

# 研究報告

歡迎掃碼關注  
工銀亞洲研究



中國工商銀行（亞洲）

東南亞研究中心

李盧霞 蘭瀾 曹鳳文 王靖斐

## 2024 年中國經濟有望實現 “駝峰型”增長

### 閱讀摘要

2024 年中國經濟（如無特殊說明，本文中國數據口徑均為中國內地）將延續復蘇，預計全年 GDP 增長 5.0%，增長路徑大概率呈現“駝峰型”，二三季度增速略高於一四季度。分部門來看：

固定資產投資增速在積極財政政策持續支持下預計明顯提升（2024F:6.5%，2023F:3.3%），是拉動經濟增長的重要動力，其中：製造業投資繼續轉暖（2024F:7.0%，2023:6.2%）；房地產市場整體企穩；專項債發行持續提振基建投資（2024F:8.5%，2023F:8.0%）超過 2023 年增速水平。

社會消費品零售預期溫和回暖（2024F:5.8%，2022-2023 平均增速 F:3.7%）。商品零售、除汽車以外的其他消費品預期延續 2023 年的增速趨勢，餐飲收入在疫情期間的基數效應逐漸消退後可能有所下降。從影響消費的因素來看，疫情期間積累的消費意願延後釋放較為充分，但消費意願距離高位水平依然有較大增長空間。量化分析結果表明，2023 年社會消費品零售總額的變化中約有 56.3% 與消費意願的變動相關，另外 37.4% 的變化與居民可支配收入的變動相關。

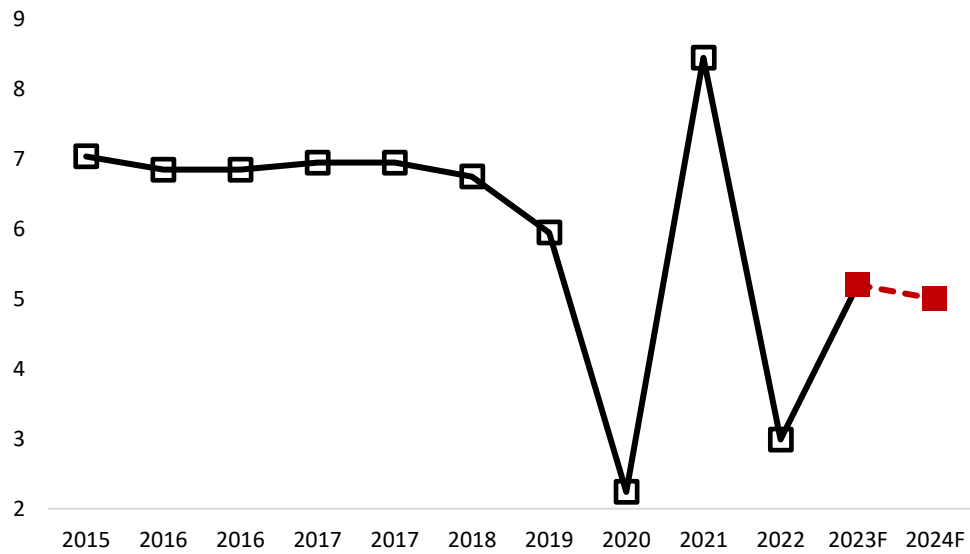
出口增速有望轉正、結構預計延續多元轉型。隨著全球價值鏈(global value chain, GVC) 的持續修復，以及主要經濟體進入新一輪補庫週期，2024 年中國出口增速有望轉正（2024F:1.8%，2023F:-4.0%）。“一帶一路”沿線國家以及新興市場對出口增長的貢獻有望延續上升。基於中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心“一帶一路”系列研究，預計 2024 年製造型國家（韓國、越南、馬來西亞等）及服務型國家（新加坡、泰國、盧森堡等）與中國的貿易增速有較大提升空間。比較看，半導體產品週期處於較高位，預期 2024 年高新技術產品貿易增速表現較強。

# 2024 年中國經濟有望實現“駝峰型”增長

## 一、2024 年中國經濟預計增長 5.0%

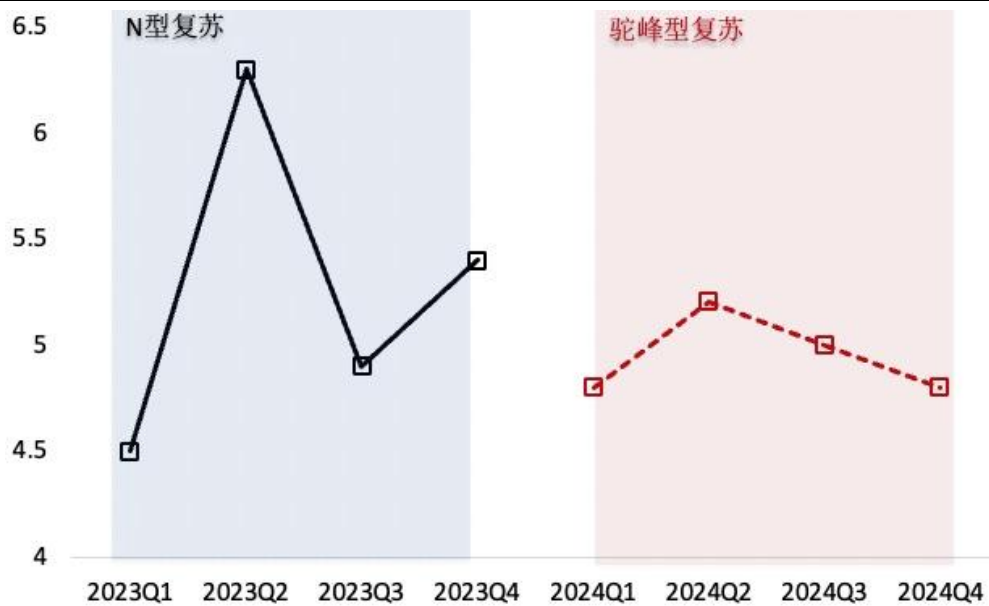
2023 年中國經濟呈溫和復蘇態勢，據目前數據預期全年 GDP 增速為 5.2% 左右，超出年初經濟增長目標（5%）。全年經濟復蘇呈現兩個顯著特徵，**特徵一：增長路徑與政策週期同步性高，整體呈“N 型”復蘇態勢。**1-4 季度 GDP 增速分別為：4.5%、6.3%、4.9%、5.4%（F）。其中二季度增速偏高得益於疫後服務性消費強勁反彈驅動，四季度高增長部分由於基數效應，部分則受到二三季度政策效應滯後顯現的影響。**復蘇特徵二：各部門表現差異化較明顯。消費為重要拉動項**（2023F:7.6%），投資受到房地產拖累增速偏低（2023F:3.3%），進出口在全球貿易放緩大背景下壓力較大（進口 2023F: -5.2%，出口 2023F: -4.0%）。根據中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心預測模型，**2024 年中國經濟將持續復蘇，年度 GDP 增長 5.0%，1-4 季度 GDP 同比增速預測值分別為 4.8%、5.2%、5.0%、4.8%，增長路徑預期較為穩定，**大概率呈現“駝峰型”增長（見圖表 1-3）。

圖表 1：2024 年中國內地 GDP 同比增速預測



數據來源：Wind、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 2：2024 年中國內地經濟復蘇呈現“駝峰型”路徑



數據來源：Wind、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 3：2024 年中國經濟重要指標預測值

指標	2024F	2023F	2022	2021	2020
GDP (%)	5.0	5.2	3.0	8.1	2.2
固定資產投資 (%)	6.5	3.3	5.1	4.9	2.9
固定資產投資：製造業 (%)	7.0	6.2	9.1	13.5	-2.2
固定資產投資：基礎設施建設 (%)	8.5	8.0	9.4	0.4	0.9
社會消費品零售 (%)	5.8	7.6	-0.2	12.5	-3.9
進口 (%)	2.8	-5.2	0.74	30.1	-1.1
出口 (%)	1.8	-4.0	5.58	29.9	3.6

數據來源：Wind、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

分部門來看：

1. 2024 年固定資產投資增速在積極財政政策持續支持下有望明顯提升（2024F:6.5%，2023F:3.3%），是拉動經濟增長的重要動力。其中，製造業投資增速有望繼續提升（2024F:7.0%，2023:6.2%）。從週期因素來看，庫存週期已接近底部，反彈空間較大；從結構因素來看，高技術製造業對整體產業鏈的溢出效應將發揮重要作用。前期積極地產政策效應滯後顯現、疊加穩健的貨幣政策、購房政策、房企“三支箭”政策提振，預期 2024 年地產投資將整體企穩，樂觀情形下商品房銷售面積、銷售額增速等指標有望重回正增長區間。預期 2024 年新增地方專項債額度繼續擴容（2024F:4 萬億，2023:3.8 萬億），進一步推動基建投資（2024F:8.5%，2023F:8.0%）超 2023 年增速。

圖表 4：固定資產投資：在 GDP 增速中的貢獻

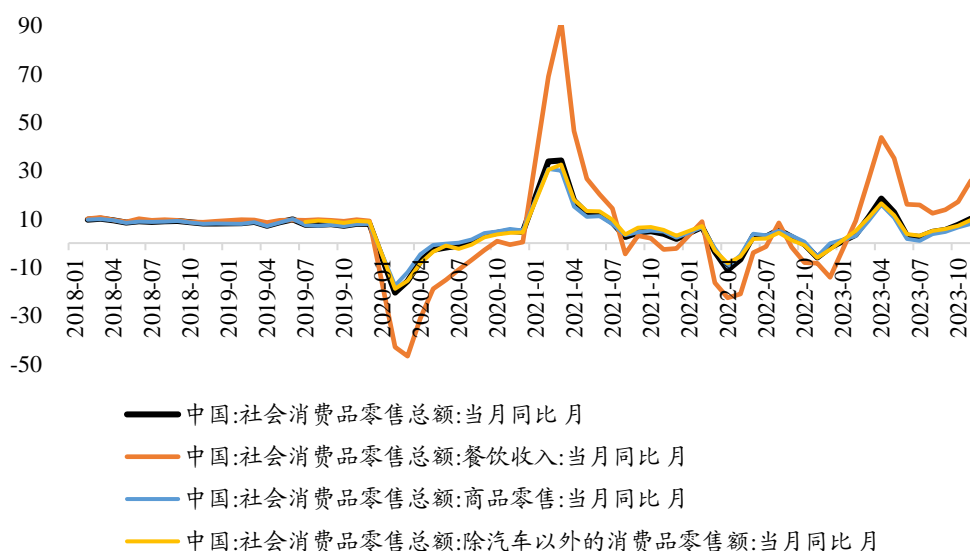


數據來源：Wind、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

2. 預期 2024 年社會消費品零售與 2022、2023 兩年平均增速相比上升 2.1 個百分點左右（2024F:5.8%，2022-2023 平均增速 F:3.7%）。從消費結構來看，商品零售、除汽車以外的其他消費品預期延續 2023 年的增速趨勢，2024 全年保持在 5%-6% 左右。餐飲收入在疫情期間的基數效應逐漸消退後，預期增速從高位有所下落，但依然可維持在 10% 左右。從影響消費的因素來看，疫情期間積累的消費意願延後釋放較為充分。消費者信心指數與社會消費品零售總額的落差在 2022 年一季度之後逐漸彌合，2023 年消費意願與社零幾乎同步變動。但消費意願距離其高位依然有較大增長空間。消費者信心指數(消費意願)自 2022 年以來從高位下落約 15.4%（2021:109.22；2022:92.43，2023:90.45）。2023 年城鎮居民人均可支配收入增速（累計同比）比 2022 年有所上升，但

比起 2021 年三季度依然偏低（2023Q3:5.2%，2022Q3:4.3%，2021Q3:9.5%）。根據方差分解分析，2023 年社會消費品零售總額的變化中約有 56.3%與消費意願的變動相關，另外 37.4%的變化與居民可支配收入的變動相關。中長期來看，中國消費正處於增速轉換和結構調整期，從以城鎮化和地產市場快速發展帶動的耐用消費品驅動，逐步轉向消費升級帶動的商品和服務消費驅動，一段時間內整體消費將呈現增速趨緩、結構優化的特徵。消費增速趨緩可能成為中國經濟增長引擎進一步向消費轉型所面臨的階段挑戰，社保體系持續優化等制度紅利有望成為收入增速等傳統變量之外提升消費意願的新型驅動因素（見圖表 5-6）。

圖表 5：居民消費的結構特徵



數據來源：Wind、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 6：疫情期間積累的消费意願已接近完全釋放，但距離其高位仍有較大空間



數據來源：Wind、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

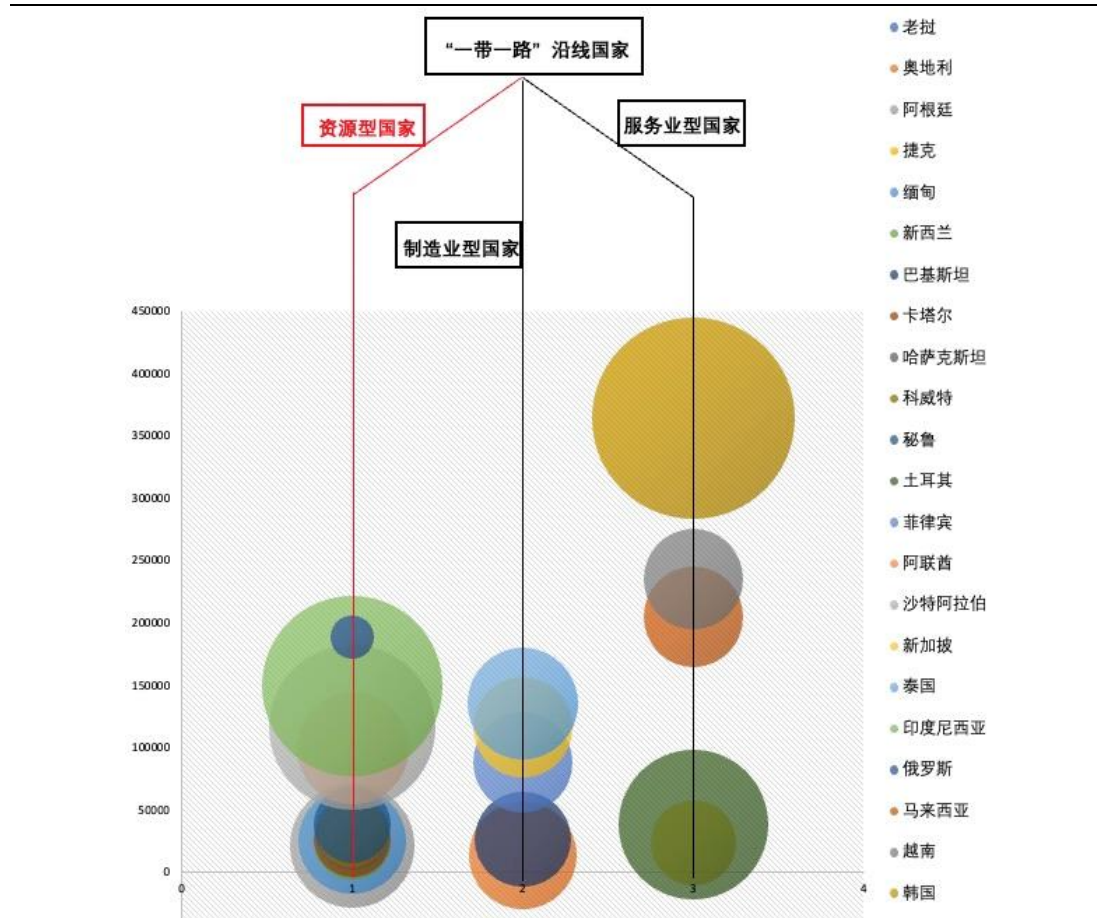
3. 出口增速有望轉正，結構延續多元轉型。隨著全球價值鏈（global value chain, GVC）修復，2024年出口增速有望轉正（2024F:1.8%，2023F:-4.0%）。疫情後受到全球貿易放緩的影響，中國進出口均承壓較大，但自2023年10月以來邊際改善。從出口目的地來看，“一帶一路”沿線國家以及新興市場對出口增長的貢獻有望延續上升。根據中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心前期研究（詳見前期報告《中國與“一帶一路”市場的貿易和產業協同前景》上中下篇），2013-2022 的十年間中國與“一帶一路”沿線 24 個樣本國家<sup>1</sup>的貨物及服務貿易總額翻了一倍。2022 年，中國與沿線國家貨物及服務貿易額突破 2 萬億美元，較 2012 年增長了

