

2023 年宏观经济展望：削峰填谷

1. 地产产业链：贯穿全年经济节奏的主线

1.1 房企拉长施工周期，地产对经济的影响周期也被拉长

资管新规后，房企通过期房销售回款填补信用融资的压力，同时放缓后续施工进度，导致施工周期被明显拉长、金融风险增加。2017 年以后，“货币政策趋于中性”、“城镇化速度放缓且结构失衡”、“地产长效调控”的新三期叠加背景下，房企融资趋紧，尤其是在“资管新规”出台后，非标等金融风险相对较大的融资模式受到有效管理，但房企为了对冲信用融资压力，选择通过销售期房以预售回款、但放缓后续施工的方式，稳定整体融资环境，这也导致 2018 年前持续低于地产建安投资的期房销售规模，在 2018 年后出现非常反常的持续大幅高于地产建安投资的情况。截止 23 年 9 月，仍有近 8 万亿已预售期房（扣除土地购置、房企利润）尚未形成投资。

在拉长的施工周期中，预测 24 年地产投资不能简单基于 24 年新开工等传统领先指标，源于投资驱动逻辑由“销售-新开工-投资”转为“销售-新开工-停工-信用融资-复工-投资”。在 2018 年之前，地产投资由新房销售、新开工驱动，而伴随 2018

年房企拉长施工周期后，地产投资与新开工施工面积的走势开始出现明显背离，地产投资更多受存量房复工驱动，因而复工面积与信用融资增速与地产建安投资增速高度匹配，也是“保交楼”政策驱动地产投资的逻辑，新开工到竣工的传导时滞由 2018 年前一年半左右被拉长至目前 30 个月。

1.2 前两年销售开工收缩，对经济影响于 24 年集中体现在被拉长的施工周期中，2024 年将是地产产业链集中性拖累 GDP 增速的阶段，全年地产投资走势预计“倒 U 型”。2018 年资管新规后房企拉长施工周期，新开工到竣工的传导时滞由 2018 年前的一年半拉长至目前接近三年，这也意味着，今年 9 月地产投资与复工对应的是 20 年底的新开工，而新开工 21 年上半年明显走强，对应今年 9 月后的未来半年内，地产投资与竣工仍有支撑，背后逻辑在于更多地产项目临近复工时点。但 21 年下半年至 22 年新开工与期房销售大幅走弱，按传导时滞，将于 2024 年下半年集中性反映为新一轮地产内生性下行压力，内生性同比跌幅可能高达-20%~-30%。换言之，由于地产销售不直接影响 GDP，地产投资直接影响 GDP，2024 年地产投资将集中反映 2022 年大幅走弱的期房销售，并构成主导 GDP 走势的核心变量。

1.3 房地产金融风险传导至居民部门预期，反向压制需求

困扰目前地产销售不是没需求，而是刚需在观望。虽然人口增长类刚需见顶，但

人口流动和置换改善需求空间仍大，压制目前销售并非中长期因素。更多源于城镇内部适龄人口中购房比例短期连续下滑（刚需递延）。过去我国每年存量刚需购房群体中，每年将近 2500 万人买房，但 2022 年以来城镇购房适龄人口中每年购房人数比以往平均少了 800 万人以上。城镇适龄人口购房率长期来看将趋于下行，因前期包含购房需求前置与透支，但短期“超跌”源于居民观望情绪，其一是房价下行风险导致观望。在过去十年货币宽松过程中，大量地产需求前置，譬如父母替代子女购房，意味着过去十年刚需购房率是“高估”的，未来将趋于下行。但本轮下行速度过快，800 万人刚需的递延很难由父母替代子女解释，更多源于居民观望，其一是房价下行风险居民选择递延购房。

但更重要的是，压制目前居民预期更多是是房地产供给侧风险导致居民“不敢”买房（担心交付风险），实际上过去两年间居民潜在购房刚需并不弱，但更多向现房与二手房倾斜，更偏好现房。在 2018 年之前，期房现房销售走势高度一致，18 年因资管新规房企博弈预售融资，现房销售增速大幅下行、期房增速基本稳定，但 2021 年某房企事件后，出于对期房交付的担忧，刚需购房者明显加强对于现房与二手房的购置，表现为现房销售增速由持续低于期房的水平，自 2022

年开始大幅高于期房，今年 1-9 月现房销售面积增速 14.7%，明显高于期房销售 27 个百分点。如果观察四

年复合增速，现房销售（3.7%）甚至强于二手房（0.9%），换算成当年同比，则现房销售增速强于二手房近 12 个百分点。但由于住房供应大部分为期房，所以整体地产销售仍然偏弱，换言之，居民对于交付风险的担忧反过来导致居民购房需求的观望和递延。

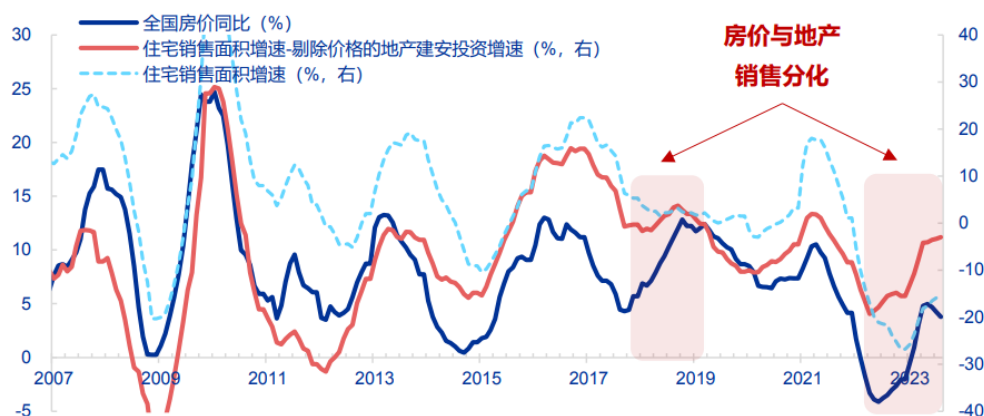
观望证据之三：超额储蓄的形成，此前一度提前还贷。剔除理财回表等影响后居民超额储蓄仍然存在，本轮居民超额储蓄增加始于 21H2，恰恰是居民购房预期磨底后的阶段，也是居民提前还贷的资金来源。但伴随政策持续发力，提前还贷已明显缓和，超额储蓄未再进一步上升，但 23Q3 仍高达 8.6 万亿。

1.4 但房地产金融风险导致供给出清，将内生支撑房价相较于地产需求，地产“供求缺口”能更好的解释房价变化，2022 年与 2018 年都曾经出现房价同比拐点领先于需求见底的现象。我们构建的地产供需缺口指标（住宅销售面积增速-剔除价格的地产建安投资增速）能稳定解释近 20 年的房价变化，也能解释为何 2018 年、2022 年以来房价拐点领先于地产销售拐点。2018 年即出现地产销售走弱、但房价明显上涨的情况，源于彼时地产投资明显走弱、供给偏紧。2022 年下半年以来房价同比出现触底回升，也是相似逻辑。

房企拉长施工周期形成的金融风险导致大量房企面临债务压力，24年下半年地产投资的深度下行也伴随新房投资的大幅减少，内生性支撑房价。根据上文讨论，若24Q2地产投资深度下跌、地产需求持平，则房价也可企稳（类似2018年、2022年），进而支撑居民预期，2019年也出现过供给出清支撑房价、改变居民预期（刚需购房率上行的情况）。

高库存并不会妨碍供给出清对于房价的影响，因为2024年可能是历史上程度最高的一轮供给出清。目前市场基于过去与现有的经验判断仍为高库存会妨碍后续房价变化，但实际上2022年以来的房价同比的触底回升，也是发生在高库存的背景下，换言之，房地产高库存并不妨碍供给出清对于房价影响，因为库存是静态慢变量，而房价和新房供给是边际变化更大的快变量。与此同时，我们不能从静态的视角观察库存，因为按上文领先指标，2024年可能是历史上程度最高的地产投资和新房供给的出清，程度上可能相当于2-3亿平新房供给的短期快速减少，这对于房价的影响会非常直接。

图 8：房价与地产供需缺口更匹配，而不仅是受需求影响



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.5 而居民对期房交付风险的担忧，需供给侧政策加码来扭转

