



● 主要结论

2023年，我国GDP超预期目标，比2022年增长5.2%，经济走势总体企稳；工业增加值延续回升；消费提振经济增长；对外出口仍待改善；固投结束下行趋势；房地产开工不佳；社融和货币供应结构改善；全国人口总量有所减少；农村居民收入增速快于城镇。

2024年，预计GDP目标仍有望设定为5.0%，践行“稳中求进、以进促稳、先立后破”；国有和民企工业增加值寻求结构改善；财政支出是消费重要支撑；对外出口有望回补缺口；民间投资有望继续好转；房地产竣工或维持增长；物价下半年有望修复。

货币政策方面。全面降准节前落地，降准幅度已经达到2023年全年水平。考虑到近期MLF和去年12月PSL的操作，近期货币政策数量型操作较为积极，货币供应结构性问题有所改善，或进一步助力物价水平好转。

汇率政策方面。美联储本月大概率保持利率不变，市场关于美联储3月降息的预期再度走弱。人行本月降准超预期落地，或排除短期内降息可能，节前人民币或仍有一定走强空间。

房地产政策方面。随着经营性物业贷款以及房地产融资协调机制等相关政策的发布和工作的推进，在构建房地产新发展模式的当下，房地产企业正常经营以及投融资环境将得到显著改善。更重要的是，随着房地产市场“三大工程”以及广州放开120平方米以上住房的限购，房地产供需两端将协同发力。

资本市场政策方面。国务院常务会议强调，要进一步健全完善资本市场基础制度，增强市场内在稳定性。国资委表态将研究央企考核的市值管理以及证监会全面暂停限售股出借，资本市场健康和稳定发展符合中央金融工作会议要求，符合当前“有效需求不足”的背景下，市场主体预期和信心进一步改善。

分析师：夏豪杰
从业资格号：F0275768
投资咨询号：Z0003021
电话：0755-23510053
邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰
从业资格号：F03115138
电话：021-55007766-6636
邮箱：15721@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、重要会议和政策

表：2024年1月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
1月2日	根据中国人民银行消息，2023年12月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款（PSL）3500亿元，期末抵押补充贷款余额为3.25万亿元。
1月4日	根据美联储2023年12月议息会议的会议纪要，委员们预计四季度美国经济会显著放缓。并且，由于11月物价水平低于预期，下调了通胀预期，认为通胀比预期持续时间缩短。但是，特别提到近期地缘冲突对能源价格的影响，并提示后期可能存在物价反弹的风险。相比于11月初的会议纪要，12月的会议纪要显示，没有坚持此前“哪怕后期降息也会继续缩表”的表述，当然目前仍然维持此前缩表的规模和节奏。关于缩表，委员建议在正式减缓缩表进度和规模之前，需要先开始进行技术因素的讨论，以便向公众提供适当的通知。反映出美联储在提前结束缩表方面仍然相对谨慎。
1月5日	根据美国劳工部数据，美国12月失业率3.7%，预期3.8%，前值3.7%；美国12月非农就业人口变动21.6万人，预期17.5万人，前值由19.9万人修正为17.3万人。
1月11日	根据美国劳工部数据，美国2023年12月CPI同比3.4%，预期3.2%，前值3.1%；12月核心CPI同比3.9%，预期3.8%，前值4.0%。
1月15日	根据中国人民银行消息，中国2024年1月1年期MLF利率维持不变为2.5%，投放量为9950亿元，净投放量为2160亿元。
1月17日	根据美国商务部人口普查局数据，2023年12月美国零售销售总额环比0.55%，预期0.40%，前值0.35%；12月零售销售总额同比5.59%，前值3.97%。
1月19日	根据中国人民银行消息，中美金融工作组举行第三次会议。
1月19日	根据农业农村部消息，当地时间1月18日上午，中美农业联委会第七次会议在华盛顿召开，重启中美农业合作机制。
1月19日	根据美国财政部的数据，截至2023年11月末，外国投资者持有美国国债规模前三位经济体分别为欧盟、日本和中国，合计占比46.1%；其中，欧盟持有16900亿美元，11月增持886亿美元；日本持有11275亿美元，11月增持293亿美元；中国持有7820亿美元，11月增持123亿美元。
1月22日	根据中国人民银行消息，2024年1月1年期和5年期以上贷款市场报价利率（LPR）均维持不变。
1月22日	根据新华社报道，全国温室气体自愿减排交易市场（CCER）启动仪式22日上午在北京举行。
1月22日	根据新华社报道，国务院总理李强1月22日主持召开国务院常务会议，听取资本市场运行情况和工作考虑的汇报。会议强调，要进一步健全完善资本市场基础制度，更加注重投融资动态平衡，大力提升上市公司质量和投资价值，加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性。
1月24日	国新办举行聚焦增强核心功能、提升核心竞争力，更好实现中央企业高质量发展新闻发布会。会上，国务院国有资产监督管理委员会产权管理局负责人谢小兵表示，进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。
1月24日	国新办举行贯彻落实中央经济工作会议部署、金融服务实体经济高质量发展新闻发布会。会上，中国人民银行行长潘功胜表示，将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供流动性1万亿元。于1月25日开始下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点。
1月24日	《中国人民银行办公厅 国家金融监督管理总局办公厅关于做好经营性物业贷款管理的通知》（简称《通知》）发布。《通知》细化了商业银行经营性物业贷款业务管理口径、期限、额



	度、用途等要求，明确 2024 年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上，除发放经营性物业贷款用于与物业本身相关的经营性资金需求、置换建设购置物业形成的贷款和股东借款等外，还可发放经营性物业贷款用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。
1 月 24 日	根据新华社报道，住房和城乡建设部相关负责人介绍，目前，保交楼专项借款项目总体复工率达到 99.9%。截至 2023 年末，350 万套保交楼项目已实现交付超 300 万套，交付率超过 86%。
1 月 25 日	国新办举行金融服务经济社会高质量发展新闻发布会，国家金融监督管理总局副局长肖远企表示，“现在外国资本可以持有银行保险机构 100% 的股权，实现完全控股。并且已经有这样的机构，有外资独资保险公司、外资控股理财公司和外资独资货币经纪公司，还有外资独资保险资产管理公司，这些都已经批准开业，目前他们的经营情况都比较良好。”
1 月 25 日	根据美国商务部经济分析局数据，美国 2023 年四季度 GDP 同比为 3.1%、环比为 3.3%，2023 全年 GDP 比上年增长 2.5%。1 月 26 日，美国 2023 年 12 月 PCE 同比 2.6%，预期 2.6%，前值 2.6%；美国 2023 年 12 月核心 PCE 同比 2.9%，预期 3.0%，前值 3.2%。
1 月 26 日	住房和城乡建设部召开城市房地产融资协调机制部署会，会上表示，本月底前，第一批项目名单落地后即可争取贷款。
1 月 27 日	《广州市人民政府办公厅关于进一步优化我市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》发布：在限购区域范围内，购买建筑面积 120 平方米以上（不含 120 平方米）住房，不纳入限购范围。
1 月 27 日	根据国家统计局数据，2023 全年，全国规模以上工业企业（简称“规上工业企业”）实现利润总额 7.69 万亿元，比上年下降 2.3%，降幅比 2023 年 1-11 月份收窄 2.1 个百分点。2023 年 12 月，工业企业产成品存货（即库存），同比上涨 2.1%，涨幅较 11 月的上涨 1.7% 扩大 0.4 个百分点。
1 月 28 日	《证监会进一步加强融券业务监管，全面暂停限售股出借》发布；具体包括：一是全面暂停限售股出借；二是将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。

