

# 政策研究深度报告： 2024年宏观经济形势与政策展望

夏磊(证券分析师)

S0350521090004

xial@ghzq.com.cn

- ◆ **疫后全球经济“W”型恢复，我国也如此。**如美国2021年上半年放松疫情管制后，GDP折年数同比增速由2021年一季度的1.6%升至第二季度的12.0%，随后又降至2022年四季度的0.65%，之后再回升至2023年第三季度的2.9%。我国经济走势也符合“W”型规律，其中消费在加快修复，前10个月，服务零售额同比增长19%，增速快于同期商品零售额13.4个百分点。前10个月，全国餐饮收入累计同比增长18.5%，保持快速增长；新能源汽车持续高速增长；电子和家居消费呈恢复态势。投资仍在探底，房地产投资是主要拖累项。出口触底回升，但短期仍有波动。
- ◆ **展望2024年，经济增速目标或为5%左右。**一是“十四五”规划和2035年远景目标要求；二是就业是政府设立经济增长目标的首要考量因素，根据教育部预测数据，2024年高校毕业生规模将达到创纪录的1187万人；三是经济增长目标不宜过快下调，会影响投资、消费等方面的预期。
- ◆ **我国经济长期运行过程中的几大特征：**一是修昔底德陷阱，尽管中美关系阶段性回暖，但长期看战略博弈不可避免。二是人口，2022年中国人口14.1亿人，出生人口956万人，死亡人口1041万人，全国人口比上年末减少85万，自1961年后首次负增长。中国是世界上人口最多的国家，长期来看我国人口面临新的考验。三是房地产，长期看我国房地产市场仍有需求支撑，城镇化的发展空间就是房地产的市场空间。
- ◆ **2024年宏观经济展望。**随着宏观经济持续恢复，居民收入改善，消费预期好转，预计明年消费延续恢复势头；城中村改造、保障房建设是明年房地产的核心变量，叠加政策持续调整优化和低基数效应等积极因素，房地产投资有望企稳，带动固定资产投资探底回升；随着中美关系止跌企稳，而美国进一步加息空间有限，预计我国明年贸易平稳向好。
- ◆ **风险提示：**经济下行风险，世界经济超预期衰退，地缘政治风险存在不确定性，国际经验适用性风险，产业政策不确定性等风险。

# 目录

- 一、怎么看当前的宏观经济？
- 二、关键词解构经济长期运行
- 三、房地产市场现状及展望
- 四、2024年宏观经济展望

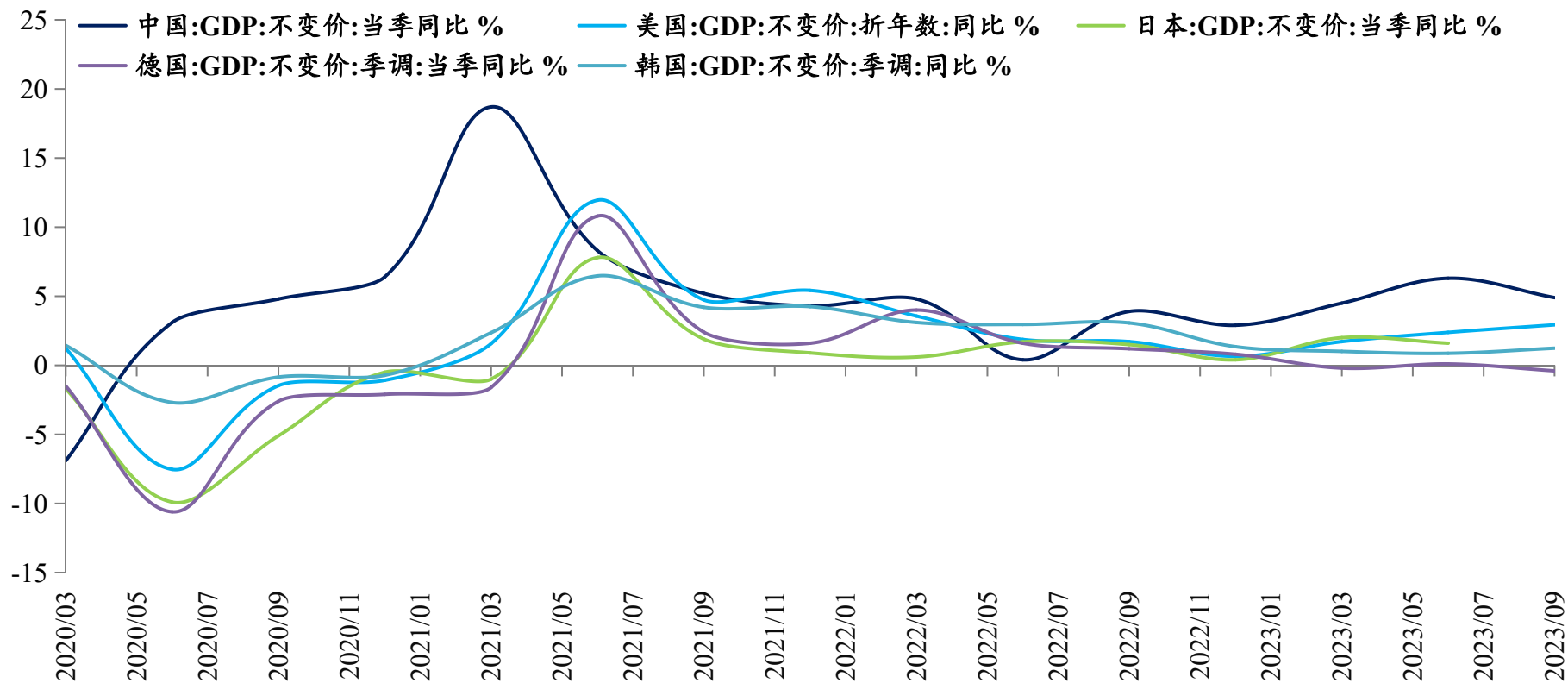
# 疫后全球经济“W”型恢复

7月24日政治局会议：疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。

疫后经济不是“V”型反弹，而是“W”型复苏。如美国2021年上半年放松疫情管制后，GDP折年数同比增速由2021年一季度的1.6%升至二季度的12.0%，随后又降至2022年四季度的0.65%，之后再回升至2023年第三季度的2.9%。

我国经济走势也符合“W”型规律。GDP同比增速由2022年四季度的2.9%增至2023年一季度的4.5%、二季度的6.3%后，回落至第三季度的4.9%，随着内生动能不断积聚，四季度经济增速有望回升。

### 全球疫后经济波动式恢复



疫后消费修复一波三折，波动明显加剧。

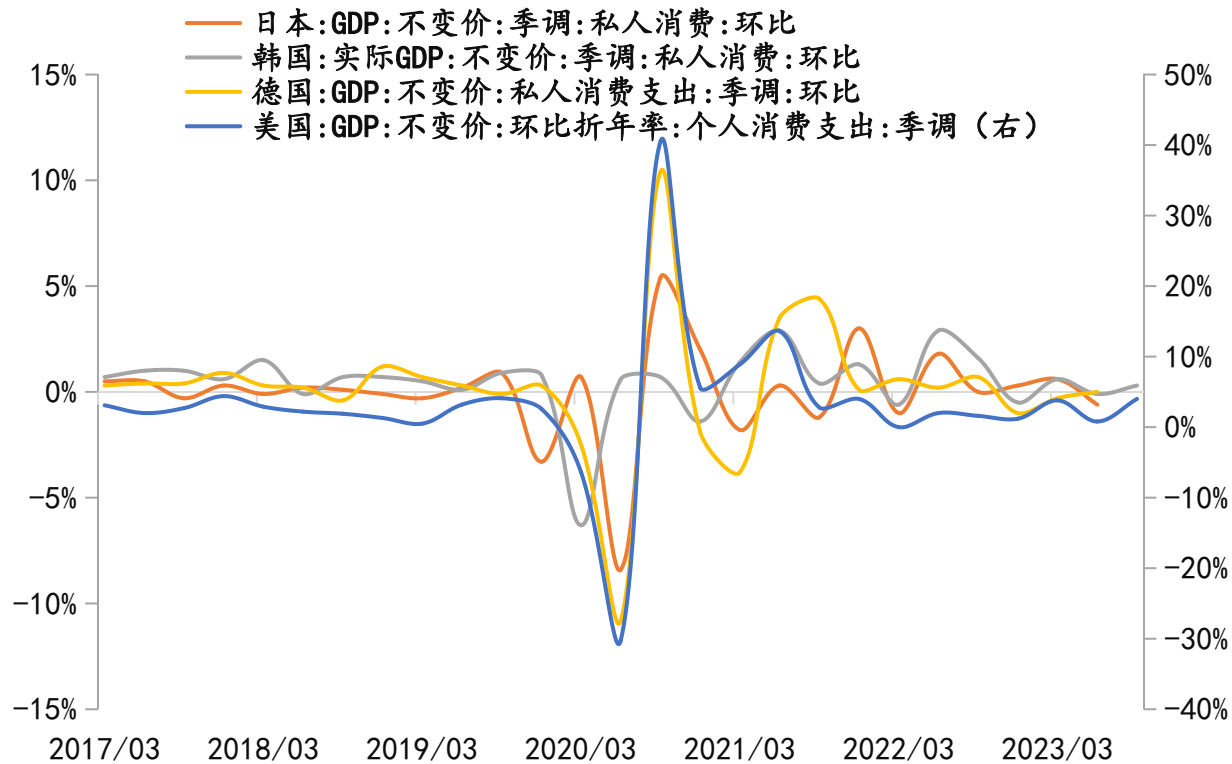
### 最终消费支出占GDP比重

年份	中国	美国	日本	韩国	英国	德国
2015	53.7%	81.7%	75.4%	63.6%	83.9%	72.7%
2016	55.1%	82.1%	74.4%	63.2%	84.0%	72.7%
2017	55.1%	81.9%	74.0%	63.0%	83.1%	71.9%
2018	55.3%	81.7%	74.3%	64.1%	83.4%	72.0%
2019	55.8%	81.4%	74.5%	65.7%	83.3%	72.2%
2020	54.7%	81.9%	75.0%	64.4%	82.4%	72.3%
2021	54.1%	82.6%	74.9%	64.3%	83.0%	71.4%
2022	53.2%	-	-	67.1%	83.9%	73.1%

资料来源：国家统计局，wind，国海证券研究所

备注：中国数据来自国家统计局，其他五个国家数据来自wind

### 疫情后主要国家消费恢复一波三折



资料来源：wind，国海证券研究所

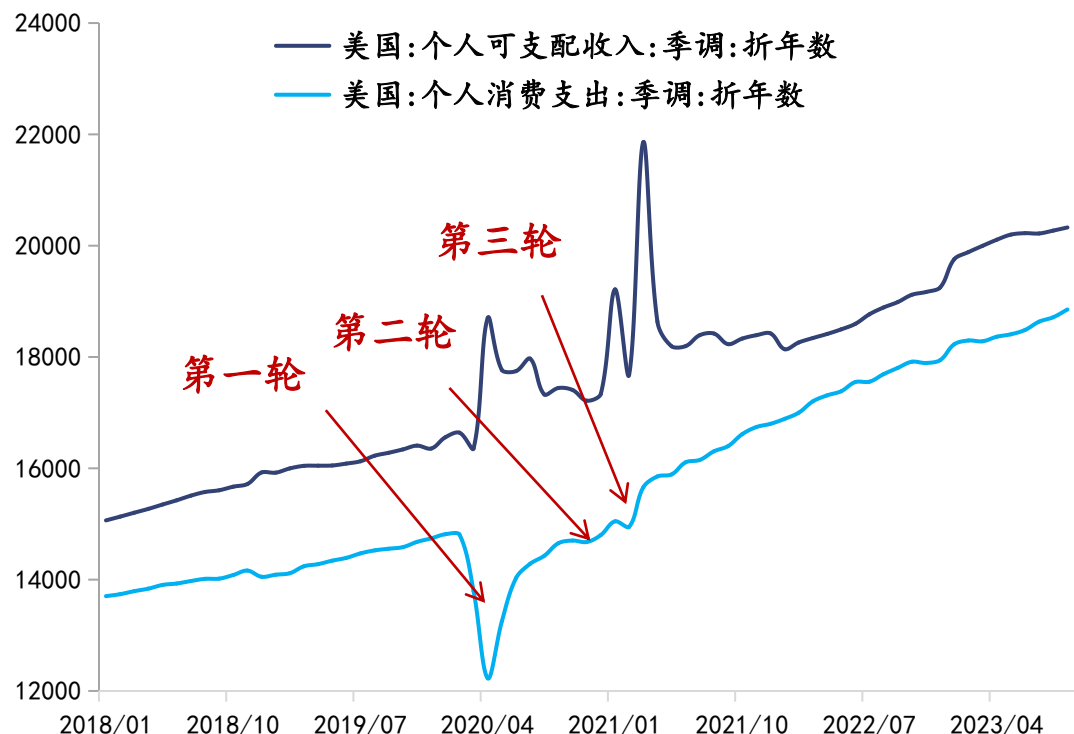
财政刺激有助于增加居民收入，促进消费恢复。2020和2021年美国主要进行了三轮财政救助，共计约5万亿美元，每一轮支出都有效促进了居民收入增长和消费恢复，增强了美国经济韧性。

## 美国三轮经济援助增加居民收入

时间	名称	规模（美元）	资金用途
2020. 03. 27	《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》	2.2万亿	包括对个人进行直接支付、加强失业保险、对企业贷款和补助、为医院、州和市政当局提供更多的医疗资源等。
2020. 12. 27	《新冠纾困法案》	9000亿	包括进行新一轮小企业援助、失业救济金提供、向美国成年人和儿童刺激性付款，以及学校新冠病毒检测和疫苗分发等。
2021. 03. 11	《美国救援计划》	1.9万亿	包括向个人分发支票、延长失业保险、向州和地方政府拨款、提高疫苗接种和检测能力等。

资料来源：美国国会网站，美国白宫网站，中国经济网，第一财经，光明网，国家发改委，国海证券研究所

## 美国财政刺激收入增长和消费恢复



资料来源：wind，国海证券研究所；单位：十亿美元

7月24日政治局会议：要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，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。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。

服务性消费较快增长。前10个月，服务零售额同比增长19%，增速快于同期商品零售额13.4个百分点。前10个月，全国餐饮收入累计同比增长18.5%，保持快速增长。

新能源汽车持续高速增长。前10个月，新能源汽车销量累计同比增速超35%，市占率超30%。

电子和家居消费呈恢复态势。前10个月，智能手机产量累计同比下降4.8%，降幅继续收窄。1-10月建材家居卖场销售额同比增长25.4%。

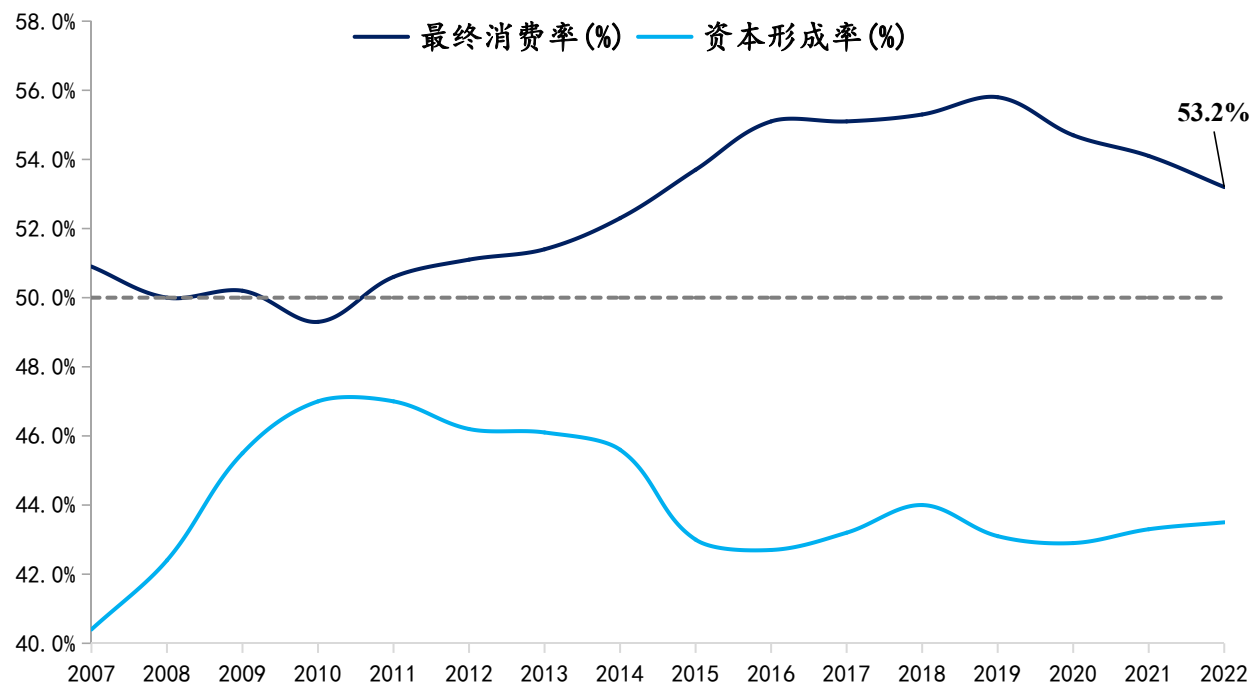
### 社零及其他项累计同比增速

时间	社零	服务零售	商品零售	餐饮收入	新能源汽车销量	新能源车市占率	智能手机产量	建材家居卖场销售额
2023-02	3.5%	-	2.9%	9.2%	21.9%	25.7%	-14.1%	4.4%
2023-03	5.8%	-	4.9%	13.9%	26.2%	26.1%	-13.8%	10.3%
2023-04	8.5%	-	7.3%	19.8%	42.8%	27.0%	-11.2%	23.3%
2023-05	9.3%	-	7.9%	22.6%	46.8%	27.7%	-8.5%	21.1%
2023-06	8.2%	-	6.8%	21.4%	44.1%	28.3%	-9.1%	17.6%
2023-07	7.3%	20.3%	5.9%	20.5%	41.7%	29.0%	-7.9%	16.1%
2023-08	7.0%	19.4%	5.6%	19.4%	39.2%	29.5%	-7.5%	17.6%
2023-09	6.8%	18.9%	5.5%	18.7%	37.5%	29.8%	-6.1%	34.8%
2023-10	6.9%	19.0%	5.6%	18.5%	37.9%	30.4%	-4.8%	25.4%

改革开放以来特别是党的十八大以来，消费基础性作用持续强化。最终消费支出占国内生产总值的比重连续12年保持在50%以上，消费已成为我国经济增长的主拉动力。

消费占GDP的比重与发达国家存在差距。2022年，我国最终消费支出占GDP的比重达53.2%，明显低于典型发达经济体。

### 我国最终消费支出占GDP比重



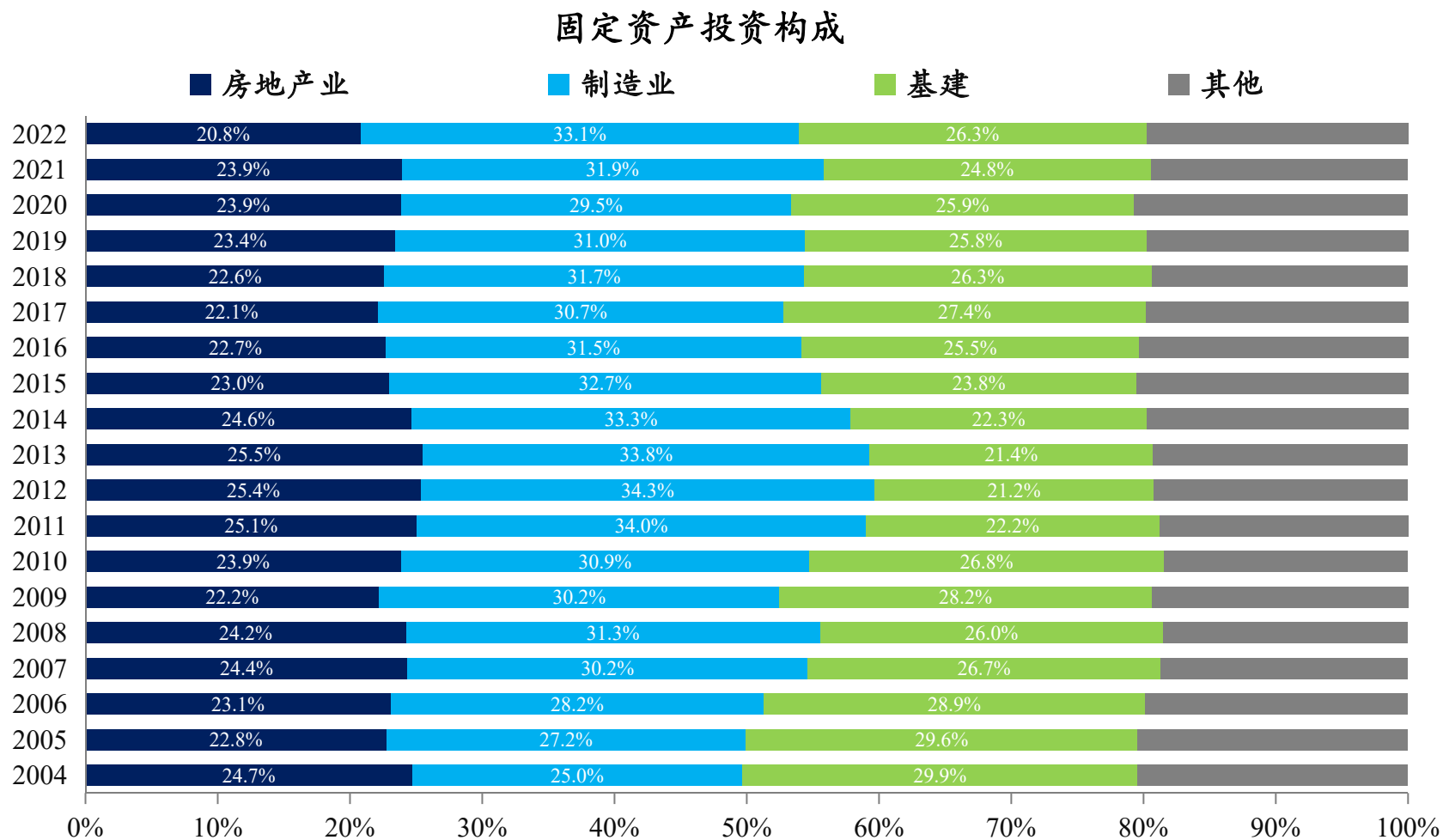
资料来源：国家统计局，国海证券研究所

### 全球主要国家1960年以来最终消费支出占GDP比重

年份	美国	日本	韩国	英国	德国
1960	76.7%	-	99.4%	-	-
1970	78.2%	57.9%	83.6%	83.8%	71.9%
1980	77.1%	67.2%	74.6%	86.1%	79.7%
1990	79.8%	64.9%	61.2%	85.2%	75.4%
2000	80.0%	70.2%	65.4%	82.9%	75.3%
2010	84.9%	76.1%	64.6%	85.5%	74.7%
2020	81.9%	75.0%	64.4%	82.4%	72.3%
2021	82.6%	74.9%	64.3%	83.0%	71.4%
2022	-	-	67.1%	83.9%	73.1%

资料来源：wind，国海证券研究所

近5年来，房地产业投资占固定资产投资的平均比重为22.9%、制造业投资为31.4%、基建投资为25.8%，三项合计80.1%。



资料来源：wind，国海证券研究所

投资增速仍在回落。1-10月份固定资产投资增速较1-9月份回落0.2个百分点。

基建、制造业投资平稳增长。1-10月份制造业投资同比增长6.2%，与1-9月份持平；1-10月份基建投资同比增长5.9%，较1-9月份回落0.3个百分点。

房地产投资仍在探底，是主要拖累项。1-10月份房地产开发投资同比下降9.3%，房地产仍处于调整阶段，房地产改善的幅度和可持续性有待进一步观察。

### 固定资产投资累计同比

月份	固定资产投资	制造业	基础设施	房地产开发投资
2023-02	5.5%	8.1%	9.0%	-5.7%
2023-03	5.1%	7.0%	8.8%	-5.8%
2023-04	4.7%	6.4%	8.5%	-6.2%
2023-05	4.0%	6.0%	7.5%	-7.2%
2023-06	3.8%	6.0%	7.2%	-7.9%
2023-07	3.4%	5.7%	6.8%	-8.5%
2023-08	3.2%	5.9%	6.4%	-8.8%
2023-09	3.1%	6.2%	6.2%	-9.1%
2023-10	2.9%	6.2%	5.9%	-9.3%

资料来源：wind，国海证券研究所

出口触底回升，但短期仍有波动。7月出口总额增速触底后，8、9月降幅均收窄，10月同比增速下降6.4%，略低于前值0.3个百分点。

## 今年以来进出口增速（以美元计价）

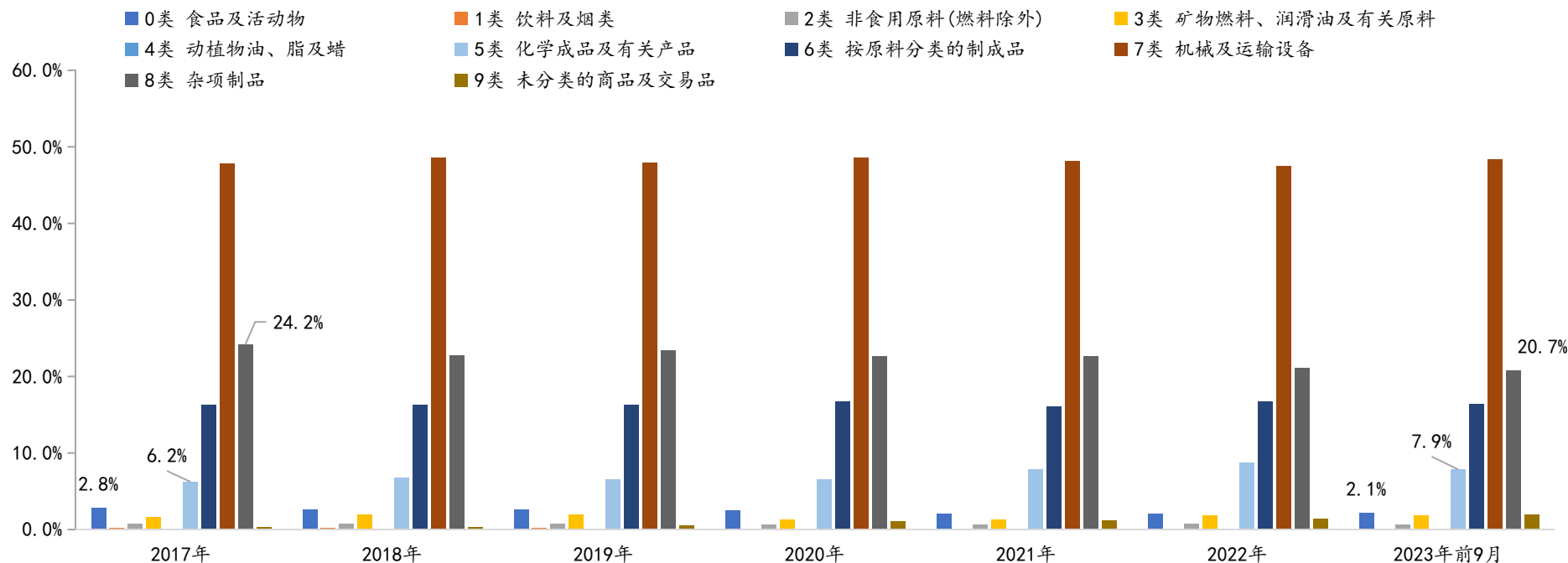
时间	当月同比			累计同比		
	进出口金额	出口金额	进口金额	进出口金额	出口金额	进口金额
2023-01	-15.8%	-11.9%	-20.9%	-15.8%	-11.9%	-20.9%
2023-02	0.6%	-2.7%	4.5%	-8.9%	-8.2%	-9.9%
2023-03	5.2%	11.1%	-1.8%	-4.1%	-1.7%	-7.1%
2023-04	0.3%	7.6%	-8.6%	-3.0%	0.6%	-7.5%
2023-05	-6.3%	-7.3%	-5.0%	-3.7%	-1.1%	-7.0%
2023-06	-9.9%	-12.2%	-6.8%	-4.8%	-3.2%	-6.9%
2023-07	-13.3%	-14.1%	-12.1%	-6.1%	-5.0%	-7.7%
2023-08	-7.8%	-8.4%	-7.2%	-6.4%	-5.4%	-7.6%
2023-09	-6.1%	-6.1%	-6.2%	-6.3%	-5.5%	-7.5%
2023-10	-2.5%	-6.4%	3.0%	-6.0%	-5.6%	-6.5%

资料来源：wind，国海证券研究所

**外贸结构继续优化。**2017-2023年9月，机械及运输设备出口占比持续高于47%，是出口占比最高的品类。化学成品及有关产品、未分类的商品及交易品占比小幅提高。新能源汽车、锂电池、光伏电池“新三样”出口增速较高，前三季度增长41.7%。

**民营企业支撑作用增强。**2023年前三季度，民营企业进出口增长6.1%，占进出口总额的53.1%。前10月民营企业出口增长5.6%，占出口总值62.9%。

### 出口主要产品占比变化（以美元计价）



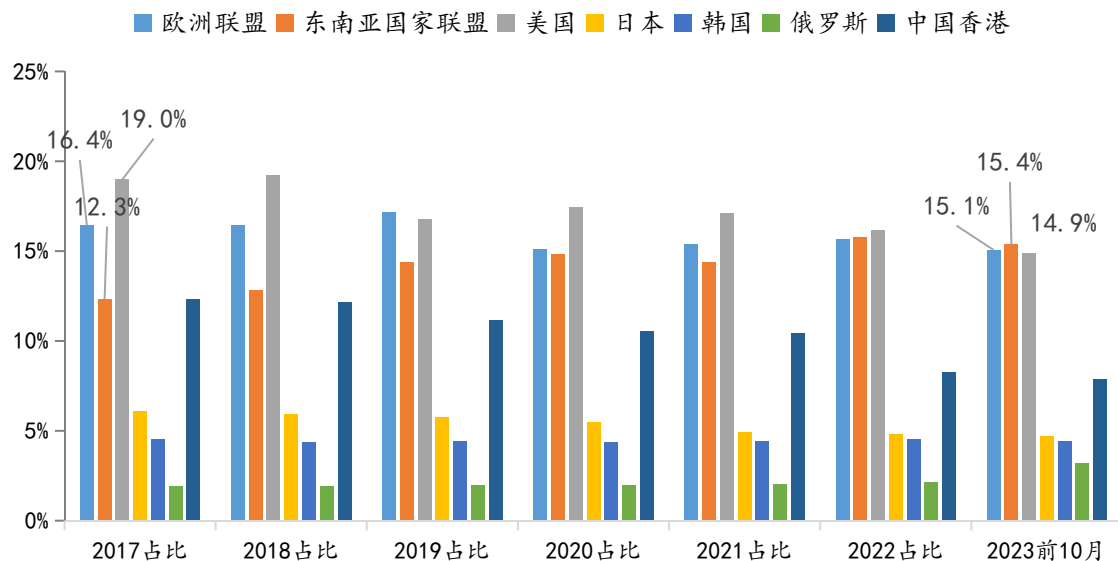
资料来源：wind，国海证券研究所

对美国出口占比下降。2023年前10月我国对美国累计出口占比为14.9%，较2017年19%下降4.1个百分点。

对东盟出口占比上升。2023年前10月我国对东盟累计出口占比为15.4%，较2017年12.3%上升3.1个百分点。

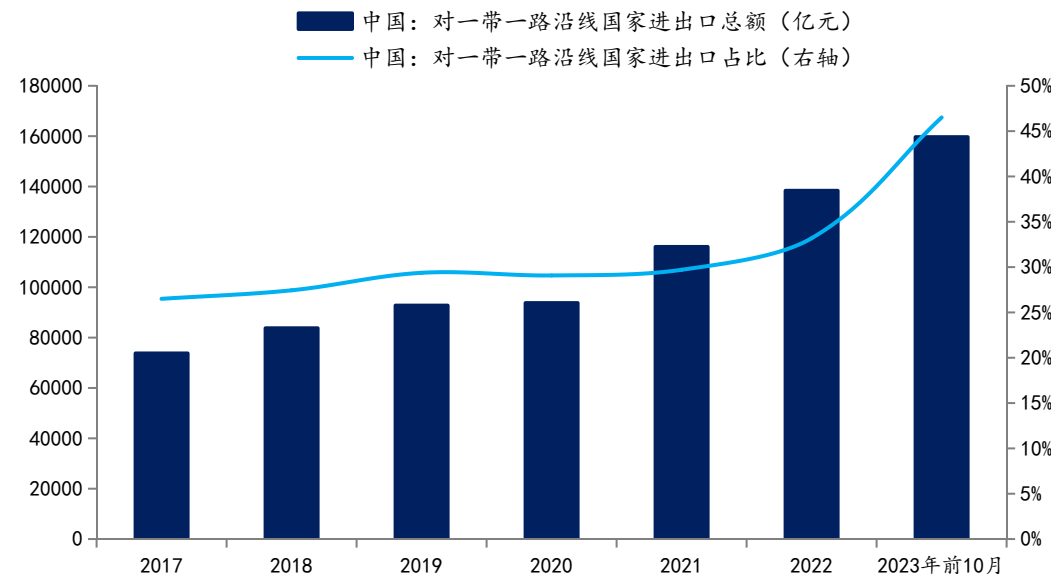
对一带一路进出口占比提升。2023年前10月对“一带一路”沿线国家累计进出口额增长3.2%，占进出口总额46.5%。中国与共建“一带一路”国家贸易总指数由2013年基期的100上升至2022年的165.4。

### 出口主要国家占比变化 (以美元计价)



资料来源：海关总署，国海证券研究所

### “一带一路”国家贸易份额不断提升



资料来源：wind，国海证券研究所

2024年经济增速目标是多少？

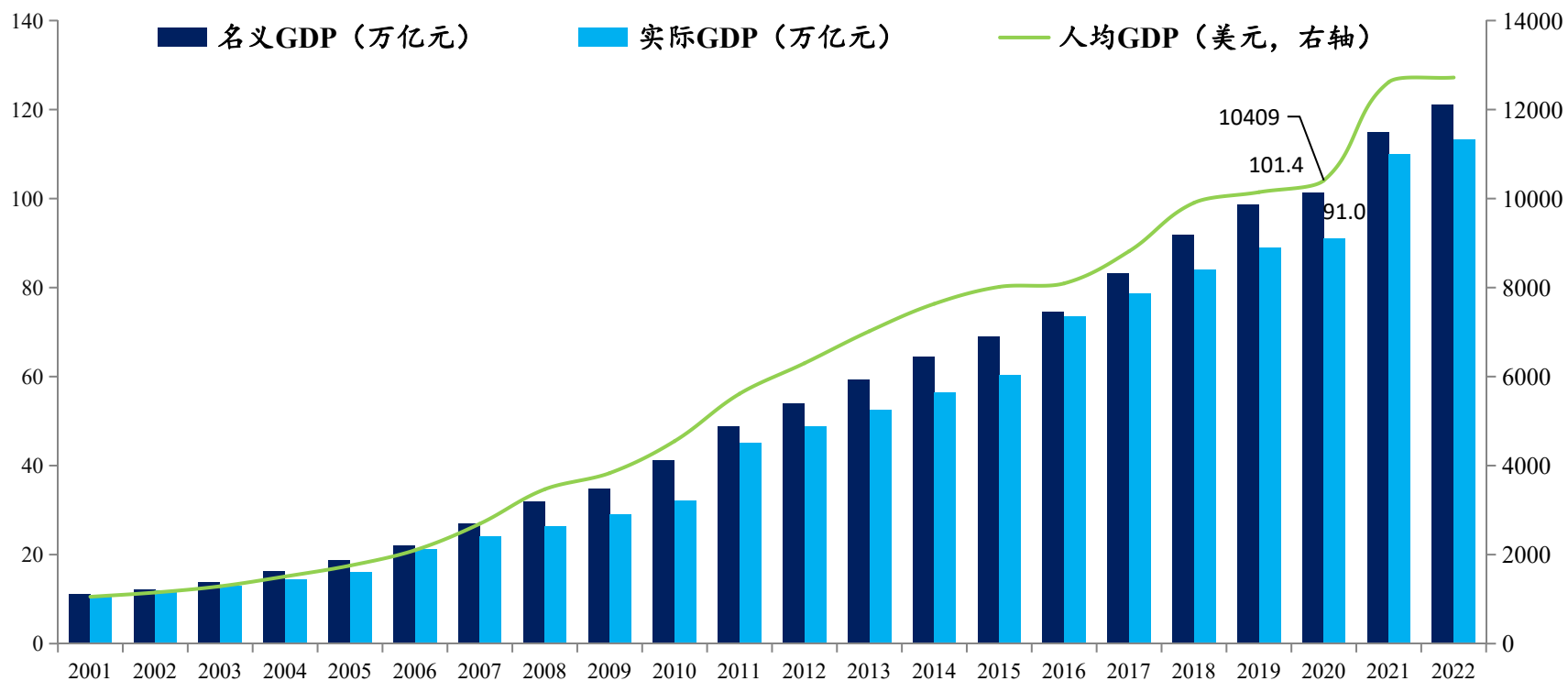
# “十四五”规划和2035年远景目标

“十四五”规划和2035年远景目标纲要指出，到2035年人均国内生产总值达到中等发达国家水平。

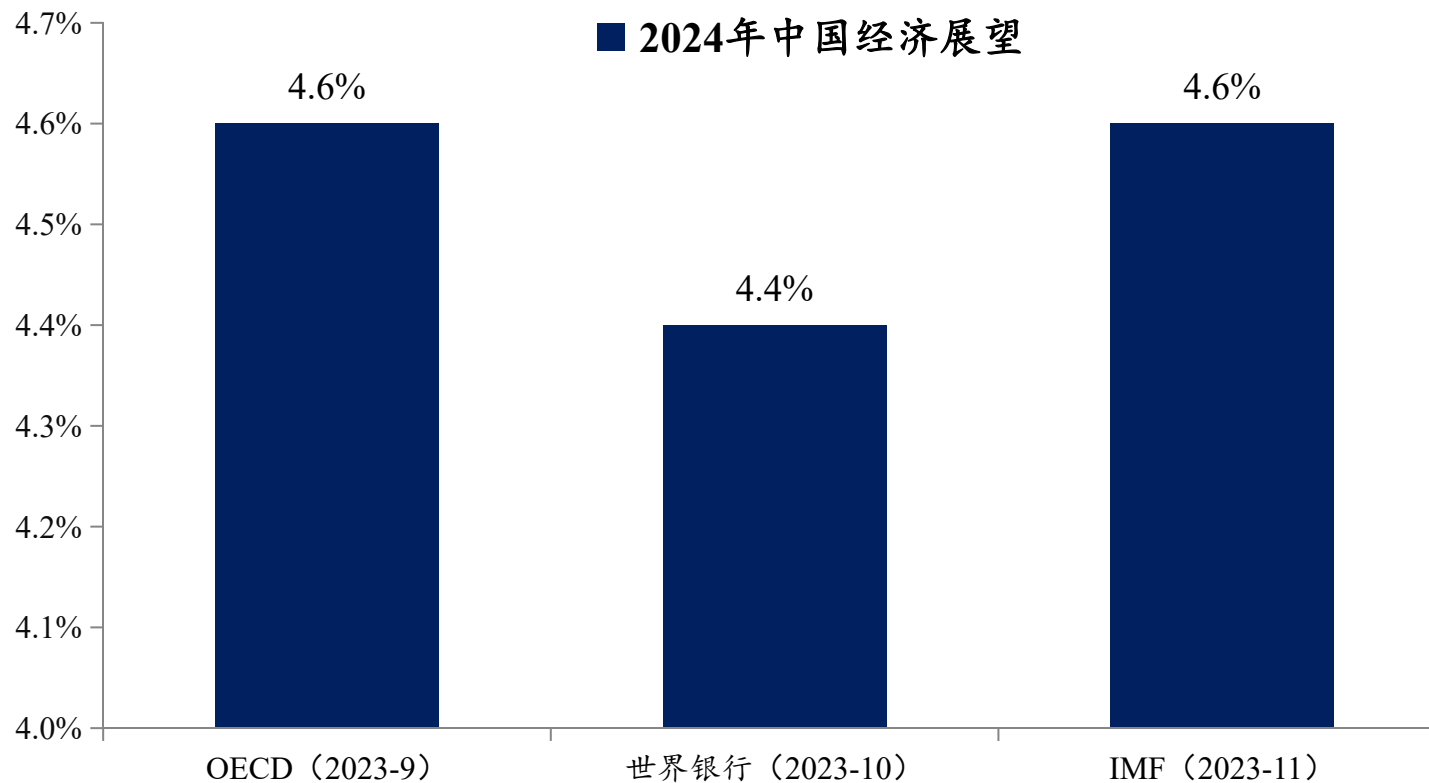
关于建议的说明中明确提出“十四五”和到2035年经济发展目标采取了以定性表述为主、蕴含定量的方式，隐含到2035年实现经济总量或人均收入翻一番目标。

不考虑GDP基期价格调整，未来13年（2023-2035年）的复合增速达4.59%才能实现总量翻一番目标。（假定2023年实际GDP增速5.4%，则2024-2034年复合增长率为4.52%才能实现。）

考虑到经济增速换挡，意味着需要“十四五”期间取得更高的平均经济增速，才能确保实现远期目标。



## 国际机构对2024年中国经济预测



资料来源：IMF，OECD，世界银行，国海证券研究所

就业是政府设立经济增长目标的首要考量因素。据教育部公布数据显示及估算，近年高校毕业生规模不断创新高，2021年909万、2022年1076万、2023年1158万，预计2024年将达到创纪录的1187万人。政府新增就业人口目标由前几年的1100万左右上调至2023年的1200万左右，预计明年就业目标不会低于1200万。

经济发展质量在不断提升，单位GDP增速对应的目标和实际就业人数虽在不断增加，2014-2022年单位GDP增速对应的实际平均就业人数为251万人，但也需5%左右的经济增速才能确保1200万以上的目标就业。

## 政府就业和经济预期目标

年份	城镇新增目标就业 (万人)	实际城镇新增就业 (万人)	目标GDP增速	实际GDP增速	单位GDP目标对应的 目标就业人数(万人)	单位GDP增速对应的 实际就业人数(万人)
2013	900	1310	7.5%	7.8%	120	169
2014	1000	1322	7.5%	7.4%	133	178
2015	1000	1312	7.0%	7.0%	143	186
2016	1000	1314	6.5%	6.8%	154	192
2017	1100	1351	6.5%	6.9%	169	194
2018	1100	1361	6.5%	6.7%	169	202
2019	1100	1352	6.5%	6.0%	169	227
2020	900	1186	-	2.2%	-	530
2021	1100	1269	6.0%	8.4%	183	150
2022	1100	1206	5.5%	3.0%	200	403
2023E	1200	-	5.0%	5.4%	240	-
2024E	1200左右	-	5.0%	-	240	-

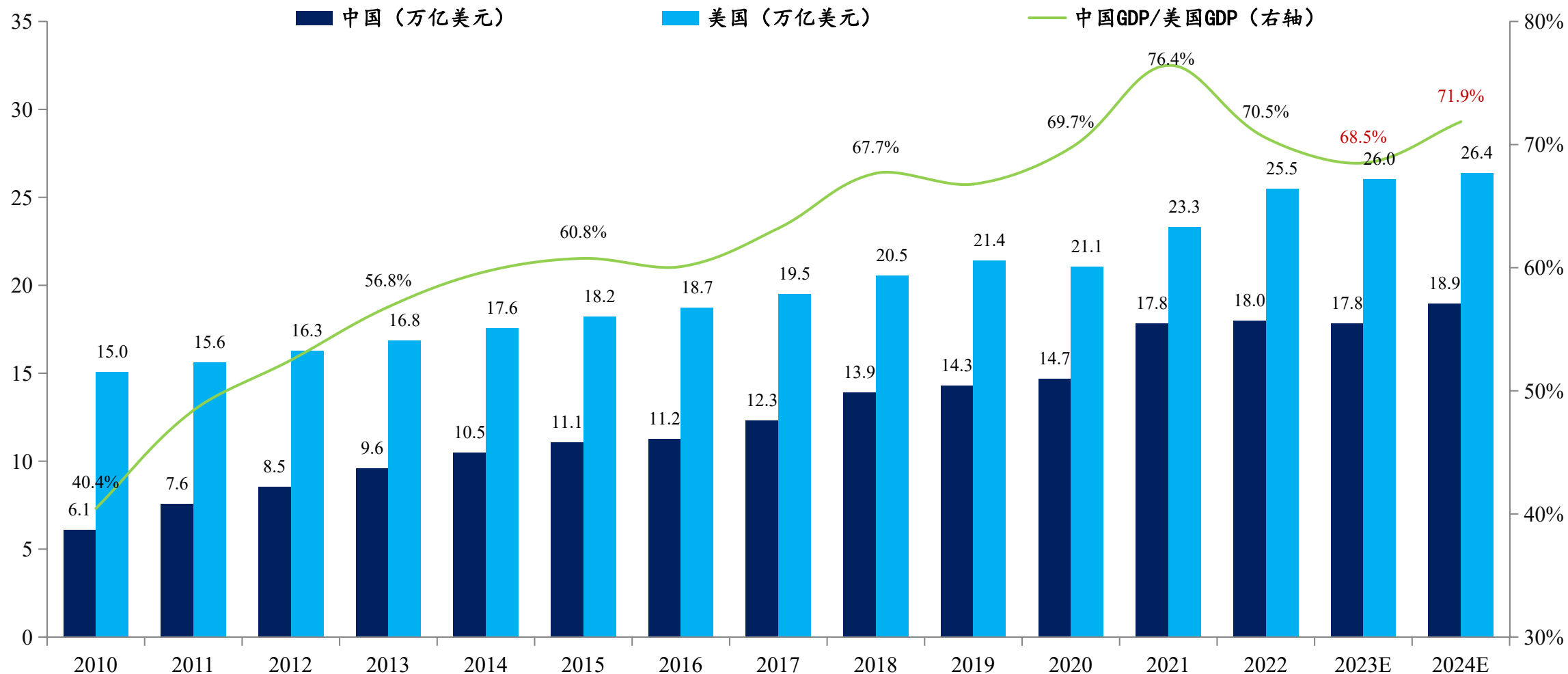
外部环境严峻，国内正处于经济恢复和产业转型升级的关键期，政府预期目标设定需综合考虑就业、收入、风险等。经济增长目标不宜过快下调，会影响投资、消费等方面的预期。假定2023年实际GDP增速5.4%，2022和2023两年平均经济增速为4.2%，5.0%左右的目标仍需政策持续发力。

政府预期目标和实际GDP

时间	政府预期目标:GDP	实际GDP	两年平均经济增速
2012	7.5%	7.9%	8.7%
2013	7.5%	7.8%	7.8%
2014	7.5%	7.4%	7.6%
2015	7.0%	7.0%	7.2%
2016	6.5%	6.8%	6.9%
2017	6.5%	6.9%	6.9%
2018	6.5%	6.7%	6.8%
2019	6.5%	6.0%	6.3%
2020	-	2.2%	4.1%
2021	6.0%	8.4%	5.3%
2022	5.5%	3.0%	5.7%
<b>2023E</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.4%</b>	<b>4.2%</b>
<b>2024E</b>	<b>5.0%</b>	-	-

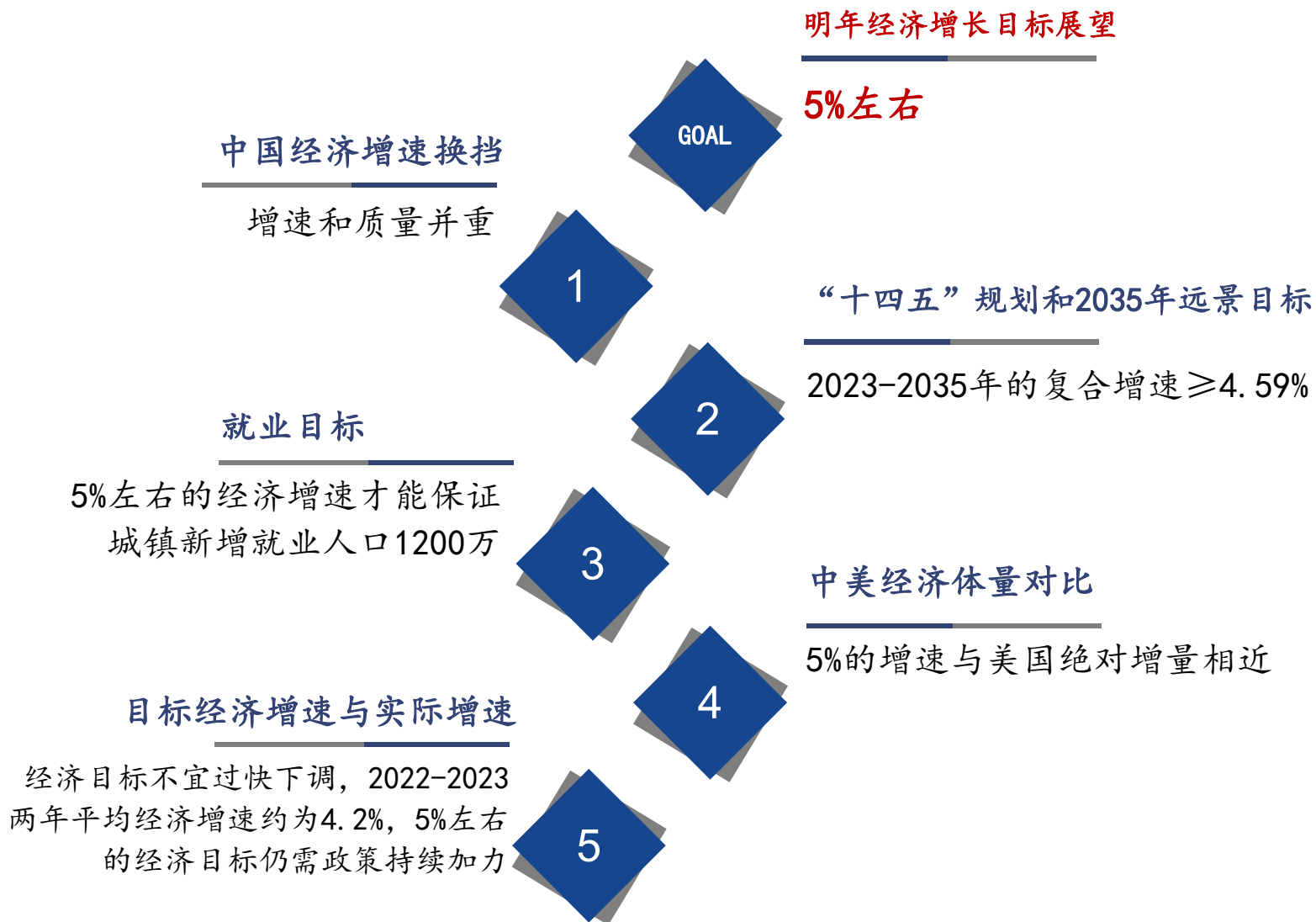
资料来源：wind，国海证券研究所

## 中美GDP对比（万亿美元）



资料来源：世界银行，OECD，中国货币网，国海证券研究所

备注：根据2023年9月OECD预测，美国2023、2024年GDP实际增速分别为2.2%、1.3%；中国GDP美元计价以2023年11月24日人民币兑美元即期收盘价7.1529来计算。



资料来源：世界银行，OECD，国海证券研究所

# 目录

- 一、怎么看当前的宏观经济？
- 二、关键词解构经济长期运行
- 三、房地产市场现状及展望
- 四、2024年宏观经济展望



## 1、修昔底德陷阱

当前，世界百年未有之大变局加速演进，新一轮科技革命和产业变革深入发展，国际力量对比深刻调整，我国发展面临新的战略机遇。同时，世纪疫情影响深远，逆全球化思潮抬头，单边主义、保护主义明显上升，世界经济复苏乏力，局部冲突和动荡频发，全球性问题加剧，世界进入新的动荡变革期。我国改革发展稳定面临不少深层次矛盾躲不开、绕不过，党的建设特别是党风廉政建设和反腐败斗争面临不少顽固性、多发性问题，来自外部的打压遏制随时可能升级。我国发展进入战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期，各种“黑天鹅”、“灰犀牛”事件随时可能发生。我们必须增强忧患意识，坚持底线思维，做到居安思危、未雨绸缪，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。

——习近平总书记，二十大报告

当前我们所面临的国家安全问题的复杂程度、艰巨程度明显加大。国家安全战线要树立战略自信、坚定必胜信心，充分看到自身优势和有利条件。要坚持底线思维和极限思维，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。

——习近平总书记，二十届中央国家安全委员会第一次会议

古罗马历史学家塔西佗提出了一个理论，说当公权力失去公信力时，无论发表什么言论、无论做什么事，社会都会给以负面评价。这就是“塔西佗陷阱”。我们当然没有走到这一步，但存在的问题也不谓不严重，必须下大气力加以解决。如果真的到了那一天，就会危及党执政基础和执政地位。

——习近平总书记，2014年3月18日在河南省兰考县委常委扩大会议上的讲话

对中国而言，“中等收入陷阱”过是肯定要过去的，关键是什么时候迈过去、迈过去以后如何更好向前发展。我们有信心在改革发展稳定之间以及稳增长、调结构、惠民生、促改革之间找到平衡点，使中国经济行稳致远。

——习近平总书记，2014年11月10日出席亚太经合组织领导人同工商咨询理事会代表对话会时的致辞

同美方一道构建新型大国关系，实现双方不冲突不对抗、相互尊重、合作共赢，是中国外交政策优先方向。我们愿同美方加深对彼此战略走向、发展道路的了解，多一些理解、少一些隔阂，多一些信任、少一些猜忌，防止战略误解误判。我们要坚持以事实为依据，防止三人成虎，也不疑邻盗斧，不能戴着有色眼镜观察对方。世界上本无“修昔底德陷阱”，但大国之间一再发生战略误判，就可能自己给自己造成“修昔底德陷阱”。

——习近平总书记，2015年9月22日在华盛顿州联合欢迎宴会上的演讲

“天高任鸟飞，海阔凭鱼跃。”我始终认为，宽广的太平洋有足够的空间容纳中美两个大国。中美双方应该加强对话，增信释疑，促进合作，确保中美关系始终不偏离构建新型大国关系的轨道。

——习近平总书记，2014年7月9日

在第六轮中美战略与经济对话和第五轮中美人文交流高层磋商联合开幕式上的致辞

中美关系是世界上最重要双边关系。竞争对抗不符合时代潮流，更解决不了本国自身的问题和世界面临的挑战。“修昔底德陷阱”并非必然，宽广的地球完全容得下中美各自发展、共同繁荣。

——习近平总书记，10月9日会见美国国会参议院多数党领袖舒默一行

双方应坚持相互尊重、和平共处、合作共赢三原则，在重返两国元首巴厘岛会晤共识基础上，推动中美关系止跌企稳，尽快回到健康稳定发展轨道。

——10月31日，人民日报《推动中美关系真正稳下来、好起来（钟声）》

类别	具体事项
重要高层交往增多	美国国务卿布林肯6月18日至19日访华
	美财政部部长耶伦7月6日至9日访华
	美国总统气候问题特使克里7月16日至19日访华
	美国商务部长雷蒙多8月27日至30日访华
	美国国会参议院多数党领袖舒默10月7日率民主、共和两党参议员代表团访华
	美国加州州长纽森10月23日访华
	政治局委员、外交部长王毅于10月26-28日访美，与美国国务卿布林肯展开了两轮会谈
	国务院副总理、中美经贸中方牵头人何立峰于11月8-12日访美与美财长耶伦举行数次会谈
	习总书记于11月14日至17日赴美举行中美元首会晤
重要领域重启系列对话机制	8月28日，中美 <b>商务部</b> 建立新的“商业问题工作组”；11月16日，商务部部长王文涛与美国商务部长雷蒙多在旧金山举行两国商务部沟通交流机制首次部长级会谈
	9月22日，中美成立经济领域工作组，包括“ <b>经济工作组</b> ”和“ <b>金融工作组</b> ”
	10月26日至28日王毅访美期间，双方同意分别举行中美海洋事务磋商、中美军控和防扩散磋商、中美 <b>外交政策磋商</b> 、中美 <b>残疾人事务协调会</b>
商界更加活跃	5月22日，王文涛部长主持召开美资企业座谈会，上海美国商会以及强生、3M、陶氏、默克、霍尼韦尔等企业参加
	5月30日特斯拉CEO马斯克访华，与多位部长会见
	6月16日，习近平总书记会见美国比尔及梅琳达·盖茨基金会联席主席比尔·盖茨
	10月16日，苹果公司CEO库克抵达成都，年内第二次访华，商务部部长王文涛会见
	11月1日，商务部部长王文涛会见美光科技公司CEO梅赫罗特拉

# 中美元首旧金山会晤

11月14日，习总书记乘专机抵达美国旧金山，应邀同美国总统拜登举行中美元首会晤，同时应邀出席亚太经合组织第三十次领导人非正式会议。美国加州州长纽森、财政部长耶伦等多位高级官员在机场迎接。



11月15日，国家主席习近平在美国旧金山斐洛里庄园同美国总统拜登举行中美元首会晤。两国元首就事关中美关系的战略性、全局性、方向性问题以及事关世界和平和发展的重大问题坦诚深入地交换了意见。



中方代表	
人员	职务
习近平	中央总书记、中央军委主席、国家主席
蔡奇	政治局常委、中央书记处书记、中办主任
王毅	政治局委员、中央外事办主任、外交部部长
江金权	中共中央政策研究室主任
郑栅洁	发改委主任
蓝佛安	财政部部长
王文涛	商务部部长
马朝旭	外交部副部长
谢锋	驻美大使
华春莹	外交部部长助理
吕录华	国家主席外事秘书

美方代表	
人员	职务
拜登	美国总统
布林肯	国务卿
耶伦	财政部长
雷蒙多	商务部长
沙利文	总统国家安全事务助理
布雷纳德	白宫经济顾问
克里	总统气候问题特使
伯恩斯	驻华大使
坎贝尔	美国国安委印太政策协调员
康达	国务院亚太事务助理国务卿
贝莎兰	国安委中国事务高级主任

