

# 宏观经济宏观月报

## 12月国内投资和出口回升驱动经济回暖

### 核心观点

**12月国内投资和出口回升驱动经济回暖。**12月国内经济景气较11月有所回暖，其中投资、出口景气上升，构成经济回暖的主要驱动，但失业率小幅上行背景下消费增速有所回落，拖累了经济回暖的幅度。

根据我们总结的月度经济指标与GDP之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：如何测算中国月度GDP同比？-20230623》），我们测算了中国实际GDP的月度同比增速。2023年12月国内实际GDP同比约为5.7%，较11月继续上升0.2个百分点。12月国内实际GDP的两年平均同比约为4.1%，较11月小幅回升0.2个百分点。

2023年以来，中国经济循环不畅的主要症结仍是消费需求偏弱。消费需求偏弱源于居民就业和收入预期偏弱导致的超额储蓄行为，而人均消费支出占可支配收入比例可以很好地衡量居民的消费意愿和储蓄行为变化。

2023年三季度国内居民人均消费支出占可支配收入的比例明显超越2013-2019年同期的平均水平，这与2023年上半年明显低于历史同期均值的情况形成鲜明反差，这种反差或表明2023年三季度国内居民暂时走出了超额储蓄状态，消费意愿明显上升。

但2023年四季度国内居民人均消费支出占可支配收入的比例再次明显降至2013-2019年同期平均水平下方，表明2023年四季度国内居民再次进入超额储蓄状态。

后续随着政府稳增长政策继续发力以及出口持续回暖，国内就业有望进一步改善，国内居民大概率再次走出超额储蓄状态，从而推动国内经济景气进一步上升。

**风险提示：**政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

### 经济研究·宏观月报

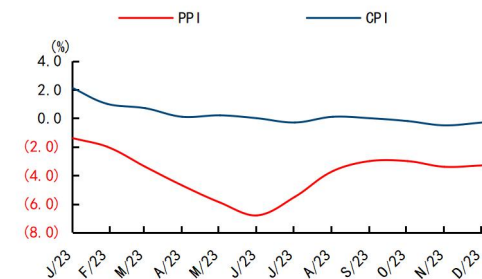
证券分析师：李智能  
0755-22940456  
lizn@guosen.com.cn  
S0980516060001

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	3.00
社零总额当月同比	7.40
出口当月同比	2.30
M2	9.70

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-11月国内经济景气小幅回落，12月消费有望明显回暖》——2023-12-18
- 《宏观经济宏观月报-10月国内消费延续回暖，投资季节性回落拖累经济增长》——2023-11-16
- 《宏观经济宏观月报-9月国内失业率下降，消费回暖具有持续性》——2023-10-18
- 《宏观经济宏观月报-8月国内经济景气回暖，内生增长动能得以提振》——2023-09-16
- 《宏观经济宏观月报-土地市场仍然偏弱，7月国内经济景气有所回落》——2023-08-16

## 内容目录

<b>12 月经济增长：投资和出口回升驱动经济回暖</b> .....	<b>4</b>
就业：12 月中国失业率小幅上升.....	5
生产端：12 月工业生产景气维持高位，服务生产亦有所回暖.....	6
需求端：投资——国内投资景气明显回升，制造业和基建投资表现亮眼.....	8
需求端：消费——消费复合增速继续回落.....	9
需求端：进出口——出口、进口同比均有所上升.....	10
<b>12 月通胀解读：国内综合通胀小幅上升</b> .....	<b>11</b>
2023 年 12 月 CPI 数据分析与未来走势判断.....	11
2023 年 12 月 PPI 数据分析与未来走势判断.....	15
<b>风险提示</b> .....	<b>17</b>

## 图表目录

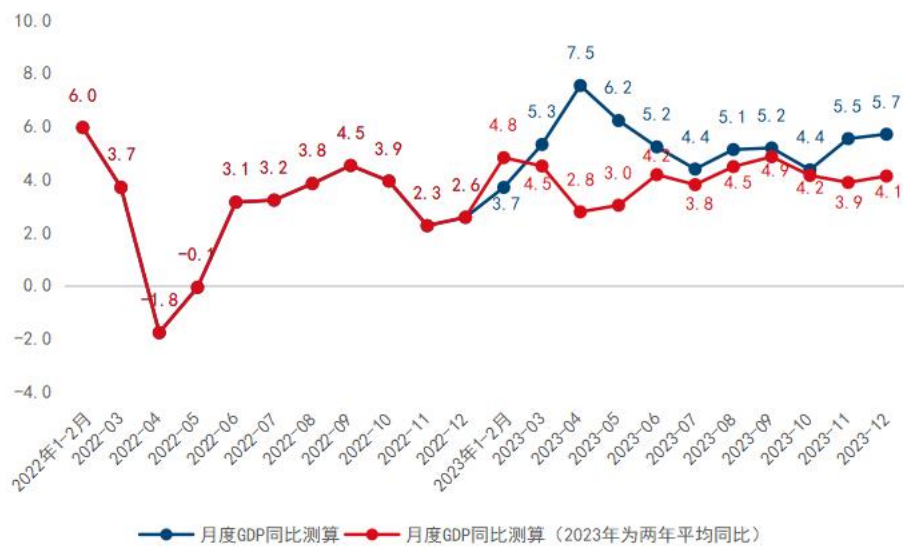
图 1: 中国实际 GDP 月度同比增速测算 .....	4
图 2: 中国居民当季人均消费支出占人均可支配收入比例减去历史同期均值一览 .....	5
图 3: 12 月整体调查失业率为 5.1%，季节性上行 0.1 个百分点 .....	5
图 4: 中国工业增加值当月同比与两年平均同比增速一览 .....	6
图 5: 中国工业增加值定基指数历年环比增速一览 .....	6
图 6: 采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览 .....	6
图 7: 采矿业、制造业、公用事业增加值两年平均同比一览 .....	6
图 8: 12 月各品类产品产量当月同比以及两年平均同比与 11 月的差值一览 .....	7
图 9: 12 月服务业生产指数当月同比回落但两年平均同比上升 .....	7
图 10: 中国固定资产投资完成额同比增速一览 .....	8
图 11: 中国固定资产投资完成额环比增速一览 .....	8
图 12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览 .....	8
图 13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览 .....	8
图 14: 房地产销售额同比增速一览 .....	9
图 15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览 .....	9
图 16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览 .....	9
图 17: 11 月不同商品的销售金额同比较 10 月变化幅度一览 .....	10
图 18: 中国 12 月出口、进口同比均有所上升 .....	10
图 19: 中国 12 月出口环比基本持平历史平均水平 .....	10
图 20: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献 .....	11
图 21: CPI 环比与历史均值比较 .....	11
图 22: CPI 食品项环比与历史均值比较 .....	12
图 23: CPI 非食品项环比与历史均值比较 .....	12
图 24: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较 .....	13
图 25: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较 .....	13
图 26: 食品高频价格指数走势 .....	14
图 27: 非食品高频价格指数走势 .....	14
图 28: 2023 年 12 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值 .....	15
图 29: 2023 年 12 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较 .....	16
图 30: 2023 年 12 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较 .....	16
图 31: 流通领域生产资料价格高频指标走势图 .....	17