稳供给力度需加码，而不只是单纯稳定需求，才能真正稳定居民预期。目前需求侧政策力度已较大、但居民仍在观望，除了房价预期不确定以外，更多源于担心房企供给侧风险（交付风险）而导致刚需递延，未来在 2024 年新房供给出清过程中房价有望上涨，但存量房交付是压制居民预期改善的“最后力量”，政策力度需更多向稳供给倾斜。供给侧政策：“三条红线”、“政策性贷款”、“三大工程”等政策优化可期待。1) “三条红线”等房企融资政策朝着中央金融工作会议强调的“一视同仁”方向适度优化。旨在从商业银行视角稳定目前偏弱的信用融资，推动保交楼，同时稳地

价、稳房价以稳定地产企业抵押物价值，改善商业银行风险偏好，加之适度放宽优质房企参与购地的贷款制度，让银行信用介入投资各个环节。

2) 新增政策性贷款等准财政工具（效果优于央行再贷款）。目前商业银行并不缺乏流动性，同时直接投放房企的贷款也在减少，并没有以此向央行申请再贷款的必要，这也是为何央行各项房地产相关再贷款额度使用较有限的原因。在此背景下，需要政策性贷款等准财政工具再度加码。3) 加快城中村改造、保障房建设、老住宅改造、“平急两用”建设。从拉动新投资来对冲“老项目”（存量房投资）下行的影响。

需求侧政策：“限购限售”、“贷款额度提升”、“房票安置”等政策加码，配合供给侧政策稳定项目融资保交楼，共同缓和居民预期，叠加房价或因供给出清而内生性上涨，共同推动居民释放目前 8.6 万亿历史新高的超额储蓄。

1.6 展望：地产供需分离，经济与房价分化

不要因总人口拐点对短期地产过度悲观。人口流动对于地产需求的影响远大于人口增长本身，总人口 2022 年负增长，但根据人口代际规律预测，2025 年城镇 30-55 岁人口才会陷入负增长（-0.2%），而且幅度并不大。且过去二十年地产销售的驱动过程中，城镇化等人口流动对于地产需求的影响远大于人口增长本身，后者增速最高也就 2%。

影响地产需求的更多是人口结构，且我国居民买房年龄中，与地产销售相关性最高的是 19-24 岁。通过对我国每个年龄段人口增速与住宅销售增速进行相关性分析。我们发现中国居民买房发生在五个年龄段，0-2 岁（生育购房）、19-24 岁（为子女购房）、30-38 岁（刚需购房）、42-47 岁、52-55 岁（置换、改善购房），但购房群体都为 30-55 岁（自己购房+替子女购房），其中，19-24 岁人口相关性是最高的。背后反映我国居民购房中权重最大的是父母替子女购房，因此年轻人收入承压并不会影响购房能力，因为出钱的是父母（动用超额储蓄）和银行（房价预期决定加杠杆动机）。

未来五年购房需求中结婚式需求下降，但为子女购房需求上升、为自身置换需求仍高，后两者也是匹配超额储蓄的群体。根据人口代际规律，未来五年 30-36 岁人口增速将持续下行，至 2027 年达到底点（-6.3%），但 19-24 岁人口增速将持续走高，由目前-0.6%上升至 1.4%，37-43 岁人口增速也将维持在 2%~3%左右高位。

展望 2024 年地产需求，房价因供给出清上行改变居民预期，也将直接影响对房价更敏感的为子女、置换需求居民的预期，预计 2024 年地产销售面积增速小幅恢复至+1%正增长。虽然未来五年结婚式购房需求增速将大幅下行，但是近两年地产需

