

# 如期完成年度经济目标，投资或为后续发力点——12月经济增长数据点评

2024年01月22日

## 【事项】

- ◆ 据国家统计局发布数据，2023年四季度GDP同比增长5.2%，较三季度高0.3个百分点；12月工业增加值同比增长6.8%，较11月提高0.2个百分点；2023年1-12月全国固定资产投资同比增长3.0%，较1-11月高0.1个百分点；2023年12月社会消费品零售总额同比增长7.4%，较11月份低2.7个百分点。

## 【评论】

- ◆ 一季度稳增长需求加大，投资或将补位消费成为短期经济增长极。当前GDP取得高增长很大程度上是由于2022年基数偏低，展望今年一季度，尽管国内经济动能持续修复，但回升斜率已趋缓，预计2024年一季度面临同比增速读数下行压力，稳增长需求加大。在主要经济动能中，12月社零增速进一步回落，而固定资产投资完成额增速见底回升，反映经济增长动能开始逐步有消费单引擎驱动向“消费和投资相互促进的良性循环”切换。
- ◆ 工业新动能稳步增长，对经济支撑仍强。12月工业增加值同比增速进一步回升，其中新能源、半导体、材料等高新技术产品产量增速领先。同时，供需关系趋于均衡，12月国内规模以上工业企业产品销售率升至98.4%。
- ◆ 地产继续探底，拖累投资增速。制造业投资方面，政策支持叠加工业企业利润改善，制造业投资增速持续回升，预计一季度还将维持高位。基建投资方面，PSL重启、特别国债下发和专项债发力共同为基建项目提供充足资金支持，预计一季度迎来爆发期。房地产投资方面，领先指标预示短期下行压力仍大，同时市场预期仍未扭转，楼市需求偏弱，库存去化周期进一步拉长，预计后续“三大工程”将是房地产行业发展方向，短期在“先立后破”要求下，托底政策大概率保持。
- ◆ 消费从疫后恢复转向持续扩大。随着基数效应衰退，12月社零同比回落，但旅游行业高景气带动餐饮收入高增长，同时服务消费较快恢复，仍是经济增长的重要支撑。往后看，预计“疤痕效应”修复继续带动消费增速回升，但斜率不宜高估。

## 【风险提示】

- ◆ 地缘政治冲突恶化风险
- ◆ 海外经济体衰退风险外溢

## 东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

联系人：李嘉文

电话：021-23586458

## 相关研究

《盘活存量资金或为后续货币政策关键——11月货币数据点评》

2023.12.18

《加息周期结束，市场交易联储转向——美联储12月议息会议点评》

2023.12.15

《制造业PMI延续收缩，市场需求不足待解决——11月PMI数据点评》

2023.12.04

《节假日因素致PMI波动，经济企稳向好趋势不变——10月PMI数据点评》

2023.11.02

1. 一季度稳增长需求加大，投资或将补位消费成为短期经济增长极
2. 工业增加值：新动能稳步增长，对经济支撑仍强
3. 投资：基建增速年内首次回升，一季度发力可期
  - 3.1 政策支持叠加盈利预期回升，制造业投资保持韧性
  - 3.2 基建见底回升，发力期大概率在一季度
  - 3.3 房地产加速构建新发展模式
4. 消费：从疫后恢复转向持续扩大

## 正文目录

1. 一季度稳增长需求加大，投资或将补位消费成为短期经济增长极.....	3
2. 工业增加值：新动能稳步增长，对经济支撑仍强.....	4
3. 投资：基建增速年内首次回升，一季度发力可期.....	5
3.1 政策支持叠加盈利预期回升，制造业投资保持韧性.....	5
3.2 基建见底回升，发力期大概率在一季度.....	6
3.3 房地产加速构建新发展模式.....	7
4. 消费：从疫后恢复转向持续扩大.....	9

## 图表目录

图表 1：主要经济动能变化情况.....	3
图表 2：工业增加值同比增速回升.....	4
图表 3：12月主要工业产品产量同比增速（%）.....	5
图表 4：固定资产投资三大类.....	5
图表 5：1-12月细分行业制造业投资累计同比增速（%）.....	6
图表 6：PSL重启，对基建支撑增强（亿元）.....	7
图表 7：基建逐步形成实物工作量.....	7
图表 8：竣工面积与新开工面积分化.....	7
图表 9：商品房库存升至高位.....	7
图表 10：领先指标预示房地产投资仍有下行压力.....	8
图表 11：各线城市住宅价格全面下行.....	8
图表 12：社零在低基数下保持高增长.....	9
图表 13：企业消费和地产链是当前薄弱环节.....	9

## 1. 一季度稳增长需求加大，投资或将补位消费成为短期经济增长极

GDP 增速超额完成年初设定目标，但由于基数走高，2024 年一季度大概率增速回落。四季度 GDP 同比增长 5.2%，环比增长 1.0%，全年同比增长 5.2%，超额完成年初政府工作报告“国内生产总值增长 5%左右”目标。当前 GDP 取得高增长很大程度上是由于 2022 年基数偏低，展望今年一季度，尽管国内经济动能持续修复，但回升斜率已趋缓，预计 2024 年一季度面临同比增速读数下行压力，稳增长需求加大。

消费低基数效应趋于消退，制造业投资和基建投资或将填补增长动能空缺。在主要经济动能中，12 月社零增速进一步回落，而固定资产投资完成额增速见底回升，反映经济增长动能开始逐步有消费单引擎驱动向“消费和投资相互促进的良性循环”切换。2023 年四季度，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口分别拉动 GDP 同比增长 4.2、1.2、-0.2 个百分点，对 GDP 同比增速的贡献率分别是 80%、23.1%、-3.1%，消费仍是经济增长主要拉动力，但边际变化上趋降、投资贡献趋增。

图表 1：主要经济动能变化情况



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 12 月

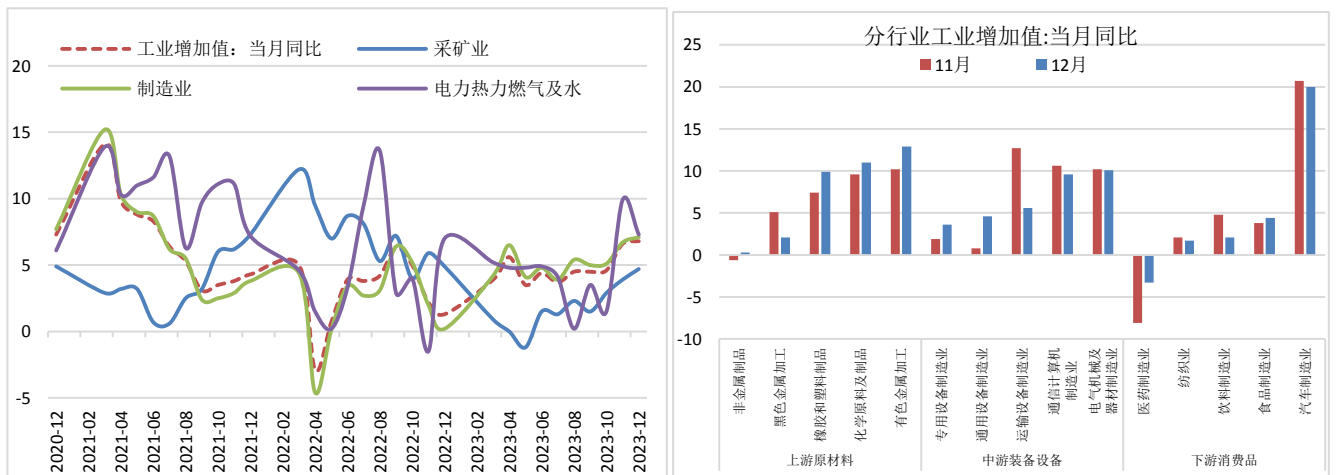
万亿特别国债、抵押补充贷款、政府专项债蓄势待发，基建投资有望成为 2024 年一季度经济主要支撑。截至 2023 年 12 月末，1 万亿元增发国债已累计下达 8000 亿元，涉及超过 1.2 万个项目，加上 12 月央行抵押补充贷款（PSL）重出江湖，新增规模 3500 亿元，或主要为包括保障性住房、城中村改造、平急两用基础设施在内的“三大工程”建设项目贷款提供中长期低成本资金支持，预计于一季度将加速形成实物工作量，基建和制造业投资或为短期经济增长主要拉动力。

## 2. 工业增加值：新动能稳步增长，对经济支撑仍强

**新旧动能转换不断推进。**12 月份工业增加值同比增长 6.8%，增速较上月高 0.2 个百分点。分三大门类看，采矿业、制造业、电力热力燃气及水生产和供应业增加值分别同比增长 4.7%、7.1%、7.3%，较 11 月份变化+0.8、+0.4、-2.6 个百分点。分行业看，汽车制造业增加值同比增长 20.0%，在所有行业中领先；分产品看，新能源、半导体、材料等高新技术产品产量增速领先，如新能源汽车、太阳能发电量、集成电路产量同比增长 40.9%、30.2%、27.5%，位居重点统计的工业产品前三。

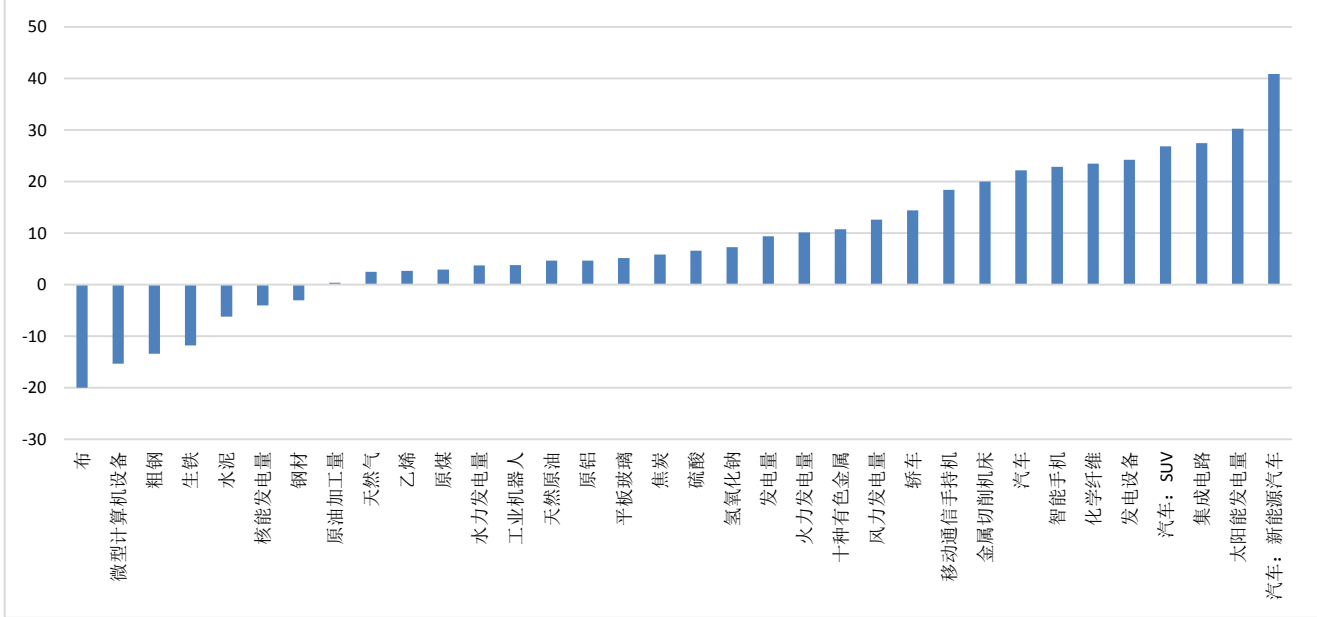
**供需关系趋于均衡。**2023 年四季度，国内规模以上工业企业产品销售率保持在 97%以上，其中 12 月份升至 98.4%；2023 年的四个季度，工业产能利用率分别为 74.3%、74.5%、75.6%和 75.9%，呈现逐季回升态势，这反映随着市场需求改善，我国产能利用状况在逐步恢复。

图表 2：工业增加值同比增速回升



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 12 月

图表 3：12月主要工业产品产量同比增速（%）

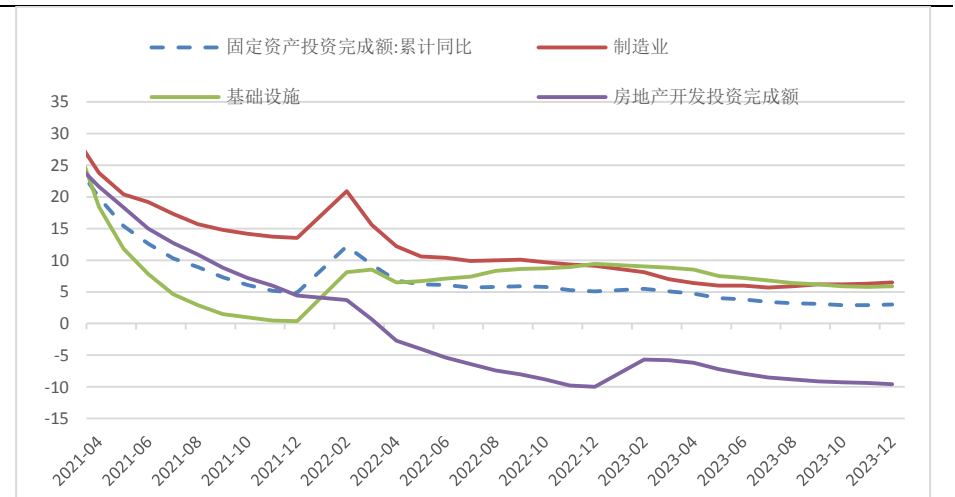


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

### 3. 投资：基建增速年内首次回升，一季度发力可期

1-12月固定资产投资三大支柱中，制造业投资同比增长6.5%，增速较1-11月份提高0.2个百分点；不含电力的基础设施投资同比增5.9%，增速较1-11月份提高0.1个百分点；房地产投资同比下降9.6%，降幅较1-11月扩大0.2个百分点。

图表 4：固定资产投资三大类



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年12月

#### 3.1 政策支持叠加盈利预期回升，制造业投资保持韧性

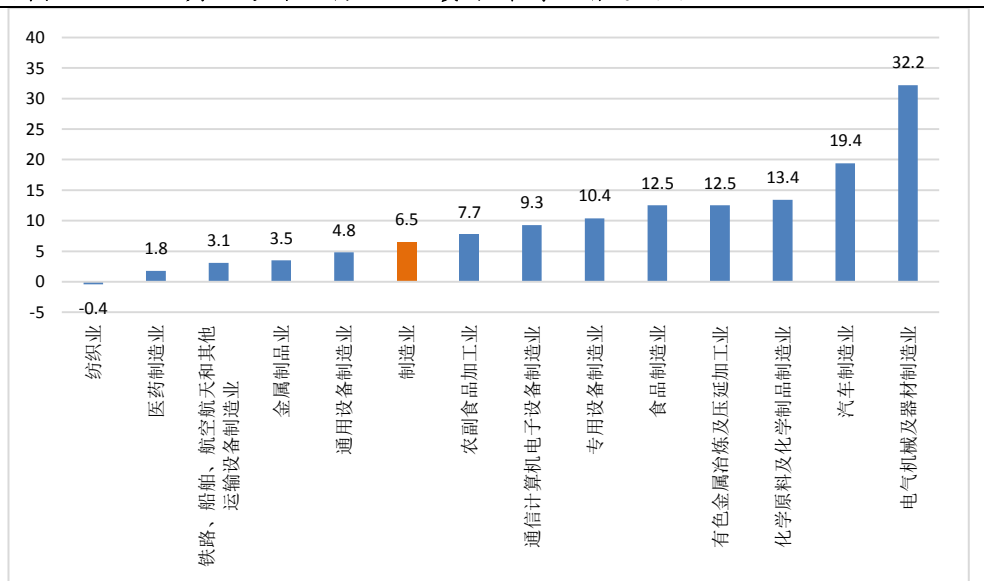
政策对制造业投资支撑力度加大。2023年前三个季度，工业企业中长期贷款余额增速均在30%以上，创历史新高；2023年制造业技改投资增长3.8%，

