

## 二次探底之后经济仍会复苏

### ——2023年4季度经济数据点评

#### 作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

#### 事件：

国家统计局1月17日公布2023年4季度与12月经济数据。受到地产明显下行等因素的拖累，四季度中国经济环比增长放缓，负产出缺口略有扩大，出现二次探底。当然，就12月单月数据来看，供需两方面都有边际改善。展望未来，我们认为，中国经济通过“供给创造需求”、“量变引发质变”走向复苏的逻辑仍在持续受到数据的支撑。因此，我们预计中国经济在经历近期的二次探底之后，仍将逐步迈向复苏。

#### 事件点评

##### ► 四季度负产出缺口或稍有扩大

四季度实际GDP同比增长5.2%，略低于市场的一致预期（5.4%）。对比潜在经济增速，四季度GDP在季节性调整后环比增长1.0%（前值1.5%），较三季度有所放缓，同时也略低于我们估计的潜在产出水平（约为1.1-1.2%），负产出缺口或稍有扩大。四季度地产投资的较快下滑可能是拖累经济的主要原因之一。

##### ► 12月需求端：修复延续，消费与投资整体回升

就单月数据来看，12月需求端有所改善。消费、基建和制造业投资的增长对冲了地产的下行。季节性调整后，社零环比上升0.6%（前值0.5%）；固定资产投资规模整体环比回升1.0%（前值-0.1%），其中制造业投资、基建投资均有所回升（环比+0.8%、+6.9%），只有地产投资继续下行（环比-6.2%）；地产销售也仍处于调整阶段。值得注意的是，地产、基建数据波动较大，可能部分与年底统计因素有关。

##### ► 12月生产端：工业生产好于预期

与需求端相一致，生产端也有进一步修复。12月工业增加值同比增长6.8%，好于市场一致预期（6.6%）。季节性调整后，12月工业增加值环比回升0.6%（前值+0.5%），较上月进一步回升。发电量与工业企业出口交货值也较上月显著回升，环比分别增长1.3%、4.8%（前值1.4%、-10.7%）。

##### ► 就业形势保持平稳

12月城镇调查失业率为5.1%，较上月上行0.1个百分点，可能主要受到季节性因素的影响。季节性调整后，城镇调查失业率和31大中城市调查失业率分别为5.2%、5.0%，均与上月基本持平。

##### ► 未来经济与政策展望

虽然四季度中国经济环比增速放缓，经济出现二次探底。但是12月制造业投资持续回升、近期工业企业盈利明显改善、收入和消费也都有所回升可能表明“供给创造需求”的良性循环已经有所体现。中国经济通过“量变引发质变”走向复苏的逻辑也在持续受到数据的支撑。展望未来，在外需有韧性和稳增长政策支持下，我们预计中国经济在经历近期的二次探底之后，将逐步重新迈向复苏，而负产出缺口也会重新走向收敛。

**风险提示：**经济、政策与预期不一致，海外地缘政治事件超预期。

#### 相关报告

- 1、《通胀略超预期，房价上涨趋势值得关注：——美国12月CPI数据点评》2024.01.12
- 2、《需求与产出略好于预期：——11月经济数据点评》2023.12.16

## 正文目录

1. 四季度负产出缺口或稍有扩大.....	3
1.1 四季度 GDP 增速略低于预期 .....	3
1.2 第一二三产业表现有所分化 .....	4
2. 12月需求端：修复延续，消费与投资整体回升.....	5
2.1 消费动能进一步修复 .....	5
2.2 投资整体有所回升 .....	8
2.3 地产销售仍然低迷 .....	10
3. 12月生产端：工业生产修复好于预期 .....	10
3.1 工业增加值进一步增长 .....	11
3.2 发电量与出口交货值回升 .....	11
4. 就业形势保持平稳 .....	12
4.1 12月调查失业率季调后走平 .....	12
4.2 青年失业率统计方法完成优化，并重新发布.....	13
5. 未来经济与政策展望.....	13
5.1 12月供需整体有所改善 .....	13
5.2 经济有望逐步复苏 .....	14
6. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1： 实际 GDP 同比增速与市场预期增速 .....	3
图表 2： 中国 GDP 潜在水平与实际水平（4Q19=100） .....	4
图表 3： 一二三产业增加值复合同比 .....	4
图表 4： 社会消费品零售规模（季调） .....	5
图表 5： 社会消费品零售同比增速 .....	6
图表 6： 社零中的餐饮与商品消费规模（季调） .....	6
图表 7： 汽车与地产后周期消费（季调） .....	7
图表 8： 其他板块的商品消费（季调） .....	7
图表 9： 限额以上主要商品复合增速及其变化 .....	8
图表 10： 固定资产投资（季调） .....	8
图表 11： 工业企业 ROA 与制造业投资增速 .....	9
图表 12： 房地产投资（季调） .....	10
图表 13： 基建与制造业投资（季调） .....	10
图表 14： 商品房销售面积（季调） .....	10
图表 15： 工业增加值（季调） .....	11
图表 16： 发电量（季调） .....	12
图表 17： 出口交货值（季调） .....	12
图表 18： 调查失业率.....	13

