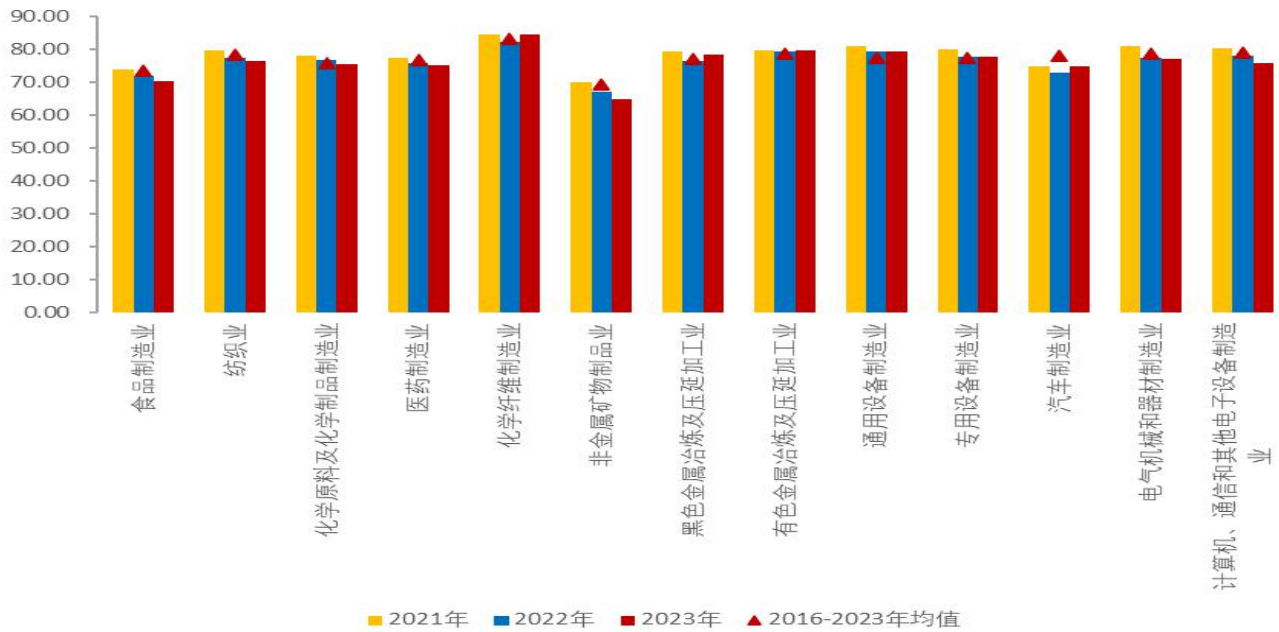
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 34：工业产能利用率（%）



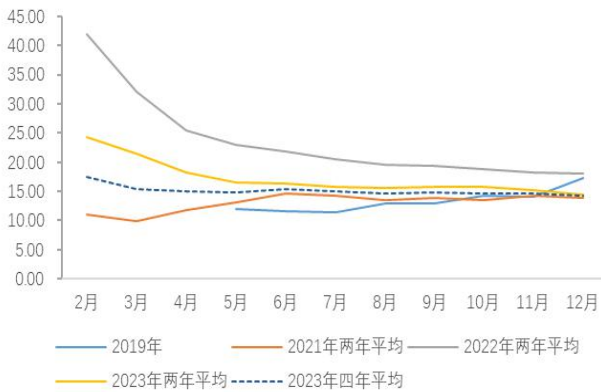
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 35：分行业产能利用率（%）



