



2024 年宏观经济展望

2023 年 12 月 8 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

黎伟

从业资格证号: F0300172

投资咨询证书号: Z0011568

项麒睿

从业资格证号: F03124488

投资咨询证书号: Z0019956

相关研究报告:

股指衍生品: 估值修复, 磨底等待启动契机

股指衍生品: 稳增长政策渐明朗 期待基本面拐点

【专题报告】国联期货股指分红观察(一): 分红对股指基差的影响

【专题报告】美国通胀拐点将现, 加息临近尾声

行稳方致远, 温和渐进修复

➤ 中央加杠杆, 地方控债务

在地方政府仍存化债压力, 加杠杆能力有限的情况下, 2024 年将以中央加杠杆为主, 财政政策是稳增长的主力军。中央政府将主导基建投资, 同时注重产业升级和民生保障, 以此作为财政杠杆的主要增力点。另一方面, 地方政府的焦点或仍将集中于防范和化解债务风险, 以促进财政稳定可持续性发展。

➤ 重结构及效能, 货币政策协同发力

货币政策将协同财政政策为经济提供稳定的流动性环境, 并从结构及效率上引导信贷合理增长, 为经济修复保驾护航。预计 2024 年货币政策基调为“稳货币+稳信用”, 数量型工具为主, 年内或降准 2-3 次, 降息仍有空间; 结构性政策工具兼具总量及结构功能, 全年发挥重要作用: 在保证信贷总量稳定的同时, 更重视信贷的投向和实际效果。

➤ 内能蓄势, 寻找新稳态

我国处于盈利、库存和通胀多个周期触底反弹的共振阶段, 经济修复大趋势较为明确, 但因新旧动能切换仍处于中间阶段, 不具备全面共振复苏的条件, 2024 年仍以温和渐进修复为主。2024 年房地产和消费仍将处于缓慢修复的态势, 恐难以对经济增长形成明显支撑, 期待对政策反应更为直接的基建和制造业在 2024 年提供更亮眼表现。考虑到政策传导时滞及基数效应, 2024 年经济增速呈现上半年高、下半年低的态势, 二季度将是全年经济的高点。

➤ 海外经济弱衰退, 加息周期步入尾声

随着欧美货币政策转向, 外部流动性收紧压力有望在 2024 年得以缓解。美国经济当前已有“软着陆”迹象, 预计在降息前将持续温和降温, 如果通胀可控, 降息或于二季度开启。欧央行预计将面临经济前景的持续疲弱和通胀压力的继续放缓, 预计领先美联储结束加息周期。日本央行在经济增速有所回落但水平仍超疫情前, 通胀增幅边际放缓但仍维持相对高位的背景下, 可能将在 2023 年底或 2024 年初彻底退出收益率曲线控制政策。

正文目录

一、 循环加速 结构性复苏.....	- 1 -
二、 财政政策：中央加杠杆 地方控债务.....	- 2 -
2.1 中央政府或将成为财政加杠杆主力.....	- 2 -
2.2 中央与地方各有侧重，聚焦三大着力点.....	- 4 -
2.2.1 基建投资与城中村改造.....	- 4 -
2.2.2 产业升级与民生保障.....	- 4 -
2.2.3 防范化解地方政府债务风险.....	- 4 -
三、 货币政策：重结构及效能 协同财政发力.....	- 6 -
3.1 支持实体经济，更重视结构与效率.....	- 7 -
3.1.1 政策基调：平衡短期与长期 “更加注重跨周期和逆周期调节”.....	- 7 -
3.1.2 信贷投放：由量到质，寻求新的信贷合理增长水平.....	- 7 -
3.1.3 政策配合：积极主动加强货币政策与财政政策协同.....	- 8 -
3.2 稳货币+稳信用，降准降息仍有空间.....	- 9 -
3.3 M1-M2 剪刀差收窄，资金活化程度提升.....	- 12 -
四、 国内经济：内能蓄势 寻找新稳态.....	- 14 -
4.1 消费：居民收入改善 消费渐进修复.....	- 15 -
4.2 工业：2024 年进入主动补库阶段.....	- 17 -
4.3 投资：财政拉动增强，基建投资表现可期.....	- 20 -
4.3.1 制造业：高技术制造投资持续推动投资增长.....	- 21 -
4.3.2 基建：中央财政将成为重要动力.....	- 21 -
4.4 房地产：仍处筑底阶段，去库存压力较大.....	- 23 -
4.5 出口：份额维持韧性，增速或将转正.....	- 25 -
五、 海外经济：加息周期进入尾声 经济弱衰退.....	- 28 -
5.1 全球经济缺乏动力，分化趋势扩大.....	- 28 -
5.1.1 美国：消费支撑弱化 vs 补库开启 经济“软着陆”.....	- 28 -
5.1.2 欧元区：经济增长动能延续低迷.....	- 30 -
5.1.3 日本：重启动能消退，增速回落.....	- 30 -
5.2 全球通胀粘性仍高，有待继续降温.....	- 31 -
5.2.1 美国：消费缓慢退坡 通胀压力回落.....	- 31 -
5.2.2 欧元区：通胀下行趋势延续.....	- 32 -
5.2.3 日本：增幅边际放缓，但维持相对高位.....	- 33 -
5.3 全球货币政策分化，进入转折之年.....	- 33 -
5.3.1 美国：二季度开启降息.....	- 34 -
5.3.2 欧元区：率先结束加息周期.....	- 35 -
5.3.3 日本：货币政策或进一步正常化.....	- 36 -
六、 2024 年大类资产展望.....	- 36 -

图目录

图 1 : 中央政府存在加杠杆空间.....	3 -
图 2 : 政府性基金收入缩减, 城投债到期规模上升.....	5 -
图 3 : 资金利率与政策利率走势 (%)	6 -
图 4 : M2、社融及 GDP 增速 (%)	7 -
图 5 : 存款准备金率 (%)	9 -
图 6 : 1 年期 MLF 投放量及利率 (亿元, %)	11 -
图 7 : 贷款市场报价利率 LPR (%)	11 -
图 8 : 结构性工具余额 (截至 2023 年三季度, 亿元)	12 -
图 9 : 社会融资规模当月值 (亿元)	12 -
图 10 : 新增企业中长期贷款季节性特征 (亿元)	13 -
图 11 : M2 与 M1 增速 (%)	14 -
图 12 : 消费、投资、净出口累计同比贡献率 (%)	15 -
图 13 : 社会消费品零售总额变化 (%)	16 -
图 14 : 2022 年中国各主要消费类增速 (%)	16 -
图 15 : 消费者信心指数 (%)	17 -
图 16 : 居民消费倾向 (%)	17 -
图 17 : 工业企业利润总额、营收、产成品库存同比 (%)	18 -
图 18 : PPI 同比及环比、CPI 同比 (%)	19 -
图 19 : 上游制造业企业库存情况 (%)	19 -
图 20 : 全国及民间固定资产投资累计同比增速 (%)	20 -
图 21 : 三大类投资累计同比增速 (%)	20 -
图 22 : 高基数制造业投资累计同比增速 (%)	21 -
图 23 : 房地产新开工、竣工及销售面积累计同比增速 (%)	23 -
图 24 : 商品房销售面积及房地产开发投资完成额累计同比增速 (%)	23 -
图 25 : 商品房销售面积及房地产开发投资完成额累计同比增速 (%)	24 -
图 26 : 全球主要经济体制造业 PMI 与中国出口同比 (%)	25 -
图 27 : 中国当月出口金额 (亿美元)	26 -
图 28 : 中国全年出口金额及同比增速 (亿美元, %)	26 -
图 29 : 各经济体在我国出口中所占份额的变化 (%)	26 -
图 30 : 各经济体在我国出口中所占份额 (%)	26 -
图 31 : 美国制造业 PMI 与中国进口份额 (%)	27 -
图 32 : 欧元区制造业 PMI 与中国进口份额 (%)	27 -
图 33 : IMF 预测 GDP 实际增长率 (%)	28 -
图 34 : 美国经济展现较强韧性.....	29 -
图 35 : 美国薪资变动情况.....	30 -
图 36 : 美国供应管理协会 (ISM) PMI.....	30 -
图 37 : 美国通胀情况 (%)	31 -
图 38 : 美国 CPI 各分项对 CPI 的拉动.....	32 -
图 39 : 美国住房租金 CPI 与房价走势.....	32 -
图 40 : 欧元区及日本 CPI.....	33 -
图 41 : 美国及欧元区 CPI.....	35 -

表目录

表 1 : 2023 年 1-10 月中国政府债券净融资.....	- 2 -
表 2 : CME 利率期货统计未来联邦基金利率所处区间概率.....	- 35 -

一、循环加速 结构性复苏

中国经济正处于结构改革进程中，推动需求驱动和供给侧结构性改革相结合，加强内需拉动经济增长，提高产品质量和效益。中国经济增长正处于由高增速向高质量转变、新旧动能切换的阶段，经济增长由房地产、基建及外贸拉动模式向高端制造业、服务业拉动模式切换。2023 年-2024 年正处于旧动能降速，新动能尚在培育的中间阶段。

回顾 2023 年，地方政府面临债务压力，企业面临新旧动能切换及库存周期交替，居民面临就业和收入的担忧，企业产能利润率下降及居民消费意愿不足最终体现为内部需求不足，作为经济运行面临的突出矛盾对经济增长形成扰动。

下一阶段，加大力度推进产业转型升级，拓展海外市场（如“一带一路”），寻找更多的经济增长点；修复居民收入预期，推升消费意愿，提振居民信心，是重要的微观层面的着力点及目标。

在新旧动能切换的中间时期，政府部门的财政政策、货币政策及产业政策将作为加速经济循环的“第一棒”，带动企业和居民部门资金循环动能提升，同时对重点领域、重点板块进行引导，疏通当前经济循环传导不畅的环节，提升经济循环效能。以“政策+基数→价格→企业利润→居民收入”为循环单元，乘数级别地提升国内经济增长动能，改善企业和居民部门预期，促进经济循环往积极方向进展。

在地方政府仍存化债压力，加杠杆能力有限的情况下，2024 年将以中央加杠杆为主，财政政策是稳增长的主力军。货币政策将协同财政政策为经济提供稳定的流动性环境，并从结构及效率上引导信贷合理增长，为经济修复保驾护航。

我国处于盈利、库存和通胀多个周期触底反弹的共振阶段，经济修复大趋势较为明确，但因新旧动能切换仍处于中间阶段，不具备全面共振复苏的条件，2024 年仍以温和渐进修复为主。2024 年房地产和消费仍将处于缓慢修复的态势，恐难以对经济增长形成明显支撑，期待对政策反应更为直接的基建和制造业在 2024 年提供更亮眼表现。考虑到政策传导时滞及基数效应，2024 年经济增速呈现上半年高、下半年低的态势，二季度将是全年经济的高点。

二、财政政策：中央加杠杆 地方控债务

2.1 中央政府或将成为财政加杠杆主力

2023 年财政政策实施主要呈现三个重要特点：首先，地方债发行注重逆周期调节，供给整体前置化，力度强于往常；其次，政策重心在 8 月后更加侧重于地方债务的防范化解；第三，四季度特别国债的增发打破 3% 赤字率“软约束”，具有重要信号意义，中央财政加杠杆空间相应打开。

具体来看：

2023 年，地方债券的发行节奏整体前置化。一季度地方债发行速度超过往年同期水平，随后二季度发行进度趋缓。因二季度经济数据弱于预期，7 月 24 日召开的中央政治局会议强调了“加强逆周期调节，继续实施积极的财政政策”，因此 8 月份后新增专项债发行明显放量，至 10 月底基本发行完毕。

同时需注意到，7 月中央政治局会议突出强调“制定实施一揽子化债方案”，大幅提升了地方化债重要程度，用于“置换政府存量债务”的特殊再融资债自 9 月末重启并密集发行，截至 12 月 6 日，共有 29 个省、自治区、直辖市、计划单列市累计公告发行特殊再融资债券近 1.4 万亿元。

中央政治局会议后，新增专项债及特殊再融资债券共同发力，政府债券同比增速对社融的贡献显著高于居民及企业部门，成为社融主要贡献项。

表 1：2023 年 1-10 月中国政府债券净融资

月份	政府债券净融资金额（亿元）	同比增减（亿元）
1 月	4140	-1886
2 月	8138	5416
3 月	6022	-1060
4 月	4548	636
5 月	5571	-5011
6 月	5381	-10795
7 月	4109	111
8 月	11800	8714
9 月	9891	4337

10 月

15600

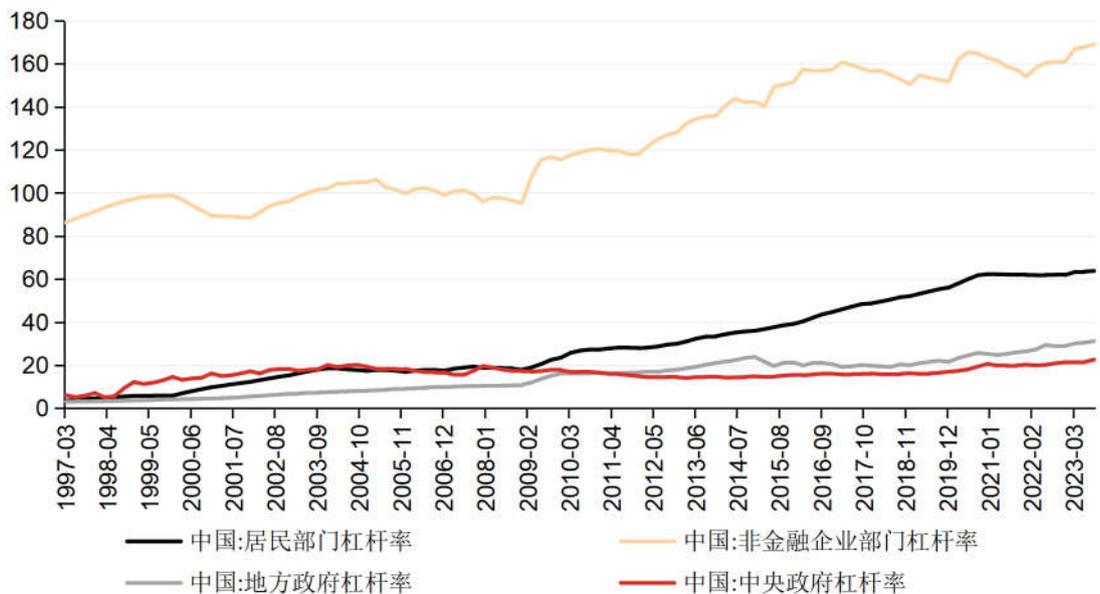
12800

数据来源：中国人民银行、国联期货研究所

四季度，根据全国人大 10 月 24 日通过的相关决议，中央财政增发万亿特别国债，并将 2023 年的预算赤字率从年初的 3.0% 上调至 3.8%，此举更具信号意义。在此之前，我国始终坚持实施 3% 赤字红线，仅在 2020 年和 2021 年为应对疫情冲击时有所突破；同时，随着预算管理制度逐步健全，我国预算赤字率年中通常不变。本次在 10 月调整赤字率并刻意突破 3% 赤字率“软约束”，属于“前置发力”，更大意义在于巩固 2024 年经济回升势头，同时预示着 2024 年财政政策延续 2023 年年尾积极政策基调概率较大，赤字率大概率继续高于 3%，中央政府或接替地方政府成为财政加杠杆主体。

横向比较各部门杠杆率，我国中央政府加杠杆仍有空间。通过对当前各部门杠杆率的横向分析，我们发现居民杠杆率已达阶段性高点、企业杠杆率已持续处于高位、地方政府债务风险承压，仅有中央政府杠杆率相比国际水平还有不少空间，因此 2023 年四季度万亿国债增发，中央政府将成为加杠杆的主力。展望 2024 年，中央在后续财政政策加码中或承担更多，中央对地方的转移支付规模和财政直达机制规模都有望进一步增加。

图 1：中央政府存在加杠杆空间



数据来源：WIND、国联期货研究所

节奏上：预计 2024 年财政支出端将前置发力，以对冲 2023 年一季度 GDP 高基数影响。2023 年四季度发行的万亿国债有 5000 亿预计结转至 2024 年上半年使用，

以推动稳增长稳预期并提振市场信心；同时，2023 年 10 月末国务院也获得授权可提前下达部分新增地方政府债务限额，预计于 2024 年 1 月开始发行。我们预计，2024 年新增专项债限额 3.8 万亿元，与 2023 年基本持平，若按照 60% 的限额顶格下达，提前批额度将达 2.28 万亿元，创历年最高。

2.2 中央与地方各有侧重，聚焦三大着力点

2024 年财政政策或将呈现“中央加杠杆，地方控债务”的特点。预计中央政府将主导基建投资，同时注重产业升级和民生保障，以此作为财政杠杆的主要增力点。另一方面，地方政府的焦点或仍将集中于防范和化解债务风险，以促进财政稳定可持续性发展。

2.2.1 基建投资与城中村改造

2024 年基建是宏观运行“压舱石”的逻辑并未发生改变，稳增长仍需基建托底发力。基建政策如“三大工程”，本质还是投资拉动模式，优势在于链条长、带动广、作用持续；城中村改造政策作为“三大工程”之一，不仅是一项民生工程，也是一项重要的发展工程，旨在优化城市空间布局和提升城市治理水平，并拉动相关产业消费，如建筑材料、家具家电、餐饮服务等。资金来源方面，2024 年基建投资和城中村改造的主要资金来源包括 2023 年四季度增发的万亿国债结转部分；以及 2024 年新增专项债务限额；同时，鉴于财政预算内资金、新增专项债规模难以大幅增加，“准财政”性质的资金或将继续成为支撑 2024 年重大项目开工建设等主要支出的来源，如政策性银行信贷、抵押补充贷款（PSL）等，这些资金形式不仅能够为基建投资提供重要支撑，也能为地方政府在面对财政压力时提供缓解。

2.2.2 产业升级与民生保障

从扩大内需角度考虑，政府将继续强调产业结构的优化升级和促进居民消费。在产业升级方面，预计政府将通过提供研发资金、税收优惠等措施来重点支持的创新和绿色转型。同时，在服务业方面，政府将加大对新兴服务业态的支持，促进服务业内涵丰富和业态多样化。此外，在民生保障方面，预计政府将加大对教育、医疗、养老等社会服务领域的投资，并加强对中低收入群体的转移支付，以提升居民的生活水平和消费能力。

2.2.3 防范化解地方政府债务风险

防范化解地方政府债务风险或仍将是 2024 年经济工作重点。伴随 2022 年下半年来城投债务到期量上升，广义地方政府部门现金流有所承压，地方债务风险已处于较高水平。与此同时，受房地产市场疲软，土地出让金收入减少影响，政府性基金收入缩减，进一步加剧了部分地区的债务风险。短期内，必须避免地方债务的实质性风险暴露，特别是城投债务，因此债务防风险预计仍将是 2024 年财政工作的重心。

图 2：政府性基金收入缩减，城投债到期规模上升



数据来源：WIND、国联期货研究所

在此背景下，中央启动了新一轮化债工作，但与 2015 年地方债置换相比，2023 年政策风向出现显著边际变化，“落实地方化债责任”+“严肃财政纪律”成为各项文件中频繁出现的表述，这为后续的“一揽子化债”定下政策基调：省级负总责，地方政府各负其责，中央给予适度支持。因此在中央层面，本轮支持是适度的，更多会在特殊再融资债、应急流动性工具等角度给予地方一定倾斜。

但同时需注意，使用特殊再融资债券化解隐形债务将增加地方政府的债务余额，受政府债务限额的约束，且政策性基金收入的同比回落也会使压降存量债务的能力承压。因此，在截至 2023 年 12 月 6 日的最新一轮申报中，高风险省份再融资债券的接续比例（发行规模/到期规模）上限降低至 80%，旨在适当控制高风险省份法定地方政府债务风险。与此同时，后续化债过程可能还需要央行的紧急流动性工具（SPV）助力应对化债过程中可能出现的流动性风险，资产管理公司（AMC）协助地方平台进一步重组，金融机构与融资平台协商展期、借新还旧、置换等方式，以实现债务的稳定化解。

此外，值得一提的是，2023 年 10 月召开的中央金融工作会议强调“建立防范化

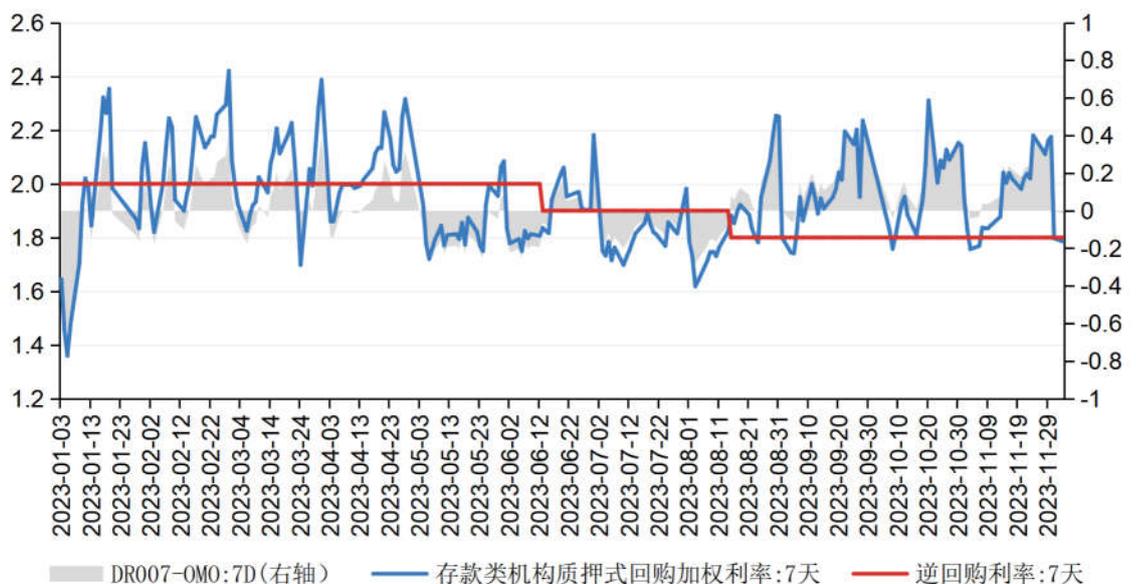
解地方债务风险长效机制”，需要关注如何“建立长效机制”，这也是治本之策。

三、货币政策：重结构及效能 协同财政发力

2023 年货币政策延续宽松，并根据经济阶段性波动开展逆周期调节，流动性中性偏松，但因企业及居民部门预期不足，资金活化程度较低，宽信用效果并不明显。

2023 年初伴随经济修复，央行货币政策回归中性，强调“精准有力”，3 月末对冲性降准 25BP，市场利率围绕政策利率波动。二季度后经济复苏节奏放缓，多项指标持续表现低于预期，地产再度回落，货币政策转向宽松，强调“加强逆周期调节，全力支持实体经济”；央行 6 月与 8 月接连两次下调政策利率节奏均超出市场预期，MLF（中期借贷便利）和 OMO（公开市场操作）利率共分别调降 25BP 和 20BP，1 年期 LPR 报价跟随 MLF 分两次累计下行 20BP，而受制于息差压力，5 年期 LPR 仅在 6 月下调一次，幅度为 10BP，银行间流动性充裕，DR007 运行在政策利率下方。9 月以来，货币政策延续宽松，但由于政府债券集中发行且汇率承压，自 8 月起市场流动性收紧，DR007 维持在政策利率上方。为了保持流动性合理充裕，央行于 9 月 15 日再度降准 25BP，并于 11 月投放 14500 亿元 MLF 操作，净投放规模达到 2017 年以来的历史高位，但宽松货币政策较多发力的环境下，三季度各项需求端数据并未明显好于市场预期。

图 3：资金利率与政策利率走势（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

3.1 支持实体经济，更重视结构与效率

2023 年 10 月底召开的中央金融工作会议上提出，金融要为经济社会发展提供高质量服务。在此背景下，央行发布了会议后首份货币政策执行报告，货币政策基调出现一些新的导向，预计将在 2024 年货币政策制定和执行过程中重点体现。

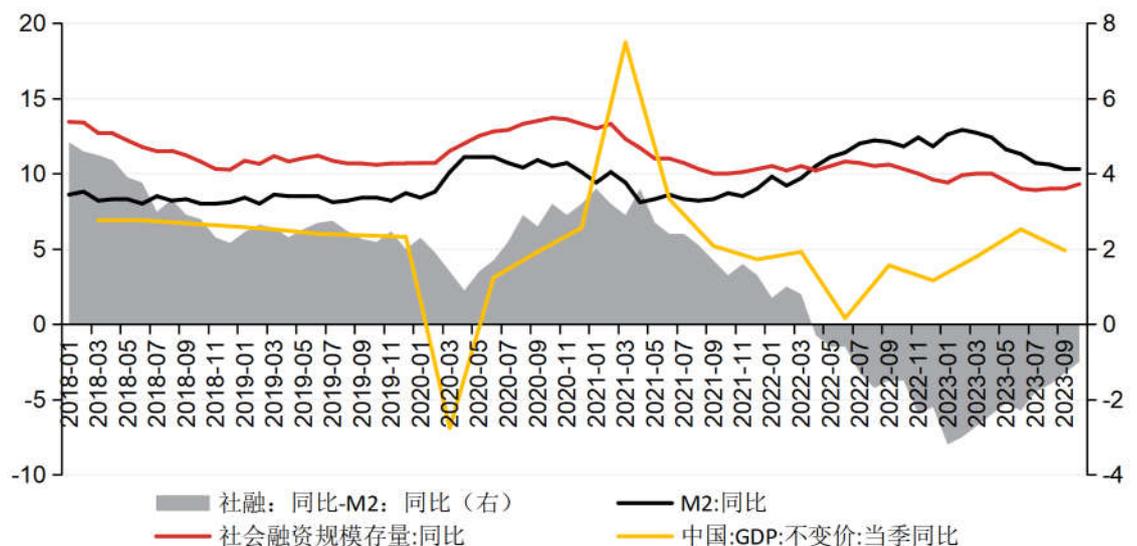
3.1.1 政策基调：平衡短期与长期，“更加注重跨周期和逆周期调节”

货币政策在延续“精准有力”的基础上新增“更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境”，预计后续央行制定货币政策将更加重视短期经济稳增长和地方债务化解、房地产风险、信贷可持续性等重大问题的平衡，2024 年货币政策总体上仍将维持宽松的政策取向。以 PSL（抵押补充贷款）为代表的“跨周期”政策性开发性金融工具可能再次出台。

3.1.2 信贷投放：由量到质，寻求新的信贷合理增长水平

2022 年以来，社融、M2 增速明显高于名义 GDP 增速，同时 M2 增速也明显高于 M1 增速。货币资金在银行间空转，或在银行与大企业之间轮流转，面向中小企业的信贷资金渠道不畅，资金活化程度较低。在此背景下，下一个阶段货币政策信贷投放方面，将更多关注信贷存量与增量的“质”。通过政策端和考核端等多维度推进信贷合理增长。

图 4：M2、社融及 GDP 增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

信贷增量方面，要求在保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配的基础上，“要从更长时间的视角去观察，更为合理把握对基本匹配的理解和

认识”。

2024 年货币政策仍致力于稳增长，以“年”为尺度的货币政策中介目标正在发生变化，对信贷增量的目标将是“M2 和社融增速与中期潜在名义 GDP 增速匹配”，而不是当前的名义 GDP。这不仅符合 2023 年社融与名义 GDP 增速走阔的现实，且意味着从长期来看信贷持续高增长的必要性降低，将更重视信贷的投向和实际效果，对总量的诉求有所下降，对 2024 年社融增长产生一定约束。

信贷存量方面，要求“盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率”，信贷结构有增有减，“增”主要集中在高质量发展相关的行业，“减”主要体现在去地产化和化解地方政府债。预计央行后续将更多关注信贷的资金使用情况，避免资源浪费在低效项目上，信用端不会出现大幅扩张；或继续发挥 MPA 考核的结构性引导作用，强化对银行的制造业中长期贷款、民营小微企业信贷等方面的相关考核，增加对其他领域信贷投向的考核，引导信贷存量结构优化。

信贷节奏方面，突出“着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动”，2024 年信贷增速将着力避免大起大落，通过季度平滑满足实体经济需求。

3.1.3 政策配合：积极主动加强货币政策与财政政策协同

在大财政回归的趋势下，货币政策将加强与财政政策的协同，一方面可减少资金面剧烈波动所带来的负面影响，熨平财政收支波动对于我国流动性市场的冲击，缓解政府债券发行过程中遇到的资金期限不匹配问题；另一方面将减缓信贷扩张乏力所产生的负反馈螺旋，通过政府（财政+货币）加杠杆的方式，重启信用扩张，推动经济增长。

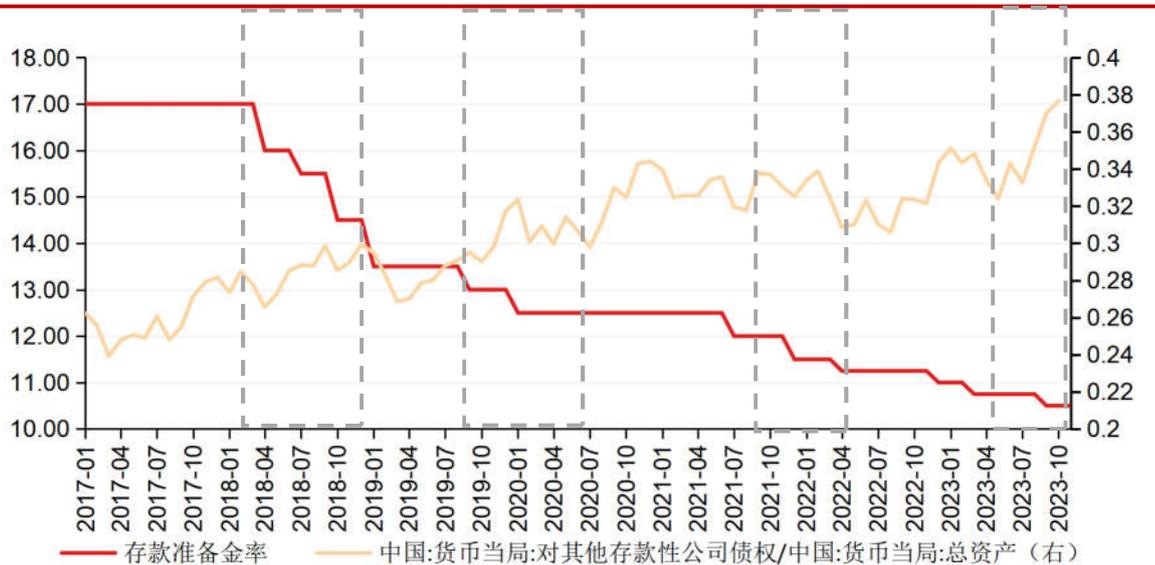
2024 年货币政策配合财政或从以下几个方面进行：

(1) 为政府债券发行提供适宜的流动性环境。

一方面，央行可以在财政发债导致基础货币回笼时进行对冲，保持流动性合理充裕。另外一方面，面对中短期流动性缺口扩大，央行需加大长钱投放，保障政府债券顺利发行和稳定流动性预期。此外，通过质押国债、配合财政部开展国债做市等操作提升国债在二级市场的流动性。

央行将通过做好对财政收支变化的跟踪预判，前瞻性通过降准、MLF 等渠道加大流动性供应的方式，在有效配合财政政策实施的同时，保持流动性的合理充裕。债权工具大量投放的背景下，2024 年央行降准仍然值得期待。

图 5：存款准备金率（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

(2) 保持偏低的融资成本，控制财政成本

政府债券的发行成本受利率水平影响，利率水平不宜过高。如果政府部门的杠杆率抬升，财政部门需货币政策提供支持，以保持财政的可持续性。中央金融工作会议提出“融资成本持续下降”，决定了在经济出现明显好转，通胀升温前，货币维持相对放松仍具有必要性。

(3) 发挥货币政策工具箱功能

在化解地方政府债务风险层面，央行需从资本、资金、利率等方面加大对商业银行和政策性银行的支持，包括支持银行发行资本工具、政策行 PSL 等，不排除后续央行进一步推出降成本工具协同支持化债工作。央行已多次强调要提供中长期低成本资金以支持城中村改造等“三大工程”建设，预示 PSL 有望重启。

