

## 经济结构的强与弱

——12月经济数据点评

2024年01月18日

- 总结与展望：经济仍处缓步修复阶段，有待政策进一步发力。**从经济结构来看，经济弱项、强项持续分化，出口、地产投资给全年经济带来一定拖累。展望2024年，财政政策预期保持积极，经济目标增速下，稳基建的诉求仍强。随着海外开启降息周期，外需有望触底回升，随工业企业开启补库周期，制造业有望企稳上行。地产短期的拖累作用持续，需要关注“三大工程”建设相关的支持政策出台，保障房建设预期率先开启拉动作用。短期经济依然缺乏亮点，一季度降息预期延续，债市可以保持票息策略。股票市场情绪尚未修复，人民币汇率持续承压，行情回暖仍需等待，可以关注部分红利股的防御性机会。
- 事件：GDP四季度不变价同比5.2%，三季度4.9%，全年同比5.2%。**2023年12月，工业增加值当月同比上行0.2个pct至6.8%，固投累计同比由2.9%上行为3.0%，制造业、基建、房地产投资分别由6.3%、7.96%、-9.4%变动为6.5%、8.24%、-9.6%，社零当月同比由10.1%下降至7.4%。
- GDP全年增速达成目标，2022年低基数带来一定影响。**经济增速完成年初设定的“5%左右”的目标，四季度增速略低于市场预期的5.4%，2022年同期低基数也给读数带来一定拉动。财政政策上后置发力，助力经济稳增长和实现2024年一季度“开门红”。
- 工业生产保持旺盛，服务业生产不弱。**工业增加值同比超出市场预期，工业产能利用率保持上行。我国内需不足的问题依然存在，需求侧的拉动相对偏弱，海外尚未开启降息，外需依然相对低迷。企业处于去库磨底阶段，生产不弱，需求有待回补的背景下，企业产能出清存在压力，补库仍需一定推力。分行业看，制造业中下游生产旺盛，下游制造业多数上涨，产能利用率上行，中游设备制造业大多回暖，上游原料加工业表现分化，黑色金属回落，其他品种大多上行。服务业生产指数同比小幅放缓，累计同比保持增长，线下消费和服务预期好转。
- 地产持续拖累投资，新开工跌幅收窄，但销售低迷。**房地产投资全年保持下行，地产新开工跌幅继续收窄，新开工长期处于低位，施工难以快速回暖。竣工增速高位回落，随基数走高，竣工未来或边际放缓。商品房销售持续下滑，“价”的跌幅相对“量”更大，库存累计，居民购房意愿和信心不足。销售持续制约房企资金来源，房企拿地季节性增长，但依然偏谨慎。
- 基建、制造业拉升，未来增速仍具韧性。**高基数作用下，基建增速保持高增，四季度特别国债、专项债等资金的支撑持续，基建保持韧性。2023年下半年以来制造业投资保持企稳回升，民间投资止住下跌趋势，企业经营状况边际好转。随着海外开启降息，带动出口边际回暖叠加补库进程，将给制造业带来推力。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

### 相关研究

通胀小幅反弹，全年中枢处于低位  
 多措并举，助力经济增长向好  
 稳中求进，行稳致远

- **服饰、餐饮、汽车为消费主要支撑，消费者信心有待修复。**2023年12月当月社零同比边际放缓，必选、可选消费表现分化。金价上涨拉升了金银珠宝类消费需求；汽车行业降价持续，“以价换量”下汽车消费依然不弱。2022年同期低基数作用下，餐饮同比高位继续上行。寒潮影响南方降温，叠加东北冰雪旅游带动相关服饰、装备消费火热，服饰类消费增速明显上行。地产下游建材行业持续好转，竣工拉动效果有所显现。烟酒、日用品、药品类增速明显放缓。整体而言，服务类零售额明显领跑商品零售和消费整体增速。居民实际可支配收入小幅增长，名义可支配收入持平，消费者信心和消费意愿有待修复。
- **失业率小幅上行，劳动年龄人口占比小幅回落。**城镇失业率由5.0%小幅上行为5.1%，统计局调整就业统计口径，年轻劳动力人口就业相对承压，从BCI企业招工前瞻指数来看，企业招工预期持续偏谨慎。从我国公布的人口数据来看。人口总数有所减少，人口结构持续变迁，16-59岁的劳动年龄人口占比回落，老龄人口占比增加，劳动年龄人口减少可能会给消费动能带来一定影响。
- **风险因素：**海外政策节奏和幅度超预期，居民消费、购房修复不及预期，我国政策出台节奏和幅度不及预期。

## 正文目录

事件.....	4
1 GDP 全年增速 5.2%，工业产能利用率保持上行.....	4
2 工业生产保持旺盛，服务业生产不弱.....	4
3 投资：基建、制造业拉升投资，房地产投资拖累持续.....	6
3.1 房地产投资持续回落，新开工跌幅收窄，销售依然低迷.....	7
3.2 基建压舱石作用持续，四季度保持韧性.....	8
3.3 制造业稳步回升，民间投资小幅回暖.....	8
4 消费边际回落，线下餐饮收入保持增长.....	9
5 失业率小幅上行，总人口回落.....	10
6 总结与展望.....	11
7 风险提示.....	11
图表 1: GDP 同比增速上行，环比保持正增 (%).....	4
图表 2: 三季度工业产能利用率继续抬升 (%).....	4
图表 3: 采矿业、制造业增速上行 (%).....	5
图表 4: 工业企业出口交货值 Q3 持续上行(亿元, %).....	5
图表 5: 机器人、集成电路等产量同比增长 (%).....	5
图表 6: 汽车、医药制造等工业产能利用率提升 (%).....	5
图表 7: 制造业上中下游当月、累计同比增速走势 (%).....	6
图表 8: 服务业生产指数同比小幅放缓 (%).....	6
图表 9: 服务业活动预期指数反弹 (%).....	6
图表 10: 房屋新开工保持上行 (%).....	7
图表 11: 商品房销售继续回落，库存持续累积 (%).....	7
图表 12: 房企资金来源再度回落 (%).....	8
图表 13: 土地购置面积依然疲弱 (%，万平方米).....	8
图表 14: 基建投资增速上行 (%).....	8
图表 15: 不同分项走势表现分化(%).....	8
图表 16: 制造业投资增速稳步回升 (%).....	9
图表 17: 企业经营状况指数小幅上行 (%).....	9
图表 18: 居民实际可支配收入增速上行 (%).....	9
图表 19: 消费者信心有待进一步修复 (%).....	9
图表 20: 消费分项同比增速表现 (%).....	10
图表 21: 失业率有所下降 (%).....	11
图表 22: 城镇新增就业人数累计同比小幅上行(%).....	11

## 事件

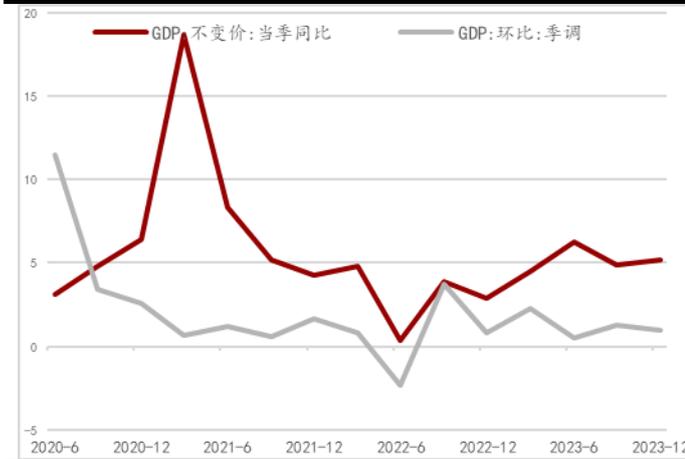
2023年四季度，GDP当季同比增速5.2%，市场预期5.4%，三季度为4.9%，季调环比增速为1%，全年GDP同比增速为5.2%。2023年12月，工业增加值当月同比增速上行0.2个百分点至6.8%，环比上涨0.52%，前值为0.87%。2023年全年，固定资产投资累计同比增速3%，前值2.9%，其中，房地产开发投资累计同比继续回落0.2个百分点至-9.6%，基建投资累计同比增速上行0.28个百分点至8.24%，制造业投资增速累计同比上行0.2个百分点至6.5%。社会消费品零售总额当月同比由上月的10.1%回落为7.4%，累计同比持平于上月的7.2%。

### 1 GDP 全年增速 5.2%，工业产能利用率保持上行

**GDP全年增速达成目标，环比增长，第一、二产业增速上行，第三产业增速放缓。**2023年第四季度，GDP按不变价格计算同比增长5.2%，完成年初设定的“5%左右”的目标，略低于市场预期的5.4%，2022年的低基数也带来一定影响，三季度当季同比为4.9%。2023年全年累计同比增速持平于前三季度的5.2%，四季度较三季度环比增长1%。分产业看，第一产业累计同比增速由三季度的4%上行为4.1%；第二产业同比增速由4.4%上行为4.7%；第三产业同比由6%回落为5.8%。工业产能利用率继续抬升，由三季度的75.6%上行为75.9%。

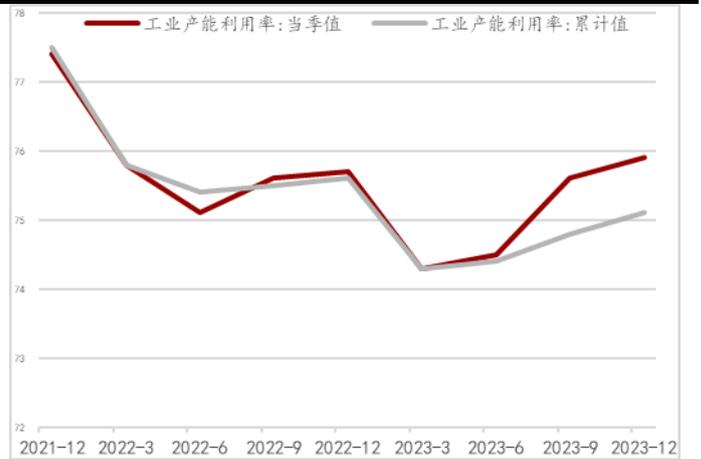
**财政后置发力，助力经济稳增长。**2023年四季度，各省特殊再融资债陆续发行，国家增发1万亿元特别国债，财政节奏上后置发力，有助于助力经济稳增长，四季度财政投放有望在一季度形成实物工作量，助力一季度经济实现“开门红”。