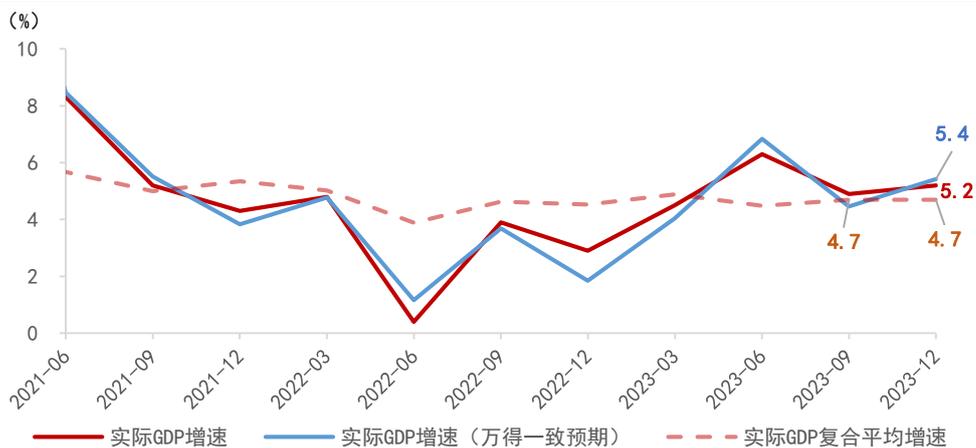
## 1. 四季度负产出缺口或稍有扩大

在三季度中国经济明显修复之后，四季度中国 GDP 环比增速略低于潜在产出增速，导致负产出缺口有所扩大，经济出现二次探底。地产投资的加速放缓拖累了总需求，并导致了第二产业增速较三季度放缓。

### 1.1 四季度 GDP 增速略低于预期

国家统计局 1 月 17 日公布 2023 年四季度经济数据。实际 GDP 同比增长 5.2%，略低于市场的一致预期 (5.4%)。从以 2019 年为基期的复合同比增速来看，四季度实际产出增速为 4.7%，与三季度 (4.7%) 持平。

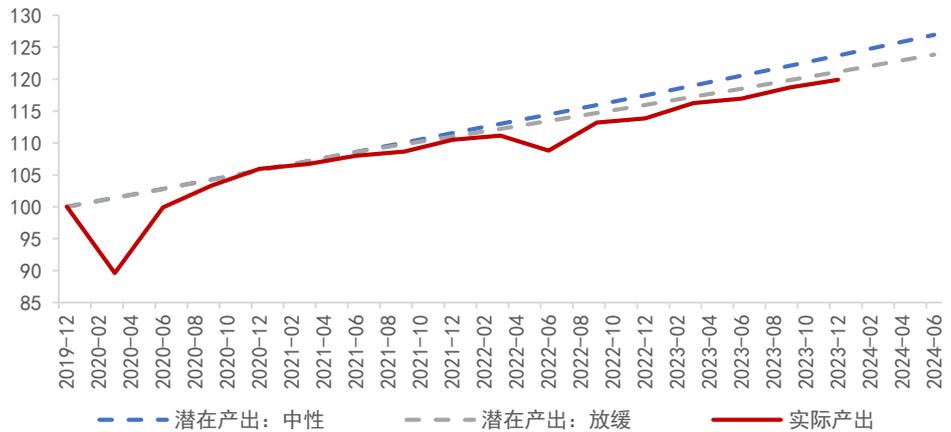
图表1：实际 GDP 同比增速与市场预期增速



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合平均增速以 2019 年为基期

对比潜在经济增速，四季度中国经济在季节性调整后的环比增速为 1.0% (前值 1.5%)，较三季度有所放缓，同时也略低于我们估计的潜在产出水平 (约为 1.1-1.2%)，负产出缺口或稍有扩大。

