



超额达标，筑底蓄势

——经济数据 2023 年全年及 12 月点评

一、总体：经济修复曲折前行

2023 年，我国经济在内外部挑战下曲折前行。初步核算，2023 年我国名义 GDP 超 126 万亿元，实际 GDP 增速 5.2%，好于年初“5%左右”的预期目标。去年初疫情防控平稳转段后，经济修复波浪式发展，一至四季度实际 GDP 同比增速分别为 4.5%、6.3%、4.9%、5.2%，两年复合增速反映的增长动能波动放缓，一至四季度分别为 4.7%、3.3%、4.4%、4.0%。由于有效需求不足叠加结构性因素，价格低位运行，全年 GDP 平减指数同比-0.6%，二至四季度持续处于-1.5%左右。全年全国居民人均可支配收入 39,218 元，同比增加 2,335 元（6.3%），增量较 2022 年有所回升。2023 年末全国人口 14.097 亿，较 2022 年减少 208 万人，人口自然增长率-1.48%，连续第二年负增长。随着政策渐进发力，去年末供需两端动能筑底企稳，2024 年在政策托举下经济有望进一步回升向好。

去年 12 月经济数据同比增速有所上行，主要由于基数走低，实际动能仍在筑底。规模以上工业增加值当月同比 6.8%，两年复合 4.0%；社会消费品零售总额当月同比 7.4%，两年复合 2.7%；城镇固定资产投资额累计同比 3.0%，两年复合 4.0%。其中，房地产投资累计同比-9.6%，两年复合-13.3%；全口径基建投资累计同比 8.2%，两年复合 9.9%；制造业投资累计同比 6.5%，两年复合 7.8%。在需求端，外需动能边际趋缓，内需动能延续分化，与公共部门相关的基建和制造业投资动能增强，与私人部门相关的消费和房地产投资动能未明显改善。供给端动能较为稳定但结构分化，工业生产动能边际向下，服务业动能改善。

二、供给：总体稳定，结构分化

（1）工业与服务生产：曲折修复，动能分化



2023年工业生产曲折修复，结构上冷热不均。全年规上工业增加值累计同比增长4.6%，较2022年上升1.0pct，两年复合增速4.1%。上半年工业生产动能由强转弱，主要受需求不足的制约；下半年企稳回暖，积极因素在于政策托举、预期改善以及利润修复。分三大门类看，受高技术制造业及装备制造业的支撑，中游制造业生产提速，而上游采矿业和下游电热燃水业生产则有所放缓。产能利用率逐季回升，但仍低于疫前三年平均水平。

去年12月工业生产增速提升，但动能下行。当月规上工业增加值同比增速小幅提升0.2pct至6.8%，但两年复合增速下降0.4pct至4.0%。观察两年复合增速，分三大门类看，受寒冷天气影响，原煤、原油、天然气、电力等主要能源产品生产加快，下游电热燃水业增速继续提升；上游采矿业生产趋稳，增速小幅下行；中游制造业生产增速下降0.7pct至3.6%。分行业看，石油、天然气开采业，电力、热力生产供应业增速上升。装备制造业中，汽车生产明显放缓，专用设备、电气机械小幅放缓，金属制品和通用设备生产有所提升。新能源类产品如太阳能电池、新能源汽车、发电机组等生产高速增长。

2023年服务业生产明显改善，但动能仍不及疫前。全年服务业生产指数累计同比增长8.1%，较2022年大幅反弹8.2pct；两年复合增速3.9%，仍低于疫前三年平均增速3.7pct。去年12月服务业生产指数小幅下降0.8pct至8.5%，动能则小幅提升。分行业看，接触聚集型服务业和现代服务业为主要拉动，住宿餐饮、交通运输、仓储和邮政业生产增速较高；信息技术服务业维持高速增长，金融业生产较为平稳。