## 12 月经济增长：投资和出口回升驱动经济回暖

12 月国内经济景气较 11 月有所回暖，其中投资、出口景气上升，构成经济回暖的主要驱动，但失业率小幅上行背景下消费增速有所回落，拖累了经济回暖的幅度。

根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：如何测算中国月度 GDP 同比？-20230623》），我们测算了中国实际 GDP 的月度同比增速。2023 年 12 月国内实际 GDP 同比约为 5.7%，较 11 月继续上升 0.2 个百分点。12 月国内实际 GDP 的两年平均同比约为 4.1%，较 11 月小幅回升 0.2 个百分点。

图1：中国实际 GDP 月度同比增速测算



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

2023 年以来，中国经济循环不畅的主要症结仍是消费需求偏弱。消费需求偏弱源于居民就业和收入预期偏弱导致的超额储蓄行为，而人均消费支出占可支配收入比例可以很好地衡量居民的消费意愿和储蓄行为变化。

2023 年三季度国内居民人均消费支出占可支配收入的比例明显超越 2013-2019 年同期的平均水平，这与 2023 年上半年明显低于历史同期均值的状况形成鲜明反差，这种反差或表明 2023 年三季度国内居民暂时走出了超额储蓄状态，消费意愿明显上升。

但 2023 年四季度国内居民人均消费支出占可支配收入的比例再次明显降至 2013-2019 年同期平均水平下方，表明 2023 年四季度国内居民再次进入超额储蓄状态。

后续随着政府稳增长政策继续发力以及出口持续回暖，国内就业有望进一步改善，国内居民大概率再次走出超额储蓄状态，从而推动国内经济景气进一步上升。

图2：中国居民当季人均消费支出占人均可支配收入比例减去历史同期均值一览



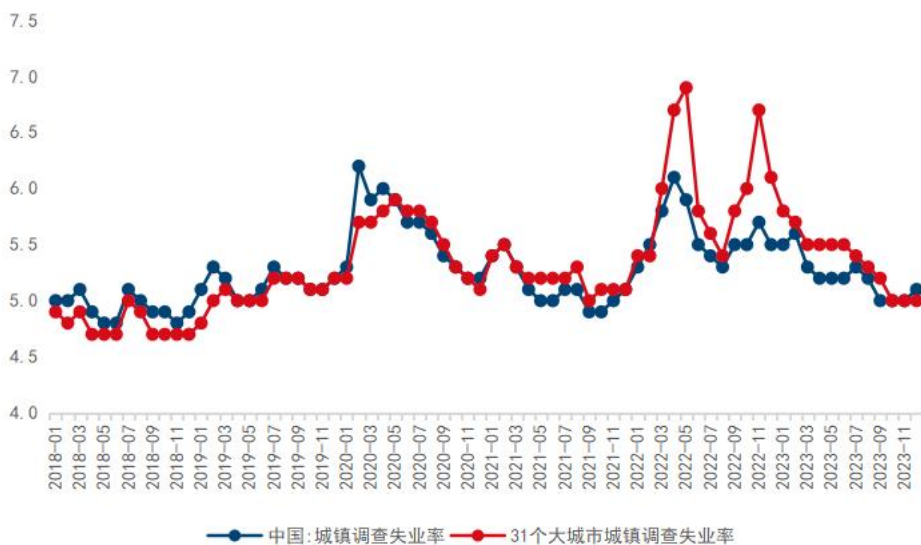
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 就业：12月中国失业率小幅上升

12月国内城镇调查失业率为5.1%，较上月上升0.1个百分点。2018、2019、2021年12月城镇调查失业率平均值较10月上升0.1个百分点。今年12月国内城镇调查失业率表现边际上与历史平均水平持平，表明国内就业情况仍然较为稳健。

12月大城市调查失业率约为5.0%，持平上月。2018、2019、2021年12月大城市调查失业率平均值持平11月。今年12月国内大城市调查失业率表现边际上与历史平均水平持平，表明国内大城市就业情况亦较为稳健。

图3：12月整体调查失业率为5.1%，季节性上行0.1个百分点



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 生产端：12月工业生产景气维持高位，服务生产亦有所回暖

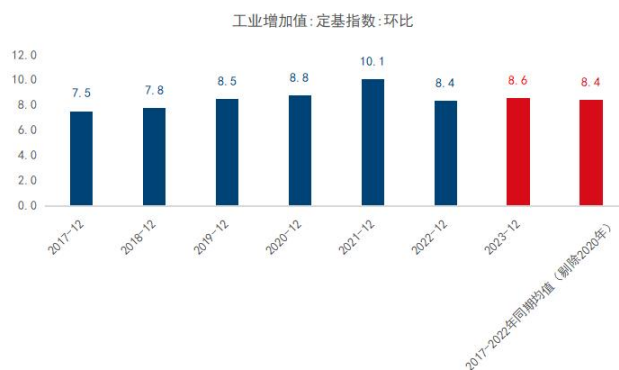
12月国内规模以上工业增加值当月同比为6.8%，较11月继续上升0.2个百分点。从工业增加值定基指数的环比来看，2023年12月环比仍高于2017-2022年的平均水平，亦高于2017、2018、2019年同期水平，表明2023年12月中国工业生产景气偏高，两年平均同比回落主要是2021年同期基数太高所致。

图4：中国工业增加值当月同比与两年平均同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

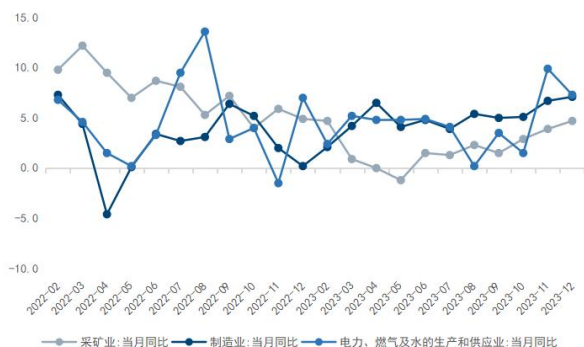
图5：中国工业增加值定基指数历年环比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

