

2023年12月17日

2023年或实现5.5%，2024年关键在于如何提通胀

宏观研究团队

——兼评11月经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（联系人）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

● 预计2023年GDP 5.4%-5.5%，通胀是2024年核心命题

(1) **低基数推升经济超预期**。剔除基数效应后，11月服务零售改善较快，超预期的工业增加值未有实质性改善；地产接近筑底；基建有望回升。本文并不详细拆解11月经济分项，而是结合中央经济工作会议，尝试探讨市场较为关注的主题。

(2) **预计2023年GDP 5.4%-5.5%，当务之急是推动价格水平回升**。我们基于生产法测算，2023Q4 GDP约6.1%-6.2%，其中第一、二、三产业约为3.6%、6.0%、6.7%。对应全年GDP实际同比为5.4%-5.5%。值得注意的是，超额完成经济目标的背后是宏微观认知差距的走扩。宏观层面重视实际GDP，实体部门微观感知跟随名义GDP，其面临着债务保持刚性、弹性资产缩水（地产金融）、实际利率上升的三重困境。当务之急是推动通胀水平向上，2024年财政发力下产出缺口或将收窄，交易通胀的弹性可能比交易经济的弹性更大，预计通胀是2024年政策和市场的核心命题。

相关研究报告

《税收及财政收入延续改善—宏观经济点评》-2023.12.15

《加息周期结束，但联储降息预期管理或面临挑战—12月FOMC会议点评》-2023.12.14

《关注资金空转与货币派生转变—宏观经济点评》-2023.12.14

● 制造业：高质量&产能过剩的平衡木

(1) **NLP分词显示，中央经济工作会议“高质量”词频从2016年的0.1%提高至2023年的1.0%**。一面是高质量发展，另一面是“部分行业产能过剩”。不同于2015年，本轮中下游产能过剩的化解更依赖需求扩张。

(2) **哪些行业产能过剩？从库销比和产能利用率来看**，主要在地产链（非金属矿、非金属制品、家具）、中游设备制造（通用设备、专用设备、计算机、仪器仪表）和下游消费制造（茶酒饮料、纺织、纺服、鞋革、医药、化纤）。主要有四大因素：一则过去十年出口占我国经济比重下滑，但内需和居民收入的改善不明显；二则地产周期下行拖累地产链；三则高技术行业投资过快扩张；四则疫时出口需求不复。

● 扩有效需求：探索财政新投向、收入分配制度改革、两条腿走路

(1) **总结来看，2024年要推动通胀回升**，货币供应量锚定经济增长和价格水平预期目标，货币超发型通胀行不通；本轮产能过剩聚集于中下游，供给收缩型通胀亦行不通；排除法，仅剩宽财政扩内需。

(2) **宽财政的投向**，除基建+三大工程的老动能以外，或应考虑居民部门。包括财政支出提高工资、中央消费券和消费补贴、中央财政补贴居民（欧美日）、收入分配制度改革等。

(3) **两条腿走路**：高质量发展的内涵在于“先进制造业+现代服务业”的双足并进。单纯发展先进制造业可能造成产能过剩，而同步扩张现代服务业有利于收入分配向居民倾斜，供需形成协同。2023年中央对服务消费的重视程度趋于提升。

● **风险提示**：政策力度不及预期，美国经济超预期衰退。

目 录

1、 预计 2023 年 GDP 5.4%-5.5%，通胀是 2024 年核心命题.....	3
2、 制造业：高质量&产能过剩的平衡木	4
3、 扩有效需求：探索财政新投向、收入分配制度改革、两条腿走路.....	7
4、 风险提示	9

