

## 信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

需求分化，部分行业生产开始调整

——2023年12月经济数据点评

2024年1月21日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

➤ **市场启示：关注政策驱动的持续性，债市仍偏强震荡。**12月经济分项中，消费偏弱、地产跌幅扩大、制造业投资韧性、基建加速、工增高位维持，体现了政策托底效果，也体现了2023年库存周期回升对制造业投资和消费仍有支撑。但市场更关心经济内生动能的恢复力度和政策驱动的持续性。四季度总需求边际放缓，工业生产维持较高增速，但部分需求偏弱行业生产端已开始调整，后续制造业投资进一步回升动能有限；价格还存在低位波动的风险；当前实际利率依然处在高位。1月政策性降息虽然落空，依然可以博弈一季度的降息。预计债券收益率仍会偏强震荡。

➤ **12月社零增速明显低于前值和预期值，从两年平均增速看处于弱修复。**12月社零同比增长7.4%（前值10.1%），两年复合平均增速2.7%（前值1.8%）。分类看，第一，场景类、出行类消费增速边际放缓。第二，地产链相关消费跌幅仍较大。第三，生活必需类消费增速分化。日用品类两年平均增速大幅下降至-7.6%。第四，多数升级类消费增速略有反弹，但远不及2023年高点。

➤ **12月固定资产投资累计增长3.0%（前值2.9%），符合预期，两年平均增长4.0%（前值4.1%）。**第一，商品房销售跌幅扩大，房地产开发投资两年跌幅有所收窄。12月商品房销售面积增速-8.5%（前值-8.0%），两年平均增速-16.8%（前值-16.0%）；房地产开发资金来源跌幅趋缓，12月增速-13.6%（前值-13.4%），两年平均增速-20.0%（前值-19.8%）。房地产开发投资完成额增速-9.6%（前值-9.4%），两年平均增速-9.8%（前值-9.6%），四季度以来跌幅有所收窄。第二，基建投资增速在政策驱动下明显加快。12月基础设施投资累计同比增长5.9%（前值5.8%），两年平均增速7.6%（前值7.3%）。第三，制造业投资企稳，未来仍有韧性，具体要看需求和生产的走势。12月制造业投资累计增速6.5%（前值6.3%），两年平均增速7.8%（前值7.8%）。其中民间投资进一步止跌，12月增速为-0.4%（前值-0.5%），两年平均增速0.2%，跌幅趋缓。

➤ **工业生产维持较高增速，但部分需求偏弱行业生产端已开始调整。**12月规模以上工业增加值同比增长6.8%（前值6.6%），两年平均增长4.8%（前值4.8%）。12月工业企业产销率在97.4%的水平上维持了4个月后走升至98.4%。综合供需、价格及库存情况看，当前工业企业仍在被动去库存阶段。

➤ **风险提示：**国内外宏观环境超预期变化；稳增长政策力度超预期；地缘政治风险加剧。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

2023年GDP增长5.2%，四季度增长5.2%，均低于预期值。节奏上看，剔除基数效应，全年经济呈波动态势，四个季度GDP两年平均增速分别为4.7%、3.3%、4.4%、4.0%。一季度疫情防控政策调整带来国内积压需求释放；二季度外需回落、居民预期偏弱、“宽货币+紧财政”下政策效应传导偏慢，经济再度回落；三季度政策效应显现，部分行业补库存力量开启，主要经济数据明显好转，价格信号改善，内生动能逐渐集聚；四季度需求边际下行使得经济动能再度下滑，生产相对较好，价格再度转弱，经济动能仍待夯实。

从支出法看，经济拉动项主要是最终消费支出。四个季度消费支出对GDP的两年平均拉动分别为3.1%、2.2%、3.4%、2.2%，对GDP的两年平均贡献率均高于上年同期；资本形成总额对经济的拉动高点在四季度，四个季度的两年平均拉动分别为1.1%、1.2%、0.9%、2.6%，四季度主要是基建投资和制造业投资表现较好；净出口的拉动高点在一季度，二季度负向拉动0.1%，三季度恢复为0.1%，四季度再度回落到-0.7%。

图 1：GDP 季度增速 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 2：三大支出对 GDP 当季同比的拉动 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所  
注：2021年-2023年为两年复合平均增速

12月社零增速明显低于前值和预期值，从两年平均增速看处于弱修复。12月社零同比增长7.4%（前值10.1%），两年复合平均增速2.7%（前值1.8%）。分类看，第一，场景类、出行类消费增速边际放缓。餐饮收入两年平均增速5.7%（前值7.4%）；体育娱乐用品两年平均增速0.6%（前值3.2%），是2023年表现最差的月份；化妆品类两年平均增速-5.9%（前值-4.1%），也是2023年表现最差的月份。第二，地产链相关消费跌幅仍较大。家用电器和音像器材类零售额增长-0.1%（前值2.7%），两年平均增长-6.8%（前值-7.8%）；家具类零售额增长2.3%（前值2.2%），两年平均增长-1.8%（前值-1.0%）；建筑及装潢材料类零售额增长-7.5%（前值-10.4%），