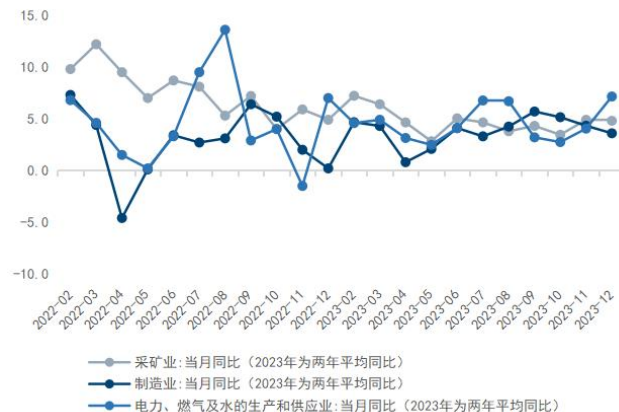
分三大门类看，12月采矿业、制造业增加值当月同比均有所回升，公用事业高位回落。12月采矿业增加值当月同比4.7%，较11月上升0.8个百分点；制造业7.1%，上升0.4个百分点；公用事业7.3%，回落2.6个百分点。从两年平均同比来看，12月采矿业、制造业增加值增速有所回落，公用事业继续上升。

图6：采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

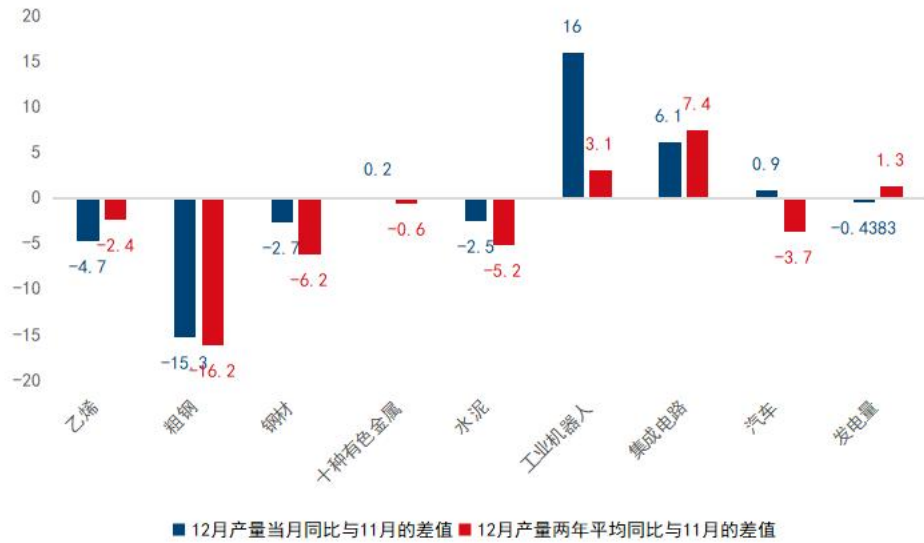
图7：采矿业、制造业、公用事业增加值两年平均同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

分产品看，12月粗钢产量当月同比为-14.9%，较11月回落15.3个百分点；钢材1.5%，回落2.7个百分点；水泥-0.9%，回落2.5个百分点；乙烯0.1%，回落4.7个百分点；十种有色金属7.3%，上升0.2个百分点；汽车24.5%，上升0.9个百分点；工业机器人3.4%，上升16.0个百分点；集成电路34.0%，上升6.1个百分点；整体高技术制造业增加值12月当月同比为6.4%，较11月上升0.2个百分点。

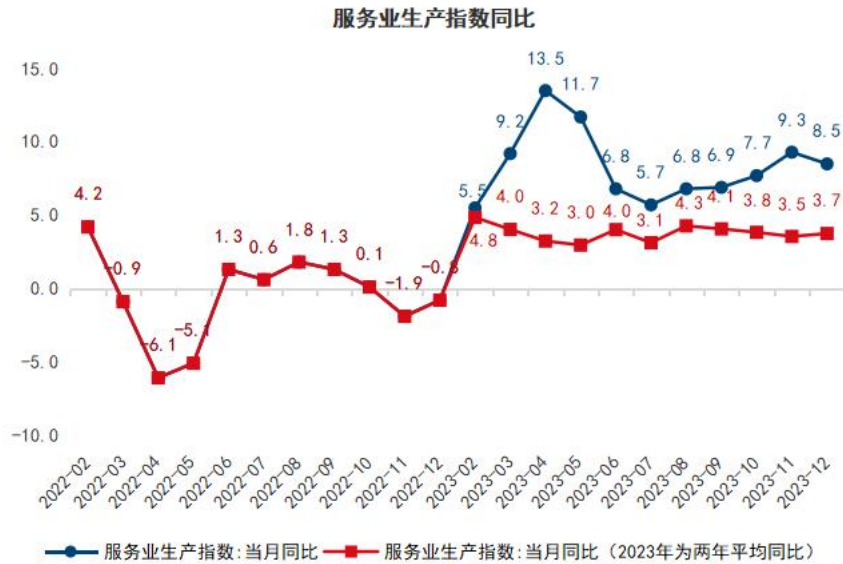
图8: 12月各品类产品产量当月同比以及两年平均同比与11月的差值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面, 2023年12月国内服务业生产指数当月同比增速为8.5%, 较11月回落0.8个百分点, 但两年平均同比约为3.7%, 回升0.2个百分点(相对2019年同期的四年平均同比约为4.5%, 持平11月), 表明12月国内服务业生产景气企稳回升。

图9: 12月服务业生产指数当月同比回落但两年平均同比上升

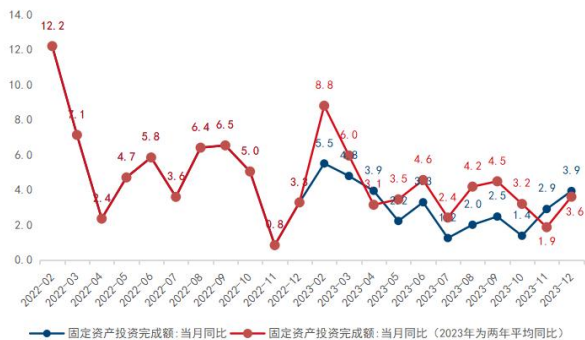


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 需求端：投资——国内投资景气明显回升，制造业和基建投资表现亮眼