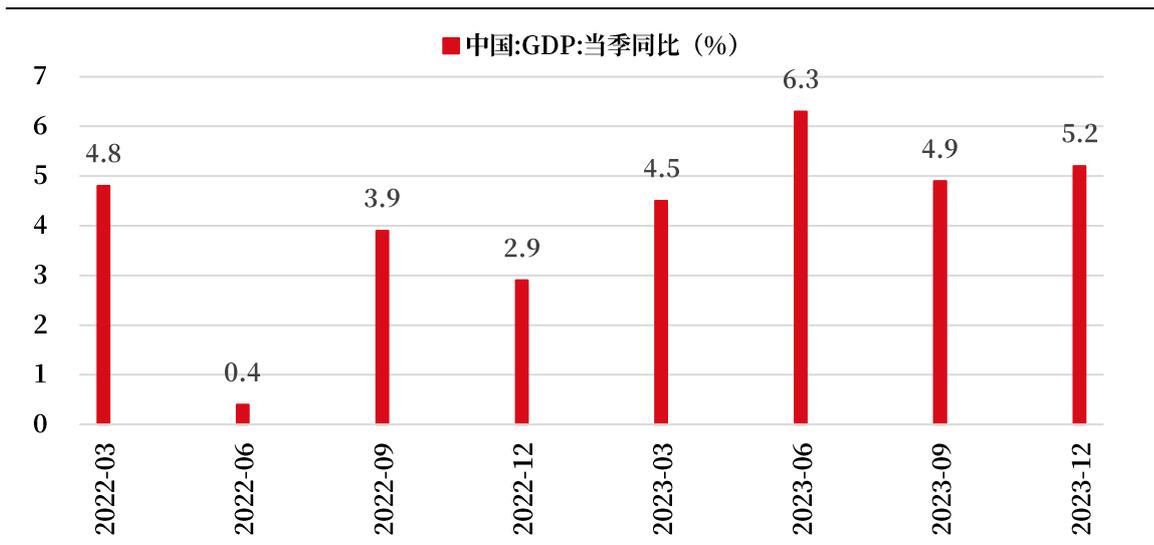
数据来源：中国人民银行等、国信期货

二、经济基本面

2023 年 GDP 超预期目标，经济走势总体企稳。2023 全年，国内生产总值（GDP）126.06 万亿元，按不变价格计算，比 2022 年增长 5.2%。分产业看，第一产业增加值 8.98 万亿元，比上年增长 4.1%；第二产业增加值 48.26 万亿元，比上年增长 4.7%；第三产业增加值 68.82 万亿元，比上年增长 5.8%。分季度看，一季度 GDP 同比增长 4.5%，二季度同比增长 6.3%，三季度同比增长 4.9%，四季度同比增长 5.2%。从环比看，四季度 GDP 增长 1.0%。从三大需求对经济增长的贡献率来看，2023 年，最终消费支出对经济增长贡献率是 82.5%，拉动 GDP 增长 4.3 个百分点；资本形成总额对经济增长贡献率是 28.9%，拉动 GDP 增长 1.5 个百分点；货物和服务进出口对经济增长贡献率是 -11.4%，向下拉动 GDP 为 0.6 个百分点。相比于三季度，四季度“三驾马车”的贡献有所变化，最终消费支出对经济增长贡献率有所下降至 80.0%，拉动 GDP 增长 4.2 个百分点；资本形成总额对经济增长的贡献率变化不大，为 23.1%，拉动 GDP 增长 1.2 个百分点；货物和服务净出口对经济增长的贡献率是收窄至 -3.1%，向下拉动 GDP 为 0.2 个百分点。综合来说，2023 年 GDP 实际增长 5.2%，超年初预期目标的 5.0%。经济走势由年初冲高回落，年中略有波折，年末总体企稳；三季度和四季度 GDP 均略超预期。2024 年，预计 GDP 目标仍有望设定为 5.0%，践行“稳中求进、以进促稳、先立后破”。



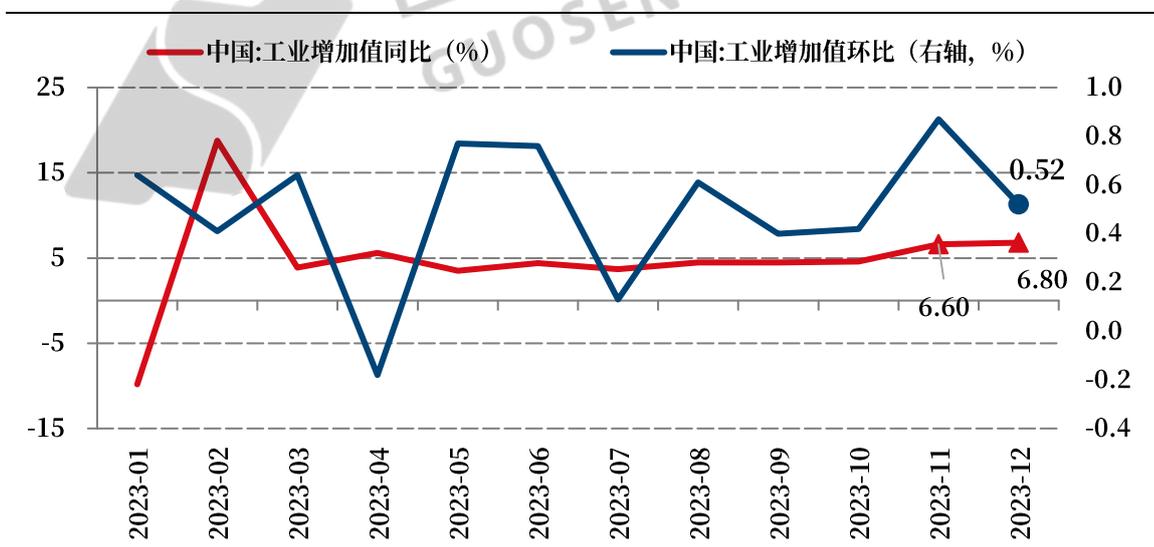
图1：国内生产总值



数据来源：wind 国信期货

2023 年工业增加值延续回升，2024 年国有民企寻求结构改善。2023 全年，全国规模以上工业（简称“规上工业”）增加值比上年增长 4.6%。分三大门类看，采矿业增长 2.3%，制造业增长 5.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.3%。分经济类型看，国有控股企业增长 5.0%；股份制企业增长 5.3%，外商及港澳台商投资企业增长 1.4%；私营企业增长 3.1%；全年国有企业较私营企业增速高 1.9 个百分点。分产品看，太阳能电池（光伏电池）、新能源汽车、发电机组（发电设备）产品产量分别增长 54.0%、30.3%、28.5%，增速较好。

图2：工业增加值



数据来源：wind 国信期货

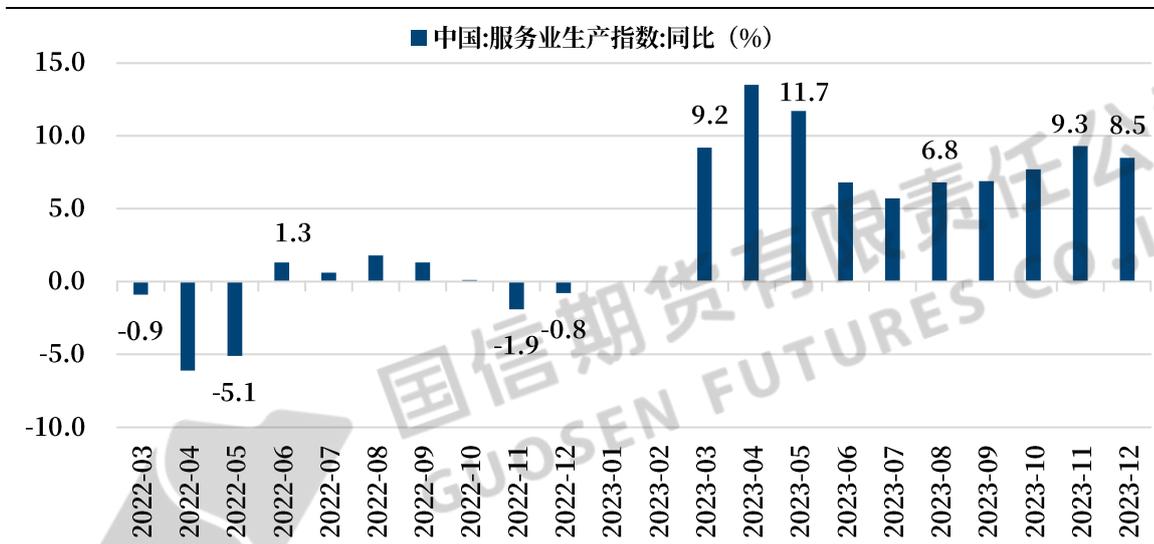
从月度情况来看，12 月份，规上工业增加值同比增长 6.8%，增速较 11 月份扩大 0.2 个百分点；环比增长 0.52%。分三大门类来看，12 月份，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 7.3%，制造业同比增长 7.1%，采矿业同比增长 4.7%。分经济类型来看，12 月份，国有控股企业同比增长 7.3%，增速与上月持平；股份制企业同比增长 7.2%，其中，外商及港澳台商投资企业同比增长 6.9%，继续保持较好改善趋势，增速较 11 月扩大 2.5 个百分点，为 2023 年 5 月以来的最高增速；私营企业同比增长 5.4%，增速较 11 月



扩大 0.2 个百分点，为 2022 年 3 月以来的最高增速。值得注意的是，12 月份，私营企业较国有控股企业的增速仍然低 1.9 个百分点。分行业看，12 月份，41 个大类行业中有 31 个行业增加值保持同比增长。其中，增幅较大的行业有，汽车制造业增长 20.0%，有色金属冶炼和压延加工业增长 12.9%，化学原料和化学制品制造业增长 11.0%，电气机械和器材制造业增长 10.1%，橡胶和塑料制品业增长 9.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.6%。此外，12 月医药制造业下跌 3.3%，跌幅较 11 月收窄 4.8 个百分点。

2023 年服务业增加值保持较好增速，2024 年有望维持增长。2023 全年服务业增加值比上年增长 5.8%。其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，金融业，批发和零售业增加值分别增长 14.5%、11.9%、9.3%、8.0%、6.8%、6.2%。从月度来看，12 月份，服务业生产指数同比增长 8.5%；其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数分别增长 34.8%、13.8%。1-11 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 8.5%。其中，文化、体育和娱乐业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业营业收入分别增长 18.9%、12.8%、12.7%。

图 2：服务业生产



数据来源：wind 国信期货

2023 年消费提振经济增长，2024 年财政支出是支撑。2023 全年，社会消费品零售（简称“社零”）总额 47.15 万亿元，比上年增长 7.2%。按经营地分，城镇比上年增长 7.1%，乡村比上年增长 8.0%。按消费类型分，商品零售比上年增长 5.8%，餐饮收入比上年增长 20.4%，受 2022 年低基数等因素影响，餐饮收入成为全年社零向好的重要支撑。从商品零售的具体商品类型情况来看，2023 年增速较好的有，金银珠宝类增长 13.3%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 12.9%，体育、娱乐用品类增长 11.2%，烟酒类增长 10.6%；2023 年跌幅较大的商品有，文化办公用品类下跌 6.1%，建筑及装潢材料类下跌 7.8%，反映出全年企业投资和房地产销售不佳的影响。

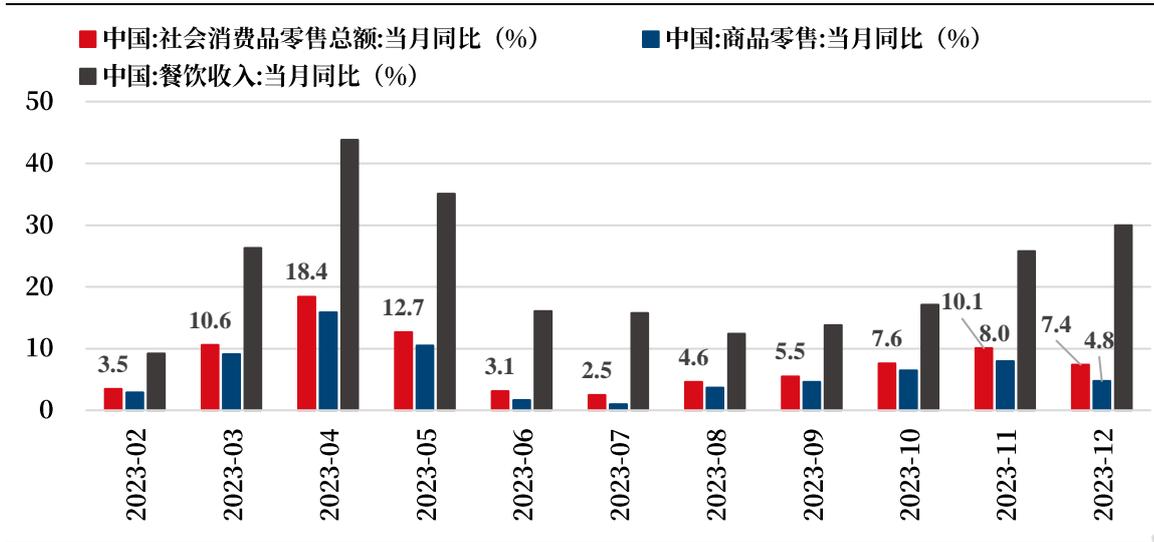
从月度情况来看，12 月份，社零总额 4.36 万亿元，同比增长 7.4%，增速较 11 月收窄 2.7 个百分点。按消费类型分，12 月份，商品零售同比增长 4.8%，餐饮收入增长 30.0%，增速分别比 11 月收窄 3.2 个百分点和扩大 4.2 个百分点，两项指标的差异表现，主要受 2022 年 12 月基数不同的影响。从商品零售的具体商品类型情况来看，12 月份增速较高的商品有，金银珠宝类增长 29.4%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 26.0%，体育、娱乐用品类增长 16.7%，通讯器材类增长 11.0%。受 2022 年 12 月高基数影响，2023 年 12 月份跌幅较大的是，中西药品类下降 18.0%。

2024 年，在当前有效需求不足的背景下，政府支出或将是消费领域的重要支撑，结合 2024 年财政政



策“适度加力，提质增效”来看，赤字率有望保持3.0%，最高或扩大至3.2%。

图3：社会消费品零售

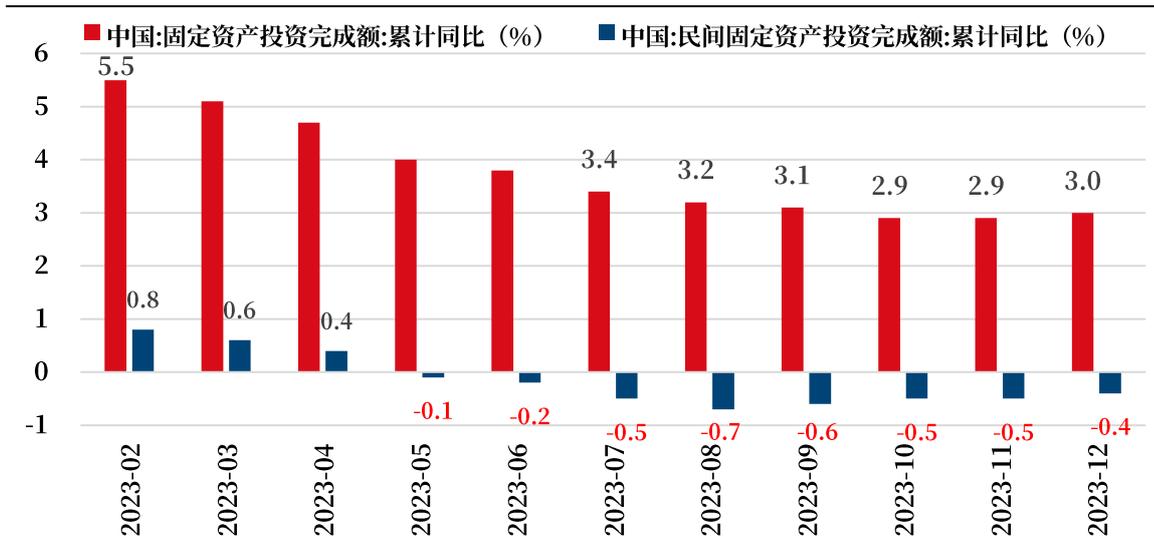


数据来源：wind 国信期货

2023年固投结束下行趋势，2024年民间投资有望好转。2023全年，全国固定资产投资（不含农户，简称“固投”）50.30万亿元，比上年增长3.0%，增速比1-11月份加快0.1个百分点，一改全年下行趋势。2023年，民间固定资产投资25.35万亿元，比上年下降0.4%，降幅比1-11月份收窄0.1个百分点，民间投资连续4个月趋势性改善。

