

李冰

李冰

李冰



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

李冰

李冰

李冰

2024 年第 15 期总第 1144 期

## 合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2024 年 3 月 1 日 星期五

更多精彩 敬请关注  
兴泰季微信公众号



<b>宏观经济</b> .....	2
中央政治局召开会议讨论《政府工作报告稿》.....	2
国务院召开扩大会议研究国企改革举措.....	2
李强总理会见美国商会访华团.....	2
住建部下发通知编制 2024、2025 年住房发展年度计划.....	2
美联储表示将于今年降息.....	2
不继续资本管制对卢布汇率不产生重大影响.....	3
<b>货币市场</b> .....	3
在岸人民币对美元较上一交易日跌 8 个基点.....	3
央行在会议强调要用好用足货币政策工具.....	3
<b>监管动态</b> .....	3
证监会召开资本市场法治建设座谈会.....	3
市场监管局召开反垄断工作会议.....	3
<b>金融行业</b> .....	4
央行与上海市举行工作座谈会.....	4
两市合计融资余额较前一交易日增加 86.98 亿元.....	4
<b>热门企业</b> .....	4
百度的第四季度营收 349.51 亿元.....	4
唯品会公布 2023 年季度和全年未经审计的财务业绩.....	4
<b>地方创新</b> .....	4
浙江：加快打造民营经济总部高地.....	4
贵州：召开民营经济高质量发展暨营商环境建设大会.....	5
<b>深度分析</b> .....	5
前瞻 2024：进一步正常化.....	5

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰



## 宏观经济

### 中央政治局召开会议讨论《政府工作报告》

2月29日，中共中央政治局召开会议，讨论国务院拟提请十四届全国人大二次会议审议的《政府工作报告》稿。会议强调，要加大宏观调控力度，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，增强宏观政策取向一致性，营造稳定透明可预期的政策环境。要大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。

### 国务院召开扩大会议研究国企改革举措

2月28日，国务院国资委党委召开扩大会议。会议强调，要加快转型升级，发挥枢纽联接作用，助力推进多式联运，加快人工智能等新技术赋能，打造一批有竞争力的平台和企业，提升服务实体经济的能力效率；要推动中央企业加强供应链协同合作、信息共享，降低工业物流综合成本，带动上下游企业降本增效。

### 李强总理会见美国商会访华团

2月28日，国务院总理李强会见由美国商会会长兼首席执行官克拉克率领的访华团。今年是中美建交45周年，中方愿同美方一道落实好两国元首重要共识，推动两国关系健康稳定发展。中美经济高度互补，利益深度融合，加强经贸合作对两国是双赢，搞“脱钩断链”“小院高墙”不符合双方根本利益。欢迎美国企业继续投资中国、深耕中国市场，共同分享发展机遇。

### 住建部下发通知编制2024、2025年住房发展年度计划

近日，住房城乡建设部下发通知，要求各地科学编制2024年、2025年住房发展年度计划。各地要科学编制规划，认真组织实施，根据人口变化确定住房需求，根据住房需求科学安排土地供应、引导配置金融资源，实现以人定房，以房定地、以房定钱，促进房地产市场供需平衡、结构合理，防止市场大起大落。

### 美联储表示将于今年降息

2月29日，美联储柯林斯表示，基准情景是美联储将于今年降息；现在就说美联储是否可能在5月份降息为时尚早；联储不应对通胀的一个数据点做过度反应。美联储威廉姆斯表示，降息将取决于通胀朝着2%回落的信心；今年稍晚可以考虑降息；强劲的经济使美联储有时间分析数据。

## 不继续资本管制对卢布汇率不产生重大影响

俄罗斯央行表示，委员会成员一致认为，不继续资本管制措施对卢布汇率不会产生重大影响；预计俄罗斯银行业将在 2024 年出现流动性赤字，年底达到 0.6-1.4 万亿卢布；大多数成员预计利率将在下半年开始下降，有些人认为可能会提前降息。

## 货币市场

### 在岸人民币对美元较上一交易日跌 8 个基点

2 月 28 日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1986，较上一交易日跌 8 个基点，夜盘收报 7.1976。人民币对美元中间价报 7.1075，调贬 18 个基点。交易员表示，中间价继续体现监管层维持汇率预期稳定的态度，市场交投清淡，人民币等待更多基本面信息指引。

### 央行在会议强调要用好用足货币政策工具

2 月 28 日，央行召开做好金融五篇大文章工作座谈会强调，要用好用足货币政策工具，做好审贷放贷、资金申报和存续期管理，将央行再贷款优惠政策通过各金融机构精准传导到各重点领域。央行将通过加强政策指引、强化政策激励、明确目标要求、加强考核评估，做好支持引导和服务保障。

## 监管动态

### 证监会召开资本市场法治建设座谈会

2 月 29 日，证监会党委书记、主席吴清日前主持召开资本市场法治建设座谈会，就完善资本市场基础制度、加强法治保障听取意见建议。座谈会上，与会代表踊跃发言，大家认为，要进一步完善中国特色证券期货执法司法体系，优化行刑衔接机制，加强执法司法高效协同，加大行政、民事和刑事立体追责力度，全面提升“零容忍”执法效能。

### 市场监管局召开反垄断工作会议

2 月 29 日，市场监管总局召开 2024 年反垄断工作会议强调，要进一步强化竞争政策基础地位，深入开展整治市场分割、地方保护突出问题维护公平竞争市场秩序专项行动。切实做好互联网平台反垄断监管，促进平台经济有序竞争创新发展。

## 金融行业

### 央行与上海市举行工作座谈会

2月29日,央行与上海市举行工作座谈会。央行行长潘功胜表示,将继续大力支持上海国际金融中心建设和扩大金融高水平开放。持续深化跨境贸易和投融资便利化措施,支持上海打造人民币金融资产配置中心。加强金融市场基础设施体系建设,丰富和发展金融要素市场。优化升级人民币跨境支付系统功能。支持上海深化数字人民币试点,探索创新场景应用测试。

### 两市合计融资余额较前一交易日增加 86.98 亿元

截至2月26日,上交所融资余额报7542.29亿元,较前一交易日增加47.36亿元;深交所融资余额报6660.74亿元,较前一交易日增加39.62亿元;两市合计14203.03亿元,较前一交易日增加86.98亿元。

## 热门企业

### 百度的第四季度营收 349.51 亿元

2月29日,百度集团发布财报,2023年第四季度总收入349.51亿元,同比增长6%;百度核心收入275亿元,同比增7%;调整后净利润77.55亿元,同比增长44%。百度董事长李彦宏介绍,文心大模型的日调用量已超过5000万次,季度环比增长190%;现有的AI芯片能够帮助百度进一步在未来1-2年内持续迭代。另外,百度已在文生视频等领域进行投资。

### 唯品会公布 2023 年季度和全年未经审计的财务业绩

2月28日,中国品牌在线折扣零售商唯品会,今天今天公布了截至2023年12月31日的季度和全年未经审计的财务业绩。数据显示,唯品会2023年第四季度营收347亿元同比增长9.2%,全年营收1129亿元同比增长9.4%;2023年第四季度净利润30亿元同比增长32.2%,全年净利润81亿元同比增长28.9%;第四季度调整后净利润32亿元同比增长43.4%,全年净利润95亿元同比增长39.1%。

## 地方创新

### 浙江：加快打造民营经济总部高地

近日,浙江出台工作方案加快打造民营经济总部高地,目标是到2025年,培育省



级民营经济总部领军企业 100 家、民营经济总部集聚高地 20 个，浙江上榜“中国民营企业 500 强”总部企业数量保持全国领先。

## 贵州：召开民营经济高质量发展暨营商环境建设大会

近日，贵州省委、省政府召开全省民营经济高质量发展暨营商环境建设大会。贵州省长李炳军发表讲话指出，各地各部门要严格兑现政府承诺，全面清理拖欠企业账款，切实降低民营企业生产经营成本，当好服务企业的“店小二”，不断提升民营企业获得感。

## 深度分析

### 前瞻 2024：进一步正常化

郭磊（广发证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家委员会委员北京大学经济学院金融学硕士校外导师，清华大学全球证券市场研究院学术委员）

来源：郭磊宏观茶座

疫后的财政扩张是 2023 年欧美经济绕开资产负债表衰退的主要原因，它的积极作用是平滑了去库存周期的下行斜率，副作用是通胀高企和政策利率被动抬升。海外去库存和高利率周期又分别压制新兴市场出口和汇率。2024 年实际上正好反过来，财政扩张已至末端，超额储蓄减退；但一直被托底的制造业周期完成触底；货币政策择机结束紧缩并推动利率回归。所以，2024 年全球经济有两大主线：一是发达经济体制造业库存触底对冲财政红利减退和高利率；二是新兴市场在海外去库存周期结束的背景下，外需环境逐步走向正常化；在海外高利率缓和的背景下，汇率和投资环境逐步走向正常化。

我们预计美国 2024 年 GDP 同比增长 1.7%（2023 年可能在 2.3%左右）；全年核心 CPI 同比为 3%，年末核心 CPI 回落至 2.5%左右水平。具体看美国经济：其一，超额储蓄释放完毕压低消费动能，但薪资粘性叠加通胀回落支撑实际收入，消费增速趋于正常化，预计 2024 年个人消费支出增速回到疫情前 1.5%-2%左右水平；其二，库存去化接近尾声利好制造业库存修复，但高利率环境影响库存斜率；其三，2024 年赤字率将有所收敛，财政对经济的影响略偏负面，参见 10 月 23 日外发报告《关于美国财政的几点认识》。其四，根据 CBO 预测，政府对基建法案、芯片法案、抗通胀法案的拨款将在 2024-2026 年期间持续上行，对高端制造形成支撑。

我们预计 2024 年欧元区实际同比增长 0.8%（2023 年可能在 0.5%左右），经济状况弱于美国，不排除有阶段性浅衰退可能。其一，相对于美国，欧洲劳动力市场供需更为平衡，薪资缺少额外支撑。第二，由于欧元区浮动利率借贷占比偏高，高利率环境对企业投资和房地产投资的影响相对更直接。其三，2024 年欧元区财政空间可能较 2023 年显著收缩，对能源和通胀补偿措施的取消亦会拖累居民消费。

我们预计 2024 年日本实际 GDP 同比增速为 1.4%左右纵向相比偏高的水平（2023 年可能在 1.9%左右）。其一，目前失业率处于历史较低水平，2023 年春斗中工资增速达到 3.8%（1993 年以来最高水平）[1]，这一数字在 2024 年仍有望提升。其二，企业投资持续修复，后续仍有增长空间。根据日本央行发布的 Tankan 数据，日本企业对经济预期良好，投资规模增速快。其三，财政扩张可能会助推经济增长。近期岸田政府



推出总规模约为 17 万亿日元的经济刺激计划（约为 2022 年 GDP 的 3.05%），用于减税、救济、增加半导体行业投资等[2]。

我们预计美联储可能在 2024 年下半年小幅降息。欧元区可能在 2024 年年中启动降息，政策利率可能在 2024 年年末回落至 3.25% 左右水平。日本仍处于宽松向收紧走的阶段，预计日央行大概率在 2024 年上半年逐步收尾 YCC，并在下半年正式退出。

图1：市场持续上修美欧日2023GDP增速预期（%）

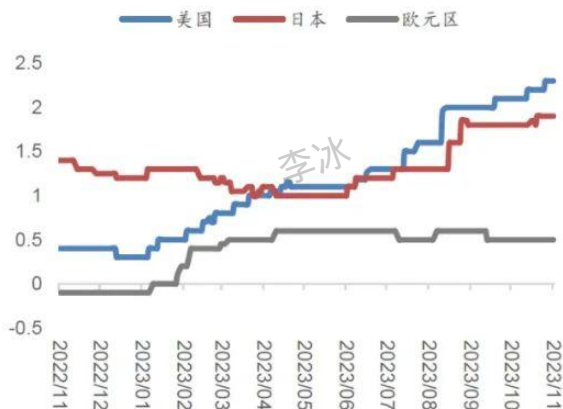
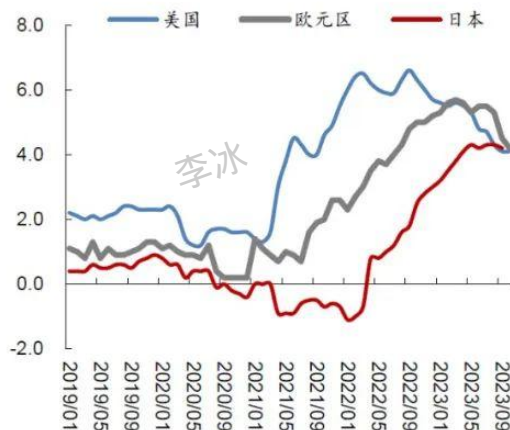


图2：美欧核心CPI同比（%）初步回落



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

美债收益率走势是 2024 年外部环境的关键变量之一。我们认为它目前位置过高。一个可参照的坐标是，2010-2019 年美国名义 GDP 增速/10 年期国债收益率均值为 1.7 倍，按这一经验比值，今年二季度 6.0% 的名义 GDP 对应 3.6% 左右的利率季度均值基本合理，三季度以来则明显偏高，这与美联储“higher for longer”叙事策略的影响有关。往中期看，若把 4.5-5.5% 的名义增速当作中性假设，1.7 倍经验估值下 10 年期美债收益率应处 2.6-3.2% 之间，中枢 3.0% 左右。即便考虑到疫情前十年的 QE 等因素导致利率偏低，参照疫情前 20 年均值的 1.3 倍，则 10 年期美债收益率应处 3.5-4.2% 之间，中枢 3.8% 左右。无论哪种情况，目前 4.6% 以上都明显偏高。

在报告《利率的本质》中，我们曾介绍过这一思路：按照经典的费雪框架，利率本质上是我们借钱给别人时要求的回报率，它包括两部分，一部分是既定风险下预期的实际投资回报补偿，另一部分是通货膨胀补偿。名义 GDP 增长率也包括两部分，一部分是实际增长率，另一部分是通货膨胀补偿（平减指数）。所以，我们可以理解为何研究上一般用名义增长率趋势来观测利率趋势，名义 GDP 增长率和利率是一个是全要素回报率，一个是资本回报率；一个是宏观回报率，一个是微观回报率，我们可以把它们视为相互投射的关系。

在《利率的本质》中，我们做过梳理，疫情前的十年（2010-2019）美国名义 GDP 增速/10 年期美债收益率平均为 1.7 倍，疫情前 20 年（2000-2019）这一比值为 1.3 倍，疫情前 30 年（1990-2019）比值为 1.2 倍。

图3: 美国名义GDP同比与10年期美债收益率 (%)



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

2024 年中国经济有望进一步正常化。2023 年 GDP 两年复合增速预计在 4.1-4.2% 左右 (对应实际 GDP 同比 5.2-5.4%)，价格表现也佐证总需求不足，需求缺口来自周期性和趋势性的叠加：一是外需，海外去库存周期对应出口处于负增长时段，上两轮去库存周期的 2016、2019 年出口分别是负增长、零增长；二是地产，代际需求切换叠加金融属性去化，今年处于销售中枢整体下台阶 (年度住宅销售面积从 15.6 亿方降至 10 亿方左右) 的第二年。上述两个过程应已结束或接近完成，2024 年经济转为三条线索的正贡献：一是海外库存周期回升对应中国出口中枢修复；二是地产因城施策、城中村、保障房等种力量共同作用下，对经济拖累减小，其中保障房的影响斜率有待观察；三是财政呈现出更为积极的特征，从新一轮化债及增发万亿国债来看，2024 年狭义财政空间可能会适度扩张。简单来说，“出口、地产、化债”会成为带动实际增长逐步正常化、名义增长逐步回升的“三驾马车”，这一架构有些类似于 2016 年。