前瞻地看，受政策托举及企业补库存支撑，今年工业和服务业生产有望加速修复。

（2）就业：总体形势稳定，结构仍存分化

2023年全年就业形势总体稳定。全国城镇调查失业率平均值为5.2%，较2022年下行0.4pct，好于年初“5.5%左右”的预期目标。其



中，各季度外出农民工人数同比持续回升，四季度较疫前三年趋势水平的缺口收窄至近四年最低的 234 万人。统计局于今年初调整了青年调查失业率口径，测算时不再包含在校学生。这部分人群在 16-24 岁城镇人口中占比超 6 成，因此新口径与旧口径不再直接可比。新口径下，去年 12 月 16-24 岁劳动力失业率为 14.9%，25-29 岁劳动力失业率为 6.1%。

三、固定资产投资：维持韧性，地产拖累

2023 年城镇固定资产投资同比增长 3%，其中基建和制造业投资在政策托举下保持韧性，同比分别为 8.2%、6.5%，自 2022 年高位下行 3.3pct、2.6pct，房地产投资全年同比-9.6%，降幅较 2022 年微幅收窄 0.4pct，仍对投资形成明显拖累。

去年 12 月城镇固定资产投资修复持续放缓，季调环比增速小幅回落 0.12pct 至 0.09%，两年复合同比增速连续第三个月下行 1.1pct 至 -8.5%。其中，房地产投资降幅扩张，基建投资与制造业投资维持韧性。民间投资降幅继续扩张，两年复合同比增速下行 2.7pct 至 -17.2%，与国有控股单位投资之间增速差扩大，仍受房地产投资拖累。

（1）房地产：平淡收官

2023 年房地产市场进一步探底，但销售、投资和融资的下降斜率大幅放缓。商品房销售面积和销售金额降幅分别大幅收窄 13.8pct、20.2pct 至 -24.3%、-26.7%。销售端修复疲弱叠加房企信用持续承压，房地产投资累计同比降幅微幅收窄 0.4pct 至 -9.6%，房企开发资金累计同比降幅收窄 12.3pct 至 -13.6%。

去年 12 月房地产市场销售收缩未再加剧，区域降幅均有收窄。商品房销售面积和金额降幅接近上月，两年复合增速分别较上月微升 0.1pct、微降 0.3pct 至 -27.4%、-25.3%。12 月 30 个大中城市商品房成交面积环比季节性转正，各线城市均较上月回升。

销售端未见实质改善，房企流动性、债务风险仍存，叠加天气等季节性因素影响，房地产投资和房企到位资金收缩均加剧。12 月房地产



投资和房企到位资金两年复合增速分别较上月微升 0.7pct、0.5pct 至-18.3%、-23.4%。其中，基数效应主导个人按揭贷款、定金及预收款当月同比转正。

前瞻地看，今年房地产销售和投资或有边际改善，降幅较去年或有收敛，对固定资产投资和经济增长的拖累边际减弱。政策端仍将持续支持销售端修复，并以“三大工程”拉动投资增量，对冲存量下行压力，政策效果均有待观察。

（2）基建：增量资金，增速提升

2023 年基建投资在高基数的基础上继续高增，有力支撑经济增长。全年全口径与狭义口径（不含电力）基建投资分别同比增长 8.2%和 5.9%，两年复合增速分别为 9.9%和 7.6%。从结构上看，三大行业投资动能分化，其中电热燃水业高速增长，交运仓邮业韧性强劲，而水环公共业增速趋缓。

去年 12 月全口径与狭义口径（不含电力）基建投资当月同比增速分别为 10.7%和 6.8%，较前值分别上升 5.3pct 和 1.8pct，主要受到两方面因素支撑。一是发改委下达了两批增发国债项目清单，累计安排资金超 8,000 亿元；二是央行净投放 3,500 亿元 PSL。从高频数据看，12 月项目动工施工进度或受到大范围雨雪天气的干扰，石油沥青、水泥磨机和钢厂高炉开工率均环比下降。

前瞻地看，今年基建投资有望保持 10%左右的强劲增长。一是去年增发的万亿国债大部分将在今年使用；二是或继续净投放 PSL，规模或达万亿；三是财政收入或继续回暖，新增专项债限额或提升至 4 万亿；四是今年或发行 1 万亿超长期特别国债，全年官方赤字率或达 3.6%。此外，随着 PPP 项目机制重启，社会资本参与度有望提升。

（3）制造业：增速新高，结构分化

2023 年制造业投资在政策托举下稳健增长，结构性特征凸显。全年制造业投资累计同比增长 6.5%，两年复合增速 7.8%。从结构上看，



在产业升级、技术改造、绿色转型的带动下，高技术制造业和中游设备制造业高速增长。上游原材料加工业表现分化，部分行业陷入收缩。下游消费品制造业普遍出现需求不足的问题，整体投资动能不强，出口和房地产产业链相关行业尤为明显。

去年 12 月制造业投资增速创年内新高，当月同比增速上升 1.1pct 至 8.2%。从结构上看，中游装备制造业维持较快增长，高技术制造业累计增速边际下行 0.6pct 至 9.9%。上游原材料制造业中，有色金属和化学原料制造业表现最好，增速提升，石油、煤炭加工业仍深陷收缩区间。下游消费品制造业有所回暖，农副食品、食品加工等行业增速提升。

前瞻地看，今年制造业投资有望加速增长，全年增速或达 7.5%，支撑因素有三。一是政策托举下，制造业产业升级、补链强链将继续进行，节能减碳改造、新能源等绿色投资有望形成有力支撑。二是在地产和出口的拖累下，我国仍处库存周期尾部，后续有望进入新一轮主动补库存阶段。三是企业盈利有望持续修复，将推升企业资本开支意愿。

四、消费：商品向上、餐饮向下

2023 年，我国消费在低基数下实现较高增长，但修复动能仍然偏弱。全年社会消费品零售总额同比增长 7.2%，两年复合增速 3.4%，低基数下同比增速大幅转正，修复动能略低于 2021 年。

去年 12 月消费复苏动能维持低位，社会消费品零售总额同比增速较上月下行 2.7pct 至 7.4%，实际修复动能高于上月，环比增幅超疫前季节性中枢。社零修复结构边际变化，商品零售修复动能增强，餐饮服务消费动能放缓，两年复合增速分别上行 1.3pct、下行 1.6pct 至 2.3%、5.7%。其中，日用品消费动能连续第二个月下降，汽车消费动能持续放缓，通讯器材消费重回增长，地产周期类消费仍处收缩。

前瞻地看，今年社零或呈现“同比走弱、动能增强”的态势，基数效应减弱主导同比增速下行，但实际修复动能或略高于去年，仍受居民收入和预期偏弱压制。



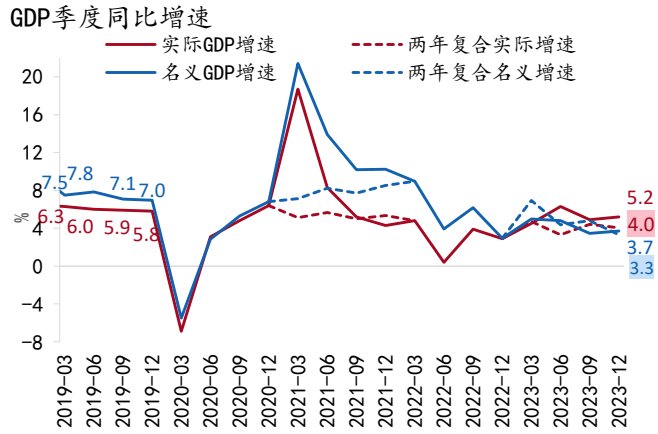
五、前瞻：政策发力，花开有时

前瞻地看，当前经济面临内外部困难挑战，在中央经济工作会议的部署下，预计2024年经济工作将积极进取，GDP增速目标或继续锚定“5%”，这意味这各项政策将加力托举，形成合力增强经济活力。从形态上看，由于基数效应，单季GDP同比增速或呈“N”型，二、四季度为年内较高点；以两年平均增速计，经济动能或将在上半年明显增强，下半年保持稳定。从结构上看，今年外需趋弱，出口或温和增长，我国经济增长需要统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革。一是投资有望保持稳健增长，基建和制造业投资将在政策支持下成为2024年经济增长的主要驱动，房地产投资降幅有望收窄。二是消费动能有望进一步改善，但增速或有所回落。三是供给端随需求修复和政策支撑而改善，但部分产能过剩行业面临调整。