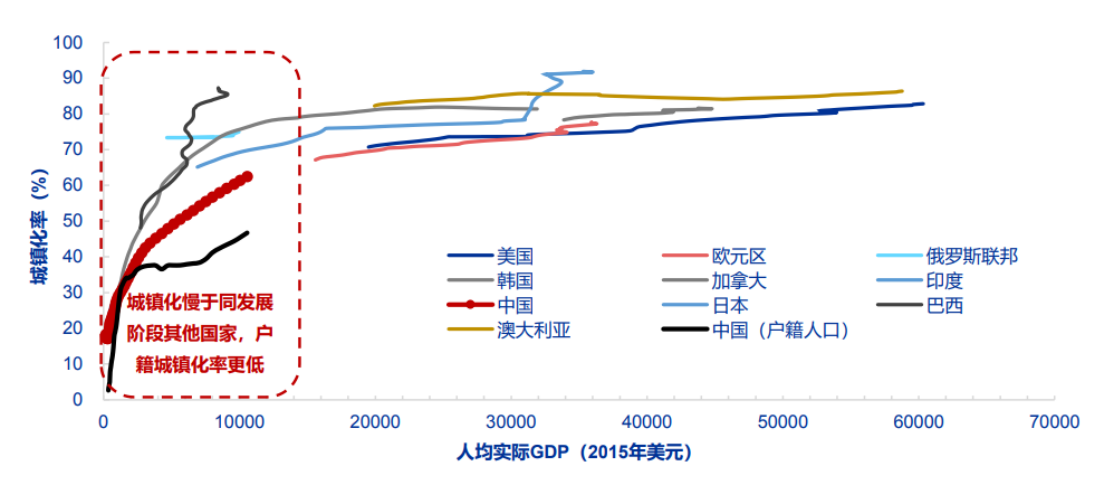
求的连续走弱中包含了上文讨论的大量递延式购房需求，规模高达 1600 万人以上，这里面包括了大量为子女、置换需求等影响程度大于结婚式需求的购房场景，根据上文领先指标，地产投资与新房供给 24Q2 之后预计将出现较明显的一轮出清，将从供给视角推动房价上涨，进而扭转对房价更敏感的为子女、置换需求居民的预期，且未来五年上述两类需求仍然强劲，因此预计 2024 年地产销售面积增速有望温和回升至 +1% 的正增长区间，节奏上也是 24Q2 之后或看到更明确的地产销售回升势头。

展望 2024 年地产投资，政策发力适度对冲供给内生性出清压力，预计地产投资 -15% 左右，地产产业链对 GDP 拖累大于 2023 年，但好于 2022 年。地产投资内生性下行压力为 -20%~-30%，但稳定房企供给侧项目融资、“三大工程”形成对冲，可贡献近 10~15 个百分点的地产投资增速，因此预计整体地产投资 -15% 左右，好于领先指标显示的内生性客观压力，竣工增速预计高基数下仍能维持在小幅负增长区间（-2% 左右），综合分析，预计 2024 年地产产业链整体拖累 GDP 增速 1.4 个百分点，拖累程度大于 2023 年（0.9 个百分点），但好于 2022 年 -1.5 个百分点。而由于地产投资（新房供给）影响 GDP，因此 2024 年可能会出现 GDP 等经济指标读数一般、但居民微观感受比今年更好的情况（房价上行的视角）。

1.7 中长期：未来十年地产销售中枢仍将达 10-11 亿平

人口增长类刚需拐点已至。2019 年以来购房适龄人口增速大幅下行，也是当前我国地产销售表现与政策刺激背离的重要原因，按人口代际规律，未来十年购房年龄人口增速整体继续下行，平均-1%左右。人口流动类刚需规模仍大，城镇化仍有较大提升空间，尤其是城镇化质量（户籍城镇化）。跟主要经济体相同发展阶段相比，我国城镇化进程明显偏慢，仍有近 10 个百分点的提升空间，而跟稳态水平相比，还有额外 5-10 个百分点提升空间。若考虑户籍人口城镇化这一空间更大，是人口流动类地产刚需中长期“增量”来源。

图 15：与主要经济体相比，在相同发展阶段我国城镇化率偏低，尤其是户籍人口城镇化率



资料来源：CEIC，申万宏源研究

再度工业化有利于推动城镇化提速，促进地产需求，一方面城镇化速度提升（农民工进城引导城镇化空间释放），也是全球制造业国家经验。全球经济史证明，由于可贸易部门属性，在比较优势理论下，制造业将产能向低成本地区转移能驱动更平衡

