



宏观研究

【粤开宏观】2023年中国经济复盘及2024年展望

2024年01月17日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】全球财税趋势与2023年财税形势概览》2024-01-14

《【粤开宏观】省以下财政体制的四个总体特征、问题与建议》2024-01-09

《【粤开宏观】全球经济新格局：区域价值链的重构与三大中心的挑战》2024-01-04

《【粤开宏观】财税体制改革将向何处去：新形势与新方向》2023-12-26

《【粤开宏观】负重前行：2023年财政债务形势总结与2024年展望》2023-12-20

摘要

1月17日，国家统计局公布2023年全年经济和人口数据，经济持续恢复，人口形势出现总量减少、老龄化和少子化特征。2023年实际GDP增长5.2%；年末全国人口140967万，较上年减少208万；全年出生人口902万，较上年减少54万；16—59岁的劳动年龄人口86481万，较上年减少1075万。

一、复盘2023年中国经济：疫后恢复一波三折

2023年中国经济总体处于疫后恢复期，GDP全年增长5.2%，实现了年初定下的“5%左右”的增速目标，既有基数效应的作用（2022年GDP增速为3%，2022和2023两年平均增速为4.1%），又与中国经济的韧性和宏观政策有关。2023年中国经济的两个重要引擎——房地产投资和出口，自2001年以来首次同时出现年度负增长（分别为-9.6%和-4.6%），但服务业生产指数、高技术制造业投资和广义基建投资分别实现8.1%、9.9%和8.2%的高增。

节奏来看，2023年中国经济运行是一波三折的恢复，一季度开门红、二季度有下行压力、三季度逐步恢复，四季度略有回落，季调环比增速分别为2.1%、0.6%、1.5%和1.0%。一季度开门红来自于疫情防控平稳转段后前期积压需求的集中释放，居民服务消费热情高涨，房地产销售迎来“小阳春”；但需求短暂释放后出现空挡，房地产市场和出口形势快速转弱，导致二季度经济增速放缓；三季度政策支持力度明显加大，专项债发行和使用进度加快、中央和地方政府密集出台稳地产政策、央行降息降准等，增强了经济恢复动能；然而，宏观上总需求不足、微观上信心不振的根本问题没有解决，企业家和地方政府的积极性仍有待进一步激发出来，而且一定程度上出现了“实体经济下行、金融市场低迷、信心预期不振”的负向循环，削弱了逆周期调控的政策效果，同时大宗商品价格下降导致企业补库存步伐放缓，四季度制造业PMI出现回落。

二、透视经济结构性恢复：困难挑战与亮点潜力并存

悲观者正确，乐观者前行，当前经济仍面临一些困难和挑战，但也有亮点和潜力。

第一，居民消费信心有所恢复，但消费潜力仍有巨大挖掘空间。2023年居民平均消费倾向（人均消费支出占人均可支配收入比重）为68.3%，高于2022年的66.5%，但仍低于2019年的70.1%，同时考虑到2022年以来居民积累的大量超额储蓄，若政策能有效激发消费意愿，居民消费有望较快增长。

第二，居民收入增速快于经济增速，但城镇居民和中等收入人群处境有待改善。2023年全国居民人均可支配收入的名义和实际增速分别为6.3%和6.1%，



均高于 GDP 名义和实际增速的 4.6% 和 5.2%，但城镇居民 4.8% 的实际收入增速低于 GDP 增速，且全国居民人均可支配收入中位数仅相当于均值的 84.2%，低于 2019 和 2022 年的 86.3% 和 85.1%。这与就业形势和房地产等部分行业处境不佳有关，12 月不包含在校生的 16—24 岁、25—29 岁劳动力调查失业率分别为 14.9%、6.1%，处于较高水平；城镇本地户籍人口失业率高于外来户籍人口，且缺口持续扩大；按全国居民五等份收入分组，中间的 20% 人群收入增速最低，仅为 5.2%，低于总体的 6.3%。

第三，经济新动能明显增强。2023 年装备制造业增加值增长 6.8%，比规模以上工业快 2.2 个百分点，太阳能电池、新能源汽车、发电机组（发电设备）产品产量分别增长 54.0%、30.3%、28.5%；升级类商品销售较快增长，限额以上单位金银珠宝类，体育、娱乐用品类，通讯器材类商品零售额分别增长 13.3%、11.2%、7.0%；高技术产业投资增长 10.3%，快于全部投资 7.3 个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 9.9% 和 11.4%。

第四，服务业快速恢复。2023 年住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，金融业，批发和零售业增加值分别增长 14.5%、11.9%、9.3%、8.0%、6.8%、6.2%；餐饮收入增长 20.4%，服务零售额比上年增长 20.0%。

第五，通胀和资产价格低迷是拖累 2023 年经济的重要因素，相应地，若 2024 年通胀和资产价格企稳回升，也将成为 2024 年经济的重要助力。通胀回升将推动经济名义增速高于实际增速，改善微观主体感受和处境；房地产和股票是通胀保值资产，通胀回升将提高资产的名义回报，并增强投资者的风险偏好，资产价格上涨又将通过财富效应和托宾 Q 效应促进居民消费和企业投资。

三、2024 年展望及政策建议

展望 2024 年，中国经济仍将延续疫后恢复态势，有望实现 5% 左右的增速。从动能看，相对确定的是服务业、高端制造和基建投资，房地产在政策作用下预计将逐步筑底，但恢复力度还要看政策的进一步加码；从经济周期来看，库存周期大概率已触底，从去库存进入到补库存对于经济增长是积极的；从基数的角度，2022 和 2023 年两年平均增速仅为 4.1%，意味着经济仍未恢复到正常增长轨道，仍存在基数效应。

2024 年全球经济继续下行，全球大选年等可能引发更加激烈的地缘政治冲突，外部环境依旧复杂严峻；国内来看，房地产和地方财政仍是最大的不确定性因素。因此，有必要以财政政策和房地产政策为重点、提振预期和就业优先政策为核心促进经济恢复，同时尽快稳定股市、房地产资产价格；从政策稳定性、制度完备性、法治落实和理论突破四个层面提振企业家信心；打造生育友好型社会，应对老龄化与少子化；政策要走在预期前面、政策的节奏往前移，避免“舆论倒逼、政策被动响应”式和“平均用力”式的宏观调控。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、复盘 2023 年中国经济：疫后恢复一波三折	4
二、透视经济结构性恢复：困难挑战与亮点潜力并存	5
三、2024 年展望及政策建议	8

图表目录

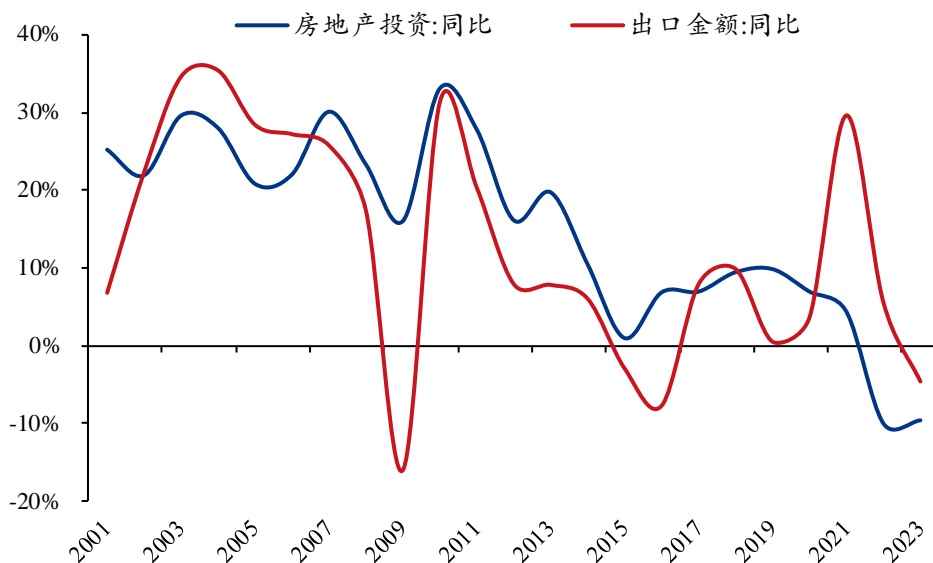
图表 1： 2023 年房地产投资和出口增速首次同时出现年度负增长	4
图表 2： 2023 年中国经济恢复一波三折	5
图表 3： 2023 年居民平均消费倾向有所恢复，但仍低于疫情前水平	5
图表 4： 2023 年本地户籍人口失业率高于外来户籍人口	6
图表 5： 2023 年高技术产业投资增速显著高于固定资产投资总体增速	7
图表 6： 2023 年餐饮收入快速恢复	7
图表 7： 股市表现与通胀水平存在一定的正相关	8



一、复盘 2023 年中国经济：疫后恢复一波三折

2023 年中国经济总体处于疫后恢复期，GDP 全年增长 5.2%，实现了年初定下的“5% 左右”的增速目标，既有基数效应的作用（2022 年 GDP 增速为 3%，2022 和 2023 两年平均增速为 4.1%），又与中国经济的韧性和宏观政策有关。2023 年中国经济的两个重要引擎——房地产投资和出口，自 2001 年以来首次同时出现年度负增长（分别为-9.6%和-4.6%），但服务业生产指数、高技术制造业投资和广义基建投资分别实现 8.1%、9.9%和 8.2%的高增。

图表1：2023 年房地产投资和出口增速首次同时出现年度负增长



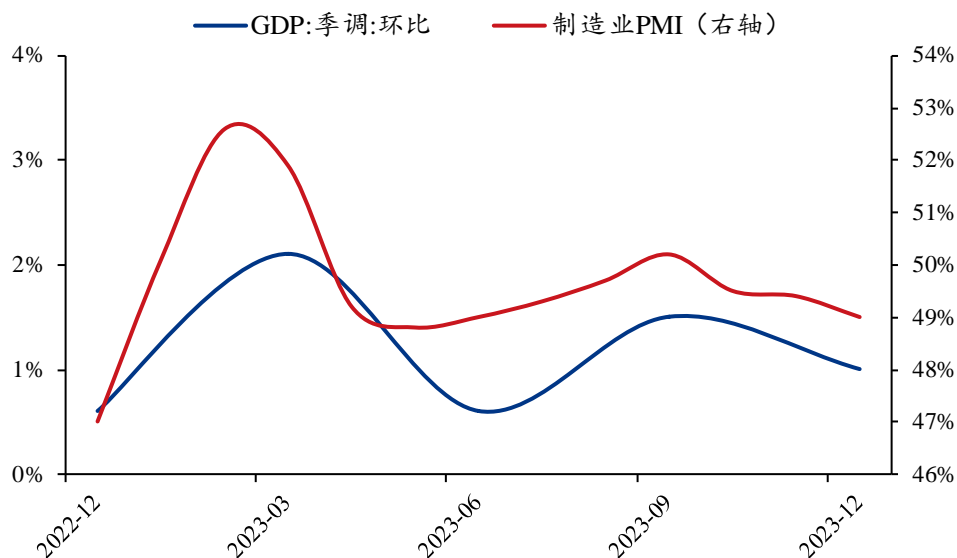
资料来源：Wind、粤开证券研究院

节奏来看，2023 年中国经济运行是一波三折的恢复，一季度开门红、二季度有下行压力、三季度逐步恢复，四季度略有回落，季调环比增速分别为 2.1%、0.6%、1.5%和 1.0%。

一季度开门红来自于疫情防控平稳转段后前期积压需求的集中释放，居民服务消费热情高涨，房地产销售迎来“小阳春”；但需求短暂释放后出现空挡，房地产市场和出口形势快速转弱，导致二季度经济增速放缓；三季度政策支持力度明显加大，专项债发行和使用进度加快、中央和地方政府密集出台稳地产政策、央行降息降准等，增强了经济恢复动能；然而，宏观上总需求不足、微观上信心不振的根本问题没有解决，企业家和地方政府的积极性仍有待进一步激发出来，而且一定程度上出现了“实体经济下行、金融市场低迷、信心预期不振”的负向循环，削弱了逆周期调控的政策效果，同时大宗商品价格下降导致企业补库存步伐放缓，四季度制造业 PMI 出现回落。



