

# 宏观

证券研究报告

2024年01月19日

## 最后一份经济数据值得关注什么？

对于 2023 年最后一份经济数据，我们认为有如下几点值得关注：

第一，2023 年经济增长目标顺利完成，但需关注现价和不变价 GDP 增速差。

第二，受益于政策率先发力，基建投资超季节性回升，可以期待后续基建增速表现。

第三、收入端或有待进一步改善，平均消费倾向重新回落。

第四、人口继续回落，但降幅收窄。

**风险提示：**国内基本面表现低于预期，政策发力不及预期，消费修复不及预期

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：大选年的美国财政-大选年的美国财政》 2024-01-18
- 《宏观报告：宏观-降还是不降？》 2024-01-17
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24 年 1 月第 3 周》 2024-01-15

2023 年经济平稳收官，四季度 GDP 同比增长 5.2%，全年不变价 GDP 同比 5.2%，现价同比增长 4.6%。

对于 2023 年最后一份经济数据，我们认为有如下几点值得关注：

### 第一，2023 年经济增长目标顺利完成，但需关注现价和不变价 GDP 增速差。

2023 年在内、外需偏弱时，企业以价换量，商品价格明显回落。比如出口价格指数 11 月同比-9.2%，四季度 PPI 同比-2.8%，汽车 11、12 月折扣率均在 19%左右<sup>1</sup>等等。依靠降价，工业行业营收虽然维持弱正增长，但 1-11 月累计利润同比为-4.4%，行业“增收不增利”。

受价格回落影响，现价 GDP 增速持续低于不变价。2023 年四季度虽然不变价 GDP 同比增长 5.2%，但 GDP 平减指数同比-1.4%，GDP 现价同比增速仅 3.7%。**不变价 GDP 增速与现价增速的缺口在一定程度上解释了微观体感和宏观数据之间的背离。**对微观经济主体而言，现价口径或与实际感受更为接近。

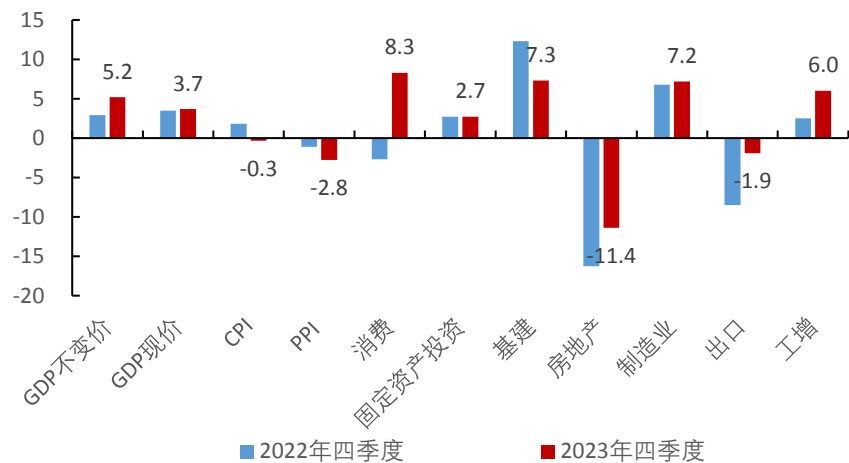
### 除价格因素外，低基数和口径调整也是造成体感不一致的原因。

受 2022 年四季度基数偏低影响，2023 年四季度部分指标同比偏高，但两年复合增速、环比表现一般，如社零同比增长 8.3%（两年平均增速仅 2.7%），GDP 不变价同比 5.2%（两年复合增速为 4%）。且社零和 GDP 季调环比均低于 2017-2019 年同期水平。

**口径调整则是另一个原因。**除了常规的统计局每年对 GDP 数据进行核实调整外（GDP 数据分为初步核算数和最终核实数，从近几年的数据上看，现价 GDP 的调整幅度一般在 0.5 个百分点左右），2023 年统计局针对固定资产投资数据加强了在库投资项目、加强统计执法、加强数据质量管理<sup>2</sup>。

受此影响，2023 年固定资产投资完成额、房地产投资完成额相比于 2022 年同期明显回落，如固定资产投资完成额从 2022 年的 57.2 万亿回落至 2023 年的 50.3 万亿（数据仅做参考<sup>3</sup>）。

图 1：主要经济指标当季同比增速（单位：%）



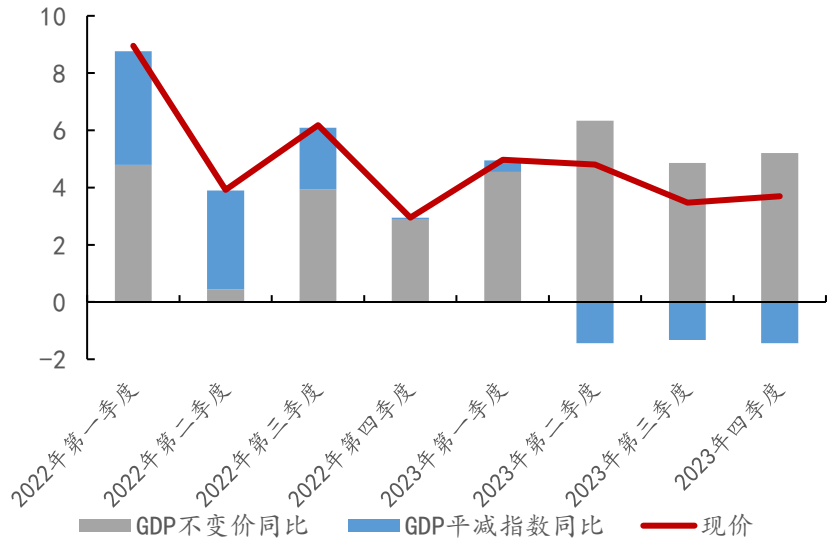
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：GDP 现价与不变价同比的测算（单位：%）

<sup>1</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/-Lqb1YhdFaxGOeHqWfc66w>

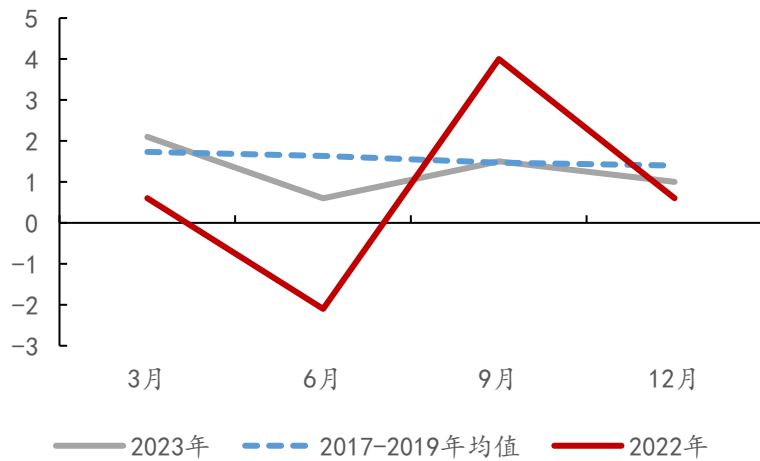
<sup>2</sup> [https://www.stats.gov.cn/xxqk/sjfb/zxfb2020/202309/t20230915\\_1942861.html](https://www.stats.gov.cn/xxqk/sjfb/zxfb2020/202309/t20230915_1942861.html)

