

总量提前揭晓，经济数据还有哪些结构性看点？

——2023年中国经济数据解读

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

相关报告

要点

- **2023年四季度中国实际GDP同比5.2%，略低于Wind统计的市场预期值5.4%，误差可能和去库存有关。**市场通常观测需求端的高频指标来跟踪经济，而季度GDP核算以生产法为基础，生产和需求之间容易受到库存的扰动。从2023年12月单月的供、需两端指标两年平均同比看，内在在恢复，而生产继续走弱，呈现去库存的特征。和2023年二季度一样，库存周期拖累GDP同比读数，不过由于去库速度变慢，拖累程度也在减弱（2023年二季度，市场预期GDP同比6.8%，实际6.3%）。
- 2023年中国实际GDP同比增长5.2%，完成了增长目标，和达沃斯经济论坛上提前揭晓的一致。消费尤其是服务消费，是疫后中国经济恢复的重要支撑，2023年服务零售额同比增长20.0%，明显高于社会消费品零售总额（商品零售约占9成、餐饮服务约占1成）、固定资产投资和出口的增速。
- **从支出端视角分析2024年中国经济增速，服务业可能是最主要压力来源。**预计2024年出口同比回升甚至转正，房地产投资同比跌幅收窄，制造业和基建投资继续承担逆周期调节职能。2023年服务业占GDP比例为54.6%，较2022年提高了1.2个百分点，随着服务业尤其是接触性服务业低基数影响的消退，其对GDP增长的贡献率2024年可能明显下降。
- **目前市场对2024年GDP增速目标定在5%左右的预期较高，地方两会是观测全国GDP增速目标的重要窗口。**根据2021年至2023年的经验，可在各省市自治区GDP加权平均的GDP增速目标基础上，减0.5个百分点去大致判断全国GDP目标增速。2024年地方两会召开时间较晚，届时可根据这一规律来判断全国GDP增速目标。考虑到政策保持定力，我们认为不排除类似于2016年，采取GDP区间增速目标的可能，定在4.5%-5.0%。
- **2023年全年主要经济和社会发展指标中，值得关注的还有：**一是全年GDP平减指数为-0.54%，2009年以来首次为负，同时也是2000年以来的最低值，预计2024年将转正；二是价格因素对固定资产投资拖累较大，2023年名义和实际的固定资产投资增速分别为3.0%和6.4%；三是针对社会关注度高的民间投资负增长，国家统计局数据显示主要由房地产拖累，2023年民间投资，和扣除房地产开发投资后的民间投资，同比分别为0.4%和9.2%；四是全年全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比上年下降0.4个百分点。针对社会关注度较高的年轻人就业问题，国家统计局数据显示，不包含在校生的16—24岁劳动力调查失业率为14.9%；五是2023年年末全国人口140967万人，比2022年末减少208万人，连续第二年下降。
- 考虑到疫情转段初期的基数影响，从两年平均同比看，2023年12月生产端，服务业生产指数增速低位回升、工业增加值增速回落；需求端，固定资产投资和社会消费品零售总额的增速回升，而出口走弱。**总结一下，2023年12月中国经济需求恢复好于生产、内需好于外需。**
- **具体来看，我们认为2023年12月的主要经济数据，有以下几点值得关注：**
- **第一，工业生产偏弱。**2023年12月工业增加值同比6.8%，是当年各月增

速最高的，主要是低基数支撑。两年平均同比看，12月增速为4.0%，是2023年8月以来的最低值。结合制造业PMI、工业企业财务数据等看，工业企业生产经营可能继续处于“去库存”阶段。压制工业企业生产意愿的，核心因素还是有效需求不足。2023年四季度，中国工业产能利用率为75.9%，和过去六年同期相比，仅略高于受疫情转段影响较大的2022年四季度（75.7%），比2017年到2021年同期的均值低1.7个百分点。

- 工业生产放缓后，2023年12月工业企业的产销率从97.4%提高到98.4%，这是2019年以来的同期最高值。受需求、预期和价格偏弱等因素的影响，疫后中国工业企业的库存变化紊乱，短期可能继续采取低库存的生产经营策略。
- 工业企业生产经营策略的改变，也体现在制造业投资数据上，纺织和医药等产能相对充裕的子行业投资增速相对靠后。2023年全年来看，高技术制造业投资同比增长9.9%，高于6.5%的制造业投资增速。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长18.4%、14.5%、11.1%。2023年中央经济工作会议，将“以科技创新引领现代化产业体系建设”放在各项重点工作的首位，预计将继续通过产业和货币、财政政策等，来支持制造业重点行业发展。
- **第二，社消增速低位回升。**2023年12月社会消费品零售总额同比7.4%，两年平均同比从上月的1.8%提高至2.7%。分消费类型看，商品零售的两年平均同比从潜在1.0%回升到2.3%；餐饮收入的两年平均同比从7.3%下滑到5.7%，这个增速是2023年下半年的次低值，仅高于10月的3.8%。在经过一年多的恢复后，以餐饮为代表的接触性服务业积压需求可能已得到较为充分释放。
- 2023年12月，限额以上商品零售两年平均同比从前值1.4%回升到2.7%。主要产品中，粮油食品、饮料类和服装鞋帽等必需品的零售增速较高；汽车类零售额的两年平均同比虽仍有4.3%，但已经连续3个月回落；通讯器材类零售额两年平均同比从-1.9%回升到3.0%，考虑到当前手机的销售低迷，该品类零售额的改善能否持续还有待观察；限额以上的建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类、家具类零售额的两年平均同比跌幅虽收窄，但仍然都负增长，且在限额以上商品门类中增速靠后，主要因商品房延期交付。
- **第三，房地产仍在磨底，但预计2024年房地产对经济的拖累将减弱。**房地产相关指标中，从2023年12月的当月同比和当月两年平均同比看，除竣工面积外其它指标的增速较上月多数回落。综合反映房地产开发业景气情况的国房景气指数，在2023年11月短暂回升后，12月再从前值93.41下滑到93.36。
- 但我们认为即使不考虑“三大工程”的支撑，2024年房地产建安投资的同比跌幅也将收窄，对经济的拖累弱于2023年。一是新开工面积（12个月移动平均）同比在2023年3月见底后，已连续9个月回升。考虑到新开工面积已连续四年下降，2023年新开工面积只有2019年的42%，我们认为100大中城市土地成交对新开工面积同比的领先性会继续在，新开工面积同比跌幅会继续收窄。二是根据新开工对竣工的领先性，2021年年中起

商品房延期交付规模持续上升，2023年年中才开始下降，对2024年竣工的判断可能也无需过于悲观。

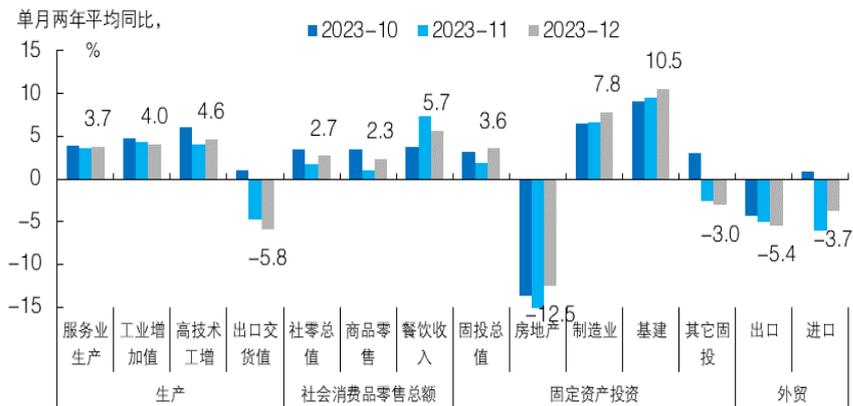
- **第四，万亿增发国债对基建投资的效果显现。**2023年7月至11月全口径基建投资增速在5%-7%之间窄幅波动，2023年12月跳升至10.7%。基建三大门类中，12月仅水利、环境和公共设施管理业的增速回升，从-3.8%提高至12.1%，和万亿增发国债投向重点支持水利项目有关。展望2024年，在万亿国债资金结转、新增专项债额度可能向经济大省倾斜的支撑下，预计基建投资将继续承担逆周期调节职能。

- **风险提示：政策变动，政策力度不及预期。**

图表目录

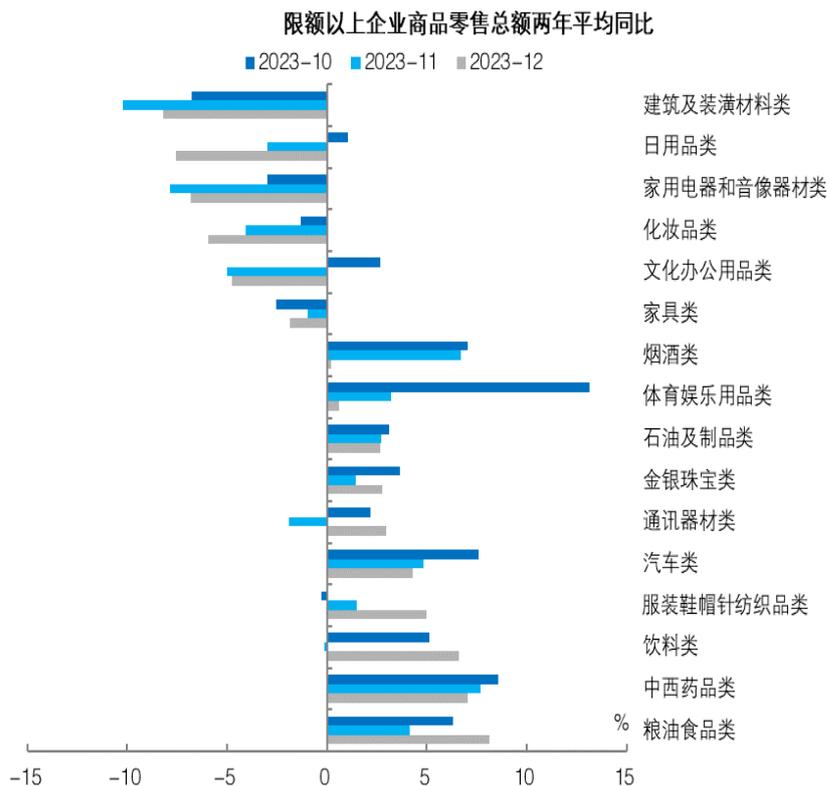
图表 1: 近期供需两端主要经济指标的两年平均同比.....	- 5 -
图表 2: 近期限额以上企业商品零售主要门类的两年平均同比	- 5 -
图表 3: 领先指标显示新开工同比跌幅将继续收窄.....	- 6 -
图表 4: 根据领先指标推算, 约有 3 亿平方米商品房延期交付.....	- 6 -

图表 1: 近期供需两端主要经济指标的两年平均同比



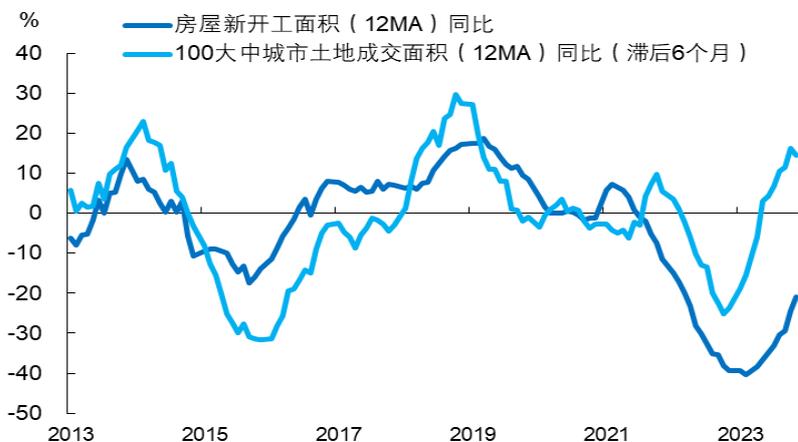
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 近期限额以上企业商品零售主要门类的两年平均同比



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 领先指标显示新开工同比跌幅将继续收窄



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 根据领先指标推算, 约有 3 亿平方米商品房延期交付



来源: WIND, 中泰证券研究所。注: 为显示美观, 部分行业名称采用缩写。

风险提示: 政策变动, 政策力度不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。