

热点点评：如何实现 2024 年 5%经济增长目标

联合资信 研究中心

2024 年政府工作报告提及，将 2024 年经济增长目标定为 5%左右。政府工作报告认为，这一目标对于衔接短期经济调控和长期经济增长具有重要意义，同时这一目标的实现也是有难度的，需要各方努力“踮脚”跳一跳。市场各方热议这一经济增长目标数值，参考 IMF 最新的对于中国 2024 年经济增长预测值为 4.6%，我们在下面详细测算中国 5%经济增长目标实现的主要场景。在测算中，我们将社零增速、货物净出口增速视为市场力量决定的变量，固定资产投资增速作为逆周期调控的主要抓手，视为控制变量，以实现全年经济增长目标。宏观调控对于实现经济增长目标很重要，但还需要做出有效的改革措施，从根本上提振市场各方对于中国长期远景的信心，为中国顺利达到中等发达国家人均收入水平奠定坚实基础。

表 1：关于 2024 年 5%经济增长目标的测算

项目	2022		2023		2024E（基准）	
	拉动1	增速	拉动	增速	拉动	增速
社会消费品零售总额	1.0	-0.2	4.3	7.2	3.1	6
固定资产投资总额	1.5	5.1	1.5	3.0	1.9	3.9
货物净出口	0.5	35.4	-0.6 ²	3.5	0.02	7
GDP	3.0	3.0	5.2	5.2	5	5

数据来源：国家统计局、联合资信整理

关于 2024 年基准增长情况的测算说明。测算的基本方法，是根据社零、固定资产投资和货物净出口三项数据，来估算 GDP 中的最终消费支出、资本形成总额以及净出口（含货物及服务）。我们测算的误差主要来自两个方面：统计口径以及价格指数调整差异。首先，在统计口径上，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对于 GDP 的拉动数据来自国家年度统计公报，社零与最终消费支出、

¹拉动概念是一种 GDP 核算下的全口径分项的计算方式，在这里社会消费品零售总额的拉动用最终消费支出，固定资产投资总额的拉动用资本形成总额，货物净出口的拉动用货物和服务净出口。

²在 2023 年的统计公报中，货物净出口达到 5.8 万亿元，国内生产总值达到 126 万亿元，但是货物和服务净出口拉动是负值，可以推算出服务净出口减少较多。因此，我们测算出的相对比例关系，比 5.8 万亿元相较 126 万亿元小的多。

固定资产投资与资本形成总额、货物净出口与货物和服务净出口，上述三种对应关系之间都存在一定统计区别。其次，在价格指数上，涉及 CPI、PPI、进出口价格指数、GDP 平减指数。具体来说，社零、固定资产投资总额、货物净出口是现价数据，GDP 是不变价数据。在我们观察的 2022、2023 年二年中，上述四种价格指数确实处于历史上的高波动阶段，对于测算带来一定的影响。不过考虑到，2024 年相较 2023 年上述四个价格指数变化进入相对稳定阶段。因此，我们在测算时，采取以 2023 年为基准期的方式，来测算社零、固定资产投资、货物净出口的相对比例关系。我们在测算时，为简化核算，暂不考虑这些区别。

在测算时，需要将 2022 年社零、固定资产投资、货物净出口的规模分别设为 100、100a、100b³，那么不考虑 GDP 的不变价因素，则 GDP 可以表示为 100+100a+100b。根据 2023 年的拉动关系，我们有：a=0.98，b=0.0056⁴。2023 年的社零、固定资产投资、货物净出口的相对比例关系：107.2：100.94：0.5796。

下面，我们给出一个基准情况下的社零和货物净出口增速的数值，然后根据拉动关系，来测算出固定资产投资需要的增速。**基准情况下，2024 年社零增速相较 2023 年回落 1 个百分点，达到 6%。根据最新的 2024 年 1 至 2 月的进出口累计数据来看，进出口恢复态势明显，因此我们将货物净出口基准增速定为 7%。要达到 5% 的增速目标，那么固定资产投资的增速要达到 3.9%。**

相应地，将 2024 年社零增速计为 c%，货物净出口增速计为 d%，我们可以得到固定资产投资增速可以计为 $(10.3-1.06c-0.005d)\%$ 。从中可以看出，在我们的测算框架内，三者之间是线性关系。下表是更一般的三者之间的关系，根据相对关系，在判断固定资产投资增速时，社零增速起到决定性效果，其对于固定资产投资的替代弹性可以达到：**社零增速每提高 1 个百分点，固定资产投资就可以少增长 1.06 个百分点。货物净出口对于固定资产投资的替代弹性是，货物净出口增速每提高 1 个百分点，固定资产投资就可以少增长 0.005 个百分点。**

³在 2022 年统计公报中，披露了社零、固定资产投资（不含农户）、货物净出口的绝对值规模。但根据我们上述提及的误差来源，这种绝对值规模的相对关系与增速、拉动难以组成一个自洽的数据体系。因此，我们在这里不采用绝对值规模，而是测算一组相对关系，来进行自洽的分析。

⁴在直觉上，b 相对于 a 是一个比较小的数字。在 2023 年，由于价格指数和统计口径，100b 增长产生的拉动为负值。将这个负值-0.6 另计为 0.01。这样，就可以计算出 a、b 的数值关系。

表 2：关于社零、固定资产投资总额、货物净出口同比增速情况的分析

	4	5	6	7	8	9
2	8.26	8.25	8.25	8.24	8.24	8.23
3	7.20	7.19	7.19	7.18	7.18	7.17
4	6.14	6.13	6.13	6.12	6.12	6.11
5	4.98	4.97	4.97	4.96	4.96	4.95
6	3.92	3.91	3.91	3.9	3.9	3.89
7	2.86	2.85	2.85	2.84	2.84	2.83

注：表中第一行代表货物净出口增速可能情况，第一列是社零增速的可能情况。为了实现 2024 年 5% 经济增长目标，根据上文计算的替代关系，得到单元格内的固定资产投资增速情况。以右下角的单元格为例，它代表当社零同比增速达到 7%，固定资产投资同比增速达到 2.83%，货物净出口同比增速达到 9%，就可以实现 2024 年 5% 经济增长目标。

数据来源：联合资信整理

上表中，第一列是社零增速的可能情况（2%至 7%），第一行是货物净出口增速的可能情况（4%至 9%），其余单元格内是相应的固定资产投资增速情况。根据三者组合的可能性高低，我们将表格内的组合分为五个区域，以不同颜色代表。从上表中可以发现货物净出口增速的变化对于固定资产投资变量的影响很小，社零才是宏观调控的决定性因素。

以我们的中性预期组合（社零增速 6%，货物净出口增速 7%，固定资产投资增速 3.9%）所在单元格为中心区域，再加上、下、左、右四个区域。五个区域是重点区域。观察这五个区域，对照 2023 年四季度的经济数据走势，由于社零两年平均增速在 2023 年四季度维持在 3% 左右，社零增速在 2% 至 3% 的水平下，对固定资产投资增速将带来较大压力，这一情景下的资金缺口将是巨大的。通过下方的分析将会发现，通过财政补贴和货币降息，消费增速保持在 4% 至 6% 的区间内将是大概率事件，在社零增速低于 6% 时，需要房地产投资增速有所改善，否则基建投资需要新的补充财政和大量 PSL 资金配合。在社零增速达到 7% 时，整体宏观调控将处于较好状态，有充足空间进行房地产产业调整。下面，我们给出围绕中性预期组合的财政、货币调控空间的分析。中性预期组合具有较大的弹性，在中性预期组合的周边四个区域在全年的短期内可能出现，例如固定资产投资增速达到 4% 以上，这在 2024 年上半年财政集中发力情况下，就有可能出现。但是全年来看，要实现 4% 以上的固定资产投资增速的资金缺口较大。社零增速情况从较大程度上决定了经济整体的基建投资融资需求的多少，以及债券的收益率曲线变化情况。在房地产投资增速降幅继续收窄的情况下，社零增速所需刺激就比较少，可以保持一个更为平稳的状态，整体利率水平就不会大幅下降，收益率曲线扁平化程度将减轻。

财政资金充足，通过刺激消费、加大有效投资，可以同时在扩大消费、保证投资增速上有所作为。首先，在财政资金全面发力下有能力保障 3.9% 的固定资产投资增速。从财政资金的增量上来看，2024 年中央财政赤字 4.06 万亿元，比 2023 年增加 1800 亿元；地方政府专项债 3.9 万亿元，比 2023 年增加 1000 亿元；2023 年增发的 1 万亿元特别国债有五千亿元结转到 2024 年使用，2023 年特别国债的五千亿元在 2023 年 11 月下发地方，考虑到工程进度，2024 年财政资金在这笔特别国债上的资金增量按四千亿元估算。常设特别国债工具在 2024 年发行一万亿元，这笔资金的用途可能不仅仅用于基建投资，在民生补贴、消费补贴方面有比较大的用途，可以中性预估有五千亿元用于基建投资，五千亿元用于民生、消费补贴。综上，2024 年财政资金的增量总计约 1.68 万亿元，其中在基建领域的增量达到 1.18 万亿元⁵，在民生、消费补贴方面的增量达到 0.5 万亿元。2024 年在基建投资方面的财政资金将达到 9.16⁶ 万亿元，根据我们在表 1 中的测算，2023 年财政资金 7.98 万亿元拉动固定资产投资从 98 达到 100.94⁷，那么 9.16 万亿元能够拉动固定资产投资增长 3.34%（不考虑制造业投资与房地产投资的变动情况）。在房地产投资增速不再大幅下降的情况下，财政需要 PSL 新增配合补充资金，就可以保证 3.9% 的固定资产投资增速。其次，在民生、消费补贴方面，以八折计算，可以撬动 2.5⁸ 万亿元的经济增量。考虑消费品 1% 的价格因素，2.5 万亿元将拉动 2023 年 GDP 126 万亿元增长 1%⁹。考虑到民生、消费补贴方面的拉动作用，固定资产投资方面对 PSL 补充资金需求应该是少量的。

货币政策空间充足，有能力实现 6% 的社零增速。截至 2024 年 3 月 19 日，中国商业银行存款准备金率水平为 7%，公开市场逆回购操作利率 1.8%，MLF 利率 2.50%，1 年期 LPR 3.45%，5 年期及以上 LPR 3.95%。国债利率方面，十年期国债收益率为 2.30%，超长期国债收益率为 2.43%。在零利率名义下限之前，我国降息降准空间依然巨大。此外，2024 年美联储降息预期在二次至三次，每次下调 25 个

⁵1.18 万亿元基建资金增量包括 0.18 万亿元赤字、0.1 万亿元专项债、0.4 万亿元 2023 年特别国债、0.5 万亿元 2024 年特别国债。

⁶9.16 万亿元资金包括 4.06 万亿元中央财政赤字、3.9 万亿元地方专项债、0.7 万亿元 2023 年特别国债结转、0.5 万亿元 2024 年特别国债。

⁷在这里使用了我们测算的基建投资的相对比例数值，没有使用统计中实际数据。在计算中，使用资金相对于测算中数值变动的比例关系，可以推算出 2024 年财政资金能够拉动的固定资产投资增速。

⁸0.5 万亿元财政资金用于补贴商品价格的 20%，可以撬动 2.5 万亿元的消费品市场。

⁹财政资金 0.5 万亿元对于消费的拉动，能有效减轻基建投资的资金压力。特别是在房地产投资增速不及预期的情况下，财政在消费领域的拉动为宏观调控创造了更大弹性。

基点，内外货币周期趋于收敛，也对于国内采取降息行为减少了汇率压力。相较于2023年年中的两次降息，中国货币政策在2024年1月底开始发力，采取结构性降息，引导长端利率下降，降准工具，加大PSL等结构性货币政策工具力度。货币政策向整体经济的传导效果是复杂的，特别是在目前中国内需不足的大环境下，资产价格的稳定可能是首要因素。对于2024年来说，我们可以参考降息与消费增速之间的关系，来判断货币政策通过资产价格对消费的刺激力度。短端利率是通过资本市场的整体走势，来向消费端传导的。从2023年消费在7、8、9月的表现可以发现，在2023年6月、8月公开市场逆回购操作和MLF中期借贷便利中标利率分别合计下调20个和25个基点促进下，这三个月的社零两年平均增速依次为2.6%、5.0%、3.99%，脉冲效果明显。我们可以简单的说，降息将社零增速提高了2.4个百分点，之后效应逐步脉冲减弱。进入2024年以来，1月25日结构性降息25个基点，2月5日降准释放一万亿元长期资金，2月20日五年期LPR迎来史上最大降幅25个基点，2月CPI同比由1月下降0.8%转为上涨0.7%，可以认为降息作为宏观调控的一部分效果明显。较2023年不同的是，一季度的货币政策没有全面下调短期利率，如果结构性降息、全面降准以及长端利率下降也能有效提高社零增速的话，那么2024年的货币政策空间将相当大。简单可以总结为如下几个参数，2.4个百分点的社零增速增量对于20至25个基点的短端利率下调。根据统计局最新数据，宏观调控将2024年1月至2月的社零增速维持在5.5%，后续通过每个季度20至25个基点的利率下调，将社零增速维持在6%左右，全年下调利率60至75个基点，这样公开市场逆回购操作利率仍然能保持在1%以上的正常货币政策空间。

2024年3月18日，国家统计局公布了2024年1月至2月的生产和消费数据。最新的数据显示，1月至2月，固定资产投资（不含农户）同比增长4.2%，社零同比增长5.5%，货物进出口总额同比增长8.7%。根据我们测算的弹性关系，社零同比增长5.5%，对应的固定资产投资同比增速为4.43%。1月至2月的经济增长没有偏离5%的全年经济增长目标，1月至2月的宏观调控结果是积极的。其中，在固定资产投资中房地产投资同比下降9.0%，降幅较2023年全年收窄0.6个百分点，是一个较好的信号。后续需要着重考虑的是，在2023年固定资产投资、房地产投资累计同比增速是呈现逐月下降趋势；1月至2月的新建商品房销售面积同比下降20.5%，新建商品房销售额同比下降29.3%，这预示着房地产投资增速后续降幅收窄的动力有减弱的风险。2024年要实现5%的增长目标，社零增速还需提高，来减轻固定资产投资方面后续的资金压力，对冲投资累计同比增速的逐月回落风险。在经济自然减速，疫情反复冲击下，社零同比增速由2017年3月的10.9%曲折回落至2024年1月至2月的5.5%，年均下降1个百分点左右。不考虑2023

年 4 季度社零两年平均同比增长 3%左右，目前的 2024 年 1 月至 2 月的社零增速水平符合经济长期提质换挡的潜在增长水平，在侧面说明了目前宏观调控政策的适时、适度、精准、稳健，后续应该有能力维持住现在的社零增速，最终顺利实现经济增长目标。