图表1: GDP同比增速上行，环比保持正增(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 三季度工业产能利用率继续抬升(%)



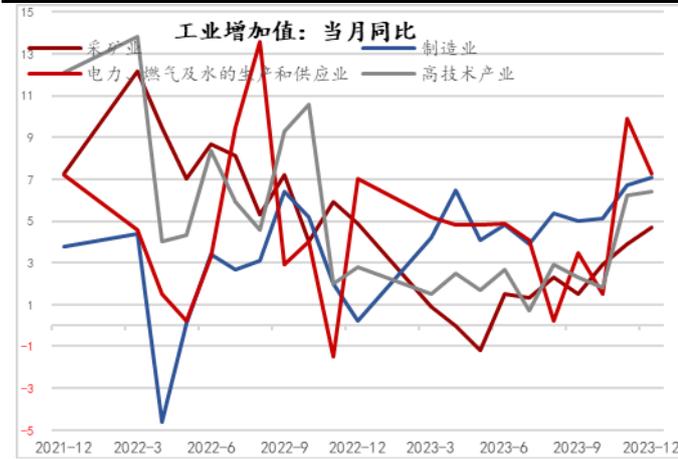
资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 2 工业生产保持旺盛，服务业生产不弱

**工业生产保持旺盛，基数影响下发电量同比回落。**2023年12月，工业增加值当月同比增速上行0.2个百分点至6.8%，环比上涨0.52%，前值为0.87%。发电量同比由上月的8.4%回落至7.96%，部分受基数走高影响。当前我国内需不足的问题依然存在，需求侧的拉动相对偏弱，海外尚未开启降息，外需依然相对低迷，工业企业出口交货值同比小幅下行0.2个pct为-3.2%。企业处于去库磨底阶段，生产不弱，需求有待回补的背景下，补库仍需一定推力。

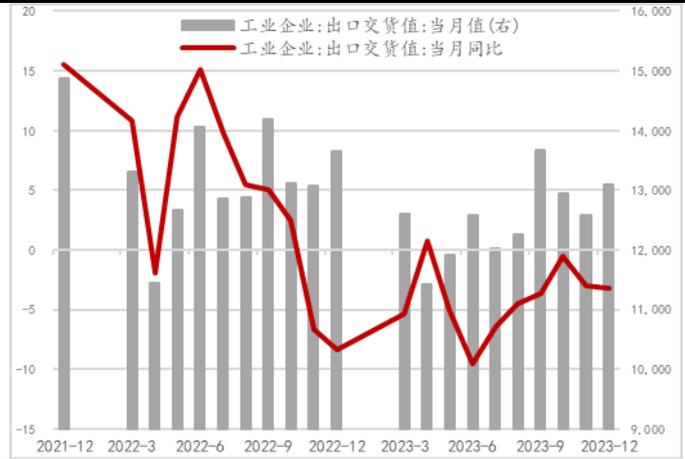
制造业、采矿业同比增长，电热气水的生产和供应业基数作用下增速回落。分大类看，12月，采矿业同比上行0.8个百分点至4.7%，原煤产量同比由11月的4.6%回落至1.87%，天然气产量同比回落2.35个百分点至2.95%，原油产量同比由2.6%上行至4.57%。制造业同比由上月的6.7%上行至7.1%；高技术产业同比由上月的6.2%上行至6.4%。基数走高带动下，电力、燃气及水的生产和供应业同比回落2.6个百分点至7.3%。

图表3: 采矿业、制造业增速上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

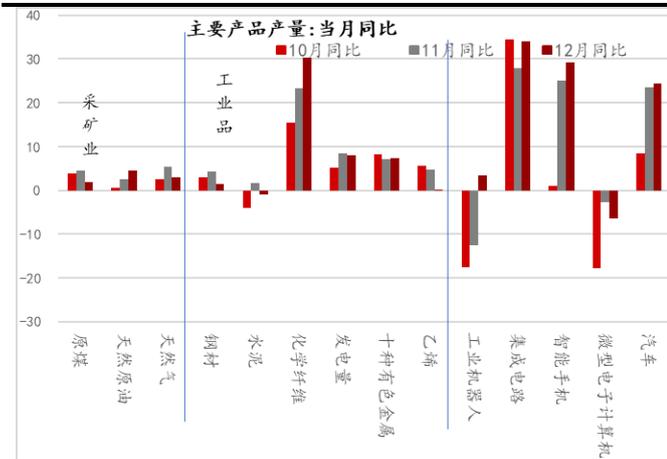
图表4: 工业企业出口交货值Q3持续上行(亿元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

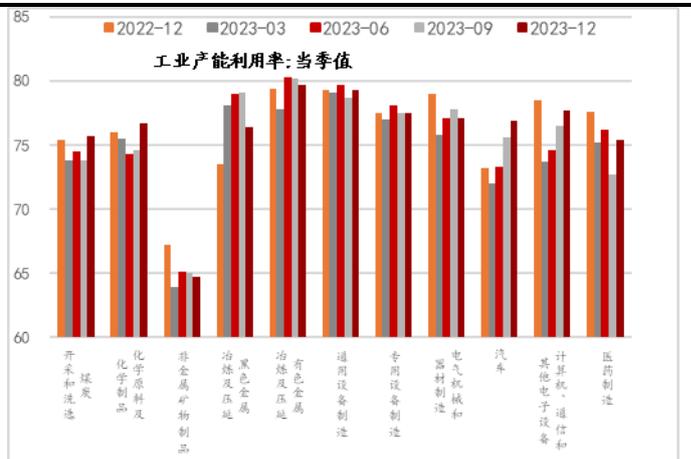
制造业中下游生产旺盛，下游制造业多数上涨，产能利用率上行，中游设备制造业大多回暖，上游原料加工业表现分化，黑色金属回落，其他品种大多上行。细分数据来看，下游制造业中，汽车制造业同比回落0.7个百分点至20%，部分受基数作用影响，累计同比保持上行，汽车产量同比上行0.9个百分点至24.5%，新能源汽车产量保持高增；医药制造业同比上行4.8个百分点至-3.3%，上行幅度最大；计算机、通信和其他电子设备制造业同比由10.6%回落至9.6%，累计同比保持增长，集成电路产量同比由27.9%上行至34%，工业机器人产量增速由-12.6%转为3.4%；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比回落7.1个百分点至5.6%。制造业中游中，通用设备制造业同比由0.8%上行至4.6%，专用设备制造业同比由1.9%上行至3.6%，电气机械及器材制造业同比由10.2%回落至10.1%，纺织业同比回落0.4个百分点至1.7%。制造业上游中，黑色金属冶炼及压延工业同比回落3个百分点至2.1%，有色同比上行2.7个百分点至12.9%，金属制品业、非金属矿物制品业、橡胶和塑料制品业、化学原料及化学制品制造业分别由6%、-0.6%、7.4%、9.6%变动为7.3%、0.3%、9.9%、11%，均有所上行。

图表5: 机器人、集成电路等产量同比增长 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 汽车、医药制造等工业产能利用率提升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 制造业上中下游当月、累计同比增速走势 (%)

制造业具体行业	当月同比 (%)			累计同比 (%)				
	2023年12月	2023年11月	2022年12月	2023年12月	2023年11月	12-11月累计同比	2022年12月	2022年11月
上游 化学原料和化学制品制造业	11.00	9.60	11.00	9.60	9.50	0.10	6.60	6.10
上游 橡胶和塑料制品业	9.90	7.40	-7.30	3.70	3.10	0.60	-1.80	-1.10
上游 非金属矿物制品业	0.30	-0.60	-1.80	0.50	-0.60	0.10	-1.50	-1.40
上游 黑色金属冶炼及压延加工业	2.10	5.10	2.80	7.10	7.50	-0.40	1.20	1.00
上游 有色金属冶炼及压延加工业	12.90	10.20	6.30	8.80	8.40	0.40	5.20	5.10
上游 金属制品业	7.30	6.00	-1.20	3.20	2.70	0.50	-0.40	-0.40
中游 通用设备制造业	4.60	0.80	-3.40	2.00	1.70	0.30	-1.20	-1.00
中游 专用设备制造业	3.60	1.90	-0.50	3.60	3.60	0.00	3.60	4.00
中游 电气机械及器材制造业	10.10	10.20	10.80	2.90	13.20	-0.30	11.90	12.00
中游 农副食品加工业	-0.80	-0.50	-2.00	0.20	0.30	-0.10	0.70	1.00
中游 纺织业	1.70	2.10	-3.00	0.60	-0.80	0.20	-2.70	-2.50
下游 食品制造业	4.40	3.80	-0.10	3.30	3.10	0.20	2.30	2.60
下游 医药制造业	-3.30	-8.10	-1.40	-5.80	-6.00	0.20	-3.40	-3.70
下游 汽车制造业	20.00	20.70	-5.90	3.00	12.30	0.70	6.30	7.70
下游 计算机、通信和其他电子设备制造业	9.60	10.60	1.10	3.40	2.60	0.80	7.60	8.30
下游 船舶、航空航天和其他运输设备	5.60	12.70	2.00	6.80	6.90	-0.10	2.40	2.40

资料来源: Wind, 万联证券研究所

服务业生产指数同比小幅放缓, 累计同比保持增长, 线下消费和服务预期好转。服务业生产指数12月累计同比由8.0%上行至8.1%, 当月同比由9.3%回落至8.5%。服务业活动预期指数反弹, 由57.5%上行至59.3%。秋冬东北地区的冰雪项目相关的旅游消费热度较高, 随着农历春节的临近, 对于线下服务业活动预期边际修复。

图表8: 服务业生产指数同比小幅放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9: 服务业活动预期指数反弹 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 3 投资: 基建、制造业拉升投资, 房地产投资拖累持续

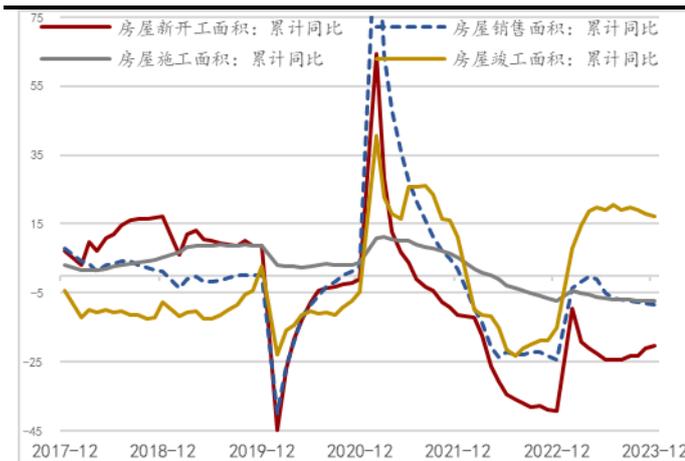
固投环比保持增长, 同比增速小幅上行, 基建、制造业投资为主要拉动, 增速上行, 房地产拖累作用持续。2023年全年, 固定资产投资累计同比增速3%, 前值2.9%, 固投季调环比增速为0.09%, 前值为0.21%。其中, 房地产开发投资累计同比增速回落0.2个百分点至-9.6%; 基建累计同比增速上行0.28个百分点至8.24%, 基建(不含电力)累计同比增速上行0.1个百分点至5.9%; 制造业累计同比增速上行0.2个百分点至6.5%, 民间固定资产投资上行0.1个百分点至-0.4%。

### 3.1 房地产投资持续回落，新开工跌幅收窄，销售依然低迷

房地产投资继续下探，新开工跌幅持续收窄，施工增速持平，竣工增速高位放缓。房地产投资累计同比继续回落0.2个百分点至-9.6%，全年保持下行。细分项来看，房屋新开工面积累计同比增速上行0.8个百分点至-20.4%，房屋施工面积累计同比持平于上月的-7.2%，竣工增速由17.9%回落为17%。新开工数据自7月以来跌幅持续收窄，除了低基数作用影响外，地产新开工也在边际修复，但新开工持续处于低位，施工增速难以快速回暖。“保交房”政策支持下，竣工增速依然保持高位，随着基数进一步走高，未来或边际放缓。

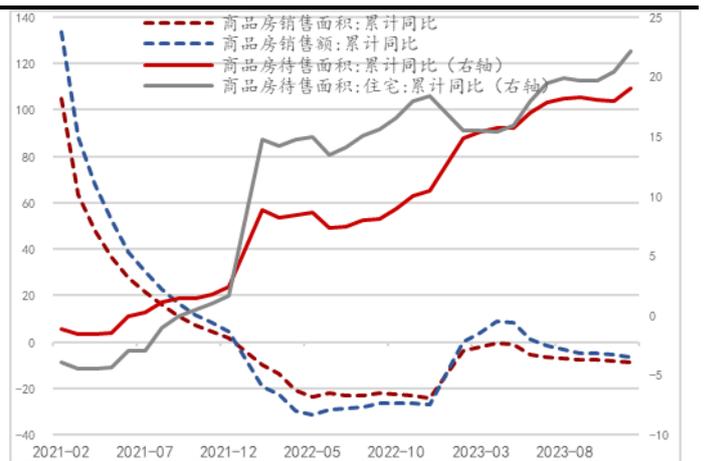
商品房销售继续回落，库存持续累积，居民购房意愿不足。国房景气指数由93.41%小幅下降至93.36%；商品房销售面积累计同比由-8%继续下探至-8.5%，自2023年二季度以来持续下滑，商品房销售额由-5.2%下跌为-6.5%，房地产销售“价”的跌幅相对“量”更大。商品房待售面积由18%上行至19%，库存持续累积，其中住宅累库速度相对更快，二手房挂牌增加也部分影响了去库进程。2023年地产政策持续放松，但成交保持低迷，居民长端信贷同比缩量，部分三四线及以下城市房价回落，当前及居民对于地产的信心依然不足。

图表10: 房屋新开工保持上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

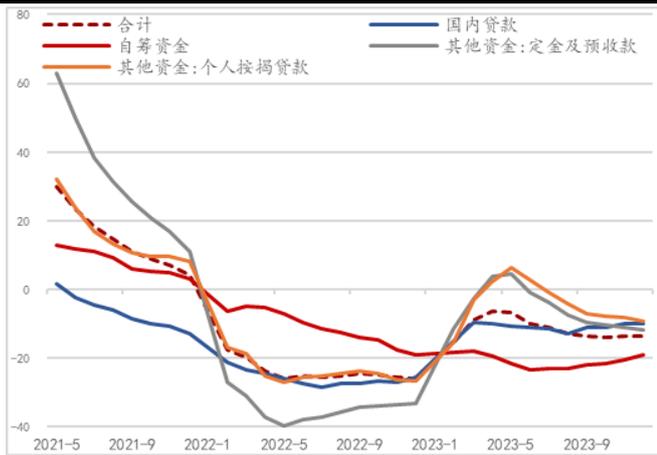
图表11: 商品房销售继续回落，库存持续累积 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

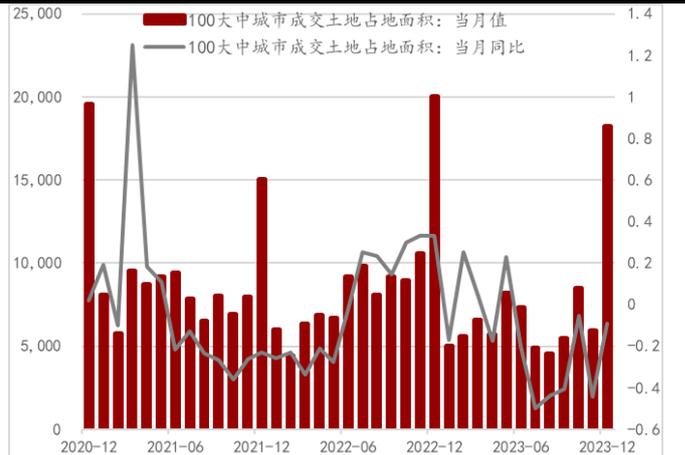
销售持续制约房企资金来源，房企拿地季节性增长，但依然偏谨慎。房地产开发资金来源增速由-13.4%回落为-13.6%。其中，定金及预收款、个人按揭贷款持续回落，地产销售回落给相关资金来源带来明显约束。政策对于房企融资端需求持续放松，房企自筹资金跌幅持续收窄，但国内贷款再度小幅回落，房企资金链压力依然较大。居民购房意愿不足，短期地产销售好转仍需时间消化，资金来源转好也需要等待，房企经营依然承压。从百城土地成交情况来看，12月拿地进入季节性高位，同比跌幅有所收窄，但依然保持负增，房企拿地在资金链约束下依然偏慢。

图表12: 房企资金来源再度回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 土地购置面积依然疲弱 (%，万平方米)



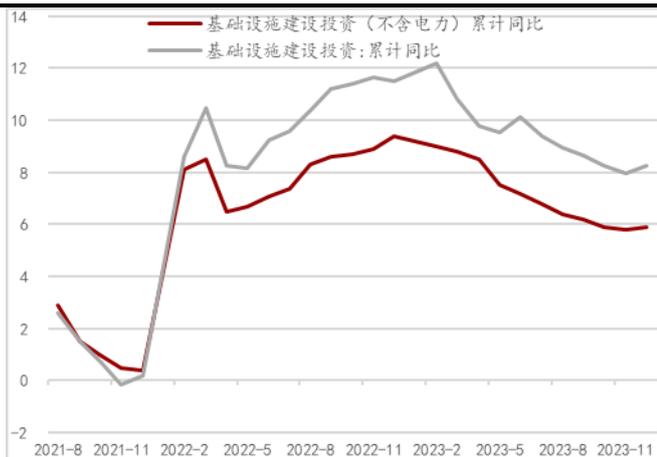
资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 3.2 基建压舱石作用持续，四季度保持韧性

基建对投资端起到了重要的压舱石作用，资金支撑四季度基建韧性。基建累计同比增速上行0.28个百分点至8.24%，基建(不含电力)累计同比增速上行0.1个百分点至5.9%。高基数作用下，基建表现仍具韧性。9月地方政府专项债发行放量，10月以来多地政府陆续开始发行特殊融资债券，万亿元特别国债在四季度发行完成，四季度资金给基建的支撑持续，基建保持韧性。

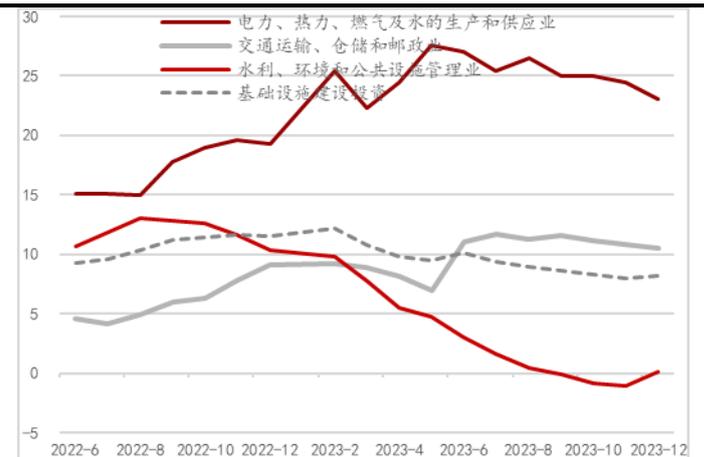
基建各分项增速表现分化。从细分项来看，交通运输、仓储和邮政业增速由10.8%小幅回落为10.5%，部分受到基数走高影响。电力、热力、燃气及水的生产和供应业高位边际回落，水利、环境和公共设施管理业增速由-1.1%上行至0.1%。

图表14: 基建投资增速上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 不同分项走势表现分化 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 3.3 制造业稳步回升，民间投资小幅回暖

制造业投资稳步回升，出口需求底部上行，民间投资小幅回暖。制造业累计同比增速上行0.2个百分点至6.5%，2023年下半年以来保持企稳回升。民间固定资产投资小幅上行0.1个百分点至-0.4%，高技术产业累计同比由10.5%回落为10.3%。从企业经营状

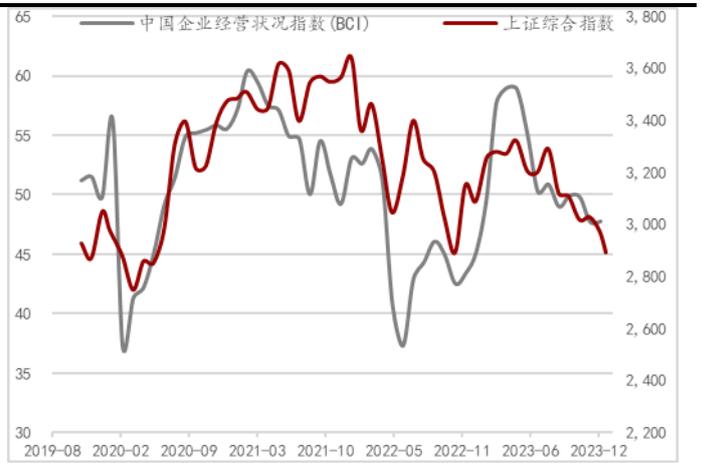
况指数 (BCI) 来看, 也迎来小幅反弹。民间投资止住下跌趋势, 企业利润逐步回暖, 经营状况边际好转, 我国出口金额累计同比也由底部逐步上行, 但当前外需不足的压力依然存在, 随着海外开启降息周期, 有望迎来出口回暖, 给制造业带来一定推力。

图表16: 制造业投资增速稳步回升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 企业经营状况指数小幅上行 (%)



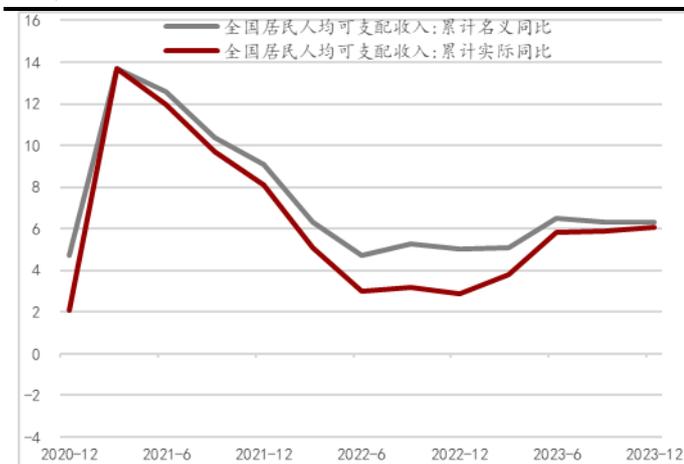
资料来源: Wind, 万联证券研究所

#### 4 消费边际回落, 线下餐饮收入保持增长

**消费同比边际放缓, 餐饮在低基数下保持高增。**12月, 社会消费品零售总额同比增速由上月的10.1%回落为7.4%, 略不及市场预期8.2%, 全年累计同比持平于上月的7.2%。其中, 除汽车以外的消费品零售增速由上月的9.6%下跌至7.9%; 餐饮同比由上月的25.8%上涨为30%, 2022年同期部分区域疫情给线下消费场景带来约束, 低基数下保持高增; 限额以上企业零售同比由上月的10%下跌至6.6%, 下跌幅度大于整体, 小微企业和个体工商户经营边际好转。

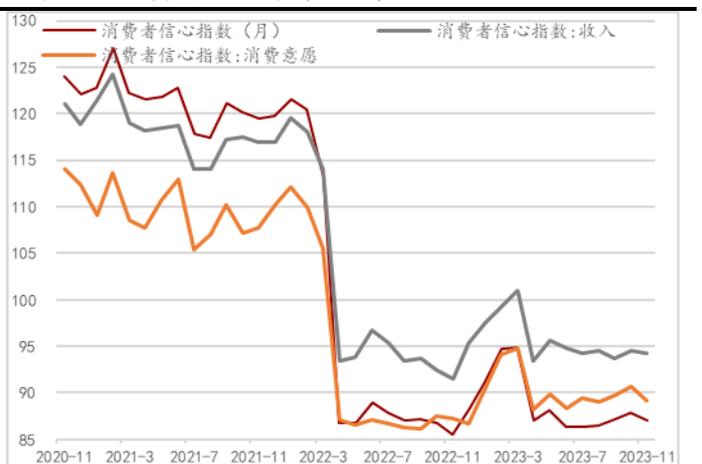
**居民实际可支配收入小幅增长, 消费者信心有待修复。**2023年全年, 居民人均名义可支配收入累计同比持平于上季度的6.3%, 实际可支配收入累计同比由5.9%上行至6.1%, 实际可支配收入保持增长。居民消费信心指数仍处于低位, LPR利率、存量房贷利率下调, 给消费置换出一定空间, 但整体消费者情绪偏谨慎, 消费意愿稍显不足。

图表18: 居民实际可支配收入增速上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 消费者信心有待进一步修复 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

必选、可选消费表现分化, 服饰、餐饮、汽车为主要支撑, 地产下游建材行业持续好

转。细分项来看，本月化妆品和金银珠宝类增速涨幅最大，金价上涨带来了部分消费需求。汽车行业降价持续，汽车消费放缓部分受高基数作用影响，从两年平均增速来看，汽车消费依然不弱。餐饮同比增速高位继续上行，部分受2022年同期低基数影响，从两年平均增速来看，餐饮消费小幅放缓。房地产下游的建筑及装潢材料类增速继续上行，地产竣工的拉动效果有所显现。粮油、食品、饮料等必选消费同比增速上行，烟酒类消费增速显著放缓，日用品类增速也明显回落。药品类消费受高基数影响增速显著放缓，两年平均增速来看，仅小幅回落。服饰类消费增速明显上行，东北冰雪旅游带动相关服饰、装备消费火热，以及寒潮影响南方降温，服饰消费明显增长。整体而言，消费细分行业亮点有限，服务类零售额明显领跑商品零售和消费整体增速。

图表20: 消费分项同比增速表现 (%)

同比增速	按消费类型分: 限额以上单位商品零售增速					两年平均增速	
	2023年12月	2023年11月	2022年12月	2022年11月	较上月变动	2023年12月	2023年11月
粮油、食品类	5.8	4.4	10.5	3.9	↑ 1.4	8.12	4.15
饮料类	7.7	6.3	5.5	-6.2	↑ 1.4	6.59	-0.15
烟酒类	8.3	16.2	-7.3	-2	↓ -7.9	0.20	6.71
服装鞋帽、针、纺织品类	2.6	22	-12.5	-15.6	↑ 4	5.60	1.47
日用品类	-5.9	3.5	-9.2	-9.1	↓ -9.4	-7.56	-3.00
中西药品类	-18	7.1	39.8	8.3	↓ -25.1	7.07	7.70
餐饮	30	25.8	-14.1	-8.4	↑ 4.2	5.67	7.35
化妆品类	9.7	-3.5	-19.3	-4.6	↑ 13.2	-5.91	-4.05
金银珠宝类	29.4	10.7	-18.4	-7	↑ 18.7	2.76	1.46
文化办公用品类	-9	-8.2	-0.3	-1.7	↓ -0.8	-4.75	-5.01
通讯器材类	11	16.8	-4.5	-17.6	↓ -5.8	2.96	-1.90
石油及制品类	8.6	7.2	-2.9	-1.6	↑ 1.4	2.69	2.71
汽车类	4	14.7	4.6	-4.2	↓ -10.7	4.30	4.82
家用电器和音像器材类	-0.1	2.7	-13.1	-17.3	↓ -2.8	-6.83	-7.84
家具类	2.3	2.2	-5.8	-4	↑ 0.1	-1.83	-0.95
建筑及装潢材料类	-7.5	-10.4	-8.9	-10	↑ 2.9	-8.20	-10.20
社会消费品零售总额	7.4	10.1	-1.8	-5.9	↓ -2.7	2.70	1.79
限额以上企业消费品零售总额	6.6	10	-1.3	-5.8	↓ -3.4	2.57	1.79
除汽车以外社零	7.9	9.6	-2.6	-6.1	↓ -1.7	2.52	1.45

资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 5 失业率小幅上行，总人口回落

失业率小幅上行，年轻劳动力就业相对承压。城镇失业率由5.0%上行为5.1%，31个大城市城镇失业率持平于5%。统计局调整就业统计口径，不包含在校生的16—24岁、25—29岁、30—59岁劳动力调查失业率分别为14.9%、6.1%、3.9%，年轻劳动力人口就业相对承压。但从BCI企业招工前瞻指数来看，由56.25%回落为55.18%，企业对于招工预期依然偏谨慎。城镇新增就业人数在11月季节性回落，同比保持增长。随民间投资企稳，服务业持续修复，相关岗位需求或逐步增加。

人口总数有所减少，劳动年龄人口占比小幅回落。从统计局公布的人口数据来看，2023年人口比上年末减少208万人，全年人口出生率为6.39‰，人口死亡率为7.87‰；人口自然增长率为-1.48‰。从人口结构来看，16—59岁的劳动年龄人口占比由2022年的62%回落为61.3%，65岁及以上人口占比由14.9%上行为15.4%，人口老龄化进程持续。劳动年龄人口减少可能会给消费动能带来一定影响。

图表21: 失业率有所下降(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表22: 城镇新增就业人数累计同比小幅上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 6 总结与展望

经济仍处缓步修复阶段, 有待政策进一步发力。从经济结构来看, 经济弱项、强项持续分化, 出口、地产投资给全年经济带来一定拖累。展望2024年, 财政政策预期保持积极, 经济目标增速下, 稳基建的诉求仍强。随着海外开启降息周期, 外需有望触底回升, 随工业企业开启补库周期, 制造业有望企稳上行。地产短期的拖累作用持续, 需要关注“三大工程”建设相关的支持政策出台, 保障房建设预期率先开启拉动作用。短期经济依然缺乏亮点, 一季度降息预期延续, 债市可以保持票息策略。股票市场情绪尚未修复, 人民币汇率持续承压, 行情回暖仍需等待, 可以关注部分红利股的防御性机会。

## 7 风险提示

海外政策节奏和幅度超预期, 居民消费、购房修复不及预期, 我国政策出台节奏和幅度不及预期。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场