

2024年中国经济展望

温和改善

2023年经济复苏充满波折，地产剧烈收缩、实体通缩和日本化预期重挫私人信心，地方财政困境和隐性债务风险拖累财政政策效果，美元高利率限制国内利率政策空间。2024年决策层或维持5%经济增速目标，显著提升财政宽松力度，延续放松货币政策，着力稳地产、化解风险和修复信心。中国经济将温和改善，消费缓慢向好，房地产降幅趋缓，固定资产投资和进出口贸易增速回升，通缩逐步缓解。中国名义GDP增速将重新超过美国，中美利差明显收窄，人民币或温和反弹。

- 经济温和改善。预计名义GDP增速从2023年4.5%升至2024年5.8%；实际GDP增速从2023年5.3%降至2024年4.8%，但超过2022-2023年均增速4.1%（2023年增速有低基数效应）。中国将加大政策宽松力度，加快开放和优化营商环境，努力改善国际关系和企业家信心。
- 通缩逐步缓解。受益于生猪去产能、服务业延续复苏、消费温和改善和全球工业去库存结束，GDP平减指数、CPI和PPI增速分别从2023年-0.8%、0.4%和-3%升至2024年1%、1.4%和0.3%，核心CPI增速从0.7%升至1.6%。中期内再通胀压力较小，经济增速仍低于潜在增速，需求过热风险较低，产能过剩风险较高。
- 消费渐进改善。社会零售额增速从2023年7.6%降至2024年5.3%，但高于2022-2023年均增速4.2%。交运、住宿、旅游、文体娱乐等服务消费延续复苏，药品、食品饮料、化妆品零售保持较快增长，文化办公用品、通讯器材、家电和家具零售显著回升，但汽车、服装、体育娱乐用品和金银珠宝零售增速可能放缓。
- 房地产收缩趋缓。商品房销售面积和开发投资降幅分别从2023年的8%和9%收窄至2024年5%和7%，城中村改造和保障房建设增量投资可能缩小开发投资降幅3个百分点。中期内新房需求可能进一步下行，不考虑拆迁、城乡区划调整等政策因素，住宅需求可能从2023年10.3亿平方米降至2030年7亿平方米，因年轻人口下降、城镇化放缓和改善需求降速。加快以人为本地城镇化是稳定城镇住房需求的关键。
- 投资增速回升。固定资产投资增速从2023年2.8%升至2024年4.2%。制造业投资增速从6.2%升至6.5%，消费和出口改善，科技创新、产业转型和自主替代投资加快。基础设施投资增速从8.2%降至7.8%，财政政策更具扩张性，政策积极化解隐性债务风险，地方平台融资条件改善，但政策仍限制新增隐性债务。
- 进出口贸易回暖。美国需求放缓主要来自服务业，非美地区需求改善，商品去库存结束，工业价格止跌回升，中国货物出口和进口增速分别从2023年-4.3%和-4.9%升至2024年3.6%和3.3%。中国加快开放和服务贸易供应链修复，跨境要素流动持续恢复，服务出口和进口增速分别从2023年-12%和15.5%升至2024年15%和20%。
- 财政政策更具扩张性。预计2024年包括公共财政赤字、地方政府新增专项债和特殊再融资债券及结转上年资金在内的实际广义赤字超过GDP的8%。国有银行准政策性贷款供应持续扩大。公共财政收入增速从2023年6.7%降至2024年4.8%，公共财政支出增速从5.6%升至6.4%。中期内人口老龄化和城镇化放缓将显著推升财政收支缺口和社会保障、医疗卫生等财政支出占比。
- 货币政策延续宽松。预计2024年可能两次降准，1年和5年LPR分别下调10和20个基点。货币政策将大力支持财政扩张和准政策性信贷供应，预计社融规模和新增人民币贷款分别增长11%和14%，人民币贷款余额增速小幅回升。因基数效应和储蓄意愿下降，M2增速有所回落。因美国经济逐步放缓而中国经济温和改善，中美名义GDP增速差和利差止跌回升，预计美元/人民币汇率从2023年末7.1降至2024年末6.95。

叶丙南, Ph.D

(852) 6989 5170

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

图 1: 中国经济预测

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
GDP																	
GDP增速(%)	9.4	10.6	9.6	7.9	7.8	7.4	7.0	6.8	6.9	6.7	6.0	2.2	8.4	3.0	5.3	4.8	4.5
名义GDP(万亿美元)	5.1	6.1	7.6	8.5	9.6	10.4	11.0	11.2	12.3	13.9	14.3	14.7	17.8	18.0	18.0	19.0	20.1
人均GDP(美元)	3823	4541	5597	6280	7057	7586	7923	8065	8797	9880	10124	10404	12615	12720	12749	13495	14281
通胀(同比%)																	
GDP平减指数	(0.2)	6.9	8.0	2.3	2.1	1.1	0.0	1.5	4.3	3.5	1.2	0.5	4.6	2.2	(0.8)	1.0	1.7
CPI	(0.7)	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	0.4	1.4	1.7
PPI	(5.4)	5.5	6.0	(1.7)	(1.9)	(1.9)	(5.2)	(1.4)	6.3	3.5	(0.3)	(1.8)	8.1	4.1	(3.0)	0.3	1.8
分行业GDP增长(%)																	
农业	4.0	4.3	4.2	4.5	3.8	4.1	3.9	3.3	4.0	3.5	3.1	3.1	7.1	4.1	3.9	3.9	3.7
工业与建筑	10.3	12.7	10.7	8.4	8.0	7.2	5.9	6.0	5.9	5.8	4.9	2.5	8.7	3.8	4.7	4.4	4.3
-规模以上企业工业增加值	11.0	15.7	13.9	10.0	9.7	8.3	6.1	6.0	6.6	6.2	5.7	2.8	9.6	3.6	4.5	4.3	4.2
第三产业	9.6	9.7	9.5	8.0	8.3	8.3	8.8	8.1	8.3	8.0	7.2	1.9	8.5	2.3	6.0	5.2	4.8
对GDP增长拉动(百分点)																	
消费	5.4	5.0	6.3	4.4	3.9	4.2	4.9	4.5	3.9	4.3	3.5	(0.2)	5.3	1.0	4.3	3.3	2.7
投资	8.0	6.7	3.9	3.3	4.1	3.3	1.6	3.1	2.7	2.9	1.7	1.8	1.1	1.5	1.6	1.7	1.6
净出口	(4.0)	(1.1)	(0.6)	0.2	(0.2)	(0.1)	0.5	(0.8)	0.3	(0.5)	0.8	0.6	1.7	0.5	(0.6)	(0.2)	0.2
需求指标(%)																	
非农户固定资产投资	30.4	24.5	23.8	20.6	19.6	15.7	10.0	8.1	7.2	5.9	5.4	2.9	4.9	5.1	2.8	4.2	4.5
-制造业	26.6	26.9	31.8	22.0	18.5	13.5	8.1	4.2	4.8	9.5	3.1	(2.2)	13.5	9.1	6.2	6.5	6.1
-房地产	16.1	33.2	27.9	16.2	19.8	10.5	1.0	6.9	7.0	9.5	9.9	7.0	4.4	(10.0)	(9.0)	(7.0)	(2.5)
-基础设施	42.2	18.5	6.5	13.7	21.2	20.3	17.3	15.7	14.9	1.8	3.3	3.4	0.2	11.5	8.2	7.8	6.1
社会零售额	15.9	18.8	18.5	14.5	13.1	12.0	10.7	10.4	10.2	9.0	8.0	(3.9)	12.5	(0.2)	7.6	5.3	4.9
商品出口额	(16.0)	31.3	20.3	7.9	7.8	6.0	(2.9)	(7.7)	7.9	9.9	0.5	3.6	29.6	5.6	(4.3)	3.6	3.2
商品进口额	(11.2)	38.8	24.9	4.3	7.2	0.5	(14.3)	(5.5)	16.1	15.8	(2.7)	(0.6)	30.1	0.7	(4.9)	3.3	3.0
货币条件																	
M2增长(%)	27.7	19.7	13.6	13.8	13.6	12.2	13.3	11.3	8.1	8.1	8.7	10.1	9.0	11.8	10.0	8.5	8.0
M1增长(%)	32.4	21.2	7.9	6.5	9.3	3.2	15.2	21.4	11.8	1.5	4.4	8.6	3.5	3.7	2.0	3.1	3.5
新增人民币贷款(万亿元)	9.6	8.0	7.5	8.2	8.9	9.8	11.7	12.7	13.5	16.2	16.8	19.6	20.0	21.3	23.4	26.9	29.0
新增社会融资规模(万亿元)	13.9	14.0	12.8	15.8	17.3	16.5	15.4	17.8	26.2	22.5	25.6	34.9	31.4	32.0	36.2	40.2	43.6
大型银行法定准备金率(%)	15.50	18.50	21.00	20.00	20.00	20.00	17.50	17.00	17.00	14.50	13.00	12.50	11.50	11.00	10.25	9.75	9.50
10年期国债利率(%)	3.73	3.90	0.00	3.58	4.56	3.62	2.83	3.02	3.88	3.24	3.14	3.14	2.77	2.84	2.75	2.78	2.70
1年期LPR(%)					5.73	5.51	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	3.65	3.45	3.35	3.35
5年期LPR(%)											4.80	4.65	4.65	4.30	4.20	4.00	4.00
公共财政																	
公共财政收入同比(%)	11.7	21.3	25.0	12.9	10.2	8.6	5.8	4.5	7.4	6.2	3.8	(3.9)	10.7	0.6	6.7	4.8	5.1
公共财政支出同比(%)	21.9	17.8	21.6	15.3	11.3	8.3	13.2	6.3	7.6	8.7	8.1	2.9	0.3	6.1	5.6	6.4	4.7
一般财政赤字/GDP(%)	2.7	2.5	1.8	1.5	2.0	2.1	2.4	2.9	2.9	2.6	2.8	3.7	3.1	2.8	3.9	3.6	3.4
政府性基金收入同比(%)				(9.3)	39.2	3.5	(21.8)	11.9	34.8	22.6	12.0	10.6	4.8	(20.6)	(15.0)	(5.0)	0.5
政府性基金支出同比(%)				(9.7)	37.9	1.8	(17.7)	11.7	32.7	32.1	13.4	28.8	(3.7)	(2.5)	(15.0)	(5.0)	0.5
地方政府专项债额度/GDP(%)								0.5	1.0	1.5	2.2	3.7	3.2	3.0	3.0	3.3	3.3
国际收支与汇率																	
商品贸易差额/GDP(%)	4.8	4.0	3.0	3.6	3.7	4.2	5.3	4.4	3.9	2.7	2.8	3.5	3.2	3.7	3.4	3.2	3.3
服务贸易差额/GDP(%)	(0.5)	(0.4)	(0.6)	(0.9)	(1.3)	(2.0)	(2.0)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(1.8)	(1.0)	(0.6)	(0.5)	(1.2)	(1.3)	(1.4)
经常账户差额/GDP(%)	4.8	3.9	1.8	2.5	1.5	2.3	2.7	1.7	1.5	0.2	0.7	1.7	1.8	2.2	1.5	1.4	1.3
金融账户差额/GDP(%)	3.8	4.6	3.4	(0.4)	3.6	(0.5)	(4.0)	(3.7)	0.9	1.2	0.1	(0.4)	0.2	(1.2)	(1.0)	(0.7)	(0.9)
误差遗漏项/GDP(%)	(0.8)	(0.9)	(0.2)	(1.0)	(0.7)	(0.6)	(1.8)	(1.9)	(1.7)	(1.3)	(0.9)	(1.1)	(0.9)	(0.5)	(0.2)	(0.5)	(0.6)
外汇储备(十亿美元)	2.40	2.85	3.18	3.31	3.82	3.84	3.33	3.01	3.14	3.07	3.11	3.22	3.25	3.13	3.11	3.14	3.10
美元/人民币(年末)	6.83	6.59	6.30	6.23	6.05	6.20	6.49	6.95	6.51	6.87	6.97	6.54	6.37	6.95	7.10	6.95	7.17

资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

目录

经济温和改善.....	4
通缩逐步缓解.....	7
消费缓慢向好.....	10
房地产收缩趋缓.....	14
投资增速回升.....	18
进出口贸易回暖.....	21
财政政策更具扩张性.....	24
货币政策延续宽松.....	27

经济温和改善

2023年中国经济进入重启后复苏，但充满反复与波折。一季度，经济主体处于重启后亢奋期，投资者风险偏好大增，消费者积压需求报复性释放，企业大幅增加生产和库存，GDP环比年化增速冲高至9.5%。二季度，经济主体亢奋过去，积压需求释放完毕，总需求大幅下滑，剧烈去库存和价格战到来，多数行业进入通缩，经济第二次探底，GDP环比年化增速骤降至2%。三季度，政治局会议推动财政政策、货币政策、稳地产政策与化解债务风险政策协同发力，经济活动低位企稳，GDP环比年化增速升至5.3%，企业用电量和货运量两年平均增速分别从二季度的4%和1.4%升至三季度的6.6%和3%，增值税两年平均增速从二季度的-2.3%升至三季度的3.6%。四季度，经济活动小幅回升，10月企业用电量、货运量和增值税两年平均增速升至7.1%、3.2%和8.1%，一财高频经济活动指数从三季度平均0.83升至10月至11月上旬平均0.91。

2023年经济复苏力度依然较弱，各部门分化明显。预计全年GDP增速5.3%，两年平均增速4.1%，显著低于2020-2021年平均增速5.3%。低基数和重启效应推动消费增速大幅回升，预计社会零售额增速从2022年-0.2%升至2023年的7.6%，但两年平均增速仅3.6%，大幅低于疫情前2018-2019年的8.5%。受房地产延续大幅收缩和地方基建投资、制造业投资放缓拖累，预计固定资产投资增速从2022年5.1%降至2023年2.8%。全球消费者从商品消费回归服务消费，制造业降价去库存，世界贸易活动疲弱，预计中国货物出口额和进口额分别从2022年的5.6%和0.7%降至2023年的-4.3%和-4.9%。受运输服务和知识产权使用费出口大幅萎缩影响，预计中国服务出口增速从2022年的8.1%降至2023年的-12%，但受益于中国经济重启后出境旅游、留学和文娱服务进口大涨支撑，预计中国服务进口增速从2022年的8.9%升至2023年的15.5%。

2023年各行业复苏进度不一，汽车、交运服务、住宿餐饮、娱乐、信息技术服务等行业复苏较好，房地产、建材、资本品、消费电子设备等行业复苏较差。预计制造业和服务业GDP增速分别从2022年2.9%和2.3%升至2023年4.3%和6%，两年平均增速分别为3.6%和4.1%，显著低于2020-2021年平均增速6.8%和5.2%。预计交通运输、仓储和邮政业、批发零售业以及住宿餐饮业GDP增速分别从2022年-0.8%、0.9%和-2.3%升至2023年7.7%、6.1%和14.7%，两年平均增速分别为3.4%、3.5%和5.9%。预计金融业GDP增速从2022年5.6%升至2023年7%，信息传输、软件和信息技术服务业GDP增速从2022年9.1%升至2023年12%。从用电量增速来看，2023年电气机械及器材（含部分新能源器件）、铁路运输、航空运输、汽车制造、教育文体娱乐、住宿餐饮、租赁和商务服务、批发零售、互联网、医药、公共服务、航空航天设备等行业生产经营活动强劲，但仪器仪表、房屋建筑、通信设备、有色金属、土木工程建筑、计算机制造等行业生产经营活动疲弱。

2024年中国经济将温和改善。预计GDP增速达到4.8%，相比2022-2023年平均增速4.1%进一步回升。分产业来看，第二产业和第三产业GDP增速分别从2023年的4.7%和6%降至2024年的4.4%和5.2%，高于2022-2023年两年平均增速4.2%和4.1%。分支出来看，预计社会零售额、固定资产投资、货物出口额和服务出口额分别增长5.3%、4.2%、3.6%和15%。预计消费、投资和净出口分别拉动2024年GDP增速3.3、1.7和-0.2个百分点，而2022-2023年年均拉动2.6、1.6和0个百分点。

2024年中国将加大政策宽松力度，加快对外开放，优化营商环境，展现亲商友好态度。首先，2024年中国可能维持5%的经济增速目标，但除房地产外大部分行业低基数效应减退，实现同样目标的难度上升，需要宏观政策更加宽松。预计中国可能实施中等规模的财政刺激，包括公共财政赤字、地方政府新增专项债和特殊再融资债券、结转上年资金等在内的实际广义赤字可能超过10万亿人民币，占GDP比超过8%。地方财政形势将有所改善，有利于稳定公共部门就业和消费信心，改善政府供应商现金流、就业和资本支出。地方政府隐性债务风险下降，地方国企融资条件改善，有利于稳定地方国企就业和基础设施投资。政府可能对企业 and 家庭减税超过1.5万亿，以提振企业投资和家庭消费。其次，中国将延续货币政策宽松，进一步降准和降息，引导银行扩大信贷供应，鼓励银行加快地方政府隐性债务重组，加大对城中村改造、保障房建设和基础设施投资等支持。再次，中国将加大稳地产政策力度，可能在暂缓执行“三道红线”政策基础上鼓励银行扩大房地产信贷供应，放松核心城市住房限购政策和二套房贷款政策，下调5年LPR约20个基点。最后，中国将加快对外开放，优化营商环境，展现亲商态度，努力改善国际关系和企业家信心。

图 2: GDP、用电量和货运量增速

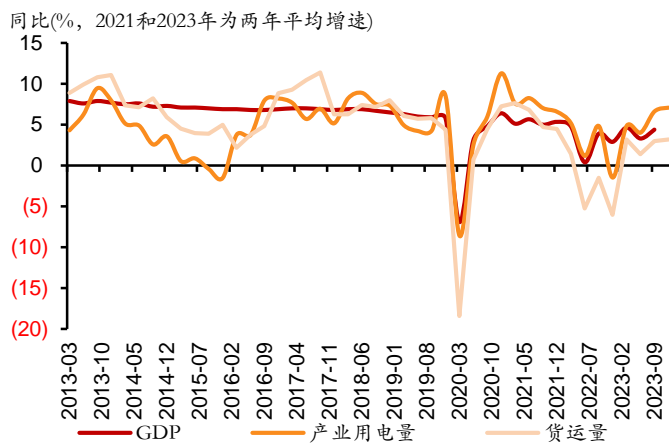


图 3: 社会零售额、投资和出口增速

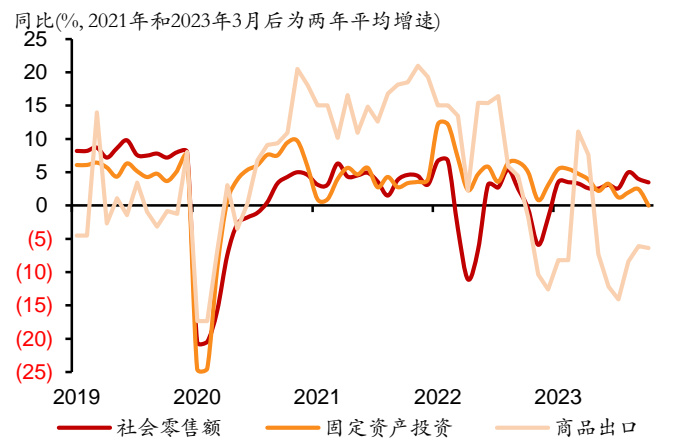


图 4: 制造业与服务业 PMI

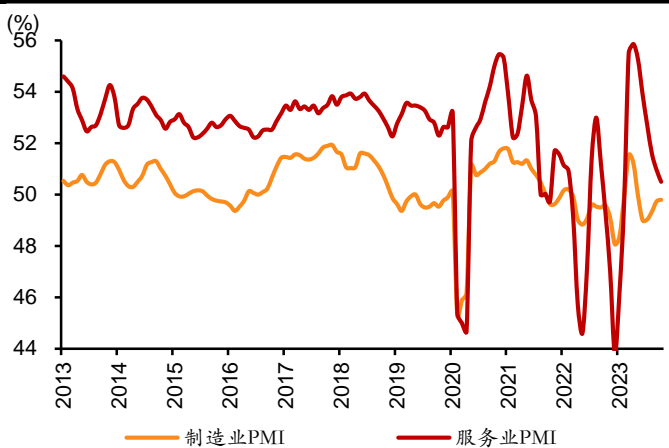


图 5: 高频模拟当季 GDP 增速

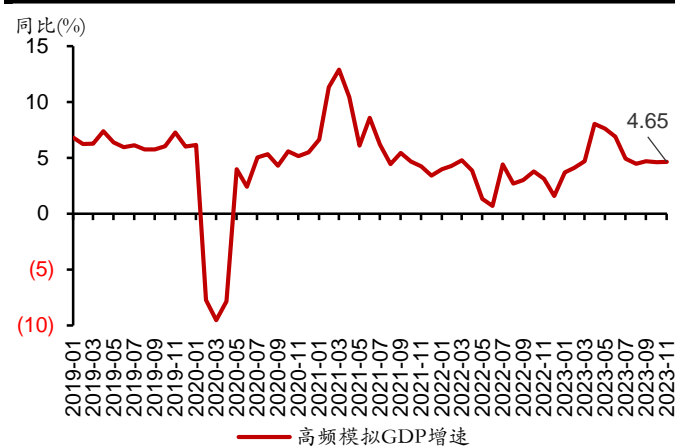
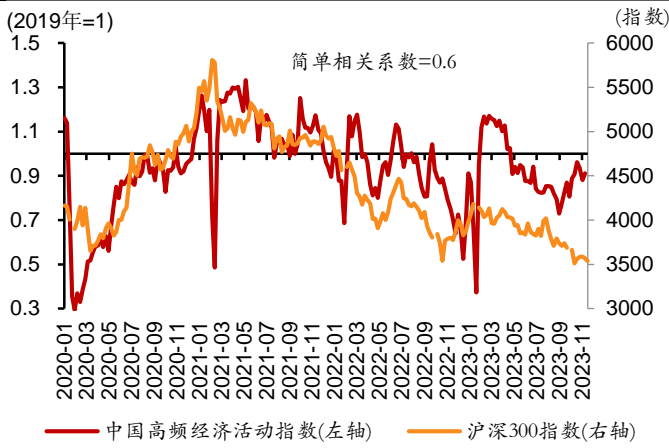
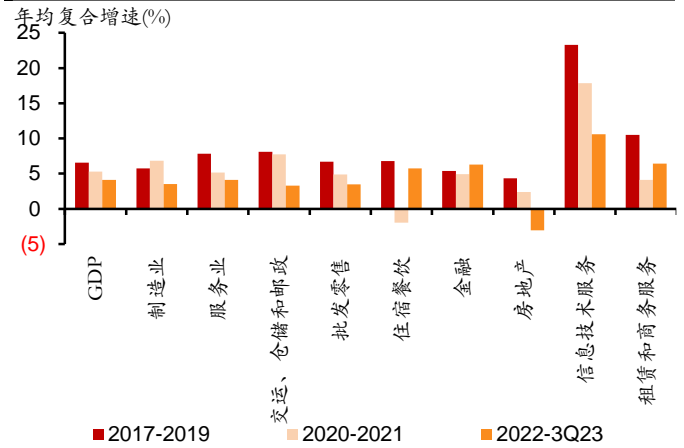


图 6: 高频经济活动指数与沪深 300 指数



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 7: 主要行业 GDP 增速



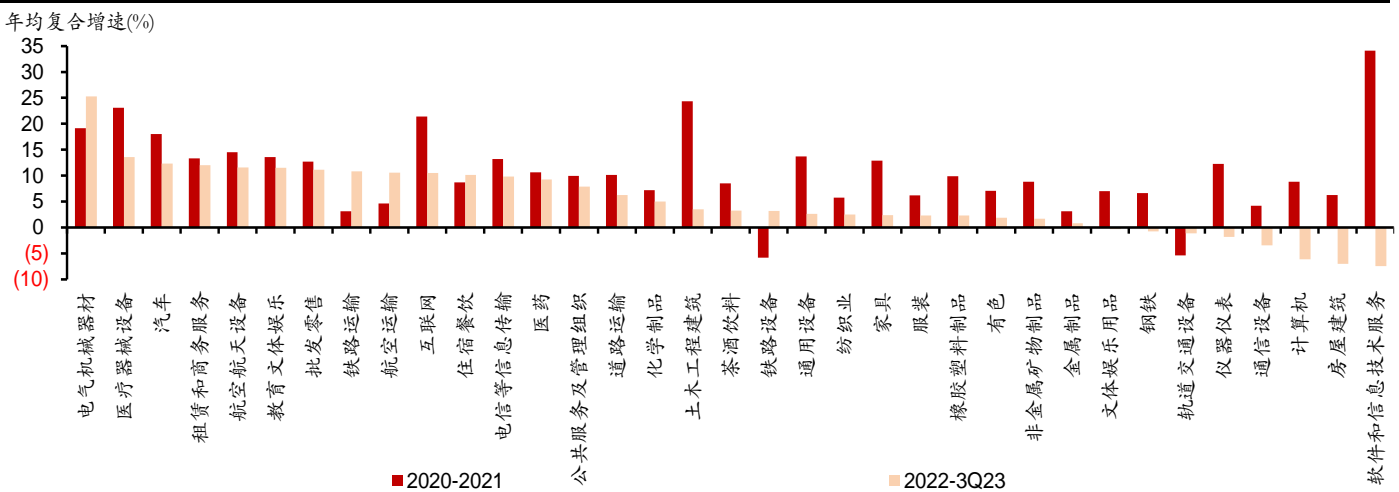
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 8: 各行业规模以上工业增加值增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 9: 各行业用电量增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

通缩逐步缓解

2023年中国面临明显通缩，主要价格指数显著下跌，因内需疲弱、产能过剩和大宗商品价格回落。2023年前三季度GDP平减指数下跌0.8%；CPI增速从2022年的2%降至前10个月的0.4%，7月和10月CPI出现单月负增长；PPI由2022年上涨4.1%转为前10个月下跌3.1%。预计2023年GDP平减指数、CPI和PPI增速分别为-0.8%、0.4%和-3%。

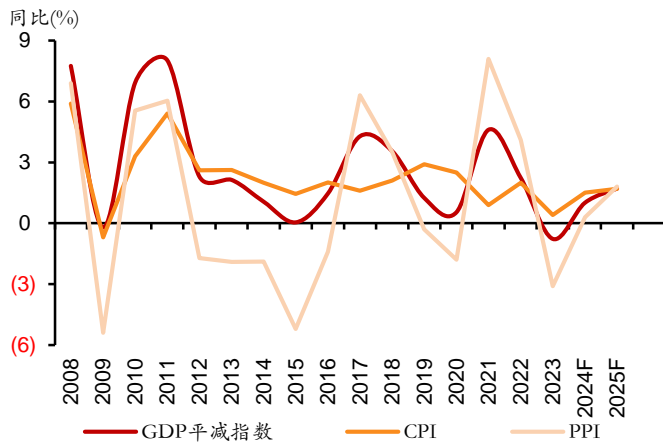
CPI分类来看，猪肉、能源和耐用品价格大幅下跌，中药、旅游服务等少数类别价格显著上涨。猪肉价格已连续三年，前10个月下跌9.8%，拉低CPI增速0.2个百分点，因消费需求疲弱和生猪产能过剩（2020-2021年畜牧业投资累计增长1.3倍）。能源价格上半年大幅回落，7月以来小幅反弹，全年同比仍明显下跌。家用器具、交通工具和通信工具价格前10个月同比分别下跌1.2%、3.8%和2.3%，反映消费需求疲弱和供给竞争加剧。中药材价格前10个月同比上涨5.2%，因供应减产和疫后需求强劲。旅游价格前10个月大幅上涨9.5%，因旅游服务需求快速复苏，但旅游服务供给恢复慢于需求。因政策管制，前10个月医疗服务和教育服务价格分别仅上涨1%和1.3%。

PPI分类来看，核心大宗商品大幅下跌，耐用消费品和资本品价格明显走弱，显示工业需求较弱和产能过剩压力。全球和中国制造业PMI延续疲弱，美联储剧烈加息，大宗商品和工业品价格显著回落。前10个月，煤炭开采业、油气开采业与黑色金属冶炼加工业PPI分别下跌11%、11.6%和10.9%，汽车业、计算机、通信和其他电子设备业与金属制品业PPI分别下跌1.1%、1.3%和3.3%。

三年疫情严重打击城镇吸纳就业最多的服务业，导致城镇化暂时性倒退，加剧经济疲弱和通缩效应。一些流动人口从城镇重回乡村，从农业的净消费者变成净生产者，带来消费降级效应，减少城镇消费和住房需求，加剧农产品、耐用品和房租通缩。2022年中国服务业就业人数和城镇就业人数分别下降3.6%和1.8%，均是改革开放以来首次下跌，农业就业人数则罕见增长3.5%，上次农业就业正增长发生在1998-2001年伴随亚洲金融危机和美国衰退而来的通缩期。租赁房房租自2022年4月开始环比下跌，同比降幅在4Q22达到最大，2023年以来微幅改善，前10个月同比仍下跌0.3%，反映年轻人就业复苏依然较慢。

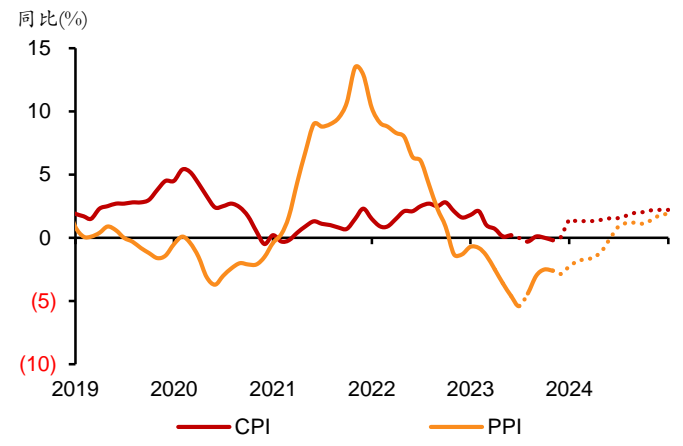
2024年中国通缩将逐步缓解，因生猪去产能、城镇服务业延续复苏、家庭消费温和改善及全球制造业去库存周期结束。预计GDP平减指数、CPI和PPI增速分别从2023年的-0.8%、0.4%和-3%升至2024年的1%、1.4%和0.3%。目前猪粮比已接近历史谷底，较大亏损压力将推动行业去产能，预计生猪价格可能在2024年见底回升。经济重启后城镇服务业延续复苏，流动人口逐渐重回城镇，就业和消费将温和改善，预计食品和核心CPI增速分别从2023年的0.4%和0.7%回升至2024年的1.4%和1.5%。全球制造业去库存周期结束，工业品价格可能止跌迎来小幅上升，大宗商品可能小幅波动。中期内中国再通胀压力较小，通缩风险大于通胀风险，因需求复苏相对温和，经济增速仍低于潜在增速，大部分行业供给竞争依然激烈。

图 10: GDP 平减指数、CPI 和 PPI 增速



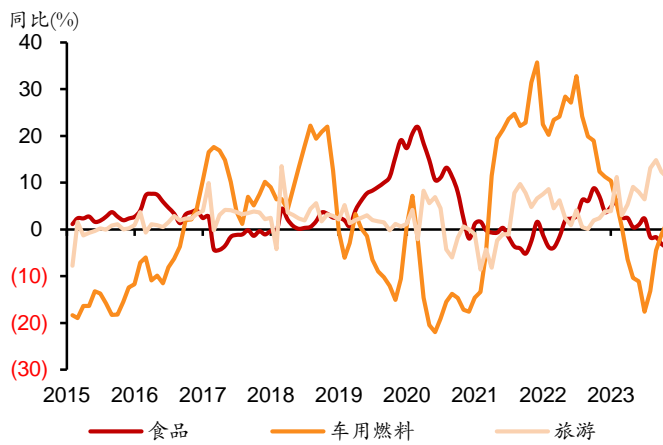
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 11: CPI 和 PPI 增速预测



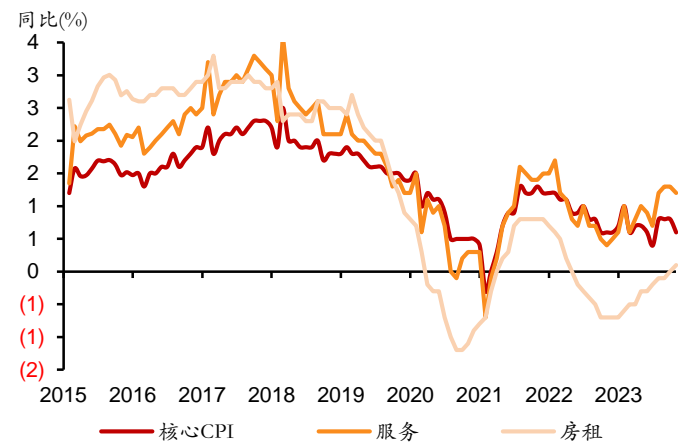
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 12: 食品、能源与旅游价格指数增速



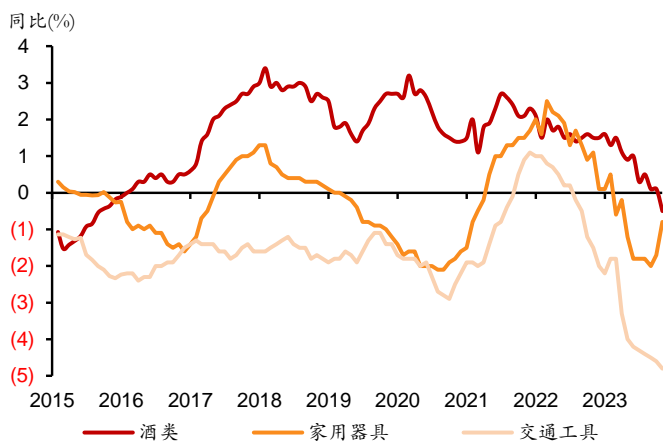
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 13: 核心 CPI、服务和房租增速



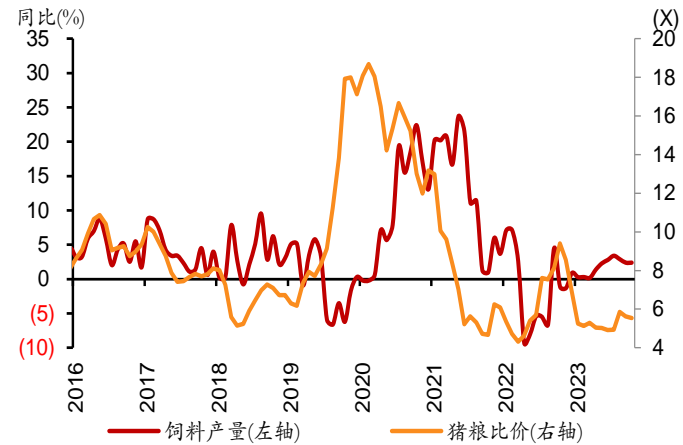
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 14: 酒类、家用器具和交通工具价格增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 15: 饲料产量增速和猪粮比价



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 16:全球制造业 PMI 与商品指数

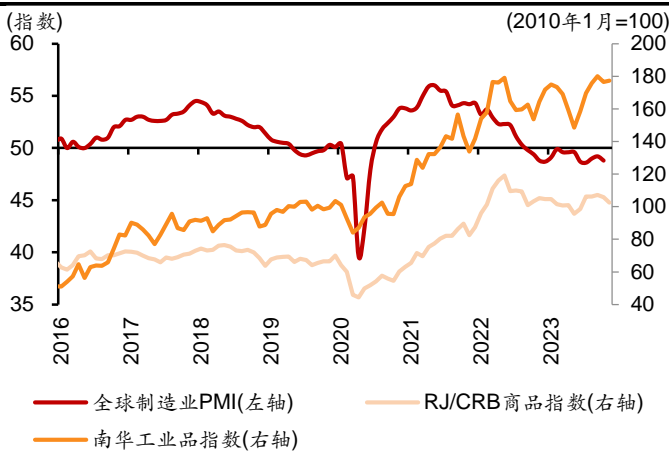


图 17: 主要行业 PPI 涨跌幅

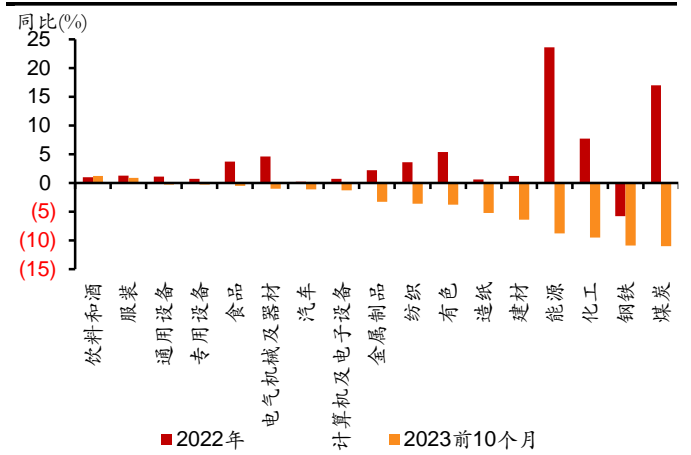


图 18: 城镇人口与就业增速

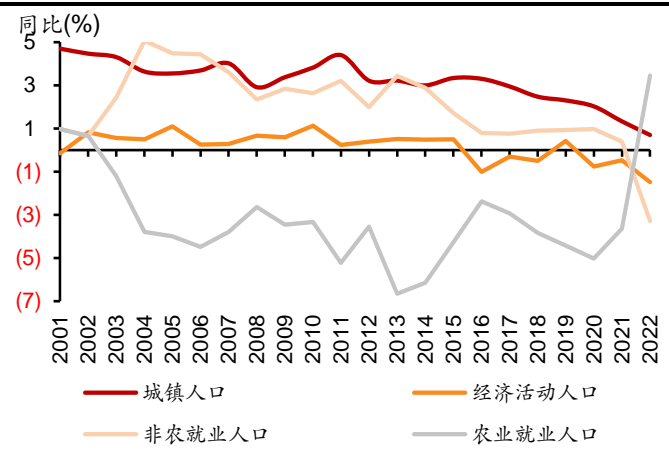


图 19: 核心 CPI 增速与 2 年期国债利率

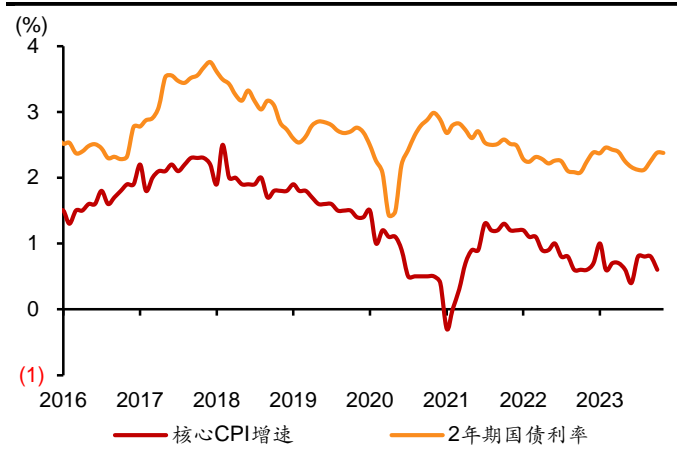


图 20: 四大经济体 M2 与商品价格增速

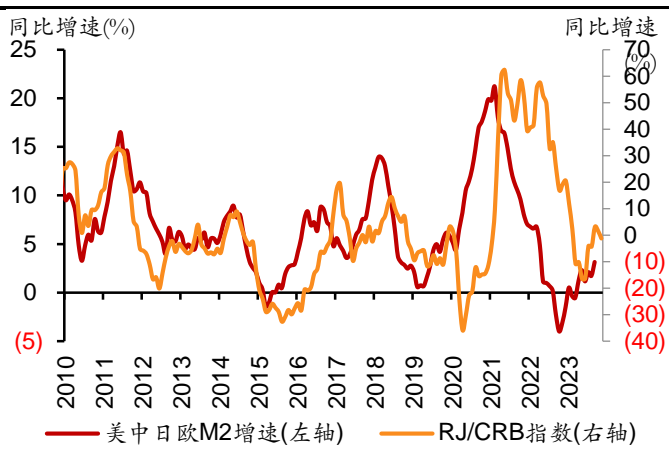
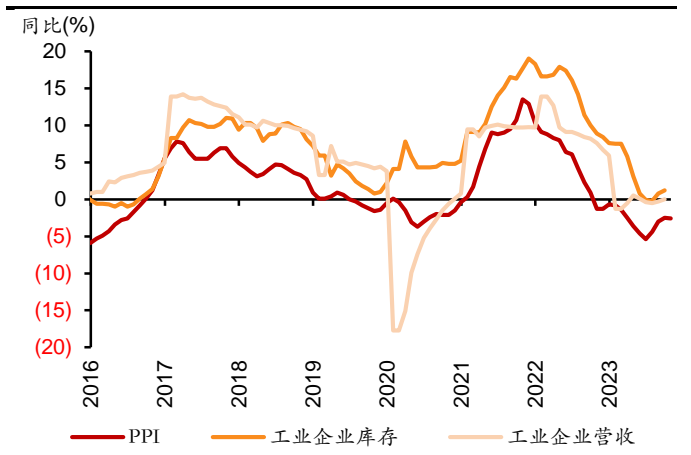


图 21: PPI、工业企业库存和营收增速



消费缓慢向好

2023年家庭消费增速因低基数和重启效应明显回升，但整体复苏依然偏弱。前10个月，社会零售额同比增长6.9%，两年平均增速3.7%，接近2020-2021年平均增速4%，但大幅低于疫情前2019年8%的增速。分品类来看，必选消费保持较快增长，食品和药品零售额同比分别增长5.2%和8.7%，两年平均增速分别达到7.1%和9%；出行、旅游、住宿、餐饮、娱乐等消费复苏相对较好，石油制品、服装、餐饮、书报杂志和体育娱乐用品零售额同比分别增长6.4%、10.2%、18.5%、6.3%和9.9%，两年平均增速为9.4%、2.6%、6.1%、6.4%和4.2%；汽车零售额超预期增长5.3%，两年平均增速3%，超过2020-2021年的2.8%；其他耐用品消费恢复较差，通讯器材和家电音响器材零售额同比增长5.2%和0.3%，两年平均增速2.1%和-0.3%，大幅低于2020-2021年水平；住房相关消费最为疲弱，家具增长2.9%，建筑装饰材料下降7.5%，两年平均下降2.8%和6.4%。

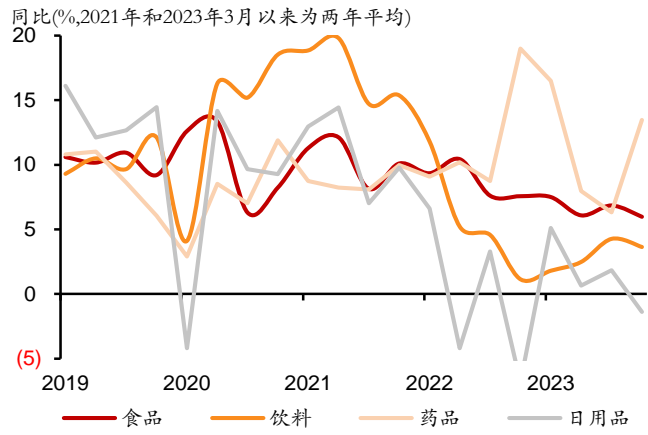
2023年三大因素制约家庭消费复苏。一是解决80%以上就业的民营企业家和中小企业主信心疲弱，不愿扩大资本支出，导致就业复苏缓慢，影响家庭收入和消费信心。民间投资增速从2021年7%降至2022年0.9%和2023年前10个月-0.5%，其中服务业民间投资2022年和2023年前10个月连续下降7%和5.8%。2022年4月以来，消费者就业预期指数延续走低，显示就业疲弱。2023年前10个月，个人所得税同比下降0.5%，反映家庭收入不振。消费者信心指数和消费信贷增速小幅回升但仍在低位，定期储蓄存款增速小幅放缓但仍在高位，家庭调查储蓄率仍显著高于疫情前水平，均说明家庭消费信心疲弱。城镇调查失业率已降至疫情前水平，但该指标可能未准确反映就业全貌。调查失业认定条件非常苛刻，包括近3个月在积极找工作、过去1周末从事有报酬活动1小时以上和如有合适工作机会可以在2周内开始工作等。在社会保障网较弱、以勤劳为传统美德和崇尚家庭集体主义的地区，失业人员从事有报酬零工活动非常普遍。出生在富足时代的青少年可以“啃老”，参与有报酬零工活动比例较低，可能是16-24岁青少年调查失业率仍大幅高于疫前水平的部分原因。二是房地产市场延续大幅下滑，通过财富效应、信心渠道和配套消费渠道影响家庭消费。房产在中国家庭资产中占比超过60%，房地产剧烈调整影响家庭消费信心和装修、家具、家电等配套消费。此外，证券市场低迷，理财产品出现亏损，也可能对消费产生负面影响。三是通缩效应，实际利率上升和通缩-债务螺旋加剧家庭债务负担，通缩预期则打击资本支出和耐用消费。

2024年家庭消费将缓慢改善。预计社会零售额增长5.3%，高于2022-2023年平均增速3.6%。药品、食品饮料和书报杂志零售额或保持较快增长，预计2024年分别增长9%、6.5%和7%，2022-2023年平均增长10.8%、6.8%和6.6%；文化办公用品、通讯器材、化妆品、家电和家具零售额改善，预计2024年分别增长9%、8.5%、6.5%、4%和4%，2022-2023年平均增速为-0.4%、1.1%、1%、-1.5%和-2.2%；体育娱乐用品和服装零售额小幅改善，预计2024年分别增长6%和3.5%，2022-2023年平均增速4.5%和1.8%；建筑装饰材料零售额可能延续下跌，但降幅从2023年-7.5%收窄至2024年-3%；汽车零售额可能明显放缓，预计2024年增长2%，低于2022-2023年3.2%的平均增速。

2024年四大因素支撑家庭消费渐进改善。一是吸纳就业较多的服务业延续复苏，改善家庭就业和消费信心。二是财政政策更具扩张性，地方隐性债务风险下降，地方政府、政府供应商和地方国企现金流改善，利好公共部门、政府供应商和地方国企就业和资本支出。三

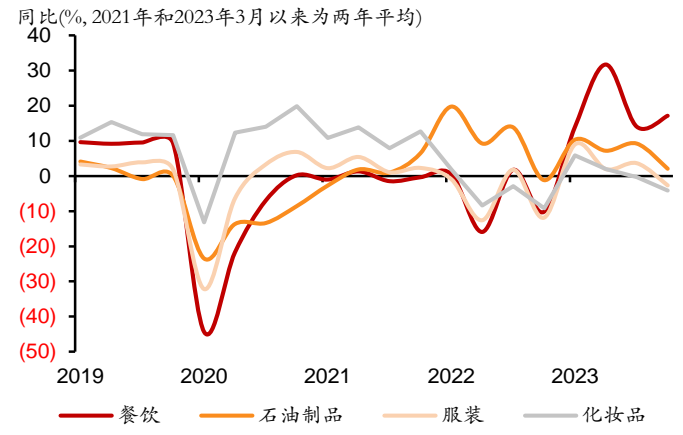
是房地产收缩趋缓，核心城市房市可能率先企稳，二手房市场先于新房市场改善，改善消费信心和相关耐用消费。四是消费价格温和回升，有助于消除通缩预期，提振耐用消费。

图 22: 食品、饮料、药品和日用品零售增速



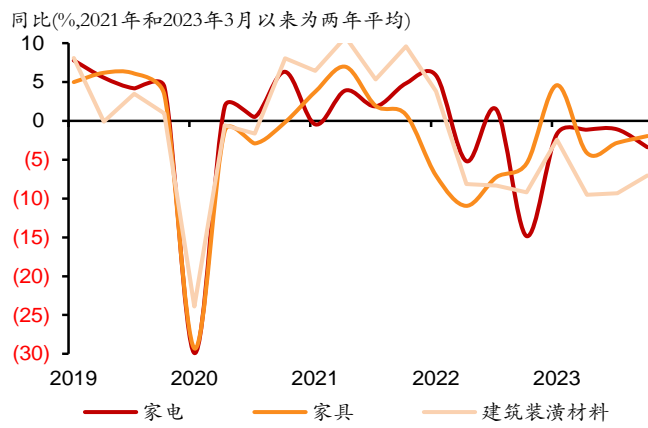
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 23: 餐饮、石油制品、服装和化妆品零售增速



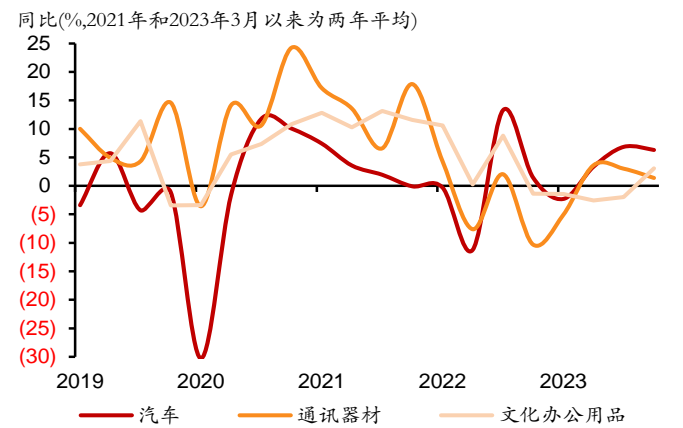
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 24: 家电、家具和建筑材料零售增速



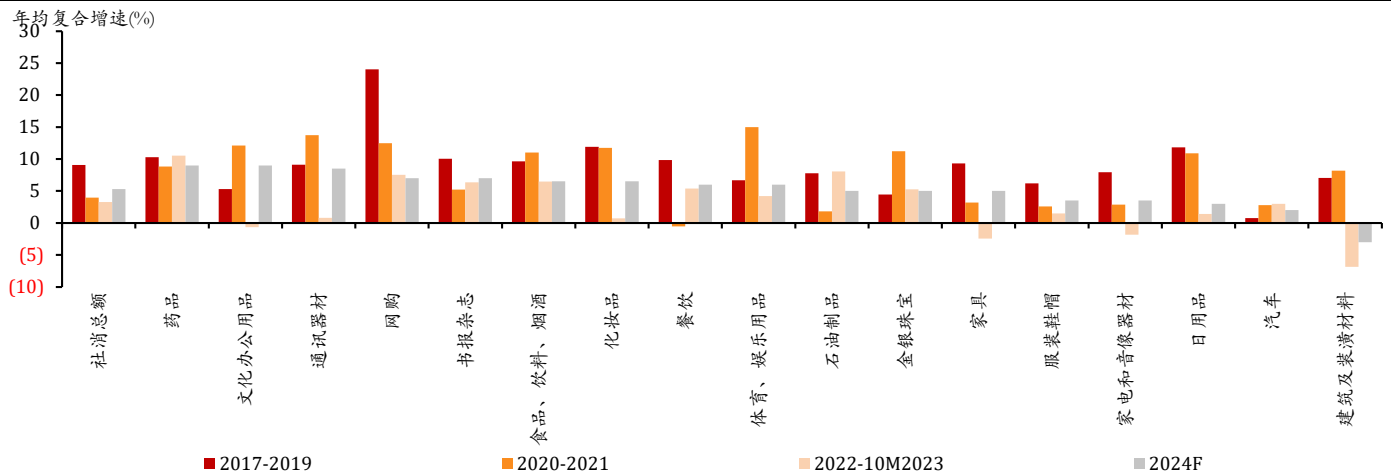
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 25: 汽车、通讯器材和办公用品零售增速



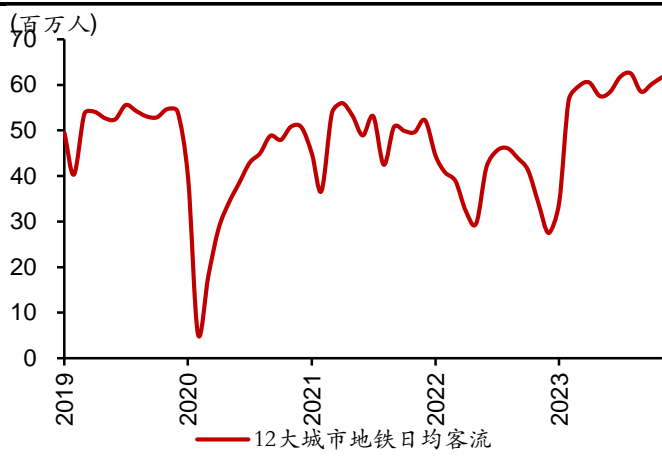
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 26: 各行业零售额增速



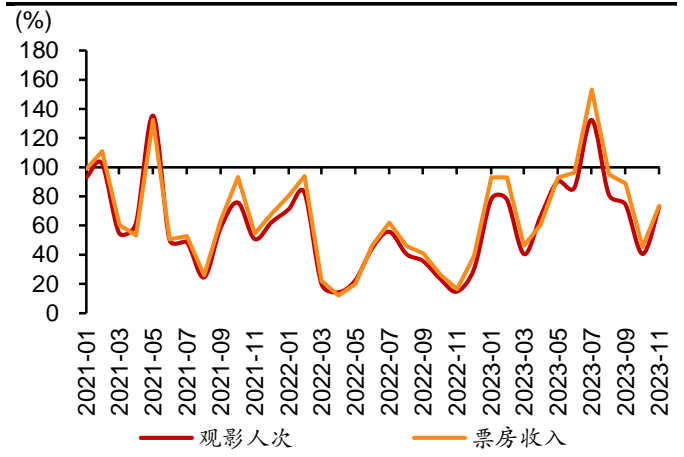
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 27: 12 大城市地铁日均客流



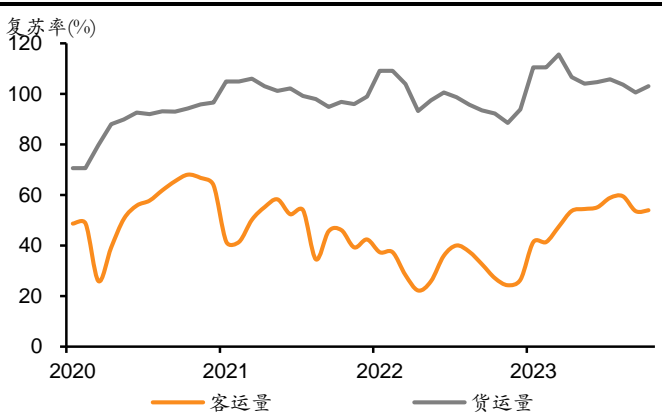
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 28: 日均观影人次与票房收入相比 2019 年同期复苏率



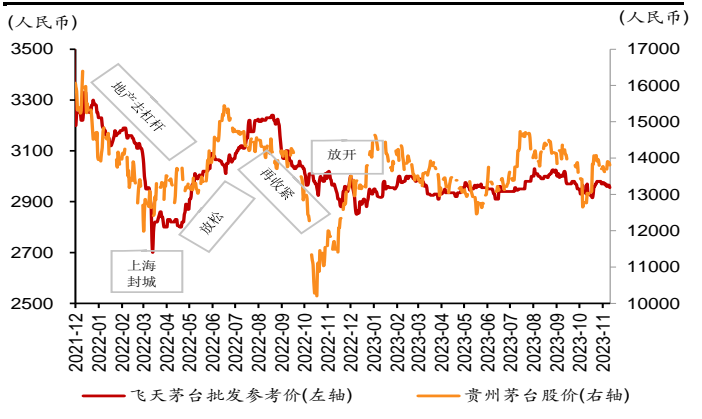
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 29: 客运量与货运量相比 2018-2019 年同期复苏率



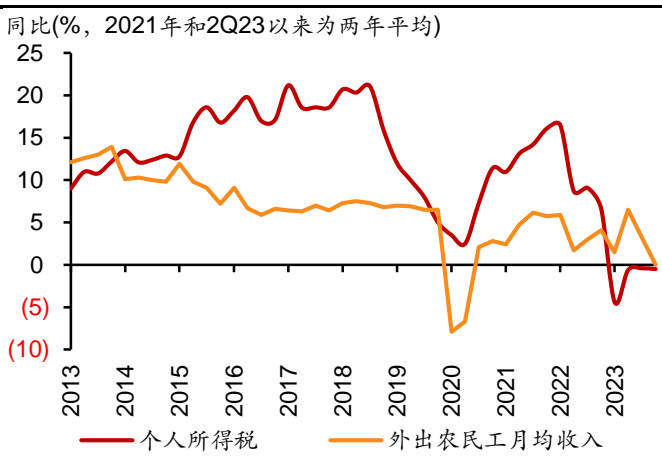
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 30: 飞天茅台批发参考价与贵州茅台股价



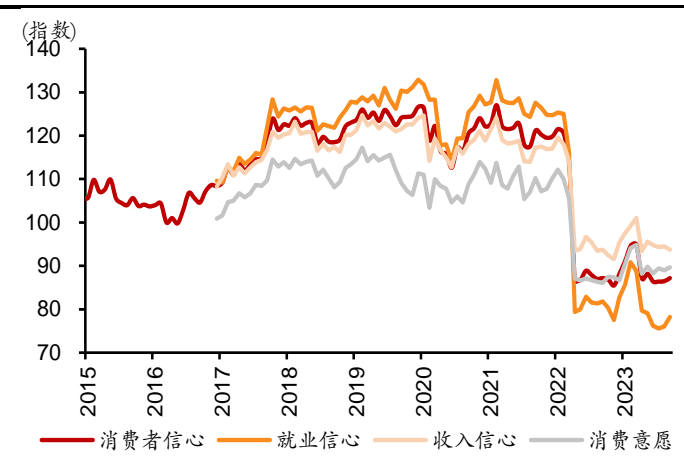
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 31: 个人所得税与农民工月均收入增速



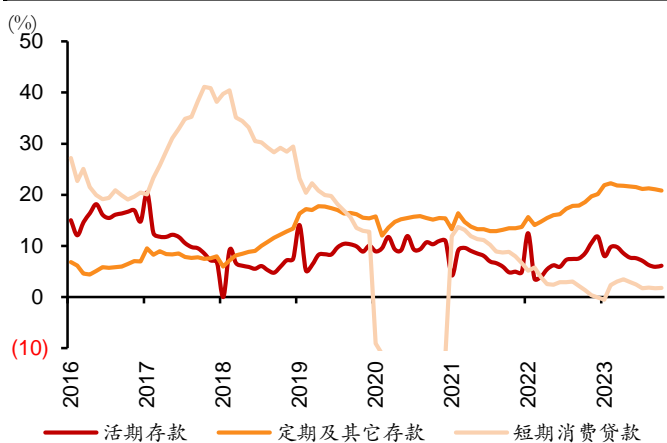
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 32: 消费者信心与消费意愿



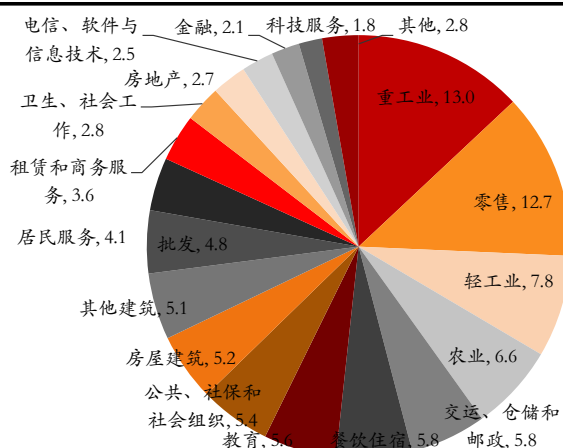
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 33: 家庭存款与短期消费贷款增速



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 34: 2020 年人口普查就业行业分布(%)



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

房地产收缩趋缓

2023年房地产延续大幅收缩但降幅收窄，新开工降幅超过销售，二手房市场好于新房市场，现房销售好于期房，一线和强二线城市好于三四线城市。房地产销售面积连续两年下跌，2022年和2023年前10个月分别下降24.3%和7.8%。由于销售预期不佳、现金流紧张和保交楼强监管，房企购置土地和新开工意愿大幅下滑，房屋新开工面积和100城市成交土地规划建筑面积连跌三年，2021-2023年累计降幅分别达到近60%和70%，房屋新开工面积/商品房销售面积比从2014-2019年平均100.3%降至2023年前10个月的72.6%，房地产开发投资2022年和2023年前10个月分别下降10%和9.3%。政府政策以保交楼为重中之重，商品房竣工面积表现出色，前10个月同比增长19%。11个代表性城市（北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞和佛山）二手房销量2022年下降14.1%，2023年前10个月同比大增30.2%，相比2019年同期的复苏率由2022年的74.1%升至2023年前11个月的97.8%，表现好于新房市场。期房销售面积2022年和2023年前10个月分别下跌28.1%和12.7%，而现房销售面积分别增长0.8%和15.6%。

2023年房地产政策延续宽松，但尚未扭转市场下跌趋势。首先，家庭购房意愿依然低迷。因经济和就业恢复较慢，家庭对未来就业和收入预期较差，消费者就业预期指数和收入预期指数仍在低位。潜在购房人买涨不买跌，央行对储户调查显示预期未来房价下跌占比升至2013年以来最高。房企信用风险居高不下，潜在购房人担心期房烂尾风险，期房销售表现比现房和二手房销售差很多。其次，金融机构对房地产销售前景信心不足，仍担心房企信用风险，对房地产项目融资依然比较谨慎。最后，因销售和融资条件改善有限，房企现金流依然紧张，对房地产市场前景预期较差，一些财务稳健的房企也不愿逆周期扩张。

2024年房地产收缩趋缓。预计商品房销售面积、房屋新开工面积和房地产开发投资的降幅分别从7.8%、23.2%和9%收窄至2024年的5%、10%和7%。一方面，房地产政策将延续宽松，核心城市可能进一步放松或取消限购政策，进一步下调二套房按揭贷款首付比例和贷款利率，央行可能进一步下调5年期LPR并引导银行加大房地产信贷供应，政策宽松的提振效应将更加明显；另一方面，经济温和复苏将支撑家庭就业和收入预期改善，房地产供应收缩超过需求有利于稳定房价，政府强力保障保交楼有助于降低潜在购房人对期房烂尾担忧，潜在购房人的入市意愿可能改善。房企现金流和信心改善可能更加滞后，新开工降幅可能仍超过销售，加上在建项目逐渐完工，房地产开发投资降幅很难明显收窄，但城中村改造和保障房建设提速可能对冲房地产开发投资降幅约3个百分点，预计房地产开发投资降幅从2023年的9%收窄至2024年的7%。

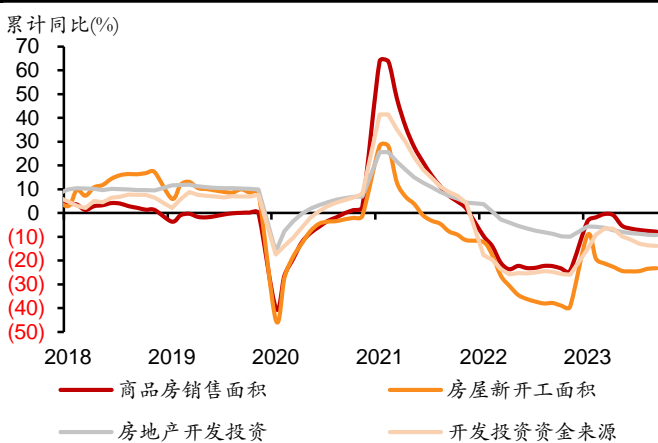
城镇住房需求的中长期趋势取决于城镇新增人口规模和人均住房面积增速决定的真实住宅需求，短期趋势则受经济环境和政策周期的影响。我们基于城镇新增人口和人均新增住房面积估计出2013年以来的真实住房需求，与商品住宅销售面积比较后发现，2017年可能是新房市场供求转折点。2017年以前，商品住宅销售面积低于真实住房需求，两者同步上升。2017年以后，城镇新增人口和真实住房需求开始下降，但受宽松政策周期和大规模棚改拆迁货币化安置刺激，商品房住宅销售面积进一步攀升，逐渐大幅超越真实住房需求。中国住房供求拐点加速来临，根据2020年人口普查数据估算城镇户均住房套数已接近1.1，除核心城市外，大部分城市户均套数已明显高于供求平衡线。前期需求透支显然可能放大2021年政策大幅收紧后的紧缩效应，加剧2022-2023年房市剧烈调整。

未来中期，住房需求仍面临进一步下行压力。首先，适龄购房人口数量明显下降。根据1983-2005年出生人口简单推算，2030年25-40岁人口相比2023年下降12%左右。其次，城镇化速度明显放缓。城镇化在过去三年大幅放缓，城镇新增人口从2019年2000万人骤降至2022年650万人，2023-2024年可能周期性恢复至850万人左右，但2025年后将逐步下行。最后，改善需求可能减速。2020年住建部统计城镇人均住房建筑面积为38.6平方米，已满足基本居住需求，我们估计人均住房建筑面积的年均增速可能从2010-2020年的2.5%降至2020-2030年的1.6%，2030年人均住房建筑面积或达到45.1平方米。

我们对城镇住房需求的中期预测如下：在基准情景下，假设城镇人口占比从2023年65.9%年均提升0.53个百分点至2030年的69.2%，那么城镇新增人口将从2024年的850万人降至2030年的500万人，住房需求面积将从2023年的10.3亿平方米年均下降6.3%至2030年的7亿平方米；在乐观情境下，如果城镇人口占比年均提升0.58个百分点至2030年的69.7%，那么城镇新增人口将从2024年的850万人降至2030年的780万人，住房需求面积将从2023年的10.3亿平方米年均下降3.7%至2030年的8.3亿平方米；在悲观情况下，如果城镇人口占比年均提升0.45个百分点至2030年的68.4%，那么城镇新增人口将从2024年的850万人大幅降至2030年的340万人，住房需求面积将从2023年的10.3亿平方米年均下降7.4%至2030年的6.3亿平方米。我们的预测没有考虑拆迁和城乡区划调整等因素，估计的绝对值可能有明显偏差，但这些因素对估计增速影响较小。随着城镇大拆大建大扩区时代结束，拆迁和城乡区划调整因素对城镇住房需求增速的影响可能明显下降。

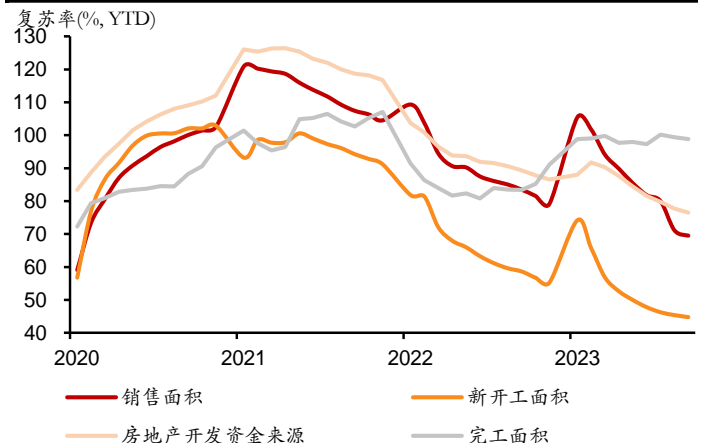
未来加快以人为本城镇化是稳定住房需求的关键。重点是修复民营企业信心和服务业活力，扩大城镇就业机会；同时加快取消户籍制度，优化公共财政投向从基础设施投资转向完善城镇保障房、医疗、教育等公共服务体系，助力更多年轻人在城镇安居乐业，加快流动人口市民化。此外，推动农村土地制度改革，鼓励农业规划化经营，促进城乡要素市场统一，加快农村农业人口向城镇转移。二手房、养老地产、住房服务等将成为房地产业新增长点，目前中国房地产业增加值在GDP中占比仍显著低于其他经济体。

图 35: 房地产销售、新开工与投资增速



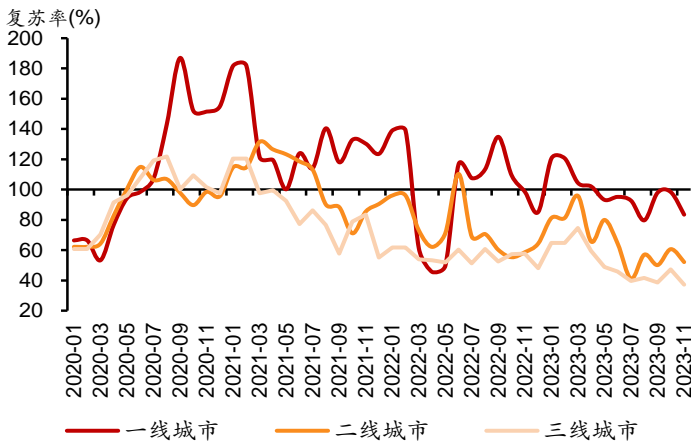
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 36: 房地产指标相比 2018-2019 年同期复苏率



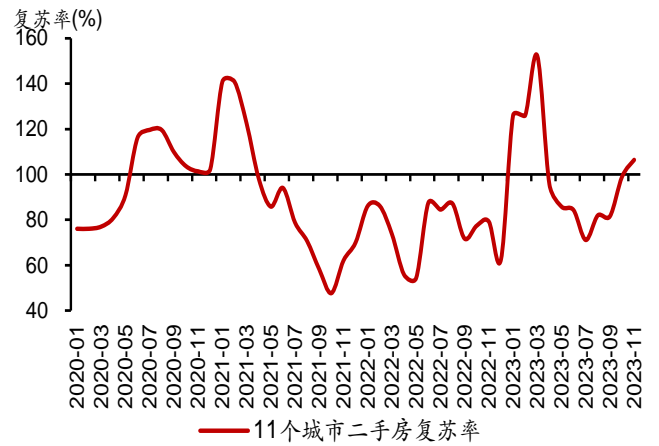
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 37: 商品房成交量相比 2019 年同期复苏率



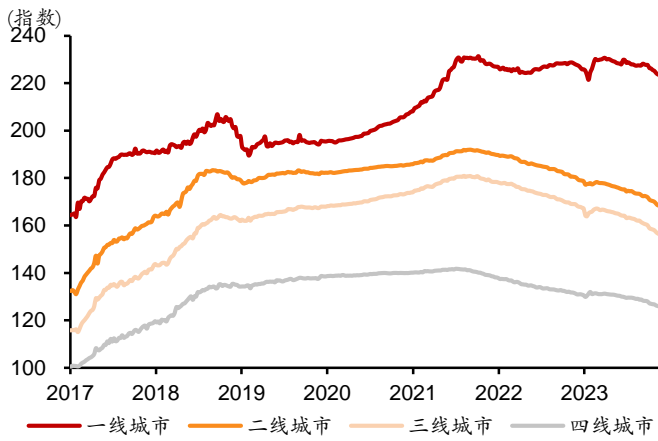
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 38: 11 城市二手房成交量相比 2019 年同期复苏率



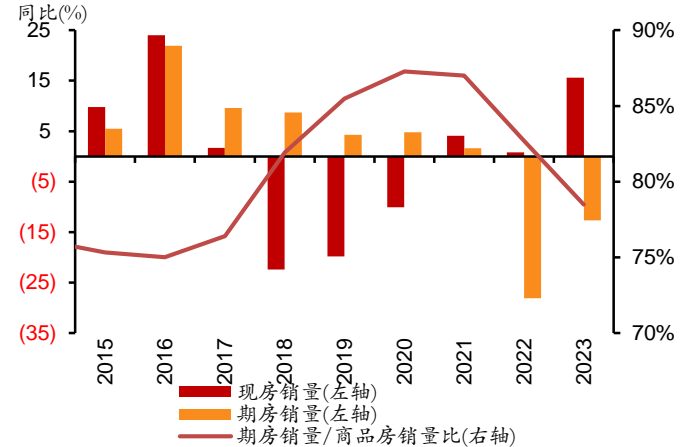
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 39: 二手房出售挂牌价指数



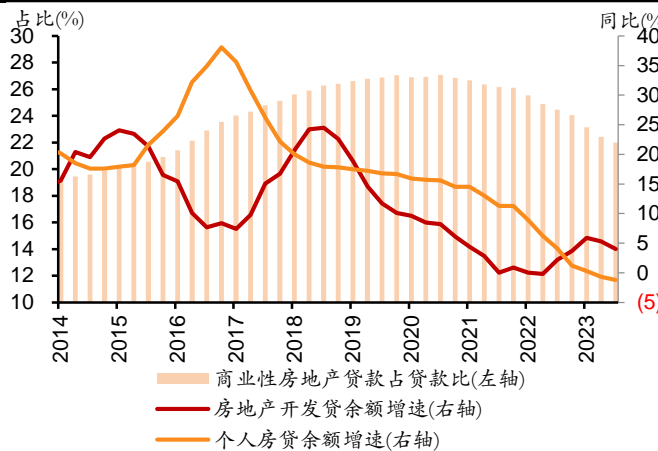
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 40: 现房与期房销量增速



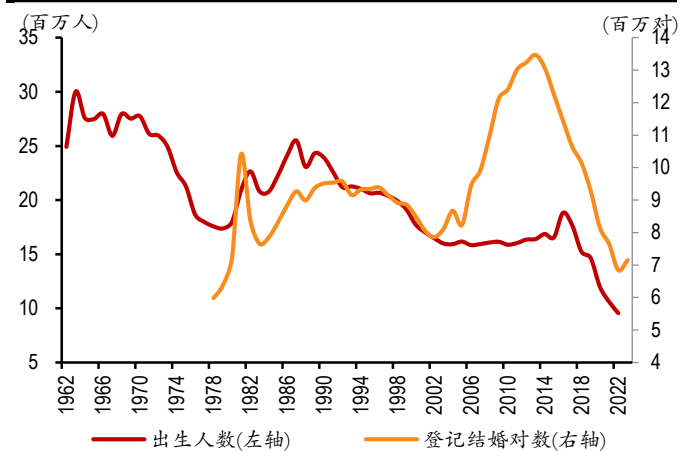
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 41: 房地产贷款占比及增速



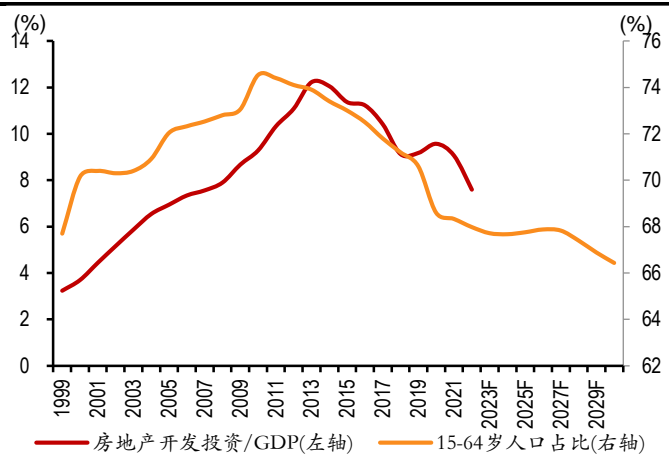
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 42: 出生人数与结婚对数



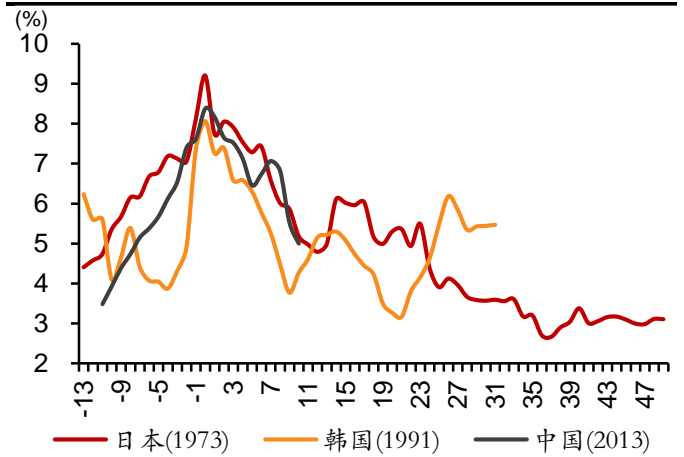
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 43: 房地产开发投资/GDP 与 15-64 岁人口占比



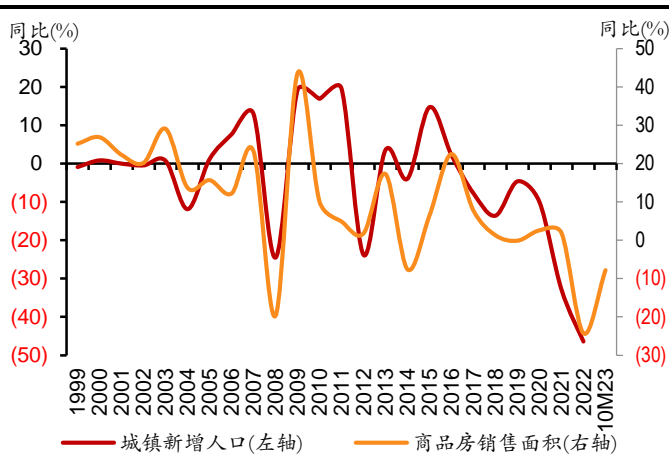
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 44: 中日韩住宅投资/GDP 比见顶前后对比



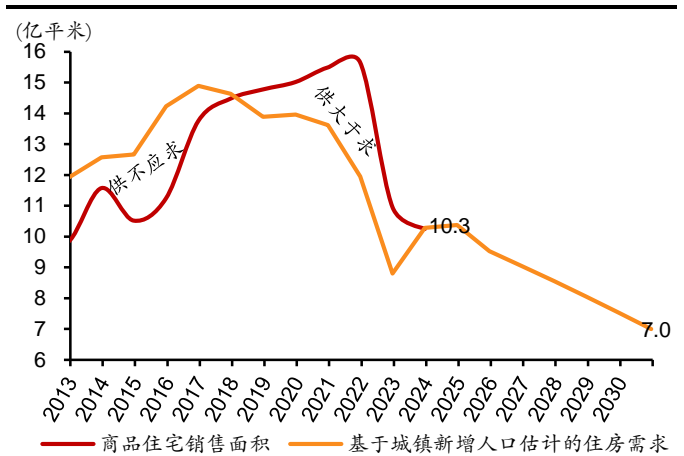
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 45: 城镇新增人口与商品房销售面积增速



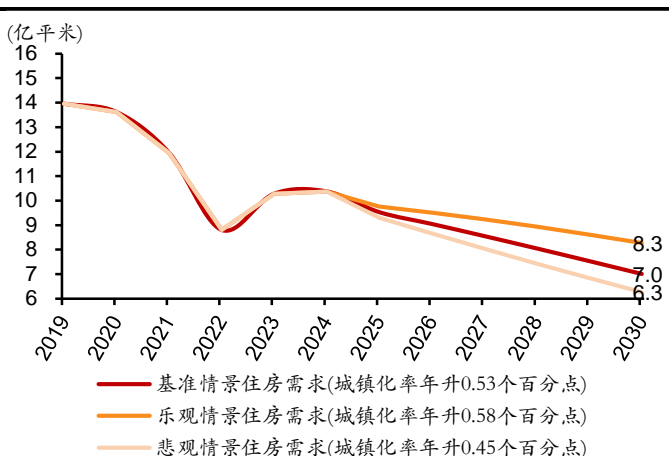
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 46: 住宅销售面积与基于城镇新增人口估计住房需求



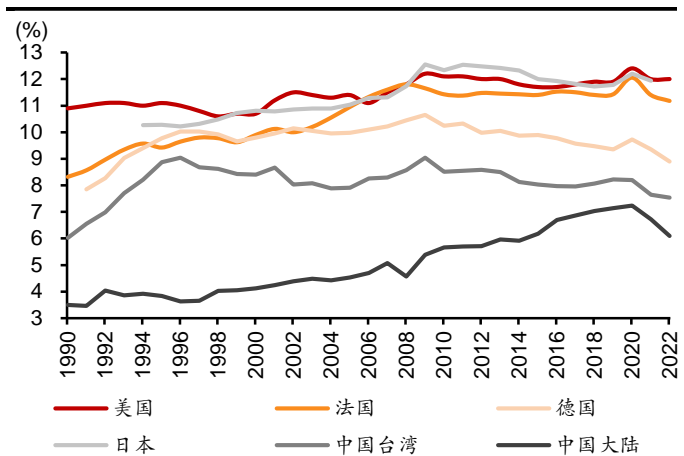
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 47: 中国住房需求预测



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 48: 各经济体房地产增加值占 GDP 比



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

投资增速回升

2023年投资增速大幅放缓，房地产投资持续收缩，基础设施和制造业投资增速显著回落。固定资产投资增速从2022年5.1%降至2023年前10个月2.9%，其中基础设施和制造业投资增速分别从2022年11.5%和9.1%降至2023年前10个月8.3%和6.2%。二季度以来，投资月均同比增速降至2.5%以下，房地产开发投资降幅扩大，地方城投或国企主导的投资大幅下滑，道路运输业、水利、环保和公共设施管理业、教育以及卫生和社会工作投资的同比增速分别从1Q的8.5%、7.8%、6.2%和18.5%骤降至前10个月的0%、-0.8%、1.6%和-1.3%；但央企主导的基础设施投资保持快速增长，电力、热力生产供应业和铁路运输业投资前10个月同比增长29.4%和24.8%，超过一季度26%和17.6%的增速。

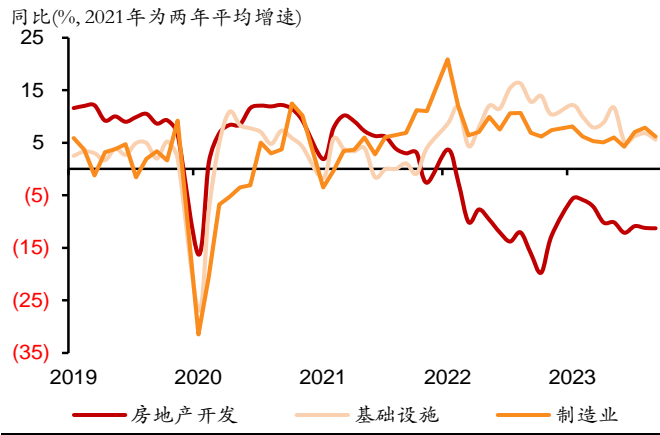
地方基础设施投资下滑由于土地财政和隐性债务融资大幅萎缩。2023年地方政府土地收入估计约为5.2万亿人民币，比2021年的8.7万亿下降40%。地方融资平台高度依赖土地收入，土地收入暴跌和地方财政恶化引发政府隐性债务风险，城投债净融资额从2021年1.9万亿人民币降至2022年0.9万亿和2023年前11个月0.7万亿，其中12个高风险省市（天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏）城投债净融资额在2022年和2023年连续为负。中央政府为化解地方政府隐性债务风险，允许高风险省市率先发行特殊再融资债券置换隐性债务，但严控这些省市新上项目和新增隐性债务。天津和广西的基础设施投资增速分别从2022年前三季度的10.1%和16.7%骤降至2023年前三季度的-12.6%和-8.7%。12个省市基础设施投资占全国比例接近四分之一，每下降10%将拖累全国基础设施投资增速接近2.5个百分点。

制造业投资放缓由于基数效应和产能过剩。2022年制造业投资大增9.1%受三大因素支撑：全球供应链因疫情和俄乌战争持续紧张，令中国出口和制造业受益，刺激中国制造业产能扩张，服装、皮毛羽绒制品、化学制品、金属制品、通用设备和仪器仪表2022年投资增速高达25.3%、24.1%、18.8%、11.8%、14.8%和37.8%；新能源汽车、光伏风电等新产业大爆发，上下游投资高歌猛进，汽车、电气机械及器材和有色金属业2022年投资分别增长12.6%、42.6%和15.7%；国内宅经济爆发，农副食品加工、食品饮料等相关行业投资增速超过10%。2023年前10个月制造业投资增速放缓至6.2%，2022年投资高增长的行业均迎来投资增速大幅放缓，服装、皮毛羽绒制品、文体娱乐用品等轻工业投资出现负增长，金属制品和通用设备业投资增速降至3.2%和5.2%，但新能源产业链投资保持强势支撑电气机械及器材业投资增长36.6%，汽车、仪器仪表和化学制品增速仍达到18.7%、24.2%和13.4%。2023年制造业面临需求下滑、去库存和价格战压力。前10个月PPI大幅下跌，营收接近零增长，营业利润同比下降超7%。

2024年投资增速将有所回升。预计固定资产投资增速可能从2023年2.8%升至2024年4.2%。房地产市场收缩趋缓，城中村改造和保障房建设提速对冲房地产开发投资降幅约3个百分点，预计房地产开发投资降幅从2023年的9%收窄至2024年的7%。消费延续温和复苏，出口显著回暖，通缩逐步缓解，制造企业营收和利润增速逐渐回升，新技术产业化、产业转型和自主替代投资加快，预计制造业投资增速从2023年的6.2%升至2024年的6.5%。广义赤字率显著上升，地方政府现金流改善，但新增隐性债务依然严格受限，基础设施投资将保持较快增长，增速或从2023年的8.2%小幅放缓至2024年的7.8%，其中央

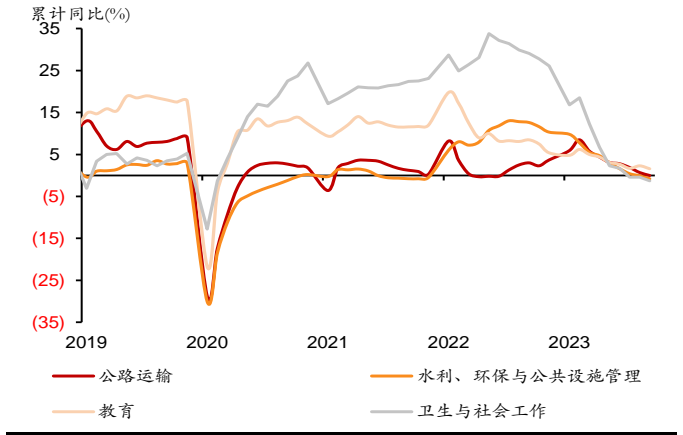
企主导的基础设施投资保持快速增长，但因高基数可能有所放缓，地方国企主导的基础设施和公共服务投资可能小幅回升。

图 49: 房地产、基建和制造业投资增速



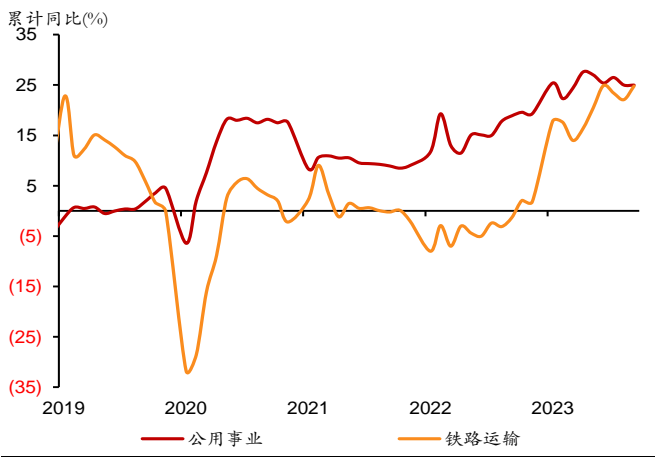
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 50: 地方国企主导的基础设施投资增速



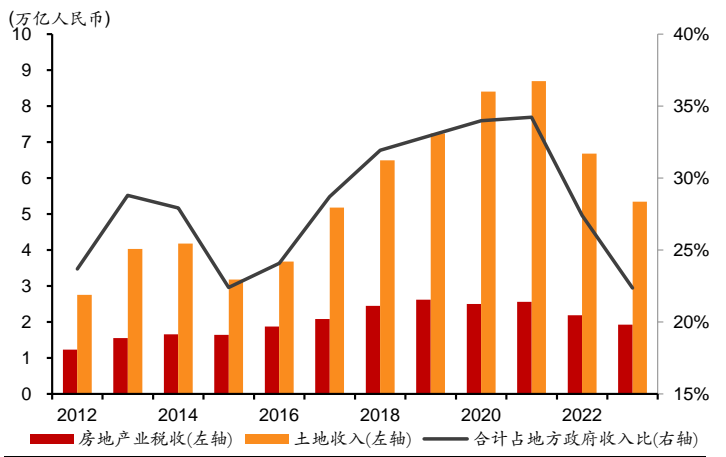
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 51: 央企主导的基础设施投资增速



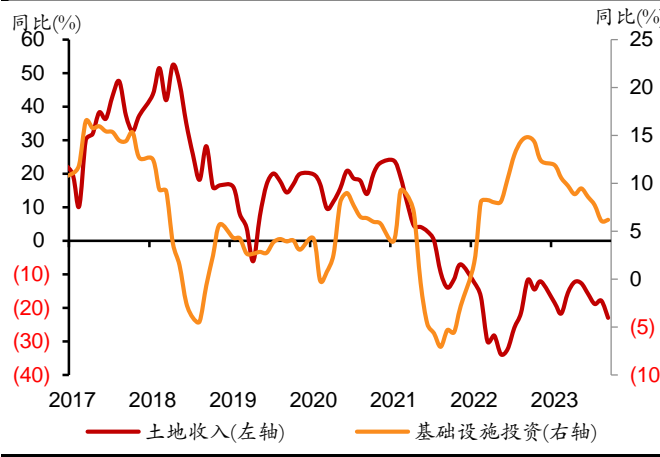
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 52: 地方政府房地产相关收入



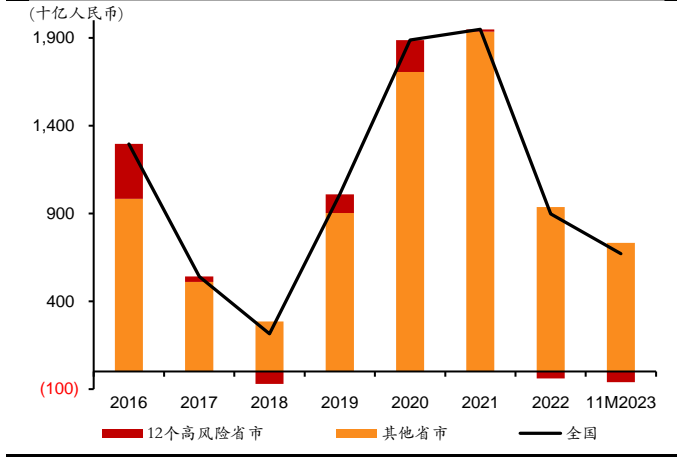
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 53: 土地收入与基础设施投资增速



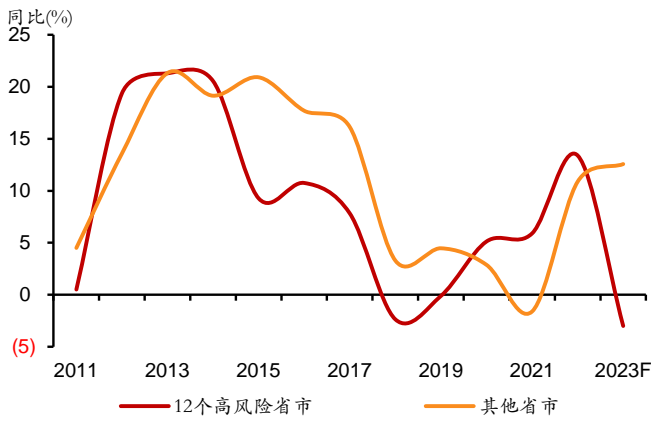
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 54: 城投债券净融资额



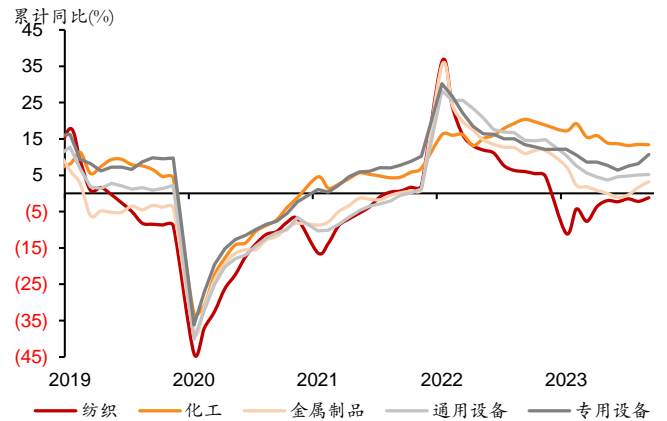
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 55: 两类省市基础建设投资增速比较



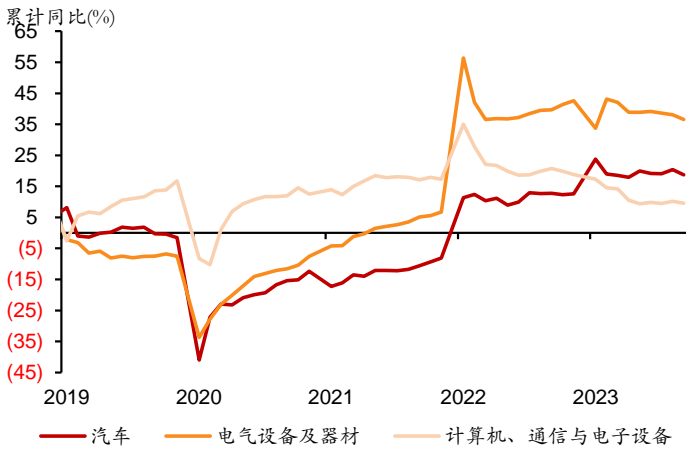
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 56: 纺织、化工和机械设备投资增速



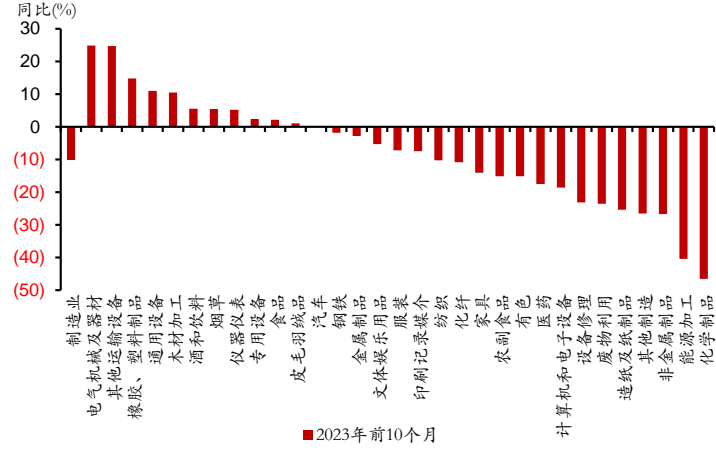
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 57: 汽车、电气设备与消费电子设备投资增速



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 58: 主要制造业利润增速



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

进出口贸易回暖

2023年中国货物贸易大幅下滑。前10个月货物出口额和进口额同比分别下降5.6%和6.5%。从出口目的地看，对北美和欧洲货物出口跌幅较大，对亚洲贸易伙伴降幅其次，对新兴市场出口表现相对较好。从进口来源地看，从美国、日本、韩国和东盟进口跌幅扩大，从欧盟进口降幅缩小，从澳大利亚进口由跌转升。从出口商品看，随着海外商品需求和价格放缓及房地产销售大幅萎缩，服装、箱包、玩具、家具、灯具、装潢材料、钢材等出口大幅下滑，但家电出口反弹尤其对新兴市场出口强劲；全球消费电子和半导体需求延续疲弱，计算机、手机和集成电路出口额降幅进一步扩大；汽车、新能源设备与组件延续爆发式增长。从进口看，大宗商品进口量强劲，但进口价大跌，大豆、铜矿、原油和天然气进口量均明显增长好于2022年表现，但进口均价有不同幅度下跌，煤炭进口量则出现暴涨；经济重启后交通运输和医疗需求快速恢复，飞机和医药进口额大幅，汽车进口额增速也显著回升；但由于地产开发投资收缩、地方基础设施投资放缓和企业资本支出疲弱，钢材、铜材、机床等资本品进口额大幅下跌。

2023年中国货物贸易大幅下滑主要由于全球消费者由商品消费回归服务消费、商品去库存和价格通缩。海外经济2021年重启以后，宅经济退潮，消费者需求回归服务消费，同时供应链逐步改善，商品行业因前期大量囤货而进入去库存阶段，商品价格大幅下跌。2022年和2023年前三季度，美国不变价商品消费增速分别降至0.3%和1.6%，但服务消费增速达到3.7%和2.4%，库存投资持续走弱，货物进口价格从2022年上涨8.6%转为2023年前10个月下跌3.3%。中国制造业因内需疲弱和产能过剩，出海竞争更加激烈，货物出口价格5月同比转跌，6-9月月均同比下降7.2%。

2023年中国服务贸易表现分化。前10个月，服务出口额同比下降15.2%，但服务进口额同比增长15.3%。从服务出口看，因全球贸易收缩，加工和运输服务出口额大幅下跌；可能由于境外投资者减少中国市场投资，中国金融服务出口同比下降；美欧对华科技贸易壁垒增加，知识产权使用费出口多年来首次萎缩；随着国内封关结束，旅行服务和保险及养老金服务出口由跌转升。从服务进口看，加工服务、保险及养老金服务、知识产权使用费等服务出口显著下跌，但随着出境游恢复，旅行、个人文化娱乐等服务进口暴增。

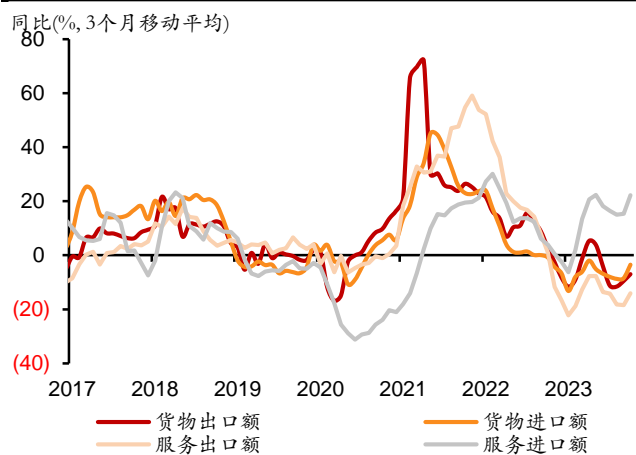
2024年中国进出口贸易将显著回暖。预计货物出口额和进口额增速分别从2023年的-4.3%和-4.9%回升至2024年的3.6%和3.3%，服务出口额和进口额增速分别从2023年的-12%和15.5%升至2024年的15%和20%。全球贸易活动将在低基数上有所回升，IMF预测全球货物贸易数量和价格增速分别从2023年的-0.3%和-2.5%升至2024年的3.2%和1.5%，WTO预测全球货物贸易数量增速将从2023年的0.8%升至2024年的3.3%。中国经济温和改善，国内消费进一步复苏，投资增速明显回升，通缩逐步缓解，货物进口增速将在低基数上展开反弹。中国跨境人员往来将进一步恢复，中美关系阶段性改善，有助于推动服务贸易增速持续回升。

近年来中美关系紧张和美国供应链“友岸化”、“近岸化”对区域供应链格局和中国货物贸易结构产生了重要影响。从美国货物进口来源地结构看，2018年以来中国大陆的份额累计下降7.9个百分点，东盟、墨西哥、中国台湾、加拿大、印度和韩国的份额则累计分别上升3、2.1、1、0.9、0.7和0.7个百分点。从中国出口目的地结构看，2018年以来美国、中国

香港和日本在中国内地货物出口中占比累计分别下降 4.1、4.5 和 1.4 个百分点，东盟、拉美、俄罗斯、非洲、墨西哥和印度的占比累计分别上升 3、1.6、1.3、0.9、0.8 和 0.5 个百分点，欧盟的占比则相对稳定。从欧盟货物进口来源地结构看，2018-2020 年中国大陆占比累计上升 2.7 个百分点，欧洲非欧盟成员占比累计下降 3.2%，东盟占比小幅下降 0.5%，疫情和俄乌战争发生后欧盟对中国供应链依赖度上升。总体来看，中美经贸冲突降低了双边直接贸易增速，但提升了两大经济体与东盟、墨西哥、印度的贸易活动。在中美经贸冲突下，东盟和墨西哥承接了中国一些产业转移和投资，全球供应链的调整部分对冲了中美经贸冲突对全球贸易的负面影响。

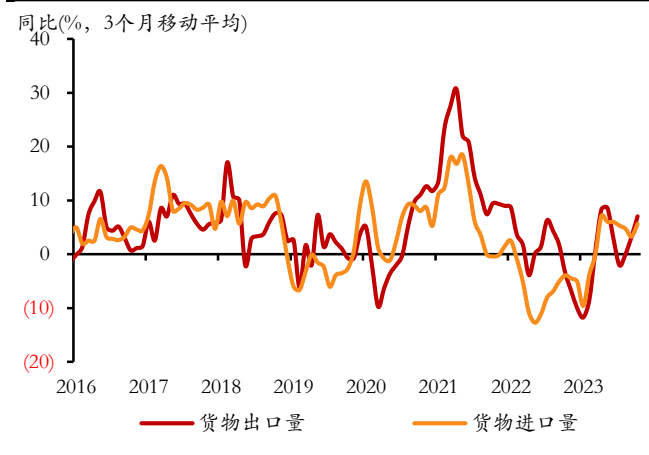
中国 FDI 在 2018-2022 年表现平稳，但 2023 年大幅下滑。2018-2022 年，中国内地 FDI 流量年均增长 17.8%，高于印度增速 11.2%和拉美地区增速 15.6%，略低于东南亚增速 18.9%，大幅低于日本增速 86.4%。从份额变化来看，欧盟在全球 FDI 中占比从 2018 年的 22.5%降至 2022 年的-9.7%，中国和美国的占比则分别从 10.1%和 14.8%升至 14.6%和 22%，东南亚、拉美、南亚和日本的占比则分别从 10.8%、11.2%、3.8%和 0.72%升至 17.2%、16.1%、4.4%和 2.51%。2023 年前 10 个月，中国实际利用 FDI 同比下降 14.5%。

图 59: 货物与服务进出口额增速



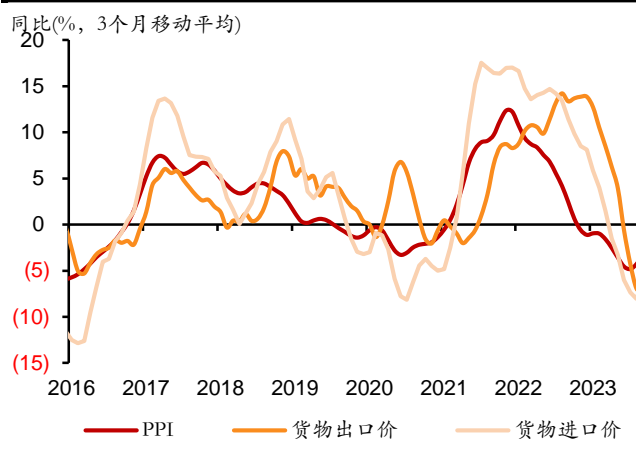
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 60: 货物进出口量



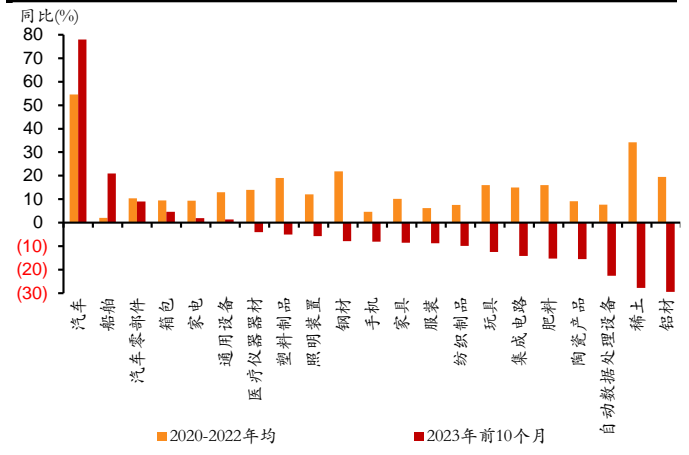
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 61: PPI 与货物进出口价格



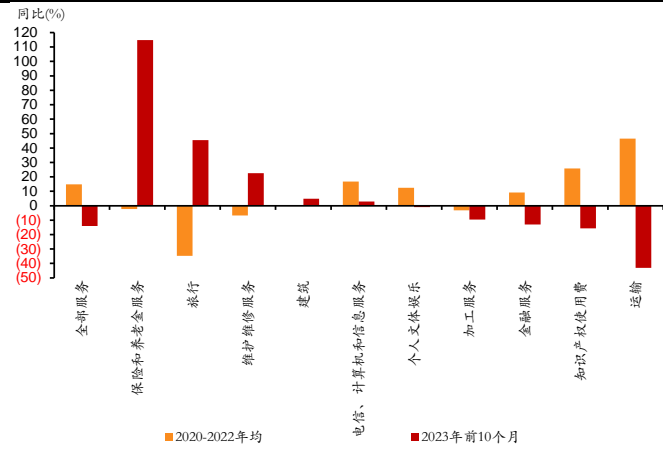
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 62: 主要商品出口额增速



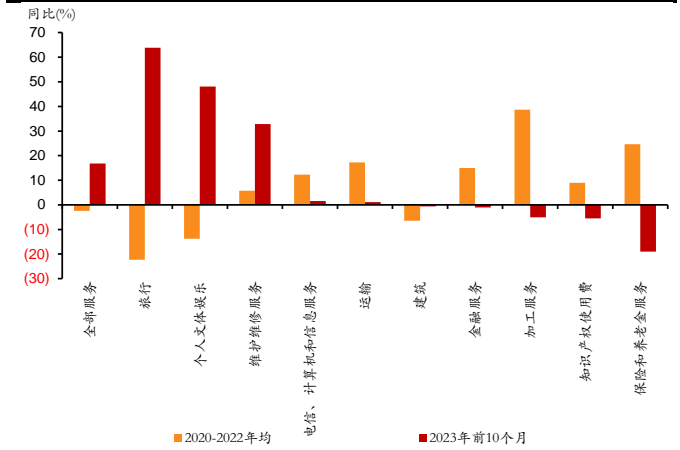
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 63: 服务贸易出口额增速



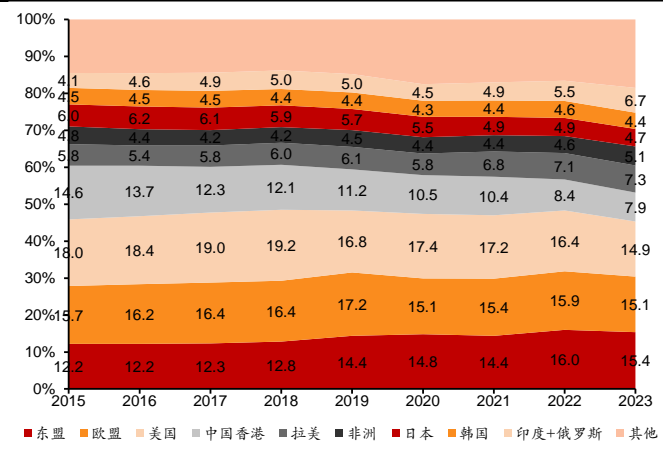
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 64: 服务贸易进口额增速



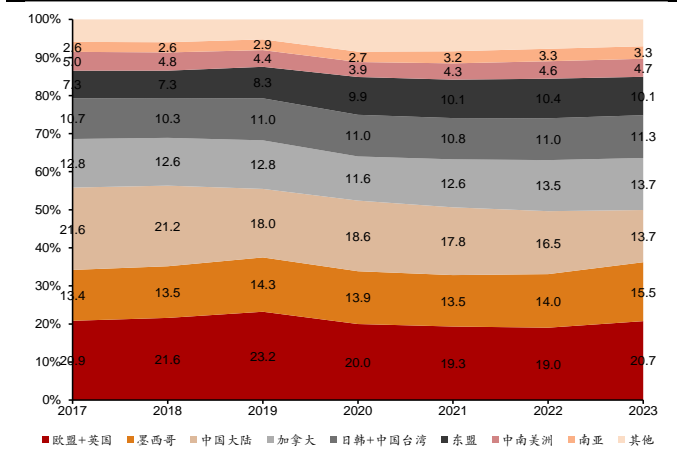
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 65: 中国商品出口目的地结构变化



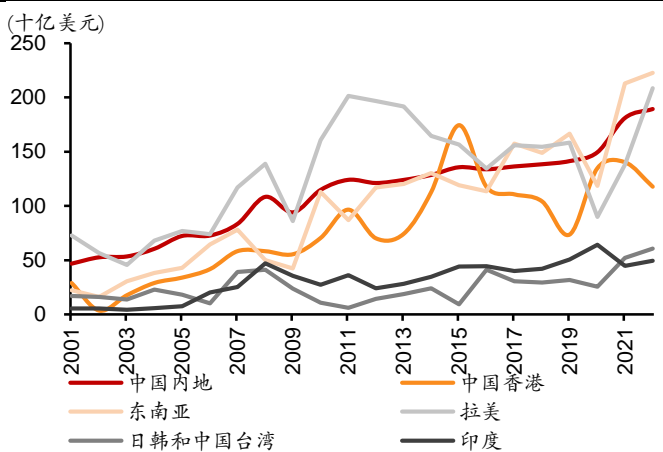
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 66: 美国商品进口来源地结构变化



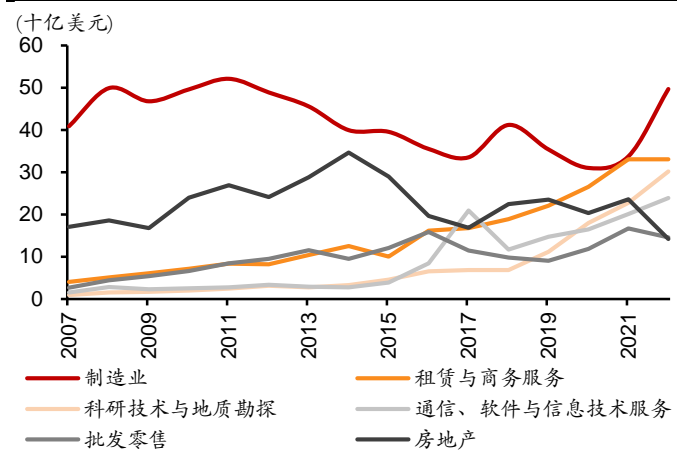
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 67: 主要经济体 FDI 流量规模



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 68: 中国主要行业吸引 FDI 流量规模



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

财政政策更具扩张性

2023年中国积极财政政策先弱后强。前7个月扩张力度大幅低于预期，7月政治局会议后公共财政扩张力度大幅提升，但土地财政仍受房地产延续下滑影响。前7个月，公共财政收入同比增长11.5%远超全年预算增速6.7%，但公共财政支出同比增速仅为3.3%，显著低于全年预算增速5.6%，公共财政赤字完成率为31.7%，政府债券净融资额同比下降25%；8月以后，公共财政扩张力度显著提升，前10个月公共财政支出增速升至4.6%，公共财政赤字完成率升至72.8%，政府债券净融资额转为增长21.5%。但土地财政延续大幅萎缩，政府性基金收入同比降幅从前7个月的14.3%扩大至前10个月的16%，地方政府专项债发行和相关支出加快，政府性基金支出同比降幅由前7个月的23.3%收窄至前10个月的15.1%，但仍大幅低于全年预算增速6.7%。

地方财政困难和隐性债务风险拖累2023年财政政策效果。2021年地方政府来自房地产业税收和土地收入合计10万亿人民币（假设房地产业税收50%归地方政府），占地方政府收入（包括公共财政收入、政府性基金收入和国有资本预算收入）35%。2022-2023年，地方政府房地产相关收入累计下降35%。地方政府隐性债务风险上升，城投债净融资从2021年的1.9万亿人民币降至2022年的0.9万亿和2023年前11个月的不到0.7万亿，非标净融资从2022年的-2900亿扩大至2023年前11个月的-6000亿。地方政府收入萎缩和隐性债务风险上升抑制其财政支出，地方公共财政支出增速从2022年6.4%降至2023年前7个月2.9%，地方政府性基金支出2022年和2023年前10个月分别下降4.7%和15.1%。

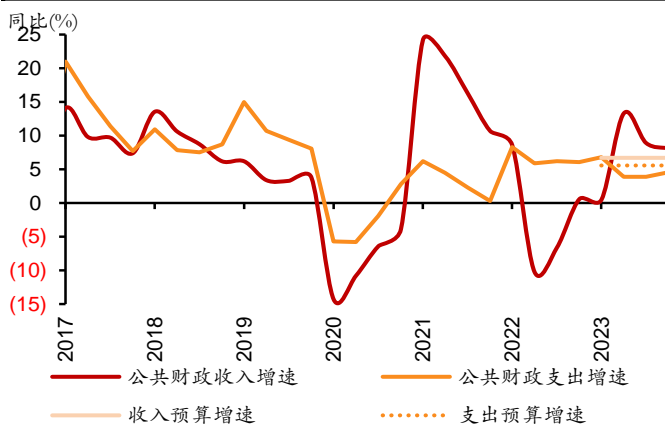
7月政治局会议推动财政政策扩张力度明显上升。第一，要求地方政府9月底前完成全年专项债额度内发行，并加快财政资金拨付。第二，积极化解地方政府隐性债务风险，要求国有银行加快对地方政府隐性债务重组（展期或借新还旧并降低再融资利率），允许地方政府发行特殊再融资债券置换难以市场化重组的隐性债务，28省市已披露合计金额超过1.36万亿人民币。第三，中央财政临时追加1万亿赤字，全部转移支付给地方，缓解地方财政压力。第四，近期财政部可能提前下达2024年部分新增地方政府债务额度超过2.5万亿人民币。在系列举措支撑下，8-10月财政政策力度持续提升，公共财政支出同比增速已从前7个月的3.3%跳升至10月的11.9%，预计11月至2024年上半年将延续强劲增长。

2024年积极财政政策将更具扩张性。12月召开的中央经济工作会议可能维持2024年5%的GDP增速目标，因低基数效应减退和私人信心恢复较慢，实现同样目标的难度上升，财政政策需要发挥更大作用。预计2024年公共财政赤字可能为4.88万亿人民币（约占2024年GDP的3.6%），与2023年临时追加1万亿人民币后赤字持平，2023年临时追加额度一半将用于2024年（约占2024年GDP的0.4%）；地方政府新增专项债额度可能从2023年3.8万亿人民币（约占2023年GDP的3%）增加至2024年4.4万亿人民币（约占2024年GDP的3.3%）。2024年在评估地方政府特殊再融资债券置换隐性债务和国有银行重组隐性债务的效果之后，可能有新的置换额度。预计2024年广义财政赤字率（政府债券净融资额/GDP比）可能超过8%，公共财政支出增速从2023年5.6%升至2024年6.4%，公共财政收入增速从2023年6.7%降至2024年4.8%。决策者将引导国有商业银行和政策性银行持续加大准政策性贷款供应，进一步发挥准财政工具作用。

2024年财政支出重点是保障居民就业、基本民生、市场主体、粮食能源安全、产业链供应链稳定和基层运转。根据2022年公共财政支出细项估算，涉及社会民生的教育、社保和就业、医疗卫生、农林水事物以及城乡社区事物合计在公共财政支出中占比近45%，行政和事业机构运行及公共安全等公共部门支出占比近三分之一，科技、节能环保、能源资源和产业发展等方向支出占比近10%。2022-2023年地方财政困难显著影响到社会民生、公共部门运转和产业政策，预计2024年地方政府现金流将有所改善，基本民生支出增速将有回升，公共部门就业和支出将会改善，对私人部门减税和产业政策力度可能加大。

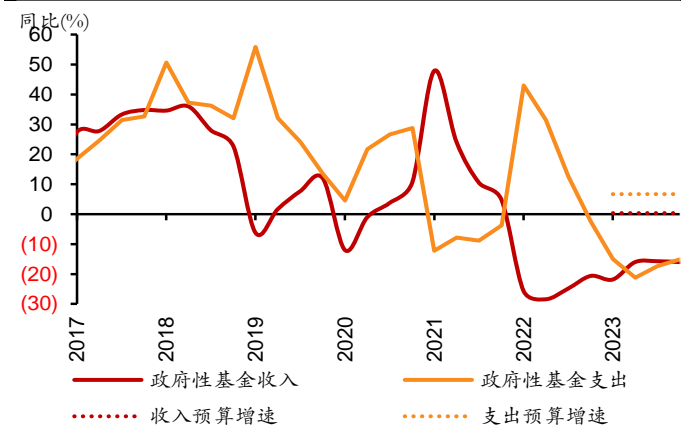
中长期内，人口老龄化加速和城镇化减速将对财政支出结构产生深远影响。新房市场仍将下行，给财政收入带来压力。社保赤字不断扩大，医疗卫生支出需求快速增长，财政相关支出占比或持续上升。以人口老龄化先行者东北三省为例，2022年城镇基本养老保险缴费职工/退休职工比已降至1.3-1.4倍，城镇基本养老保险赤字超过1700亿人民币，相当于三省财政收入的3.7倍，三省公共财政支出中社保和就业支出占比超过25%，远高于全国14%的水平，三省财政和社保体系高度依赖中央政府和广东等社保盈余省份的转移支付。我们建议中国财政体系降低对基础设施投入，增加私人部门减税并壮大私营经济，加大对城镇保障房、人力资本、医疗卫生等公共服务投入，助力更多年轻人在城镇安居乐业，投资于年轻人就是投资于中国的未来。

图 69: 公共财政收入与支出增速



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 70: 政府性基金收入与支出增速



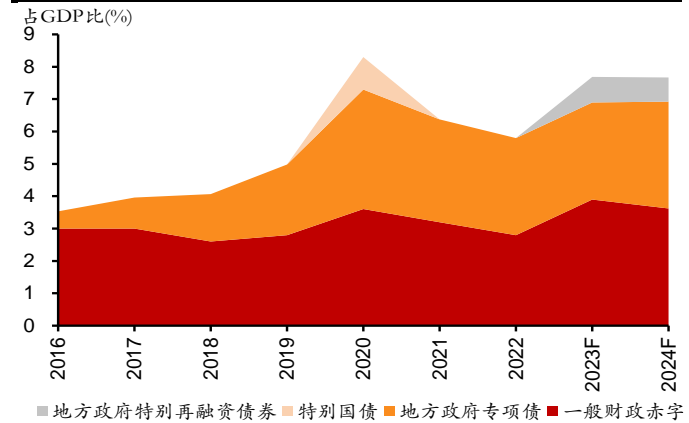
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 71: 政府与城投债收益率



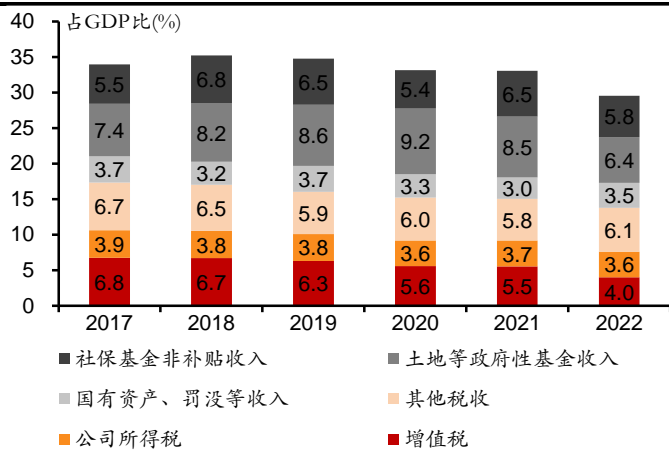
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 72: 财政赤字率



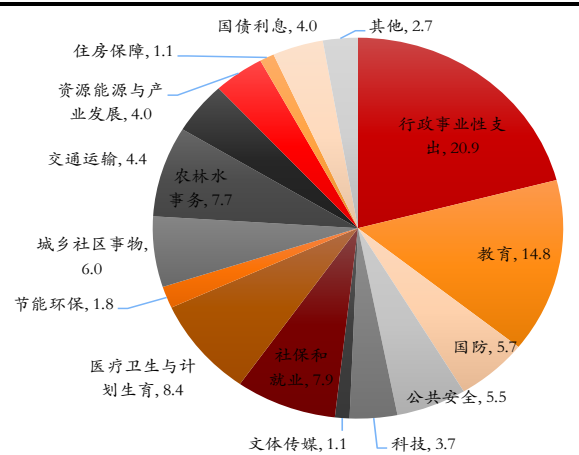
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 73: 广义政府收入占 GDP 比



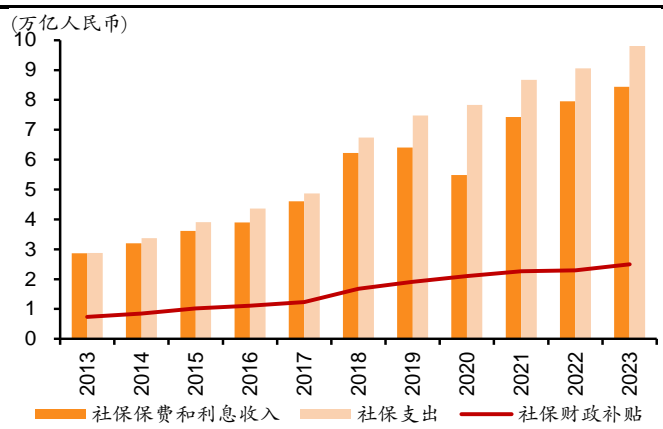
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 74: 公共财政支出结构(%)



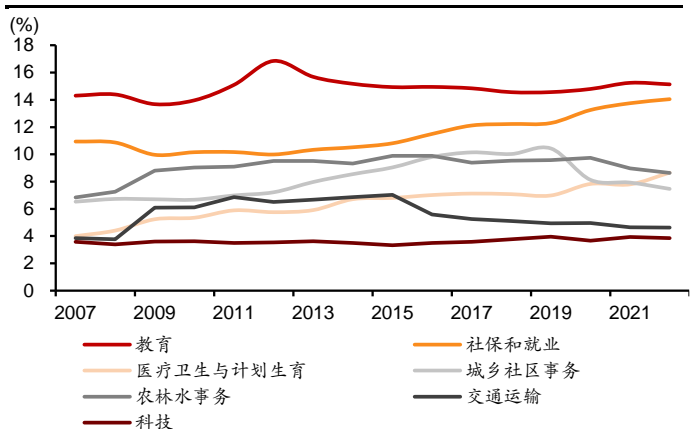
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 75: 社保体系收支与财政补贴



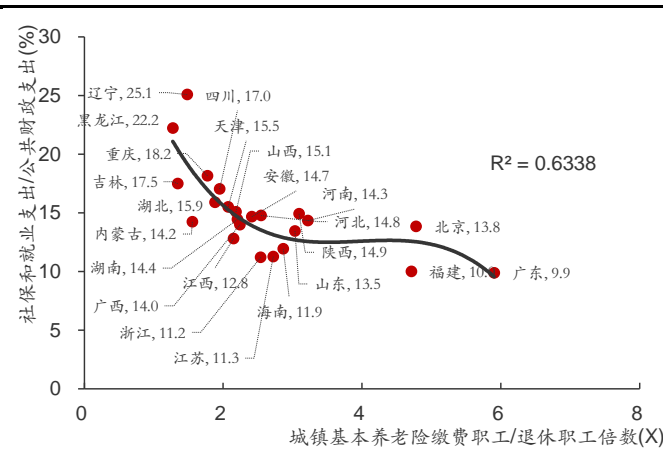
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 76: 公共财政支出占 GDP 比



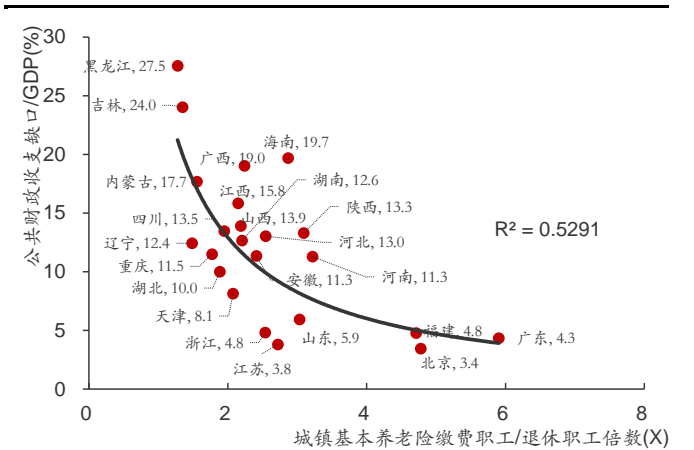
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 77: 社保缴费职工/退休职工比与财政社保支出占比



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 78: 社保缴费职工/退休职工比与财政收支缺口



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

货币政策延续宽松

2023年中国央行保持稳健货币政策，适度放松信贷政策，实际力度低于预期。前10个月，法定准备金率两次下调累计0.5个百分点共释放流动性约1万亿人民币，公开市场逆回购和MLF利率两次下调累计0.2和0.25个百分点，1年期LPR下调两次累计0.2个百分点，5年期LPR下调一次0.1个百分点，存款利率下调约0.1个百分点；房地产信贷政策进一步放松，下调首付比例和房贷利率下限，降低首套房认定标准，引导银行适度调低存量房贷利率，鼓励加大对房企融资支持。从实际效果看，前9个月大银行从央行新增借款0.65万亿同比增长182%，但中小银行新增借款0.68万亿同比下降348%；存款类机构7天质押回购年均利率从2022年的1.76%升至2023年前11个月的1.95%，3个月Shibor和6个月股份行同业存单年均收益率分别从2022年的2.08%和2.15%升至2023年前11个月的2.29%和2.38%；7年国债和AA企业债年均利率分别从2022年的2.76%和4.25%降至2023年前11个月的2.72%和4.08%，金融机构企业贷款和个人住房贷款加权平均利率分别从4Q22的3.97%和4.26%降至2Q23的3.95%和4.11%；前10个月社会融资规模和实体经济部门新增人民币贷款同比分别增长8.6%和9.1%，社会融资存量和人民币贷款余额同比增速分别从2022年末的9.6%和11.1%降至2023年10月末的9.3%和10.9%，其中房地产开发贷款余额增速从2022年末的3.7%微幅升至2023年9月末的4%，但个人购房贷款余额增速从1.2%降至-1.2%。

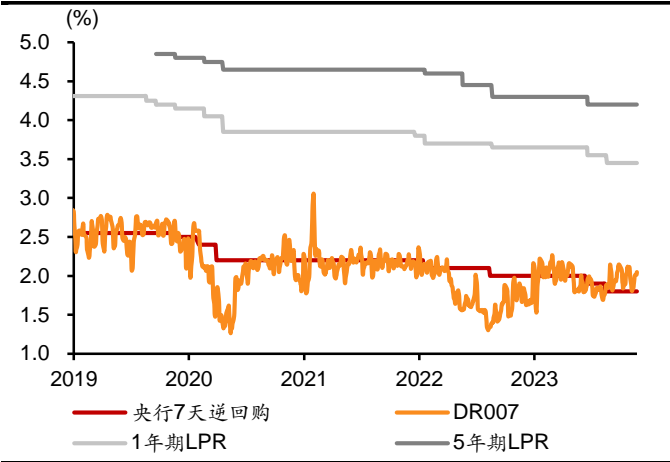
四大因素制约2023年货币政策宽松空间和实际效果。第一，美联储剧烈加息大幅推升美元利率，加上俄乌战争等地缘因素，美元大幅走强，人民币显著承压。浮动汇率和资本外流恐惧症限制国内利率政策“以我为主”的实际空间。第二，信贷需求疲弱、存款竞争激烈和资产质量恶化令国内银行体系承压，政策部门可能担心大幅降息影响银行息差和金融稳定。商业银行净息差从4Q22的1.91%降至3Q23的1.73%，已低于市场利率定价自律机制评分警戒线1.8%；上市国有大型银行PB倍数从2022年末0.43倍小幅升至2023年三季度末的0.46倍，上市股份制银行和城商行的PB倍数则分别从0.49倍和0.58倍降至0.45倍和0.5倍。第三，房地产市场延续剧烈调整，私人部门信心低迷，严重抑制信贷需求，货币政策宽松尚未推动信贷增速显著回升。第四，国内物价通缩抵消名义利率下降效果，扣减GDP平减指数增速后的10年国债和金融机构贷款的实际利率分别从3Q22的0.92%和2.54%持续升至2Q23的3.66%和5.15%。

2024年货币政策将延续宽松，加强与财政政策和产业政策配合，大力支持财政扩张和准政策性信贷业务，信贷增速可能温和回升。预计央行可能两次下调法定存款准备金率共0.5个百分点，一次下调政策利率，两次下调存款利率，1年和5年LPR分别下调0.1和0.2个百分点，存款利率下调约0.2个百分点以保护银行息差，社会融资存量和人民币贷款余额增速可能从2023年末的9.5%和10.8%升至2024年末的10%和11.3%。

2024年四大制约因素将有所改善，提升货币政策宽松空间和实际效果。第一，人民币汇率因素对国内货币政策的制约明显减弱。预计美元/人民币汇率可能从2023年末的7.1降至2024年末的6.95左右。2024年美国经济和通胀下行，美联储可能降息1.5个百分点左右，美元指数可能转弱；俄乌战争可能缓和，提振欧元而降低美元指数；中国经济温和改善，名义GDP增速重新超过美国，美国和中国利差可能有所收窄。第二，人民币存款利率可能与贷款利率同步下调，以对冲降息对银行净息差的影响。第三，财政政策更具扩张性，政

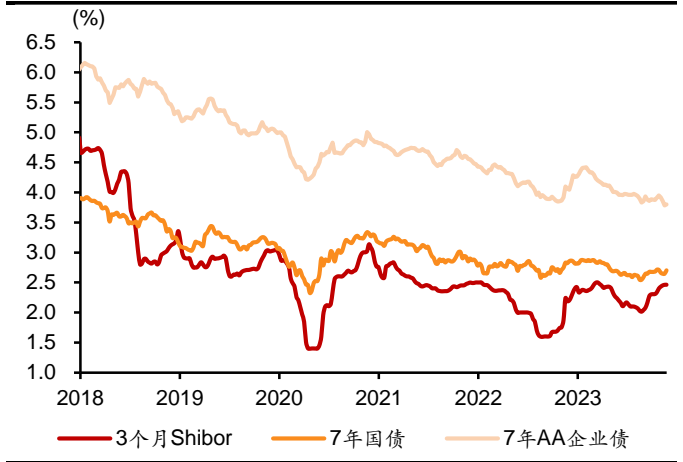
府支出增速回升，私人部门信心缓慢改善，信贷需求或温和回升。第四，国内通缩将逐步缓解，GDP平减指数增速由负转正，预计降低实际利率水平超过1.5个百分点。

图 79: 央行政策利率



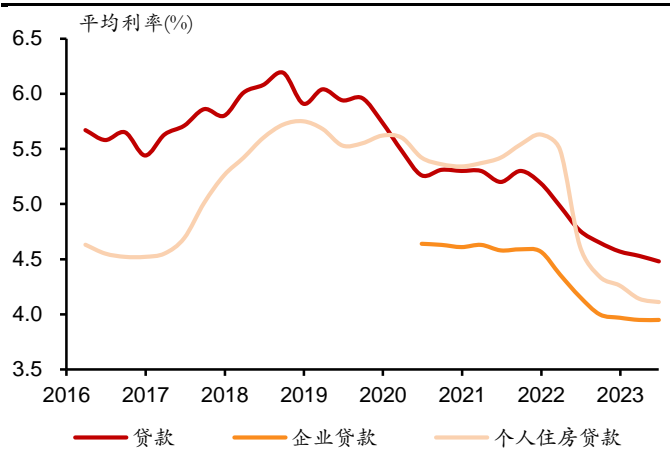
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 80: 货币市场与债券市场利率



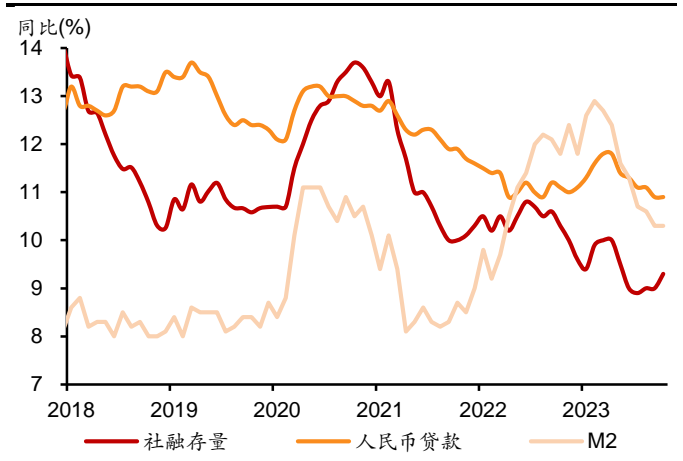
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 81: 银行贷款加权平均利率



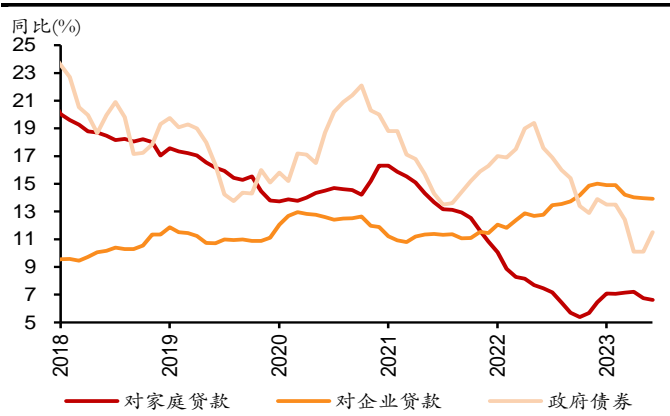
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 82: 社融存量与货币信贷增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 83: 对实体部门信贷增速



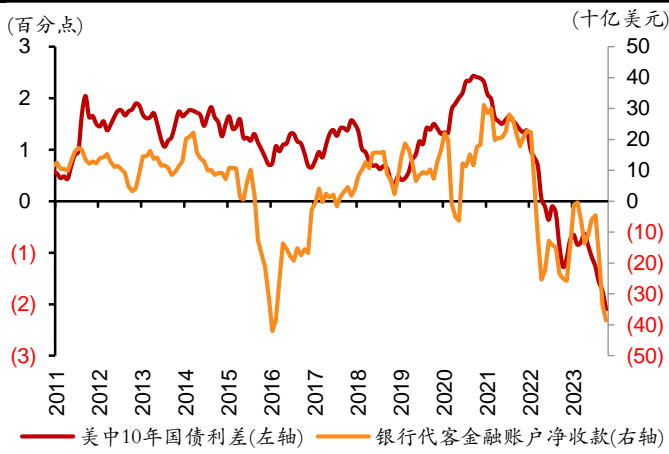
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 84: 美元/人民币汇率与利差



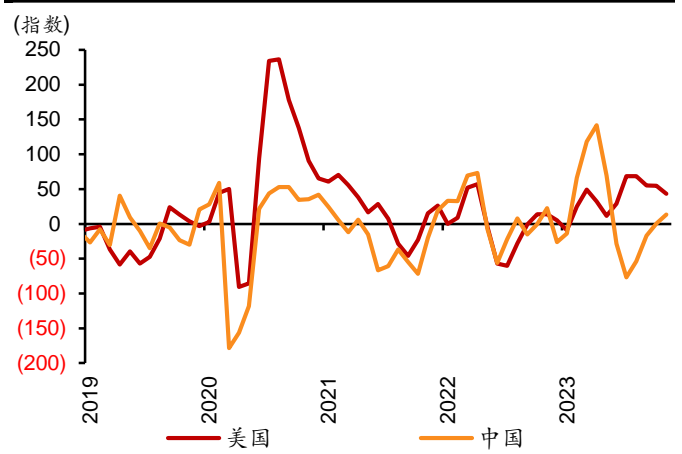
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 85: 中美利差与中国金融账户资本流动



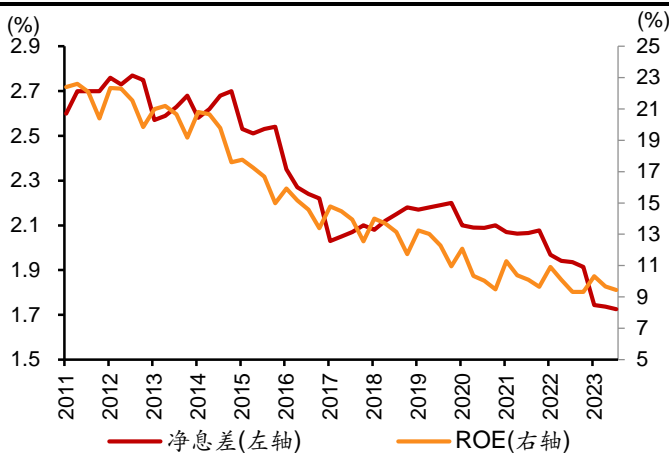
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 86: 中美经济意外指数



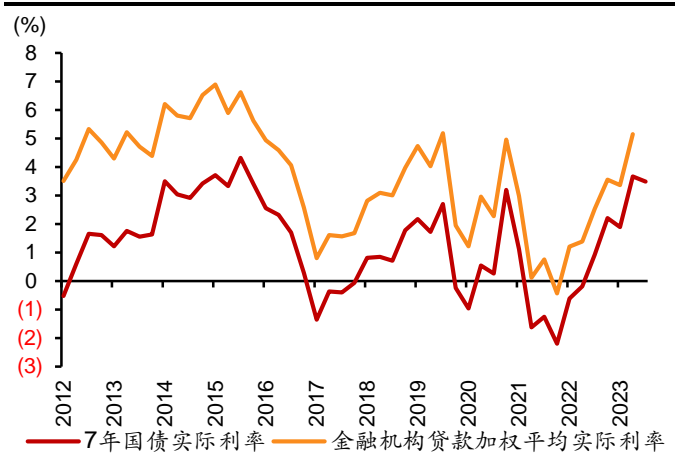
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 87: 中国银行体系净息差和 ROE



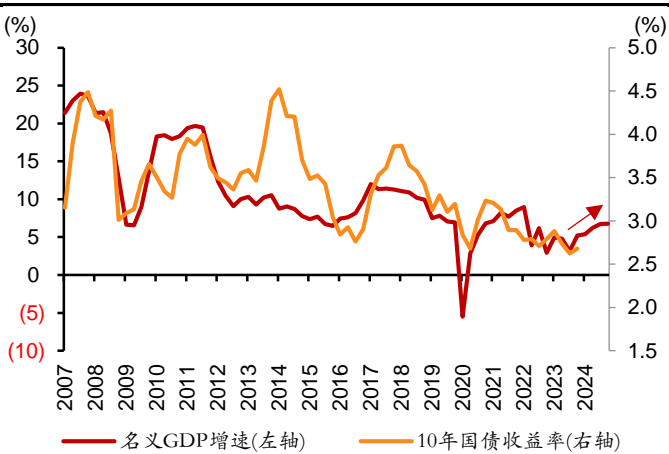
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 88: 扣减 GDP 平减指数增速后的实际利率水平



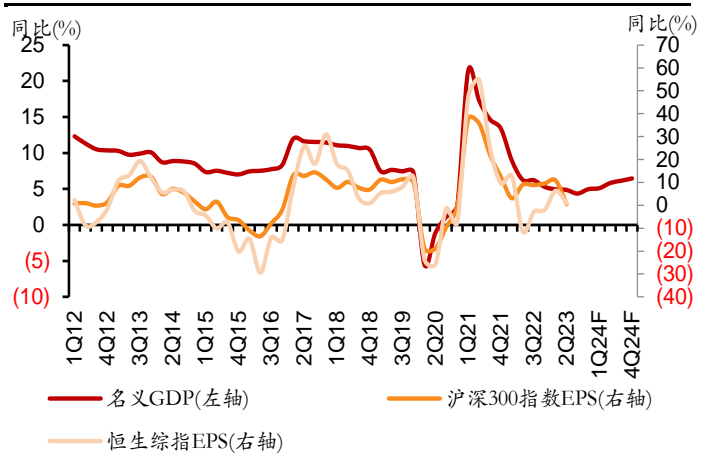
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 89: 中国名义 GDP 增速与 10 年国债收益率



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 90: 中国名义 GDP 与股市 EPS 增速



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。