

内需恢复偏慢拖累 2023 年 Q4 复苏力度

——2023Q4 及 12 月经济数据点评

核心观点

去年 Q4GDP 不变价同比+5.2%，低于市场预期的+5.4%。2023 年 Q1 到 Q4 单季度两年复合增速分别为 4.7%、3.3%、4.4%和 4.0%。显示 2023 年 Q2 经济动能走弱，Q3 经济动能有所恢复，Q4 经济动能恢复的趋势延续，但较 Q3 恢复力度边际上有所减弱。综合来看，2023 年 Q4，房地产投资的继续走弱和消费恢复速度的偏慢，导致经济动能在继续恢复的同时，恢复速度较 Q3 有所下降。整体看 2023 年的经济，在经济动能恢复的同时，与疫情前相比，工业和服务业仍然存在进一步修复的空间，以达到潜在增速水平。此外，2023 年由于通胀的弱势，GDP 现价同比仅有 4.16%，明显低于实际同比的+5.2%，在 GDP 总量层面显示出目前总需求相对不足是经济增速无法达到潜在值的核心原因：

(1) 12 月社零同比回升，但消费动能仍然不算强

2023 年 12 月，社零同比录得+7.4%，较上月-2.7PCTS,主因去年 12 月基数抬升。从环比看，12 月消费动能仍不算强。12 月社零环比为+0.42%，较上月+0.33PCTS。季节性上，12 月社零环比仅高于 2021 年和 2022 年同月值，低于 2011-2020 年以来同月值。

总体来看，12 月社零同比虽然较 11 月下行，但主要原因在于去年 12 月基数的走高。但另一方面，12 月消费动能虽然有所恢复，但继续向上修复的空间仍然较大。2023 年，消费在整体恢复的同时，仍未达到潜在水平。一方面，年内居民收入增速仍然较疫情前有不小差距，居民消费倾向虽然高于 2020 和 2022 年，但仍然明显低于疫情前普遍水平，居民收入增速也未恢复至疫情前水平。

(2) 2023 年 12 月制造业投资增速继续回升

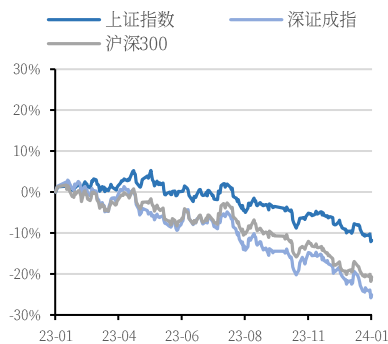
2023 年 12 月，制造业投资增速+8.2%，较 11 月+1.1PCTS，带动 12 月固投总体增速+5.6PCTS。

2023 年 12 月制造业 PMI 虽然继续位于荣枯线之下，但制造业投资依然表现出较强的韧性。往后看，2024 年虽然美联储开启降息确定性高，外需走弱有望边际趋缓，但支撑力度或难有大幅改善，因此制造业需求的企稳和预期的进一步改善仍需持续改善的内需来支撑。产能利用率角度，2023 年 Q4 制造业产能利用率录得 76.0%，虽较 Q3 回升 0.2PCTS，但仍为近 5 年同季度低位，或意味着制造业投资总体上出现较大幅度上升的概率较小。但另一方面，在新旧动能的转换中，以新能源汽车、芯片等为代表的高新制造业投资增速预计仍将明显高于制造业总体增速，仍将为制造业投资提供较强支撑。我们预计 2024 年制造业投资仍将保持韧性，全年有望实现+6%以上增速。

主要数据

上证指数	2845.7839
沪深 300	3274.7286
深证成指	8847.0034

主要指数走势图



作者

符旻	分析师
SAC 执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuq@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC 执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

- 金融市场分析周报 —2024-01-17
- 高规格会议再次强调推进金融高质量发展 —2024-01-17
- 12 月出口同比增速增幅扩大，2024 年出口对经济增长拖累作用有望减缓 —2024-01-15

(3) 2023年12月房地产投资继续疲软，商品房去化周期继续上升

2023年12月，房地产投资增速-12.5%，较11月-2.0PCTS，下行幅度加大，带动12月固投增速-2.4PCTS。2023年12月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-13.8%、-2.4%和-16.9%，分别较11月-2.5PCTS、+10.7PCTS和-4.9PCTS，占比最大的住宅投资额降幅明显扩大。

2023年12月房地产相关数据依然不理想：房地产开发投资降幅再次加深，达到12%以上；商品房销售面积和销售金额降幅也出现同步加深，显示居民购房意愿依然不高；房企开发到位资金在个人按揭、定金及预收款以及房企国内贷款降幅同步下降之下，再次出现降幅加深；虽然在新开工面积的大幅收缩下，2023年全年商品房出现去库存，但因为商品房销售的下降幅度更大，因此截止2023年12月，商品房去化周期仍然处在持续上升中，2023年12月已达32.3个月；虽然在保交楼的支撑下，房屋竣工面积同比涨幅加大，但新开工面积同比降幅的加深带动下，2023年12月房屋施工面积同比降幅出现加深。

总体上看，在居民购房依然低迷的影响下，房地产整个价值链条依然处在收缩趋势中，并未有相对明显的改善趋势，未来房地产投资的不确定性依然较大。考虑到基数因素，预计在增量稳房地产政策支撑下，2024年房地产投资降幅有望较2023年缩窄。

(4) 2023年12月基建投资增速明显上行

2023年12月，基建投资同比+10.7%，较11月+5.4PCTS，增速上行，排在近60个月月度同比增速的第11位（2021年为两年复合增速）。据媒体报道，近期监管部门已向地方预下达了2024年提前批专项债额度，随同下达的还有提前批一般债额度。结合近期多个重要会议传达出的2024年财政稳增长仍将维持力度的表述所暗示的2024年财政赤字率提升，虽然2024年专项债发行额度可能较2023年略有缩窄，预计全年基建仍将维持较强力度，仍有望实现6.5%以上增速。

(5) 2023年12月工业生产稳步回升，同比增幅超预期

2023年12月，规模以上工业增加值同比+6.8%，小幅超出市场预期（+6.55%），较11月份同比增速上行0.2PCTS，同比增速连续三个月保持上行态势；环比+0.52%，较11月环比增速下行0.35PCTS，2023年1-12月规模以上工业增加值累计同比增长4.6%，较1-11月份累计同比增速上行0.3PCTS。

自去年7月以来，我国工业增加值同比增速持续处于上行趋势，虽然有去年同期的低基数影响，但我国工业生产总体稳步回升的步伐未停。在受到国际局势多变、俄乌冲突、全球贸易放缓以及国内需求不足等多方面因素影响，制造业PMI持续走低，PPI连续处于负区间的形势下，我国产业升级发展带动高附加值制造业逆势上行使得工业生产展现出了一定的韧性。

展望2024年，外需对工业生产的支撑力度或难有大幅改善。外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，贸易保护主义、地缘政治冲突不断加剧，叠加红海航运通道受阻等不确定、难预料因素，潜在的外需和贸易干扰因素较多。虽然2024年美联储开启降息确定性高，全球流动性有望大幅改善，但是随着安全因素在全球产业链布局中的重要性逐渐凸显，国际局势演变和全球产业链重构使得外需修复不确

定性上升。因此更好激发内需、提升信心，正是疏通国内大循环堵点所在，也是工业生产回升的关键动能。

风险提示：海外经济超预期走弱，内需恢复速度偏慢

一、Q4 经济动能继续恢复，全年 GDP 增速实现+5.2%

GDP 增速方面，去年 Q4 GDP 不变价同比+5.2%，低于市场预期的+5.4%。生产法角度，2023 年 Q4 第二和第三产业 GDP 同比增速分别实现+5.5%和+5.3%的同比增速，分别带动 Q4 不变价 GDP 同比增速上行 2.1 和 2.7 个百分点。

考虑到 2022 年政策扰动下，各季度 GDP 增速基数存在波动，因此采用两年复合增速衡量 2023 年各季度经济动能修复力度。2023 年 Q1 到 Q4 单季度两年复合增速分别为 4.7%、3.3%、4.4%和 4.0%。显示 2023 年 Q2 经济动能走弱，Q3 经济动能有所恢复，Q4 经济动能恢复的趋势延续，但较 Q3 恢复力度边际上有所减弱。与 2023 年 Q4 制造业 PMI 连续 3 个月位于荣枯线之下、房地产开发投资总体较 Q3 降幅加深以及 CPI 在 Q4 的弱势表现等表征四季度经济弱势方面的数据相互印证。

综合来看，2023 年 Q4，房地产投资的继续走弱和消费恢复速度的偏慢，导致经济动能在继续恢复的同时，恢复速度较 Q3 有所下降。整体看 2023 年的经济，在经济动能恢复的同时，与疫情前相比工业和服务业仍然存在进一步修复的空间，以达到潜在增速水平。此外，2023 年由于通胀的弱势，GDP 现价同比仅有 4.16%，明显低于实际同比的+5.2%，在 GDP 总量层面显示出目前总需求相对不足是经济增速无法达到潜在值的核心原因。

图1 2019 年 Q4 以来 GDP 生产法计各项目各季度实际增速(%)

	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12
GDP	5.20	4.90	6.80	4.50	2.90	3.90	0.40	4.80	4.80	5.20	8.30	18.70	6.40	4.80	3.10	-6.90	5.80
第一产业	4.20	4.20	3.70	3.70	4.00	3.40	4.40	6.00	6.40	7.10	7.60	8.10	4.80	4.10	3.50	-3.10	3.40
第二产业	5.50	4.60	5.20	3.80	3.40	5.20	0.90	5.80	3.80	4.00	7.90	24.90	6.70	5.90	4.60	-9.70	5.00
工业	5.20	4.20	4.50	2.90	2.50	4.60	0.40	6.40	4.60	5.60	9.60	25.20	6.80	5.50	4.10	-8.50	5.00
制造业	5.30	4.50	4.90	2.80	2.30	4.00	-0.30	6.10	4.60	6.10	10.60	28.40	7.40	6.80	4.60	-10.10	4.80
建筑业	6.70	6.60	8.20	6.70	7.90	7.80	3.60	1.40	-3.20	-2.80	0.70	21.70	5.80	7.80	7.90	-16.20	4.90
第三产业	5.30	5.20	7.40	5.40	2.30	3.20	-0.40	4.00	4.90	5.70	8.60	15.90	6.60	4.20	1.80	-5.40	6.90
批发和零售业	6.60	5.10	7.60	5.50	0.30	1.60	-1.80	3.90	5.70	7.80	9.30	26.30	6.80	3.60	1.60	-17.50	5.80
交通运输、仓储和邮政业	9.40	8.50	8.80	4.80	-3.90	2.60	-3.50	2.10	6.60	8.90	15.50	36.10	8.00	4.80	2.00	-13.60	5.70
住宿和餐饮业	14.80	12.70	17.50	13.60	-5.80	2.80	-5.30	-0.30	5.80	6.80	18.30	45.10	-0.80	-8.70	21.70	-39.50	5.80
金融业	6.00	6.40	7.70	6.90	5.90	5.50	5.90	5.10	4.70	3.20	3.30	4.60	5.90	6.80	6.00	4.90	6.50
房地产业	-1.70	-2.70	-1.20	1.30	-1.20	-4.20	-1.00	-2.00	-4.50	-3.10	5.40	19.50	4.90	4.60	2.40	-1.60	2.10
信息传输、软件和信息技术服务业	11.20	10.30	14.60	11.20	10.00	7.90	7.60	10.80	11.70	16.80	19.80	21.40	21.00	20.10	17.30	14.60	18.60
租赁和商务服务业	8.60	8.50	14.70	6.00	5.60	5.40	-3.30	5.10	10.40	10.70	10.80	13.10	4.80	-4.20	-5.30	-6.70	10.00
其他行业	2.70	3.90	6.20	4.00	5.70	4.40	-0.20	4.90	5.50	5.80	6.80	9.40	4.40	2.10	-1.10	-2.00	7.10

资料来源：wind，中航证券研究所

图2 2019年Q4以来GDP生产法计各项目各季度两年复合实际增速

	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12
GDP	4.0%	4.1%	3.3%	4.6%	3.6%	4.5%	4.3%	11.5%	5.3%	5.0%	5.7%	5.1%	6.1%	5.3%	4.5%	-0.5%	6.1%
第一产业	4.1%	3.8%	4.0%	4.8%	5.2%	5.2%	6.0%	7.0%	5.3%	5.6%	5.5%	2.3%	3.8%	3.4%	3.4%	-0.2%	3.4%
第二产业	4.4%	4.9%	3.0%	4.5%	3.2%	4.6%	4.3%	15.0%	4.3%	4.9%	6.2%	6.2%	5.8%	5.2%	4.6%	-1.5%	5.4%
工业	3.8%	4.4%	2.4%	4.6%	3.5%	5.1%	4.9%	15.4%	5.7%	5.5%	6.8%	7.0%	5.9%	4.8%	4.4%	-1.9%	5.3%
制造业	3.8%	4.2%	2.3%	4.4%	3.4%	5.0%	5.0%	16.7%	6.0%	6.2%	7.6%	7.4%	6.1%	5.0%	4.5%	-1.7%	5.2%
建筑业	6.8%	7.2%	5.9%	4.0%	1.8%	2.4%	2.1%	11.1%	1.2%	2.1%	3.8%	-0.2%	5.3%	6.5%	5.3%	1.0%	5.6%
第三产业	3.8%	4.2%	3.4%	4.7%	3.6%	4.4%	4.0%	9.8%	5.7%	4.9%	5.1%	4.7%	6.7%	5.8%	4.5%	0.7%	7.3%
批发和零售业	3.4%	3.3%	2.8%	4.7%	3.0%	4.4%	3.6%	14.6%	6.2%	5.4%	5.4%	2.1%	6.0%	4.5%	3.7%	-1.6%	5.6%
交通运输、仓储和邮政业	2.5%	5.5%	2.5%	3.4%	1.2%	5.7%	5.6%	17.9%	7.3%	6.6%	8.5%	8.4%	6.8%	5.6%	4.3%	-1.9%	7.2%
住宿和餐饮业	4.0%	7.6%	5.5%	6.4%	-0.2%	4.3%	5.3%	20.3%	2.4%	-1.3%	-1.8%	-1.3%	2.2%	-1.7%	-1.1%	-2.2%	5.7%
金融业	5.9%	5.9%	6.8%	6.0%	5.3%	4.3%	4.6%	4.8%	5.3%	5.0%	4.6%	4.7%	6.2%	6.5%	6.5%	5.7%	6.3%
房地产业	-1.0%	-1.5%	-1.1%	-0.4%	-1.9%	-1.7%	-1.0%	8.2%	0.1%	0.7%	3.9%	5.1%	3.5%	4.2%	2.2%	-1.8%	1.9%
信息传输、软件和信息技术服务业	10.6%	9.1%	11.0%	11.0%	10.8%	12.3%	13.5%	16.0%	16.3%	18.4%	18.5%	18.0%	19.8%	20.5%	20.2%	19.4%	22.3%
租赁和商务服务业	7.1%	6.9%	5.3%	5.5%	8.0%	8.0%	3.5%	9.0%	7.3%	3.0%	2.4%	2.7%	7.4%	2.0%	0.9%	0.6%	9.7%
其他行业	4.2%	4.1%	3.0%	4.4%	5.6%	5.1%	3.2%	7.1%	4.9%	3.9%	2.8%	3.5%	5.7%	4.7%	2.7%	2.2%	7.5%