<sup>3</sup> 统计局表示 固定资产投资增速按可比口径计算。报告期数据与上年已公布的同期数据之间存在不可比因素，不能直接相比计算增速。



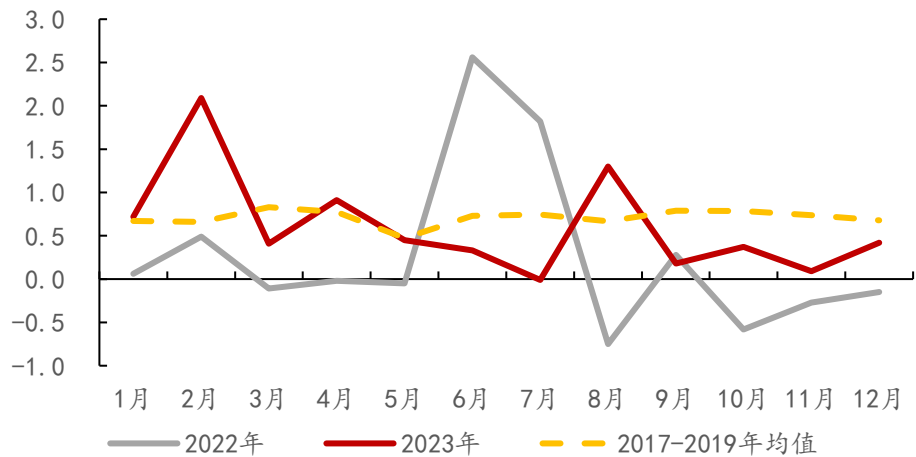
资料来源: wind, 天风证券研究所

图3: GDP季调后环比弱于往年均值水平 (单位: %)



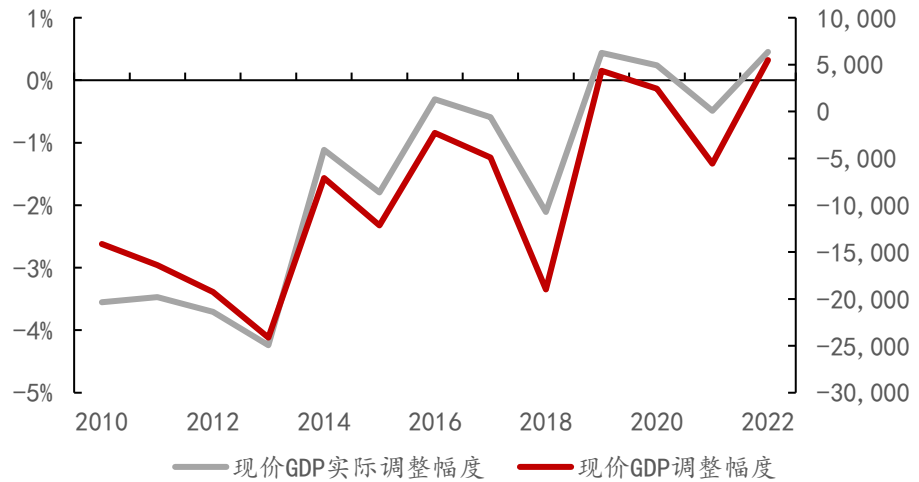
资料来源: wind, 天风证券研究所

图4: 社零环比弱于季节性 (单位: %)



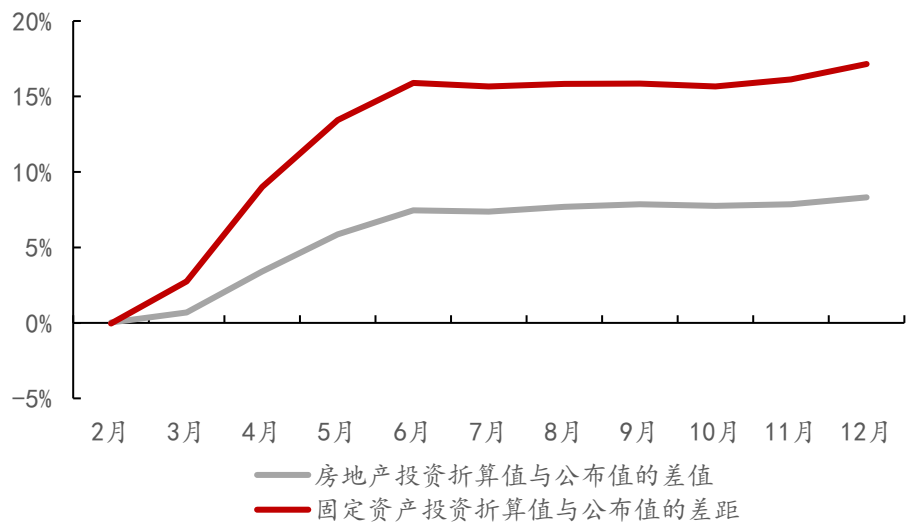
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：初步核算值与实际值的差距（右轴单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2023 年固定资产投资口径调整（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 第二，受益于政策率先发力，基建投资超季节性回升，可以期待后续基建增速表现。

12 月可比口径下，固定资产投资当月同比回升 1.2 个百分点至 4.1%，其中制造业、基建、房地产当月同比分别为 8.2%（前值 7.1%）、10.8%（前值 5.4%）、-12.5%（前值 -10.5%）。

制造业回升（政策支持、基本面回暖）和房地产投资下行（基本面继续偏弱）是对我们此前判断的确认（详见《2024 年制造业投资展望》，2023.12.23、《趋势延续-2024 年房地产市场展望》，2024.1.13）。

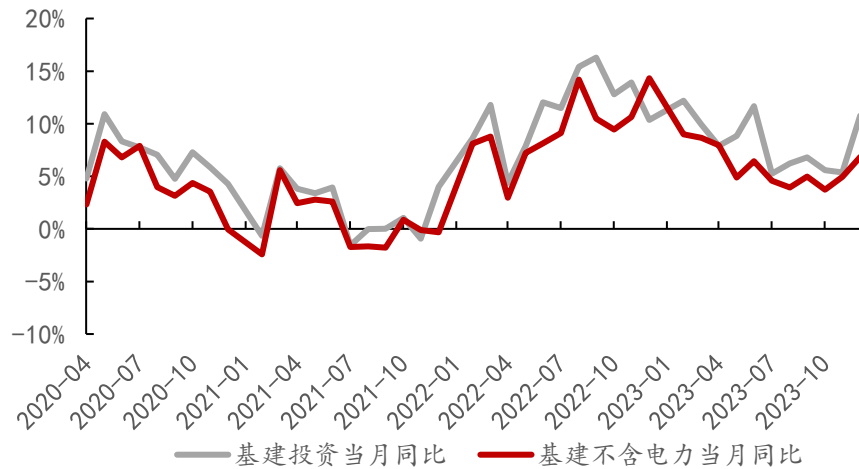
另外，随着 2023 年 1 万亿增发国债资金的落地（目前已经有 8000 亿资金落实到具体项目<sup>4</sup>）、PSL 资金的下发，广义财政靠前发力驱动基建增速在年末超季节性回升。12 月建筑业 PMI、新订单 PMI 环比上行 1.9、2 个百分点至 56.9%和 50.6%也表明基建景气度正在上行。

2024 年广义财政大概率继续积极主动作为，除前期万亿资金国债继续落地外，新增专项债

<sup>4</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/9GDZpYldv3SlxydPOoErNA>

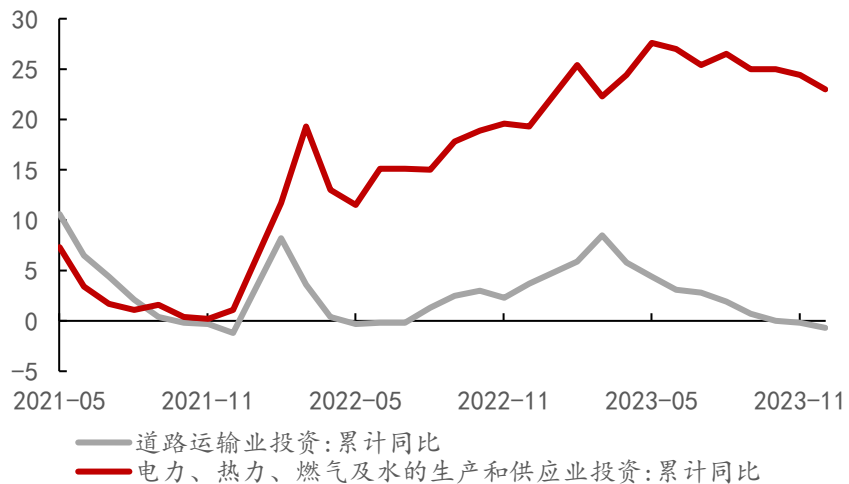
稳步发行、地方政府也在储备超长期特别国债项目，预计后续基建增速或有望继续维持相对高位。

图 7：基建增速明显回暖（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：分化的基建投资（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 第三、收入端或有待进一步改善，平均消费倾向重新回落。

三季度在假期的带动下，居民平均消费倾向超过 2020-2022 年 3.8 个百分点，超过 2017-2019 年 2.4 个百分点。但随着假期结束，居民消费意愿再度回落。4 季度居民平均消费意愿 74%，低于 2017-2019 年均值和 2020-2022 年均值 3.6 个和 0.6 个百分点。

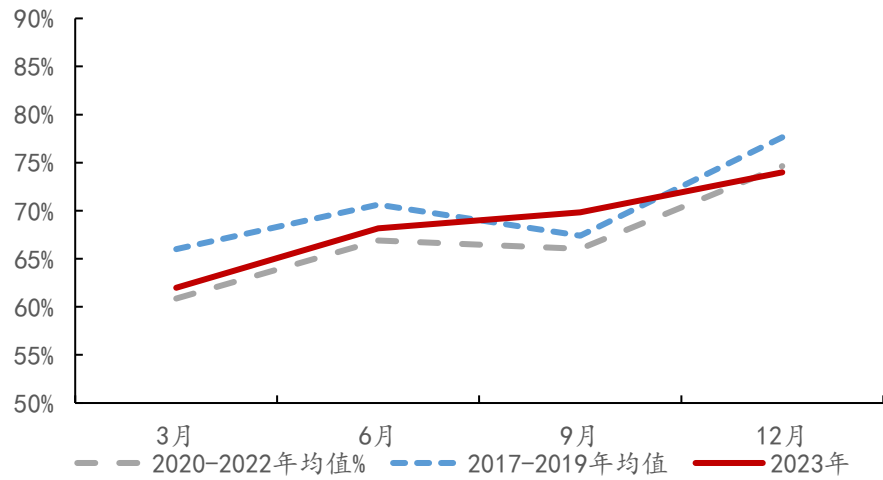
消费意愿下行的背后可能是居民对未来就业、收入的预期谨慎。11 月中国消费者就业信心指数和收入信心指数分别为 77.4%、94.3%，低于年初 90.8%、101% 的相对高点，且大幅低于疫情前水平。四季度居民人均可支配收入两年复合增速 5.3%，低于三季度 0.9 个百分点。

这也意味着后续国内消费的修复主要取决于收入和就业情况的改善。12 月不包含在校生的 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%<sup>5</sup>，青年人口存在一定就业压力。在这样的情况下，改善中青年人口就业环境对后续提高居民消费意愿或至关重要。

<sup>5</sup> [https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202401/t20240117\\_1946624.html](https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202401/t20240117_1946624.html)

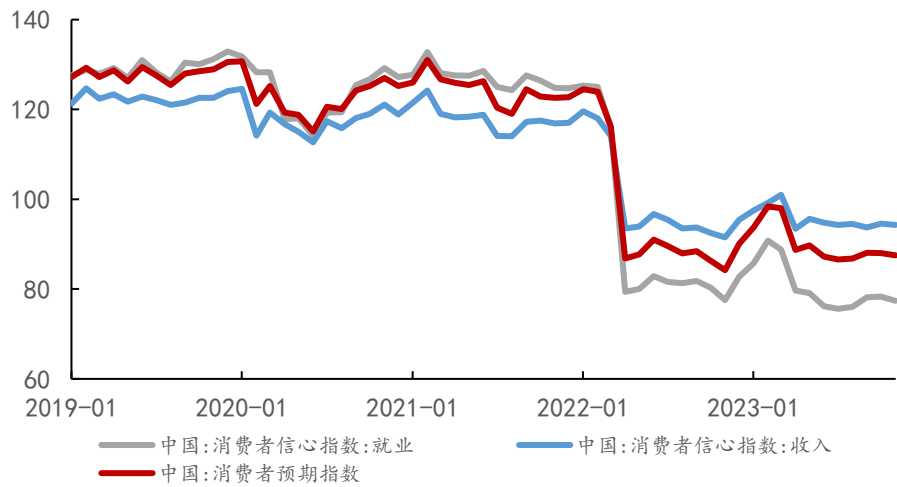
在具体消费结构上，目前居民服务消费和购车意愿继续维持高位。如四季度居民消费支出中，交通和通讯、教育、文化和娱乐、医疗保健的消费同比增速明显高于其他领域。预计后续汽车等对居民消费的支撑力度有望延续。

图 9：平均消费倾向回落（单位：%）



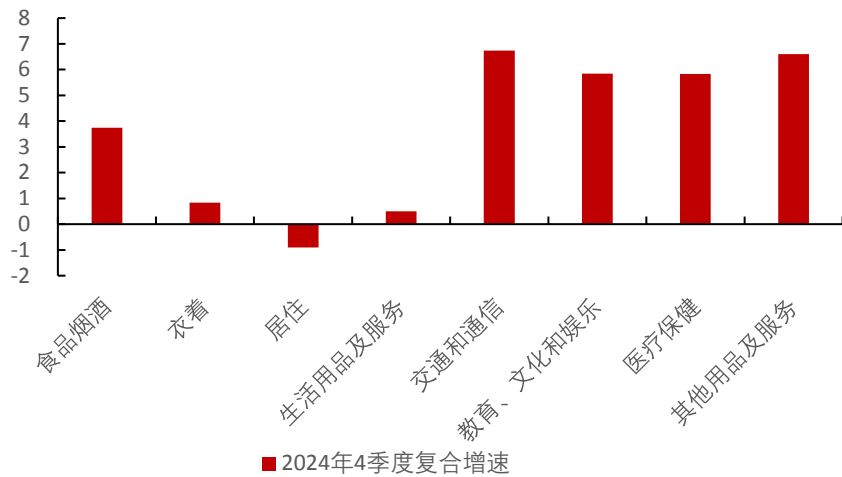
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：居民收入和就业预期偏弱（单位：%）



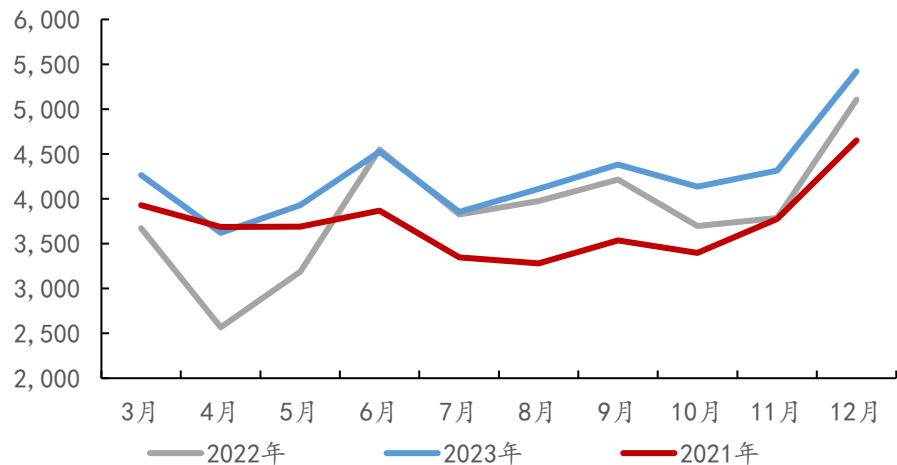
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：服务消费强于商品消费（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：亮眼的汽车消费（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

#### 第四、人口继续回落，但降幅收窄。

2023 年中国出生人口 902 万人，死亡人口 1110 万人，总人口减少 208 万人，人口已经两年负增。

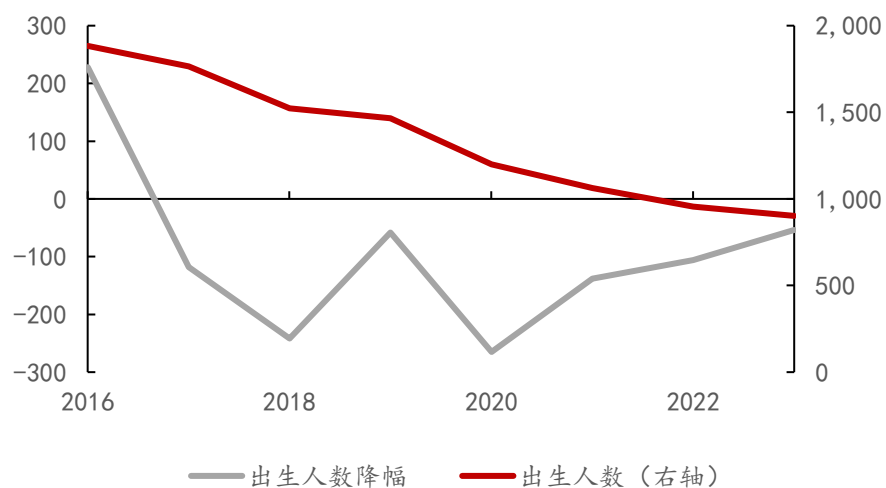
在总人数会减少时，2023 年出生人数降幅有所收窄。之所以降幅收窄，我们认为部分原因是部分在疫情期积压的生娃需求在 2023 年逐渐释放。

在 2020-2022 年间，受内、外生因素（如疫情、收入预期下滑等）影响，居民出生人数快速下行，2022 年年末、2023 年初的新冠流行对 2023 年的出生人数也造成了影响。但随着新冠结束，部分被压抑的生孩需求开始释放。我们预计这一动力目前尚未完全结束。

另外，2023 年婚姻登记人数小幅回升，2023 年前三季度国内累计结婚登记 569 万对，同比 2022 年多出 24.5 万对。这对 2024 年出生人数也会形成一定支撑。

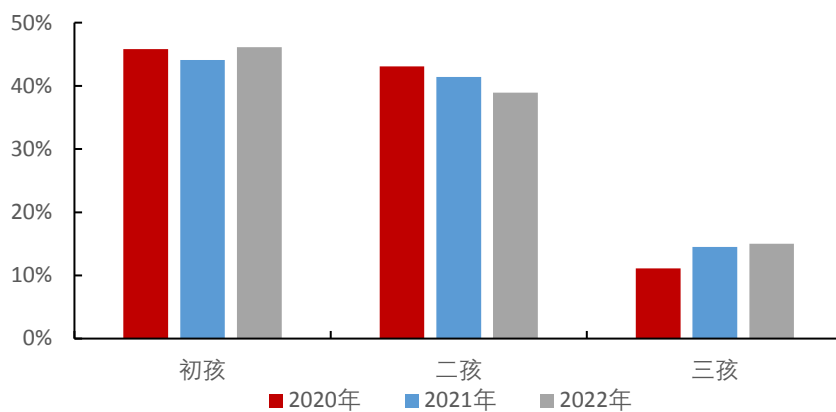
从这个角度来看，我们预计 2024 年出生人数降幅或继续收窄。

图 13：出生人数降幅收窄（左、右轴单位：万人）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 初孩占比小幅提高 (单位: %)



资料来源: 贝壳财经, 中国政府网, 天风证券研究所

总的来说, 2023 年经济数据正常收官, 低基数下, 全年顺利实现了 5.2% 增长。经济主体“以价换量”、同期基数偏低、口径调整等使得微观体感会弱于宏观数据。后续市场可以关注以下两点, 一是居民收入端能否持续修复进而带动消费回暖; 二是在广义财政积极主动作为时, 基建能否延续 12 月的表现。



## 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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com