2023年报2024年度宏观经济展望：东风渐起_修复式增长进行时

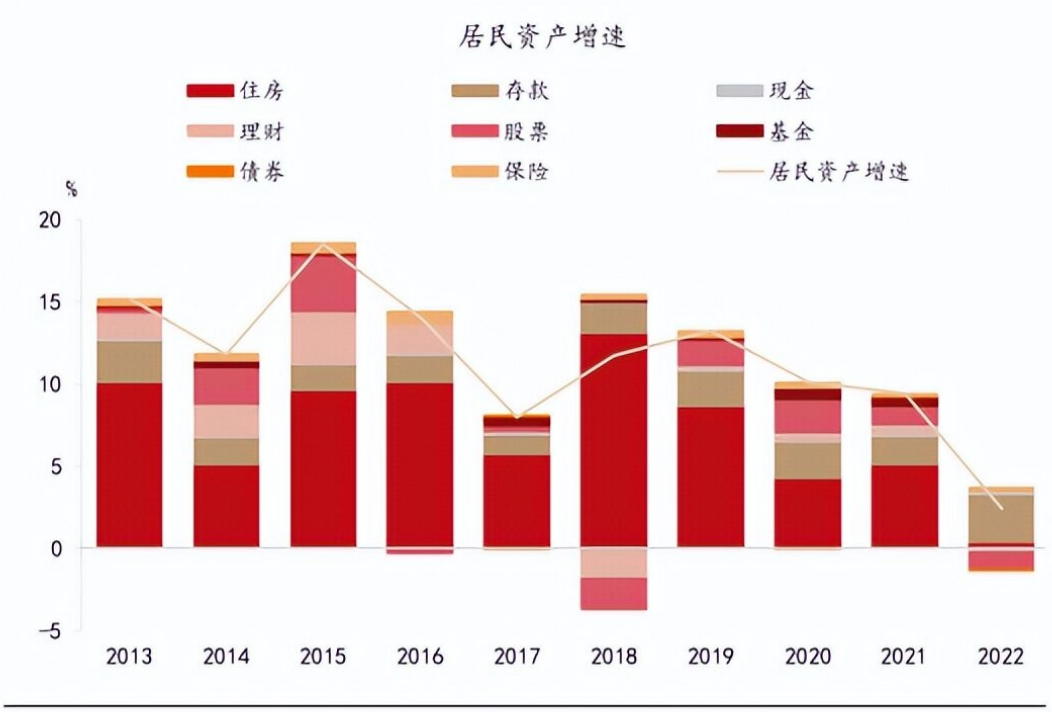
一、 新框架：修复式增长进行时

2023年中国增长的态势，显著不同于市场此前的预期，把握中国经济增长的难度增加。 据此，我们在4月份提出了中国经济修复式增长的分析框架，这一框架能够比较好地分析经济增长的动态并预判政策。

1.1 中国经济修复式增长的四个特征

特征一：对居民、企业和地方政府三大部门的冲击较大，经济增长动能不足。 1）居民部门：收入及消费支出增速较低，资产增速大幅下滑，预期仍然偏弱。 三年，居民部门收入受到较大冲击，城镇居民可支配收入由前的8%下降到2022年底的3.9%，低收入群体的可支配收入增速下滑幅度最明显，居民消费能力受到明显制 约。今年以来，居民部门收入端有所修复，前三季度城镇居民可支配收入累计同比回升至5.2%，消费者收入信心指数先升后降，但与前相比仍有较大差距。

图 4：居民资产增速大幅下滑



资料来源：Wind，西部证券研发中心

从居民部门资产变化情况看，居民部门的资产增速明显下降，从 2019 年的 10.1%下降到 2022 年的 2.4%。今年以来，从股票和房地产市场的表现看，居民部门资产变化也不乐观。预计财富效应对消费的刺激作用下降。年初以来市场对消费报复性反弹的预期并未兑现，但随着居民可支配收入的缓慢修复，3 季度居民人均消费支出实现了同比 10.9%的增长。此外，9 月社会消费品零售总额同比增长 5.5%，高于市场预期的 4.9%。由此可见，在修复式增长的框架，经济变化整体是向好的，但需要对这一过程保持耐心。

2）企业部门：中国实际利率呈上行趋势，企业部门贷款利率高，房企融资差。今年上半年，随着 PPI 持续下行，企业部门实际利率 1 大幅攀升。从经济学的角度来看，企业部门的资本开支取决于实际利率而非名义利率。PPI 大幅下行不仅会导致企业盈利回 落，同时也会抬高实际利率，二者均会抑制企业的资本开支。7 月以来，PPI 同比触底，实际利率出现边际回落，但整体上仍处于 2016 年以来的较高水平。作为我国经济运行中的支柱产业之一，当前房地产企业正面临困境，虽然在政策的支持下，房企融资有所好转，但总体难度仍然不低。随着“认房不认贷”的全面落地，房地产销售 有所企稳，预计房企的融资困难将有所缓解，但这一过程的传导仍需要时间。

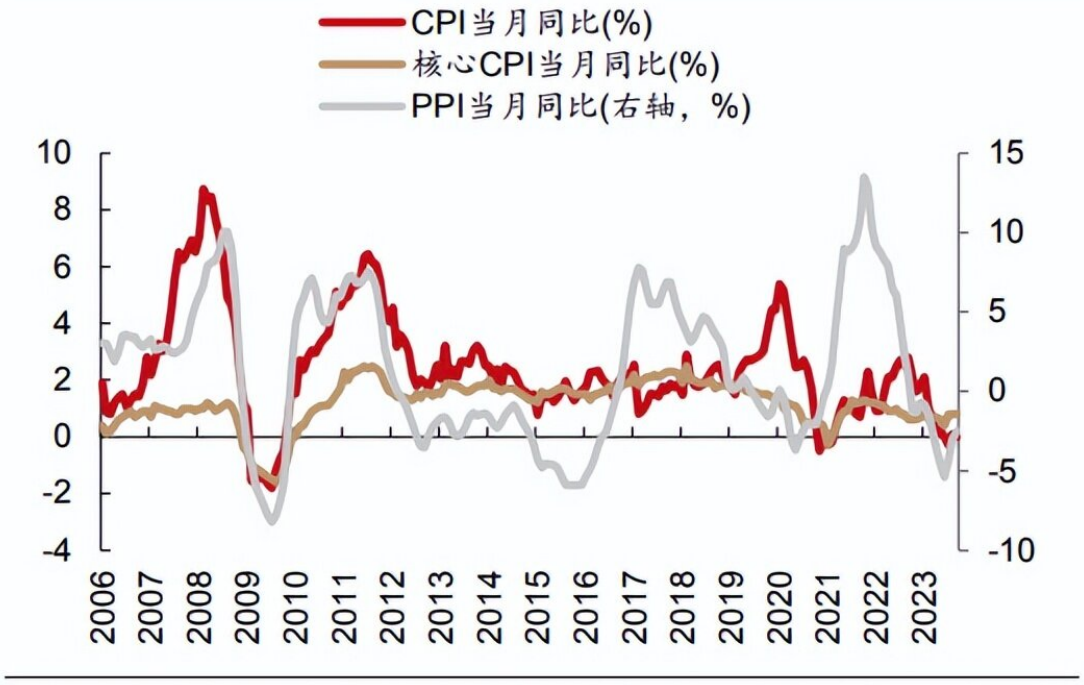
3）地方政府部门：财政收支压力在土地市场低迷下持续加大。土地出让金收入是地方财政的重要来源，在地方政府性基金收入中的占比在 90%左右。2022 年以来，房地产市场表现整体低迷，房企拿地积极性处于低位，土地出让收入持续下降，地方政府财政收支压力持续加大，导致地方财力受限。此外，基建投资收益率较低 也是政府部门增长动能较弱的原因之一。根据学者宋铮的测算 2，中国的基建投资回报率 在 2%-3%左右，低于资金成本。由于缺乏优质项目，地方政府基建投资的积极性边际减 弱，今年 1-8

月专项债发行进度不及预期。8 月以来专项债发行提速，截止 9 月末，政府 债券净发行量略高于去年同期。

特征二：经济修复的时间比较长，过程中可能出现反复。 从历史经验上看，经济修复过程也不是一帆风顺的，1998-2002 年我国经历了长期通缩， 当时实行了大幅宽松的货币政策和财政政策，加之供给端的改革如国企改革、市场化改革等显著提高了经济增长潜力，供需两端宏观政策共同助力经济修复，但也经历了反复和多 次探底。今年以来，1 季度经济环比大幅反弹，年化环比在 9%左右，但 2 季度环比增速 大幅下降，经济再次探底，3 季度 GDP 环比再度回升。面对经济修复过程中可能存在的 反复情况，应抱有一定的耐心。

特征三：实际产出低于潜在产出，没有通胀压力。 我们整理了 2010-2022 年发布的二十多篇估算中国潜在增长率的文献，对 2023 年我国潜 在增长率估计区间为 4.5-8%，中值约为 5.6%（参见 2022 年 12 月 2 日发布的宏观专题 报告《从潜在增长率看 2035 年经济总量翻番目标》）。年初以来，经济保持修复式增长态 势，增速向潜在增速回归。预计全年实际 GDP 增速为 5.1%，虽然接近潜在增长率，但按 照绝量计算的实际产出仍低于潜在产出。

图 12：经济没有通胀压力



资料来源：Wind，西部证券研发中心

今年国内经济没有通胀压力，也反映经济运行于潜在产出水平之下。上半年 PPI 同比持续 回落，6 月触底后同比降幅有所收窄，但仍保持负增长。CPI 低位运行，9 月 CPI 同比增长 0%，核心 CPI 同比维持低位。我们在报告《PPI 如何走出负增长？》中复盘了过去 30 年 PPI 的 6 轮负增长，发现历次 PPI 下跌的结束，多数情况下得益于国内宏观政策宽松推 动的内需扩张，尤其是房地产需求的扩张，以及全球经济回升带动的外需增长。往前看， 在经济保持修复式增长的格局下，PPI 加速上涨的趋势或难持续，明年上半年国内经济通 胀压力较小。

特征四：GDP 增速环比、同比波动较大，经济预测的不确定性上升。 受 2022 年基数影响，今年 GDP 增速环比、同比波动较大，2 季度 GDP 同比达到 6.3%， 但环比增速却是前三个季度最低的。这一定程度上造成市场对中国经济增长预期的紊乱， 同时也导致经济预测的不确定上升。今年经济基数相对平稳，我们认为修复式增长的这一 特征在明年可能会有所弱化。

1.2 对经济修复式增长应保持耐心，不可急于求成

7 月政治局会议召开以来，中央和地方陆续出台许多提振经济的政策，但并未改变经济修 复式增长的格局。7 月 24 日召开的政治局会议指出，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程，下半年经济工作要加大宏观政策调控力度，着力扩大内需。中央和地方此 后相继出台了调降印花税、下调存量房贷利率、落实“认房不认贷”、部分地区放松限购 等诸多政策，但对经济的稳定作用弱于市场预期。

造成政策效果不及预期的根本原因是，已出台的政策并未改善居民、企业、政府三大经济 主体部门增长动能均较弱的状态。1）在居民部门的收入端和资产端受损的前提下，政策 层面需要围绕居民部门出台提振政策，如后文提到的通过提高政府消费率、增加民生领域 支出，进而帮助居民消费进一步修复。2）对于企业部门而言，PPI 负增长将对企业盈利

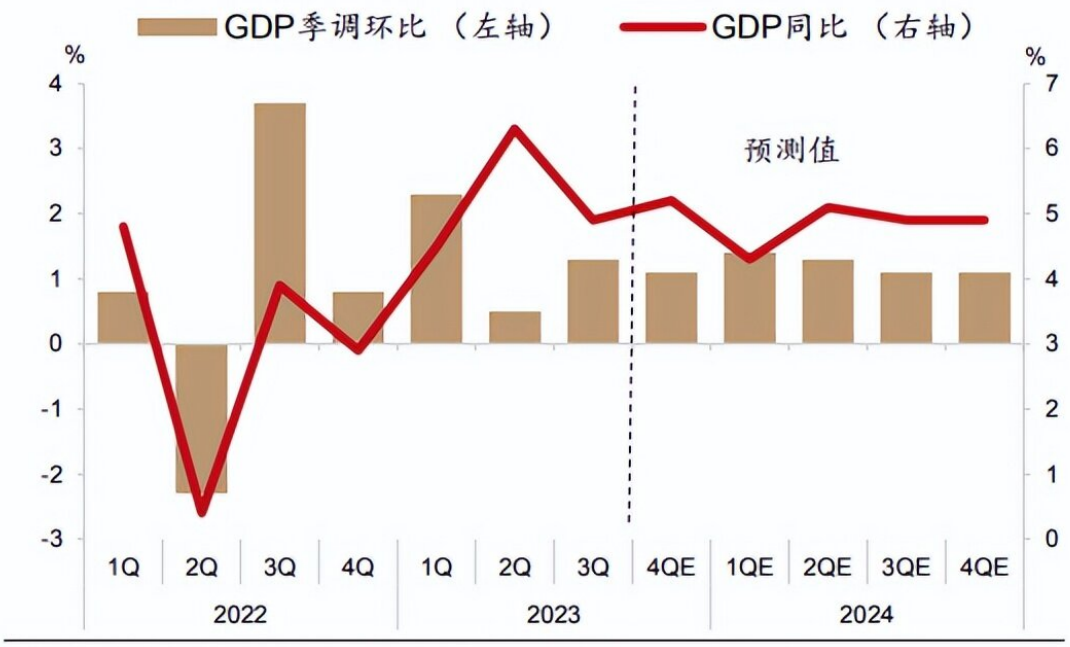
造成负面影响，税收政策上今年并未延续去年的大规模留抵退税，企业部门的增长动能恢 复较慢。3）地方政府杠杆率较高，基建项目收益率有所下降。 此外，从政策面来看，能够有效提振经济的政策有所减少，对于中国经济的修复需要抱有 耐心。如果想改变经济修复式增长的状态，需要强有力的外部政策，近期增发的 1 万亿国 债将或是经济加速修复的重要契机。