高技术产业投资增长 10.3%，快于全部固定资产投资的增速，体现政策面继续加大对制造业转型升级的支持力度。

去库存周期大概率接近尾声，企业盈利预期改善支持制造业投资上行。国内工业企业利润、PPI、产成品存货分别于 2023 年 2 月、6 月、7 月见底，预示着本轮制造业去库存周期接近尾声，后续工业企业经营效益趋于改善，制造业投资意愿增强。

往后看，在“建设现代化产业体系”政策指引下，预计对政策面对制造业投资的支持将延续，同时由于企业利润回暖预期增强，制造业内生投资动能也在增强，一季度制造业投资有望维持高位。

图表 5：1-12 月细分行业制造业投资累计同比增速（%）



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

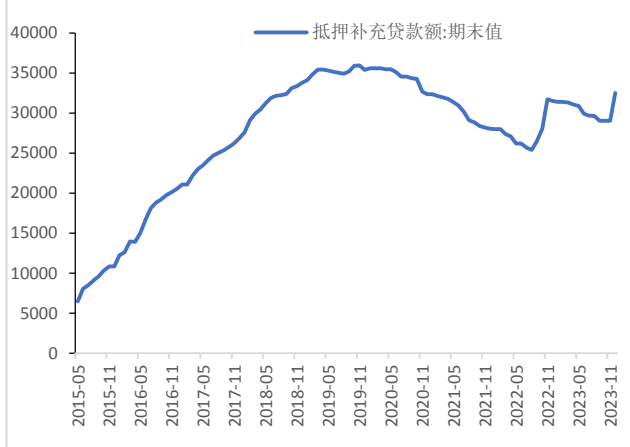
### 3.2 基建见底回升，发力期大概率在一季度

PSL 重启叠加特别国债逐步下发，基建项目资金充足。2023 年 12 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行等三大政策银行净新增抵押补充贷款（PSL）3500 亿元。PSL 的主要功能是支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资，此前在 2015 年棚改时期承担“为开发性金融支持棚户区改造提供长期稳定、成本适当的资金额度”作用，预计本轮重启 PSL 工具将为保障性住房建设等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持，从而托举基建、地产投资。近日财政部宣布两批增发国债项目涉及的超 8000 亿元资金已落实，多地区县也披露了增发国债项目资金落地的信息，基建实物工作量有望加快形成，此外，近期地方正谋划储备超长期特别国债项目，支持方向为粮食安全、能源安全、产业链安全、新型城镇化、乡村振兴等领域，或对基建形成进一步支撑。

基建实物工作量加速形成。近期水泥、平板玻璃、石油沥青等基建原材料的产量增速明显回升，并且考虑到上述产品也是房地产投资的重要原材料，在房地产投资整体下行压力仍大的背景下其增速继续回暖，体现了基建回升幅度较大。

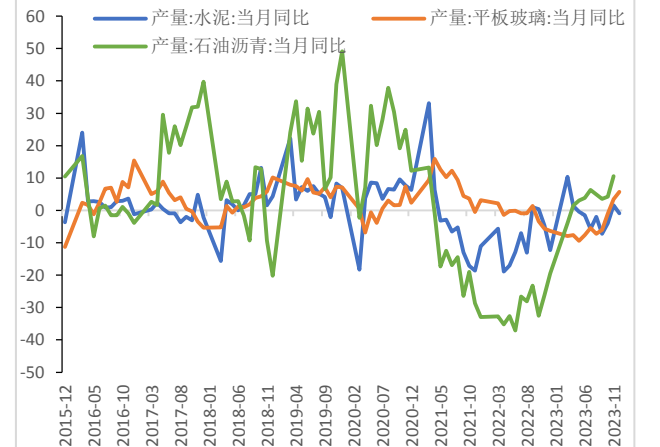


图表 6: PSL 重启, 对基建支撑增强 (亿元)



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2023-12

图表 7: 基建逐步形成实物工作量



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2023-12

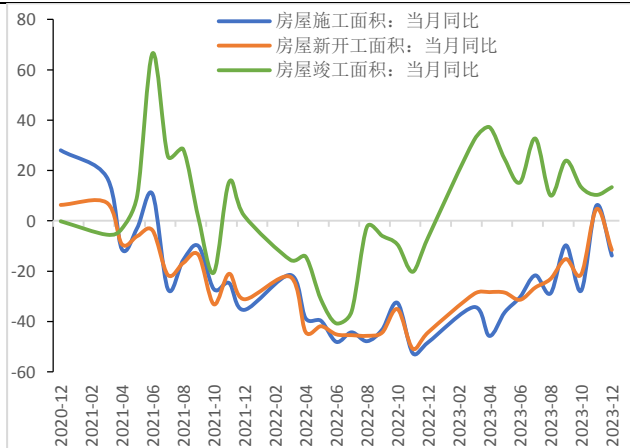
预计基建在一季度“三大工程”项目继续加码, 基建增速维持高位。

2023 年中央经济工作会议明确提出“加快推进保障性住房建设、‘平急两用’公共基础设施建设、城中村改造等‘三大工程’”, 此后央行、住建部等有关部门明确表示加大对“三大工程”支持力度。我们认为一季度基建加大发力稳增长的诉求较强, “三大工程”是目前较为明确的方向, 后续建设进度大概率提速。

### 3.3 房地产加速构建新发展模式

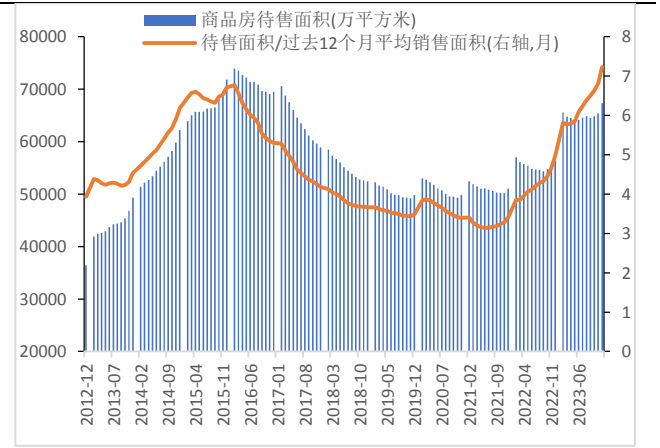
存量项目加速竣工加上需求偏弱, 楼市库存去化周期进一步拉长。12 月份房屋施工、新开工、竣工面积同比增速分别为-13.80%、-11.55%、13.37%, 2021 年二季度以来, 竣工面积同比增速持续高于施工面积和新开工面积, 反映当前房地产投资主要为存量项目贡献, 增量需求有限, 房企开发新项目意愿偏弱。同时, 房地产市场需求偏弱, 消化库存能力不足, 进一步拉长商品房库存去化周期。12 月份商品房待售面积 67295 万平方米, 较去年同期提高 10929 万平方米, 按过去 12 个月的平均销售速度, 库存去化周期为 7.2 个月, 创有记录以来新高。

图表 8: 竣工面积与新开工面积分化



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2023-12

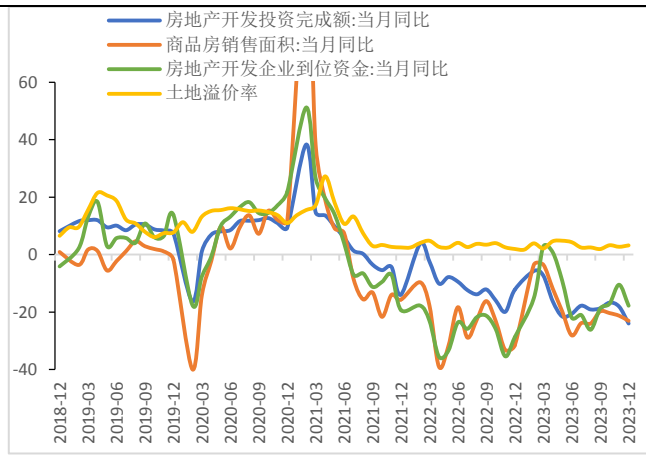
图表 9: 商品房库存升至高位



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2023-12

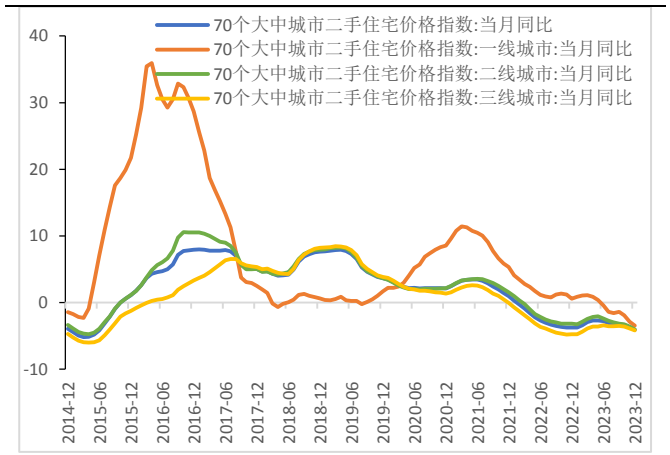
商品房市场、土地市场、房企信贷低迷预示房地产投资短期下行压力仍较大。一是商品房市场量价齐跌，12月当月，商品房销售面积、销售额同比减少23.0%、22.9%，降幅进一步扩大；70个大中城市二手住宅价格指数同比下降4.1%，创2015年下半年以来新高，一线、二线、三线城市住宅价格不同程度下行。二是土地交易市场继续低迷，12月份100大中城市成交土地溢价率为3.2%，处于历史较低水平。三是房地产开发企业信贷需求偏弱，12月份房地产开发企业到位资金同比降低17.8%。根据历史经验，楼市、土地市场、房企信贷领先于房地产投资，其相关指标读数偏低，预示房地产投资拐点未至。

图表 10：领先指标预示房地产投资仍有下行压力



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-12

图表 11：各线城市住宅价格全面下行



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-12

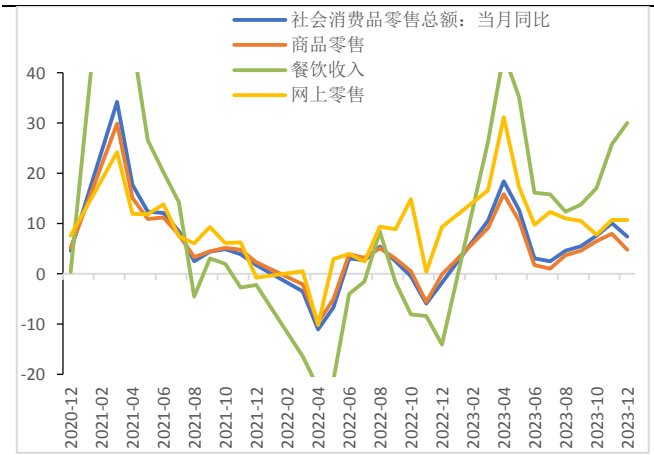
政策托底下地产投资失速风险可控，年内预计将以“三大工程”为重要抓手，加速构建房地产发展新模式。近期政策边际优化趋势未变，2023年以来近30城降低或取消了限售年限要求，同时全国超30城明确实行房票安置，各地对房地产业支持力度也在持续增强，如包括京沪在内的主要城市优化普宅认定标准、优化预售资金监管、加大购房补贴力度、降低中介费率、降低增值税免征年限等，力促刚性和改善性住房需求释放。预计后续在“积极稳妥化解房地产风险”要求下，过去市场过热阶段出台的限制性政策将逐步退出或优化。例如目前一线城市中除广州非核心区放开限购外，其他城市限购政策尚无松动，若地产需求恢复不及预期，未来视情况放松空间较大。但长期看，决策层加快构建房地产发展新模式方向明确，预计“三大工程”将是年内房地产业主要发展方向，既稳定短期经济增长，又助力房地产向新发展模式转型。



## 4. 消费：从疫后恢复转向持续扩大

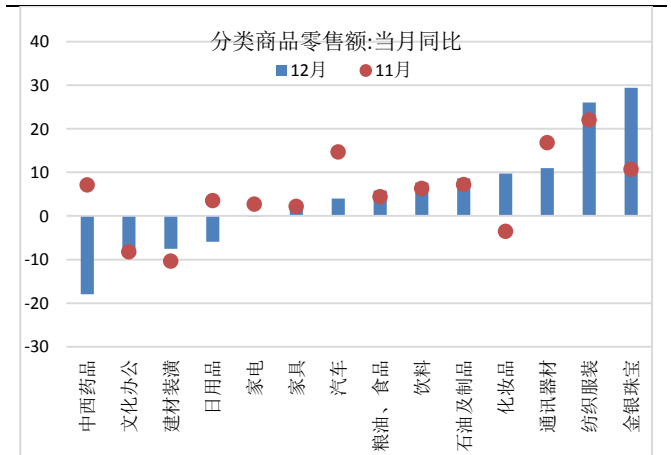
基数效应衰退造成社零同比回落，旅游行业高景气带动餐饮收入高增长。12月社会消费品零售总额同比增长7.4%，较11月份低2.7个百分点。其中，商品零售同比增长4.8%，较11月份低3.2个百分点；餐饮收入同比增长30.0%，较11月份高4.2个百分点。分行业看，中西药品、文化办公、建材装潢、日用品、家电零售额同比下降，其余商品同比增长，反映当前地产链需求有待提振。

图表 12：社零在低基数下保持高增长



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-12

图表 13：企业消费和地产链是当前薄弱环节



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-12

服务消费较快恢复，是经济增长的重要支撑。2023年服务零售额比2022年增长了20%，快于商品零售额同比增速14.2个百分点；2023年居民人均服务性消费支出增长14.4%，占居民人均消费支出的比重达到45.2%，比上年提升2个百分点。

“疤痕效应”修复或带动消费增速继续回升，但斜率不宜高估。2023年全年社会消费品零售总额同比增长7.2%，居民消费修复力度低于预期，其背后是疫情三年带来的“疤痕效应”以及房地产市场持续调整对居民消费信心构成的冲击。往后看，预计随着“疤痕”效应进一步消退，年内居民消费存在一定内生修复动能，但居民收入和预期双弱或将持续制约消费修复斜率。

### 【风险提示】

地缘政治冲突恶化风险  
海外经济体衰退风险外溢

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。