此外，在支持实体经济和配合财政过程中，需要以货币政策工具为杠杆，撬动信贷资金流向科技、绿色、普惠、养老，以及数字经济等重点领域，更好的实现金融为经济社会高质量服务。

3.2 稳货币+稳信用，降准降息仍有空间

当前国内经济修复基础尚不牢固，正处于经济转型关键期，货币政策仍需强化逆

周期调节，着力扩信贷、宽信用。同时，地产下行压力仍存，保障性住房、城中村改造、平急两用基础设施等工程将发力稳增长，同时地方政府债务化解仍在进行，这些都需要良好的流动性环境支持。我们认为，**2024 年货币政策仍将维持宽松以支持实体经济，化解风险，协同产业、财政政策发力。**

结合上文所述央行货币政策基调，预计 2024 年货币政策格局将发生一定变化。

“稳货币”：考虑到跨周期、逆周期调节及内外平衡，2024 年数量型货币政策工具（存款准备金、再贷款）将让位于价格型工具（MLF 利率、OMO 利率、SLF 利率），全年结构性政策工具仍将发挥核心作用。

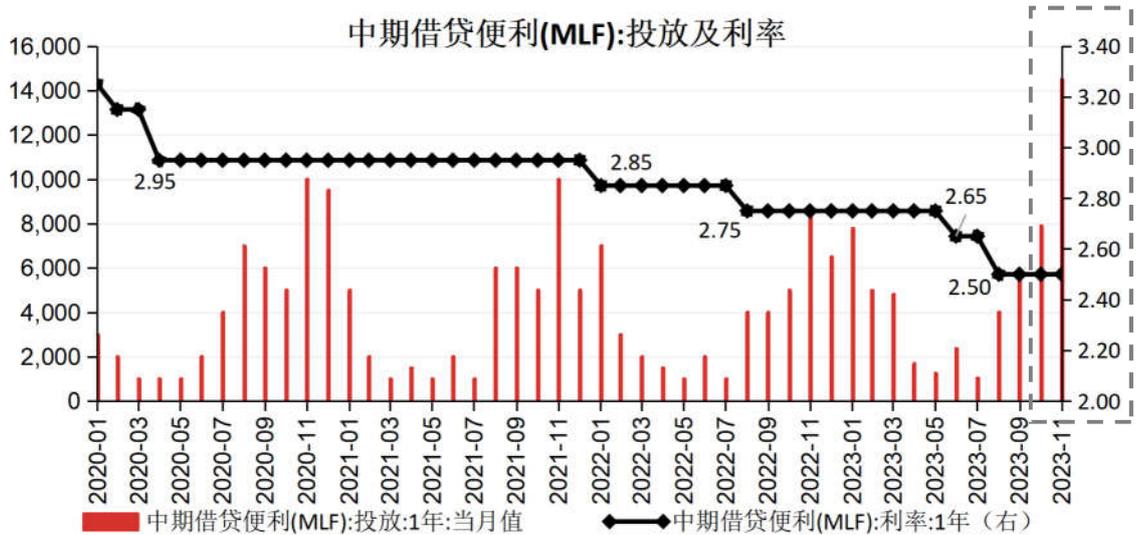
“稳信用”：在保证信贷总量稳定的同时，更重视信贷的投向和实际效果，稳信用包括总量与结构双重含义。2024 年信贷增速避免大起大落，增量“缓下坡”，存量结构优化将成为助力经济增长的新特点。信贷结构的变化使得更多金融资源进入重大战略和重点领域，促进了经济增长动能的切换，为转型后的经济增长储备力量。

信用结构优化将体现在三个方面分别是：（1）工业稳增长，为重点支持行业提供信贷资金支持；（2）协同财政政策，为基建项目提供信贷支持及政策性金融工具额度；（3）加大保交楼、城中村改造和保障性住房建设资金支持。

具体工具方面：

降准 2-3 次，全年调降 50-75BP 左右：2024 年积极财政政策发力、地方政府债务化解推进，调降存款准备金率等释放中长期资金，调节流动性，为银行负债端成本减负。时间窗口方面，考虑到政府债券发行前置，一季度或将降准；4 月“两会”召开政府债券规模冲高叠加传统缴税大月，10-11 月中期借贷便利大量到期，都会对流动性产生扰动，需降准对冲压力。

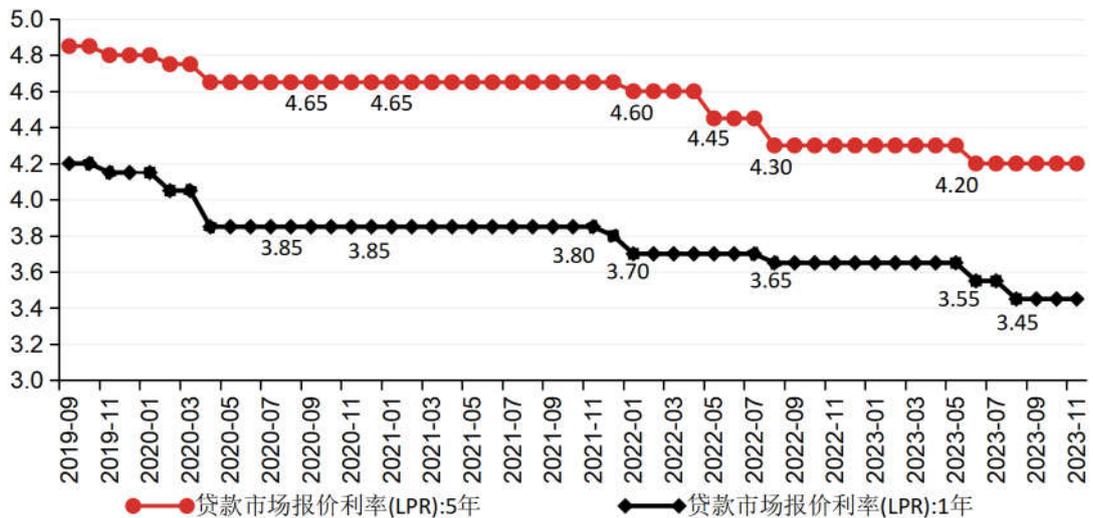
图 6：1 年期 MLF 投放量及利率（亿元，%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

降息仍有空间：虽然价格型货币政策工具动用频率低于数量型工具，但是为了降低企业融资成本、缓解居民存量债务压力及刺激居民部门信贷需求，2024 年稳增长仍需要综合融资成本的继续下行，政策利率仍有下行空间。**落地时点方面，**经济修复情况、中美货币周期节奏，内需恢复不及预期，美国加息周期结束都可能成为政策利率调降的因素，目前来看一季度概率偏大。

图 7：贷款市场报价利率 LPR (%)

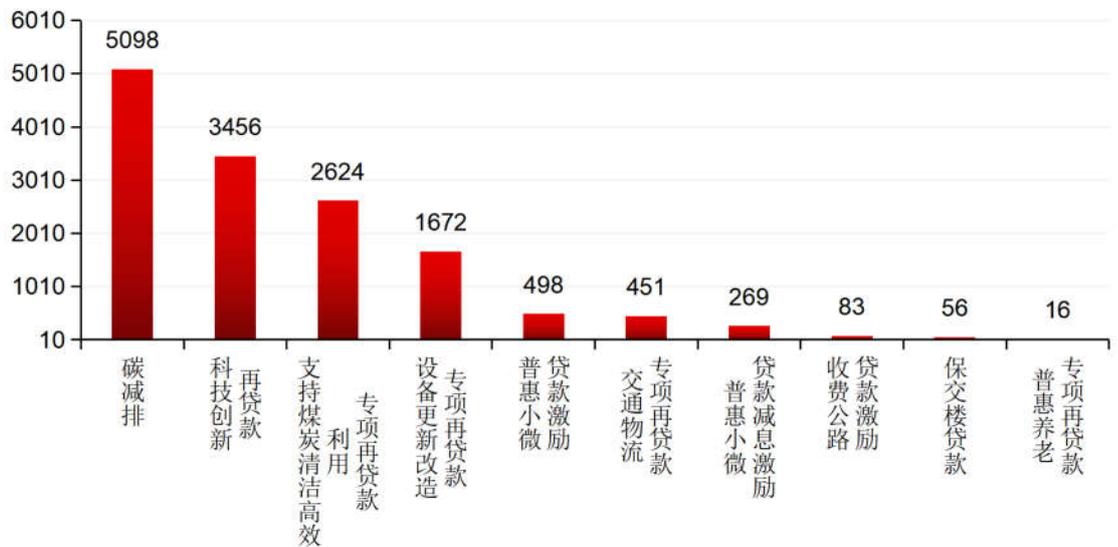


数据来源：WIND、国联期货研究所

结构性政策工具兼具总量及结构功能：结构性政策工具优势在于定向直达、直接撬动信贷、对外部平衡影响小，在引导金融机构优化信贷资源配置、促进特定领域信贷增长方面发挥显著作用。2023 年央行通过新设立或者增加额度的方式，对科技创

新、设备更新改造等国民经济的重点领域，以及普惠养老、小微企业和房地产等薄弱环节进行了重点支持。预计 2024 年结构性工具仍将是主要发力点，精准支持重点领域和薄弱环节，如绿色低碳、科技创新、先进制造、普惠养老、数字产业等领域；政策性金融工具用作基建项目资本金有望新增额度，作为专项债资金的接续，PSL 或将再次重启放量。同时，工具种类可能进一步丰富，房地产三大工程与地方化债也可能获得结构性工具的专项支持。

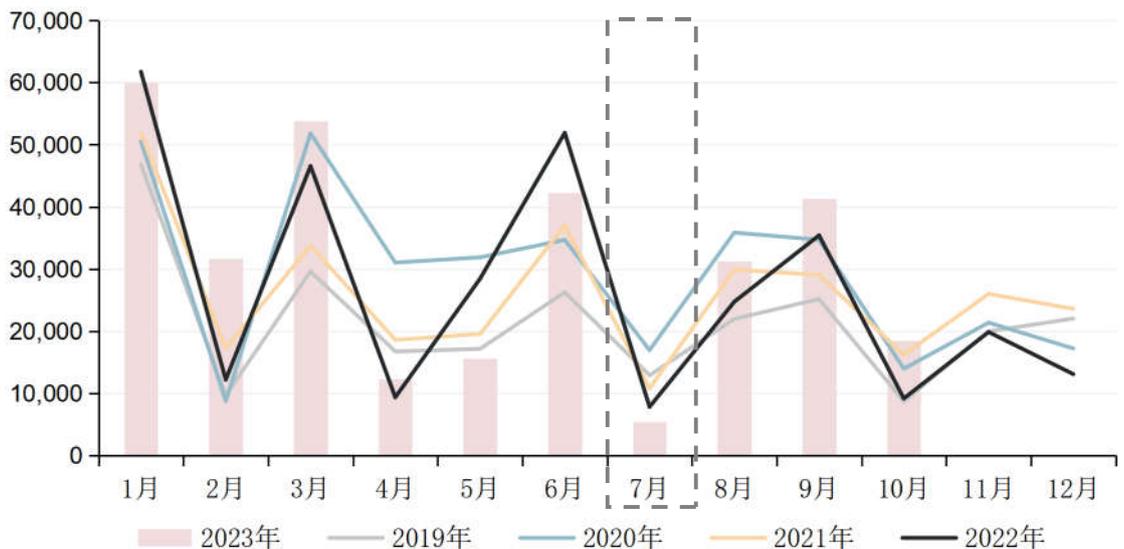
图 8：结构性工具余额（截至 2023 年三季度，亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

3.3 M1-M2 剪刀差收窄，资金活化程度提升

图 9：社会融资规模当月值（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

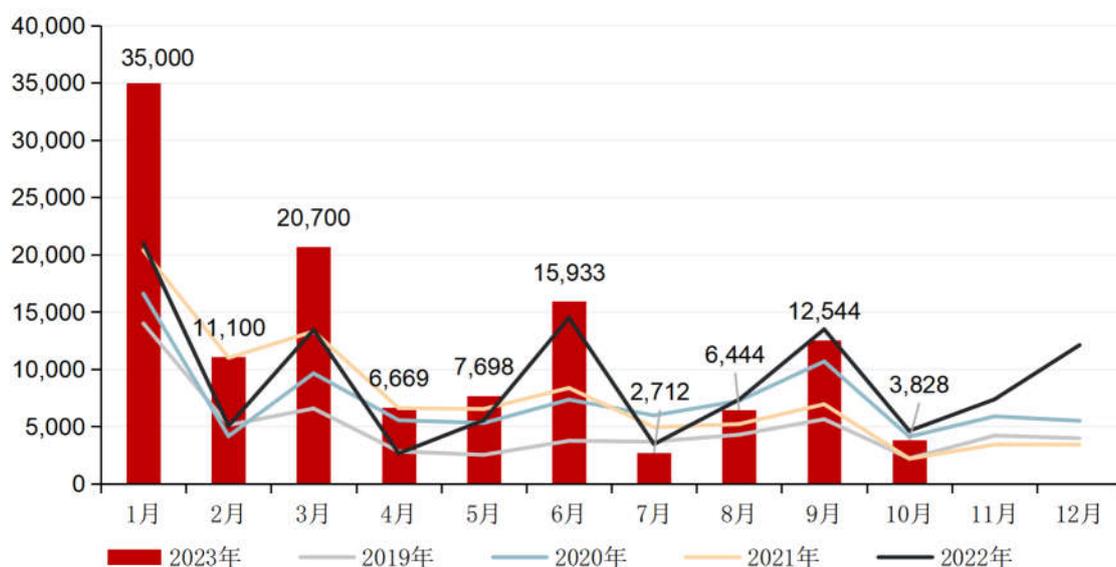
财政政策与货币政策协同稳增长，政府债券前置发力，叠加信贷“开门红”，预计 2024 年一季度社融增速有望回升。综合考虑政府部门、非金融企业和居民融资形势以及货币、财政政策的发力节奏，预计 2024 年全年社融总量增速在 9.5% 左右，节奏上先上后下，受基数影响 7 月或为全年高点。

具体部门来看：

政府部门：考虑到对冲 2024 年一季度 GDP 的高基数影响，预计 2024 年财政支出将前置发力。2023 年 10 月末国务院获得授权可提前下达部分新增地方政府债务限额，预计 2024 年 1 月开始发行；2023 年四季度发行的万亿特别国债有 5000 亿元将结转至 2024 年上半年使用。政府债券净增量较 2023 年同比多增，或为 2024 年社融主要贡献项。

企业部门：结合企业盈利情况改善及产成品库存低位，2024 年上半年进入补库存周期，预计企业融资有望逐步修复。同时，城中村改造、保障性住房及“平急两用”基础设施建设等财政发力方向带来的投资需求回升或带动配套贷款回升。结构上，企业中长期贷款增长占比仍将在信贷中维持较高占比。受 2023 年基数影响，2024 年一季度企业部门贷款同比多增可能略低于 2023 年同期，二季度起将逐步企稳。

图 10：新增企业中长期贷款季节性特征（亿元）

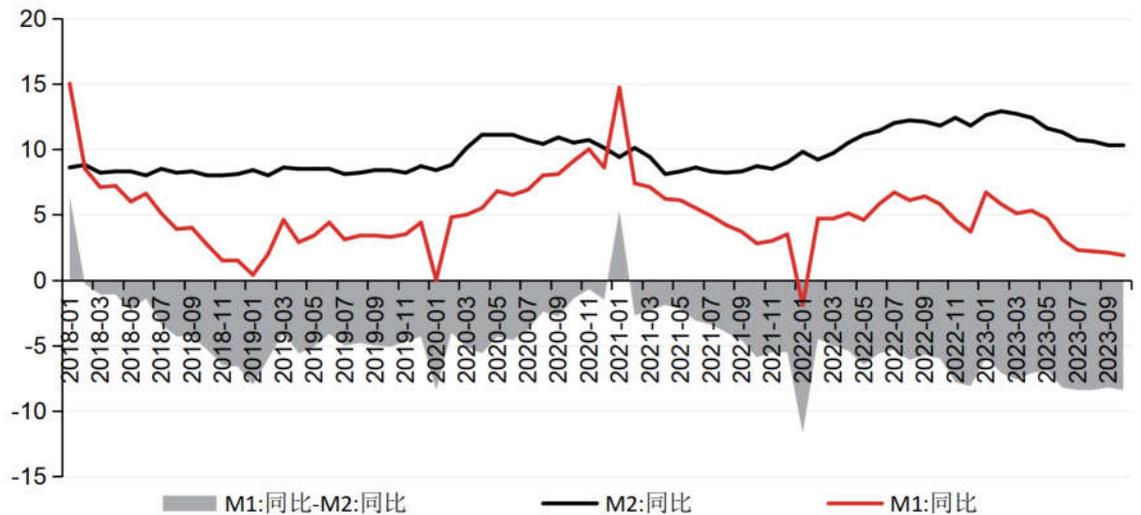


数据来源：WIND、国联期货研究所

居民部门：居民短期贷款看消费，中长期贷款看房地产销售。随着经济环境改善及居民收入提升，预计 2024 年居民消费将保持上升态势，带来居民短期贷款的改善。2024 年房地产销售偏弱运行状态仍将持续，上半年仍处于筑底状态，下半年同比降

幅或将收窄，预计 2024 年居民中长期贷款在下半年或有起色。综合来看，2024 年居民部门贷款或有小幅提升。

图 11：M2 与 M1 增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

2022-2023 年 M2 增速保持高位，主要是受财政减税降费推动财政存款向居民企业存款迁移、居民消费意愿回落及购房支出减少导致的居民超额储蓄积累两方面的影响。展望 2024 年，财政支出高强度，居民消费倾向持续修复将会支撑货币供应量总体稳健。但受 2023 年年初高基数影响，M2 增速或仍有下行压力，上半年逐步企稳，下半年有望震荡微升。

因房地产销售低迷，企业资金活化意愿偏弱，2023 年 M1 增速持续下行，当前 M1-M2 增速剪刀差处于历史低位。展望 2024 年，财政在多角度发力，配合货币协同助力信用扩张，更多定期存款将转化为活期存款，M1 增速有望触底回升，M1-M2 剪刀差收窄。

但需要注意的是受政府债券发行、使用错位以及基数影响，信贷、社融、M2 增速走势未必一致，但预计社融、M2 将维持与名义 GDP 增速的基本匹配。

四、国内经济：内能蓄势 寻找新稳态

2023 年，外需较弱和内需不足是工业生产的主要掣肘。从整体走势上看，开年增势较快，但修复的基础并不牢固，二季度放缓。8 月份之后，随着稳经济政策陆续落地生效，需求不足的问题有所缓解。

2023 年前三季度，最终消费支出对经济增长贡献率是 83.2%，拉动 GDP 增长 4.4

个百分点；资本形成总额对经济增长贡献率是 29.8%，拉动 GDP 增长 1.6 个百分点；货物和服务净出口对经济增长贡献率是-13.0%，向下拉动 GDP 0.7 个百分点。

本部分将从出口、消费、房地产及宏观政策等几个方面，对 2024 年国内经济变化进行分析。

图 12：消费、投资、净出口累计同比贡献率（%）

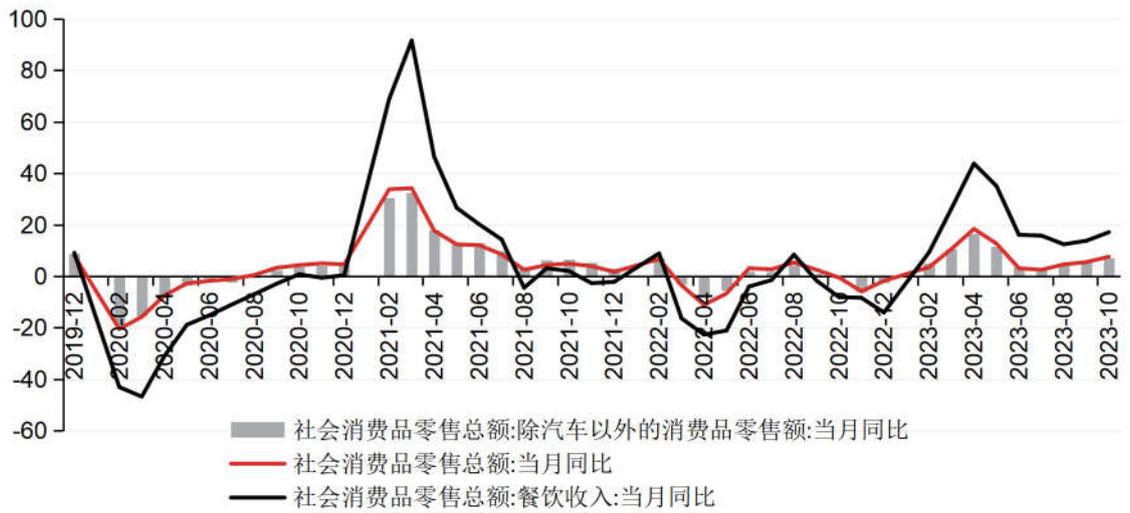


数据来源：WIND、国联期货研究所

4.1 消费：居民收入改善 消费渐进修复

2023 年疫情消退及出口相对走弱下，消费对 GDP 贡献较为突出。三季度数据显示，最终消费支出对 GDP 累计同比贡献率达到 83.2%，为拉动 GDP 的主要贡献项。2023 年初消费出现了较快复苏，但由于收入预期不足导致消费复苏的持续性不足；1-10 月社会消费品零售总额同比增长 6.9%，仍未完全修复至疫情前水平。但从 8 月以来，单月的社零数据同比及环比增速连续 3 个月回升，说明消费复苏已进入正向循环阶段。

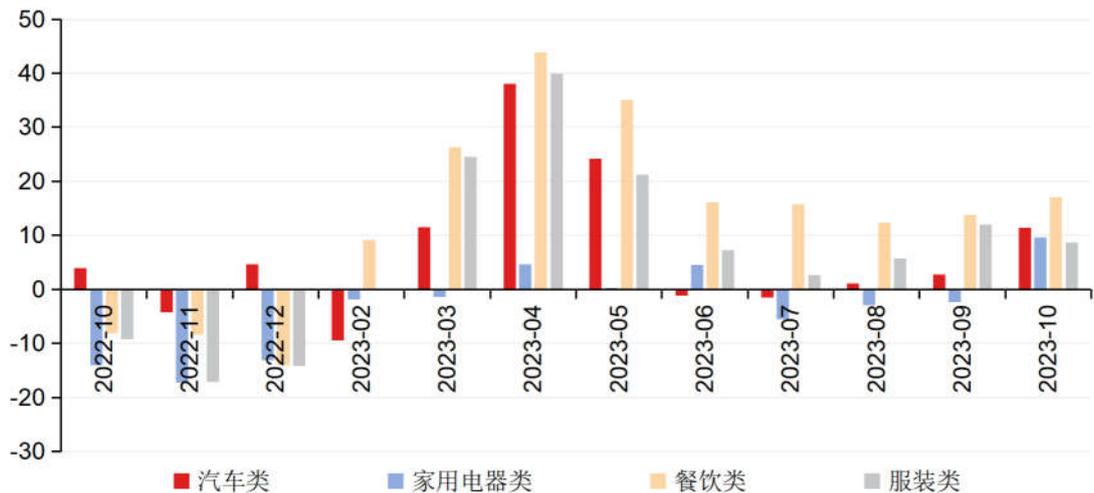
图 13：社会消费品零售总额变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

分结构来看，受益于居民外出、餐饮、娱乐、旅游等接触性、集聚性、流动性消费持续改善，2023 年服务消费维持较快增长，占全国居民人均消费支出已经超过 40%，成为消费改善增量的重要动力源。商品消费中，汽车消费在税费及补贴政策的支持下上半年发力，全年表现不俗；而受地产周期下行影响，地产链相关商品（家具、建筑及装潢材料、家用电器等）消费增速不及预期。

图 14：2022 年中国各主要消费类增速（%）

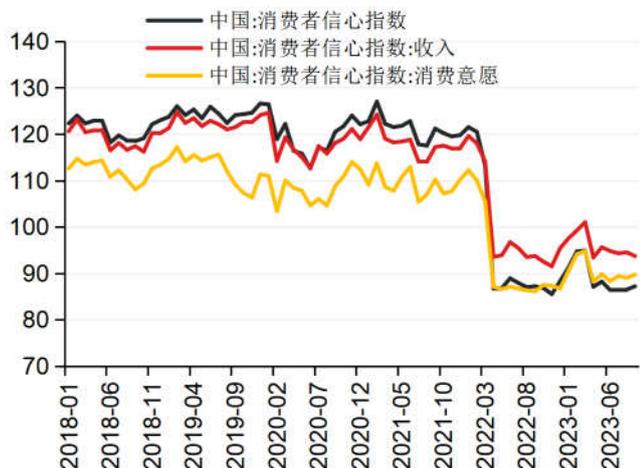


数据来源：WIND、国联期货研究所

2023 年三季度以来随着我国经济运行好转，居民消费倾向和居民收入增速有所改善。三季度居民消费倾向（居民人均消费性支出/居民人均可支配收入）达 66.43%，已接近 2013-2019 年消费倾向均值 68.81%，反映消费意愿在渐进提高。前三季度居民人均可支配收入增速为 5.9%，跑赢实际 GDP 增速 5.2%。居民消费倾向和居民收

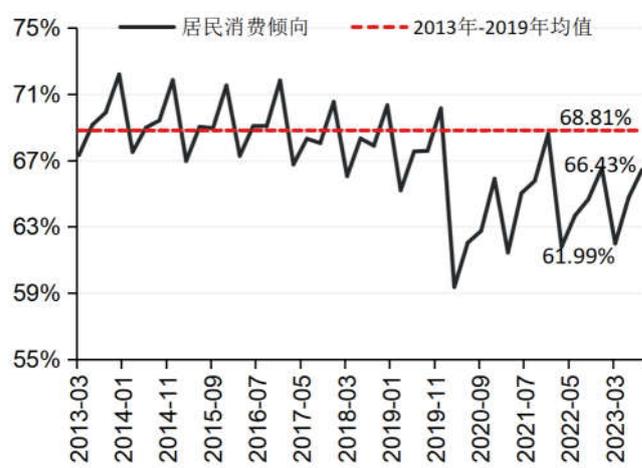
入增速是影响消费增速的关键因素，二者的改善为消费市场的持续修复提供基础保障。

图 15：消费者信心指数 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 16：居民消费倾向 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

2024 年居民消费仍有继续修复的基础，但不会一蹴而就，将是一个渐进改善的过程，可能呈现自然增长，回升的斜率较为平缓。从消费者信心指数及收入、消费分项数据来看，目前情况相对于正常水平仍有较大回升空间；居民可支配收入增速与疫情前仍有显著差距。同时，由于 2023 年房地产市场及股市等表现一般，居民部门资产负债表受损，财富效应对消费复苏形成一定拖累。我们认为随着系列稳增长政策的发力，居民收入、居民资产负债表都将有所改善，助力消费向疫情前中枢水平回归。

短期来看，出行链消费和政策拉动的汽车消费仍将保持领先。随着经济环境改善及居民收入提升，国内消费市场将进入再平衡阶段，餐饮收入随着低基数效应消退增速回落，但必需品和可选品消费将改善，其中可选品消费比如通讯器材恢复弹性更大。预计 2024 年消费总额将在 2023 年的基础上保持稳步上行，但基数因素可能导致名义增速较 2023 年有所回落，预计在 5.2% 附近。

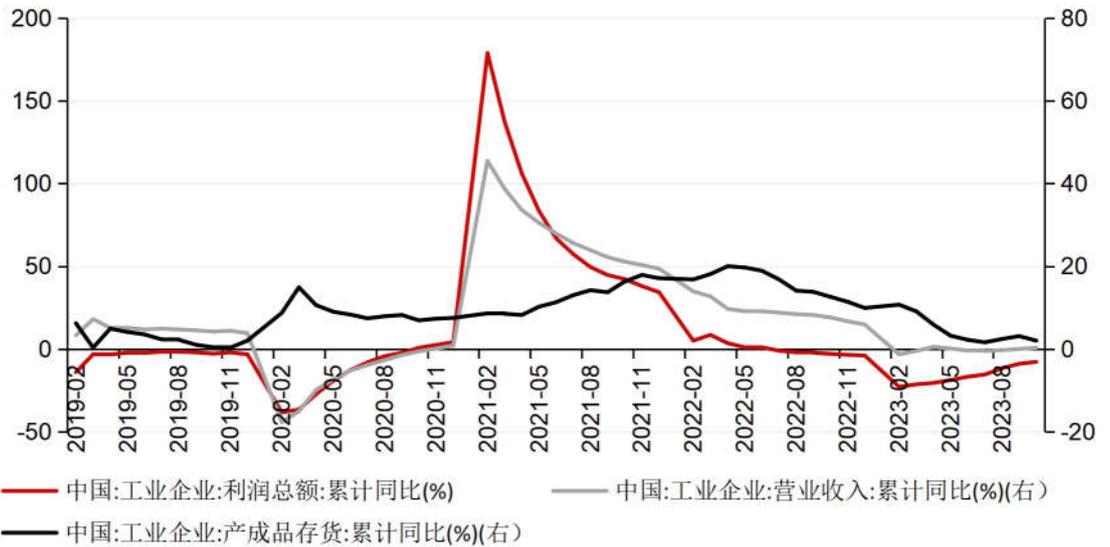
4.2 工业：2024 年进入主动补库阶段

从库存周期角度来看，结合周期规律与外部条件，我们认为当前我国经济正处于被动去库存区间的尾声，随着 2023 年 7 月起中国本轮库存增速水平见底回升，预计 2024 年上半年或将进入主动补库阶段。

工业企业经营最新数据显示，国内工业企业产成品库存同比增速已回落至历史较低分位（2000 年以来的 9% 分位）。与此同时，工业企业利润情况转好，2023 年 10

月工业企业营收自 6 月以来首次转正，规模以上工业企业利润降幅连续 8 个月收窄；虽然整体恢复节奏仍较慢，但利润增速改善的趋势较为确定。这些都说明工业企业产成品去库存已接近尾声，新的库存周期重启近在眼前。

图 17：工业企业利润总额、营收、产成品库存同比（%）



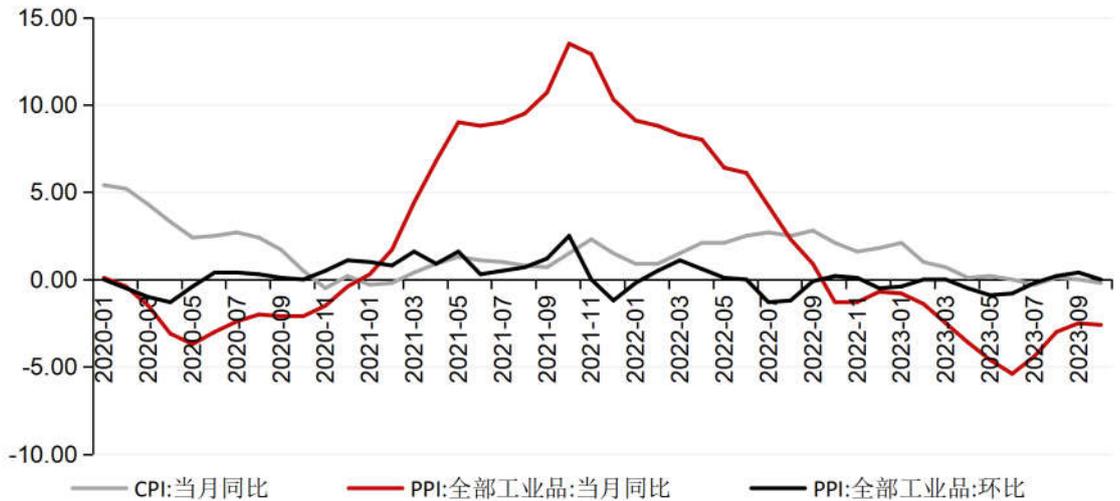
数据来源：WIND、国联期货研究所

生产价格指数随着工业品去库存企稳回升，PPI 同比增速在 6 月触及年内最低点 -5.4% 后降幅收窄，PPI 环比自 8 月起转为正增长，量价数据均佐证了本次库存底部的成立。

CPI 同比、PPI 同比分别在 7 月、6 月触底已基本确认，2023 年下半年通胀进入修复阶段。考虑到 PPI 周期通常领先于库存周期，预计接下来库存周期大概率进入上行阶段。

但需要注意的是，PPI 环比和企业产成品库存增速数据在 10 月出现一定波动，说明库存周期重启过程中仍面临不确定因素，进入主动补库阶段的时点仍有待观察确认，我们估计可能延后至 2024 年年初至上半年。

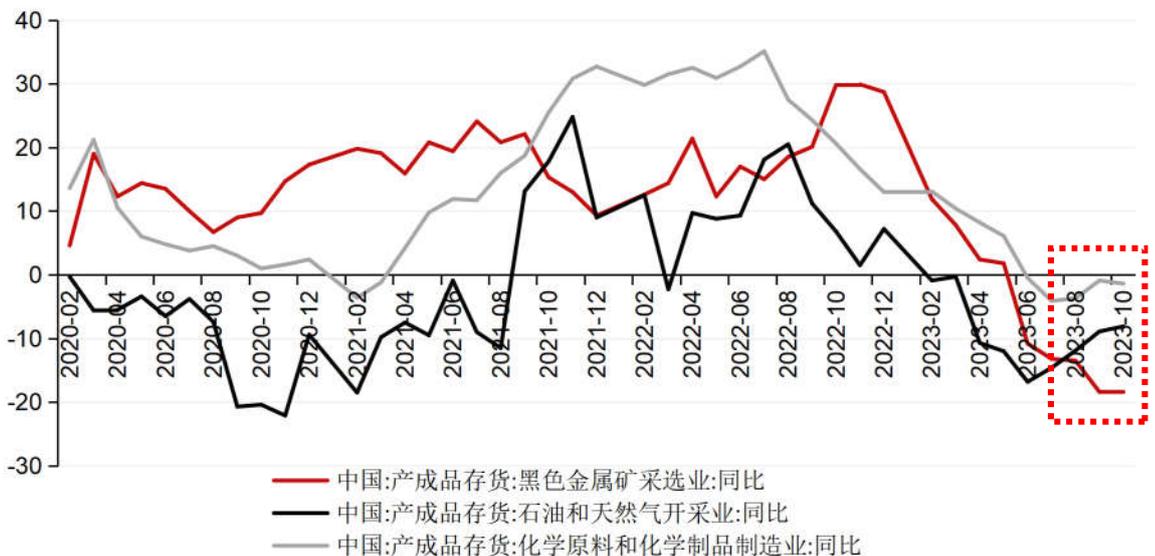
图 18: PPI 同比及环比、CPI 同比 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

政策方面: 随着万亿国债发行落地、2024 年专项债提前批额度大概率延续顶格下达、2024 年宽财政持续, 预期 2024 年财政政策将持续靠前发力, 客观上也有利于提振国内需求, 并带动库存周期进入主动补库阶段。

图 19: 上游制造业企业库存情况 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

细分行业库存方面: 短期内周期行业普遍修复, 多数行业库存所处分位偏低, 但周期内部行业分化。目前, 细分行业中, 上游工业品中石油煤炭和化学品制造等企业存货正陆续见底反弹, 上游原材料相关行业或率先步入补库阶段。

4.3 投资：财政拉动增强，基建投资表现可期

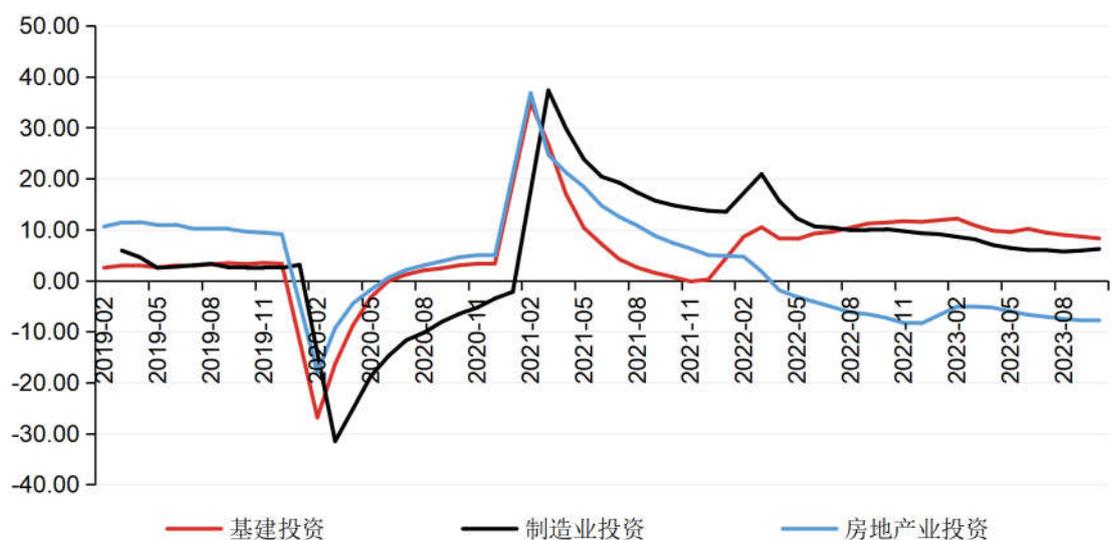
图 20：全国及民间固定资产投资累计同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

2023 年国内投资动能呈现弱修复特征，对经济增长的支撑作用持续弱化。1-10 月固定资产投资完成额同比增速为 2.9%。其中民间固定资产投资完成额同比增速为 -0.5%，虽降幅有所收窄，但连续 6 个月位于负增长区间。民间投资增速连续 22 个月低于全部投资，主要原因在于受房地产市场低迷、市场需求不足，企业预期较弱及海外风险增多等因素影响，民营企业投资的意愿和能力均不足，仍需政策加力提振信心、改善预期。

图 21：三大类投资累计同比增速（%）



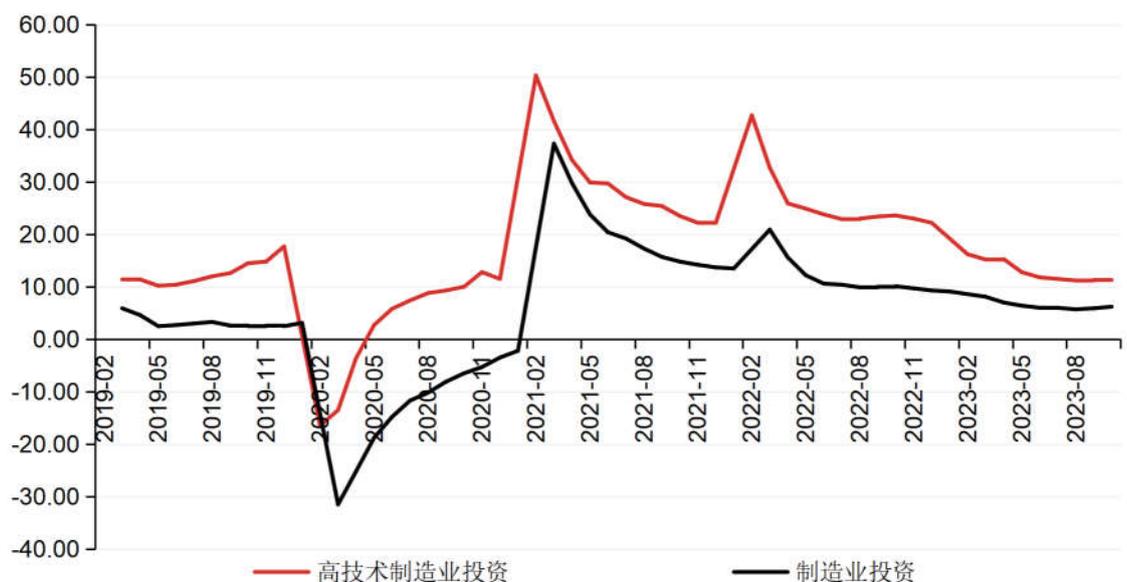
数据来源：WIND、国联期货研究所

从内部结构上来看，三大类投资增速呈现出“制造业、基建支撑略降、房地产拖累加剧”的结构性分化特征，房地产市场低迷是投资动能偏弱的主要拖累。

4.3.1 制造业：高技术制造投资持续推动投资增长

2023 年 1-10 月份制造业投资同比增长 6.2%，年内边际放缓，但仍具韧性。从行业看，上游原材料行业受房地产低迷、基建放缓等上游需求放缓，叠加 PPI 降幅扩大降低企业盈利预期的影响，扩产意愿走弱；中游装备制造业则受 2023 年出口需求超预期回落的影响，投资增速多数回落；但纺织业、医药制造业等下游行业因 2023 年国内消费修复的影响增速有所回升。同时，受国内经济转型加快和政策支持的影响，高基数制造业等新动能投资持续领跑，1-10 月高技术制造业投资累计增长 11.3%，我国制造业投资结构进一步优化。

图 22：高基数制造业投资累计同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

预计 2024 年制造业投资随着出口及内需修复，投资者信心恢复，叠加政策支持，将继续呈现改善态势。考虑到现阶段国内需求弱企稳、PPI 处于低位及企业利润降幅收窄的状态，整体制造业仍处于筑底阶段，后续制造业投资或更多依赖内生增长动能，结构上仍然更多以高技术制造业投资拉动。2024 年制造业投资保持相对较高的增速，有效支撑总需求侧的修复。

4.3.2 基建：中央财政将成为重要动力

2023 年 1-10 月份基础设施建设和基础设施投资（不含电力）分别同比

增长 8.3%和 5.9%，增速仍然保持高位但呈现逐步放缓态势。其中，电力热力燃气及水的生产和供应业是基建投资增速的主要支撑，水利环境和公共设施管理业投资低迷对基建投资的拖累作用较强。2023 年年内基建投资增速放缓主要有两方面原因：一方面是因为土地市场低迷导致政府性基金对基建投资的支撑力度降低；另一方面是随着一揽子化债方案出台，城投新增融资用于政府投资的规模将明显受限，用于项目建设的比重下降。

2024 年国内经济修复依然面临较多挑战，基建作为扩大内需的重要政策抓手，仍将在促进经济增长过程中作为重要发力方向。**基建发力的着力点重点关注项目充足情况及资金来源情况。**

基建项目储备情况来看，2024 年将会是新老基建发力，“平急两用”补充。一方面是传统的新老基建，2023 年 8 月以来多地披露了项目储备计划，紧盯储备项目，要求项目储备上扩量提质。2023 年 11 月发改委要求加强项目审核工作，确保资金尽快落实到符合条件的项目，该要求有利于推动项目施工建设，并加快形成实物工作量。另一方面是“平急两用”基础设施建设，预计各地将逐步出台项目清单，并在 2024 年加速实施。

2024 年基建投资的资金来源中，财政支撑力度将会提升，但在地方化债及房企拿地意愿弱继续拖累土地出让金收入的背景下，信贷、城投债等配套资金或有下滑，**中央财政将成为 2024 年拉动基建投资的重要动力。**

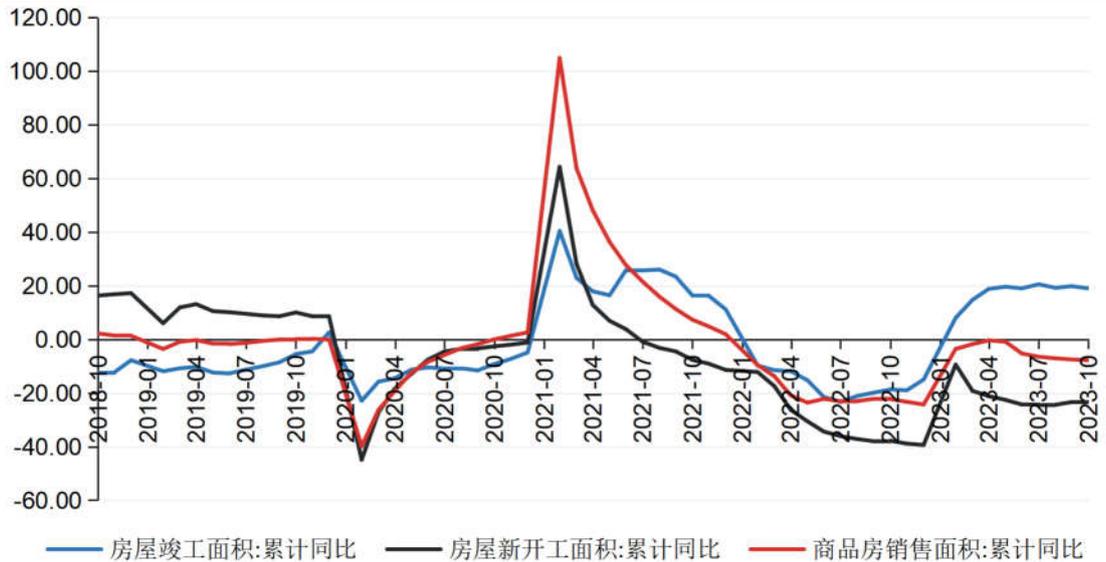
2023 年 10 月 24 日人大常委会批准增发的 1 万亿国债将分为两批各 5000 亿元，分别在 23 年 4 季度和 24 年 1 季度发行，资金主要用于灾后恢复重建、重点防洪治理工程等八大方面。目前对于八大领域的资金使用额度已初步划定，其中水利相关项目的额度安排超 5000 亿元，将对前期持续低迷的水利工程投资形成较强支撑。

考虑到从发债到形成实物工作量的流程相对较长，其中已开工项目或将在 2023 年年底形成一定的实物工作量，新开工项目可能将在 2024 年 6 月底之前开工建设，对 2024 年经济增长及基建投资带来一定支撑。若参考 2023 年财政设计（万亿增发国债主要投向基建），将 5.1 万亿赤字中 1 万亿资金专向投向基建，2024 年基建投资增速将进一步提升。

4.4 房地产：仍处筑底阶段，去库存压力较大

2023 年一季度房地产市场受前期积压需求快速释放、房地产刺激政策合力影响，各指标增速均企稳回升；但进入二季度后，房地产市场进入二次探底阶段，销售、投资等关键指标增速依然明显下降。

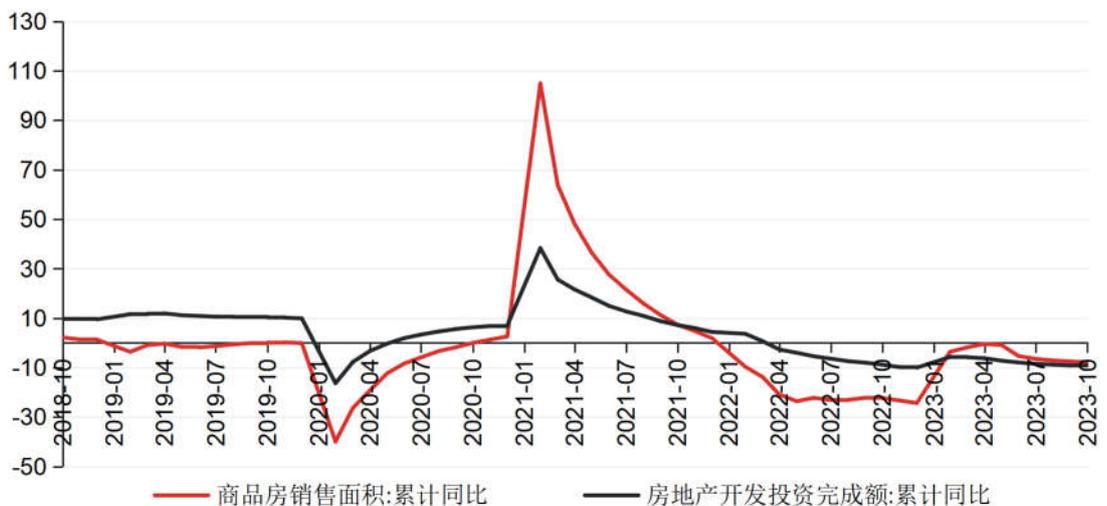
图 23：房地产新开工、竣工及销售面积累计同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

7 月 24 日，中央政治局会议对地产给予新定调，未提“房住不炒”，取而代之的是“房地产行业供求关系发生重大变化的新形势”，并打开了重点城市的政策优化空间。新定调下积极响应，需求端政策高频跟进，涉及限贷、限购、认房不认贷、下调二套房和存量房贷利率等方面。

图 24：商品房销售面积及房地产开发投资完成额累计同比增速（%）

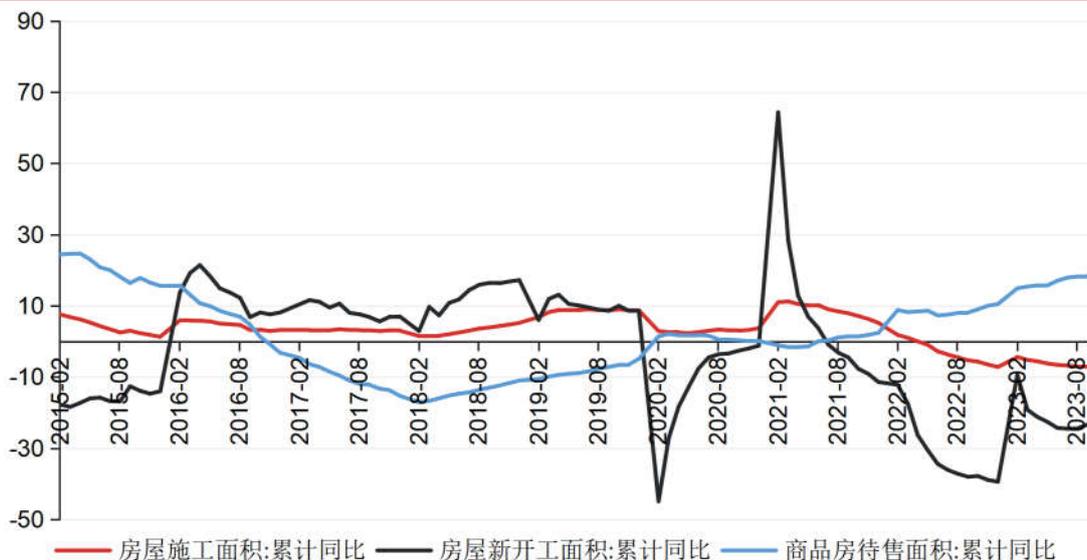


数据来源：WIND、国联期货研究所

8 月起一系列稳定房地产市场政策密集出台，但新开工、施工、销售、投资增速仍处于深度调整中，市场预期恢复仍显不足，仍需观察政策止跌效果。

从需求来看，商品房销售面积和开发投资增速降幅继续扩大。一方面，由于房地产整体景气度不高，房价上涨预期不足，居民收入预期波动及资产负债表承压，制约购房意愿，居民刚需和改善型需求落实的迫切性降低；另一方面，房企现金流承压，对供给端的信心产生波动，市场对交房预期仍显不足。但同时也需注意到，2023 年下半年一线城市销售景气度出现企稳势头，一线城市的企稳对其他城市具有风向标性意义，或对 2024 年全年房地产销售带来一定支撑作用。预计 2024 年上半年房地产销售继续处于筑底状态，并随着地产放松政策和持续发力的其他稳经济政策为市场注入长期信心，下半年同比降幅或将收窄。

图 25：商品房销售面积及房地产开发投资完成额累计同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

从供给来看，受保交楼政策和配套措施落地显效影响，2023 年房屋竣工面积增速相对稳健，保持了正增长。而新开工面积、施工面积年内仍然疲弱，处于深度调整中。当前商品房库存仍在持续增加，截至 2023 年 10 月商品房待售面积同比增长 18.1%，处于 2015 年 8 月以来的高点，显示房地产市场去库存压力较大。

展望 2024 年房地产各供应环节。新开工端，因新开工与销售正相关，在前文对 2024 年上半年销售依然处于筑底阶段的预判下，我们认为新开工也将维持相对低位。竣工端，考虑到保交楼问题尚未得到妥善解决，预计竣工面积增速上半年仍然会维持高增速。而自 23 年起持续收缩的新开工也会逐步在 24 年下半年竣工端体现，竣工面

积同比增速将呈现回落态势。

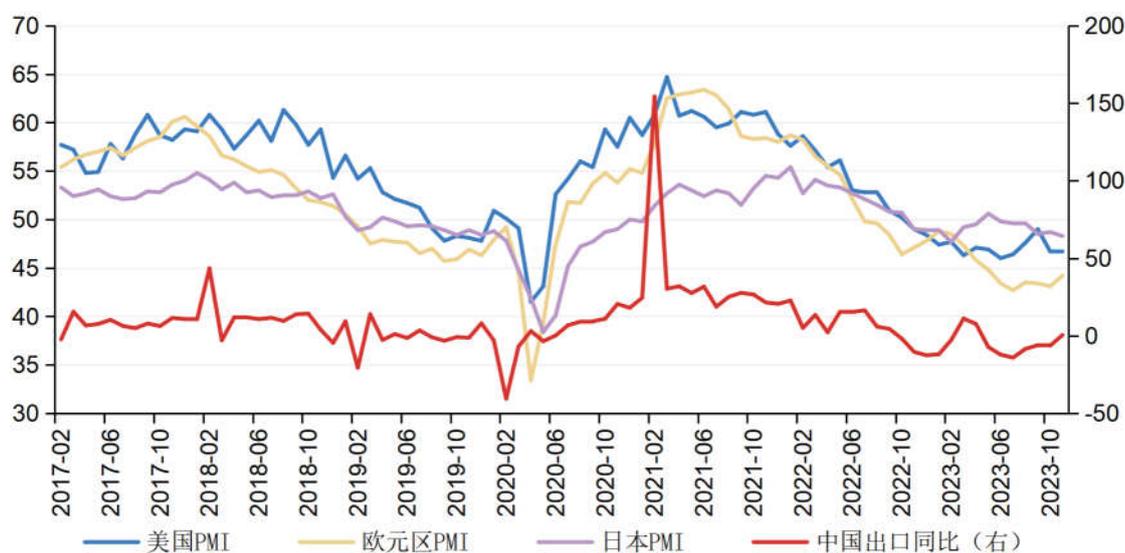
2024 年上半年，销售筑底叠加高增速竣工，预计房地产市场库存压力仍较大，下半年或会有所下降。高库存背景下，2024 年房地产投资增速仍难回正，或将维持保持同比负增速。

供给端政策方面，从近期政策表态来看，我国房地产市场正步入一轮供给侧改革，2024 年保障房建设、城中村改造有望加速，可能对房地产投资带来正向影响。央行对地产供给端的支持力度将会抬升，三季度货币政策执行报告更多的关注支持地产供给端的融资需求，并具体提及落实“金融 16 条”、用好“第二支箭”等融资支持工具，后续宽信用支持工具或仍有发力空间。

需求端政策方面，房地产销售虽然作为中后端环节，但因其直接影响企业经营预期，因此对房地产企业前端的融资、拿地及开工有着重要影响。房地产企业财务情况和信心需要销售回暖予以提升，结合新开工面积降幅较高且二手房供应偏高的情况，预计从销售回暖传导至新开工及房地产投资存在一定时滞，2024 年对房地产需求端的刺激政策仍有加码空间，一线城市或有房贷利率下调及区域限购放开的可能。

4.5 出口：份额维持韧性，增速或将转正

图 26：全球主要经济体制造业 PMI 与中国出口同比（%）

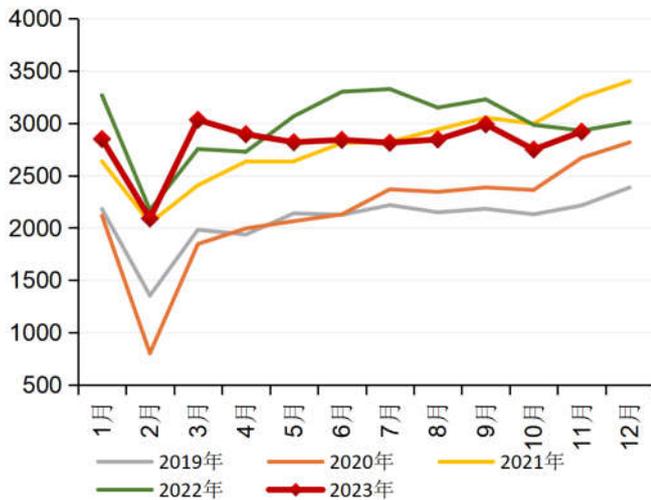


数据来源：WIND、国联期货研究所

随着欧美持续加息，全球经济增速放缓，经贸转入下行周期，2023 年中国出口呈现负增长。受积压订单集中释放的影响，3 月当月出口金额创历史新高，同比增速攀升至 11.1%。随着前期订单消化及高基数的影响，出口增速开始回落，并于 7 月达

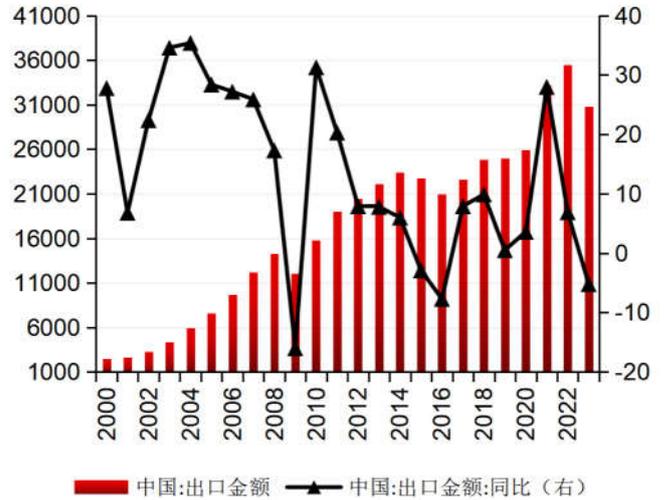
到了年内低点（同比下降 14.1%），随后逐步回升。但在增速维度以外，2023 年中国出口金额及占全球份额依旧保持韧性，我国商品出口占全球出口份额仍维持在 15% 左右，总体表现并不差，内部结构呈现此消彼长。

图 27：中国当月出口金额（亿美元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

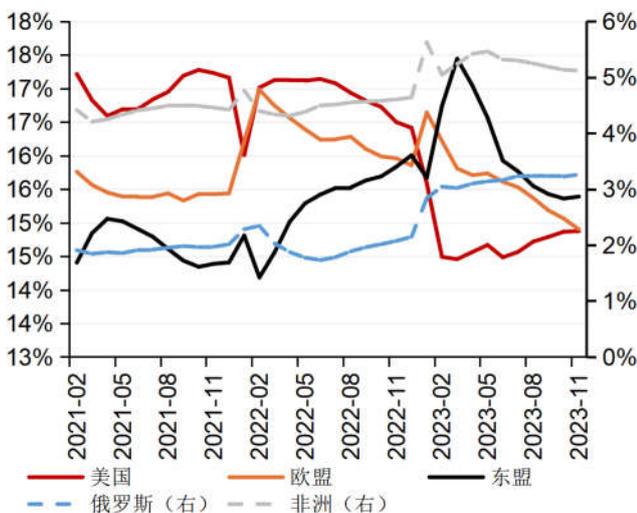
图 28：中国全年出口金额及同比增速（亿美元，%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

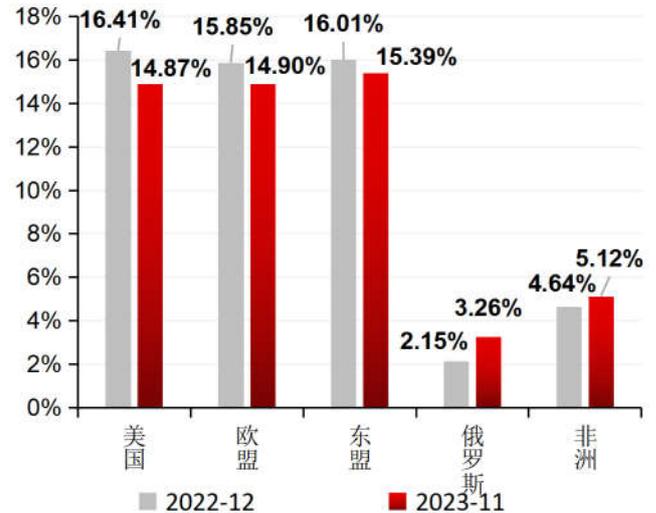
从我国出口结构上来看，东盟为中国第一大贸易伙伴，金额占比为 15.36%。截至 2023 年 10 月，我国对美国、欧盟的出口金额在我国出口总额中的占比较 2022 年底分别下降 1.55 和 0.79 个百分点，对俄罗斯、非洲的出口金额占比较 2022 年底分别上升 1.08 和 0.49 个百分点，在传统贸易伙伴出口回落的情况下，新贸易伙伴对出口形成有力支撑。随着全球产业链重塑，一带一路进一步驱动中国新动能，亚非拉地区占我国出口比例有望继续上升，对冲部分欧盟、美国需求的下降。

图 29：各经济体在我国出口中所占份额的变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

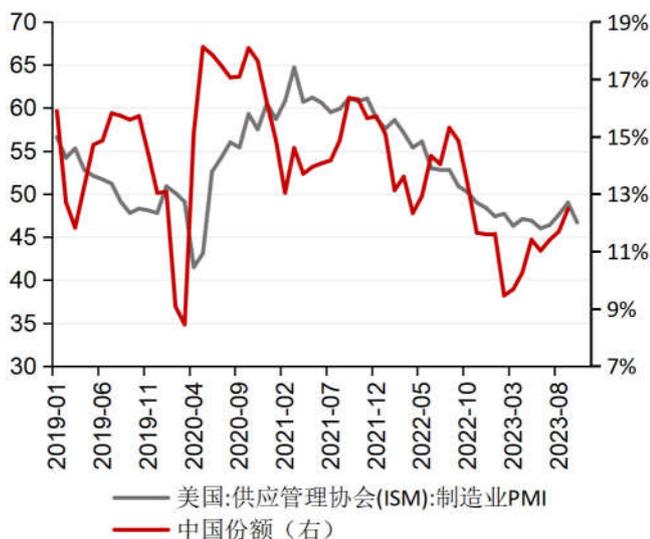
图 30：各经济体在我国出口中所占份额（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

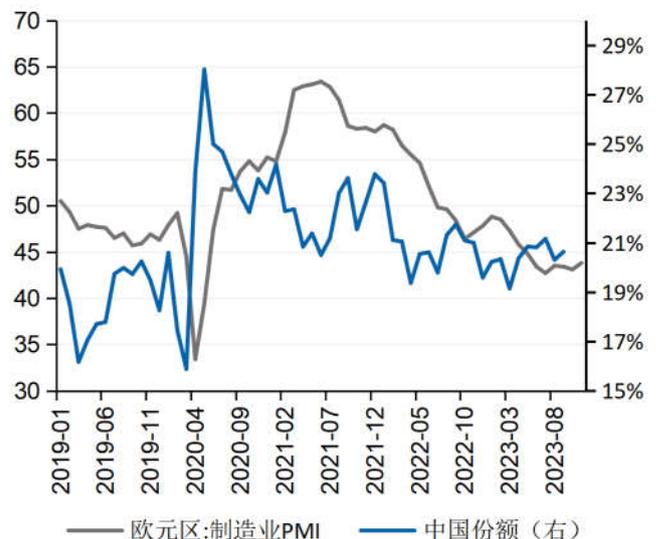
2024 年我国出口总量的总体回暖仍需重点关注欧美终端消费的情况。美国方面，受高利率环境下美国需求下行，美国各行业主动去库存及中美关系紧张的影响，我国在美国进口份额处于近年来低位。但随着 2024 年美国补库周期逐步开启以及中美关系边际改善，我国在美国进口中的份额有望企稳回升。欧盟方面，2023 年我国在欧盟进口的份额维持韧性在 20% 左右，规模的下降主要源于整体需求疲软。欧盟对中国进口限制目前主要集中在清洁能源、关键矿物领域，非全面性限制，对于出口份额的影响有限，预计 2024 年份额仍将维持韧性。在未有贸易冲突的设定下，我们预计 2024 年随着欧美商品消费企稳，我国出口增速或将逐步转正。在基数逐步走低的背景下，出口同比增速呈现前低后高。

图 31：美国制造业 PMI 与中国进口份额 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 32：欧元区制造业 PMI 与中国进口份额 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

综合以上，我国处于盈利、库存和通胀多个周期触底反弹的共振阶段，经济修复大趋势较为明确，但因新旧动能切换仍处于中间阶段，不具备全面共振复苏的条件，2024 年仍以温和渐进修复为主。

2024 年投资对 GDP 的贡献率预计将在 2023 年的基础上有所提升，贡献项主要来自于两个方面：第一，制造业投资随着出口及内需修复，投资者信心恢复，叠加政策支持，将继续呈现改善态势。第二，鉴于 2024 年中央财政将成为基建重要动力，基建作为扩大内需的重要政策抓手，有望在促进经济增长过程中提供更亮眼表现。考虑到政策传导时滞及基数效应，2024 年经济增速呈现上半年高、下半年低的态势，二季度将是全年经济的高点。

我国 2024 年房地产和消费仍将处于缓慢修复态势，高库存背景下房地产投资增

速仍难回正，居民消费虽有继续修复的基础，但回升斜率较为缓慢，因此恐难以对经济增长形成明显支撑。出口方面，出口结构随着全球产业链重塑呈现此消彼长，出口总量的总体回暖仍然受制于欧美终端消费修复情况。

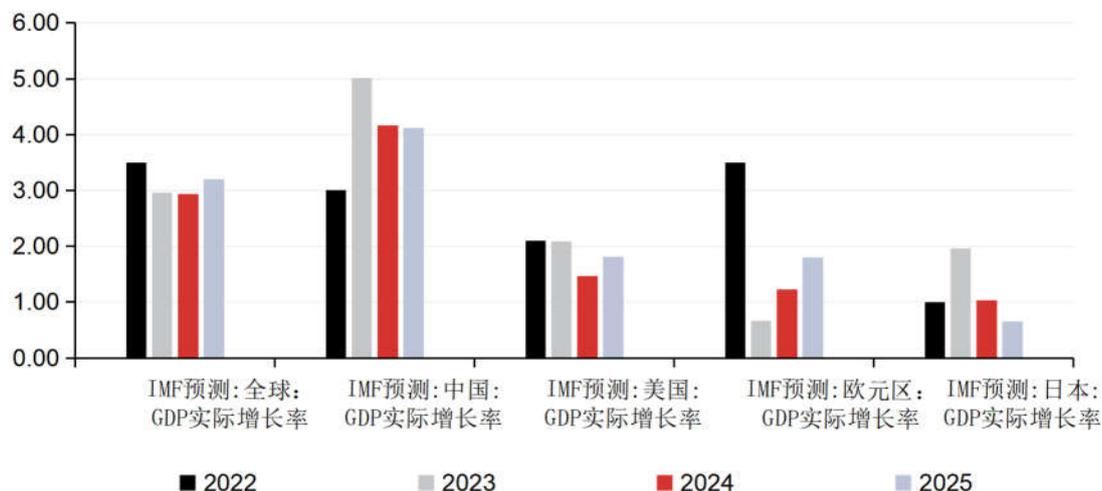
五、海外经济：加息周期进入尾声 经济弱衰退

5.1 全球经济缺乏动力，分化趋势扩大

国际货币基金组织发布的最新《世界经济展望报告》指出，全球从新冠疫情和俄乌战争中复苏的进程仍然缓慢且不平衡，多个因素正在阻碍经济复苏：新冠疫情、俄乌战争以及日益加剧的地缘经济割裂的长期影响，各国为降低通胀而收紧的货币政策，在高债务环境下取消财政支持以及极端天气等，预计将使未来的经济活动降温。

基于上述原因，IMF 预测全球经济增速将从 2022 年的 3.5% 放缓至 2023 年的 3.0% 和 2024 年的 2.9%，2024 年预测值相比 2023 年 7 月预测值下调了 0.1 个百分点。具体来看，IMF 预测发达经济体 2023 年经济增长预测值为 1.5%，2024 年增幅将放缓至 1.4%。其中，美国 2024 年经济增速将放缓至 1.5%；欧元区今明两年经济增长预测值分别为 0.7% 和 1.2%；预计日本 2024 年经济增速回落至 1.0%。

图 33：IMF 预测 GDP 实际增长率 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

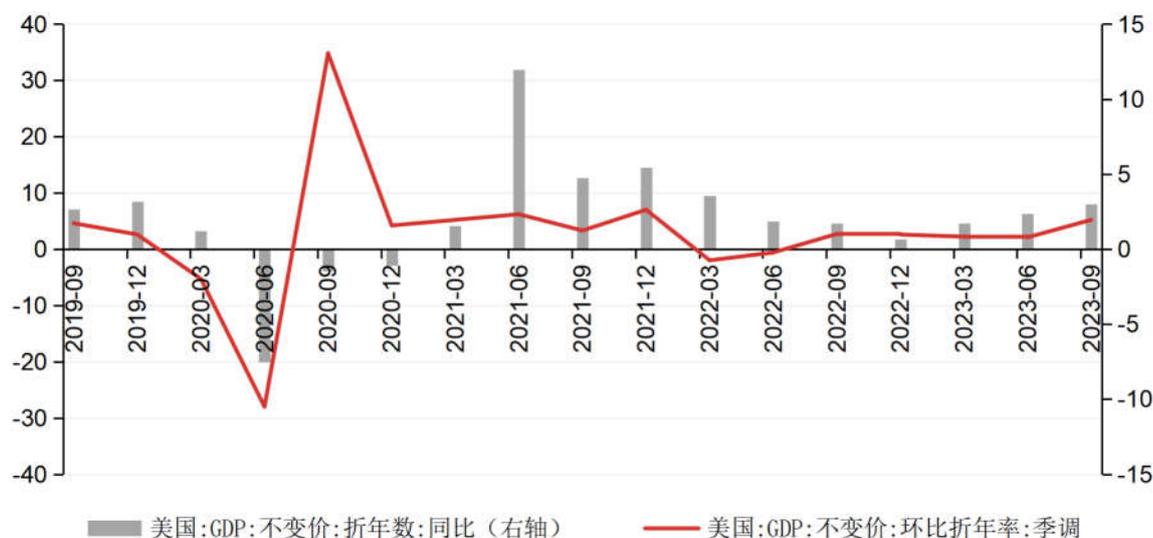
同时，IMF 报告称，目前经济越来越符合“软着陆”情景，这在美国尤为明显。

5.1.1 美国：消费支撑弱化 vs 补库开启 经济“软着陆”

回顾 2023 年，美国经济表现持续超预期，展现出较强韧性。虽然美联储进行了

四十年来最快的加息，但作为 GDP 主要贡献项的个人消费并未过多受到高利率的影响。截至三季度，美国季调后实际 GDP 增速强于预期，环比折年增速为 5.2%，主要是因为 2023 年上半年劳动力市场的持续紧张支撑着较高的工资增速和个人收入增速、超额储蓄持续下行抬升边际消费倾向、以及 2008 年以来居民部门持续去杠杆导致居民杠杆率正处于低位，因此美联储加息并未显著“挤出”消费，美国私人消费支出仍然强劲；制造业 PMI9 月达到 2023 年最高值 49.0，10 月、11 月虽有回落，但仍高于年中水平。

图 34：美国经济展现较强韧性 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

2024 年，我们认为私人消费对于美国经济的重要性将继续提升。但消费端的支撑因素都将出现不同程度的弱化：由于 2023 年下半年开始就业市场紧张程度持续缓解，居民薪资增速逐渐放缓，预计工资下行趋势在 2024 年仍将延续；同时，2024 年上半年超额储蓄或将消耗殆尽，平均消费倾向难有进一步提升空间。此外，高房贷利率可能抑制居民增量购房需求，叠加疫后财政扩张红利逐渐消退，美国经济 2024 年将面临下行压力。

不过，由于 2024 年是美国大选年，拜登政府为赢取选票可能会采取刺激政策以支持就业和保持经济稳定增长；同时，制造业 PMI 细分项数据显示，11 月库存指数正处于两年低点，下半年新订单指数震荡上行，且新订单与库存指数之差已连续 6 个月为正，这表明企业库存相对订单来说已处于低位，后续订单回升有望带动企业在

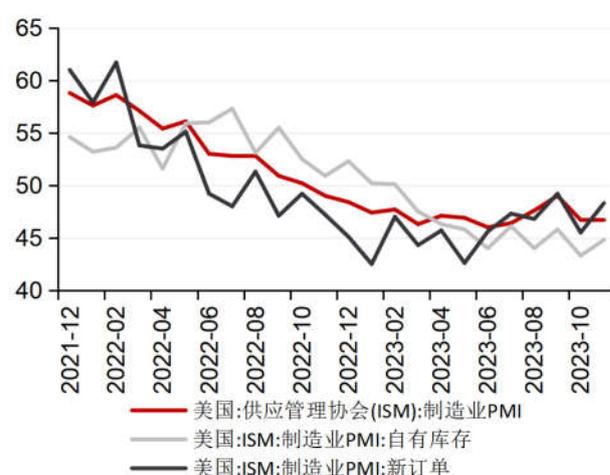
2024 年上半年前后进入补库阶段，从而限制经济的下行压力，支撑美国经济“软着陆”。

图 35：美国薪资变动情况



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 36：美国供应管理协会（ISM）PMI



数据来源：WIND、国联期货研究所

5.1.2 欧元区：经济增长动能延续低迷

2023 年，由于财政扩张、能源危机缓解、就业市场韧性以及有利的供给冲击，欧元区避免陷入衰退，但 2023 年前三季度 GDP 环比增速分别为 0.1%、0.1%和-0.1%，增长动能相对疲弱。10 月欧元区综合 PMI 再次超预期回落至 46.5 的低位。

IMF 预测 2023 年欧元区整年的 GDP 增长率为 0.7%，虽然 2024 年欧元区经济活动预测值被下调，但受低基数效应影响，其 2024 年 GDP 增速的彭博一致预期为 0.8%，IMF 预期为 1.2%，略高于 2023 年。从基本面来看，由于欧元区就业市场降温导致就业市场韧性对消费的支撑作用减弱、全球增长动能回落预计将拖累欧元区出口增速、能源救助措施退出等财政紧缩和俄乌冲突余波拖累增长，与美国相比，欧元区预计增长更弱，2024 年经济下行风险或超过市场预期。

5.1.3 日本：重启动能消退，增速回落

与欧美相比，2023 年上半年日本经济在疫后重启、供应链修复、宽松财政和货币政策等因素推动下，经济稳健复苏。2023 年上半年日本经济动能明显较强，实际 GDP 的季环比折年率为 3.2%和 4.8%，上半年的累计同比增速为 1.8%，高于 22 年同期的 1.0%。展望 2024 年，预计日本疫后重启动能消退，外需方面与欧元区类似，全球增长动能回落可能同样拖累日本商品出口，预计日本实际 GDP 增速可能从 2023

年 2%左右的水平回落至目前 IMF 和彭博一致预期的 1%左右,但仍大幅高于疫情前的水平。

综上所述,我们预计 2024 年全球经济增长面临的风险仍然偏向下行,但经济动能将在降息前温和趋弱。美国 2024 年经济下行压力相对有限,更趋于“软着陆”;欧元区抑制通胀和推进能源转型方面仍面临挑战,2024 年经济动能或延续低迷;日本经济疫后重启“脉冲”于 2023 年三季度暂歇,但预计 2024 年仍可温和扩张。

5.2 全球通胀粘性仍高,有待继续降温

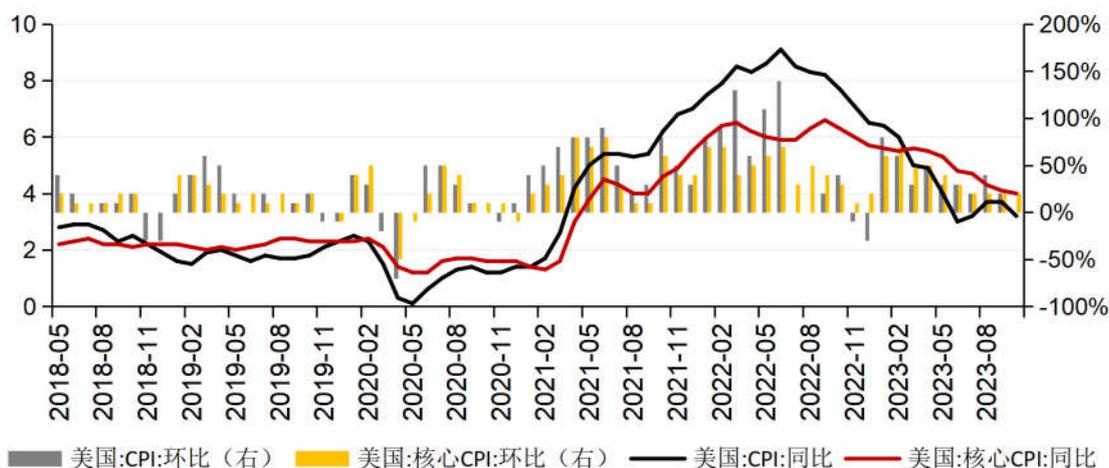
全球各地的通胀在 2022 年达到了数十年来的高峰。2023 年虽然总体通胀率稳步下降,但许多经济体的核心通胀指标(不包括食品和能源)正展现出更多的粘性,有待继续降温。

5.2.1 美国:消费缓慢退坡 通胀压力回落

美国核心通胀一般拆分为核心商品、住房和非住房核心服务。目前阶段,房租和工资增速是核心服务通胀乃至核心通胀最关键的解释变量。

2023 年,由于劳动力和住房市场相关的服务通胀降温速度仍然较慢,因此美国通胀仍然维持强韧性。2023 年上半年,受基数走高、能源价格下跌影响,CPI 同比自 1 月的 6.4%快速降至 6 月的 3%;下半年 CPI 同比随着基数效应消退、能源价格波动有所起伏。核心 CPI 同比降温较慢,自 2023 年 1 月的 5.6%逐步降至 10 月的 4%,是导致本轮美国通胀粘性持久的关键,主要是受房价降温速度较慢和上半年劳动力供需格局偏紧影响,读数自 2023 年 1 月的 5.6%逐步降至 10 月的 4%。

图 37: 美国通胀情况 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

展望 2024 年，随着高利率环境延续，就业劳动力市场持续缓解下居民薪资增速逐渐放缓，以及超额储蓄的持续消耗，居民消费的缓慢退坡有望带动美国通胀压力进一步缓和，叠加高基数效应，预计 2024 全年美国 CPI 和核心 CPI 通胀将有所回落。

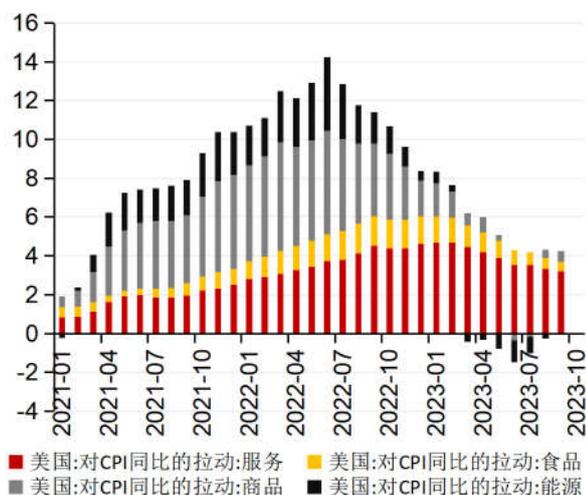
但需要关注两点因素：

第一，2023 年以来房价持续反弹或抑制后续住房通胀降温效果。目前租金价格虽受二季度以来前期房价下跌的滞后影响处于回落区间，但环比仍然较高，同时受成屋库存较低和“千禧一代”成年置业影响，美国房屋价格持续上涨，或抑制 2024 年下半年住房通胀的降温效果。

第二，能源价格扰动。这两年的俄乌冲突和巴以冲突都导致油价大涨，造成了美国通胀的走高和反弹。若 2024 年再次受地缘冲突引发的能源价格波动扰动，叠加油价对食品等价格的传导和对消费者通胀预期的影响，通胀上行风险或更高。

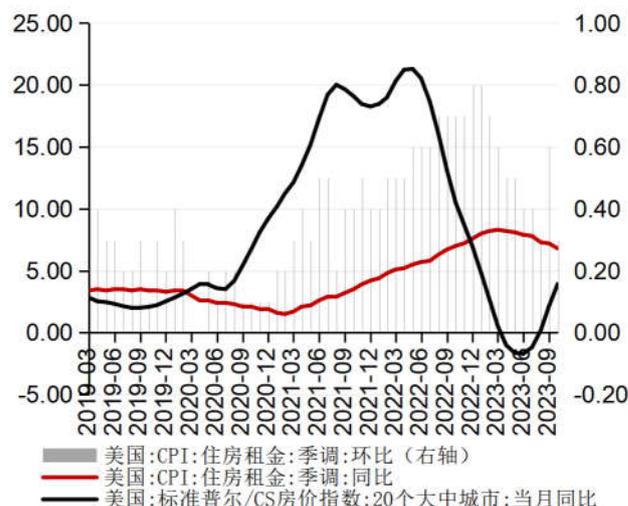
同时需注意，随着人口老龄化、逆全球化、绿色转型等结构性因素愈发突出，供给弹性或有所下降。那么同等需求条件下，通胀的弹性和持续性将更强，因此从中长期来看，虽然 2024 年美国通胀会有所回落，但运行中枢或仍高于疫情前。

图 38：美国 CPI 各分项对 CPI 的拉动



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 39：美国住房租金 CPI 与房价走势



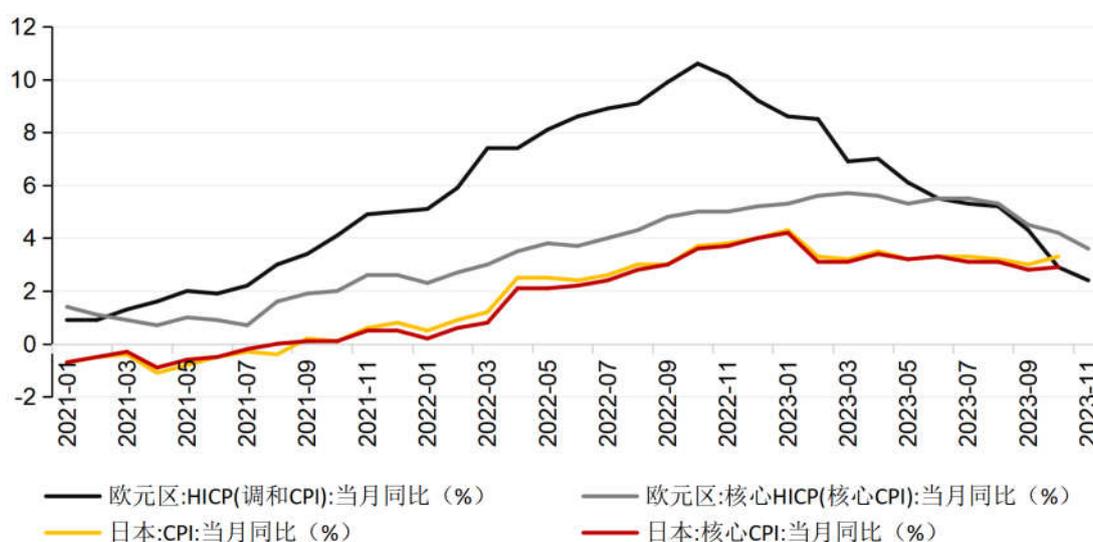
数据来源：WIND、国联期货研究所

5.2.2 欧元区：通胀下行趋势延续

2023 年上半年欧元区通胀表现出较强粘性，核心 HICP 同比增速平均为 5.5%，维持在较高水平，但三季度开始欧元区通胀压力明显缓解，三季度核心 HICP 同比增速下降至 3.6%。从分项上来看，与美国类似，服务分项仍是主要贡献项，但是与美国不同的是，欧元区核心商品（非能源工业品）分项的贡献也较大。

2024 年，欧洲 HICP 和核心 HICP 的下行趋势都较为确定。一方面，与美国相同，虽然疫情后就业市场的供需错配一定程度制约了核心通胀的回落速度，但目前职位空缺率也已出现缓解迹象，因此薪资带给服务通胀的压力或有所减弱。另一方面，全球增长动能回落以及全球供应链的持续缓解预计将使全球商品进口价格保持在较低水平，进而拖累商品 PPI 通胀，鉴于商品 PPI 通常领先商品 CPI 3 个月，因此核心商品通胀未来或将持续回落。

图 40：欧元区及日本 CPI



数据来源：WIND、国联期货研究所

5.2.3 日本：增幅边际放缓，但维持相对高位

受俄乌冲突推高的大宗商品价格及日元贬值的双重影响，2023 年 1 月日本 CPI 同比为 4.3%，创 1981 年来新高。此后，受政府提供能源补贴叠加全球供应链持续缓解带动进口价格回落影响，日本通胀缓慢下行，但总体仍处于较高水平，并且核心通胀保持较强粘性。与欧元区类似，服务分项和非能源工业品分项是日本核心通胀的最主要贡献项。

预计 2024 年，日本核心通胀同比增幅边际放缓，但维持相对高位。一方面，受外需偏弱，全球供应链持续缓解，以及日本央行或加速推进货币政策正常化将推动日元升值影响，非能源工业品通胀或持续下行。另一方面，日本最大劳工组织 JTUC 要求 2024 年“春斗”工资增速“至少 5%”，若“春斗”后工资调整幅度超预期，消费景气将推动服务分项回升，从而对核心 CPI 形成支持。

5.3 全球货币政策分化，进入转折之年

由于 2022 年通胀高企，全球大多数国家进入了持续加息周期。2023 年，各国央行继续通过加息提高利率成功使通胀放缓至 5% 以下。2023 年 1 月开始，美联储连续 4 次加息 25BP（1 月、3 月、5 月、7 月），9 月起，由于美债收益率持续飙升使得美国金融环境进一步收紧，且通胀压力最大的时刻已过，美联储权衡之下不急于重启加息，将联邦基金利率维持在 5.25%-5.5%，为 2006 年 6 月后最高值。截至 2023 年 11 月，本轮美联储已加息 11 次，共计 535BP，为 80 年代以来最快加息速度。欧洲央也于 2022 年 7 月开启加息周期，截至 2023 年 10 月会议，欧央行累积 10 次加息共 450BP，政策利率达到 4%，为 1999 年来的最高水平。

5.3.1 美国：二季度开启降息

自 7 月份加息之以来，美联储已连续 4 个月维持利率不变。尽管美联储官员仍然保留了进一步加息的政策选项，但由于持续加息导致金融条件收紧已使得经济和就业增速放缓，叠加通胀压力缓和，本轮加息周期进入尾声是基本确定的。

展望 2024 年，我们判断美国可能实现从加息到降息周期的转变，但从经济软着陆和中长期通胀中枢抬升的角度来看，2024 年降息周期的开启仍然受到较强约束。一方面，尽管受消费端支撑因素弱化影响，消费的缓慢退坡预计将带动经济增速下行，但鉴于 2024 年为大选年，拜登政府可能实施增量刺激政策以保持经济稳定增长，叠加预期补库阶段的开启将抑制经济下行压力，2024 年美国经济“软着陆”的迹象仍较为明显。另一方面，由于人口老龄化、逆全球化、绿色转型等结构性因素愈发突出，通胀的弹性和持续性将更强，美国中长期通胀中枢的抬升将使 2% 通胀目标的实现更具挑战性，也将制约降息周期的开启。

然而，考虑到 2024 年美联储的首要目标是引导经济“软着陆”，为降低经济衰退风险，货币政策需更谨慎行事，美联储可能需要提高通胀容忍度。基准状态下，美联储或于 2024 年一季度保持现有的紧缩不变，以经济的小幅放缓为代价换取通胀率的继续下降；二季度开始，随着经济增长降速、通胀降温、就业市场再平衡的完成，为防止经济因过度紧缩而走向衰退，在通胀相对可控时转向降息。基于以上预判，我们认为 2024 年美联储或于二季度开启降息，年内降息 2-3 次，年末预计利率水平在 4.5-4.75% 之间。

表 2: CME 利率期货统计未来联邦基金利率所处区间概率(数据截至 2023 年 12 月 10 日)

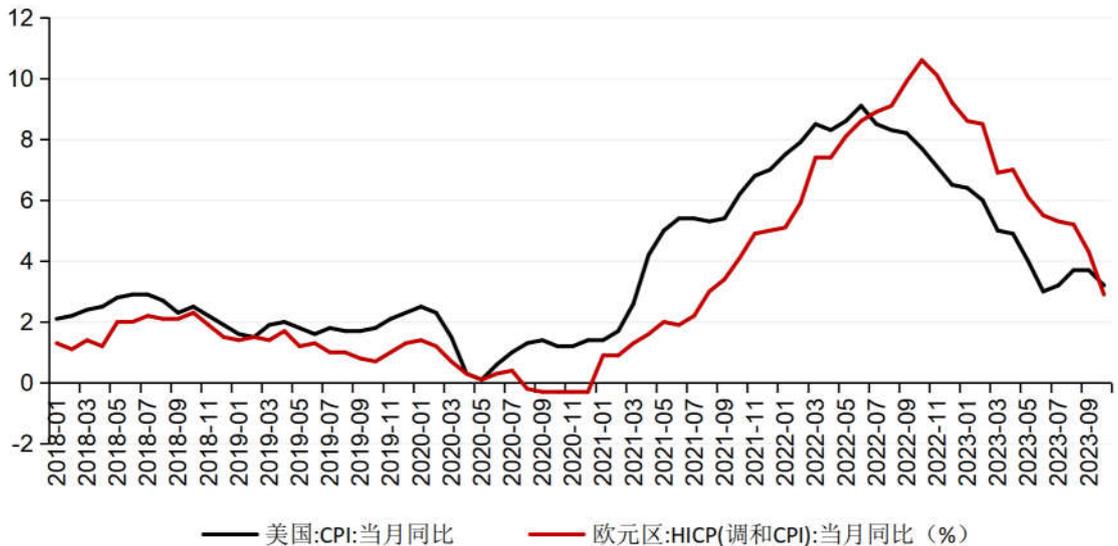
美联储会议日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13				0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	97.70%	2.30%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.10%	85.90%	2.00%
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.50%	51.90%	40.60%	0.90%
2024/5/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.50%	37.70%	44.20%	13.40%	0.30%
2024/6/12	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.50%	30.40%	42.70%	20.10%	3.20%	0.10%
2024/7/31	0.00%	0.00%	0.00%	2.60%	23.20%	39.40%	26.20%	7.70%	0.90%	0.00%
2024/9/18	0.00%	0.00%	2.00%	18.90%	36.00%	29.00%	11.60%	2.30%	0.20%	0.00%
2024/11/7	0.00%	1.20%	12.40%	29.40%	31.70%	18.30%	5.90%	1.00%	0.10%	0.00%
2024/12/18	0.90%	9.50%	25.10%	31.10%	21.70%	9.00%	2.30%	0.30%	0.00%	0.00%

数据来源: CME、国联期货研究所

5.3.2 欧元区：率先结束加息周期

在连续 10 次累积加息 450BP 后，欧洲央行在 10 月议息会议上表明将维持基准利率不变，并全面下调了未来 3 年的增长预期，意味着本轮欧元区加息周期或接近尾声。

图 41: 美国及欧元区 CPI



数据来源: WIND、国联期货研究所

展望 2024 年，欧元区预计将面临经济前景的持续疲弱和通胀压力的继续放缓。一方面，受就业市场降温导致就业市场韧性对消费的支持作用减弱、能源救助措施退出等财政紧缩、外需低迷、地缘政治冲突余波影响，预计欧元区 2024 年的经济动能

将延续低迷；另一方面，随着就业市场供需错配的逐渐缓解和全球商品进口价格的回落，欧元区通胀下行趋势变得更加明确。鉴于此，为避免货币和信贷条件的过度紧缩，我们认为欧央行在 2023 年 12 月的政策会议上大概率不会再加息，由于经济增长弱于美国同时通胀压力更小，预计早于美国开启降息，市场普遍预计欧央行或将在 2024 年一季度开始降息。

5.3.3 日本：货币政策或进一步正常化

2022 年 12 月、2023 年 7 月和 10 月日央行三次调整 YCC 波动区间，或成为日央行退出 YCC 的“预演”。

2024 年，我们认为日本货币政策或进一步正常化，主要基于以下两个原因：一方面，从经济基本面来看，超宽松货币政策已与经济面不符。预计 2024 年日本实际 GDP 增速虽有所回落，但仍将大幅高于疫情前的水平；另一方面，与欧元区类似，受外需偏弱影响，预计 2024 年日本商品通胀增速将放缓，但预计高工资增速对消费端的修复将使日本 CPI 全年平均仍可达到 3% 左右的相对高位。因此，2024 年日本货币政策或进一步正常化，若后续工资增速抬升，将为日央行提供退出 YCC 政策的空间，我们预计日本大概率上半年退出 YCC。

综上所述，2024 年，海外主要经济体经济缺乏动力，复苏路径承压。随着欧美货币政策转向，外部流动性收紧压力有望在 2024 年得以缓解。美国经济当前已有“软着陆”迹象，预计 2024 年在降息前将持续温和降温，如果通胀可控，降息或于二季度开启。欧央行预计将面临经济前景的持续疲弱和通胀压力的继续放缓，预计领先美联储结束加息周期。日本央行在经济增速有所回落但水平仍超疫情前，通胀增幅边际放缓但仍维持相对高位的背景下，可能将在 2023 年底或 2024 年初彻底退出 YCC。

六、2024 年大类资产展望

A 股：随着各指数的再度回落，目前 A 股市场估值再次进入历史极高配置性价比区间。市场预期收益方面，在逆周期政策的支持下，国内经济有望延续温和复苏的势头，但过程并非一蹴而就、而是循序渐进，其中内需以及外需影响下出口数据的改善依然是经济复苏的焦点。流动性和资金层面，2024 年 CPI 和 GDP 回升是大概率事件，M2 和社融增速与中期潜在名义 GDP 增速匹配，故相比 2020 年疫情全球放水的

流动性水平依然具有较大差距。国内市场相比海外主要经济体复苏向好趋势明显，且随着美国通胀数据持续回落，加息结束预期升温，广义外资层面压力将会边际好转，北向资金亦将逐步回流。地产收益的下降和存款利率降低将引导高净值人群资产配置从房地产向证券市场转移，私募基金相比公募基金表现更具有韧性，叠加 2024 年国内经济温和复苏预期下，未来市场弹性更好的成长风格或仍占据上风。综合而言，我们认为 2024 年 A 股市场运行中枢整体向上，估值回归行情值得期待。

利率：货币政策总体稳中略松，逆周期、跨周期调节将保证 2024 年流动性处于合理充裕状态。稳增长仍需要综合融资成本的继续下行，政策利率仍有下行空间。美联储可能从 2024 年二季度开始降息，届时美债利率有望明显回落，将给国内利率下行带来空间，年底 10 年期国债收益率中枢有望下行至 2.5% 左右。

美元指数：随着美国通胀继续下降、经济增长动能减弱，美债利率或将迎来一定下行。美欧经济均有下行压力，且欧美央行加息周期均进入尾声，但美国相对欧洲拥有经济优势和更多财政空间，因此欧央行降息时点可能早于美联储，美元指数有一定上行动力，但空间不会很大，大概率宽幅震荡。

黄金：在全球增长预期下调的阶段，虽然通胀预期也有所降温，但黄金的相对表现往往强于“生产型商品”。避险属性和金融属性预计将是主导黄金价格上行的主要因素。中东、俄乌等地缘政治冲突等风险事件也将阶段性增强黄金的配置价值。美元利率和美元中枢逐步下行，也同样增强黄金的配置价值。关注美联储降息时点与美元拐点带来的配置窗口。

人民币汇率：考虑到美元指数可能高位震荡，以及央行维持汇率大体平稳的承诺，预计 2024 年人民币兑美元汇率持平于 7.30 左右。中长期来看，人民币汇率的波动方向仍取决于国内经济的修复程度。2024 年国内经济修复动能有望进一步增强，国内基本面对汇率的支撑或逐步凸显；同时美联储加息周期接近尾声，外部压力或将边际缓解。关注 2024 年美国大选等事件性扰动。

商品：美联储降息有望强化铜、原油等大宗商品的金融属性进而带动其价格回升。从商品属性而言，由于全球经济继续放缓可能性比较大，原油基本面增量有限，但是低库存导致季节性影响加大，地缘冲突和美国大选扎堆或增加波动。高企的铜加工费或使 2024 年铜产能投放加速，供给端增量存在较强预期，国内新基建将支撑铜需求，预计铜价有望维持偏强震荡。

建议关注内需驱动型商品在国内基建、制造业发力促进经济增长的背景下的做多机会，外需驱动型商品价格承压。同时需要关注美联储降息时点带来的影响。

风险提示：海外地缘冲突持续演绎；政策演变超预期。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道 999 号高维大厦 9 楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600