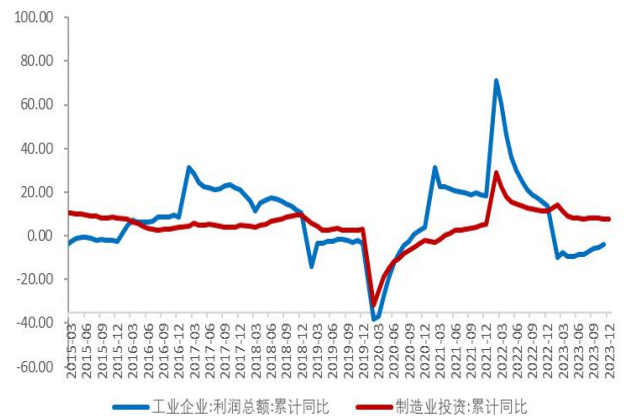
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 36：2019-2023 年我国高技术产业投资增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 37：工业企业利润增速和制造业投资增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

表 1：制造业分行业固定资产投资增速（%）



制造业分类	两年平均							四年平均
	2019	2020	2021	2022	2023.10	2023.11	2023.12	2023
农副食品加工业	-4.4	-4.6	8.8	17.1	11.6	11.3	11.5	10.1
食品制造业	0.0	-2.8	4.1	12.0	11.9	12.5	13.1	8.5
酒、饮料和精制茶制造业	-0.5	-1.0	3.8	21.9	18.9	18.1	17.0	10.2
烟草制品业	0.5	-10.0	4.5	6.9	8.3	8.5	11.6	8.0
纺织业	-2.2	-7.9	2.1	8.2	2.3	2.2	2.1	2.1
纺织服装、服饰业	0.1	-16.7	-15.8	14.2	10.9	11.2	10.7	-3.5
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.2	-9.4	-7.3	12.5	13.3	11.4	9.7	0.8
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	5.0	-12.2	-3.4	16.6	14.1	11.8	10.9	3.5
家具制造业	10.6	-8.6	-7.5	7.3	2.2	1.7	2.2	-2.7
造纸及纸制品业	-3.5	-8.3	3.7	10.8	8.9	8.9	9.2	6.4
印刷业和记录媒介的复制	5.9	-8.8	-7.9	7.3	1.8	2.5	3.5	-2.4
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	2.7	-15.3	-9.6	14.2	9.2	8.9	8.4	-1.0
石油加工、炼焦及核燃料加工业	11.2	10.9	8.7	-1.8	-12.6	-13.5	-14.9	-3.8
化学原料及化学制品制造业	5.1	1.5	6.9	17.2	16.8	16.5	16.1	11.4
医药制造业	6.2	18.0	19.2	8.2	3.9	4.0	3.8	11.2
化学纤维制造业	5.3	-16.8	3.1	26.5	7.1	4.9	4.6	3.9
橡胶和塑料制品业	3.2	-0.1	5.8	10.9	6.2	6.3	6.6	6.2
非金属矿物制品业	13.1	1.8	5.2	10.3	3.8	3.5	3.6	4.4
黑色金属冶炼及压延加工业	19.7	26.2	20.4	7.0	0.9	0.6	0.0	9.8
有色金属冶炼及压延加工业	2.2	0.4	2.1	10.0	12.5	12.5	14.1	7.9
金属制品业	5.3	-6.1	1.1	11.6	7.0	7.3	7.6	4.3
通用设备制造业	5.4	-2.3	1.3	12.3	9.8	8.8	9.7	5.4
专用设备制造业	12.5	3.5	10.2	18.0	12.0	11.6	11.2	10.7
汽车制造业	1.0	-7.1	-8.2	4.1	15.7	15.1	16.0	3.2
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-3.3	0.0	11.1	10.7	3.6	2.9	2.4	6.7
电气机械及器材制造业	2.4	-7.6	6.7	32.6	38.1	38.0	37.3	21.1
计算机、通信和其他电子设备制造业	16.7	14.6	17.3	20.5	15.1	14.4	14.0	15.6
仪器仪表制造业	27.2	18.2	2.0	24.2	31.8	30.2	25.6	13.2

资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

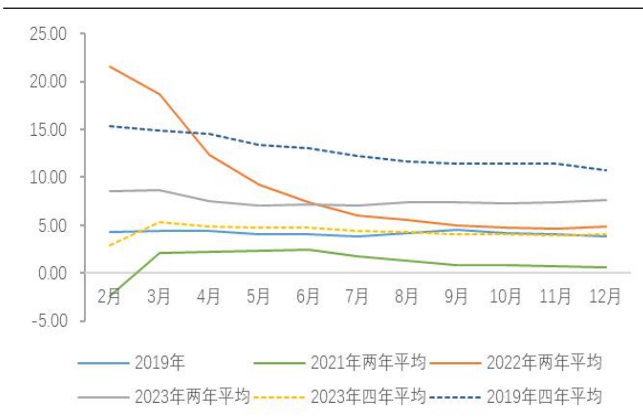
### 3.2.3 政策驱动基建投资边际改善

2023 年基建增速保持韧性，三季度以来持续改善。2023 年基建(不含电力)投资增速 5.9%，两年平均增长 7.6%，全年呈 U 型恢复态势。三季度以来，基建投资四年平均增速 4.0%-4.4%，整体上和 2019 年增速水平差不多。下半年基建投资之所以保持韧性，在于项目建设的积极推进。国家统计局在 8 月份国民经济运行情况新闻发布会曾提到“积极推动水利、交通等领域的重大基础设施建设，加大充电设施、工业互联网、数据中心等新型基础设施的投入，效果不断

显现。”另一方面，在地产投资和出口走弱的背景下，政策端推动基建资金加快到位。今年7月政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”，专项债发行加速并对信贷形成支撑。10月末安排增发1万亿“特别国债”，其中2023年使用5000亿。随着资金到位情况改善，四季度基建增速加快回暖。

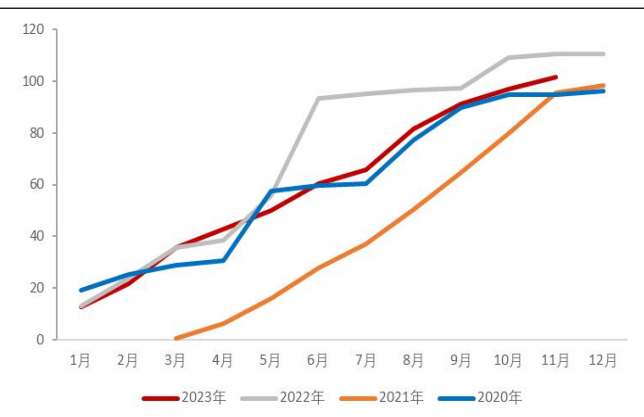
展望2024年，在消费弹性有限，出口继续回落的背景下，基建投资作为逆周期调节的抓手依然是经济的主要动能之一，但空间或许有限。经济新旧功能的切换也意味着新旧基建的结构性调整。总体看，疫后四年基建投资的平均增速水平已经持平于2018年-2019年。2023年基建增速高于趋势水平，意味着在“提质增效”的总基调下，今年基建增速可能略有放缓。资金来源方面，2023年四季度万亿国债增发和提前下达的地方债对2024年上半年基建投资形成支撑，但土地财政收入等内源性收入继续带来拖累。若没有超预期的财政资金支持，基建较难维持高于趋势的水平。

图 38：2019-2023 年基建投资增速 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 39：专项债发行进度 (%)



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

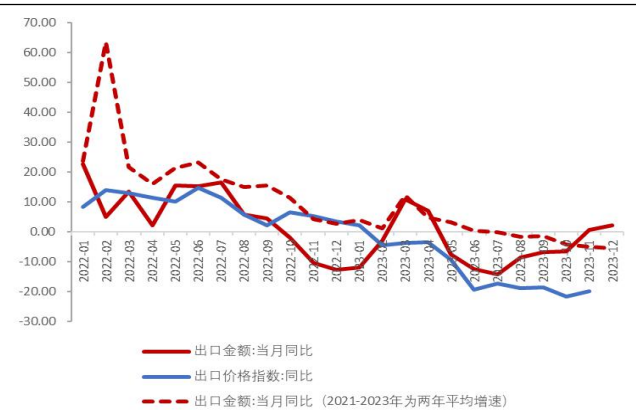
### 3.3 出口：整体回落，下半年有望企稳

2023年出口回落对国内经济的拖累体现。按美元计价，2023年我国出口同比-4.6%，进口同比-5.5%。节奏上看，上半年出口同比回落，下半年触底回升，然而剔除基数效应看，三季度出口两年平均增速在短暂企稳后，四季度再度回落。三季度出口企稳可以归因于美国经济在

疫后宽财政、超额储蓄、就业市场强劲、薪资高增长的支撑。2023 年三季度美国 GDP 环比折年率为 4.9%，高于二季度的 2.1%，前三季度 GDP 同比增速逐季回升。然而四季度，美国经济出现边际回落态势，四季度美国制造业 PMI 由三季度的 47.7% 滑落至 46.9%。

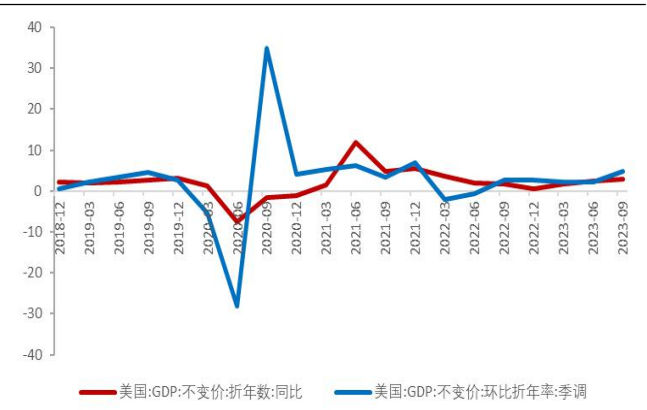
**展望 2024 年，美国经济下行进一步导致我国外需回落，但失速下行风险较低，低基数下出口数据将微幅改善。**第一，美国经济压力主要来自于高利率的滞后影响、超额储蓄消耗等，但随着经济压力增大，降息周期也有望到来。同时 2023 年 6 月以来美国住宅建造支出强势反弹，地产市场受高利率影响有限，有望缓解经济下行压力。第二，美国制造业库存增速处于低位水平，2023 年下半年以来，批发商库销比已触顶回落，零售商库销比也在磨顶，对应 2024 年下半年有望进入补库存周期，有望支撑我国出口。三是我国外贸多元化的效果继续显现。从出口国家看，2023 年我国对俄罗斯、中亚等新兴市场出口增速较快。根据海关总署，2023 年，我国对共建“一带一路”国家进出口 19.47 万亿元，增长 2.8%，占进出口总值的 46.6%，提升 1.2 个百分点。对拉美、非洲分别进出口 3.44 万亿和 1.98 万亿元，分别增长 6.8% 和 7.1%。四是从出口产品看，我国高质量、高附加值的产品竞争力在提升。2023 年我国汽车、船舶、家电等出口维持强势，“新三样”实现较快增速。

图 40：出口金额及出口价格指数同比（%）



资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

图 41：美国 GDP 同比及环比折年率（%）



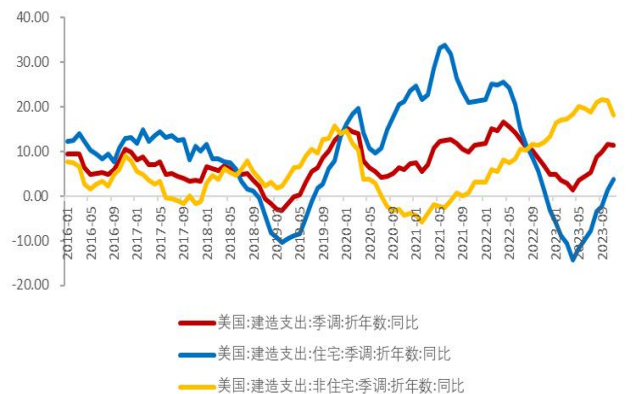
资料来源：美国经济分析局，Wind，山西证券研究所

图 42：美国零售商、批发商、制造商库存增速（%）

图 43：美国建造支出增速（%）



资料来源：美国商务部普查局，Wind，山西证券研究所



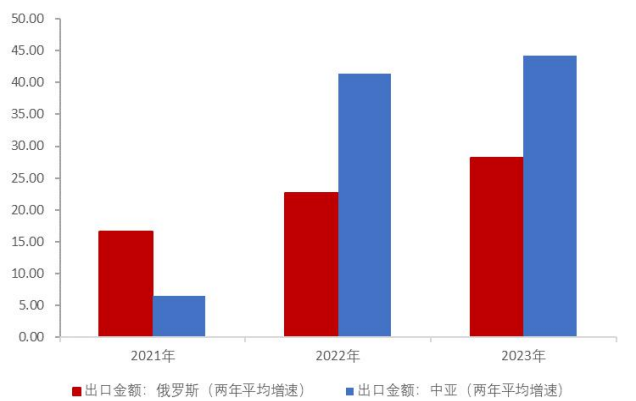
资料来源：美国商务部普查局，Wind，山西证券研究所

图 44：汽车及船舶出口增速（%）



资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

图 45：我国对俄罗斯及中亚等市场出口增速（%）



资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

## 4、通胀：由筑底走向企稳，结构性不均衡延续

2023 年通胀由回落进入筑底，价格复苏波动且不均衡。2023 年上半年受经济复苏偏弱（主要是投资需求不足）、市场信心不足、企业降价去库存、基数较高等因素影响，通胀整体呈下行趋势。4-5 月市场一度有经济陷入通缩的担忧，但可以看到这个时期核心 CPI 和服务 CPI 均维持一定的韧性，拖累整体 CPI 的主要是食品项中的猪肉价格。下半年，通胀步入筑底，PPI 先于 CPI 企稳。PPI 低点出现在 6 月，CPI 低点出现在 11 月。然而四季度通胀再度转弱。一是需求偏弱是主要症结。四季度 PMI 新订单指数持续低于枯荣线，经济动能下降。10 月及 11 月

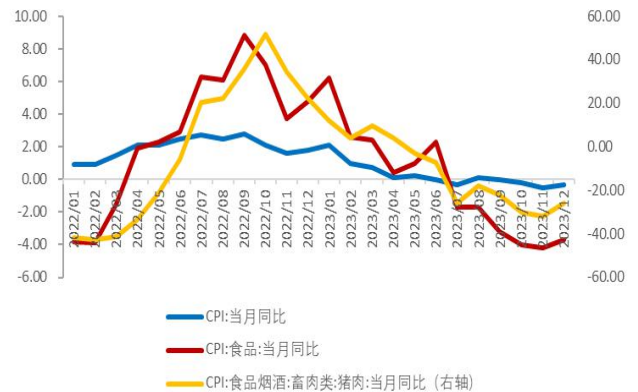
核心、服务项均弱于季节性。二是猪肉价格下跌对食品项拖累较大。这轮猪周期产能去化缓慢，力度有限，四季度各月猪肉价格环比持续回落。三是海外需求不足和欧佩克+减产有限，给国际原油和有色价格带来扰动。结构上看，随着四季度需求减弱，稳增长项目拉动上游价格，中下游企业盈利再度开始压缩。

图 46：2023 年核心 CPI 和服务 CPI 保持韧性 (%)



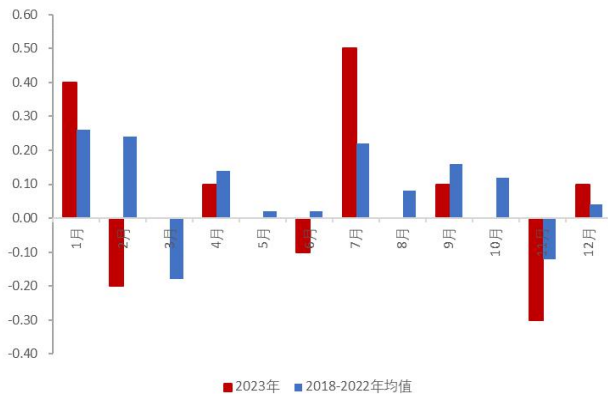
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 47：2023 年 CPI 主要拖累在食品项 (%)



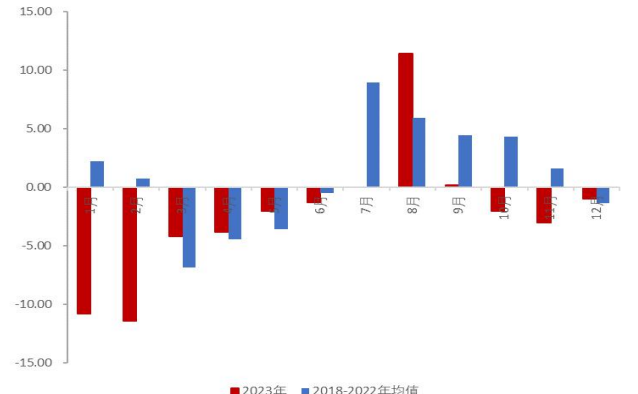
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 48：核心 CPI 环比 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 49：猪肉 CPI 环比 (%)

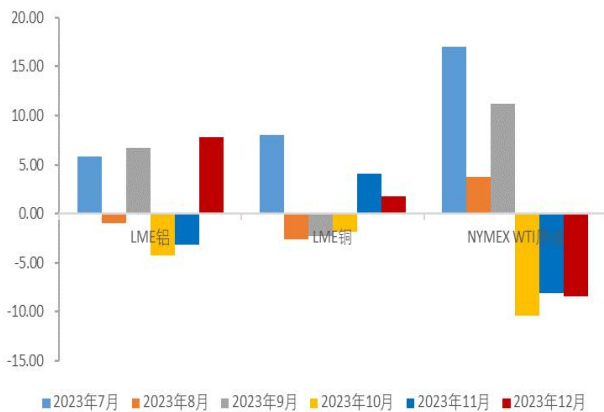


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 50：国际原油及有色价格月度环比 (%)

图 51：2023 年上中游行业价格表现好于下游 (%)





资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

展望 2024 年，通胀有望由筑底走向企稳，结构性不均衡延续。节奏上看，上半年仍以筑底为主，下半年随着供需缺口收窄，价格将进入企稳阶段。

第一，2024 年面临较低的基数，有利于通胀读数抬升。

第二，供需是决定价格的基本逻辑。随着 2023 年四季度以来经济动能再度转弱，生产端有望面临调整，叠加当前处于库存去化中继，有利于价格寻底。需求端看，2023 年四季度初国内财政政策已经转向积极，社会预期有所改善，从核心服务和核心消费品价格走势看，四季度需求也并非大落。“低基数+需求波动修复+货币财政配合发力+低库存”有利于 PPI 下半年恢复斜率的抬升，从而有利于企业利润和居民收入修复，带来价格的全面企稳。另一方面，经济动能切换和产能周期位置仍制约中长期预期，经济修复的持续性和库存周期弹性主要取决于政策逆周期调节力度。从目前宏观和政策环境看，2024 年价格将是弱修复。