图表目录

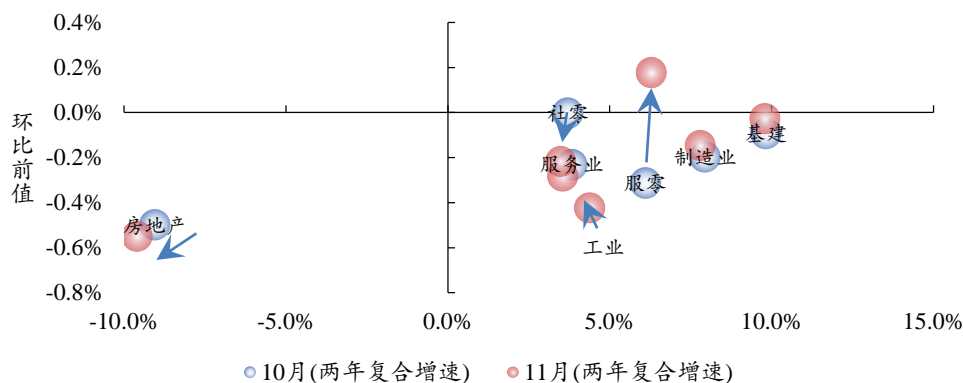
图 1： 剔除基数效应后，11 月服务零售明显改善.....	3
图 2： 预计 2023Q4 GDP 当季同比 6.1%-6.2%.....	3
图 3： 预计 Q4 工业 GDP 当季同比约 6.1%	4
图 4： 预计 Q4 第三产业 GDP 累计同比 6.2%、当季同比 6.7%.....	4
图 5： 中央经济工作会议强调高质量发展	5
图 6： 2023 年工业企业出现产能过剩	5
图 7： 医药、非金属制品、计算机、食品或产能过剩.....	5
图 8： 产能过剩主要在中游和下游	6
图 9： 中美制造业差距在于计算机电子、服装鞋革、交运设备、电气机械等.....	7
图 10： 中国劳动报酬率有待提高	8
图 11： 中国第二产业劳动报酬率 40.7%，第三产业 52.8%.....	8
图 12： 美国第二产业劳动报酬率 51.0%，第三产业 56.6%.....	9
图 13： 日本第二产业劳动报酬率 52.6%，第三产业 55.9%.....	9

2023年11月工业增加值同比6.6%(预期5.7%),社零同比10.1%(预期12.6%),服务零售额累计同比19.5%,固定资产投资累计同比2.9%(预期2.9%)。其中,基建、制造业、房地产投资分别为8.0%、6.3%、-9.4%,对应预期为7.8%、6.2%、-9.4%。

1、预计2023年GDP 5.4%-5.5%，通胀是2024年核心命题

低基数推升Q4经济超预期。2022年10月多地疫情升温,郑州等制造业城市受影响;11月11日提出“二十条优化措施”;12月7日“新十条”发布,全国有序进入发烧模式。在2022Q4偏低的基数上,10月、11月均实现了数值上的显著回暖。剔除基数效应后,11月服务零售改善较快,工业增加值超预期但两年复合增速并未实质性改善;地产接近筑底,新开工和国内信贷好转,关注三大工程的实物工作量情况,从棚改经验来看2024Q3可能是验证期;12月发改委下达首批增发国债项目清单,对应基建增速有望回升。**本文并不详细拆解11月经济分项,而是结合中央经济工作会议,尝试探讨市场较为关注的话题。**

图1: 剔除基数效应后, 11月服务零售明显改善



数据来源: Wind、开源证券研究所;注:服务零售以餐饮作为替代,向右、上移动表示改善,向左、下移动表示走弱

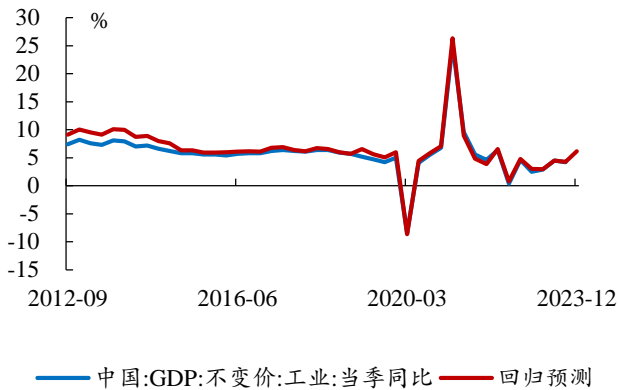
预计2023年GDP 5.4%-5.5%，当务之急是推动价格水平回升。我们基于生产法测算,2023Q4 GDP约6.1%-6.2%,其中第一、二、三产业约为3.6%、6.0%、6.7%。对应全年GDP实际同比为5.4%-5.5%。**值得注意的是,超额完成经济目标的背后是宏观认知差距的走扩。**宏观层面重视实际GDP,实体部门微观感知跟随名义GDP,其面临着债务保持刚性、弹性资产缩水(地产金融)、实际利率上升的三重困境。

图2: 预计2023Q4 GDP当季同比6.1%-6.2%

当季同比(%)	GDP	第一产业	第二产业	工业	建筑业	第三产业
2023Q4增速预测	6.1	3.6	6.0	6.1	5.5	6.7
10月	5.1	3.6	4.8	4.6	5.5	5.6
11月	7.1	3.5	6.3	6.6	5.0	8.5
12月	6.2	3.7	6.9	7.1	6.0	6.2

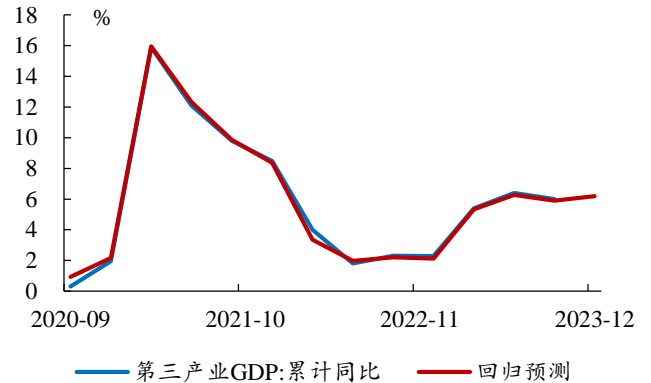
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3：预计 Q4 工业 GDP 当季同比约 6.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：预计 Q4 第三产业 GDP 累计同比 6.2%、当季同比 6.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

通胀是 2024 年核心命题。中央经济工作会议指出“注意把握和处理好宏观数据与微观感受的关系”。2023Q3 名义 GDP 累计同比为 4.4%，明显低于疫情冲击下 2022 全年的 5.3%，当务之急是推动通胀水平向上。通胀无非三大驱动，供给收缩（2016-2017 供给侧改革、2021 全球供应链紊乱+国内双限双控）、需求扩张（2002-2004 入世外需、2009-2010 四万亿内需）、流动性过剩（2006-2007 外汇占款）。2024 年财政发力下产出缺口或将收窄，交易通胀的弹性可能比交易经济的弹性更大，预计通胀是 2024 年政策和市场的核心命题。

2、制造业：高质量&产能过剩的平衡木

中央经济工作会议指出“必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理”，重点工作将科技和产业提到扩大内需之前。我们基于 NLP 分词测算，“高质量”词频从 2016 年的 0.1%提高至 2023 年的 1.0%，指向本次会议更重视高质量发展，是长期首要任务。

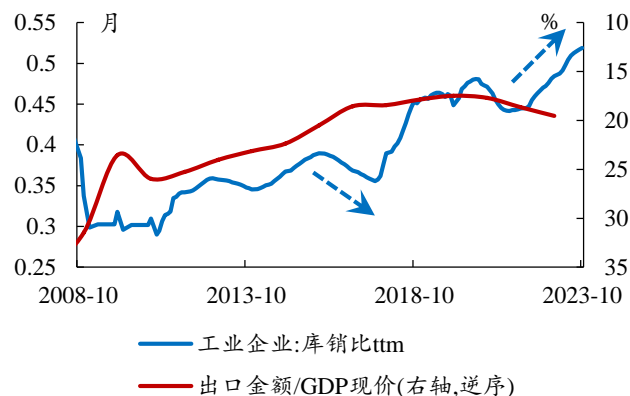
但会议同时指出“部分行业产能过剩”，2015 年过剩主要在上游，由于行业集中度高、国有经济比重高，行政措施可以有效收缩供给；但中下游由民企主导，本轮产能过剩的化解更依赖需求扩张。我们在 10 月工业企业利润点评中曾提示“在逆全球化和贸易保护主义逐步显现的进程中，外需更少地参与了消化国内产能和库存，出口/GDP 现价从 2008 年的 31.45%降至 2022 年的 19.53%，最终体现为库销比 ttm 的中枢上移”。换句话说，内需未能对冲外需缺口，打通内循环的前提在于推进收入分配制度改革、切实提升居民收入。

图5：中央经济工作会议强调高质量发展



数据来源：中国政府网、开源证券研究所

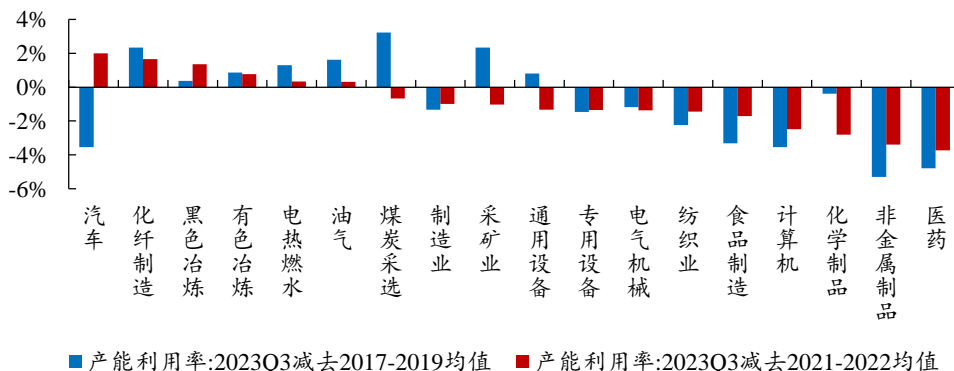
图6：2023年工业企业出现产能过剩



数据来源：Wind、开源证券研究所

(1)哪些行业产能过剩？从工业企业库销比来看，主要在地产链（非金属矿、非金属制品、家具）、中游设备制造（通用设备、专用设备、计算机、仪器仪表）和下游消费制造（茶酒饮料、纺织、纺服、鞋革、医药、化纤）；从产能利用率来看，主要在医药、非金属制品、计算机、食品。两个指标得出的结论相似，本轮产能过剩集中于中下游且高新制造较为突出，主要有四大因素：一则过去十年出口占我国经济比重下滑，但内需和居民收入的改善不明显；二则地产周期下行拖累地产链；三则高技术行业投资过快扩张；四则疫时出口需求不复（纺织、纺服、医药）。

图7：医药、非金属制品、计算机、食品或产能过剩



数据来源：Wind、开源证券研究所

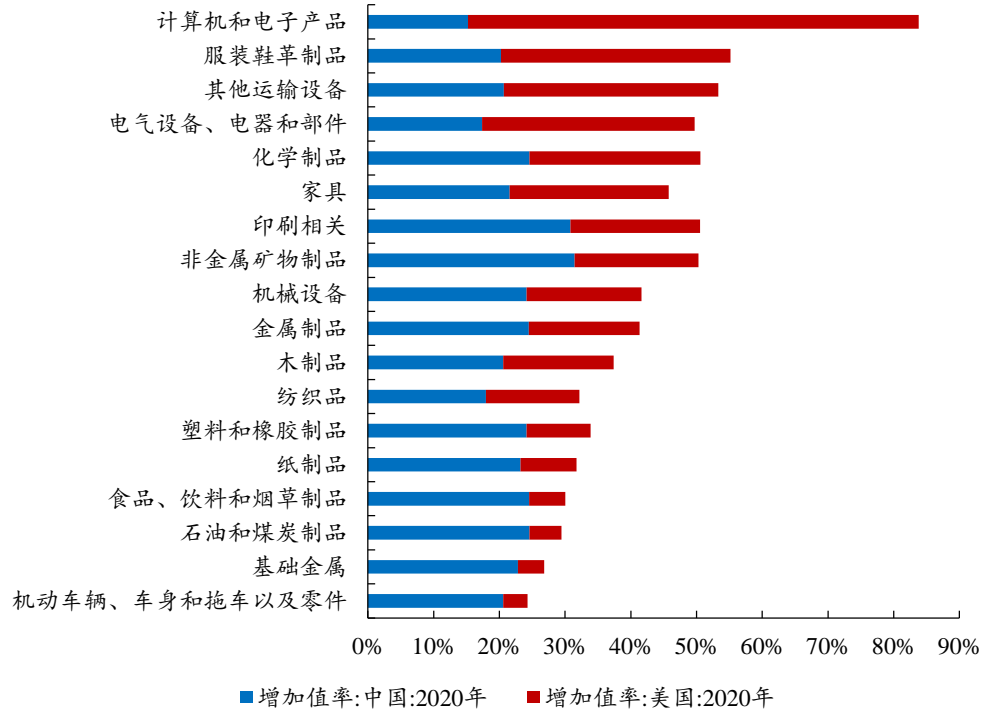
图8：产能过剩主要在中游和下游

中国工业企业	库销比			
	2023-10	最新值	较前值	分位数
采矿业	0.26	0.00	0.52	
煤炭开采和洗选业	0.24	0.00	0.22	
石油和天然气开采业	0.09	0.00	0.08	
黑色金属矿采选业	0.55	-0.02	0.63	
有色金属矿采选业	0.43	0.00	0.54	
非金属矿采选业	0.62	0.02	0.71	
开采专业及辅助性活动	0.10	0.00	0.79	
其他采矿业	0.14		0.30	
制造业	0.56	0.00	1.00	
农副食品加工业	0.52	0.01	0.66	
食品制造业	0.49	0.01	0.64	
酒、饮料和精制茶制造业	0.77	0.00	0.73	
烟草制品业	0.17	0.00	0.44	
纺织业	0.89	0.01	0.78	
纺织服装、服饰业	0.86	0.01	0.86	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.57	0.02	0.70	
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.63	0.00	0.66	
家具制造业	0.62	0.00	0.73	
造纸及纸制品业	0.56	0.00	0.61	
印刷业和记录媒介的复制	0.49	0.00	0.63	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	1.05	0.00	1.00	
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.33	0.00	0.66	
化学原料及化学制品制造业	0.53	0.00	0.63	
医药制造业	1.06	0.02	0.81	
化学纤维制造业	0.71	-0.01	0.82	
橡胶和塑料制品业	0.68	0.00	1.00	
非金属矿物制品业	0.62	0.01	0.64	
黑色金属冶炼及压延加工业	0.41	0.00	0.44	
有色金属冶炼及压延加工业	0.32	0.00	0.27	
金属制品业	0.60	0.00	0.64	
通用设备制造业	0.81	0.01	0.71	
专用设备制造业	1.09	0.02	0.75	
汽车制造	0.46	0.00	0.54	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备	0.58	0.00	0.67	
电气机械及器材制造业	0.59	0.00	0.50	
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.48	0.00	0.77	
仪器仪表制造业	0.87	0.01	0.82	
其他制造业	0.62	-0.01	0.75	
废弃资源综合利用业	0.47	-0.01	0.90	
金属制品、机械和设备修理业	0.24	0.00	0.71	
电力、燃气及水的生产和供应业	0.02	0.00	0.86	
电力、热力的生产和供应业	0.01	0.00	0.14	
燃气生产和供应业	0.10	0.00	0.49	
水的生产和供应业	0.11	0.00	0.85	

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)高质量发展要更重“质”。2020年我国制造业增加值率为24.5%、美国高达46.7%，差距主要在高端制造业，计算机电子产品、服装鞋革制品、电气设备、化学制品的增加值率与美国相差68.6、34.9、32.3、26.0个百分点。

图9：中美制造业差距在于计算机电子、服装鞋革、交通运输设备、电气机械等



数据来源：中国统计局、BEA、开源证券研究所

3、扩有效需求：探索财政新投向、收入分配制度改革、两条腿走路

总结来看，2024 年要推动通胀回升，货币供应量锚定经济增长和价格水平预期目标，货币超发型通胀行不通；本轮产能过剩聚集于中下游，供给收缩型通胀亦行不通；排除法，仅剩宽财政扩内需。

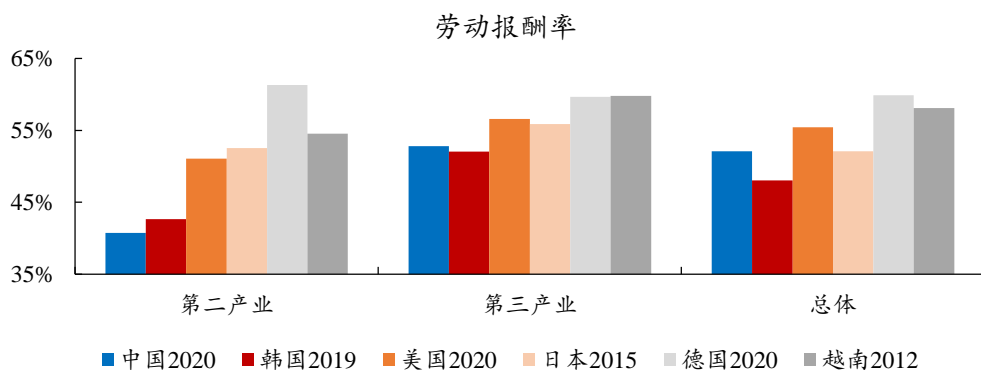
(1)宽财政的投向，除基建+三大工程的老动能以外，或应考虑居民部门。后疫情时代欧美日是财政补贴+工资通胀传导的超额储蓄，我国更多是“减额支出”而非超额储蓄。宽财政可行的办法包括：(a)财政支出提高工资，参考 1999 年财政支出 540 亿元提高职工收入、自新中国成立以来首次动用了收入政策，亦可参考日本对涨薪企业予以补贴；(b)中央消费券和消费补贴，福利刚性、分配不均、人口基数较大等问题，相对而言存在解决办法，通胀回升或更重要；(c)中央财政补贴居民，疫后欧美日证明了该手段在扩大需求和推升通胀的有效性。

(2)收入分配制度改革。我国居民可支配收入、劳动者报酬率与欧美国家有一定差距，长期问题和制度改革问题，需要关注二十届三中全会。

(3)两条腿走路：高质量发展的内涵不仅是先进制造业，我们理解为“先进制造业+现代服务业”的双足并进。单纯发展先进制造业可能造成产能过剩，而同步扩张现代服务业有利于收入分配向居民倾斜，供给和需求形成协同。产业本质决定了第三产业的收入分配更多倾向居民，第二产业收入分配更多倾向资本。2020 年我国第

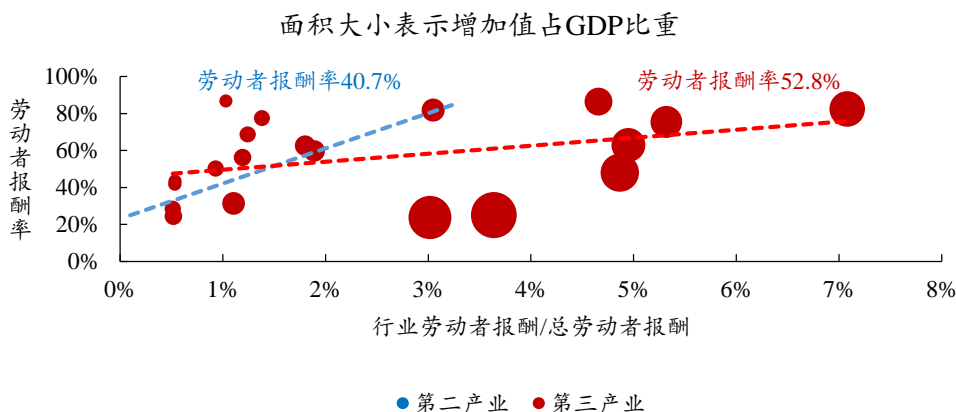
三产业的劳动者报酬率为 52.8%，远高于第二产业的 40.7%；美国、日本等经验同样如此，推论得到服务消费扩张→劳动报酬提高→消费水平提高→第三产业（服务消费）扩张的自洽内循环。2023 年中央对服务消费的重视程度趋于提升，诸如《国内旅游提升计划（2023—2025 年）》“支持政府单位在星级酒店办会”；11 月 24 日国务院批复《支持北京深化建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》，为促进构建高标准服务业开放制度体系探路。

图10：中国劳动报酬率有待提高

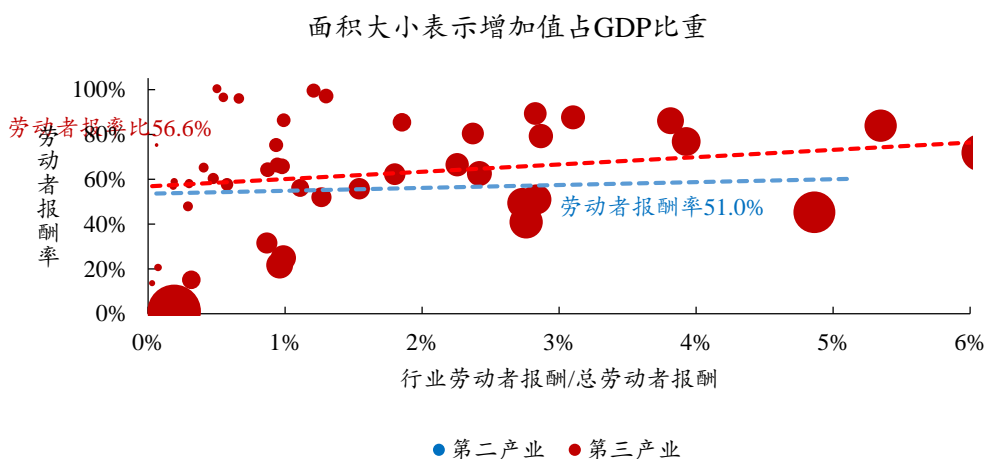


数据来源：各国统计局、开源证券研究所

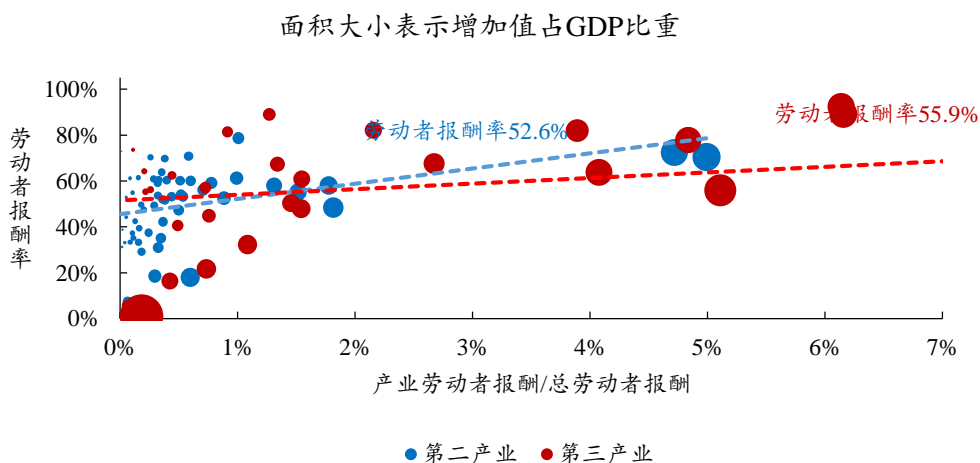
图11：中国第二产业劳动报酬率 40.7%，第三产业 52.8%



数据来源：中国统计局、开源证券研究所

图12：美国第二产业劳动报酬率 51.0%，第三产业 56.6%


数据来源：BEA、开源证券研究所

图13：日本第二产业劳动报酬率 52.6%，第三产业 55.9%


数据来源：日本总务省、开源证券研究所

4、风险提示

1. 政策力度不及预期；
2. 美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn