

消费恢复拉动经济平稳收官，内需动能即将面临转换

事件点评

经济数据点评（2023.12/Q4）

投资要点

- ◆ **零售单月温和向好总体仍偏低增，大众消费尽管复苏峰值已过但仍是主要拉动力量。**12月社零以两年平均增速计小幅反弹0.9个百分点至2.7%（以下均为两年平均口径），结构上呈现以下特点：1）大众消费增长趋势小幅降温，但仍构成12月消费增长的主要贡献来源，限额以下商品拉动总零售两年平均增长1.2个百分点；2）限额以上和可选商品消费改善幅度比较温和，12月限额以上商品零售两年平均增长2.3%，上行0.9个百分点，其中可选商品贡献1.4个百分点。3）服务零售额低基数下增速连续小幅上行，2023年全年累计同比增长20.0%，较前11个月累计增速再上行0.5个百分点，显示服务消费是疫后消费恢复性增长的主要动能。
- ◆ **固定资产投资单月回升收官，制造业强劲拉动，广义基建平稳高增，房地产投资继续探底。**2023年固定资产投资累计同比3.0%，测算12月单月固定投资同比上行1.2个百分点至4.1%，回升至近9个月高位。最主要的拉动来自制造业投资，单月同比增速大幅回升1.2个百分点至8.4%，在外部环境日趋复杂的背景下先进产业链投资不断加速以提升国内产业链完整性安全性和韧性。广义基建投资增速小幅回升0.2个百分点至8.1%，以电力能源为代表的广义基建投资全年以较为稳定的、较高的增速水平对投资和经济增长形成重要的稳定作用。房地产开发投资单月同比下滑幅度进一步扩大至-12.5%的年内新低水平，当前房地产市场仍未真正迎来底部。
- ◆ **住宅销售再度降温，一线城市政策“松绑”效果仍需观察。**年底房地产市场需求未能见底，12月一线城市二套房首付比例下调促进需求成效甚微，住宅销售面积同比持续探底，12月单月同比跌幅显著扩大3.2个百分点至-16.1%，仅次于6月为年内次低；住宅竣工面积在2023年以来不断强调的保交楼政策带动下再度小幅回升0.4个百分点至14.8%，新开工面积则再度回落至-13.3%的负增长区间。近期一线城市房地产销售面积出现了初步的底部企稳迹象，我们预计房地产市场需求在2024年同比跌幅有所收窄，一线城市房价有望在2024年一季度看到阶段性底部。
- ◆ **加速去库存阶段内需拉动有限，制造业生产增长动能有所放缓。**12月工业增加值两年平均增长4.0%，较前月回落0.4个百分点，主要拖累因素来自制造业，反映出在制造业整体加速去库存的阶段，内需从消费到投资缺乏可持续的高增动能，工业企业扩产意愿不强，仍需促进内需类政策持续发力才能加快库存出清、提升企业生产热情。2023年基建投资和接触性服务业复苏持续带动农业户籍人口就业改善。
- ◆ **四季度和全年实际GDP增长5.2%收官，消费复苏动能见顶后有所降温，投资拉动难以持续，2024年期待财政扩张和货币配合性宽松共同有效促进可持续的消费和投资内需增长。**2023年经济结构中疫后大众消费复苏成为全年最大的增长贡献来源，但主要源于基建投资实物工作量和接触性服务业场景恢复而形成的阶段性就业改善所带来的收入拉动作用，在三季度见顶之后，四季度已经开始降温。在当前时点展望2024年，应当看到内需增长动能从疫后恢复向可持续增长结构转换的重要性，财政货币政策双轮驱动、和衷共济的政策格局是不可或缺的。我们维持2024年实际GDP增长约5.0%左右、财政政策聚焦适度提升赤字率、通过二次分配改善中等收入群体收入预期和消费意愿、货币政策积极通过大幅降准和小幅结构性降息的方式对财政扩张和有效投资所形成的融资需求进行有力保障的预期不变。
- ◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

相关报告

- 年末信贷没有惊喜，节前降准迫在眉睫——金融数据速评（2023.12） 2024.1.13
- 美CPI超预期走强，美联储会推迟降息吗？——华金宏观·双循环周报（第40期） 2024.1.12
- 出口进入高端产业链“拉锯战”新阶段——进出口数据点评（2023.12） 2024.1.12
- 内需见底了吗？——CPI、PPI点评（2023.12） 2024.1.12
- 强劲非农提升近期我国降准紧迫性——华金宏观·双循环周报（第39期） 2024.1.6



一、零售单月温和向好总体仍偏低增，大众消费尽管复苏峰值已过但仍是主要拉动力量。

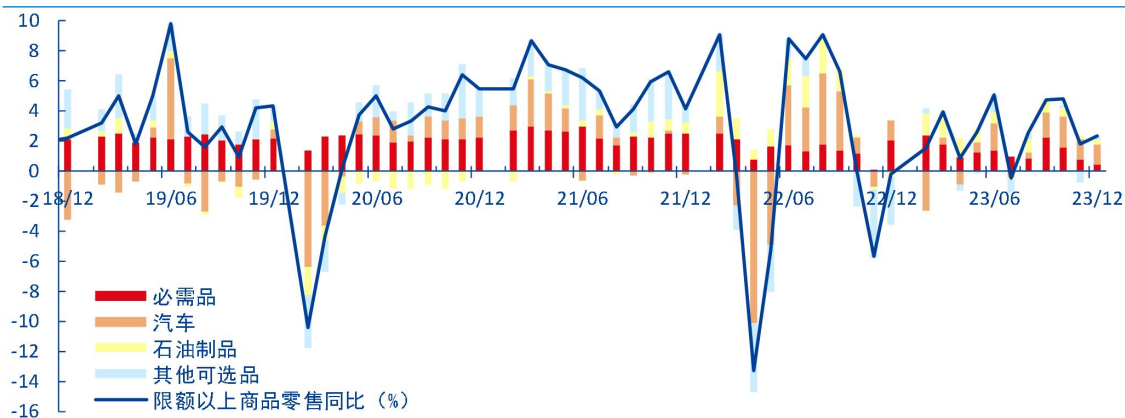
12月社会消费品零售总额同比下行2.7个百分点至7.4%，以两年平均增速计（以剔除2022年四季度防控和疫情导致的消费冲击对基数的扭曲效应），小幅反弹0.9个百分点至2.7%（以下均为两年平均口径），仍远低于正常水平的零售增速持续暴露有效内需不足的问题，结构上呈现以下特点：1）大众消费在2023年三季度达到复苏峰值水平后增长趋势小幅降温，但仍构成12月消费增长的主要贡献来源，12月限额以下商品拉动总零售两年平均增长1.2个百分点，贡献较11月上行0.9个百分点，是拉动12月零售增长的最主要力量，以大众消费为主的餐饮业保持稳定较高的拉动作用；2）代表中等收入人群商品消费的限额以上和可选商品消费改善幅度比较温和，12月限额以上商品零售两年平均增长2.3%，较11月上行0.9个百分点，增速仍然不高，其中可选商品贡献1.4个百分点，汽车拉动相对稳定，除汽车、石油制品外的可选消费拖累幅度有所收窄。3）服务零售额低基数下增速连续小幅上行，2023年全年累计同比增长20.0%，较前11个月累计增速再上行0.5个百分点，与全年人均服务性消费支出同比增长14.4%相一致，显示服务消费作为疫后消费恢复性增长的主要动能，拉动作用贯穿2023年全年。

图1：社会消费品零售总额同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2023年3-6月，10-12月为两年平均增速

图2：限额以上商品零售同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2023年3-6月，10-12月为两年平均增速

二、固定投资单月回升收官，制造业强劲拉动，广义基建平稳高增，房地产投资继续探底。

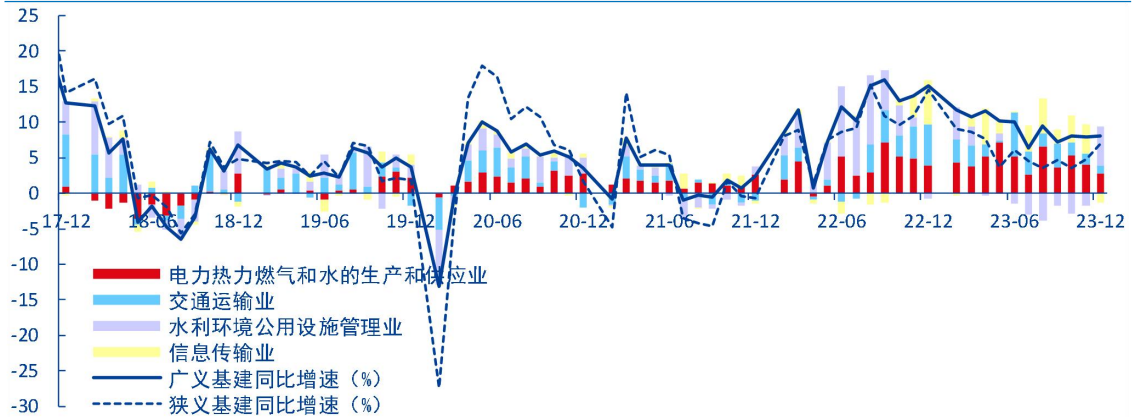
2023年固定资产投资累计同比3.0%，较前11个月累计小幅上行0.1个百分点；测算12月单月固定投资同比上行1.2个百分点至4.1%，增速回升至近9个月高位。其中最主要的拉动来自制造业投资，单月同比增速大幅回升1.2个百分点至8.4%，为近15个月以来最高水平，显示在外部环境日趋复杂的背景下，先进产业链投资不断加速以提升国内产业链完整性安全性和韧性。广义基建投资增速小幅回升0.2个百分点至8.1%，以电力能源为代表的广义基建投资全年以较为稳定的、较高的增速水平对投资和经济增长形成重要的稳定作用。房地产开发投资单月同比下滑幅度进一步扩大至-12.5%的年内新低水平，显示当前房地产市场仍未真正迎来底部。

图3：固定资产投资、房地产、制造业、基建投资单月同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年为两年平均增速

图4：广义基建投资同比及贡献结构（%）

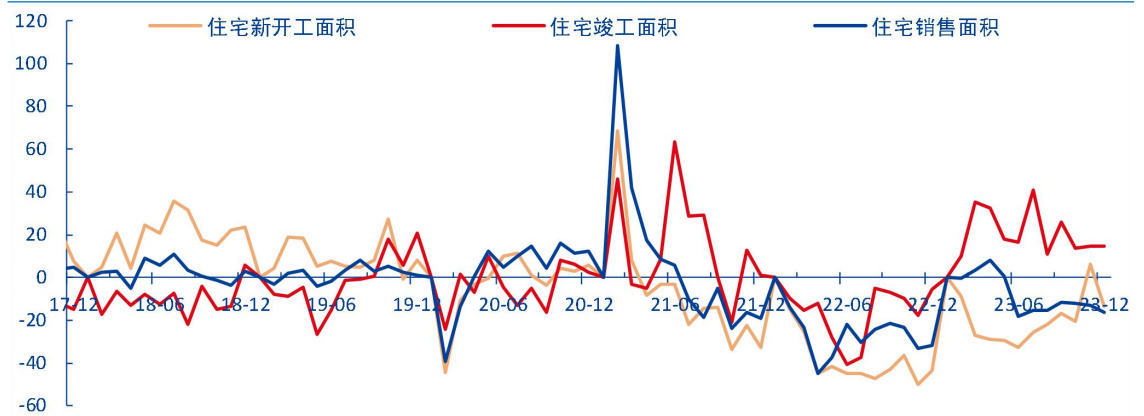


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年为两年平均增速

三、住宅销售再度降温，一线城市政策“松绑”效果仍需观察。

年底房地产市场需求未能见底，12月一线城市二套房首付比例下调促进需求成效甚微，住宅销售面积同比持续探底，12月单月同比跌幅显著扩大3.2个百分点至-16.1%，仅次于6月为年内次低，而基数则是明显弱于6月的；住宅竣工面积在2023年以来不断强调的保交楼政策带动下再度小幅回升0.4个百分点至14.8%，新开工面积则再度回落至-13.3%的负增长区间。从高频数据来看，近期一线城市的房地产销售面积出现了初步的底部企稳的迹象，我们预计房地产市场需求在2024年同比跌幅有所收窄，一线城市房价则有望在2024年一季度看到阶段性底部。

图 5: 住宅销售、新开工、竣工面积同比 (%)

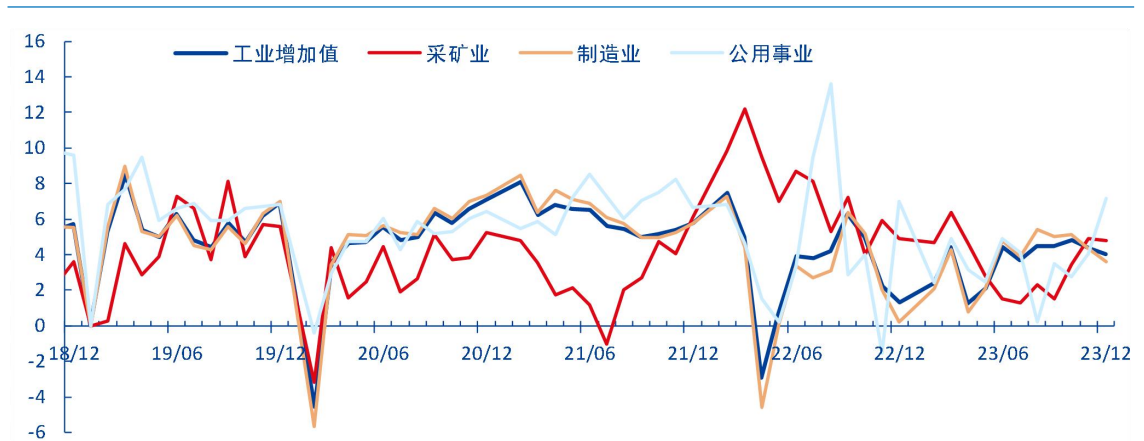


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

四、加速去库存阶段内需拉动有限，制造业生产增长动能有所放缓。

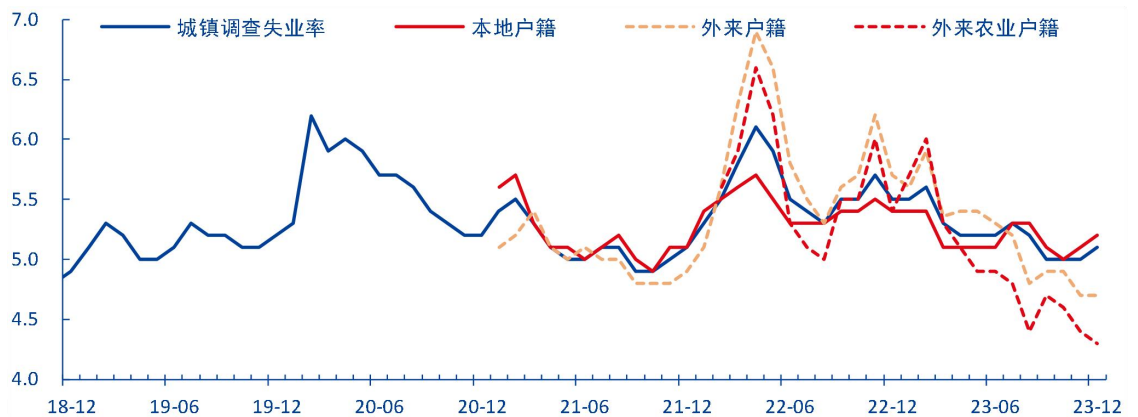
12月工业增加值同比增长6.8%，较11月小幅改善0.2个百分点，但考虑到基期受疫情冲击幅度较前月基期更深，两年平均增速更能说明真实的工业生产情况，12月工业增加值两年平均增长4.0%，较前月增速回落0.4个百分点，主要拖累因素来自制造业，后者增加值12月两年平均增速较前月下滑0.7个百分点至3.6%，反映出在制造业整体加速去库存的阶段，内需从消费到投资缺乏可持续的高增动能，工业企业扩产意愿不强，仍需促进内需类政策持续发力才能加快库存出清、提升企业生产热情。12月城镇调查失业率季节性小幅上行0.1个百分点至5.1%，全年就业情况改善较好，特别是外来农业户籍失业率，12月进一步下行了0.1个百分点至4.3%，再创有数据统计的两年来的新低，总体上2023年全年基建投资实物工作量和接触性服务业的明显复苏持续带动农业户籍人口就业明显改善。

图 6: 工业增加值与三大工业行业增加值实际同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020-2021年、2023年3-5月、10-12月为两年平均增速

图 7：城镇调查失业率与不同户籍人群表现（%）

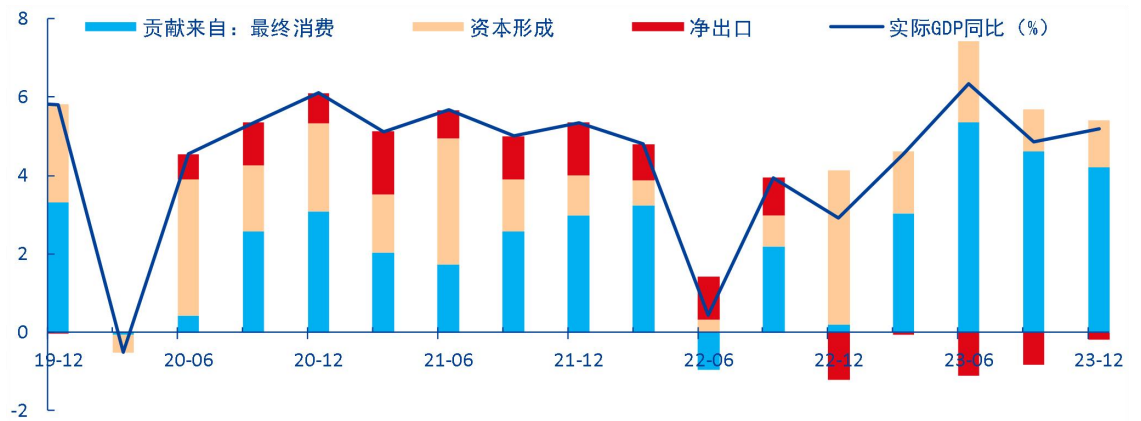


资料来源：CEIC，华金证券研究所

五、四季度和全年实际 GDP 增长 5.2% 收官，消费复苏动能见顶后有所降温，投资拉动难以持续，2024 年期待财政扩张和货币配合性宽松共同有效促进可持续的消费和投资内需增长。

2023 年四季度实际 GDP 同比增长 5.2%，全年也以同一数字平稳收官。从需求结构来看，四季度实际 GDP 增长贡献中最终消费拉动作用最为强劲，达到 4.2 个百分点，但在基数进一步走低的背景下，增长拉动较 2023 年三季度反而有所弱化，与大众消费三季度达到复苏峰值之后有所降温的趋势一致；资本形成对四季度实际 GDP 同比增速的贡献较三季度小幅扩大 0.1 个百分点至 1.2 个百分点，房地产开发投资拖累持续较深，先进制造业投资的拉动作用、广义基建投资的稳定作用更加凸显；净出口对季度 GDP 同比增速的拖累随基数走低而收窄了 0.6 个百分点至 -0.2 个百分点。总体上，2023 年经济结构中疫后大众消费复苏成为全年最大的增长贡献来源，但这种改善主要源于基建投资实物工作量和接触性服务业场景恢复而形成的阶段性就业改善所带来的收入拉动作用，在三季度见顶之后，四季度已经开始降温，2024 年居民消费可持续内生动力的夯实需要更多依赖中等收入人群财富效应和收入预期的改善，以及由此可能带动的消费意愿的提升，而这一逻辑的转换就涉及到房地产市场（特别是房价）预期能否如我们预期在 2024 年一季度阶段性见底企稳，同时也有赖于 2024 年财政更加有力的扩张以及货币政策的配合性宽松共同发力，对中等收入人群收入预期进行提振，同时也对具备可持续性的先进制造业投资和“新基建”等领域投资持续形成坚强的融资保障。总体上，在当前时点展望 2024 年经济增长，应当看到内需增长动能从疫后恢复向可持续增长结构转换的重要性，财政货币政策双轮驱动、和衷共济的政策格局是不可或缺的。我们维持 2024 年实际 GDP 增长约 5.0% 左右、财政政策聚焦适度提升赤字率、通过二次分配改善中等收入群体收入预期和消费意愿、货币政策积极通过大幅降准和小幅结构性降息的方式对财政扩张和有效投资所形成的融资需求进行有力保障的预期不变。

图 8: 实际 GDP 同比增速及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020-2021 年为两年平均增速

风险提示: 稳增长政策力度不及预期风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn