

# 宏观经济信用观察

(二〇二三年年报)

## 经济顶住内外压力 长期向好趋势未变

### 主要经济指标情况

指标名称	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2023 全年
GDP 当季值(万亿元)	28.5	30.8	32.0	34.8	126.1
GDP 当季同比(%)	4.5	6.3	4.9	5.2	5.2
工业增加值增速(%)	3.0	3.8	4.0	4.6	4.6
固定资产投资增速(%)	5.1	3.8	3.1	3.0	3.0
房地产投资增速(%)	-5.8	-7.9	-9.1	-9.6	-9.6
基建投资增速(%)	8.8	7.2	6.2	5.9	5.9
制造业投资增速(%)	7.0	6.0	6.2	6.5	6.5
社零增速(%)	5.8	8.2	6.8	7.2	7.2
出口总额增速(%)	-1.8	-3.4	-5.7	-4.6	-4.6
进口总额增速(%)	-7.0	-6.9	-7.5	-5.5	-5.5
CPI 涨幅(%)	1.3	0.7	0.4	0.2	0.2
PPI 涨幅(%)	-1.6	-3.1	-3.1	-3.0	-3.0
财政收入增速(%)	0.5	13.3	8.9	6.4	6.4
财政支出增速(%)	6.8	3.9	3.9	5.4	5.4
调查失业率均值(%)	5.5	5.2	5.2	5.0	5.2
社融存量增速(%)	10.0	9.0	9.0	9.5	9.5

注：1.GDP 当季值按现价计算，同比增速按不变价格计算；2.工业增加值、固定资产投资、社零（社会消费品零售总额）、进出口、价格指数、财政收支（一般公共预算收支）数据均为累计同比增速，基建投资不含电力；3.调查失业率为季度均值；4.社融存量增速为期末值；5.出口、进口数据均以美元计价

数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

### 摘要：

- 2023 年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，国内改革发展稳定任务依然繁重，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险，中国经济回升向好，主要预期目标圆满实现。初步核算，全年 GDP 按不变价格计算，比上年增长 5.2%。一季度同比增长 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%。展望 2024 年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本面未变，绿色经济、数字经济蓬勃发展，积极财政支撑经济跨周期发展。
- 信用环境方面，2023 年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱，且企业债券融资有所收缩。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。展望 2024 年，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，市场货币供应量仍将保持充足，宽松信用环境关键仍在于为房地产的供需双方提供流动性支持。
- 政策环境方面，2023 年，宏观政策落实中央经济工作会议以及 4 月、7 月中央政治局会议精神，聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面；四季度，宏观政策加强逆周期调控力度，发行特别国债和特殊再融资债券，以积极财政支持经济跨周期发展。展望 2024 年，宏观政策将聚焦于高质量发展，加大逆周期调控力度，适时适度推出调控政策工具，落实中央经济工作会议精神，突出资本市场建设在经济建设中的重要性。

联合资信研究中心

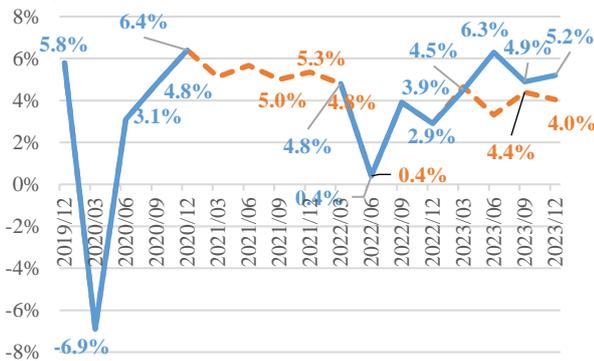
张 振 [zhangzhen@lhratings.com](mailto:zhangzhen@lhratings.com)



## 一、宏观经济与行业运行情况

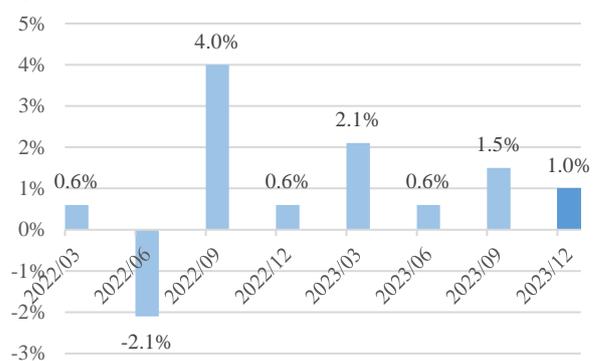
2023年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，中东局势不确定性上升干扰世界经济恢复进程。国内改革发展稳定任务依然繁重，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险。中国经济回升向好，供给需求稳步改善，转型升级积极推进，就业物价总体稳定，民生保障有力有效，高质量发展扎实推进，主要预期目标圆满实现。初步核算，全年GDP按不变价格计算，比上年增长5.2%。分产业看，第一产业增加值增长4.1%、第二产业增加值增长4.7%、第三产业增加值增长5.8%。分季度看，一季度同比增长4.5%、二季度增长6.3%、三季度增长4.9%、四季度增长5.2%。四季度GDP环比增长1.0%，两年平均增速<sup>1</sup>4.0%，边际增长动能较三季度有所减弱。根据中央经济工作会议精神，未来还需要加大宏观调控力度，以进促稳，统筹经济政策和非经济政策，提振信心。

图1. GDP 当季同比增速情况（不变价）



注：图中虚线部分数据为两年平均增速，下同  
 数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2. GDP 当季季调环比增速情况（不变价）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2024年是实施“十四五”规划的关键一年，面临的机遇要大于挑战，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变，支撑中国经济高质量发展的要素条件在不断积累增多。消费有望保持韧性，依然是经济增长的主要拉动力，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长；同时，绿色经济、数字经济仍将继续蓬勃发展。2024年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，突出逆周期和跨周期调节功能，财政方面预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在3.5%左右，不排除年内继续追加财政预算的可能性。总体看，2024年全年中国经济增长预期将维持在5%左右。

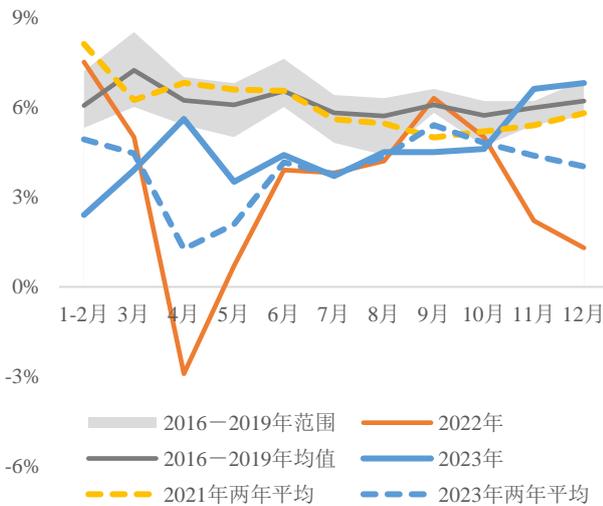
### 1. 生产端：工业生产稳步回升，服务业增长较快

**工业生产稳步回升，装备制造业增长较快。**2023年全国规模以上工业增加值比上年增长4.6%。分三

<sup>1</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，本文使用两年平均增速（几何平均增长率）对部分受基数效应影响较大的指标进行分析，如工业生产、服务消费等相关领域指标。

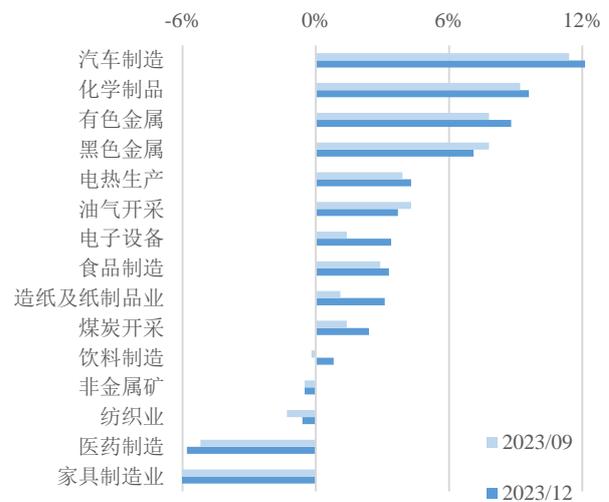
大门类看，采矿业增加值增长 2.3%，制造业增长 5.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.3%。装备制造业增加值增长 6.8%，增速比规模以上工业增加值快 2.2 个百分点。分产品看，太阳能电池、新能源汽车、发电机组（发电设备）产品产量分别增长 54.0%、30.3%、28.5%。分行业看，汽车制造、化学制品、有色金属增加值累计同比增速达到 13.0%、9.6%、8.8%，是主要的拉动型行业。受房地产低迷影响，家具制造业增加值累计同比下降 6.7%，是主要的拖累项。全球疫情消散，医疗器材需求降低，医药制造增加值累计同比降幅较大。

图3. 工业增加值当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4. 主要工业行业增加值累计同比增速<sup>2</sup>情况



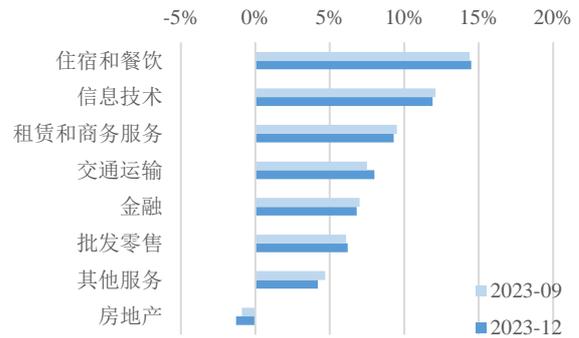
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

**服务业增长较快，接触型聚集型服务业明显改善。**全年服务业增加值比上年增长 5.8%。其中，住宿和餐饮业增长 14.5%，信息传输、软件和信息技术服务业增长 11.9%，租赁和商务服务业增长 9.3%，交通运输、仓储和邮政业增长 8.0%，金融业增长 6.8%，批发和零售业增长 6.2%。房地产行业增加值比去年下降 1.3%，是主要的拖累项，并且 2023 年四季度下降程度较三季度有所扩大，房地产行业增加值的底部还处在形成过程中。2023 年 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%。

<sup>2</sup>图中有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业；电热生产为电力、热力的生产和供应；油气开采为石油和天然气开采业；煤炭开采为煤炭开采和洗选业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业，下同。

**图5. 服务业生产指数当月同比增速情况**


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

**图6. 服务业增加值累计同比增速<sup>3</sup>**


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

## 2. 需求端：房地产投资回落大背景下，逆周期调控支撑需求全年走势

**剔除价格因素后固定资产投资保持强劲增长。**2023年，全国固定资产投资（不含农户）50.30万亿元，比上年增长3.0%，增速较2022年下降2.1个百分点；扣除价格因素影响，增长6.4%。

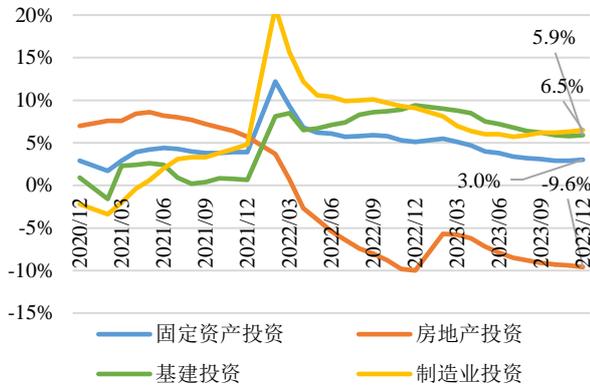
**房地产投资延续回落态势，2024年房地产销售有望企稳。**2023年，房地产市场处在调整转型过程中。地产投资、销售等指标降幅收窄。其中，全年房地产开发投资比上年下降9.6%，降幅比上年收窄0.4个百分点，逐月看呈降幅扩大趋势，房地产投资增速下行符合房地产库存去化的整体行业周期；全国商品房销售面积比上年下降8.5%，销售额下降6.5%，但降幅分别比上年大幅收窄15.8和20.2个百分点，销售降幅大幅收窄，说明市场销售底部极有可能在2024年形成。2023年8月份以来，新建商品住宅网签备案量整体回升，销售节奏加快，房地产企业流动性危机得到缓解，有力助推了“保交楼”。2023年，房地产开发企业竣工房屋面积比上年增长17%，“保交楼”效果持续显现。随着一手房、二手房价格调整越发灵活，房地产供需关系正逐步向均衡点移动。预计，2024年房地产销售将形成市场底部，在这一销售水平上，房地产库存逐步去化。在“三大工程”的助力下，2024年房地产投资增速也有望企稳，在市场销售筑底同时，不至于对房地产相关产业链带来较大冲击。

**基建和制造业投资成为逆周期调控的重要抓手。**2023年，基础设施投资比上年增长5.9%，制造业投资增长6.5%。其中，高技术制造业、高技术服务业投资分别增长9.9%、11.4%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长18.4%、14.5%、11.1%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、电子商务服务业投资分别增长31.8%、29.2%。2023年增发1万亿元特别国债将集中在2024年一季度形成实物工作量，叠加政府专项债提前下达及发行，基建投资将延续2023年12月的上升趋势，在2024年上半年呈现积极扩张态势。随着出口形势改善，与制造业半成品相关的设备投资增速将企稳回升；财政支持制造业设备更新改造、高科技企业创新发展的政策将继续加码；数字经济算力供给缺口依然呈现扩大趋势，绿色转型要求的能源投资、碳捕捉技术投资依然存在

<sup>3</sup>图中信息技术全称为信息传输、软件和信息技术服务业；交通运输全称为交通运输、仓储和邮政业。

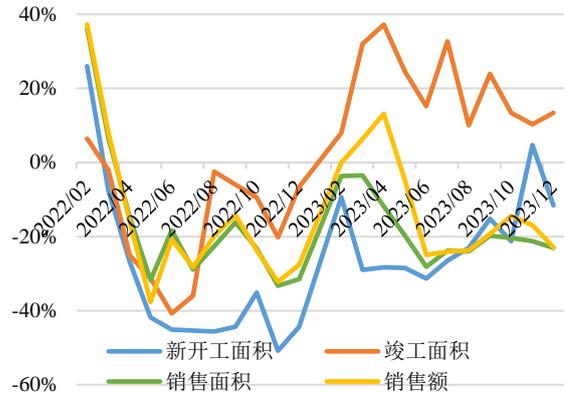
设备和技术缺口，上述因素将支撑制造业投资保持快速增长态势。

图7. 固定资产投资累计同比增速情况



注：2021年数据为两年平均增速，基建投资不含电力  
 数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

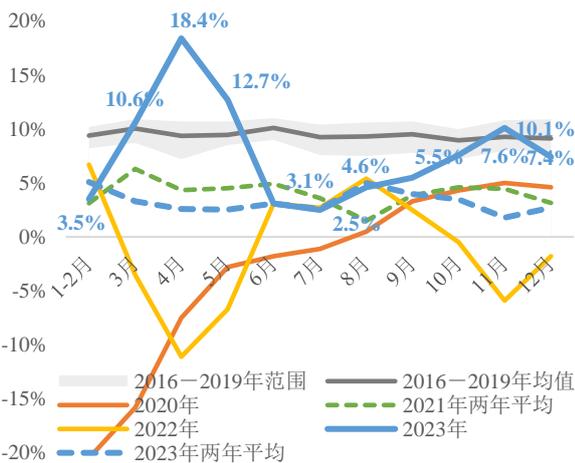
图8. 房地产主要指标当月同比增速情况



注：2021年数据为两年平均增速  
 数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

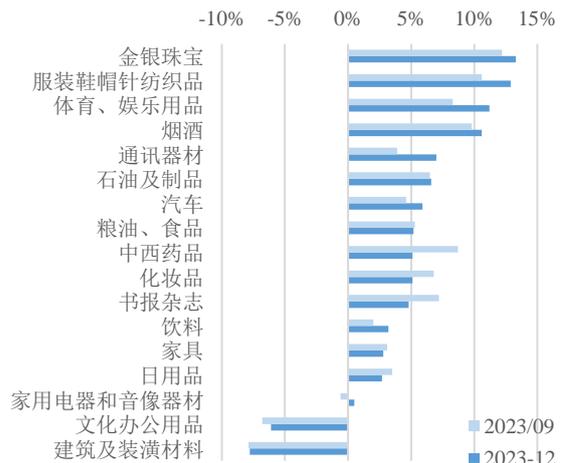
**消费呈现恢复态势，是全年经济增长的主要拉动力。**2023年，受基数效应影响，全年社会消费品零售总额比上年增长7.2%，最终消费支出拉动经济增长4.3个百分点，比上年提高3.1个百分点；对经济增长的贡献率为82.5%，提高了43.1个百分点，消费重新成为经济增长主动力。服务消费较快回暖，服务零售额比上年增长20%，快于商品零售额14.2个百分点；居民人均服务性消费支出增长14.4%，占居民人均消费支出的比重达到45.2%，比上年提升2个百分点。2023年12月，社会消费品零售总额同比增长7.4%。其中商品零售同比增长4.8%，呈边际下降态势，宏观调控还应保持积极态势，稳定社会预期，提振商品消费。展望2024年，随着宏观调控加力，居民信心将逐步改善，居民消费整体恢复状态有望延续，餐饮、金银珠宝、体育、娱乐或将继续保持高增长态势。

图9. 社零当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图10. 主要商品零售额累计同比增速情况

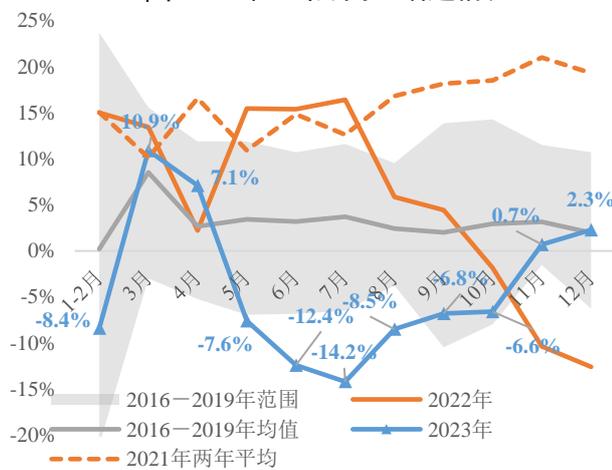


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

**以美元计价的出口同比增速较去年高位回落。**以美元计价，2023年中国出口额同比下降4.6%，增速比上年同期下滑10.2个百分点，与全球经济贸易减速态势相对应。2023年，全球经济下行，需求量整体下降，以芯片为代表的商品贸易量大幅下滑；市场情绪起伏不定，金融环境风险大，汇率浮动也压制了外贸

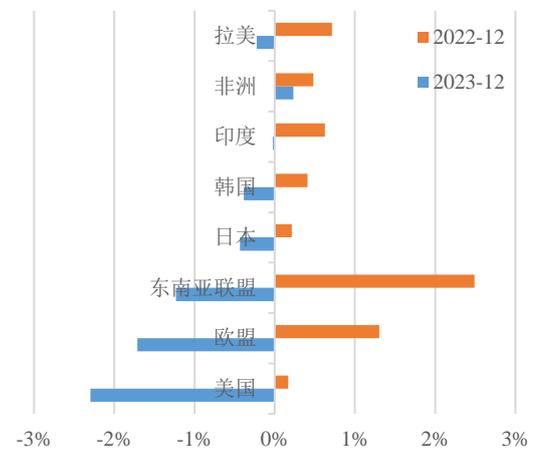
企业的积极性。需要指出的是，在外需走弱背景下，2023年中国出口份额仍保持相对高位，显示中国出口竞争力继续领先全球，主要有两方面因素支撑。一方面以新能源汽车、光伏、电池为代表的出口“新三样”竞争力显著增强；另一方面，“一带一路”沿线市场贸易便利化程度不断提高，双边贸易快速增长，成功对冲了中国在美、欧等发达经济体市场份额下降带来的部分影响。中国与俄罗斯双边贸易迎来历史性机遇。2023年11月、12月出口增速已经连续两个月上涨，边际呈现上升态势。展望2024年，中国外部贸易环境有利因素多于不利因素，出口增速将延续恢复态势，全年出口增速有望正增长，特别是在非洲等市场步入加速发展的阶段。

图11. 出口当月同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图12. 主要出口国家累计对出口同比拉动情况



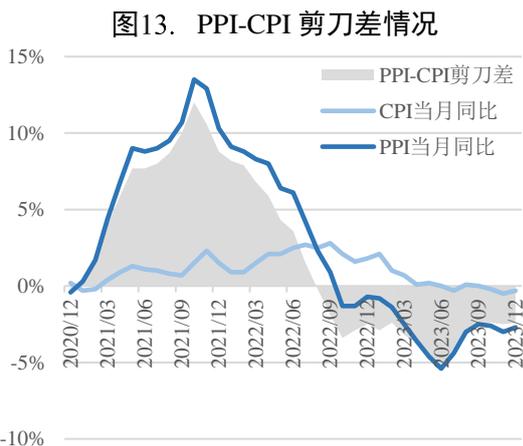
数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

### 3. 价格：全年价格呈现回落态势，表现较弱

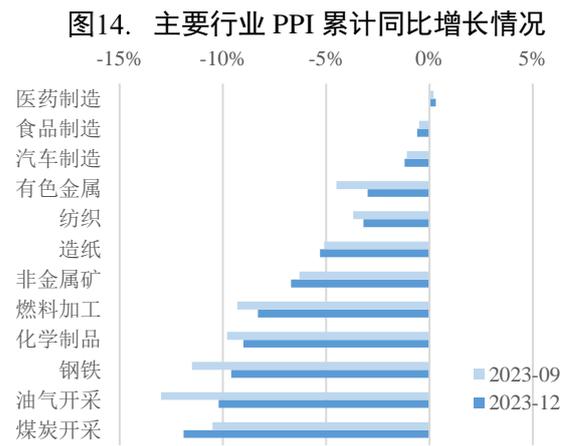
**CPI 涨幅波动回落，全年价格表现弱势。**2023年CPI上涨0.2%，并未出现年初预期的通胀回升现象。一方面原因是猪肉供给充足、产能集中释放对食品价格上涨形成一定压制；另一方面，全球大宗商品价格快速下行，导致生活资料价格涨幅有限。此外，核心通胀虽然平稳运行，但整体水平处于历史偏低的位置，反映出居民消费需求仍旧不足。2023年10月、11月、12月CPI同比分别下降0.2%、0.5%、0.3%，连续三个月负增长，成为2023年表现最弱的一个季度。国家统计局在新闻发布会上表示，价格录得全年较差走势，主要是结构性的和阶段性的。从2023年整体走势来看，CPI呈现波动下降趋势，在一定程度上受到了房地产价格回落的影响，体现了经济内需不足。展望2024年，房地产供需关系还在调整过程中，价格整体走势仍然面临较大下行压力，需要在消费和货币两个方向共同发力，提振价格走势。中央经济工作会议在部署2024年经济建设工作时，明确指出要推动消费从恢复性增长转向持续扩张。随着经济有利因素不断显现，不断增加的居民信心将提振汽车、电子产品等大宗消费。货币政策方面，随着美联储步入降息周期，全球流动性有望迎来宽松节点，有利于中国金融环境的放松，降准、降息等货币工具有望实施，资产价格存在上行空间。

**基数效应叠加库存压力，PPI 同比持续为负。**2023 年 PPI 比上年下降 3.0%，相较 2022 年 PPI 同比上涨 4.1% 出现大幅下滑。一方面原因是 2022 年基数较高，2023 年大宗商品价格回落，国际油价持续下行；另一方面，因为房地产领域存在一定库存累积现象，与之相关的生产资料处于供给过剩状态。但是从全年趋势来看，PPI 没有延续持续回落态势，进入四季度之后，PPI 降幅明显收窄。2023 年 PPI 由 1 月同比下降 0.8% 回落至 6 月的同比下降 5.4%，之后降幅收窄至 12 月同比下降 2.7%。2023 年四季度 PPI 降幅已趋于稳定。展望 2024 年，PPI 向上有利因素多于不利因素，在特别国债和专项债支撑下，基建投资加速，有望拉动一季度 PPI 同比增速转正。

2023 年 CPI 和 PPI 同比表现持续低于预期，四季度 CPI 同比再度转负，与之伴随的是 12 月商品消费增速、房地产成交数据等经济指标的边际放缓，这些都表明内需不足、金融资产价格下行下的货币紧缩压制了经济整体价格走势。2024 年整体价格走势需要积极的财政环境，以及灵活适度的货币流动性支持。广义财政要在支持投资、化解债务、减费降税上继续发力，货币政策要积极为托底资产价格提供流动性支持。



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

**汇率方面，2023 年人民币对美元即期汇率整体呈波动贬值走势。**2023 年，人民币对美元呈现由强及弱、进而回调企稳的波动贬值态势。具体看，年初受国内经济内生动能强驱动，人民币对美元维持强势；2 月起受以房地产风险逐步暴露、美联储加息周期等因素影响，人民币对美元逐步走弱，叠加国内降准、降息措施而降至阶段性低点；四季度美元兑离岸人民币汇率的大幅调整主要集中在 11 月，受美联储加息周期结束影响 11 月美元指数回落，以及中国经济延续恢复增长态势都有利支撑了人民币走强。总体看，人民币贬值压力主要来自三个方面：一是美元处于强周期。由于美联储连续加息缩表，造成美国利率攀升，中美利差拉大。二是中国经济增长预期减弱，特别是房地产相关供需关系仍处于深度调整之中。三是由于物价超预期走弱，房地产、证券等资产价格回落趋势明显，企业与居民资产负债表收缩压力向金融机构传导，中小银行、城投平台等国内系统性金融风险上升，降低国内外投资者对人民币资产的信心和预期。

2024 年，上述因素都有望缓解，积极有利因素不断增多，人民币贬值压力有望缓解，稳中有升。具体看，美元大概率进入降息周期，世界货币流动性将迎来宽松周期；中央经济工作会议指出，2024 年面对国

内错综复杂的发展改革任务，要发挥积极财政和稳健货币的宏观调控作用，引导社会整体的价格预期，2023年底中央果断追加财政预算，稳定经济增速，这一政策工具将提振市场长期信心；在面对房地产、股票等资产价格调整过程中，主要商业银行资产负债表稳健，央行有货币政策空间为稳定资产价格提供流动性支持；2024年，房地产与地方政府债务将延续2023年调整方针，缓解市场风险，增加市场信心；从2024年的中国国际收支格局来看，经常账户可能继续承压，但金融账户可能会有明显改善，FDI有望重新流入，证券投资和其他投资的短期资本外流也有望缓解。

图15. 人民币汇率和美元指数走势

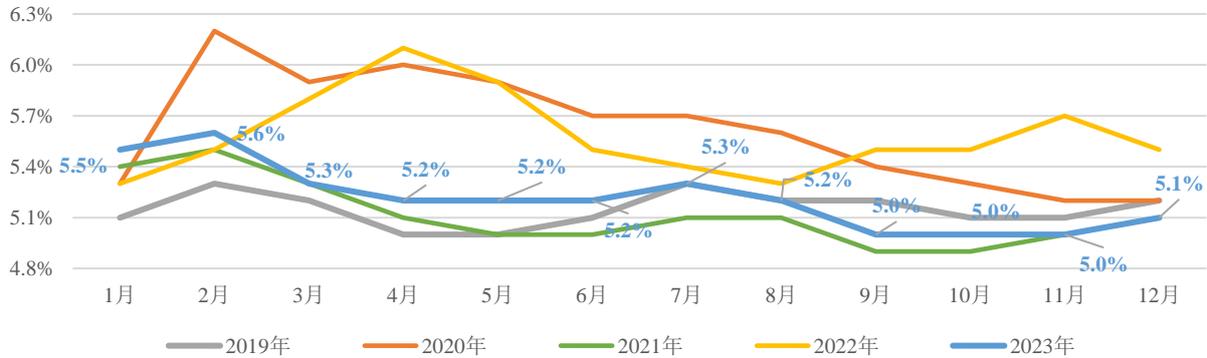


数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

#### 4. 就业：就业形势逐季改善

2023年，各地区各部门坚持就业优先，优化调整稳就业政策措施，全力稳住就业大局，就业形势总体改善。分季度来看，全国城镇调查失业率各季度平均值分别是5.5%、5.2%、5.2%、5.0%，就业逐季改善的态势比较明显。2023年，农民工总量达到29753万人，比上年增加191万人，外来农业户籍人口城镇调查失业率均值是4.9%，比上年下降0.7个百分点。展望2024年，就业形势压力依然存在，部分群体、部分行业就业的结构性矛盾问题仍会比较突出。但是，中央经济工作会议要求稳中求进、以进促稳、先立后破，社会预期将得到有效提振，民间投资加速上涨将创造众多新型岗位，服务业或将延续2023年高增速趋势，稳就业的积极因素不断积累，中国就业形势有望保持稳定。

图16. 城镇调查失业率



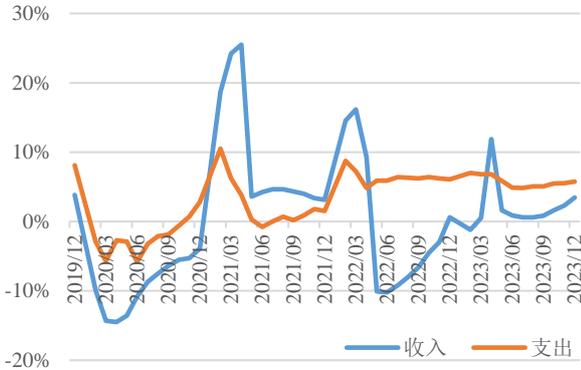
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

## 5. 财政：积极财政支持宏观逆周期调控

2023 年全年，全国一般财政收入 21.68 万亿元，同比增长 6.4%。其中，税收收入 18.11 万亿元，同比增长 8.7%；非税收入 3.57 万亿元，同比下降 3.7%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入 9.96 万亿元，同比增长 4.9%；地方一般公共预算本级收入 11.72 万亿元，同比增长 7.8%。2023 年全年，全国一般财政支出 27.46 万亿元，同比增长 5.4%，分中央和地方看，中央一般公共预算本级支出 3.82 万亿元，同比增长 7.4%；地方一般公共预算支出 23.64 万亿元，同比增长 5.1%。2023 年年初，财政赤字率按 3% 安排。为支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力建设，第四季度增发 1 万亿元特别国债，全部通过转移支付安排给地方。中央财政通过追加财政预算，发行特别国债，专项债提前发行等相关财政工具集中出台，有力支撑了四季度财政支出强度。

政府性基金收入方面，2023 年，政府性基金收入同比下降 9.2%。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入 4418 亿元，同比增长 7.1%；地方政府性基金预算本级收入 66287 亿元，同比下降 10.1%，其中国有土地使用权出让收入 57996 亿元，同比下降 13.2%。土地出让收入下降幅度较大，对地方财政收支平衡带来了较大压力。随着房地产在宏观调控下企稳，该问题有望在 2024 年缓解。2023 年，政府性基金支出同比下降 8.4%。分中央和地方看，中央政府性基金预算本级支出 4851 亿元，同比下降 12.5%；地方政府性基金预算支出 96488 亿元，同比下降 8.2%，其中国有土地使用权出让收入相关支出 55407 亿元，同比下降 13.2%。

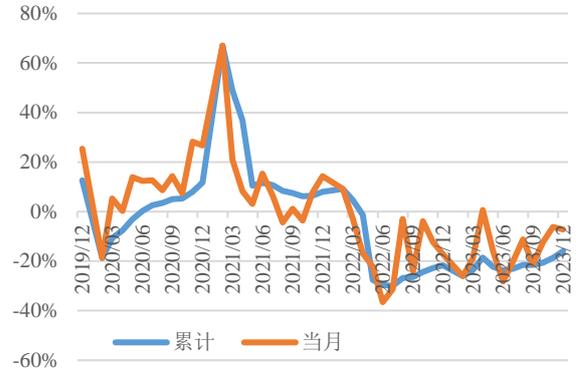
图17. 一般公共预算收支累计同比增长情况



注：2021年、2023年数据为两年平均增速

数据来源：Wind，联合资信整理

图18. 地方政府性基金收入同比增长情况



注：2021年、2023年数据为两年平均增速

数据来源：Wind，联合资信整理

## 二、宏观信用环境

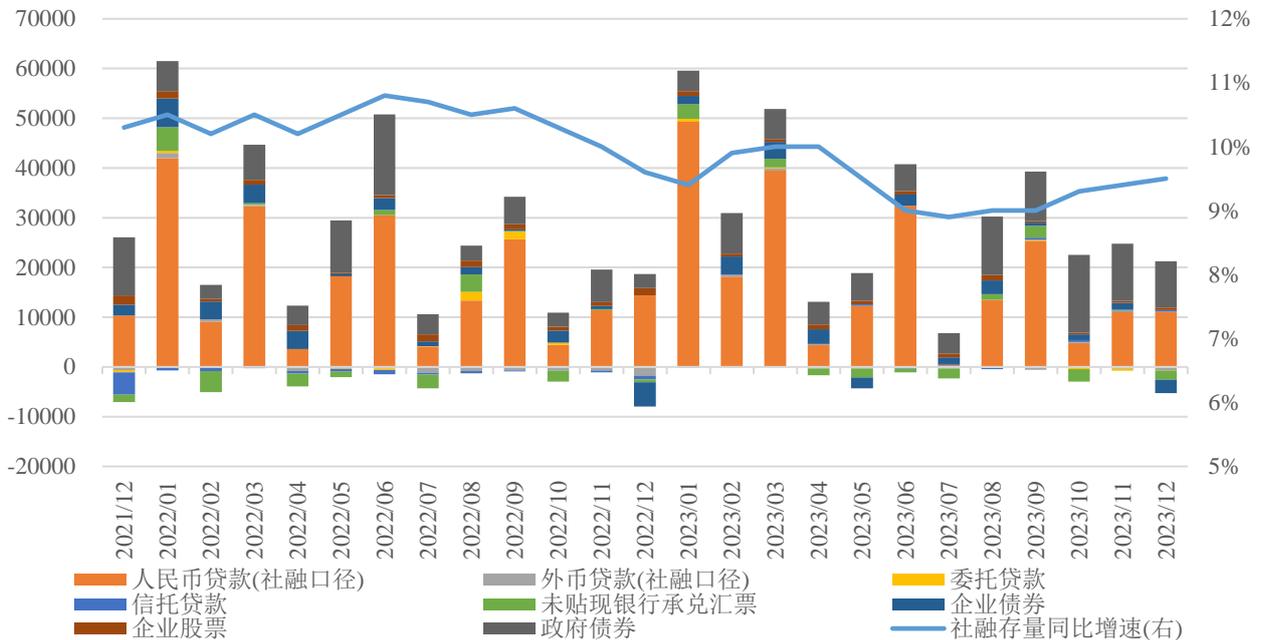
2023年，社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱，且企业债券融资有所收缩。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。展望2024年，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，市场货币供应量仍将保持充足，宽松信用环境关键仍在于为房地产的供需双方提供流动性支持。

### 1. 社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化

**社融口径政府债券是社融规模扩张的主要支撑因素。**2023年，社融存量同比增长9.5%，新增社融同比多增3.41万亿元，社融规模与名义经济增速基本匹配，货币政策总量目标基本完成。由于货币供应量M2增速呈下降趋势，央行采取两次降准、两次降息的方式，配合政府债券发行，保持社会融资规模增速与全年经济增长目标匹配。投向实体经济的人民币贷款同比多增1.18万亿元，政府债券净融资同比多增2.48万亿元，包括2023年末增发1万亿国债带来的增量。政府债券融资是2023年社会融资规模的主要支撑项，体现了积极财政政策，逆周期调控力度较2022年在政府加杠杆力度上有所增大。2023年，企业债券融资有所收缩，受城投债发行严监管、贷款对债券融资的替代效应，以及房企发债依然困难等因素影响，企业债券净融资同比少增4254亿元。在严监管效应持续缓解后，2023年表外融资整体上同比多增。

2023年社融信贷整体走势呈现以下特征：政府债融资上半年偏弱，下半年持续推升社融；表内贷款前4个月偏强，而后震荡回落；企业中长期贷款带动总体较强，但下半年逐步回落。考虑到2023年整体的价格弱势，2024年社融增速将在上年基础上有所增强，从而起到引导价格预期的货币政策目标。

图19. 社融存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

**信贷结构有所优化，但居民中长期融资需求仍偏弱。**2023年人民币贷款同比多增1.31万亿元，其中企业中长期贷款同比多增约2.5万亿元，是主要支撑项。企业中长期贷款主要需求来自基建贷款和制造业贷款。稳增长带动基建增速保持强势，促转型推动制造业进行技术改造、新技术投资，制造业中长期贷款余额同比增速保持30%以上，两者综合体现了宏观调控和结构性改革政策的相互配合。居民中长期贷款同比少增约2000亿元，居民按揭贷款是居民中长期贷款的主要来源，在房地产市场供求关系发生重大变化的市场环境下，2024年该社融分项或将延续下降态势。企业和居民短期贷款也合计多增，企业和居民短期流动性需求保持了稳健扩张态势，这体现了企业和居民短期生产生活仍然保持较好的扩张态势，一定程度上避免了流动性陷阱对于经济整体的拖累。2023年信贷数据的最大减项是票据融资同比少增约2.6万亿元，主要原因是银行资本金在补充之后，信贷供给能力大幅提升，再加上2023年金融监管重组后加强金融支持实体经济的考核力度，银行没有延续2022年以票据融资增加信贷投放的方式，在高基数下，2023年票据融资同比大幅下降。

图20. 金融机构人民币贷款存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

## 2. 市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降

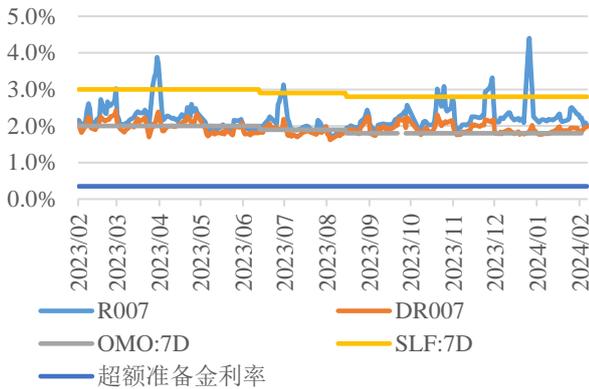
**市场流动性整体偏紧。**2023 年一季度，国内经济运行开局良好，实体经济融资需求上升，叠加信贷投放节奏和专项债发行节奏前置，银行间市场流动性偏紧，带动资金利率中枢显著抬升。二季度，国内经济复苏动能有所放缓，实体经济融资需求转弱，信贷投放节奏和专项债发行节奏明显放缓，叠加政策利率、LPR 调降，银行间市场流动性有所转松，带动资金利率中枢整体下行。但从 8 月下半月开始，在稳增长诉求下地方政府专项债发行节奏明显加快，叠加跨季及双节假期因素影响，银行间市场流动性持续偏紧，带动资金利率中枢明显上行。进入四季度之后，经济内生动能减弱，年中调控政策的脉冲式效果逐步退出，制造业 PMI 滑落到 50 以下，CPI 也滑落到零以下。企业、居民信贷需求转弱，宏观调控加大逆周期调节力度，在增发特别国债支撑下，信贷总量保持了一定增速。但是市场整体资金流动性向长期安全国债累积，长端利率不断下降，突显了一定程度的资产荒。

**实体经济融资成本逐步下降。**央行持续完善市场化利率形成和传导机制，2023 年 6 月、8 月先后两次下调 7 天期逆回购利率和 1 年期 MLF 利率，分别累计下降 20 个基点和 25 个基点，带动 1 年期和 5 年期 LPR 分别累计下降 20 个基点和 10 个基点，同时推动降低存量首套房贷利率政策落地，企业融资和居民信贷成本明显下降。四季度，央行货币政策保持了稳健态势，维持 MLF 利率水平不变，相应的 LPR 报价利率也没有下降。2023 年降息主要集中于年中，与 7 月社融数据超预期下降存在一定联系。从四季度社融走势来看，央行可能认为利率水平是合适的。四季度，社融以政府债券发行为主，政府债券发行利率在监管层的信用支持下明显下降，也可以理解为范围庞大的结构性降息。央行数据显示，2023 年，企业贷款加权平均利率为 3.88%，同比下降 0.29 个百分点，继续创有统计以来新低；超过 23 万亿元的存量房贷利率完

成下调，平均降幅 0.73 个百分点，每年减少房贷借款人利息支出约 1700 亿元。

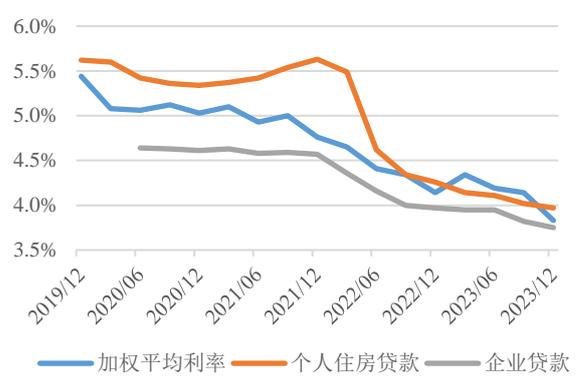
展望 2024 年，中央经济工作会议指出“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。2023 年四季度，受权益市场波动性提升，企业贷款需求下降等多重因素影响，十年期国债收益率滑落至 2.5% 以下，并有继续下降的趋势。2024 年整体市场的货币供应量仍然充足，信贷需求预计将在上半年仍然面临一定疲软压力。整体流动性投放的核心可能仍然在于为“保交楼”提供建设贷款，为居民购房提供信贷支持。

图21. 市场利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图22. 人民币贷款加权平均利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

### 三、宏观政策环境

2023 年上半年，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议以及 4 月中央政治局会议精神为主，聚焦于优化完善房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、促进中小微企业调结构强能力等方面；三季度，根据 7 月中央政治局会议决策部署，宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面；四季度，针对价格因素走弱，宏观政策加强逆周期调控力度，发行特别国债，以积极财政支持经济跨周期发展。展望 2024 年，宏观政策将聚焦于高质量发展，在 2023 年基础上加大逆周期调控力度，适时适度推出调控政策工具，落实中央经济工作会议精神，突出资本市场建设在经济建设中的重要性。

#### 1. 中央金融工作会议对金融高质量发展做出战略性安排

2023 年 10 月 30 日至 31 日，中央金融工作会议在北京举行，总结党的十八大以来金融工作，分析金融高质量发展面临的形势，部署当前和今后一个时期的金融工作。会议围绕奋力开拓中国特色金融发展之路提出了“八个坚持”。会议强调必须坚持党中央对金融工作的集中统一领导，坚持以人民为中心的价值取向，坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题，坚持在市场化法治化轨道上推进金融创新发展，坚持深化金融供给侧结构性改革，坚持统筹金融开放和安全，坚持稳中求进工作总基调。会议指出做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。对于金

融服务实体经济发展，会议强调要优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制改革走深走实，促进债券市场高质量发展。

## 2. 中央经济工作会议提振信心，突出以进促稳

中央经济工作会议于 2023 年 12 月 11 日至 12 日在北京举行，深刻分析当前经济形势，系统部署 2024 年经济工作。本次中央经济工作会议要求积极促进经济增长，提振信心，鼓舞士气，改善价格弱势表现。会议指出，明年经济工作总基调为“稳中求进、以进促稳、先立后破”。自 2021 年 12 月中央经济工作会议提出中国经济面临三重压力以来，经济工作总基调是稳中求进。本次会议在稳中求进总基调的基础上，增加了“以进促稳、先立后破”，对 2024 年经济增长速度提出了更高的要求，预计 2024 年经济增长目标在 2023 年基础上更进一步。会议有两大重要的政策取向变化。一是提出“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”，将价格水平预期目标列入货币政策目标，这是对近年来央行货币政策目标的重大修改，这一重大改变将会延续相当长的时间，说明中央对于价格水平的未来走势提出了更高的要求。二是提出“把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估”，这体现了经济工作的中心地位，思想宣传、娱乐发展、社会思潮将向经济工作上统一。

## 3. 产业结构调整指导目录迎来新变化，先立后破有了新标准

2023 年 12 月 27 日，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2024 年本）》（以下简称《目录》）。《目录》是引导社会投资方向、政府管理投资项目，制定实施财税、信贷、土地、进出口等政策的重要依据。《目录》由鼓励、限制和淘汰三类目录组成，上述三类之外且符合国家有关法律、法规和政策规定的为允许类，不列入《目录》。《目录》落实中央财经委第一次会议部署，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国，加快构建具有智能化、绿色化、融合化特征和符合完整性、先进性、安全性要求的现代化产业体系。《目录》提出推动制造业高端化、智能化、绿色化，巩固优势产业领先地位，在关系安全发展的领域加快补齐短板，构建优质高效的服务业新体系。《目录》根据有关规定，总的要求是对鼓励类项目，按照有关规定审批、核准或备案；对限制类项目，禁止新建，现有生产能力允许在一定期限内改造升级；对淘汰类项目，禁止投资并按规定期限淘汰。

## 4. 高水平制度型开放持续推进

2023 年 12 月 7 日，国务院印发《全面对接国际高标准经贸规则 推进中国（上海）自由贸易试验区高水平制度型开放总体方案》（以下简称《方案》）。《方案》要求在上海自贸试验区规划范围内，率先构建与高标准经贸规则相衔接的制度体系和监管模式，为全面深化改革和扩大开放探索新路径、积累新经验。《方

案》提出 7 大方面 80 条具体措施，涉及服务贸易扩大开放、货物贸易自由化便利化、高标准数字贸易、知识产权保护、政府采购等多个方面高水平制度型开放。《方案》在数字贸易领域做出重大制度型安排，对数据跨境流动做出明确规定。在人工智能加持下，数字经济全球蓬勃发展，以跨国公司为代表的数据类产品在数据贸易方面出现新形势新变化。《方案》以引领姿态，顺应数字贸易发展，促进数字贸易高质量发展，为数字贸易安全保驾护航。

## 5. 发行特别国债，以积极财政支持经济跨周期发展

2023 年 10 月 24 日，全国人大常委会批准了国务院增发国债和中央预算调整方案。中央财政在 2023 年四季度增发了 1 万亿元国债，全国财政赤字将由 3.88 万亿元增加到 4.88 万亿元，预计 2023 年赤字率会从 3% 提高到 3.8% 左右，成为 1994 年分税制改革以来财政赤字率最高的一年。根据国务院新闻发布会内容，特别国债主要是落实党中央关于灾后重建的重大任务，但客观上起到了扩大内需的宏观调控作用。中央在中央经济工作会议之前已做出预算调整，提前为基建增速筹集资金，这保证了基建增速将在 2024 年一季度继续保持强势。特别国债历史上发行灵活、目标多样，现阶段相较其他基建投资融资方式更加展现财政积极性。

## 联系人

投资人服务 010-85679696-8624 [chenjialin@lhratings.com](mailto:chenjialin@lhratings.com)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。