

宏观：行稳致远

研究员：于洁

年报摘要：

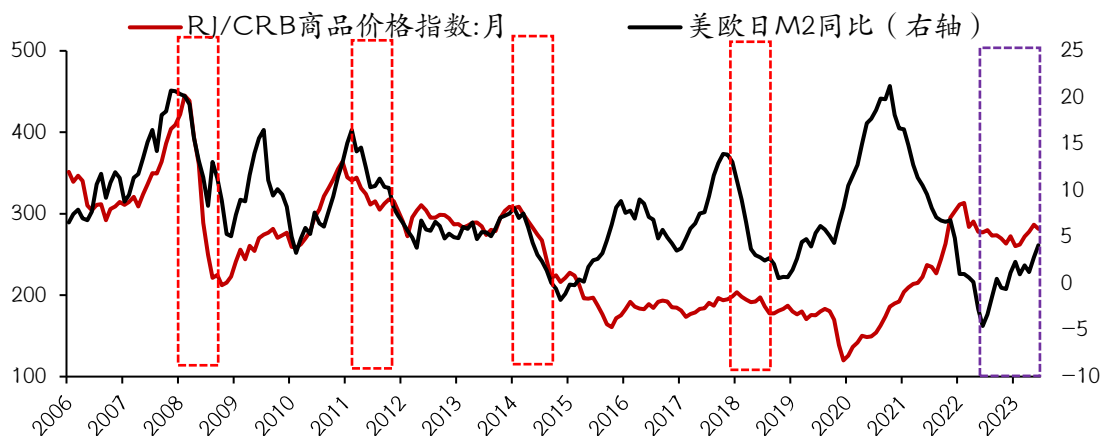
- 2024 年海外央行抗通胀初见成效，加息可能步入尾声，但美联储持续缩表、欧央行计划退出 PEPP，流动性仍难言改善。主要国际机构预测 2024 年全球经济增速大致与 2023 年持平，需求可能会保持平稳，区域上形成“欧强中稳美弱”的格局，带来的边际变化是美国占全球 GDP 的比重下滑，通常伴随着美元指数的走弱。在流动性难言改善、需求保持平稳的背景下，弱美元对大宗商品的价格形成支撑。
- 2024 年固定资产投资依旧在经济中发挥压舱石的作用。化债背景下基建总量保持韧性、实施主体和投资结构表现分化。中央为建设和支出主体，或通过特别国债支出的领域的基建建设可能会偏强，铁路建设强度可能会好于公路，水利投资可能会好于设施管理业投资。房地产“三大工程”有利于盘活利用闲置土地和房屋，对当前“稳房价、稳预期”有一定的积极作用。预估保障性住房和城中村改造合计年投资额 10000 亿元，拉动房地产投资 8% 左右，“三大工程”投资将明显对冲房地产周期带来的投资下行。制造业企业利润低迷、产能利用率低，企业扩大投资意愿不足。部分行业产能过剩，政策端可能也会降温。满足房地产企业合理融资需求，信贷资源向制造业倾斜的情况将会有所减弱，制造业投资可能会降速。

一、商品：流动性难改善、需求平稳，弱美元对价格有支撑

大宗商品价格受到多方面的影响，供需决定大宗商品价格走势，金融政策影响价格的弹性，美元作为计价货币天然和大宗商品价格负相关。

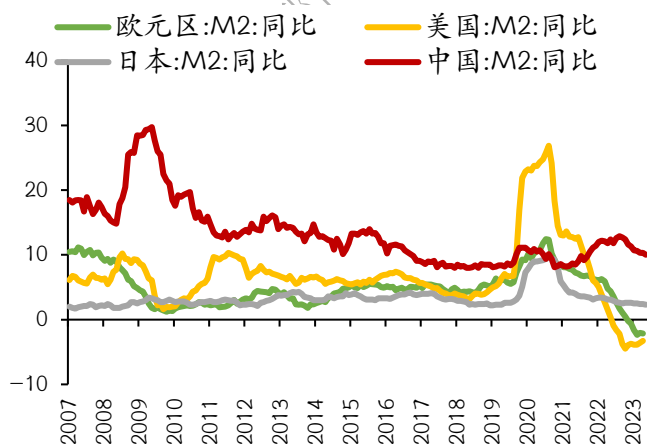
2023 年海外央行紧缩流动性来抗通胀，美欧日 M2 同比均有不同程度的下滑，2024 年流动性仍难言改善。2024 年海外央行抗通胀初见成效，加息可能步入尾声。同时美联储缩表仍在进行，当前逆回购规模仍算的上充裕，未来可能会逐步回落至合适水平，市场预计美联储缩表持续到 2025 年一季度，M2 仍将维持偏弱增长。欧洲央行计划在 2024 年底停止 PEPP 下的再投资，流动性难言改善。

图表 1：CRB 商品价格指数和美欧日 M2 合计同比增速（单位：%）



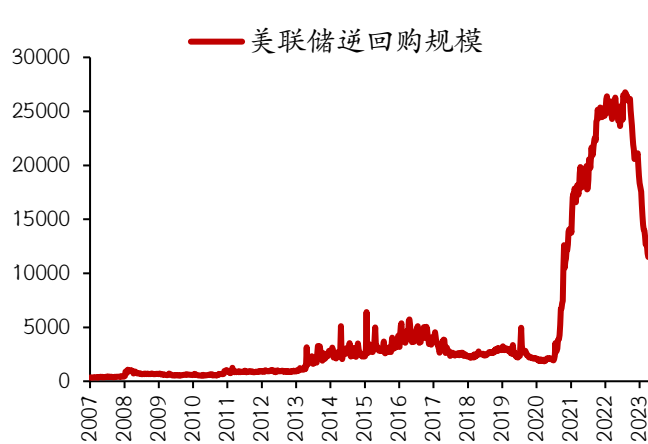
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 2：中美欧日 M2 同比（单位：点，%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 3：美联储逆回购规模（单位：亿美元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

经济增长方面，主要国际机构预测 2024 年全球经济增速大致与 2023 年持平，需求可能会保持平稳。随着超额储蓄消耗殆尽和就业市场的降温，消费的强劲难以持续，美国经济面临降速。美联储 12 月 FOMC 会议预测 2024 年 GDP 增长 1.4%，IMF 在 10 月预测美国 2024 年 GDP 增长 1.5%，相较于 2023 年 2.1% 的预测明显降低。中国经济稳重求进、高质量发展，主要国际机构对中国 2024 年经济增速的预测值在 4.2–5.0% 区间。欧元区由于德国经济回暖，机构对 2024 年 GDP 增速的预测普遍高于 2023 年，IMF 预测欧元区 2024 年 GDP 同比增长加快 0.5 个百分点至 1.2%。

