2023 年 Q4 与 2024 年宏观经济初步展望：削峰填谷

1. 全球经济：24H1 及之前有韧性，24H2 有压力

1.1 本轮美国衰退周期不同以往：房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 先受到冲击。譬如 2008 年金融危机时美国地产、商品消费均大幅走弱，而 2009 年复苏阶段房地产与商品 消费同向回升。但在 2020 年后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。

1.2 美联储紧缩引导美债利率上行，导致美国地产一度调整

1）2020.03-2020.12：美联储货币宽松应对，地产市场急剧升温。2）2021.01-2021.10： 美国经济恢复预期增强+通胀上行，美债利率回升致地产市场开始降温。3）2021.11-2022.11： 美联储开启货币紧缩周期，地产市场受冲击显著。4）2022.12-至今：美联储放缓加息+22Q4 通

胀超预期下行，美债利率一度见顶回落，叠加基数走低，2022 年 12 月起美国地产市场有所复苏。

超额储蓄与实际收入回升相应支撑美国消费,超额储蓄兜底与实际收入回升持续支撑发达国家需求。美国居民超额储蓄规模仍然庞大（目前仍结 余 0.9 万亿），同时 2022 年下半年以来美国财政持续减免居民社保缴费和缴税，抵消了经济转弱过 程中工资性收入的收缩，推动美国居民实际收入增速回升。“高存款+当期收入回升”促成发达国 家需求整体持续强劲，推动二季度以来美国核心商品零售增速反弹，拉动整体发达国家需求。

财政+超额储蓄支撑下，美就业市场维持韧性,美国去年下半年以来经济的超预期，很大程度上源 于就业市场强健，货币紧缩对于就业市场冲击不大。 在职位空缺较高的情况下，美联储可通过压降超额 “招聘”需求（职位空缺），而非推升失业率的方 式为就业市场降温。目前来看，美国居民超额储蓄 传导至就业市场形成的超额“招聘”需求还未全部 收缩，也就意味着下半年超额储蓄仍可支撑消费、 就业市场维持韧性。

1.3 美国通胀：需求仍强背景下，四季度美国 CPI 可能上行

未来很可能出现商品通胀和服务通胀相互对冲，从而美国 CPI 通胀降温慢于预期的情况，主要将受到几大 因素影响：1）油价持续上行并向核心通胀渗透；2）短期内美国汽车制造业迫在眉睫的罢工可能推高车 辆通胀；3）财政、储蓄支撑下居民消费健康。年末美国 CPI 同比可能仍在 4.0%左右，年内剩余几个月 CPI 同比将呈现回升态势。

1.4 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%为期房销售，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。

1.5 财政支撑叠加美国地产企稳，美国经济短期有韧性

今年美国高通胀会引导明年初财政继续进行个税减税，叠加美国地产销售企稳后向投资传导，以及前 期多项法案对美国制造业投资的支撑，预计美国经济 24H1 具备韧性： 展望 23Q4，我们认为美国经济压力不大。一方面，学生贷款的确将对居民消费形成冲击，但每月影

响仅是名义 PCE 的 0.1%-0.4%，此外美联储加息对美国小企业利息支出的压力仍为局部。展望 24H1，美国经济仍将呈现韧性。目前美国地产销售已出现企稳反弹迹象，本身就会贡献明年上半年地产投资恢复。另一方面拜登政府前期通过的多项法案可能支撑美国企业投资，叠加今年美国高通胀意味着明年初财政将继续对居民进行“通胀保护”，预计居民收入端也相对稳健。

1.6 领先指标显示，美国经济 24H2 下行风险不可忽视

从中期来看，高利率环境下小企业信贷紧缩很可能加速传导至职位空缺及失业率，目前美国企业破产数量已经在提升。从目前失业率与信贷条件的对应关系，明年下半年美国失业率将上行 1 个百分点。从长期来看，财政发力下美国居民长期通胀预期持续攀升，美国“二次通胀”风险也在提升，可能进一步强化未来美联储维持高利率决心，形成美国“货币”与“财政”的对决，强化中期的风险循环。

2. 外贸：海外经济“倒 U 型”，国内出口“倒 U 型”

2.1 本轮出口下行走势与外需背离，更多源于供给侧竞争

出口是全球供需匹配后的结果，不仅仅受外需影响。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，更多鼓励本土制造业供给。

但产业保护政策短期面临通胀压力，7月以来发达国家通胀也相应超预期，“控通胀”诉求强化，带动发达国家进口增速重新回升，推动9月我国出口环比录得十年同期新高。

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，其滞后于我国对美国出口，而并非领先指标。市场一度形成 美国去库存周期或加快我国出口增速回落、而在补库阶段会拉动我国出口的预期，但从实际数据上来看，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，主因美国库存是 工业品供给（我国出口提供给美国）和需求匹配的结果，而非领先指标。

2.2 美国政策“两难”下，进口难持续大幅低于需求

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。超额储蓄兜底（0.9万亿）与实际收入回升（美国财政持续减免居民社保缴费和缴税）持续支撑发达 国家需求，需求强劲过程中发达国家“中期制造业回流”与“短期控通胀”产生矛盾，难再“单边 减少”进口，近期美联储“控通胀”诉求强化，因此，在短期美国“控通胀”诉求强化过程中，发 达国家“逆需求式”减少进口的举措或有所缓和，这将成为支撑我国出口压力有所好转的重要力量。

商品线索：发达国家消费品进口回升拉动我国消费品出口，目前我国出口中回升幅度较大的也是消费需求驱动的领域，也包括此前供给竞争更激励、主动减少 出口的领域。9 月四大类商品出口增速均明显反弹，尤其是消费需求驱动的领域，同时还包括此前 受发达国家供给侧竞争更激烈、减少进口的汽车等高附加值领域。

2.3 国别线索：对发达国家出口反弹幅度大于对新兴国家

9 月对发达国家出口增速回升幅度 明显大于对新兴国家，显示发达国 家提升进口的直接传导。9 月我国 对发达经济体出口增速大幅回升 6.2pct 至 -9.0%，其中对英国（+18.1pct 至 5.3%）、对日本（+13.7pct 至-6.4%）以及对欧盟（+8.0pct 至-11.6%）出口增速显 著回升，对美国（+0.2pct 至-9.3%）出口增速也有所上行。外需不弱、进口恢复、份额转移构 成年内出口“三大韧性”。美国财 政兜底年内外需环境，发达国家“控通胀”诉求强化推动进口向需 求水平恢复，汽车、“新三样”等 高附加值商品份额和“一带一路”国家出口份额均趋提升，共同构成 年内出口“三大韧性”。

美国地产销售底部回升也利于拉动我国 24H1 后周期出口，从美国房屋销售数据来看，我国对美出口中的地产后周期商品滞后美国新屋销售约半年左右。除 2020 年年初爆发对我国供给冲击的时间段外，我国对美地产后周期商品出口与美国新

屋销售整体 呈现出半年左右的时滞关系，与美国新屋销售与美国居民地产后周期商品消费时滞关系相同。

美国地产销售今年3月以来底部回升，也将相应拉动今年9月至明年上半年我国地产后周期商品出口，后者虽然占比不高（10%）、但回升的幅度空间较大。

出口压力递延至明年，关注新兴国家份额潜在韧性，出口压力递延至明年，届时“三大韧性”或仅剩“份额转移”，关注我国出口国别中新兴国家加快释放 内需（尤其是投资），替代发达国家的潜在可能性。在发达国家需求大幅回落、新兴国家出口依赖模式 难以为继的阶段，新兴国家比我国更需要稳增长，为数不多能参考的也即2008年后扩投资稳内需的“中国经验”。若新兴国家在未来进行经济模式向投资驱动的转型，将逐步代替发达国家成为我国出口外需 的来源支撑。因此明年建议关注我国出口份额加快从对发达国家转向对“一带一路”等新兴国家。

2.4 进口：内需仍在温和恢复，但进口替代压低整体进口

今年以来内需相关的消费品与大宗进口增 速基本稳定，但加工贸易进口持续负增长，压低整体进口增速。

半导体相关产品进口偏离出口，或源于两方面，但加工贸易进出口中，2022年以来出现罕见的加工贸易进口增速低于出口增速的情况，反映海外制裁 压制进口的同时，形成了很好的补充。机电行业是我国加工贸易的主要行业，其进出口增速

长期呈现同步变动，2020 年全球“宅经济”兴起，同样拉动了我国机电行业的进出口增速。但 2022 年 以来，二者出现分化，且并不是价格非对称影响，名义进出口增速和实际进出口增速均出现分离。其 中进口增速反映美国《半导体法案》等外部制裁的影响，但进口增速走低并未导致出口增速对应幅度 走低，反映的积极效应。

出口“倒 U”、进口替代，短期贸易顺差将趋恢复，展望 23Q4-24Q4，预计出口“倒 U”型走势，进口替代持续演绎，因而预计 24H1 贸易顺差趋于恢复， 24H2 贸易顺差才将面临下行压力。出口压力递延、进口替代加速背景下，年内贸易顺差不至于大幅下 行。而前期形成的贸易保护等“逆全球化”思潮，也将客观面临美国“短期控通胀”诉求强化的约束。 这也意味着美国进口增速难以持续大幅低于需求，将边际支撑我国出口。叠加美国地产链景气回升， 我国出口预计迎来改善机会。明年下半年美国经济下行压力加大后，或才是外循环压力相对更大的阶 段。预计 2023 年全年出口增速-2.4%，进口增速-5.8%。

3. 投资：地产供需分化，经济与房价分化

3.1 实际固定增速表现好于统计局公布的名义固定投资

估算固定资产投资拉动三季度 GDP 增速 3.5 个百分点，明显好于统计局名义投资对应的数据表现。1-9

月固定资产投资累计同比 3.1%，与市场预期（3.1%，WIND）一致，当月同比小幅回升 0.5pct 至 2.5%。低于 GDP 增速，貌似显示投资稳增长效果较弱。但剔除价格后实际增速回升 0.9pct 至 7.2%， 不仅回升幅度更大，绝对水平也明显高于实际 GDP 增速，结构上呈现基建高位、制造业改善、地产底 部企稳。

当前仍结余超 8 万亿的已销售净商品房期房（扣除销售增值和土地价款）尚未形成投资额，房地产 施工周期拉长至三年。即使从面积角度出发，18 年以来预售期房仍有 25 亿平方米未竣工，这也是 目前保交楼政策对应的“去库存”下限规模，也意味着只要保交楼政策持续疏通地产融资，从体量 上仍有足够的未完工期房支撑地产投资和竣工跌幅逐步收窄。

地产投资框架转变：复工链替代开工链，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，目前地产投资更多由存量房复工驱动， 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，新开工到投资的传导时滞 由 2018 年前三个季度左右被拉长至目前 30 个月。 □ 数据上也表现为地产建安投资与信用融资走 势高度一致。

3.2 地产需求：人口增长类刚需拐点已至

我国居民买房适龄人口为 30-55 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），我们以此年龄区间作为 购房适龄人口，该群体人口增速在 2018 年 之前持续上升了 10 年，彼时也是我国房地 产市场表现最好的阶段。 但 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。

地产需求：人口流动类刚需短期降速，但未来空间仍大，人口增长并非影响地产需求的全貌， 我国地产需求增速长期明显高于全 国购房适龄人口增速。“非人口增 长类因素”也不能归结于货币刺激， 后者只是助推、而非根本因素。 我国地产需求高增更多来自城镇中 购房人口的快速增加，以及人均居 住面积的变化（置换改善类需求）， 而前者源于城镇化带动适龄人口进 入城镇，而不是城镇内部人口出生 并达到购房年龄。

地产需求：人口流动类刚需短期降速，但未来空间仍大，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。而根据我国经济发展 2035 年远景目标，我国人均 GDP 要达到近 2.5 万美元，也是发达经济体城镇化率进入稳态的阶段，这也意味着，未来十五年我国城镇化率还有 15-20 个百分点的提升空间，即使考虑我国人口大国的因素，预计也将有 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。

再度工业化有利于推动城镇化提速，促进地产需求，通过工业化引导城镇化进而培育地产需求“增量”：一方面城镇化速度提升（农民工进城引导城镇化空 间释放）。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。

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/165042241111011224