<sup>1</sup> 綜合考慮經濟形態代表性、統計資料可得性，我們選取了在“帶路”貿易中較為重要、數據完整且口徑可比的 24 個國家，包括：印尼、沙特、阿根廷、阿聯酋、緬甸、新西蘭、秘魯、卡塔爾、哈薩克斯坦、科威特、俄羅斯、老撾、韓國、越南、馬來西亞、土耳其、捷克、奧地利、盧森堡、柬埔寨、巴基斯坦、菲律賓、新加、泰國。後文中“一帶一路”沿線國家主要基於這 24 個國家的數據。

103.3%、年均增速 7.4%，較同期中國對外貨物與服務貿易額年均增速（5.63%）高出 1.72 個百分點。預計**制造型國家**（韓國、越南、馬來西亞等）及**服務型國家**（新加坡、泰國、盧森堡等）在 2024 年與中國的貿易額提升空間較大。從產品結構來看，2023 年高新技術產品觸底反彈力度最大，月度同比增速反彈達到 26.7 個百分點（2023 年 1 月：-22.5%，2023 年 11 月：4.2%），但全年預計依然為負增長（2023 年：-19.15%）。其他類型的產品中，機電產品增速次之（2023 年 11 月：3.3%），勞動密集型產品增速最低且仍在負增長區間（2023 年 11 月：-5.0%）。合併 2024 年半導體產品週期處於較高位的預期，2024 年高新技術產品貿易增速也有望是各類產品中表現較強的（2024F：6%-7%）（見圖表 7-9）。

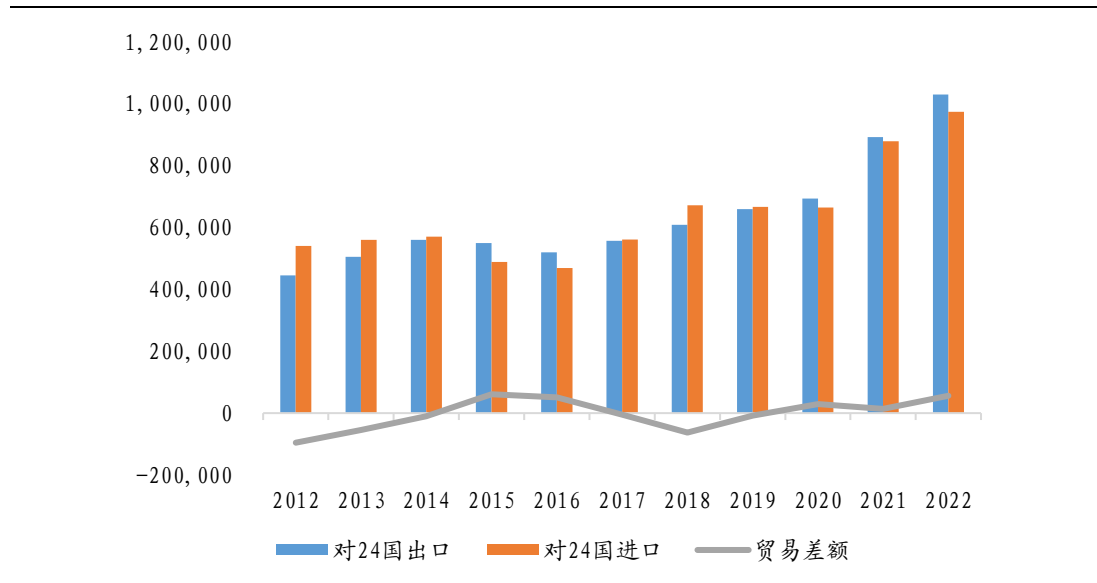


圖表 7：中國與“一帶一路”雙邊貿易網絡圖



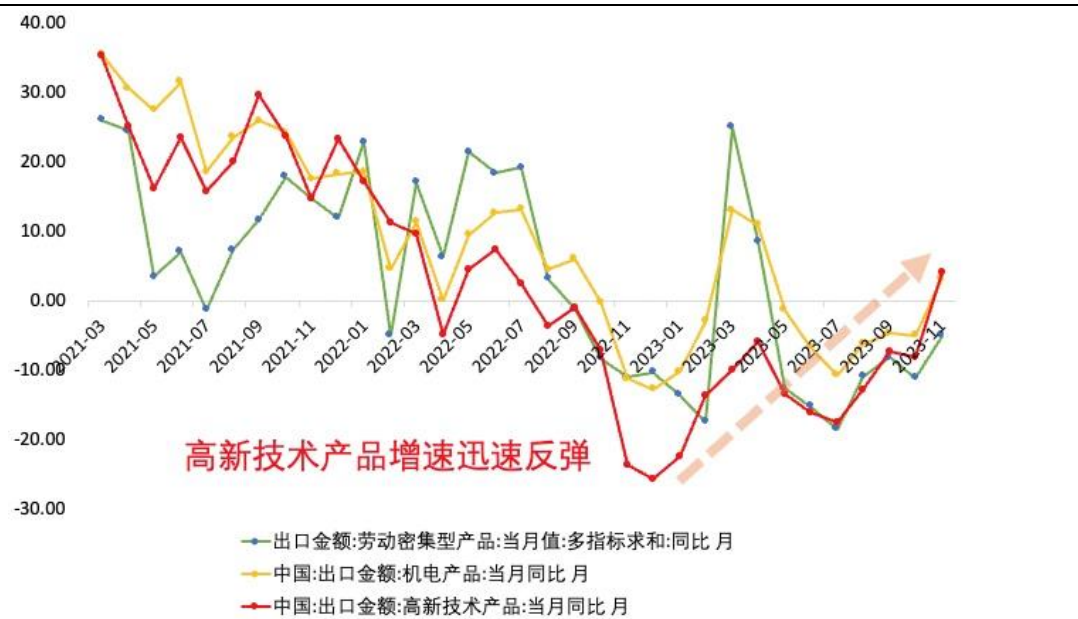
數據來源：CEIC、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 8：10 年間中國與“一帶一路”沿線代表性國家貿易額實現翻番（百萬美元）



數據來源：CEIC、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 9：中國出口的產品結構



數據來源：CEIC、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

## 二、2024 年逆週期跨週期政策料延續積極協調發力

### 1. 財政政策預期繼續發力穩投資、寬信用。

總量和節奏上，積極財政政策預將前置發力。2023 年底發行的**特別國債**預期將提振固定資產投資大約 2-2.5 個百分點，提振 GDP 大約 0.6-0.7 個百分點。考慮到 5000 億元增發國債結轉 2024 年使用、新增地方債額度及早下達，預計一季度財政資金空間充足。考慮地方政府年初集中部署全年工作，高基數下 2024 年 2 季度增長壓力偏高，財政政策大概率前置發力，上半年政策力度更為可期。

重點領域投向上，基建投向範圍進一步拓面。一方面，**特別國債**延續聚焦災後恢復重建、防洪治理、城市排水防澇等八大領域；另一方面，**專項債**投向有望進一步拓寬，除傳

統交通、水利能源，以及 2023 年新增的新能源項目、新型基礎設施外，“三大工程”建設預計成為新增重點領域。

**重點區域投向上，更強調經濟大省“挑大樑”。**經濟大省財政實力相對堅實，經濟轉型節奏領先，隱性債務風險也偏低，在引領產業創新、基建補短板、服務經濟高質量發展方面具有更大發力空間。2023 年前 3 季度，廣東、上海、江蘇、浙江、北京等省市財政稅收規模居前。自 2018 年隱性債務清零工作部署以來，廣東、北京已實現隱性債務清零，上海多數轄區已清零。

**重點產業投向上，支持現代化產業體系建設預計是 2024 年積極財政政策的重點工作內容之一。**2023 年 12 月中央經濟工作會議將“以科技創新引領現代化產業體系建設”放在重點任務首位，“數智技術、綠色技術”等新技術、“生物製造、商業航天、低空經濟”等戰略性新興產業、“量子、生命科學”等產業新賽道，均是產業創新升級的重點關注領域。此外，宏觀政策一盤棋的發展佈局下，**結構性減稅降費**政策有望進一步落實，重在配合貨幣、就業、產業等政策支持科技創新和製造業發展。

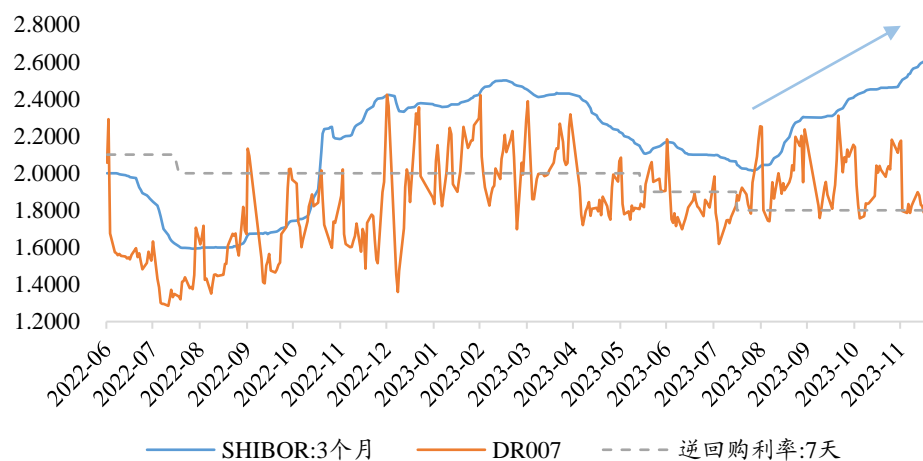
**2. 貨幣政策保持“穩健”，與財政政策“協調配合”。**

2024 年貨幣政策定調“靈活適度、精準有效”，預計進一步加大對財政政策的“協調配合”。2023 年以來，貨幣政策“精準施策、持續發力”，綜合運用降准降息、結構性工具等多種方式，支持實體經濟發展。12 月中央經濟工作會議

定調“靈活適度、精准有效”，與2023年兩會提出的“精准有力”相比，更加注重調控的靈活性和有效性，會議亦提出“增強宏觀政策取向一致性”，預計年內貨幣政策更加強調在總量、節奏、結構上與財政政策的協調配合（詳見附表）。

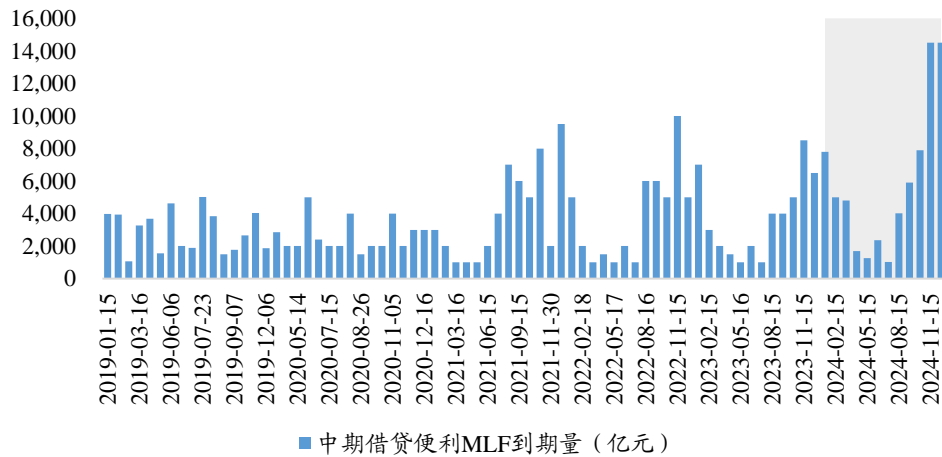
節奏上，預計人行將繼續通過降准、OMO等工具呵護流動性配合財政前置發力。2023年3月、9月人行2次降准、累計50BP，釋放長期流動性超萬億元，4季度以來，財政支出加碼、MLF到期等因素影響下，市場流動性維持緊平衡狀態（見圖表10），12月MLF超量續作進一步支持增發萬億國債、專項債提前發力。考慮到2024年財政政策預計前置發力，疊加7.1萬億元MLF到期，流動性仍面臨一定壓力（見圖表11），預計人行年初、年中政策落地概率較大。

圖表10：下半年以來市場流動性有所收緊



數據來源：Wind、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

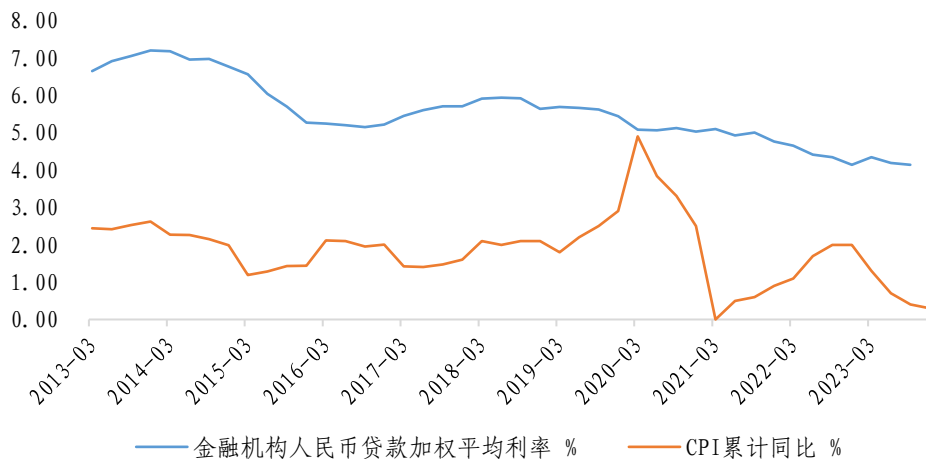
圖表 11：2024 年共有 7.1 萬億元 MLF 到期



數據來源：Wind、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

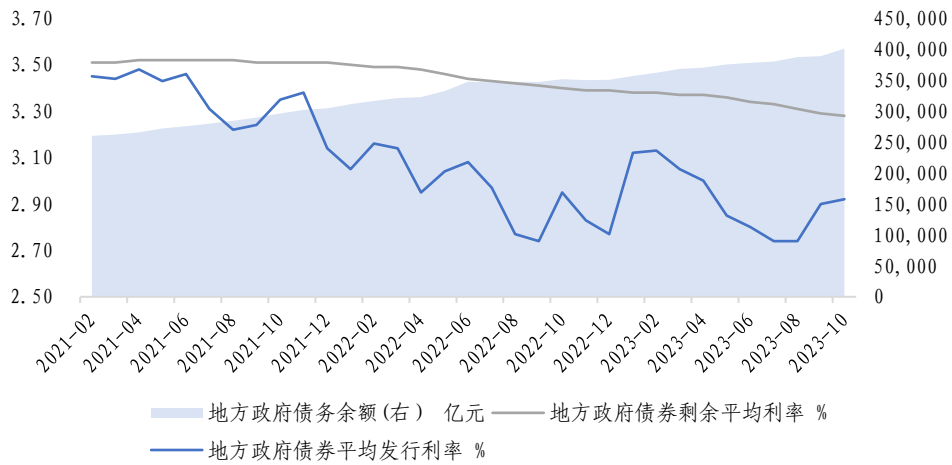
力度上，繼續引導降低社會綜合融資成本仍是政策重點。一方面，當前社會融資成本仍較高。2023 年以來，人行 2 次降息，1 年期 LPR、5 年期 LPR 分別累計下降 20BP、10BP，但考慮到當前物價水平持續偏低，實際利率處於較高水平（見圖表 12）。另一方面，引導利率下行平衡地方財政收支，也是主要國家普遍的政策考慮。2023 年 9、10 月，地方政府債券平均發行利率連續兩個月上行（見圖表 13）。

圖表 12：當前實際利率處於較高水平



數據來源：Wind、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

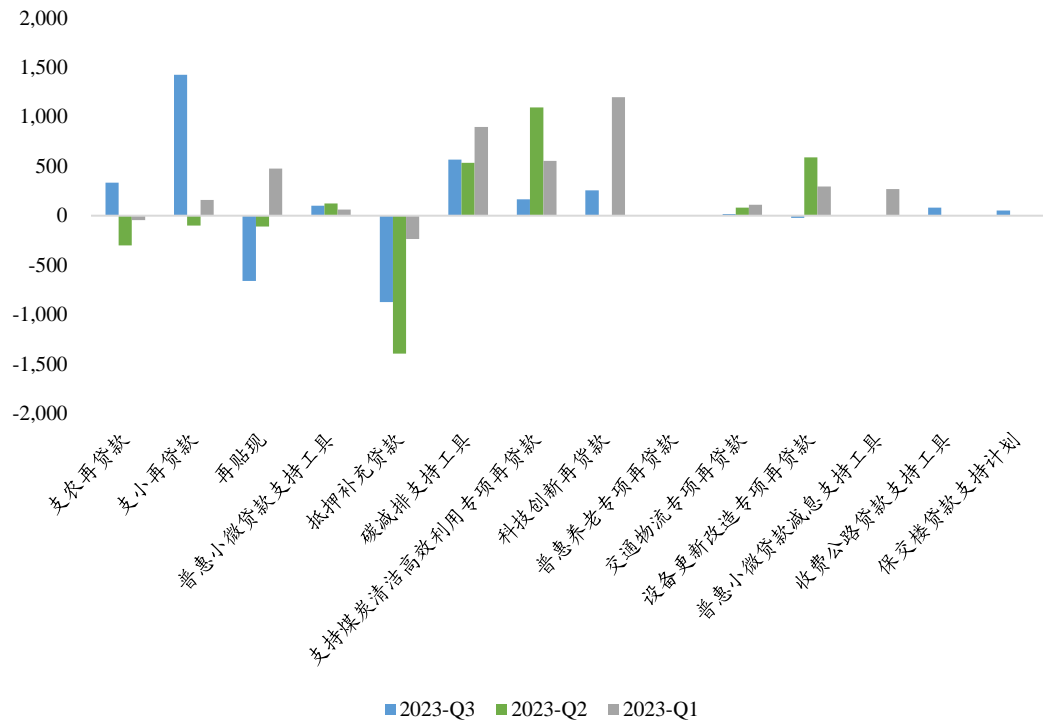
圖表 13: 地方政府債務餘額及平均利率水平



數據來源: Wind、中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心

結構上，2024 年結構性貨幣政策預計將加大與財政、產業政策配合力度。2023 年前三季度，結構性貨幣政策工具淨投放 5,715 億元，以碳減排支持工具、支持煤炭清潔高效利用專項再貸款、支小再貸款和科技創新再貸款為主（見圖表 14）。預計 2024 年結構性貨幣工具仍為重點，包括增加現有工具額度，優化和完善貨幣政策工具等，提高新投放信貸的使用效率，加大對“科技創新、綠色轉型、普惠小微、數字經濟”等領域支持，重啟抵押補充貸款（PSL）等為“三大工程”提供長期資金，不排除創設新政策工具的可能。

圖表 14：2023 年前三季度結構性貨幣政策工具淨投放額（億元）



數據來源：人行、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

附表：2023 年以來重要會議中有關貨幣政策的表述

日期	重要會議	表述
3 月 5 日	2023 年兩會政府工作報告	<b>穩健</b> 的貨幣政策要 <b>精准有力</b> 。保持廣義貨幣供應量和社會融資規模增速同名義經濟增速 <b>基本匹配</b> ，支持實體經濟發展。保持人民幣匯率在合理均衡水平上的 <b>基本穩定</b> 。
4 月 14 日	一季度中國貨幣政策執行報告	<b>穩健</b> 的貨幣政策要 <b>精准有力</b> ， <b>總量適度</b> ， <b>節奏平穩</b> ， <b>搞好跨週期調節</b> ，保持 <b>流動性合理充裕</b> 。
6 月 30 日	二季度中國貨幣政策執行報告	要 <b>克服困難、乘勢而上</b> ， <b>加大宏觀政策調控力度</b> ， <b>精准有力</b> 實施 <b>穩健</b> 的貨幣政策， <b>搞好跨週期調節</b> ，更好發揮貨幣政策工具的 <b>總量</b> 和 <b>結構</b> 雙重功能，全力做好穩增長、穩就業、穩物價工作，切實支持擴大內需，改善消費環境，促進經濟良性循環，為實體經濟提供更有力支持。
11 月 27 日	三季度中國貨幣政策執行報告	<b>穩健</b> 的貨幣政策要 <b>精准有力</b> ，更加注重做好 <b>跨週期</b> 和 <b>逆週期調節</b> ， <b>充實</b> 貨幣政策工具箱，著力營造良好的貨幣金融環境。準確把握貨幣信貸供需規律和新特點，加強貨幣 <b>供應總量</b> 和 <b>結構</b> 雙重調節。
12 月 8 日	中共中央政治局會議	明年要堅持穩中求進、以進促穩、先立後破，強化宏觀政策 <b>逆週期</b> 和 <b>跨週期調節</b> ，繼續實施積極的財政政策和 <b>穩健</b> 的貨幣政策。 <b>穩健</b> 的貨幣政策要 <b>靈活適度</b> 、 <b>精准有效</b> 。要增強宏觀政策 <b>取向一致性</b> 。
12 月 11 日	中央經濟工作會議	要強化宏觀政策 <b>逆週期</b> 和 <b>跨週期調節</b> ，繼續實施積極的財政政策和 <b>穩健</b> 的貨幣政策，加強政策工具 <b>創新</b> 和 <b>協調配合</b> 。 <b>穩健</b> 的貨幣政策要 <b>靈活適度</b> 、 <b>精准有效</b> 。保持 <b>流動性合理充裕</b> ， <b>社會融資規模</b> 、 <b>貨幣供應量</b> 同 <b>經濟增長</b> 和 <b>價格水平預期目標</b> 相 <b>匹配</b> 。發揮好貨幣政策工具 <b>總量</b> 和 <b>結構</b> 雙重功能，盤活存量、提升效能，引導金融機構加大對 <b>科技創新</b> 、 <b>綠色轉型</b> 、 <b>普惠小微</b> 、 <b>數字經濟</b> 等方面的支持力度。促進社會綜合融資成本 <b>穩中有降</b> 。保持人民幣匯率在合理均衡水平上的 <b>基本穩定</b> 。

數據來源：中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心整理





香港中資銀行業協會  
Chinese Banking Association  
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者  
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構  
及/或作者的意見及分析，並不代  
表香港中資銀行業協會意見。**