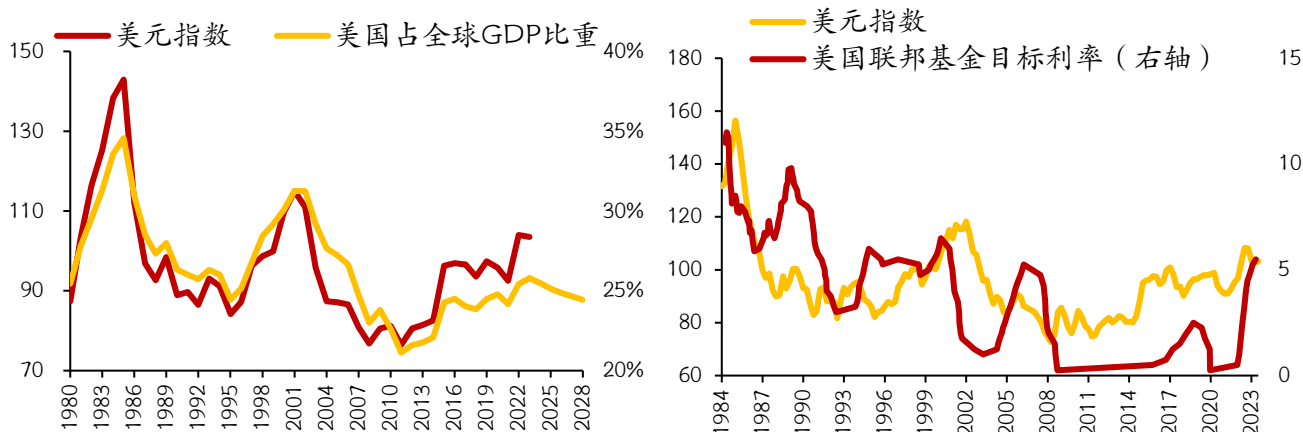
图表 4：主要经济体 GDP 预测（单位：%）

GDP 增长 (%)	2023E				2024E			
	Morgan Stanley	高盛	IMF (10 月预测)	彭博市场一致预测	Morgan Stanley	高盛	IMF (10 月预测)	彭博市场一致预测
全球	3.0	2.7	3.0	2.8	2.8	2.6	2.9	2.7
中国	5.1	5.3	5.4	5.2	4.2	4.8	4.6	4.5
美国	2.4	2.4	2.1	2.3	1.9	2.1	1.5	1.0
欧元区	0.4	0.5	0.7	0.5	0.5	0.9	1.2	0.7

资料来源：Morgan Stanley，高盛，IMF，Bloomberg，光大期货研究所

从市场预期来看，2024 年经济增长形成“欧强中稳美弱”的格局。这种格局带来的边际变化是美国占全球 GDP 的比重下滑，通常伴随着美元指数的走弱。2024 年美联储可能进入降息周期，但是美联储目标利率是影响美元指数的因素之一，从历史来看美联储目标利率和美元指数的相关性并不强，同美元指数相关性较强的是美国经济增长率相对于全球经济的强弱。

图表 5：美元指数和美国 GDP 占比（单位：点，%） 图表 6：美元指数和目标利率（单位：点，%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

资料来源：Wind，光大期货研究所

以往的强商品周期往往伴随着弱美元周期，这种负相关体现了大宗商品以美元计价的金融属性。在流动性难言改善、需求保持平稳的背景下，弱美元对大宗商品的价格形成支撑。

图表 7：CRB 商品价格指数和美元指数（单位：点）

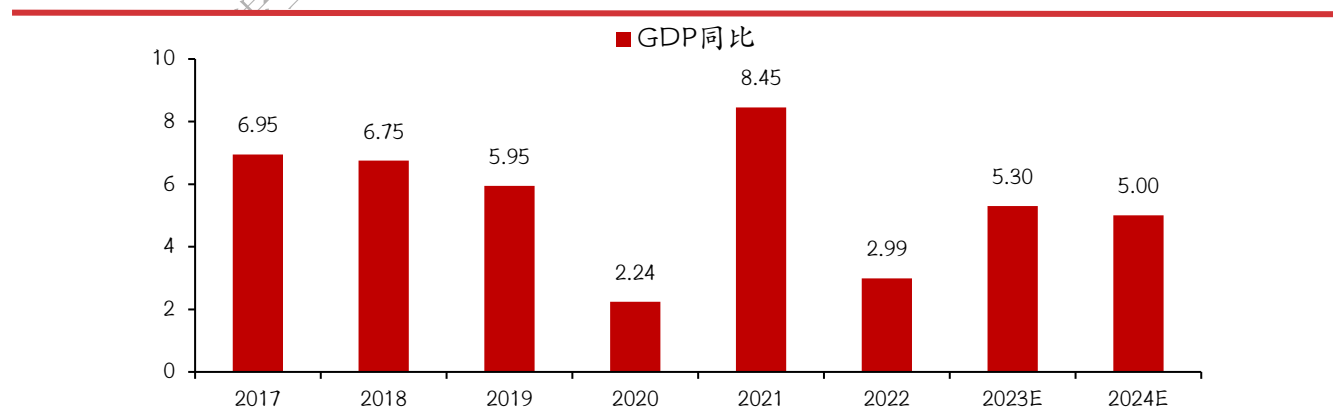


资料来源：Wind，光大期货研究所

二、中国经济：经济增速目标求稳，固定资产投资“压舱石”

中央经济工作会议总基调“稳中求进、以进促稳、先立后破”，中央财办有关负责同志详解 2023 年中央经济工作会议精神提到“稳是大局和基础，要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策。进是方向和动力，要有力进取，该立的要积极主动立起来，该破的要在立的基础上坚决破，不断积累更多积极因素，实现经济社会大局稳定。同时，调整政策和推动改革要稳扎稳打，把握好时度效，不能脱离实际、急于求成。”对于经济增速目标，整体措辞较为中性，更加强调结构性改革与高质量发展。主要国际机构对中国 2024 年经济增速的预测值在 4.2-5.0%区间，2024 年经济增速目标可能不会比 2023 年更激进。

图表 8：中国实际 GDP 同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 9：中央经济工作会议主要内容

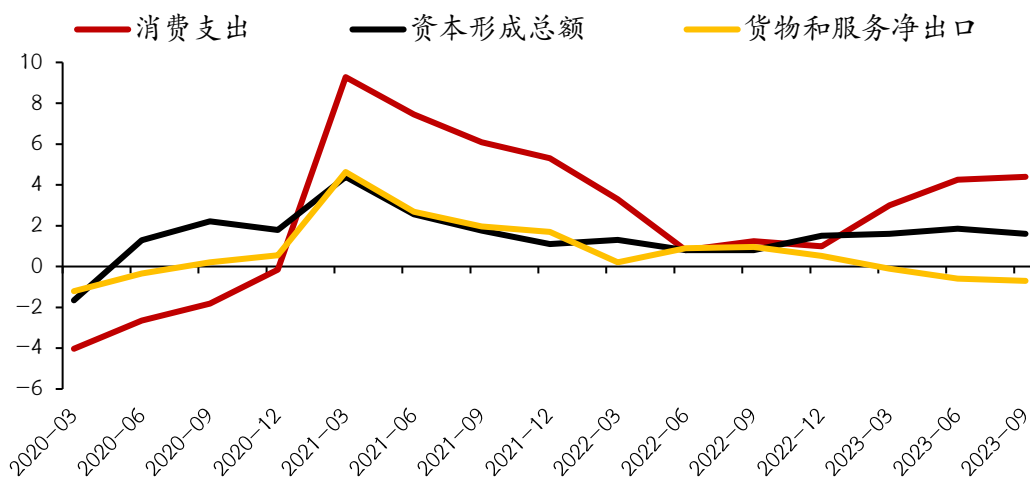
	2023 年	2022 年	2021 年
形势研判	主要是有效需求不足、 部分行业产能过剩 、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。	需求收缩、供给冲击、预期转弱 三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深。	需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。世纪疫情冲击下,百年变局加速演进,外部环境更趋复杂严峻和不确定。
整体基调	明年要坚持 稳中求进、以进促稳、先立后破 ，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。要强化宏观政策逆周期和跨周期调节， 要增强宏观政策取向一致性 。	明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。	明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任,各方面要积极推出有利于经济稳定的政策,政策发力适当靠前。
货币政策	社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配 。促进社会综合融资成本稳中有降。	保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配 。	稳健的货币政策要灵活适度,保持流动性合理充裕。
财政政策	要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。	保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。	要保证财政支出强度,加快支出进度。实施新的减税降费政策,强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度,适度超前开展基础设施投资。
房地产	积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。 加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程” 。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。	确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,加强预期引导,探索新的发展模式,坚持租购并举,加快发展长租房市场,推进保障性住房建设,支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求,因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

资料来源：新华社，光大期货研究所

从 2023 年消费、出口、投资对 GDP 的拉动来看，固定资产投资在经济中发挥压舱石的作用。2023 年固定资产投资增速降速，除去房地产投资的拖累，基建和制造业投资对固定资产投资的拉动率均要超过 2019 年水平。2024 年固定资产投资依旧在经济中发挥压舱石的作用，具体来看：

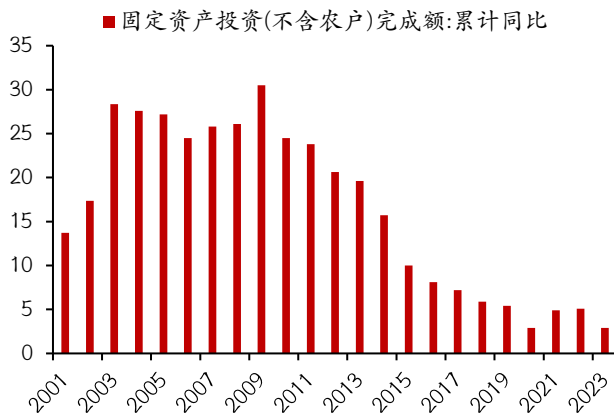
化债背景下基建总量保持韧性、实施主体和投资结构表现分化；房地产“三大工程”有利于盘活利用闲置土地和房屋，对当前“稳房价、稳预期”有一定的积极作用，“三大工程”投资将对冲周期性投资下行；制造业产能过剩、利润低迷，投资可能降速。

图表 10：对 GDP 累计同比的拉动（单位：%）



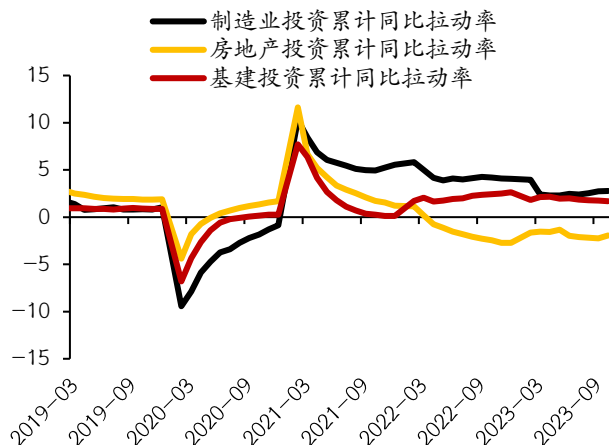
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 11：固定资产投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 12：固定资产投资分项拉动率（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

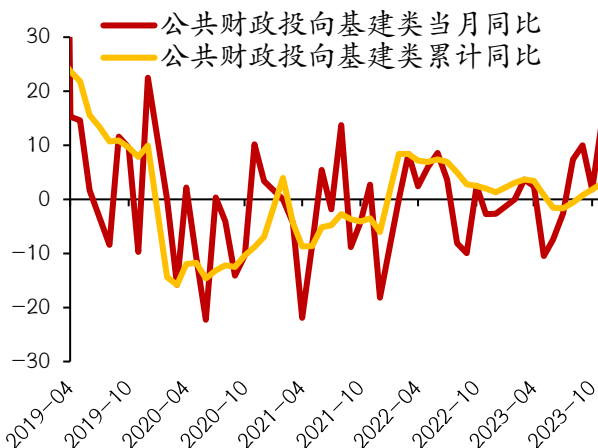
1、基建：实施主体行为分化带来投资结构分化

2023 年基建的资金来源结构上有较为明显的变化，公共财政支出积极，政府性基金支出偏弱，新增专项债发行略低于去年，纳入赤字管理的特别国债是较为重要的增量资金。

2023 年 1-11 月公共财政支出投向基建领域累计 52248 亿元，同比增长 3%，2022 年同期同比

增长 2%。国有土地使用权出让累计同比跌幅虽较去年有所收窄，但同比仍大幅减少 17.9%。

图表 13: 公共财政投向基建类同比(单位:%) 图表 14: 国有土地使用权出让金累计同比(单位:%)