领域	具体内容
指导原则	<p>认可双方外交团队自巴厘岛会晤以来为讨论中美关系指导原则所做的努力以及取得的共识。强调要相互尊重、和平共处、保持沟通、防止冲突，恪守《联合国宪章》，在有共同利益领域开展合作，负责任管控双边关系中的竞争因素。</p>
对话合作	<p>双方决定加强高层交往，推进并启动在商业、经济、金融、出口管制、亚太事务、海洋、军控和防扩散、外交政策规划、联合工作组、残疾人等各领域的机制性磋商。双方同意启动续签《中美科技合作协定》磋商，重启中美农业联委会。</p>
人文交流	<p>双方重申中美人文交流的重要性，同意明年早些时候大幅增加两国间直航航班，就中美教育合作达成一致，鼓励扩大留学生规模，加强文化、体育、青年、工商界交流。</p>
全球治理	<p>两国元首强调当前中美应加快努力应对气候危机，欢迎两国气候特使近期开展的积极讨论，包括2020年代国内减排行动，共同推动COP28取得成功，启动中美“强化气候行动工作组”。双方还发表了《关于加强合作应对气候危机的阳光之乡声明》。双方同意建立人工智能政府间对话机制。</p>
军事执法	<p>双方同意在平等和尊重基础上恢复两军高层沟通，恢复中美国防部工作会晤、中美海上军事安全磋商机制会议，开展中美两军战区领导通话。双方宣布成立中美禁毒合作工作组，开展禁毒合作。</p>
直接沟通	<p>双方元首同意，在发生危机时直接通话。</p>

## 2023年中美贸易争端大事记

时间	事件	时间	事件
2023年2月7日	拜登在国会发表任内第二次国情咨文演讲，在演讲中表示，美国寻求对中国竞争而不是冲突，会为了美国的利益与中国合作，但如果中国威胁到美国的主权，美国会为了守护国家而行动。	2023年6月9日	美国国土安全部宣布禁止从中国打印机制造商纳思达和新疆中泰化学进口产品，而理由则是这些企业涉及所谓“强迫劳动”。
2023年2月10日	美国商务部宣布将中国5家公司、1家研究所加入出口管制“实体清单”。美国商务部称，上述单位支持了“中国的军事现代化努力，特别是中国人民解放军的航空航天项目，包括飞艇、气球及相关的材料和部件”，“有违美国的国家安全和外交政策利益”。	2023年6月13日	美国财政部长耶伦出席美国国会众议院金融服务委员会的一场听证会，她再次强调，美国保持同中国的关系符合最佳利益，停止对华贸易将是“灾难性的”。耶伦还将国际货币基金组织和世界银行等国际金融机构形容是“美国可与之结盟的力量”，以抗衡中国对于发展中国家日益增长的影响力。她称赞这些机构“反映了美国价值观”，并寻求获得美国国会支持，为这些机构提供财政支持。
2023年2月24日	美国商务部宣布将中国5家中国实体加入出口管制“实体清单”。美国商务部称，这些主体“对俄罗斯的军事和/或国防工业基础做出了突出贡献”。	2023年7月20日	美国众议院的两个委员会在最新的一封联署信中，要求福特汽车回答此次交易（福特汽车将斥资35亿美元在密歇根州建立一家电池厂，使用全球动力电池龙头宁德时代的技术）的许可协议、宁德时代与强迫劳动的关系以及合作协议所创造的就业机会是否会流向中国的问题。
2023年3月2日	美国商务部宣布将中国29家中国实体加入出口管制“实体清单”。除了指控这些企业为俄罗斯提供所谓军事援助，美方还声称这些企业支持了中国军事发展。	2023年7月25日	美国参议院通过了一项“2024财年国防授权法案”（NDAA）修正案——“对外投资透明度法”。该法案将要求美国企业向联邦机构通报对中国技术领域的投资情况，包括人工智能、先进半导体、卫星通信和量子计算等。
2023年3月28日	美国商务部将海康威视的五家子公司加入“实体清单”，理由是这些公司参与了所谓的高科技监控等活动，违反了美国的外交政策。	2023年8月10日	美国总统拜登签署行政令设立对外投资审查机制，限制美国主体投资中国半导体和微电子、量子信息技术和人工智能领域。
2023年4月12日	美国商务部BIS以涉俄为由，宣布将12家中国实体列入“实体清单”和“特别指定国民清单”实施制裁。三合成半导体(香港)有限公司、深圳市强诚达电子有限公司、亿商网络(深圳)有限公司、永利电子元器件(深圳)有限公司以及香港新三泰电子有限公司等。	2023年10月6日	美国商务部BIS将42家中国企业列入出口管制清单，美方指责这些企业“支持俄罗斯国防工业基础”。
2023年4月20日	美国财政部长耶伦在华盛顿约翰斯·霍普金斯大学发表演讲表示，中俄两国合作无上限、无止境的伙伴关系表明，中方对政治解决乌克兰危机所提出的方案不够认真。耶伦还称，任何与中国脱钩的努力都将是“灾难性的”，美国寻求与中国建立“建设性和公平的经济关系”。但“当我们的切身利益受到威胁时”，美国将坚定地捍卫国家安全，即使以牺牲中美关系为代价。	2023年10月17日	美国商务部产业与安全局公布了三项新的出口管制规则。除了将中国芯片行业的13个实体加入实体清单，另外两项临时最终规则分别是针对先进计算芯片及相关物项的《实施额外的出口管制：特定先进计算物项；超级计算机和半导体最终用途；更新和更正临时最终规则》和针对特定半导体制造设备的《对半导体制造物项的出口管制临时最终规则》。AC/S IFR和SME IFR扩大或细化了美国对中国内地、香港和澳门的先进计算芯片及相关物项和半导体制造设备的出口管制。

## 美国经济预测 (GDP实际增速)

预测机构	2023	2024
IMF	2.1%	1.5%
世界银行	1.1%	0.8%
OECD	2.2%	1.3%
美联储	2.1%	1.5%

资料来源：IMF，世界银行，OECD，美联储，国海证券研究所

## 中美GDP对比 (万亿，美元)

年份	中国	美国	中国GDP/美国GDP
2015	11.1	18.2	60.8%
2016	11.2	18.7	60.1%
2017	12.3	19.5	63.2%
2018	13.9	20.5	67.7%
2019	14.3	21.4	66.8%
2020	14.7	21.1	69.7%
2021	17.8	23.3	76.4%
2022	18.0	25.5	70.5%
2023年预测	17.8	26.0	68.5%
2024年预测	18.9	26.4	71.9%

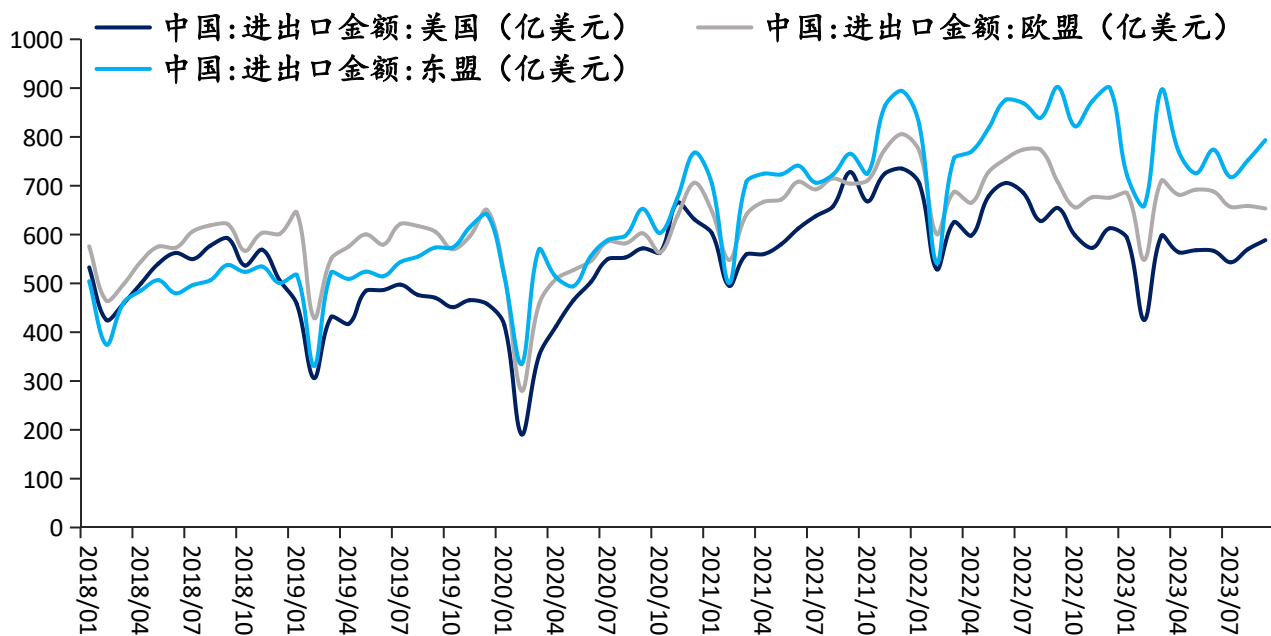
资料来源：世界银行，国家统计局，OECD，国海证券研究所

美国降为中国第三大贸易伙伴，第一、第二大分别为东盟、欧盟。

疫后美国国内需求旺盛和价格因素助推中美贸易增长，但美国市场上进口自中国的产品份额下降。原因：

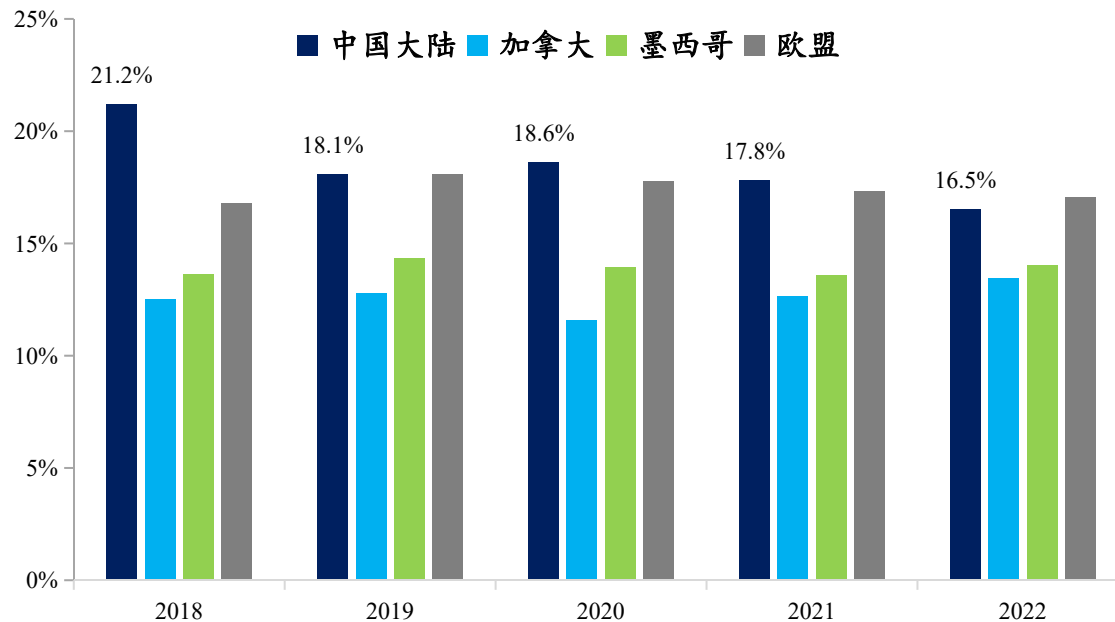
- **经济周期：**加息潮对发达国家经济增长带来负面影响，中国对美国和欧盟国家出口曲线几乎同步移动，均有下降。
- **贸易链重组：**更多中国产品出口至中东和拉美等。向新兴市场出口廉价电动汽车和智能手机，形成对西方的贸易替代。
- **地缘政治：**大型后发国家经济体量较大，其技术进步将会影响领先国家的地缘政治经济利益，引发领先国家的技术遏制。

### 美国降至中国第三大贸易伙伴



资料来源：wind，国海证券研究所

### 美国进口来源于中国的占比在下降



资料来源：wind，国海证券研究所



## 2、人口达峰

## 全球典型经济体总和生育率变化

时间	中国	美国	日本	英国	德国	法国	新加坡	韩国	中国香港	俄罗斯	阿根廷	澳大利亚	加拿大	西班牙	葡萄牙
2000	<b>1.63</b>	2.06	1.36	1.64	1.38	1.89	1.60	1.48	1.03	1.20	2.59	1.76	1.51	1.22	1.55
2001	<b>1.56</b>	2.03	1.33	1.63	1.35	1.90	1.41	1.31	0.93	1.22	2.53	1.74	1.54	1.23	1.45
2002	<b>1.57</b>	2.02	1.32	1.63	1.34	1.88	1.37	1.18	0.94	1.29	2.49	1.76	1.52	1.25	1.46
2003	<b>1.57</b>	2.05	1.29	1.70	1.34	1.89	1.27	1.19	0.90	1.32	2.45	1.75	1.55	1.30	1.44
2004	<b>1.61</b>	2.05	1.29	1.75	1.36	1.92	1.26	1.16	0.92	1.34	2.43	1.77	1.56	1.31	1.40
2005	<b>1.62</b>	2.06	1.26	1.76	1.34	1.94	1.26	1.09	0.96	1.29	2.43	1.81	1.58	1.33	1.41
2006	<b>1.64</b>	2.11	1.32	1.82	1.33	2.00	1.28	1.13	0.98	1.31	2.40	1.91	1.63	1.36	1.37
2007	<b>1.67</b>	2.12	1.34	1.86	1.37	1.98	1.29	1.26	1.03	1.42	2.37	1.96	1.67	1.38	1.35
2008	<b>1.70</b>	2.07	1.37	1.91	1.38	2.01	1.28	1.19	1.06	1.50	2.34	1.98	1.70	1.45	1.39
2009	<b>1.71</b>	2.00	1.37	1.89	1.36	2.00	1.22	1.15	1.06	1.54	2.34	1.97	1.69	1.38	1.34
2010	<b>1.69</b>	1.93	1.39	1.92	1.39	2.03	1.15	1.23	1.13	1.57	2.35	1.93	1.65	1.37	1.39
2011	<b>1.67</b>	1.89	1.39	1.91	1.39	2.01	1.20	1.24	1.20	1.58	2.34	1.93	1.63	1.34	1.35
2012	<b>1.80</b>	1.88	1.41	1.92	1.41	2.01	1.29	1.30	1.29	1.69	2.33	1.92	1.63	1.32	1.28
2013	<b>1.71</b>	1.86	1.43	1.83	1.42	1.99	1.19	1.19	1.13	1.71	2.32	1.86	1.61	1.27	1.21
2014	<b>1.77</b>	1.86	1.42	1.81	1.47	2.00	1.25	1.21	1.24	1.75	2.31	1.83	1.61	1.32	1.23
2015	<b>1.67</b>	1.84	1.45	1.80	1.50	1.96	1.24	1.24	1.20	1.78	2.30	1.81	1.60	1.33	1.31
2016	<b>1.77</b>	1.82	1.44	1.79	1.60	1.92	1.20	1.17	1.21	1.76	2.24	1.75	1.59	1.34	1.36
2017	<b>1.81</b>	1.77	1.43	1.74	1.57	1.89	1.16	1.05	1.13	1.62	2.17	1.74	1.55	1.31	1.38
2018	<b>1.55</b>	1.73	1.42	1.68	1.57	1.87	1.14	0.98	1.08	1.58	2.04	1.74	1.51	1.26	1.42
2019	<b>1.50</b>	1.71	1.36	1.63	1.54	1.86	1.14	0.92	1.06	1.50	1.99	1.66	1.47	1.23	1.43
2020	<b>1.28</b>	1.64	1.33	1.56	1.53	1.83	1.10	0.84	0.88	1.51	1.91	1.58	1.41	1.19	1.41
2021	<b>1.16</b>	1.66	1.30	1.56	1.58	1.83	1.12	0.81	0.77	1.49	1.89	1.70	1.43	1.19	1.38

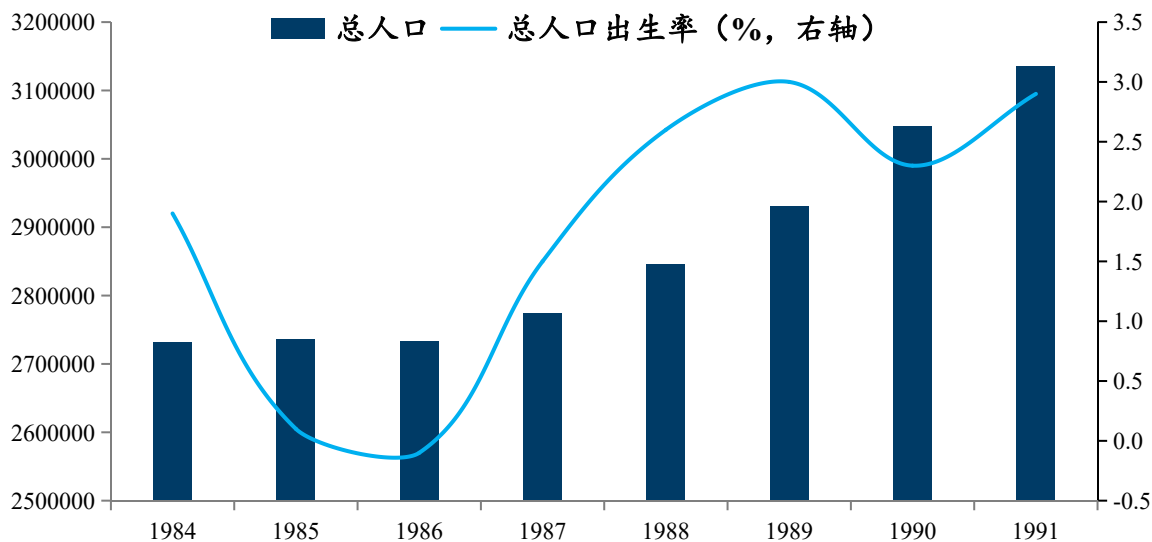
资料来源：世界银行，国海证券研究所；注：总和生育率反映了平均每个妇女在育龄期生育的孩子数。

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

1983年李光耀为了新加坡人口问题发表婚嫁大辩论，呼吁精英男士求娶高学历女性、由政府出面当“红娘”，成立社交发展署，鼓励大学毕业生结婚、给予已婚妇女税务优惠、引入高学历外来人员等种种措施。

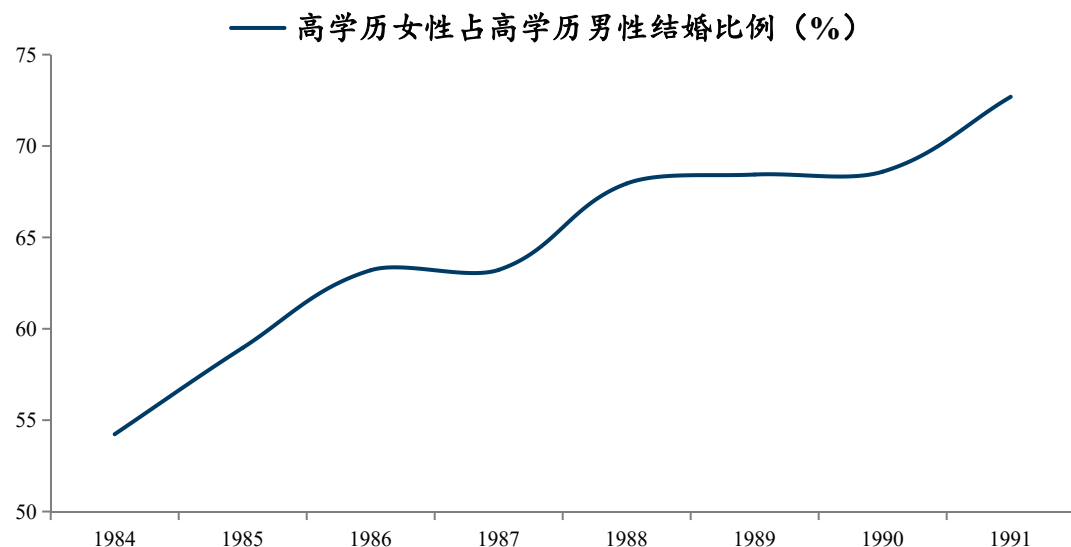
这些举措促进了人口快速增长与人口素质的提升。新加坡人口出生率自1986年的-0.1%增长至1989年的3%高点，高学历男性选择高学历女性结婚比例从1984年的54.23%增长至1991年的72.69%。

### 1984年-1991年新加坡人口与出生率



资料来源：新加坡统计局，国海证券研究所

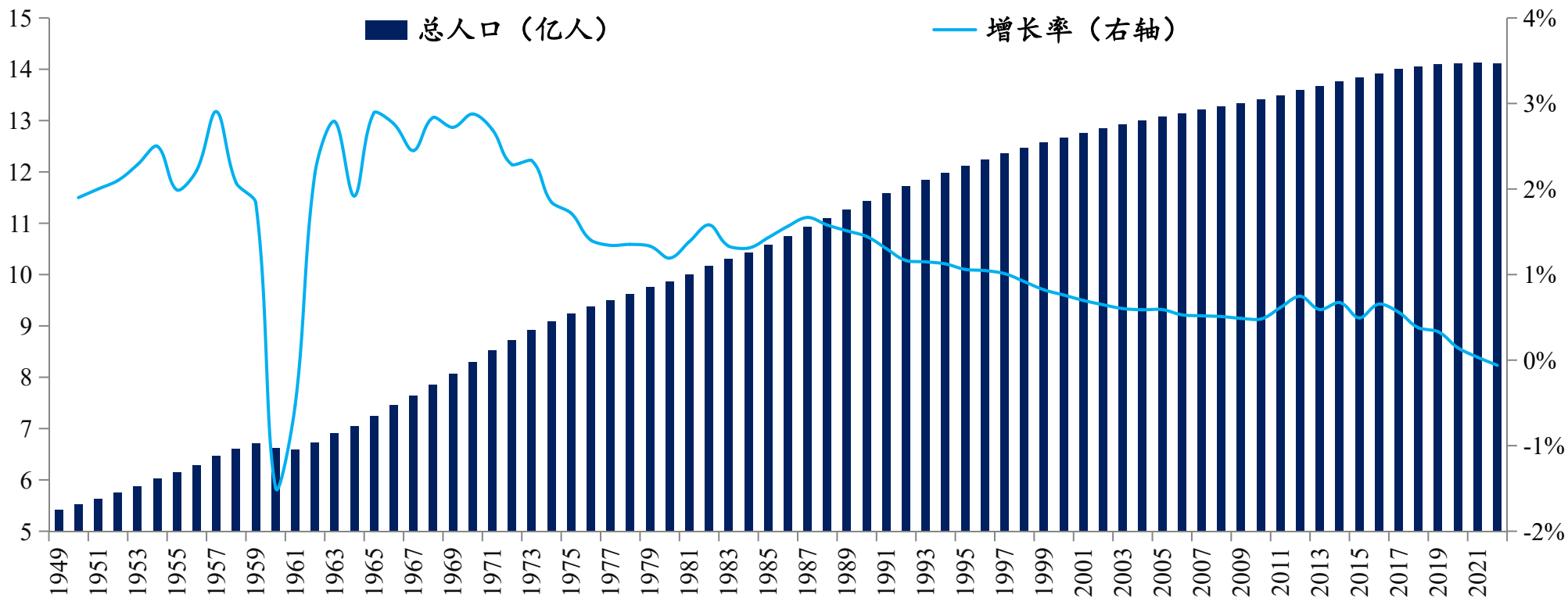
### 1984年-1991年高学历男性与高学历女性结婚比例持续提升



资料来源：新加坡统计局，国海证券研究所

2022年中国人口141175万人，出生人口956万人，死亡人口1041万人，全国人口比上年末减少85万，自1961年后首次负增长。中国是世界上人口最多的国家，长期来看我国人口面临新的考验。

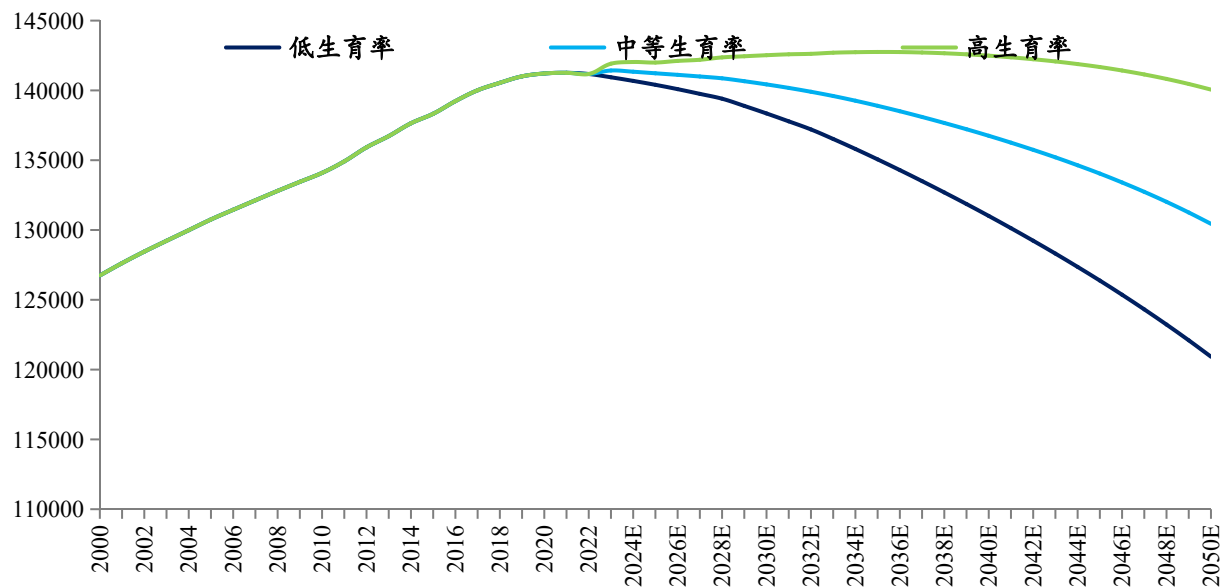
### 2022年我国人口自1961年后首次负增长



资料来源: wind, 国海证券研究所

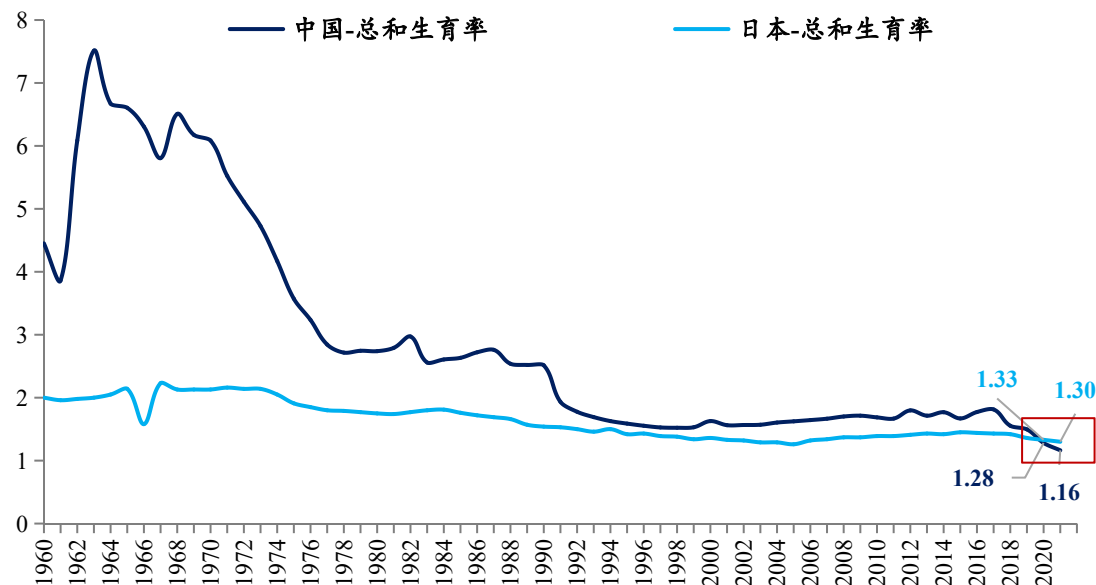
我国面临人口见顶问题。按总和生育率低、中、高进行测算，人口分别于2021、2023、2035年见顶。  
 生育率较快下降。2020年中国总和生育率首次低于日本，也显著低于80年代初日本人均GDP在1万美元左右的水平。  
 一是育龄妇女持续减少。2022年，21-35岁生育旺盛期育龄妇女减少近500万人，2022年育龄妇女生育水平继续下降。  
 二是生育观念变化已总体转向少生优生。三是婚育推迟，1990-2020年中国育龄妇女生育峰值年龄从23岁推迟至27岁，峰值年龄别生育率降幅在55%以上。

### 中国总人口数推测



资料来源：联合国，wind，国海证券研究所；单位：万人  
 注：高生育率——2050年1.89；中等生育率——2050年1.39；低生育率——2050年0.89

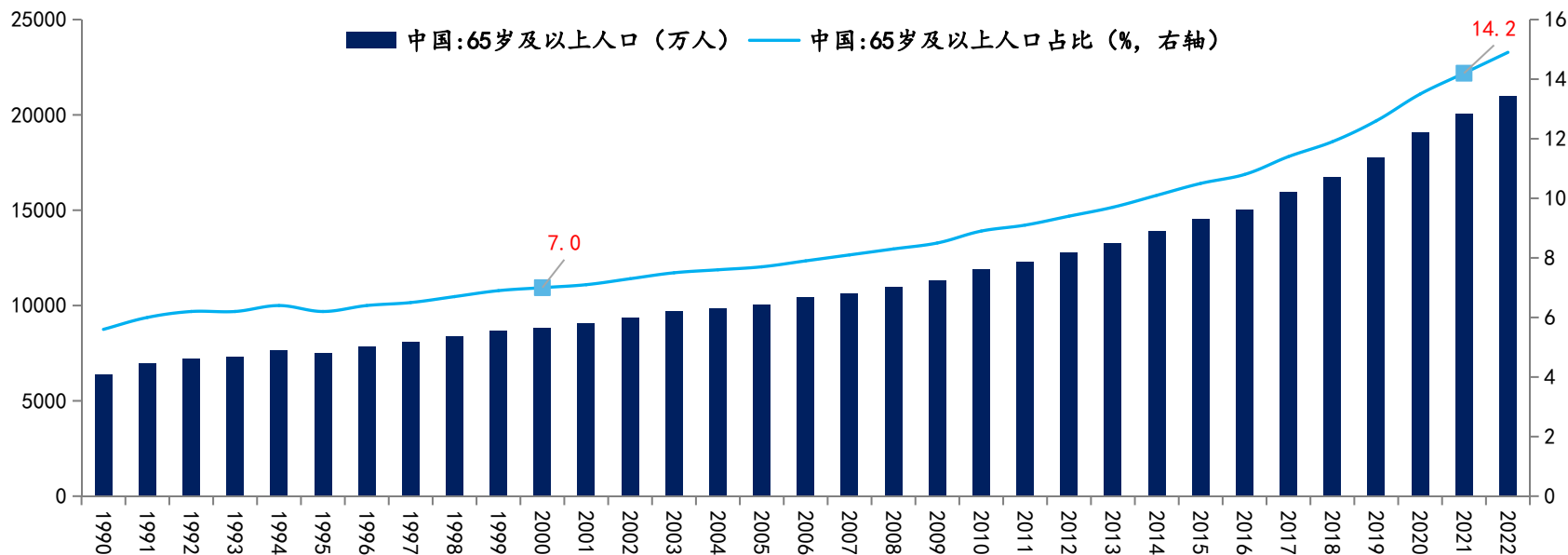
### 中日总和生育率对比



资料来源：世界银行，国海证券研究所

老龄化程度进一步加深。七普显示，我国65岁及以上人口已达1.9亿人，占总人口的比重比2010年上升了4.6个百分点。2021年我国65岁以上人口占比为14.2%，正式进入深度老龄化社会。

### 中国65岁及以上人口情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

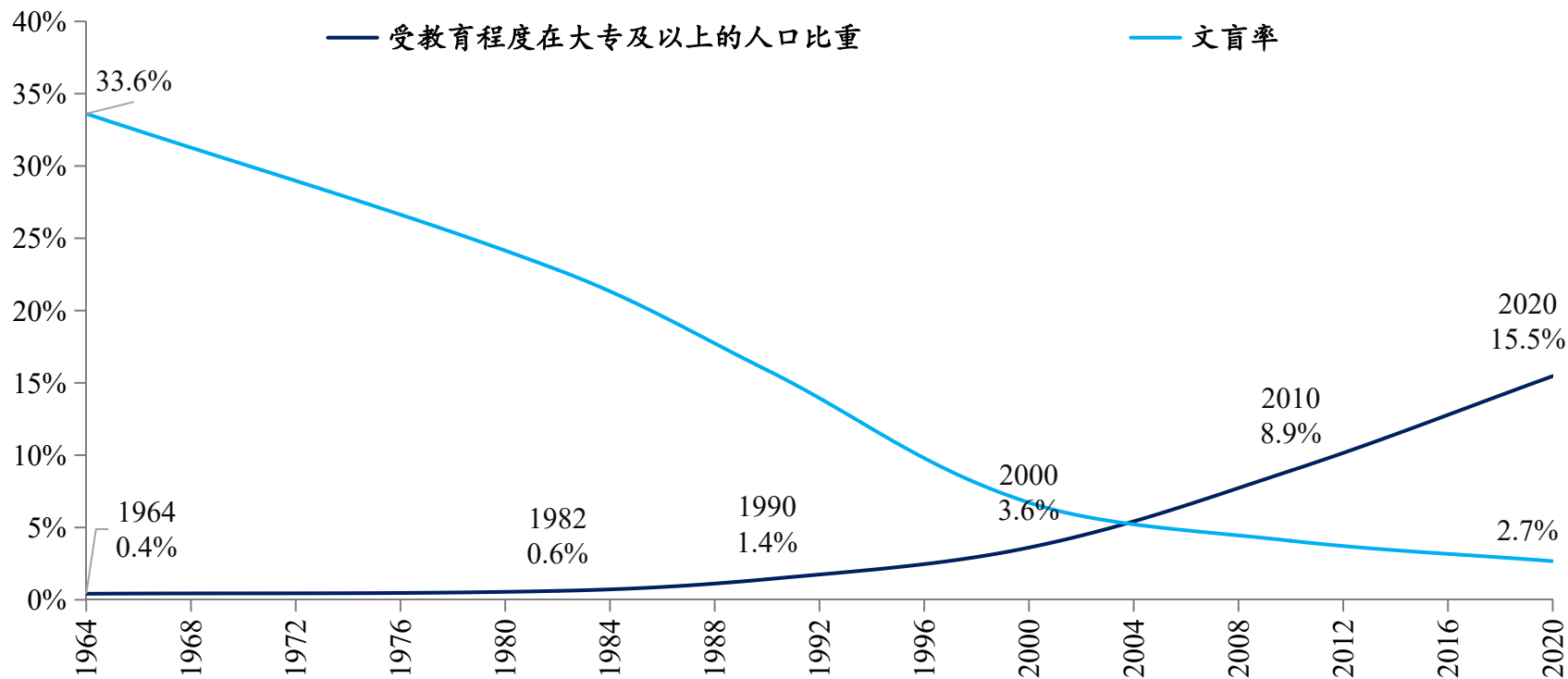
注: 根据联合国标准, 一个地区65岁老人占总人口的7%, 即该地区视为进入“老龄化社会”; 超过14%, 则进入“深度老龄化社会”; 比例达20%, 则进入“超老龄化社会”。

## 全球典型经济体65岁及以上人口占比变化 (%)

时间	中国	美国	日本	英国	德国	法国	新加坡	韩国	中国香港	俄罗斯	阿根廷	澳大利亚	加拿大	西班牙	葡萄牙
2000	6.9	12.3	17.8	15.7	16.4	16.2	6.3	7.1	11.2	12.3	9.7	12.4	12.5	16.7	16.3
2001	7.1	12.3	18.4	15.7	16.9	16.3	6.5	7.5	11.4	12.5	9.8	12.5	12.6	17.0	16.5
2002	7.3	12.3	19.0	15.8	17.3	16.4	6.7	7.9	11.7	12.8	9.9	12.6	12.7	17.1	16.7
2003	7.5	12.3	19.6	15.8	17.8	16.4	6.9	8.3	12.0	13.1	9.9	12.7	12.8	17.0	17.0
2004	7.7	12.3	20.1	15.8	18.4	16.5	7.0	8.7	12.2	13.5	10.0	12.8	12.9	16.8	17.2
2005	7.8	12.4	20.6	15.8	19.0	16.6	7.0	9.1	12.4	13.8	10.1	12.9	13.0	16.7	17.4
2006	8.0	12.4	21.3	15.8	19.6	16.6	7.0	9.5	12.6	14.0	10.1	13.0	13.2	16.6	17.6
2007	8.2	12.5	21.9	15.9	19.9	16.6	7.0	9.9	12.7	13.9	10.2	13.1	13.4	16.5	17.8
2008	8.3	12.7	22.6	16.0	20.2	16.7	7.0	10.3	12.9	13.6	10.3	13.2	13.6	16.5	18.0
2009	8.5	12.9	23.2	16.2	20.4	16.8	7.0	10.7	13.0	13.1	10.4	13.3	13.8	16.7	18.3
2010	8.6	13.0	23.6	16.3	20.5	17.0	7.2	11.0	13.3	12.8	10.5	13.6	14.1	16.9	18.6
2011	8.8	13.3	24.0	16.6	20.4	17.3	7.5	11.4	13.6	12.7	10.6	13.8	14.4	17.2	18.9
2012	9.0	13.6	24.6	17.0	20.5	17.7	7.9	11.7	13.9	12.8	10.7	14.1	14.8	17.5	19.3
2013	9.3	13.9	25.6	17.3	20.6	18.2	8.2	12.1	14.4	13.0	10.9	14.4	15.2	17.9	19.7
2014	9.6	14.1	26.5	17.6	20.7	18.6	8.5	12.5	14.9	13.3	11.0	14.7	15.6	18.3	20.1
2015	10.0	14.3	27.3	17.8	21.0	19.1	8.9	13.0	15.5	13.6	11.1	14.9	16.0	18.6	20.6
2016	10.5	14.7	27.9	18.0	21.1	19.5	9.6	13.4	16.1	13.9	11.2	15.2	16.4	18.8	21.0
2017	10.9	15.1	28.5	18.1	21.3	19.9	10.4	13.9	16.7	14.2	11.3	15.4	16.8	19.1	21.4
2018	11.5	15.4	28.9	18.3	21.5	20.3	11.3	14.5	17.3	14.5	11.5	15.7	17.2	19.3	21.7
2019	12.0	15.8	29.3	18.5	21.7	20.7	12.2	15.1	18.0	14.9	11.6	15.9	17.6	19.5	22.0
2020	12.6	16.2	29.6	18.7	22.0	21.0	13.2	15.8	18.8	15.3	11.7	16.2	18.0	19.7	22.3
2021	13.1	16.7	29.8	18.9	22.2	21.3	14.1	16.7	19.6	15.6	11.8	16.6	18.5	19.9	22.6
<b>2022</b>	<b>13.7</b>	<b>17.1</b>	<b>29.9</b>	<b>19.2</b>	<b>22.4</b>	<b>21.7</b>	<b>15.1</b>	<b>17.5</b>	<b>20.5</b>	<b>15.8</b>	<b>11.9</b>	<b>16.9</b>	<b>19.0</b>	<b>20.3</b>	<b>22.9</b>

我国劳动年龄人口受教育程度持续提升。2022年，我国16-59岁劳动年龄人口平均受教育年限达到10.93年，比2021年提高0.11年，比2020年提高0.18年。人口素质不断提高更加有利于促进经济发展方式转变、产业结构升级和全要素生产率提升等方面。

### 历次普查时大专及以上学历人口比重及文盲率情况变化



资料来源：wind，国海证券研究所



### 3、阿喀琉斯之踵

阿喀琉斯，是凡人英雄珀琉斯和海洋女神忒提斯的爱子。忒提斯为了让儿子炼成“金钟罩”，在他刚出生时就将其倒提着浸进冥河。遗憾的是，阿喀琉斯被母亲捏住的脚后跟却不慎露在水外，在全身留下了唯一一处“死穴”。后来，阿喀琉斯被帕里斯一箭射中脚踝而死去。后人常以“阿喀琉斯之踵”譬喻这样一个道理：即使是再强大的英雄，也有致命的死穴或软肋。

### 阿喀琉斯之踵



房地产如此重要，关系国计民生，它是国民经济的支柱、财富的象征、大类资产配置的核心、经济周期之母、民生的保障、金融危机的策源地。

---- 《全球房地产》夏磊（中信出版社）

## 政府重视：

1998年国务院23号文明确提出“促使住宅业成为新的经济增长点”，2003年国务院18号文进一步将房地产定位为支柱性产业。20年来，房地产是中国经济发展火车头、中国快速城镇化的发动机。

- 总量：国民经济的支柱行业，拉动上下游产业
- 财政：地方政府重要财源，支持地方政府进行大规模基础设施建设
- 投资：固定资产投资的重要组成部分
- 金融：重要的货币创造媒介之一，推动信用扩张和经济发展
- 就业：建筑业、房地产业、物业经纪等服务业，有力拉动就业

## 居民关心：

衣食住行是居民基本生存需求，在消费中优先满足。“住”是人民“美好生活向往”的重要组成部分。

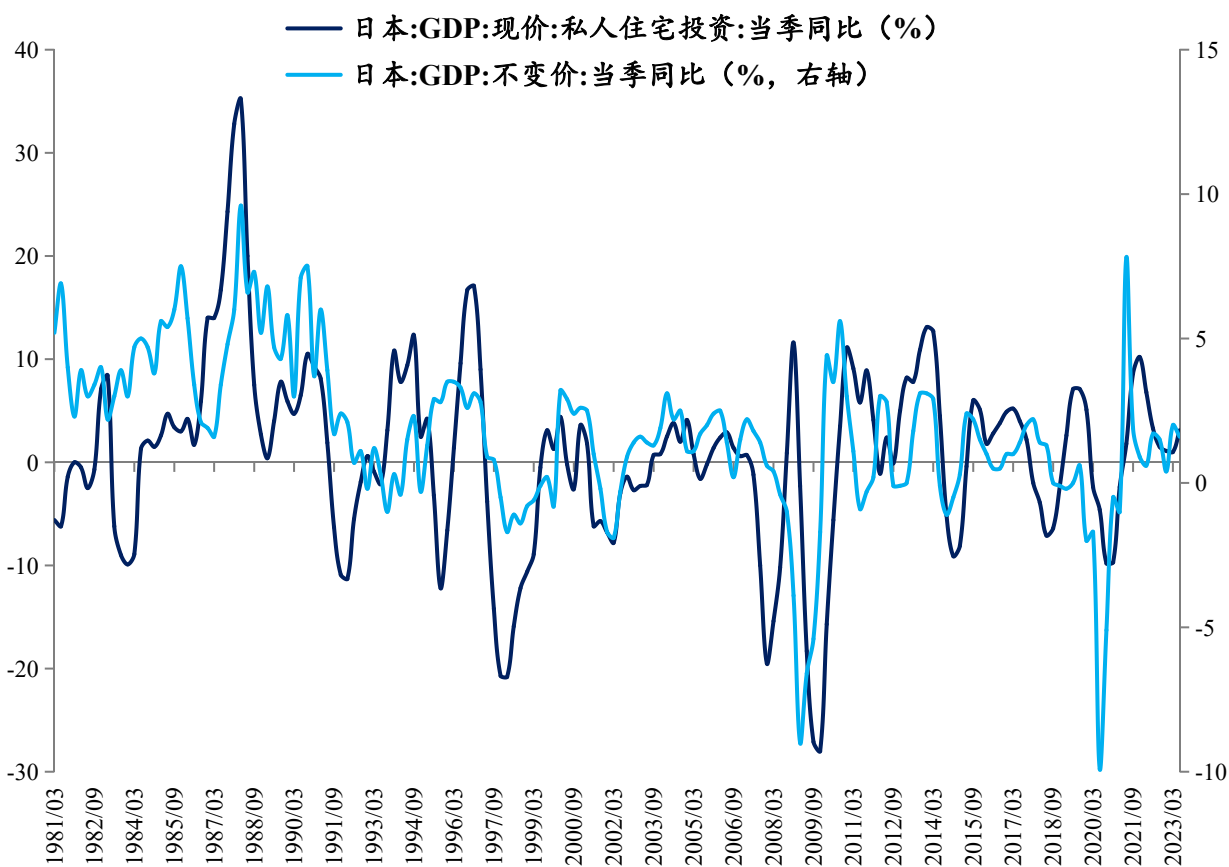
- 资产配置&消费：房地产带动居民收入增长，促进居民财富增值，让居民消费能力提升、消费底气增强，推动居民住房消费实现了多层次升级
- 民生：房地产有效提高居民住房条件，实现从全民蜗居到基本适居的飞跃

## 中国与主要发达国家房地产业占GDP比重对比

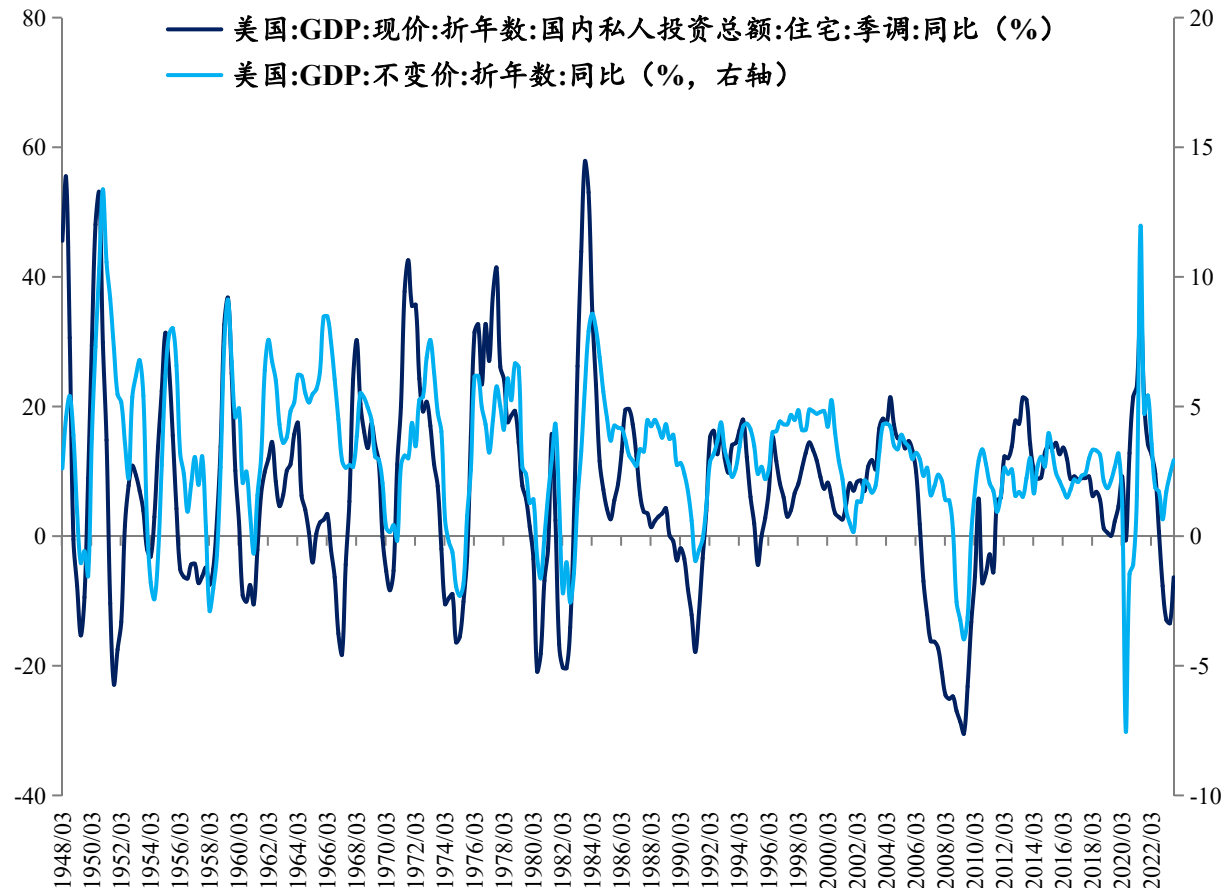
时间	美国	德国	日本	中国
2001	12.6%	11.0%	10.8%	4.2%
2002	12.8%	11.2%	10.9%	4.4%
2003	12.6%	11.2%	10.9%	4.5%
2004	12.4%	10.9%	10.9%	4.4%
2005	12.5%	11.0%	11.0%	4.5%
2006	12.3%	11.2%	11.3%	4.7%
2007	12.6%	11.4%	11.3%	5.1%
2008	13.1%	11.6%	11.7%	4.6%
2009	13.3%	11.9%	12.6%	5.4%
2010	13.2%	11.4%	12.3%	5.7%
2011	13.1%	11.5%	12.5%	5.7%
2012	13.0%	11.1%	12.5%	5.7%
2013	13.1%	11.2%	12.4%	6.0%
2014	12.9%	11.0%	12.3%	5.9%
2015	12.8%	11.0%	12.0%	6.2%
2016	12.9%	10.8%	11.9%	6.7%
2017	12.9%	10.6%	11.8%	6.9%
2018	12.8%	10.5%	11.7%	7.0%
2019	12.9%	10.5%	11.8%	7.1%
2020	13.3%	10.8%	12.2%	7.2%
2021	12.6%	10.5%	11.9%	6.7%
2022	12.3%	10.0%		6.1%

房地产强则经济起，房地产弱则经济弱。

## 美国和日本私人房地产投资与经济增速的关系



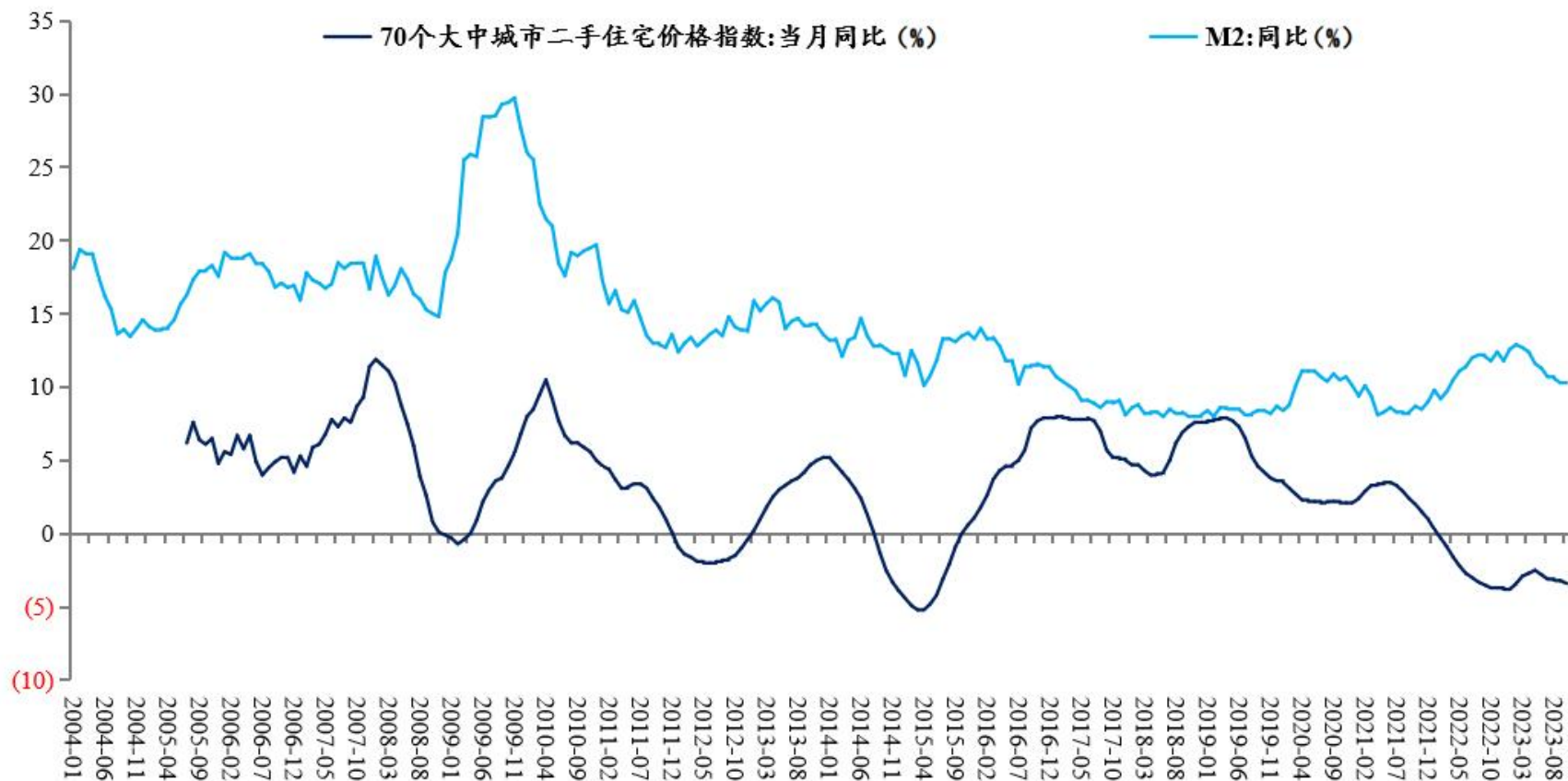
资料来源: wind, 国海证券研究所



资料来源: wind, 国海证券研究所

大松大涨、小松小涨、不松不涨、收紧回调。

## 流动性充裕推动房价上涨



## 2021年房地产业拉动作用测算

类别	数值
房地产业行业增加值及占GDP比重	12.5万亿元，10.9%
其中，房地产行业增加值及占GDP比重	8.5万亿元，7.5%
住宅房屋建筑行业增加值及占GDP比重	4万亿元，3.4%
房地产业完全拉动上下游行业增加值及占GDP比重	15.5万亿元，13.6%
其中，房地产完全拉动行业增加值及占GDP比重	3万亿元，2.6%
住宅房屋建筑完全拉动行业增加值及占GDP比重	12.6万亿元，11%
房地产业直接拉动上下游行业增加值及占GDP比重	5.8万亿元，5.1%
其中，房地产直接拉动行业增加值及占GDP比重	1.5万亿元，1.3%
住宅房屋建筑直接拉动行业增加值及占GDP比重	4.3万亿元，3.8%

注：地方本级财政收入=地方本级一般公共预算收入+地方本级政府性基金收入；测算基于统计局公布的2018年投入产出表。

资料来源：国家统计局，国海证券研究所

房地产贡献的相关税收和土地出让收入是地方政府的重要财源。  
卖地收入下降，不仅建设受影响，吃饭也要受影响。

### 房地产相关收入及占比

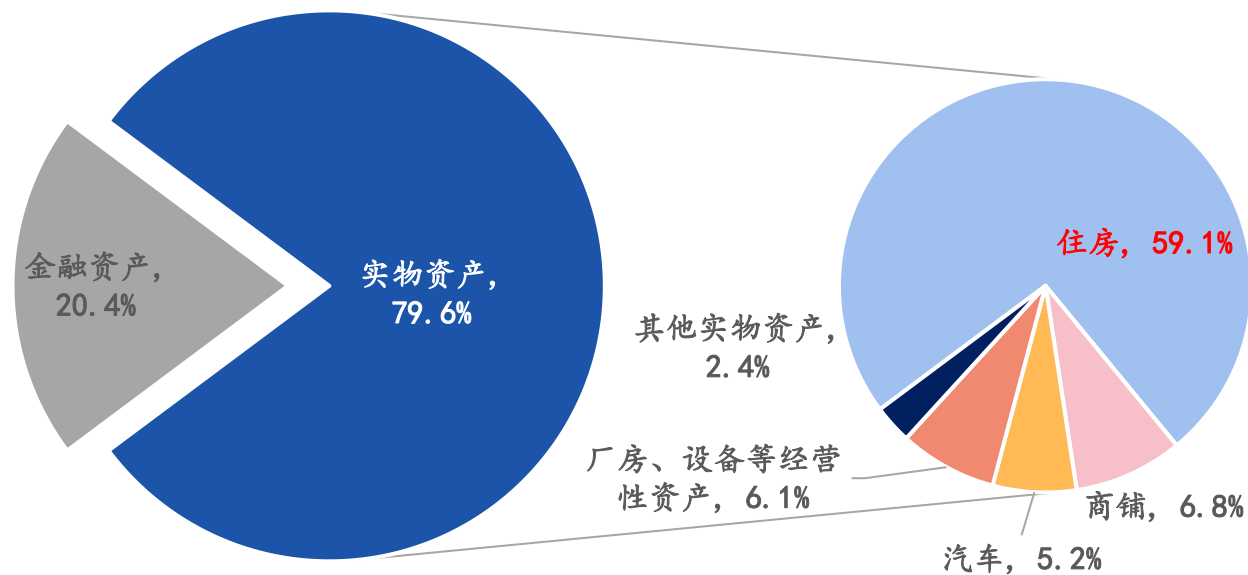
项目		2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年1-9月
5项房地产 专项税	契税（亿元）	3899	4300	4910	5730	6213	7061	7428	5794	4491
	土地增值税（亿元）	3832	4212	4911	5641	6465	6468	6896	6349	4337
	房产税（亿元）	2051	2221	2604	2889	2988	2842	3278	3590	2600
	城镇土地使用税（亿元）	2142	2256	2361	2388	2195	2058	2126	2226	1547
	耕地占用税（亿元）	2097	2029	1652	1319	1390	1258	1065	1257	887
房地产相关税收合计（亿元）		14021	15018	16438	17966	19252	19687	20793	19216	13862
土地出让金收入（亿元）		30784	35640	49997	62875	70631	82098	87051	66854	30875
房地产相关总收入（亿元）		44805	50657	66436	80841	89883	101785	107844	86070	44737
地方本级财政收入（亿元）		113786	122879	141466	160778	171712	190072	205013	182573	126462
房地产相关总收入占比		39.4%	41.2%	47.0%	50.3%	52.3%	53.6%	52.6%	47.1%	35.4%

