

# 中国宏观经济：道阻且长 行则将至

## ——2023 年中国宏观经济回顾与 2024 年展望

方正中期期货研究院 宏观与大类资产研究中心 李彦森 Z0013871

### ➤ 摘要：

○ 2023 年经济总体呈现修复趋势，其中一季度高斜率修复、二季度增长回落、下半年开始经济回归稳定，产量回稳、价格反弹。供需逻辑上看，产出加快受防疫政策调整、需求改善、经济转型等影响，实际产出表现强于名义产出。二季度主动去库存结束后，下半年转向加库存周期。需求分项中，消费对经济支持明显增加。投资需求分化，基建先持稳后加速。地产持续走弱是主要拖累，外需影响经济另一因素。国内通缩风险二季度明显放大，下半年开始进入再通胀阶段。货币政策年内持续宽松，央行两次降息、两次降准，资产负债表扩张。财政政策则集中在下半年发力。房地产和地方债务风险是国内经济面临的主要问题，也是政策宽松的出发点。而人民币汇率先下跌后反弹，持续贬值风险已消除。受国内外因素影响，大宗商品价格先弱后强，但四季度出现分化，未明显偏离经济基本面。

○ 我们预计，2024 年国内经济总体仍将延续弱复苏为主的趋势，呈现“波浪式发展、曲折式前进”的特点。消费和基建是重要支撑，外需存在反弹空间，房地产风险仍需警惕。供给将继续跟随总需求回升，加库存周期进一步明确。长周期看 2022 年下半年以来以来的底部右侧趋势不变，基准预期下的 2024 年 GDP 实际同比增速合意区间为 4.5% 至 5.0%，叠加再通胀因素名义增长将高于此增速。货币继续宽松，央行可能降息 10BP、降准 25BP 或更多。财政赤字和地方专项债目标大概率调升。而最终如何化解地产和地方债风险将是市场关注的焦点。

## 目录

第一部分	供给触底反弹 复苏趋势不变.....	3
一、	名义供给稳定回升 产出周期仍在上升.....	4
二、	企业利润触底反弹 未来仍存修复空间.....	6
第二部分	消费恢复常态后关注地产.....	7
一、	实际投资基本稳定 地产风险尚未解除.....	8
二、	政策调整后消费复苏 关注就业、收入.....	11
三、	外需触底反弹 对经济拖累将下降.....	12
第三部分	通缩风险已过 再通胀将持续.....	14
一、	猪、油拖累消费物价 核心 CPI 持稳.....	15
二、	PPI 已完成探底 通缩转向再通胀.....	17
第四部分	财政货币双宽松 政府继续加杠杆.....	18
一、	政府融资增量上升 货币政策继续宽松.....	19
二、	预算内收入稳定 财政政策力度明显增加.....	21
三、	中央政府加杠杆势在必行.....	23
第五部分	汇率探明底部 将继续震荡反弹.....	25
第六部分	大宗商品跟随经济宽幅震荡、底部抬升.....	28
第七部分	全文总结与 2024 年展望.....	29

## 第一部分 供给触底反弹 复苏趋势不变

今年<sup>1</sup>以来经济总体呈现修复趋势，其中一季度脱离 2022 年低位后迅速回补产出缺口而呈现高斜率修复，二季度增长斜率明显回落，并出产量下降、价格回落的主动去库存迹象，通缩风险短期上升。但下半年开始经济回归稳定，重新形成产量回稳、价格反弹的格局。主要分项指标中，工业增加值、社会零售消费等表现较强，城镇固定资产投资增速逐步放慢，出口增速先走弱后企稳。供需逻辑上看，产出增速加快受到防疫政策调整对产业链和供应链的支持、经济结构转型等影响，制造业表现好于原材料行业。原材料价格波动对名义产出影响先向下后向上，行业差异先放大后减小。预计 2024 年供给将继续跟随总需求回升，且仍为向上弹性、向下刚性的特点。长周期看 2022 年下半年以来的底部右侧趋势不变。基准预期下的 2024 年 GDP 实际同比增速合意区间为 4.5%至 5.0%，叠加再通胀因素名义增长将高于此增速。

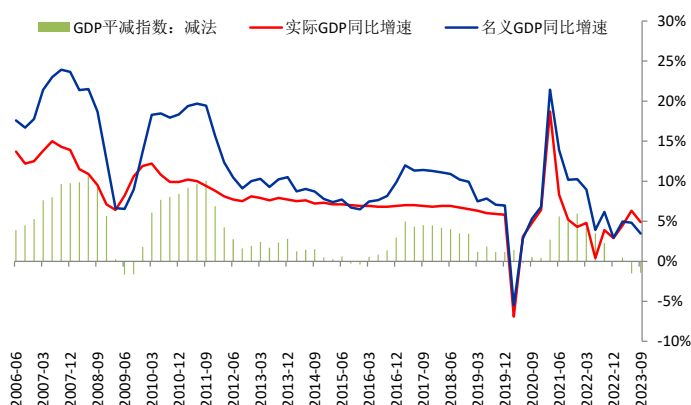


图 1 名义 GDP 增速相对实际 GDP 增速更快  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

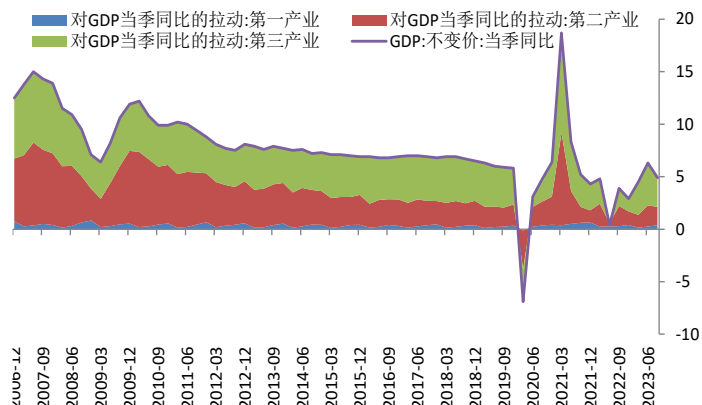


图 2 三大产业对 GDP 增长的贡献  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

2024	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP同比 增速	5.00%	6.00%	5.50%	5.50%	5.51%
	4.50%	5.50%	5.00%	5.00%	5.01%
	4.00%	5.00%	4.50%	4.50%	<b>4.51%</b>
	3.50%	4.50%	4.00%	4.00%	4.01%
	3.00%	4.00%	3.50%	3.50%	3.51%

表 1 不同情境下的 2024 年 GDP 增速预期

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

<sup>1</sup> 本文以 2023 年为出发点展望 2024 年，因此如无特殊说明，文中“今年”“年内”“年中”等均指 2023 年，“明年”均指 2024 年。

数据名称	单位	2021	2022	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11
实际GDP累计同比	%	8.45	2.99	2.99	--	--	4.50	--	--	5.50	--	--	5.20	--	--
名义GDP累计同比	%	13.39	5.31	5.31	--	--	4.97	--	--	4.88	--	--	4.38	--	--
工业增加值累计同比	%	9.60	3.60	3.60	-9.79	2.40	3.00	3.60	3.60	3.80	3.80	3.90	4.00	4.10	4.30
制造业PMI	点	50.54	49.14	47.00	50.10	52.60	51.90	49.20	48.80	49.00	49.30	49.70	50.20	49.50	49.40
出口金额:累计同比	%	29.62	5.58	5.58	-12.00	-8.30	-1.90	0.40	-1.30	-3.40	-5.10	-5.60	-5.70	-5.80	-5.20
进口金额:累计同比	%	30.05	0.74	0.74	-21.10	-10.00	-7.20	-7.60	-7.10	-7.10	-7.80	-7.70	-7.60	-6.60	-6.00
贸易差额:累计值	亿美元	6704	8379	8379	919	1039	1811	2667	3320	4013	4808	5482	6237	6797	7481
固定资产投资:累计同比	%	4.90	5.10	5.10	--	5.50	5.10	4.70	4.00	3.80	3.40	3.20	3.10	2.90	2.90
房地产投资:累计同比	%	4.40	-10.00	-10.00	--	-5.70	-5.80	-6.20	-7.20	-7.90	-8.50	-8.80	-9.10	-9.30	-9.40
基建投资:累计同比	%	0.21	11.52	11.52	--	12.18	10.82	9.80	9.53	10.15	9.41	8.96	8.64	8.27	7.96
制造业投资:累计同比	%	13.50	9.10	9.10	--	8.10	7.00	6.40	6.00	6.00	5.70	5.90	6.20	6.20	6.30
名义社会消费:累计同比	%	12.50	-0.20	-0.20	--	3.50	5.80	8.50	9.30	8.20	7.30	7.00	6.80	6.90	7.20
GDP平减指数累计同比	%	4.60	2.24	2.24	--	--	0.45	--	--	-0.59	--	--	-0.78	--	--
CPI:累计同比	%	0.90	2.00	2.00	2.10	1.50	1.30	1.00	0.80	0.70	0.50	0.50	0.40	0.40	0.30
核心CPI:累计同比	%	0.80	0.90	0.90	1.00	0.80	0.80	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
PPI:累计同比	%	8.10	4.10	4.10	-0.80	-1.10	-1.60	-2.10	-2.60	-3.10	-3.20	-3.20	-3.10	-3.10	-3.10
PPIRM:累计同比	%	11.00	6.10	6.10	0.10	-0.20	-0.80	-1.50	-2.30	-3.00	-3.50	-3.60	-3.60	-3.60	-3.60
M2:存量同比	%	9.00	11.80	11.80	12.60	12.90	12.70	12.40	11.60	11.30	10.70	10.60	10.30	10.30	10.00
贷款余额存量同比	%	11.60	11.10	11.10	11.30	11.60	11.80	11.80	11.40	11.30	11.10	11.10	10.90	10.90	10.80
社融规模存量同比	%	10.30	9.60	9.60	9.40	9.90	10.00	10.00	9.50	9.00	8.90	9.00	9.00	9.30	9.40

表 2 近一年主要经济数据变动情况

数据来源: Wind、方正中期研究院

## 一、 名义供给稳定回升 产出周期仍在上升

今年以来产出端基本呈现持续修复的趋势,尤其是实际工业增加值同比增速3月开始持续加速。名义工业增加值在二季度受到价格回落因素拖累出现阶段性下降,但三季度开始再度回升。工业增加值出现上述变动主要反映三点逻辑的影响。一是防疫政策的调整重新打通过内外产业链和供应链,是产出端整体趋势转向的根本因素,尤其影响一季度产出。二是价格波动对名义产出尤其是原材料行业影响极大,这直接导致二季度名义增加值负增长,以及当时国内经济再度再度走弱令市场担忧。三是国内经济结构持续调整,汽车、工业装备等制造明显强于原材料行业如黑色等表现。这也对应了需求端的重点从房地产转向外需和消费。从最新情况看,四季度产销率、出口交货值等指标已经趋稳。出口开始回暖,财政明显发力,供给将继续跟随需求修复,特别是原材料行业,这一变动或持续至2024年上半年。结合PMI来看,今年二季度短暂主动去库存后,三季度转向被动去库存向主动加库存过渡阶段,虽然商品价格调整、地产投资偏弱等因素拖累下总需求仍有待巩固,库存周期变动较为混乱,但我们仍认为未来方向是主动加库存,当前国内经济仍处于底部右侧阶段,方向继续向好不变。不过产出端的主要矛盾仍然存在,即供给向上有弹性、向下有刚性,需求改善能够对供给产生向上带动,但需求走弱后供给回落不明显。从名义增长角度看,明年二季度PPI增速将会回正,这有利于名义增长继续加速,企业营收和利润也存在进一步改善空间。目前供给端总体稳定,但需求仍需要进一步巩固。未来需关注两个关键点,一是增量财政政策对基建拉动、地产支持程度,二是海外经济企稳和对外需带动的步伐。更长期角度看,工业增加值能够维持增长难以对冲建筑等其他产业增速回落,国内经济下台阶的大方向不变。

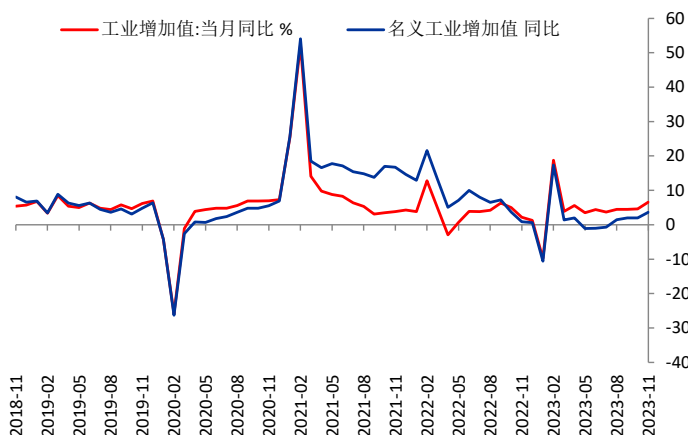


图 3 名义工业产出二季度探底后回升

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

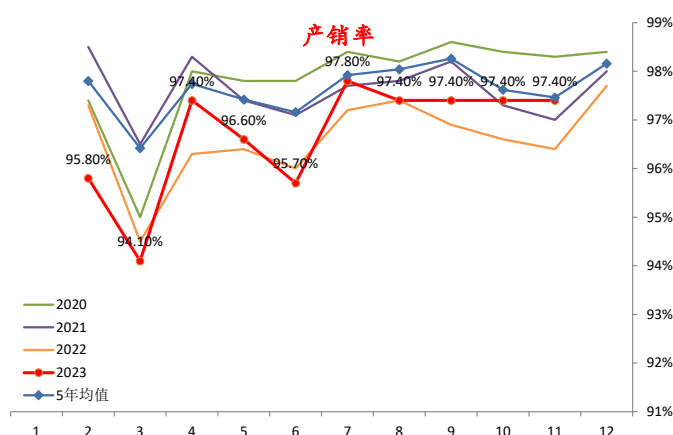


图 4 三季度后产销率回稳

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

官方同比	下游行业					中游行业										上游行业						
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采辅助活动
2023/11	3.8	-0.5	2.1	-8.1	20.7	0.8	1.9	10.2	10.6	12.7	9.2	5.1	10.2	-0.6	7.4	9.6	5.2	1.8	11.6	2.7	-2.7	-12.7
2023/10	4.7	0.7	2.0	-10.4	10.8	-0.1	2.7	9.8	4.8	9.6	0.9	7.3	12.5	-1.1	6.0	12.1	3.3	0.4	12.8	9.5	-2.4	-8.0
2023/09	6.4	1.2	0.8	-7.7	9.0	0.0	1.6	11.5	4.5	2.6	4.6	9.9	8.4	-1.7	6.0	13.4	1.4	3.4	1.3	-0.9	-5.9	6.6
2023/08	2.5	3.1	1.4	-6.2	9.9	-0.8	-0.5	10.2	5.8	3.1	0.2	14.5	8.8	-1.6	5.4	14.8	1.6	7.2	-2.1	-0.9	-5.6	-1.4
2023/07	0.0	3.0	-0.3	-3.5	6.2	-1.4	1.5	10.6	0.7	1.0	4.6	15.6	8.9	-3.4	3.6	9.8	0.4	4.2	6.1	-1.2	-10.5	6.7
2023/06	3.1	2.2	-0.4	-2.1	8.8	-0.2	3.4	15.4	1.2	4.7	5.4	7.8	9.1	-0.4	3.0	9.9	2.0	4.1	0.0	-7.8	-8.5	5.9
2023/05	0.1	-1.3	-1.8	-4.4	23.8	6.1	3.9	15.4	0.0	7.6	5.2	3.1	7.1	-2.6	2.5	3.9	-1.6	3.7	-2.4	-10.3	-10.7	1.7
2023/04	2.9	-1.6	-3.0	-7.2	44.6	13.5	9.1	17.3	1.8	9.5	5.5	4.3	7.4	-0.6	2.9	7.5	-0.6	5.5	-0.2	-10.9	-8.5	1.8
2023/03	2.5	-4.9	-3.1	-8.3	13.5	4.6	7.3	16.9	1.2	8.6	5.3	6.0	7.0	3.8	1.7	7.1	0.7	2.2	5.1	-2.8	-6.6	5.5
2023/02	3.7	0.3	-3.5	-3.1	-1.0	-1.3	3.9	13.9	-2.6	9.7	2.3	5.9	6.7	0.7	-3.5	-0.7	5.0	4.2	7.3	-0.5	-2.2	24.0

表 3 中下游制造业明显强于中上游原材料行业

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

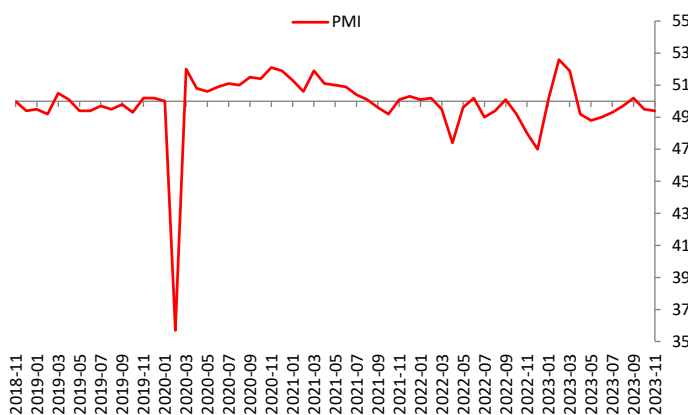


图 5 下半年 PMI 开始反弹

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

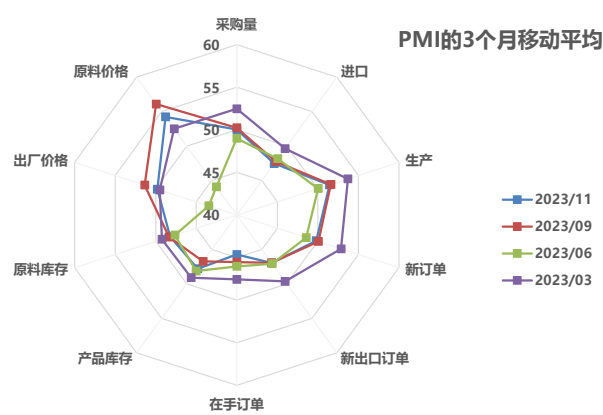


图 6 二季度 PMI 扩散指标最弱

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

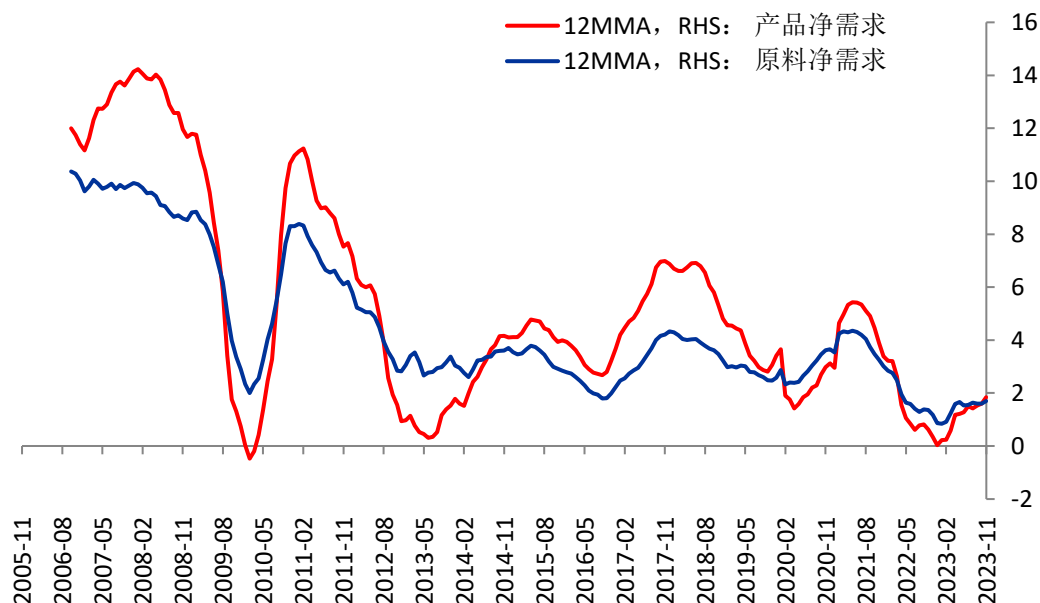


图 7 中长期需求位于底部（2022Q4 形成）右侧

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

## 二、企业利润触底反弹 未来仍存修复空间

2023 年工业企业利润增速跟随产出端呈现先下降、后回升走势，总体上看下半年总体表现强于上半年。4 月和 7 月是两个阶段性低点，其中 7 月是同比增速的最低位，随后的 8 月同比增速明显转正。主要影响因素上看，实际产出年内呈现先下降后上升态势，PPI 同比增速等价格指标表现类似，共同推动名义产出在二季度触底后反弹。而企业利润率则持续改善，对利润总额带来正向影响。从行业角度看，制造业年内波动较大，也是对总体利润形成最大影响的方面。其中专用设备、电子设备制造表现相对偏弱，尤其是电子设备制造出现明显负增长。通用设备、电气设备表现相对更好，后者是西安超过 20% 的增速。原材料行业中主要是黑色金属冶炼加工表现偏弱，但去年同期低基数支持下仍实现同比正增长。上游原材料和能源开采多呈现先弱后强走势。下游行业中汽车制造业在上半年大幅波动后下半年趋于稳定。至四季度情况表明，大宗商品价格波动对中上游原材料尤其是能源行业影响较大，中游原材料则更多与地产基建走弱有关，消费改善、出口持稳持稳有利于下游制造业利润。库存周期虽有所反复但仍为转向主动加。我们预计国内经济持续复苏趋势不变，供给将继续跟随需求改善。产量增速回升同时价格影响受到商品价格反弹带动也偏正向。未来量、价两个因素将进一步推动实际产出增长，企业整体营收和利润水平将维持修复趋势。利润率则基本持稳，对利润影响下降。2024 年企业利润仍有继续修复空间，尤其是上半年政策集中发力叠加 PPI 增速转正的价格影响。外需风险下降后地产投资仍有不确定性，总需求改善速度和商品价格波动幅度也将对上游利润水平产生影响。



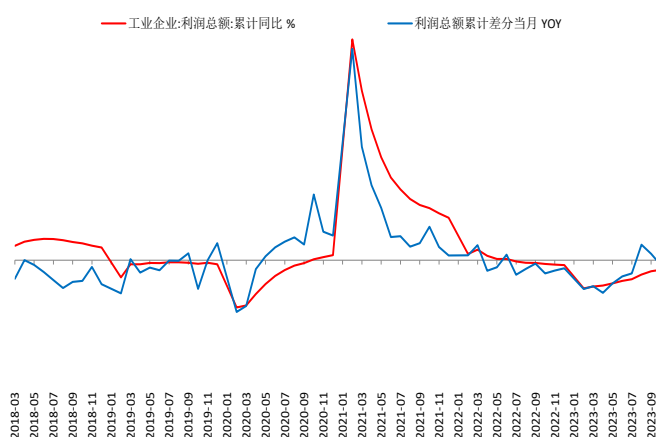


图 8 企业利润同比跌幅持续收窄  
数据来源：Wind、方正中期研究院

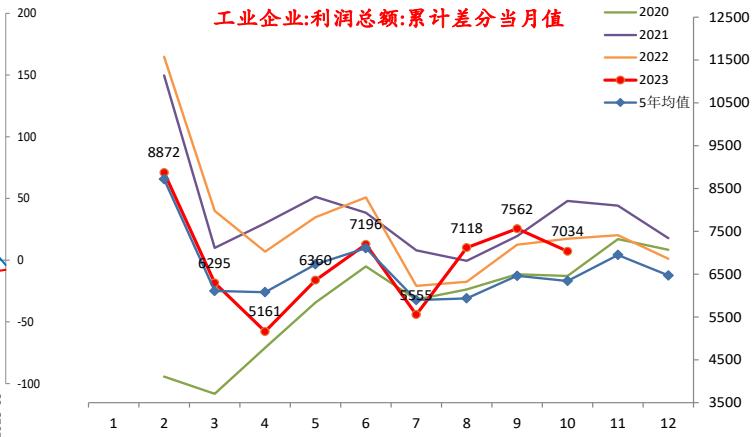


图 9 企业利润下半年总体抬升  
数据来源：Wind、方正中期研究院

官方累计同比	下游行业					中游行业										上游行业							
	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶和航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采专业及辅助性活动	其他采矿业
2023/10	0.1	-16.5	-6.1	-16.4	0.5	10.4	2.0	20.8	-18.2	19.1	50.1	37.0	-3.7	-26.5	16.2	-42.8	-26.6	-8.9	-13.5	4.5	-1.8	-12.1	-142.9
2023/09	2.2	-15.1	-10.2	-17.5	0.1	11.0	2.4	24.9	-18.6	24.7	50.0	-1.8	-15.1	-26.7	14.8	-46.5	-26.5	-9.4	-18.5	5.0	-6.6	-46.8	-150.0
2023/08	0.4	-26.0	-15.0	-18.3	2.4	12.9	3.6	33.0	-20.6	32.5	53.4	-57.1	-27.0	-26.8	15.0	-51.1	-26.3	-10.8	-23.8	4.0	-7.0	-77.0	-220.0
2023/07	-0.7	-32.6	-20.3	-16.6	1.0	14.5	2.1	33.7	-26.4	30.4	51.2	-90.5	-36.7	-28.8	12.5	-54.3	-26.2	-11.4	-32.6	1.9	-4.9	-94.0	-100.0
2023/06	-0.1	-33.2	-23.8	-17.1	10.1	17.9	3.9	29.1	-25.2	35.3	46.5	-97.6	-44.0	-26.6	11.0	-52.2	-23.3	-12.2	-42.0	-0.5	0.2	-77.6	-100.0
2023/05	-0.5	-39.5	-27.8	-21.9	24.3	23.4	-0.1	29.2	-49.2	35.5	45.9	-102.8	-53.0	-25.9	3.3	-52.4	-18.7	-9.9	-41.9	1.3	5.9	-114.3	
2023/04	-2.6	-36.3	-30.2	-23.8	2.5	20.7	-7.4	30.1	-53.2	47.2	47.2	-99.4	-55.1	-27.4	1.4	-57.3	-14.6	-6.0	-42.8	6.7	10.8	-50.0	
2023/03	-4.6	-18.4	-34.0	-19.9	-24.2	7.4	-10.1	27.1	-57.5	39.0	47.9	-111.9	-57.5	-30.6	-9.2	-54.9	-4.9	-4.8	-46.9	13.8	4.1		-100.0
2023/02	-7.3	-6.3	-37.1	-16.3	-41.7	0.2	-8.9	41.5	-77.1	64.8	53.1	-151.1	-57.2	-39.2	-15.3	-56.6	-2.3	8.6	-41.5	30.3	1.2		-100.0
2022/12	7.6	0.2	-17.8	-31.8	0.6	0.4	3.4	31.2	-13.1	44.5	86.3	-91.3	-16.1	-15.5	-5.6	-8.7	44.3	109.8	-22.0	37.3	6.2		50.0
2022/11	8.4	-0.5	-18.2	-28.4	0.3	-2.0	3.2	29.7	-4.2	8.2	47.2	-94.5	-20.5	-14.9	-7.6	-6.9	47.0	113.1	-27.6	35.6	6.9	188.1	100.0
2022/10	11.5	-1.0	-16.4	-29.3	0.8	-4.4	0.3	29.0	-2.9	13.7	28.1	-92.7	-20.0	-13.3	-11.5	-3.6	62.0	109.7	-28.4	40.5	8.6	241.7	75.0
2022/09	9.5	-7.5	-15.3	-29.3	-1.9	-7.2	-1.3	25.3	-5.4	9.5	11.4	-91.4	-14.4	-10.5	-13.0	1.6	88.8	112.0	-28.9	44.1	9.9	234.8	100.0
2022/08	10.9	-7.9	-14.1	-31.4	-7.3	-10.3	-1.8	20.9	-5.6	4.7	-2.0	-87.7	-6.6	-9.4	-17.5	5.0	112.0	111.0	-27.9	44.3	10.6	132.5	50.0
2022/07	9.8	-7.5	-10.3	-30.7	-14.4	-12.8	-2.6	18.4	-9.6	1.0	-12.0	-80.8	5.1	-8.2	-19.8	9.3	140.6	118.8	-23.4	51.7	15.7	100.0	66.7
2022/06	8.3	-6.8	-5.3	-27.6	-25.5	-15.9	-3.2	17.3	-6.6	-3.7	-19.3	-68.7	16.6	-5.8	-20.4	16.4	157.1	126.0	-4.0	59.1	17.9	300.0	33.3
2022/05	10.1	-8.3	-2.5	-20.6	-37.5	-21.3	-4.6	14.6	0.2	-3.2	-26.9	-64.2	26.6	-3.3	-24.7	13.8	174.7	135.0	-0.7	54.2	14.9		50.0

表 4 中游制造业利润增速多维持续强势  
数据来源：Wind、方正中期研究院

## 第二部分 消费恢复常态后关注地产

需求方面，2023 年消费对经济支持明显增加，前三季度 GDP 贡献升至 83%，防疫政策转向后服务业等线下场景消费和商品消费相继复苏，这也成为经济“弱复苏”中复苏的主要动力。投资需求出现明显分化，其中基建投资先持稳，后在增量财政政策带动下加速。该驱动力尤其像在四季度和 2024 年初显现，未来对经济支持将继续加强。房地产持续走弱尤其是二季度加速下行，下半年暂时稳定但无明显反弹，是拖累经济的主要方面，成为“弱复苏”中弱的主要原因。未来仍需要关注地产资金改善以及行业出清情况，至少明年初还难看到地产投资的明显修复。外需是年内拖累经济的第二大因素，尤其是年中前后，预计明

年将跟随海外经济体贸易部门好转。我们认为，2024 年国内经济总体仍将位于复苏轨道上。消费和基建是重要支撑，外需存在反弹空间，房地产风险仍需警惕，尤其是在年初。

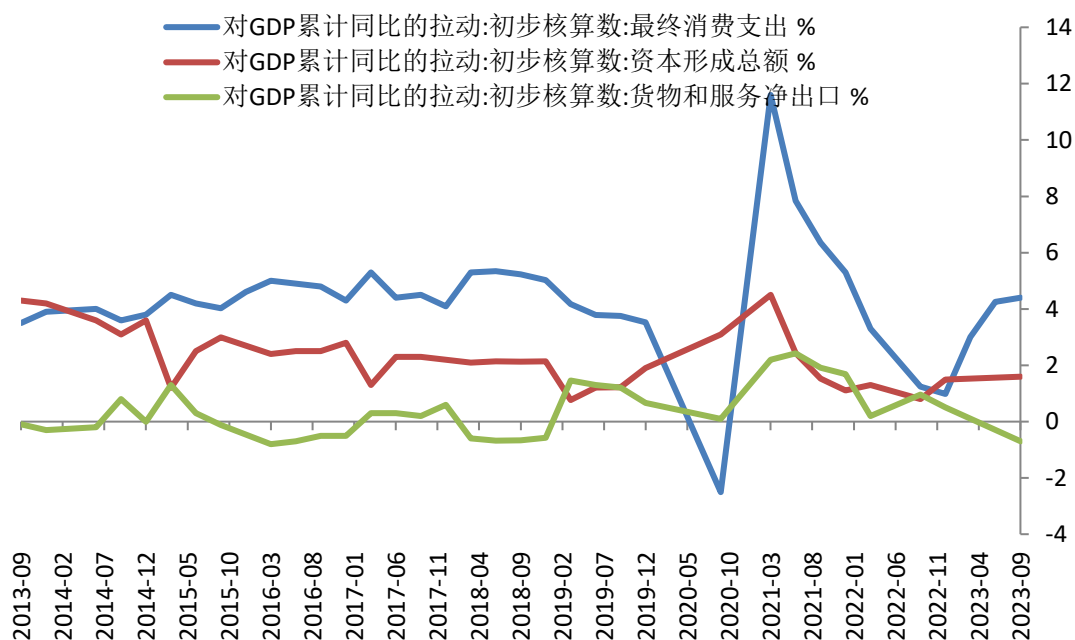


图 10 三驾马车对经济（GDP 增速）的带动

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

## 一、 实际投资基本稳定 地产风险尚未解除

2023 年以来投资增速持续回落，其中基建、制造业投资增速放慢，房地产投资负增长幅度降至低位后略有收窄。这一变动背后包含价格增速明显下滑的影响，排除价格因素后的实际投资增速，截至 11 月仅从年初的 7.2% 小幅下降至 6.8%，其中房地产、基建、制造业分别为 -5.50%、11.86%、10.20%。从分项上看，基建毫无疑问是稳定总投资的关键因素，地方专项债提前使用、增量财政政策分别是前三季度和四季度的主要支持力量。特别是四季度的面向基建的增量国债（以及特殊再融资债）明显超预期，且以中央名义筹措资金后通过转移支付方投向地方，对稳基建、稳投资、稳经济将起到明显作用，且该作用将延续至明年初（10000 万亿额度今年和明年个投放 5000 亿元）。制造业投资上半年主要受到经济持续修复、企业信心改善、融资成本下降影响，下半年除继续受融资成本下降推动外，经济转型支持上升。但需要注意的是，政府融资大幅增加后可能有潜在的“挤出效应”，部分银行年底前已经开始限制信贷投放。明年该影响程度存在不确定性，中性预期下预计不会改变投资增长趋势。地产投资 3 月开始持续弱于季节性表现，二季度小幅反弹后三季度再次下降，年内持续位于低位，是总投资的主要拖累，也是经济修复趋势偏弱的关键影响。



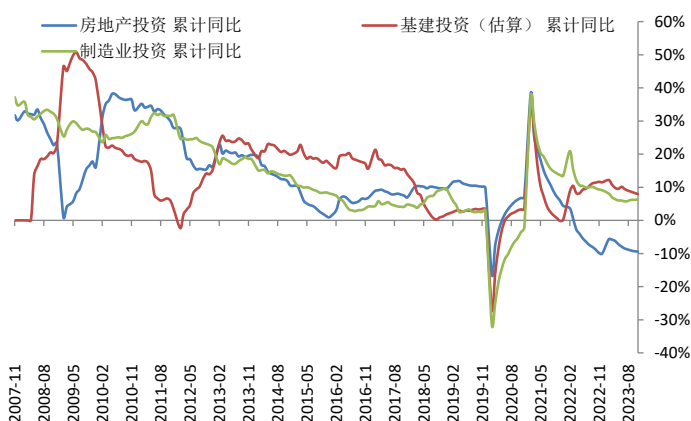


图 11 名义投资增速出现下滑  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

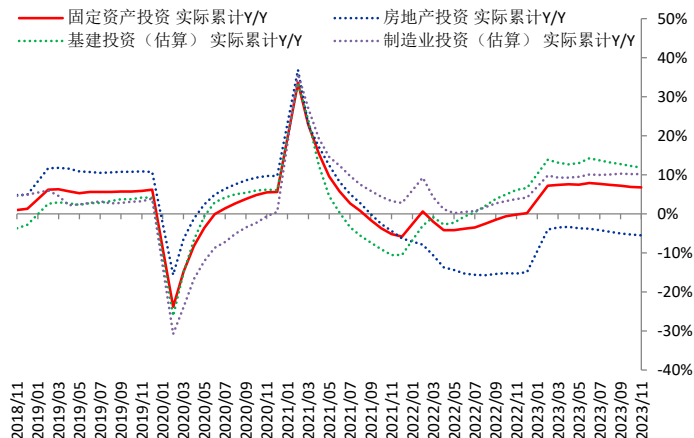


图 12 实际投资中基建、制造业持稳  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

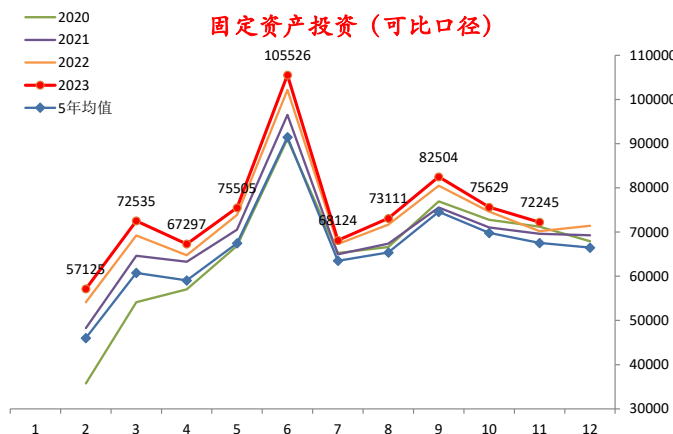


图 13 可比口径的固投偏低  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

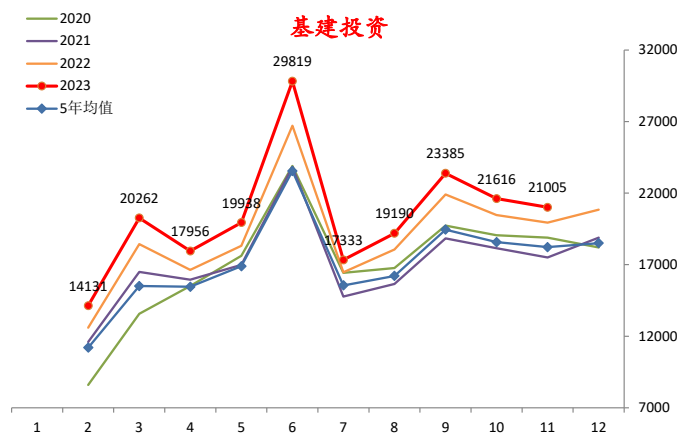


图 14 基建投资下半年开始加速  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

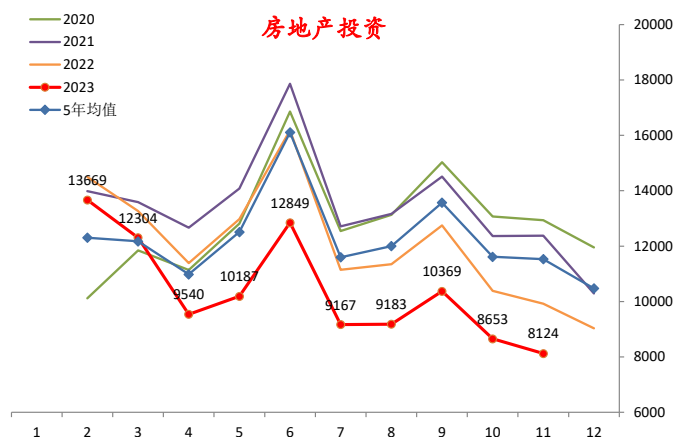


图 15 房地产投资几乎全年处于低位  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

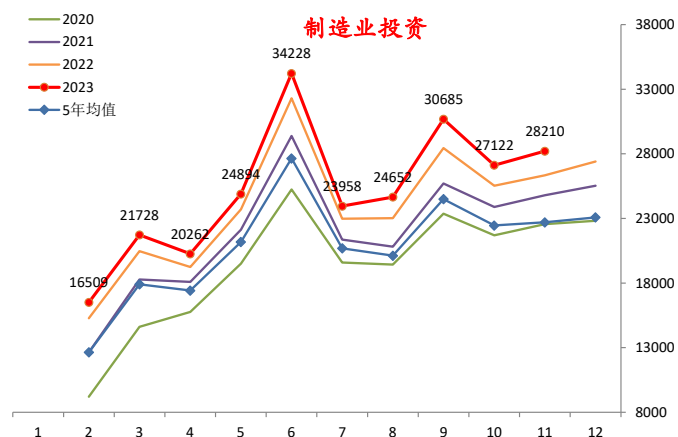


图 16 制造业投资维持稳定  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

具体在房地产方面。新屋开工、房屋施工、房屋销售面积跌幅年内明显扩大，尤其是在二季度降幅显著。竣工面积和待售面积维持正增长。其中竣工面积受到保竣工、保交楼政策影响，二季度开始明显加快。但总体上看，主要地产行业指标仍以季节性波动为主，无明显趋势性改善。开、施工面积维持低位，

显示地产企业资金面好转有限，对上游引领不足。土地购置量和溢价率仍在低位。历史经验上看，即使销售明显改善，上游投资所受带动也滞后 1 至 2 个季度，明年二季度前难以看到明显改善。

资金情况也显示，行业整体流动性持续偏紧。尤其是自筹资金、定基及预收款两项持续处于低位，表明地产企业通过二级市场筹集资金能力明显不足，且销售回款受制于房屋销售以及期房交付为主而受限。二季度开始政策已经明显放松，“房住不炒”的提法不再出现在决策层重要会议中。大部分城市事实上放开限购政策，甚至部分一线城市也放松限购。但行业流动性紧张的现状难改，令地产投资继续受挤压并拖累总投资，这也是经济弱复苏的主要逻辑。稳地产压力依然不低，决策层反复强调“三大工程”和增量财政政策能够对冲该影响但难以扭转趋势，未来仍不排除 PSL 等新政策出台的可能。长期来看，我们认为在人口、婚姻、城市化率等长期外生因素已经扭转情况下，地产大方向仍为偏向下行。中期政策已经明显转向，但市场信心恢复有限，短期资金面也存不确定性。至少在 2024 年初难以看到地产明显好转。

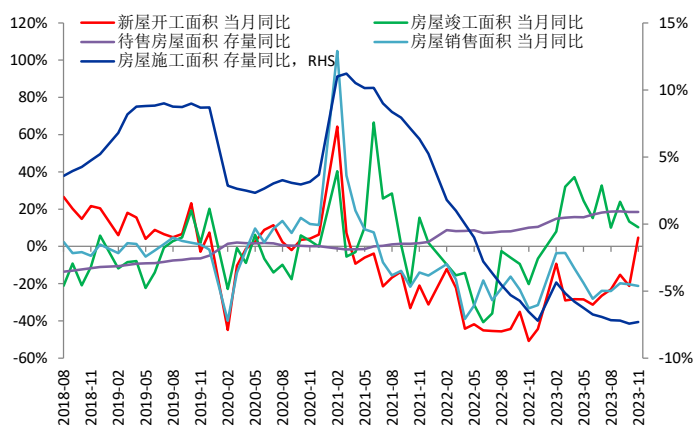


图 17 地产行业多数指标走弱  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

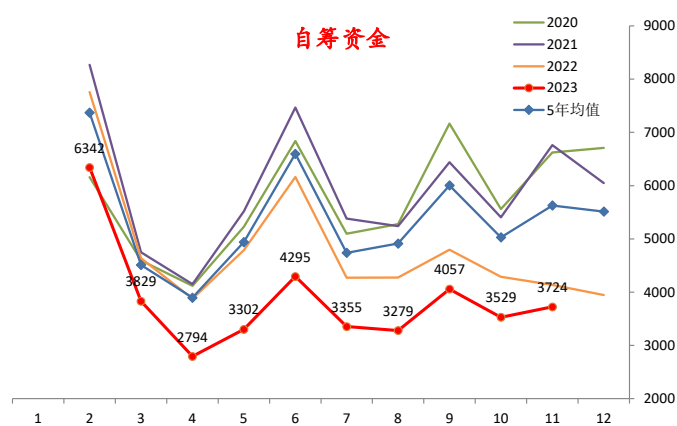


图 18 地产企业自筹资金能力显著下降  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

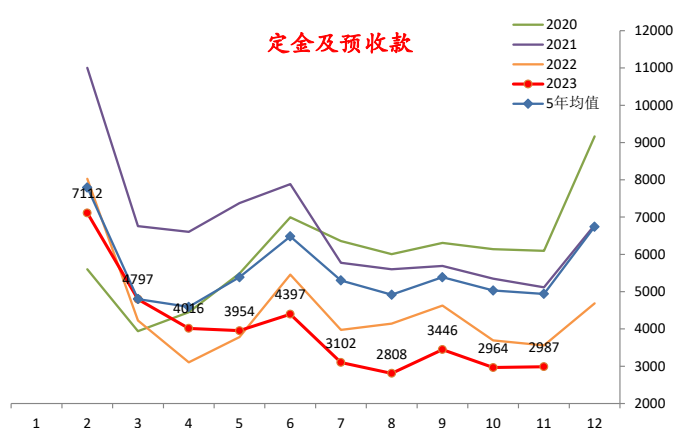


图 19 销售回笼至地产的现金流严重不足  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

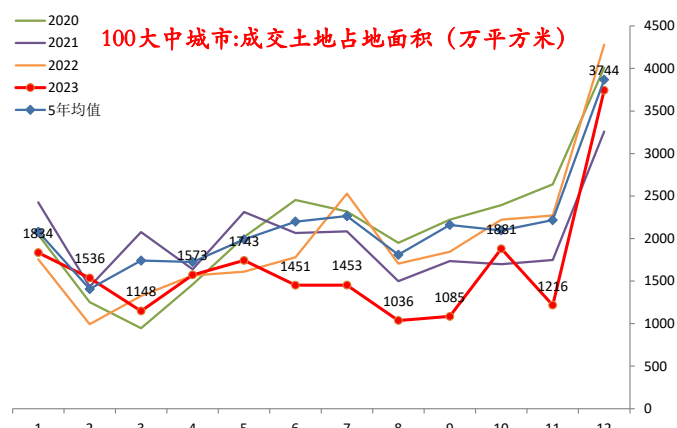


图 20 土地购置水平处于低谷  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

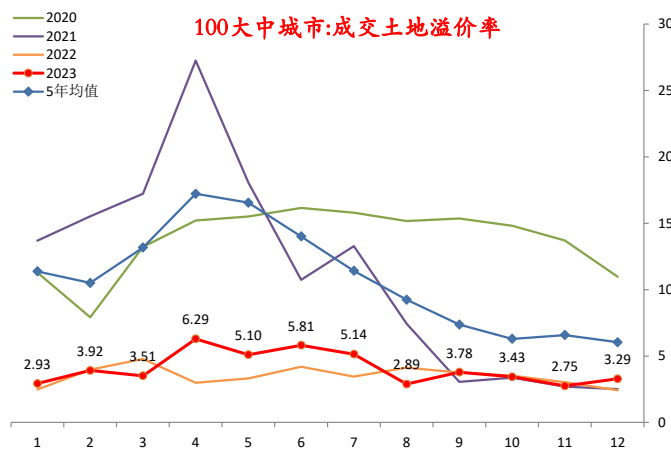


图 21 土地溢价率维持低位

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

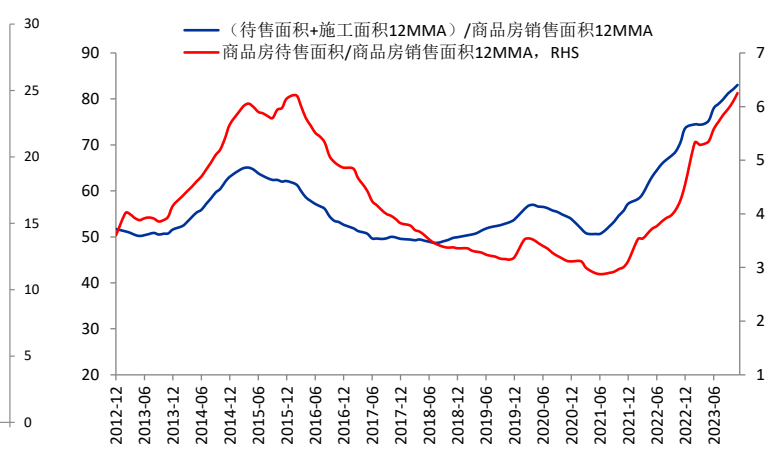


图 22 库销比仍显示被动加库存

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

## 二、政策调整后消费复苏 关注就业、收入

今年消费为“三驾马车”中表现最佳的方面，截至10月社消累计同比增速从去年末的-0.2%回升至6.9%。结合季节性和分项波动情况看，年内消费数据的变动呈现出几个显著特点。一是结构中服务消费与商品消费改善的节奏不同，上半年主要是服务消费出现明显的边际修复，体现在餐饮、娱乐、旅游、交通等方面。下半年开始商品消费稳定回升，手机数码等小型耐用品消费、家电等大型耐用品分别在三季度和四季度开始明显改善。二是汽车消费持续增长，得益于降价和减免税等消费刺激政策，以及新能源汽车更新换代的支持。三是房地产相关商品消费如建材、家具等仍从二季度开始明显偏低，显然受房地产销售走弱的影响。此外，一季度末期至二季度消费同比增速大幅上升受到2022年同期疫情导致的低基数影响。年初以来我们反复强调的逻辑是，防疫政策放开后消费将呈现两阶段修复的特点。第一阶段是防疫政策放开后消费场景不再受限，服务消费迎来大幅增长，并带动底层居民收入恢复改善。叠加经济修复带来的居民收入系统性恢复，消费能力也随之上升，并逐步体现在耐用品消费方面。此外，提前偿还贷款带来的现金流增长则有超预期影响。截至三季度居民边际消费率向已经恢复至疫情前，平均消费率则回归至长期趋势，因此我们预计2024年上述逻辑仍将继续起效，且收入增长带来的影响将会提升，商品尤其是耐用品消费仍有增长空间。需要重点关注未来就业以及居民收入改善速度。从对经济增长贡献角度看，2023年前三季度贡献83%、拉动GDP4.4%主要是投资下降的被动变化，未来投资和外需共先上升后，消费对经济增长的相对贡献难以维持高位。长期来看，人口增量减少甚至下行、人口结构变动均是制约消费总量的因素，居民高杠杆对消费的制约减弱，消费习惯改变、消费升级进程则决定消费结构变动。

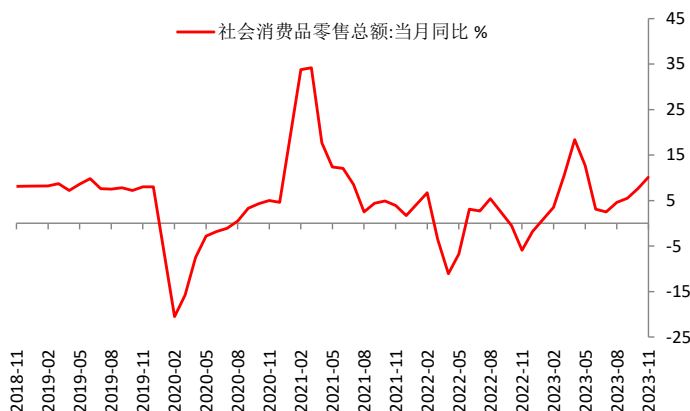


图 23 社消总额同比持续改善  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

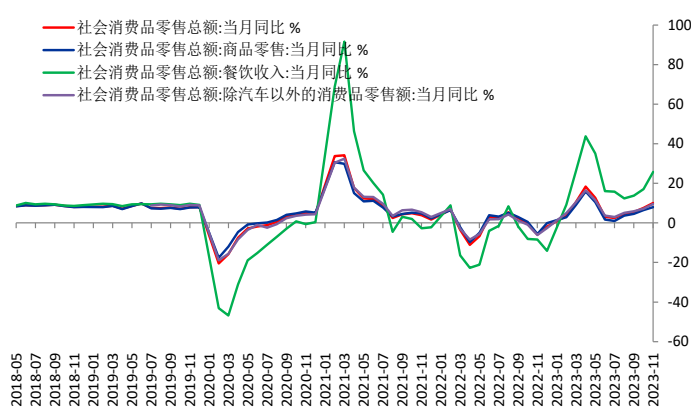


图 24 服务消费（餐饮）复苏速度最快  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

官方累计同比	必需品消费			改善性消费			地产系消费			汽车系消费		餐饮消费	商品零售
	粮油食品	饮料	日用品	化妆品	文娱用品	书报杂志	家具	家电	建筑材料	汽车	石油及制品		
2023-11	5.10	2.80	3.60	4.70	10.70	6.10	2.80	0.60	-7.80	6.20	6.50	25.80	8.00
2023-10	5.20	2.40	3.60	6.20	9.90	6.30	2.90	0.30	-7.50	5.30	6.40	17.10	6.50
2023-09	5.30	2.00	3.50	6.80	8.30	7.20	3.10	-0.60	-7.90	4.60	6.50	13.80	4.60
2023-08	4.90	1.20	3.90	7.50	8.00	6.80	3.40	-0.40	-7.80	4.90	6.20	12.40	3.70
2023-07	4.90	1.30	4.20	7.20	9.40	7.40	3.20	0.00	-7.30	5.50	6.20	15.80	1.00
2023-06	4.80	1.00	5.00	8.60	10.50	8.60	3.80	1.00	-6.70	6.80	7.50	16.10	1.70
2023-05	4.70	0.40	6.80	9.70	11.00	10.50	4.50	-0.20	-6.60	8.90	9.60	35.10	10.50
2023-04	6.00	0.60	6.20	9.30	10.10	10.40	4.30	-0.30	-4.50	5.40	11.00	43.80	15.90
2023-03	7.50	1.80	5.10	5.90	5.80	13.40	4.60	-1.70	-2.40	-2.30	10.30	26.30	9.10

表 5 改善型、服务型消费表现最佳，地产相关消费受偏弱  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

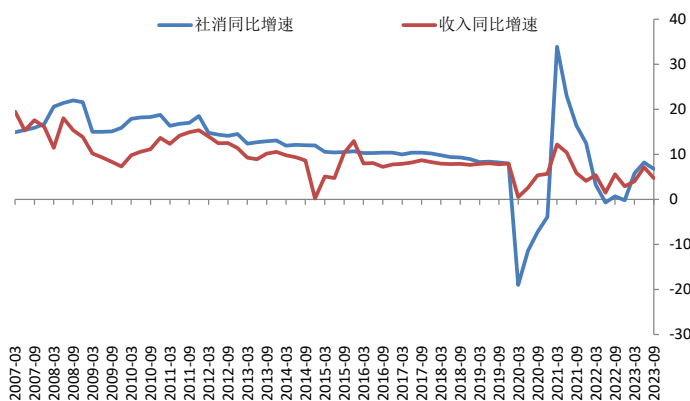


图 25 消费跟随收入改善波动  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

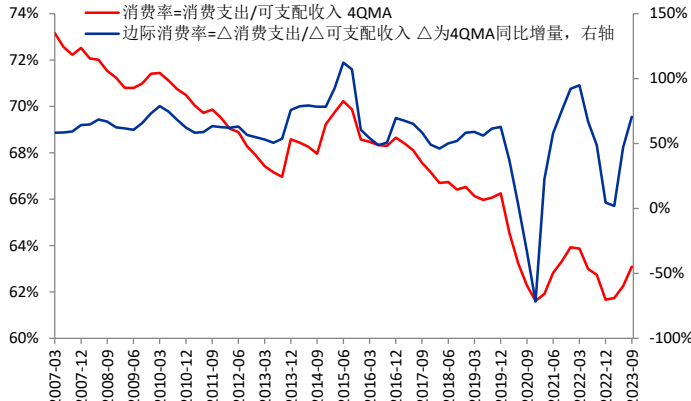


图 26 消费率和边际消费率回升  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

### 三、 外需触底反弹 对经济拖累将下降

今年以来外贸基本呈现先回落后上升走势。年初开始出口同比增速持续放慢并在二季度出现负增长，增量也一路下降至 7 月的最低-14.1%。进口方面情况类似，也是在 7 月出现最低-12.1%的负增长，同时进口金额波动更大。进出口同比增速三季度刷新低点后跌幅开始持续收窄，进入修复轨道之中。受到上述进出口同步向下波动的影响，贸易差额下降幅度相对有限，上半年甚至仍有较大幅度顺差。从影响因素上看，四方面变动共同造成年内贸易形式的波动。一是防疫政策调整后，产业链、供应链以及交通和物流开始恢复正常，这对供需均带来明显提振作用，进出口贸易回归常态和内生增长为主趋势中。二是地缘政治以及背后的全球供应链调整的大方向之下，部分制造业下游产能加速向海外转移，对出口特别是工业中间品出口产生带动，体现在工业装备、对东盟等新兴国家出口方面。出口一般贸易明显超过来进料加工装配贸易也与此有关。三是国内产能升级加速，带动高附加值工业消费品出口明显增长，尤其是汽车出口等商品出口同比增速一度超过 80%，成为年内出口增长的重要动能。半导体等电子制造行业受到制裁影响，但三季度后期也开始超季节性上升。四是从外需角度看，出口目的地份额调整虽然对冲部分发达国家需求下降影响，但全球经济总体偏弱，尤其是制造业和贸易部门偏弱的表现仍对出口产生负面影响。这也是造成二季度出口同比负增长的主要原因。此外人民币汇率年内持续贬值，对出口理论影响偏正面，但实际影响有限。我们认为，虽然全球产业链结构调整的大趋势仍在，但已经出现阶段性缓和的迹象，对出口的冲击将会减弱。而随着海外经济尤其是发达国家贸易品制造业部门回暖，对中间品出口将有所带动，但需要关注消费的潜在压力。预计 2024 年出口将继续跟随全球经济改善而出现修复，同比跌幅将持续收窄，二季度或恢复正增长。人民币汇率即使转向升值，利空影响也将有限。从结构上看，分化或将延续但程度会有所收窄，汽车等维持强势的同时今年回落的分项将有所改善。进口也有望跟随国内经济加库存的态势上升修复。此外一旦商品价格重启上行，进口增速将再进一步加快。外贸对经济的负面影响已经下降，且 2024 年将进一步转向利好，对经济或将从拖累转向带动。

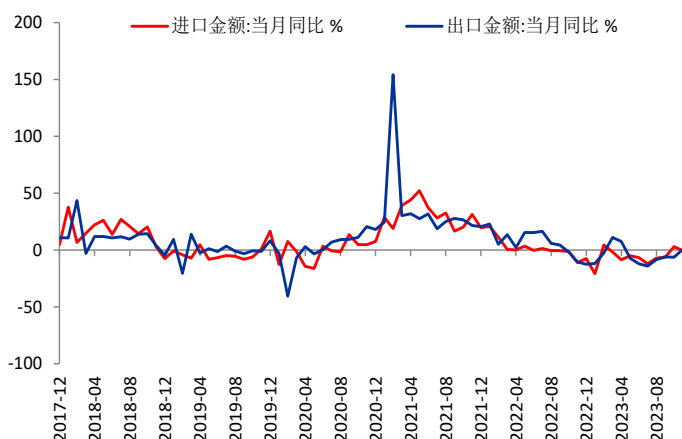


图 27 进出口增速先下降后回升

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

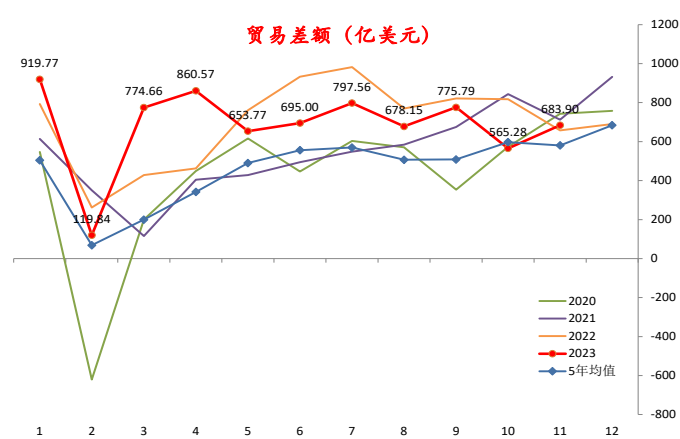


图 28 贸易差额基本持稳但波动加大

数据来源：Wind、方正中期期货研究院



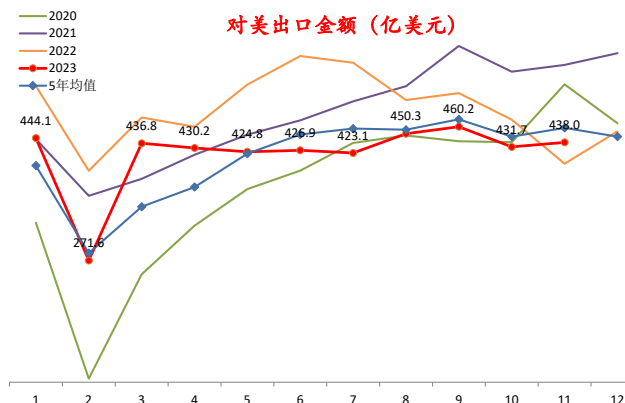


图 29 三季度后期对美出口有所恢复  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

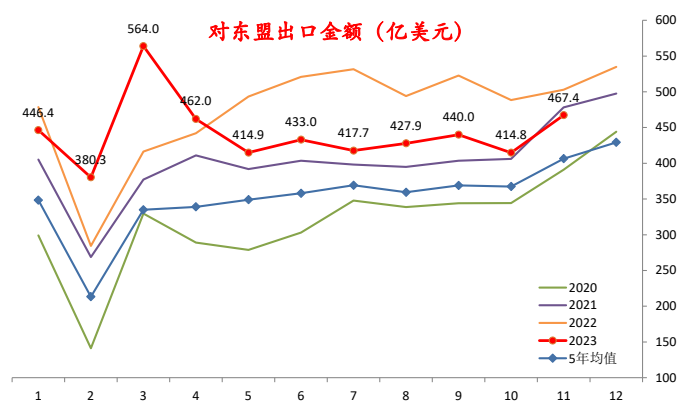


图 30 上半年对东盟出口增长较多  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

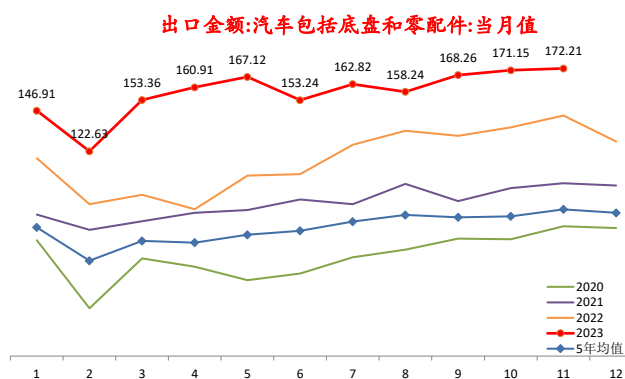


图 31 汽车出口增速极快、增量极高  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

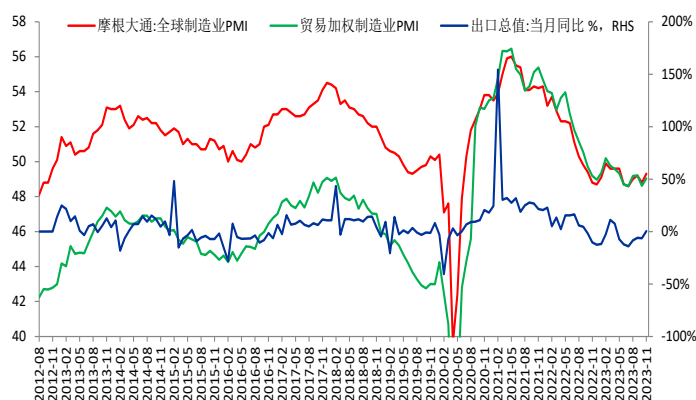


图 32 全球经济触底反弹将带动出口  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

## 第三部分 通缩风险已过 再通胀将持续

综合来看，2023 年通胀呈现下跌后小幅反弹的态势。上半年无论 CPI 还是 PPI 均出现明显回落。其中 CPI 三季度进入低位，部分时间出现负增长。PPI 则在二季度最低跌至-5.4%后持续收窄跌幅。CPI-PPI 差值先上升后下降，CPI、PPI 均值则在走弱后反弹。GDP 平减指数一季度还有小幅正增长，二季度最低降至-1.5%，三季度跌幅稍有收窄。下半年总体通缩风险已经消除，并且伴随经济修复再通胀迹象出现。从 CPI 角度看，或将维持缓慢上升走势尤其是核心 CPI，但向上的绝对高度有限，2024 年中枢或位于 1%，高点不超过 2%，上半年持续改善可能性更大。而 PPI 仍受到大宗商品价格波动影响，预计 2024 年大宗商品价格维持震荡反弹走势，PPI 维持缓慢再通胀阶段，二季度同比恢复正增长可能性较大。再通胀趋势有助于经济维持加库存的复苏方向，并对名义产出增速和增量带来更多贡献。



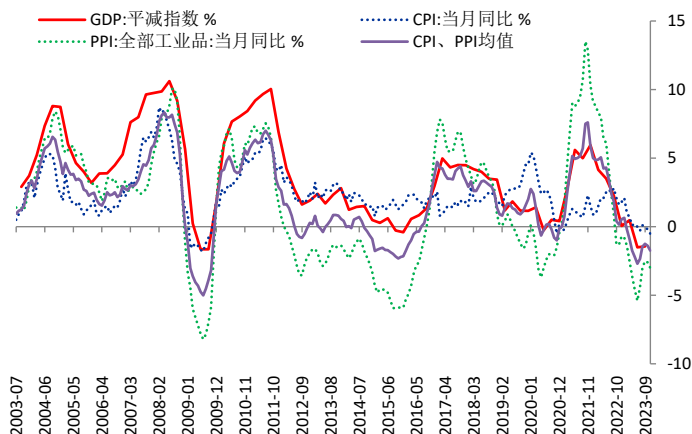


图 33 CPI、PPI 均值走弱与平减指数表现一致

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

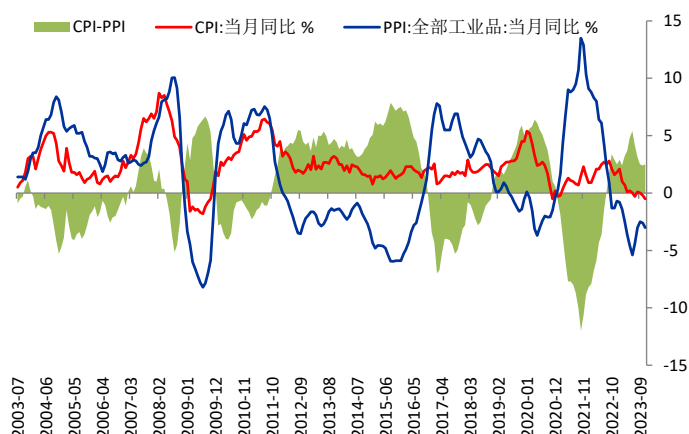


图 34 CPI-PPI 先上升后下降

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

## 一、猪、油拖累消费物价 核心 CPI 持稳

2023 年总体 CPI 呈现下行至低位后维持窄幅震荡的态势。总体 CPI 同比在 7 月和 10 月分别出现 0.3% 和 0.2% 的负增长，新涨价因素主要出现在三季度，上半年 CPI 持续出现环比下跌，表现弱于季节性。分项中食品跌幅扩大是主要的拖累因素，服务价格总体出现加速上涨。具体来看，年内 CPI 变动受到三方面的重要影响。一是食品尤其是其中的猪肉价格增速持续放慢，持续的新跌价因素以及二季度开始的高基数均有影响。其他食品中粮食在二季度、果蔬和食用油在三季度均明显弱于季节性，对食品和总体 CPI 带来拖累。二是消费品价格上半年明显走弱，下半年有所修复，其中国际油价拉低国内油价、产出端 PPI 价格走弱拖累核心消费品均有向下带动。三是服务价格持续回升，基于防疫政策调整后消费场景不再受限，服务消费需求持续释放。但经济复苏对租金价格带动不足，年内影响程度弱于预期。我们预计，食品价格环比反弹幅度或仍有限，目前情况显示猪周期并无明显的价格反弹趋势，未来猪肉价格新涨价因素带动不强，但上半年存在的低基数将推升同比增速。随着全球经济复苏，2024 年国际油价对国内油价拖累或将减小，能源价格也存在进一步带动力。因此 2024 年 CPI 将继续呈现抬升的走势，尤其是经济修复趋势之下，核心 CPI 将继续缓慢上升。但向上的绝对高度有限，中枢或位于 1%，高点不超过 2%，节奏上看上半年持续改善可能性更大。长期来看，经济修复、消费复苏趋势不变，核心 CPI 对总体 CPI 仍为正向影响。

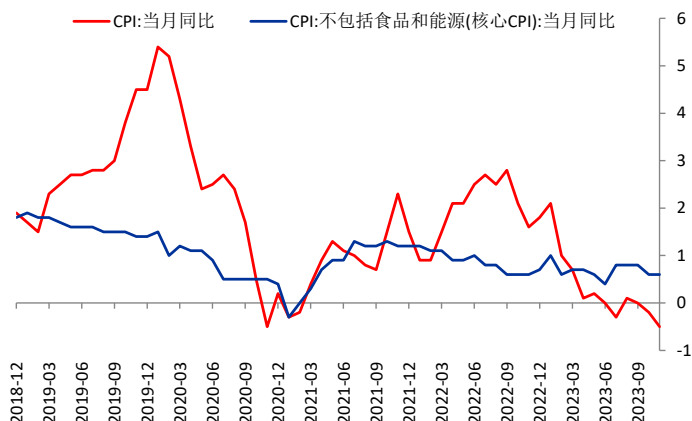


图 35 CPI 下降至 0 附近但核心 CPI 稳定  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