+提速的城镇化，所有城镇化较成功的经济体，都是城镇化率 70%后才开始去工业化。而服务业由于非贸易部门，高度依赖人力资本，强者恒强，因此只会形成“中心城市化”+城镇化降速，也即过去十年我国情况。目前“双循环”新发展格局强调以制造业高级化为基础的产业体系，通过可贸易部门的技术升级，才能形成内循环促进外循环的格局，包括十四五规划强调推动制造业占 GDP 比例提升。工业化率的再提升直接有助于推动城镇化率企稳、提升，引导农民工进城，促进刚需释放。

另一方面工业化将引导城镇内部人口流动更均衡，城市群中中心城市人口向非中心城市流入，引导地产由房价驱动转为销量驱动，且该模式更多依赖中低端制造业产能的更均衡分布、而非依赖“高精尖”突破。过去十年人口向高城镇化率的东部地区集中流动，人地矛盾突出，人口由二三线单向流向一线。但在 2010 年之前，我国人口却是“更平衡”流动，非东部地区城镇化速度明显快于东部。从实际产业分布情况来看，江浙沪经验证明，发展工业时期（2010 年前）产业分布区域内更均衡、人口更平衡流动，但发展服务业时期（2010 年后）产业分布高度向核心城市倾斜、虹吸非核心城市、人口单向流动。因此，未来新一轮工业化中低端制造业区域间分布的更

均衡，将引导目前沉淀在一线城市买成房价的地产购房力，纾解到周边城市匹配更多的土地供给，形成地产销售量的释放。

置换改善性需求：人均居住面积仍有 10 平米/人的提升空间，且包括供给侧驱动逻辑。从人均视角来看，我国“不缺房子”但“缺面积”，即使考虑在建面积，我国城镇实际人均居住面积也仅 40-41 平左右，而中国台湾人口密度明显高于中国大陆，但人均住房面积却高于中国大陆近 10 平方米/人。而人均居住面积偏低，需求侧原因在于中等收入群体规模仍较小，约束了改善性需求。但更多源于供给侧原因，我国存量住宅供给虽大，但 40%为 2000 年以前建成的小户型“老住宅”。城中村与老住宅的存在压低了城镇人均居住面积，导致住宅有效供给不足，但也意味着未来存在较大规模从供给侧提升人均居住面积的空间，而不仅依赖需求侧。

中长期展望：预计 10 年后地产销售面积仍有 10-11 亿平，意味着过去两年面积一次性调整至 11 亿平左右为过度调整，短期也存在均值回归的空间。最终测算未来十年地产总需求年化增速为-1.5%（常住人口城镇化率提升）和-0.7%（户籍人口城镇化率提升），对应十年后年化住宅销售面积分别是 9.9 亿平和 10.7 亿平，而 2022 年为 11.5 亿平。意味着本来我国地产销售面积理论上应由 17 亿平匀速下滑至 10-11

亿平，但近两年居民观望导致一次性提前调整，因此明后年也存在短期均值回归的可能性。

2. 海外与出口：“倒 U 型”的四大韧性

2.1 本轮美国衰退周期不同以往，地产与商品消费背离

上一轮美国经济景气回落过程（2008 年）中，美国房地产与商品消费周期同步，但本次美国地产与商品消费周期背离。美国房地产作为顺周期行业，通常和美国经济周期同步，并且往往在美联储加息周期中最先受冲击。譬如 2008 年金融危机时美国地产、商品消费均大幅走弱，而 2009 年复苏阶段同向回升。但在本轮美联储加息周期中，却出现了美国居民商品消费维持过热，而房地产在经历一年多的低迷之后却已经出现复苏迹象。美国地产与消费分化的背后，是货币与财政政策的分化。美联储紧缩引导美债利率上行，导致美国地产一度调整。美联储开启货币紧缩周期，地产市场受冲击显著，此前美国地产销售同比增速一度跌近 40 个百分点。

但美国财政自去年以来持续发力，主要为个税减税，带动美国居民剔除通胀后的实际收入增速也仍然明显回升。美国薪资定价具备通胀保护机制，前年高通胀=今年抬升居民实际收入。我们分拆美国联邦财政数据，发现今年以来美国财政收入减少主要来自于个人所得税，这可能和去年年末 IRS