2023全年房地产投资拖累固投整体水平。1-12月，制造业投资增长6.5%，增速较1-11月加快0.20个百分点；1-12月，基础设施投资增长8.24%，增速较1-11月加快0.28%；1-12月，房地产开发投资下降9.6%，跌幅较1-11月扩大0.20%。2023全年，基础设施投资起到托底作用，制造业投资相对平稳，房地产投资拖累固投总体水平。

图4：固定资产投资

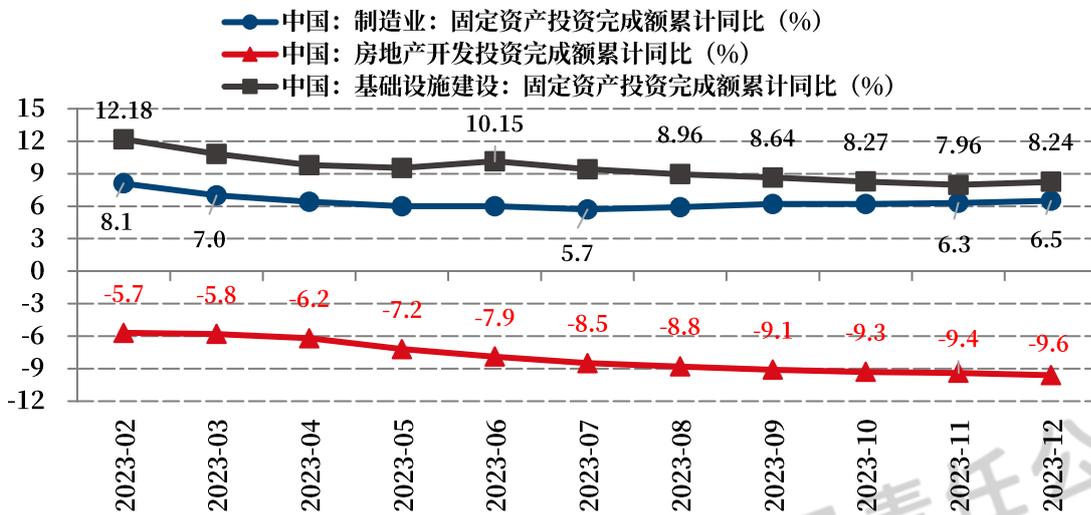


数据来源：wind 国信期货



2024 年，受益于今年安排使用的 5000 亿元特别国债，基建仍需发挥托底作用。制造业投资仍需民营企业扩张持续恢复，从而能够带动向上趋势。更重要的是，房地产投资的恢复是 2024 年固投整体水平好转的关键。考虑到近期“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”工作的不断推进，以及补充抵押贷款的（PSL）的重启，叠加保障性住房等“三大工程”，2024 年房地产投资有望逐步企稳。

图 5：分行业固定资产投资



数据来源：wind 国信期货

2023 年房地产开工不佳，2024 房地产开工和竣工的分化或逐渐收敛。2023 年，全国房地产开发投资 11.09 万亿元，比上年下降 9.6%；其中，住宅投资 8.38 万亿元，下降 9.3%。2023 年，房地产开发企业房屋施工面积比上年下降 7.2%，房屋新开工面积比上年下降 20.4%，房屋竣工面积比上年增长 17.0%。2023 年，商品房销售面积比上年下降 8.5%，其中住宅销售面积下降 8.2%。商品房销售额比上年下降 6.5%。2023 年末，商品房待售面积比上年增长 19.0%；其中，住宅待售面积增长 22.2%。

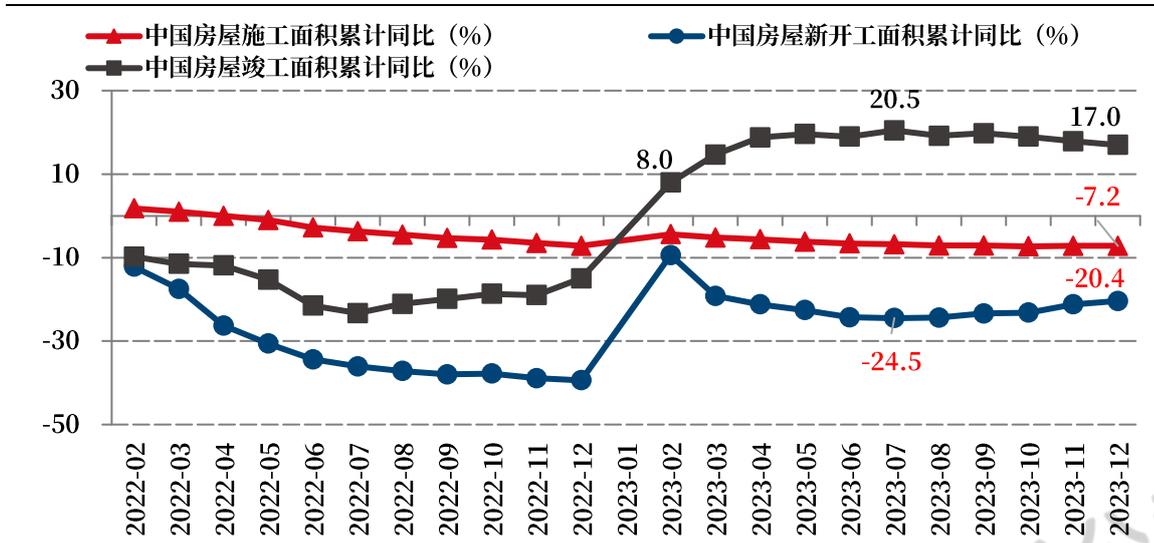
房企融资环境正逐渐改善。1 月 12 日，《住房和城乡建设部 金融监管总局关于建立城市房地产融资协调机制的通知》发布。1 月 24 日，《中国人民银行办公厅 国家金融监督管理总局办公厅关于做好经营性物业贷款管理的通知》发布，细化了商业银行经营性物业贷款业务管理口径、期限、额度、用途等要求，明确 2024 年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上，除发放经营性物业贷款用于与物业本身相关的经营性资金需求、置换建设购置物业形成的贷款和股东借款等外，还可发放经营性物业贷款用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。1 月 26 日，住房和城乡建设部召开城市房地产融资协调机制部署会，会上表示，本月底前，第一批项目名单落地后即可争取贷款。“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”的工作正不断推进，在春节前房企贷款资金实际到位符合我们此前预期，此举便于节前发放工人工资及偿还供应商贷款，有利于稳定工人预期及节后返工积极性。在摒除高杠杆高负债高周转的旧有经营模式的背景下，在构建房地产新发展模式的当下，房地产企业正常经营以及投融资环境将得到显著改善。

房地产供需两端协同发力。房地产供给端，结合当前房地产融资环境的改善，以及保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”，2024 年房地产市场投资领域或仍有一定增量规模，或带动开工和竣工两端的分化逐渐收敛。房地产需求端，1 月 27 日，《广州市人民政府办公厅关于进一步优化我市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》发布，在限购区域范围内，购买建筑面积 120



平方米以上（不含 120 平方米）住房，不纳入限购范围。随着广州放开 120 平方米以上住房的限购，具有一定示范性和标志性作用，预计北京、上海、深圳或根据自身实际情况做出一定同步调整。

