

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

经济呈现波浪式复苏 稳增长仍需政策呵护 —2023 年 12 月及全年经济数据点评

2024 年 1 月 17 日

分析师:

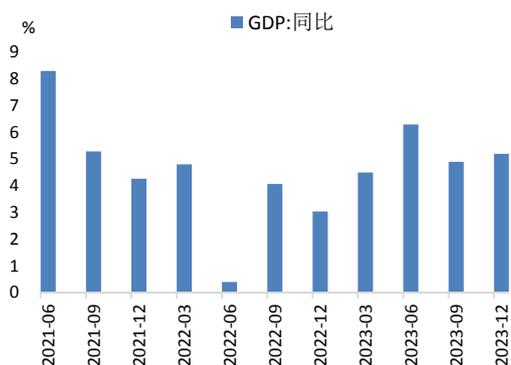
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

GDP



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

VAI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《循道而为 聚力前行—2024 年国内宏观经济展望》
- 《通胀修复上行 关注需求复苏—2024 年通胀形势展望》

内容提要:

2023 年四季度 GDP 同比增长 5.2%，预期增长 5.4%（预期值来源为 Wind，下同），前值增长 4.9%，全年同比增长 5.2%，预期增长 5.3%，前值增长 3.0%；12 月工业增加值同比增长 6.8%，预期增长 6.6%，前值增长 6.6%；1-12 月固定资产投资累计同比增长 3.0%，预期增长 3.0%，前值增长 2.9%；12 月社会消费品零售总额同比增长 7.4%，预期增长 8.2%，前值增长 10.1%。

四季度 GDP 略低于预期。从四季度宏观及高频数据看，经济复苏的强度有所减弱，未来仍需政策的呵护。

生产端保持稳定复苏但力度较此前有所放缓，一是受天气因素扰动，二是需求并未显著反弹影响工业生产复苏，三是出口拉动效应阶段性减弱。

消费后劲仍待提振。地产后周期商品销售仍然偏弱。从影响消费的就业和收入因素看，两者总体稳定改善，为未来消费可持续恢复和增长提供保障。

投资整体符合预期，基建发力、制造业平稳对冲房地产投资下滑。

12 月经济数据大体符合预期，基建投资发力、制造业投资稳中趋升贡献较多。从 2023 年全年看，国内经济复苏有所加快但总体呈现波浪式修复走势。经济弱复苏的格局并未根本改变，疫情三年对经济冲击较大、需求复苏有限、市场信心不稳等是主因。近期在政策呵护及内生动力逐步修复的推动下，经济复苏的经济因素累积增多，未来的动力在于，基建投资温和回升，制造业投资保持韧性叠加制造业补库存，房地产投资在三大工程推动下有望企稳，全球降息环境下政策仍有空间，尤其是财政政策的逐步发力，有望为稳增长提供较好支撑。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局1月17日公布的数据显示，2023年四季度GDP同比增长5.2%，预期增长5.4%（预期值来源为Wind，下同），前值增长4.9%，全年同比增长5.2%，预期增长5.3%，前值增长3.0%；12月工业增加值同比增长6.8%，预期增长6.6%，前值增长6.6%；1-12月固定资产投资累计同比增长3.0%，预期增长3.0%，前值增长2.9%；12月社会消费品零售总额同比增长7.4%，预期增长8.2%，前值增长10.1%。

点评：12月经济数据大体符合预期，基建投资发力、制造业投资稳中趋升贡献较多。从2023年全年看，国内经济复苏有所加快但总体呈现波浪式修复走势。总的来看，经济弱复苏的格局并未根本改变，疫情三年对经济冲击较大、需求复苏有限、市场信心不稳等是主因。近期在政策呵护及内生动力逐步修复的推动下，经济复苏的经济因素累积增多，未来的动力在于，基建投资温和回升，制造业投资保持韧性叠加制造业补库存，房地产投资在三大工程推动下有望企稳，全球降息环境下政策仍有空间，尤其是财政政策的逐步发力，有望为稳增长提供较好支撑。