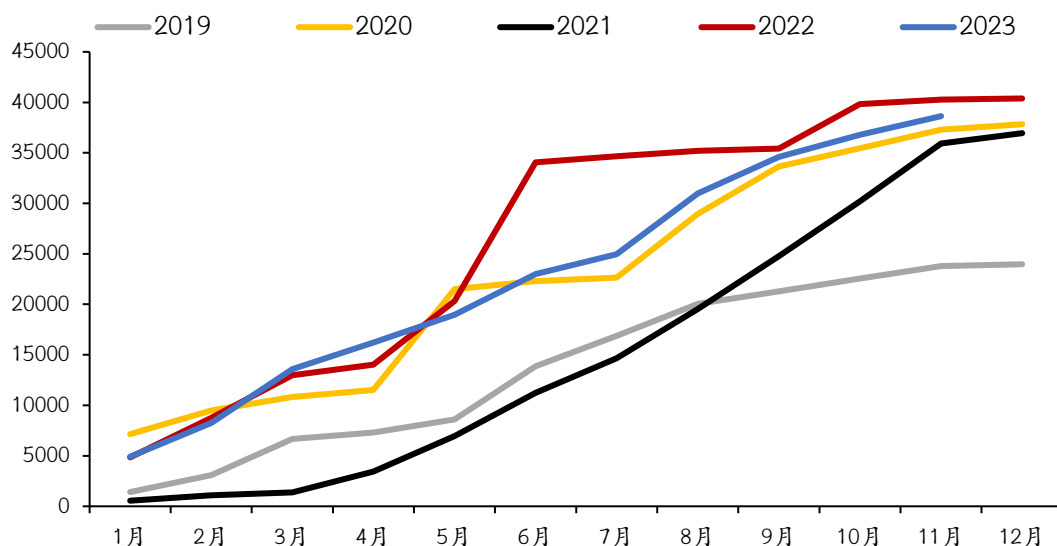
资料来源: Wind, 光大期货研究所



资料来源: Wind, 光大期货研究所

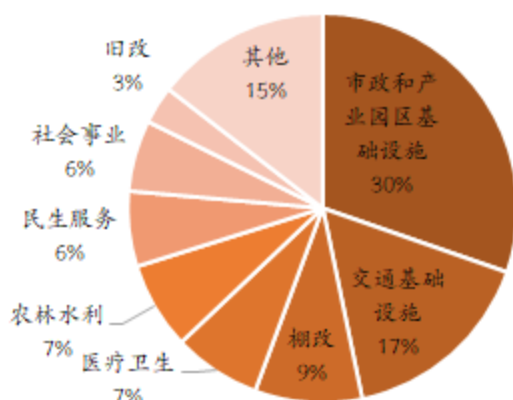
专项债方面, 2023 年 1-11 月新增地方政府专项债券 3.86 万亿元, 比去年同期减少 1653 亿元。在投向领域方面, 主要集中于市政及产业园区基础设施(30%)、交通基础设施(17%)、棚改(9%)、农林水利(7%)。相较于 2022 年, 投向基建领域的比例基本持平。

图表 15: 地方政府专项债发行额累计值(单位: 亿元)



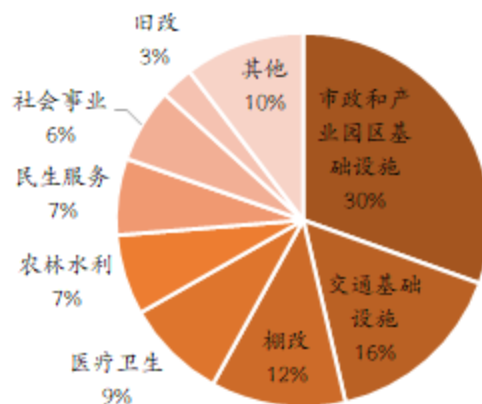
资料来源: Wind, 光大期货研究所

图表 16：2023 年新增专项债投向领域



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 17：2022 年新增专项债投向领域



资料来源：Wind，光大期货研究所

纳入赤字管理的特别国债是基建较为重要的增量资金。10 月 24 日，经全国人大常委会批准，财政部将在今年四季度增发 1 万亿元国债，并通过转移支付方式全部安排给地方，用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。

基建的资金来源发生的变化可能具有长期性，下文探讨的是在这种长期性变化的背景之下基建有何影响。基建的资金来源结构上的变化是化债背景下中央政府加杠杆、地方政府去杠杆的表现，即基建投资实施主体行为的变化。这种变化对基建的影响，涉及不同基建投资实施主体的责任划分，即中央和地方政府在基建投资方面事权的划分。

狭义基建投资的分项主要分为交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业，二者的投资完成额比例在四六左右，交通运输、仓储和邮政业完成额中交通运输占比八成以上。根据《国务院关于推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革的指导意见》（国发〔2016〕49 号），按照上述总体要求和交通运输工作的特点，划分公路、水路、铁路、民航、邮政、综合交通六个方面的中央与地方财政事权和支出责任，基建交通运输分项中道路运输业投资完成额占比七成左右，铁路运输业占比 15% 左右，是主要的分项，下文摘取公路、铁路的相关政策。

图表 18：交通运输工作中央与地方财政事权和支出责任划分

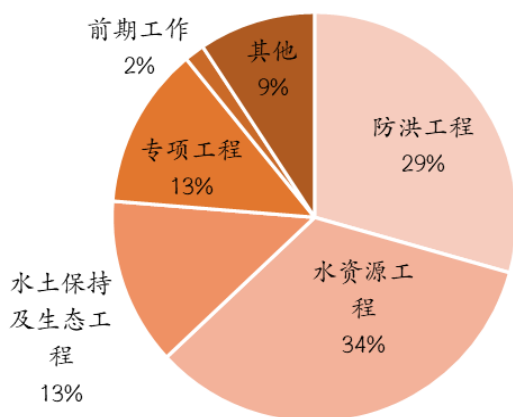
项目	中央财政事权	中央与地方共同财政事权	地方财政事权
公路	(1) 国道。中央承担国家高速公路建设资本金中相应支出，承担普通国道建设、养护和管理中由中央负责事项的相应支出。 (2) 界河桥梁。 (3) 边境口岸汽车出入境运输管理。	(1) 国家级口岸公路。 (2) 国家区域性公路应急装备物资储备。上述公路领域事项由中央和地方共同承担支出责任。	(1) 国道。地方负责筹集国家高速公路建设中除中央财政出资以外的其余资金，承担普通国道建设、养护、管理、运营中除中央支出以外的其余支出。 (2) 省道、农村公路、道路运输站场。 (3) 道路运输管理。
铁路	(1) 宏观管理。中央承担全国铁路的专项规划、政策决定、监督评价、路网统一调度和管理等职责。 (2) 由中央决策的铁路公益性运输。	中央（含中央企业）与地方共同承担干线铁路的组织实施职责，包括建设、养护、管理、运营等具体执行事项，其中干线铁路的运营由中央企业负责实施。中央（含中央企业）与地方共同承担支出责任。	(1) 城际铁路、市域（郊）铁路、支线铁路、铁路专用线。 (2) 由地方决策的铁路公益性运输。 上述铁路领域事项由地方承担支出责任。

资料来源：政府网站，光大期货研究所

从上图可以看出，中央更多地承担起公路的宏观管理、专项规划、政策制定、监督评价的职责，中央建设和支出的主要是跨省区的基础设施，国道、省道、农村公路的建设和支出主体是地方政府。而在铁路，除了城际铁路、市域（郊）铁路、支线铁路、铁路专用线、由地方决策的铁路公益性运输的建设和支出主体是地方政府，其余的是中央、中央与地方共同承担支出责任。在当前化债背景下，地方政府支出空间受限，由中央、中央与地方共同承担支出责任的铁路投资可能会好于公路投资。

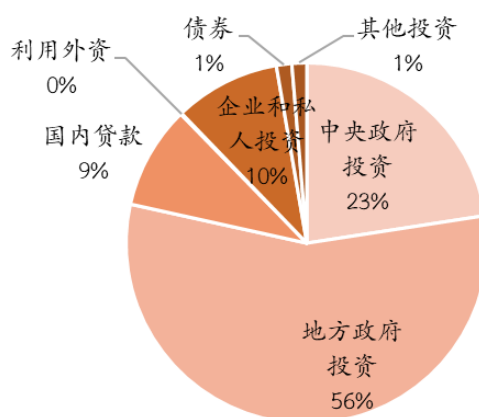
水利、环境和公共设施管理业分项中，水利、环境、设施管理业的投资完成额比例大约为 4：1：15，设施管理业占比较高，水利占比并不大，但是 2022 年水利投资增速高达 44%。水利建设投资用途主要是防洪工程、水资源工程、水土保持及生态工程、专项工程，是 2023 年万亿国债的重点投向。水利投资事关国计民生，且除了水电外投资收益微小，主要是政府资金参与投资。2021 年水利建设投资 7576 亿元，其中中央政府投资占比 23%，地方政府投资占比 56%。2023 年增发的一万亿元国债，资金主要使用方向上倾斜水利投资，中央投资的加码对水利投资有拉动，而且水利投资当中八成左右是建安投资，征地补偿费用占比不足两成，对实物工作量有较大的拉动。

图表 19: 水利建设投资用途分布(单位:%)



资料来源: Wind, 光大期货研究所

图表 20: 水利建设投资资金来源及占比(单位:%)



资料来源: Wind, 光大期货研究所

设施管理业以市政设施管理、公园和游览景区管理为主,二者合计占设施管理业的九成左右,投资额上,市政设施管理、公园和游览景区管理的比例在 3:1 左右。公共管理业的资金来源分布上,自筹资金占比六至七成,国家预算内资金占比两成左右。公共服务领域纳入中央与地方共同财政事权范围目前暂定为八大类 18 项,其中和基建有关的是基本卫生计生(包括基本公共卫生服务、计划生育扶助保障 2 项)、基本住房保障(包括城乡保障性安居工程 1 项)。除去共同财政事权包含的范围,根据设施管理业区域建设区域受益的特点,通常由地方政府支出。

专项债、城投债属于自筹资金,专项债中投向设施管理业的主要是保障性安居工程,在房地产部分会做详细说明。区域经济发展仍需要公共设施建设,在当前化债背景下,城投可能并不会彻底退出历史舞台,伴随着“退平台”和债券提前兑付,城投债进入存量市场,设施管理业的配套资金可能会面临制约。

至此我们梳理了在化债背景下基建投资的变化,化债对基建投资的影响逻辑是,基建实施主体行为——地方政府和中央政府行为的变化,对各自划分的基建事权产生影响。交通运输领域,公路建设和支出主体更多是地方政府,铁路建设和支出主体更多是中央政府。水利投资中地方政府财政资金占比大于中央,但 2023 年增发的一万亿元国债,资金主要使用方向上倾斜水利投资。设施管理业区域建设区域受益的特点,通常由地方政府支出;自筹资金里的城投债,伴随着“退平台”和债券提前兑付,进入存量市场,设施管理业的配套资金可能会面临制约。

综上,中央为建设和支出主体,或通过特别国债支出的领域的基建建设可能会偏强,铁路建

设强度可能会好于公路，水利投资可能会好于设施管理业投资。

图表 21：基建主要分项相关情况（单位：%）

项目	2023 年 11 月投资完 成额同比（%）	预估 2024 年同比 （%）	主要相关的大宗商品
交通运输、仓储和邮政业	10.8	8.0	—
道路	-0.2	-5.0	沥青、螺纹
铁路	21.5	30.0	钢轨、螺纹、铜、铝
水利、环境和公共设施管理业	-1.1	0.3	—
水利	5.2	20.0	螺纹、PVC、PE
公共设施管理业	-2.5	-5.0	螺纹、PE、PVC
基建	5.8	5.0	—

资料来源：Wind，光大期货研究所

2、房地产：“三大工程”投资将对冲周期性投资下行

12 月 8 日召开的中央政治局会议全文未提及房地产，“先立后破”可能是处理新旧经济动能切换的政策指导。7 月中央政治局会议提及“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。”从需求端的角度，分为两类，刚性住房需求和改善型住房需求，相应的供应端也分为两类，保障性住房供给和商品房供给。

今年以来，中央会议多次提及保障性住房建设。7 月中央政治局会议明确要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。10 月底中央金融工作会议强调加快保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。

理解化债背景下房地产新模式的构建，要从“存量盘活”入手。过去政府通过融资平台举借的债务大量沉淀在基建、储备土地等资产，债务化解的重要渠道是土地出让。《规划建设保障性住房的指导意见》提出对商品住房库存大的城市，可按市场化、法治化原则，适当改建或收购存量商品房用作保障房，积极盘活利用闲置土地和房屋，避免重复建设造成浪费。文件要求与城中村改造、城市更新、危旧房改造等工作结合，稳妥推进。

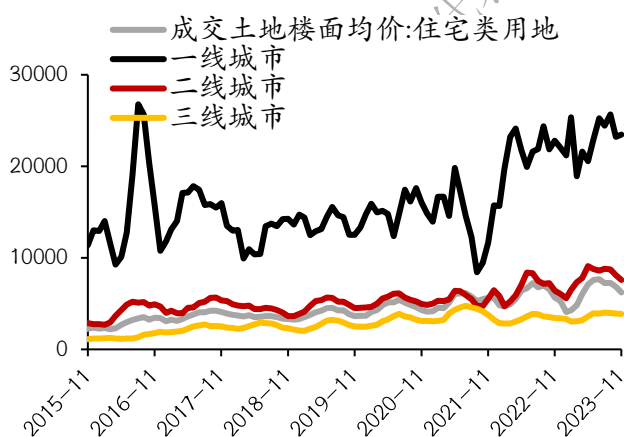
图表 22：房地产“三大工程”土地相关政策

	土地政策
保障性住房	主要利用集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园区配套用地和存量闲置房屋建设。
城中村改造	城中村改造项目涉及土地在第二次全国土地调查和第三次全国国土调查中均被调查认定为建设用地的，在符合规划用途前提下，允许按建设用地办理土地征收等手续。

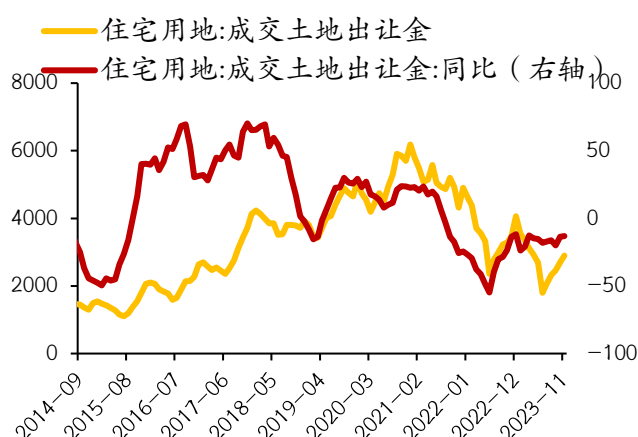
资料来源：公开信息，光大期货研究所

从土地的角度来看，“三大工程”有利于盘活利用闲置土地和房屋，取得土地出让收入。另一方面，商品房针对改善性住房需求，供求关系由市场决定，土地政策也重回“价高者得”。此前实施集中供地的 22 城中，已有 18 城取消土地限价，包括成都、合肥、济南、重庆、厦门、长沙、南京、福州、武汉、苏州、青岛、无锡、天津、长春、杭州、沈阳等；而北京、上海、深圳、宁波目前仍实行限价。当前住宅用地楼面成交均价水平处于历史较高水平，住宅用地的成交土地出让金同比跌幅逐渐收敛。取消土地限价，一方面热门地块地价的上涨提高了政府的卖地收入；另一方面，以往来看，地价的上涨领先房价，地价的上涨对房价有一定的传导，对当前“稳房价”“稳预期”有一定的积极作用。

图表 23：住宅用地成交土地均价（单位：元/㎡） 图表 24：住宅用地土地出让金（单位：亿元，%）

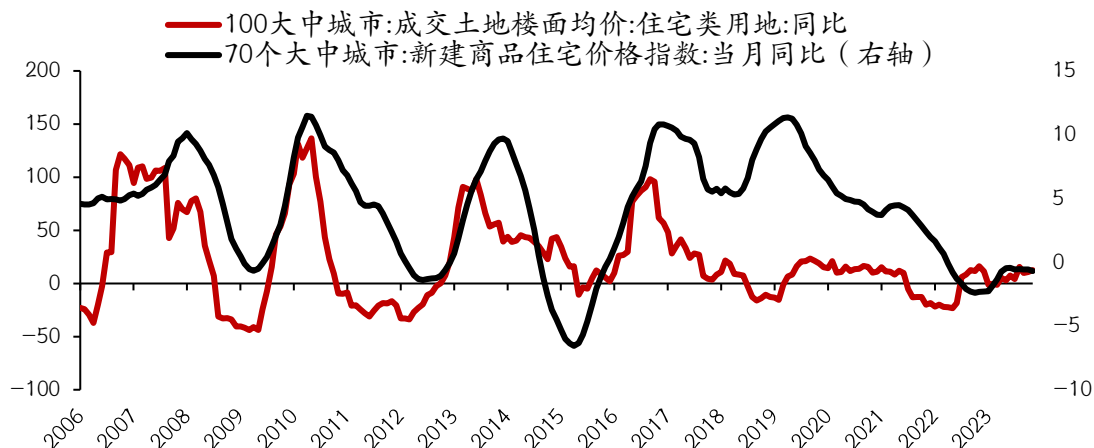


资料来源：Wind，光大期货研究所



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 25：土地价格和房价指数（单位：%）

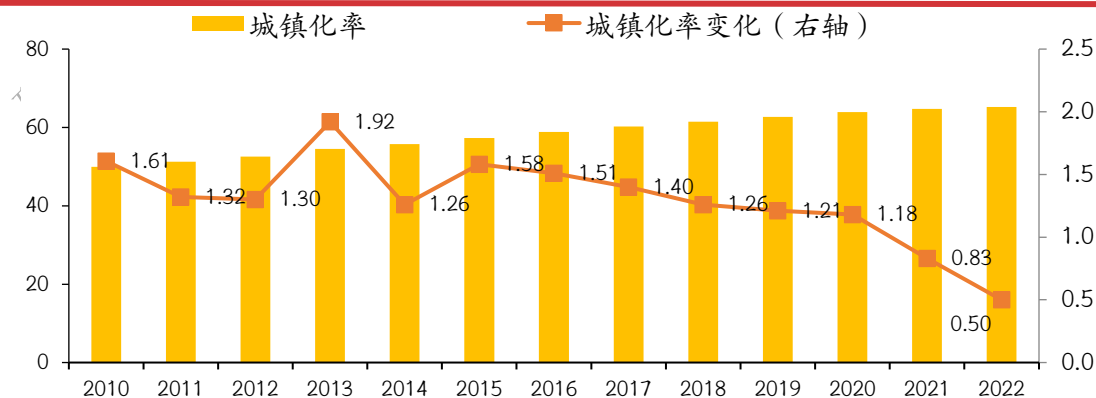


资料来源：Wind，光大期货研究所

从投资的角度来看，房地产“三大工程”发挥扩大投资的作用。具体来看：

（1）保障性住房。8月25日国务院审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》（14号文），旨在加大保障性住房的建设和供给，重点是建设配售型保障性住房。配售型保障房将主要针对住房困难、工薪收入不高的新市民、青年人，主要在常住人口300万以上的35个大城市规划建设。配售型保障性住房目前没有出台规划建设套数，按照目标群体，我们根据城镇化率来推算配售型保障性住房需求。2020年及之前中国城镇化率每年按照1%以上的增速增加，假设未来每年以1%的递增，则每年城镇人口增加900万。住建部9月份称“各地近两年来共已经建设筹集保障性租赁住房508万套（间），可解决近1500万新市民住房需求，完成投资超过5200亿元。”可以推算出套均3人，套均投资额10万元，即每年城镇人口增加900万对应300万套配售性保障性住房需求，投资额3000亿元。

图表 26：城镇化率（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

按照上文提到根据住建部公布的数据，保障性租赁住房年均建设筹集 250 万套，加上 300 万套配售型保障性住房共 550 万套，投资额 5500 亿元。假设保障性租赁住房 and 配售型保障房当中 50% 新建，50% 回购存量房的方式筹建，即相关参数为新建 275 万套保障房、面积 70 m²、新建一般住宅高层在 25 层左右，对相关大宗商品的需求如下：

图表 27：保障房建设对相应的商品需求

保障房建设对应的商品需求	螺纹钢	60kg/m ²	1250万吨，占年产能 5.5%
	铝	13kg/m ²	270万吨，占年产能 7%
	铜	3.6kg/m ²	75万吨，占年产能 7%
	锌	0.20kg/m ²	4万吨，占年产能 0.7%
	玻璃	0.4m ² /m ²	2000万重量箱，占年产能 2.4%

资料来源：光大期货研究所

（2）城中村改造

根据第七次人口普查数据，“超大城市”包括上海、北京、深圳、重庆、广州、成都、天津等 7 个城市，“特大城市”则包括武汉、东莞、西安、杭州、佛山、南京等 14 个城市。根据 2020 年人口普查的自建房数据，北上广深连同重庆、成都、天津、武汉、杭州、东莞、西安、郑州、南京、济南、合肥、沈阳、青岛、长沙、哈尔滨共 19 个城市，自建房户数比例平均为 16.7%，按总户数测算 19 个城市总共有 1416 万户。2015–2018 年棚改套均投资额在 25–30 万元之间，按照套均 25 万元的投入计算，1400 万户总计投入 3.5 万亿元，按 5 年投资周期，每年约改造 280 万套，投资额 7000 亿元。

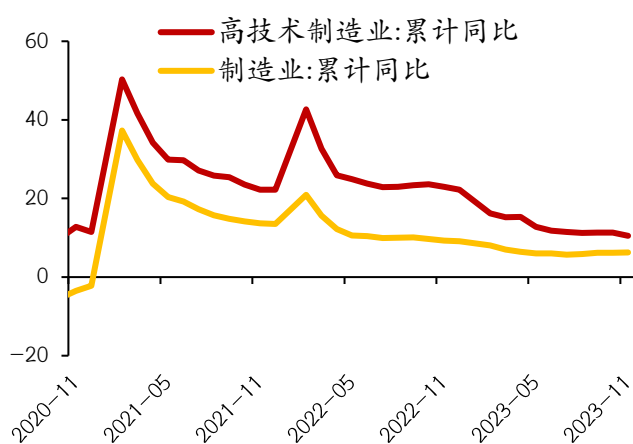
预估保障性住房和城中村改造合计年投资额 10000 亿元，拉动房地产投资 8% 左右。截至 2023 年 11 月房地产投资同比下降 -9.4%，预计房地产“三大工程”投资明显对冲房地产周期性投资下行。

3、制造业投资：产能过剩、利润低迷，投资可能降速

制造业投资分析框架从产能利用率、利润、资金出发，对应企业投资的意愿、动力、能力。

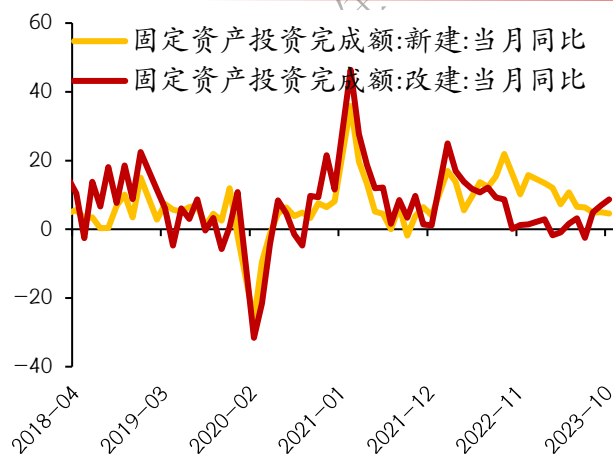
产能利用率高是企业投资的意愿。中央经济工作会议提及“部分行业产能过剩”，中央财办详解 2023 年中央经济工作会议精神进一步提到“部分新兴行业存在重复布局和内卷式竞争，一些行业产能过剩”。近两年制造业投资增速保持强劲，尤其是高技术制造业，2022 年增速高达 22%，2023 年 10 月在高基数上达到了 11% 的增速。新建投资和改建投资在 2022 年 7 月之前增速基本一致，2022 年 7 月之后新建投资增速明显高于改建，新兴行业进行了大规模的新建投资。

图表 28：高技术制造业投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

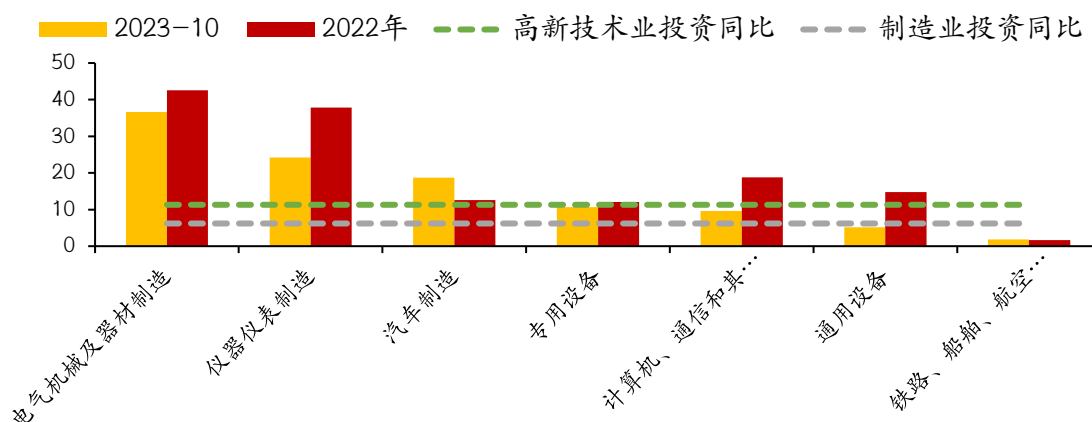
图表 29：新建和改建投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

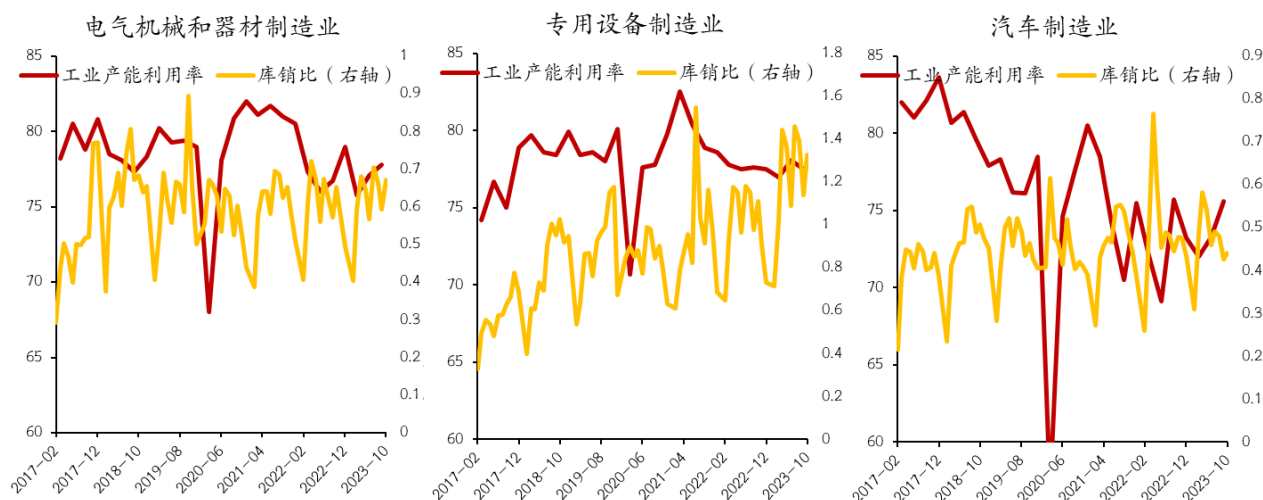
从下游制造行业投资增速来看，电气机械及器材制造、仪器仪表制造、汽车制造、专用设备行业增速均高于高新技术行业投资增速，近两年保持较高的投资增速。高投资增速是否造成了过剩的产能？从电气机械和器材制造业、专用设备制造业、汽车制造业的产能利用率来看，近三年最高点均出现在 2020 年底，随后持续下行。截至 2023 年 9 月，产能利用率均处于 2018 年以来较低水平。从库销比来看，电气机械和器材制造业、专用设备制造业的库销比均处于高位，表明库存和需求相比处于较高水平。汽车行业库销比不高，不排除有燃油车国六 A 车型清库的原因。

图表 30：下游制造行业投资累计同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

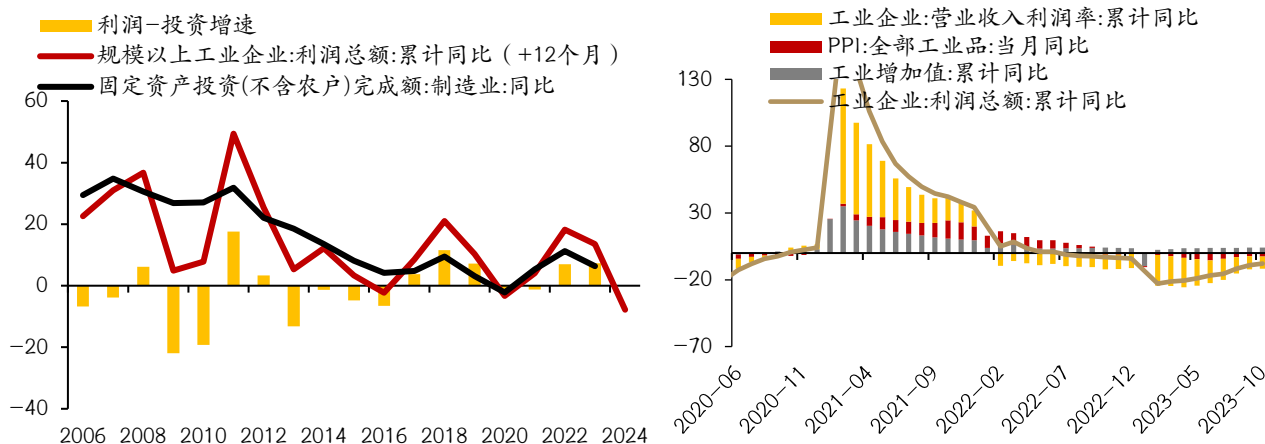
图表 31：产能利用率和库销比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

利润是企业投资的动力。规模以上工业企业利润增速稳定领先制造业投资一年的时间，当年企业利润增速较高的时候，会使得企业在下一年进行投资扩产。截至 2023 年 10 月，规模以上工业企业利润累计同比减少 7.8%，利润拆分为“量价利”来看，价格低迷和利润率减少是拖累企业盈利的主要因素。

图表 32：制造业投资和利润同比（单位：%） 图表 33：工业企业利润拆分（单位：%）

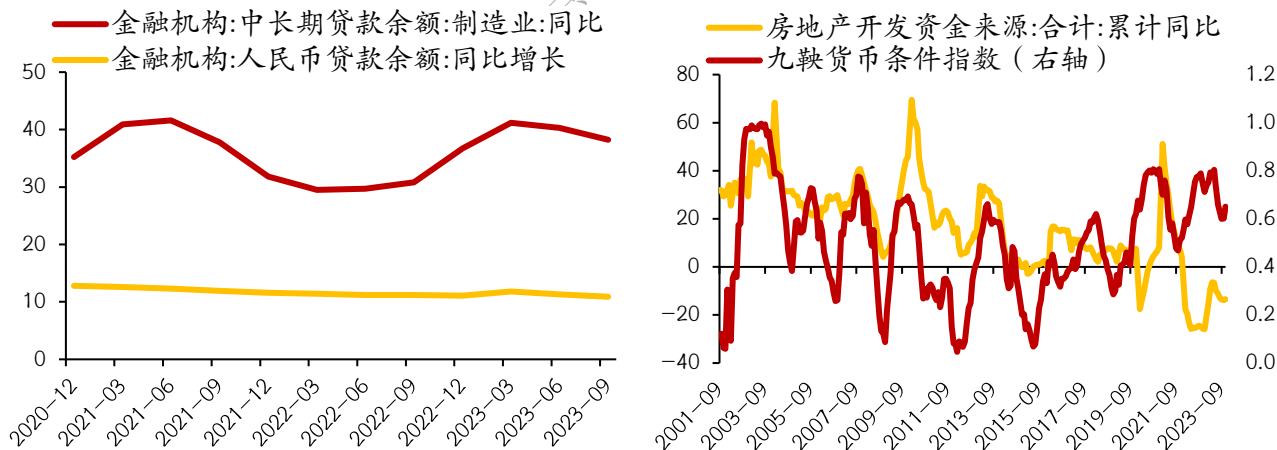


资料来源：Wind，光大期货研究所

资料来源：Wind，光大期货研究所

信贷是支持企业投资的能力。2023 年前三季度制造业中长期贷款余额保持较高的增速，但从 7 月份开始企业中长期贷款连续负增长。地产融资受限时期银行可能更多依靠制造业企业中长期贷款来弥补中长贷缺口，但四季度重要会议反复提及“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”，房地产资金来源也确实出现了改善，信贷资源向制造业倾斜的情况可能会有所减弱。

图表 34：人民币贷款贷款同比（单位：%） 图表 35：货币条件和房地产开发资金（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

资料来源：Wind，光大期货研究所

综上，产能利用率低表明企业没有扩大投资的意愿，重要会议提到产能过剩表明在政策端可能也会降温。价格低迷和利润率减少拖累企业利润，企业明年扩大投资的动力可能不足。满足房地产企业合理融资需求，信贷资源向制造业倾斜的情况可能会有所减弱。整体来看，2024 年制造业投资增速中枢可能会低于 2023 年，预估 4%-5% 左右。

分析师介绍

- 于洁，上海外国语大学金融硕士，现任光大期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议