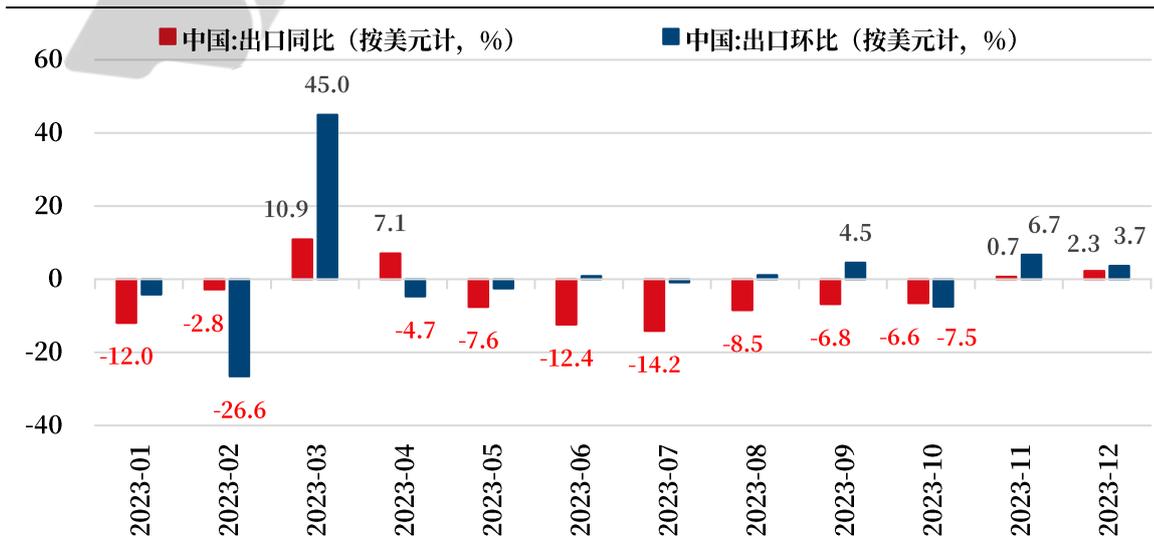
图 6：房地产施工、新开工和竣工



数据来源：wind 国信期货

2023 年对外出口仍待改善，2024 年有望回补缺口。按美元计，2023 年全年我国货物贸易进出口总值 5.94 万亿美元，同比下跌 5.0%；其中，出口 3.38 万亿美元，同比下跌 4.6%；进口 2.56 万亿美元，同比下跌 5.5%；贸易顺差 8232 亿美元。2023 年我国对前三大贸易伙伴出口规模均有所下降，对外贸易总体形势待改善。2024 年，随着中国对“一带一路”沿线国家出口的继续增强，叠加中美竞合边际改善，有望回补 2023 年出口规模的缺口。同时，美联储年内降息预期或逐步兑现，人民币走强预期仍在，叠加制造业 PMI 中新出口订单的持续不佳，因此，仍需加强出口产品国际竞争力，助力 2024 年出口总体改善。

图 7：出口



数据来源：wind 国信期货

从地区来看，对主要贸易伙伴出口有待修复。按美元计，2023 年全年，对东盟出口 5237 亿美元，同比下跌 5.0%；对欧盟出口 5012 亿美元，同比下跌 10.2%；对美国出口 5003 亿美元，同比下跌 13.1%。对



以上三个经济体出口金额合计 1.53 万亿美元，占 2023 年全年出口总额的 45.27%。按美元计，2023 年全年，进出口总额来看，东盟 9117 亿美元、欧盟 7830 亿美元以及美国 6645 亿美元，东盟为我国第一大贸易伙伴。此外，按美元计，2023 年对俄罗斯出口 1110 亿美元，同比增长 46.9%；对印度出口 1177 亿美元，同比增长 0.8%。

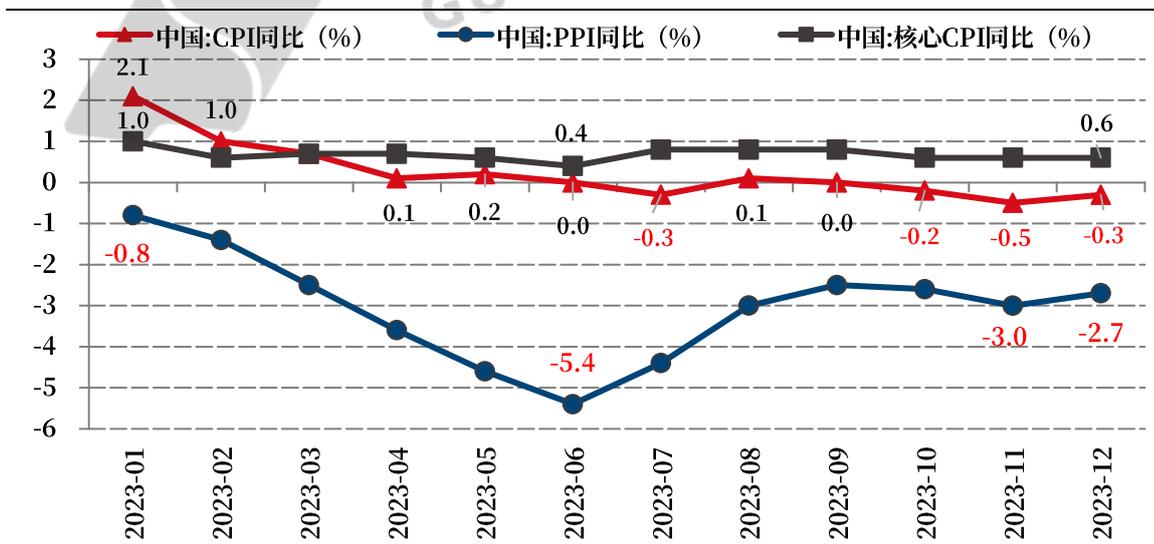
从月度来看，受基数影响走势波动较大。2023 年全年出口受基数影响较为显著，按美元计，出口金额同比在第一至二季度先扬后抑，第三至四季度跌幅逐步收窄；其中，7 月跌幅最大为下跌 14.2%；年末 12 月好转，录得上涨 2.3%。全年人民币汇率保持弱势，2023 年 5 月 18 日在岸美元兑人民币突破 7.0 后便持续走弱，下半年维持在 7.20 上行波动，对出口恢复形成一定支撑作用。目前，红海局势仍然紧张，对亚欧海运形成一定压力。并且，制造业 PMI 中的新出口订单，已经连续 9 个月处于荣枯线之下，出口实质性恢复仍有压力。

三、宏观核心指标

(一) 物价水平

2023 全年物价低于预期，2024 年下半年有望修复。2023 年 12 月 CPI 同比下降 0.3%，降幅较 11 月的下降 0.5% 收窄 0.2 个百分点，2023 年全年 CPI 比上年上涨 0.2%；2023 年 12 月 PPI 同比下降 2.7%，降幅较 11 月的下降 3.0% 收窄 0.3 个百分点，2023 年全年 PPI 比上年下降 3.0%。综合来看，2023 年 12 月猪肉价格对物价水平的拖累有所降低，CPI 和 PPI 同比跌幅均收窄。2023 年猪肉价格的下降是拖累全年 CPI 表现不佳的主要原因；2024 年上半年 CPI 或仍有压力，下半年有望好转。2023 年生产资料是拖累 PPI 走低的主要原因；生活资料对 PPI 的拖累主要集中在 2023 年下半年。结合企业利润情况以及基数因素，PPI 同比在 2024 年上半年或由下跌逐步改善，下半年或继续修复。