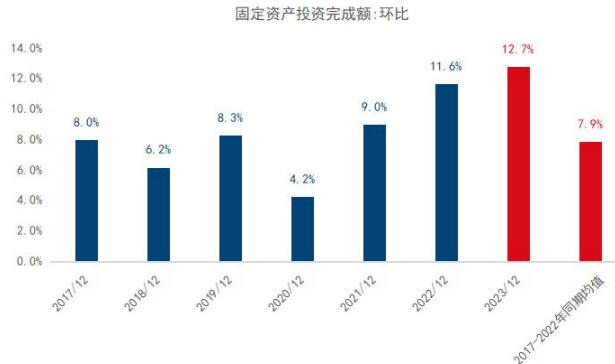
12月国内固定资产投资当月同比为3.9%，较11月上升1.0个百分点，两年平均同比约为3.6%，上升1.7个百分点。从环比来看，2023年12月国内国内固定资产投资环比增速明显高于2017-2022年同期均值，创下同期新高，表明2023年12月国内投资景气明显回升。

图10：中国固定资产投资完成额同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图11：中国固定资产投资完成额环比增速一览

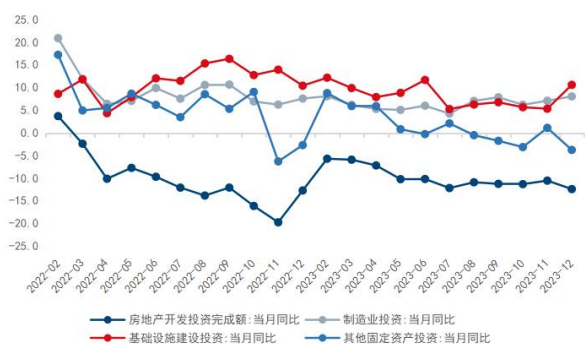


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

12月房地产开发投资当月同比约-12.4%，较11月回落1.9个百分点；制造业投资为8.1%，上升1.0个百分点；基建投资10.6%，上升5.3个百分点；其他投资（主要是农业、服务业相关投资）同比-3.8%，回落4.9个百分点。

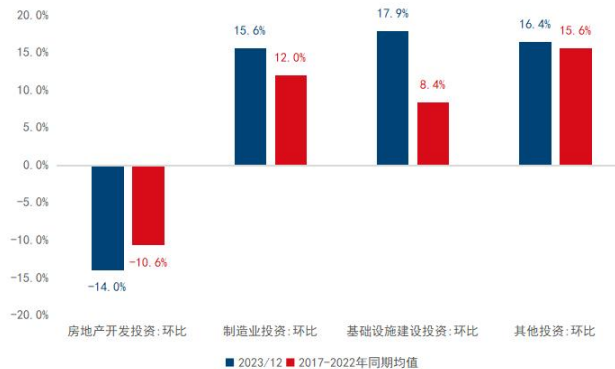
环比方面，12月房地产开发环比低于2017-2022年同期平均水平，但制造业、基建、其他投资环比均高于2017-2022年同期平均水平，表明2023年12月国内制造业、基建、其他投资景气偏高，房地产开发投资景气仍偏弱。

图12：房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图13：房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览

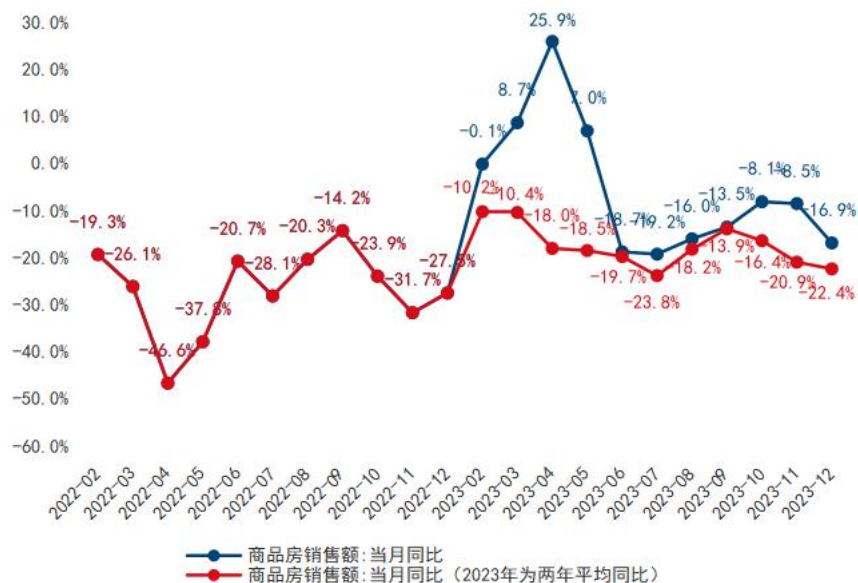


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

12月国内商品房销售额当月同比约为-16.9%，明显回落9.4个百分点，两年平均同比亦有所回落，房地产销售景气仍偏弱。



图14: 房地产销售额同比增速一览



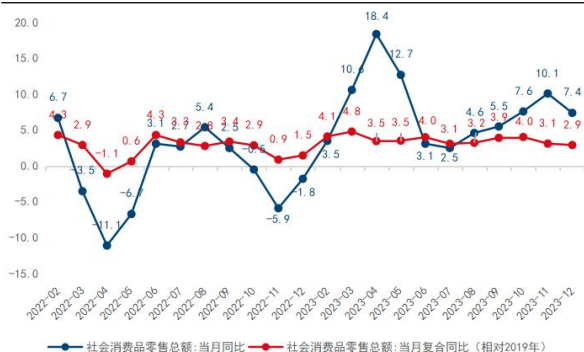
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 需求端: 消费——消费复合增速继续回落

12月社会消费品零售总额当月同比为7.4%，较11月回落2.7个百分点，其中商品零售为4.8%，回落3.2个百分点；餐饮30.0%，上升4.2个百分点。

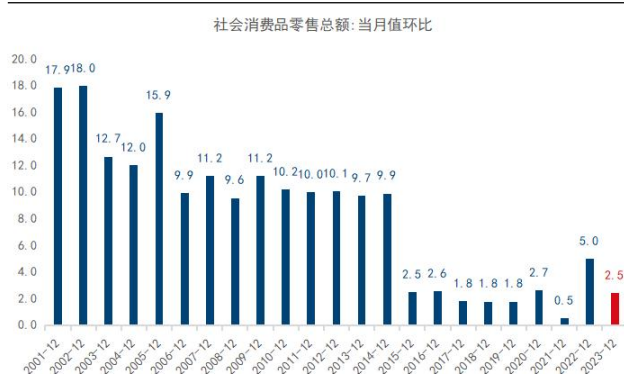
12月社会消费品零售总额相对2019年同比的复合同比约为2.9%，较11月回落0.2个百分点。从环比来看，2023年12月社会消费品零售总额环比略高于2017-2019年同期水平，但这主要是11月低基数带来的结果，整体来看，表明2023年12月国内消费表现偏弱。

图15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

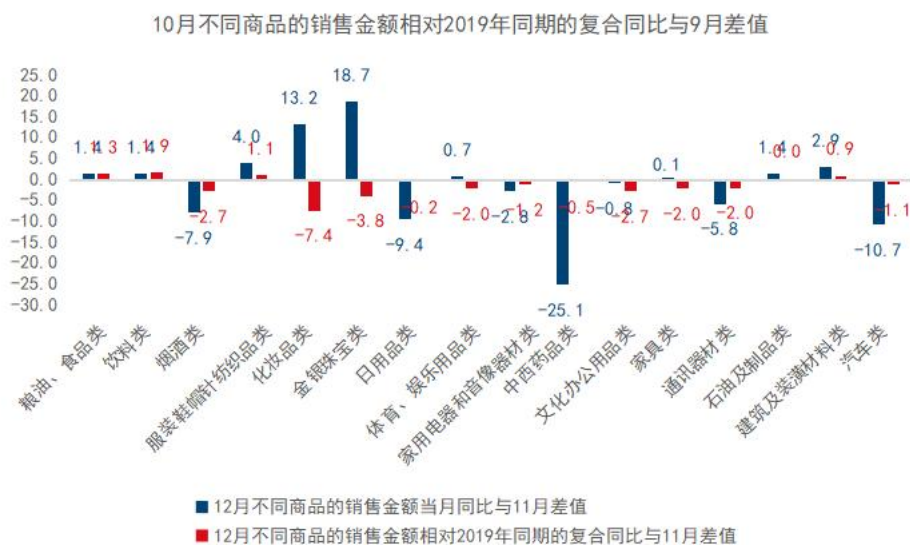
图16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

从不同类别的商品销售情况来看，12月粮油食品类、饮料类、服装鞋帽针纺织品类、建筑及装潢材料类的销售金额复合同比增速有所上升，其余产品的销售金额复合同比增速均有所下行。

图17: 11月不同商品的销售金额同比较10月变化幅度一览



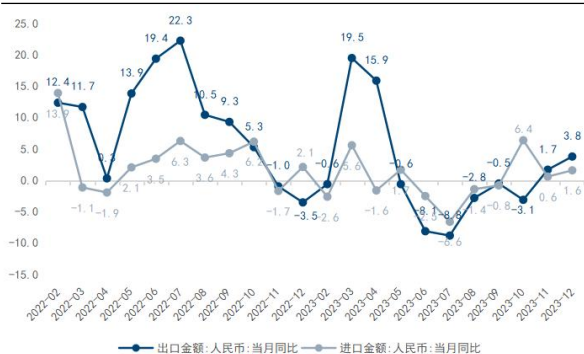
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 需求端：进出口——出口、进口同比均有所上升

12月中国出口（人民币计价，若无特别提示，后文进出口均为人民币计价）当月同比继续上升，进口同比亦有所上升。12月中国出口当月同比为3.8%，较11月上升2.1个百分点；12月进口当月同比为1.6%，较11月上升1.0个百分点。

从环比来看，12月中国出口环比基本持平2017-2022年同期均值水平，进口环比明显高于2017-2022年同期均值水平。12月中国出口环比景气有所回暖，进口环比景气明显上升。

图18: 中国12月出口、进口同比均有所上升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

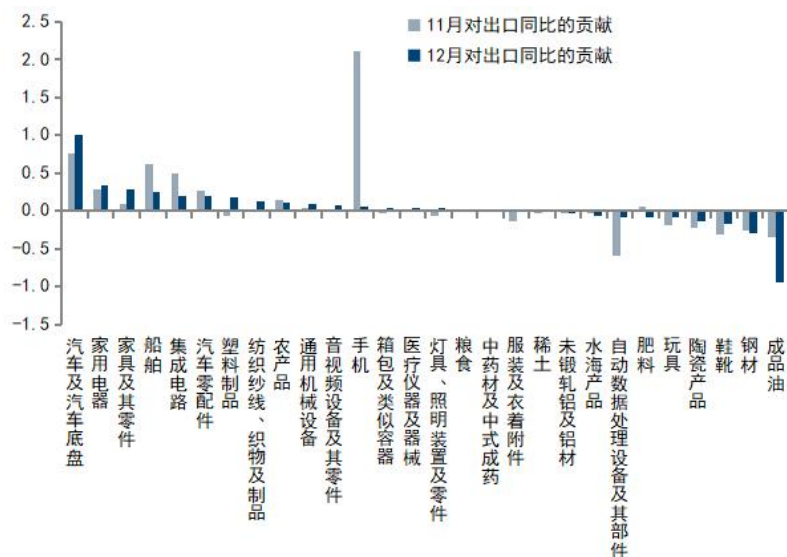
图19: 中国12月出口环比基本持平历史平均水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

12月汽车产业链对出口同比增速的贡献仍然排在前列，此外家用电器、家具及其零件对出口同比的贡献亦较为显著且贡献在上升，玩具、鞋靴对出口同比的负贡献幅度有所收窄。

图20: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献



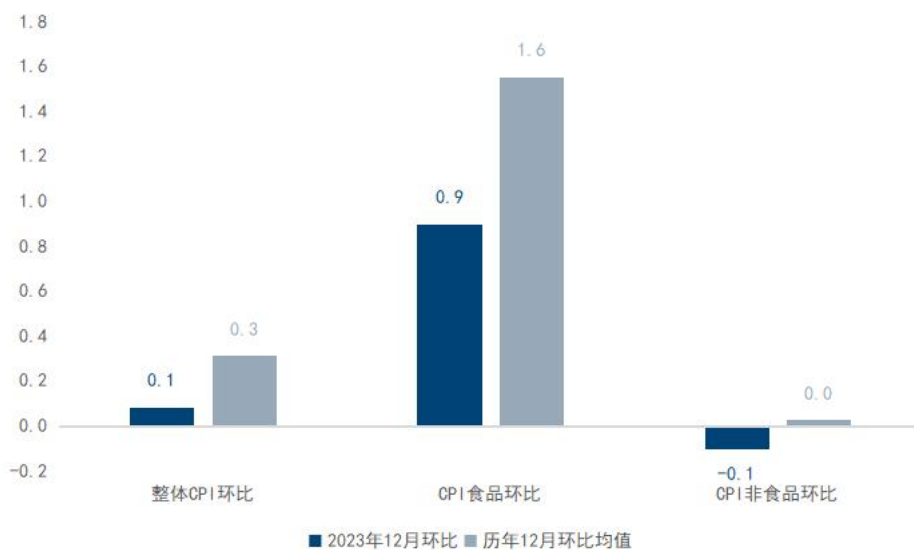
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 12月通胀解读: 国内综合通胀小幅上升

### 2023年12月CPI数据分析与未来走势判断

12月CPI同比为-0.3%，较11月上行0.2个百分点。12月CPI环比为0.1%，低于季节性水平约0.2个百分点。其中12月食品、非食品价格环比均低于季节性。(季节性指2005-2022年同月环比均值，下同)

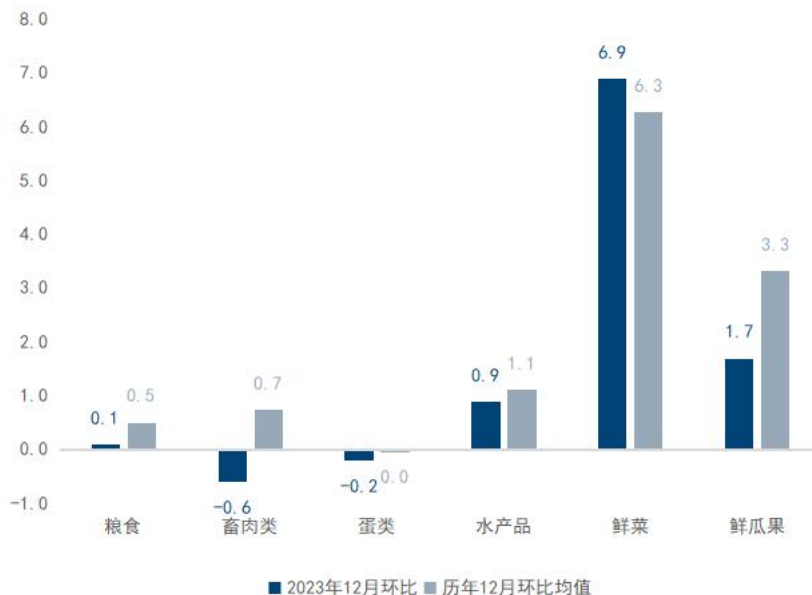
图21: CPI环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

12月食品环比为0.9%，低于季节性约0.7个百分点，其中畜肉、粮食、鲜瓜果价格环比低于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为-0.2、-0.1、-0.1个百分点。

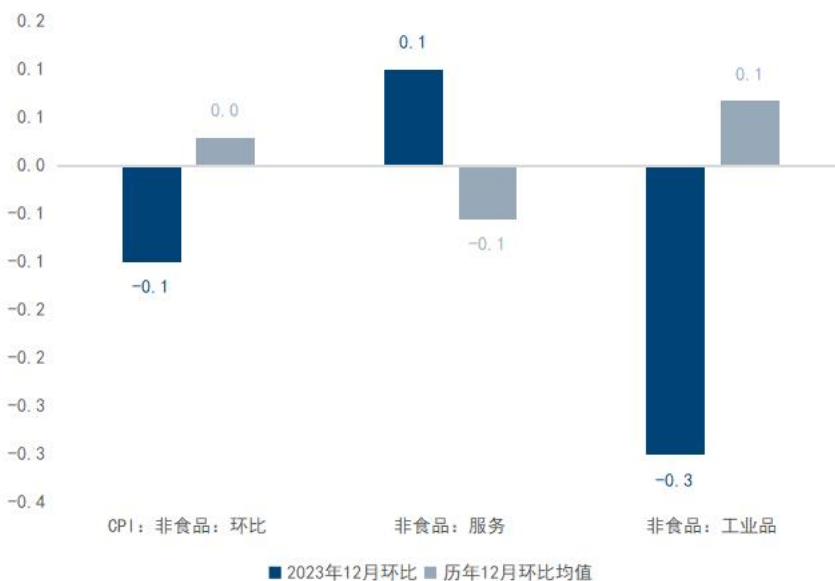
图22: CPI 食品项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

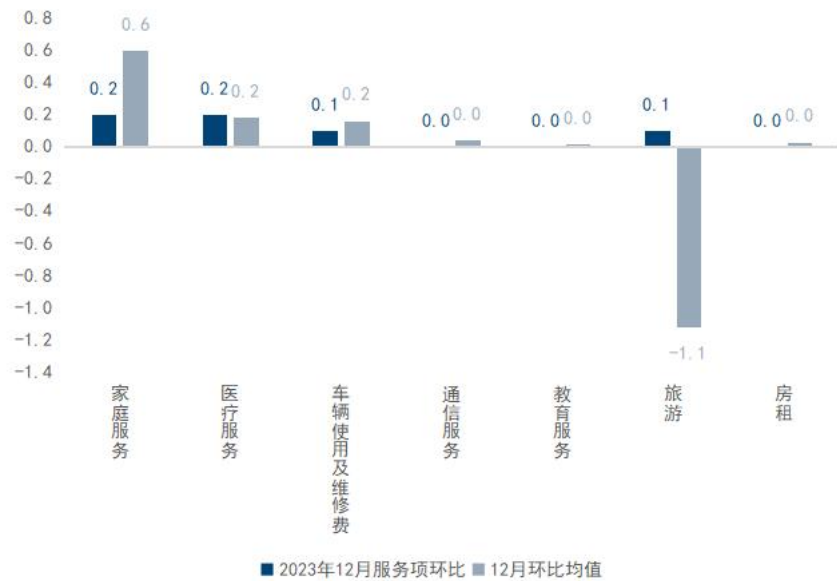
12月非食品环比为-0.1%，低于季节性约0.1个百分点。非食品中服务价格环比为0.1%，高于季节性0.2个百分点，其中旅游价格环比明显高于季节性；非食品中工业品价格环比约为-0.3%，低于季节性约0.4个百分点，其中交通工具、中药、交通用具用燃料、居住中的水电燃料价格环比明显低于季节性。

图23: CPI 非食品项环比与历史均值比较



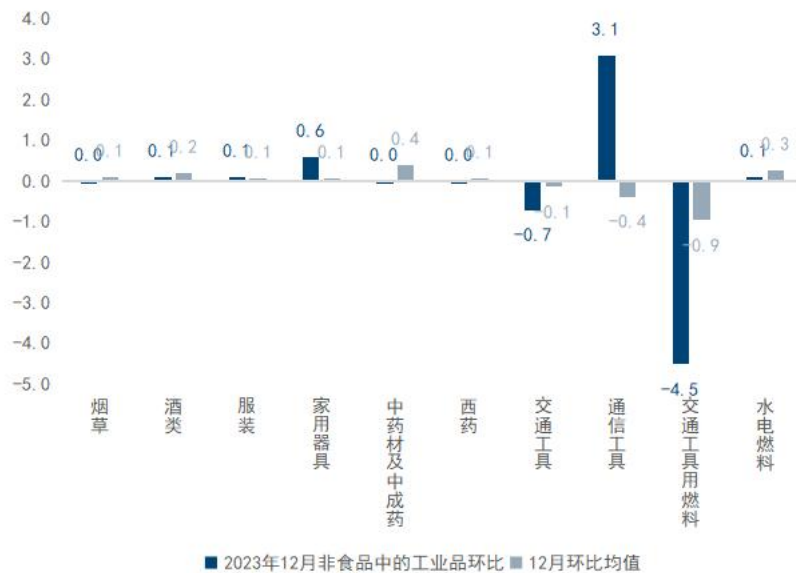
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图24: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图25: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较



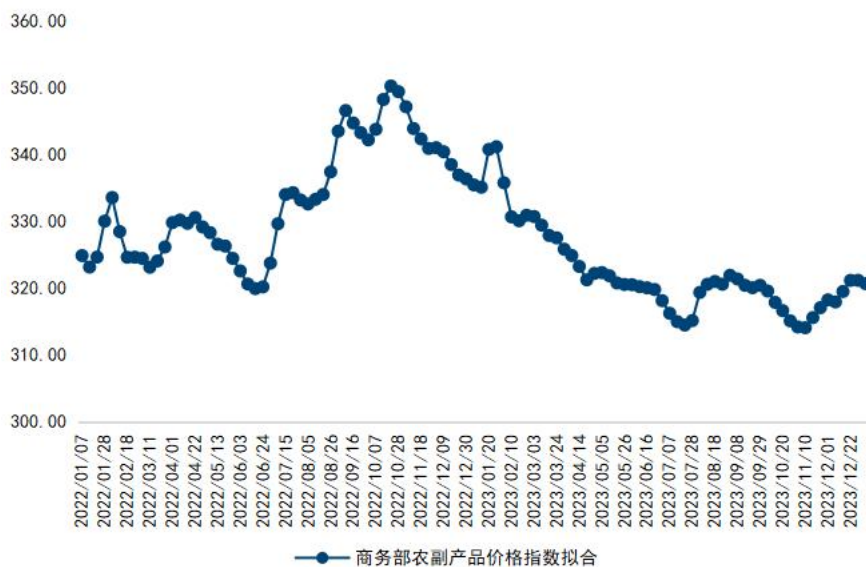
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

截至1月5日,国信拟合的商务部食品高频综合指数1月环比为0.3%,低于历史平均水平2.7%,预计2024年1月食品价格环比或仍低于季节性水平。

非食品方面,截至1月12日,12月非食品高频指标环比为-0.8%,基本持平历史均值-0.7%。

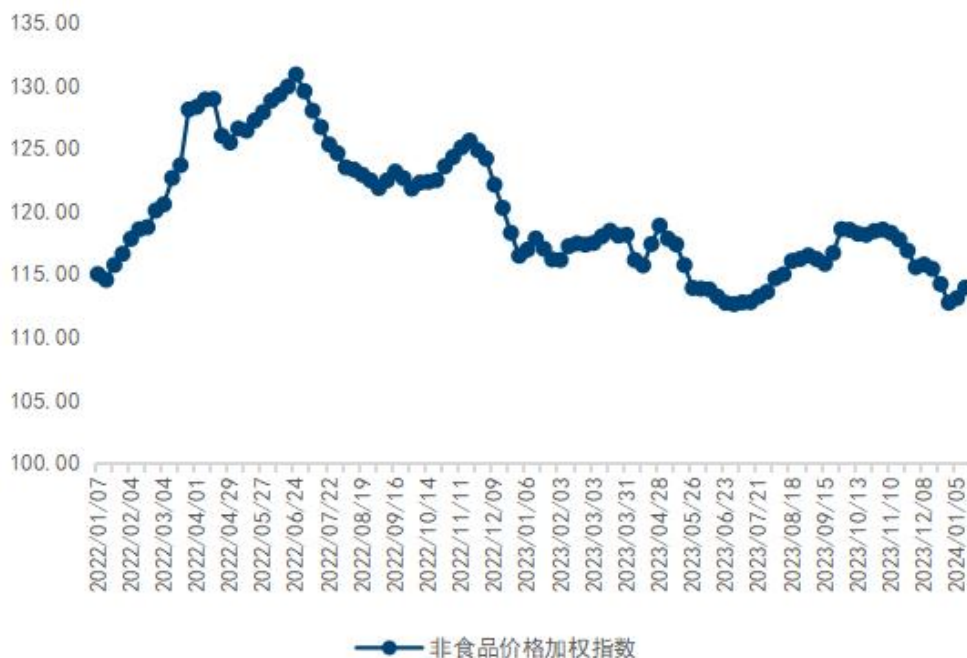
预计 1 月 CPI 食品环比约为 1.0%，CPI 非食品环比约为 0.2%，CPI 整体环比约为 0.3%，高基数使得 1 月 CPI 同比或明显回落至-0.8%。

图26: 食品高频价格指数走势



资料来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图27: 非食品高频价格指数走势



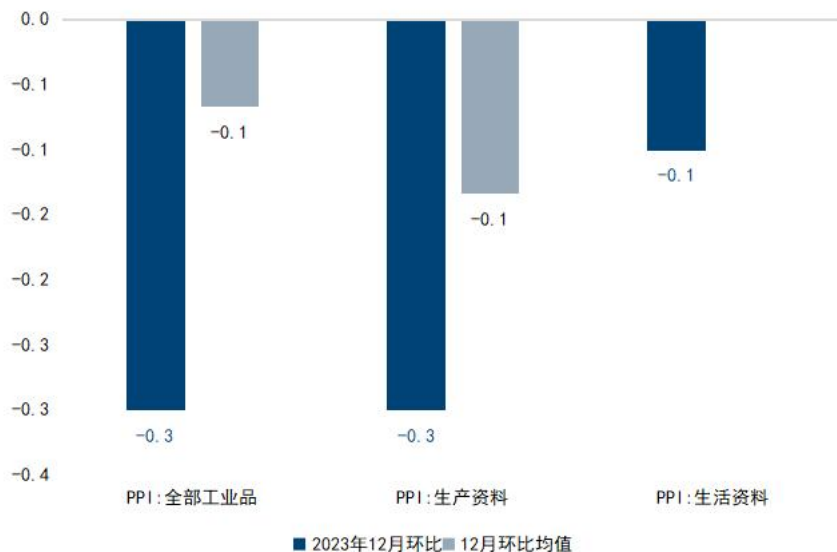
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 2023 年 12 月 PPI 数据分析与未来走势判断

12 月 PPI 同比有所回升。12 月 PPI 同比为-2.7%，较上月回升 0.3 个百分点；环比为-0.3%，持平上月，12 月环比仍低于疫情前三年同期均值。

12 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于疫情前三年同期均值。PPI 生产资料 12 月环比为-0.3%，持平上月，低于历史均值 0.2 个百分点；PPI 生活资料 12 月环比为-0.1%，较上月回升 0.1 个百分点，低于历史均值 0.1 个百分点。

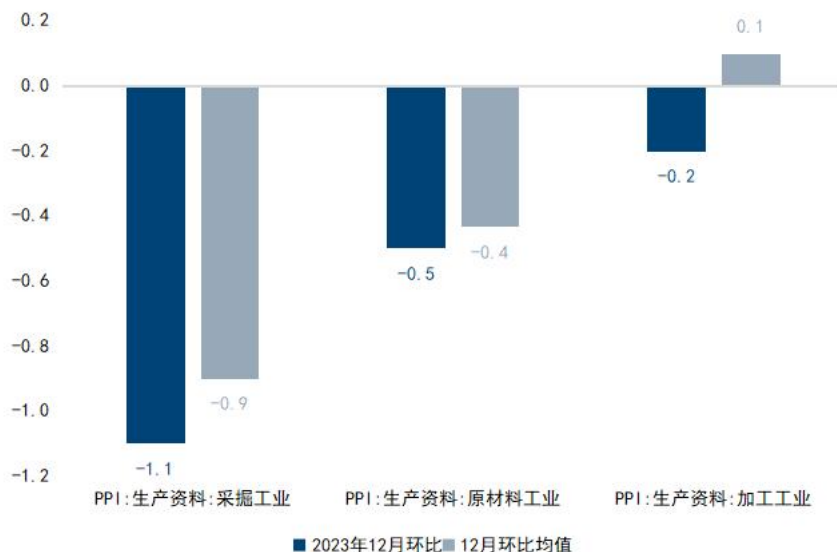
图28: 2023 年 12 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生产资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看, 12 月采掘工业、原材料工业、加工工业环比均低于历史均值。采掘工业、原材料工业、加工工业生产资料价格环比低于历史均值 0.3、0.1、0.3 个百分点。

图29: 2023年12月PPI生产资料各分项价格环比与历史均值比较

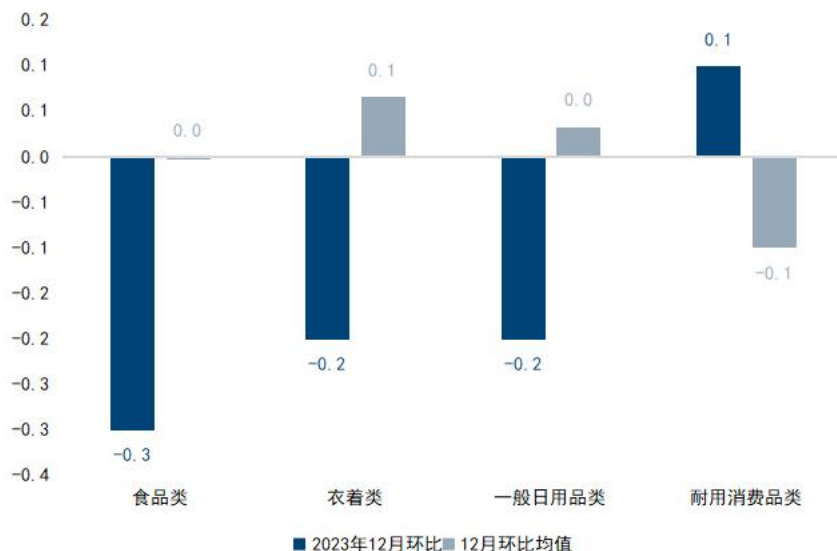


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生活资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看, 耐用消费品类高于历史均值, 食品类、衣着类、一般日用品类低于历史均值。

生活资料各分项中, 食品类、衣着类、一般日用品类低于历史均值的幅度为 0.3、0.3、0.2 个百分点。

图30: 2023年12月PPI生活资料各分项价格环比与历史均值比较

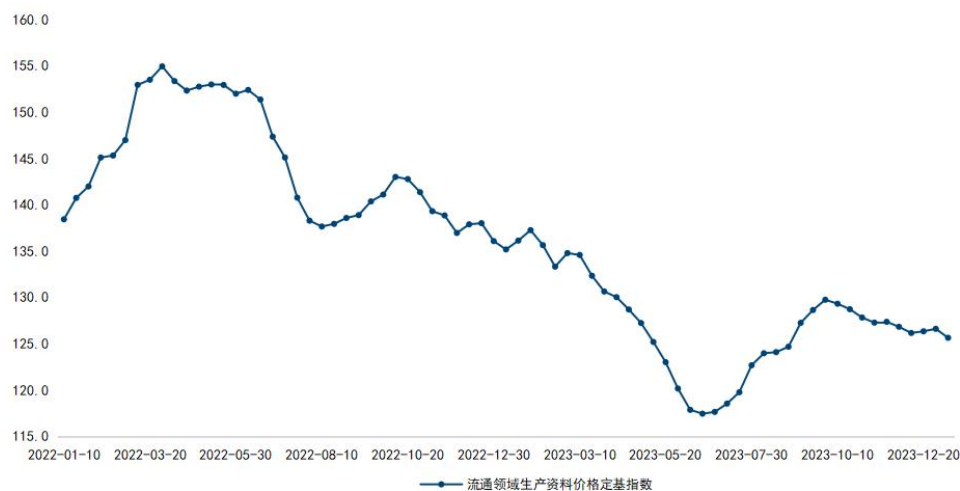


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

1月上旬国内流通领域的生产资料价格有所回落。预计随着稳增长政策推进, 需求继续回暖, 后续国内流通领域生产资料价格或重新回到企稳回升态势中来。预计2024年1月国内PPI环比维持负值, PPI同比小幅上行至-2.6%。



图31: 流通领域生产资料价格高频指标走势图



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 风险提示

政策刺激力度减弱, 经济增速下滑。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032