二、中国：经济形态有所好转

2.1 2024 年经济增长目标可能定在 5%左右

考虑 2023 年调整财政预算并增发 1 万亿元国债，我们预计 2024 年经济增长目标可能继 续定在 5%左右。10 月 24 日，全国人大常委会通过关于批准国务院增发国债和 2023 年 中央预算调整方案的决议，4 季度将增发 1 万亿元国债，列入 2023 年一般公共预算赤字。 2023 年全国财政赤字由 3.88 万亿元增加到 4.88 万亿元，赤字率由 3%提高到 3.8%左右。 此次发行的国债将全部通过转移支付方式安排给地方，分两年使用。2023 年拟安排使用 5000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元。由于目前已经接近年底且进入冬季，1 万亿元 国债将主要提振 2024 年经济增长。我们预计 2024 年经济增长目标可能定在 5%左右。

图 18：预计 2024 年 GDP 环比增速前高后低



资料来源：CEIC，西部证券研发中心

2.2 预计 2023 年 GDP 增长 4.8%左右

预计 2024 年 GDP 增长 4.8%左右，比过去两年平均增速加快。我们预计 2023 年 GDP 增长 5.2%左右，较 2022 年 3%回升。2023 年实现较高经济增速受益于低基数。2022 年 2 季度反复、4 季度防疫政策放开后第一波给当年经济造成冲击，也压低了 2023 年的基数。2022-2023 两年平均增速可能在 4.1%左右。我们预计 2024 年 GDP 增长 4.8%左右，比过去两年平均增速加快。

冲击基本过去，消费增速逐步向常态回归。2020 年以来，受扰动消费增速 大幅波动。2020 至 2022 年三年，最终消费分别增长 1.5%、10.5%和 3.5%。2023 年前三季度，居民人均可支配收入同比增长 6.3%，社会消费品零售同比增长 6.8%。考虑去年 4 季度受冲击基数偏低，2023 年全年消费和零售增速可能进一步加快。 我们预计 2024 年零售增速较 2023 年回落，但是比过去两年平均增速加快。

基建投资增速可能加快，房地产投资跌幅收窄。最近增发 1 万亿元国债将促进 2024 年基建投资增长，1 万亿元发债规模大约相当于基建投资的 7%，我们预计 2024 年 基建投资增速加快。目前房价面临下行压力，开发商缺乏买地积极性。我们预计 2024 年房地产投资延续负增长，但跌幅可能较 2023 年收窄。3 季度以来，工业企业利润 企稳回升，PPI 有所回升，有利于制造业投资企稳回升。总体上看，我们预计 2024 年固定资产投资增速较 2023 年加快。

出口增速可能企稳回升。2023 年出口增速大幅下跌，受到全球通胀持续回落影响。 美元出口价格增速从 2022 年 9.6%下滑至 2023 年前三季度 1.4%。IMF 预计 2024 年全球贸易量增长 3.5%3，比 2023 年 0.9%加快，美元价格增速从-1.7%回升至 1.6%。 我们预计 2024 年我国出口增速较 2023 年改善，全年实现小幅正增长。 2024

年宏观政策可能在年初发力，预计经济环比增速前高后低。2023 年 4 季度发行 1 万 亿元国债，将给 2024 年尤其是上半年经济增速带来提振。货币政策可能加以配合，信贷 投放可能会在上半年加速。我们预计，2024 年 4 个季度 GDP 环比增速前高后低，上半年 保持较快增长甚至加速，下半年有所回落。由于 2023 年 1 季度环比增速高、2 季度环比 增速低，基数影响下，2024 年 1 季度可能出现 GDP 同比增速低点，2 季度出现同比增速 高点。

2.3 预计 2024 年通胀温和回升

预计 2024 年通胀较 2023 年回升，但可能仍处于相对低位。2023 年前 3 季度 CPI 累计同 比增长 0.4%，较 2022 年 CPI 增速 2%明显放缓；前 3 季度 PPI 同比下降 3.1%，较 2022 年 4.2%大幅下跌。8 月以来国内经济开始回升，通胀有所企稳。随着财政开始发力，将 提振 2024 年经济增速，也有利于通胀回升。但是我们预计房地产市场难以出现新一轮扩 张，通胀大幅上升的可能性不大。我们预计 2024 年 CPI 增速回升至 0.5%左右，PPI 跌幅 收窄至-0.5%左右。 通胀回升可能带动名义 GDP 增速加快。2024 年通胀回升可能带动 GDP 平减指数增速回 升，我们预计 2024 年名义 GDP 增速回升到 5%左右，较 2023 年名义增速加快。

2.4 财政政策继续扩张

财政政策继续扩张。2023 年前 3 季度财政赤字同比收缩。10 月下旬人大常委会修改预算 增发 1 万亿元国债，意味着财政政策开始扩张。调整后的 2023 年一般预算赤字率提高到 3.8%左右。我们预计，2024 年预算赤字率可能继续突破 3%，提高到 3.2%左右。考虑 2023 年发行结转 2024 年使用 5000 亿元国债资金，2024 年实际财政政策力度将超过 2023 年。

2.5 货币政策宽松力度有所收敛

货币政策可能保持宽松，但降息降准幅度可能低于 2023 年。考虑 2024 年通胀可能温和 回升，货币政策进一步宽松的空间可能较 2023 年下降。但是通胀可能仍处于低位、房价 仍在下跌，货币政策还没到转向的时候。2023 年 4 季度增发 1 万亿元国债，货币政策可 能会加以配合。目前逆回购未到期规模较大，央行需要释放更多长期资金，年内可能再次 降准，也不排除再次降息的可能。总体上看，2024 年货币政策可能继续宽松，但是降息 降准的幅度可能低于 2023 年。 人民币汇率可能小幅升值。2024 年国内经济改善给人民币汇率带来支持。2024 年美联储 可能不再加息，如果美国经济走弱，中美利差倒挂程度可能开始收敛。我们预计，2024 年底人民币兑美元汇率回升至 7.15 元/美元左右。

图 20：2023 年增发 1 万亿国债，5000 亿结转 2024 年使用



资料来源：CEIC，财政部，西部证券研发中心

2.6 地产政策有望继续发力，销售或逐步企稳

2.6.1 本轮政策优化力度超预期，但效果存在分化

7.24 政治局会议提出“适时调整优化房地产政策”，代表中央对房地产市场定调的正式转 向。会议之后，市场一度对本轮地产政策优化力度存在一定分歧。直至 8 月末 9 月初，一线“认房不认贷”政策一放到底，南京、青岛、厦门、成都、杭州等热点二线城市陆续全 面或部分放开限购，这些举措突破了此前政策优化边界，略超出市场预期，关于政策力度 的讨论也转向了对政策效果的观察。

截至10月末，除北京、上海、深圳以及其他个别城市外，全国绝大部分城市均已经全面 或者部分放开限购政策，一二线“认房不认贷”政策全面落地，一些城市的限售、限价也已经取消。本轮地产政策优化力度已经比较接近2008年和2014年的水平。各类限制性 政策陆续松绑之后，意味着商品房市场能够更加准确地反映市场真实供需关系的变化。

从政策优化前后的效果对比来看，二手房成交量在“认房不认贷”政策落地后有明显改观， 新房市场改善则较为有限。为方便比较，我们将本轮政策优化周期划分为三个阶段：第一阶段是7月24日政治局会议前1个月；第二阶段是从7月25日至8月30日广州率先官 宣“认房不认贷”；第三阶段是从8.31一线“认房不认贷”全面落地至今（截止到10月22日）。新房成交方面，30大中城市商品房日均成交面积在三个阶段的同比增速分别为-25.8%、-23.8%和-16.8%；二手房方面，我们选取的10座代表性城市二手住宅成交面积 同比增速在三个阶段分别为-0.2%、-4.7%和18.1%。二手房成交在“认房不认贷”政策 落地后改善显著，新房成交则呈缓慢修复状态。

二手房成交表现优于新房或与“认房不认贷”政策落地之后，一部分置换需求得到释放有 关。“认房不认贷”和此前的“认房又认贷”政策相比，符合条件的人群在购房时能够享

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/225042343111011224