

2024 年 01 月 18 日

Q4 GDP 与高频数据的 2 处趋势不同

——12 月经济数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（联系人）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

● Q4 GDP 与高频数据有 2 处趋势不同

与 2022 年相比，2023 年经济总量改善、价格承压。Q4 GDP 似乎与高频数据有 2 处不同，且部分市场投资者较为关注，本文将一部分笔墨予以客观描述。

(1) 第三产业 GDP 与服务业生产指数的趋势不同，或受 GDP 最终核实影响。 第三产业 GDP 通常用服务业生产指数来预测，2023Q4 两者趋势不同。2023 年 12 月 29 日统计局上调了 2022 年第三产业 GDP 不变价增速 0.7 个百分点至 3.0%。两个指标的经济含义和跟踪行业基本相同，在统计局发布最终核实后，我们没有及时调整预测而造成了误差。若不考虑最终核实，2023 年第三产业 GDP 增速可能为 $=1.03*1.058/1.023-100%=6.2%$ 。

(2) 第二产业 GDP 与工业增加值的趋势不同。 2015 年以来两者相关性良好、平均差距为 0.4 个百分点，因而通常用工业增加值来预测工业 GDP。23Q4 两者差距为 0.8 个百分点，或因规模以下工业生产经营走弱。

研究的角度需厘清 GDP 构成细节，对资本市场而言，下一阶段需重点关注增量政策和资金的落地节奏和实际效果，以及如何推动价格水平回升。2023 年除了 PPI、CPI、资产价格（股市、房地产），我们观察到居民收入似乎面临相同问题：工资性收入增长较快，但存在就业人员工时拉长、时薪增速放缓的现象。

● 12 月边际改善来自于基建、制造业、服务业生产

(1) 基建：发改委下达两批增发国债项目清单，基建结束连续 5 个月的下行，其中铁路运输、公共设施管理相对较好；**(2) 地产：**投资、销售、融资均承压，仅新开工面积小幅改善，关注 24Q1、Q2 房企偿债高峰带来的流动性约束，后续紧盯三大工程的实物工作量情况，从棚改经验来看 2024Q3 可能是验证期；**(3) 制造业：**边际改善，主要在于食品、有色金属冶炼、汽车、通用设备等制造业；**(4) 消费：**居民消费倾向未能延续 2023Q3 的修复趋势，服务零售仍保持较快速增长。

● 写在《迈入消费新时代》一年后

2023 年初我们在《迈入消费新时代》专题中提出“以服务消费为核心的消费新时代或将到来”：一则服务业具有内生性，服务业扩张有利于收入分配向居民倾斜；二则地产挤出效应下行。2023 年暑期旅游出行火热、统计局两次强调服务消费的重要性。当市场开始怀疑服务消费的延续性，2024 年初冰雪旅游再度“出圈”，国务院印发首部“银发经济”政策文件，七大养老服务业或进入上行通道。我们对中长期消费尤其是服务消费占比提升持乐观态度。

● **风险提示：**政策力度不及预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《商品房销售转冷，居民出行与货运物流转暖—宏观周报》-2024.1.14

《信贷结构改善有限，宽货币可期—宏观经济点评》-2024.1.13

《短期内出口或仍将承压—12 月进出口数据点评》-2024.1.13

目 录

1、 Q4 GDP 与高频数据有 2 处趋势不同.....	3
2、 12 月边际改善来自于基建、制造业、服务业生产.....	5
3、 写在《迈入消费新时代》一年后.....	5
4、 风险提示.....	6

图表目录

图 1: 名义 GDP 增速连续 3 个季度低于实际 GDP 增速.....	3
图 2: 2023Q4 GDP 实际增速 5.2%.....	3
图 3: 初步核算数拟合较好.....	4
图 4: 最终核算数拟合较差.....	4
图 5: 23Q4 工业 GDP 和工业增加值的差距为 0.8 个百分点.....	4
图 6: 居民时薪增速放缓.....	5
图 7: 剔除基数效应后, 12 月边际改善来自于基建、服务业生产、制造业.....	5

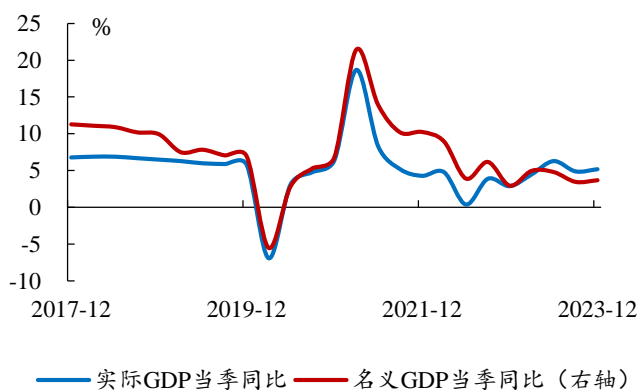
2023年Q4 GDP实际同比5.2%（预期5.4%），12月工业增加值同比6.8%（预期6.6%），社零同比7.4%（预期8.2%），服务零售额累计同比18.9%，固定资产投资累计同比3.0%（预期3.0%）。其中，基建、制造业、房地产投资分别为8.2%、6.5%、-9.6%，对应预期为7.7%、6.2%、-9.6%。

1、Q4 GDP 与高频数据有 2 处趋势不同

与2022年相比，2023年经济总量改善、价格承压。2023年全年实际GDP增速5.2%、超额完成经济目标，但名义GDP增速4.6%，低于2022年疫情扰动下的4.8%以及2023年两会6.9%的隐含目标（3.88万亿元/3.0%赤字率/121万亿元-100%=6.9%）。

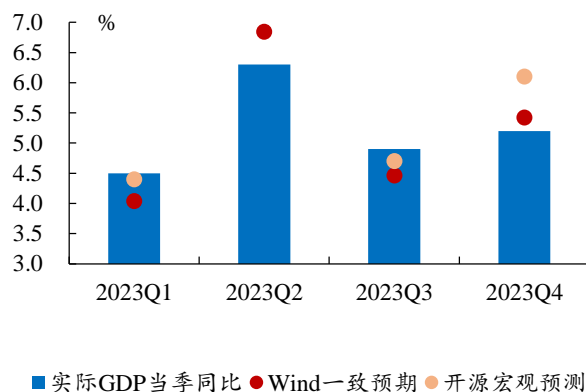
Q4 GDP 似乎与高频数据有 2 处不同。在偏低的基数上，2023Q4 GDP 仅实现了5.2%的实际增速，低于 Wind 一致预期的 5.4%和我们 12 月 17 日预测的 6.1%。需要说明的是，我们对 23Q1、23Q3 的预测误差在 0.1%-0.2%，同期 Wind 一致预期的误差为 0.4%-0.5%，本次我们的预测误差达到了 0.9%，且部分市场投资者较为关注，本文将一部分笔墨用于客观描述 Q4 GDP 与高频数据的两处不同。

图1：名义 GDP 增速连续 3 个季度低于实际 GDP 增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

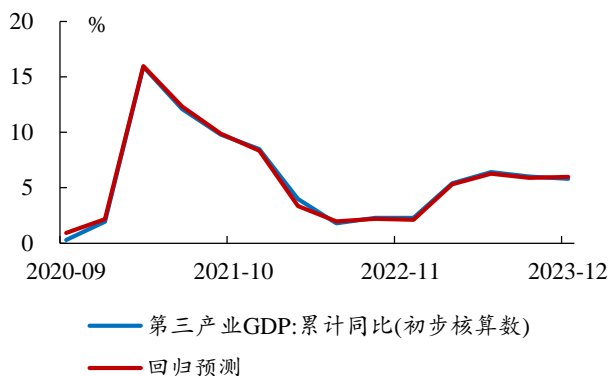
图2：2023Q4 GDP 实际增速 5.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

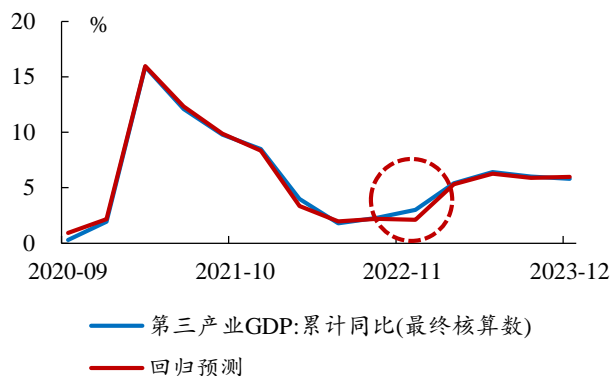
(1) 第三产业 GDP 与服务业生产指数的趋势不同，或受 GDP 最终核实影响。第三产业 GDP 通常用服务业生产指数来预测，两者相关性良好，2023Q4 服务业生产指数累计同比为 8.1%、高于 Q3 的 7.9%，按线性回归测算 2023Q4 第三产业 GDP 累计同比约 6.0%-6.1%，但实际数据仅 5.8%、且低于 Q3 的 6.0%，两者趋势有一定区别。2023 年 12 月 29 日统计局发布最终核实公告，2022 年第一、二、三产业 GDP 不变价增速，分别变动了+0.1、-1.2、+0.7 个百分点至 4.2%、2.6%、3.0%。从数据来看，服务业生产指数与最终核算数的差异恰好在于被调整的 2022Q4，两个指标的经济含义和跟踪行业基本相同，在统计局发布最终核实后，我们没有及时调整预测而造成了误差。倒推来看，若不考虑最终核实，23 年第三产业 GDP 增速可能为 $=1.03*1.058/1.023-100%=6.2%$ ，与我们此前测算的较为接近。

图3: 初步核算数拟合较好



数据来源: Wind、开源证券研究所

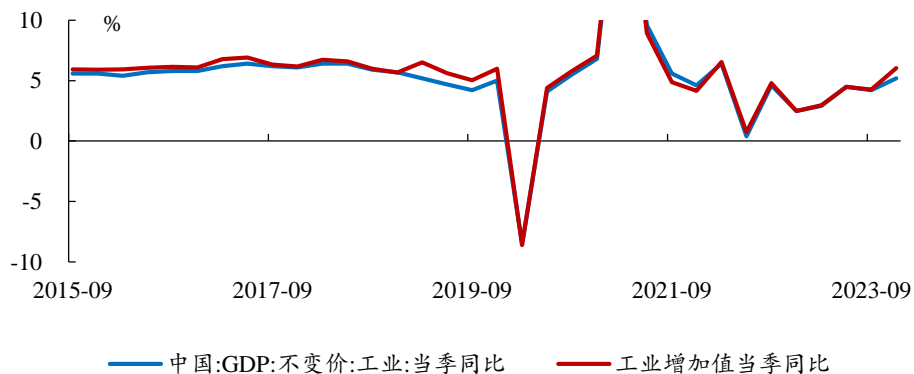
图4: 最终核算数拟合较差



数据来源: Wind、开源证券研究所

(2)工业 GDP 与工业增加值的趋势不同,或因规模以下工业生产经营走弱。2015年以来两者平均差距为 0.4 个百分点,2020 年疫情以来更趋稳定,平均差距缩小至 0.3 个百分点,因而通常用工业增加值来预测工业 GDP。23Q4 工业 GDP 增速为 5.2%、工业增加值增速为 6.0%,两者差距为 0.8 个百分点,或因规模以下工业生产经营走弱。

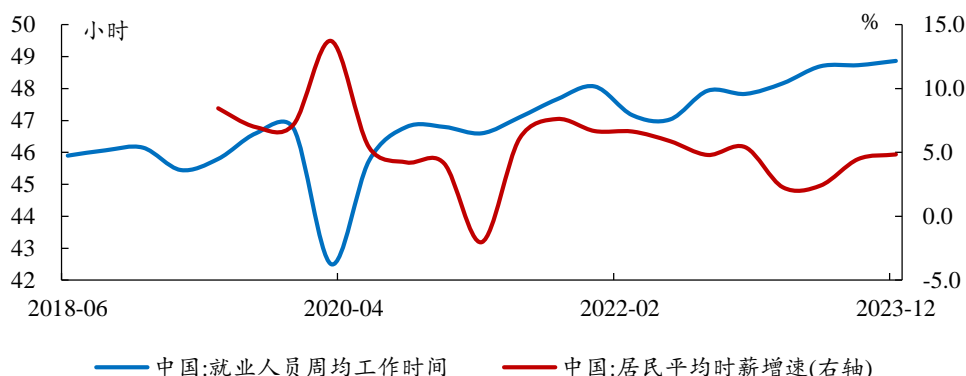
图5: 23Q4 工业 GDP 和工业增加值的差距为 0.8 个百分点



数据来源: Wind、开源证券研究所

从研究的角度,我们需要厘清 GDP 构成细节;对资本市场而言,下一阶段需重点关注增量政策和资金的落地节奏和实际效果,以及如何推动价格水平回升。2023 年除了 PPI、CPI、资产价格(股市、房地产),我们观察到居民收入似乎同样面临“价格下行”的问题,在工资性收入较快增长的背后,存在就业人员工时拉长、时薪增速放缓的现象:2023 全年就业人员平均时薪增速为 4.8%,低于 2022 年的 5.4%。

图6: 居民时薪增速放缓

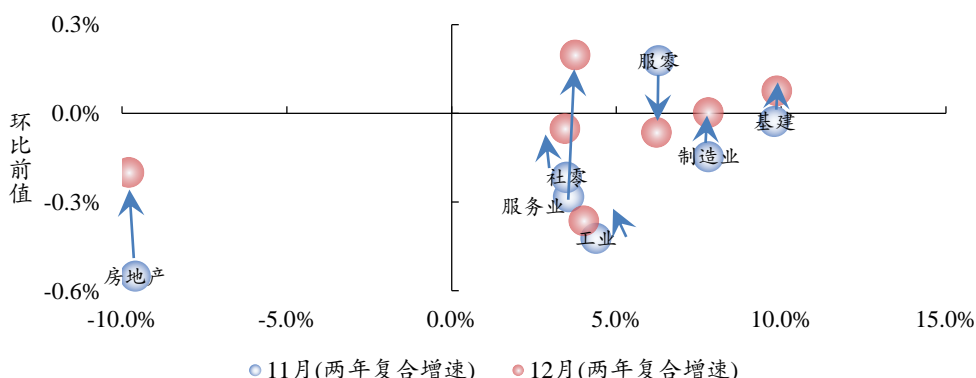


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、12月边际改善来自于基建、制造业、服务业生产

剔除低基数后, 12月经济数据中基建、服务业生产、制造业边际改善。(1)基建: 发改委下达两批增发国债项目清单, 基建结束了连续5个月的下行趋势, 其中铁路运输、公共设施管理相对较好; (2)地产: 投资、销售、融资均承压, 新开工面积增速较11月小幅改善, 关注24Q1、Q2房企偿债高峰带来的流动性约束, 伴随PSL、央行1000亿元住房租赁团体购房贷款等资金支持陆续落地, 后续需紧盯三大工程的实物工作量情况, 从棚改经验来看2024Q3可能是验证期; (3)制造业: 边际改善, 主要在于食品、有色金属冶炼、汽车、通用设备等制造业; (4)消费: 居民消费倾向未能延续2023Q3的修复趋势, 服务零售仍保持较快速增长。

图7: 剔除基数效应后, 12月边际改善来自于基建、服务业生产、制造业



数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 服务零售以餐饮作为替代, 向右、上移动表示改善, 向左、下移动表示走弱

3、写在《迈入消费新时代》一年后

2023年初我们在《迈入消费新时代》专题中提出“以服务消费为核心的消费新时代或将来”, 一则服务业具有内生性(第三产业的劳动报酬率高于第二产业), 服务业扩张有利于收入分配向居民倾斜; 二则地产挤出效应可能下行, 日本在地产

下行后的存量经济时代，商品消费收缩，平价消费和服务消费相对扩张。

2023 年暑期旅游出行火热、统计局两次强调服务消费的重要性，越来越多的人开始关注消费结构的变化。当市场开始怀疑服务消费的延续性，2024 年初冰雪旅游再度“出圈”，1 月 15 日国务院办公厅印发首部“银发经济”政策文件《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，七大养老服务业或进入上行道。我们对中长期消费尤其是服务消费占比提升持乐观态度，不局限于文旅。

4、风险提示

1. 政策力度不及预期；
2. 美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn