

宏观点评 20240117

5.2%的不易与 4.6%的不甘

2024年01月17日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ **总理提前揭晓增长的“答案”，意味着什么？**昨天在达沃斯世界经济论坛上总理先于统计局给出了“2023年经济增长5.2%左右”的答案，这在历史并不多见，我们认为一方面体现的是政策层对于经济超额达标的满意，另一方面也透露着向全球展示中国经济韧性的迫切。回顾2023年，尤其是考虑到二、三季度经济二次触底，5.2%的增速实属不易，但**多少被价格掩去了势头——2023年名义GDP增速为4.6%，价格因素是拖累，不少领域都存在“以价换量”现象：**

比如出口：价格拖累是2023年出口下行主因，2023年1-12月各品类出口量价拆分上来看，主要制造业产品中，除汽车、船舶“量价齐升”以外，其余产品均呈现出“以价谋量”的特征。在PPI同比预计2024年二季度回正之前，价格对出口的拖累仍将维持。

比如地产：70大中城市口径下住宅价格同比在2023年全年均处负区间，其中二手房降幅较新房更大，一定程度上反映了地产投机属性消退及住房改善型置换背景下居民资产回款的需求。

比如消费中的汽车：2023年12月乘联会资料显示，“由于年末价格促销较同期增长超6个百分点，因此乘用车零售增长也有不少依靠厂商竞价‘内卷’”。对比历史来看，**2023年汽车零售销量增速（两年复合同比）明显高于零售额增速运行。**

而2024年我们应该更加关注价格透露的信息，从经济复苏的角度，量在价前，2023年起量的一年，2024年价格能否跟上至关重要。2023年12月具体数据如下：

■ **消费：寒潮影响下社零低于预期。**2023年12月社零同比增速录得7.4%，不过基数走高因素影响下两年复合同比增速升至2.7%（11月为1.8%）。12月消费品及服务PMI分别为49.4%与49.3%，低于荣枯线，显示天气降温影响下的出行消费景气偏弱。2023年四季度居民消费倾向随季节性回升至74%水平，但低于2019年同期。

结构上看，冬季食品饮料需求为主要支撑，可选消费品有所降温，家具家电及装潢地产链继续磨底。统计局公布2023年全年服务零售额增长20.0%，明显快于全年7.2%的社零增速，预计2023年居民消费支出中服务的份额将进一步提升，有望达到55%水平。

■ **地产投资：亮点仍在竣工。**2023年12月地产新开工与施工面积同比增速重新转负，竣工面积同比走阔至15.3%，地产投资同比回落至-12.5%，结合12月建筑业PMI走高来看，资金可能仍在主要投向保交楼等现有项目竣工。销售端方面，在京沪楼市政策放松的支撑下地产销售年末阶段性回暖，12月30城口径下新房销售面积一度同比回正。

展望2024年，地产企稳的关键仍在供给端增量政策的落实与接续。隐忧在于，新开工面积在2022年与2023年分别下降4成和2成，竣工端能否持续亮眼仍有不确定性，因此2024年地产投资企稳对项目开工施工的依赖可能不小。目前PSL资金支持已经落地，我们认为保障房的推进将是2024年一季度地产投资修复的主要支撑。

■ **制造业投资：生产是2023年制造业的“强项”。**2023年全年制造业投资增速为6.5%，其中12月增速为8.2%（前值7.1%），延续了11月的加速趋势。12月大部分工业制造业中下游行业均处于加速通道，包括但不限于通用设备、汽车制造、食品制造等行业。从2023年二季度起，制造业产能利用率就在逐步爬升中，在需求偏弱的情况下，生产端成为2023年工业的“强项”。

不过整体而言，**其实2023年对于制造业而言可能是比较艰难的一年——价格拖累导致工业企业利润的复苏“姗姗来迟”、需求较弱导致库存周期被“卡”在去库周期许久。**但随着库存见底、工业整体进入补库周

相关研究

《2024美国大选指南：这次有何不一样？》

2024-01-15

《降息缘何落空？—1月MLF操作点评》

2024-01-15

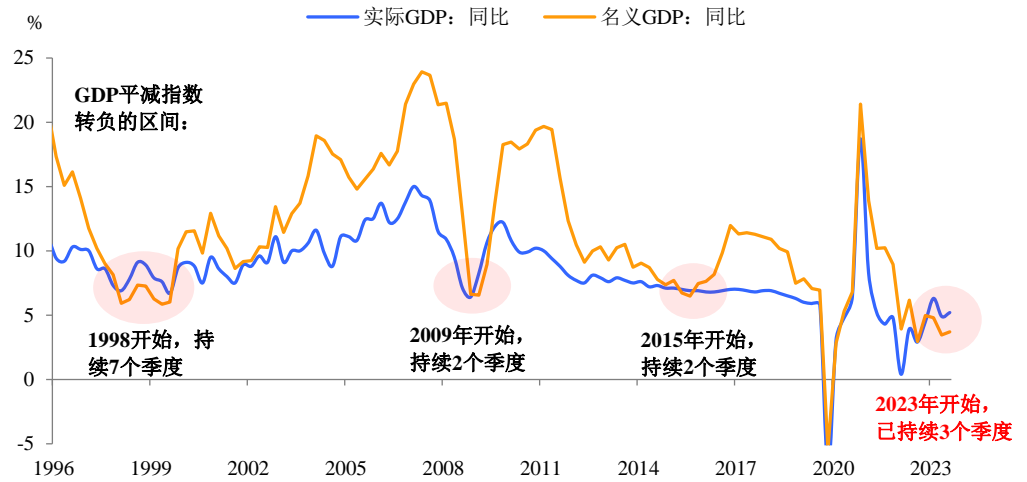
期，2024年制造业的情况会更乐观一些，我们预计2024年制造业投资增速为6.0%。

- **基建投资：2023年强势收官。**2023年广义基建增速以8.2%收官，其中12月广义基建增速大幅上扬，一举取得10.7%（前值5.4%）的好成绩，**此次广义基建增速的升高主要是源于铁路投资的加速。**12月建筑业PMI再续上升趋势就是基建“实力不浅”的最佳“预告”，增发万亿国债所起的提振作用或已初步传导至基建端。

基建的这份“好消息”能否延续？主要看政策端如何“助力”。回顾2023年，上半年充当经济“压舱石”的基建从第三季度开始就显得有些“发力不足”，背后原因包括新增专项债发行进度不及2022年同期、无2022年同期政策性开发性金融工具予以支撑、财政收入并无明显向基建倾斜、化债基调下地方政府城投平台融资困难等等。虽然2024年基建仍面临一些“逆风”，**但至少从财政端的角度来看，2024年“稳基建”的逻辑依旧很强**——万亿国债的一半结转至2024年使用是一方面，领先于基建投资约2-3个月的财政端基建类支出开始“提速加码”是另一方面。我们预计在中性情况下，2024年基建投资增速为7.5%。

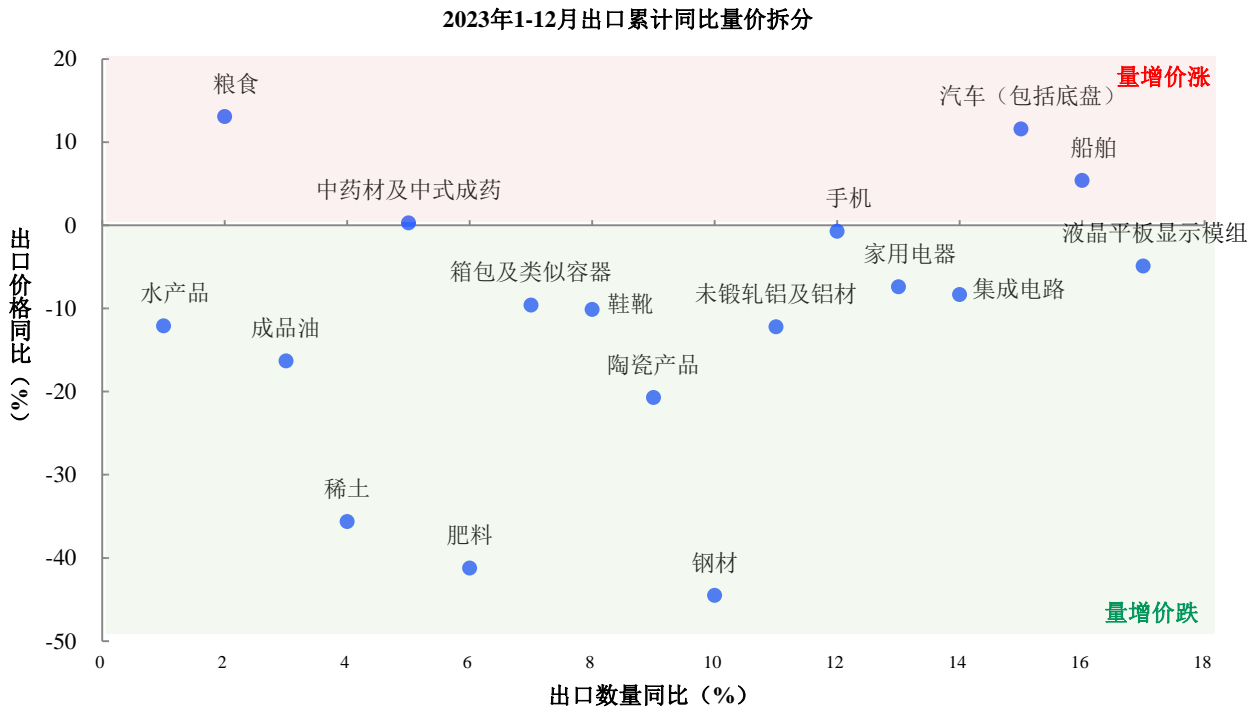
- **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

图1: GDP平减指数转负的持续时间为1998年以来最久



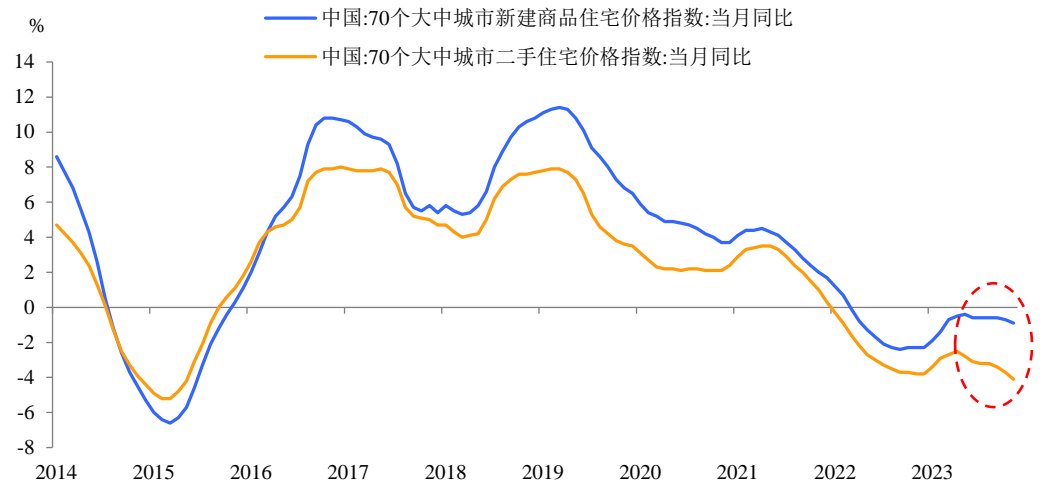
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023年多个出口品类“量增价跌”



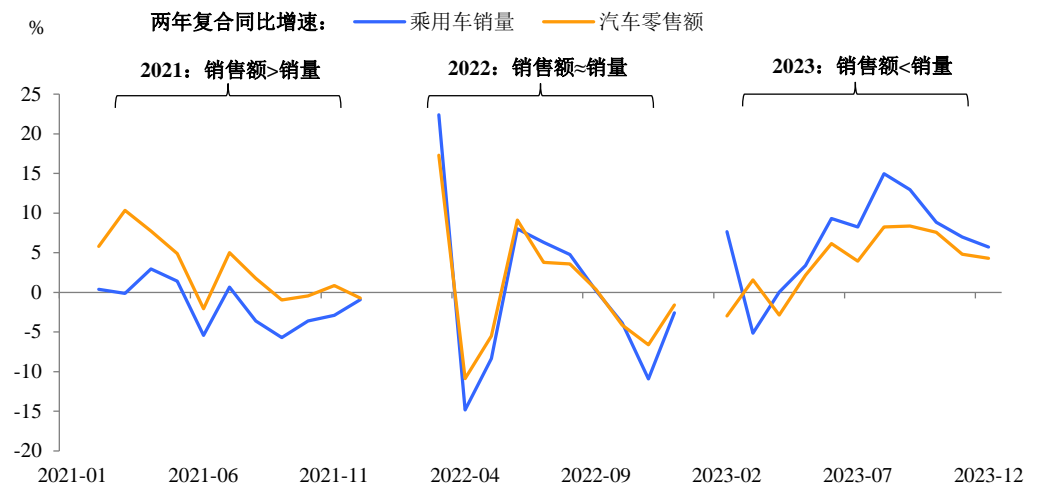
数据来源: Wind, 海关总署, 东吴证券研究所

图3: 新房与二手房价格回落



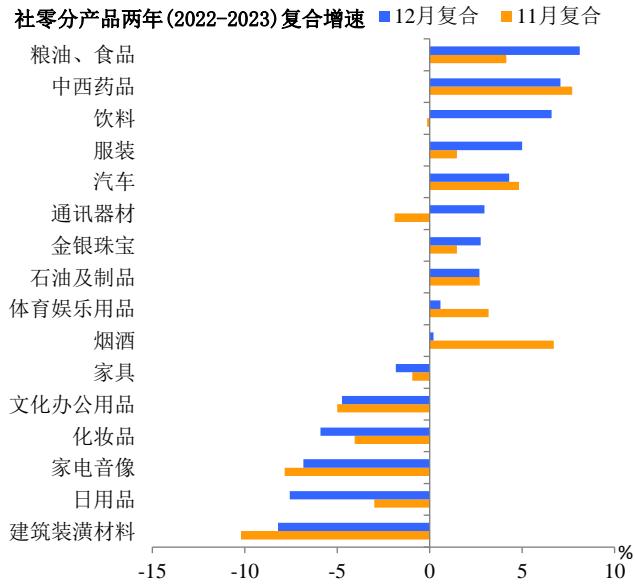
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023年汽车“以价换量”



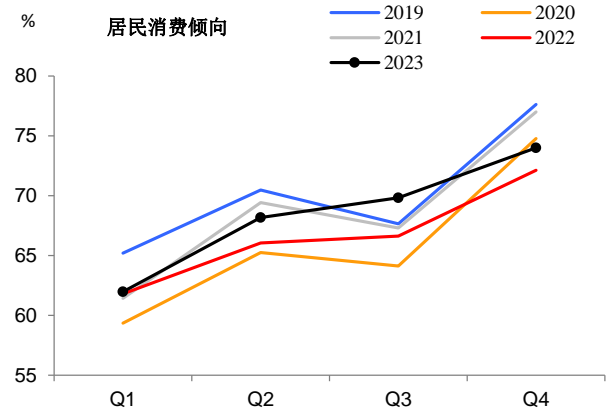
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 12月社零结构: 冬季食品饮料需求支撑



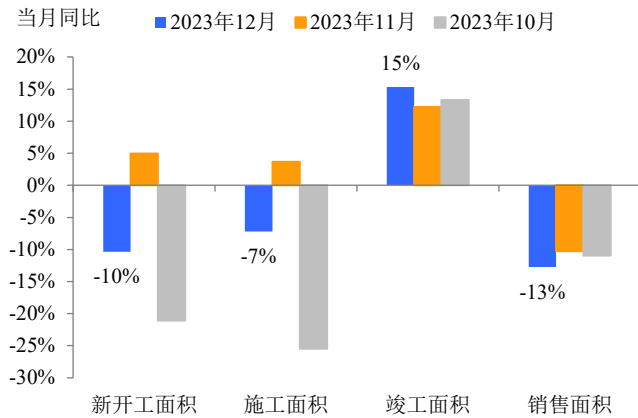
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023年Q4居民消费倾向低于2019年同期



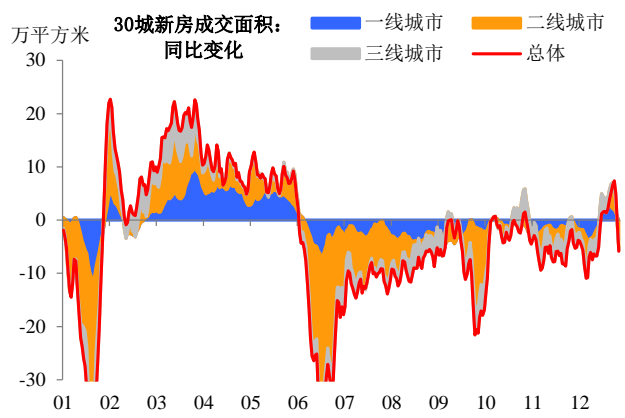
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 12月地产: 竣工仍是亮点



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

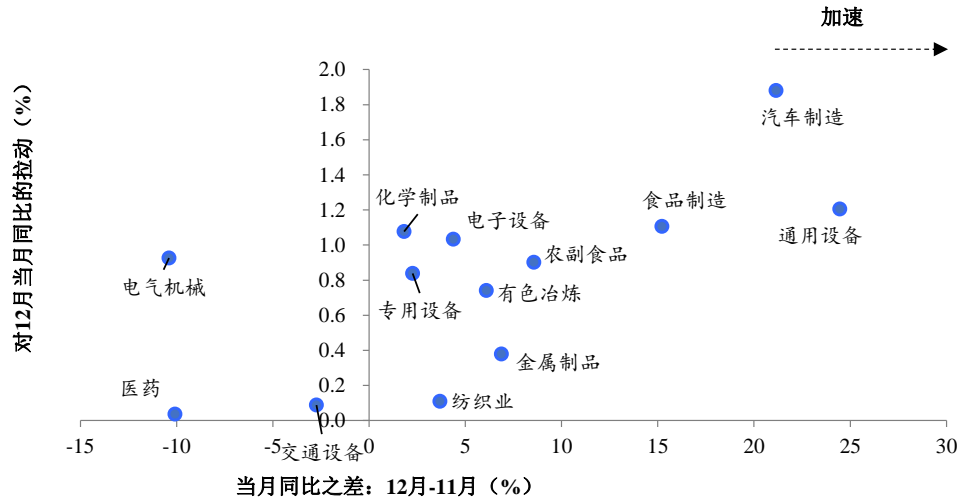
图8: 地产销售2023年年末阶段性回暖



注: 横轴为月份

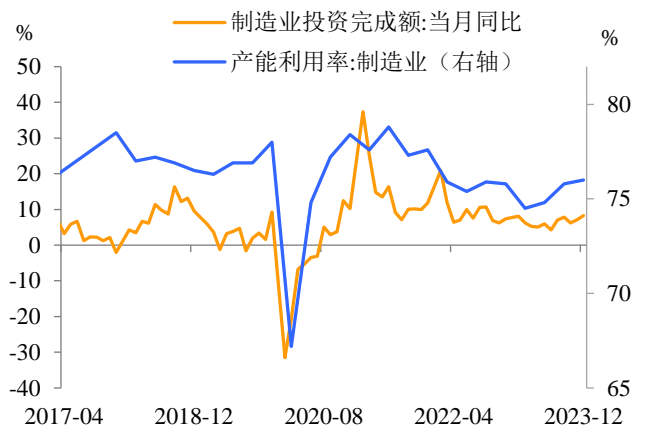
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：12月大部分工业行业均处于加速通道中



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：产能利用率在逐步爬升中



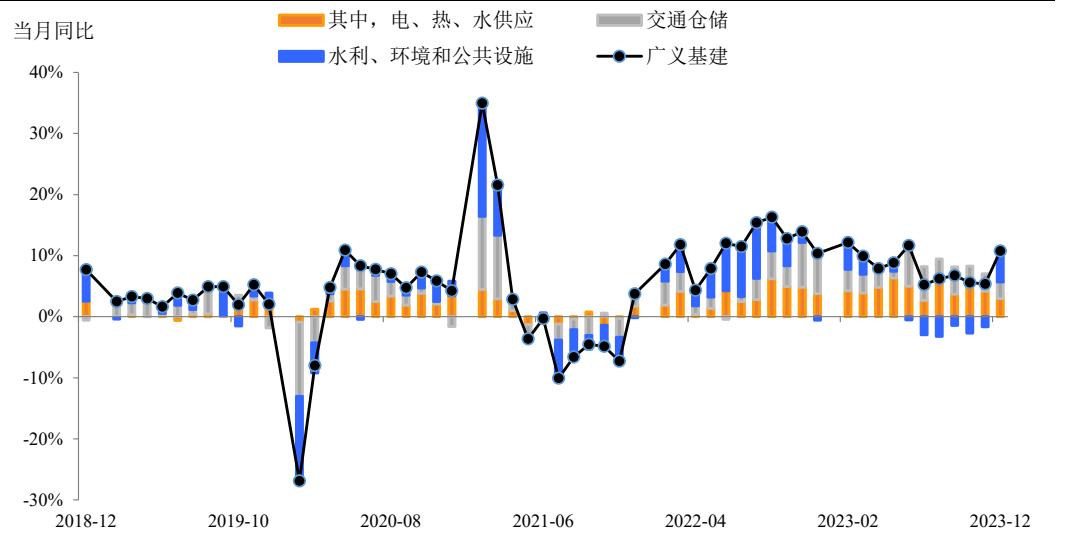
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：工业库存即将见底



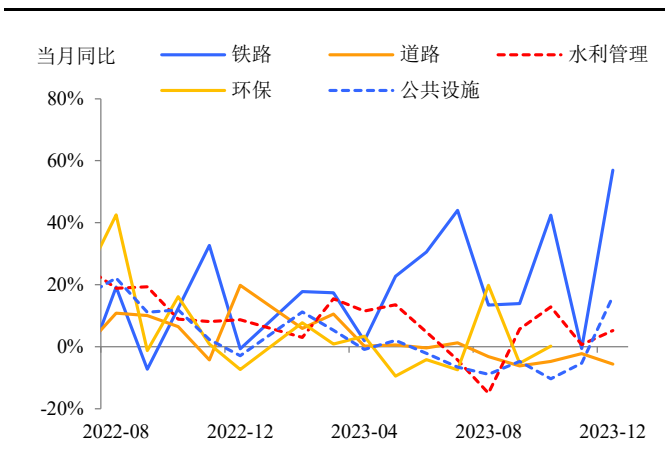
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12: 12月广义基建增速强势升高



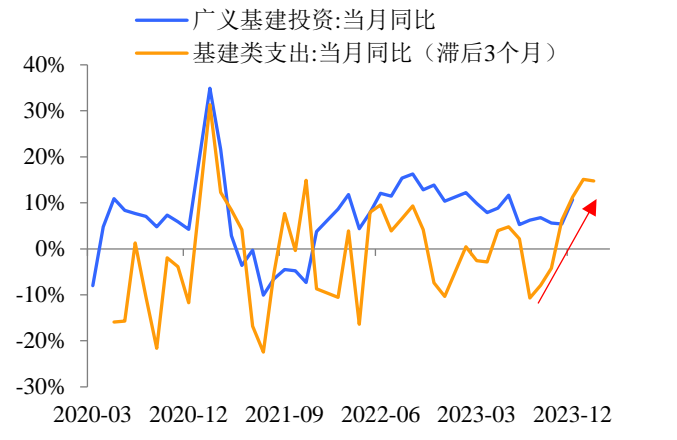
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 12月铁路投资增速大幅升高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 财政端基建类支出的走强有望带动基建投资升高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>