

调整预期，迎接挑战



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

股指: 震荡

报告日期:

2023 年 12 月 27 日

★2024 年中国经济展望：长短期的平衡

中国经济当前处在这样一个破旧立新的关键过渡阶段。短期稳经济、全面铺陈高质量发展建设现代化产业体系，以及注意防范化解重大风险，未来中国经济政策将着力于在这样三角结构中做更微妙的平衡。2023 年中国经济低增长、低通胀、低利润、低预期的局面在 2024 年扩张型的经济政策对冲下将有所缓和，但受制于宏观约束，经济总体保持在一个较为平稳的状态，向上脉冲幅度将比较温和。宏观方面有四大看点：1、房地产三大工程建设；2、中美制造业共振补库；3、中国再通胀；4、货币财政等政策形成合力聚焦高质量发展。

★2024 年中国股指展望：迎接挑战

从胜率与赔率结构看，大盘股沪深 300 指数目前占优。美国将于 2024 年进入降息周期，随着全球流动性释放，外资或将重新转为净流入，A 股资金抛压将缓解。2024 年 A 股大概率演绎区间震荡行情，节奏上一季度平稳，二季度震荡反弹，三四季度或随财政退坡而衰减震荡。这种拱形走势对投资者提出更高挑战。

★投资建议：习惯震荡格局，切换投资模式

展望 2024 年，中国宏观经济将从疫后修复走向高质量发展全面贯彻，经济的结构特征大于总量特征。站在 2023 年末，大盘股指数已经回调较为充分，从赔率角度看，我们预计 2024 年 A 股利润增速将落在 5-10% 的区间内，估值或有小幅扩张但不宜高估。从胜率角度看，市场的悲观预期仍需要时间来化解，或将跟随美元降息节奏而定。总体上 2024 年 A 股将演绎区间震荡走势。另外，我们认为随着中国经济增速换挡，越来越多的成长股将演变为价值股，投资者也必须调整预期，从向市场要回报转变为向公司要回报，高股息红利低波动策略将是与这一转型阶段较为匹配的投资策略。

★风险提示：

美联储降息预期波动，海外地缘风险加剧。

王培丞

高级分析师（股指）

从业资格号：F03093911

投资咨询号：Z0017305

Tel: 8621-63325888

Email: peicheng.wang@orientfutures.com

股指价格走势



扫描二维码，微信关注“东证繁微”小程序

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、定位中国经济：低增长、低通胀、低乘数、低预期.....	5
2、展望 2024 年中国经济：长短期的平衡.....	7
2.1 房地产三大工程建设.....	11
2.2 中美共振补库拉动库存周期回升.....	15
2.3 关注再通胀.....	17
2.4 宏观政策形成高质量发展的合力.....	20
3、展望 2024 年 A 股：迎接挑战.....	20
4、投资建议：习惯震荡格局，切换投资模式.....	23
5、风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 中国 GDP 增速.....	5
图表 2: 中国通胀走势.....	5
图表 3: 社融增速与名义 GDP 增速.....	6
图表 4: 近两年制造业 PMI 多次跌破荣枯线.....	6
图表 5: 居民部门存款定期化加速.....	7
图表 6: 企业部门存款定期化加速.....	7
图表 7: 中国名义 GDP 与实际 GDP 的几次交叉.....	8
图表 8: 中国货物进出口总额占全球的比例.....	9
图表 9: 中国城镇化率已经行至高位.....	9
图表 10: 中国人均 GDP 和人均可支配收入趋势.....	9
图表 11: 中国居民消费率低于世界平均水平.....	9
图表 12: 地方政府显性债务偿还量.....	10
图表 13: 地方政府性基金收入大幅下降.....	10
图表 14: 中国经济主要受房地产投资拖累.....	11
图表 15: 地产投资已经连续三年回调.....	11
图表 16: 中国经济主要受房地产投资拖累.....	11
图表 17: 地产投资已经连续三年回调.....	11
图表 18: 房企资金来源当月同比增速 (%)	12
图表 19: 北上广深房价走势.....	13
图表 20: 北上广深房价收入比.....	13
图表 21: PSL 余额与投放情况.....	14
图表 22: PSL 利率成本较低.....	14
图表 23: 2023 年中国出口增速下行.....	15
图表 24: 出口主要受价格拖累, 数量仍较为强劲.....	15
图表 25: 中国库存周期.....	16
图表 26: 中美库存均已见底.....	16
图表 27: 主要国家和地区对中国出口的拉动.....	16
图表 28: 制造业出口与就业形势高度相关.....	17
图表 29: 国际机构预测 2024 年全球贸易有明显扩张.....	17
图表 30: 主要国家和地区对中国出口的拉动.....	18
图表 31: 居民部门收入增速未达到疫情前水平.....	18

图表 32: 居民部门超额储蓄已经释放完毕.....	18
图表 33: 能繁母猪存栏数去化较慢, 猪肉价格承压.....	19
图表 34: 货币宽松, 但经济活力较差.....	19
图表 35: 疫情后高技术制造业投资增速大幅领先.....	20
图表 36: 信贷向工业部门疾速倾斜.....	20
图表 37: 指数成分股平均股东户数变化.....	21
图表 38: 前三季盈利增速为正的沪深 300 跌幅最大.....	21
图表 39: 沪深 300 的 ERP 处于历史绝对高位.....	22
图表 40: 中证 500 的 ERP 处于历史均值偏高位置.....	22
图表 41: 中证 1000 的 ERP 处于历史均值偏高位置.....	22
图表 42: A 股美股估值对比.....	22
图表 43: A 股 ROE 中枢下移.....	23
图表 44: 北向资金 2023 下半年大幅净流出.....	23

1、定位中国经济：低增长、低通胀、低乘数、低预期

2023 年初，中国快速度过了新冠疫情的干扰，随后全面步入正轨，全年受到的意外因素扰动相较于 2022 年明显减少，各项工作有序展开。但在此背景下，中国经济的疫后修复却经历了高开低走的过程：一季度经济修复较好，市场信心乐观，但随后增长趋势下行，虽然二季度可以算是本轮经济低点，但十分明显，“U 型”复苏的右半部分在二季度之后却未能成立。总结而言，中国短周期经济虽已经见底，但修复斜率不高，整体让人难以乐观。这与年初市场预期的中国迅猛的疫后修复形成巨大偏差。

这种偏差的来源在哪里？需要注意的是，2023 年政府工作报告制定的目标 GDP 增速为 5%，从今年前 11 个月份来看，完成该目标难度不大。但问题的关键在于，“5%”似乎并不能满足市场期待。从长期视角去看，中国经济增长的潜在增速是多少众说纷纭，但我们可以从政策表态上推算得到一个潜在目标增速。总书记在 2020 年做关于十四五规划和 2035 远景目标的规划建议说明时表示：“从经济发展能力和条件看，我国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的”，以此推算，2020 年至 2035 年的十五年时间中国 GDP 总量翻一番，则对应的长期年化增速要达到 4.73%。自疫情以来，特别是 2022-2023 这两年，以 2019 年为基期计算年化 GDP 增速，则 2022 年为 4.5%，而 2023 年若实现 5% 的增速，则基期调整后年化计算但也仅为 4.6%，距离目标增速仍有差距，中国连续两年都出现了增长缺口。

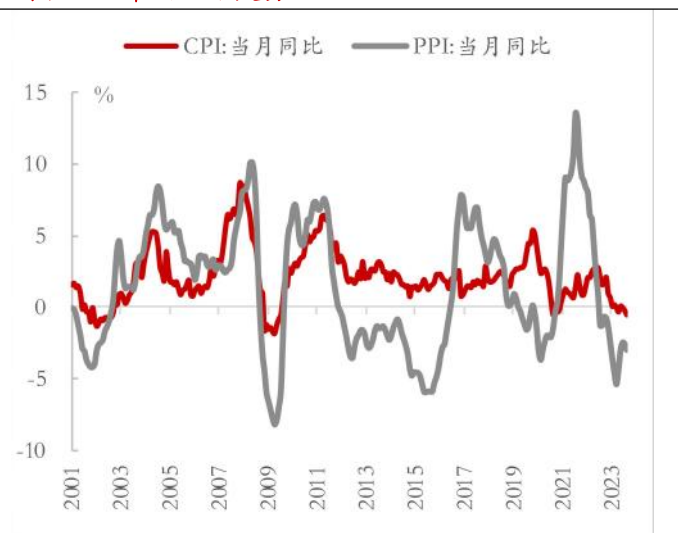
我们理解，从中长期角度看中国这样一个如此庞大的经济体势必要经历增速换挡。但疫情前中国经济增速在 6% 左右，疫情之后降到 4.6% 左右的水平，中国经济增速下行来得似乎过早了一些。

图表 1：中国 GDP 增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（2020 年后以 2019 为基数）