根据高通胀，将 2023 年的纳税标准扣除额提高了约 7% 有关。超额储蓄兜底与实际收入回升持续支撑发达国家需求。

2.2 美国经济全年预计前高后低，上半年韧性下半年压力

美国经济上半年韧性来源于财政兜底居民部门、企业部门地产链内生修复：1) 2024 年美国居民实际收入或仍有税收优惠支撑。2023 年美国经济的韧性之强远超市场预期，其主要因素便是来自于居民消费的强劲，其背后主要是两方面支撑，一是超额储蓄，但超额储蓄对于收入——消费的支撑效果难以量化，市场对其消耗完毕的时点也具备较大分歧，但基准假设是这一支撑将在 2024 年消退；二是 2023 年以来美国居民实际收入之中来自税收优惠的支撑极为显著，也更易于跟踪。我们认为美国 IRS 根据通胀调整税档所形成的税收优惠在 2024 年仍可能存在（24 年调整 5.4%，名义幅度也并不小），主因在通胀下行期，IRS 调整税档的步伐是滞后的，会导致税档调整过“多”，从而继续给与居民实际税收优惠，这一体量或占美国年化实际 GDP 的 1% 左右。

2) 美国地产销售触底并向投资传导，也会缓和经济压力。美国住宅新房工程建设链条中，私人住宅新房营建支出（与 GDP 同口径）滞后新屋销售约 5 个月。由于新屋销售中 75% 为现房销售，因而新屋销售是美国地产建设链条最为前置的一端，美国新屋销售通常领先营建许可 2 个月，新屋开工 3

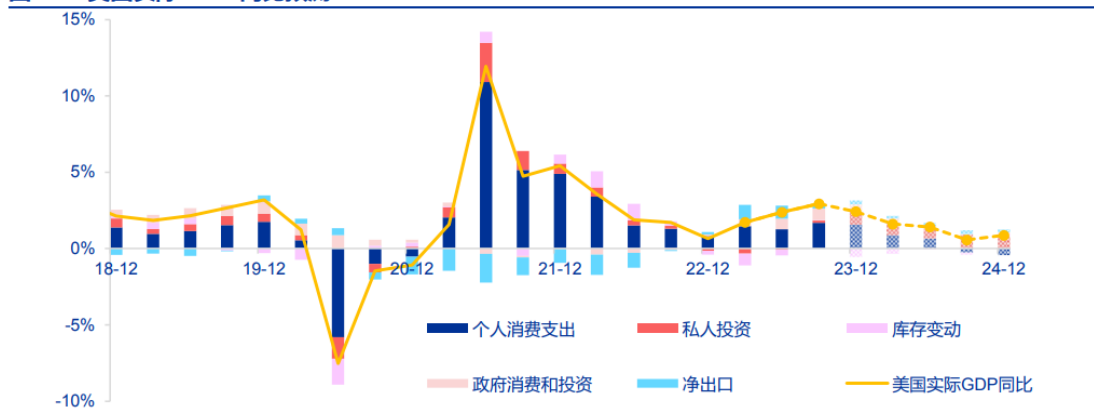
个月，新屋竣工 8 个月。今年以来，美国地产销售触底回升，目前已反弹 10 个百分点，对应地产投资对 GDP 的拉动或回升 0.3 个百分点左右。

24 年下半年美国经济或将承压，基准情形下失业率将上升至 5% 以上。我们今年前期持对美国经济相对悲观的论点，而根据上文分析，2024 年美国经济在基准情况下将能够实现一定程度上的“软着陆”，有较大改变，这主要是基于我们对美国货币政策传导机制的研究，多种因素导致历史规律不一定适用于此轮加息的滞后影响，如美国居民更加有钱、企业部门对于利率上升更不敏感等。但 2024 年美国经济也存在较多风险，包括美国企业 2024 年再融资是否会面临较大幅度的利息支出上升，从而迫使企业以更大幅度裁员，以及美国财政支出面临缩减的情况下是否会对美国“制造业回流”相关支出形成打击等，需持续观察，若仅结合货币传导机制，本轮企业融资收紧将于 24 年二季度开始影响美国失业率，基准情形下预计 24 年下半年失业率上行至 5%。

综合分析，预计 2024 年全年美国经济增速可达 1.2%。目前市场对美国经济担忧主要在三方面，居民消费走弱、企业部门裁员、政府支出受限，但由于四大因素：1) 根据高通胀调整的个税优惠可能延续至 2024 年；2) 企业部门资产负债表仍相对健

康、再融资压力可能不大；3）住宅投资将随美债利率回落而大幅反弹，美国 2024 年实际 GDP 增速有望达到 1.2%，维持相对韧性；4）制造业生产有望触底回升，从而实现小幅补库存。上半年美国经济或相对韧性，但下半年需要关注下行风险。

图 28: 美国实际 GDP 同比预测



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

2.3 预计美联储 24 年中降息，全年幅度 100BP

2024 年美国通胀将继续“大缓和”，初步预计美国 2024 年平均 CPI 同比在 2.8% 左右。进入 2024 年，由于房租通胀滞后美国房价涨幅约 16 个月，美国通胀最大下行驱动力将来自于房租通胀，除此之外，能源分项预计较 2023 年继续下降，而在美国消费可能具备一定收入支撑的情况下，核心商品通胀、其他服务通胀这些与需求侧联系紧密的分项也将逐步降温，下半年在美国经济压力加大背景下，降温速度或加快。但至 24Q4 房租通胀或出现滞后性小幅反弹，届时关注短期通胀变化。

对于美联储来说，在通胀回落、失业率上升的假设下，2024 年左右美联储政策利率决策的核心将是就业端，而非通胀。在美国经济“前高后低”的假设下，我们预计美联储降息将于 2024 年年中左右开始，全年降息幅度将在 100BP 左右，同时美联储 QT 仍可持续推进。对于 2024 年 10Y 美债利率来说，初步预计 2024 年末将回落至 3.5% 左右。美国财政部增发付息国债预计将持续至 2024 年一季度，这意味着供给端影响可能将在 2024 年一季度后才会消退，此后美债利率定价也将逐步回归传统的实际经济增速以及通胀模式，而这两者在 2024 年均趋于回落，从而 2024 年美债利率整体是回落的，但 2024 年美债利率回落也面临两大风险，一是日央行货币政策正常化在时机上的不确定性，二是美国通胀可能在 2024 年四季度下行受阻（房租通胀反弹）。

对于美元指数来说，预计海外经济维持美强欧弱的格局，这一因素将持续支撑美元指数高位。但需关注日本央行若在 2024 年继续推进货币政策正常化，2024 年日元将迎来大反攻，美元指数也将相应受到抑制。

2.4 中国出口并非仅锚定外需，短期具备四大韧性

出口是全球供需匹配后的结果，不仅仅受外需影响，我国本轮出口下行与当期外需背离。今年以来美国经济超预期，但我国出口低于预期，核心在于出口并不仅受外

需影响，实际上，外需影响我国出口存在“发达国家需求-发达国家进口-中国出口”的依次传导机制，而导致前期我国出口大幅下行原因，主要在于前半部分机制“需求-进口”出现分化，发达国家需求仍强、但不从国外进口商品。

美国去库存并不是导致发达国家需求与进口背离的原因。美国工业品库存是工业品供需匹配后的结果，从实际数据上来看，美国全口径库存（制造业+批发零售业，剔除能源）增速滞后于我国对美出口增速6个月，其滞后于我国对美国出口，而并非领先指标。造成发达国家进口与自身需求背离的原因，也不在于发达国家去库存。

展望：外需短期韧性、发达国家供需缺口收窄、美国产业链内生传导、中国出口价格指数回升构成出口2024年上半年的“四大韧性”。1）上文已讨论，上半年美国经济韧性，尤其是消费维持偏强水平，构成我国出口韧性基本盘。2）导致我国出口与外需背离更多源于发达国家鼓励本土制造业供给，但也引发了通胀压力，后续发达国家供需缺口收窄有助于支撑我国出口。发达国家面临“中期鼓励制造业回流”、“短期控通胀”的“两难”，进口难持续大幅低于需求。在发达国家主动额外减少进口过程中，也相应加剧了通胀压力。下半年以来发达国家强化控通胀诉求，也在推动商品供需缺口（需求-进口）收窄，目前发达国家进口增速仍有

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。
如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/137044063043006121>