资料来源：wind，财政部，国海证券研究所

注：地方本级财政收入=地方本级一般公共预算收入+地方本级政府性基金收入。

房子是家庭的核心资产：2019年我国城镇居民家庭户均总资产317.9万元，其中居民住房资产占家庭总资产的比重为59.1%。

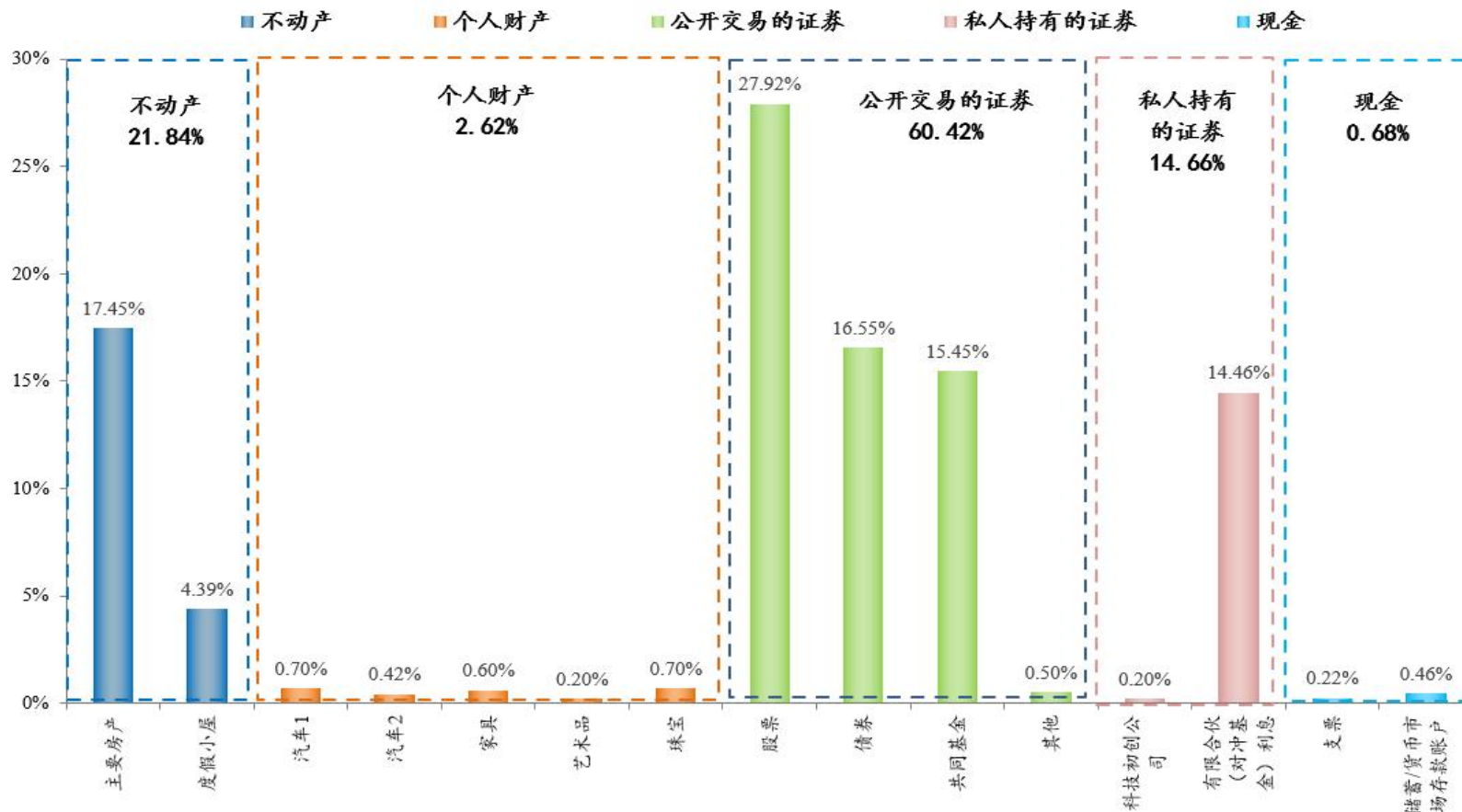
### 2019年我国城镇居民家庭资产占比



资料来源：中国人民银行，国海证券研究所

美国的核心资产是股票。股票是美国富裕家庭资产配置中权重占比最高的品类，约占全部资产的近三成。

## 财富全美排前1%的某个体家庭资产配置案例

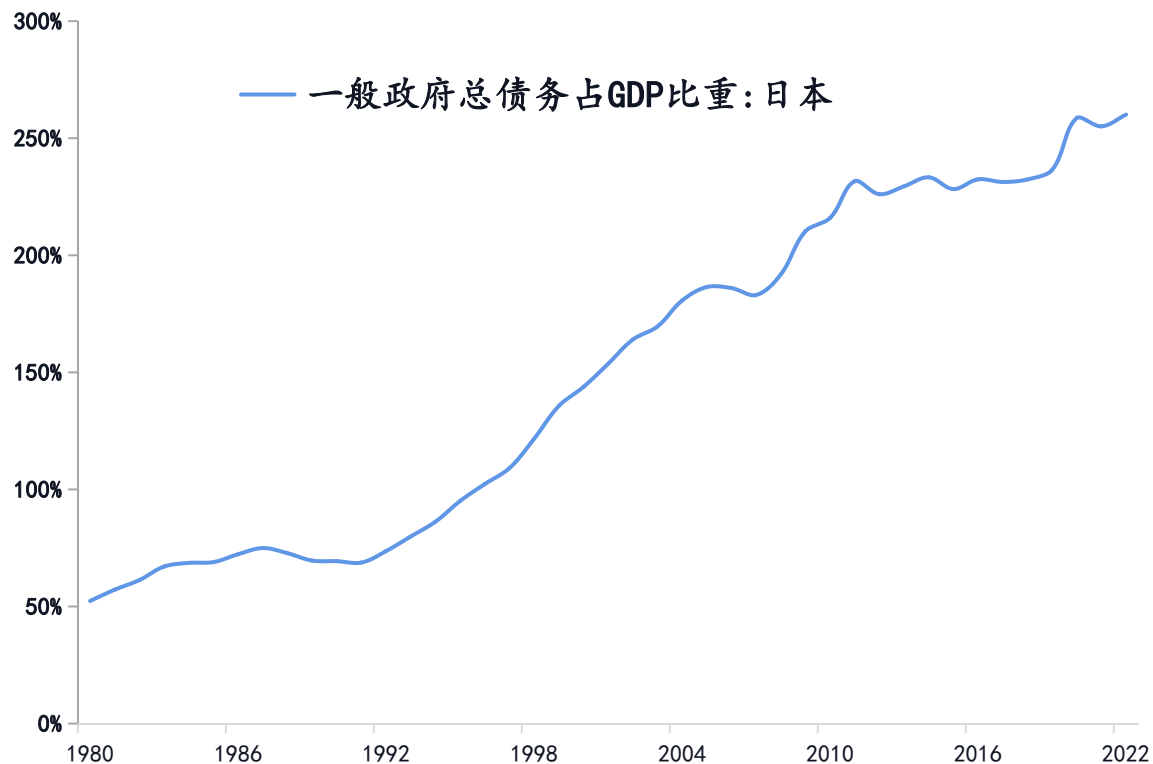


资料来源：《战胜一切市场的人》（Edward O. Thorp 中信出版社，2019.04），国海证券研究所

日本政府债务高。截至2022年底，日本政府未偿还债务余额约1260万亿日元，一般政府债务占GDP比重为260%。

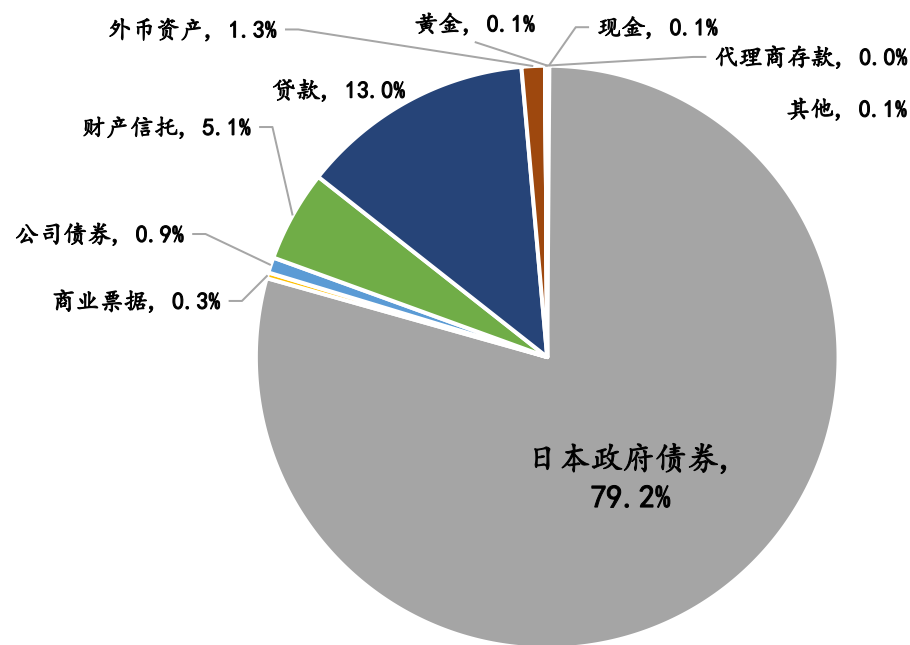
日本央行“保债弃汇”。在YCC政策下，日本央行持续购债，目前日本央行资产负债表中政府债券比重近80%。

### 日本政府债务占GDP比重高



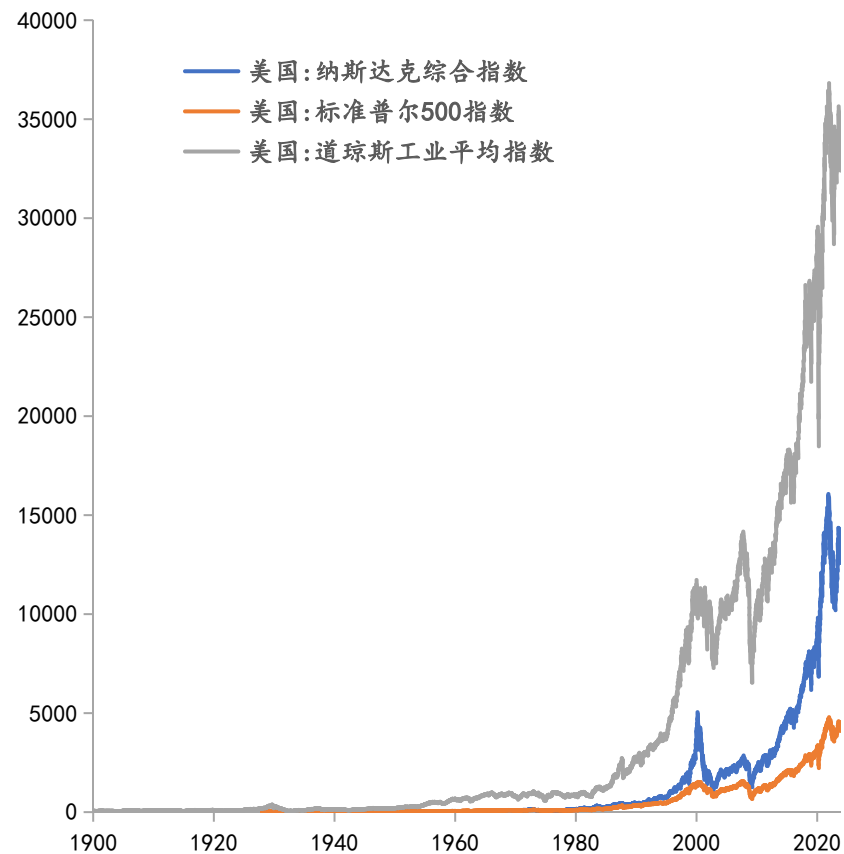
资料来源: wind, 国海证券研究所

### 日本央行资产负债表 (截至2023年10月末)



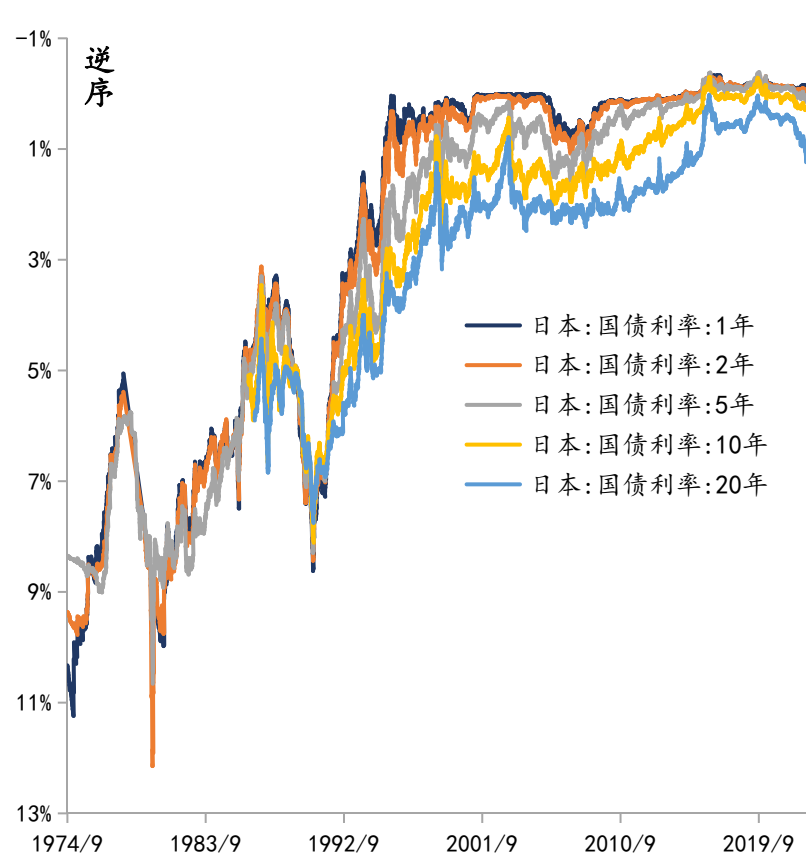
资料来源: wind, 国海证券研究所

## 美国的股票



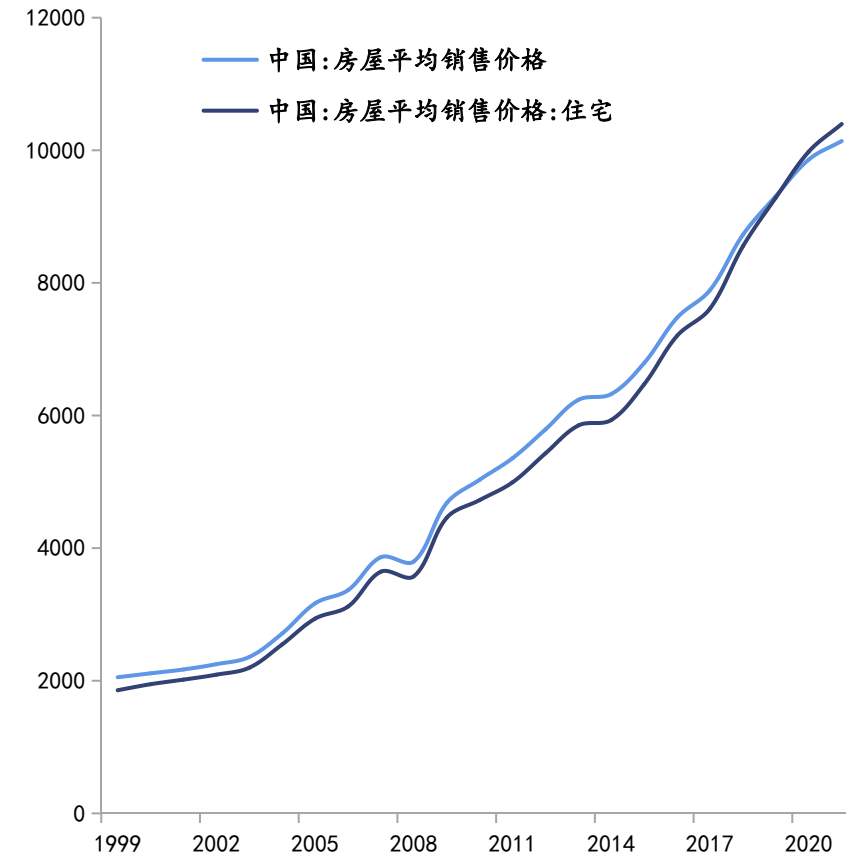
资料来源: wind, 国海证券研究所

## 日本的债券



资料来源: wind, 国海证券研究所

## 中国的房子



资料来源: wind, 国海证券研究所; 单位: 元/平方米

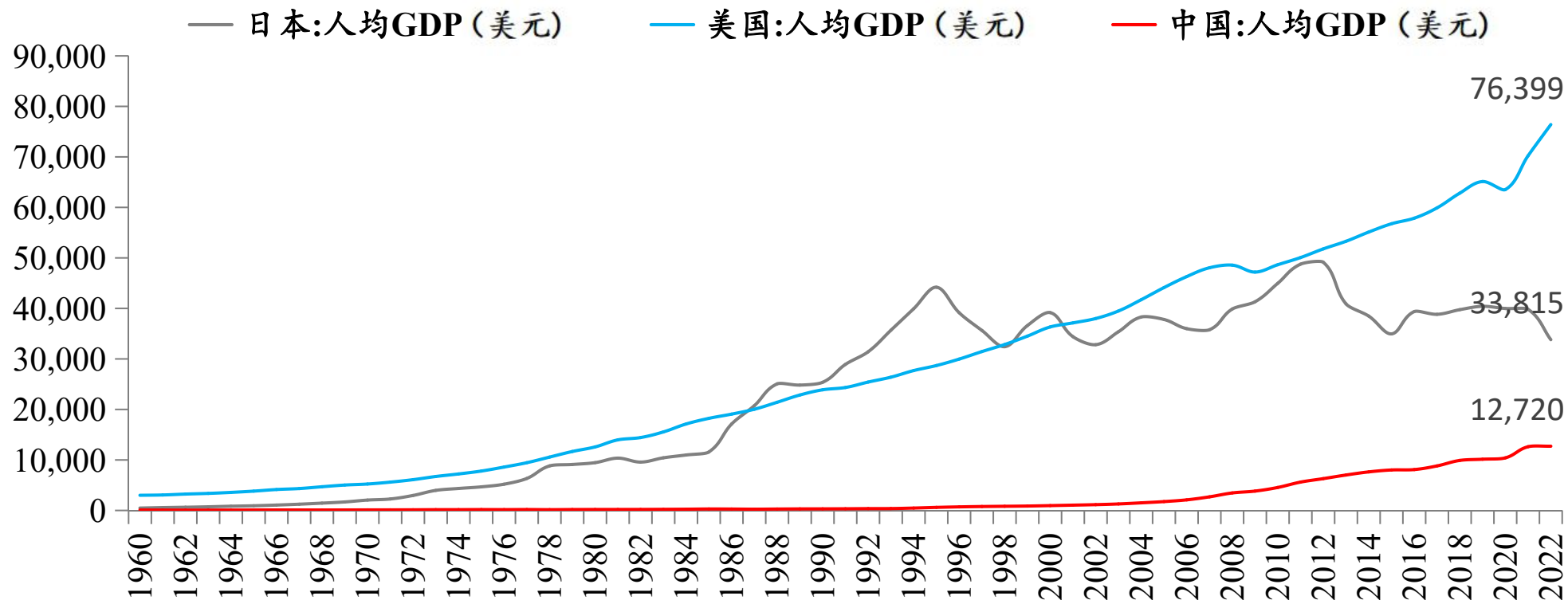


## 4、房地产周期

## 购买力：经济增长带动居民住房消费持续增加

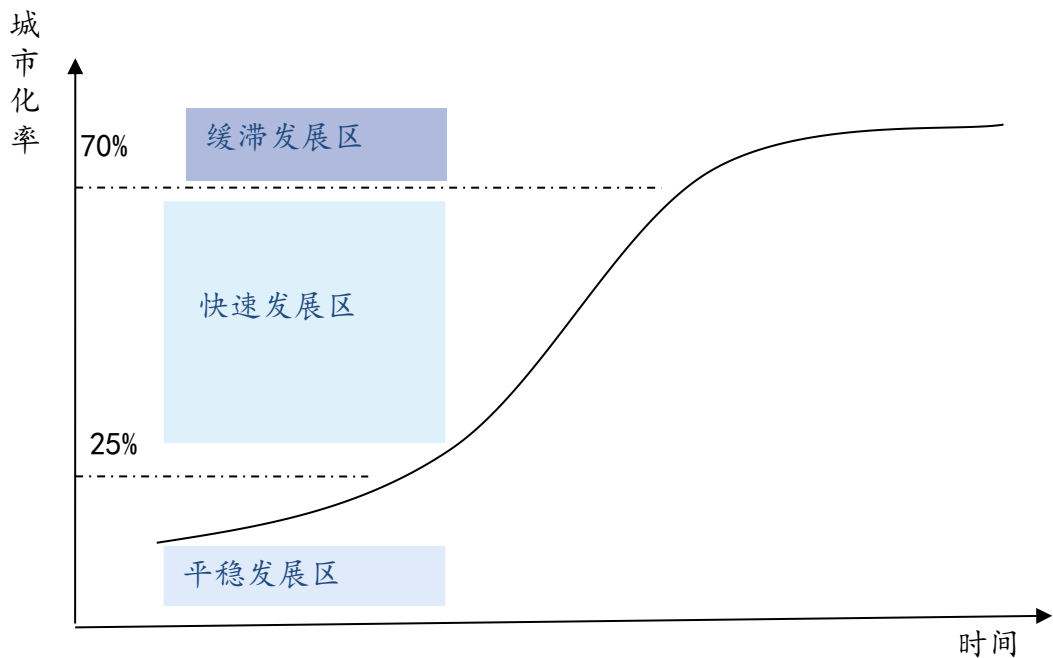
2022年，中国人均GDP为12720美元，与1980年的美国、1985年的日本相当。

中美人均GDP差距从1978年的68倍缩小至2021年的6倍



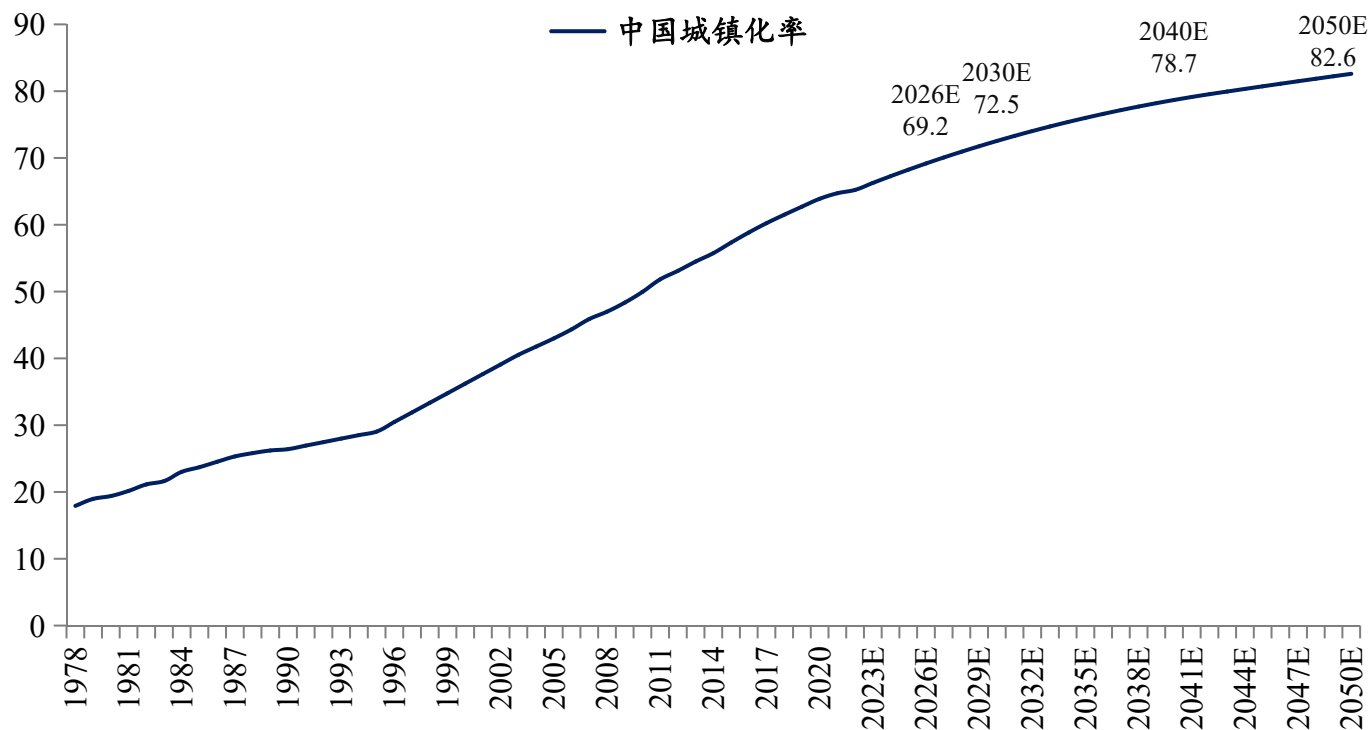
中国发展四大潜力：工业化、市场化、**城镇化**、国际化  
城镇化的发展空间就是房地产的市场空间

### 诺瑟姆曲线



资料来源：《城市化速度曲线及其政策启示——对诺瑟姆曲线的讨论与发展》，国海证券研究所

### 中国城镇化率预测

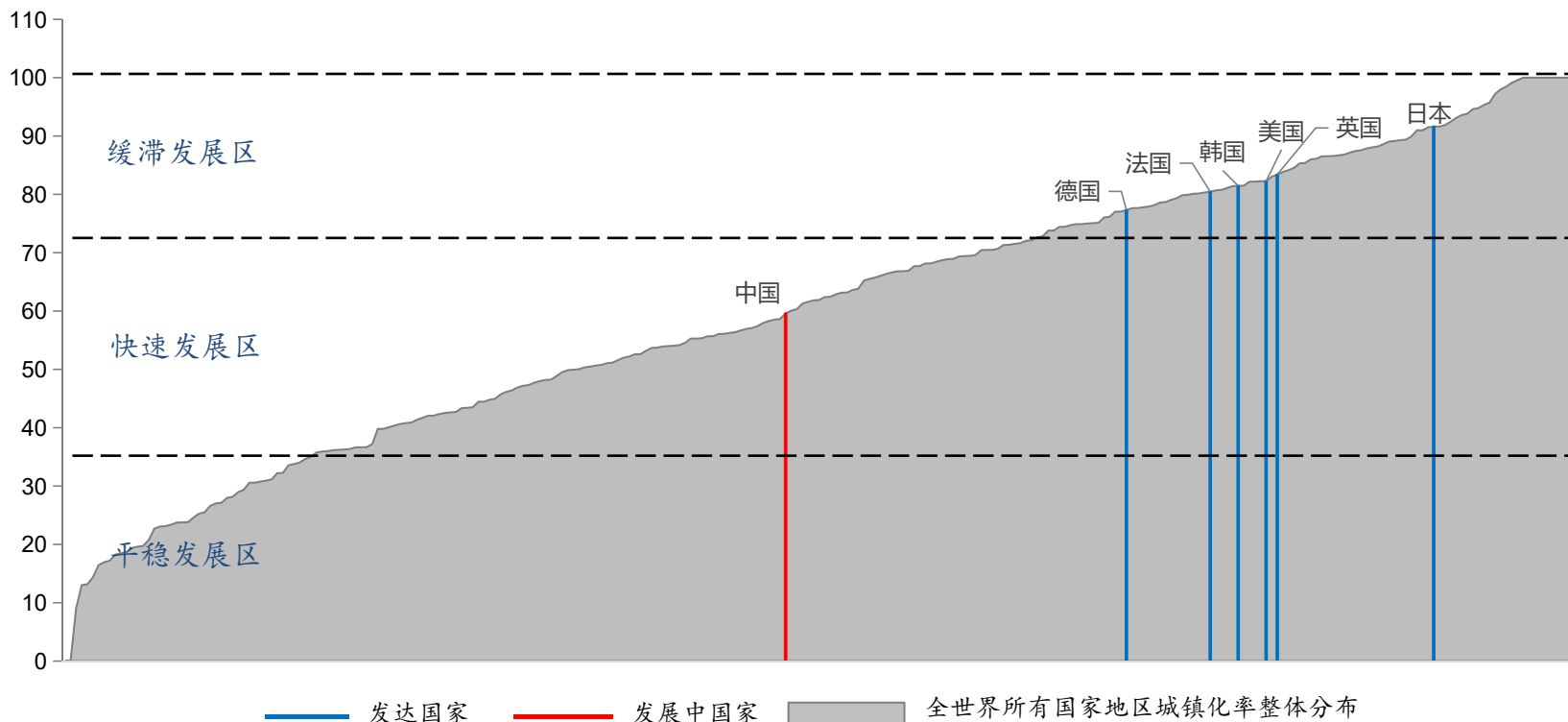


资料来源：国家统计局，国海证券研究所

注：单位：%；基于联合国预测数据，结合统计局数据调整。

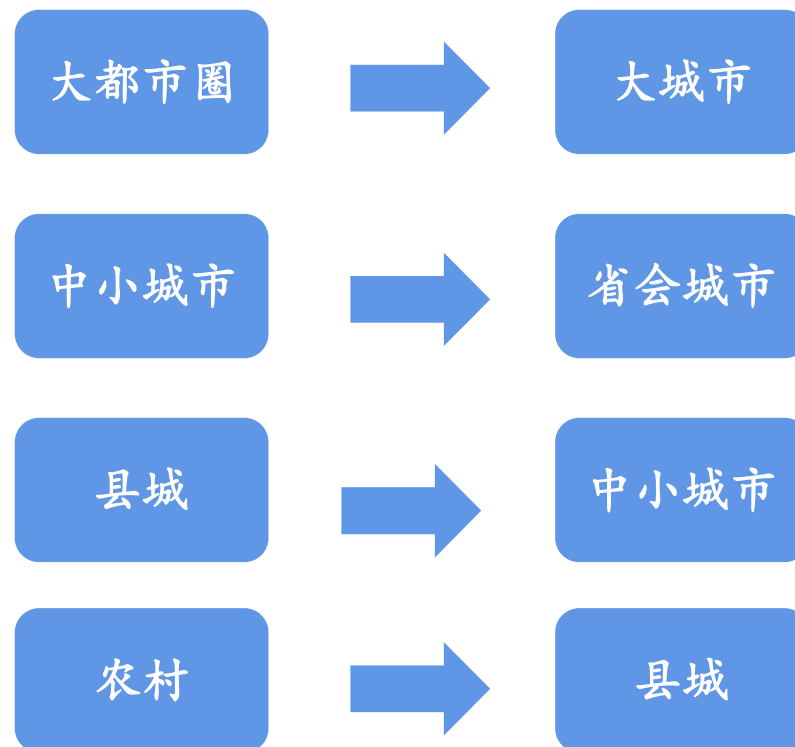
2022年中国城镇化率65.22%：中国现在的城镇化率水平，相当于1871年的英国，1952年左右美国，1962年左右的日本。

全世界所有国家地区城镇化率整体分布及主要国家城镇化率列示



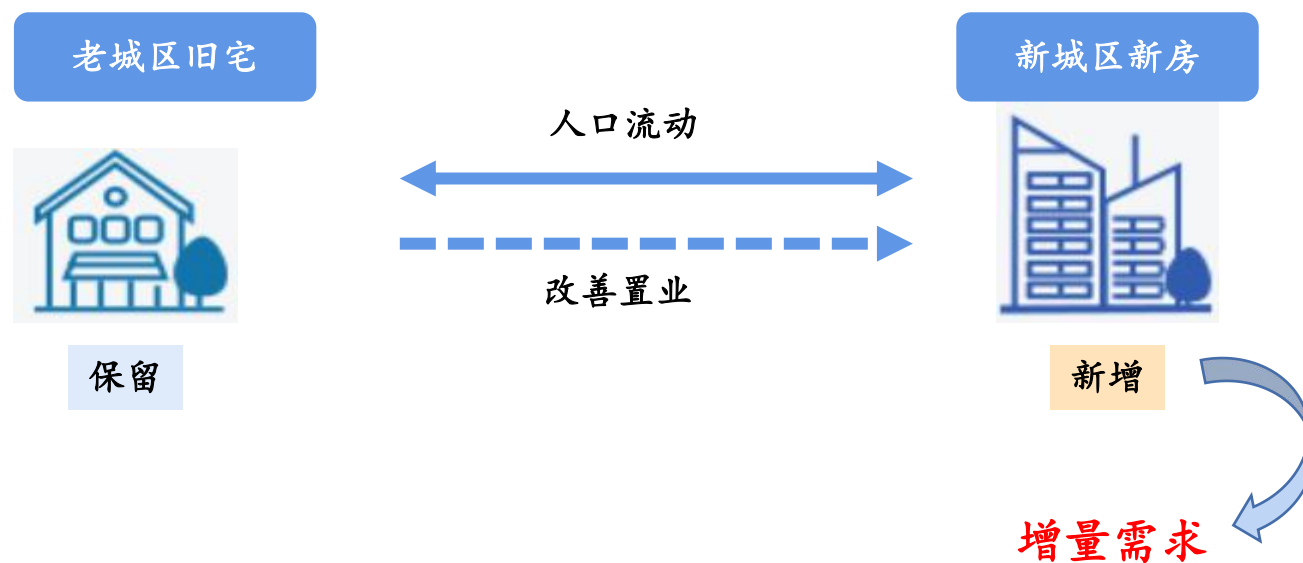
备注：单位：%；部分国家数据为联合国披露的2018年中数据

## 人口区域间流动



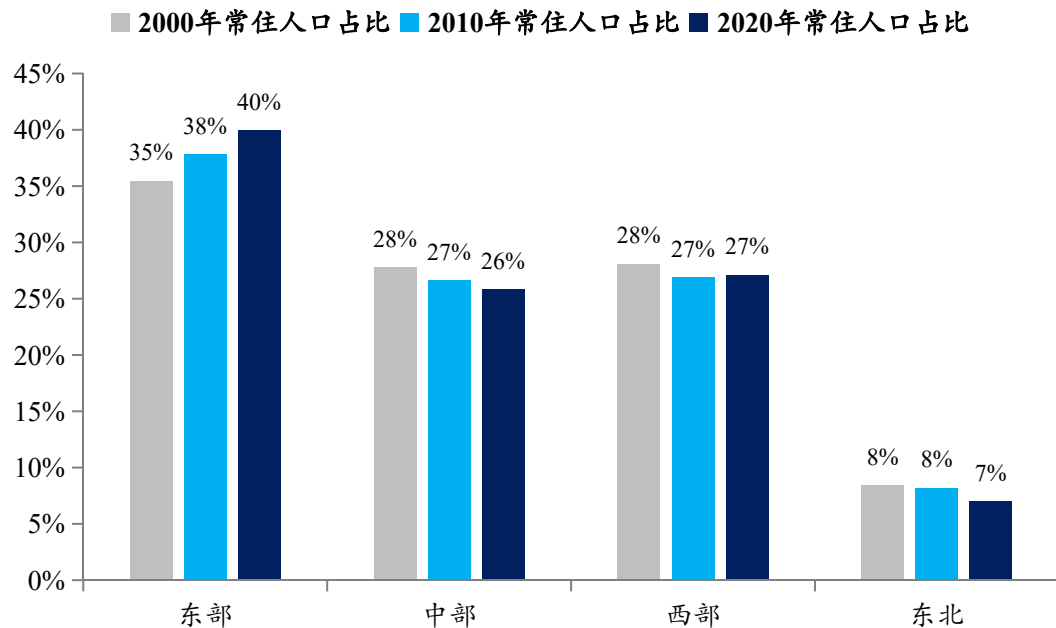
## 人口区域内部流动

三四线改善型需求在新区释放



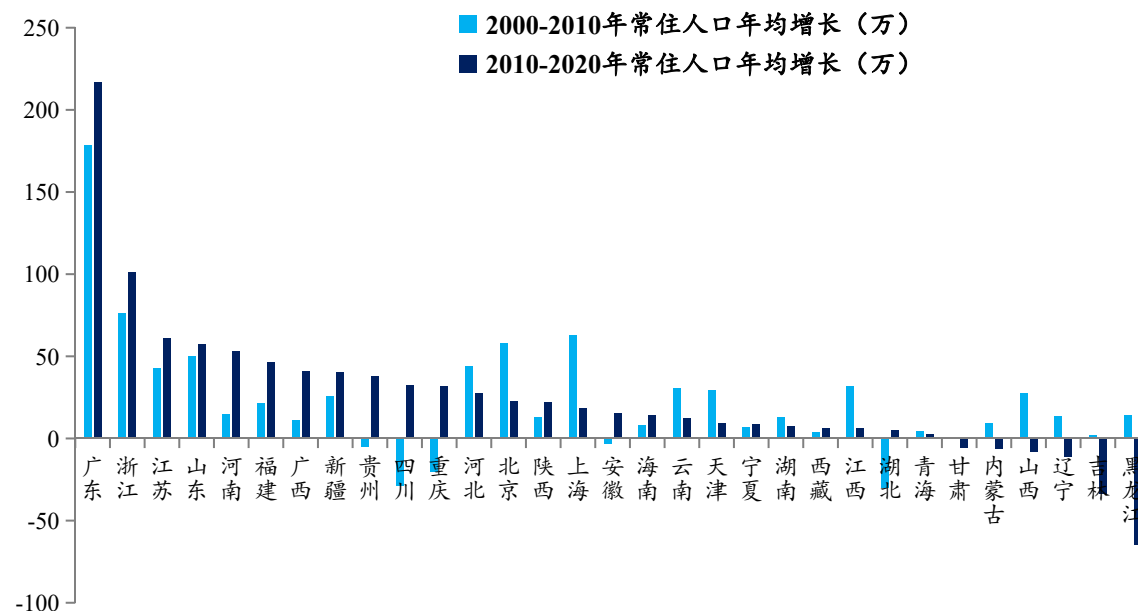
七普数据显示，人口持续从中西部向东部集聚，长三角、珠三角、成渝城市群等集聚度加大。

### 人口持续向东部集聚，东北人口加速流出



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

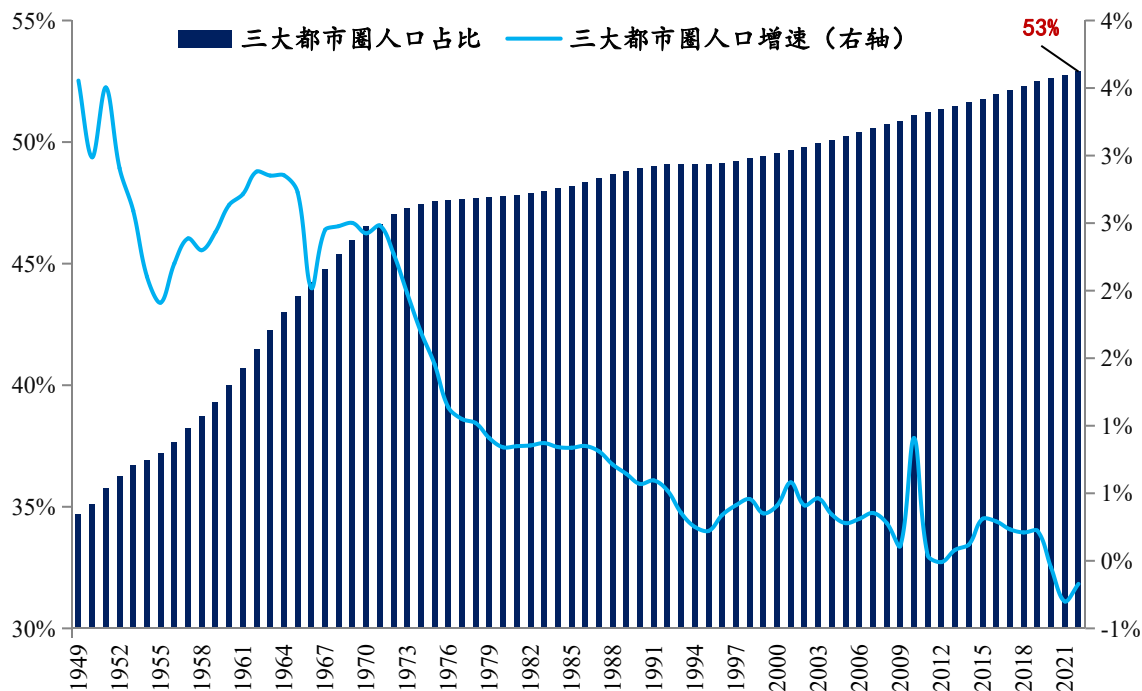
### 粤浙苏鲁豫等常住人口增量领先



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

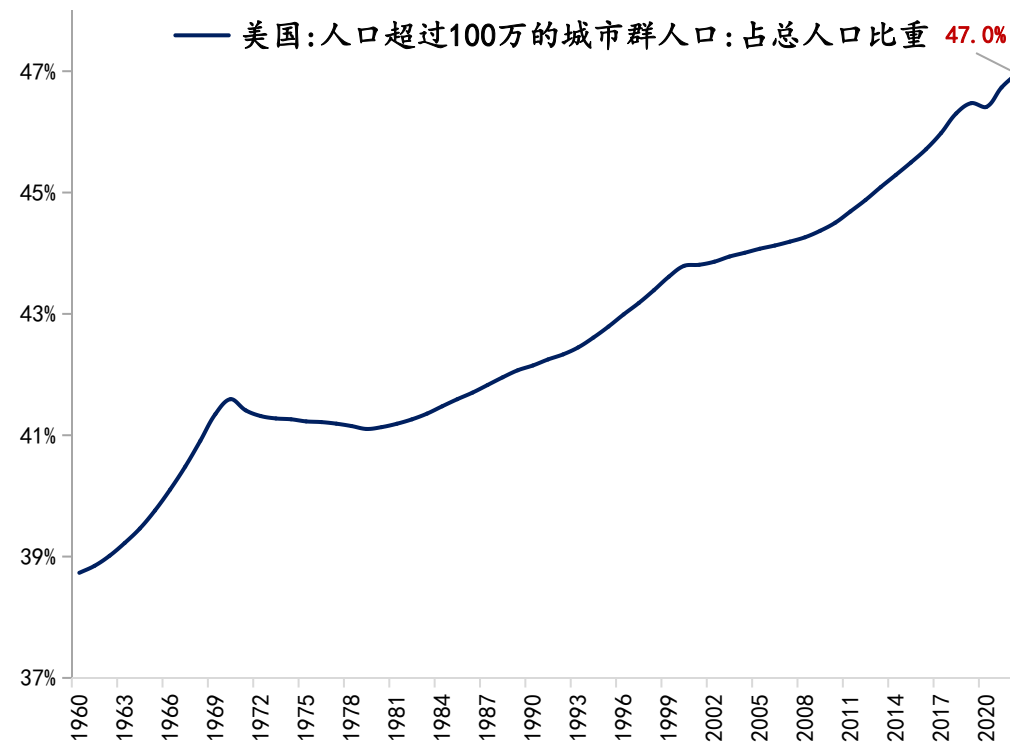
人口高度集聚是世界趋势，规模经济和聚集经济是当代城市发展的核心动力。

## 日本人口向三大都市圈聚集



资料来源：日本统计局，国海证券研究所

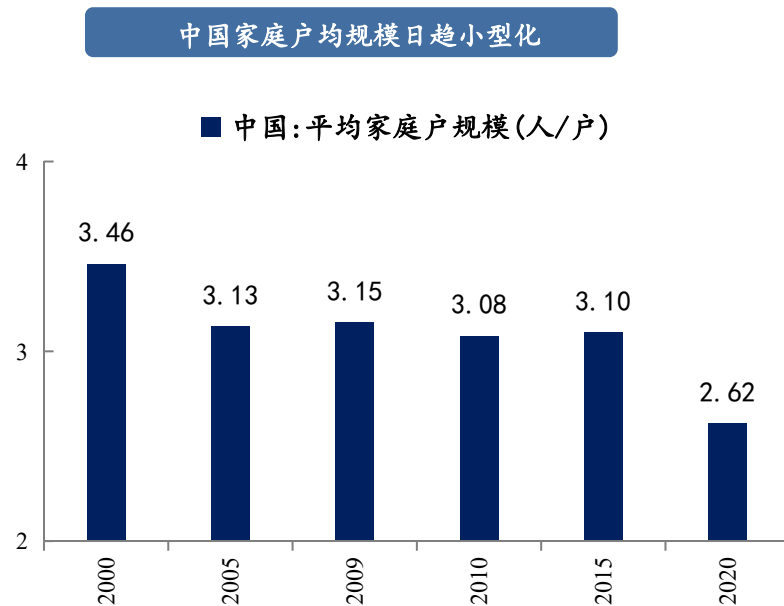
## 美国人口向超过100万人口城市群聚集



资料来源：Wind，国海证券研究所

## 家庭小型化

2020年家庭户均人口锐减至2.62人，未来仍有下降空间，“单身贵族”“空巢老人”“二人世界”现象将日趋增加。



## 2-3人家庭成为主流

不同规模家庭户占比(%)	1982	1990	2000	2005	2010	2015	2020
一人户	7.97	6.70	8.30	10.73	14.53	13.15	25.39
二人户	10.08	12.87	17.04	24.49	24.37	25.28	29.68
三人户	16.05	30.82	29.95	29.83	26.86	26.42	20.99
四人户	17.90	17.56	19.18	22.97	24.61	19.54	13.17
五人户	18.35	14.46	13.62	10.18	10.03	10.32	6.17
六人及以上户	28.01	10.53	8.11	5.59	6.64	6.93	4.59

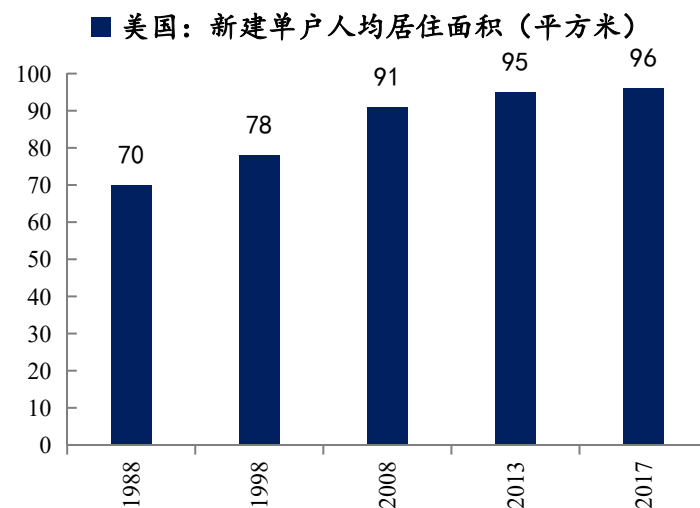
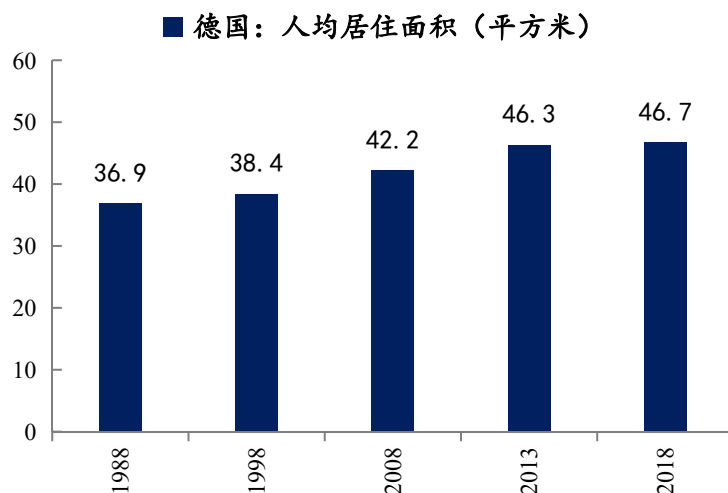
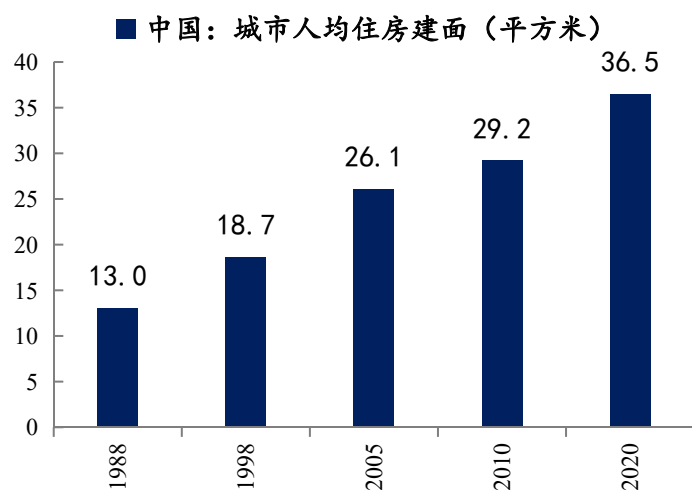
## 住房消费升级：人均住房面积提升空间大

2020年我国人均住房建筑面积为41.8平方米。其中，城市人均住房建筑面积为36.5平方米，城镇人均住房建筑面积为38.6平方米，乡村住房建筑面积为46.8平方米。

2020年全国仍有12.7%的家庭人均住房面积不足20平方米，其中，城市仍有17.4%的家庭人均住房面积不足20平方米。

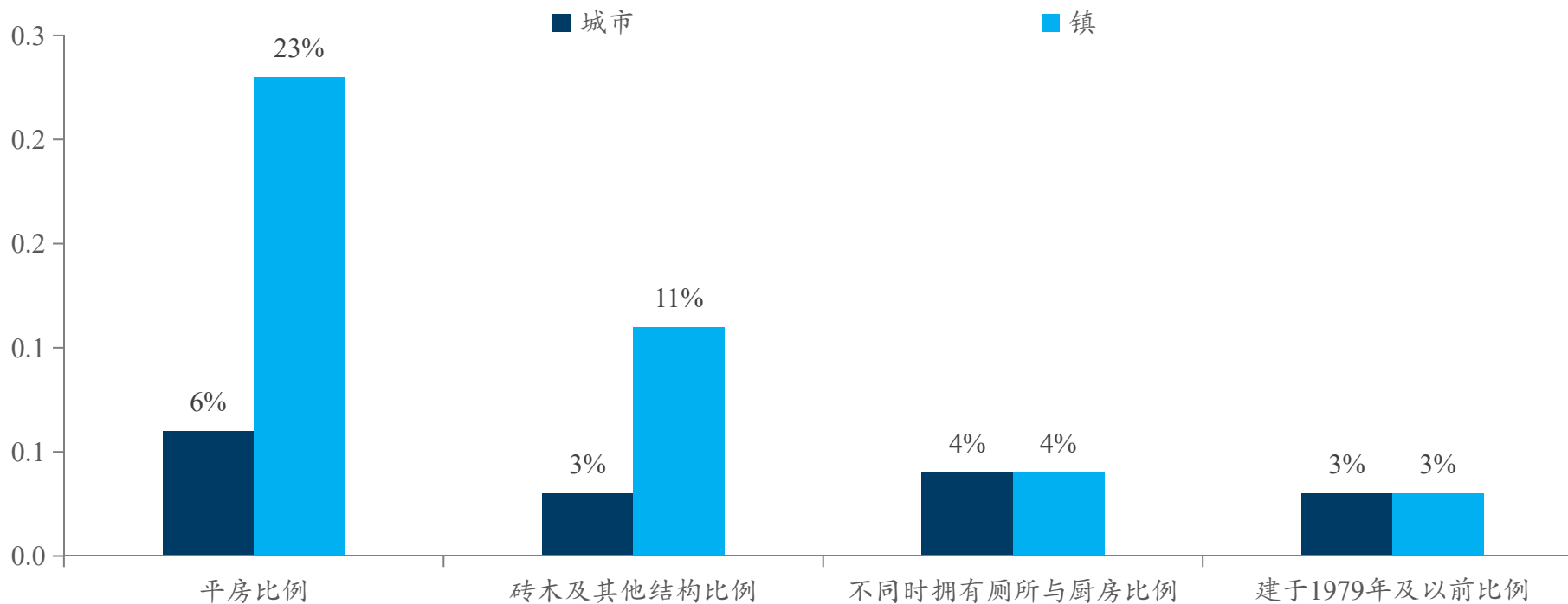
德国，1988年人均居住面积已达36.9平方米，2018年人均居住面积达46.7平方米，且为使用面积。

美国，新建住宅平均面积不断提升，加上家庭小型化趋势，人均住房面积的提升显著，2017年已达96平方米。



## 住房消费升级：住房质量改善

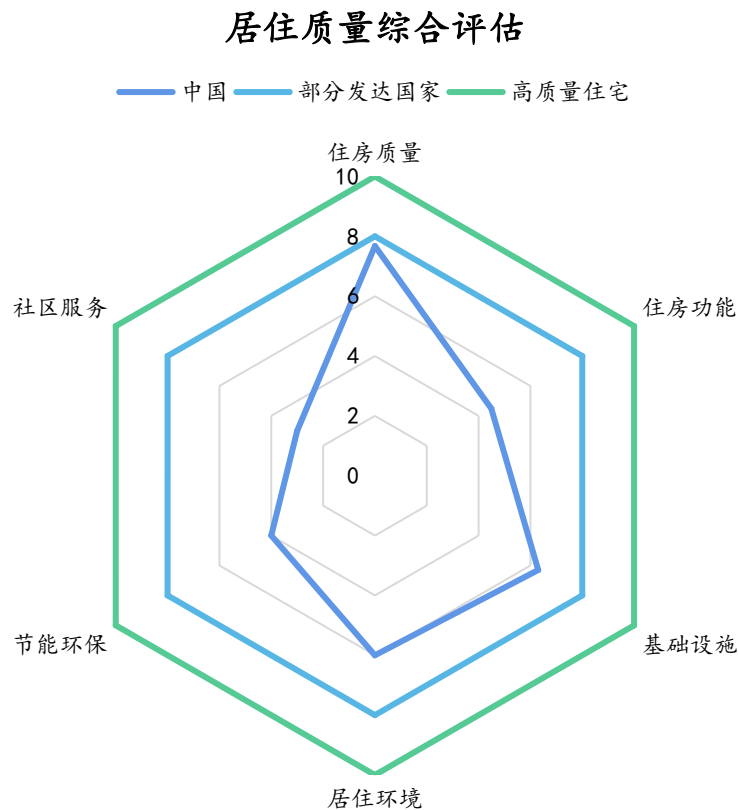
2020年末全国住房质量现状



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

## 住房消费升级：住房质量改善

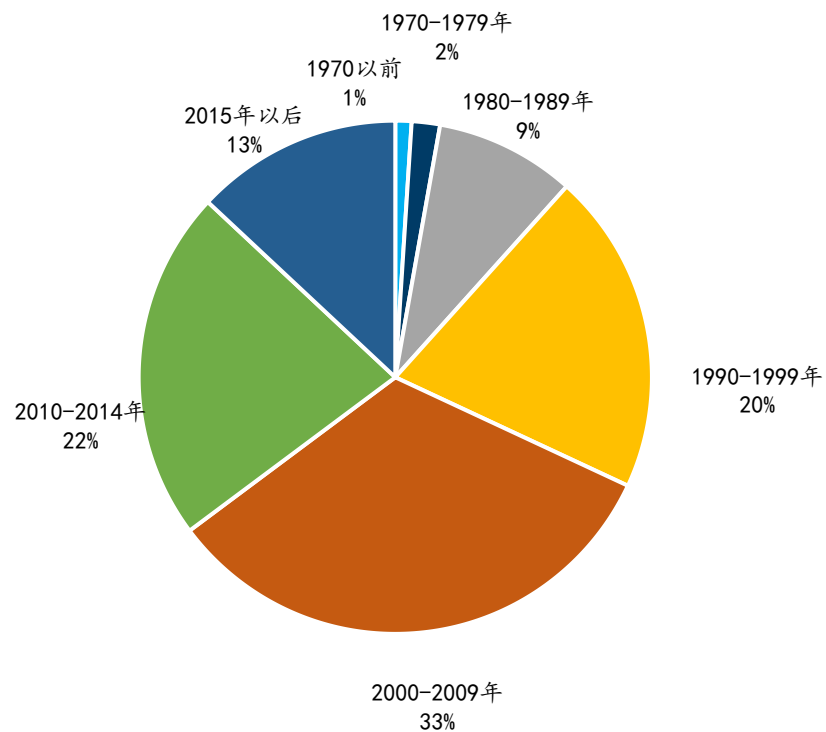
我国居住质量在住房质量、住房功能、基础设施、居住环境方面仍有提升空间，在节能环保、社区服务方面仍为薄弱环节。居住质量的提升是房地产新模式中重要发展方向之一。



资料来源：中国政府网，国家统计局，美国普查局，德国联邦统计局，智建云，看物业，公寓网，《德国被动式建筑节能技术在中国的推广应用研究》王岩峰，国海证券研究所

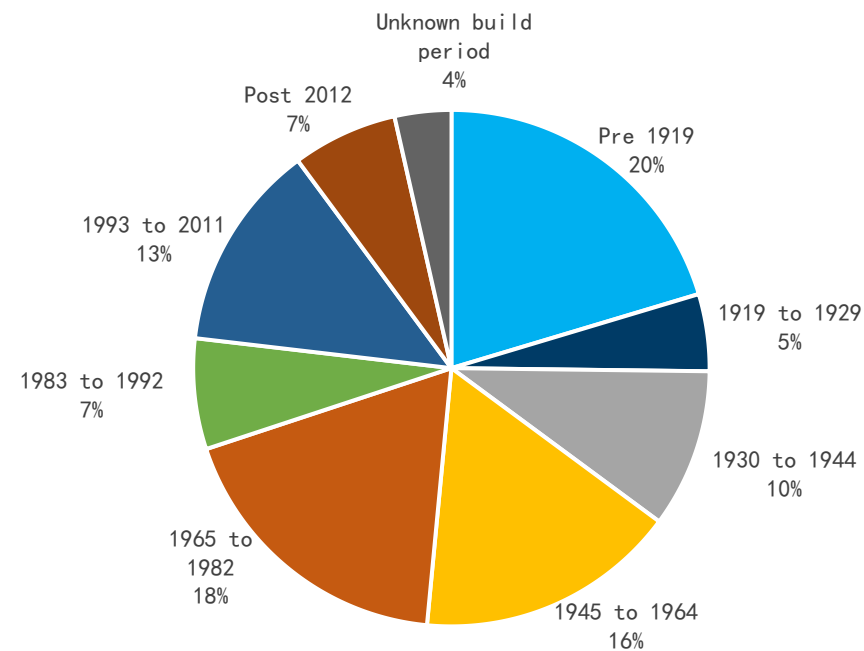
## 住房消费升级: 拆旧盖新、推倒重来

2020年中国存量住房按建成年代的比例分布



资料来源: 国家统计局, 国海证券研究所

2021年英国存量住房按建成年代的比例分布



资料来源: 英国统计局, 国海证券研究所

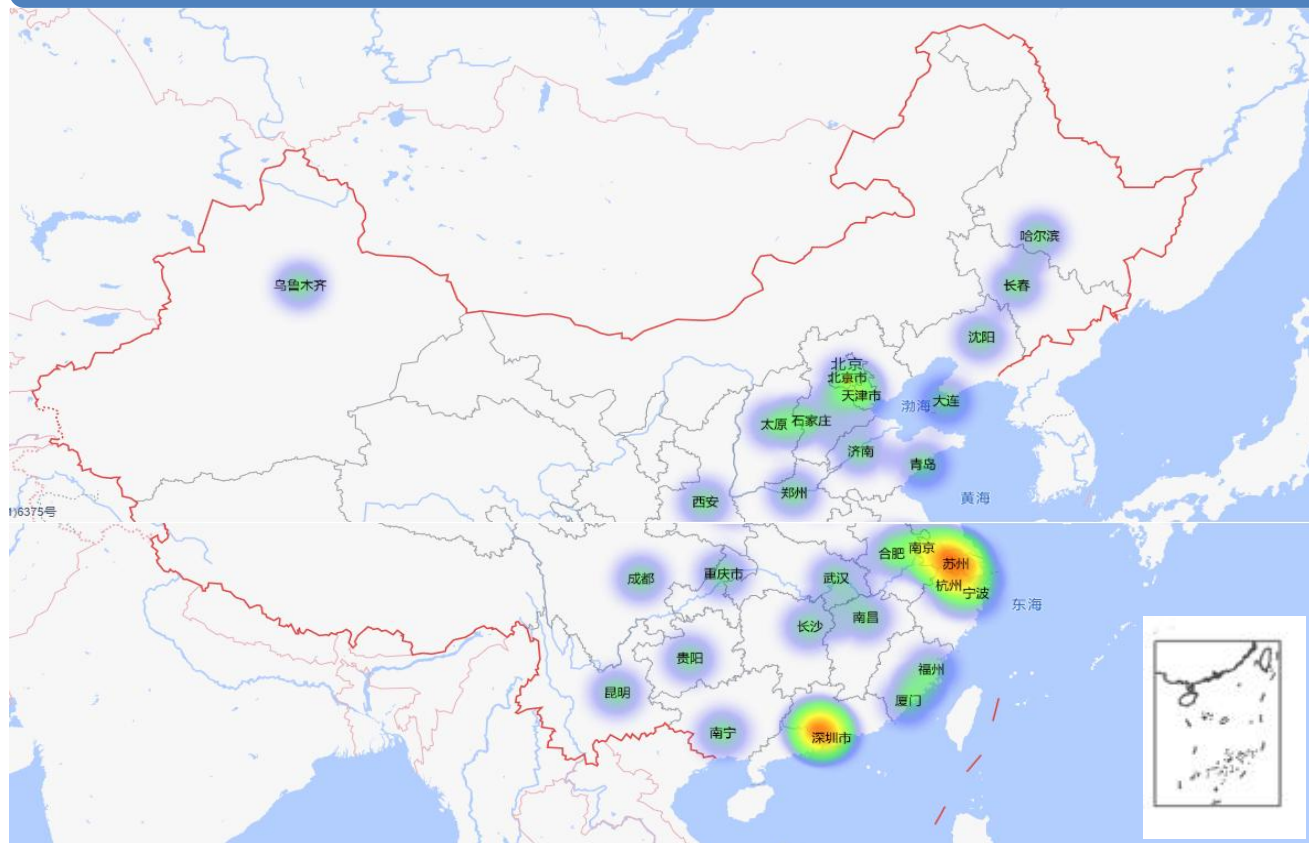
## 我国房地产市场需求测算

时间 (单位: 亿平米)	城镇常住人口 增加需求	其中: 人口自然 增长需求	其中: 农民进城 需求	人均住房面积 增长	城市更新改造 需求	需求 漏损	商品住房 新增需求	商品房 新增需求
2013	7.87	1.44	6.43	6.87	0.22	3.39	11.57	13.06
2014	7.77	1.74	6.03	7.08	0.36	4.69	10.52	12.06
2015	9.15	1.35	7.8	7.32	1.53	6.75	11.24	12.85
2016	9.6	1.9	7.7	7.56	2.5	5.9	13.75	15.73
2017	8.97	1.7	7.28	4.26	3.11	1.86	14.48	16.94
2018	7.86	1.2	6.66	4.36	2.13	-0.44	14.79	17.17
2019	7.6	1.09	6.5	4.47	0.54	-2.41	15.01	17.16
2020	6.85	0.5	6.35	4.56	0.36	-3.73	15.49	17.61
2021	4.8	0.12	4.68	5.3	0.28	-5.27	15.65	17.94
2022	2.59	-0.22	2.81	5.41	0.23	-3.23	11.46	13.58
2023E	4.82	-0.24	5.06	5.57	0.35	-0.04	10.78	12.22
2024E	4.60	-0.32	4.92	5.54	0.39	-0.04	10.56	11.97
2025E	4.35	-0.41	4.76	5.48	0.42	-0.03	10.29	11.67
2026E	4.09	-0.52	4.61	5.41	0.45	-0.03	9.99	11.33
2027E	3.82	-0.62	4.44	5.33	0.52	-0.03	9.70	11.01
<b>2023-2027E合计</b>	<b>21.68</b>	<b>-2.10</b>	<b>23.78</b>	<b>27.34</b>	<b>2.13</b>	<b>-0.17</b>	<b>51.32</b>	<b>58.20</b>
<b>2023-2027E平均</b>	<b>4.34</b>	<b>-0.42</b>	<b>4.76</b>	<b>5.47</b>	<b>0.43</b>	<b>-0.03</b>	<b>10.26</b>	<b>11.64</b>

资料来源: 国家统计局, 国海证券研究所

房子是大类资产配置最好的工具，可以穿越周期  
投资价值在分化，需求向主要城市群集中

未来房地产需求向35个核心城市集中



资料来源：中指院，高德地图，国海证券研究所

# 目录

- 一、怎么看当前的宏观经济？
- 二、关键词解构经济长期运行
- 三、房地产市场现状及展望
- 四、2024年宏观经济展望

新政后，新房与二手房销售短暂回温。

			新房销售面积(万平方米)				二手房销售面积(万平方米)			
城市	政策变化	变化时间	7月	8月	9月	10月	7月	8月	9月	10月
北京	认房不认贷落地	9.1	62.0	48.2	68.0	59.2	92.5	99.1	126.8	95.4
深圳	优化限购	9.11	31.4	22.3	20.9	26.1	21.1	23.4	23.6	26.8
杭州	调整限购范围	10.16	45.3	67.7	77.5	81.0	21.4	36.7	33.2	46.7
南京	部分区域取消限购	9.7	35.9	37.0	35.9	43.0	58.4	56.1	55.8	60.0
青岛	全域取消限购限售	9.11	65.3	98.5	122.3	75.7	40.9	42.9	40.9	47.0
苏州	优化限购	9.11	31.0	43.5	40.4	40.8	48.2	49.3	43.4	48.3
大连	取消限购、优化限贷	9.7	5.8	4.9	5.6	5.9	22.8	24.3	23.2	23.4
扬州	优化限贷	9.28	6.3	7.9	6.7	7.2	11.6	12.1	11.9	11.8
金华	优化限贷	10.16	9.0	14.7	45.8	15.6	8.7	10.5	13.4	8.8
总计			291.8	344.7	423.1	354.4	325.7	354.5	372.3	368.0

## 2023年6-11月样本城市二手房挂牌与成交数据（套）

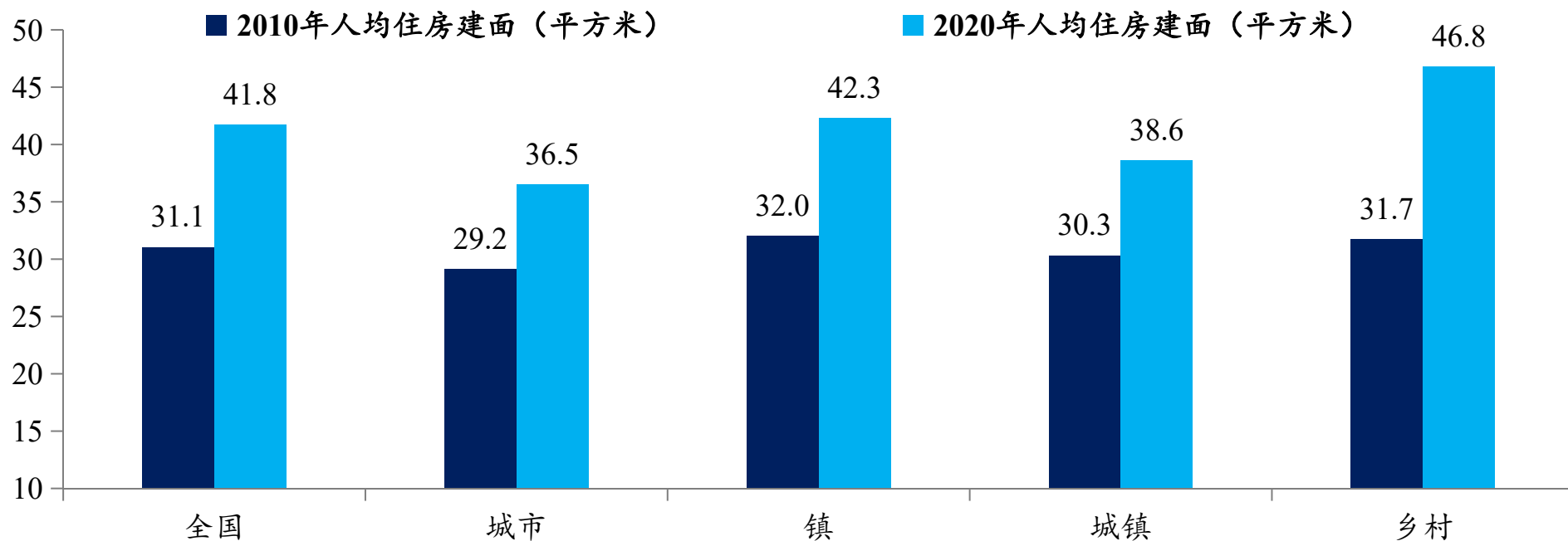
月份	北京二手房		上海二手房		深圳二手房		成都二手房		重庆二手房		郑州二手房		济南二手房	
	挂牌	成交	挂牌	成交	挂牌	成交	挂牌	成交	挂牌	成交	挂牌	成交	挂牌	成交
2023-06	119579	13446	128203	12566	34859	3096	176972	15347	193274	7782	100687	7991	64971	3126
2023-07	123895	11116	133140	14262	34408	2781	205052	13286	227183	7487	110358	7367	67674	2783
2023-08	125909	11769	132384	15351	35012	2520	206396	13005	230590	9895	114190	6430	68552	4897
2023-09	138917	15875	135194	17356	39977	2856	211653	12101	235889	9917	117313	6275	71022	5535
2023-10	143566	12057	147123	14688	42176	2856	222266	14809	239161	9457	120064	6106	72430	5161
2023-11	144365	——	148336	——	42252	——	224684	——	241364	——	121459	——	72553	——
历年成交量	新建住宅	二手住宅	新建住宅	二手住宅	新建住宅	二手住宅	新建住宅	二手住宅	新建住宅	二手住宅	新建住宅	二手住宅	新建住宅	二手住宅
2021	87429	173724	182883	251404	48826	37801	141555	131460	170033	129664	127515	38805	109864	-
2022	67146	132958	137051	143415	33875	21540	115760	132962	55217	104285	70716	34595	73739	42100
2023年1-10月	55291	129855	119729	156440	25912	26135	122794	158372	53849	91586	83333	71952	57734	40422

注：挂牌数据仅指链家外网展示房源数量，不包括非对外展示房源

资料来源：链家，一房一万，各地住建局，中指院，国海证券研究所

## 7月24日，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”

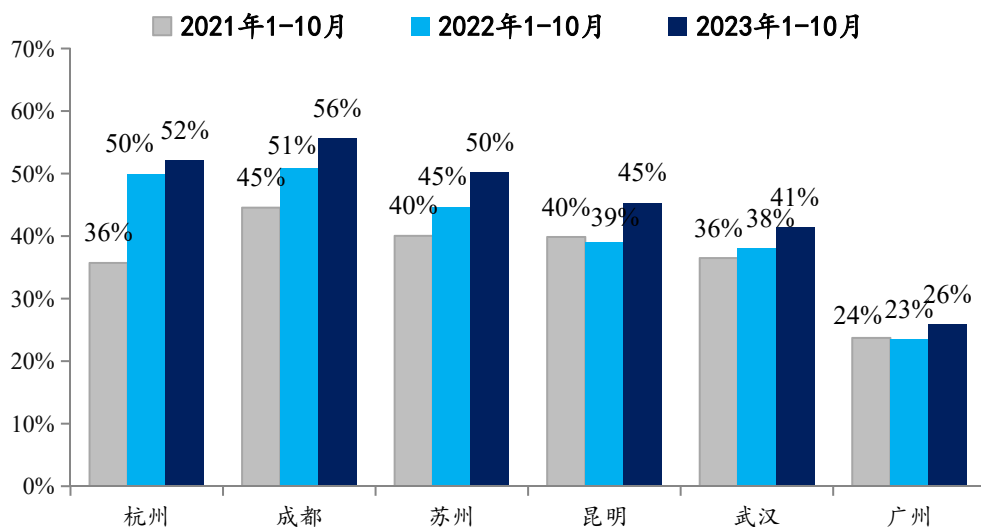
- ▶ **告别住房短缺，购房回归理性。**2020年全国城镇家庭户人均住房间数由2010年的0.9间增加至1.1间，城镇家庭户人均住房建面由2010年的30.3平方米增至38.6平方米，基本告别了住房短缺时代，市场将不再急于购置房屋。
- ▶ **刚需客户对期房存在担忧，改善客户延长了置换的周期，购房群体对市场持观望态度，导致市场销售端下滑严重。**地产行业经过一轮深度调整，房地产模式发生根本性转变，但是人们对美好生活的向往并没有发生改变，产品与服务必将迎来新一轮的迭代升级，这将带来市场供求关系的优化调整与潜在增长率的有效发挥。
- ▶ **市场需要推出性价比高、房屋配置优、户型配置合理、满足改善需求的产品，以契合供需新格局。**



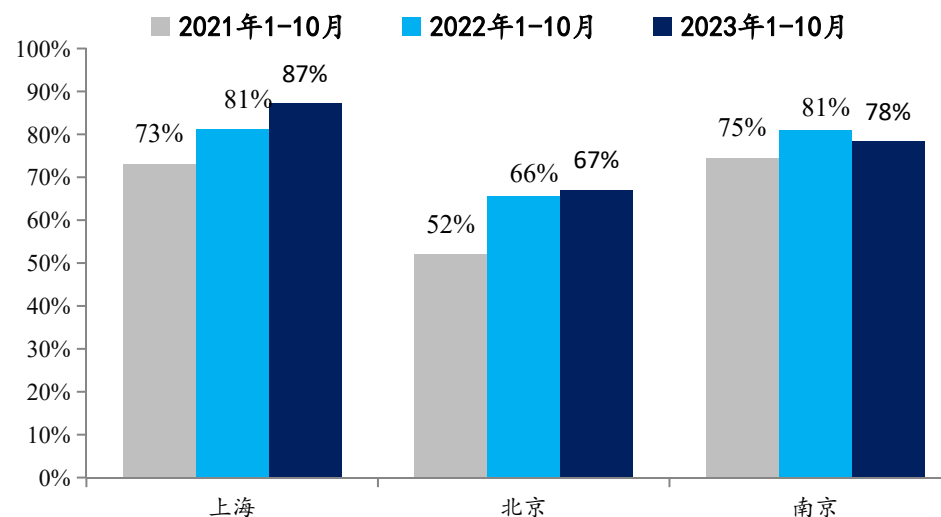
从刚需购房到改善购房，改善时代到来。从全国统计口径看，套均面积、套均金额上升，改善群体成交成为主流，2023年9月，全国商品房成交平均价格10503元/平。热点城市改善成交比例上升。2023年1-10月多城市120平方米以上改善型商品住房成交比例提高明显，杭州、苏州、成都等地涨幅领先。上海、北京、南京以功能改善客户增加为主，90-120平方米成交比例增加明显。

房地产大建设时代，以刚需客群买房“上车”为主。存量时代，购房者需求逐步向功能、品质改善转化，大户型品质住宅更受欢迎。

### 120平方米以上商品住宅成交占比



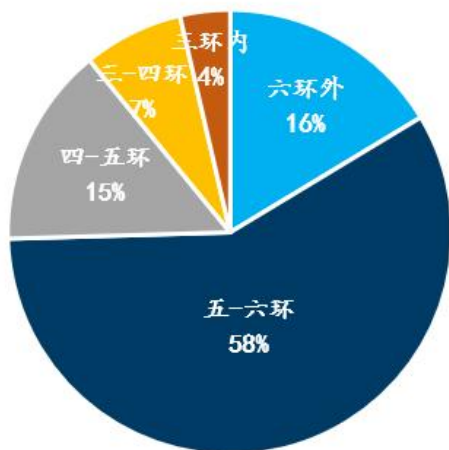
### 90平方米以上商品住宅成交占比



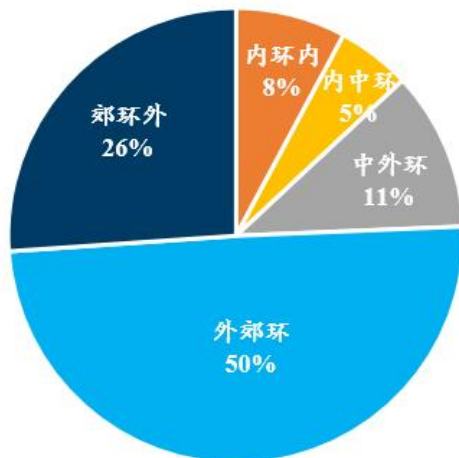
当前我国房地产市场供求关系发生重大变化，总体供需基本平衡，但分化明显。

一二线城市房地产的主要问题是核心区域土地供给不足，供地郊区化。大量购房者的购房需求、租房者的租赁意愿回归城市核心区，造成了大城市住房供需错配的矛盾。

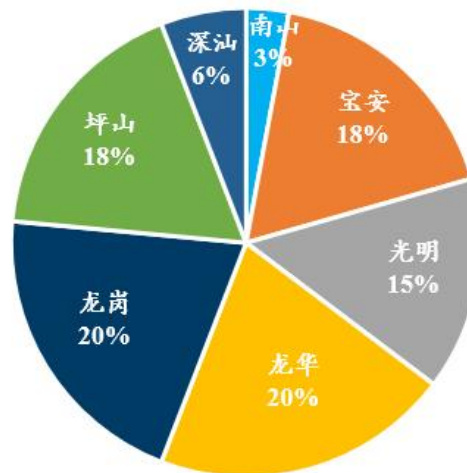
2022年北京供地区位分布



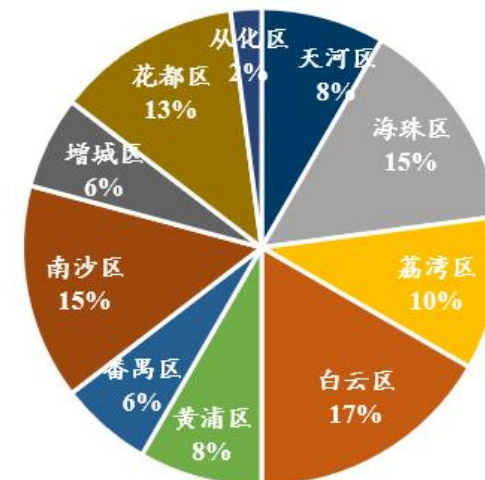
2022年上海供地区位分布



2022年深圳供地区位分布

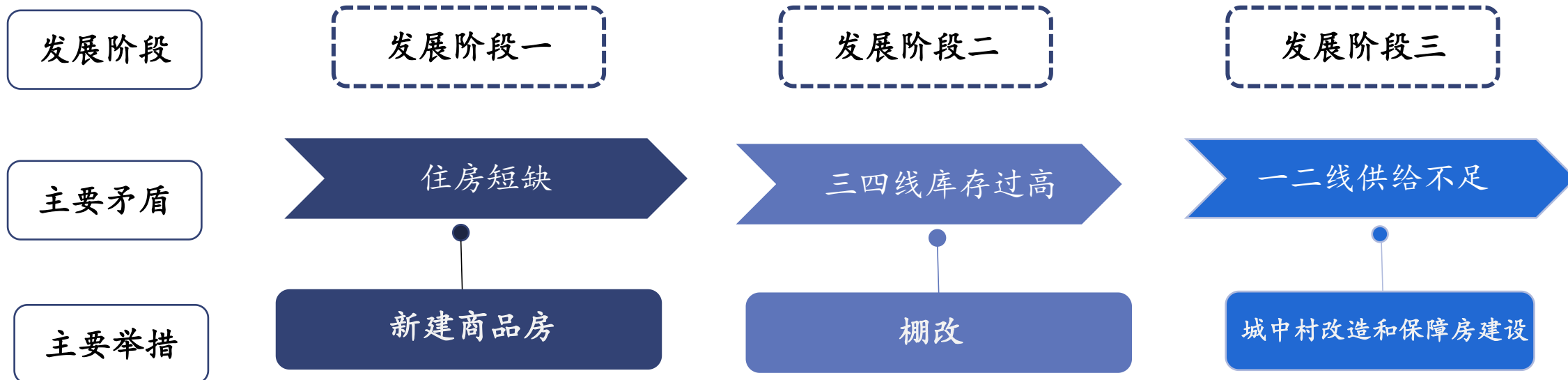


2022年广州供地区位分布



## 影响三四线需求的三大核心因素

- 1、房企爆雷引发居民对期房交付的担忧。**2021年以来，多个大型房企陆续爆雷，尤其上一轮周期，恒大、碧桂园等重仓三四线，由此带来的保交楼压力相对较大，居民对期房项目烂尾的担忧，观望情绪浓厚，导致新房销售的快速下滑。
- 2、棚改货币化安置退出影响市场需求。**棚改货币化安置是过去几年支撑三四线城市房市繁荣的最大政策变量，2016、2017年，三四线通过棚改货币化去库存2.5、3.1亿平，占销售面积的16%、18%。2018下半年开始调整棚改政策，货币化安置政策收紧，大幅降低了三四线房地产市场的实际购买力和市场热度。
- 3、返乡置业需求下降。**经济承压、失业率上升，之前在高能级城市打工，回老家安家置业的“X漂族”职业不安全感上升，预防性储蓄增加；叠加房价涨幅下行，“买涨不买跌”心理加重观望情绪。



全国住房短缺局面基本解决。商品房销售面积由1998年的1.2亿平方米增长到2014年的12.06亿平方米。

2014年-2020年棚户区改造实际开工共3447万套，货币化安置比例最高达60%，有力拉动三四线城市商品房销售。

一二线城市房地产的主要问题是核心区域住房供给不足。

本次城中村改造通过整理盘活核心区域中的城中村土地，在核心区位增加土地供给，达到平衡供需结构的目的。

在大城市规划建设保障性住房，加大保障性住房建设和供给，加快解决工薪收入群体住房困难。

## 中长期

“三大工程”：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。

升级版的棚改

升级版的基建

升级版的保障房

高质量发展

## 短期

短期调控交给地方政府，根据市场情况按其节奏进行有效调控。

在超大特大城市积极稳步推进城中村改造是以习近平同志为核心的党中央站在中国式现代化战略全局高度作出的具有重大而深远意义的工作部署。积极稳步推进城中村改造有利于**消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构**。从客观实际看，现阶段推进城中村改造困难大、矛盾多、情况复杂，要坚持问题导向和目标导向，以新思路新方式破解城中村改造中**账怎么算、钱怎么用、地怎么征、人和产业怎么安置**等难题，探索出一条新形势下城中村改造的新路子。

城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，要从实际出发，采取**拆除新建、整治提升、拆整结合**等不同方式分类改造。实行**改造资金和规划指标全市统筹、土地资源区域统筹**，促进资金综合平衡、动态平衡。必须实行净地出让。坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式。建设好配套公共基础设施，做好历史文化遗产保护。相关部门要抓紧完善政策体系，相关城市政府要切实履行主体责任，加强领导力量，健全工作机制，推动城中村改造工作取得实效。

——7月28日，何立峰

在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议讲话

本轮城中村改造率先从超大特大城市启动，包括7个城区常住人口超过1000万的超大城市和14个城区常住人口在500-1000万的特大城市。

21个超大特大城市七普统计的常住总人口达2.9亿，2021年商品房销售面积、销售金额、房地产投资、土地出让金占全国比重分别为22.1%、37.7%、37.5%、34.4%，2022年GDP总量是全国的32%。

如果加上14个城区常住人口在300-500万的I型大城市，35城常住总人口达4亿，2021年商品房销售面积、销售金额、房地产投资、土地出让金分别占全国的32.8%、50.3%、50.3%、48.4%，2022年GDP总量是全国的43.3%。

项目	21城	35城
人口	2.9亿	4亿
GDP占比	32.0%	43.3%
商品房销售面积占比	22.1%	32.8%
商品房销售金额占比	37.7%	50.3%
房地产投资占比	37.5%	50.3%
土地出让金占比	34.4%	48.4%

资料来源：国家统计局，国海证券研究所 注：人口是七普数据；GDP数据口径是2022年；常住人口数据口径是2021年。



新建商品房  
销售和投資



为拆迁户提供的安置商品房、货币化安置的业主非定向再置业、改造地块腾退后供应的新建商品房、腾退后新增保障性住房。

住房租賃  
消費



供給端有村民将富余的安置房出租，需求侧有异地安置期间村民阶段性过渡租賃和原有租戶再租賃。

房地產相關  
產業鏈



帶動建築業、機械工業、電器機械、電子及通信設備製造業等房地產上下游產業。

配套基礎設  
施建設



教育、醫療等公共服務設施，公共交通、水電氣熱、污水垃圾處理等城市基礎設施。

# 城中村改造拉动内需规模测算

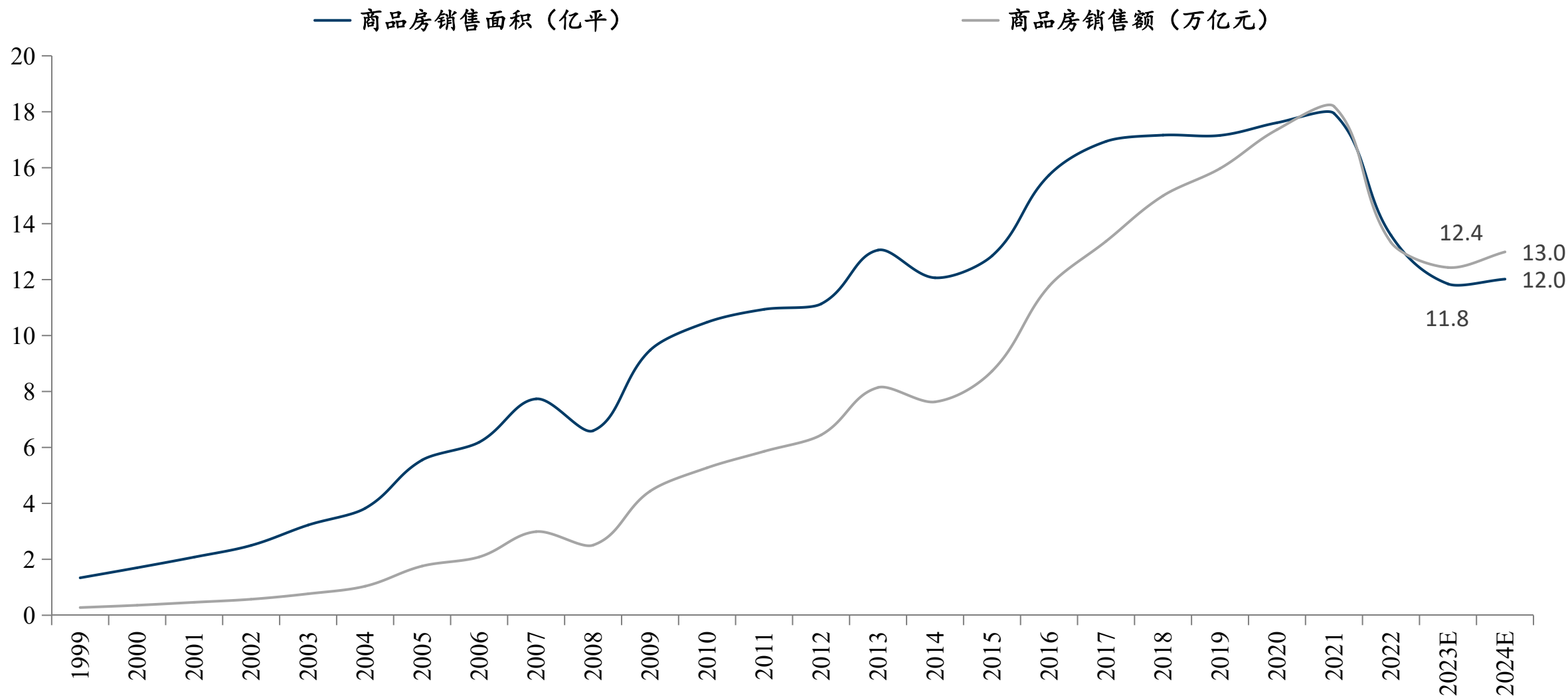
项目		测算值											
城市城中村/自建住房家庭户假定比例		60%											
35城城中村业主人数（万人）		1016.2											
35城城中村总建筑面积（万平）		76819.6											
35城	拉动商品住宅销售（万平）				拉动固定资产投资（亿元）		其中，拉动房地产投资（亿元）				其中，拉动配套基建投资（亿元）		
	乐观假设	占全国商品住宅需求规模比重	谨慎假设	占全国商品住宅需求规模比重	乐观假设	谨慎假设	乐观假设	占全国房地产投资比重	谨慎假设	占全国房地产投资比重	乐观假设	谨慎假设	
2023E	14379.3	12.2%	4153.6	3.5%	3431.2	2207.3	2668.7	2.3%	1716.8	1.5%	762.5	490.5	
2024E	28758.6	24.5%	8307.3	7.1%	24388.5	9477.2	18968.9	15.5%	7371.1	6.0%	5419.7	2106.0	
2025E	43137.8	36.8%	12460.9	10.6%	44511.3	16506.0	34619.9	27.0%	12838.0	10.0%	9891.4	3668.0	
2026E	35948.2	33.1%	10384.1	9.6%	48220.4	16969.3	37504.7	30.2%	13198.4	10.6%	10715.6	3771.0	
2027E	21568.9	20.0%	6230.5	5.8%	34774.2	11869.2	27046.6	21.0%	9231.6	7.2%	7727.6	2637.6	
2023-2027E合计		143792.8	25.3%	41536.4	7.3%	155325.7	57028.9	120808.9	19.5%	44355.8	7.2%	34516.8	12673.1
<p><b>城中村业主总人数</b>=各城市自建住房家庭户数/普查比例*城中村户数比重*平均家庭规模，其中，假设城中村户数比重为60%</p> <p><b>城中村总建面</b>=城中村业主人数*城中村业主人均住房建面。由于七普住房来源的“自建住房”统计口径中不含租户，故假定一线城市城中村业主人均住房建面是城市平均水平的5倍（深圳租户占比更高，假定为6倍）、其余城市是2倍。其中，南宁市城中村占比较高，假定城中村业主人均住房建面与城市人均住房建面相同。</p>													
<p><b>乐观情形假设：</b>（1）城中村改造中拆除比例为50%；（2）70%拆迁户为异地安置（房票安置）、30%为货币化安置。其中，异地安置按人均60平方米补偿，货币化安置的商品房购买率按照70%、购买面积按人均40平方米计算；（3）改造地块新建商品房容积率为原城中村的3倍；（4）2023-2027年为假定平均改造周期，每年改造面积占全部城中村建筑面积的比重分别为10%、20%、30%、25%、15%。</p>													
<p><b>谨慎情形假设：</b>（1）城中村改造中拆除比例为20%；（2）70%拆迁户为异地安置（房票安置）、30%为货币化安置。其中，异地安置按人均60平方米补偿，货币化安置的商品房购买率按照70%、购买面积按人均40平方米计算；（3）改造地块新建商品房容积率为原城中村的2倍；（4）2023-2027年为假定平均改造周期，每年改造面积占全部城中村建筑面积的比重分别为10%、20%、30%、25%、15%。</p>													
<p><b>拉动商品住宅销售面积</b>=异地安置建筑面积+货币化安置居民购买商品住房销售面积+改造地块新建商品房销售面积=城中村业主人人口数*拆迁比重*(1-货币化安置比例)*人均补偿面积+城中村业主人人口数*拆迁比重*货币化安置比例*商品房购买率*人均购买商品住房建筑面积+城中村总建筑面积*拆除比重*改造地块新建商品房容积率倍数。</p>													
<p><b>拉动房地产建安投资</b>=安置房建安投资+货币化安置居民购买商品住房建安投资+改造地块新建商品房建安投资+整治提升部分建安投资=异地安置房施工面积*建安成本5000+商品房施工面积*建安成本5000+改造地块新建商品房施工面积*建安成本5000+改造地块整治建面*建安成本2000。其中，假设安置房和商品房建设从新开工到竣工的施工周期是2年，即当年安置房和商品房施工面积=上一年新开工面积+本年度新开工面积，同时，假定安置房和改造地块上新建商品房第一年新开工面积中30%在施工；整治部分当年新开工到竣工施工周期为1年。</p>													
<p><b>拉动固定资产投资</b>=拉动房地产投资+配套基础设施建设投资，其中，房地产投资和配套基建投资比例按《保障性安居工程配套基础设施建设2016年中央预算内投资分配办法》推算出来的比例大致为7：2。</p>													
<p>35城城中村改造拉动住宅销量和房地产投资规模分别按房地产销售面积和房地产投资比例推算。</p>													

规划建设保障性住房是以习近平同志为核心的党中央站在促进实现共同富裕和中国式现代化战略全局高度作出的重大工作部署，有利于缓解大城市住房矛盾、有力有序有效推进房地产转型和高质量发展、更好拉动投资消费、促进宏观经济持续向好。从当前形势看，建设保障性住房面临的困难较多，要坚持问题导向和目标导向，运用改革创新的办法着力解决好建多少、怎么建、资金怎么平衡、怎么配售、怎么管理等一系列重点问题，确保善做善成、实现可持续发展，更好满足人民群众“住有所居”的愿望。

保障性住房建设是艰巨复杂的系统性工程，要坚持规划先行、谋定后动，扎实做好前期工作、严格项目管理和成本控制，综合考虑市场形势，合理把握建设节奏。要建立公平公正的配售机制，加强监督审计，重点针对住房有困难且收入不高的工薪收入群体及政府引进人才，按保本微利原则配售。保障性住房要实施严格封闭管理，不得上市交易。相关部门要抓紧完善政策体系，各地要加强领导力量，抓好组织实施，强化项目建设全链条监管，确保保障性住房建设取得预期成效。

——9月4日，何立峰

在规划建设保障性住房工作部署电视电话会议上的讲话



2022年35城土地出让金占比超50%

35城最核心，其他“长尾”

	2021年			2022年	
	商品房销售面积 (万平方米)	商品房销售额 (亿元)	房地产开发投资额 (亿元)	土地出让金 (亿元)	GDP (亿元)
全国	179433	181930	147602	55428	1210207
35城	58910	91536	74214	28187	523508
35城占比	32.8%	50.3%	50.3%	50.9%	43.3%

资料来源：国家统计局，中指院，国海证券研究所

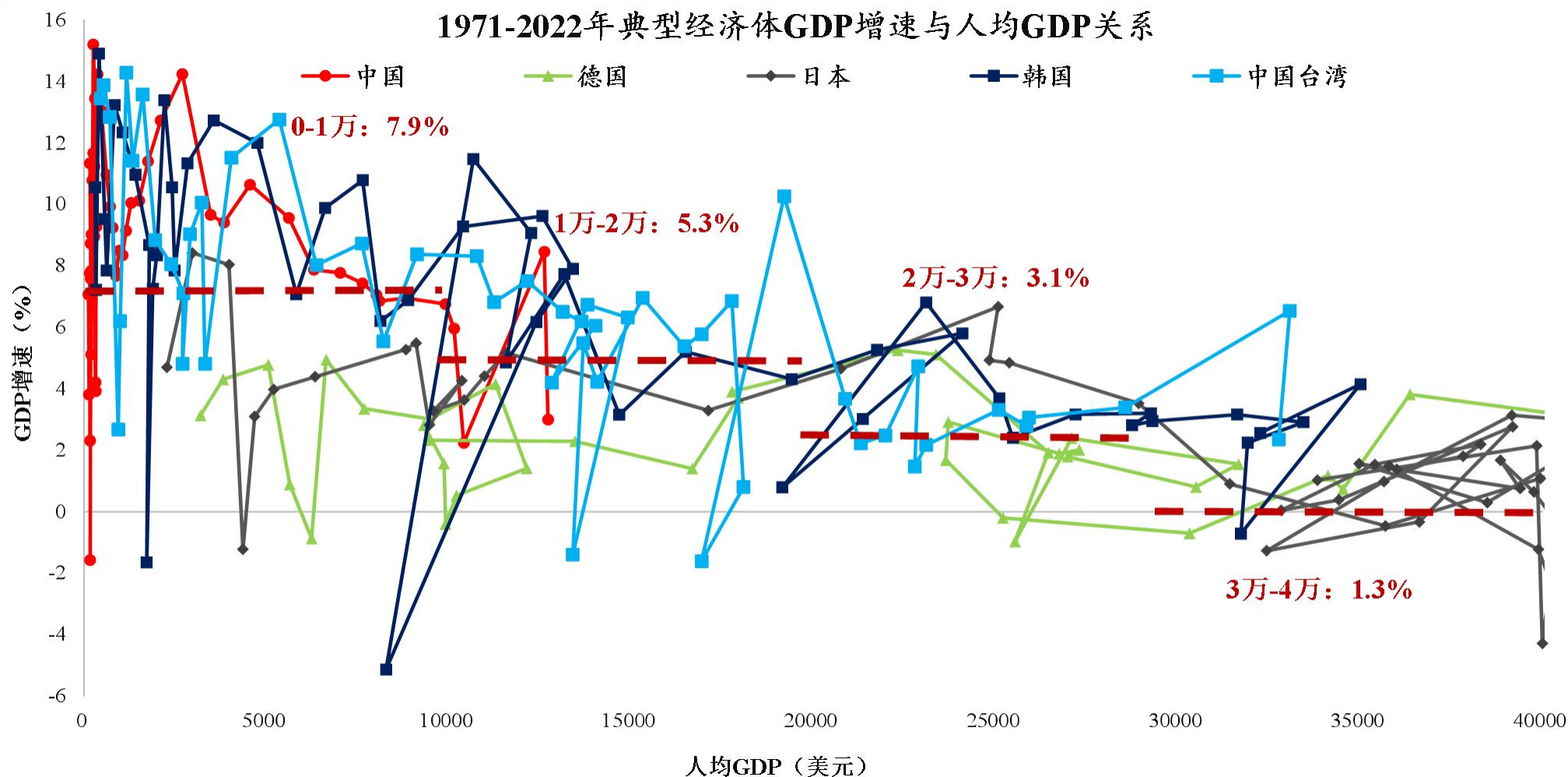
备注：商品房销售数据，2022年城市数据缺失严重，故采用2021年口径；全国及35城土地出让金为中指院“土地成交价款”口径。

# 目录

- 一、怎么看当前的宏观经济？
- 二、关键词解构经济长期运行
- 三、房地产市场现状及展望
- 四、2024年宏观经济展望

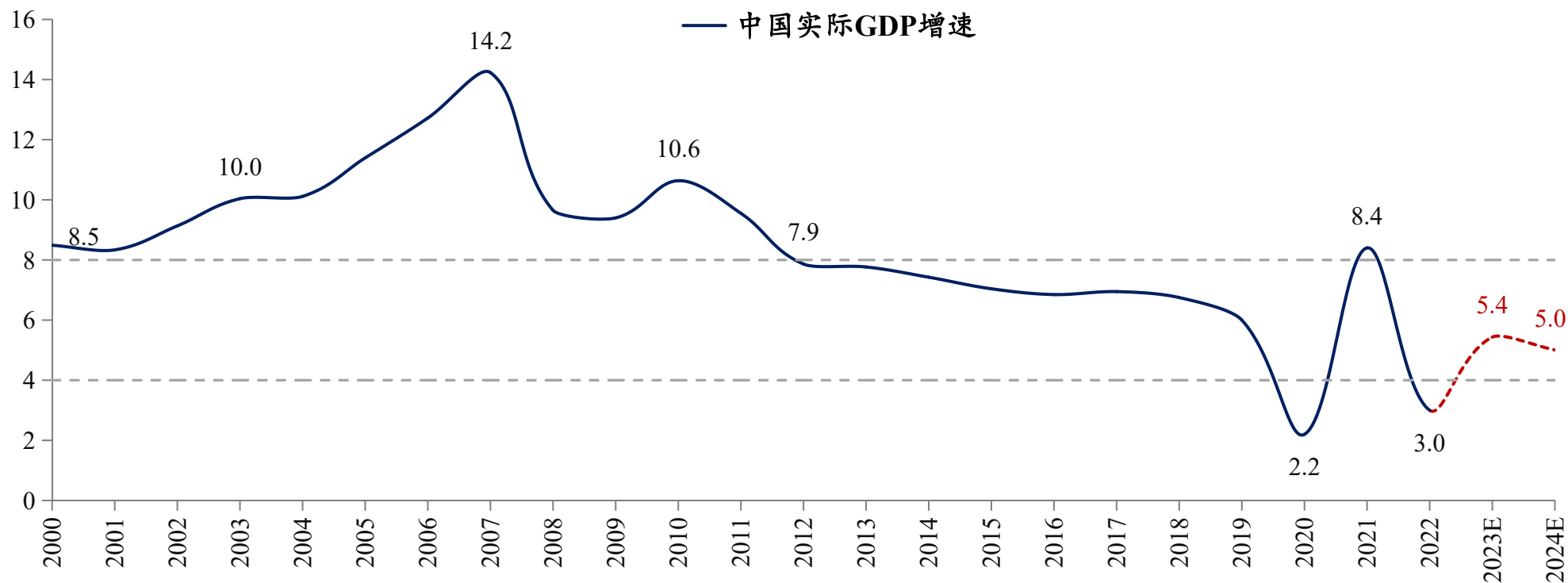
当人均GDP达到1万美元左右时，与我国经济结构相近的德韩都出现了经济增速换挡。

2019年中国人均GDP正式迈入1万美元关口，2022年达1.27万美元。



2007年以来，经济增速换挡，从高速增长转换为中高速增长，进入经济新常态。

### 中国GDP增速变动趋势



资料来源：wind，国海证券研究所；单位：%

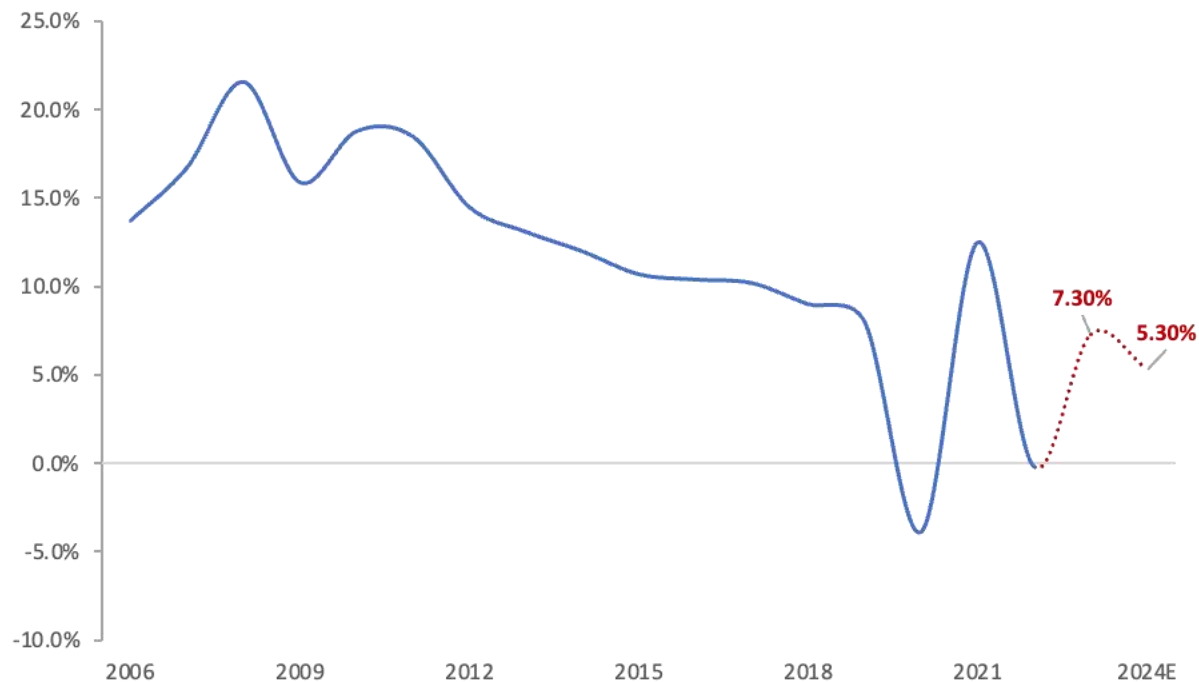
中国2024年主要经济数据展望

时间	GDP现价 (万亿元)	GDP增速	固定资产投资 同比	制造业投资 同比	房地产开发投资 同比	基建投资 同比	社会消费品零售总额 同比	出口额(人民币) 同比	进口额(人民币) 同比
2014	64.4	7.4%	15.7%	13.5%	10.5%	21.5%	12.0%	4.9%	-0.6%
2015	68.9	7.0%	10.0%	8.1%	1.0%	17.2%	10.7%	-1.9%	-13.2%
2016	74.6	6.8%	8.1%	4.2%	6.9%	17.4%	10.4%	-1.9%	0.6%
2017	83.2	6.9%	7.2%	4.8%	7.0%	19.0%	10.2%	10.8%	18.9%
2018	91.9	6.7%	5.9%	9.5%	9.5%	3.8%	9.0%	7.1%	12.9%
2019	98.7	6.0%	5.4%	3.1%	9.9%	3.8%	8.0%	5.0%	1.7%
2020	101.4	2.2%	2.9%	-2.2%	7.0%	0.9%	-3.9%	4.0%	-0.2%
2021	114.9	8.4%	4.9%	13.5%	4.4%	0.4%	12.5%	19.5%	21.1%
2022	121.0	3.0%	5.1%	9.1%	-10.0%	9.4%	-0.2%	10.3%	4.2%
2023E	127.5	5.4%	3.8%	6.5%	-9.7%	10.0%	7.3%	0.5%	0.5%
2024E	135.5	5.0%	6.8%	7.0%	1.1%	8.5%	5.3%	3.0%	1.0%

资料来源：国家统计局，海关总署，国海证券研究所

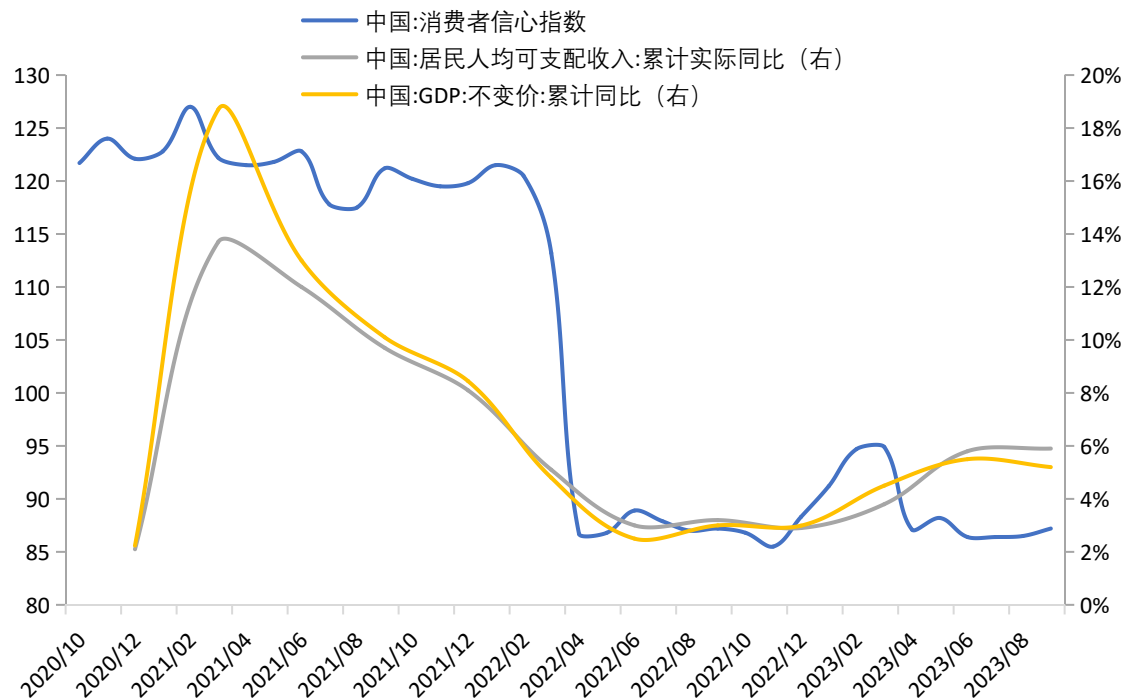
预计2024年我国社会消费品零售总额同比增长5.3%，消费增长动力主要来源：一是宏观经济持续恢复，居民收入改善，消费预期好转。我国居民人均可支配收入增速基本与经济增速相匹配，预计2024年随着财产性收入边际好转、物价及工资性收入持续增长，居民收入预期将有所改善。目前我国消费者信心指数偏低，明年仍有较大提升空间，促进储蓄向消费转化。二是促消费政策出台，有力支持新能源汽车、绿色消费等新领域消费。

### 中国2024年社会消费品零售总额增速



资料来源：wind，国海证券研究所

### 消费信心有较大提升空间



资料来源：wind，国海证券研究所

# 预计2024年固定资产投资增长6.8%

预计明年制造业投资增长7.0%。今年8月以来，制造业投资增速探底回升，前十个月累计同比增长6.2%，比全部固定资产投资高3.3个百分点。民间投资降幅也连续两个月收窄，信心在不断修复。

预计明年基建投资增长8.5%。10月底，中央财政决定增发国债1万亿元，预计今年赤字率提高到3.8%左右，打破了3%的赤字率束缚，明年财政有望继续积极发力。“三大工程”之一的“平急两用”在超大特大城市推进，也有助于扩大基建投资。

预计明年房地产开发投资增长1.1%。城中村改造、保障房建设是明年房地产的核心变量因素，叠加政策持续调整优化和低基数效应等积极因素，房地产投资有望企稳回升。

## 2024年固定资产投资预测

时间	固定资产投资 同比	制造业投资 同比	房地产开发投资 同比	基建投资 同比
2014	15.7%	13.5%	10.5%	21.5%
2015	10.0%	8.1%	1.0%	17.2%
2016	8.1%	4.2%	6.9%	17.4%
2017	7.2%	4.8%	7.0%	19.0%
2018	5.9%	9.5%	9.5%	3.8%
2019	5.4%	3.1%	9.9%	3.8%
2020	2.9%	-2.2%	7.0%	0.9%
2021	4.9%	13.5%	4.4%	0.4%
2022	5.1%	9.1%	-10.0%	9.4%
2023E	3.8%	6.5%	-9.7%	10.0%
2024E	6.8%	7.0%	1.1%	8.5%

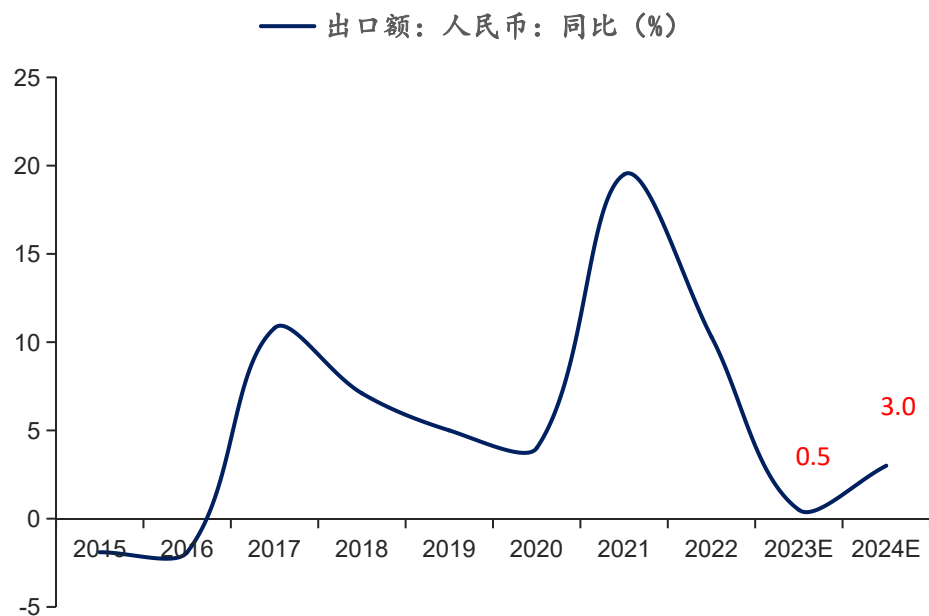
# 预计明年房地产市场企稳

时间	房地产开发投资 (亿元)	房地产开发投资 同比	房屋新开工面积 (万平)	房屋新开工面积 同比 (%)	商品房销售面积 (万平)	商品房销售面积 同比	商品房销售额 (亿元)	商品房销售额 同比
1999	4010	11.0%	21633	15.2%	13381	25.2%	2746	28.1%
2000	4902	19.5%	28259	30.6%	16984	26.9%	3572	30.1%
2001	6245	25.3%	35946	27.2%	20779	22.3%	4626	29.4%
2002	7736	22.0%	42260	17.6%	24969	20.2%	5721	23.7%
2003	10106	29.7%	54319	28.5%	32247	29.1%	7671	34.1%
2004	13158	28.1%	60414	10.4%	38232	13.7%	10376	30.0%
2005	15909	20.9%	68064	10.6%	55486	15.7%	17576	30.0%
2006	19423	22.1%	79253	15.1%	61857	12.2%	20826	18.5%
2007	25289	30.2%	95402	19.4%	77355	23.2%	29889	42.1%
2008	31203	23.4%	102553	2.3%	65970	-19.7%	25068	-19.5%
2009	36242	16.1%	116422	12.5%	94755	43.6%	44355	75.5%
2010	48259	33.2%	163647	40.7%	104765	10.1%	52721	18.3%
2011	61797	27.9%	191237	16.2%	109367	4.9%	58589	12.1%
2012	71804	16.2%	177334	-7.3%	111304	1.8%	64456	10.0%
2013	86013	19.8%	201208	13.5%	130551	17.3%	81428	26.3%
2014	95036	10.5%	179592	-10.7%	120649	-7.6%	76292	-6.3%
2015	95979	1.0%	154454	-14.0%	128495	6.5%	87281	14.4%
2016	102581	6.9%	166928	8.1%	157349	22.5%	117627	34.8%
2017	109799	7.0%	178654	7.0%	169408	7.7%	133701	13.7%
2018	120264	9.5%	209342	17.2%	171654	1.3%	149973	12.2%
2019	132194	9.9%	227154	8.5%	171558	-0.1%	159725	6.5%
2020	141443	7.0%	224433	-1.2%	176086	2.6%	173613	8.7%
2021	147602	4.4%	198895	-11.4%	179433	1.9%	181930	4.8%
2022	132895	-10.0%	120587	-39.4%	135837	-24.3%	133308	-26.7%
2023E	118107	-9.7%	94872	-20.8%	118469	-6.0%	124334	-0.9%
2024E	119357	1.1%	95486	0.6%	120170	1.4%	129902	4.5%

预计明年出口额增长**3.0%**。增长动力来源：国别方面，中美贸易关系历经多次会谈后有望回稳向好；美国进一步加息空间有限；我国与共建“一带一路”国家贸易稳定增长。产品方面，以电动载人汽车、锂电池和太阳能电池为代表的“新三样”出口快速增长，构成我国供给优势。

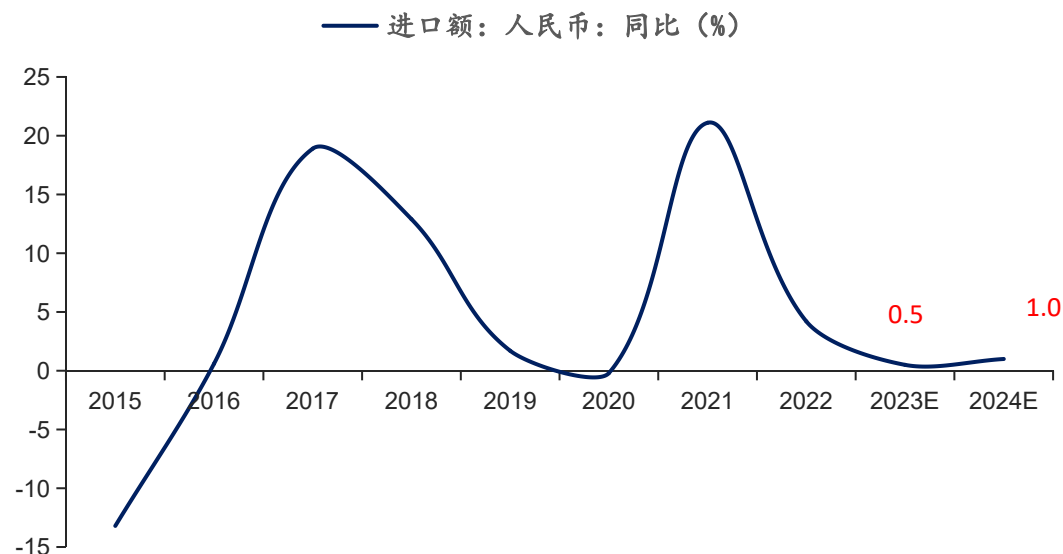
预计明年进口额增长**1.0%**。增长动力来源：我国国内需求正不断释放，今年一、二、三季度进口规模逐季扩大，内需仍在不断恢复。国别上，自拉美、东盟、欧盟进口均已连续两个季度环比增长，形成支撑点。

### 中国2024年出口额增速预测



资料来源：海关总署，国海证券研究所

### 中国2024年进口额增速预测



资料来源：海关总署，国海证券研究所

- (1) 经济下行风险。**各经济体央行为抗击通胀而上调利率以及俄乌冲突将继续为全球经济活动带来压力，外需不足、消费提振存在不确定性，我国经济存在下行压力。
- (2) 世界经济超预期衰退。**全球发达经济体经济放缓，叠加俄乌冲突仍在继续、重要经济体通胀仍高，世界经济发展存在下行压力。
- (3) 地缘政治风险存在不确定性。**俄乌冲突已持续了一年多时间，美国、欧盟等经济体参与其中，世界格局演变存在不确定性。
- (4) 国际经验适用性风险。**中国与国际市场并不具有完全可比性，相关数据仅供参考。
- (5) 产业政策不确定性风险。**产业政策对经济结构影响较大，会显著影响各个经济主体行为。

## 政策研究小组介绍

夏磊，国海证券首席经济学家。

## 分析师承诺

夏磊，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R2，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 政策&地产研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号  
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597