一、四季度GDP略低于预期，经济复苏仍需政策呵护

四季度GDP弱于预期。2023年四季度GDP同比增长5.2%，弱于市场预期（5.4%）；两年平均增长4.0%，低于三季度（4.4%）与一季度（4.6%），但好于二季度（3.3%）。从四季度宏观及高频数据看，经济复苏的强度有所减弱，未来仍需政策的呵护。2023年全年GDP增长5.2%，略低于市场预期（5.3%），两年平均增长4.1%。其中，2023年服务业增加值占到国内生产总值的比重为54.6%，对经济增长的贡献率超过60%。

消费贡献率持续回升。前三季度最终消费支出对经济增长的贡献率是83.2%，为2015年有数据以来同期最高，全年最终消费支出对经济增长的贡献率达到82.5%，比2022年提高43.1个百分点。其中，作为重要组成部分的服务消费增速（20%）较快，对消费乃至经济增长发挥了重要支撑作用。

二、生产端稳步复苏

生产端保持稳定复苏。12月规模以上工业增加值同比增长6.8%，好于市场预期（6.6%）与11月（6.6%）；两年平均增速（4.0%）较11月（4.4%）回落0.4个百分点，为近5个月最低。从环比看，12月工业增加值增长0.52%，与2015年-2019年同期均值（0.52%）一致，若合并看四季度环比均值为0.60%，好于2015年-2019年同期均值（0.51%）。生产端稳步复苏但力度较此前有所放缓，一是受天气因素扰动，根据国家气候中心

数据，12月全国平均气温（-2.8℃）接近常年同期，但中东部大部气温均较常年同期偏低。二是需求并未显著反弹影响工业生产复苏。12月制造业PMI环比回落0.4个百分点至49.0%，后者为有数据以来历年同期次低（仅高于2022年疫情扰动下的47%），其中CFLP的数据显示，12月反映市场需求不足的制造业企业比重环比上升0.2个百分点至60.8%，连续3个月上升。此外，12月社消同比增速有所回落，亦反映出消费需求滞后复苏。三是出口拉动效应阶段性减弱，12月出口同比增速回升，但低基数效应贡献较多，出口交货值同比（-3.2%）、两年平均增速（-5.8%）均较11月回落。

分三大门类看，12月采矿业增加值同比增长14.7%（11月为3.9%，下同），制造业增长7.1%（6.7%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长7.3%（9.9%）。其中，制造业增加值两年平均增长3.6%，为近5个月最低；电力、热力、燃气及水生产和供应业两年平均增长7.1%，为2023年最高。

三、消费后劲仍待提振

消费修复有所放缓。12月社会消费品零售总额同比增长7.4%，弱于市场预期（8.2%），较11月回落2.7个百分点；两年平均增速为2.7%，较11月回升0.9个百分点，从2023年年内看（2.5%-5.1%）处于低位；环比变化（0.42%）弱于2015年-2019年均值（0.74%）。

分类来看，商品消费同比增速涨跌互现，地产后周期商品销售仍然偏弱。从同比看，金银珠宝类（同比增长29.4%，下同）、服装鞋帽类（26.0%）、体育娱乐用品类（16.7%）、通讯器材类（11.0%）、化妆品类（9.9%）等增长较快，文化办公用品类（-9.0%）、建筑及装潢材料类（-7.5%）等跌幅较大。从两年平均增速看，粮油食品类（8.1%）、服装鞋帽类（5.0%）、汽车类（4.3%）涨幅居前，建筑及装潢材料类（-8.2%）、日用品类（-7.6%）、家用电器和音像器材类（-6.8%）等跌幅较大。

从2023年全年看，根据统计局的数据，消费成为带动经济恢复的重要力量。一是消费规模再创新高。2023年社会消费品零售总额超过47万亿元，总量创历史新高。二是消费重新成为经济增长的主动力。2023年，最终消费支出拉动经济增长4.3个百分点，比2022年提高3.1个百分点，对经济增长的贡献率（82.5%）较2022年提高了43.1个百分点，消费的基础性作用更加显著。三是服务消费较快恢复。服务消费较快回暖，也是2023年消费恢复的一大亮点，服务零售额比2022年增长了20%，快于商品零售额14.2个百分点。

