



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

经济平稳有韧性

——2023年12月经济数据点评

日期：2024年01月19日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《经济稳中趋暖仍是市场主流预期》

——2024年01月10日

《汇率 POLL：短期进入平衡区》

——2023年12月26日

《经济稳中偏暖、政策稳中偏升》

——2023年12月20日

■ 主要观点

平稳改善延续

12月经济延续了平稳改善的趋势，投资反弹，工业生产持续加快。作为经济成效综合体现的工业增长进一步提升表明中国经济整体运行的韧性。而作为经济第一增长动力的投资在地产拖累下实现了企稳反弹，主要依赖于制造业和基建的回升，有助于固定资本形成总额的上升。消费增长有所回落，或主要受去年基数变化影响，从两年平均增速来看，12月消费实际上有所回升。4季度GDP增长5.2%，消除基数效应的两年平均增速较3季度略有下滑，全年实现了5%的增长目标。我们认为，经济回升向好的趋势愈发显现，要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，以巩固和增强当前态势。

市场有望走稳回暖

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。我们认为，在政策激励和经济韧性影响下，中国经济运行平稳态势不变，随着政策效应逐渐呈现，2024年中国经济和资本市场运行或将演绎双回暖格局。我们认为，未来“宏观平稳、微观改善”的宏观运行趋势，有利于资本市场走稳回暖。

经济平稳有韧性

从两年平均增速来看，2023年经济实现了一季度开局良好，二季度下滑转弱，三、四季度反弹走稳。展望未来。在基建与制造业投资的支撑下，2024年投资增长有望将保持平稳态势。经济增速或因基数效应消除而略降，实质平稳有韧性。在“稳中求进、以进促稳、先立后破”原则下，积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。我们认为中国经济信心正在恢复。中国货币环境宽松格局不会改变，降息或降准未来仍然可期待。

■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：12 月份宏观数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 工业生产持续提速	3
2.2 汽车生产增长较快	4
2.3 基建、制造业投资均有回升.....	4
2.4 地产仍待企稳.....	5
2.5 基数变动，消费回落.....	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 平稳改善延续.....	7
3.2 市场有望走稳回暖	7
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 经济平稳有韧性.....	8
5 风险提示：	8

图

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	5
图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）	6
图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）	7

表

表 1：本期经济数据增速（%）	3
-----------------------	---

1 事件：12 月份宏观数据公布

工业生产继续加快。12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，12 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.52%。2023 年，规模以上工业增加值比上年增长 4.6%。

固定资产投资稳中有升。2023 年，全国固定资产投资（不含农户）503036 亿元，比上年增长 3.0%，增速比 1—11 月份加快 0.1 个百分点。其中，制造业投资增长 6.5%，增速加快 0.2 个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长 5.9%，增速加快 0.1 个百分点。

消费有所回落。2023 年 12 月份，社会消费品零售总额 43550 亿元，同比增长 7.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额 38131 亿元，增长 7.9%。

表 1：本期经济数据增速（%）

	本期值	前值	Wind 预测均值
工业增加值（当月）	6.8	6.6	6.6
固定资产投资（不含农户，累计）	3.0	2.9	3.0
社会消费品零售（当月）	7.4	10.1	8.2
GDP(当季)	5.2	4.9	5.4

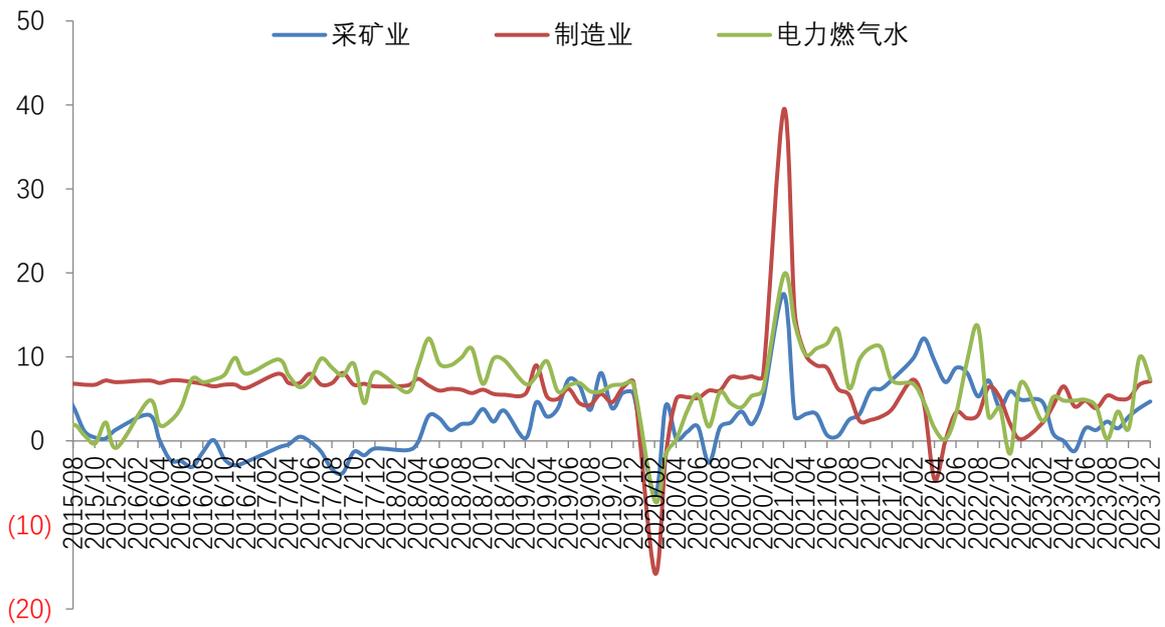
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产持续提速

12 月工业生产继续加快，较上月回升 0.2 个百分点，好于市场预期。分三大门类看，12 月份，采矿业增加值同比增长 4.7%，制造业增长 7.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.3%。三大门类产业除公共事业外均有所回升。从产量的增速来看，原煤、原油一降一升；制造业方面，化纤、工业机器人、集成电路、手机、汽车、有色均有不同程度的回升；天然气、发电量均呈现回落态势，带动了公共事业生产的下滑。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

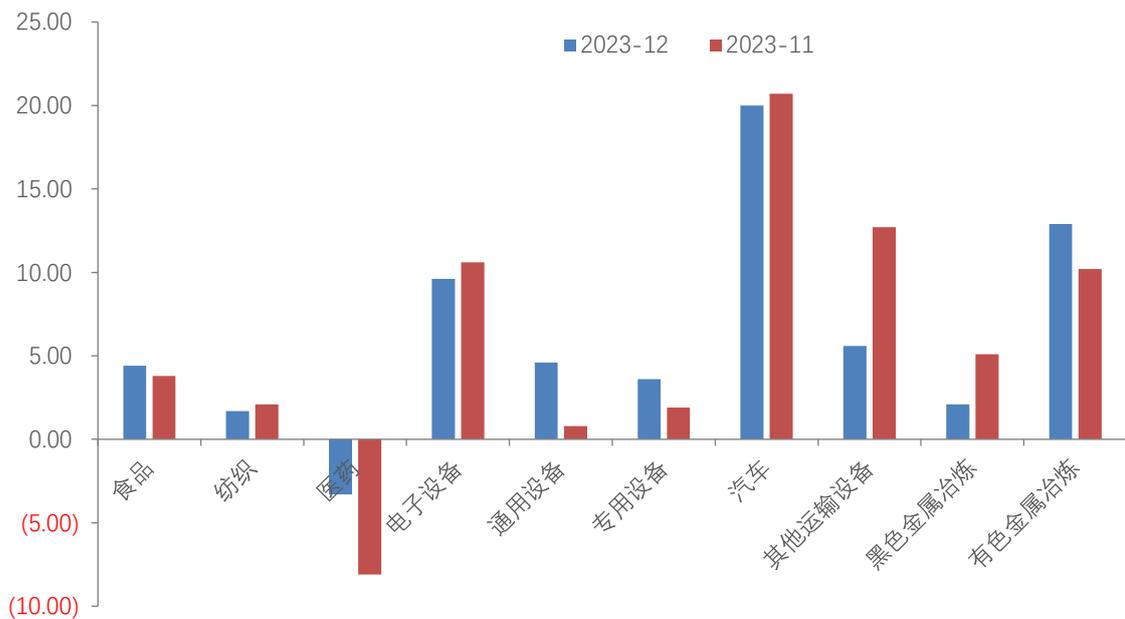


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 汽车生产增长较快

分行业看，食品、医药、通用设备、专用设备、有色金属冶炼均有不同程度回升或降幅收窄，而纺织、电子设备、汽车、其他运输设备、黑色金属冶炼增长则有所回落，而其中汽车增速虽有下降，但仍维持了 20% 的增速，增长较快。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



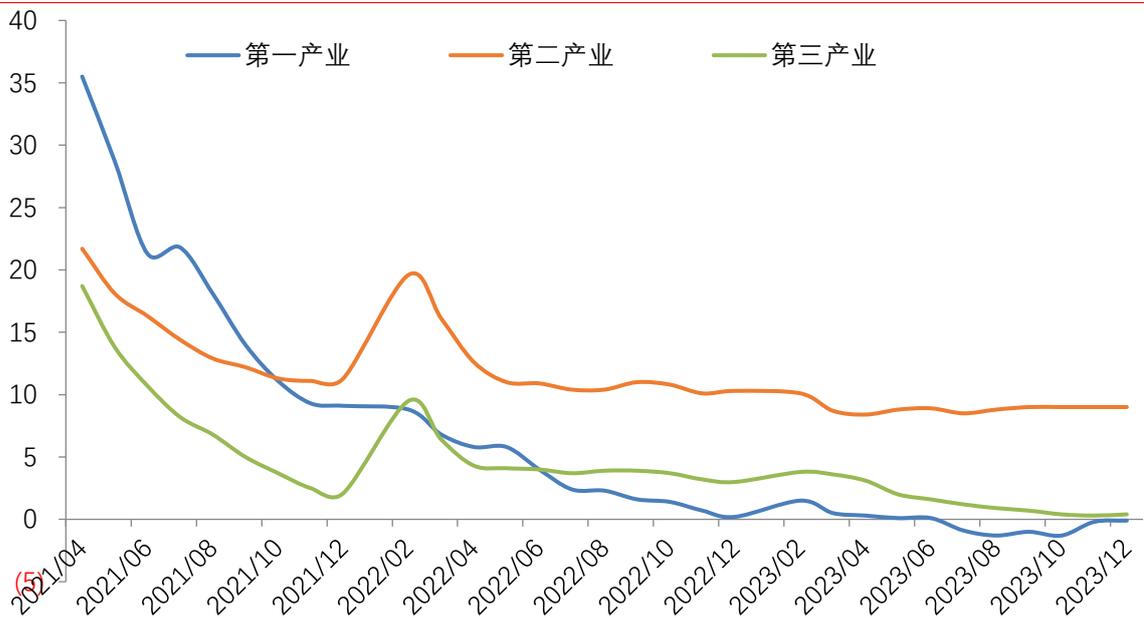
资料来源：Wind，上海证券研究所

2.3 基建、制造业投资均有回升

2023年，全国固定资产投资（不含农户）503036亿元，比上年增长3.0%，止跌反弹。其中，第一产业投资10085亿元，比上年下降0.1%；第二产业投资162136亿元，增长9.0%；第三产业投资330815亿元，增长0.4%。第一产业投资跌幅收窄，转正在即，第二产业投资增长持平上月，第三产业投资增长略有回升。

分项来看，基建投资继续止跌反弹，万亿国债资金的使用，主要投向支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设，也将有助于拉动基建投资的后续增长。本月制造业投资继续回升，制造业投资呈现止跌企稳的走势，未来增长也有望趋稳。

图3：固定投资完成额增速（累计同比，%）

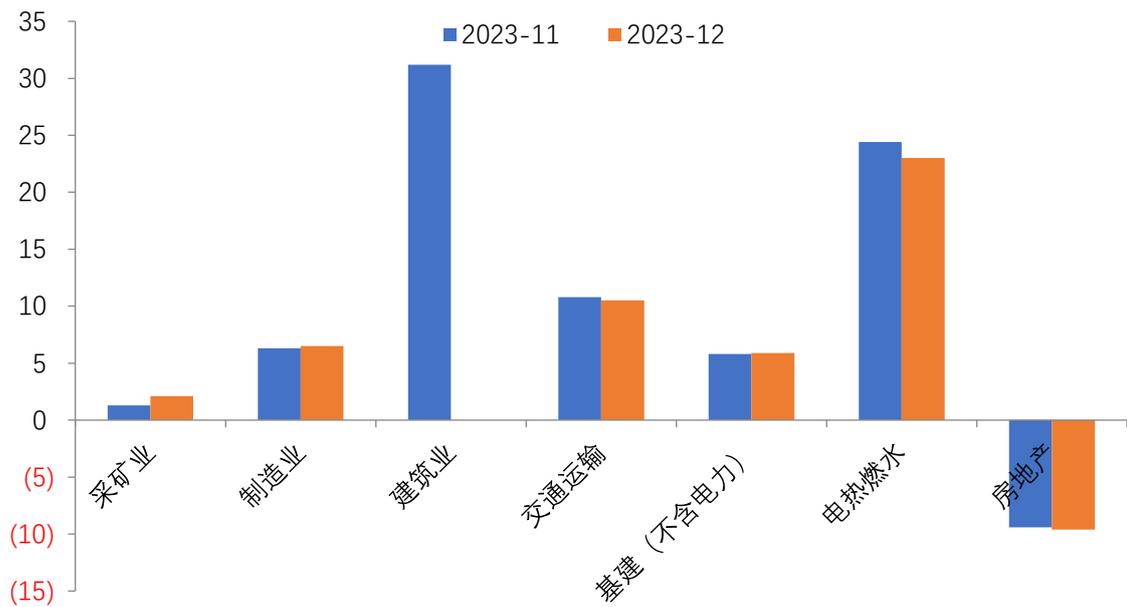


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.4 地产仍待企稳

2023年，全国房地产开发投资110913亿元，比上年下降9.6%。跌幅仍在扩大。分项来看，地产销售面积继续跌幅扩大，需求仍然偏弱；供给端新开工跌幅收窄、施工方面跌幅持平上月。从房企开发资金的来源来看，房地产资金跌幅扩大，各项资金仅自筹资金呈现出跌幅收窄的态势。我们认为，虽然地产数据整体仍偏弱，伴随房地产市场调整优化政策措施落地见效，房地产投资有望逐步趋稳。

图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

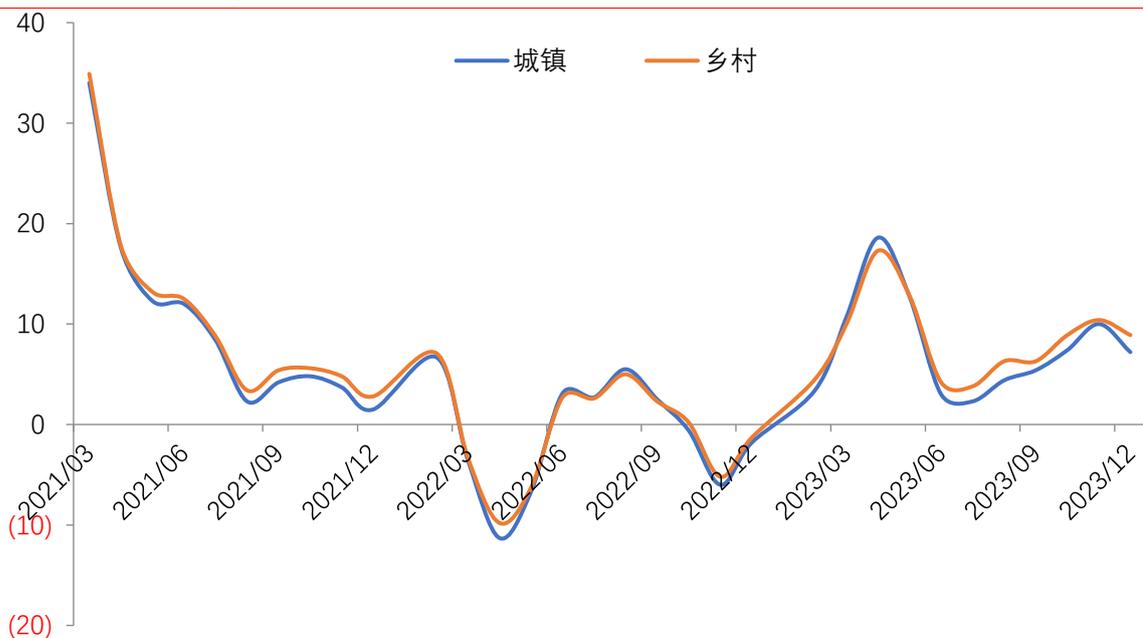


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.5 基数变动，消费回落

2023 年 12 月份，社会消费品零售总额 43550 亿元，同比增长 7.4%，消费增长有所回落，或主要受去年基数变化影响，从两年平均增速来看，12 月消费较 11 月消费有所回升。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额同比增长 7.2%；乡村消费品零售额增长 8.9%，城乡消费均有所回落。

图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）

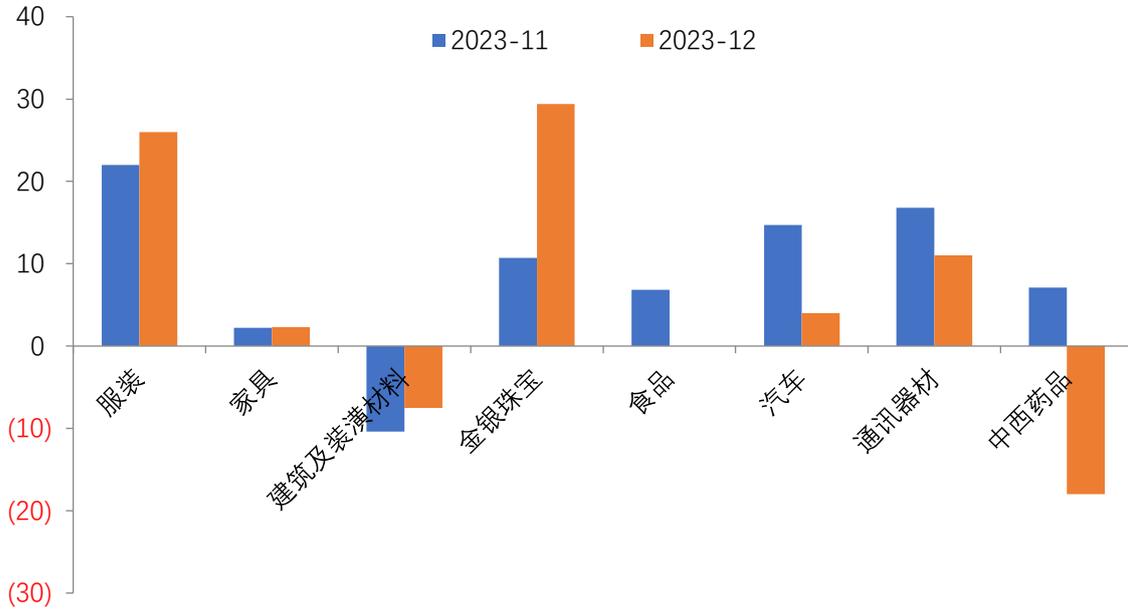


资料来源：Wind，上海证券研究所

本月主要商品消费中服装、金银珠宝有所回升，建材降幅收
请务必阅读尾页重要声明

窄，汽车、通讯器材有所下降，药品消费由正转负。餐饮消费仍然强劲，增速突破 30%，表现持续好于商品消费。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 平稳改善延续

12 月经济延续了平稳改善的趋势，投资反弹，工业生产持续加快。作为经济成效综合体现的工业增长进一步提升表明中国经济整体运行的韧性。而作为经济第一增长动力的投资在地产拖累下实现了企稳反弹，主要依赖于制造业和基建的回升，有助于固定资本形成总额的上升。消费增长有所回落，或主要受去年基数变化影响，从两年平均增速来看，12 月消费实际上有所回升。4 季度 GDP 增长 5.2%，消除基数效应的两年平均增速较 3 季度略有下滑，全年实现了 5% 的增长目标。我们认为，经济回升向好的趋势愈发显现，要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，以巩固和增强当前态势。

3.2 市场有望走稳回暖

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。我们认为，在政策激励和经济韧性影响下，中国经济运行平稳态势不变，随着政策效应逐渐呈现，2024 年中国经济和资本市场运行或将演绎双回暖格局。我们认为，未来“宏观平稳、微观改善”的宏观运行趋势，有利于资本市场走稳

回暖。

4 事件预测：趋势判断

4.1 经济平稳有韧性

从两年平均增速来看，2023 年经济实现了一季度开局良好，二季度下滑转弱，三、四季度反弹走稳。展望未来。在基建与制造业投资的支撑下，2024 年投资增长有望将保持平稳态势。经济增速或因基数效应消除而略降，实质平稳有韧性。在“稳中求进、以进促稳、先立后破”原则下，积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。中国经济信心正在恢复。我们认为中国货币环境宽松格局不会改变，降息或降准未来仍然可期待。

5 风险提示：

俄乌冲突、中东冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争、中东冲突久拖不决并进一步扩大化，美联储政策超预期变动，均将对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。