

## 2024年中国经济：稳与进、破与立中寻求再平衡

——2023年宏观经济及大类资产配置分析与2024年展望



## 主要观点

## ■ 2023年中国经济复苏的特征、逻辑以及大类资产配置表现

在全球经济复苏势头不稳、国际地缘政经冲突加剧的背景下，2023年中国经济增长5.2%，完成年度增长目标，但两年复合增速为4.1%，总体处于弱复苏状态。总体经济运行呈现出五大结构性特征：名义增长相对偏低，宏观数据与微观感受存在差异；接触型服务业与装备制造业生产亮点突出，新动能持续蓄能；需求不足依然突出，房地产投资跌幅扩大、消费明显强弱、出口增速下滑；物价水平疲弱、资产价格走低，通缩风险仍存；融资需求与货币供给剪刀差边际收窄，但资金活化水平偏低。

中国经济运行呈现出当前特征的背后逻辑源于多重因素的影响：结构性、周期性、趋势性问题叠加短期矛盾集中释放，经济运行面临的问题由“三重压力”变为“多重压力”；增长动力结构性调整，新旧动能持续转换；预期不稳持续影响经济修复的力度与节奏；供需失衡较难短期缓解，消费复苏仍需时日。

伴随着经济的弱修复以及经济运行的各项特征，2023年各类资产表现分化，股票市场整体呈波动下跌走势，债市收益率整体呈M型走势，大宗商品整体呈先下后上走势，总体来看避险资产表现整体优于风险资产。

## ■ 2024年经济持续向好需要处理好六大关系

2023年经济运行的压力和挑战有可能将在2024年延续，面临着多重压力的扰动与挑战，2024年经济持续向好需要在六大领域寻求再平衡，推动经济尽快形成正向循环与全面复苏：一是处理好发展转型与新旧动能转换之间的关系；二是处理好经济政策与非经济政策之间一致性的关系；三是处理好房地产调整转型与行业向新发展模式转变之间的关系；四是处理好扩大消费与供给结构平衡之间的关系；五是处理好债务风险化解中中央加杠杆与地方稳杠杆的关系；六是处理好外部环境日益复杂下的内外经济循环之间的关系。

## ■ 2024年经济与大类资产配置展望

2024年经济复苏有多项支撑因素的支撑，也面临着复杂严峻的多重内外挑战，在处理好重点领域平衡关系的基础上，我们认为，中性情形下2024年中国经济有望达到5%左右的经济增速，经济增速预测模型与主要经济指标的走势也支持实现该增长目标，我们建议全年的经济增长目标设置在5%左右。由于房地产、出口、消费以及基建投资等领域的表现皆存在一定的不确定性，拖累因素与支撑因素或会形成不同的情形组合，积极情形下2024年中国经济增长有望达到5.5%，而消极情形下经济增长有可能回落至4.3%左右。

从大类资产配置来看，在中性经济预期情形下，建议关注业绩改善明确、政策支持力度大的股票板块，债券与黄金也仍具有一定配置价值。

## ■ 2024年宏观政策展望

2024年需要加强“进”与“立”的政策力度，建议宏观政策在以下八个方面进一步发挥作用：一是宏观政策应加强整体统筹，保持一致性、稳定性、持续性；二是积极的财政政策要适度加力、提质增效，把握政策空间并提高资金效益；三是货币政策灵活适度、精准有效，引导宽信用、支撑价格水平；四是短期稳消费和中长期收入分配改革相结合，释放消费乘数的作用；五是加快培育经济发展新动能，释放新动能的辐射带动作用；六是妥善处置房地产行业风险，促进行业平稳转型；七是稳妥化解地方债务问题，加快构建长效机制；八是进一步深化改革，释放要素市场活力，不断提升全要素生产率。



## 联络人

作者：  
中诚信国际 研究院

执行院长 袁海霞  
hxyuan@ccxi.com.cn  
研究员 张林  
lzhang01@ccxi.com.cn  
研究员 张文宇  
wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn  
研究员 王晨  
chwang01@ccxi.com.cn



## 相关报告

经济呈波浪式修复并筑底回升，建议关注风险资产结构性机会——2023年三季度宏观经济及大类资产配置分析与四季度展望（2023年10月）

政策发力经济边际改善，关注短期内的风险资产结构性机会——宏观经济与大类资产配置月报（2023年8月）

经济恢复性增长但动能仍偏弱，建议关注避险资产配置机会——2023年上半年宏观经济及大类资产配置分析与下半年展望（2023年7月）

需求不足拖累经济修复，资产配置仍建议股债均衡——宏观经济与大类资产配置月报（2023年5月）

经济修复环比放缓结构延续分化，短期内建议股债均衡配置——宏观经济与大类资产配置月报（2023年4月）

如需订阅研究报告，敬请联系  
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731；  
gzhaoc@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

## 一、2023年中国经济复苏的特征、逻辑与大类资产配置表现

在全球经济复苏势头不稳、国际地缘政经冲突加剧的背景下，2023年中国经济保持较强韧性并实现恢复性增长，全年经济增长5.2%，完成年度增长目标，且增速仍显著快于发达经济体。但也应当看到，2023年两年复合增速仅为4.1%，总体处于“弱复苏”状态，并且在经济运行中存在修复节奏波动起伏、宏观数据与微观感受存在差异、需求不足矛盾仍存、物价与资产价格较弱等特征。伴随着经济的弱修复，2023年各类资产表现分化，避险资产表现整体优于风险资产。在经济运行中的“三重压力”变为“多重压力”的背景下，当前经济运行和各类资产的部分特征可能将在2024年有所延续。应当看到，当前经济运行所呈现出的特征以及面临的压力是由周期性、结构性以及趋势性问题交织叠加而形成的结果，未来经济工作仍需要坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”，并且需要加快“进”与“立”的政策效力释放与效果显现。

表1 2023年季度中国宏观经济核心指标一览表

	2023年				2022年		同比 变化	
	两年复合 增速	Q1	Q2	Q3	Q4	Q3		Q4
GDP（当季同比，%）	4.40	4.5	6.3	4.9	5.2	3.9	2.9	↑
GDP（累计同比，%）	4.09	4.5	5.5	5.2	5.2	3.0	3.0	↑
第一产业（当季同比，%）	4.10	3.7	3.7	4.2	4.2	3.4	4.0	↑
第二产业（当季同比，%）	4.44	3.3	5.2	4.6	5.5	5.2	3.4	↑
第三产业（当季同比，%）	3.79	5.4	7.4	5.2	5.3	3.2	2.3	↑
工业增加值（同比，%）	4.10	3.0	3.8	4.00	4.6	3.9	3.6	↑
服务业生产指数（同比，%）	3.92	6.70	8.7	7.90	8.1	0.1	-0.1	↑
投资（累计同比，%）	4.04	5.10	3.8	3.10	3.0	5.9	5.1	↓
制造业投资	7.79	7.0	6	6.20	6.5	10.1	9.1	↓
房地产投资	-9.80	-5.80	-7.9	-9.10	-9.6	-8.0	-10.0	↑
基建投资（不含电力）	7.64	8.80	7.2	6.20	5.9	8.6	9.4	↓
民间投资	0.25	0.6	-0.2	-0.60	-0.4	2.0	0.9	↓
社零额（同比，%）	3.43	5.80	8.2	6.80	7.2	0.7	-0.2	↑
出口：同比（%，美元）	0.36	-1.90	-3.4	-5.70	-4.6	11.6	5.6	↓
贸易顺差（亿美元）	-	1811.07	4041.08	6304.21	8232.20	6295.6	8379.28	↓
CPI（同比，%）	1.10	1.3	0.7	0.40	0.2	2	2.0	↓
PPI（同比，%）	0.49	-1.60	-3.1	-3.10	-3.0	5.9	4.1	↓
M2：同比（%）	10.75	12.70	11.3	10.30	9.70	12.1	11.8	↓
新增社会融资规模（亿元）	-	145295	215488	293300	355900	277730	320096	↑

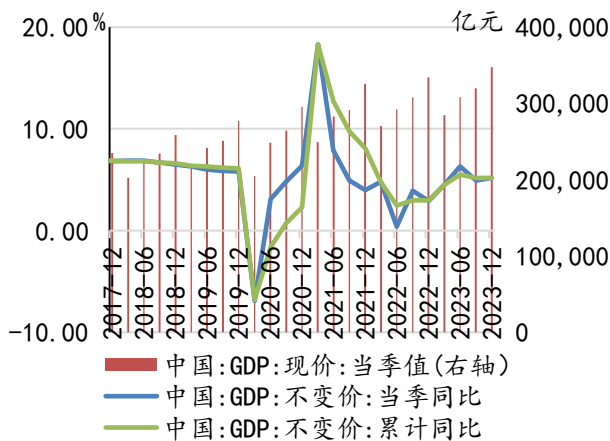
（注：复合增速均为Q4列的复合增速；同比变化箭头表示2023年Q4与上年同期比较变化）

## （一）2023年经济恢复性增长，并呈现出多重特征

### 1. 经济实现恢复性增长，但整体处在“弱复苏”状态

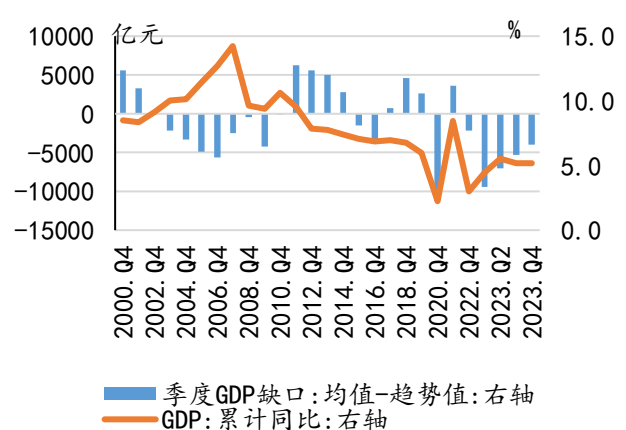
产出缺口逐季收窄，但经济复苏节奏波浪起伏，修复力度总体偏弱。2023年我国经济延续修复，产出缺口从一季度的9000亿左右逐季收窄至四季度的4000亿以内，全年经济增长5.2%，实现经济增长预期目标。此前受到冲击更为严重的服务消费与服务业生产实现恢复性增长，最终消费与第三产业的增长贡献率相较2022年显著改善，分别为59%和82.5%，其中最终消费的增长贡献率高于2019年水平。但经济延续复苏的基础并不牢固，主要体现为经济修复节奏波浪起伏，全年社零额、出口、固定资产投资、工业增加值等主要经济指标呈现波浪曲折走势，总体呈现出1至3月走高，4至7月回调，8至9月改善，10至12月再次边际回调的过程。同时也要看到，经济修复的力度仍偏弱，两年复合增速约为4.1%，总体处于“弱复苏”状态，且工业增加值同比、社零额同比、社融同比、固定资产投资同比等主要经济数据均低于常态水平。

图 1：GDP 同比增速与规模



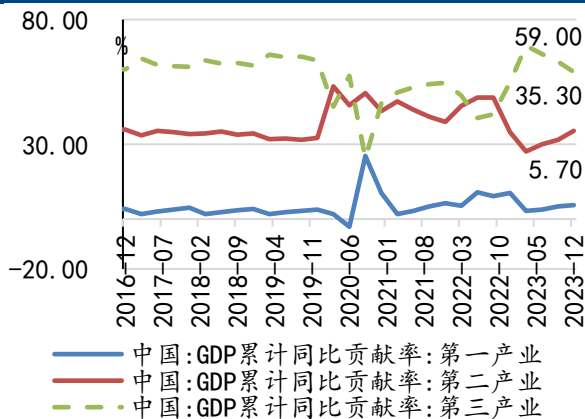
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 2：今年以来产出缺口逐季收窄



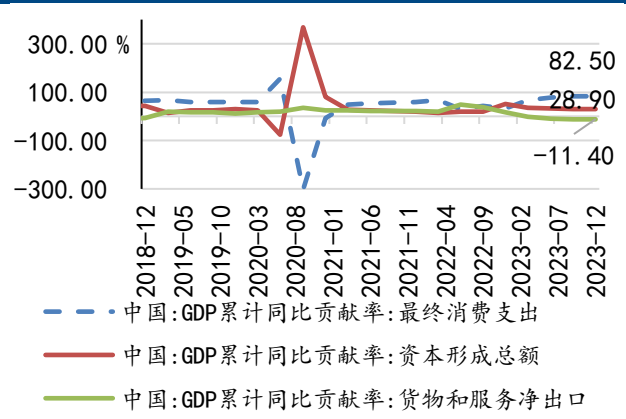
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 3：第三产业贡献率基本回归常态



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 4：消费对经济增长贡献高于常态水平



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

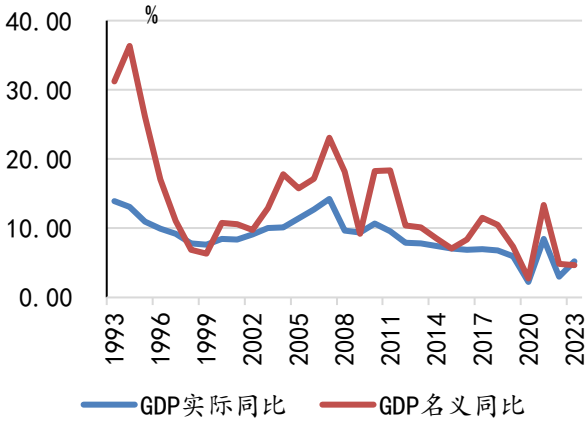
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## 2. 经济弱复苏的同时呈现多重特征

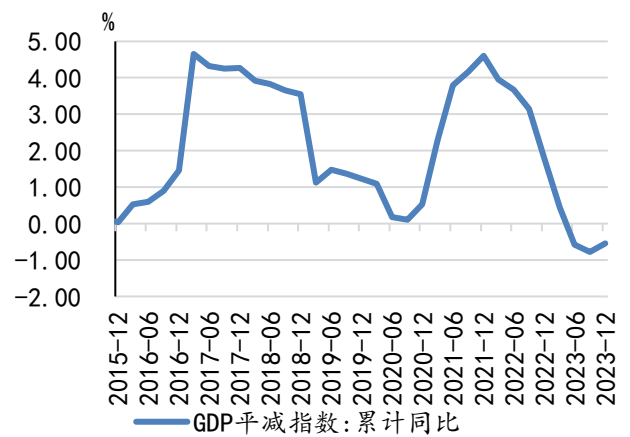
第一，名义增长相对偏低，宏观数据与微观感受存在差异。名义增速偏低是2023年经济运行的突出特征，四个季度GDP名义增速分别为5.0%、4.8%、3.5%与3.6%，而实际增速为4.5%、6.3%、4.9%与5.2%。全年来看，名义增速仅为4.6%，低于实际增速0.6个百分点。总需求不足之下GDP平减指数为负，2023年1-12月GDP平减指数同比为-0.54%。名义增长偏低，会带来微观主体对于经济增长的感受低于实际增长数据，因为企业的直接营收和利润，以及居民的直接收入和所得都是名义值，一般的企业和居民也不会扣除GDP平减指数来计算自己的真实收入状况。

图5：GDP名义增速偏低



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图6：GDP平减指数持续为负

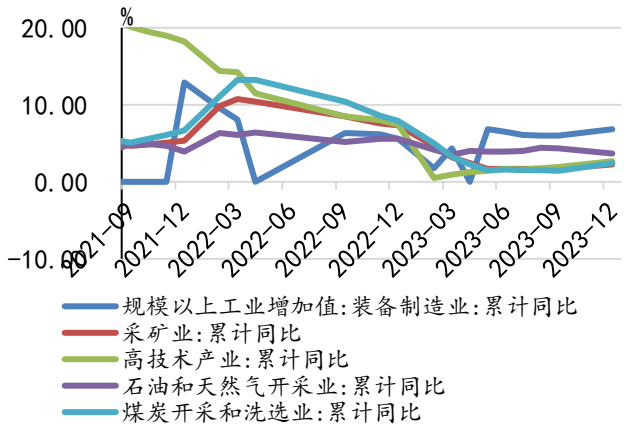
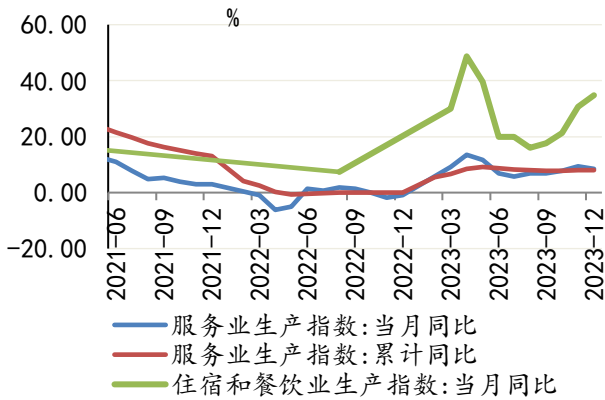


数据来源：wind, 中诚信国际研究院

第二，接触型服务业与装备制造业生产亮点突出，新动能持续蓄能。2023年经济的生产端体现出较强的韧性，服务业生产与工业生产皆有一定亮点表现。其中，接触性服务行业回暖带动服务业恢复性增长，全年服务业生产指数为8.1%，12月当月8.5%，住宿和餐饮业服务业生产指数同比增速持续高于16%，是带动服务业修复的主要动力。2023年装备制造业增加值同比增长6.8%，也显著高于工业增加值整体4.6%的增长水平。从利润水平来看，全年装备制造业利润同比增长4.1%，与制造业整体2%的利润下滑相比也体现出较强韧性。虽然面临着大国博弈下高技术产品出口显著下滑的扰动，我国高技术产业增加值依然实现同比增长2.7%。整体上来看，装备制造以及高技术产品生产的韧性表明增长新动能仍在持续蓄能。

图7：住宿和餐饮业生产指教较高

图8：装备制造业生产表现较好

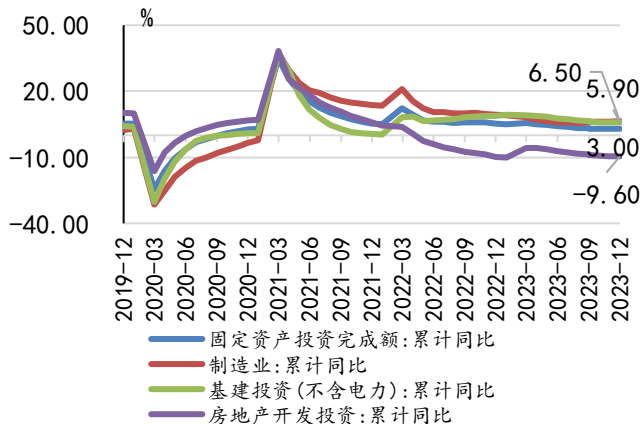


数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

数据来源: wind, 中诚信国际研究院

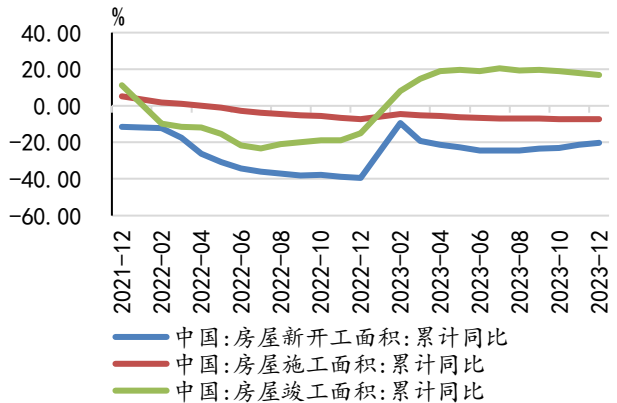
第三，需求不足依然突出，房地产投资跌幅扩大、消费明强实弱、出口增速下滑。其中，房地产投资跌幅延续扩大，对投资及经济拖累不减，短期仍将位于低位。1-12月房地产投资同比下降9.6%，较前值跌幅扩大0.2个百分点，房地产投资对于经济增长的拖累或延续。2023年8月以来稳地产政策力度持续加大，“三大工程”和“三个不低于”也为房地产投融资提供新增空间，随着政策调整，房地产市场出现边际改善的迹象，比如12月30大中城市商品房成交面积的周度平均值为297.2万平方米，较前值边际改善。但房屋施工面积及新开工面积仍处于低位，1-12月房屋新开工面积累计同比为-20.4%，施工面积累计同比-7.2%，再考虑到商品房价格指数同比仍为负增长，短期内房地产市场或仍将位于低位区间。2024年1月，大中城市商品房成交面积的周度平均值又回落至177.8万平方米。

图9：房地产投资降幅走扩



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

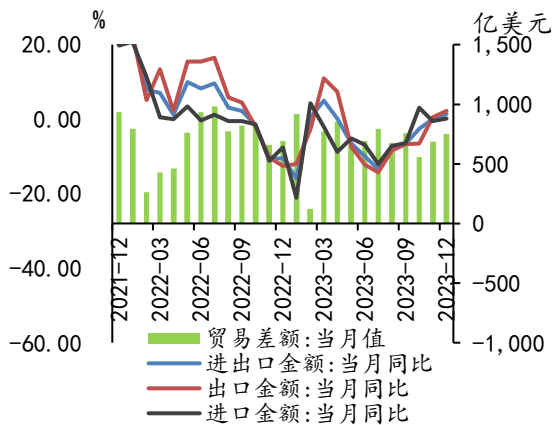
图10：房地产短期内仍将位于低位



数据来源: wind, 中诚信国际研究院

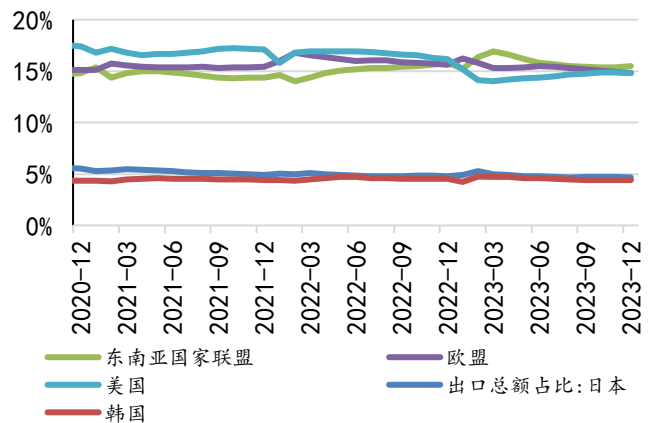
出口增速底部或已出现，但全球经济放缓、外需承压下，出口走弱的压力依然存在。从出口来看，2023年出口（美元计价）同比下降4.6%，其中11月、12月当月出口增速边际改善且转为正值，分别增长0.5%与2.3%，同比增长0.5%，但考虑基数之后，外需整体偏弱的趋势并未扭转，不过出口的绝对规模为3.1万亿美元，仍处于历史较高水平。其中，大国博弈之下我国高技术产品出口持续受到扰动，高新技术产品出口累计同比为-10.8%，为2000年以来同期的最低水平。从出口国别来看，截至2023年，我国对欧美出口占比合计为29.63%，较2020年回落2.9个百分点，随着“一带一路”稳步推进，近年来我国对东盟等一带一路国家的出口占比提升，截至2023年为15.5%，较2020年提升0.7个百分点，但不及对欧美出口占比回落的幅度。考虑到低基数以及美国制造业补库存等原因，2024年我国出口增速有可能由负转正，但2024年全球经济放缓态势不改，加之大国博弈等因素影响，外需领域仍存在一定的不确定性。

图 11：出口同比由负转正



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

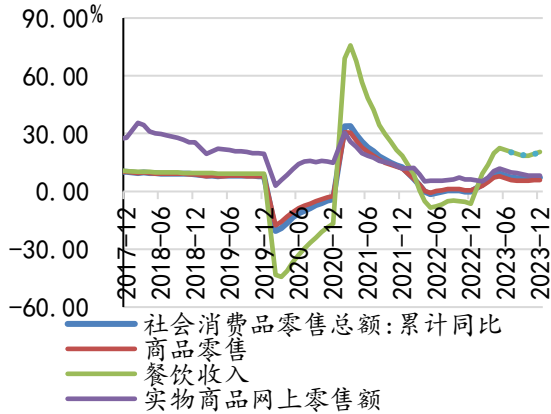
图 12：主要贸易伙伴占我国出口比重



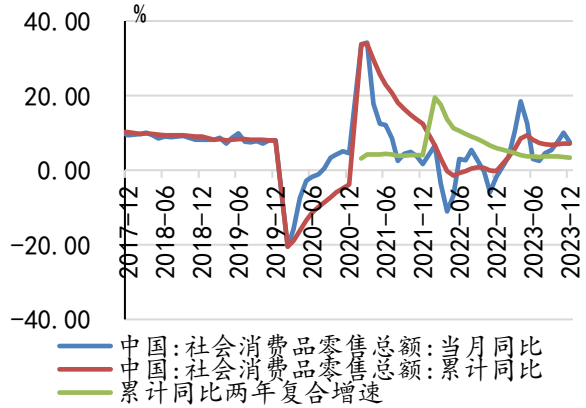
数据来源：wind, 中诚信国际研究院

消费“明强实弱”且结构分化，消费降级的现象值得关注。2023年社零额同比增长7.2%，主要受益于接触型消费的回暖，但两年复合增速仅为3.4%，不及常态8%左右的增速水平，消费修复存在“明强实弱”的情况。同时消费修复结构有所分化，存在“服务强、商品弱”的显著特征。商品零售累计同比增长5.8%，显著低于服务零售20%的增速水平，服务零售中餐饮收入累计同比增长20.4%，是服务消费的主要支撑因素。此外消费领域存在一定消费降级的现象，2023年以来居民消费结构中食品支出占比（恩格尔系数）显著提高，由2019年的27.6%上升至2023年的29.8%，而教育

文化娱乐、通信、家庭设备等升级类消费支出占比下降。在收入缺口仍存、收入预期不稳、资产缩水挤压等不利因素影响下，消费能否延续修复仍存一定不确定性。

**图 13：服务消费相对较好，商品消费增速偏慢**


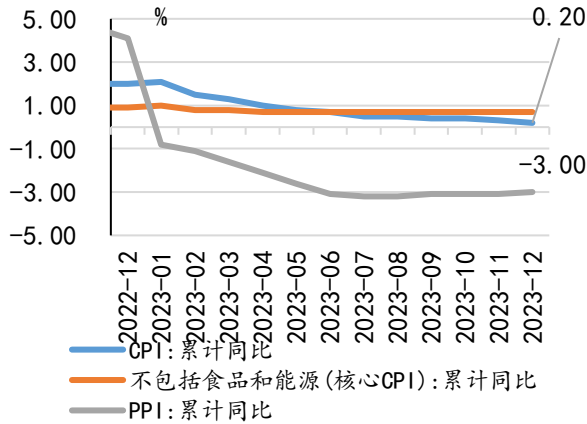
数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

**图 14：消费存在“明强实弱”的情况**


数据来源：wind, 中诚信国际研究院

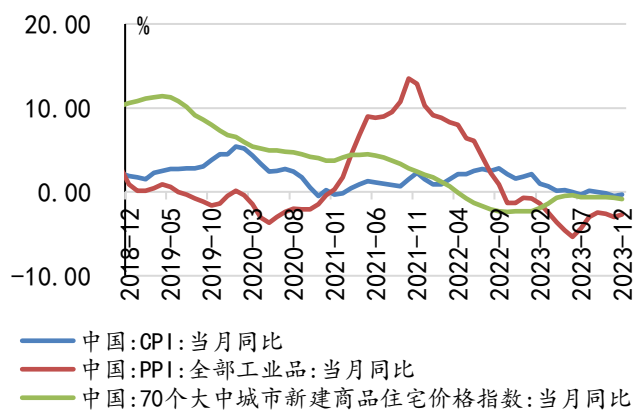
**第四，物价水平疲弱、资产价格走低，通缩风险仍存。**2023 年 CPI 持续低位运行，CPI 累计同比为 0.2%，为 2010 年以来的最低值。其中，消费品的 CPI 同比为 -0.3%，服务的 CPI 同比为 1%，这也反映出消费结构以服务消费的修复为主。2023 年 PPI 持续为负，PPI 累计同比为 -3%，其中生产资料 PPI 同比为 -3.9%，工业产品出厂价格的低迷制约了工业企业的利润改善。CPI 低位运行实际上说明居民收入受损，不愿意消费，与常态的可支配收入增长趋势线相比，当前居民部门依然有 6% 左右的收入缺口，低迷的消费需求传导到 PPI 的走低，同时也制约了企业的投资意愿。在这种情形下，需要警惕通缩压力下经济变量间形成负向循环。从 2024 年的物价水平走势来看，2024 年上半年 CPI 翘尾均值为 -0.3%，PPI 翘尾均值为 -1.7%，将会对全年物价水平改善形成一定制约。在物价水平低迷的同时，2023 年以来我们也看到资产价格的总体回落。资产是长期财富积累形成的结果，资产价格高低反映了对于未来长期收入与财富创造的预期。从股票市场来看，2023 年上证综指、沪深 300 与深圳成指分别回调了 3.7%、11.4% 与 13.5%，香港恒生指数回调了 13.8%。从房地产市场来看，2023 年房价指数（70 大中城市）同比总体为负增长，其中 12 月大中城市新建住宅当月同比 -0.9%，二手房 -4.1%，当前商品房销售额以及新开工面积同比增速的跌幅依然较大，2024 年房价或仍处于寻底阶段。物价水平低迷与资产价格回落并存，也是形成 GDP 平减指数为负的主要原因，通缩的压力并未完全消除。

图 15: CPI 低位波动、PPI 持续为负



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

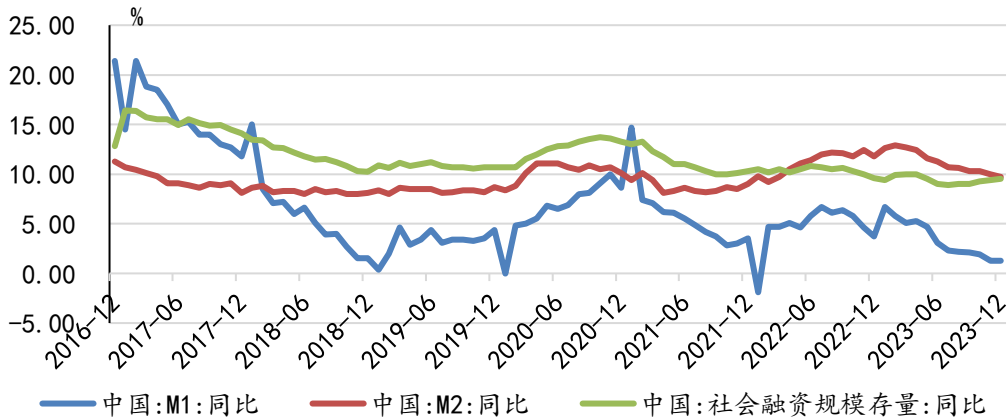
图 16: 警惕形成物价与资产价格共振走低



数据来源: wind, 中诚信国际研究院

第五，融资需求与货币供给剪刀差边际收窄，但资金活化水平偏低。2023年以来居民谨慎性储蓄增加支撑 M2 高位运行，预期偏弱融资需求不足之下，M2 与社融之差在 2023 年年初一度达到 3 个百分点之上。随着宽货币持续向宽信用传导，截至 2023 年 12 月，M2 同比为 9.7%，处于较高增速水平，同期社融同比增速边际回升至 9.5%，M2 同比与社融存量增速差边际收窄至 0.2 个百分点，但货币供给增速仍高于货币需求增速。此外，2023 年 12 月 M1 同比仅为 1.3%，处于历史低值，M2 同比与 M1 同比之差由 2023 年 1 月的 5.9% 扩大至 12 月的 8.4%，存款定期化以及存款回流是造成二者之差扩大的直接原因，其背后是企业与居民部门的预期偏弱与活跃度不足。同时还应当注意，今年新增社融之中，政府债券融资占比（月均值）达 37.3%，为近十年来新高，企业和居民自发的融资需求依然偏弱。

图 17: M1 与 M2 同比增速差值较大



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院



## （二）2023年经济运行特征背后的逻辑

2023年以来中国经济呈现出“波浪式发展、曲折中前行”的温和复苏特点。当前中国经济面临的更多的是周期性、结构性以及趋势性问题叠加，比如房地产调整、人口结构拐点转变、结构性产能过剩以及外部环境更加复杂等等，同时再叠加短期积累的矛盾的集中释放，因此使得经济并未出现预期中的反弹性修复，“进”的力度不足，“立”的格局尚未成势。

### 1. 结构性、周期性、趋势性问题叠加短期矛盾集中释放，经济运行面临的问题由“三重压力”变为“多重压力”

此前经济长期高速增长过程中积累了多重矛盾，比如我国65岁以上老龄人口占比已经超过14%，已经进入深度老龄化社会，2021年至2023年我国城镇化率年度增幅也由此前的1个百分点以上降至1个百分点以下。还有最终消费率偏低、债务规模较快扩张、房价增速长期高于GDP增速、国企与民企发展不平衡等等，这些中长期问题在经济增速换挡的过程中有所凸显。在这些结构性、周期性、趋势性问题的影响下，我国潜在增速自身具有下行的压力，并与短期冲击形成叠加，在这些因素的共同作用下，经济运行由“三重压力”变为“多重压力”，经济运行的内外环境依然复杂。

### 2. 增长动力结构性调整，新旧动能持续转换

从增长动力的结构性调整来看，此前提振经济主要依靠投资，比如08年的四万亿强刺激，而当前经济复苏主要依靠消费，特别是服务消费的修复。与投资带来的较为强劲的反弹相比，消费修复带来的是恢复性增长，修复力度相对偏弱。从新旧动能的转换衔接来看，当前房地产市场处于周期性调整过程中，房地产投资跌幅持续扩大，财富缩水效应对消费形成了一定挤压；基建投资趋于饱和，效率边际走低，对于经济增长的拉动作用边际走弱；出口增速，特别是高技术产品出口在海外政经环境演变的格局下出现下行压力，欧美等传统贸易伙伴在我国出口中的占比总体趋于下降。与此同时，新动能快速发展但尚未成势：新三样的较快发展且出口增速较高、高技术制造业的投资保持较快增长、装备制造业比重上升且有较强韧性等，但目前尚不足以完全弥补旧动能走弱的缺口，对于其他行业、就业及消费的辐射带动作用有待提升，并且部分新兴行业出现产能过剩。

### 3. 预期不稳持续影响经济修复的力度与节奏

当前预期偏弱的问题表现为全面性的信心不足。居民信心仍偏弱，提前还贷、超额储蓄现象仍存，居民支出结构也呈现出一定的消费降级现象。企业信心也有所不足，

利润修复偏慢制约了企业的投资意愿，民间投资增速持续走低，2023 年同比下降 0.4%，不敢投、不愿投的状况或有所加剧，民间投资占固定资产投资的比重下行至 50.4% 的低位水平。预期不稳之下市场主体扩表意愿不足，社融存量同比持续低于 M2 同比，特别是 M1 同比增速降至 1.3%，触及历史统计的低位，表明微观主体活力不足。预期偏弱之下市场自发的融资需求也偏低，2023 年政府债券融资占社融规模（月均值）达 37.4%，相较 2022 年提高了 13 个百分点以上，为有统计以来的最高值。

#### 4. 供需失衡较难短期缓解，最终消费复苏需要一定时间

过去几年，为应对短期冲击，宏观政策发力侧重于稳定生产，但直接针对终端消费的政策力度有所不足，供需失衡的矛盾凸显，特别是居民部门的终端消费需求偏弱。一方面，消费是收入和预期的函数，并且属于宏观经济运行中的慢变量，当前我国居民收入缺口也尚未完全弥合，居民信心也存在不足，消费特别是商品消费的修复节奏较为缓慢。另一方面，资产负债表的恶化也显著制约了消费的修复，股票下行与房产价格下行带来居民资产增速显著回落，从 2017 年的 24% 下行至 2023 的 2.2%，2023 年与 2021 年相比，银行理财累计缩水约 2 万亿，股票累计缩水 5.4 万亿，住房资产则缩水 6.8 万亿，财富缩水效应之下居民的消费意愿走弱。

### （三）2023 年大类资产表现延续分化

2023 年，各类资产表现有所分化，避险资产表现整体优于风险资产。分类别看，

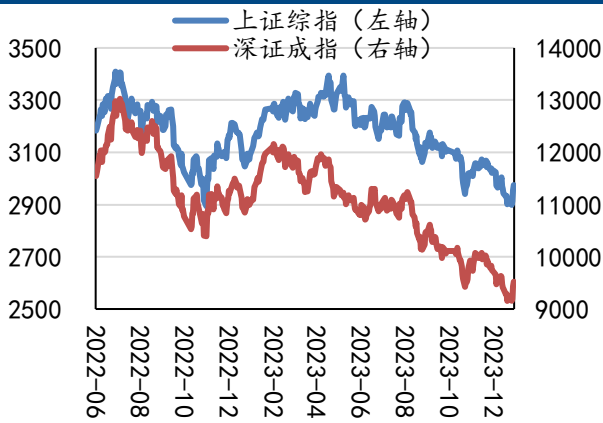
**股票市场**整体呈波动下跌走势，上证综指、深证成指、创业板指均有所下跌，跌幅分别为 3.7%、13.5%、19.4%。以上证综指为例，年初在经济修复预期增强，上证综指涨幅较高；2-3 月指数进入调整期，整体呈区间波动走势；4 月后在经济修复边际放缓下，上证综指波动下行、且波动幅度有所加大，8 月活跃资本市场政策密集落地、10 月底万亿国债拟增发虽带动股票市场阶段性反弹，但仍不改整体下行走势。从市场风格指数看，大盘、中盘、小盘指数均有所下跌，跌幅分别为 12.4%、11.7%、4.1%。

**债市收益率**整体呈 M 型走势，10 年期国债收益率中枢较 2022 年下行 4.15BP 至 2.72%，降息落地、经济修复承压等因素影响下前三季度收益率中枢逐季下行，一、二、三季分别为 2.88%、2.74%、2.63%，四季度受万亿国债增发、特殊再融资债启动发行影响，资金面边际收紧，收益率中枢上行至 2.66%。

**大宗商品**整体呈先下后上走势，2023 年商品指数下跌 1.72%；分类看，上半年在欧美等经济体加息以及全球经济悲观预期下，原油价格呈区间震荡走势，三季度受沙

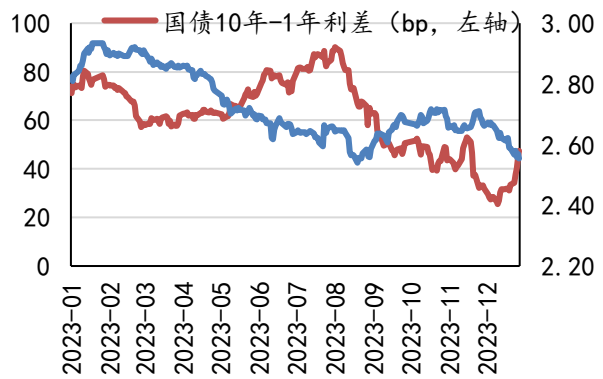
特等产油国减产、供需偏紧等影响，原油价格快速上涨，带动能源指数上行，四季度受全球原油需求较为低迷、OPEC 自愿性减产下减产率存在不确定性因素影响，原油价格回落，全年能源指数小幅上涨 1.2%；黄金方面，地缘政治冲突持续、全球经济下行风险下，市场避险情绪升温，叠加美国通胀仍处于较高水平，黄金价格整体上涨，2023 年底伦敦金价格约为 2062 美元/盎司，较 2022 年底上涨约 13%。

图 18：股票市场走势



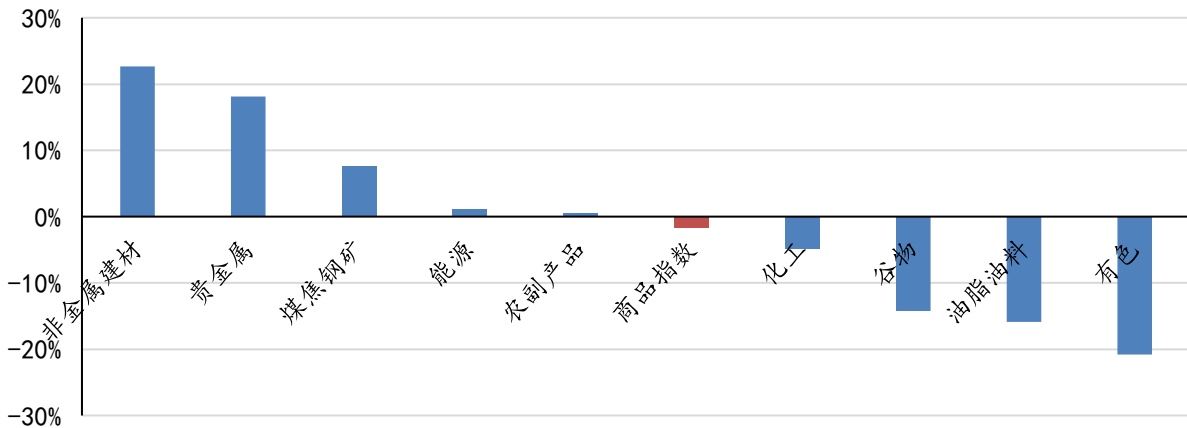
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 19：10 年期国债收益率走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：Wind 商品分类指数涨跌幅 (2023 年)



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## 二、2024 年经济持续向好需要处理好六大关系

2024 年落实“稳中求进、以进促稳、先立后破”的工作要求，应当重视与协调好以下几对关系：一是处理好发展转型与新旧动能转换之间的关系；二是处理好经济政

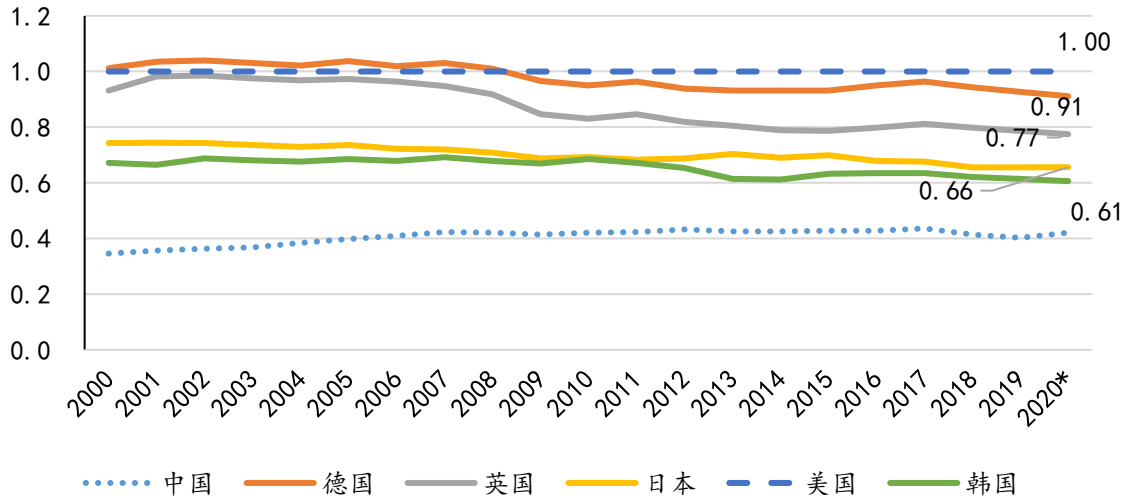
策与非经济政策之间一致性的关系；三是处理好房地产调整转型与行业向新发展模式转变之间的关系；四是处理好扩大消费与供给结构平衡之间的关系；五是处理好债务风险化解中中央加杠杆与地方稳杠杆的关系；六是处理好外部环境日益复杂下的内外经济循环之间的关系。

## （一）处理好发展转型与新旧动能转换之间的关系

从理论经济的研究成果来看，经济增长的动力主要来源于三个方面，分别是劳动、资本与全要素生产率。一方面，无论是劳动参与率的下降，还是资金投入的降低，还是技术与制度创新的停滞，都会带来经济增长的停滞甚至下滑，所以无论是劳动密集型产业还是传统房地产与基建投资的下行，都有可能对于经济增长带来扰动。另一方面，转型与升级一般指的是资本与劳动效率的提升，以及全要素生产率的提升。在理想状态下，我们希望新的增长动能能够有序平稳的替代旧动能，因此发展转型的关键在于激发新的增长动能。

**旧动能应发挥余热而不应当熄火，新动能培育发展仍有广阔空间。**从劳动投入来看，我国的人力资本要素的贡献率仍有较大提升空间。据世界银行测算，发达国家的人力资本要素贡献率达到了70%以上，而我国仅不到40%，同时我国的高技术工人依然存在较大的短缺，根据人社部公布的相关统计，技术技能人才的求人倍率超过2。从资本投入来看，新旧动能转换时期旧动能过快下降会拖累经济增长，降低投资信心，造成新动能投资不足，因此传统投资应当加快结构调整，注重向民生、绿色、数字、创新、新消费等领域扩张，而不应当单方面的从传统领域退出。从全要素生产率来看，我国目前的全要素生产率仅有美国的61%，在制度与技术创新领域还存在一定短板与不足，一方面要推动制度改革，加快推动统一大市场构建，取消所有制区分，持续优化营商环境；另一方面要提升要素配置效率，持续盘活国有资产，深化土地、劳动力、资本、数据等要素市场化配置改革。

图 21：我国的全要素生产率依然低于发达经济体（美国=1）



数据来源: Wind, 中诚信国际测算

当前我国新动能增速较快，但新动能尚不足以对冲旧动能的下行。以新能源领域为例，当前我国新三样（新能源汽车、锂电池、光伏产品）出口增速较高，2023年合计出口1.06万亿元，同比增29.9%。但新三样产品在出口规模中的占比仍仅有4.5%左右，新动能的增长尚不能对冲旧动能的下行。以房地产行业为例，利用投入产出表（2020年）估算，考虑到产业间的相互带动，房地产在总产出中的贡献占比为18.5%，高技术制造业的贡献占比为13.6%，房地产行业的总体贡献依然高于高技术制造业。同时，房地产投资在固定资产投资中的占比为23.2%，高技术制造业投资的占比为11.7%，高技术制造业10%左右的增长无法抵消房地产投资10%左右的下行。

图 22: 我国数字经济占 GDP 比重持续上升

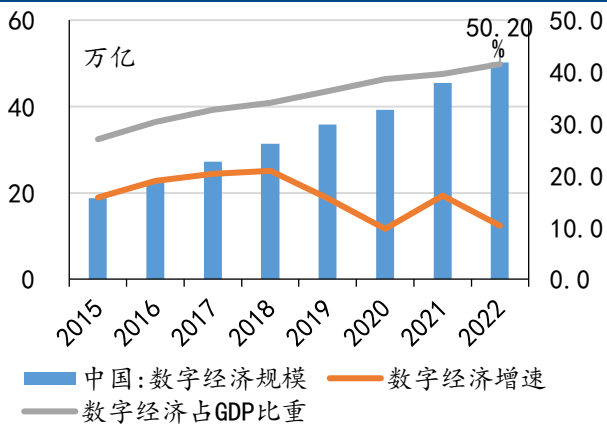
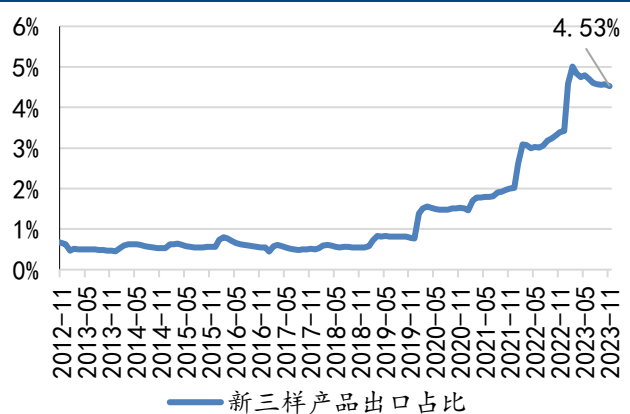


图 23: 新三样出口占比上升较快，但占比不足 5%



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

考虑到旧动能的下行实际上需要新动能提供额外的产出增量，新动能的辐射带动作用依然需要加强。一方面，鼓励数字经济与其他产业、行业与企业持续融合升级，

发挥数字经济的辐射带动作用。当前数字经济对一二三产业的渗透相对来讲是不平衡的，对第三产业的渗透相对是比较低的，需要进一步的加大数字经济在整个“立”的过程中以及在产业升级和新动能蓄积过程中作用的发挥。另一方面，要加大科创与产业的融合，不断推动绿色经济、数字经济、高端装备、人工智能等领域的技术创新持续向产业创新、消费创新形成辐射与带动。

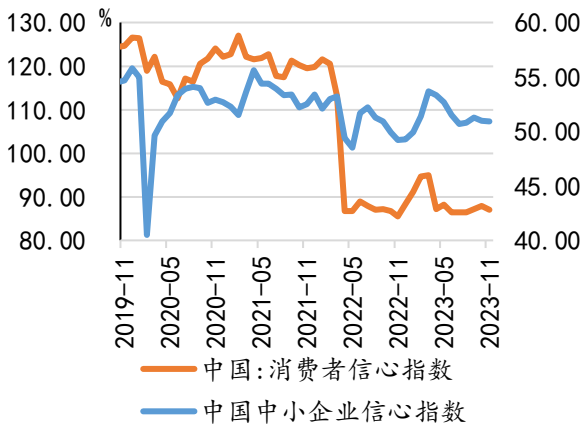
## （二）处理好经济政策与非经济政策之间一致性的关系

协调好经济政策与非经济政策之间一致性的关系，有助于防止出现政策合成谬误、强化政策统筹协调。近年来屡次出现一些非经济政策带来一定合成谬误。比如2021年下半年，为了冲刺能耗“双控”目标，一些省份采取了限电限产这一“补作业”式的极端减碳措施，如广西、广东和安徽等地施行了阶段性限电，陕西和云南等地对“两高”行业亦推行了限产措施。这种运动式的减碳措施直接拖累2021年下半年的工业生产修复，加剧了供给收缩。2022年入夏以来因煤电价格传导机制不畅、电力流通“省际壁垒”仍存等原因，再次出现扰动生产的限电限产现象。此外，在教培行业整顿、互联网行业调整以及房地产行业监管等领域也见到类似的矫枉过正现象。即便在2023年中央经济工作会议刚刚结束之后，《网络游戏管理办法(草案征求意见稿)》的出台就带来游戏公司以及相关的互联网公司股价大跌，其中网易等企业股价下跌幅度达25%。

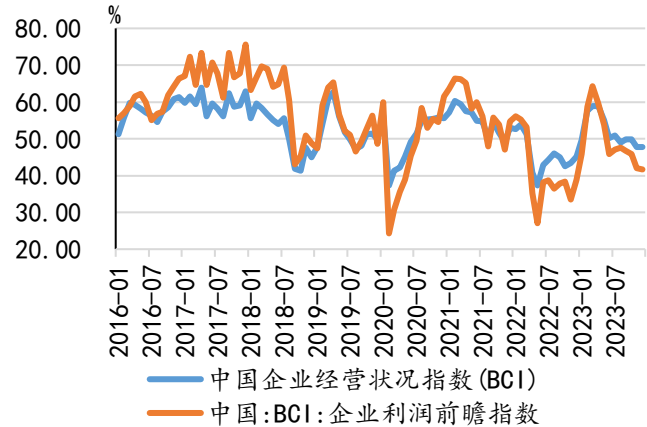
非经济政策对于微观主体的信心带来较大影响，协调好经济政策与非经济政策之间的关系，有助于稳定市场预期，提振市场信心。非经济政策能够及时、充分地向市场传递政策意图，强化微观主体的预期管理，增强信心和底气，进而与宏观调控政策同频共振，为经济持续回升向好提供有力支撑。从非经济政策时、效、度的角度来看，有些政策放在2019年实施落地可能有利于行业的规范与发展，但是在市场主体预期走弱的压力之下可能将加剧预期不稳的问题。实际上，信心不足是制约当前需求回暖的重要阻碍，消费者信心指数、预期指数及满意指数的常态中位数为120%左右（100%为中立值），但目前仍在90%以下；民营企业信心不足、预期不稳，企业经营指数（BCI指数）在二季度以来边际回落，由3月份的58.9%边际回落至12月的47.76%，中小企业信心指数10月份以来边际回落，11月为50.9，仍不及2019年常态水平。在这种条件下，需要避免非经济政策对稳增长的经济政策形成扰动。

图 24：消费者及中小企业信心指数不及常态水平

图 25：企业经营状况指数边际回落



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院



数据来源：wind, 中诚信国际研究院

除经济政策外，非经济性政策也会对经济运行产生直接或间接的影响，良好的非经济政策有助于推动稳增长政策效果的显现。一方面，不同政策通过合理搭配和组合使用，可能比任何单一政策具有更好的效果，通过政策统筹，确保各类政策形成合力，能够最大程度提升宏观政策的整体调控效果。另一方面，非经济政策与经济政策的协同有助于节省政策空间，提高宏观政策可持续性。因此，在制定宏观政策时，需将这些非经济性政策纳入重要考量，确保宏观政策的一致性与协调性，从而更好地推动稳增长政策效果的显现。

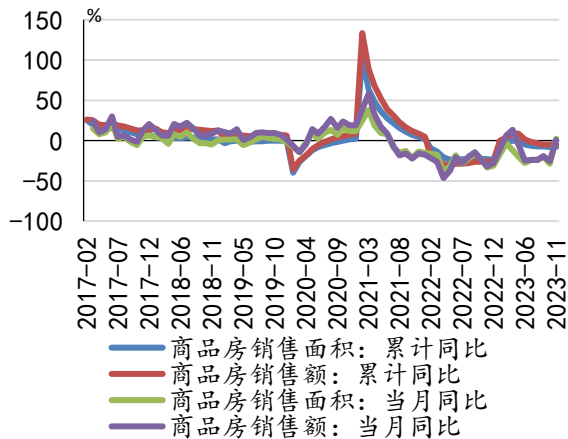
### （三）处理好房地产调整转型与行业向新发展模式转变之间的关系

当前房地产行业持续下行，对经济恢复扰动较大。2023 年房地产投资跌幅持续扩大，同比下降 9.6%。尽管“认房不认贷”、降低首付比例和贷款利率、调整存量贷款利率、居民换购住房退税优惠延期等政策相继发布，持续引导潜在需求有序释放，但受限于“价格下降-销售低迷-信心不足-投资意愿下滑”的恶性循环尚未打破，居民购房信心不足、谨慎性动机仍偏强，销售修复不及预期，房地产能否走出“二次探底”尚待观察。2023 年商品房销售面积和销售额同比增速分别为-8.5%、-6.5%，并从 4 月以来降幅持续走扩；中指研究院数据显示，2023 年全年 TOP100 房企销售总额同比下降 17.3%，其中 12 月单月销售额同比下降 35.9%，降幅再度扩大。在房市供需发生较大变化背景下，商品房销售面积难有较大提升，大概率延续下滑趋势。

目前房地产行业最核心的风险问题仍是流动性问题和债务处置问题，需警惕房地产下行中风险的持续外溢与传导。在长期旧模式的持续运行之下，当前房地产债务规模仍居高位，总规模（包括贷款、信托、债券融资）占 GDP 的比重接近 50%。随着房地产行业资金压力持续上升，企业流动性风险加剧了行业债务风险释放及蔓延。2023

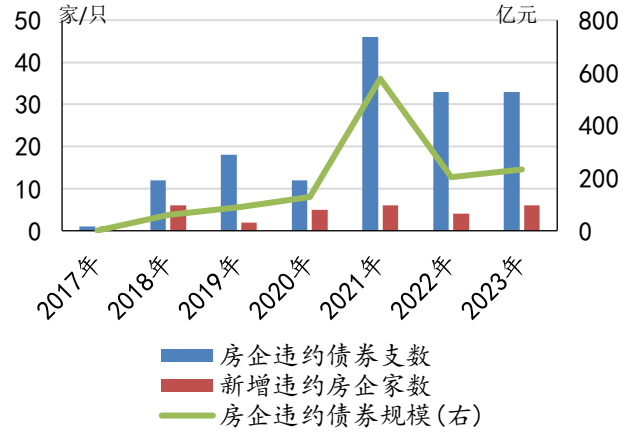
年房地产行业违约规模 232.26 亿元（占违约规模 76.31%），较去年同期增加 14%，其中新增违约主体 6 家其中 5 家为民营房企；年内房企展期规模 666.93 亿元，在展期规模中占比 84%。然而，房地产违约债务处置却明显滞后，烂尾风波不仅持续引发民生问题，还制约了房地产行业复苏进程，更甚或导致房地产风险进一步外溢、引发系统性金融风险。

图 26：商品房销售面积和销售额累计同比降幅扩大



数据来源：中诚信国际研究院测算

图 27：房企债券违约规模进一步扩大



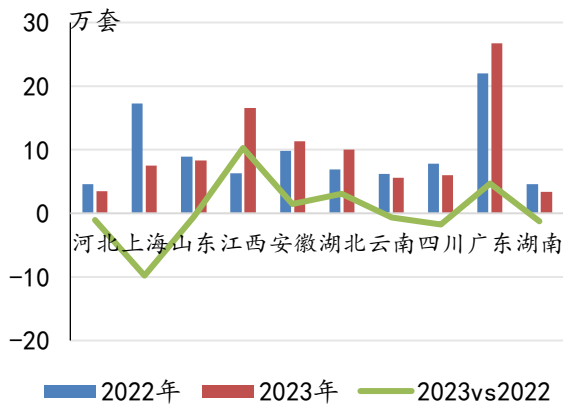
数据来源：wind，中诚信国际研究院

房地产转型与新发展模式再平衡，需要解决商品房和保障性住房的严重失衡问题。目前我国房地产市场供求关系发生重大变化，住房供求基本平衡，局部甚至出现过剩，但保障性住房建设相对滞后，存在明显短板，在一、二线城市尤为突出。商品房和保障房出现一长一短，影响低收入下居民购房需求。根据中指研究院数据，2008年至2018年，全国城镇保障性安居工程合计开工约7000万套，其中公租房（含廉租住房）1612万套、经济适用住房573万套、限价商品住房282万套、棚改安置住房4522万套。可以看出，真正面向中低收入群体的经济适用房占比不足一成，并没有真正普及到低收入群体。住建部提出，“十四五”期间，新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例应力争达到30%以上，但根据中指数据库土地成交数据，2020-2021年重点城市保障房面积占比均不超过20%，整体市场供应仍有提升空间。伴随“三大工程”加速推进，城中村改造和保障性住房建设将成为房地产行业转型调整期的重要抓手。

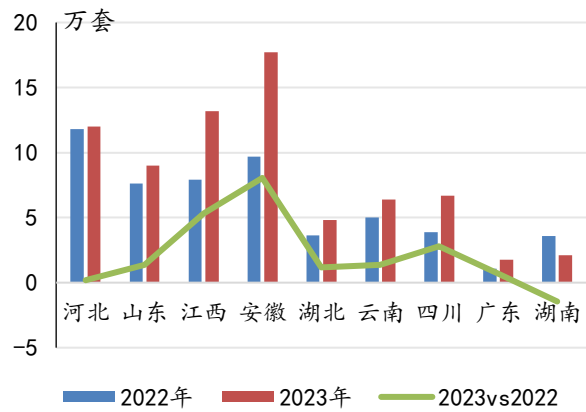
图 28：部分省市已公布 2023 保租房建计划与 2022 年对比

图 29：部分省市已公布 2023 年棚改计划与 2022 年对比





数据来源：各省市住建部官网、政府工作报告，中诚信国际整理



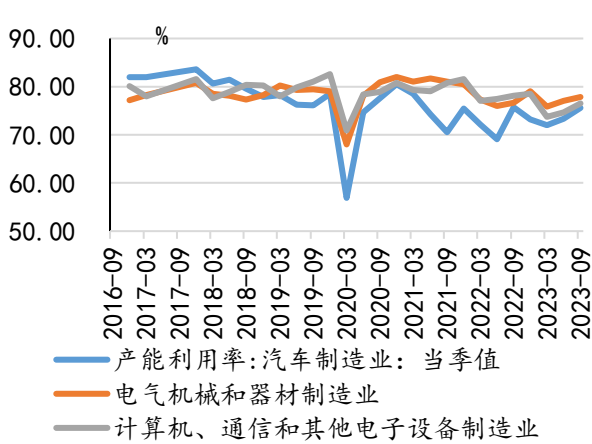
数据来源：各省市住建部官网、政府工作报告，中诚信国际整理

#### （四）处理好扩大消费与供给结构平衡之间的关系

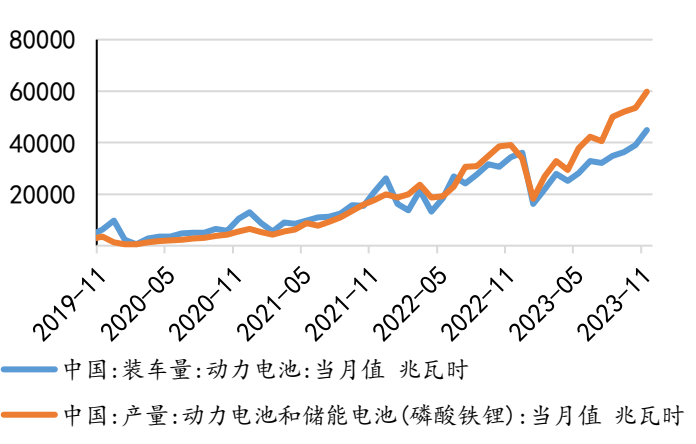
部分领域的产能过剩与最终消费需求的不足有关，同时部分领域存在消费需求但却被供给短板所制约。当前部分领域出现产能过剩，在商品消费领域存在一定的供需失衡。一类是部分与房地产、基建相关的领域存在一些产能过剩，非金属矿物制品的产能利用率偏低，2023年三季度为65%，较上年同期低3个百分点以上，主要包括玻璃、水泥等；另一类是部分高技术领域或存在一定产能过剩，2023年前三季度计算机和电子设备制造业产能利用率为77.63%，电气机械为77.12%，产能利用率分别比2017至2019年均值要低2个百分点左右，再比如动力电池产量显著高于装车量。在部分领域产能过剩的同时，还有部分领域存在消费需求但却被供给短板所制约。例如高端制造、新材料等领域存在“卡脖子”问题，推动“专精特新”所需的高技术服务配套也存在不足，大数据等数字经济对于传统产业的提升与改造仍不充分。此外，养老、医疗等民生领域的供给水平相较潜在的消费需求也存在较大短板，我国医疗机构床位数增速长期低于GDP增速，医疗基础设施仍待进一步提升。

图 30：部分高技术领域出现产能过剩

图 31：动力电池产量超过装车量



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院



数据来源: wind, 中诚信国际研究院

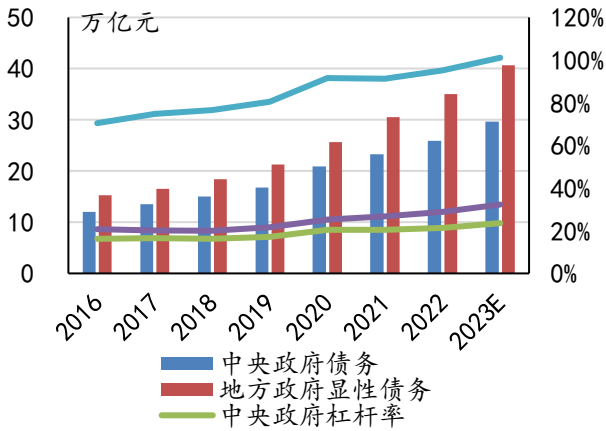
稳定、扩大消费与供给侧结构性改革的融合有待提升。从短期看当前终端消费存在工业品消费、房地产相关消费偏弱的现象，应当通过发放消费补贴、稳定房地产预期等措施予以缓解；从中长期看，与人口结构变化等相关的养老、医疗，以及与高质量生活相关的升级类消费需求仍未得到满足，供给侧结构性改革应在短板领域、民生领域加快推进。

### （五）处理好债务风险化解中中央加杠杆与地方稳杠杆的关系

当前地方债务风险整体可控，但收支紧平衡下的付息压力较大。目前我国地方债务总体风险可控，随着 724 政治局会议后“一揽子化债”推进，市场情绪大幅缓和，高风险区域阶段性流动性风险有所缓释。但是，随着房地产的持续调整，政府性基金收入大幅下滑，地方政府综合财力持续受到土地财政弱化影响，在实际利率偏高背景下地方政府存量债务付息压力不减，仅地方政府债券利息支出占地方政府广义财政支出已经攀升至 6.22%，如果把融资平台的债务付息加上，则进一步上升至 15% 左右。

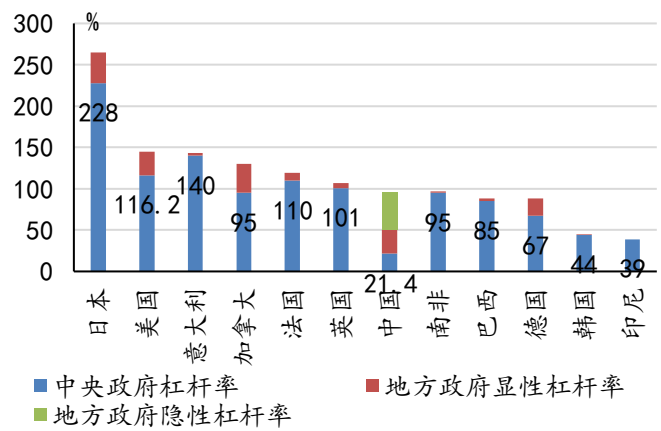
中央政府可以适当加杠杆，承担更多逆周期宏观调控职责。从债务结构而言，央地的债务结构还有改进空间。2020 年以来，积极财政加大逆周期、跨周期调节力度，地方债大幅扩容，地方政府显性债务快速增长，截至 2023 年末，地方政府显性债务规模或接近 40 万亿。地方财政持续承压下，地方政府的显性债务率已上升至警戒线水平，债务压力不断上扬。相比之下，我国中央政府杠杆率仅约为 21% 左右，全球来看处于较低水平。在此背景之下，中央政府可以适当加杠杆，承担更多逆周期宏观调控职责，并且落实落细现有央地事权与支出责任划分改革，适当上移医疗、教育、社保等领域地方事权与责任。

图 32：含隐性债务的政府杠杆率接近 100%



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 33：我国中央政府杠杆率显著偏低



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

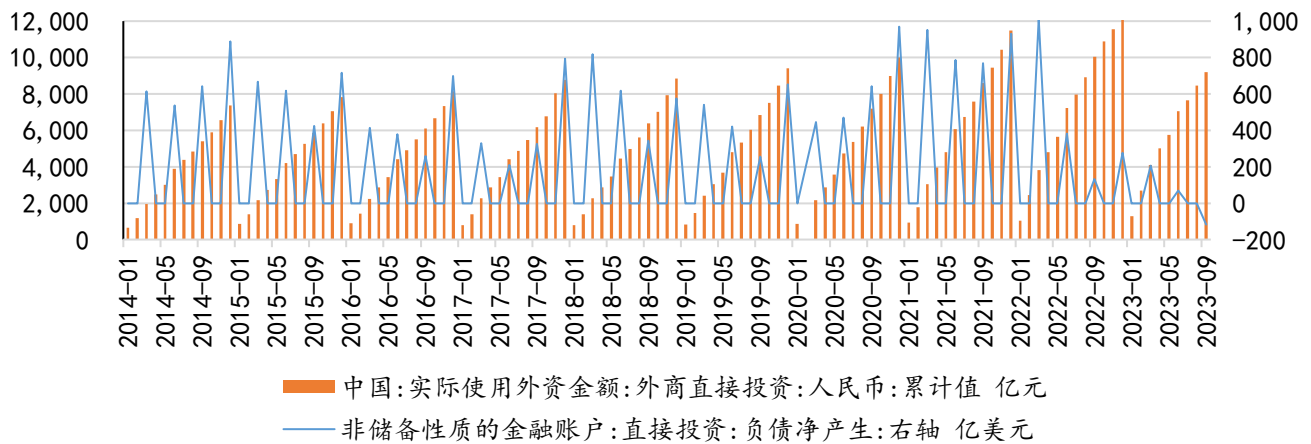
政府部门杠杆率结构的优化与地方债管理长效机制的完善相融合。中长期则需要解决如何构建地方债务风险化解的长效机制，中央金融工作会议提出构建两个新机制，在当前经济发展处于新旧动能转换的关键时期，构建长效机制需重视完善三大机制，即债务形成机制、债务治理机制、协调监管机制，并重点做好四方面工作：一是在发展中解决问题，深化新旧动能转化。二是持续推进财税体制改革，处理好中央与地方的关系。三是构建债务管理长效机制，统筹债务发展与安全。四是处理好政府和市场的关系，推动地方政府由生产型政府向服务型政府转变。

## （六）处理好外部环境日益复杂下的内外经济循环之间的关系

2023 年国际收支基本平衡格局延续，一顺一逆基本格局未变，但内外经济持续良性循环仍面临一定压力和扰动。从国际收支平衡来看，2023 年前三季度我国经常账户顺差 2090 亿美元，非储备性质金融账户逆差 1853 亿美元，“一顺一逆”自主平衡格局延续。从经常账户看，呈现出货物贸易顺差仍处高位、服务贸易逆差有所扩大的特征，其中货物贸易顺差 4544 亿美元，仅次于 2022 年同期，这体现出我国出口的韧性，但依然需要关注外需走弱以及大国博弈下的出口下行风险，从中长期来看，经常项目顺差占我国 GDP 的比重有可能从当前 1.6% 的较高水平逐步回归至 1% 左右的常态水平。从非储备性质的金融账户来看，2022 年美联储开启激进加息以来，人民币汇率在中美利差倒挂之下也出现了贬值的压力，加之 2023 年中国经济温和复苏，2023 年前三季度外商直接投资净流入 155 亿美元，较去年同期 1524 亿美元的净流入出现显著回落。其中，三季度外商直接投资净流出 118 亿美元，是有数据统计以来首次出现负值，

结合商务部外商直接投资口径来看，2023 年我国或出现一定外商撤资的现象。从短期资本流动来看，2023 年前三季度共计净流出 3547 亿美元，净流出规模同比增长 2.4%，其中来华证券投资净减少 325 亿美元。

图 34：直接投资净流入显著减少并转负



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

资本流出压力仍存，汇率与内外经济循环的平衡不可忽视。中央经济工作会议提出“扩大高水平对外开放”的指示，中央金融工作会议对于“扩大金融领域制度型开放、吸引更多长期资本来华展业兴业”也提出了相关要求。推动高水平对外开放离不开汇率与资本流动的的稳定与可控，当前我国直接投资项目依然面临着一定外资撤资压力，资本流出的风险依然值得高度警惕。此外，2024 年随着全球央行总体进入“降息之年”，人民币汇率贬值的压力有所减轻，但经济基本面以及出口增速依然将对汇率产生影响，稳经济与稳汇率实际上是一体两面。总体上来看，2024 年我国国际收支平衡将面临欧美降息的有利因素，但我国同样也有降准降息的压力，稳经济、稳出口、稳汇率的必要性仍需加强，而不应当减弱。

### 三、2024 年宏观经济与大类资产配置展望

2024 年经济复苏依然有多重因素的支撑，其中，房地产等拖累因素有望减轻，工业生产将保持韧性，超额储蓄有望释放，新动能将持续蓄势，前期政策效应延续显现，后续政策空间也将形成有力支撑。但同时也面临有效需求不足、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，外部环境复杂严峻等突出问题。我们认为，中性情形下 2024 年中国经济增速有望达到 5%，建议增长目标也设

置在5%左右，但是实现5%的增长目标需要各领域政策的合力与努力。由于房地产、出口、消费以及基建投资等领域的表现皆存在一定的不确定性，拖累因素与支撑因素在不同的组合情形下，将可能使得经济运行高于或低于中性情形。积极情形下2024年中国经济增长有望达到5.5%，而消极情形下经济增长有可能回落至4.3%左右。

## （一）中性情形下2024年中国经济增速或为5%左右

在中性情形下，预计2024年全年经济增长5%左右，建议增长目标也设置在5%。参考趋势分解法，我们预计2024年上半年经济增速或相对较高，2024年四个季度增速或分别为：4.8%、5.8%、4.6%、4.6%，2023年与2024年两年复合增速为5%。从工业增加值、第三产业增加值、固定资产投资、社零额以及出口增速等主要宏观经济指标增长预期来看，也大体可以支撑5%左右的经济增长。

从生产端来看，预计2024年工业增加值增长4.9%左右，第三产业增长5.5%：考虑到工业企业利润边际好转、明年稳增长政策力度不减等因素，预计2024年工业增加值增速可达4.8%左右，总体略高于2023年，其中，得益于设备更新、出口支撑等因素影响，装备制造业增速仍能保持较快增速。考虑到服务消费的持续支撑以及相对高的基数，2024年第三产业增加值增长或达5.5%，总体将低于2023年0.5个百分点左右。目前工业GDP占比33%，服务业GDP占比53%，合计约拉动GDP增长约4个百分点。此外，第一产业与建筑业GDP占比14%，增速应能够达到4%以上，拉动GDP增长1个百分点。

从需求端来看，预计2024年社零额增长4.7%左右，固定投资增长4.8%左右，出口（美元计价）或4%左右。在消费方面，2024年消费延续修复，社零额增长或达4.7%，有以下几个因素支撑：一是商品消费或有较强的政策支撑；房地产的边际好转，提前还贷的减少（早偿率的边际改善）或为一定程度转换为消费提供支撑；二是社零额为名义增速，价格水平回升有助于社零额增速回升；三是前期积累的超额储蓄或有一定释放。在固定资产投资方面，较低基数下2024年有望实现4.8%左右的增速。一是在房地产政策延续调整，保交楼持续，城中村改造与保障房建设逐步落地等有利因素之下，房地产投资有望降幅收窄，预计收窄至-7%左右。二是基建投资持续形成支撑，考虑到国债、专项债带来增量资金投入，以及城中村改造带来配套基建需求，但或面临一定化债压力约束，总体看基建投资（包含电力）增速或达8.5%左右。2024年制造业投资在装备制造业带动下有望延续较强韧性，但面临一定内外需求偏弱的扰

动，再考虑到2023年的较高增长基数，预计制造业增速约在5%左右。在出口方面，2023年出口（美元计价）增速或为-4.5%（1-11月-5.2%）左右，考虑到较低基数、美元指数的走弱，以及美国制造业或呈现边际回升，2024年出口同比或达4%，但不确定性也较大

总体上看，2024年经济增长的不确定性主要在房地产与出口领域，特别是房地产投资的拖累，以及房地产下行对消费（财富缩水效应）以及相关产业投资的挤出压力尤其值得关注。

图 35： 全年 GDP 增速或为 5.0% 左右

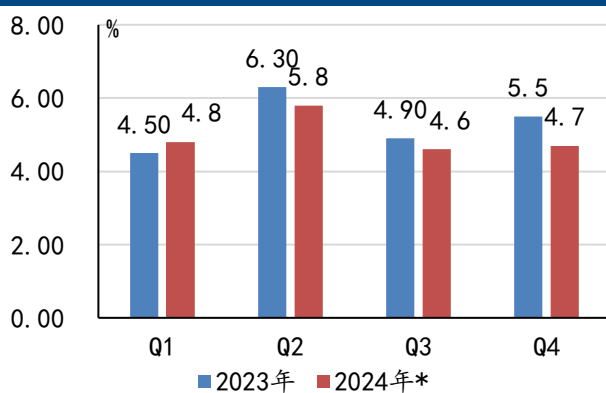
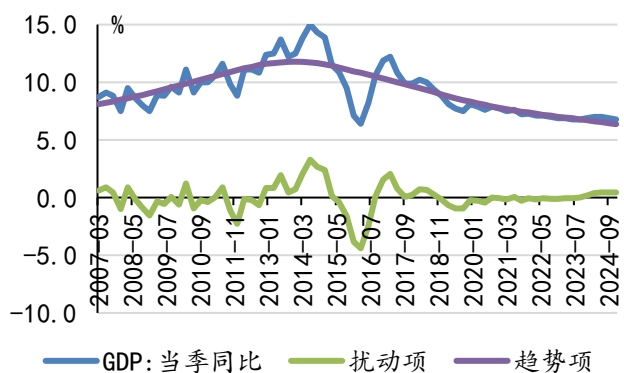


图 36： GDP 增速预测趋势分解图



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

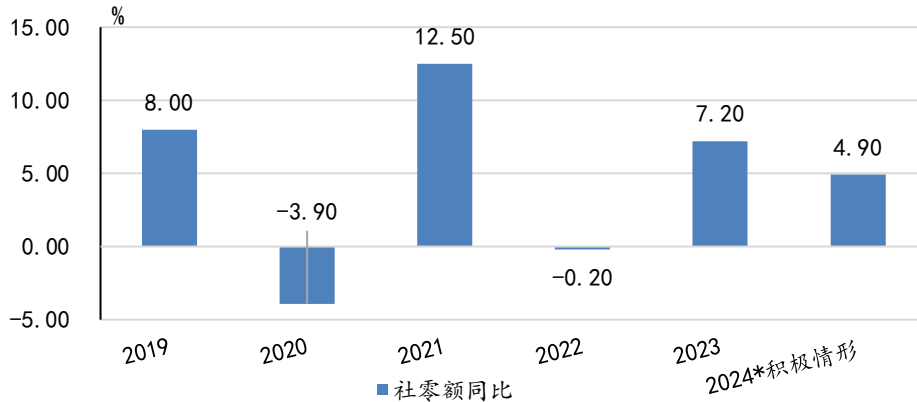
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## （二）积极与消极情形下 2024 年经济增速有望达 5.5%

总体来看，如果房地产等领域的拖累因素出现显著改善，而消费需求改善等有利因素能够得到较好释放，积极情形下 2024 年中国经济增长有望达到 5.5%。

**居民消费能力及意愿显著提升，消费实现超预期修复。**随着就业状况的平稳改善以及 2024 年促消费政策的延续，包括家电、汽车等商品领域的促消费政策的实施，特别是如果较大规模的现金消费补贴能够发放，居民部门的收入和预期皆有可能超预期改善。同时，房地产领域的政策调整以及供需新平衡能够有效实现，财富缩水效应对于居民部门消费挤出有所减弱，那么此前居民在谨慎动机情形下形成的较大规模的超额储蓄能够得以释放，并形成消费支出的改善。在这些积极情况的假设下，2024 年消费同比或能实现 4.9% 以上的增速水平。但由于消费变量的变化往往相对缓慢，也不适宜期待“报复式”消费的出现。

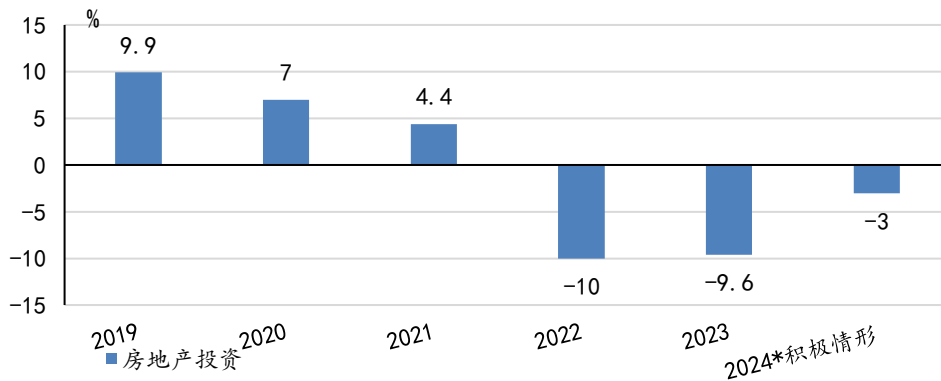
图 37： 积极情况下 2024 年消费或同比增长 4.9%



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

稳地产政策效力显现、房价预期显著改善，房地产投资对经济修复的拖累明显减轻。稳地产政策加码提速，如需求端全面取消限购，存量房贷利率大幅降低。在政策调整下，居民观望情绪扭转，居民购房信心改善、房地产价格企稳回升，销售明显增加，供给端优质房企融资端利好政策加码，房企融资“三个不低于”等政策效果显现，不同所有制的房企的合理融资需求得到满足，多数房企信心恢复，拿地积极性上升等，在这些积极情况的假设下，房地产投资同比有望收窄至-3%。

图 38：积极情况下 2024 年房地产投资同比为-3%

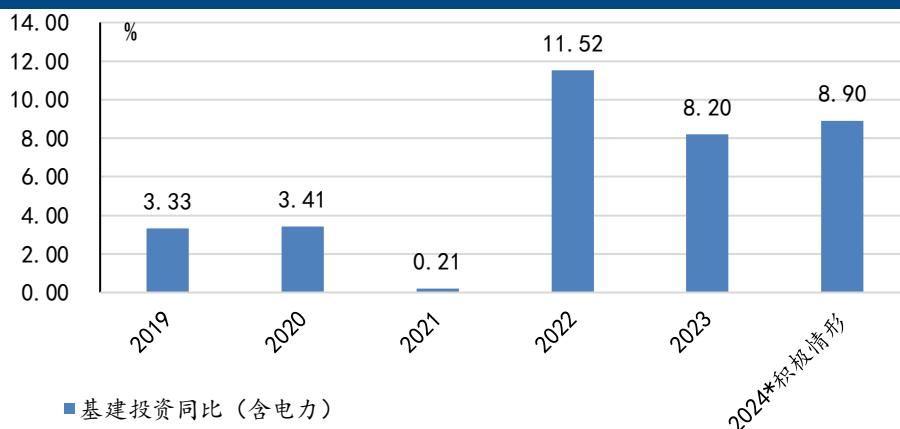


数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

中央加杠杆力度超过预期，积极的财政政策更为积极，支持基建投资增速进一步回升。2023 年四季度 1 万亿国债增发后，2023 年财政赤字率提高至 3.8% 左右。考虑到 2024 年经济仍面临一定下行压力，中央财政仍将保持较高的赤字率水平，若以 2024 年赤字率为 3.6% 为基准情形，积极情形下财政仍有进一步加杠杆的空间。财政稳增长力度加大，支撑基建投资超预期改善。同时“三大工程”（保障性住房、城中

村改造和“平急两用”公共基础设施建设）在为2024年固定资产投资提供新的增量的同时，城中村改造等项目也会带来配套基建需求。在上述假设条件下，2024年基建投资（含电力）同比增长或达8.9%。但受制于债务压力的约束，不宜期望广义基建投资能够显著超过9%的同比增长。

图 39：积极情况下 2024 年基建投资（含电力）同比 8.9%



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

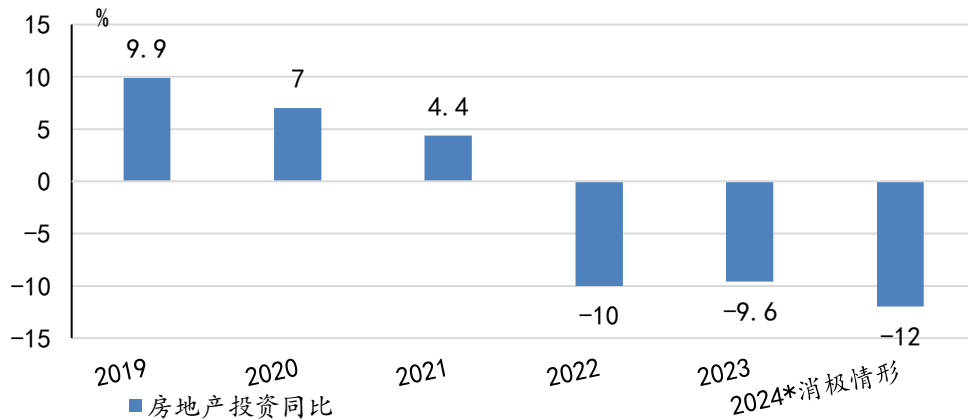
### （三）消极情形下 2024 年经济增速或将回落至 4.3%

如果房地产出现持续下行，并在财富缩水效应作用下终端需求持续低迷，消极情形下经济增长有可能回落至 4.3% 左右。

稳地产政策效果不及预期，房企及居民信心继续疲弱，房地产市场进一步走弱。房地产调控政策效果不佳，各地出台的稳地产政策未能有效提振房市，同时居民收入预期进一步回落，叠加房价持续下行预期强化影响，商品房销售进一步回落。与此同时，房企融资政策效果不及预期，房企尤其是民营房企的债务风险依然较大，保交楼进度缓慢低于预期，各地停工项目交付进展慢，房企信心持续低迷，拿地积极性欠佳。悲观情形下，2024 年房地产开发投资同比为 -12%。我们认为此情况发生概率较低，但是房地产风险出清过程中仍需避免硬着陆风险，避免出现风险的进一步扩散和蔓延。

图 40：消极情况下 2024 年房地产投资同比为 -12%

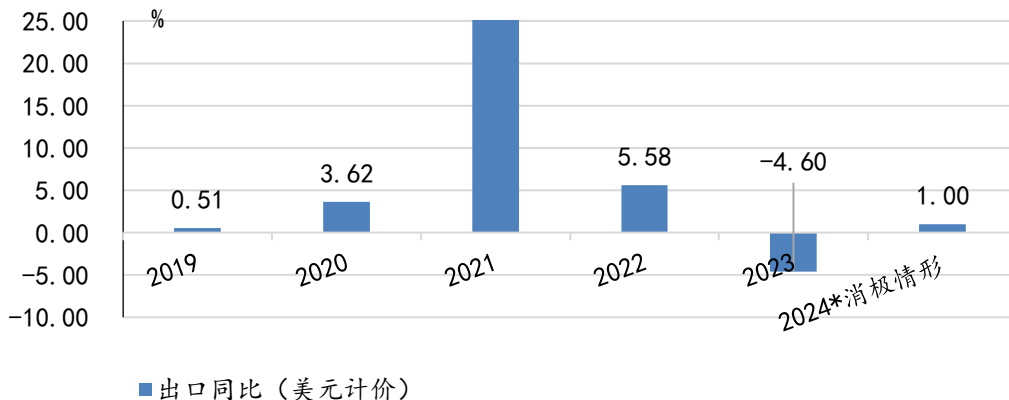




数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

全球经济放缓态势不改、外部需求仍承压，特别是高技术产品出口面临更大的外部干扰，出口增速可能回落至1%甚至以下。根据世界银行最新预测显示（2024年1月份），2024年全球GDP增速将从2023年的2.6%降至2.4%。全球经济放缓态势不改、需求承压之下，我国外需仍面临一定的回落压力。同时近两年，中国对美国、欧盟等经济体出口占比回落，一定程度上显示了中美博弈基调不改、地缘政治局势变化和全球产业链重构对我国出口带来压力，其中高技术产品出口受到的扰动尤为显著，2024年上述制约因素仍将继续存在，我国出口前景仍具有较大的不确定性，外贸仍面临严峻考验。消极情况下，2024年我国出口同比或为1%甚至以下。

图 41：消极情况下 2024 年出口同比或仅为 1%

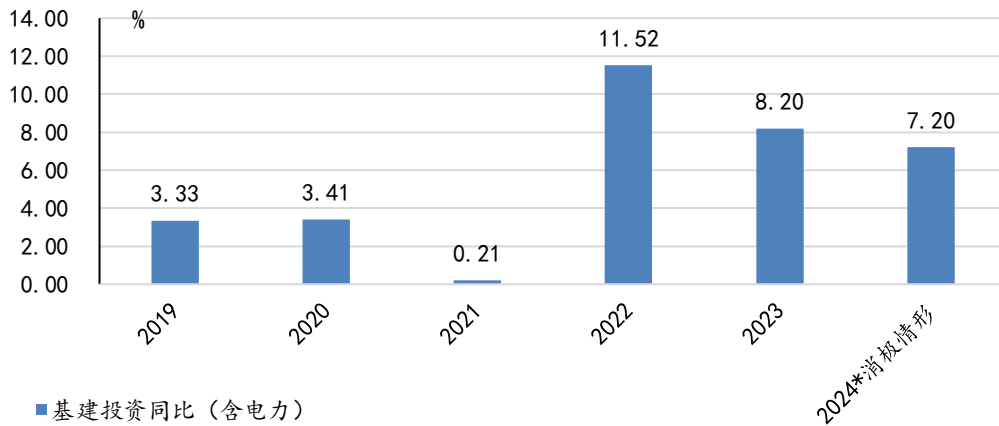


数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

土地财政持续承压，且地方政府面临化债压力等约束，基建投资增速或不及预期。据相关报道，关于地方政府债务化解的“35号文”指出要求12个债务高风险重点省份债券融资方面只能借新还旧。近期国务院向地方政府和国有银行发布通知，要求12

个债务状况严重地区的地方政府推迟或暂停一些由国家资助的基础设施项目，以控制债务风险。要求这些省市应尽一切努力将“债务风险降至中低水平”。在土地出让收入下滑以及地方化债要求约束之下，地方财政对于基建的支出力度或大幅减弱，2024年基建投资仍面临回落压力，悲观情形下，预计同比增长7.2%，不及2023年8.2%的增速水平。

图 42：消极情况下 2024 年基建投资同比或仅为 7.2%



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

#### （四）2024 年大类资产配置展望

不同经济运行情形下大类资产配置的重点和结构也有所不同。积极情形下经济基本面将出现明显改善，有利于提振市场信心，整体利好风险资产，可增加对权益、商品等资产的配置比例；消极情形下经济运行或持续偏弱，市场风险偏好或边际上升，可增加对避险资产的配置比例。我们认为，虽然经济延续修复仍面临需求不足、预期偏弱等挑战，但随着房地产等拖累因素有望减轻、工业生产将保持韧性、政策效果有所显现等积极因素支撑，2024年中国经济实现中性情形下5%左右增速的可能性更高。在中性经济预期情形下，避险资产整体表现或仍优于风险资产，建议重点关注债券、黄金等资产的配置价值，股票市场可关注结构性机会。

从股票市场看，需关注结构性机会：一方面，伴随稳增长政策持续发力，经济呈现恢复性增长，企业基本面也开始出现积极变化，A股三季度报归母净利润增速均值由二季度负值转正、为4.97%；同时，根据目前已披露的业务预告，盈利企业占比较高。中央经济会议定调经济工作“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”，后续宏观政策仍将保持一定力度，经济及企业基本面有望继续改善，叠加当前股票市场整体估值水

平偏低，中长期仍具备一定的配置价值。另一方面，经济修复仍面临需求不足、预期转弱等多种压力，股票市场整体持续上行动力不足，市场趋势性机会或不大，但结构性机会或仍存，建议关注业绩改善明确、政策支持力度大的板块。

从债券市场看，经济修复仍面临一定挑战下，收益率中枢大幅上行动力依然不足，叠加降成本、地方化债等均需低利率环境，后续货币政策或维持稳中偏松态势，收益率中枢或较2023年进一步下行。从信用债看，目前信用利差已压缩至历史较低水平，2024年或呈低位波动走势，信用债整体趋势性机会较少，可关注化债支持力度较大区域的城投债，同时在房地产销售和融资未出现实质性改善之前，仍需谨慎参与。

从大宗商品看，部分发达经济体经济面临下行风险或削弱原油需求，但供给端仍面临较大的不确定性，或导致原油价格波动幅度较大，叠加地缘政治冲突频发，或进一步放大原油价格的波动性，后续原油价格或主要取决于地缘政治风险以及供给侧的边际变化。黄金方面，后续或仍具有一定的配置价值，总体确定性或较强：一是全球经济增长或有放缓，地缘政治冲突持续，避险情绪下黄金或有所上涨；二是美国货币政策面临转向，流动性转松利好黄金走势；三是各国央行黄金持续购金提供中长期支撑，根据世界黄金协会数据，2023年三季度，全球黄金需求总量同比增长6%，全球黄金投资需求同比增长56%，全球央行净购入黄金337吨、处于历史较高水平。

整体而言，2024年经济延续修复但依然面临多重挑战，股票市场趋势性机会或较小，建议关注业绩改善明确、政策支持力度大的板块；债市收益率中枢或较2023年进一步下行，后续或仍具有一定配置价值；从大宗商品看，在全球经济面临下行风险、地缘政策冲突持续、美联储货币政策面临转向的背景下，更看好黄金配置价值。

## 四、2024年宏观政策展望

2024年经济工作仍需要坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”，并且需要加快稳增长政策的效力释放与效果显现，建议政策在以下八个方面进一步发挥作用：一是宏观政策应加强整体统筹，保持一致性、稳定性、持续性；二是积极的财政政策要适度加力、提质增效，把握政策空间并提高资金效益；三是货币政策灵活适度、精准有效，引导宽信用、支撑价格水平；四是短期稳消费和中长期收入分配改革相结合，释放消费乘数的作用；五是加快培育经济发展新动能，释放新动能的辐射带动作用；六是妥善处置房地产行业风险，促进行业平稳转型；七是稳妥化解地方债务问题，加快构建长效机制；八是进一步深化改革，释放要素市场活力，不断提升全要素生产率。

## 1. 宏观政策应加强整体统筹，保持一致性、稳定性、持续性，加强预期引导、提振信心

在微观主体预期偏弱与信心不足的背景下，一方面，做好经济政策和非经济政策的协同，实现财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策的协调配合，将非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，通过政策合力加大稳预期的力度。另一方面，需持通过一系列稳增长措施，推动经济发展，让各部门感受到增长带来的“真金白银”。同时在过程中要不断的化解风险，从而实现稳预期、稳增长、稳就业的目标。

## 2. 积极的财政政策要适度加力、提质增效，把握政策空间并提高资金效益

### (1) 合理把握政府加杠杆空间，建议赤字率 3.6%、专项债额度 3.7 万亿

2009 年以来，我国持续实施积极的财政政策，但实际执行过程中的“积极”程度仍然存在一定差异，2023 年财政政策有所发力但节奏整体偏慢。2024 年，虽然房地产等重点领域拖累有望减轻、工业生产持续保有韧性，前期政策效果逐步显性等，中国经济有望实现 5% 左右的增长，但当前修复基础仍不牢固，面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等多重挑战，后续仍需政策加力，积极财政需继续发力，进一步合理把握政府部门加杠杆空间。为实现 5% 左右的增长，结合现阶段稳预期、稳增长、增效益的需求，建议赤字率安排 3.6%、新增专项债额度安排 3.7 万亿较为合适。

表 2：2024 年预算赤字及专项债的三种组合

万亿	赤字率	中央政府债务余额	地方政府显性债务余额	中央债务占比	赤字规模	中央赤字	地方赤字	专项债限额	地方政府债务新增额度	政府债务增量	广义赤字率	
2023	3.8%	29.7	40.7	42.2%	4.88	4.16	0.72	3.8	4.52		6.8%	
2024	组合 1	3.8%	34.3	45.7	42.9%	5.13	4.21	0.92	3.4	4.32	8.53	6.3%
	组合 2	3.2%	33.6	46.1	42.2%	4.32	3.54	0.78	4	4.78	8.32	6.2%
	组合 3	3.4%	33.8	46.0	42.4%	4.59	3.76	0.83	3.8	4.63	8.39	6.2%
		<b>3.6%</b>	<b>34.1</b>	<b>45.9</b>	<b>42.6%</b>	<b>4.86</b>	<b>3.99</b>	<b>0.88</b>	<b>3.7</b>	<b>4.58</b>	<b>8.56</b>	<b>6.3%</b>

数据来源：财政部，中诚信国际整理

赤字率建议安排 3.6%，并适当向中央倾斜。一方面，万亿增发国债结转使用、专项债或继续靠前发力的背景下，2024 年初预算赤字率继续安排 3.8% 或以上的必要性不高，可视政策效果、经济修复情况等为后续调升预留一定空间。截至 2023 年底，增发的万亿国债已安排资金超 8000 亿元，预计将在 2024 年初形成较多实物工作量，叠加拟提前下达的新增专项债或继续靠前发力，将对年初基建投资形成一定支撑。因此，2024 年初预算赤字率继续安排 3.8% 或以上的必要性并不高，可较 2023 年小幅下

降，既适度扩大支出规模满足实际需要，又“留有后手”为应对未来可能的风险挑战留出空间。另一方面，稳预期、提信心需求下赤字率不宜从 3.8% 水平骤降，且 3.6% 赤字率对实现 5% 的经济增长目标更为稳妥。参考近两年财政支出中基建投资占比、对 GDP 的影响等，在没有其他工具落地的情况下，赤字率 3.6% 对实现 5% 的经济增长目标更为稳妥。赤字分配可适当向中央倾斜，让更多的宏观调控职责回归本位。

地方政府专项债新增额度建议设定为 3.7 万亿左右。一方面，专项债作为应对经济周期性波动的有力工具以及地方政府补短板、增后劲、带动扩大有效投资的重要手段，新增限额不宜大幅下降，不利于合理引导和稳定市场预期，且难以保障大量存续项目资金接续以及新领域投资需求，掣肘基建投资发力。但另一方面，专项债“一般化”的情况逐步凸显，超七成项目本息覆盖倍数不到 2 倍，地方财政还本付息中专项债占比约六成，过大过快的扩张不利于财政可持续；同时专项债违规使用、闲置挪用等问题仍然存在，短时间内地方基建项目能承载的最大限额可能不到 4 万亿。因此，在基层三保压力较大的背景下，可小幅调降地方政府债券中专项债占比。投向上也需进一步优化，适当向新基建、新型城镇化、绿色发展、消费等有助于调结构、增后劲的领域倾斜，并适当放开作资本金的领域要求，积极探索市政管网、信息基础设施、新能源等资金需求较大、收益保障能力较强、市场化融资更为青睐的领域。

### （2）财政政策应继续前置发力，并适当加快支出节奏

在积极财政政策“适度加力、提质增效”的要求下，财政政策需进一步前置发力，在保障财政支出强度的同时适当加快支出进度。各级财政部门应早谋划、早推动、早落实，在依法合规的前提下及时下拨财政预算资金，加快地方政府债券特别是专项债的发行和使用进度，进一步完善财政资金直达机制，强化多部门统筹协调力度，加快推动稳增长政策效果及时落地见效，更好提升财政政策效能。

### （3）管好用好政府债券，提升“债务-资产”转化效率

一方面，更加重视有效项目储备，合理分配债务限额，从源头保障政府投资有效性。应逐步建立完善政府债券募投项目储备长效机制，持续提升项目储备数量及质量，为大规模的政府债券尤其是专项债早发快用提供有力支撑；同时限额分配应坚持“资金跟着项目走”原则，可适度向经济大省特别是制造业集中地区倾斜，避免弱区域风险进一步累积，并考量资金使用效益，对专项债资金用好用足、产生效益明显的地区积极予以支持，对于确有举债建设需求但债务水平不低的省份，或可小幅弱化当地债务水平在限额分配中的考量，但仍需确保当年与债务风险化解进度相匹配。另一方面，

落实落细常态化严监管举措。用好推进有效投资重大项目协调机制，加强多部门协调，不断完善申报使用机制及配套设施建设；进一步优化政府债券尤其是专项债项目穿透式监测机制、违规使用处罚机制、绩效管理机制，强化项目全生命周期管理，并加强对相关制度落实情况的督查检查，切实发挥制度效能。

### 3. 货币政策灵活适度、精准有效，引导宽信用、支撑价格水平

根据中央经济工作会议的部署，2024年货币政策的“锚”有所变化，更符合现阶段我国经济社会发展的实际诉求。一是更加关注社融，从统计口径来看，社融不包括金融体系内部的资金往来，反映金融体系对实体经济的支持，与实体经济的关系相比M2更加直接，且社融中企业债券融资、表内外融资等对利率的敏感程度都超过M2，更加注重社融可持续较快增长的要求下，首先需要推动信贷合理增长和结构有增有减，并进一步提高直接融资比重；二是对价格“通缩”的关注上升，将以往的“名义经济增速”改为“经济增长和价格水平预期目标”，表明货币政策要同时支持物价回升以及经济增长，尤其是促进物价低位回升。因此2024年货币政策仍需保持一定力度，总量和结构工具需继续发力。

**总量层面**，要继续运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构增强信贷增长的稳定性和可持续性，支撑社融可持续加快增长。与美国等经济体相比，我国存款准备金率、实际利率并不低，货币政策空间较为充足，在经济修复基础尚不稳固、降成本诉求仍存以及宏观债务风险处于高位的背景下，需适时启动降准降息，促进实体融资成本下降。同时，当M2增速相对较高，M1增速仍保持较低水平，表明当前存在一定资金空转的现象，宽货币到宽信用传导路径受阻，后续仍需进一步疏通货币政策传导机制，持续引导宽信用。

**结构层面**，再贷款、PSL等结构工具需继续发力：一方面，可进一步增加再贷款额度，加大对科技创新、制造业、普惠金融、绿色转型等重点领域的支持力度，而对经济拉动作用较弱、有效项目逐步饱和的传统领域，以及债务问题较多的区域如房地产、融资平台等，可减少新增信贷投入；另一方面，2023年12月PSL重启，政策性银行净新增PSL规模3500亿，2024年在保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”有望加快推进的背景下，可进一步增加PSL额度为三大工程提供长期稳定的低成本资金。此外，地方化债需求下，央行可为重点区域适当提供应急流动性贷款支持，但需严格防范地方政府道德风险。

### 4. 短期稳消费和中长期收入分配改革相结合，释放消费乘数的作用

我国居民部门最终消费率仅有 37.17%（2022 年），还有较大提升空间，近年来消费拉动乘数高于固定资产投资乘数，当前阶段稳定与扩大消费应是扩大内需的最主要抓手。

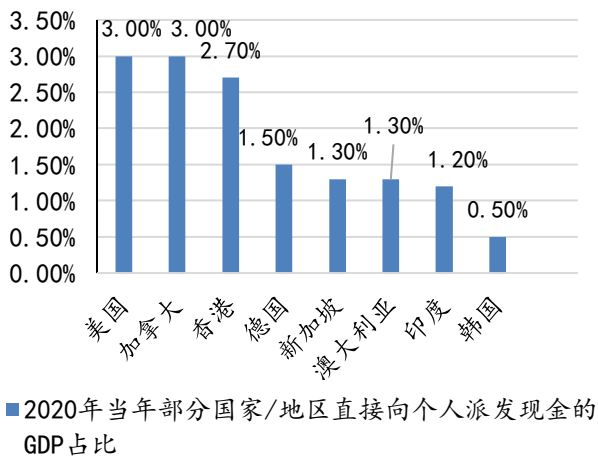
**短期仍建议向低收入群体发放现金或数字货币，特别是针对边际消费倾向比较高的中低收入人群。**2020 年开始许多国家及地区采取了直接向家庭部门派发现金的方式支撑需求及信心，2020 年当年美国、加拿大、香港发放的现金约占其 GDP 的 3%、3% 与 2.7%，德国、新加坡、澳大利亚、印度等国家的派发比例也超过 GDP 的 1%。经我们估算，若针对 4000 万低保人群发放 1000 亿现金类或数字货币补贴，限定时效使用，可以直接撬动 1500 亿新增消费，间接撬动约 5400 亿新增 GDP，拉动经济增长 0.45 个百分点。同时考虑到过往经济发展中农业反哺工业的事实，需要我们进一步考虑对农业和农民的反哺，可以考虑重点向乡村家庭发放 3000 亿现金补贴，约可拉动经济增长 1.35 个百分点。

中期来看，需要调整完善个税体系，包括下调中低档个税税率、延续并加大个税优惠政策力度、研究建立个人与家庭申报相结合的所得税税制等等，以促进中等收入群体的消费能力与意愿。具体来看，一是下调个税税率。我国个税收入增速长期高于居民收入和工资增速，2020 年以来居民部门实际收入进一步受损，建议适当调降个税税率以扩内需、促消费。我国 3%-45% 七档税率自 2011 年以来尚未调整，可对中低档税率进行调降。二是延续并加大个税优惠政策力度。2023 年 8 月财政部、税务总局连续出台了多项个税优惠政策，包括延续实施 4 项既有优惠和提高 3 岁以下婴幼儿照护、子女教育、赡养老人个人所得税专项附加扣除标准，后续建议根据社会经济发展状况、居民收入增速水平等继续出台优惠政策、加大政策力度，及时灵活调整专项附加扣除标准。三是研究建立个人与家庭申报相结合的所得税税制。在充分考虑所得税公平与效率的基础上，研究家庭申报所得税的可行性，制定家庭税率等级调整等配套措施，给纳税人更充分地自主选择权和一定减税降负空间。

长期来看，需要进一步推进收入分配制度改革，有效扩大内需。加大力度调节国民收入的分配结构和居民部门内部的收入结构，特别是提高再分配之后居民的可支配收入占比，并稳妥的缓解当前收入差距过大的问题，从而提高社会平均消费率，发挥消费乘数对经济增长的拉动作用。目前我国居民部门在初次收入分配中的占比要显著低于英、美、德以及巴西等经济体。一方面要通过持续促进民营经济发展增强经济对于就业的带动能力，一方面要通过健全城镇工资合理增长机制、提高农村居民经营性

收入与财产性收入等方式，逐步提高居民部门在初次收入分配中的占比。此外，可支配收入偏低使得家庭部门面对债务所承担的压力偏大，截至2022年底，我国家庭部门还本付息占可支配收入的比重已约达14.3%，与日本持平，也高于其他主要发达国家（韩、英、美、德分别为14.3%、12.6%、7.7%与5.9%）。因此，建议进一步适当降低贷款利率，以减轻居民部门所面临的债务成本与压力。

图 43：其他经济体的现金派发规模较大



数据来源：中诚信国际研究院计算，Wind

图 44：我国居民部门的初次收入分配占比偏低

	居民	非金融企业	金融企业	政府部门
中国 (2020)	62.04	22.46	4.43	11.08
美国 (2021)	89.59	11.74	2.67	4.99
英国 (2021)	75.69	12.86	2.12	9.34
德国 (2021)	71.63	17.93	0.87	9.57
巴西 (2020)	67.71	14.46	3.84	13.99
法国 (2021)	66.99	16.32	1.29	15.41

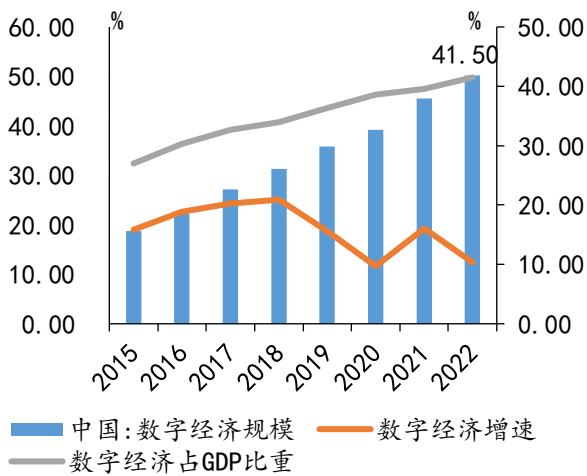
数据来源：中诚信国际整理，Wind

## 5. 加快培育经济发展新动能，释放新动能的辐射带动作用

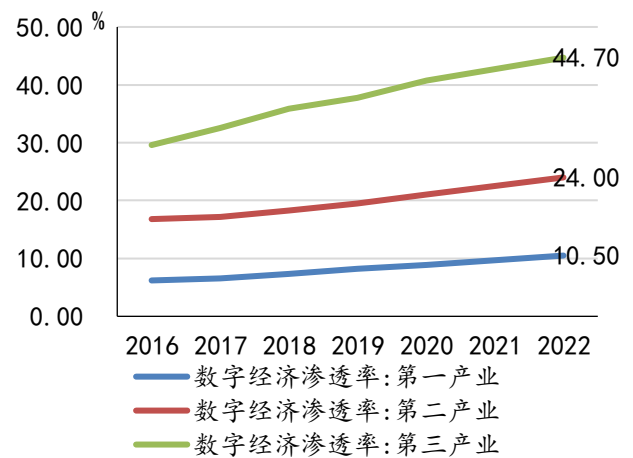
中央经济工作会议将建设以科技创新引领现代化产业体系作为2024年经济工作的首要内容，提出要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。在当前我国经济发展新旧动能转换的关键期，建议：一是通过包容性监管、优化营商环境，激发新业态、新模式、新行业的积极性。针对新业态、新模式，深化包容审慎监管，营造宽松包容的创业氛围，优化公平透明的法治化营商环境，为新行业发展提供良好的政策环境；持续优化政府与市场的关系，进一步优化营商环境，发挥市场在资源配置中的基础性与决定性作用，真正做到“政府的归政府、市场的归市场”，为迈向高质量发展积蓄力量。二是鼓励数字经济与其他产业、行业与企业持续融合升级，发挥数字经济的辐射带动作用。2022年，我国数字经济规模达到50.2万亿元，占GDP比重达到41.5%，位居世界第二位，仅次于美国。从占比看，英国、德国、美国数字经济占GDP比重均超过65%。建议加强关键核心技术攻关，对量子计算、未来网络等前沿技术进行提前布局，加快对关键基础软件、高端芯片、通用处理器等领域的研发突破，提升物联网、区块链、工业互联网



等创新能力；促进数字经济和实体经济深度融合发展，推动智慧工厂、智慧供应链、智能车间等智能制造的建设；持续推动数字产业化升级，集中优势力量做大做强5G、物联网、大数据等数字产业，深入挖掘区块链、人工智能等领域的发展潜力。三是支持装备制造业设备更新等相关投资，加强高端制造业产业链条的协同促进，加强装备制造对相关服务业和相关消费的带动。2023年，受益于机械和汽车稳增长政策加快落地见效，装备制造业加速恢复，对全部规模以上工业增长的贡献率超四成。后续建议加大对装备制造业转型升级的支持力度，延续发展新动能。

**图 45：我国数字经济规模占 GDP 比重持续上升**


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

**图 46：数字经济对一二三产业的渗透率上升**


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## 6. 妥善处置房地产行业风险，促进行业平稳转型

打破居民和市场对地产的预期偏弱、信心不足，仍需要需求端政策发力，提高居民收入的同时进一步打开需求端限制性政策，释放刚性和改善性需求。建议继续在核心一二线城市推行取消限购限贷、降低首付比例、下调存量房贷利率、提高公积金贷款额度、放松落户限制、加大人才引进等措施，进而全面放开限购限贷政策，加大对改善性住房需求的信贷支持、政策支持等。如果后续核心一线城市房市限制性政策或进一步打开，高能级城市购房需求将形成一定支撑，以及城中村改造逐步落地可直接贡献新房销售，则2024年全年销售面积或将维持在10万亿平方米左右，在房价趋向平稳的情况下，销售面积与销售额同比仅下滑5个百分点。通过一线城市房市修复带动二三线城市房市企稳，但并不意味着要走“老路”，中长期还是要妥善引导房地产行业平稳转型。

加快推进“三大工程”落地，为房地产行业打开新的可持续增量空间。积极推动城中村改造和保障性住房建设，据中诚信国际测算，保守估计，本轮城中村改造面积预估接近10万平，总投资规模5.4万亿元；假设2024年城中村改造相关投资额达到6000亿元、保租房建设套数小幅增加至260万套、棚改安置住房延续下滑至160万套，则可形成12814亿元投资额，对2024年房地产投资贡献率达到12%。同时，建议逐步完善“三大工程”落地的配套政策，加大对房企参与保障性住房、租赁住房建设的政策支持力度，在税收、信贷、土地供应等方面给予政策优惠；完善住房保障基础性制度和支持政策，推行“租售同权”，适当提升核心大中城市的公共服务投入，逐步扩大惠及范围；还可借鉴美国租房券项目经验，加大对低收入群体、青年群体租房补贴力度；推进保障性租赁住房REITs试点，逐步拓展参与主体与试点资产范围，加强以房企为主的市场化发行REITs支持。

表3：2023年-2024年棚户区改造和保租房建设及其对投资拉动作用预测

	保租房	棚改安置住房
预估2023年建设数量	250万套	170万套
完成开发投资额	1875亿元	5168亿元
合计对2023年房地产投资贡献	5.9%	
预估2024年建设数量	260万套	160万套
完成开发投资额	1950亿元	4864亿元
合计对2024年房地产投资贡献	6.4%	

针对房地产行业流动性风险，后续需进一步加大金融支持力度。适度调整房地产信贷政策，稳定房地产开发贷款投放，对正常经营的房地产企业“不惜贷、抽贷、断贷”；加快推进房地产贷款的“三个不低于”政策落地，增强银行关于房地产融资支持的窗口指导，着力缓解房企流动性不足与信用问题，尤其是解决非国有房企融资难问题；继续用好债券融资增信工具，鼓励房企发债缓解流动性压力，支持房地产企业通过资本市场合理股权融资；对于优质房企，持续推进《改善优质房企资产负债表计划行动方案》落地实施，围绕“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面，有效防范化解优质头部房企风险、改善资产负债状况。

针对房地产不良资产和债务风险，一是建立主办银行制度统筹推进房地产债务处置工作。由对房地产企业贷款最多的商业银行承担该房企的主办银行角色，通过建立金融机构之间的信息共享和协作机制，梳理出险房企资产和负债情况，牵头金融机构开展违约房企分类处置。对于资产优质、专注主业、合规经营的房企发生暂时性资金链短缺，主办银行牵头协调其他相关银行和金融机构，按市场化原则推进展期、调整还款安排、新发贷款、处置资产偿还借款等安排；对于资不抵债、失去经营能力的房

企，按照法治化、市场化原则出清，加快优胜劣汰，弱化房地产市场风险水平。二是设立专门的房地产不良资产管理机构，发挥政策性金融资产管理公司职能。从国际经验看，为避免金融风险进一步扩散，政府部门通常会设立专门的不良资产管理机构，例如美国重组托管公司、韩国资产管理公司、日本产业再生机构。建议在主银行制度基础上，由政府部门设立专属的不良资产管理机构，牵头房地产不良资产处置工作，发挥政策性金融资产管理公司职能，通过债务重组、债转股、破产清算/重整、债券转让、资产证券化、司法清收、现金清收等传统不良资产处置方式，最大程度降低房地产不良资产风险。三是引入市场化机构共同参与，丰富资产处置手段及机制。秉持市场化、法制化原则，通过引入秃鹫基金等具有不良资产处置经验的专业机构共同参与违约债务处置，充分利用其成熟的处置经验、技术和资源，解决资本结构、资产运营等问题。在传统不良资产处置手段和机制基础上，进一步丰富资产处置机制，包括但不限于拍卖、协议转让、大宗出售、创新金融产品等多元化处置方式，实现公共和市场机制的有机结合。四是盘活存量资产用于保障房建设，推动房地产向新发展模式转型发展。从国际经验看，美国重组信托公司（RTC）在化解房地产债务风险的同时，还将不良资产处置盘活为经济适用房，有效解决了中低收入家庭住房难题。存量资产盘活作为保障性住房建设的重要补充，不但有助于提高资产的价值，促使资源更有效地流通和利用，为房地产债务风险化解提供新方向，更是加快构建房地产发展新模式、推进保障性住房建设等“三大工程”的重要路径。

长期来看，“稳地价”无疑是“稳房价”的基础，完善土地供给制度是构成房地产市场长效机制的关键环节。当前土地供应以工业用地为主，占比超过60%，但对土地收入贡献仅10%，住宅用地供给占比不足两成，对土地出让贡献却超过70%。建议科学合理把握土地供应节奏、结构，根据人口、产业分布适当增加重点区域住宅用地供给。同时，优化存量用地盘活机制，推动集体地入市，有效盘活存量闲置、低效、破碎化土地，推进农村集体经营性建设用地与国有建设用地同等入市、同权同价，提高土地要素配置效率。

## 7. 稳妥化解地方债务问题，加快构建长效机制

目前我国地方债务总体风险可控，但结构性及区域性风险仍较突出。随着“一揽子化债”推进，市场情绪大幅缓和，高风险区域阶段性流动性风险有所缓释，但仍需动态关注政策效果，并视情况适时调整优化。整体看，地方债务化解需把控好短期和中长期的关系。短期应持续推进控增化存，以时间换空间为抓手加快推进债务置换重

组，并通过积极盘活存量资产、发挥股权财政及地方国企作用、压降宏观债务成本等缓释流动性风险；同时还应保持宏观政策的连续性、稳定性、一致性，地方化债不应由政府支出力度形成过度制约，结合当前经济形势，政府部门仍需继续发力稳增长，保持一定支出强度，一方面保证存量项目资金接续和建设、避免烂尾，另一方面合理适度确定新增投资规模，投向应与高质量发展目标相契合。中长期要注重构建债务长效机制，中央金融工作会议提出构建两个新机制，在当前经济发展处于新旧动能转换的关键时期，构建长效机制需重视完善三大机制，即债务形成机制、债务治理机制、协调监管机制，并重点做好四方面工作：一是在发展中解决问题，持续深化新旧动能转化；二是持续推进财税体制改革，在更多领域更大范围推进事权及支出责任改革，促进各级权责利匹配；三是构建债务管理长效机制，加快推动债务合并监管，并从合并口径控制债务增量、优化结构与成本，完善信息披露、风险预警、政绩考核等机制；四是处理好政府和市场的关系，合理优化公共财政投资方向，推动地方政府由生产型政府向服务型政府转变，并促进市场机制进一步发挥。从而促使地方债务发展逐步达到与经济增速相称、与政府财力相符、结构与效率相配的平衡。

## 8. 进一步深化改革，释放要素市场活力，不断提升全要素生产率

改革以来，我国经济增长的成就离不开改革与开放对于全要素生产率的提升，但与美英日等主要国家相比，我国全要素生产率有较大提升空间。当前推进要素市场改革是促进全要素生产率提升的重要方向。一是推进要素市场化改革，建议深化土地、劳动力、资本、数据等要素市场化配置改革，打破我国要素流动不畅、资源配置效率不高的问题，如优化土地供给结构、深化户籍制度改革、明确资本在市场中的作用、培育数据要素市场等，引导资源和生产要素向高效率部门流动。

二是将供给侧改革与扩大内需战略有机结合，通过供给侧结构性改革推动产业升级。发挥超大规模市场优势以及高技术制造业的辐射带动作用，对云计算、大数据、物联网、工业互联网、区块链、人工智能、虚拟现实和增强现实等重点数字经济行业，通过供给侧结构性改革加大资源倾斜，推动产业升级和制造升级，通过高水平、高质量的再工业化扩大投资需求，还可以较好的改善居民部门生活、居住与出行水平。同时，通过供给侧结构性改革推动消费升级，在养老、医疗、文娱等短板领域增加高质量供给引导消费。

三是取消所有制区分，优化营商环境，释放市场主体尤其是民营经济的活力。充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，特别是依法保护民营企业产权和企业家权益，

促进全国统一大市场的建设，优化公平竞争环境，建立科学规范的市场监管体系，更好发挥政府作用；纠偏所有制歧视，改变行业准入、项目招标、资金获取、国家安全等方面事实上存在的有悖公平竞争的潜规则，以此作为营商环境建设的重要内容；取消所有制区分，不再区分国企民企，改为按规模、行业、技术类型等特性划分企业，并以这些特性制定相关政策；支持民企通过资本融合等方式进入更多市场领域；重视国企效益考核，有序清退低效的僵尸国企，等等。

**四是增强创新在经济发展中的驱动作用。**强化企业创新主体地位，通过税收优惠政策或科技奖励项目，鼓励企业设立研发机构、增加研发资金投入；支持大中型企业联合产业链上下游有优势有条件的企业、科研院所组建创新联合体或创新联盟，加强产业链共性技术攻关，制定行业技术标准，推动产业链上中下游融通创新；鼓励企业承担国家重大科技专项、重点研发计划、自然科学基金等省级以上重大科技项目和关键产品攻关，全面落实现有奖补外，在人才计划、职称评审等方面优先支持研发团队。对于暂时卡脖子的领域，加大对外经贸往来，利用市场博弈获取外部支持，加大创新研发；围绕重点产业链布局创新链，加快攻克关键核心技术，促进产业链迭代升级，提升产业体系自主可控和安全可靠水平。对于有替代空间的领域，逐步实现国产替代，保障经济安全。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO 号楼  
邮编：100020  
电话：（86010）66428877  
传真：（86010）66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT  
RATINGCO.,LTD  
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,  
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,  
Dongchengdistrict, Beijing, 100020  
TEL: ( 86010 ) 66428877  
FAX: ( 86010 ) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>