（作者：谭卓 王欣恬 刘阳 张冰莹）

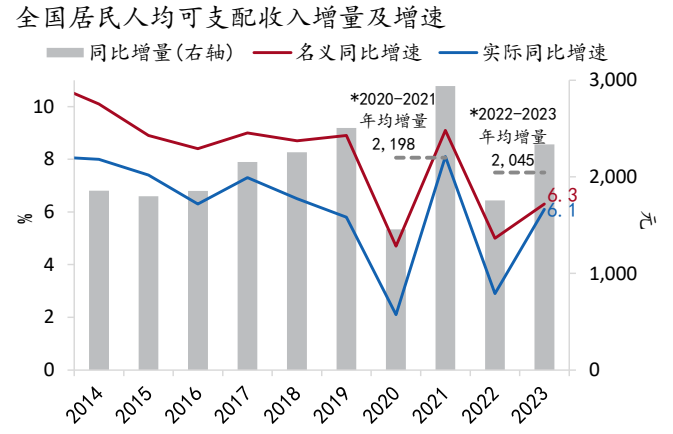
附录:

图 1: 四季度经济增长动能小幅放缓



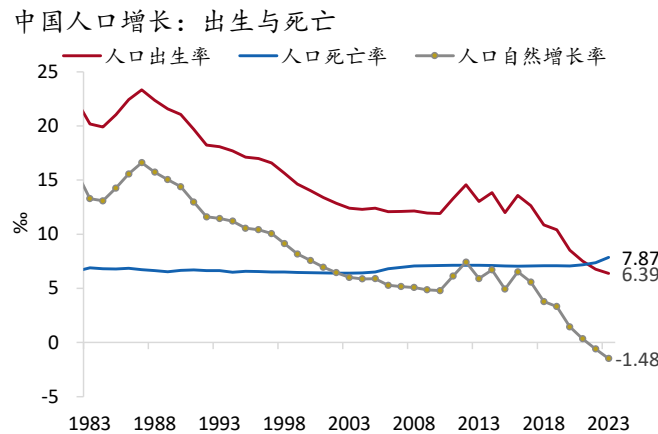
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 2: 2023年全国居民人均可支配收入增量改善



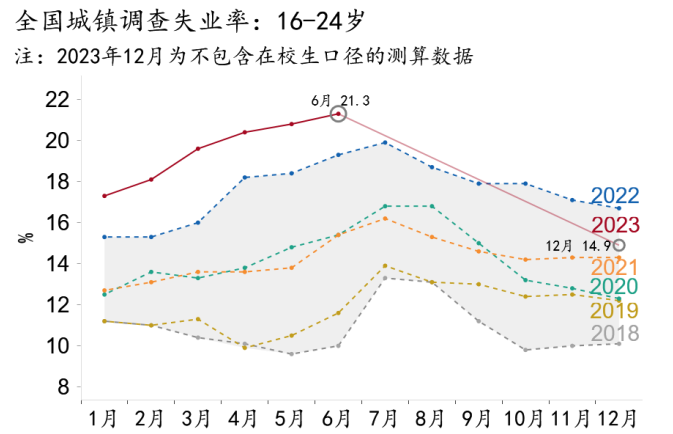
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 3: 2023年我国总人口连续第二年负增长



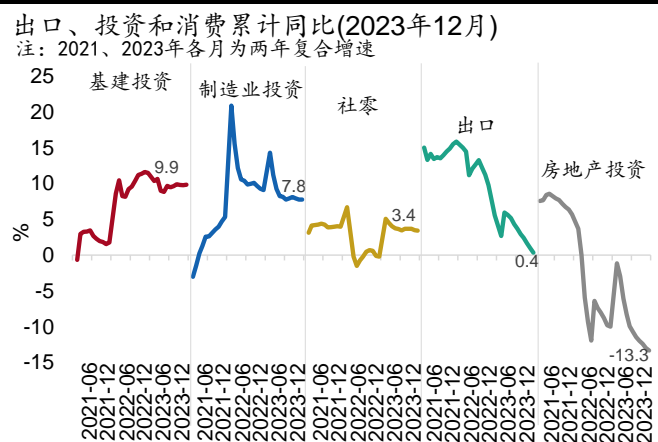
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 4: 2023年12月新口径下青年失业率为14.9%



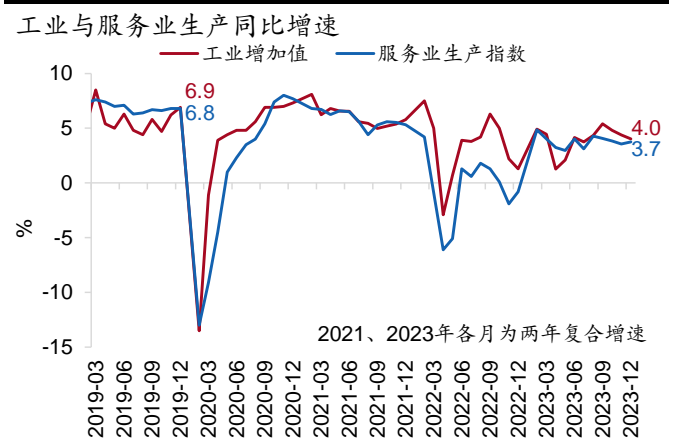
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 5: 2023年12月需求端动能边际放缓



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 6: 供给端动能趋稳, 结构分化



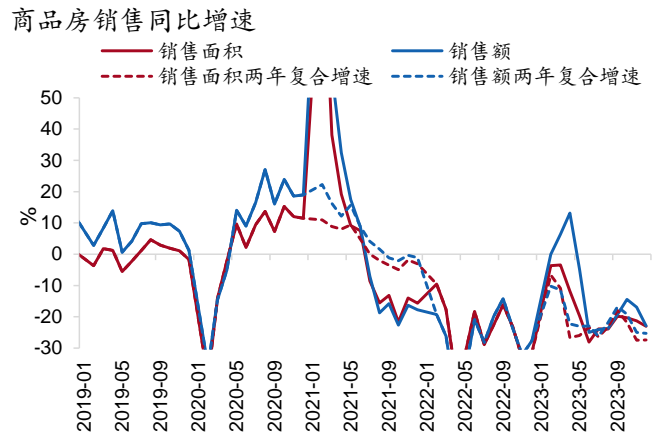
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 7：房地产投资降幅持续走阔



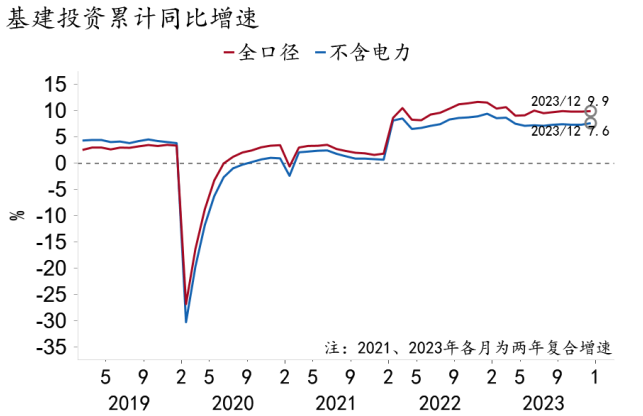
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8：房地产销售降幅持平上月



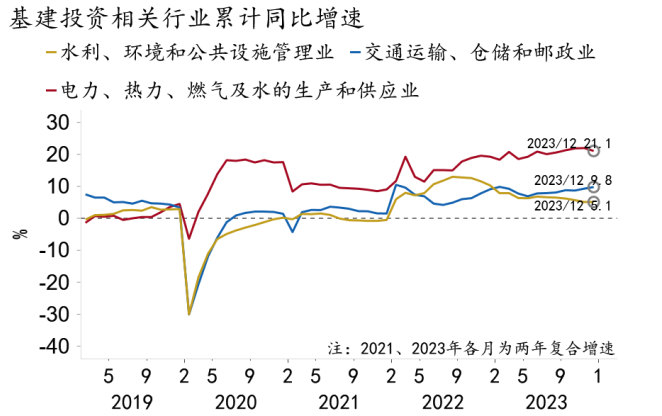
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 9：基建投资高增，增速上行



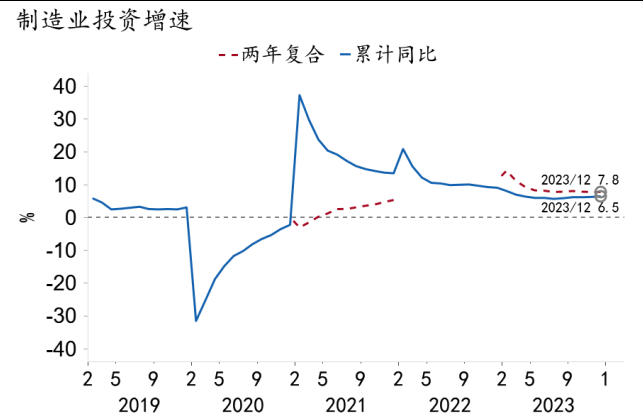
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：基建三大行业投资动能持续分化



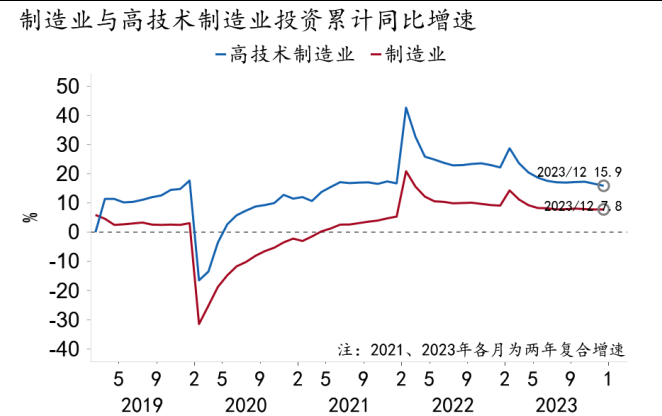
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 11：制造业投资增速提升，动能稳定



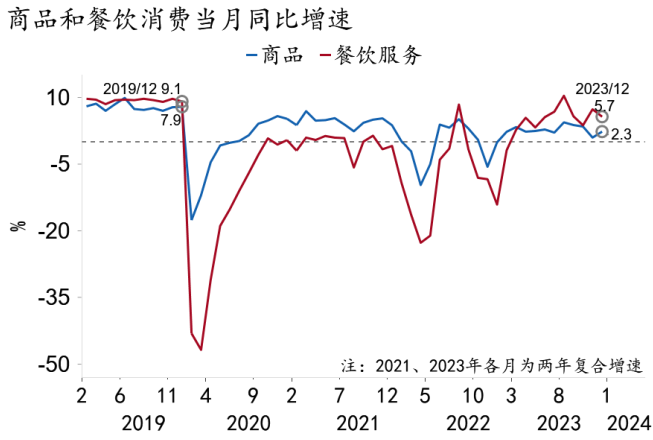
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 12：高技术制造业投资增速继续高位放缓



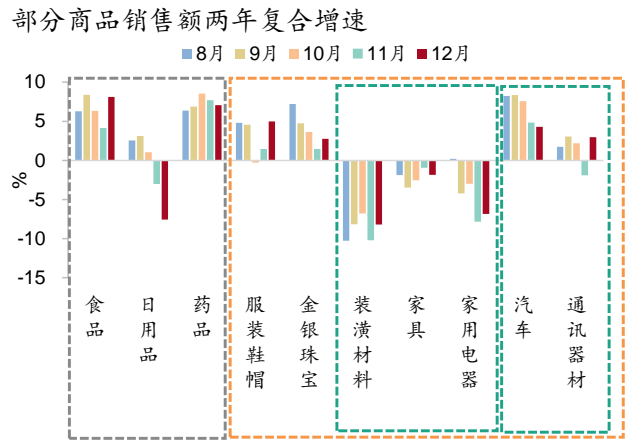
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 13：商品和餐饮消费修复持续分化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 14：房地产周期类消费仍处收缩



资料来源：Wind，招商银行研究院