图表2：2023年中国经济恢复一波三折



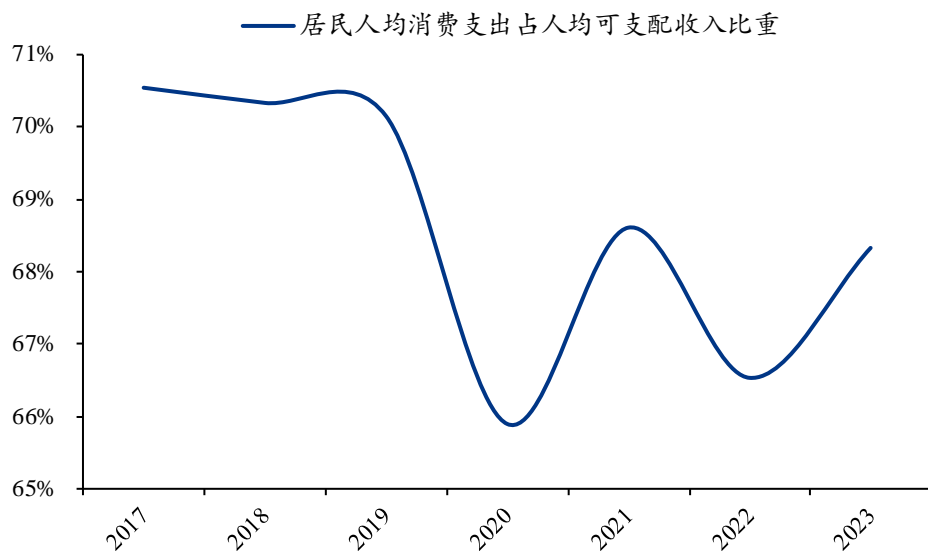
资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、透视经济结构性恢复：困难挑战与亮点潜力并存

悲观者正确，乐观者前行，当前经济仍面临一些困难和挑战，但也有亮点和潜力。

第一，居民消费信心有所恢复，但消费潜力仍有巨大挖掘空间。2023年居民平均消费倾向（人均消费支出占人均可支配收入比重）为68.3%，高于2022年的66.5%，但仍低于2019年的70.1%，同时考虑到2022年以来居民积累的大量超额储蓄，若政策能有效激发消费意愿，居民消费有望较快增长。

图表3：2023年居民平均消费倾向有所恢复，但仍低于疫情前水平

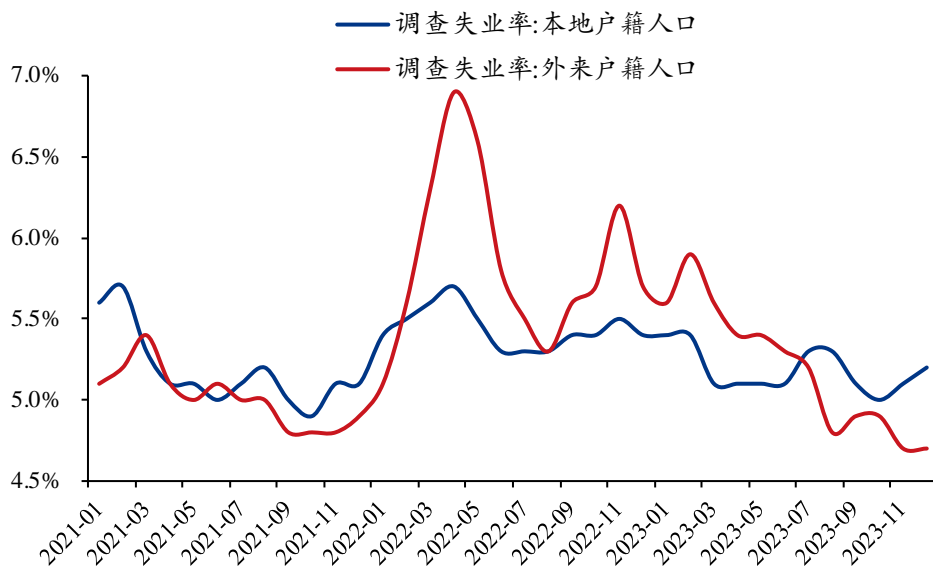


资料来源：Wind、粤开证券研究院



第二，居民收入增速快于经济增速，但城镇居民和中等收入人群处境有待改善。2023年全国居民人均可支配收入的名义和实际增速分别为6.3%和6.1%，均高于GDP名义和实际增速的4.6%和5.2%，但城镇居民4.8%的实际收入增速低于GDP增速，且全国居民人均可支配收入中位数仅相当于均值的84.2%，低于2019和2022年的86.3%和85.1%。这与就业形势和房地产等部分行业处境不佳有关，12月不包含在校生的16—24岁、25—29岁劳动力调查失业率分别为14.9%、6.1%，处于较高水平；城镇本地户籍人口失业率高于外来户籍人口，且缺口持续扩大；按全国居民五等份收入分组，中间的20%人群收入增速最低，仅为5.2%，低于总体的6.3%。

图表4：2023年本地户籍人口失业率高于外来户籍人口

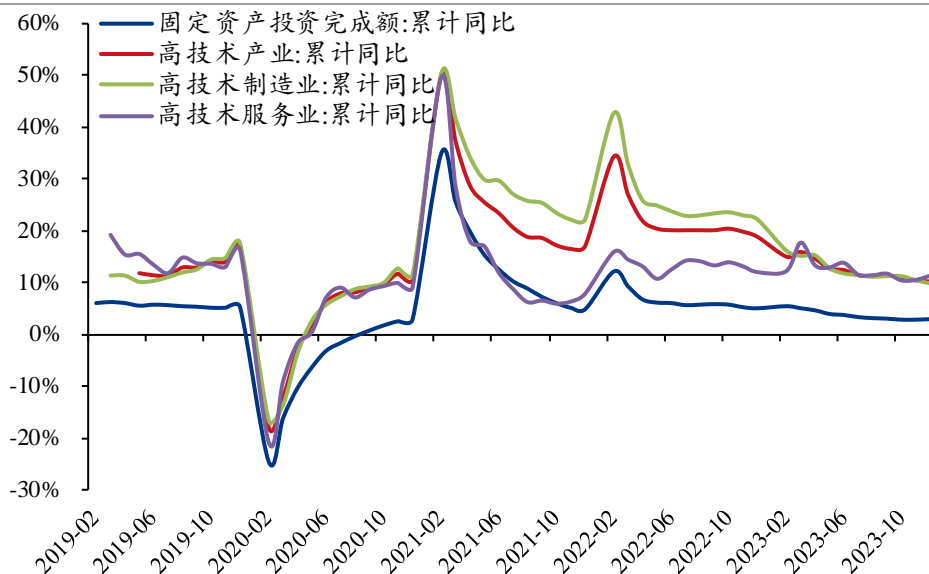


资料来源：Wind、粤开证券研究院

第三，经济新动能明显增强。2023年装备制造业增加值增长6.8%，比规模以上工业快2.2个百分点，太阳能电池、新能源汽车、发电机组（发电设备）产品产量分别增长54.0%、30.3%、28.5%；升级类商品销售较快增长，限额以上单位金银珠宝类，体育、娱乐用品类，通讯器材类商品零售额分别增长13.3%、11.2%、7.0%；高技术产业投资增长10.3%，快于全部投资7.3个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长9.9%和11.4%。



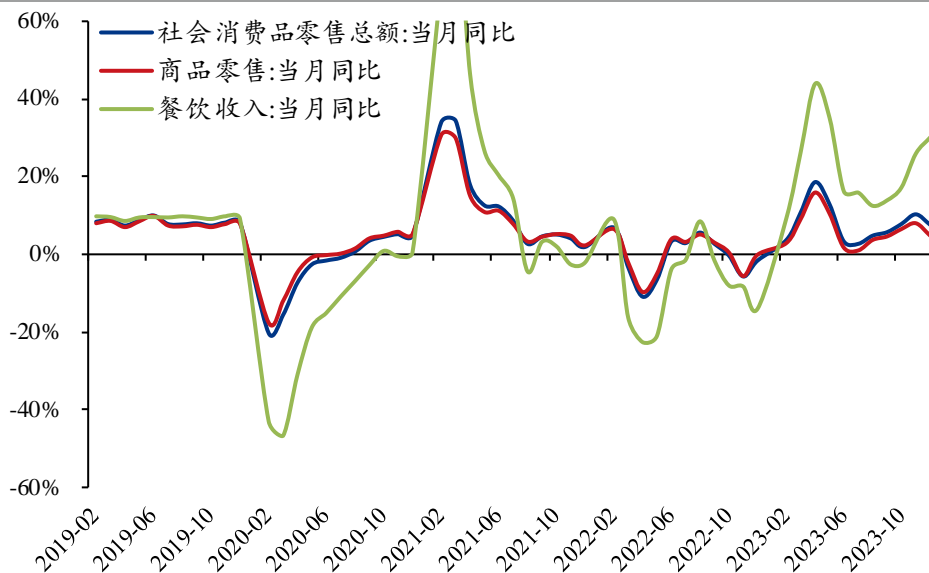
图表5：2023 年高技术产业投资增速显著高于固定资产投资总体增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第四，服务业快速恢复。2023 年住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，金融业，批发和零售业增加值分别增长 14.5%、11.9%、9.3%、8.0%、6.8%、6.2%；餐饮收入增长 20.4%，服务零售额比上年增长 20.0%。

图表6：2023 年餐饮收入快速恢复



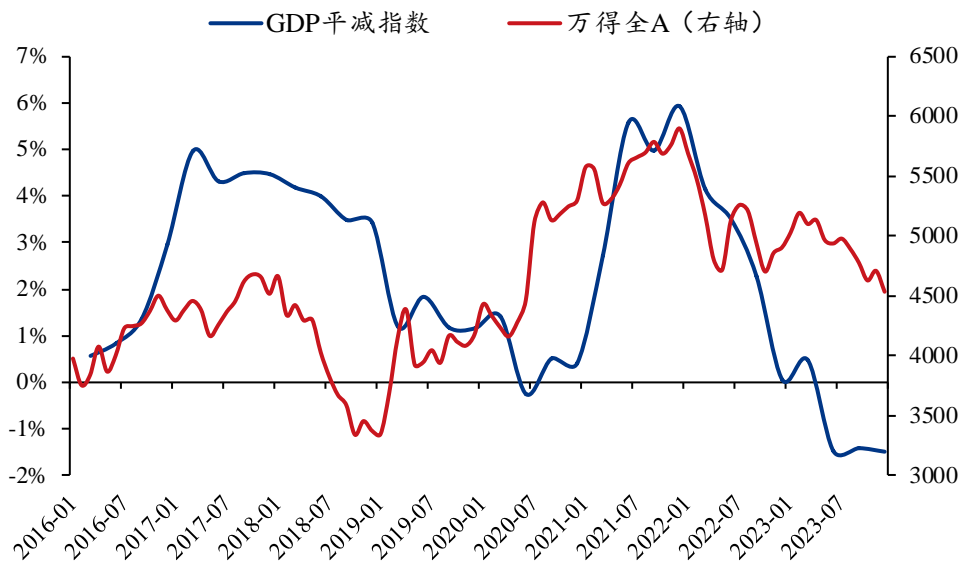
资料来源：Wind、粤开证券研究院

第五，通胀和资产价格低迷是拖累 2023 年经济的重要因素，相应地，若 2024 年通胀和资产价格企稳回升，也将成为 2024 年经济的重要助力。通胀回升将推动经济名义增速高于实际增速，改善微观主体感受和处境；房地产和股票是通胀保值资产，通胀回升将提高资产的名义回报，并增强投资者的风险偏好，资产价格上涨又将通过财富效应和



托宾 Q 效应促进居民消费和企业投资。

图表7：股市表现与通胀水平存在一定的正相关



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、2024 年展望及政策建议

展望 2024 年，中国经济仍将延续疫后恢复态势，有望实现 5%左右的增速。从动能看，相对确定的是服务业、高端制造和基建投资，房地产在政策作用下预计将逐步筑底，但恢复力度还要看政策的进一步加码；从经济周期来看，库存周期大概率已触底，从去库存进入到补库存对于经济增长是积极的；从基数的角度，2022 和 2023 年两年平均增速仅为 4.1%，意味着经济仍未恢复到正常增长轨道，仍存在基数效应。

2024 年全球经济继续下行，全球大选年等可能引发更加激烈的地缘政治冲突，外部环境依旧复杂严峻；国内来看，房地产和地方财政仍是最大的不确定性因素。因此，有必要以财政政策和房地产政策为重点、提振预期和就业优先政策为核心促进经济恢复，同时尽快稳定股市、房地产资产价格；从政策稳定性、制度完备性、法治落实和理论突破四个层面提振企业家信心；打造生育友好型社会，应对老龄化与少子化；政策要走在预期前面、政策的节奏往前移，避免“舆论倒逼、政策被动响应”式和“平均用力”式的宏观调控。

第一，最重要的举措在于提振信心、稳定预期，重新激发企业家和地方政府的积极性。将提振市场主体信心作为一项任务目标提出来，类似这些年的就业优先政策，并出台一些务实举措。

第二，建议财政赤字率定在 3.5%以上，专项债规模与 2023 年大体持平或略增加，对外释放积极信号。打破赤字率 3%的约束，赤字规模中由中央占主导；财政政策以支出政策为主、减税降费等收入政策为辅，提高财政资源的使用效率。

第三，推动财政政策逐步从重投资转向投资与消费并重，对部分特定群体发放现金补贴推动消费尽快回升，采取中央和地方分地区按比例承担的方式实施；逐步利用个税 APP 等建立起补贴群体的筛选机制和基础设施。



第四，发行长期建设国债，提前建设十四五规划的重大项目，中央政府举债空间更大，保民生、稳增长。一是支持基建，对冲总需求快速下行，确保宏观大盘稳定，确保预期和信心稳定；二是腾出的财力空间用于保障民生，对低收入人群发放补贴，提高农村居民的养老金水平，为公众提供更多优质的民生服务，促进消费或提高居民的抗风险能力，确保社会和人心稳定。

第五，货币政策与财政政策相配合，维持稳健偏松的力度，结构性货币政策在“保交楼”“科技创新”上要进一步发力。降准降息均有空间，该降准降准，该降息降息，不要受到多政策目标的过多限制。要更好满足居民刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，结构性货币政策工具继续向科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业倾斜。

第六，房地产政策在构建新发展模式的基础上，有三大核心任务：保供给、促需求和稳房价，放开限制性措施，推动相关住房需求释放。其一是供给端保交楼，落实金融机构对房企支持的“三个不低于”，适当调整对金融机构的考核指标，避免房地产暴雷的硬着陆；其二，鼓励房地产行业内部并购重组、化解风险，避免烂尾对信心与预期的冲击；其三，需求端，降低各环节购房成本，例如提高房贷利息抵扣个税幅度、降低交易环节税费等，促进市场活跃，稳定房价预期，当前我国房贷抵扣个税为每月 1000 元税前收入的标准定额扣除，成熟市场如美国可抵扣实际支付的按揭贷款利息；其四，取消限购或者增加有购房需求人群的名额资格，例如根据一定的社保缴纳年限，释放有需求但无购房资格人群的刚需；其五，一线城市要尽快推出优质地段建设高品质住房，如此才能稳住房地产价格并激发居民购房热情，稳定房地产信心和热度；其六，一线城市加快开发建设保障房，对于低能级城市则由财政收储部分商品房转化为保障房；其七，从长期看要构建以人口为中心的土地供应模式。

第七，增加托幼、教育、医疗等公共服务，加强对育龄女性就业公平的保障和男性陪产假和育儿假的落实，增加对生育的财政补贴和个税扣减，打造生育友好型社会。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者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。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com