两年平均增长-8.2%（前值-10.2%）。第三，生活必需类消费增速分化。中西药品类增速平稳，两年平均增速 7.1%（前值 7.7%）；日用品类两年平均增速大幅下降至-7.6%（前值-3.0%）；粮油食品类两年平均增速则反弹至 8.1%（前值 4.2%）。第四，多数升级类消费增速略有反弹，但远不及 2023 年高点。从两年平均表现看，金银珠宝类两年平均增速 2.8%（前值 1.5%）；通讯器材类两年平均增速 3.0%（前值-1.9%）；汽车类两年平均增速 4.3%（前值 4.8%）。

表 1：按类型分社会消费品零售总额当月增速（%）

指标名称	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	2023/12	比上年同期	比上期
粮油、食品类	-0.7	5.4	5.5	4.5	8.3	4.4	4.4	5.8	-4.7	1.4
饮料类	-0.7	3.6	3.1	0.8	8.0	6.2	6.3	7.7	2.2	1.4
烟酒类	8.6	9.6	7.2	4.3	23.1	15.4	16.2	8.3	15.6	-7.9
服装鞋帽针纺织品类	17.6	6.9	2.3	4.5	9.9	7.5	22.0	26.0	38.5	4.0
化妆品类	11.7	4.8	-4.1	9.7	1.6	1.1	-3.5	9.7	29.0	13.2
金银珠宝类	24.4	7.8	-10.0	7.2	7.7	10.4	10.7	29.4	47.8	18.7
日用品类	9.4	-2.2	-1.0	1.5	0.7	4.4	3.5	-5.9	3.3	-9.4
体育、娱乐用品类	14.3	9.2	2.6	-0.7	10.7	25.7	16.0	16.7	30.0	0.7
家用电器和音像器材类	0.1	4.5	-5.5	-2.9	-2.3	9.6	2.7	-0.1	13.0	-2.8
中西药品类	7.1	6.6	3.7	3.7	4.5	8.2	7.1	-18.0	-57.8	-25.1
文化办公用品类	-1.2	-9.9	-13.1	-8.4	-13.6	7.7	-8.2	-9.0	-8.7	-0.8
家具类	5.0	1.2	0.1	4.8	0.5	1.7	2.2	2.3	8.1	0.1
通讯器材类	27.4	6.6	3.0	8.5	0.4	14.6	16.8	11.0	15.5	-5.8
石油及制品类	4.1	-2.2	-0.6	6.0	8.9	5.4	7.2	8.6	11.5	1.4
建筑及装潢材料类	-14.6	-6.8	-11.2	-11.4	-8.2	-4.8	-10.4	-7.5	1.4	2.9
汽车类	24.2	-1.1	-1.5	1.1	2.8	11.4	14.7	4.0	-0.6	-10.7

数据来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

12月固定资产投资累计增长 3.0%（前值 2.9%），符合预期，两年平均增长 4.0%（前值 4.1%）。

商品房销售跌幅扩大，房地产开发投资两年跌幅有所收窄。12月商品房销售面积增速-8.5%（前值-8.0%），两年平均增速-16.8%（前值-16.0%），跌幅进一步扩大；房地产开发资金来源跌幅趋缓，12月增速-13.6%（前值-13.4%），两年平均增速-20.0%（前值-19.8%）。其中来自国内贷款的部分9月以来跌幅持续收窄，自筹资金部分也较为平稳，和地产销售相关的按揭贷款增速仍在回落。12月新开工面积累计增长-20.4%，跌幅继续收窄，叠加竣工面积减速，施工面积增速企稳。但从两年平均情况看，施工面积增速还在进一步回落。房地产开发投资完

成额增速-9.6%（前值-9.4%），两年平均增速-9.8%（前值-9.6%），四季度以来跌幅有所收窄。

基建投资增速在政策驱动下明显加快。12月，基础设施投资累计同比增长5.9%（前值5.8%），两年平均增速7.6%（前值7.3%）。

制造业投资有所企稳，未来或存在一定韧性，具体要看需求和生产的走势。12月制造业投资累计增速6.5%（前值6.3%），两年平均增速7.8%（前值7.8%）。其中民间投资进一步止跌，12月增速为-0.4%（前值-0.5%），两年平均增速0.2%，跌幅趋缓。分行业看，产能利用率较高的行业投资速度较快，如化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业等实现了较高的投资增速；而纺织业、非金属制品业、计算机通信和其他电子设备制造业等产能利用率较低的行业投资增速仍在下滑。

表 2：分行业制造业投资增速（%）

指标名称	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	2023/12	比上年同期	比上期
农副食品加工业	8.1	6.4	7.0	6.8	6.5	7.1	6.9	7.7	-7.8	0.8
食品制造业	0.5	1.4	2.0	2.8	7.5	8.9	10.1	12.5	-1.2	2.4
纺织业	-3.6	-2.0	-2.3	-1.5	-2.2	-1.2	-0.9	-0.4	-5.1	0.5
化学原料及化学制品制造业	15.9	13.9	13.7	13.2	13.5	13.4	13.3	13.4	-5.4	0.1
医药制造业	-0.6	1.7	0.6	0.6	-0.2	0.9	1.9	1.8	-4.1	-0.1
有色金属冶炼及压延加工业	6.5	14.2	10.2	8.5	9.9	9.8	10.9	12.5	-3.2	1.6
金属制品业	0.8	0.0	-1.1	-0.4	1.7	3.2	3.0	3.5	-8.3	0.5
通用设备制造业	4.5	3.7	4.6	4.8	5.1	5.2	3.4	4.8	-10.0	1.4
专用设备制造业	8.6	7.7	6.4	7.5	8.2	10.7	10.4	10.4	-1.7	0.0
汽车制造业	17.9	20.0	19.2	19.1	20.4	18.7	17.9	19.4	6.8	1.5
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-1.3	2.8	-0.6	-0.8	3.1	1.8	2.7	3.1	1.4	0.4
电气机械及器材制造业	38.9	38.9	39.1	38.6	38.1	36.6	34.6	32.2	-10.4	-2.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	10.5	9.4	9.8	9.5	10.2	9.6	9.2	9.3	-9.5	0.1

数据来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

工业生产维持较高增速，但部分需求偏弱行业生产端已开始调整。12月，规模以上工业增加值同比增长6.8%（前值6.6%），两年平均增长4.8%（前值4.8%）。12月工业企业产销率在97.4%的水平上维持了4个月后走升至98.4%。综合供需、价格及库存情况看，当前工业企

业仍在被动去库存阶段。分行业看，剔除基数效应后，（1）消费品工业在消费弱修复下整体也呈现弱修复态势，但家具制造业（和地产相关）、文教工美体育和娱乐用品制造业（和升级类消费相关）跌幅依然较深。（2）设备制造类工增多有回落，但仍具有韧性。汽车行业工增大幅放缓。（3）工业品制造业表现分化，化学原料及化学制品制造业、金属品制造业增速依然较高，橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业有所回落。（4）原材料制造业中，黑色金属冶炼及压延加工业继续走弱，有色金属冶炼及压延加工业依然偏强。

表 3：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	2023/12	比上年同期	比上期
农副食品加工业	-1.3	2.2	3.0	3.1	1.2	0.7	-0.5	-0.8	1.2	-0.3
食品制造业	0.1	3.1	0.0	2.5	6.4	4.7	3.8	4.4	4.5	0.6
酒、饮料和精制茶制造业	0.0	0.2	-3.1	-2.9	2.7	3.4	4.8	2.1	-1.3	-2.7
纺织业	-1.8	-0.4	-0.3	1.4	0.8	2.0	2.1	1.7	4.7	-0.4
化学原料及化学制品制造业	3.9	9.9	9.8	14.8	13.4	12.1	9.6	11.0	0.0	1.4
医药制造业	-4.4	-2.1	-3.5	-6.2	-7.7	-10.4	-8.1	-3.3	-1.9	4.8
橡胶和塑料制品业	2.5	3.0	3.6	5.4	6.0	6.0	7.4	9.9	17.2	2.5
非金属矿物制品业	-2.6	-0.4	-3.4	-1.6	-1.7	-1.1	-0.6	0.3	2.1	0.9
黑色金属冶炼及压延加工业	3.1	7.8	15.6	14.5	9.9	7.3	5.1	2.1	-0.7	-3.0
有色金属冶炼及压延加工业	7.1	9.1	8.9	8.8	8.4	12.5	10.2	12.9	6.6	2.7
金属制品业	-0.1	2.4	1.4	1.4	3.7	5.5	6.0	7.3	8.5	1.3
通用设备制造业	6.1	-0.2	-1.4	-0.8	0.0	-0.1	0.8	4.6	8.0	3.8
专用设备制造业	3.9	3.4	1.5	-0.5	1.6	2.7	1.9	3.6	4.1	1.7
汽车制造业	23.8	8.8	6.2	9.9	9.0	10.8	20.7	20.0	25.9	-0.7
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.6	4.7	1.0	3.1	2.6	9.6	12.7	5.6	3.6	-7.1
电气机械及器材制造业	15.4	15.4	10.6	10.2	11.5	9.8	10.2	10.1	-0.7	-0.1
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.0	1.2	0.7	5.8	4.5	4.8	10.6	9.6	8.5	-1.0

数据来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

**市场启示：关注政策驱动的持续性，债市仍偏强震荡。**12月经济分项中，消费偏弱、地产跌幅扩大、制造业投资韧性、基建加速、工增高位维持，体现了政策托底效果，也体现了2023年库存周期回升对制造业投资和消费仍有支撑。但市场更关心经济内生动能的恢复力度和政策驱动的持续性。四季度总需求边际放缓，工业生产维持较高增速，但部分需求偏弱行业

生产端已开始调整，后续制造业投资进一步回升动能有限；价格还存在低位波动的风险；当前实际利率依然处在高位。1月政策性降息虽然落空，依然可以博弈一季度的降息。预计债券收益率仍会偏强震荡。

**风险提示：**国内外宏观环境超预期变化；稳增长政策力度超预期；地缘政治风险加剧。

### 分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