资料来源：wind，中航证券研究所

图3 月度经济数据情况

	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12
社零(当月同比)	7.4%	10.1%	7.6%	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	12.7%	18.4%	10.6%	3.5%	-1.8%
社零:商品零售(当月同比)	4.8%	8.0%	6.5%	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%	-0.1%
社零:餐饮(当月同比)	30.0%	25.8%	17.1%	13.8%	12.4%	15.8%	16.1%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%	-14.1%
固投(累计同比)	3.0%	2.9%	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%
制造业投资(累计同比)	6.5%	6.3%	6.2%	6.2%	5.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%
基建投资(累计同比)	8.2%	8.0%	8.3%	8.6%	9.0%	9.4%	10.7%	9.9%	9.8%	10.8%	12.2%	11.5%
房地产开发投资(累计同比)	-9.6%	-9.4%	-9.3%	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	-10.0%
固投(当月同比)	4.1%	2.9%	1.2%	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%	5.5%	3.1%
制造业投资(当月同比)	8.2%	7.1%	6.2%	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	5.1%	5.3%	6.2%	8.1%	7.4%
基建投资(当月同比)	10.7%	5.4%	5.6%	6.8%	6.2%	5.3%	12.3%	10.3%	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%
房地产开发投资(当月同比)	-12.5%	-10.6%	-11.3%	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-12.7%
出口金额(美元,当月同比)	2.3%	0.5%	-6.4%	-6.2%	-8.8%	-14.5%	-12.4%	-7.5%	8.5%	14.3%	-6.8%	-9.9%
进口金额(美元,当月同比)	0.2%	-0.6%	3.0%	-6.3%	-7.3%	-12.4%	-6.8%	-4.5%	-7.9%	-1.4%	-10.2%	-7.5%
工业增加值(当月同比)	6.8%	6.6%	4.6%	4.5%	4.5%	3.7%	4.4%	3.5%	5.6%	3.9%	2.4%	1.3%
服务业生产指数(当月同比)	8.5%	9.3%	7.7%	6.9%	6.8%	5.7%	6.8%	11.7%	13.5%	9.2%	5.5%	-0.8%
制造业PMI(%)	49	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0
非制造业PMI(%)	50.4	50.2	50.6	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5	56.4	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6
建筑业PMI(%)	56.9	55	53.5	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2	63.9	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4
服务业PMI(%)	49.3	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4

资料来源：wind，中航证券研究所

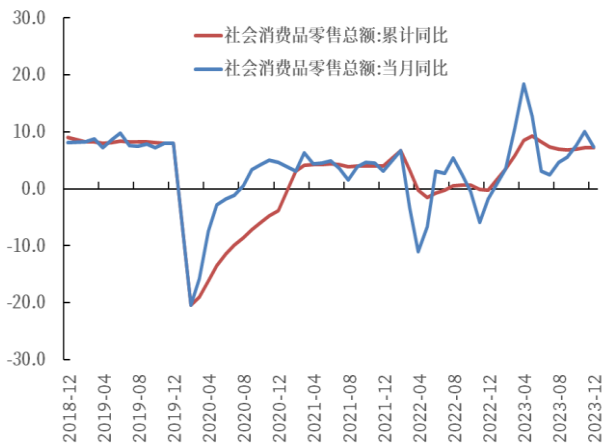
二、12月社零同比回升，但消费动能仍然不算强

2023年12月，社零同比录得+7.4%，较上月-2.7PCTS，主因去年12月基数抬升。从环比看，12月消费动能仍不算强。12月社零环比为+0.42%，较上月+0.33PCTS。季节性上，12月社零环比仅高于2021年和2022年同月值，低于2011-2020年以来同月值。

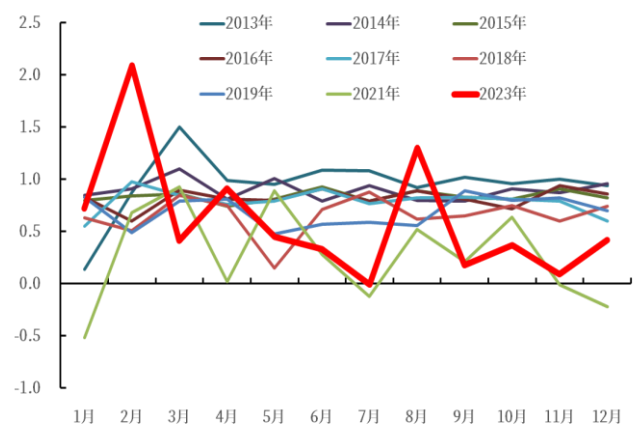
分大类看，12月商品零售同比+4.8%（11月+8.0%）、餐饮收入同比+30.0%（11月+25.8%），限额以上社零同比+6.6%（11月+10.0%）。从限额以上商品零售的具体

商品类别角度，2023年12月：汽车类同比增速较上月下行，录得+4.0%（11月+14.7%），对12月限额以上商品零售增速的带动为+4.8PCTS；因去年12月油价基数走低，12月石油制品类同比增速录得+8.6%，较上月+1.4PCTS，对12月限额以上商品零售增速的带动为+1.01PCTS；必选消费品（粮油、饮料、烟酒、化妆品、日用品及中西药品）中，日用品类和中西药品类消费额同比增速为负，其余项消费额同比增速为正；可选消费品中，金银珠宝类消费额同比增速最高，录得+29.4%，文化办公用品类同比增速最低，录得-9.0%，同时，由于房地产销售走弱，建筑及装潢材料类消费额同比录得-7.5%。

总体来看，12月社零同比虽然较11月下行，但主要原因在于去年12月基数的走高。但另一方面，12月消费动能虽然有所恢复，但继续向上修复的空间仍然较大。2023年，消费在整体恢复的同时，仍未达到潜在水平。一方面，年内居民收入增速仍然较疫情前有不小差距，居民消费倾向虽然高于2020和2022年，但仍然明显低于疫情前普遍水平，居民收入增速也未恢复至疫情前水平。

