

12月经济数据解读：整体符合预期



易碧归 分析师

Email:yibigui@lczq.com

证书:S1320523020003

投资要点:

GDP温和修复。2023年我国经济温和修复，GDP总值1260582亿元，同比增长5.2%，完成全年5%的经济增长目标。预计2024年实际GDP增速将达到5%，经济延续修复势头。

工业生产动力偏弱，服务业低基数下保持较快增长。2023年全国规模以上工业增加值比上年增长4.6%，服务业增加值比上年增长5.8%。受需求及预期偏弱的影响，企业采取低库存的生产经营策略。展望2024年，随着补库周期持续进行，工业增加值有望企稳回升，服务业生产指数承压。

固定资产投资稳健增长，全年表现符合预期。12月固定资产投资（不含农户）录得4.2万亿元，同比增长4.1%；全年固定资产投资（不含农户）录得50.3万亿元，同比增长3.0%，表现符合预期。

基建：年末发力，增速提升。基建投资累计同比+8.24%，主要系特别国债第二批项目陆续落地带动水利投资增长所致。预计24年基建增速小幅提升至8.5-9.0%。

制造业：韧性劲显，表现亮眼。制造业投资增速提升至+6.5%，汽车、食品、通用设备和有色金属为主要拉动项。预计24年将开启补库周期，制造业投资同比增长6.0%-6.5%。

房地产：销售不及预期，房地产投资降幅扩大。受房屋销售不佳，房企预期偏弱影响，本月房地产累计降幅进一步扩大至-9.6%。预计24年房地产投资仍将下行，三大工程形成一定拉动，整体降幅收窄为-7.0%至-6.5%。

社零消费当月有小幅超预期表现。2023年社零全年增速达7.2%，12月当月同比7.4%（预期7.2%）。主因一是服务零售保持较快增长，二是可选消费有所增多。整体社零消费经过2023年的持续修复，2024年的增速或将有所放缓，预计2023Q1较高基数可能形成一定压制，但在春节出行带动下，2024Q1社零增速依旧有不俗表现，有望超6%。

风险提示：国内经济复苏磨底；政策实施效果空间收窄；房产销售超预期下降；三大工程实施亟需落地；企业投资意愿尚待好转；消费修复程度不及预期。

相关报告

出口如期弱改善，预计2024年温和复苏
—12月进出口数据解读

2024.01.19

12月金融数据点评：政府债支撑社融表现，实体经济活力待改善

2024.01.18

美国12月CPI点评：通胀超市场预期，但下行趋势仍在

2024.01.18

目 录

1. 生产：总体恢复向好	4
1.1 工业生产总量分析：生产偏弱，需求不足	4
1.2 分产业链：上游率先恢复向下游传导	5
1.3 分产品：结构性增长	6
2. 服务业生产：保持较快增长	7
3. 固定资产投资：基建制造业提速，房地产降幅扩大，全年增长符合预期	8
3.1 基建：年末发力，增速提升	9
3.2 制造业：韧性劲显，表现亮眼	11
3.3 房地产：销售不及预期，房地产投资降幅扩大	13
4. 社零消费：预期内的超预期表现	15
4.1 2023 年 12 月回顾：韧性十足，略超预期	15
4.2 消费结构增长特点	16
4.2.1 线上增速优于线下	16
4.2.2 乡村增速优于城镇	16
4.2.3 服务增速优于商品	17
4.3 未来展望：春节出行或将带来增长动力	18
5. 风险提示	18

图目录

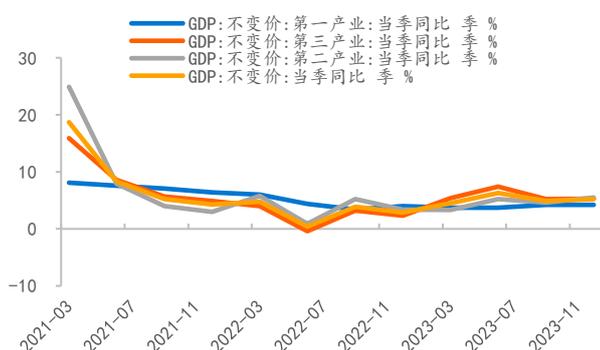
图 1	2023 年 GDP 当季同比.....	4
图 2	23 年 Q4GDP 环比增速处于低位 (%)	4
图 3	工业增长低基数下增长偏弱	5
图 4	上中下游工业增加值同比保持增长 (%)	5
图 5	高技术行业当月同比增速 (%)	6
图 6	高耗能行业当月同比增速 (%)	6
图 7	主要工业品产量同比增速 (%)	7
图 8	2023 年服务业生产指数同比增速 (%)	8
图 9	固定资产投资累计同比增速 (%)	8
图 10	基建投资累计同比增速 (%)	8
图 11	房地产开发投资累计同比 (%)	9
图 12	制造业投资累计同比 (%)	9
图 13	基建投资及细分项增速变化 (%)	9
图 14	水利、环境和公共设施管理业增速转正	10
图 15	交通运输分项增速放缓	10
图 16	全年新增专项债规模小幅超出预期	10
图 17	建筑业 PMI 环比上行	10
图 18	水泥发运率环比降低	11
图 19	石油沥青装置开工率环比降低	11
图 20	制造业累计增速变化 (%)	12
图 21	2023 年服务业生产指数同比增速 (%)	12
图 22	23 年 8 月后企业利润增速转正	13
图 23	预计 24 年开启补库周期	13
图 24	房地产开发投资累计降幅扩大	13
图 25	房地产开发投资单月值	13
图 26	商品房单月销售情况 (万平方米)	14
图 27	30 大城市商品房当月成交面积	14
图 28	土地成交面积环比提升, 同比下行	14
图 29	土地成交溢价率降低	14
图 30	12 月施工面积降幅与前值持平	15
图 31	新开工面积 (万平方米) 表现低迷	15
图 32	2023 年社零同比增长 7.2% (%)	15
图 33	价减量增, 消费升级略有放缓 (%)	15
图 34	2023 年 12 月社零表现略超预期 (%)	16
图 35	网上零售的社零占比持续提升 (%)	16
图 36	网上消费 3 年 CAGR (滚动) 持续高于线下	16
图 37	2023 年城乡社零增速相差 0.9 个百分点 (%)	17
图 38	乡村人均消费支出 5 年 CAGR (滚动) 持续高于城镇	17
图 39	服务零售额保持高增速增长	17

1. 生产：总体恢复向好

2023年我国经济温和修复，GDP总值1260582亿元，按不变价格计算，比上年增长5.2%，完成全年5%的经济增长目标。四季度，我国GDP为347890亿元，按不变价格计算，比上年同期增长5.2%，较三季度提高0.3个百分点。从环比看，经季节因素调整后，四季度GDP环比增长1.0%。环比增速连续六个季度增长，经济总体呈现恢复向好态势。

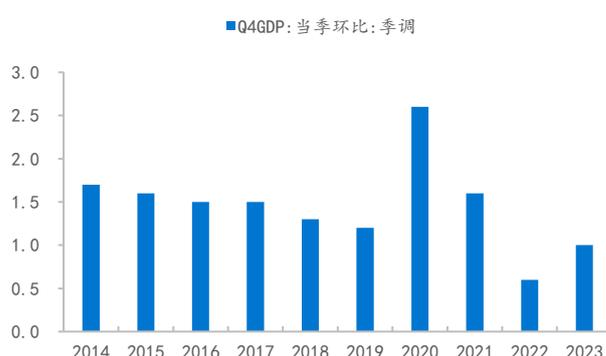
2023年GDP同比增速呈倒N型走势，一三季度受开年及政策稳经济的影响增速较高，二四季度增速明显放缓。从环比来看，2023年第四季度GDP环比增速为1%，仅高于2022年，环比增速为10年同期最低点。

图1 2023年GDP当季同比



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

图2 23年Q4GDP环比增速处于低位(%)



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

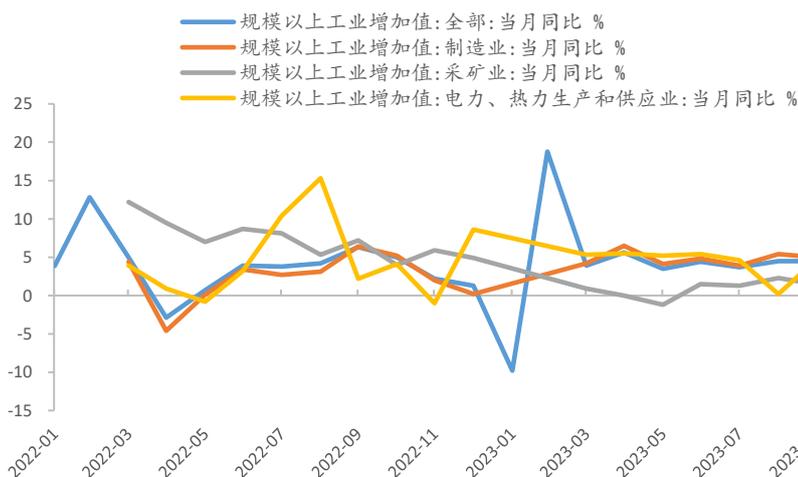
预计2024年实际GDP增速将达到5%，经济延续修复势头。经济工作将主要围绕着“稳中求进、以进促稳、先立后破”进行布局，同时财政政策适度加力，财政结构持续优化，货币政策将灵活适度、精准有效，更加注重对价格水平的引导作用。分项来看，我们预计2024年工业增加值将企稳回升，服务业生产指数承压，投资端整体情况有所回升，消费端居民消费意愿恢复有望增强，进出口增速或将逐步缓解。