2023 年前三季度 GDP 两年复合增速分别为 4.7%、3.3%、4.4%，大致呈“U”型走势。如果四季度两年复合 4.3%，则全年两年复合 4.2%，全年实际 GDP 增速 5.4% 左右；如果四季度两年复合 4.0%，则全年两年复合 4.1%，全年实际 GDP 同比 5.2% 左右。

如果说两年复合增速代表扣除基数影响后历史可比的增速，2023 年的 GDP 增长率依然呈现出总需求不足的特征，价格的表现也佐证这一点。需求缺口来自两点：一是外需，2023 年前 10 个月同比为 -5.6%，全年已大概率负增长。这是 2017 年以来首度年度出口负增长，主要因为海外主要经济体处于去库存周期，上两轮去库存阶段的 2016 年、2019 年出口增速分别为 -7.7%、0.5%。二是地产，代际需求切换、疫情影响，叠加金融属性去化，地产销售投资集中下台阶。2022 年、2023 年前 10 个月销售同比分别为 -24.3%、-7.5%，投资增速分别为 -10.0%、-9.1%。

2024 年出口有望处于修复周期。从经验规律看，出口不能简单看终端需求，而是和终端需求的“缓冲垫”库存周期的关联度更高，即海外补库存对应中国出口上行、去库存对应出口调整。从目前美国库存周期位置来看，库存同比自 2022 年年初下降以来已充分调整，并已于 6 月触底，这对应至明年出口环境可能会震荡修复。

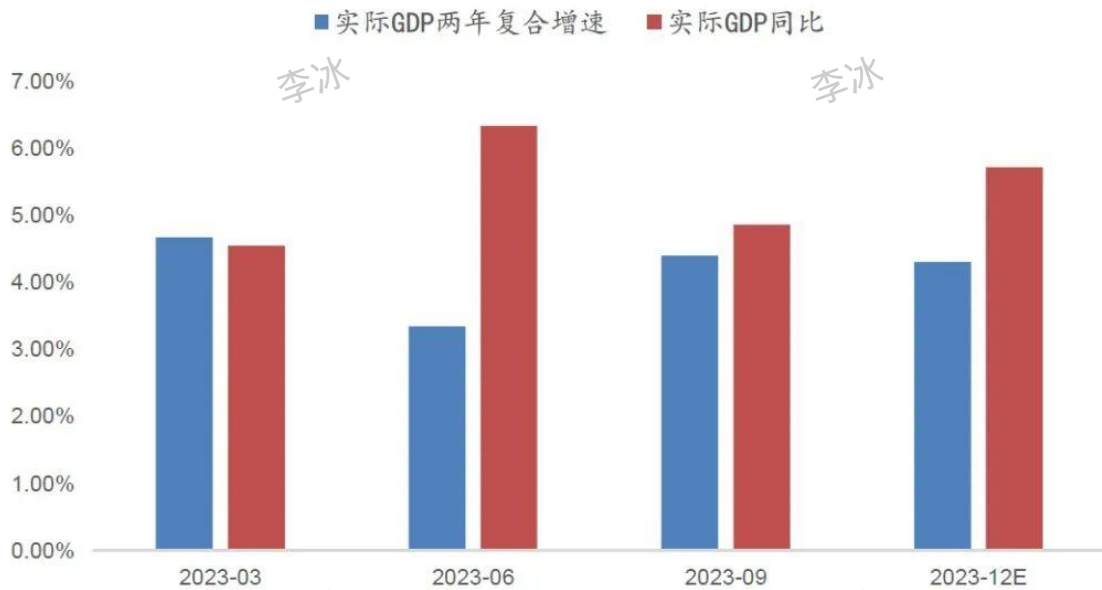
一、关于地产，值得关注的是新发展模式的落地和新一轮保障房建设。

中央金融工作会议强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”、

“因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求”与“加快保障性住房等三大工程建设”，央行表示将为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持。

新一轮化债有望推动地方资产负债表再度阶段性出清。增发 1 万亿国债体现出更为积极的财政政策思路。四季度调整预算较为罕见，应是为明年财政可以更加前置发力。

图4：中国实际GDP及两年复合增速（%）



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

对经济回升斜率来说，GDP 目标较为关键。这一点仍有待于继续观测。我们倾向于认为延续今年的“5%左右”有较大概率。一则它有助于进一步稳定内外预期；二则前期 5% 以下增长均处于非正常时段，[3]如国家统计局副局长盛来运在《中国经济高质量发展大势没有变》所指出的，“2020 年-2022 年中国经济年均增长 4.5%，明显低于潜在增长水平”。从实现条件来看，我们以投入产出表下的最终需求依赖度作为权重，匡算各需求分项变动对 GDP 的拉动情况。在平减指数 1.4% 左右的假设下，2024 年 5% 的实际增长率需要三个条件：一是出口回到正增长，3% 的中性假设对名义增长拉动在 1.3 个百分点左右；二是叠加保障房投资影响，地产投资降幅收窄；三是积极财政保证基建和政府消费的相对高增速。

从可能性来看，5% 的目标理论上能够实现。中性假设平减指数由 -0.4% 回升至明年的 1.4% (CPI 1.5%、PPI 1.0%)，则实际 GDP 增长 5% 对应名义 GDP 增速将回升至 6.4% 左右。

我们以 2020 年投入产出表下的最终需求依赖度作为权重，匡算各需求分项变动对 GDP 的拉动情况。2024 年居民消费面临高基数，6% 左右增长假设下对名义 GDP 的拖累在 -0.6 个百分点左右。实现 5% 的实际 GDP 增长大致上需要：第一，海外制造业正常进入补库周期，出口重回正常年份增长，在回升至 3% 左右的中性假设下，对名义 GDP 拉动将为 1.3 个点；第二，继续调整优化地产政策，地产投资降幅继续收窄，中性假设由今年的 -9% 左右回升至 -3% 左右，将拉动名义 GDP 回升 0.7 个点；第三，积极财政支撑下，基建投资能够在今年的高基数基础上继续保持高增长；政府消费较今年亦略有加速，拉动名义 GDP 回升 0.2 个点。第四，盈利进入正增长周期，库存回补带动制





制造业投资小幅上行，拉动名义 GDP 回升 0.3 个点。

其中地产投资在预测上的能见度相对偏低，-3%的增速是我们综合因城施策、城中村、保障房建设之后的中性假设；此外，我们以-7%和 0 增长的地产投资增速分别当作保守和乐观假设。保守情景下，地产投资对名义 GDP 的拉动仅较 2023 年回升 0.2 个点，这意味着需要更高增速的出口、基建假设来弥补；乐观情景下，地产投资对名义 GDP 的拉动较 2023 年回升 1.0 个点，三大需求的名义 GDP 的拉动较 2023 年回升 2.1 个点。

## 二、关于财政政策，1 万亿国债的增发打开了中期财政的灵活调整政策空间。

从目前信号看，2024 年积极财政的主线较为明确，即中央加杠杆、地方化风险、整体稳增长；同时，通过广义财政配合城中村改造、保障性住房政策以进一步托底总需求。中性情形下，我们预计 2024 年目标赤字率在 3.2%-3.5% 的区间，继续传递财政适度扩张的信号；专项债规模 3.8 万亿元左右。广义财政支持保障房建设是一个既定方向，2019 年棚户区改造占专项债比例一度达 33%，2020-2022 年降至 13% 左右。在保障房建设升温背景下，以 2024 年新增专项债用于城中村和保障房的比例 20% 左右预测，对应全年资金规模约 0.7 万亿元；此外，近日央行已表示“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”，不排除会有类 PSL 的方式，这一部分若落地则对广义财政来说是一个增量。

近日财政部表示，将继续贯彻实施好积极的财政政策，着力在提效上下更大功夫；支出方面将加快推进新增国债的发行使用，用好新增地方政府专项债券资金；运行方面将严防风险，抓好一揽子化债方案落实，积极稳妥推动化解地方政府债务风险。简单理解，中央加杠杆、地方防风险、整体稳增长是目前政策导向。

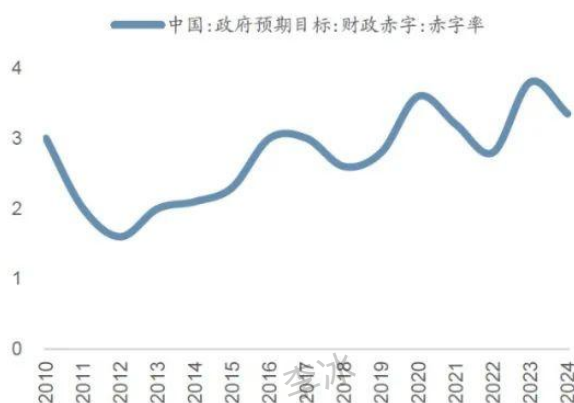
我们预计 2024 年目标赤字合意水平约在 4.5 万亿元，其中中央承担赤字比例预计将进一步上升至 90% 左右，对应地方赤字承担 10%。

对于 2024 年专项债规模，我们仍以当下水平当作中性预测。一则 2023 年底增发国债对基建有额外拉动作用；二则 2024 年专项债可用于城中村改造和保障性住房，对经济的乘数效应也将较往年有所提升；三则由于 2022 年-2023 年政府性基金预算收入规模减少，而这一收入是专项债的重要偿债资金来源，对 2024 年专项债的扩张或有一定约束。

从政策节奏来看，考虑到 2023 年四季度增发的 1 万亿元国债将主要用于 2024 年的建设项目，叠加 2024 年新增专项债的下达，因此 2024 年上半年再次加码财政政策的概率较小；同时政策灵活性在上升，若下半年仍需财政政策稳增长，则年中仍可相机抉择推出备选政策工具。

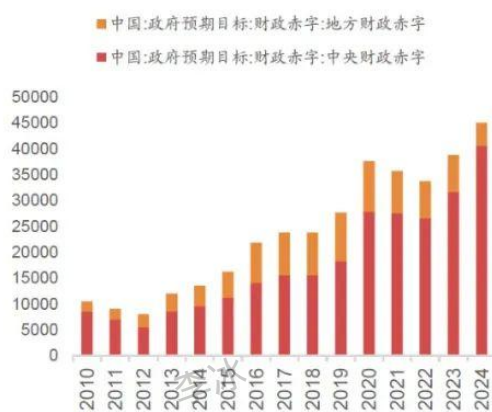


图5: 历年目标赤字率 (%)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心, 2024为预测值

图6: 今年中央赤字规模逐渐提升 (亿元)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心, 2024为预测值

### 三、关于货币政策，我们的理解是至少前半段会偏宽，但和 2023 年会风格不同。

从经验规律来看，在美林时钟意义上的衰退后期，政策一般是宽货币，降息、降准相对较为频繁；在 PPI 触底之后，即美林时钟意义上的复苏前期，政策一般是宽信用，保持相对偏积极的信贷社融总量、保持对地产刚需、保障房，以及关键产业领域的金融政策支持会是主特征。狭义流动性预计合理充裕，DR007 中枢整体处于政策利率附近。在经济内生增长动能与政策支持下，不排除 2024 年后半段融资需求修复适度推高 R007 和 1 年期 shibor 中枢，出现流动性分层可能。社融存量增速中性预期 9.5% 左右，参考基数分布可能呈“倒 N 型”走势，有利因素是价格周期触底和名义增长修复，不利因素 2023 年化债+增发国债使政府债基数相对偏高。2023 年 M1 周期处于底部区域，预计 2024 年末升至 5.5-6.5% 的水平。

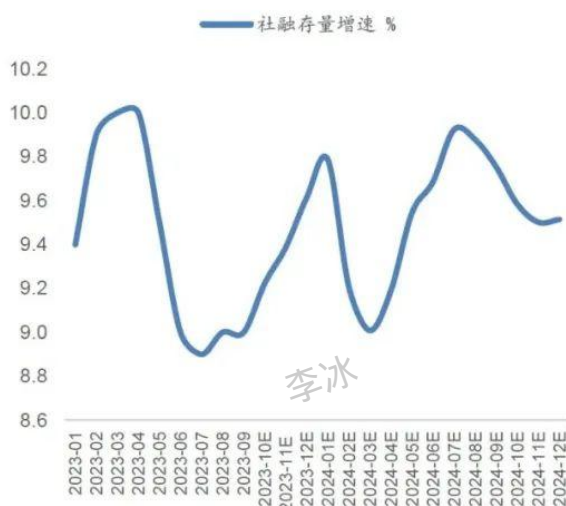
2023 年货币政策主线比较清晰，稳增长的诉求贯穿全年，宽松力度在前三季度逐季加大。

目前经济增长修复趋势已初步形成，但仍不巩固。2024 年前半段货币政策将有较大概率继续坚持稳增长防风险。一方面，如果 2024 年经济增长目标定为 5% 左右，则在实现上需要积极的财政货币政策；另一方面，地产、地方债务、中小金融机构三大风险仍有待进一步化解。后半段则能见度偏低。若经济增长动能进一步强化，按照以往规律，则货币政策推动调结构和更高质量发展的诉求会有所上升。

货币环境中尤为值得注意的是 M1 周期。2023 年 M1 增速大约在 2%-3% 之间，已经接近经验周期的底部，企业盈利负增长和地产周期调整是主要拖累。2024 年地产销售有望初步企稳，叠加企业盈利好转、库存周期回升，我们预计 2024 年 M1 增速抬升幅度会高于 2022 年 (0.4pct) 但低于 2020 年 (4.2pct)，中性预期 2024 年年末 M1 增速处于 5.5%-6.5% 的水平。

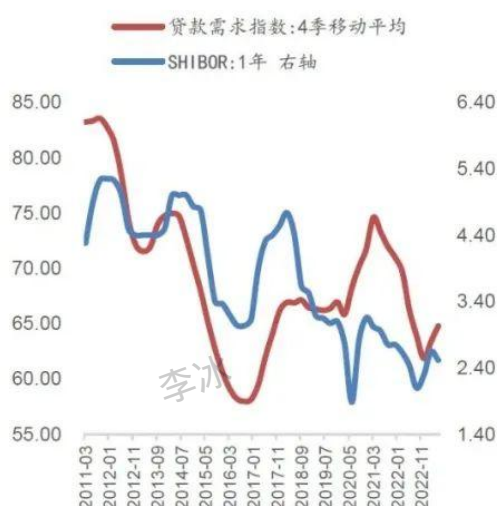


图7: 社融存量增速 (%)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心, 2023年10月至  
2024年12月为预测值

图8: shibor与贷款需求指数 (%)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

#### 四、关于通胀环境，2023 年的特点之一是增长率仍低于潜在增长率，价格趋势整体收缩。

2024 年实际增长逐步修复，产出缺口闭合，价格环境应会进一步中性化；叠加猪周期目前位置偏低，以及经验规律显示 CRB 指数同比和中美库存基本同周期，价格中枢会高于今年。预计 CPI 全年中枢 1.5% 左右，Q1-Q4 中枢大致为 0.6%、1.6%、1.6%、2.0%；预计 PPI 全年中枢 1.0% 左右，Q1-Q4 中枢大致为 -0.5%、1.2%、1.6%、1.6%。通胀中枢回升意味着 2024 年名义 GDP 弹性将大于实际 GDP，类似于 2016 年下半年和 2020 年下半年，而这一点很容易被忽视。

明年 CPI 翘尾因素大致呈现“尖峰厚尾”倒 V 型分布，一季度为翘尾效应低点。今年三季度能繁母猪存栏量同比本轮首度转负，考虑到产能变动对供给端存在 6-9 个月的传导时滞，预计明年一季度猪价确认右侧底部。可选消费取决于收入预期，明年居民消费信心扩张、超额储蓄释放有利于价格端修复。上述因素叠加之下，预计明年 CPI 中枢将会逐步靠近正常年份的水平。