图表2：中国 GDP 潜在水平与实际水平（4Q19=100）



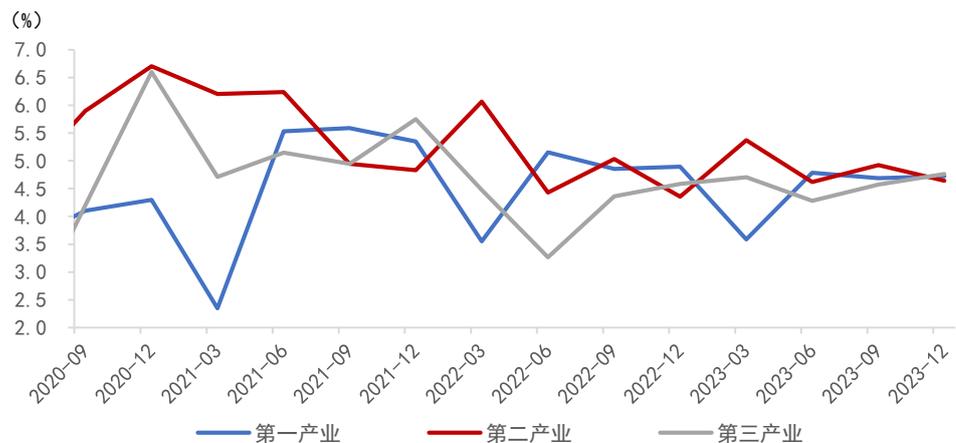
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.2 第一二三产业表现有所分化

就结构而言，四季度第一、二、三产业表现有所分化，第一产业表现平稳，第二产业有所回落，而第三产业则有所反弹。

从以 2019 年为基期的复合同比增速来看，第一产业增加值增速为 4.7%（前值 4.7%）；第二产业增速为 4.6%（前值 4.9%），较上季度有所回落；第三产业增速为 4.8%，较上季度回升 0.2 个百分点。第二产业增加值增速的放缓是 GDP 环比增长放缓的主要原因。

图表3：一二三产业增加值复合同比



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合平均增速以 2019 年为基期

从需求端来看，四季度总需求增速也有所放缓。把连续三个月的月频数据放在一

起看，地产投资的进一步下滑可能是拖累四季度需求的主要原因之一。

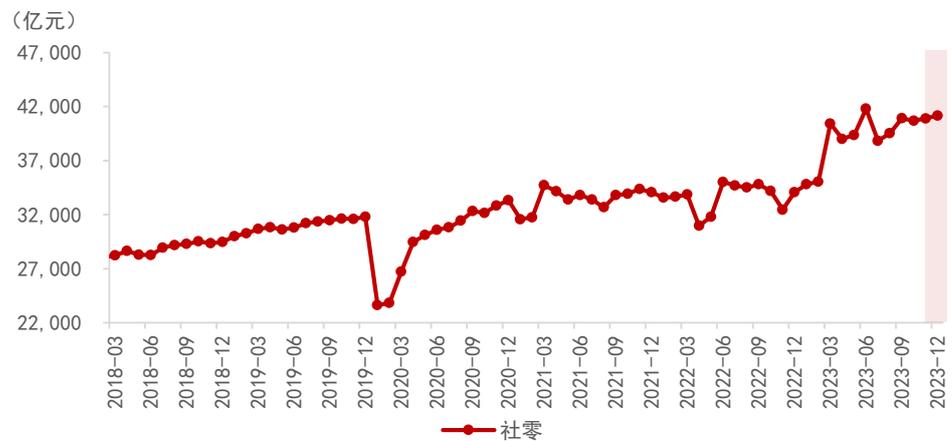
## 2. 12月需求端：修复延续，消费与投资整体回升

从单月数据来看，12月需求端有进一步修复，但在结构上仍延续分化。季节性调整后，12月消费动能进一步修复，其中商品消费有所回升，但餐饮消费明显回落；固定资产投资规模整体有所回升，其中制造业投资与基建投资均环比回升，地产投资继续下行；地产销售也仍处于调整阶段。

### 2.1 消费动能进一步修复

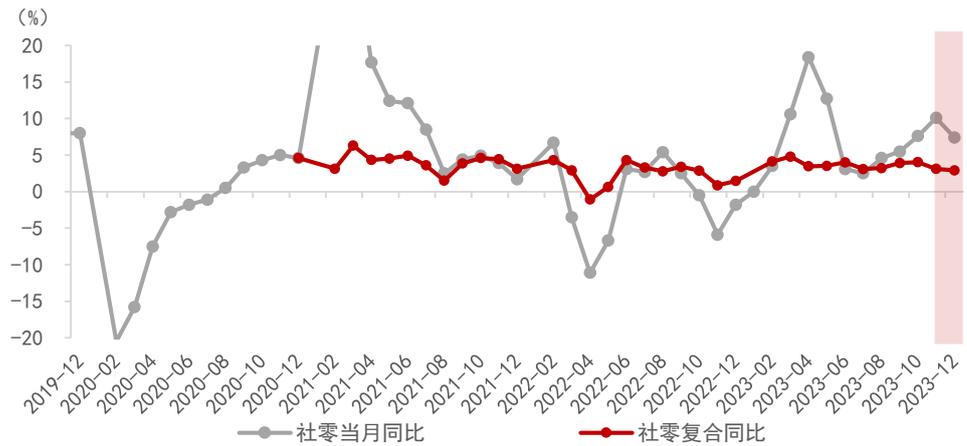
首先，12月消费动能进一步修复，其中商品消费有所回升，但餐饮消费明显回落。季节性调整后，12月社零环比上升0.6%（前值0.5%），可能意味着消费动能有进一步修复。

图表4：社会消费品零售规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：社会消费品零售同比增速

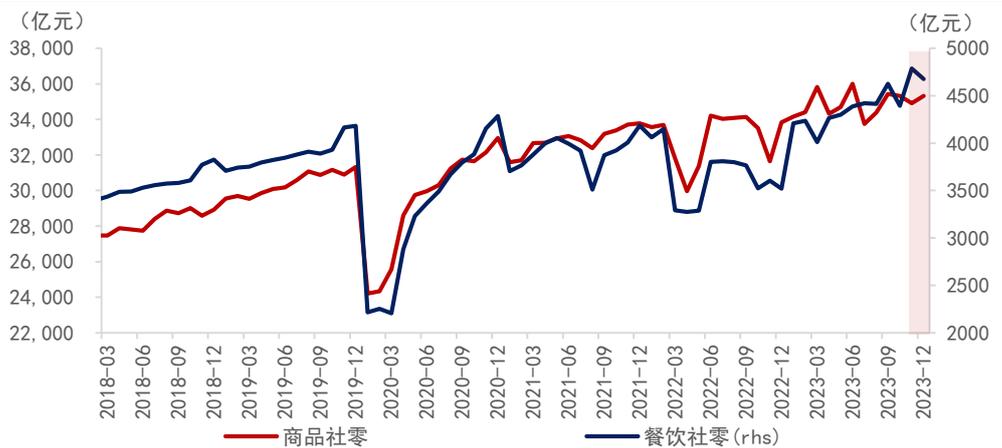


资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合同比增速以2019年为基期

分消费类别而言，12月商品消费反弹，餐饮消费有所回落。

季节性调整后，商品消费继此前两个月的持续下行后，在12月出现明显反弹，餐饮消费则环比回落。具体而言，12月商品消费环比增长1.2%（前值-1.2%），餐饮消费环比下降2.3%（前值+8.9%）。12月中旬“寒潮”天气的扰动可能是餐饮消费走弱的部分原因。

图表6：社零中的餐饮与商品消费规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

分板块来看，12月超过半数的商品板块较上月有所回升，其中汽车相关消费回升幅度最大，但地产后周期商品与日用品消费则有所回落。

具体而言，从限额以上的商品销售观察：

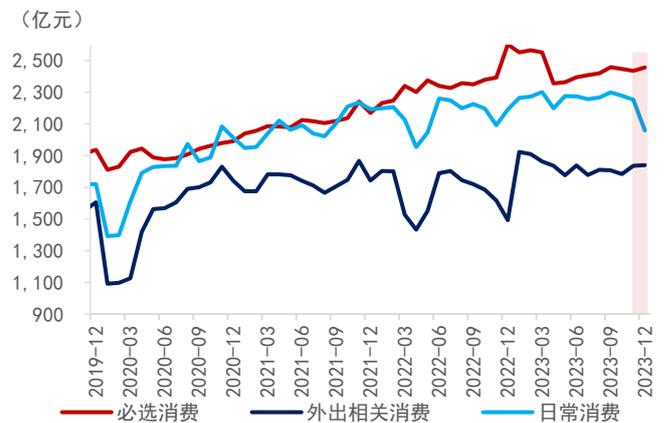
- 鞋帽服装、化妆品等与外出相关商品消费在上月的明显反弹后，在12月整体保持平稳。外出相关消费在12月的季调环比增速为0.2%（前值+2.9%）。
- 汽车消费有所反弹。季节性调整后，12月汽车消费环比增长1.3%（前值-2.0%）。这可能与相关促销力度有所加强有关，根据中国汽车流通协会观察<sup>1</sup>，“12月促销在力度和广度上都有所增强，几乎波及所有厂商、所有车型，呈现历史罕见的年末加力促销冲刺的特征”。
- 粮油、食饮及药品等必选消费也有所回升。季节性调整后，其12月环比增速为0.9%（前值-0.5%）。其中，受年底流感高发的影响，限额以上主要商品中，中西药品的四年复合增速位列第一。
- 家具家电等地产后周期商品消费进一步回落。季节性调整后，其12月环比下降7.6%（前值-2.1%），可能与地产销售保持低迷有关。
- 日常商品消费延续此前两个月回落的趋势，季节性调整后，在12月环比下降8.6%（前值-1.1%）。细分商品中，除了日用品之外，书报杂志、通讯器材、烟酒、体育文化用品的四年复合同比增速都有所下降。

图表7：汽车与地产后周期消费（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：其他板块的商品消费（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

<sup>1</sup> [http://www.cada.cn/Trends/info\\_91\\_9843.html](http://www.cada.cn/Trends/info_91_9843.html)

图表9：限额以上主要商品复合增速及其变化

大类	限上主要分项	以 2019 为基期的复合增速		
		12月 (%)	11月 (%)	增速变化 (pct)
必选消费	中西药品	15.9	9.7	6.1
日常消费	日用品	4.6	2.5	2.0
必选消费	饮料	9.5	7.9	1.6
汽车产业链	汽车	2.2	0.9	1.3
必选消费	粮油、食品	8.8	7.8	1.0
场景消费	服装鞋帽针纺织品	0.0	-0.5	0.6
地产产业链	建筑及装潢材料	0.5	0.3	0.1
汽车产业链	石油及制品	3.8	4.1	-0.3
日常消费	书报杂志	2.4	2.8	-0.4
日常消费	通讯器材	5.5	6.1	-0.5
日常消费	烟酒	7.3	8.2	-0.9
地产产业链	家电和音像器材	-2.4	-1.2	-1.2
日常消费	体育、娱乐用品	4.0	6.0	-2.0
地产产业链	家具	-1.5	0.6	-2.1
日常消费	文化办公用品	2.5	5.0	-2.6
场景消费	服装类	-3.6	-0.8	-2.8
场景消费	金银珠宝	0.7	8.2	-7.5
场景消费	化妆品	-1.3	9.4	-10.7

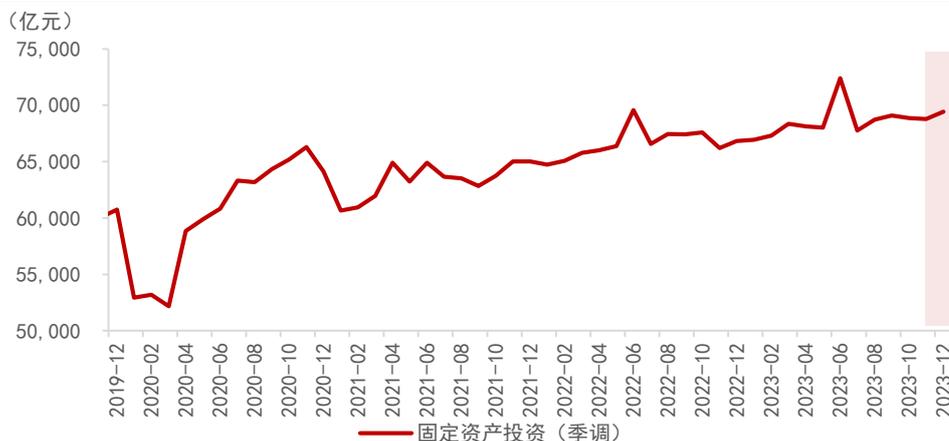
资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合同比均以 2019 年为基期

## 2.2 投资整体有所回升

其次，固定资产投资整体有所回升，结构延续分化。季节性调整后，制造业投资进一步回升；基建投资有所增长，其中电力相关的基建投资或有明显回升；地产投资继续下行，降幅也有所扩大。

从经过季节性调整后的数据来看，12月固定资产投资环比回升1.0%(前值-0.1%)。

图表10：固定资产投资（季调）

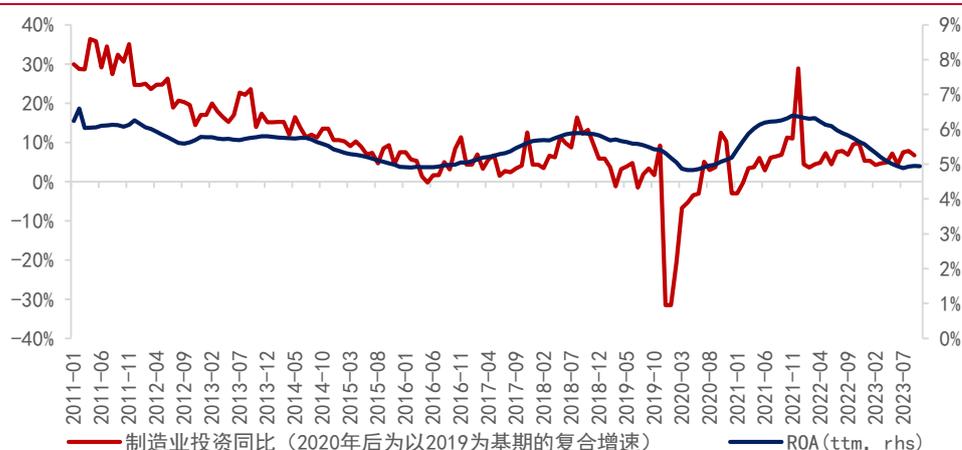


资料来源：Wind，国联证券研究所

从结构上来看：

**制造业投资进一步回升。**12月制造业投资环比增长0.8%（前值0.6%），在上月有所反弹的基础上进一步回升。历史经验显示，制造业投资增速与工业企业ROA的波动密切相关。近期工业企业利润的持续改善带动了工业企业ROA出现更加明显的拐点，进一步支持企业资本支出。

图表11：工业企业ROA与制造业投资增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

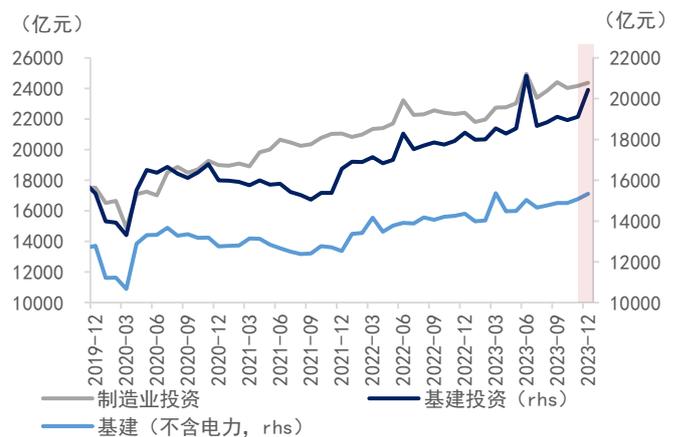
**广义基建大幅回升，电力相关投资或是主要拉动。**季节性调整后，12月基建投资环比上升6.9%（前值+0.9%），较上月明显回升。其中，不包含电力的狭义基建投资环比增长1.8%（前值+1.3%），回升幅度相对较小，这意味着12月广义基建可能更多由电力相关的投资拉动。

图表12: 房地产投资 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 基建与制造业投资 (季调)



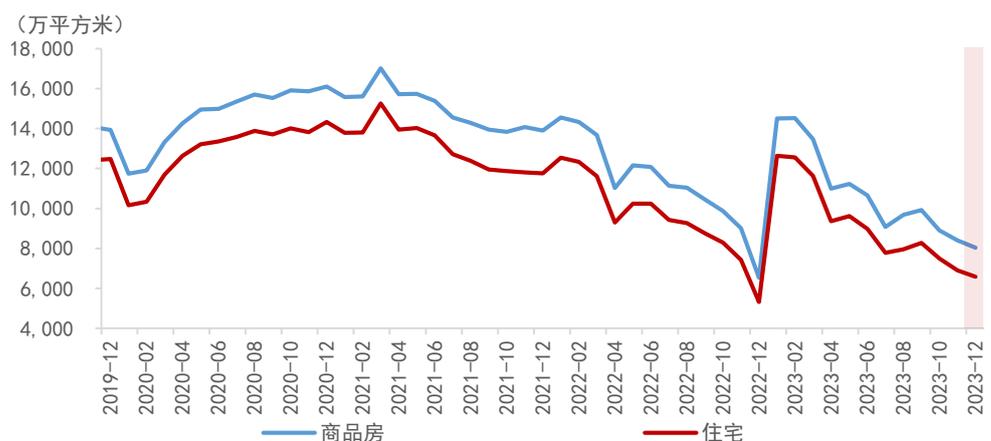
资料来源: Wind, 国联证券研究所

地产投资继续下行, 降幅有所扩大。季节性调整后, 12月地产投资环比下降6.2% (前值-2.9%)。尽管当前地产相关政策在持续放松, 但我们认为, 居民部门以及地产企业具有的较高地产库存或仍将对未来一段时间的地产投资造成拖累。

### 2.3 地产销售仍然低迷

12月地产销售继续下滑。从经过季节性调整的数据来看, 12月商品房销售规模环比下降4.4% (前值-5.6%), 其中住宅销售面积环比下降4.6% (前值-8.1%)。

图表14: 商品房销售面积 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 3. 12月生产端: 工业生产修复好于预期

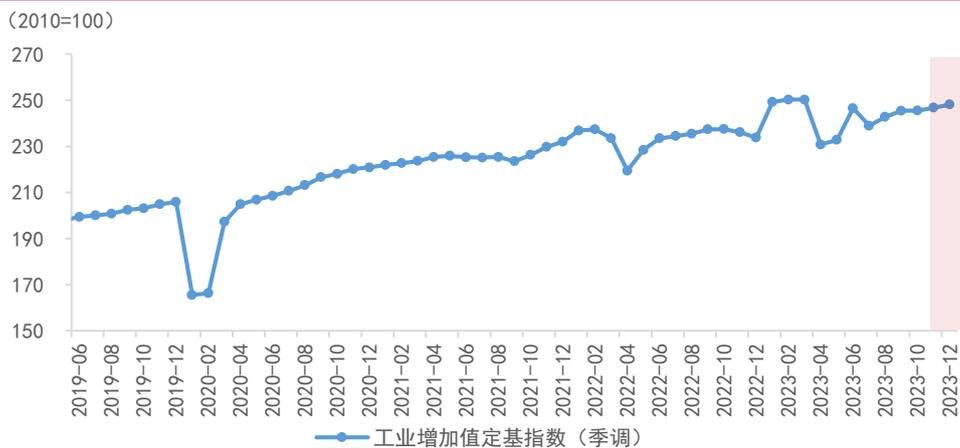
与需求端相一致, 生产端也有进一步修复。剔除季节性因素的影响后, 工业增加

值环比有所回升，发电量与工业企业出口交货值也较上月明显反弹。

### 3.1 工业增加值进一步增长

12月工业增加值同比增长6.8%，好于市场一致预期（6.6%）。季节性调整后，12月工业增加值环比回升0.6%（前值+0.5%），较上月进一步回升。

图表15：工业增加值（季调）



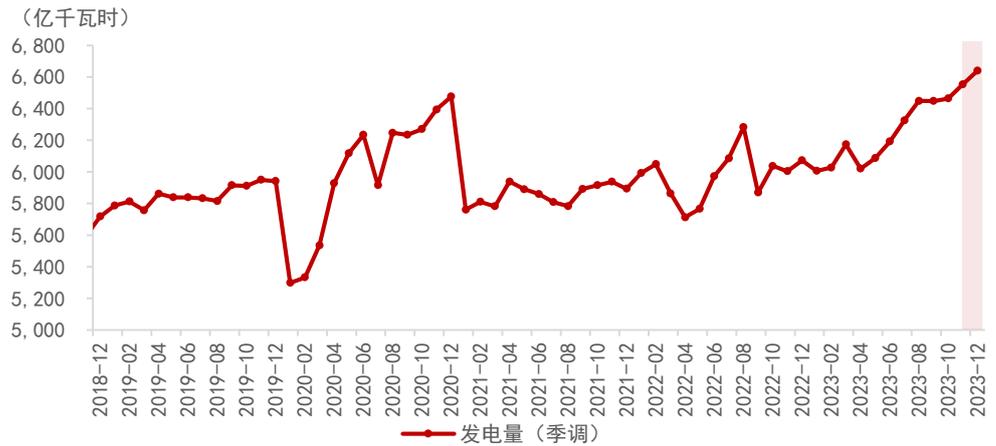
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 3.2 发电量与出口交货值回升

季节性调整后，12月发电量环比增长1.3%（前值1.4%），较上月显著回升。

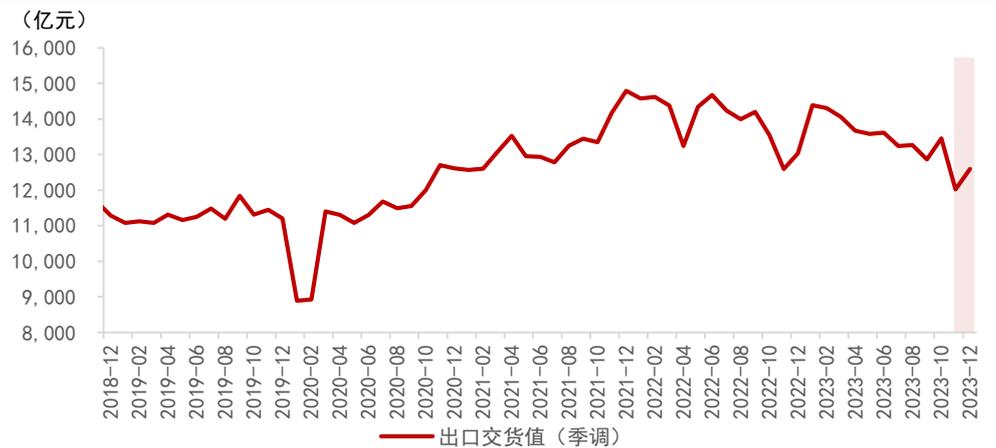
与此同时，12月出口交货值也有所回升。季节性调整后，12月工业企业出口交货值环比上升4.8%（前值-10.7%）。

图表16: 发电量 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表17: 出口交货值 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 4. 就业形势保持平稳

调查失业率数据保持平稳。当然, 由于统计局对青年失业的统计方法有所优化, 可能需要关注 12 月总体失业率数据口径是否也有所调整。

### 4.1 12 月调查失业率季调后走平

12 月城镇调查失业率为 5.1%, 较上月上行 0.1 个百分点, 可能主要受到季节性因素的影响。31 大中城市调查失业率为 5.0% (前值 5.0%), 与上月持平。

季节性调整后, 城镇调查失业率和 31 大中城市调查失业率均与上月基本持平。

图表18: 调查失业率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 4.2 青年失业率统计方法完成优化, 并重新发布

12月, 此前暂停公布的青年调查失业率恢复发布, 不含在校生的16—24岁青年失业率录得14.9%。

2023年7月以来, 统计局暂停公布青年调查失业率, 并参考国际经验对统计方法进行了改善<sup>2</sup>。主要的改进在于将在校学生从16—24岁、25—29岁的劳动失业率的统计中剔除出去。这一改进主要是考虑到, 寻找兼职或尚处于择业期的在校学生, 与其他寻找工作的青年劳动力人口存在不同。优化后的统计指标, 将更准确地反映正式进入劳动力市场的青年的就业情况。

## 5. 未来经济与政策展望

12月的需求端、生产端整体均有所回升。展望未来, 我们认为, 中国经济将走向复苏的逻辑继续受到数据支撑, 2024年中国经济有望在二次见底之后重新迎来复苏。

### 5.1 12月供需整体有所改善

总体而言, 12月的需求端与生产端数据均有所回升。这与我们此前的判断相符合: 剔除季节性因素后, 12月PMI仅温和下降0.1个百分点。实际上, 由于大小企业分化、统计偏差、中国经济与全球原材料价格关系发生变化等原因, 我们认为12

<sup>2</sup> [https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202401/t20240117\\_1946641.html](https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202401/t20240117_1946641.html)

月 PMI 数据可能还低估了实体经济的韧性(《12 月制造业下行压力或有放缓——对 12 月 PMI 和高频数据的思考及未来经济展望》)。

从结构上来看,除了与地产相关的需求外,需求端与生产端的其他分项都有所改善:季节性调整后,需求端,消费动能进一步修复;在地产投资继续大幅下滑的背景下,总的固定资产投资出现回升,其中制造业投资与基建投资都有进一步好转;在生产端,工业增加值、发电量、出口交货值均出现回升。

当然,考虑到一些单月数据的统计误差可能会积累到年末再体现,12 月数据显示出的地产投资下滑与基建投资上行,可能在幅度上有所放大。但可以确认的是,中国经济对于地产投资的依赖正在逐步下降。

## 5.2 经济有望逐步复苏

回顾前两个月,地产相关需求环比下滑速度较快,可能对短期经济构成了一定冲击。当时我们判断,由于制造业投资、基建投资、居民消费等扩张的总需求分项占 GDP 的比重越来越高,收缩的地产投资占 GDP 的比重越来越低,积极因素最终有望以“量变引发质变”的方式对冲地产下行,推动中国经济逐步走向复苏。

12 月地产相关需求仍然低迷,但 12 月总需求与总产出整体均有所修复,如果忽略年底统计方面的因素,我们认为有关数据可能验证了我们关于中国经济中地产占比不断下降,而新增长动能可能也有所增强的观点。

具体而言,中国经济在逐步出清释放资源以后,企业资本支出上升,并且通过扩大再生产推动收入上升,最终推动消费和投资进一步回升。供给创造需求的良性循环可能已经有所显现。再叠加 PSL 增加投放、1 万亿国债发行等广义财政发力支持基建,12 月经济数据也因此有边际改善。

近期数据表明,中国经济通过“供给创造需求”、“量变引发质变”走向复苏的逻辑不仅没有被破坏,还在持续受到数据的支撑。实际上,近期工业企业利润的继续回升已经导致工业企业 ROA 出现更加明显的拐点(《工业企业利润为何超预期增长?——宏观专题研究》),有望支撑企业资本开支继续回升。

展望未来,如果美国经济不出现硬着陆拖累外需,在稳增长政策的呵护下,我们预计中国经济在经历近期的二次探底之后,将逐步重新迈向复苏,而负产出缺口也会重新走向收敛。

## 6. 风险提示

经济、政策与预期不一致，海外地缘政治事件超预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