1.1 工业生产总量分析：生产偏弱，需求不足

2023年，全国规模以上工业增加值比上年增长4.6%。12月份，规模以上工业增加值同比增长6.8%，环比增长0.52%。分三大门类看，2023年采矿业增加值增长2.3%，制造业增长5.0%，电热水增长4.3%。

工业生产动力偏弱，下游需求不足。受需求及预期偏弱的影响，企业采取低库存的生产经营策略。从两年平均同比增速来看，第四季度数据分别为：4.0%、4.38%、4.80%边际放缓，说明工业生产修复不及预期。12月工业增加值同比增长6.8%主要是靠低基数作为支撑。结合制造业PMI看当前工业企业生产可能仍处于去库存阶段，生产意愿偏低的核心在于预期较差且需求不足。

图3 工业增长低基数下增长偏弱



资料来源：国家能源局，联储证券研究院

1.2 分产业链：上游率先恢复向下游传导

全年从产业链来看，工业生产上游率先恢复并逐渐向下游传导。上游采矿业及制造业全年呈逐月增长态势，中游制造业中的电器机械和器材制造业常年保持两位数的高增长，下游制造业中的汽车制造今年表现亮眼。

图4 上中下游工业增加值同比保持增长 (%)

指标名称	单位	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
上游采矿业											
规模以上工业增加值:煤炭开采和洗选业:当月同比	%	5.80	5.20	3.30	1.40	1.60	0.40	2.00	-1.60	-0.60	0.70
规模以上工业增加值:石油和天然气开采业:当月同比	%	3.50	1.80	0.40	3.40	7.20	4.20	4.10	3.70	5.50	2.20
规模以上工业增加值:化学原料和化学制品制造业:当月同比	%	11.00	9.60	12.10	13.40	14.80	9.80	9.90	3.90	7.50	7.10
规模以上工业增加值:橡胶和塑料制品业:当月同比	%	9.90	7.40	6.00	6.00	5.40	3.60	3.00	2.50	2.90	1.70
规模以上工业增加值:黑色金属冶炼和压延加工业:当月同比	%	2.10	5.10	7.30	9.90	14.50	15.60	7.80	3.10	4.30	6.00
规模以上工业增加值:有色金属冶炼和压延加工业:当月同比	%	12.90	10.20	12.50	8.40	8.80	8.90	9.10	7.10	7.40	7.00
规模以上工业增加值:非金属矿物制品业:当月同比	%	0.30	-0.60	-1.10	-1.70	-1.60	-3.40	-0.40	-2.60	-0.60	3.80
规模以上工业增加值:金属制品业:当月同比	%	7.30	6.00	5.50	3.70	1.40	1.40	2.40	-0.10	2.70	4.80
规模以上工业增加值:通用设备制造业:当月同比	%	4.60	0.80	-0.10	0.00	-0.80	-1.40	-0.20	6.10	13.50	4.60
规模以上工业增加值:专用设备制造业:当月同比	%	3.60	1.90	2.70	1.60	-0.50	1.50	3.40	3.90	9.10	7.30
规模以上工业增加值:电气机械和器材制造业:当月同比	%	10.10	10.20	9.80	11.50	10.20	10.60	15.40	15.40	17.30	16.90
规模以上工业增加值:计算机、通信和其他电子设备制造业:当月同比	%	9.60	10.60	4.80	4.50	5.80	0.70	1.20	0.00	1.80	1.20
规模以上工业增加值:医药制造业:当月同比	%	5.60	12.70	9.60	2.60	3.10	1.00	4.70	7.60	9.50	8.60
规模以上工业增加值:铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业:当月同比	%	-3.30	-8.10	10.40	-7.70	-6.20	-3.50	-2.10	-4.40	-7.20	-8.30
规模以上工业增加值:农副食品加工业:当月同比	%	-0.80	-0.50	0.70	1.20	3.10	3.00	2.20	-1.30	-1.60	-4.90
规模以上工业增加值:食品制造业:当月同比	%	4.40	3.80	4.70	6.40	2.50	0.00	3.10	0.10	2.90	2.50
规模以上工业增加值:酒、饮料和精制茶制造业:当月同比	%	2.10	4.80	3.40	2.70	-2.90	-3.10	0.20	0.00	2.00	-1.00
规模以上工业增加值:纺织业:当月同比	%	1.70	2.10	2.00	0.80	1.40	-0.30	-0.40	-1.80	-3.00	-3.10
规模以上工业增加值:汽车制造业:当月同比	%	20.00	20.70	10.80	9.00	9.90	6.20	8.80	23.80	44.60	13.50

资料来源：国家能源局，联储证券研究院

分产业链来看，上游原材料加工和制造业较三季度略有下降。主要原因系1季度为传统的开工淡季，叠加春节长假的影响，部分企业不想过多的积压库存因此减少生产。12月上游制造业中，化学原料和化学制品制造业当月同比增速11.0%，橡胶和塑料制品业当月同比增速9.9%，黑色金属冶炼和压延加工业当月同比增速小幅下降至2.1%，有色金属冶炼和压延加工业当月同比增速12.5%。受去年低基数的影响，上游制造业同比增速均较高。

中游制造业全年增速呈现两头高，中间低的形态。一是年初在去年低基数的衬托下增速看似较高，用两年复合增速计算后发现四季度出现了系统性下滑。二是万亿国债发行提振基建与制造业信心，年末基建项目加速落地，制造业增速也有所提升。12月电气机械和器材制造业同比增速10.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增速9.6%，

铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增速略有下降 5.6%，中游制造业中，电气机械和器材制造业保持同比增长 9.8%。

下游制造业中除汽车制造以外，其余行业全年增速表现惨淡，主要系下游需求弱。医药制造全年呈负增长，农副食品加工增速在 0 附近徘徊，酒、饮料和精制茶制造业年末增速略有提升。汽车制造业年底冲量，12 月同比增速达 20.0%。

全年高技术行业及高耗能行业为工业增加值助力。2023 年中央经济工作会议，将“以科技创新引领现代化产业体系建设”放在各项重点工作的首位，预计未来将持续通过产业政策、财政及货币政策，对高技术行业进行持续的支持。

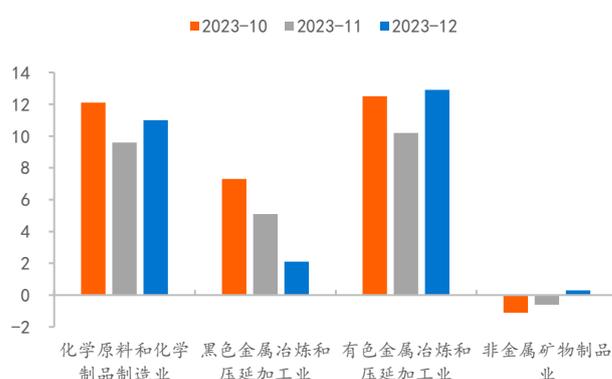
12 月高技术产业增加值同比增速 6.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增速下降至 5.6%，医药制造业同比增速降幅收窄至-3.3%，其余各分项边际走强。计算机、通信和其他电子设备制造业及电气机械和器材制造业对高技术行业起到拉动作用，两项 12 月同比增长分别为 9.6%和 10.1%。高耗能行业中化学原料和化学制品制造业和有色金属冶炼和压延加工业走强，两项 12 月同比增长分别为 12.1%和 12.5%，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业同比增速分别为 7.3%和-1.1%。

图5 高技术行业当月同比增速 (%)



资料来源：iFinD，联储证券研究院

图6 高耗能行业当月同比增速 (%)



资料来源：iFinD，联储证券研究院

1.3 分产品：结构性增长

从主要工业品产量来看，全年除汽车产业链外，其余各品类均表现羸弱，出口产业链四季度有所改善。

能源品类，全年传统能源工业增加量微幅增长，主要与碳中和碳达峰的政策落地有关。新能源发电中风电及太阳能表现尚可，四季度虽是传统的装机旺季，但风电光电存在上网消纳不及预期的问题，12 月风电同比小幅增长 7.4%，太阳能发电同比增长 17.2%。

化工原材料及工业原材料全年表现平淡，出口全年弱改善，核心在于需求不强。与基建相关的水泥、平板玻璃、生铁、粗钢等因缺乏增长动力而出现同比负增长的情况。上游原材料的生产动力主要看下游基建及地产何时企稳，以及供给端增量政策的落地与实施。出口方面受美国“去中国化”影响及外需疲软，全年出口降幅呈逐渐收窄态势。

图7 主要工业品产量同比增速 (%)

主要工业品产量		12月增速变动	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
能源类产品	原煤	-2.7	1.9	4.6	3.8	0.4	2.0	0.1	2.5	4.2	4.5	4.3
	焦炭	-2.4	4.8	7.2	5.8	3.6	6.0	3.7	-2.2	-0.7	2.3	3.1
	原油	2.0	4.6	2.6	0.5	0.3	3.1	1	1.9	2.7	1.4	2.4
	原油加工量	0.9	1.1	0.2	9.1	12.0	19.6	17.4	10.2	15.4	18.9	8.8
	天然气	-2.4	2.9	5.3	2.6	9.3	6.3	7.6	5.5	7.2	7	4
	发电量	-0.4	8.0	8.4	5.2	7.7	1.1	3.6	2.8	5.6	6.1	5.1
	火电	3.0	9.3	6.3	4.0	2.3	-2.2	7.2	14.2	15.9	11.5	9.1
	水电	-2.9	2.5	5.4	21.8	39.2	18.5	-17.5	-33.9	-32.9	-25.9	-15.5
	核电	-1.8	-4.2	-2.4	-0.2	6.7	5.5	2.9	13.8	6.3	5.7	4.6
	风电	-19.2	7.4	28.6	-13.1	-1.6	-11.5	25	-1.8	15.3	20.9	0.2
化工原材料	太阳能	-18.2	17.2	35.4	15.3	6.8	13.9	6.4	8.8	0.1	-3.3	13.9
	硫酸	6.6	9.7	3.1	6.1	8.5	7.1	2.1	-7.5	-1.1	0.5	4.5
	烧碱	1.1	7.7	6.6	5.8	2.6	5.6	-0.8	-3.1	-0.3	4.9	9
	乙烯	-4.7	0.1	4.8	5.6	5.7	16.8	5.2	-0.8	7.1	17.9	3.6
	化学纤维	7.0	30.2	23.2	15.5	12.1	17.3	17.1	10.5	11.5	13.5	3.7
工业原材料	水泥	-2.5	-0.9	1.6	-4.0	-7.2	-2	-5.7	-1.5	-0.4	1.4	10.4
	平板玻璃	2.2	5.7	3.5	-1.0	-6.0	-7.2	-5.4	-7.6	-9.4	-7.6	-7.9
	生铁	-7.0	-11.8	-4.8	-2.8	-3.3	4.8	10.2	0.0	-4.8	1	7.3
	粗钢	-15.3	-14.9	0.4	-1.8	-5.6	3.2	11.5	0.4	-7.3	-1.5	6.9
	钢材	-2.7	1.5	4.2	3.0	5.5	11.4	14.5	5.4	-1.3	5	8.1
出口产业链	十种有色金属	0.2	7.3	7.1	8.2	7.3	6.1	4.2	6.1	5.1	6.1	6.9
	其中：原铝(电解铝)	0.1	4.9	4.8	6.0	5.3	3.1	1.5	2.9	1.1	0.8	3
	金属切削机床	-7.8	13.5	21.3	23.3	12.5	0	-2.1	0.0	1.9	-1.9	0
	工业机器人	16.0	3.4	-12.6	-17.7	-14.3	-18.6	-13.3	-12.1	3.8	-7.4	-5.7
	微型计算机设备	-3.6	-6.4	-2.8	-17.9	-16.3	-1.8	-22.3	-24.9	-18.8	-19.9	-21.6
汽车产业链	移动通信手持机	8.0	29.6	21.6	2.6	11.8	7.0	5.2	-1.6	3.5	-2.5	-0.7
	汽车	0.9	24.5	23.6	8.5	3.4	4.5	-3.8	0.8	17.3	59.8	11.2
	其中：轿车	2.3	17.0	14.7	0.4	-2.1	0.4	-12.2	-10.7	12.6	76.9	7
	运动型多用途乘用车(SUV)	12.3	29.5	17.2	2.5	1.4	3.9	0.5	2.8	20.6	54.2	13.2
	其中：新能源汽车	8.1	43.7	35.6	27.9	12.5	13.8	24.9	27.6	43.6	85.4	33.3

资料来源：国家统计局，联储证券研究院

汽车产业链全年保持高增长。一方面受出口拉动，需求保持增长，据海关总署统计，2023年中国汽车出口量达522.1万辆，同比增长57.4%，成为全球第一大汽车出口国。另一方面政策促消费，下游需求不断，为上游生产提供持续动力。2023年1季度受燃油车购置税政策及新能源补贴政策退出影响，部分购车需求提前透，2季度起国家及地方陆续推出了汽车促消费政策，同时车企加大降价促销力度，以价谋量。加之多款重点新能源车型于下半年陆续上市提振市场热度，2023年2-4季度中国汽车市场需求持续向好，为上游生产提供持续动力。

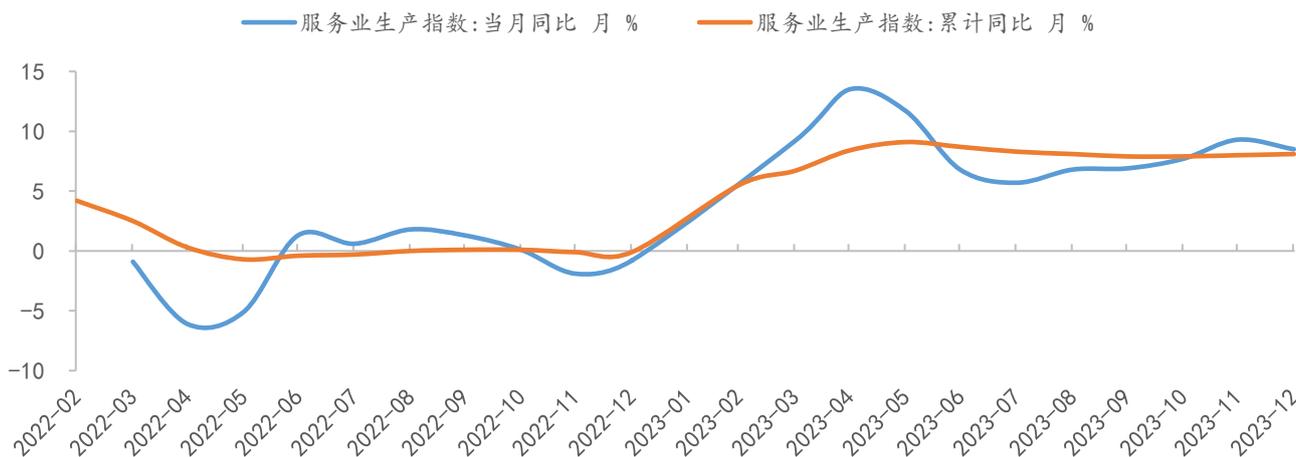
展望2024年，随着补库周期的开启，工业增加值有望企稳回升，但核心诉求仍在于是否能够拉动需求的提升。需求及预期的改善将改变当前企业低库存生产策略。从2023年中央经济工作会议中来看，高技术行业未来或将为拉动工业增加值的主力行业。

2. 服务业生产：保持较快增长

2023年全年服务业增加值比上年增长5.8%。其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，金融业，批发和零售业增加值分别增长14.5%、11.9%、9.3%、8.0%、6.8%、6.2%。12月份，服务业生产指数同比增长8.5%；其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数分别增长34.8%、13.8%。1—11月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长8.5%。其中，文化、体育和娱乐业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业营业收入分别增长18.9%、12.8%、12.7%。

预计2024年服务业生产指数承压，随着服务业尤其是接触性服务业低基数影响的消退，叠加下游需求不足，全年服务业生产指数将出现前低后高态势。

图8 2023年服务业生产指数同比增速(%)



资料来源: iFinD, 联储证券研究院

3. 固定资产投资: 基建制造业提速, 房地产降幅扩大, 全年增长符合预期

固定资产投资稳健增长, 全年表现符合预期。12月固定资产投资(不含农户)录得4.2万亿元, 同比增长4.1%; 全年固定资产投资(不含农户)录得50.3万亿元, 同比增长3.0%, 增速较1-11月提升0.1pct, 表现符合预期。

拆分来看, 基建、制造业投资提速, 房地产投资降幅扩大。基建与制造业为固投主要拉动项, 增速较前值均提升。2023年1-12月基建投资累计同比+8.24%(1-11月为+7.96%), 制造业投资累计同比+6.50%(1-11月为+6.30%), 主要系基数回落, 经济韧性显现; 房地产投资累计同比-9.60%, 降幅扩大0.2pct, 为固投拖累项。

图9 固定资产投资累计同比增速(%)



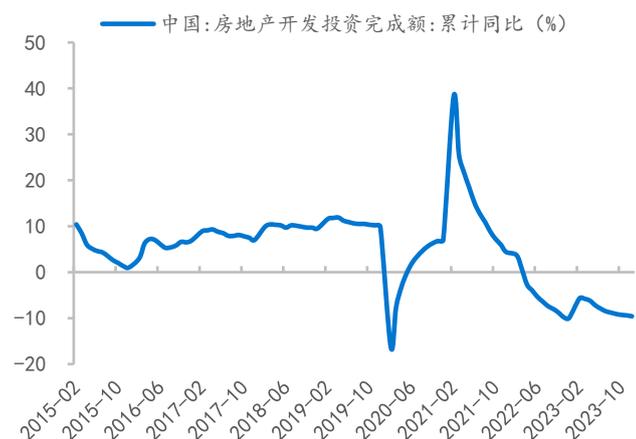
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图10 基建投资累计同比增速(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图11 房地产开发投资累计同比 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图12 制造业投资累计同比 (%)

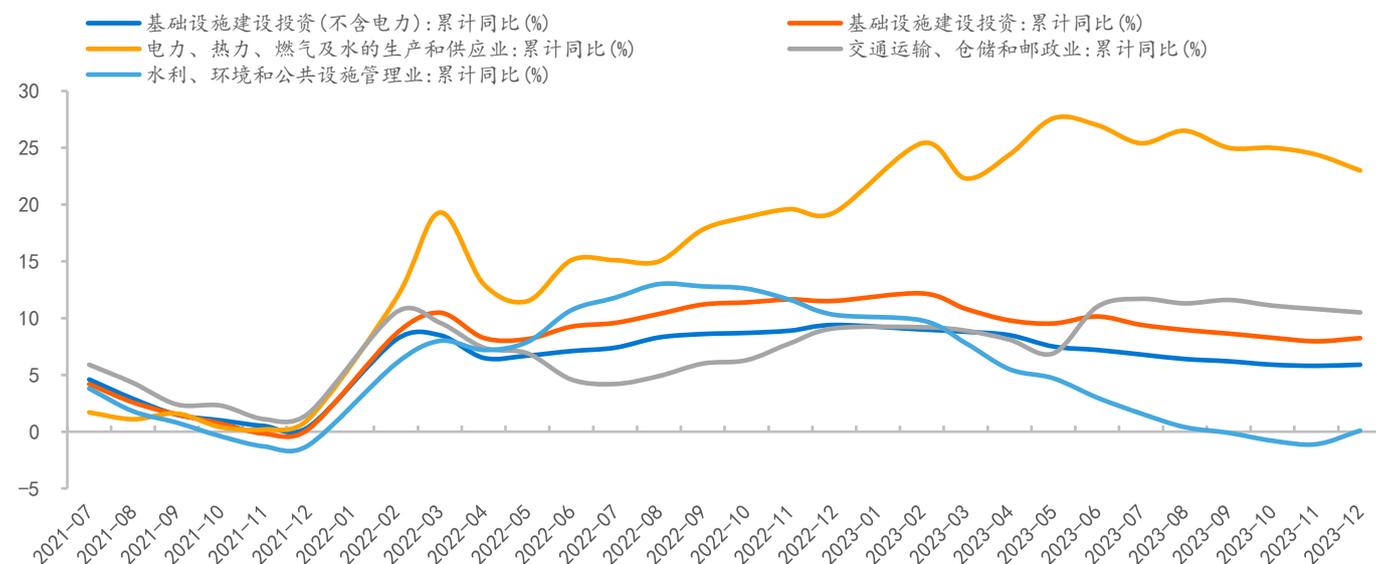


资料来源: Wind, 联储证券研究院

3.1 基建: 年末发力, 增速提升

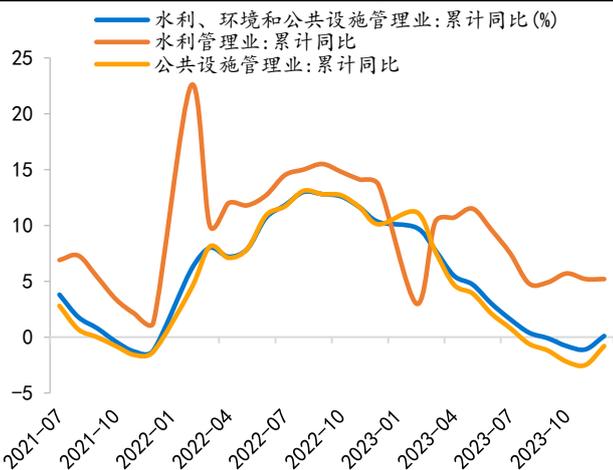
基建投资增速提升, 水利分项为为主要拉动项。2023年1-12月广义基建投资累计同比+8.24%, 增速较1-11月提升0.28pct; 基建投资(不含电力)同比增长+5.9%, 增速较1-9月提升0.1pct。细分结构看: ①1-12月电力、热力、燃气及水投资增长23.0%, 虽然同期基数回落, 但增速较前值下降1.4pct; ②水利、环境和公共设施管理业投资同比增长0.1%(前值为-1.1%), 为基建提速的拉动项, 主要系第二批特别国债项目(前两批资金合计超8000亿)逐步落地所致; ③交通运输、仓储和邮政业投资增长10.5%, 涨幅环比收窄0.3pct。其中, 道路运输业同比-0.7%(前值为-0.2%), 回落明显; 铁路运输业同比增长25.2%(前值为21.5%)。

图13 基建投资及细分项增速变化 (%)



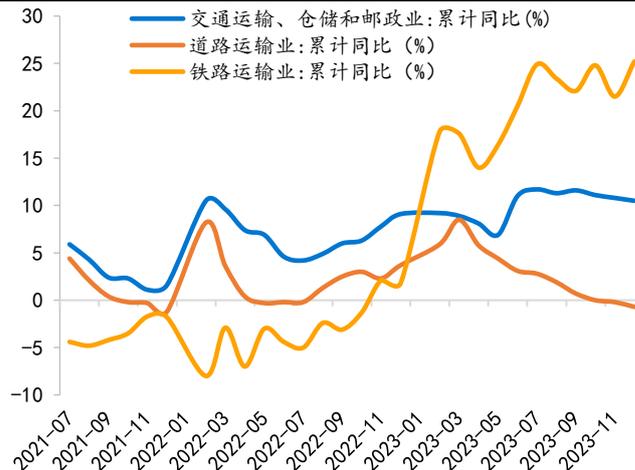
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图14 水利、环境和公共设施管理业增速转正



资料来源: Wind, 联储证券研究院

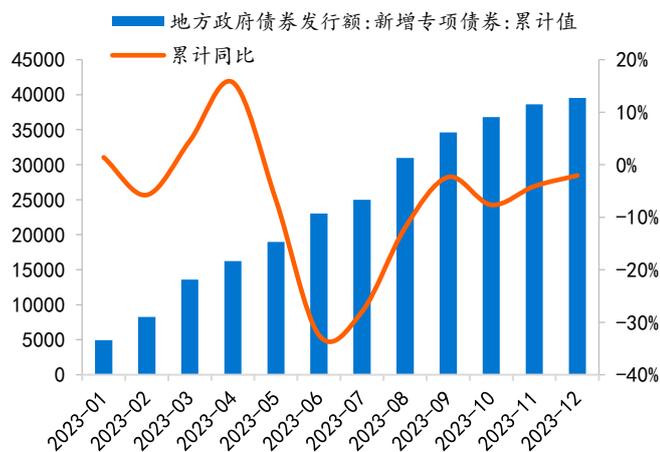
图15 交通运输分项增速放缓



资料来源: Wind, 联储证券研究院

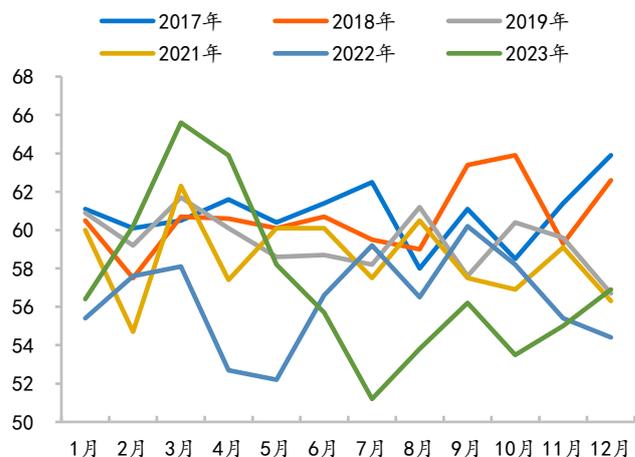
全年新增专项债发行规模略超预期, 建筑业 PMI 环比上行。根据鸿创智胜测算, 12月地方政府发行新增专项债券 921 亿元, 全年累计发行新增专项债券约 39555 亿元, 高于年初规划的 38000 亿元, 为基建资金提供充分支撑。建筑业 PMI 环比上升 1.9pct 至 56.9%, 超越过去 3 年同期水平, 企业新订单、从业人员和业务活动预期指数均上行, 主要系万亿国债带动一系列基建项目开工与房地产“三大工程”拉动建筑业预期所致。

图16 全年新增专项债规模小幅超出预期



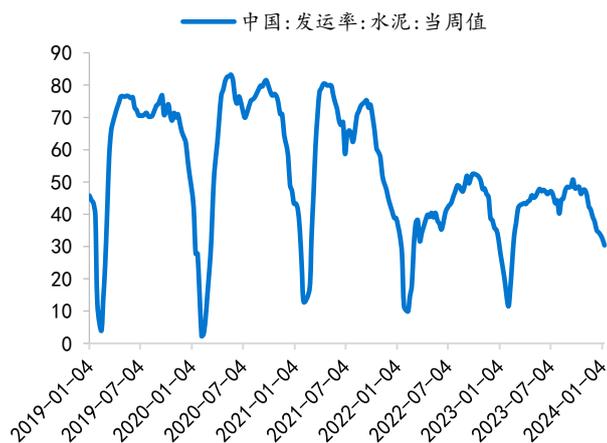
资料来源: Wind, 泓创智胜, 联储证券研究院

图17 建筑业 PMI 环比上行



资料来源: Wind, 联储证券研究院

结合高频指标来看, 受季节性扰动和极端天气影响, 水泥发运率和石油沥青开工率环比下行, 但同比基本持平或微增。进入冬季后气温明显降低, 加之受降雪等天气影响, 项目开工进度有所放缓。12 月全国水泥发运率均值为 36.0%, 环比-8.4pct, 同比-0.1pct。12 月石油沥青开工率录得 32.3%, 环比-4.2pct, 同比+1.8pct, 相比 22 年同期小幅提升。

图18 水泥发运率环比降低


资料来源：Wind，联储证券研究院

图19 石油沥青装置开工率环比降低


资料来源：Wind，联储证券研究院

基建仍然是稳增长的主要动力，预计2024年广义基建增速小幅提升至8.5%-9.0%。2023年12月23日发改委披露万亿特别国债第二批项目清单，前两批项目合计资金超8000亿元，多数项目将在24年第一季度逐步形成投资。预计2024年新增专项债整体规模在3.8-4万亿，可能集中安排在2-3季度使用。截止24年1月18日，27个地区披露一季度债券发行计划，其中新增专项债额度约为8400亿元，发行节奏较23年Q1（约1.36万亿）有所放缓，主要系万亿特别国债将在一季度全部落地，专项债无须提前发力。结合以往经验，新增专项债通常在四季度之前发放完毕，因此推测24年专项债将集中安排在Q2-Q3发放，为基建投资提供强力支撑。我们预计明年广义基建增速小幅上行至8.5%-9.0%。

表1 2024年Q1各省市自治区新增专项债发行计划（截止24年1月18日）

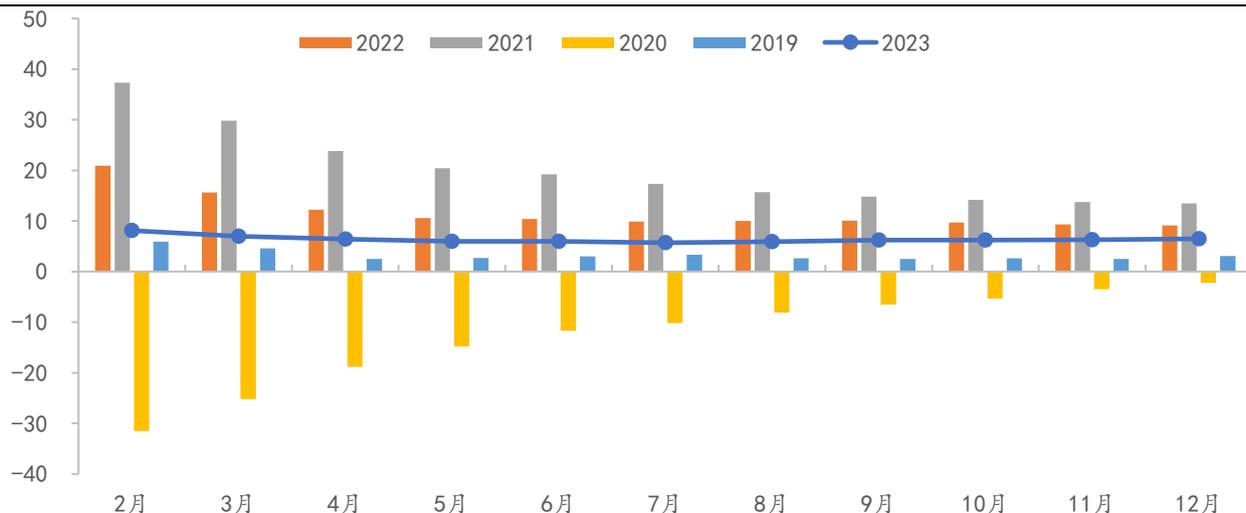
地区	计划发行规模（亿元）	地区	计划发行规模（亿元）	地区	计划发行规模（亿元）
北京	99.32	河南	暂未披露	江西	500
上海	暂未披露	山东	1500	广东	暂未披露
天津	70	山西	180.9	福建	300
重庆	300	安徽	400	海南	100
黑龙江	117	湖北	540	内蒙古	60
吉林	30	湖南	300	广西	240.2
辽宁	58	江苏	600	宁夏	0
河北	0	四川	1200	新疆	16
甘肃	208	贵州	124.12	西藏	暂未披露
青海	0	云南	0		
陕西	200	浙江	1200		

资料来源：中国债券信息网，各省市财政局，泓创智胜，联储证券研究院

3.2 制造业：韧性劲显，表现亮眼

12月制造业投资表现亮眼。2023年1-12月制造业投资累计同比+6.5%，增速较1-11月提升0.2pct，主要系基数回落，实体经济持续修复所致。按行业制造链条来分类，汽车、食品、通用设备和有色金属为主要拉动项。其中汽车制造业累计同比+19.4%（前值为17.9%），主要系下半年以来产业升级、国产车表现亮眼带动预期改善，投资增加所致；食品制造业累计同比+12.5%（前值为+10.1%），主因春节将至，食品业往往在年底补库；通用设备制造业累计同比+4.8%，增速较前值提升1.4pct，有色金属同比+12.5%，增速较前值提升1.6pct。

图20 制造业累计增速变化 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图21 2023 年服务业生产指数同比增速 (%)

指标名称	12月增速变动	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	
建筑制造		1.6	12.50	10.90	9.80	9.90	8.50	10.20	14.20	6.50	8.30	10.80	16.20
食品	有色金属冶炼和压延加工业	0.8	7.70	6.90	7.10	6.50	6.80	7.00	6.40	8.10	5.80	10.10	13.20
	农副食品加工业	2.4	12.50	10.10	8.90	7.50	2.80	2.00	1.40	0.50	0.00	5.80	5.10
汽车	食品制造业	1.5	19.40	17.90	18.70	20.40	19.10	19.20	20.00	17.90	18.50	19.00	23.80
	汽车制造业	1.2	-2.20	-3.40	-4.30	-4.70	-4.30	-5.50	-5.30	-4.20	-5.70	-3.30	-2.90
低技术	纺织服装、服饰业	0.1	13.40	13.30	13.40	13.50	13.20	13.70	13.90	15.90	15.50	19.20	17.20
	化学原料及化学制品制造业	0.5	3.50	3.00	3.20	1.70	-0.40	-1.10	0.00	0.80	1.80	2.20	7.40
高技术	金属制品业	1.4	4.80	3.40	5.20	5.10	4.80	4.60	3.70	4.50	5.60	7.60	10.50
	通用设备制造业	0.0	10.40	10.40	10.70	8.20	7.50	6.40	7.70	8.60	8.60	10.60	12.20
	专用设备制造业	0.1	9.30	9.20	9.60	10.20	9.50	9.80	9.40	10.50	14.20	14.50	17.30
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.4	3.10	2.70	1.80	3.10	-0.80	-0.60	2.80	-1.30	-8.20	-7.90	-6.60
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-2.4	32.20	34.60	36.60	38.10	38.60	39.10	38.90	38.90	42.10	43.10	33.70	
电气机械和器材制造业	-0.1	1.80	1.90	0.90	-0.20	0.60	0.60	1.70	-0.60	1.20	-1.90	-0.60	
医药制造业													

资料来源: Wind, 联储证券研究院

预计 24 年制造业增速持平或小幅下行，同比增长 6.0%-6.5%。工业企业利润为制造业投资最重要的资金来源，通常领先制造业投资 12 个月。2023 年 1-11 月工业企业利润累计同比减少 4.4%，或对 2024 年制造业投资形成一定压制；但下半年企业利润逐步改善，8 月以来利润同比增速转正，11 月单月同比大幅增长 29.8%，盈利能力好转下企业预期也有所提振。

从产能与库存来看，部分制造业存类基建特性，2023 年出台一系列政策促进制造业产业升级，预计 24 年低端产能将进一步出清。2023 年 1-11 月制造业库存同比增长 1.9%，处于历史低位。我们判断本轮去库存周期接近尾声，2024 年将开启补库周期，拉动企业投资意愿提升。预期 2024 年制造业投资同比增长 6.0%-6.5%。

图22 23年8月后企业利润增速转正



资料来源：Wind，联储证券研究院

图23 预计24年开启补库周期

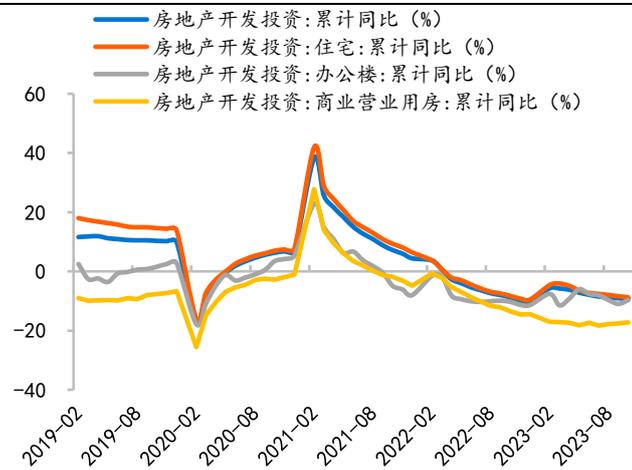


资料来源：Wind，联储证券研究院

3.3 房地产：销售不及预期，房地产投资降幅扩大

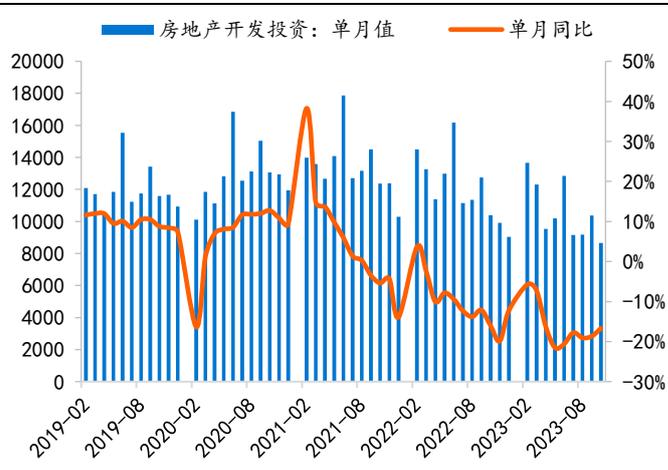
市场仍处调整阶段，房地产投资累计降幅扩大。2023年1-12月房地产开发投资累计110913.0亿元，同比-9.6%，降幅较1-11月扩大0.2pct，今年以来累计降幅持续扩大。分项来看，住宅投资83820亿元，同比-9.3%（前值为-9.0%）；办公楼投资4531亿元，同比-9.4%（前值为-10.0%）；商业营业用房投资8055亿元，同比-16.9%（前值为-16.9%）。住宅同比降幅扩大，且在房地产开发投资中占比超75%，为增速主要拖累项，办公路和商业营业用房降幅有所收窄。

图24 房地产开发投资累计降幅扩大



资料来源：Wind，联储证券研究院

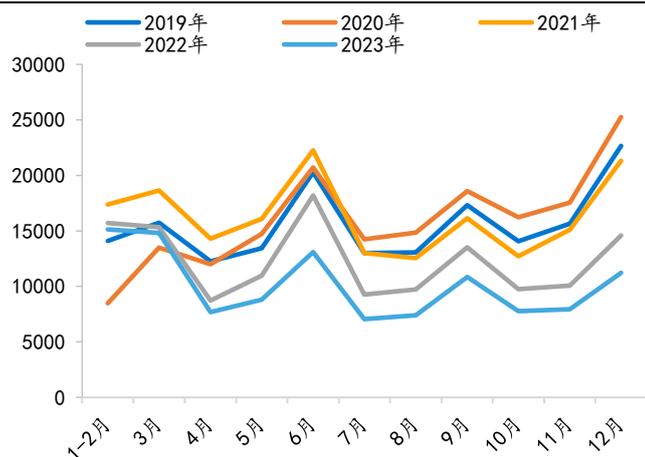
图25 房地产开发投资单月值



资料来源：Wind，联储证券研究院

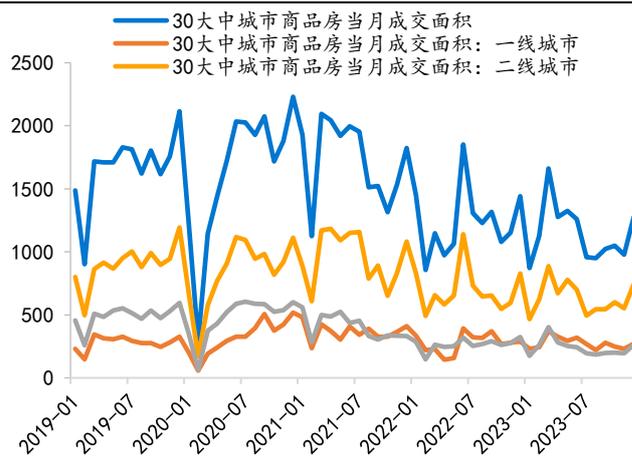
销售市场仍未好转。8月末出台的“认房不认贷”等政策对销售端提振作用已较为有限，1-12月商品房累计销售面积为111735万平方米，同比-8.5%，降幅较1-11月扩大0.5pct；单月销售面积为11226万平方米，同比-12.7%（前值为-10.3%）。受季节性因素影响，30大中城市中，一线/二线/三线城市商品房销售面积环比改善，但同比分别-6.4%/-10.3%/-19.3%，仍处历史同期低位。土地市场成交环比提升，溢价率持续降低。100大中城市成交土地面积同比减少6.3%，降幅有所收窄，环比大幅提升，主要系12月各地集中供应土地以及下半年土地成交超预期下行所致；成交溢价率下降0.54pct至2.61%，溢价率持续下行，“以价换量”情况仍存。

图26 商品房单月销售情况（万平方米）



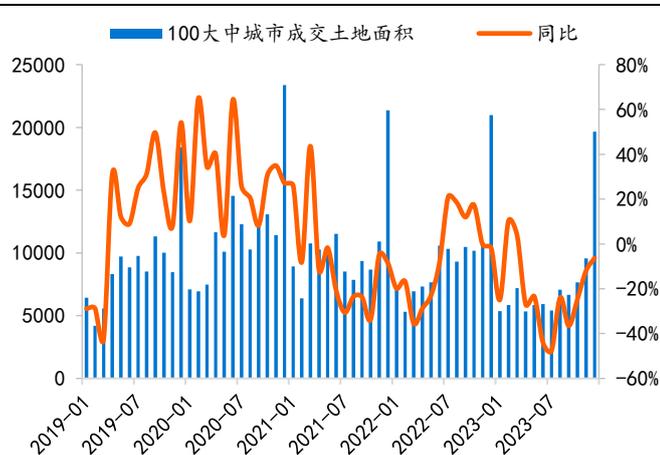
资料来源：Wind，联储证券研究院

图27 30 大城市商品房当月成交面积



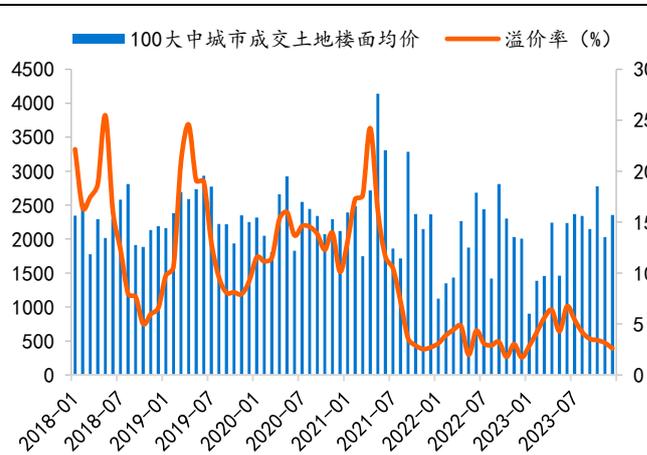
资料来源：Wind，联储证券研究院

图28 土地成交面积环比提升，同比下行



资料来源：iFinD，联储证券研究院

图29 土地成交溢价率降低

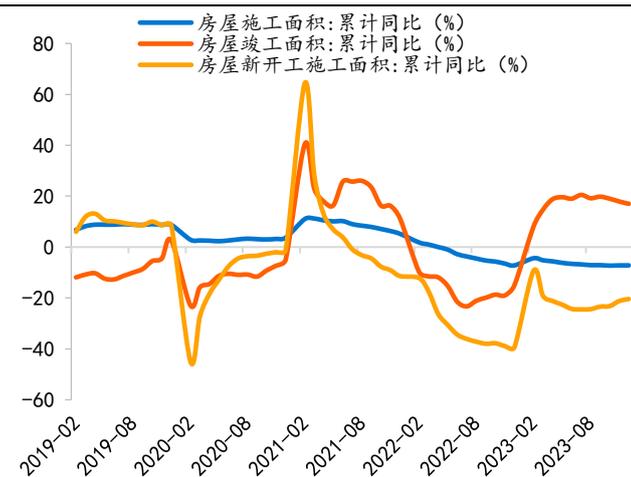


资料来源：iFinD，联储证券研究院

施工面积降幅持平，2023年1-12月房屋施工面积为8838364万平方米，同比-7.2%，降幅与前值持平；**销售不振叠加预期偏弱**，房企开工意愿不足。12月房屋新开工面积为7921万平方米，环比-4.3%，同比-11.5%。全年累计新开工面积为95376万平方米，同比-20.4%（1-11月同比-21.2%）；**竣工有所降速**，年末房企集中竣工交房，加之政策偏向保交楼，12月竣工面积为34594万平方米，同比+13.4%。1-12月累计竣工面积为99831万平方米，同比+17.0%（前值为+17.9%）。

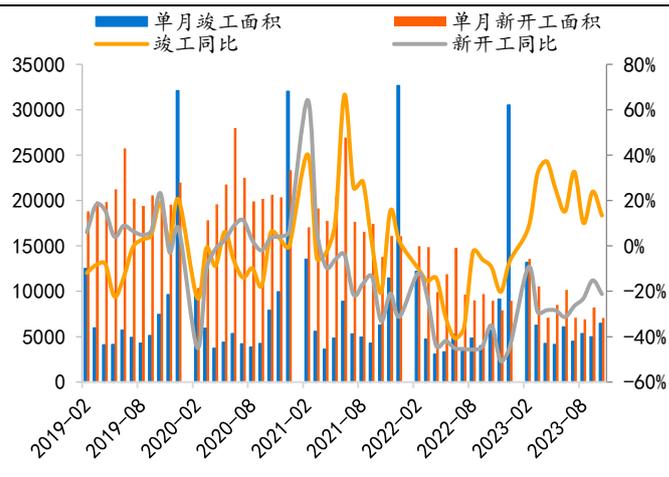
预计2024年房地产投资仍将下行，上半年降幅持平或微增，下半年降幅收窄，全年累计同比为-7.0%至-6.5%。总基调上，12月中央经济工作会议明确了“稳中求进、以进促稳、先立后破”的宏观基调，表明了政府对于稳增长的决心。具体来看，①预计商品房销售面积持续走低，防风险仍是24年房地产市场的工作重点之一，2024年房地产投资将下行；②一二线城市房地产政策仍有空间，明年各城市配套措施或加速落地；③“三大工程”（城中村改造、保障房建设和“平急两用”公共基础设施建设）给房地产市场提供发展新方向，将有效对冲房地产市场下行，我们测算三大工程每年可拉动房地产投资7.5%-9.0%，并从2024年下半年起逐步形成增量。因此预计24年上半年房地产投资降幅持平或微增，下半年降幅收窄，全年累计同比为-7.0%至-6.5%。

图30 12月施工面积降幅与前值持平



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图31 新开工面积(万平方米)表现低迷



资料来源: Wind, 联储证券研究院

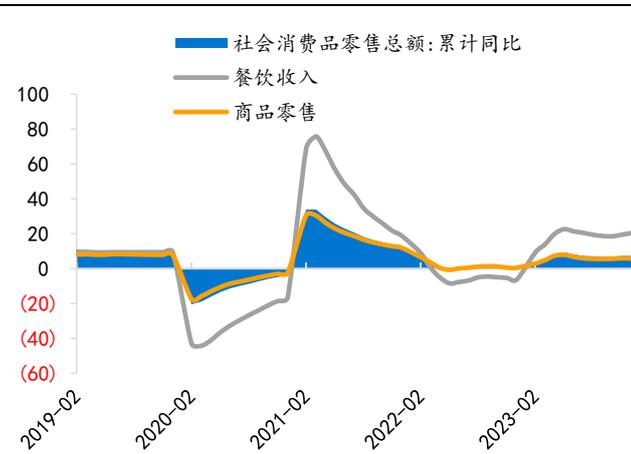
4. 社零消费: 预期内的超预期表现

4.1 2023年12月回顾: 韧性十足, 略超预期

12月社零消费小幅超预期, 有力支撑GDP增长。2023年1-12月社会消费品零售总额累计达39.44万亿元, 同比增长7.2%。12月社零当月值约4.36万亿元, 同比增长达7.4%。全年社零增长超7%基本符合预期, 12月表现小幅超预期主因一是在圣诞、元旦假期文旅消费热潮推动下, 以餐饮收入为代表的服务零售保持较快增长, 二是在新年新装及冬季出行需求推动下, 以鞋帽服饰与金银首饰为代表的可选消费增多。

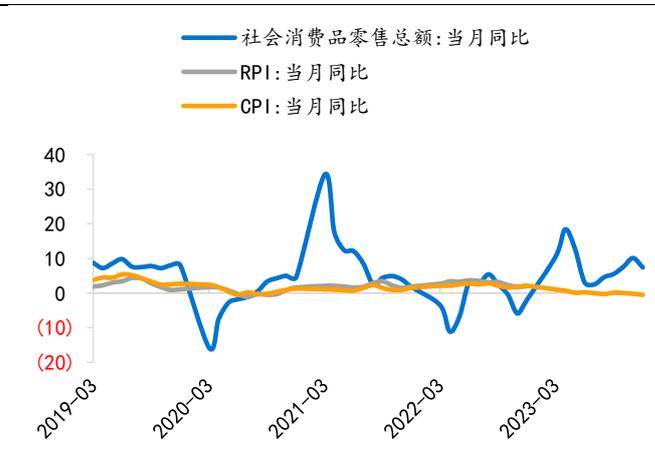
回顾2023年社零, 增长动力主要在于餐饮复苏与消费量提升。从组成结构来看, 餐饮复苏强于商品零售。疫后消费场景明显恢复, 叠加去年低基数影响, 餐饮收入累计增速达20.4%, 商品零售仅5.8%。从量价影响来看, 价格因素支撑较少, 消费升级略有放缓。商品零售价格指数(RPI)与CPI同比走势相差较小, 23年RPI预计持平, 社零增长主要依靠量增推动。从各月环比来看, 基数影响渐弱, 社零环比波幅逐渐减小, 呈现向出疫情前(2019年)回归的趋势。

图32 2023年社零同比增长7.2%(%)



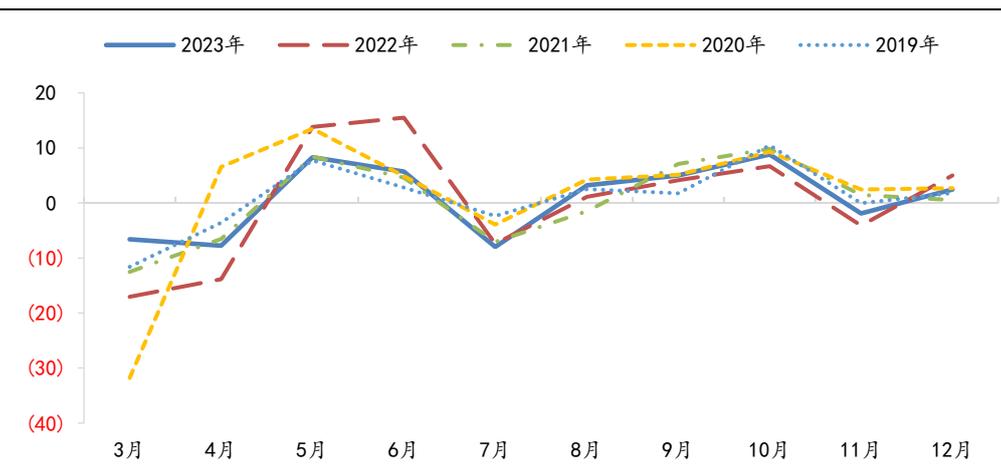
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图33 价减量增, 消费升级略有放缓(%)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图34 2023年12月社零表现略超预期(%)



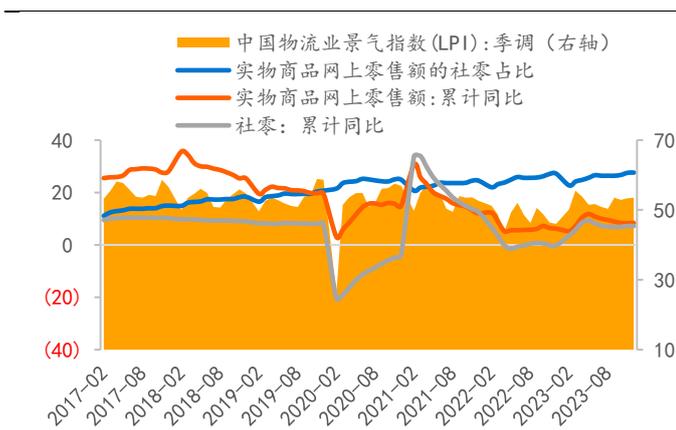
资料来源：同花顺，联储证券研究院

4.2 消费结构增长特点

4.2.1 线上增速优于线下

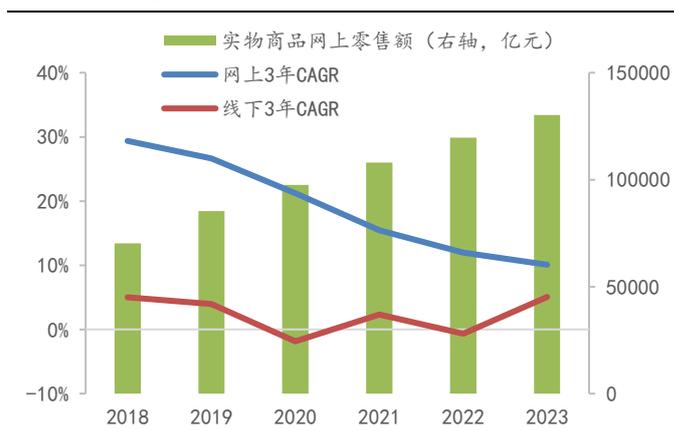
网上消费习惯培育成熟，景气度居高不下。实物商品网上零售额规模持续扩大，2023 年达 13.02 万亿，同比增速达 8.8%，占社零比重从 2015 年 10.77% 上升至 2023 年的 27.6%，而线下销售 2023 年全年同比增长仅 6.63%，近 6 年网上零售的 3 年 CAGR 均高于线下，反映线上消费习惯培育已经比较成熟。2023 年 1-12 月 LPI 始终保持景气区间，12 月为 53.5%（前值 53.3%），预计伴随物流运输网络完善带来的运输成本下降、效率和便捷度提升、线上购物平台竞争以折扣补贴（比如年货节活动）和服务升级带来的获客能力增强，叠加年关将至线下门店营业较少，一季度线上实物消费表现仍将优于线下。

图35 网上零售的社零占比持续提升(%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图36 网上消费3年CAGR(滚动)持续高于线下



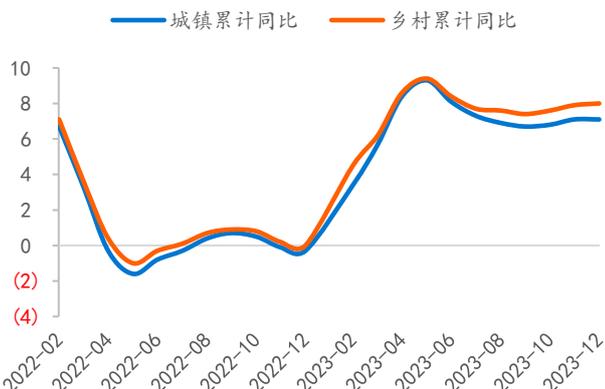
资料来源：同花顺，联储证券研究院

4.2.2 乡村增速优于城镇

乡村社零增速高于城镇 0.9 个百分点，下沉市场集聚机会。2023 年乡村社零累计增速达 8%，城镇为 7.1%，可能是因为乡村消费基数较低，扩容空间较大。2023 年乡村人均消费性支出 5 年 CAGR 为 8.43%，较前值减少 0.28 个百分点，城镇 5 年 CAGR 为 4.79%，较前值扩大 0.34 个百分点。城乡社零增速差虽有收窄迹象，但从供给侧来看，多家销售平台型公司战略重点纷纷转入下沉市场，伴随疫后小厂商出清、市场规范程度

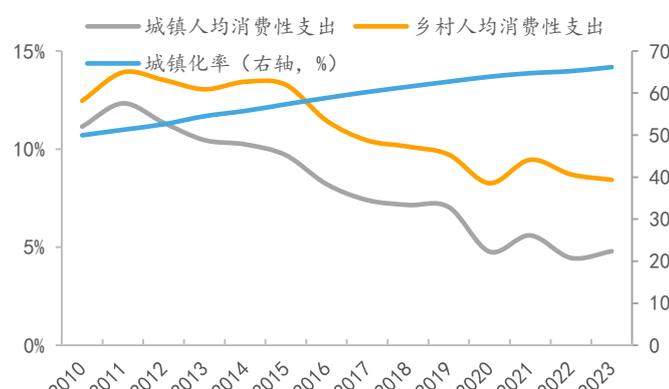
提高、行业集中度进一步提升，预计下沉市场有较大增长空间。

图37 2023 年城乡社零增速相差 0.9 个百分点 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图38 乡村人均消费支出 5 年 CAGR (滚动) 持续高于城镇

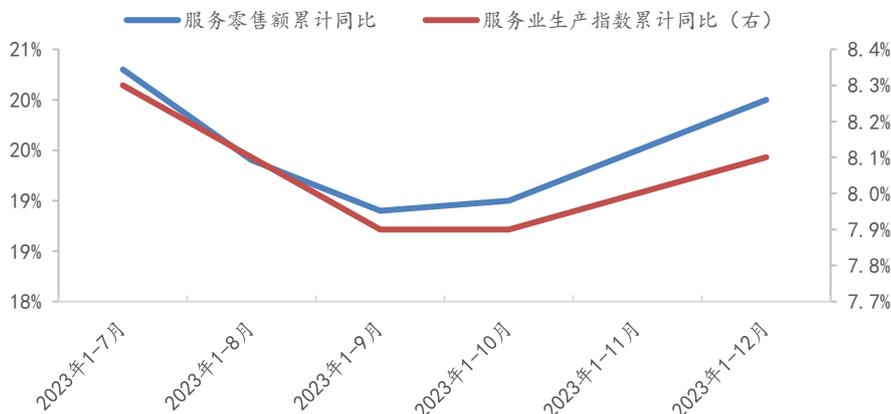


资料来源：同花顺，联储证券研究院

4.2.3 服务增速优于商品

1-12 月服务零售增速亮眼，增速远高于商品零售。2023 年服务零售额累计增速达 20%，较 11 月增幅扩大 0.5 个百分点，自 7 月该项数据公布以来始终保持高增长态势，高于商品零售增速 14.2 个百分点。这一方面与消费场景放开下餐饮服务的持续恢复相关，另一方面，文旅消费（如哈尔滨、洛阳等地的旅游热度不减）、体育消费（如滑冰、滑雪等冬季运动的兴起）等出行相关消费也做出了不少贡献。

图39 服务零售额保持高速增长



资料来源：同花顺，联储证券研究院

12 月必选消费同比增速仍强，可选消费的行业分化较大。2023 年全年限上行业增速呈现两头强，中间月份弱的特点，或与市场经济预期和假期出行安排紧密相关。12 月同比方面，服装鞋帽、金银珠宝、体育娱乐类消费受春节探亲送礼和寒假出游筹备推动有较好表现，粮油食品、饮料烟酒类也有环比多增，汽车类在“金九银十”消费旺季后期环比增速有小幅回落；中西药品类表现较弱主要是因为 2022 年基数较高所致，建筑装潢类受地产销售低迷影响全年负增，日用品类同比少增或是因为 12 月正处 11 月“双十一购物节”与 1 月“年货节”之间，无折扣减少了囤货消费需求。

表2 2023年全年限上行业增速呈现两头强，中间弱（%）

指标名称	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
粮油、食品类	5.80	4.40	4.40	8.30	4.50	5.50	5.40	-0.70	1.00	4.40
饮料类	7.70	6.30	6.20	8.00	0.80	3.10	3.60	-0.70	-3.40	-5.10
烟酒类	8.30	16.20	15.40	23.10	4.30	7.20	9.60	8.60	14.90	9.00
服装鞋帽、针纺织品类	26.00	22.00	7.50	9.90	4.50	2.30	6.90	17.60	32.40	17.70
化妆品类	9.70	-3.50	1.10	1.60	9.70	-4.10	4.80	11.70	24.30	9.60
金银珠宝类	29.40	10.70	10.40	7.70	7.20	-10.00	7.80	24.40	44.70	37.40
日用品类	-5.90	3.50	4.40	0.70	1.50	-1.00	-2.20	9.40	10.10	7.70
体育、娱乐用品	16.70	16.00	25.70	10.70	-0.70	2.60	9.20	14.30	25.70	15.80
家用电器和音像器材类	-0.10	2.70	9.60	-2.30	-2.90	-5.50	4.50	0.10	4.70	-1.40
中西药品类	-18.00	7.10	8.20	4.50	3.70	3.70	6.60	7.10	3.70	11.70
文化办公用品类	-9.00	-8.20	7.70	-13.60	-8.40	-13.10	-9.90	-1.20	-4.90	-1.90
家具类	2.30	2.20	1.70	0.50	4.80	0.10	1.20	5.00	3.40	3.50
通讯器材类	11.00	16.80	14.60	0.40	8.50	3.00	6.60	27.40	14.60	1.80
石油及制品类	8.60	7.20	5.40	8.90	6.00	-0.60	-2.20	4.10	13.50	9.20
汽车类	4.00	14.70	11.40	2.80	1.10	-1.50	-1.10	24.20	38.00	11.50
建筑及装潢材料类	-7.50	-10.40	-4.80	-8.20	-11.40	-11.20	-6.80	-14.60	-11.20	-4.70

数据来源：国家统计局，联储证券研究院

4.3 未来展望：春节出行或将带来增长动力

预计 2024 年 Q1 社零将在春节探亲 and 出行消费带动下持续增长，累计同比增速可超 6%。整体社零消费经过 2023 年的持续修复，2024 年的增速或将有所放缓，一方面，受高基数影响较大，另一方面，2023 年社零餐饮收入增速优于商品零售、必选消费韧性强于可选的消费结构偏弱，叠加经济增速放缓预期下的收入承压，消费意愿提振仍需政策刺激。从长期消费倾向来看，2024 年短期释压式消费将多于长期预备性消费，包括餐饮、文旅、会展、医疗健康在内的服务消费需求增速或仍高于实物商品。从短期消费增长动力来看，预计 2023Q1 较高基数可能形成一定压制，但在春节出行带动下，2024Q1 社零有望超 6%。

5. 风险提示

国内经济复苏磨底；政策实施效果空间收窄；房产销售超预期下降；三大工程实施亟需落地；企业投资意愿尚待好转；消费修复程度不及预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000