图 8：物价水平



数据来源：wind 国信期货

CPI 同比方面。2023 年 12 月 CPI 同比下降 0.3%，从 CPI 分大类来看，12 月，其他用品及服务上涨 2.9%、教育文化娱乐上涨 1.8%、医疗保健上涨 1.4%、衣着上涨 1.4%、居住上涨 0.3%；生活用品及服务持平；食品烟酒下降 2.0%、交通通信下降 2.2%。12 月，食品中，猪肉价格下降 26.1%，影响 CPI 下降约 0.43 个百分点。10 月和 11 月猪肉价格分别影响 CPI 下降约 0.55 个百分点和 0.58 个百分点，因此，12 月猪肉价格



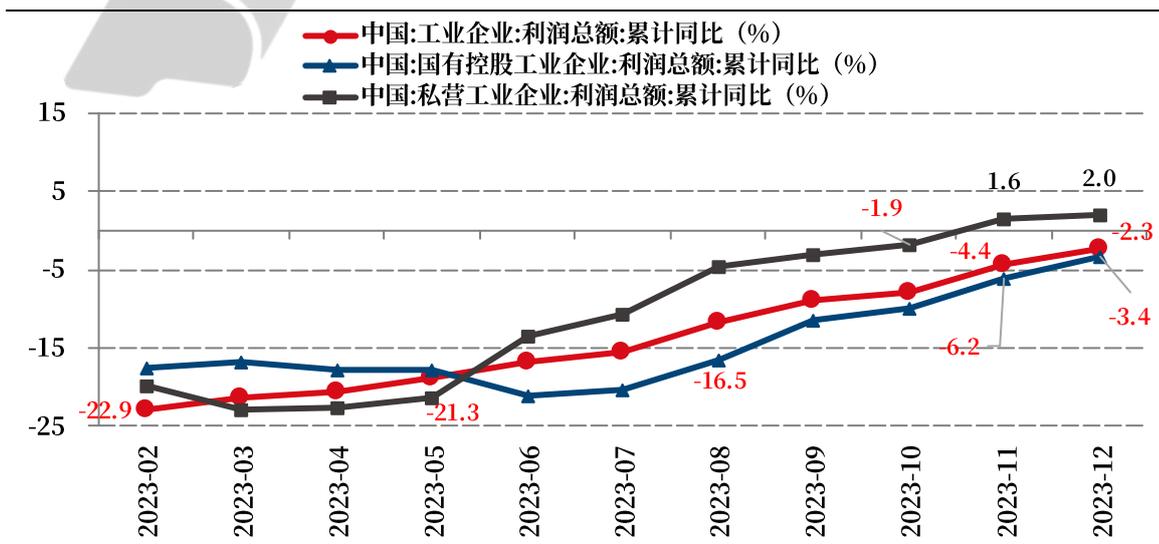
对CPI的拖累有所缓和。2023年全年，从CPI二级分类来看，畜肉类下降7.3%（其中猪肉下降13.6%、牛肉下降3.2%、羊肉下降4.0%），交通工具用燃料下降5.4%，交通工具下降4.0%，鲜菜下降2.6%，通信工具下降2.4%；鲜果上涨4.9%，中药上涨5.6%，旅游上涨9.0%。2023年猪肉价格的下降是拖累全年CPI表现不佳的主要原因。2024年，从生猪去产能的情况来看，上半年生猪价格或仍然有一定压力，下半年生猪价格或有一定好转。同时，考虑到2023年上半年CPI基数水平相对适中下半年基数水平相对较低，因此，CPI同比方面，2024年上半年或仍有压力，下半年有望好转。

PPI同比方面。2023年12月PPI同比下降2.7%，其中，生产资料价格同比下降3.3%，影响PPI下降约2.44个百分点；生活资料价格同比下降1.2%，影响PPI下降约0.30个百分点，跌幅与11月持平，仍为年内最大。从PPI分行业来看，12月，煤炭开采和洗选业下降16.5%，非金属矿物制品业下降7.9%，化学原料和化学制品制造业下降6.3%，造纸和纸制品业下降5.8%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降5.8%，以上5个行业跌幅相对较大；PPI同比涨幅居前的有，有色金属矿采选业上涨6.9%，黑色金属矿采选业上涨17.4%。2023年全年来看，生产资料下降3.9%，其中采掘下降7.7%、原材料下降4.4%、加工下降3.3%；生活资料下降0.1%，其中耐用消费品下降1.1%、食品上涨0.2%、一般日用品上涨0.5%、衣着上涨1.1%。2023年，生产资料是拖累PPI走低的主要原因；生活资料对PPI的拖累主要集中在2023年下半年。2024年，私营企业利润或将继续修复，国有企业利润仍有一定压力，总体显示企业利润正温和修复。结合2023年生产资料基数较低，以及生活资料或将在2024年下半年好转，综合来看，PPI在2024年上半年或由下跌逐步改善，下半年或继续修复。

（二）库存周期

2023全年企业利润趋势回升，全行业二度筑底逐渐企稳。2023全年，全国规模以上工业企业（简称“规上工业企业”）实现利润总额7.69万亿元，比上年下降2.3%，降幅比2023年1-11月份收窄2.1个百分点；规上工业企业利润总额回升趋势贯穿2023全年。2023年12月，工业企业产成品存货（即库存），同比上涨2.1%，涨幅较11月的上涨1.7%扩大0.4个百分点，库存二度筑底逐渐企稳。

图9：工业企业利润



数据来源：wind 国信期货

分企业类型来看，2023年，私营企业利润由负转正，国有企业利润趋势改善。2023全年，私营企业实现利润总额比上年增长2.0%，涨幅较1-11月扩大0.4个百分点。2023全年，国有控股企业实现利润总额比上年下降3.4%，降幅较1-11月收窄2.8个百分点。2023全年，外商及港澳台商投资企业实现利润总额

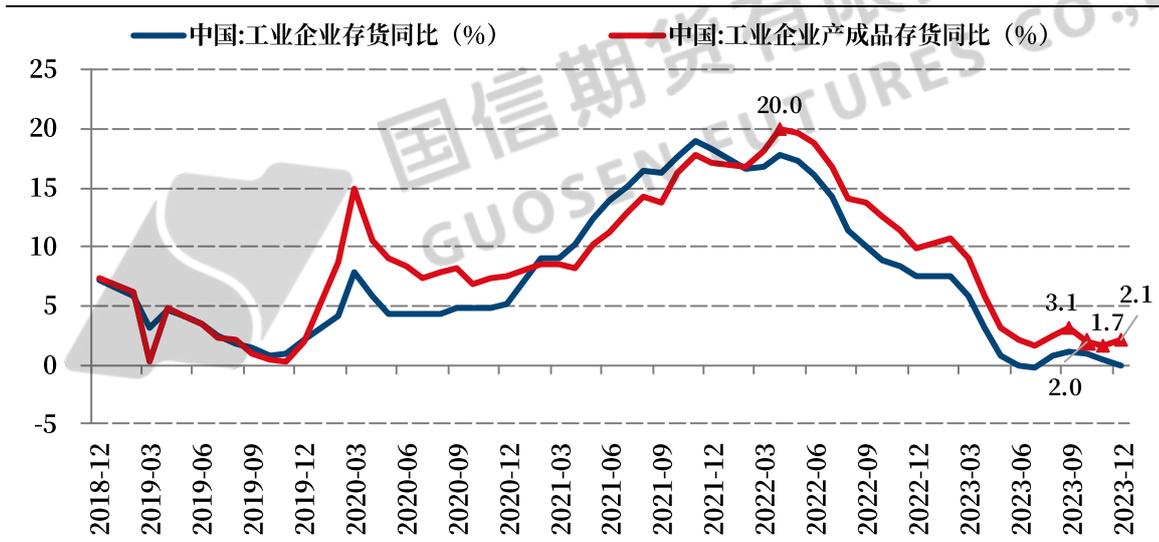


比上年下降 6.7%，降幅较 1-11 月收窄 2.0 个百分点。

分三大行业来看，2023 年，制造业利润全面好转，采矿业利润表现不佳。2023 全年，制造业实现利润总额比上年下降 2.0%，较 1-11 月跌幅收窄 2.7 个百分点。2023 全年，采矿业实现利润总额比上年下降 19.7%，较 1-11 月的跌幅扩大 1.4 个百分点。2023 全年，电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额比上年增长 54.7%。

分制造业来看，2023 年，黑色、有色和燃料加工行业利润年内大幅转正，计算机、通信和其他电子设备制造业利润增速仍为负。具体来说，2023 全年，在 41 个工业大类行业中，27 个行业利润总额同比增长，14 个行业比上年下降。2023 全年，规上企业制造业利润总额比上年涨幅居前的有，黑色金属冶炼和压延加工业增长 157.3%，化学纤维制造业增长 43.8%，有色金属冶炼和压延加工业增长 28.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业增长 26.9% 为年内首次转正，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 22.0%；2023 全年，规上企业制造业利润总额比上年跌幅居前的有，医药制造业下降 15.1%，其他制造业下降 20.1%，非金属矿物制品业下降 23.9%，化学原料和化学制品制造业下降 34.1%。2023 全年，规上企业营业收入排名前 3 位行业的金额和利润分别是，计算机、通信和其他电子设备制造业营业收入为 15.11 万亿元，利润总额比上年下跌 8.6%；电气机械和器材制造业营业收入为 11.01 万亿元，利润总额比上年增长 15.7%；汽车制造业营业收入为 10.10 万亿元，利润总额比上年增长 5.9%。计算机、通信和其他电子设备制造业作为营业收入第一大制造业行业，2023 年利润总额增速仍为负。

图 10：工业企业存货和产成品存货



数据来源：wind 国信期货

（三）货币供需

12 月社融和货币供应结构改善，数量型货币政策操作正起效。2023 年 12 月末，广义货币（M2）余额同比增长 9.7%；狭义货币（M1）余额同比增长 1.3%；流通中货币（M0）余额同比增长 8.3%；全年净投放现金 8815 亿元。2023 年末社会融资规模存量（简称“社融存量”）为 378.09 万亿元，同比增长 9.5%；2023 年全年社会融资规模增量（简称“社融增量”）累计为 35.59 万亿元，比上年多 3.41 万亿元；其中，12 月份，社融增量为 1.94 万亿元，比上年同期多 6169 亿元。

综合来说，M2 等总量规模的重要性或降低，2023 年 12 月社融和货币供应结构性问题正改善，宽信用延续好转、M1 增速下行趋势有所企稳，货币政策数量型操作正逐步起效。结合 2024 年货币政策新思路以



及当前物价水平，我们倾向于数量型货币政策操作，1月15日的1月MLF操作或仍将超额续作。

宽信用延续好转，市场交易需求正止跌企稳。从M2增速与社融存量增速来看，12月末M2同比增速为9.7%，较11月末增速收窄0.3个百分点；与此同时，12月末社融存量同比增长9.5%，较11月末扩大0.1个百分点；因此，M2与社融存量同比的差值继续缩小，已由2023年年初的最高3.2个百分点缩小至2023年末的0.2个百分点。社融存量同比增速延续扩大，是近7个月的新高，说明宽信用正持续好转。从M2增速与M1增速来看，12月M2同比增速继续收窄录得上涨9.7%，M1同比增速与11月相同为上涨1.3%，增幅同样是近23个月以来的新低。因此，M2同比增速较M1同比增速的差值略有缩小，差值录得8.4个百分点，但该差值的缩小来自于M2增速的相对降低；当然，M1增速继续下行的趋势有所减缓，市场主体交易需求正止跌企稳。以上说明，货币供应结构性问题正有所改善，人行对MLF、PSL以及结构性货币政策等数量型操作的效果有所显现。

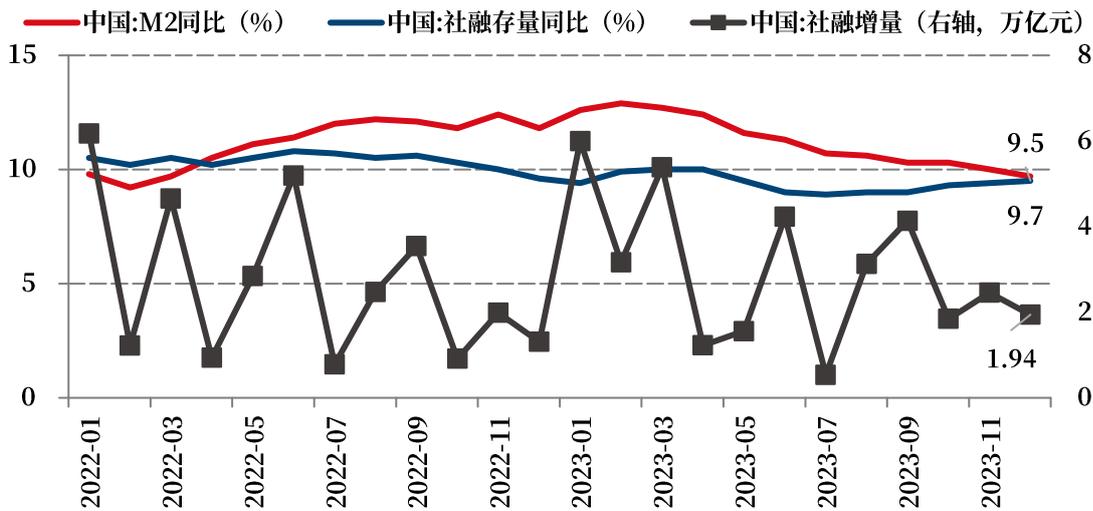
人民币中长期贷款有所好转。12月社融增量为1.94万亿元，略低于11月的2.45万亿元；其中，12月新增人民币贷款保持较好增长，录得1.11万亿元，与11月持平；12月政府债券维持相对稳定，录得新增9279亿元；企业债券融资，由11月的新增1330亿元，12月转为下跌2625亿元；未贴现银行承兑汇票，12月录得下跌1869亿元。金融机构新增人民币贷款方面，12月新增1.17万亿元，较11月多增800亿元，延续好转。从金融机构新增人民币贷款分项来看，短期贷款有所回落至1621亿元，中长期贷款表现较好，12月回升至1.0万亿元。12月居民户新增人民币贷款与11月表现相当，录得2221亿元；企（事）业单位延续好转录得8916亿元，其中，12月企（事）业单位中长期贷款新增8612亿元，较11月的4460亿元显著增长。因此，11月社融增量和人民币贷款表现总体平稳，中长期贷款有所好转，结构性问题正改善。

货币政策注重有效性，本月继续超额续作MLF。根据2023年中央经济工作会议要求，2024年货币政策操作新思路，稳健的货币政策要“灵活适度、精准有效”。从2023年11月和12月超额续作MLF以及12月PSL重新启动来看，数量型货币政策操作较为积极。12月社融和货币供应结构性问题有所改善，说明数量型货币政策操作正逐步起效。12月CPI和PPI同比略有好转，但总体水平仍然较低，因此货币政策仍有操作空间和需要。考虑到一季度专项债发行需求，为提高商业银行购债能力，以及国债收益率持续走低，市场对于降息降准操作较为期待。总体来说，结合2024年货币政策新思路以及当前物价水平，我们倾向于数量型货币政策操作，1月15日的1月MLF操作或仍将超额续作。

节前全面降准落地，意料之外情理之中。1月24日，国新办举行贯彻落实中央经济工作会议部署、金融服务实体经济高质量发展新闻发布会。会上，中国人民银行（简称“人行”）行长潘功胜表示，将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供流动性1万亿元。人行上次全面降准是2023年9月。从时间上来看，此次降准略有意外，但总体符合当前经济形势。此前，国债收益率持续走低，市场关于人行降准降息预期较高。本月政策利率MLF以及市场利率LPR均维持不变，市场普遍预期降准或后置至3月份左右。根据2023年人行8月降息9月降准的操作来看，人行在进行预期管理方面有所增强。预期管理主要包含两种类型。第一种，由常规政策导向引导市场跟随政策步调；第二种，开展市场意料之外的货币政策操作，发挥政策对市场的最大激励作用。由于2023年全年CPI比上年上涨0.2%，PPI比上年下降3.0%，物价总体水平较低。因此，以物价水平为中介目标的货币政策仍有较大操作必要。由于春节假期临近，节前取款需求或增大，叠加一季度专项债发行需要，降低法定存款准备金以提高商业银行库存现金，从而可以增大市场流动性。从幅度上来看，降准幅度已达2023年全年水平。2023年共执行2次分别为0.25个百分点的降准，合计0.5个百分点，共释放资金超过1万亿元。本次降准0.5个百分点，将释放资金1万亿元，从幅度和规模上来看已经达到2023年全年降准水平。虽然，本月MLF维持利率不变，但是1年期MLF投放量9950亿元，为历史第5高，从而本月净投放量为2160亿元，净投放量规模虽不大但总体维持超额续作。1月初，根据人行消息，2023年12月抵押补充贷款（PSL）重启，净新增PSL为3500亿元，PSL在本月或将开始实际资金投放。总体来说，货币政策数量型操作本月仍然较为积极，或进一步助力物价水平好转。



图 11: M2 和社融



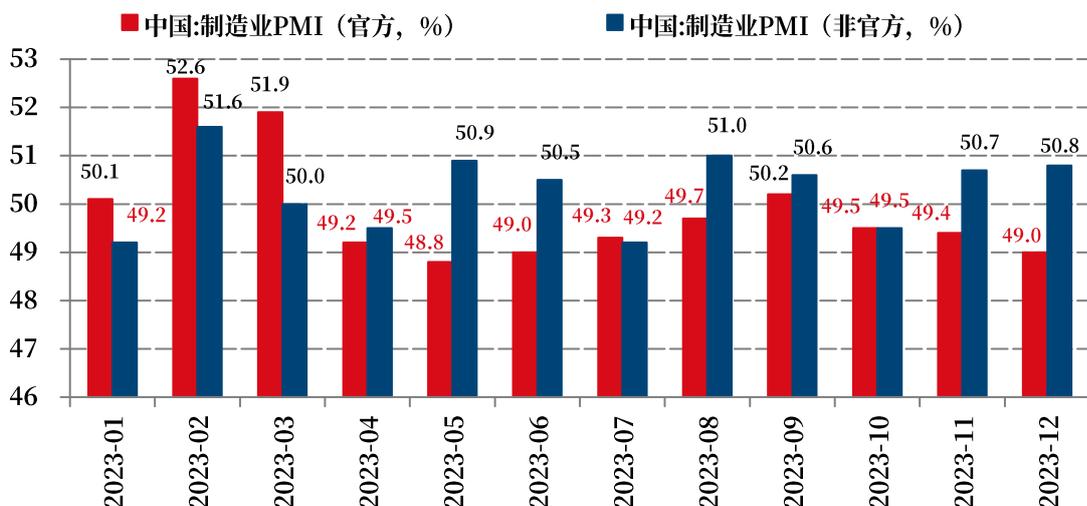
数据来源: wind 国信期货

(四) 景气指数

12月官方制造业景气度继续回落，“有效需求不足”较为突出。根据国家统计局2023年12月31日数据，2023年12月制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，相比于11月的49.4%回落0.4个百分点，制造业景气水平连续3个月处于荣枯线下方。从制造业PMI分类指数来看，12月，生产指数为50.2%，新订单指数为48.7%，（新出口订单45.8%），原材料库存指数为47.7%，从业人员指数为47.9%，供应商配送时间指数为50.3%。12月非官方的财新中国制造业PMI由10月的50.7%升至50.8%，延续扩张趋势。

综合来看，12月制造业景气度继续回落，“有效需求不足”表现较为突出，新订单和原材料库存表现不佳，均连续3个月趋势性下滑，且都处于收缩区间。非官方制造业PMI延续扩张，或显示小型企业相对活跃，与私营企业利润转正有内在一致性。

图 12: 制造业 PMI



数据来源: wind 国信期货



（五）人民币汇率

美元兑人民币或震荡走强。1月初以来，美元兑人民币有所走弱，节前结汇不及预期，叠加美联储降息预期遭打压，人民币走贬。近期，随着人行降准落地以及各部门利好政策密集出台，将有利于市场主体信心进一步改善和修复，节前人民币或仍有一定走强空间。后期，随着美联储降息逐步兑现，年内人民币大概率震荡走强。

图 13：人民币汇率



数据来源：wind 国信期货

美联储方面。根据美国商务部经济分析局数据，美国 2023 年四季度 GDP 同比为 3.1%、环比为 3.3%，2023 全年 GDP 比上年增长 2.5%；美国 2023 年 12 月 PCE 同比 2.6%，预期 2.6%，前值 2.6%；美国 2023 年 12 月核心 PCE 同比 2.9%，预期 3.0%，前值 3.2%。美国四季度 GDP 环比超预期（wind）的 1.8%，PCE 物价水平仍然较为坚挺，前期 CPI 数据和零售销售数据均已给出前瞻信息，因此市场已经提前计价，美元指数当日无大幅波动。当地时间 1 月 31 日，北京时间 2 月 1 日凌晨，美联储将发布最新的议息会议决议，本次美联储大概率维持利率不变。更重要的是，市场关于美联储 3 月降息的预期再度走弱，截至 1 月 28 日，CME 利率期货显示美联储 3 月降息的概率已经降至 46.2%，维持利率不变的概率为 52.3%。

人行方面。本月政策利率 MLF 及市场利率 LPR 均保持不变，降息未落地，降准超预期落地。1 月 24 日，人行行长潘功胜宣布降准 0.5 个百分点。从人民币汇率来看，市场较为积极。市场对于人行降准持积极态度，预期将对中国经济进一步改善提供支撑，同时降准落地或排除短期内降息可能，人行降准消息发布后，离岸美元兑人民币短时间升值 0.14%。当然，根据潘功胜行长的表述，“明天将把提供给金融机构的支农支小再贷款、再贴现利率由 2% 下调到 1.75%，以及上述存款准备金率的调整，这些都将有助于推动作为信贷定价基准的贷款市场报价利率（LPR）下行。”后期，对于 LPR 的可能调降仍需关注。

四、总结

2023 年，GDP 超预期目标，经济走势总体企稳；工业增加值延续回升；消费提振经济增长；对外出口仍待改善；固投结束下行趋势；房地产开工不佳；社融和货币供应结构改善；全国人口总量有所减少；农村居民收入增速快于城镇。



2024年，预计GDP目标仍有望设定为5.0%，践行“稳中求进、以进促稳、先立后破”；国有和民企工业增加值寻求结构改善；财政支出是消费重要支撑；对外出口有望回补缺口；民间投资有望继续好转；房地产竣工或维持增长；物价下半年有望修复。

货币政策方面。全面降准节前落地，降准幅度已经达到2023全年水平。考虑到近期MLF和去年12月PSL的操作，近期货币政策数量型操作较为积极，货币供应结构性问题正有所改善，或进一步助力物价水平好转。

汇率政策方面。美联储方面，本月大概率保持利率不变，市场关于美联储3月降息的预期再度走弱。人行方面，本月降准超预期落地，或排除短期内降息可能，节前人民币或仍有一定走强空间。

房地产政策方面。随着经营性物业贷款以及房地产融资协调机制等相关政策的发布和工作的推进，在构建房地产新发展模式的当下，房地产企业正常经营以及投融资环境将得到显著改善。更重要的是，随着房地产市场“三大工程”以及广州放开120平方米以上住房的限购，房地产供需两端将协同发力。

资本市场政策方面。国务院常务会议强调，要进一步健全完善资本市场基础制度，增强市场内在稳定性。国资委表态将研究央企考核的市值管理以及证监会全面暂停限售股出借，资本市场健康和稳定发展符合中央金融工作会议要求，符合当前“有效需求不足”的背景下，市场主体预期和信心进一步改善。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。