从影响消费的就业和收入因素看，两者总体稳定改善，为未来消费可持续恢复和增长提供保障。一是就业持续企稳，12月全国城镇调查失业率（5.1%）较11月反弹0.1个百分点，2023年全年全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比2022年下降0.4个百分点。其中，不包含在校生的30—59岁劳动力调查失业率为3.9%。二是2023年全年全国居民人均可支配收入同比名义增长6.3%，实际增长6.1%，均快于同期GDP。

四、投资整体符合预期，基建发力、制造业平稳对冲房地产投资下滑

1-12月固定资产投资（不含农户）同比增长3.0%，与预期一致，较1-11月（2.9%）反弹0.1个百分点；两年平均增长（4.04%）与1-11月（4.09%）大体持平。从环比看，12月固定资产投资（不含农户）增长0.09%，弱于2017-2019年同期均值（0.42%）。整体投资反弹，主因基建发力、制造业投资保持平稳，地产投资则继续拖累。此外，1-12月民间固定资产投资同比下降0.4%，较1-11月反弹0.1个百分点；两年平均增速（0.2%）则较1-11月回落0.1个百分点。

基建投资有所发力。1-12月广义、狭义基建投资同比分别增长8.2%、5.9%，较1-11月分别回升0.2、0.1个百分点；两年平均增速分别为9.9%、7.6%，较1-11月分别回升0.1、0.3个百分点。根据我们的测算，12月当月广义、狭义基建投资同比分别增长10.7%、6.8%，较11月当月变化5.3、1.9个百分点。12月增速提升，预计增发的万亿国债贡献较多，根据国家发改委公布的信息，2023年12月增发国债第二批项目清单已经下达，共涉及增发国债项目9600多个，拟安排国债资金超5600亿元，前两批项目涉及安排增发国债金额超8000亿元。若后期财政适度加力，则有望推动基建投资平稳增长。从中观高频数据看，2023年12月石油沥青装置开工率周均值（32.6%）较11月回落4.1个百分点，高于2022年同期1.8个百分点，今年1月前半个月周均值进一步下降至29.4%；此外根据百年建筑调研数据，1月水泥发运率小幅提升。展望未来，万亿增发国债叠加2024年专项债提前批等因素有望继续推动基建投资稳定增长。

房地产投资继续下行，销售跌幅扩大，资金到位情况未有改善。1-12月房地产开发投资同比下降9.6%，较1-11月回落0.2个百分点；两年平均增速为-9.8%，较1-11月回落0.2个百分点。根据我们的测算，12月当月房地产投资同比下降12.3%，较11月回落1.8个百分点。从工程进展看，1-12月新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-20.4%、-7.2%、17.0%，1-11月三者分别为-21.2%、-7.2%、17.9%；从两年平均增速角度

看，1-12月竣工面积累计增速（-0.3%）较1-11月改善2个百分点并升至近7个月以来最高。商品房销售方面，1-12月销售面积同比下降8.5%，降幅较1-11月扩大0.5个百分点。从高频的30个大中城市商品房成交情况看，今年1月前17天成交面积分别相当于2019年、2021年同期的53.5%、40.2%，两者均较2023年12月下降10个百分点以上，新房销售情况偏弱。从房地产开发资金到位情况看，1-12月累计增速（-13.6%）较1-11月回落0.2个百分点，其两年平均增速（-20.0%）亦较1-11月回落0.2个百分点，分项中自筹资金累计增速（-19.1%）较1-11月小幅改善，国内贷款（-9.9%）、定金及预收款（-11.9%）、个人按揭贷款累计增速（-9.1%）继续回落。

制造业投资稳中趋升。1-12月制造业投资同比增长6.5%，较1-11月上行0.2个百分点；两年平均增长7.8%，持平1-11月。根据我们的测算，12月制造业投资当月同比8.2%，较11月上行1.1个百分点；两年平均增速（7.8%）较11月提升1.2个百分点。高技术产业投资占比稳步提高。2023年高技术制造业投资比2022年增长9.9%，增速比制造业投资高3.4个百分点；占制造业投资的比重比2022年提高0.8个百分点。其中，航空、航天器及设备制造业投资增长18.4%，计算机及办公设备制造业投资增长14.5%，电子及通信设备制造业投资增长11.1%。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。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，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层