图表 2：中国通胀走势

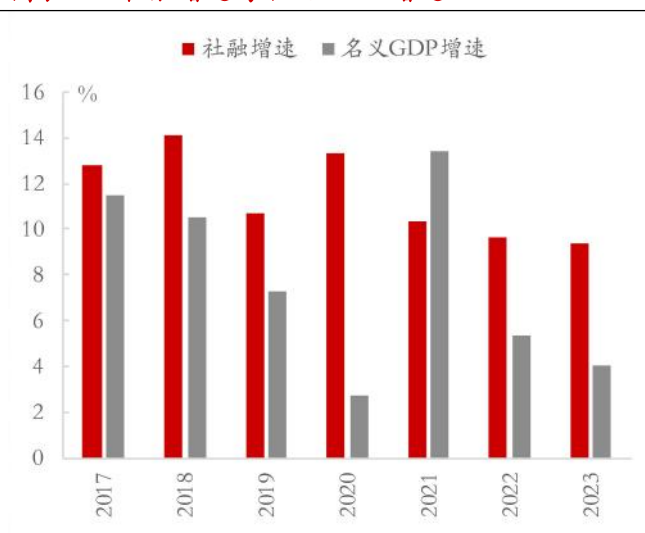


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

与此同时，中国经历了严重的通胀低迷。CPI 方面，截止 2023 年 11 月，中国 CPI 同比增速-0.5%，再次跌破 0，进入负值区域。新世纪以来仅有三次。第一次是 2002 年全年 CPI 低迷，维持负值数月。彼时是中国加入 WTO 的第一年，一方面此前几年投资大幅增长造成供给大幅增加而国内需求端难以匹配，另一方面由于中国入世，进口商品关税不断降低，也直接压制了商品售价。第二次是 2009 年，主要受到全球金融危机波及，中国经济增速和物价大幅回落。第三次是 2020 年末，但这次主要是由于生猪供给增加导致食品价格下跌，初次之外的中国经济修复动能依然充沛。PPI 方面，截止 2023 年 11 月，中国 PPI 同比增速-3%。本轮 PPI 走低主要受到内外需双重打击。国内需求收缩，企业主动降价去库存而造成物价急跌，海外为了对抗高通胀而采取激进加息，油价低迷，输入性通胀难抬头。当前 PPI 与 CPI 已经双重走负，这与中国不断扩张的政策、逐渐走高的社融、底部逐渐抬升的经济相比，形成了强烈的反差，非典型通缩迹象愈发明显。

这种低增长、低通胀的现状背后更令人担忧的是政策乘数不断降低。2023 年中国宏观政策力度不可谓不大。总量政策方面，货币政策方面年内降息两次共计 25BP、两次降准共计 50BP；财政政策方面，年末增发一万亿国债并计入赤字率，广义预算赤字率达到约 7%。行业政策方面，地产大幅转向，由紧到松的转换在下半年便转换完成，央行披露的金融机构个人住房贷款加权平均利率已经降至 4.02% 的历史低位；同时政策端对民营企业也放宽了各领域的准入机制以及融资松绑。但我们看到，较大力度的稳经济政策与经济增长的动力之间出现了分化。以社融增速和名义 GDP 增速为例来近似表征政策的拉动力，2017-2019 年，社融增速平均 12.5%，名义 GDP 增速平均 9.7%，而 2022-2023 年，社融增速平均 9.5%，名义 GDP 增速平均 4.7%，即近两年拉动一单位的名义 GDP 增长需要更多社融投放。政策乘数面临边际向下的压力。并且除了总量之外，节奏与时序角度也是如此，以制造业 PMI 为例，近两年多次出现脉冲式上涨然后快速下行的情况，如 2023 年二季度和四季度两度跌破荣枯线。即政策发力时，宏观经济短期内表现稍好，但长尾效应减弱，政策脉冲衰减速度明显加快。

图表 3：社融增速与名义 GDP 增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：近两年制造业 PMI 多次跌破荣枯线



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

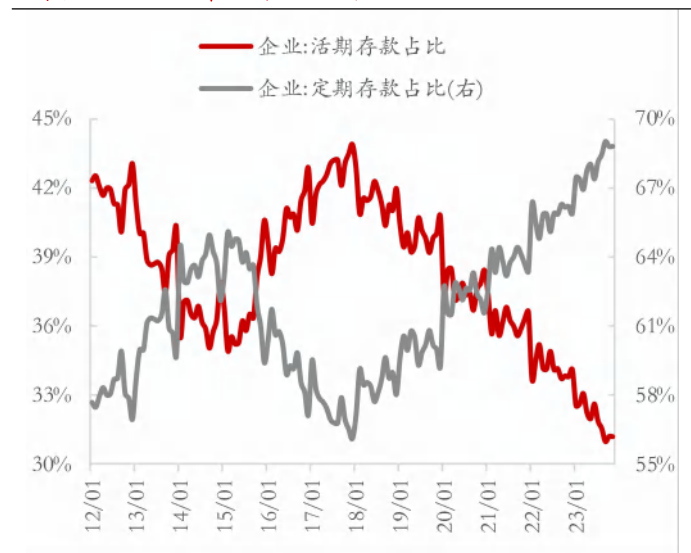
中国宏观经济的另外一个阶段性特征就是低预期。疫情的疤痕效应以及海外加息造成的全球需求收缩等因素，使得企业与居民部门的资产负债表严重受损，拉长了企业和居民部门改善的时间。此阶段最为典型的实例便是中国 M1-M2 的剪刀差持续走阔，截至 11 月，M2 增速仍高达 10%，而 M1 增速回落至 1.3%，经济活力严重不足。二者之差主要因居民和企业部门预期低迷，同时还伴随着房地产下行造成的资产缩水，跌跌不休的房价以及羸弱的就业形势使得两部门采取更大规模的存款定期化行为来应对远期现金流衰退的压力，居民少消费、企业少投资，故而使得央行宽货币的效果大打折扣。

图表 5：居民部门存款定期化加速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：企业部门存款定期化加速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、展望 2024 年中国经济：长短期的平衡

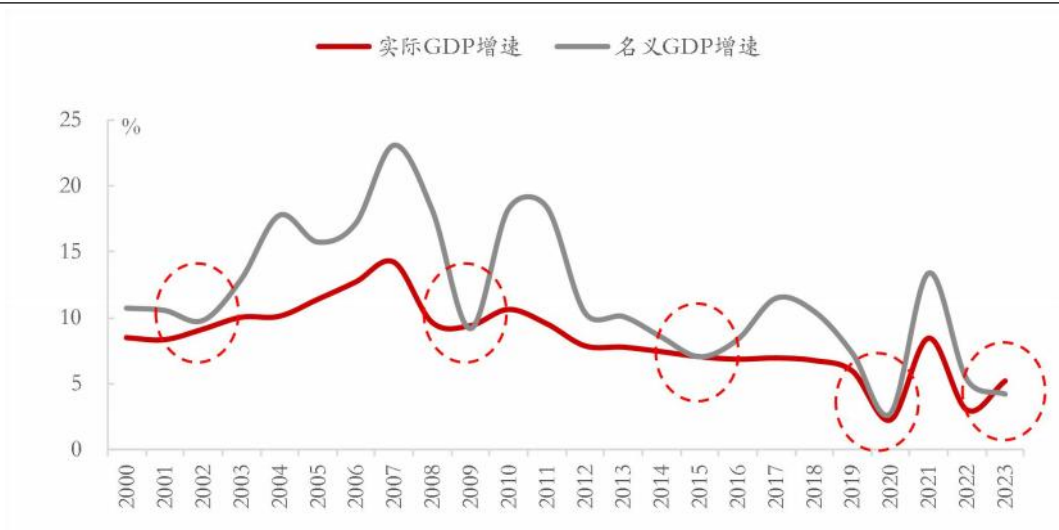
我们在上一章节提到，2022 年新冠疫情造成的经济“低基数红利”未能在 2023 年很好体现，整体中国经济动能较弱，修复斜率不高，并且内需低迷，严重依赖政策托举。这其中既有外因也有内因。2023 年 12 月 12 日，中央经济工作会议总结到，进一步推动经济回升向好需要克服的一些困难和挑战主要有：“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”。那么展望 2024 年，我们需要考虑，当前中国经济陷入的“四低”局面，哪些是能较快改善的，哪些又是长期的问题。若问题能得以快速解决，则 2024 年中国经济仍值得期待。

我们观察 2000 年以来的名义 GDP 和实际 GDP 增速的对比。过去 20 多年，中国经济取得了迅猛发展，新冠疫情之前，名义 GDP 增速最低为 7%，平均值 12.8%，实际 GDP 增速最低为 6%，平均值有 9%。而近二十多年来，名义 GDP 增速与实际 GDP 增速出现交叉或靠拢的一共有 5 次。第一次是 2002 年，彼时中国经济强劲，名义增速走低更多

是入市后供给端大幅增加压低了价格，前文已详述。第二次是2009年，名义增速9.2%，实际增速9.4%。这一次主要是受到国际金融危机冲击，全球陷入了短暂的萧条。随着中国开启四万亿大规模基建计划，中国经济快速度过难关。第三次是2015年，名义GDP与实际GDP增速均为7%。彼时中国经济低迷，随着政策端不断发展放开房地产交易限制，地产市场开始活化并逐渐愈演愈烈，土地财政大规模扩张将中国经济带向腾飞。第四次则是2020年，主要是受到新冠疫情干扰，全球经济砸下深坑。第五次即2023年。

我们看到，前面四次名义GDP与实际GDP交叉，大规模经济刺激政策往往能起到立竿见影的效果，名义GDP在第二年均迅猛反弹，通缩格局快速被化解。所以从这个角度讲，过去中国经济曾面临过类似今天的“四低”局面，但通过各种方式均能以转危为安。在这个意义上，中国并未经历过真正的衰退，更遑论长期衰退。

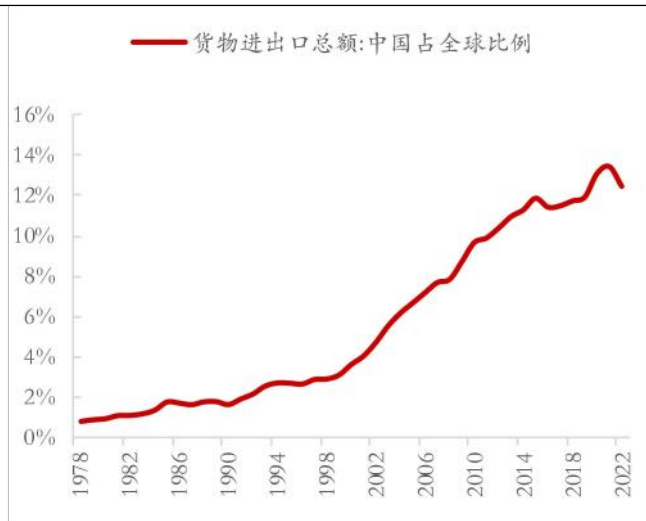
图表 7：中国名义 GDP 与实际 GDP 的几次交叉



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

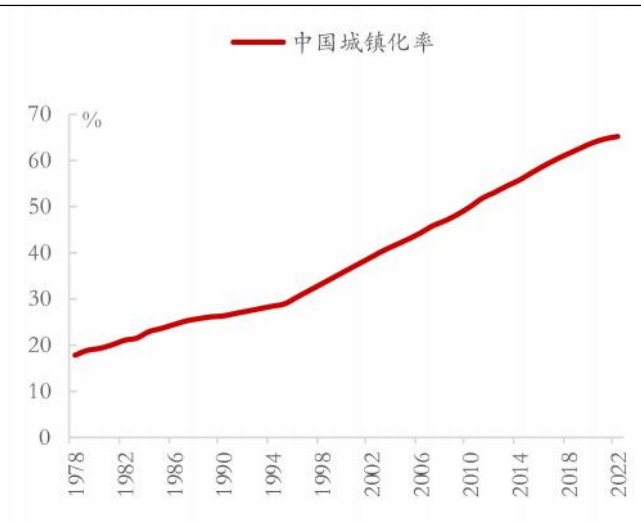
我们认为本次中国经济下行主要原因出在路径与结构上。中国入世加入全球产业链分工以及顺应城镇化进程进行大规模基建和地产投资，这是中国过去二十年驱动增长的法宝。2000年代的中国年轻、轻盈，而当下的中国则更加敦实、厚重。一方面，中国进入了中度老龄化社会。2022年中国60岁及以上人口总数2.8亿人，占比19.8%，65岁及以上人口数量达2.1亿人，占比达14.9%。中国劳动力拐点在十年前便已到来，这使得中国在参与全球贸易中的劳动力低成本优势进一步下滑。根据WTO数据，中国货物进出口总额占全球的比例从2016年之后便开始斜率放缓。同时西方意识形态转向导致的逆全球化过程将进一步对中国进。另一方面，中国城镇化率已经行至高位，无论是住房还是公共服务已经取得长足进步，后续进一步城镇化的关键在于户籍制度而非城市固定资产的供应不足。事实上，从居民城镇化角度看，前些年中国固定资产投资其实略有超前。后续城镇化率仍有空间，但大规模地产基建投资的时代已经过去。

图表 8：中国货物进出口总额占全球的比例



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 9：中国城镇化率已经行至高位

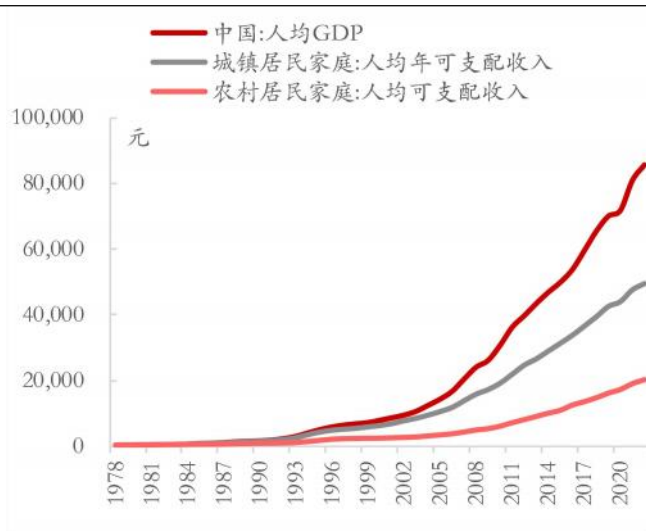


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

同时在高速发展过程中，也有一些结构性问题越发突出。

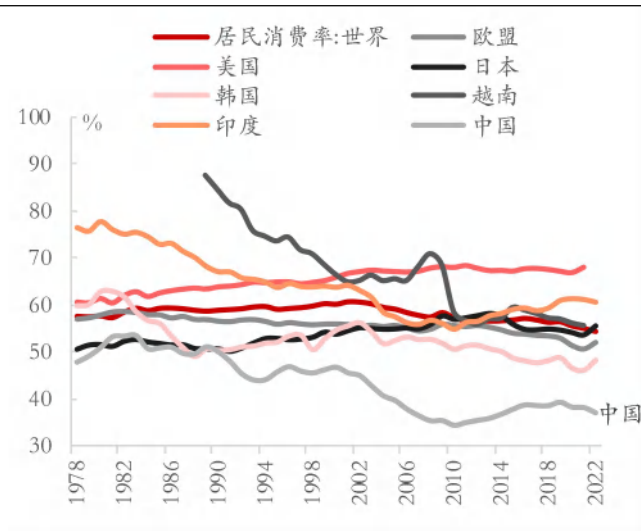
首先是在国民收入分配并未向居民部门倾斜。从 1978 年至 2022 年，中国人均 GDP 增长 222 倍，城镇居民人均可支配收入增长 143 倍，农村居民人均可支配收入增长 150 倍。涵盖了初次分配和再分配的居民可支配收入增速远未能跑赢经济增长。这种分配失衡也是中国高储蓄的原因之一。横向对比，中国居民部门最终消费率远低于世界平均水平，也低于越南印度等发展中经济体。中国内需不足首先就是指居民消费不足。

图表 10：中国人均 GDP 和人均可支配收入趋势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：中国居民消费率低于世界平均水平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

其次是地方政府债务问题较为棘手。地方政府以及城投公司等地方融资平台大量举债进行基础设施建设，但作为重要的还债资金来源的土地财政近些年陡然收缩，这就使得近端现金流与刚性的债务支出之间出现背离。如从2020年起，地方财政第二本账的政府性基金收入快速衰减，2023年前11月的累计收入只有2020年的一半。这种收支端的不匹配需要地方政府拓宽新的收入来源，而化债也约束了举债投资这一路径的现实扩张可能。

图表 12：地方政府显性债务偿还量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 13：地方政府性基金收入大幅下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（2023 年数据截至 11 月）

2023 年 12 月中央政治局会议提到，2024 年要坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”的总基调，这从年底中央政府增发 1 万亿国债并计入赤字以及北上二城房地产交易政策大幅优化等举措中已经可见端倪。我们认为国内面临的需求不足以及上述诸多约束均是长期问题，逆周期稳经济的路径依赖也已经逐渐被打破，供给端的超额扩张长期难以化解需求不足的问题。在此背景下，2023 年中国经济体现的“四低”局面在 2024 年扩张型的经济政策对冲下将有所缓和，但经济总体仍将保持在一个较为平稳的状态，向上脉冲幅度不宜高估，将比较温和。

值得注意的是，中国政府从二十大以后提出走中国式现代化道路，以高质量发展统筹全局，通过产业升级转型提高在全球产业链中的位置，打造中国经济增长新动能。我们认为这是应对长期约束的一大法宝，一旦卡脖子关键技术领域被攻破，形成新质生产力，则中国全要素生产率将得以提高，潜在增速天花板也将有望打开。所以中国经济当前处在这样一个破旧立新的关键过渡阶段，既要短期稳经济，又要全面铺陈高质量发展、建设现代化产业体系，同时也要注意防范化解重大风险。未来中国经济政策将着力于在这样三角结构中做更微妙的平衡。

具体地，我们认为 2024 年中国经济有四大看点。

2.1 房地产三大工程建设

短周期经济来看，中国经济下行主要受到房地产投资的拖累。2020 年末，房企融资三道红线发布，融资端收紧，中国的房地产投资随后从 2021 年开始回调，至今已持续三年。

图表 14：中国经济主要受房地产投资拖累



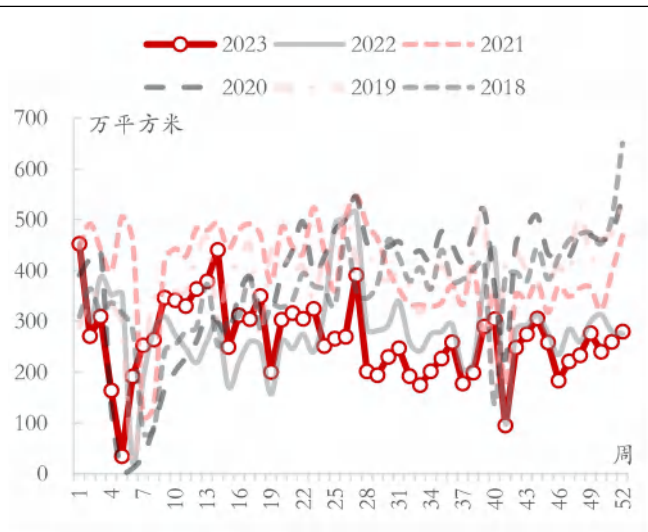
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（出口以人民币计价）

图表 15：地产投资已经连续三年回调



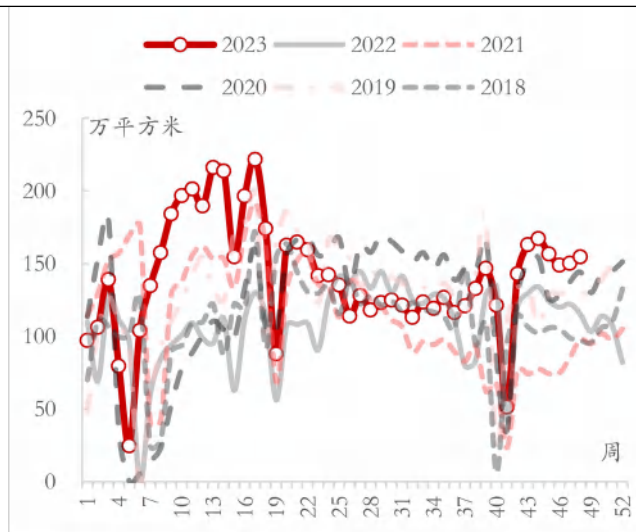
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 16：中国经济主要受房地产投资拖累



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 17：地产投资已经连续三年回调



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

房地产投资增速持续维持在-10%以下,对中国经济形成了巨大的拖累。从房企本身来说,如果市场持续低迷,那么即便现金流危机化解,也难以进行更多新开工建设。所以考察地产投资调整是否到底,则需要考察销售情况。

2023年7月24日中央政治局会议提到:“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”,随后调降存量房贷利率、一线城市认房不认贷、降低首套二套房首付比例以及利率下限等政策快速出台实施。但从现实层面看,30大中城市一手房交易未有明显起色,重点16城二手房交易在11月之后有所放量但动能有限。政策对房地产销售的刺激仍需要持续观察。总体上,目前房地产销售仍偏冷,资金面的改善更多依赖于银行信贷,销售层面预收款和按揭贷款变化较小。在“四低”背景下,居民收入改善较慢,房价下行造成居民资产受损,地产销售改善需要较长时间。

图表 18: 房企资金来源当月同比增速 (%)



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

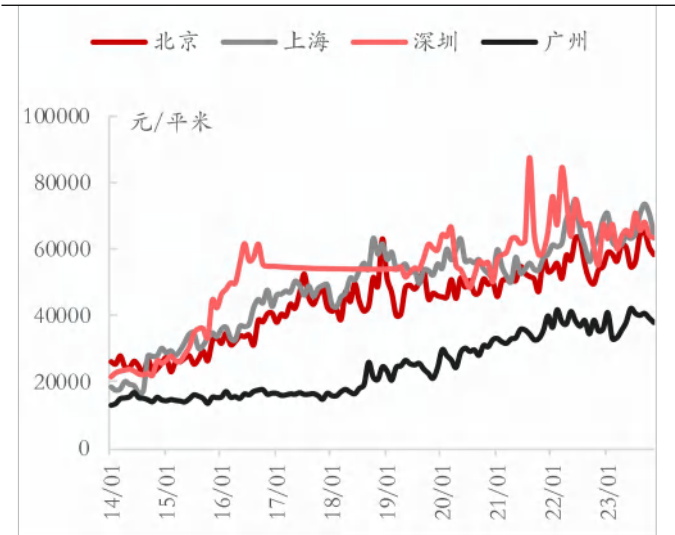
那么地产的底在哪里? 这个问题我们认为相较于通过长期人口趋势折算的刚需面积, 短周期底部更应该取决于房价或房价收入比。从逻辑上, 只要房价降至足够低, 居民部门收入足够偿还月供, 那么交易便可发生, 市场底部也随之到来, 进而传导至房企新开工。

考虑到数据可得性以及国内部分二三线城市地产政策放开时间已较长但现状改善较慢的现实, 我们着重考察一线城市, 事实上历史上房价回升也都是由一线城市带动。四大一线城市房价有所分化, 北上广的房价总体来看仍呈现上涨趋势, 但价格中枢上移的速度在2022年至今已经明显放缓, 而深圳则在2020年以后便呈现出高位震荡态势。根据numbeo最新数据(截至2023 Mid-Year), 中国一线城市的房价收入比中, 北京已经大幅回落, 当前位置回到2017年末的水平; 深圳回落至2019年初左右的水平; 广州和上海则仍处在高位。

故从房价收入比的角度来看, 2015年房价上涨启动前, 四大一线城市房价收入比平均值

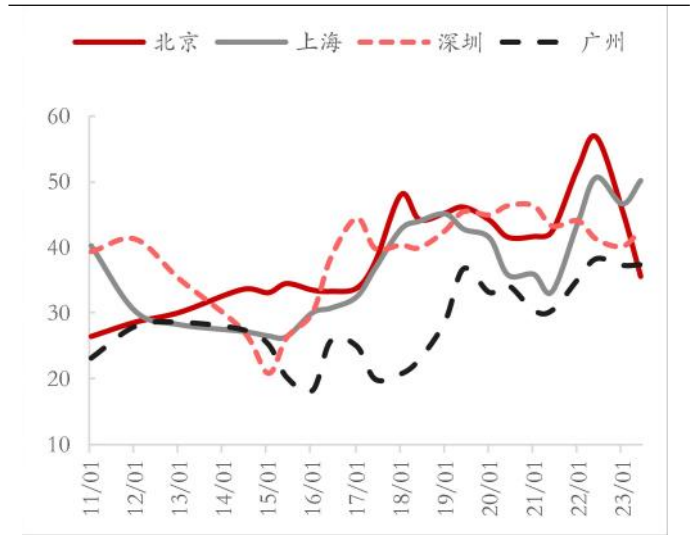
为 26.9，2018 年中房价开始下行时为 37.8，而当前则为 41.4，故当前一线城市房价仍不能称之为回调充分，考虑到分母端的居民收入改善相对较慢，则分子端房价当前位置仍然偏高，仍有明显的回调空间。在此情况下，地产投资恐仍未能到达底部。同时，考虑到现实层面，保交楼工作对于房企资金的挤占仍会持续，故地产新开工恐难言见底。地产投资同比增速预计 2024 年仍为负值。

图表 19：北上广深房价走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 20：北上广深房价收入比



资料来源：numbeo，东证衍生品研究院

在房地产投资下行之际，2023 年政府部门提出加快保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施在内的三大工程建设，这将成为构建房地产新发展模式的一个重要突破口，某种程度上也可以部分对冲房地产下行的缺口。

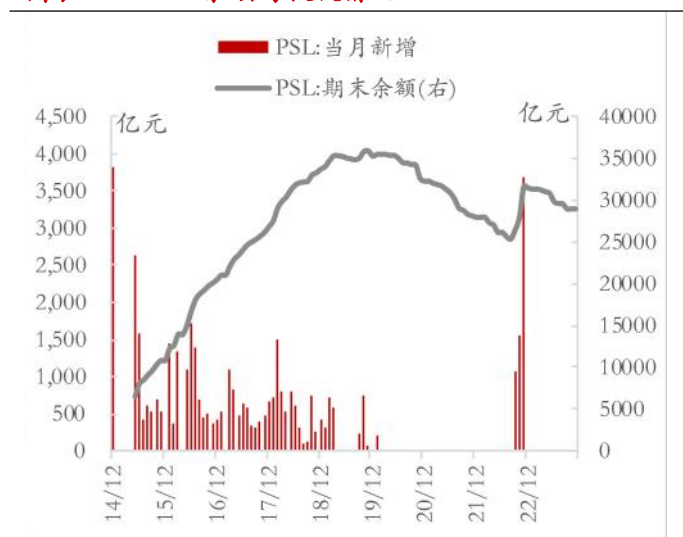
本轮三大工程相较于 2015-2018 年的棚改项目有所不同，主要体现在涉及的广度、执行的内容有所区分，三大工程主要聚焦于大城市。具体地，2023 年 4 月 28 日，中央政治局会议首提：“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设，规划建设保障性住房”。随后 2023 年 7 月 4 日，国常会审议通过《关于积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设的指导意见》；7 月 21 日，国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》；8 月 25 日，国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》。三大工程的整体框架基本确定。从国常会内容看：

- 1) “平急两用”公共基础设施主要是为承接重大疫情防护/重大突发性公共事件的保障功能，而更加优化利用存量城市低效闲置资源，更偏向基建项目而非居民住房项目。
- 2) 保障性住房主要是瞄准房地产行业长期制度改革，厘清保障房和商品房关系，满足不同群体的住房需求。保障房将更加体现一城一策、精准施策的政策思路。短期看，保障房将起到稳定房地产投资作用，长期看，保障房更多是满足民生需求。

3) 城中村改造主要是推动城市高质量发展，撬动民间投资。同时也要与保障性住房建设结合好，统筹民生改善需求。

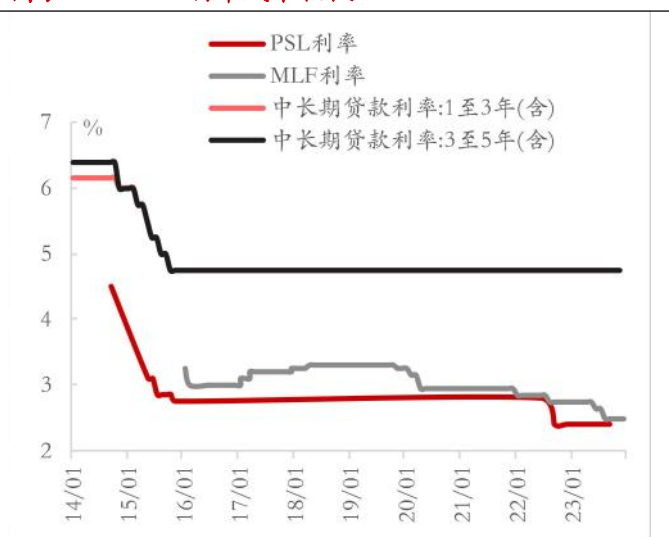
所以三大工程将成为 2024 年投资端重要的抓手。央行表示为保障性住房等三大工程建设提供中长期低成本资金支持。故从资金角度看，利率成本较低的 PSL 以及可被用于投向城中村改造的地方政府专项债或将发挥重要作用。

图表 21: PSL 余额与投放情况



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 22: PSL 利率成本较低



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

PSL 是央行于 2014 年 9 月设立的结构性货币政策工具,主要是给政策性银行提供长期低成本棚改资金支持。PSL 期限 1 年,原则上可展期 4 次,即累计不超过 5 年。PSL 利率成本明显低于 MLF 利率和中长期贷款利率,且 PSL 具有准财政功能的定向支持作用,非常适合用于三大工程建设。中国 PSL 投放历史主要有两轮:第一轮是 2015-2019 年,为支持棚改货币化安置央行进行大量 PSL 投放,此阶段 PSL 余额急速增加。第二轮是 2022 年 9 月至 11 月,央行重启 PSL 来对冲疫情造成的投资下行与地产萎靡。所以我们认为 2024 年重启 PSL 概率较大。

那么 PSL 有多大量支持? 我们进行粗略估算: (1) 回顾历史,第一轮 PSL 月均投放额约 760 亿,第二轮 PSL 月均投放额 2100 亿元。二者月均差别较大,主要原因在于棚改第一轮投放时间较长,同时货币财政工具配合,给予除 PSL 之外的一系列资金补充支持,而第二轮则更多倾向于短期应急,稳住固定资产投资。考虑到本次房地产三大工程建设也是长期规划,故单月平均投放额应难以达到 2022 年 9-11 月平均水平,应与第一轮接近。同时考虑到当前配套的民间资金预期较弱,债务高企,参与积极性有待增强,故 PSL 撬动的资金杠杆应弱于第一轮,PSL 自身投放量应有所加大。所以全局 PSL 投放量假设为 750-800 亿元/月,对应 9000-9600 亿元/年。(2) 前文提到,区别于棚改,本轮三大工程更多局限于超大特大以及部分重点城市而非全国,故需要进行口径调整。根据

七普发布的《中国人口普查分县资料》显示，中国共计有 7 个超大城市、14 个特大城市。若再考虑后续可能追加的 14 个人口规模在 300 万以上 500 万以下的 I 型大城市，则 35 城总常住人口共计约 4 亿人，占七普全国人口比例为 28.4%。若以人口占比来推算，则 PSL 投向三大工程应约为 210-227 亿元/月，对应约 2520-2726 亿元/年。预计 2024 年房地产开发投资增速约为 10 万亿左右。则 PSL 资金能拉动房地产投资增长约为 2.5%-2.7%。

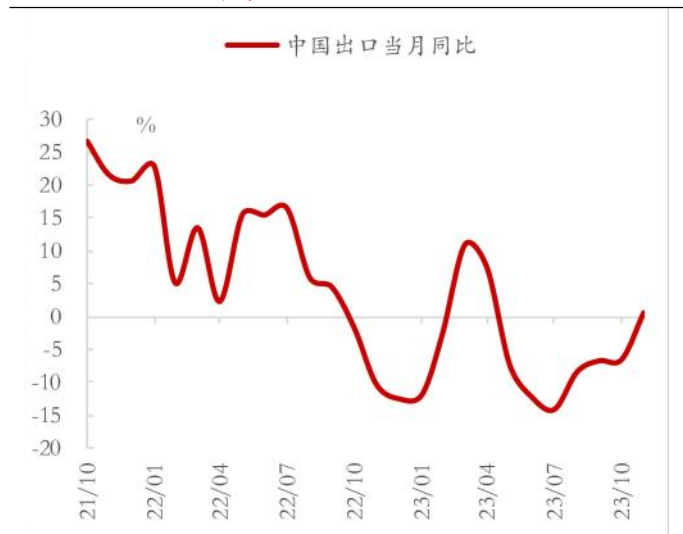
此外，专项债也可以用于保障型安居工程建设。按照监管要求，2024 年专项债投向整体保持 10 大领域不变，但一些细项发生变化。其中，保障性安居工程领域新增城中村改造、保障性住房两个投向。从 2021-2023 数据看，保障性安居工程投放总量占专项债总量的比例约为 14-17%。假设 2024 年专项债规模达到 4 万亿，则投向三大工程试点城市的约为 0.17 万亿，约能拉动地产投资 1.7%。

合并 PSL 和专项债，则粗略测算有望通过三大工程达到拉动地产投资 4% 以上的水平。同时其余的准财政政策工具也有望设立进行更多资金补充。但需要考虑的是，三大工程的相关细节以及执行标准目前仍并不清晰，2024 年从资金到位到项目执行或有一定时滞。同时地方政府化债的压力或许也将使得该路径面临一定掣肘。总体上，三大工程是对房地产投资的有效补充，但无论是 PSL 还是专项债的资金偿还，都需要地方政府筹措资金，在土地财政下行期有较大难度，三大工程建设在政策端仍需厘清权责、疏通堵点。

2.2 中美共振补库拉动库存周期回升

2023 年 1-11 月以美元计价的出口累计增速-5.2%。若看单月增速，则更为明显，受海外多国加息影响，全球需求回落，中国出口增速持续为负。但若将出口拆分为量价两个因素，则可观察到，对出口形成压制的主要是价格，而出口数量在 2023 年下半年已有明显抬升。其背后的逻辑是美国需求表现出较强韧性，拉动了对中国出口的需求。

图表 23：2023 年中国出口增速下行



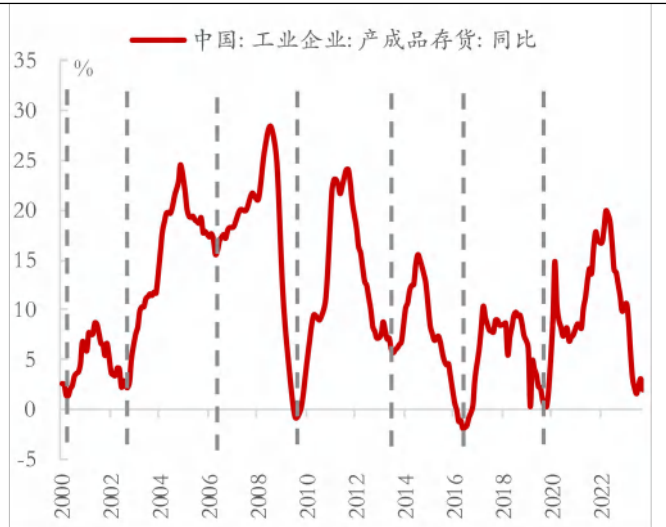
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 24：出口主要受价格拖累，数量仍较为强劲



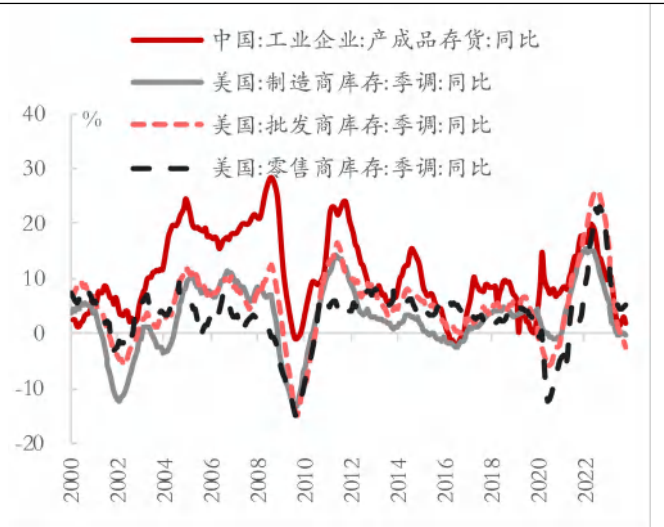
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 25: 中国库存周期



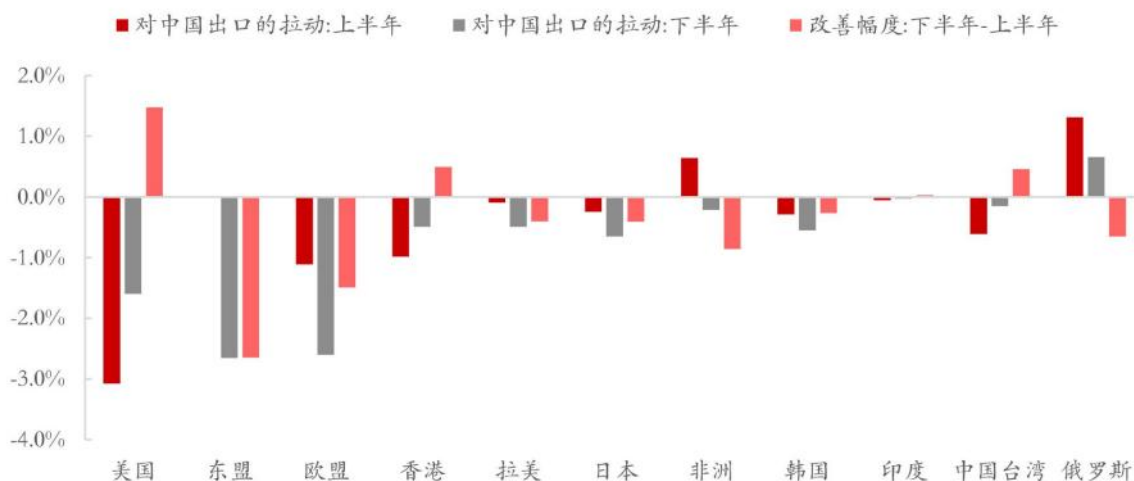
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 26: 中美库存均已见底



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

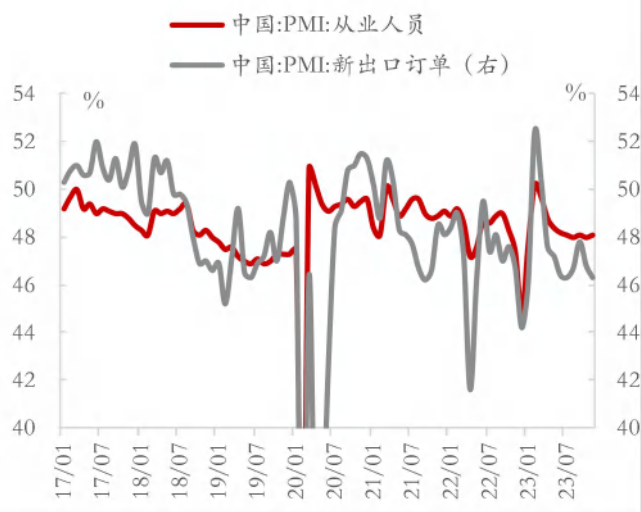
图表 27: 主要国家和地区对中国出口的拉动



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

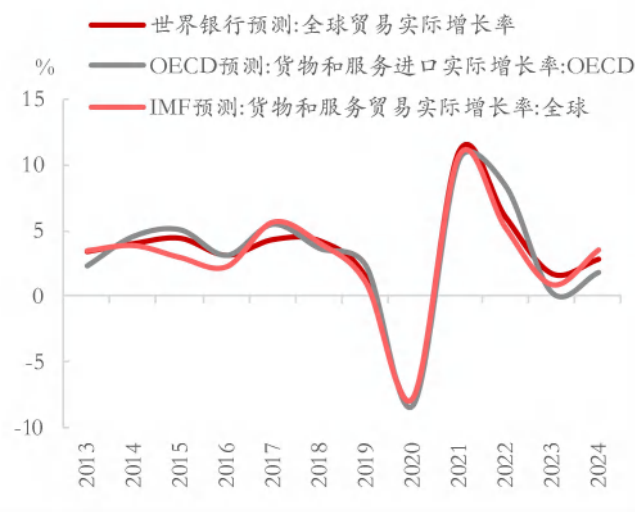
中国本轮库存周期始自 2019 年底, 至今已经持续 48 个月, 库存增速也回到历史低位, 但补库过程迟迟未能确认。主要原因在于内外需双双走弱之下中美共振去库存。但在当前位置, 美国通胀下降速度较快, 美国库存周期也已经触底, 特别是制造商库存同比转负, 零售商已经开始补库。因此我们认为在 2024 年, 中美共振补库存将成为对中国制造业拉动的重要一环。中国库存周期有望随着美国补库开始而逐渐开启上行周期。无论是出口增速还是由此带动的国内制造业就业, 均有望得以改善。

图表 28: 制造业出口与就业形势高度相关



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 29: 国际机构预测 2024 年全球贸易有明显扩张



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

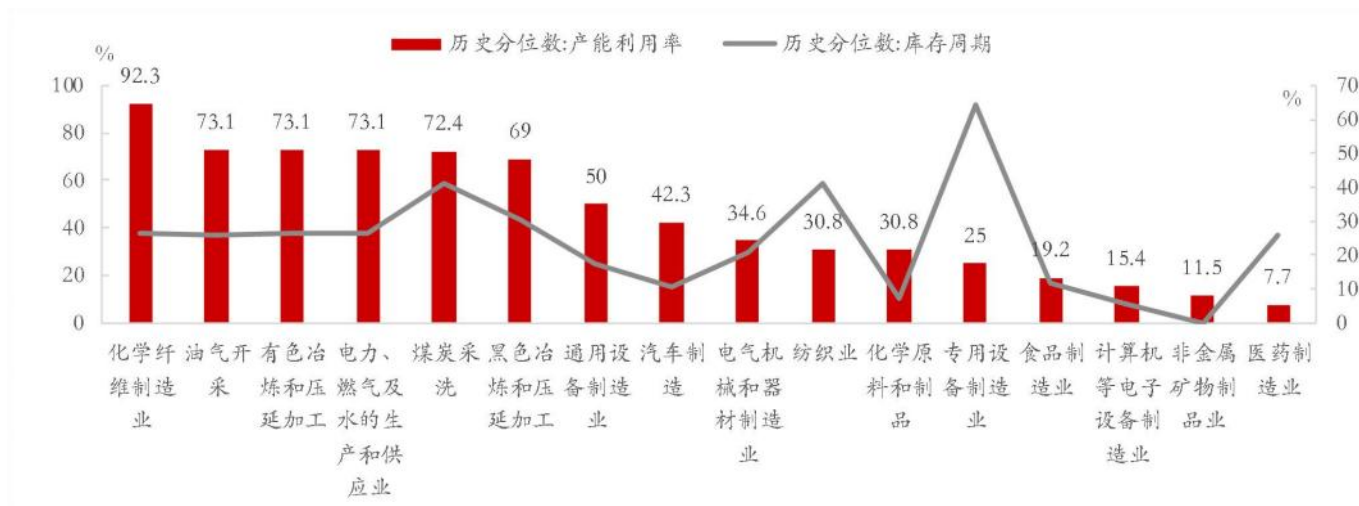
2.3 关注再通胀

毫无疑问如何提高中国通胀水平摆脱非典型通缩格局, 是 2024 年中国经济最重要的看点之一。截止 2023 年 11 月, 中国 CPI 同比增速-0.5%, PPI 同比-3%, 二者加权平均拟合的 GDP 平减指数为-1.75%。通胀疲弱主要有两方面原因: 第一方面, 产能过剩、需求不足共同造成了国内产出缺口持续为负。“企业利润-居民收入-需求扩张”的循环被打破, 企业与居民部门资产负债表修复仍未有效进行, 疫情的疤痕效应也使得居民消费倾向减弱, 同时低迷的就业与收入形势, 加剧了“口红效应”式的可选消费, 即旅游出行观影火爆, 而必选消费低迷。第二方面, 食品方面, 猪肉供给充足, 猪周期下行压低了 CPI 水平。

拉动通胀简单来说有三种方式, 一种是供给侧收紧, 一种是需求侧扩张, 第三种是货币超发注入大量流动性。

- 1) 供给侧而言, 中国高储蓄高投资所造成的产能过剩是长期问题, 前文已详细论述此处不再赘言。聚焦短周期, 从 12 月中央经济工作会议提到“部分行业产能过剩”出发, 使用国家统计局公布的产能利用率数据来考察产能过剩中观行业产能情况。从各行业数据来看, 上游资源品行业(含开采与加工)、电热水气公用事业产能利用率处于历史较高分位数, 整体供给侧格局相对较好。而部分中游及终端制造业存在较明显的产能过剩情况, 而且这些行业库存周期历史分位数也偏低, 整体上有明显的供需双弱、结构调整的特征。所以若未能提振中下游的需求, 单纯依靠供给侧改革去掉部分产能, 则通胀传导机制或将更为复杂, 不利于形成良性通胀, 如 2021 年运动式减碳。

图表 30：主要国家和地区对中国出口的拉动



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

- 2) 需求侧而言，中国居民部门消费需求受到消费能力制约。2023 年居民部门可支配收入增速距离疫情前有明显差距，并且三季度重新走低，这源于我们前文提到的“企业利润-居民收入”循环不畅。而 2023 年火爆的出行消费，更多是一种场景修复后的报复式消费，体现为收入改善较慢的同时，消耗掉超额储蓄。当前居民部门超额储蓄基本消耗殆尽，明年消费需求扩张面临的压力仍是较大的。核心 CPI 的扩张预计以较为温和的方式体现。

图表 31：居民部门收入增速未达到疫情前水平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 32：居民部门超额储蓄已经释放完毕



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

另一方面我们考察食品项 CPI。本轮 CPI 走弱，非常明显的原因在于猪肉价格同比大幅下行。养殖户压栏惜售等情况造成生猪存栏数下降较慢，当前能繁母猪存栏同比仍偏高，猪肉供给仍然较为充分，预计 2024 年猪肉价格或仍将低位运行，对 CPI 的拉动有限。

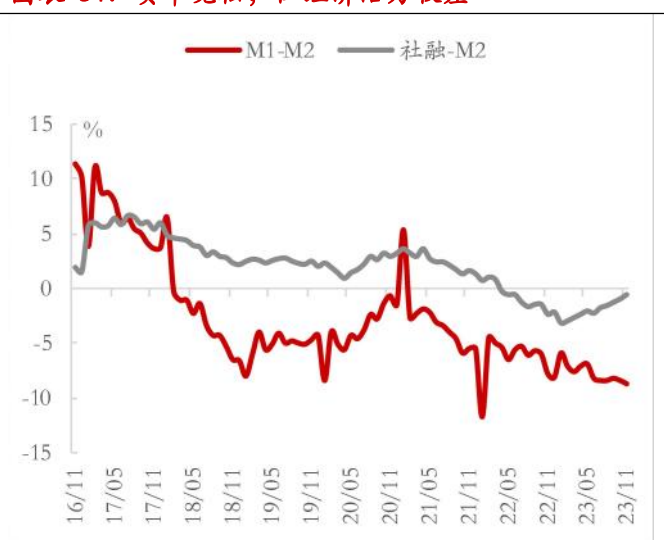
所以需求测综合来看，我们认为明年的看点或不在于 CPI 而在于上中游行业的 PPI，在 2024 年积极财政基建托底的经济格局中，中上游 PPI 有望上行。

图表 33：能繁母猪存栏数去化较慢，猪肉价格承压



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 34：货币宽松，但经济活力较差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

- 3) 货币政策而言，近两年货币政策总体上是较为宽松的，但宽货币对经济的拉动边际减弱，如 M1-M2 不断走低、社融-M2 近两年一度为负值。所以当前的问题不在于是否向实体经济注入大量流动性，而在于货币政策传导机制出现梗阻，实体经济预期低迷造成存款定期化现象严重。2023 年 12 月 15 日，中国人民银行党委召开扩大会议，传达学习中央经济工作会议精神。会议提到 2024 年货币政策将“综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，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。加大逆周期和跨周期调节，引导信贷合理增长、均衡投放，提升金融对实体经济支持质效”。2024 年货币政策整体上仍然偏松，但投放方面，将更加均衡，并非大水漫灌。同时也要发挥好货币政策的“类财政”功能，服务长期战略，向重点领域倾斜。

所以总体来看，我们预计 2024 年再通胀的看点将聚焦于需求修复情况，依托投资端扩张带动 PPI 上行，然后再通过居民收入改善释放消费潜能进而向 CPI 传导。当然这种修复路径的展开将较为温和。

2.4 宏观政策形成高质量发展的合力

高质量发展是未来长期的道路选择，也是国内经济政策落地的具体体现。12月中央经济工作会议围绕明年推动高质量发展，提出9项重点任务。其中，“以科技创新引领现代化产业体系建设”放在首位。会议同时要求，“要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力”。在2023年围绕宏观经济国内有诸多讨论，我们认为2024年，宏观政策将形成合力，向着高质量发展一体化迈进。从会议对货币政策以及财政政策的表述已经充分说明，2024年将更加强调精准与定向、财政政策要强化国家重大战略任务财力保障，货币政策要引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。我们预计2024年基建与制造业投资将延续向着科技、绿色领域投入。中国经济的现代化产业体系将越发向着高技术、高附加值的制造业与新基建演化。

图表 35：疫情后高技术制造业投资增速大幅领先



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 36：信贷向工业部门疾速倾斜



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3、展望 2024 年 A 股：迎接挑战

无论从分子端基本面修复逻辑，还是分母端流动性宽松逻辑，站在 2022 年末，似乎都支持 A 股将在 2023 出现明显上涨。但 A 股在 2023 年跑输全球主要股指，成为年内最大的预期差。沪深 300 指数年线出现 3 连跌，也成为历史首次。股指的大幅回调也不不断强化市场的悲观情绪，进而引发投资者对中国股市基本制度的反思。

站在当下时点展望未来，我们暂且悬置对制度层面问题的探讨，而是在上证指数跌回 2900 点附近之际，将目光聚焦到 A 股本身，提出几点思考。

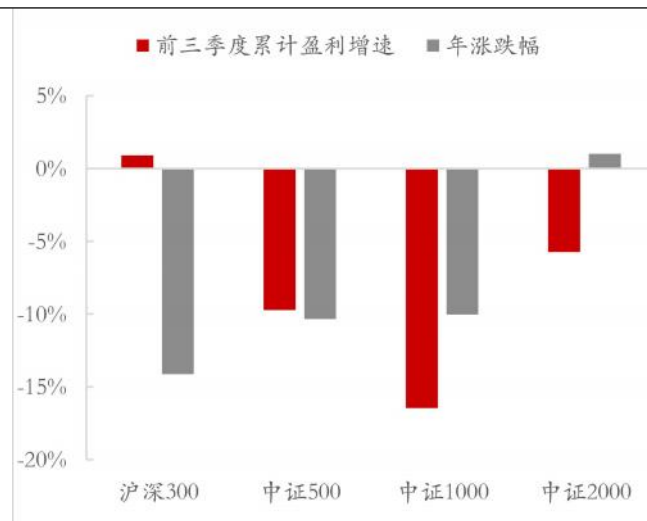
- 1) A 股市场已经成为一个十分割裂的市场。从大类资产的角度谈及 A 股，通常指的是沪深 300 指数、MSCI 中国 A 股指数等大盘股。这些股票往往是机构重仓股，被充

分研究，定价效率极高。而同时 A 股市场上有相当数量的小盘股，它们总市值占比不大，但机构参与度少，定价的科学性有待提高。我们计算了指数成分股的平均股东户数，结果发现大盘股（沪深 300 和中证 500）平均股东户数减少，即持股更加集中，而小盘股平均股东户数变化不大，筹码更分散。这种筹码结构的变化背后反映了投资者在逐渐地减持大盘股，而涌向中小盘股票。这种转移与割裂是否是暂时现象，仍需持续观察。

- 2) 宏观混沌不清之际，市场在进行“逃避宏观”的交易。疫情以来，无论是中国宏观还是海外宏观，均发生了明显的变化，资产价格与经济周期的映射逐渐失效，同时海外地缘政治以及意识形态冲突频频爆发，更激化了市场矛盾。中国方面，政策逆周期调节以及宏观经济数据面临的基数干扰等，使投资者面临“政策平滑-数据平滑”的两重平滑，宏观与微观经济的体感之差难以解释，市场难以捕捉宏观的锚点。因此 A 股投资者开始进行“逃避宏观”的交易，表现在 A 股盘面上，体现为中小盘股票轮番炒作，而大盘股指数沪深 300 尽管前三季度盈利增速为正，但跌幅却最大。

图表 37：指数成分股平均股东户数变化


资料来源：Wind，东证衍生品研究院（以流通股本计算）

图表 38：前三季度盈利增速为正的沪深 300 跌幅最大


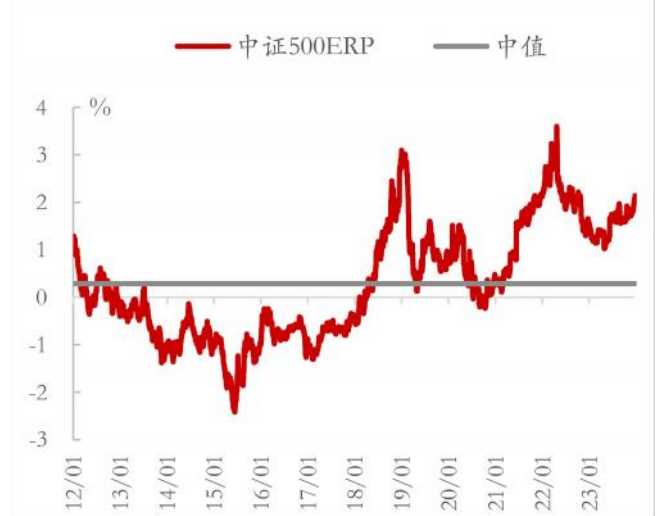
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（截止到 2023/12/26）

- 3) 当前市场处于低位的说法并不精确，准确地说，应为从估值看，沪深 300 指数处于历史极低位置。而中证 500 和中证 1000 虽然也有明显回调，但难言历史底部。观察 ERP 则更加清晰。沪深 300 指数的 ERP 处于历史极端高位，基本持平 2022 年 4 月的高点，而中证 500 和中证 1000 的 ERP 则处于历史中值偏高的位置，距离 2022 年 4 月的高点仍有明显距离。另外，从国际对比角度看，中国资产近两年经历了明显的估值杀跌，当前创业板指的估值已经远比不上纳斯达克。
- 4) 从经济角度看，中国逐渐从高速增长过渡为中高速增长，A 股的回报率近十年也呈现逐渐下降态势。我们以 A 股的 ROE TTM 作为投资 A 股的潜在回报率，可以看到

近十年来 A 股 ROE 中枢经历了 13%-10%-8% 的下降过程。从投资回报的角度看，A 股作为大类资产的吸引力是有所下降的。国内居民资产配置能否大规模向权益市场转移，不仅会考虑房价下跌的影响，A 股本身风险收益的性价比也尤为关键。

图表 39：沪深 300 的 ERP 处于历史绝对高位

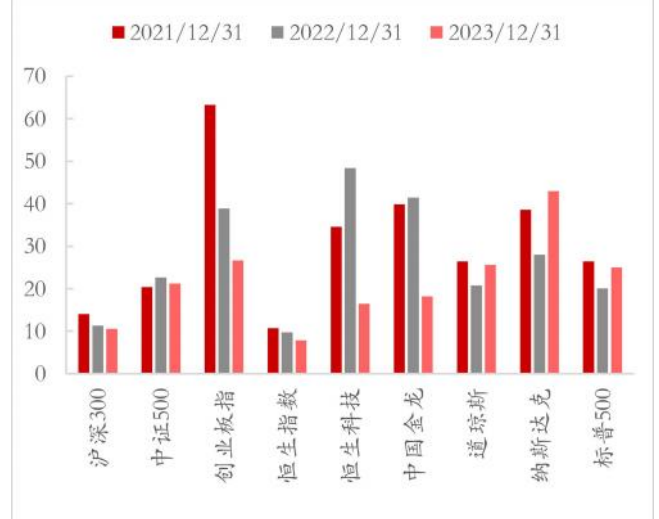

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 40：中证 500 的 ERP 处于历史均值偏高位置


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 41：中证 1000 的 ERP 处于历史均值偏高位置


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 42：A 股美股估值对比


资料来源：Wind，东证衍生品研究院（截止到 2023/12/26）

图表 43: A 股 ROE 中枢下移



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 44: 北向资金 2023 下半年大幅净流出



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

展望 2024 年 A 股, 我们需要立足于上述几个特点。首先, 根据前文经济展望分析, 2024 年中国宏观经济总体表现仍将平稳, 修复仍是温和的。在此情况下, 市场在混沌不清的状态下仍将交易一段时间, 预计两会将是一个重要的时间节点。但随着政策合力逐渐推进, 市场宏观锚点或将逐渐收敛于我们总结的四大看点。其次, 根据市场预期数据, 假设 2024 年 GDP 增速约为 5%, 总体通胀达到 1%, 则推算全部 A 股的盈利增速将落在 5-10% 的区间内。考虑到 A 股的估值近两年被明显压缩, 估值中枢下降较快, 预计 2024 年的反弹或有估值盈利双击的过程, 但该过程仍受制于市场预期低迷以及中国结构转型进程的影响。第三, 从胜率与赔率结构上看, 大盘股沪深 300 指数目前相对占优。第四, 美国将于 2024 年进入降息周期, 随着全球流动性释放, 外资或将从流出 A 股重新转为流入, 资金面压力将有所缓解。

总体上, 我们认为 2024 年 A 股大概率演绎区间震荡行情。节奏上看, 由于 2024 年春节靠后、两会召开制定 GDP 以及财政目标时已是三月份, 在此之前市场仍然缺乏宏观锚点, “逃避宏观”交易或仍对指数形成压制。二季度起, 中国经济回暖特别是企业部门利润表修复将进入到实质化阶段, 同时美国降息预计在上半年会到来, 内外因素共振或将推动指数震荡反弹。下半年, 随着财政靠前发力逐渐开始衰减, 预计经济增速环比动能或有所减弱, A 股预计维持震荡。全年 A 股节奏呈拱形走势。这对于投资者提出了更高的挑战。

4、投资建议: 习惯震荡格局, 切换投资模式

展望 2024 年, 中国宏观经济将从疫后修复走向高质量发展全面贯彻, 经济结构性特征大于总量特征。通过发展新质生产力来拉高中国在全球价值链中的位置是已经确定的

中长期路径，这将贯穿不仅是 2024 年甚至未来更长时间。在相当一段时间内，A 股投资者将面对新与旧、成本与回报的多重权衡。站在 2023 年末，大盘股指数已经回调较为充分，从赔率角度看，我们预计 2024 年 A 股利润增速将落在 5-10% 的区间内，估值或有小幅扩张，但不宜高估。从胜率角度看，市场的悲观预期仍需要时间来化解，或将跟随美元降息节奏而定。另外，我们认为随着中国经济增速换挡，越来越多的成长股将演变为价值股，投资者也必须调整预期，从向市场要回报转变为向公司要回报，高股息红利低波动策略将是与这一转型阶段较为匹配的投资策略。

5、风险提示

美联储降息预期波动，海外地缘风险加剧。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com