从周期性特征来看，PPI 同比已于今年 6 月触及本轮底部。对 2024 年来说，一则是低基数，二则是中美补库存周期，三则增发国债叠加保障房政策，建筑产业链价格有望有所修复，PPI 中枢将大概率有所抬升。以 EIA 对于油价的中性预测为参考坐标，[6]假定 2024 年全年油价中枢为 93 美元，明年一季度 PPI 或对应全年底部。

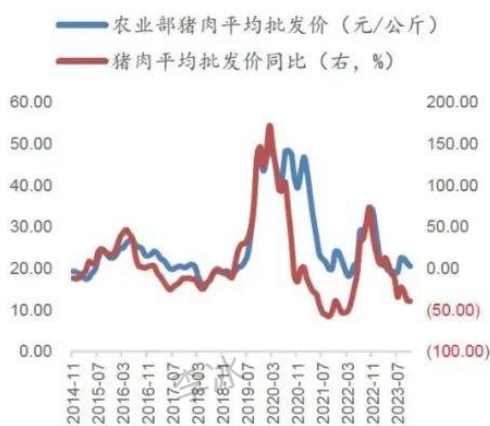


图9: 原油价格与中美库存周期



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图10: 猪周期处于相对偏低位



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

### 五、关于中观特征，2024 年企业盈利的修复是一个大概率趋势。

经验规律下，企业盈利增速同步于PPI周期。主要是因为企业盈利可以拆解为工增、价格和利润率，除了价格本身影响外，利润率亦与价格具有同步性，甚至量在库存周期规律下也会受价格引导，这就导致利润与价格周期高度趋同。PPI上行期的一个映射就是企业盈利上行期。叠加基数偏低，我们使用2015-2022年环比季节性均值推算未来一年（2023年10月至2024年9月）规上工业企业利润显示，未来四个季度企业盈利有望保持两位数同比增长。截至三季度末，工业细分行业超过一半已经出现弱补库特征，中游装备制造补库尤为明显；2024年上半年可能更多行业会进入补库。

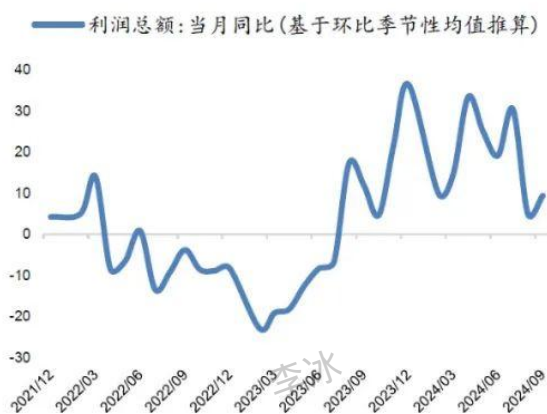
行业视角看，截至2023年9月工业细分行业超过一半已经出现弱补库特征，中游装备制造普遍补库尤为明显。

上游采掘行业中，黑色仍在去库；煤炭和有色初步企稳；油气和非金属矿开采微弱补库。原材料和中间品制造行业中，非金属矿制品、造纸、木材、橡塑继续去库；黑色冶炼、石油炼焦、化工、化纤补库；有色冶炼库存基本在底部。中游装备制造库存几乎全部进入补库，交运设备、通用和专用设备、金属制品、电气机械补库相对偏强；计算机通信电子和仪器仪表库存已经企稳，但补库趋势尚不明显。消费品制造，汽车、家具、皮革制鞋、文教体娱用品仍在去库；农副食品、食品、饮料茶酒、纺织、服装库存初步企稳，但补库趋势较弱；医药、烟草、印刷显著补库。

历史上库存周期上行持续时间最短10个月、最长29个月、平均20.4个月，意味着本轮库存上行至少持续至2024年上半年。

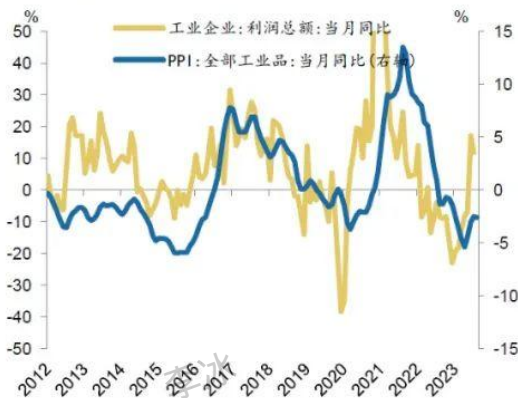


图11: 规模以上工业企业盈利同比预测 (%)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心, 2024为预测值

图12: 企业盈利周期与PPI周期



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

## 六、关于中期政策框架，2024 年我们主要关注几条可能的方向：

一是政策在“需求侧”上进一步侧重，落实二十大报告提出的“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”；二是进一步细化“现代化产业体系”，包括细化短板产业补链、优势产业延链、新兴产业建链、传统产业升链的具体路径，进一步推进产业集群化，加快形成“新质生产力”；三是推动央企国企通过专业化整合，加快布局战略性新兴产业；四是加快培育数据要素市场，做大做强数字经济。

2022 年 12 月，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》，指出要“针对我国中长期扩大内需面临的主要问题，特别是有效供给能力不足、分配差距较大、流通体系现代化程度不高、消费体制机制不健全、投资结构仍需优化等堵点难点，部署实施扩大内需战略的重点任务”。

5 月 5 日，中央财经委第一次会议强调要“推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系”。

11 月 7 日，中央深改委第三次会议强调要“聚焦推进国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中”、“向前瞻性战略性新兴产业集中”；4 月 21 日，深改委第一次会议强调要“深化国有企业改革，着力补短板、强弱项、固底板、扬优势”。

2023 年以来万得全 A 指数年度收益率为-2.3%，其背景之一是企业盈利的负增长，前三季度工业企业盈利同比为-9.0%；背景之二是海外无风险利率的高位，10 年期美债收益率去年 12 月均值为 3.6%，今年 10 月均值升至 4.8%。这一“剪刀差组合”对今年是压制，但对未来权益资产来说是有利的，国内企业盈利有较大概率中枢上行；海外无风险利率有大概率中枢下行。关于债市，10 年期国债收益率目前在 2.64% 左右，低于去年底的 2.84%。由于名义 GDP 在继续修复，估计 2024 年上半年利率中枢会有所抬升，但斜率不至于太高。对利率相对有利的是，修复至 2024 年的名义 GDP 增速中枢仍低于疫情之前。可以作为参照的是，2020-2022 年三年名义 GDP 年均复合增长率为 7.0%，10 年期国债收益率三年均值为 2.9%。

2000 年以来，规模以上工业企业盈利负增长的年份只有 2015、2019、2022、2023 年，其中 2015 年和 2019 年企业盈利同比分别为-2.3%、-3.3%，万得全 A 指数收益率均比较高，分别是 38.5%和 33.0%，均是因为有较明显的货币政策宽松，形成了“经济退、政策进”的定价逻辑；同时海外也不存在无风险利率大幅上行的压制。

2022、2023 年规模以上工业企业盈利同比分别为-4.0%、-9.9%，同时海外无风险利率均大幅走高，2022 年是从 2021 年末的 1.5%上行至 2022 年末的 3.9%；2023 年至



11 月 11 日是进一步上行至 4.6%。在中国资本市场中，长久期科技类资产占比已显著提升，受到无风险利率的扰动也会较前期更大。万得全 A 指数 2022 年、2023 年（至 11 月 11 日）年度收益率分别为 -18.7%、-2.3%。

从名义 GDP 来看，2015 年、2019 年的低点分别为 7.0% 和 7.3%；2020-2022 年分别为 2.7%、13.4%、5.3%，三年复合增速为 7.0% 左右；2023 年预计在 4.5%-5% 之间；2024 年中性预计 6.5% 左右。从周期性角度，名义 GDP 已见底，目前利率应处于上行趋势中，2023 年四季度利率均值已较三季度有小幅抬升；但名义 GDP 中枢可能会是利率斜率的一个压制因素。

我们从宏观量化的角度进一步做了一些研究。从胜率视角，我们考察了主要增长指标、价格指标、货币周期指标的历史分位数，考虑到指标存在趋势性变化已做中枢调整。整体来看，实际增长处于历史区间的 35-40% 分位，但因为价格位置很低，名义增长均值回复具有较高胜率，叠加位置更低的货币周期则胜率进一步提升；从赔率视角，我们考察了万得全 A（除金融、石油石化）的估值历史分位数、股债性价比的历史分位数，显示股票资产赔率整体占优，具有吸引力。从中枢调整后的 10 年期国债收益率来看，目前并不属于极值区域，赔率中等偏下，基本面方向相对更为重要。2024 年的名义 GDP 增速斜率是利率下一步走势的关键。

首先是胜率视角。我们从工业增加值、工业企业利润增速、BCI 等指标来看，因为增长中枢是逐步下移的，考虑到指标的趋势性变化并做中枢调整后，三个指标一致处于有数据以来的 35-40% 分位（工增同比当前为 39.3% 分位、利润为 36.9% 分位、BCI 为 37.1% 分位）；主要价格指标 PPI、核心 CPI 处于 25-35% 分位，CPI 和平减指数则位置更低；M1 处于有数据以来的 9.8% 和 2015 年以来的 15% 分位。简单来说，实际增长存在上行空间，名义增长弹性更大，叠加货币周期则胜率进一步提升。

其次是赔率视角，当前万得全 A（除金融、石油石化）的 PE、PB 分别处于 2000 年以来的 17.6% 水位、8.8% 水位，且两者都已经到了 -1 倍标准差位置，提示当前权益资产已赔率较高。从股债性价比来看，23 年 8 月以来，10 年期国债收益率-股息率（万得全 A 除金融、石油石化）历史分位在 10% 附近，并且达到 -1.6 倍标准差。市盈率法下的历史分位在 2015 年以来为 29.5% 分位，达到 -1.2 倍标准差。经过中枢调整（在前期报告《股债性价比择时的宏观改进》中我们做过方法介绍），目前股息率法下的股债性价比处于 2015 年以来的 20% 分位。

10 年期国债收益率绝对水平处于 2002 年以来的 6% 分位、2015 年以来的 8.4% 分位，提示 10 年国债的赔率相对有限；但这一历史比较尚缺少考虑中枢下台阶的影响。如果进行中枢调整，则目前绝对收益率约处于 2002 年以来的 31% 偏低分位，以及 2015 年以来的 38% 分位。所以目前并不属于极值区域，基本面方向相对更为重要。2024 年的名义 GDP 增速斜率是利率下一步走势的关键。

# 免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。