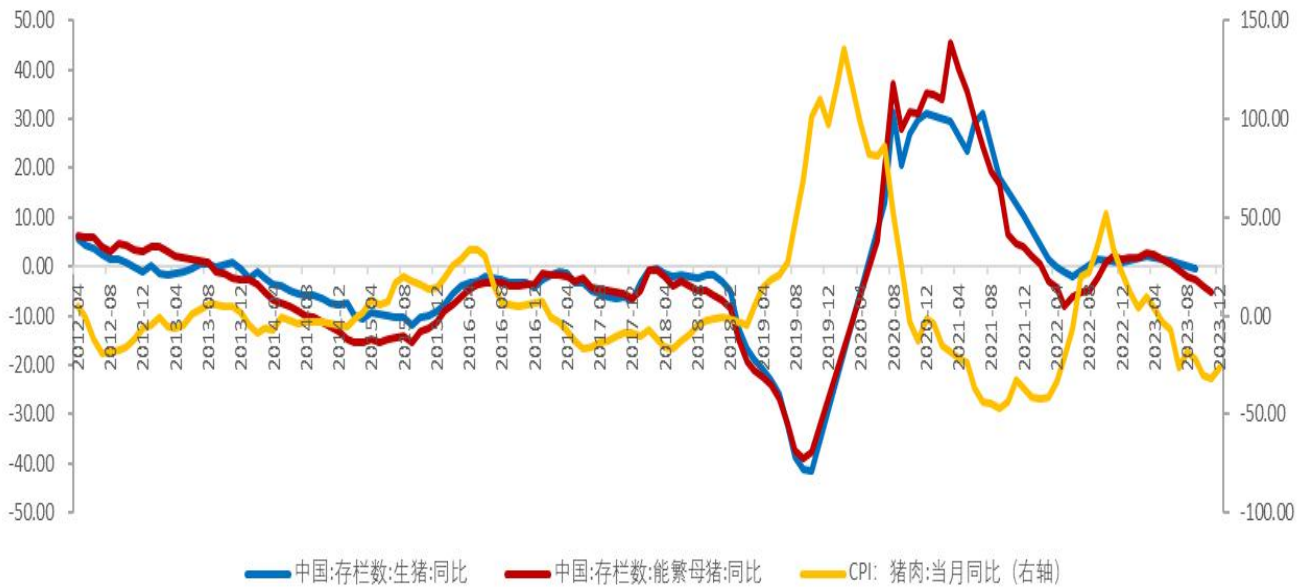
第三，本轮猪周期产能去化缓慢，预计 2024 年下半年猪肉供需缓慢改善，全年猪肉价格以筑底形态为主，难以明显反弹。2023 年初以来，受到前期产能释放所带来的供给压力影响，国内生猪价格持续低位运行。国内能繁母猪产能在 2023 年总体处于去化的趋势中，并在四季度开始出现加速去化的迹象，这将带来 2024 年下半年猪肉供给端压力的放缓。

第四，国际油价方面，2024 年欧佩克+可能根据全球经济运行情况延长减产时间，但需求是核心因素，预计随着上半年油价表现偏弱，下半年中美库存周期共同进入有利阶段，低基数有望支撑原油价格同比企稳。

价格回升的持续性有利于经济摆脱负反馈，重建正循环。第一，价格形成温和回升预期有利于激发居民提前消费的意愿。第二，企业利润增速和价格走势高度正相关，价格回升将提升企业盈利能力和扩产意愿，带动企业投资扩张，带动居民就业和收入改善；还可以通过增强二

级市场信心广泛推动市场需求信心恢复。价格筑底带动利润率改善，进一步推动企业利润完成筑底。第三，通胀回升情况下，企业承担的实际融资利率被动下降，有利于企业投资信心恢复。

图 52：2022 年以来这轮猪周期产能去化缓慢（%）



资料来源：农业农村部，国家统计局，Wind，山西证券研究所

### 三、风险提示

#### 1、长期问题制约短期信心

当前我国内需恢复基础不牢固。经济动能切换背景下潜在增速下移的担忧、地产城投模式的转变、大国博弈下全球产业链重构、地缘政治风险等中长期因素时常扰动短期经济信心。短期经济恢复不足又进一步引发长期担忧，导致经济正向循环持续性不足。因此，既需要政策进一步发力，持续巩固经济企稳的基础，又需要注重构建新动能发展模式，形成短期和中长期预期的正向反馈。

#### 2、政策应持续加强协同力度

2023 年疫后经济恢复之所以在四季度反复，原因之一在于货币政策和财政政策配合不足，其中前三季度主要是货币政策宽松，四季度财政政策加快。2023 年中央经济工作会议强调加

强政策协同力度。2024 年年初财政政策延续积极，全年重点仍聚焦“提质增效”，货币政策则是“灵活适度”，未来政策应持续加强协同力度。

### 分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### Wind, 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