图4 4季度社零同比继续回升（%）


资料来源：wind，中航证券研究所（2021年为两年复合增速）

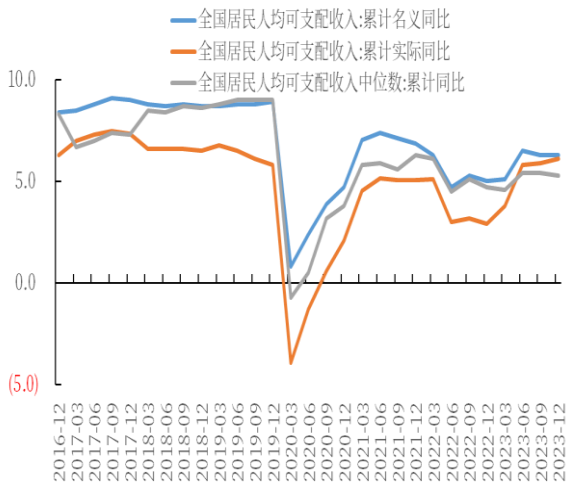
图5 12月社零环比与历年12月相比不算强（%）


资料来源：wind，中航证券研究所

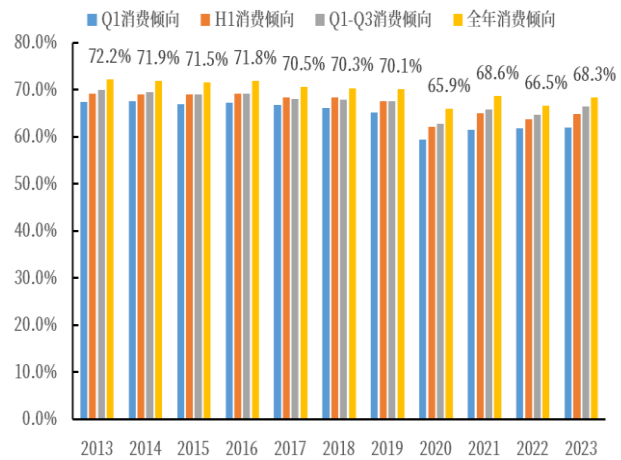
图6 各商品类别对当月限额以上企业商品零售额的拉动

商品类别	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12
限额以上企业商品零售总额	4.80%	9.00%	7.90%	4.70%	2.50%	-0.50%	1.40%	11.10%	17.30%	8.50%	1.50%	1.50%
服装鞋帽、针、纺织品类	2.05%	1.88%	0.64%	0.73%	0.32%	0.17%	0.52%	1.38%	2.47%	1.32%	0.50%	0.42%
汽车类	1.31%	3.84%	3.23%	0.85%	0.34%	-0.46%	-0.33%	6.57%	9.57%	3.32%	-2.65%	-3.32%
石油及制品类	1.01%	0.91%	0.81%	1.24%	0.90%	-0.09%	-0.29%	0.64%	2.20%	1.35%	1.46%	1.23%
粮油、食品类	0.66%	0.49%	0.52%	0.97%	0.49%	0.59%	0.55%	-0.09%	0.13%	0.51%	1.11%	0.98%
金银珠宝类	0.44%	0.19%	0.19%	0.14%	0.15%	-0.19%	0.13%	0.45%	0.68%	0.59%	0.15%	0.09%
通讯器材类	0.39%	0.82%	0.68%	0.02%	0.27%	0.10%	0.32%	0.94%	0.50%	0.07%	-0.35%	-0.31%
烟酒类	0.26%	0.49%	0.47%	0.76%	0.13%	0.21%	0.26%	0.25%	0.45%	0.27%	0.24%	0.19%
化妆品类	0.18%	-0.14%	0.03%	0.04%	0.22%	-0.08%	0.13%	0.30%	0.52%	0.26%	0.09%	0.07%
饮料类	0.12%	0.11%	0.11%	0.15%	0.02%	0.06%	0.07%	-0.01%	-0.07%	-0.09%	0.10%	0.08%
家具类	0.02%	0.02%	0.02%	0.00%	0.05%	0.00%	0.01%	0.05%	0.03%	0.03%	0.04%	0.05%
家用电器和音像器材类	0.00%	0.17%	0.46%	-0.11%	-0.15%	-0.33%	0.32%	0.01%	0.26%	-0.08%	-0.09%	-0.10%
建筑及装潢材料类	-0.09%	-0.12%	-0.06%	-0.09%	-0.13%	-0.12%	-0.07%	-0.18%	-0.14%	-0.06%	-0.01%	-0.01%
文化办公用品类	-0.24%	-0.28%	0.19%	-0.43%	-0.25%	-0.36%	-0.32%	-0.03%	-0.13%	-0.05%	-0.03%	-0.03%
日用品类	-0.26%	0.18%	0.20%	0.03%	0.07%	-0.04%	-0.11%	0.45%	0.48%	0.36%	0.19%	0.17%
中西药品类	-0.94%	0.29%	0.33%	0.18%	0.14%	0.14%	0.24%	0.31%	0.18%	0.49%	0.71%	0.87%

资料来源：wind，中航证券研究所

图7 居民收入增速仍较疫情前有差距 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021 年为两年复合增速)

图8 居民消费倾向尚未恢复至疫情之前


资料来源: wind, 中航证券研究所

二、基建和制造业投资拉动下，9 月固投增速回升

2023 年 12 月，固投同比+4.1%，较上月+1.2PCTS，较 1-11 月+1.2PCTS，带动全年固投累计增速录得+3.0%（市场预期+3.0%），较 1-11 月+0.1PCTS。2023 年 12 月，制造业投资同比+8.2%（较 11 月+1.1PCTS），基建投资同比+10.7%（较 11 月+5.4PCTS），房地产投资同比-12.5%（较 11 月-2.0PCTS）。2023 年 12 月，制造业和基建投资同比均较 11 月上行且不同程度上高于市场预期，但房地产投资跌幅仍然较大，符合市场预期。

(1) 2023 年 12 月制造业投资增速继续回升

2023 年 12 月，制造业投资增速+8.2%，较 11 月+1.1PCTS，带动 12 月固投总体增速+5.6PCTS。

从具体的行业看，全年各制造业子行业投资同比增速普遍较 2023 年 1-11 月好转。大多数已公布数据的制造业子行业 2023 年同比增速超过 2023 年前 11 月值。具体来看，纺织业全年投资增速为负，但跌幅较 1-11 月缩窄；医药制造和电气机械行业全年投资增速为正，但增速较 2023 年前 11 月略下行；除纺织、医药、和电气机械这三个行业外，其余 10 个制造业子行业 2023 年全年投资同比增速均为正，且增速超过 2023 年前 11 月值。

2023 年 12 月制造业 PMI 虽然继续位于荣枯线之下，但制造业投资依然表现出较强的韧性。往后看，2024 年虽然美联储开启降息确定性高，外需走弱有望边际趋缓，但支撑力度或难有大幅改善，因此制造业需求的企稳和预期的进一步改善仍需持续改善的内需来支撑。产能利用率角度，2023 年 Q4 制造业产能利用率录得 76.0%，虽较 Q3 回升 0.2PCTS，但仍为近 5 年同季度低位，或意味着制造业投资总体上出现较大幅度上升的概率较小。但另一方面，在新旧动能的转换中，以新能源汽车、芯片等为代表的



高新制造业投资增速预计仍将明显高于制造业总体增速，仍将为制造业投资提供较强支撑。我们预计 2024 年制造业投资仍将保持韧性，全年有望实现+6%以上增速。

(2) 2023 年 12 月房地产投资继续疲软，商品房去化周期继续上升

2023 年 12 月，房地产投资增速-12.5%，较 11 月-2.0PCTS，下行幅度加大，带动 12 月固投增速-2.4PCTS。2023 年 12 月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-13.8%、-2.4%和-16.9%，分别较 11 月-2.5PCTS、+10.7PCTS 和-4.9PCTS，占比最大的住宅投资额降幅明显扩大。

房屋销售方面，2023 年 12 月商品房销售额和销售面积同比分别为-17.1%和-12.7%，分别较上月-8.5PCTS 和-2.5PCTS。房地产施工方面，2023 年 12 月房屋施工面积同比-7.2%（较 11 月-10.9PCTS），其中新开工面积同比-10.4%（较 11 月-15.3PCTS）、竣工面积同比+15.3%（较 11 月+3.1PCTS）。

房地产开发资金方面，2023 年 12 月房企开发到位资金同比-17.8%（较 11 月-7.3PCTS），其中国内贷款同比-12.5%（较 11 月-19.6PCTS）、自筹资金同比-11.7%（较 11 月-1.7PCTS）、定金及预收款同比-22.8%（较 11 月-6.7PCTS）、个人按揭贷款同比-22.5%（较 11 月-8.3%）。

2023 年 12 月房地产相关数据依然不理想：房地产开发投资降幅再次加深，达到 12%以上；商品房销售面积和销售金额降幅也出现同步加深，显示居民购房意愿依然不高；房企开发到位资金在个人按揭、定金及预收款以及房企国内贷款降幅同步下降之下，再次出现降幅加深；虽然在新开工面积的大幅收缩下，2023 年全年商品房出现去库存，但因为商品房销售的下降幅度更大，因此截止 2023 年 12 月，商品房去化周期仍然处在持续上升中，2023 年 12 月已达 32.3 个月；虽然在保交楼的支撑下，房屋竣工面积同比涨幅加大，但新开工面积同比降幅的加深带动下，2023 年 12 月房屋施工面积同比降幅出现加深。

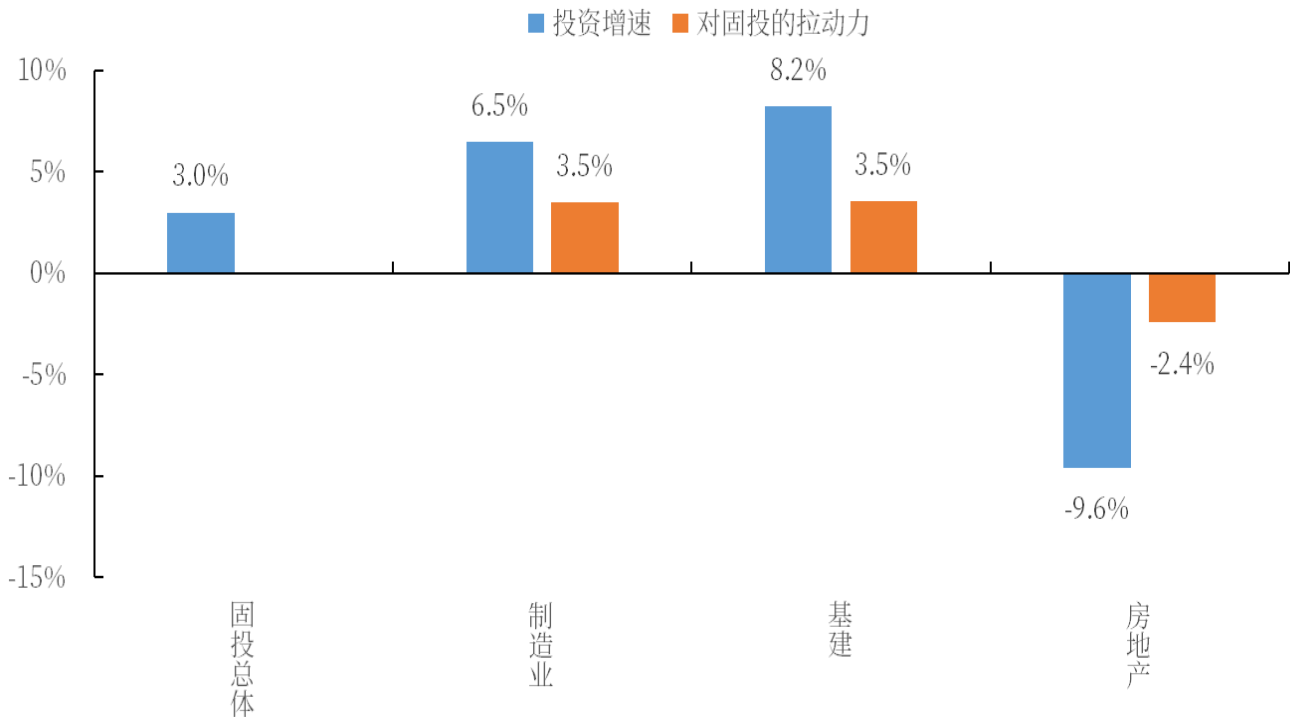
总体上看，在居民购房依然低迷的影响下，房地产整个价值链条依然处在收缩趋势中，并未有相对明显的改善趋势，未来房地产投资的不确定性依然较大。考虑到基数因素，预计在增量稳房地产政策支撑下，2024 年房地产投资降幅有望较 2023 年缩窄。

(3) 2023 年 12 月基建投资增速明显上行

2023 年 12 月，基建投资同比+10.7%，较 11 月+5.4PCTS，增速上行，排在近 60 个月月度同比增速的第 11 位（2021 年为两年复合增速）。分三大基建类别看，电力热力燃气及水的生产和供应投资 2023 年同比录得+23.0%，较 2023 年前 11 月下滑 1.4PCTS，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资 2023 年同比录得+10.5%，较 2023 年前 11 月-0.3PCTS，水利环境和公共设施管理投资 2023 年同比录得+0.1%，较 2023 年前 11 月+1.2PCTS。

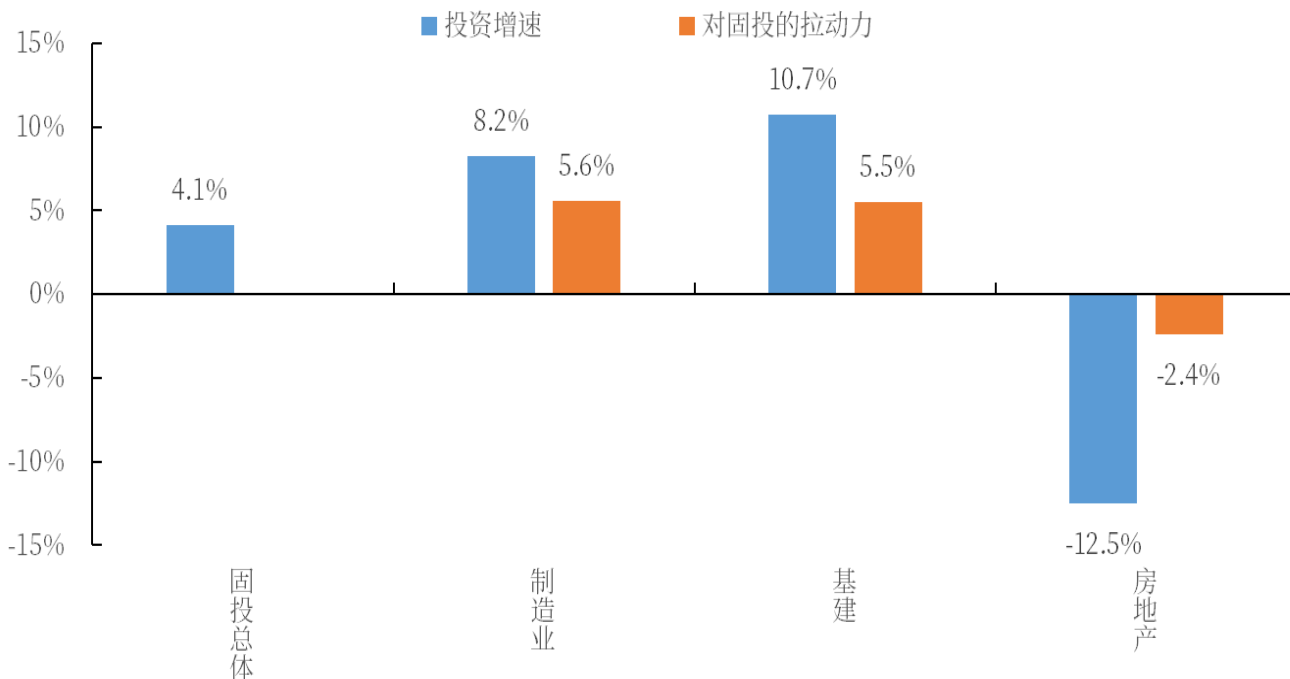
据媒体报道，近期监管部门已向地方预下达了 2024 年提前批专项债额度，随同下达的还有提前批一般债额度。结合近期多个重要会议传达出的 2024 年财政稳增长仍将维持力度的表述所暗示的 2024 年财政赤字率提升，虽然 2024 年专项债发行额度可能较 2023 年略有缩窄，预计全年基建仍将维持较大力度，仍有望实现 6.5%以上增速。

图9 2023年固投及主要分项投资增速及拉动力



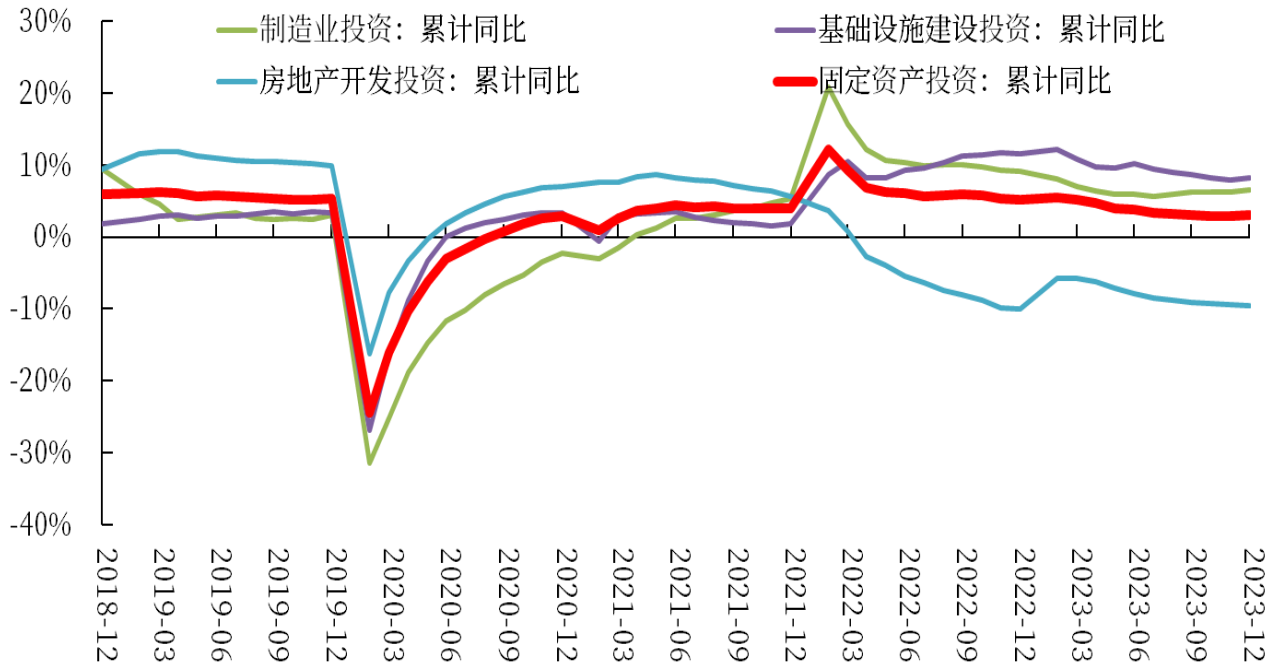
资料来源：wind，中航证券研究所

图10 2023年12月固投及主要分项投资增速及拉动力



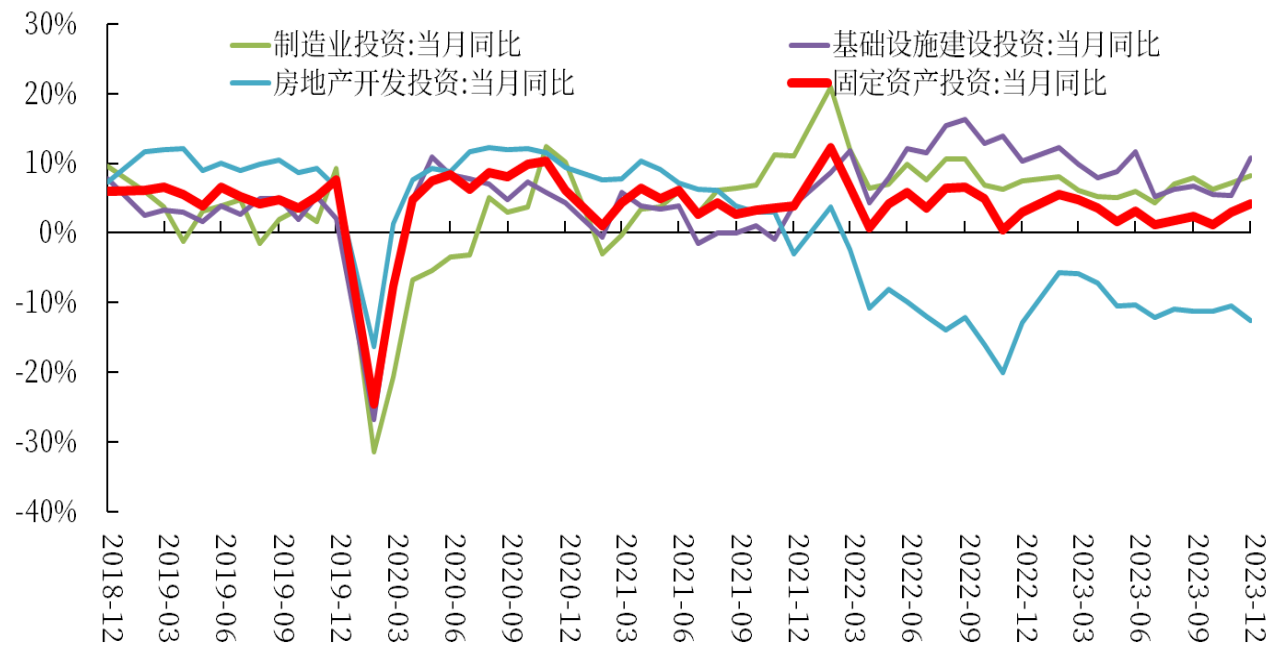
资料来源：wind，中航证券研究所

图11 固投及主要分项累计同比走势



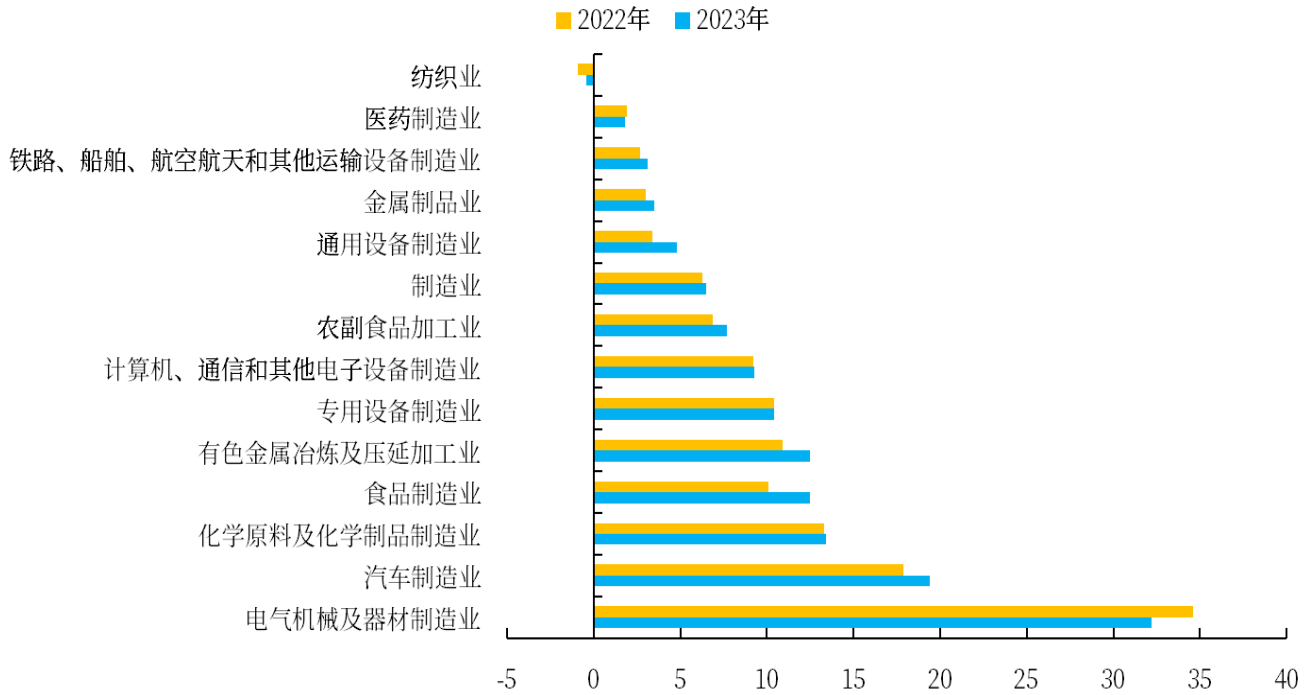
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图12 固投及主要分项当月同比走势



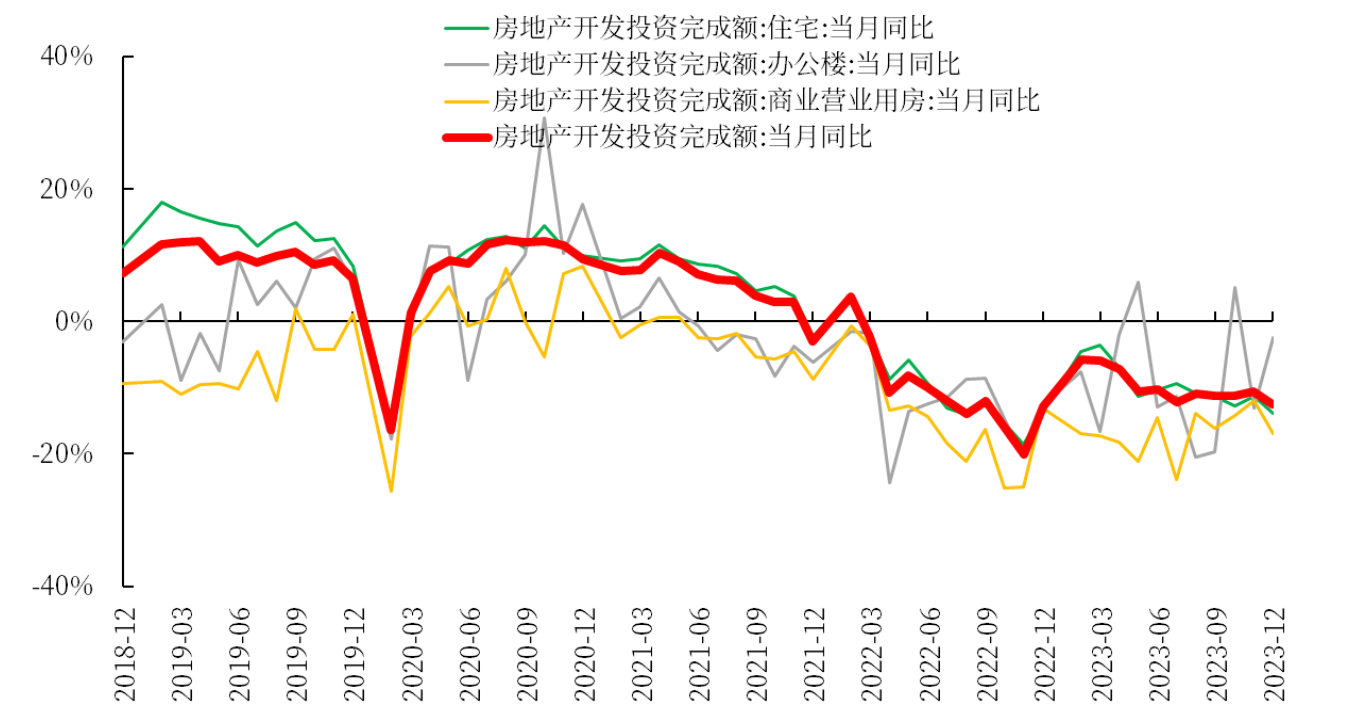
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图13 制造业分行业累计投资增速 (%)

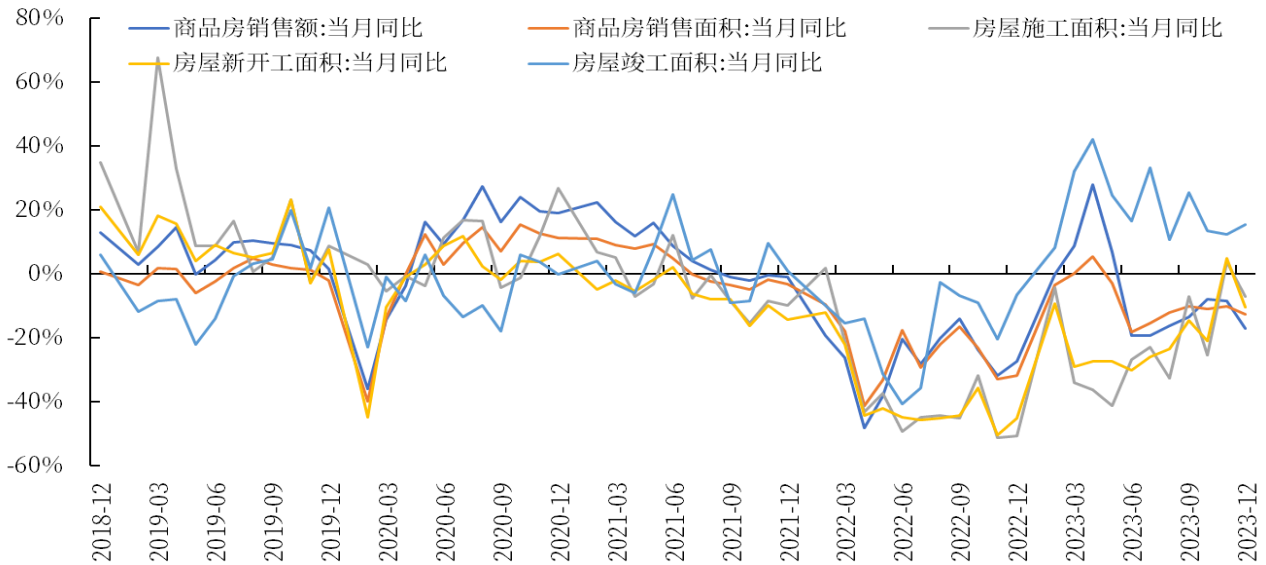


资料来源: wind, 中航证券研究所

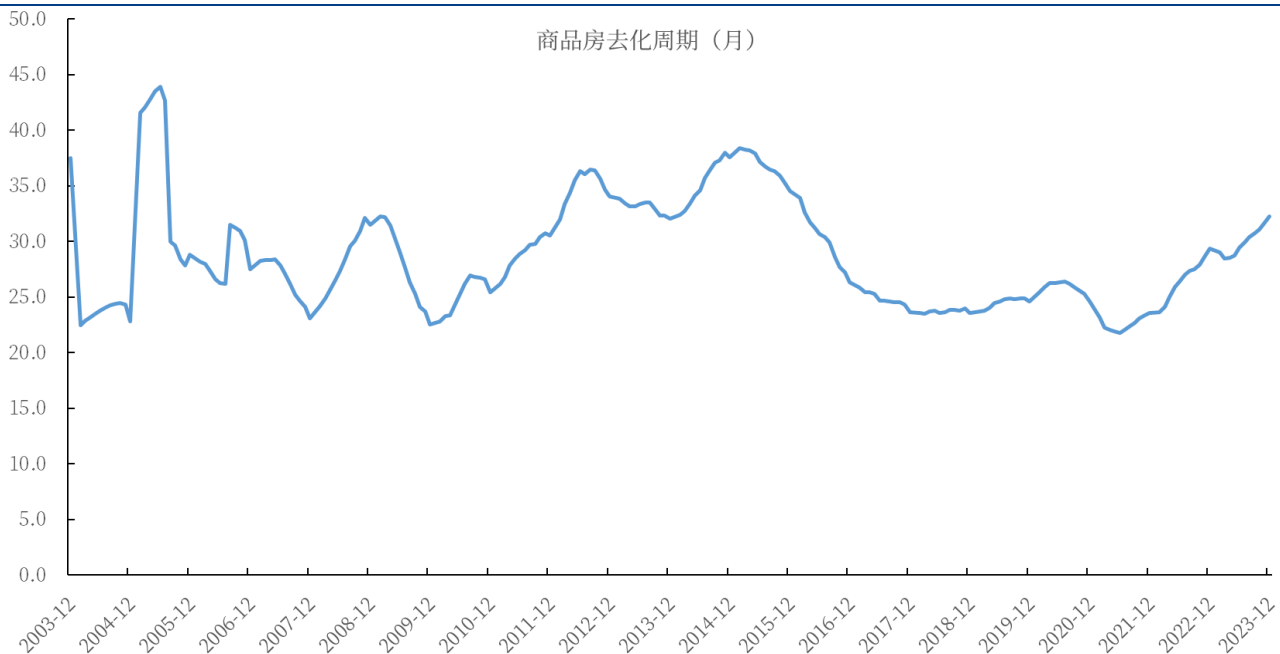
图14 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图15 房屋销售、施工及土地购置同比走势


资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图16 商品房去化周期走势


资料来源：wind，中航证券研究所（注：去化周期=当前商品房库存/过去12个月月均商品房销售面积，其中，当前商品房库存包括已建成和在建的商品房）

三、2023年12月工业生产稳步回升，同比增幅超预期

2023年12月，规模以上工业增加值同比+6.8%，小幅超出市场预期（+6.55%），较11月份同比增速上行0.2PCTS，同比增速连续三个月保持上行态势；环比+0.52%，较11月环比增速下行0.35PCTS，2023年1-12月规模以上工业增加值累计同比增长4.6%，较1-11月份累计同比增速上行0.3PCTS。分三大门类看，采矿业增加值同+4.7%（前值+3.9%），制造业+7.1%（前值+6.7%），公用事业同比+7.3%（前值+9.9%），

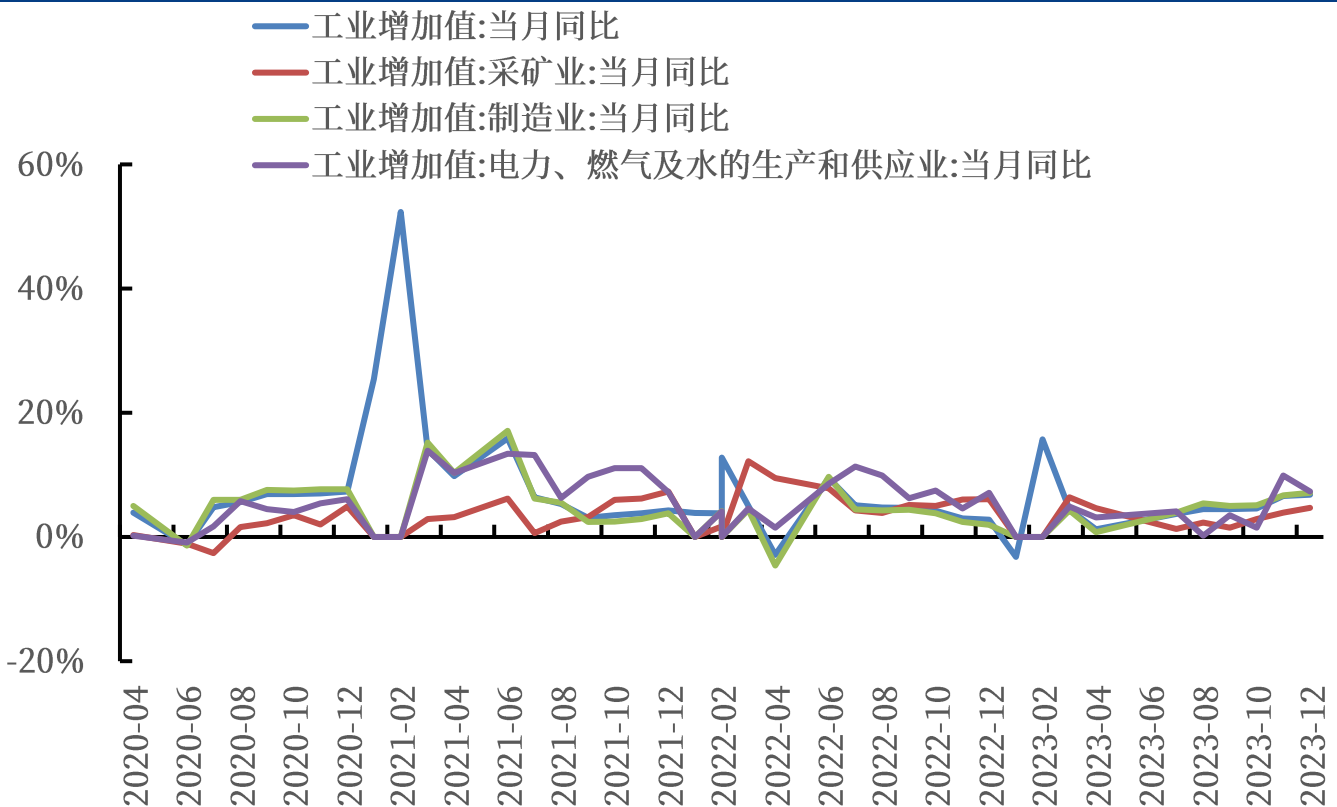
采矿业和制造业同比增速均较 11 月有所上行，公用事业同比增速受季节影响小幅下行。

从子行业来看，已公布当月增加值增速的 17 个子行业中，与 11 月相比，有 9 个子行业同比增速改善，其中改善幅度超过 1PCTS 的包括医药制造业 (+4.8PCTS)、通用设备制造业 (+3.8PCTS)、有色金属冶炼及压延加工业 (+2.7PCTS)、橡胶和塑料制品业 (+2.5PCTS)、专用设备制造业 (+1.7PCTS)、化学原料及化学制品制造业 (+1.4PCTS) 和金属制品业 (+1.3PCTS)。

自去年 7 月以来，我国工业增加值同比增速持续处于上行趋势，虽然有去年同期的低基数影响，但我国工业生产总体稳步回升的步伐未停，2023 年度工业增加值同比增长 4.6%，制造业工业增加值同比增长 5.0%。在受到国际局势多变、俄乌冲突、全球贸易放缓以及国内需求不足等多方面因素影响，制造业 PMI 持续走低，PPI 连续处于负区间的形势下，我国产业升级发展带动高附加值制造业逆势上行使得工业生产展现出了一定的韧性。

展望 2024 年，外需对工业生产的支撑力度或难有大幅改善。外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，贸易保护主义、地缘政治冲突不断加剧，叠加红海航运通道受阻等不确定、难预料因素，潜在的外需和贸易干扰因素较多。虽然 2024 年美联储开启降息确定性高，全球流动性有望大幅改善，但是随着安全因素在全球产业链布局中的重要性逐渐凸显，国际局势演变和全球产业链重构使得外需修复不确定性上升。因此更好激发内需、提升信心，正是疏通国内大循环堵点所在，也是工业生产回升的关键动能。

图17 工业增加值分行业同比数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637