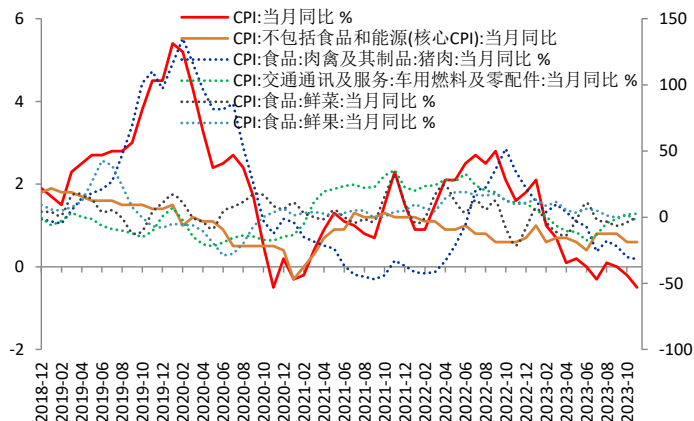


图 36 CPI 食品(猪肉)和能源影响加大  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

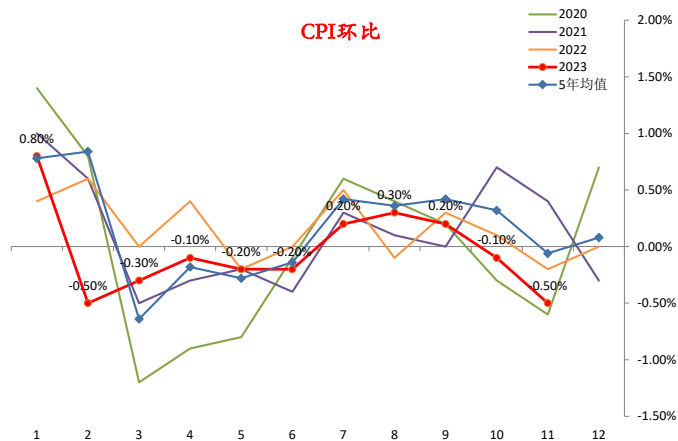


图 37 CPI 环比上半年偏低  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

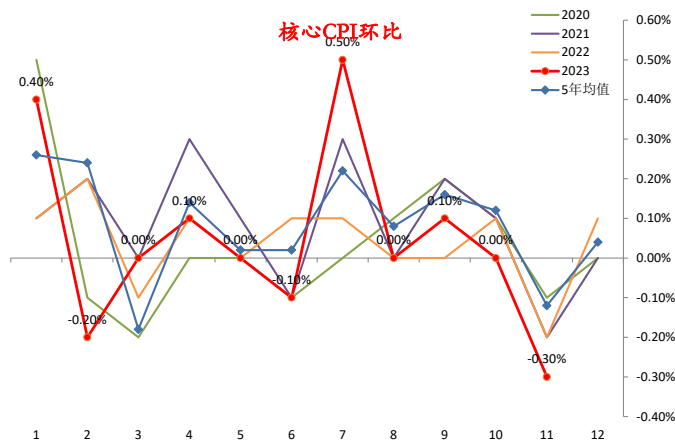


图 38 核心 CPI 环比波动加大  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

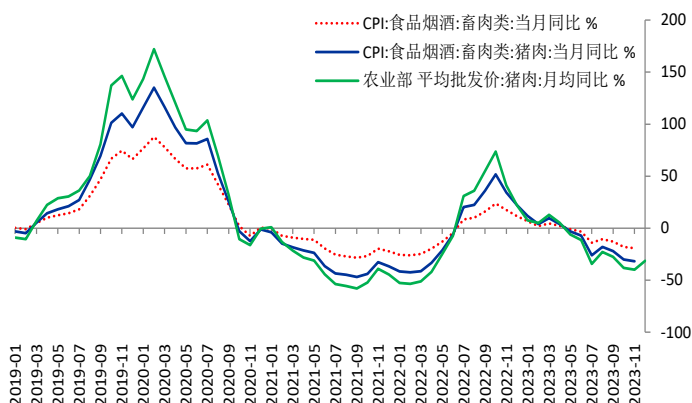


图 39 猪肉价格对食品和总体 CPI 拖累持续增加  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

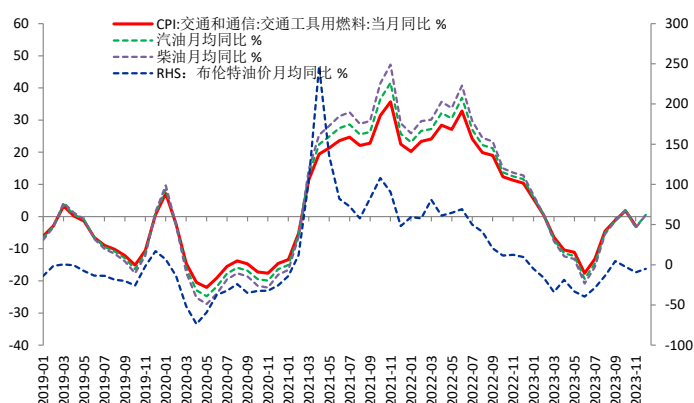


图 40 油价对 CPI 拖累先扩大后减小  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

## 二、PPI 已完成探底 通缩转向再通胀

2023 年总体 PPI 呈现明显波动，上半年同比增速持续下降，至 6 月来到年内最低位 5.4%。其中一、二季度受高基数、新跌价因素影响，下半年则受到基数回落、新涨价因素影响。PPI-PPIRM 增速先修复后小幅放慢。价格对企业名义产出、营收和利润的正向影响先下降后上升，对名义增长修复支持力度也逐步增强。分行业来看行业环比表现，上游能源和金属采选行业受大宗商品价格波动影响，对 PPI 产生拖累，但更多集中在上半年，下半年开始转为带动作用，四季度初期已形成全面上涨格局。中游原材料出现差异，公用事业增速逐步放慢，有色冶炼下半年增速有所，黑色负增长也转正，但同比多为负增长。中游加工组装行业波动不大，其中电气制造和电子制造业略弱于通用和专用设备制造业，并弱于交运设备制造。下游行业中，食品相关表现较弱，与 CPI 走弱逻辑一致。医药制造业下半年修复。汽车制造业基本稳定，基数导致同比增速回落。情况表明，大宗商品价格波动仍是影响 PPI 表现的最关键因素。目前海外经济中，多国贸易品制造业部门已经开始触底反弹，2024 年对原材料需求或总体有所回升。美联储完成政策转向后，美元压力减弱。大宗商品或维持震荡反弹走势，但原油、有色、黑色等关键品种供给端弹性变动对商品价格运行节奏影响需要关注。PPI 已经完成探底并逐步转向缓慢再通胀。预计 2024 年新涨价因素影响总体偏正向，PPI 同比增速仍在回升方向之中，结合基数来看，二季度恢复正增长的可能性较大。再通胀趋势有助于经济维持加库存的复苏方向。长期来看，仍需要关注主要国家货币政策、经济状况对商品价格和产出价格的影响。

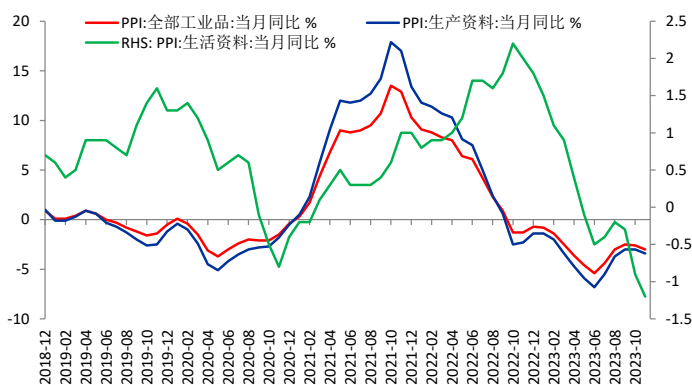


图 41 PPI 变动趋势，二季度为底部  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

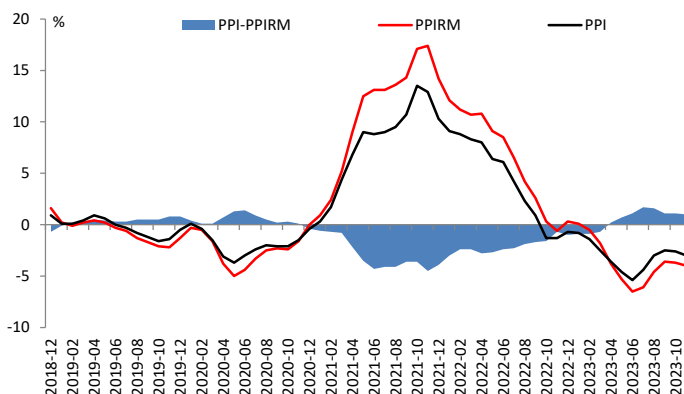


图 42 PPI 与 PPIRM 变动趋势  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

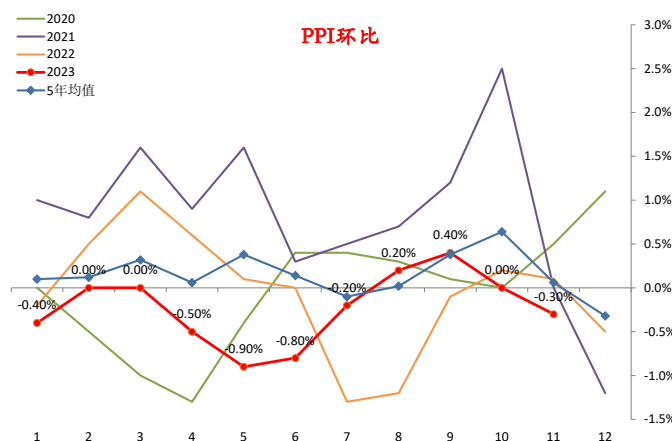


图 43 PPI 环比增速总体反弹  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

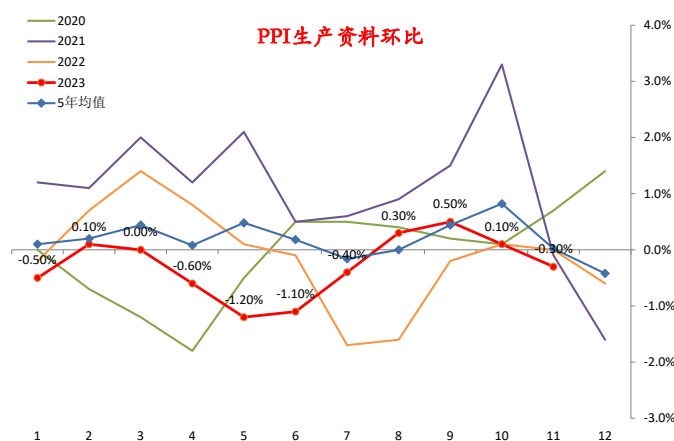


图 44 PPI 生产资料环比增速反弹  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

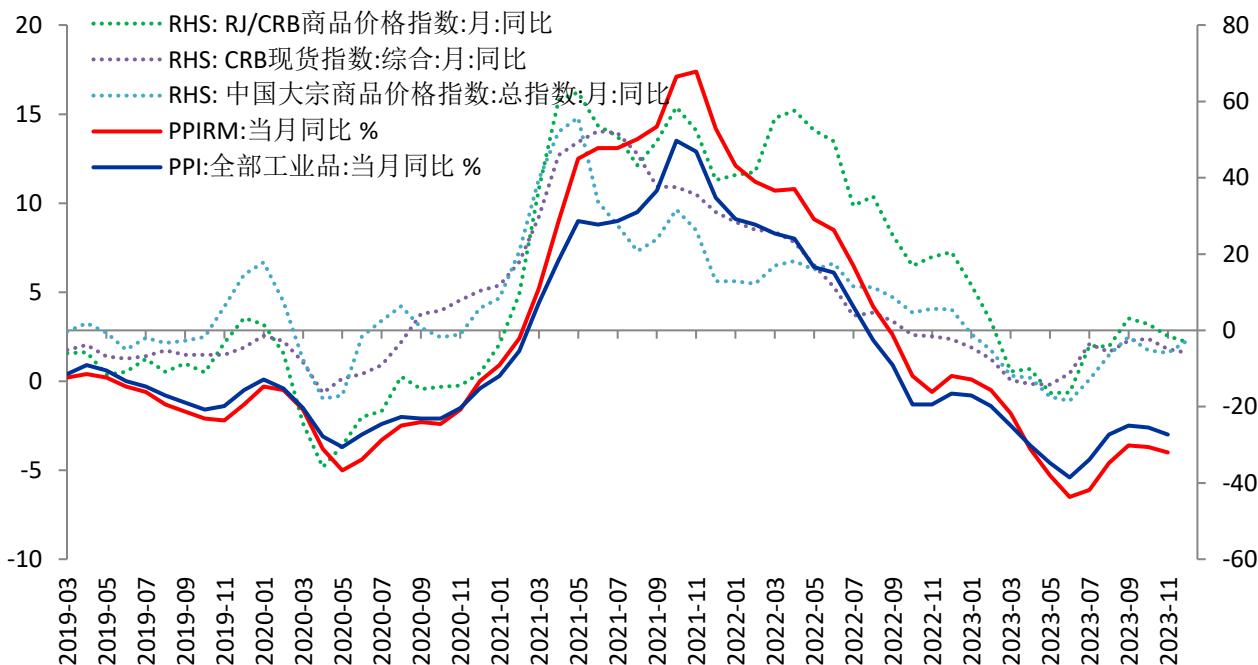


图 45 大宗商品价格对PPI的负向带动  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

## 第四部分 财政货币双宽松 政府继续加杠杆

2023 年财政和货币政策均明显偏向宽松。央行两次降息、两次降准，资产负债表规模继续扩张。社会融资成本继续下降，企业融资维持稳定，居民融资尤其是中长期融资部分月份出现负增长，显示出居民部门去杠杆。居民部门融资下降仍是流动性进入实体经济的短板，背后反映房屋销售不振的现状，未来改善

程度仍存不确定性。政府融资是宽信用的主力，下半年开始广义社融增速触底回升，受到增量财政政策影响明显。除融资外政府税收持续改善，但土地出让金等拖累广义财政资金回落。我们预计，2024 年政府加杠杆仍是显而易见的方向，尤其是中央政府加杠杆对冲地方政府和居民去杠杆风险带来的资产负债表衰退。需要警惕的是财政投资增加对其他部门造成“挤出效应”。政府融资能够推动广义社融继续上升，但长期看居民和企业资产负债表扩张才是宽信用的核心。继续发行特殊再融资债、增加赤字和赤字率、使用地方债留存额度均是潜在的财政政策选项。央行超量续做 MLF 后，2024 年仍存在降息 10BP，降准 25BP 可能性。此外还可关注 PSL 等间接稳定地产市场的举措。

## 一、 政府融资增量上升 货币政策继续宽松

央行总资产规模上半年回落，下半年则呈现增加态势，而扩表增速则不断加快。财政存款是拖累基础货币的关键因素，尤其是在下半年。央行公开市场操作则有所增加，同时外汇占款波动加大。商业银行扩表增速持续回落，其中对实体经济和对金融系统均出现减速。对实体经济中居民债权增速略有下降，对企业债权增速持续回落，对政府债权增速显著上升。从企业层面看，企业贷款基本稳定，但 M1-M2 等指标反映的企业流动性吃紧不足，主要仍是信贷支撑而非销售增强。居民贷款则维持弱势，尤其是居民中长期贷款在 4 月、7 月出现负增长，显示居民部门去杠杆的现状。背后受到房地产销售走弱、居民购房信心不足、提前偿还贷款影响。政府融资是信用增长的主要带动力，但其“表外融资”的属性制约信用扩张速度，令 M2、存款等增速明显弱于广义社融增速。广义社融增速下半年企稳反弹，货币信贷增速差缩小，“资金空转”问题缓和但尚未结束，这也是压低债券收益率的原因之一。从政策角度看，今年央行在 3 月和 9 月两次降准、6 月和 8 月两次降息（MLF 利率），直接带动社会融资成本下降。截至上半年，5 年 LPR 下降 10BP，一般贷款、住房贷款利率分别下降 4BP、12BP。下半年由于政府融资增量上升和发行加速，央行加大短端流动性投放力度，以应对资金面波动。从政府投资后资金进入居民或企业资产负债表角度看，商业银行最终将会扩表，因此流动性投放仍将是主要选项，超量续做 MLF 和降准可能性较高。支持“三大工程”等融资要求下，PSL 也是可选项。此外从银行加杠杆角度看，对政府债券扩张可能挤占其他部门融资额度，需要警惕今年年末至 2024 年初的“挤出效应”令企业、居民部门融资受限。虽然广义社融将在政府融资带动下反弹，但居民和企业融资环境和增量的改善偏慢，仍是制约流动性进入实体经济的短板，需要继续关注房屋销售等改善的步伐。此外，预计 2024 年央行超量续做 MLF 可能性较大，且可能降息 10BP，降准 25BP。此外还可关注 PSL 等间接稳定地产市场的举措。



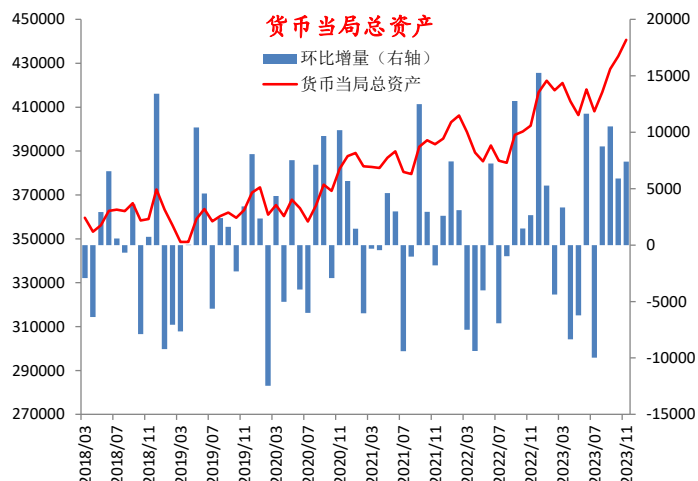


图 46 央行资产负债表持续扩张  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

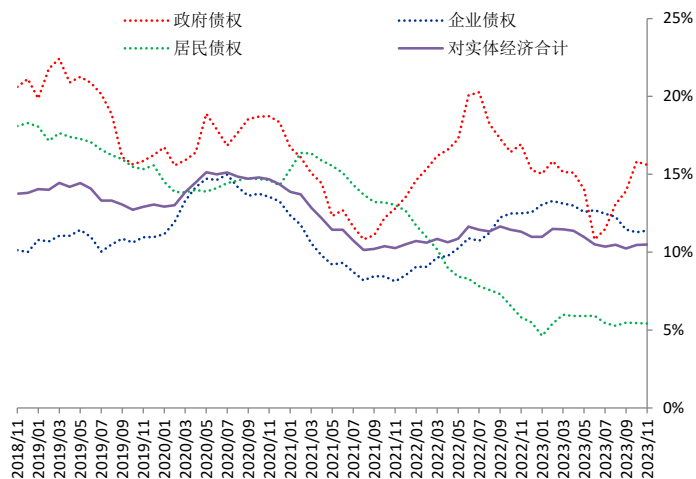


图 47 商业银行主要对政府扩表  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

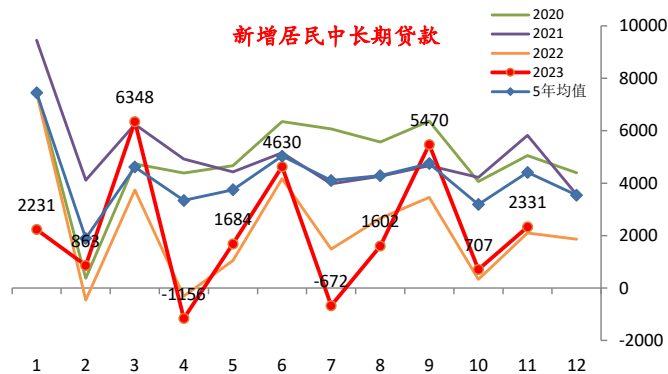


图 48 居民长贷4月、7月两次负增长  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

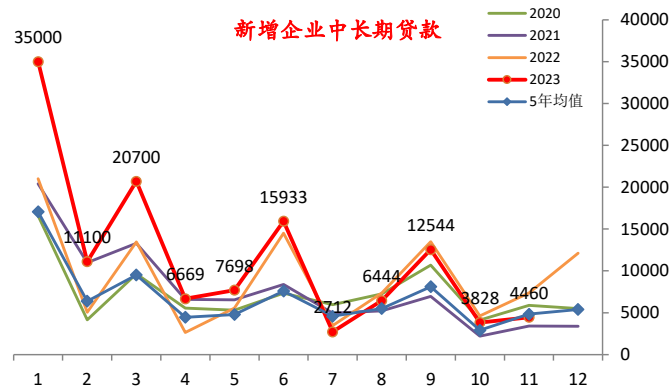


图 49 企业中长期贷款下台阶  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

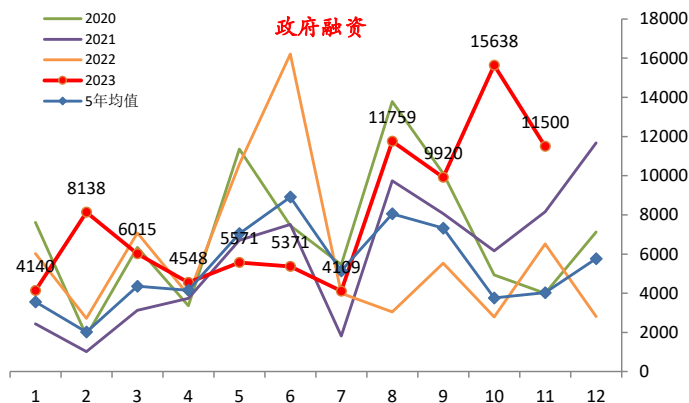


图 50 下半年政府融资增量显著上升  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

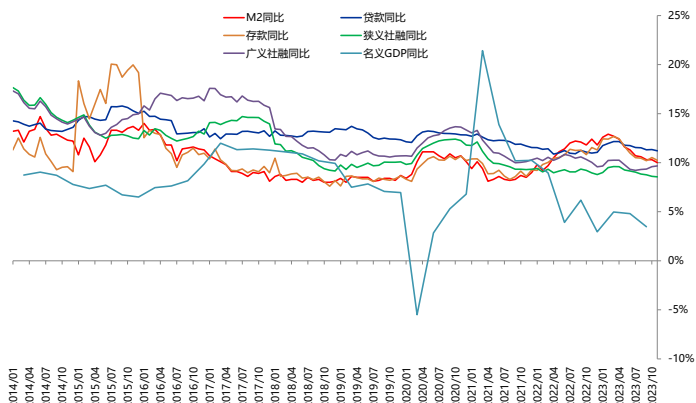


图 51 广义社融增速回升但 M2 增速放缓  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院



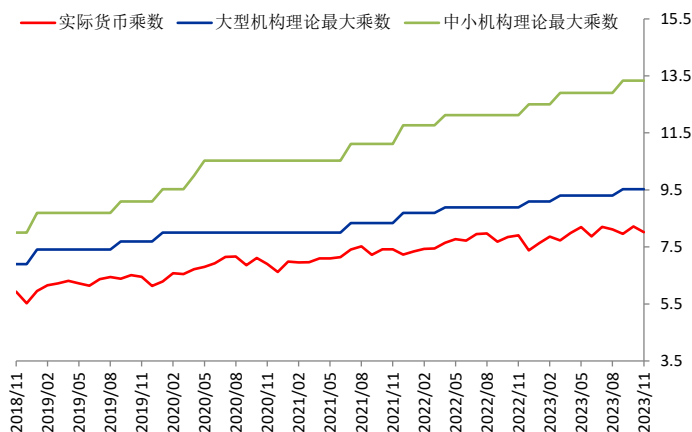


图 52 央行两次降准带动货币乘数上升  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

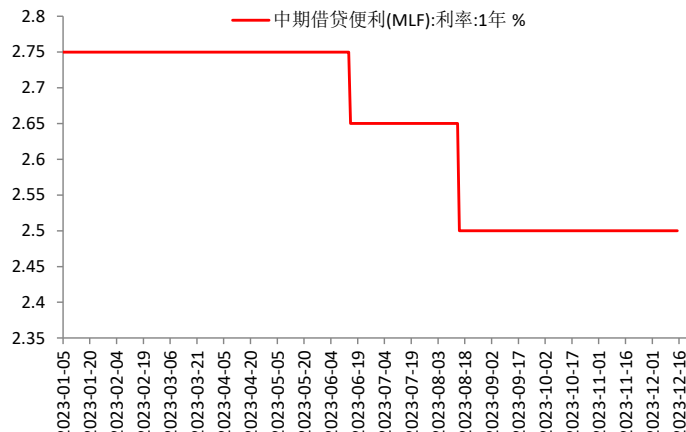


图 53 央行两次调降 MLF 利率  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

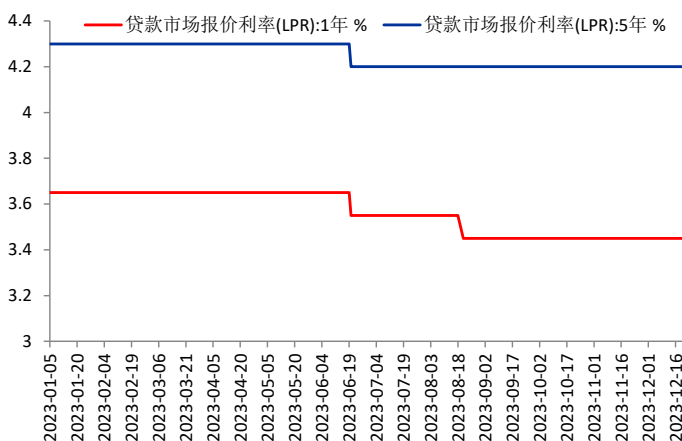


图 54 LPR 利率跟随融资成本下降  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

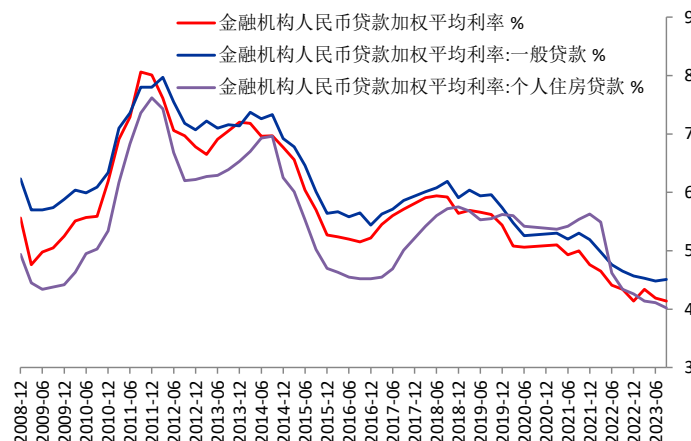


图 55 实体经济融资成本继续下降  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

## 二、 预算内收入稳定 财政政策力度明显增加

今年以来财政情况总体改善。上半年受到 2022 年减退税影响，基数回落导致财政收入同比增速大幅波动。而二季度经济增长阶段性放缓零收入增速短期出现回落，下半年开始则逐步恢复。主要税收分项中，企业相关税收在经济恢复趋势下转向平稳增长，个人相关税收逐步改善。地产相关税收总体偏低，四季度部分出现改善。财政支出方面，前三季度基本平稳，增量符合季节性波动，其中卫生健康相关支出疫情结束后开始回落。但广义财政恢复速度仍缓慢，尤其是土地出让金拖累地方政府基金性收入。从财政政策角度看，3 月《政府工作报告》将赤字率安排至 3%，地方专项债安排 3.8 万亿元，并要求财政投放更加积极。其中地方专项债在 9 月已完成募集，并在 10 月完成资金使用。该政策的落实对今年基建投资的稳定起到重要作用。此外，二季度开始地产市场风险放大，多家大型民营地产企业资金断裂导致违约，地方政

府信用风险上升，倒逼推出新的财政政策。包括特殊再融资债券、增发 1 万亿国债、提前下达明年地方债规模等逐步展开。其中特殊再融资债截至 11 月已经申报超过 1.5 万亿、发行超过 1 万亿，这对于稳定地方政府流动性、降低连续违约风险起到重要作用。四季度增发的 1 万亿国债将有中央完全通过转移支付给地方用于重要基建项目，其中 5000 亿元资金在年内投放，5000 亿元将在 2024 年投放。在此政策后 2023 年财政赤字由 3.88 万亿元增加到 4.88 万亿元，财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。年底的中央政治局会议和中央经济工作会议均强调继续化解风险。我们预计，2024 年全国财政赤字目标将维持高位，赤字率目标超过 3% 的可能性较大。通过财政投放降低地方政府风险，通过托底基建投资稳经济，继续是财政政策的主要目标。特殊再融资债、地方专项债留存额度等仍值得期待。而从预算内口径看，税收等收入将继续跟随经济修复增长。但土地出让金等收入仍待观察，至少在年初难有明显改善。

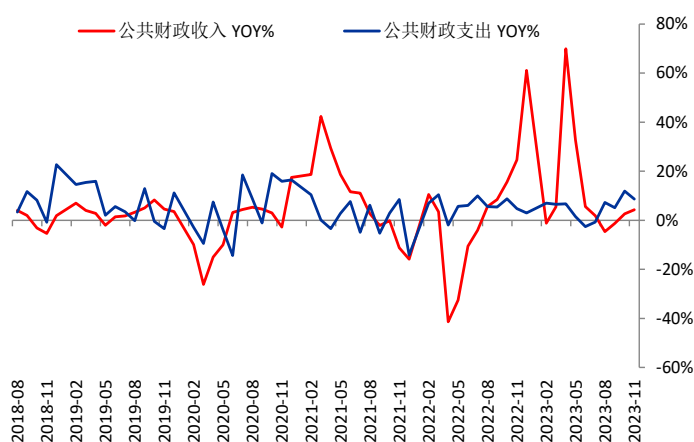


图 56 全国财政收支增速下半年开始修复  
数据来源：Wind、方正中期研究院

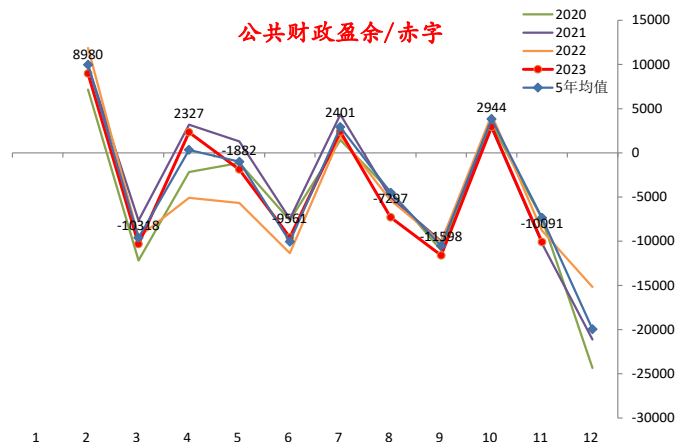


图 57 公共财政赤字增加  
数据来源：Wind、方正中期研究院

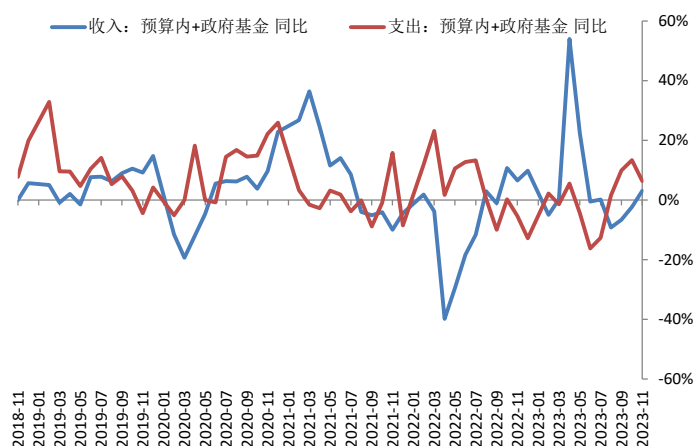


图 58 广义财政收支增速  
数据来源：Wind、方正中期研究院

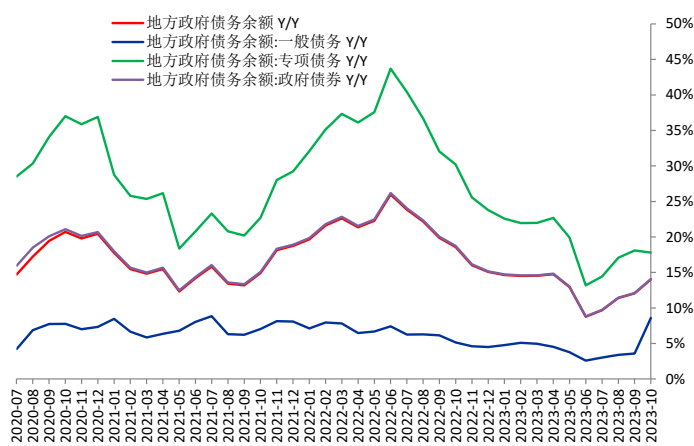


图 59 下半年地方债余额加速增长  
数据来源：Wind、方正中期研究院

### 三、 中央政府加杠杆势在必行

我们把国内经济划分为居民、企业、政府、金融系统四个部门，四部门的杠杆率今年以来出现明显差异，并且显示出三个特点。一是居民部门加杠杆速度依然明显缓慢，前三季度总计仅上升 1.02%。其中债务增量贡献仍处于 2022 年开始持续下降之后的低位。社融数据中的居民中长期贷款部分月份出现负增长也反映这一问题。某种程度上可以说居民部门已经处于所谓资产负债表衰退的边缘。二是政府部门贡献持续上升，至三季度累计提升杠杆率 2.74%，且四季度债务发行提速的情况下，贡献有望进一步上升。三是企业部门杠杆率贡献依然较大，前三季度累计上升多达 9.39%。从债务负担角度看，企业部门最重，其次是居民部门。从这些方面看，未来政府仍有进一步加杠杆的空间和必要性。年内中央金融工作会议也提出“优化中央与地方政府债务结构”，暗示将地方政府杠杆向中央转移。该举措有助于地方政府资金稳定。同时对冲居民部门杠杆增速过慢的副作用，起到稳定市场信心的作用。此外，我们预计 2024 年将进一步讨论“防范化解地方债务风险长效机制”。但存量债务结构优化和债务杠杆转移毕竟属于“盘活存量”的范畴，如何“创造增量”仍然是未来总体杠杆率增长所面临的重要挑战。

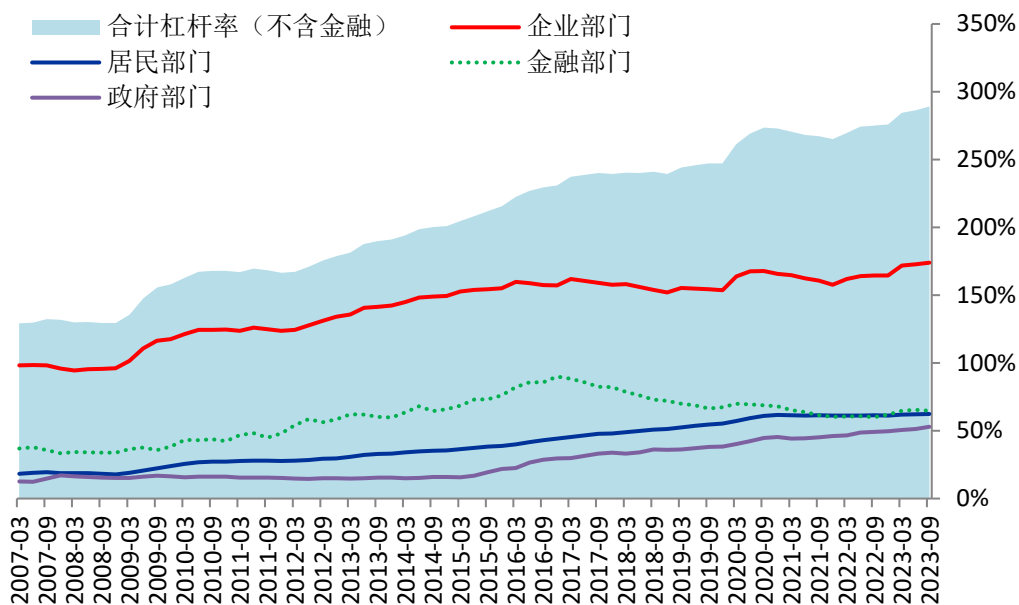


图 60 政府部门具有较大的加杠杆空间  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

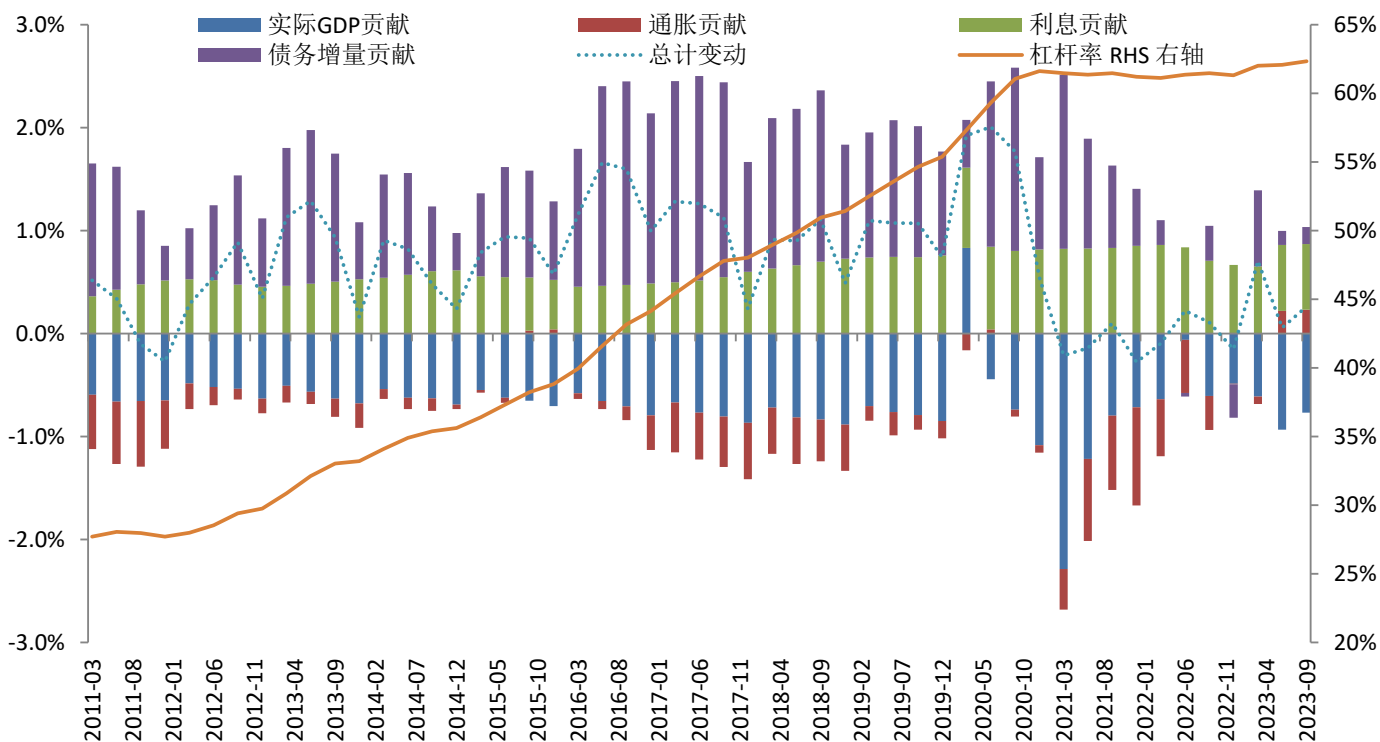


图 61 居民部门债务增量对杠杆率贡献仍在低位

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

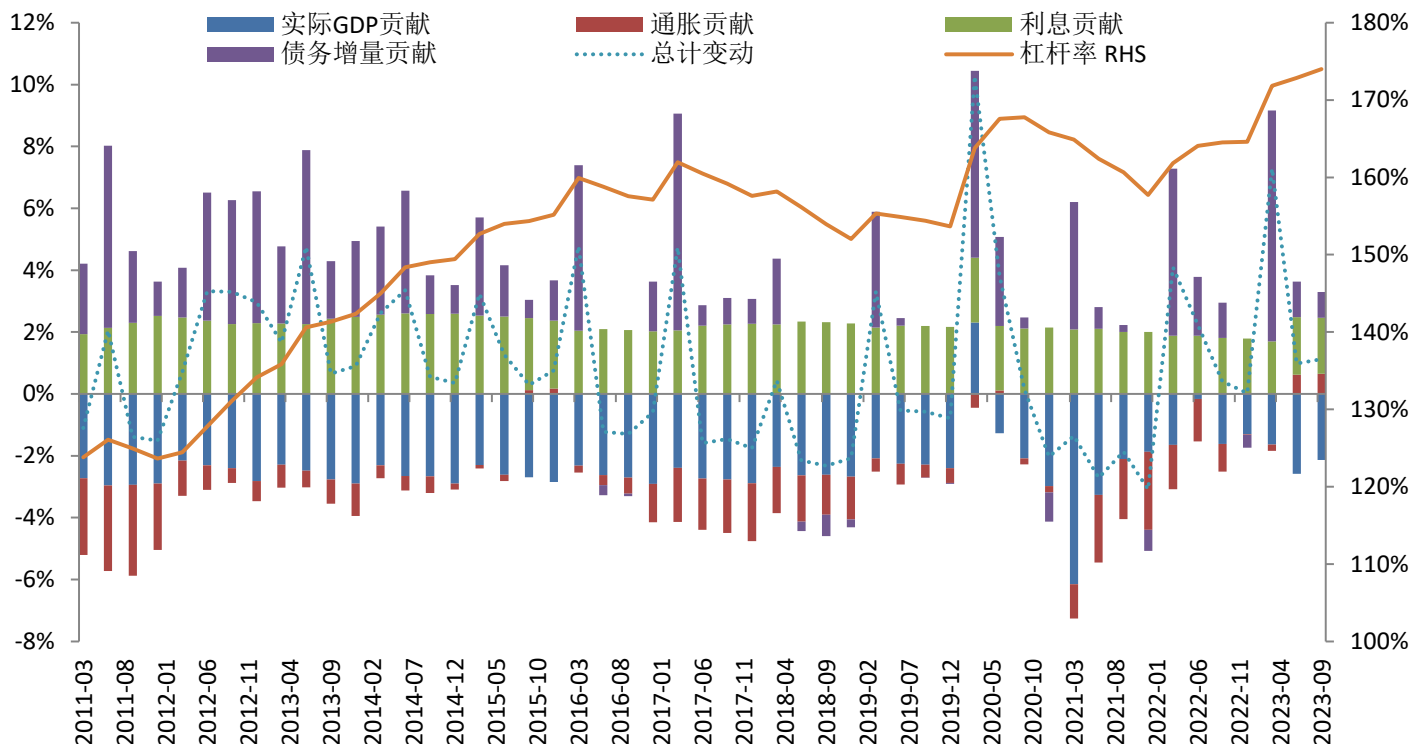


图 62 企业部门债务增量贡献较高

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

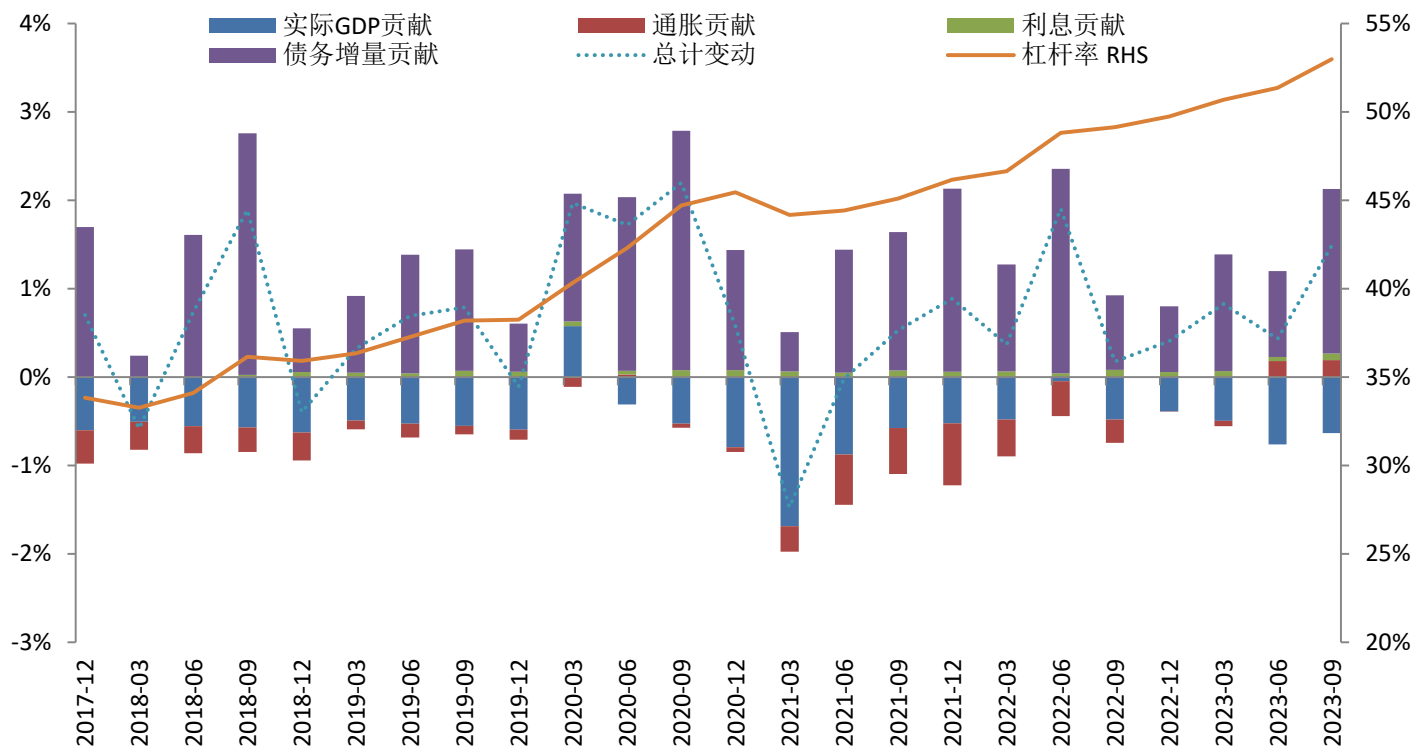


图 63 政府部门债务增量持续上升  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

## 第五部分 汇率探明底部 将继续震荡反弹

2023 年人民币总体呈现贬值走势。在上半年持续下行后，主要汇率指数 7 月探明年内低点，之后开始逐步反弹。人民币相对美元汇率表现更弱，呈现三阶段变动：上半年持续走弱；三季度开始进入低位震荡阶段，并在 9 月探明低点 7.37，随后四季度尤其是 11 月开始明显升值。从 CFETS 篮子来看，人民币相对多数货币贬值，其中对欧元、美元、墨西哥元、英镑、波兰兹罗提贬值幅度最多，对卢布、日元、土耳其里拉、马来西亚林吉特、南非兰特升值较多。从政策角度看，央行始终尝试稳定人民币汇率，尤其是三季度人民币逆周期因子调节力度增加——汇率中间价持续明显强于实际汇率，且央行调降外汇存款准备金率。此后窗口指导商业银行卖出美元稳汇率。最终汇率稳定在 7.30 附近。从基本面角度看，二季度美国经济相对中国表现更好，是造成当时汇率加速滑落的重要原因。但该因素三季度开始转向，并成为四季度汇率反弹的推手之一。从外汇流动性来看，银行代客净结汇、新增外币贷款低点出现在 9 月，涉外净收款、外汇占款、净外汇储备变动低点在 8 月。流动性指标四季度多数全面好转。中美利差变动是造成汇率波动的最主要也是最直接原因，今年以来中美 10 年国债收益率利差从 2022 年末的 -1.04%，最低下降至 10 月

19 日的-2.26%，1 年期利差也有明显下降。美联储鹰派程度上半年超预期抬升美债长端利率，国内经济二季度面临通缩和增速暂时放慢风险则压低国内长端利率，是造成中美利差大幅下降并拖累汇率走弱的主要原因。总体上看，上述利空影响因素已经开始消除，我们预计 2024 年人民币汇率将有所走升，国内经济修复带动基本面表现，美联储停止加息后中美利差反弹均为带动因素，且不排除后期再出现类似 11 月短期内快速升值走势。7.37 已经成为中期低点，未来利率首先将向 6.90 位置回归，且突破该位置继续上升可能性不低。

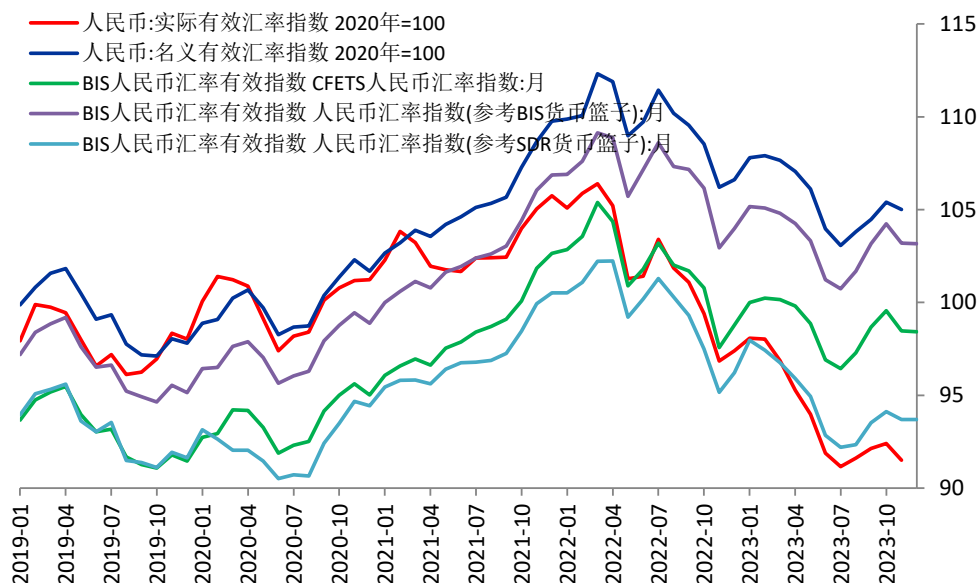


图 64 人民币汇率指数变动情况（月均）  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

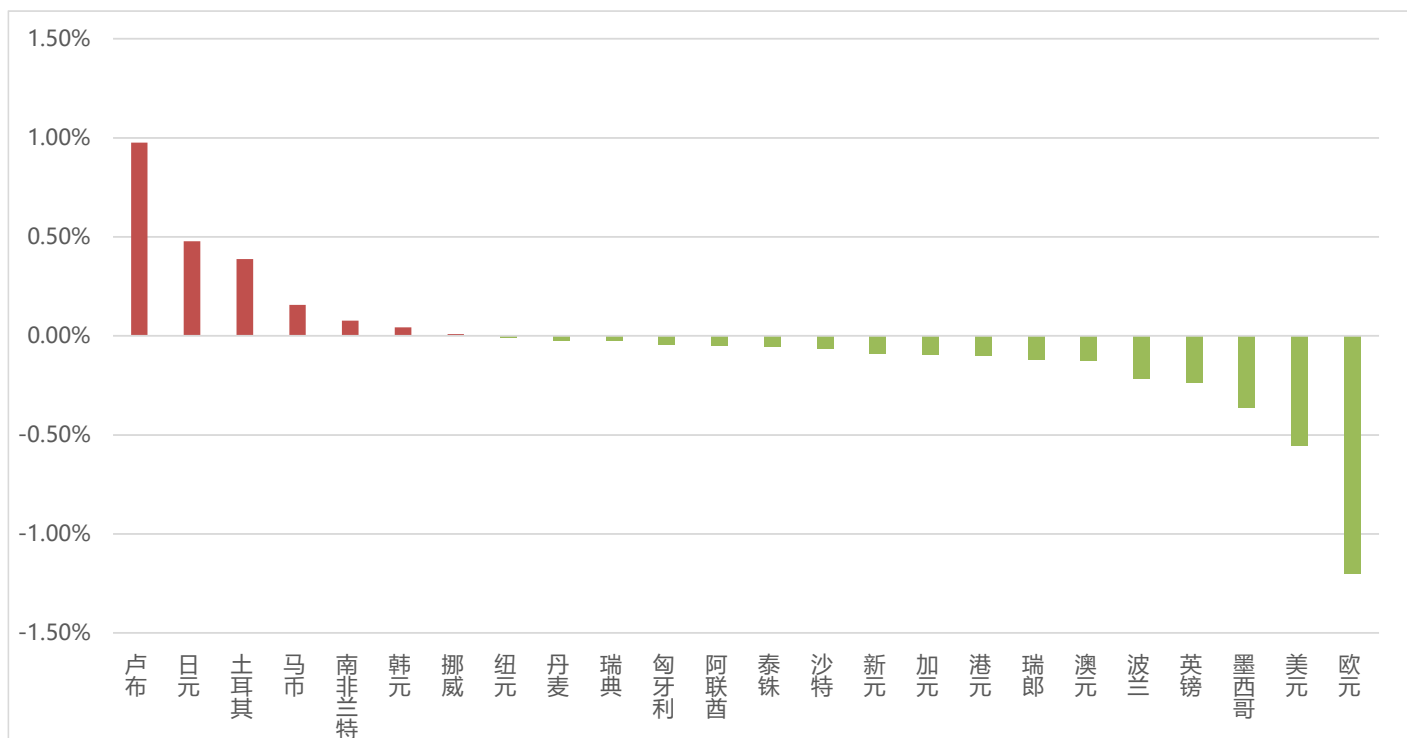
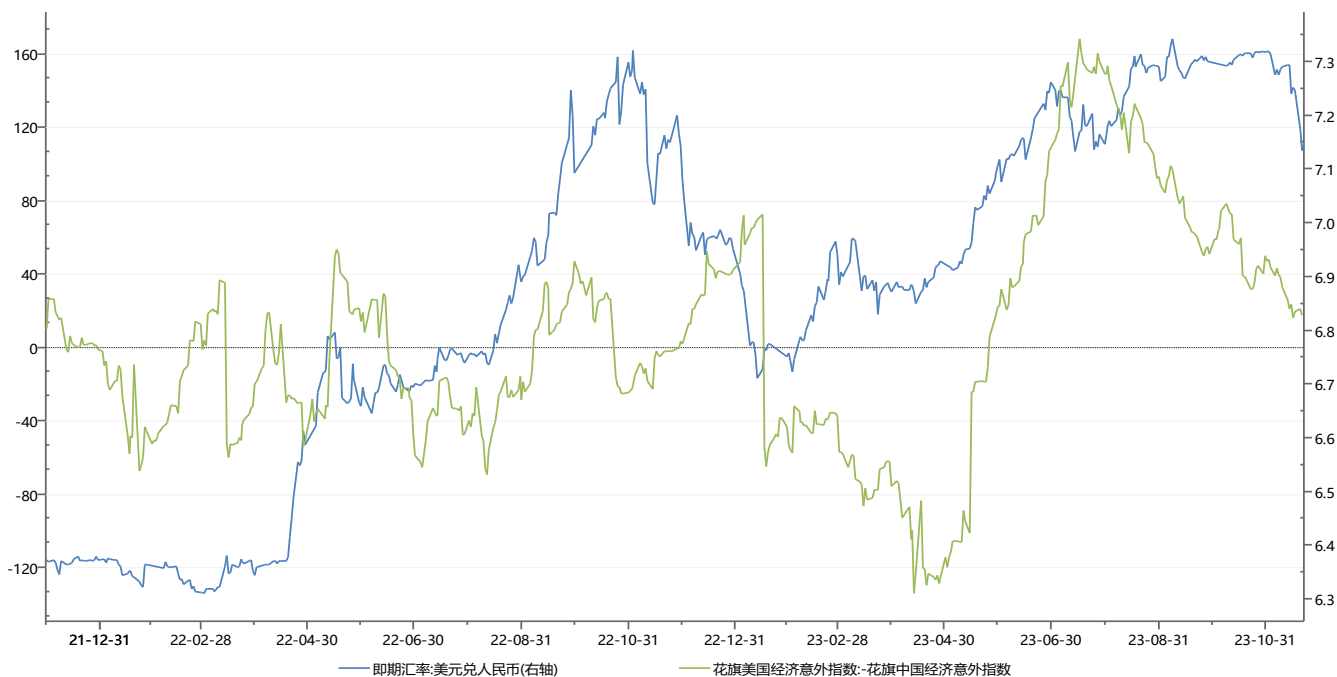




图 65 主要国家汇率对人民币指数的影响幅度

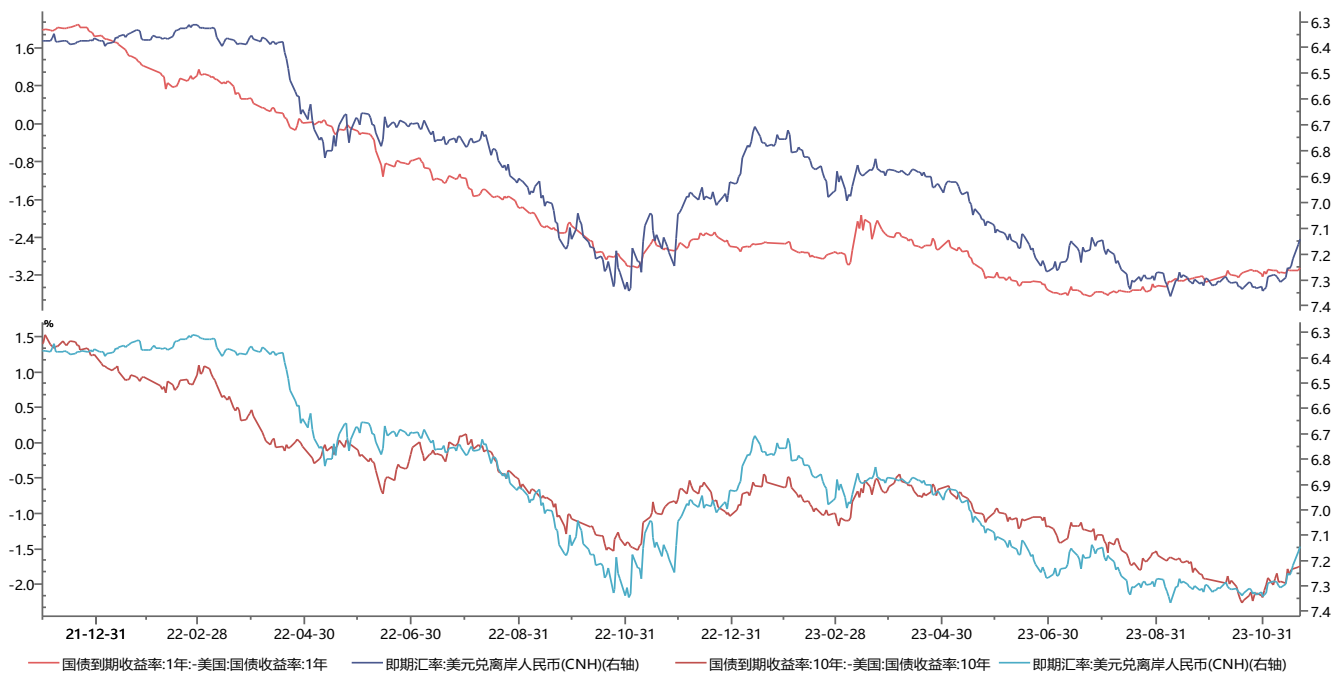
数据来源：Wind、方正中期期货研究院



数据来源：Wind

图 66 中美宏观经济预期差比较

数据来源：Wind、方正中期期货研究院



数据来源：Wind

图 67 中美利差与汇率变动关系

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

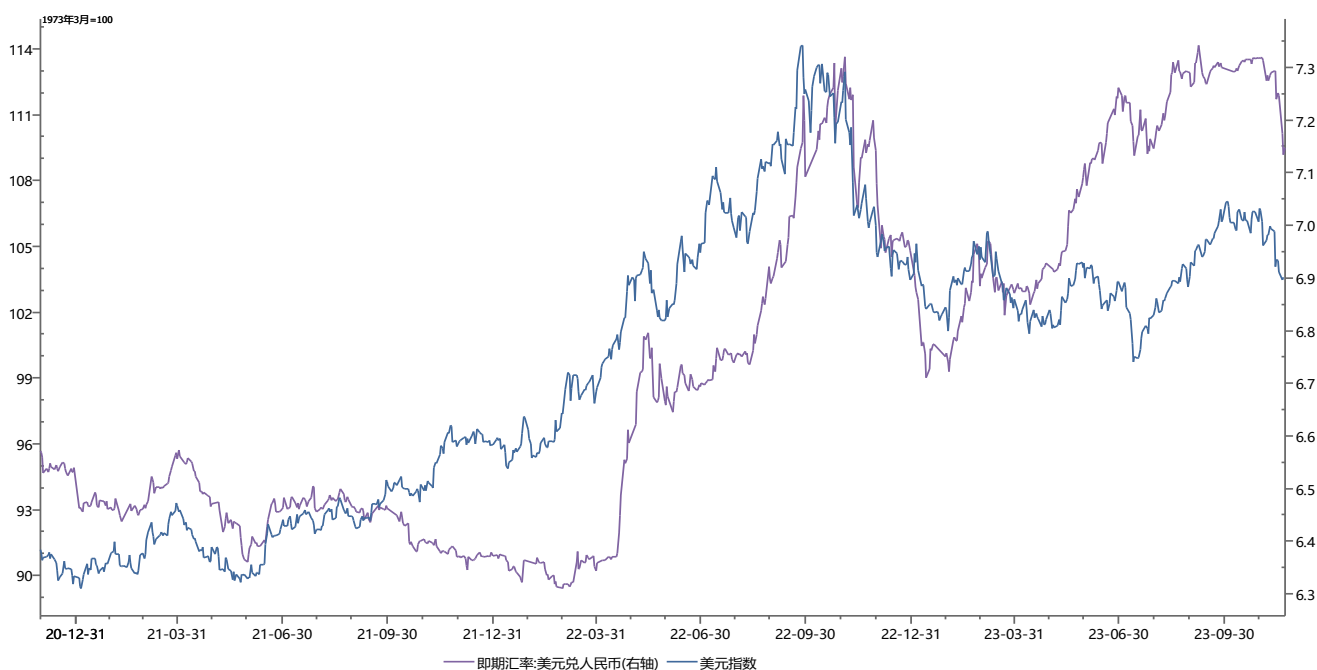


图 68 人民币汇率与美元指数关系  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

## 第六部分 大宗商品跟随经济宽幅震荡、底部抬升

2023 年以来，无论是从时间节奏和涨跌步伐上看，还是从不同产业链和品种上看，大宗商品价格变动均出现较大分歧。从节奏上看，大部分商品尤其是工业品原材料年内呈现先下跌后反弹的走势——二季度出现明显回落后三季度开始触底反弹。从品种表现来看，原油波动明显增加，三季度大涨之后四季度冲高回落，并带动能化产业链多个品种表现走弱。有色金属表现接近能化，但波动幅度明显低于能化。黑色产业链表现则相反，三季度反弹幅度较小但趋势相对稳定并延续至四季度。从影响因素上看，主要有几点逻辑。一是国内经济波动对市场影响明显，尤其体现在内需品种一季度上行、二季度下探、三季度反弹的节奏中，主要是螺纹、铁矿等黑色品种和铜、铝等有色品种。二是美联储上半年政策步伐较市场预期更加鹰派，这是造成二季度期货品种普遍大幅调整的重要原因。下半年开始市场对美联储停止加息时间点的博弈增加，且美联储确实逐步转向鸽派态度，最终在四季度暂停加息，美债收益率等大类资产估值基准回落，大宗商品价格面临的利空彻底解除。三是供给扰动增加，特别体现在原油价格方面，下半年宏观因素推动价格反弹后，OPEC 等产油国减产不及预期，给能源价格带来较大压力，并传导至下游能化相关产品，造成能化弱于金属的局面。四是碳酸锂、工业硅等新能源金属同样受到供给压力影响，上市后跌幅显著。此外，农产品价格与工业品表现差异较大，农产品自身也出现结构分化，其中油脂油料价格多数跌幅较大，红枣、苹果等生鲜农产品涨幅明显。猪周期影响下生猪价格持续走弱，并成为拖累 CPI 的关键因素。展望

2024 年大宗商品市场，我们认为总体宽幅震荡、底部继续抬升的态势能够延续。其中黑色、有色、能化品种可能继续延续差异。全球经济总体弱复苏、美联储政策转向后利空风险结束是商品市场面临的重要宏观背景。具体来看影响市场运行的还包括几个具体因素。一是中国基建、地产修复的程度，将极大影响黑色品种表现高度。二是全球贸易品制造业复苏对需求的推动力，将影响有色金属表现。三是资本开支增长后，供给出清的步伐将限制上升空间，体现在新能源金属方面。四是地缘政治波动将短期放大市场波动。且原油受到的供给扰动将进一步增加。此外，随着全球货币政策转向，贵金属机会也在增加。

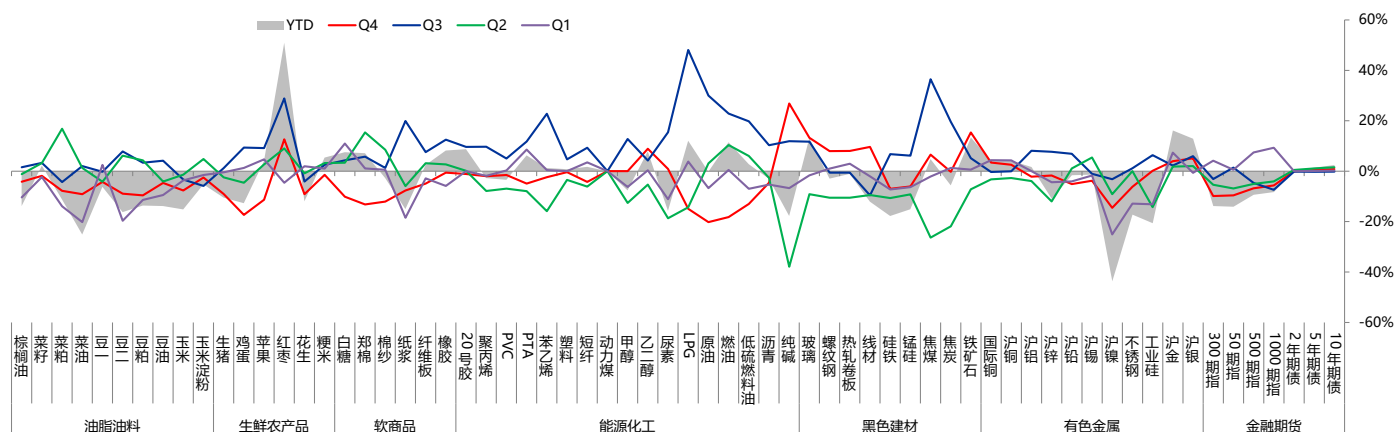


图 69 2023 年国内期货品种表现（截至 12 月 21 日）  
数据来源：Wind、方正中期研究院

## 第七部分 全文总结与 2024 年展望

我们可以看到，2023 年经济总体呈现修复趋势，一季度脱离 2022 年低位后迅速回补产出缺口而呈现高斜率修复，二季度增长斜率明显回落，并出产量下降、价格回落的主动去库存迹象，通缩风险短期上升。但下半年开始经济回归稳定，重新形成产量回稳、价格反弹的格局。经济数据中工业增加值、社会零售消费等表现较强，城镇固定资产投资增速逐步放慢，出口增速先走弱后企稳。供需逻辑上看，产出增速加快受到防疫政策调整对产业链和供应链的支持、经济结构转型等影响，制造业表现好于原材料行业。原材料价格波动对名义产出影响先向下后向上，行业差异先放大后减小。预计 2024 年供给将继续跟随总需求回升，且仍为向上弹性、向下刚性的特点。

需求中消费对经济支持明显增加，2023 年前三季度 GDP 贡献升至 83%，防疫政策转向后服务业等线下场景消费和商品消费相继复苏，这也成为经济“弱复苏”中复苏的主要动力。投资需求出现明显分化，其中基建投资先持稳，后在增量财政政策带动下加速。该驱动力尤其像在四季度和 2024 年初显现，未来对经济支持将继续加强。房地产持续走弱尤其是二季度加速下行，下半年暂时稳定但无明显反弹，是拖累经济的主要方面，成为“弱复苏”中弱的主要原因。未来仍需要关注地产资金改善以及行业出清情况，至少

明年初还难看到地产投资的明显修复。外需是年内拖累经济的第二大因素，尤其是年中前后，预计明年将跟随海外经济体贸易部门好转。

年财政和货币政策均明显偏向宽松。央行两次降息、两次降准，资产负债表规模继续扩张。社会融资成本继续下降，企业融资维持稳定，居民融资尤其是中长期融资部分月份出现负增长，显示出居民部门去杠杆。居民部门融资下降仍是流动性进入实体经济的短板，背后反映房屋销售不振的现状，未来改善程度仍存不确定性。政府融资是宽信用的主力，下半年开始广义社融增速触底回升，受到增量财政政策影响明显。除融资外政府税收持续改善，但土地出让金等拖累广义财政资金回落。

我们预计，2024 年国内经济总体仍将延续弱复苏为主的趋势，呈现“波浪式发展、曲折式前进”的特点。消费和基建是重要支撑，外需存在反弹空间，房地产风险仍需警惕。供给将继续跟随总需求回升，加库存周期进一步明确。长周期看 2022 年下半年以来的底部右侧趋势不变，基准预期下的 2024 年 GDP 实际同比增速合意区间为 4.5%至 5.0%，叠加再通胀因素名义增长将高于此增速。货币继续宽松，央行可能降息 10BP、降准 25BP 或更多。财政赤字和地方专项债目标大概率调升。而最终如何地产和地方债风险将是市场关注的焦点。而在国内外因素影响下，我们认为大宗商品市场总体宽幅震荡、底部继续抬升的态势能够延续。

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-85881117
交易咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510、511 室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼 19 层 2201 室	010-85881061
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街 6 号院 3 号楼 8 层 908 室	010-62681567
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路 1 号紫东国际创业园西区 E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 716 室	0512-65162576
上海分公司	中国（上海）自由贸易区长柳路 56-62（双）号 5-6（04）室	021-50588179
常州分公司	常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际 F 座 2309 号	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦东塔 26 层 2618-2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 1606、2304、2305、2306 房	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路 128 号卓越城一期 2 号楼 806B 室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 6 号楼 1002 户	0532-82020088
天津营业部	天津市和平区小白楼街道大沽北路 2 号 2609	022-23041257
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B8 座 1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心 T6 塔楼 13 层 1305 房间	0310-3053688
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海自贸试验区分公司	中国（上海）自由贸易试验区上南泉北路 429 号 2801 室	021-58991278
上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 1105、1106 室	021-58381123

上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 11 层 07 单元	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心 1 幢 1801 室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路 359 号福鑫大厦 1803、1804 室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路 299 号吴中大厦 9 层 902B、903 室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道 1177 号绿地国际博览城 4 号楼 1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路 599 号神农太阳城商业外圈 703 号(优托 邦第 3 号写字楼第 7 层 C-704 号)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场（19 层 1902 号）	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任 公司	上海市浦东新区商城路 506 号新梅联合广场 B 座 6 层	021-20778818

## 重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。