

2024年01月17日

## 增长动能减弱

## 事件点评

### 12月经济数据点评

#### ◆ 一、四季度增长动能呈减弱趋势。

◆ 2023年全年GDP增速录得5.2%，完成年初5%左右的增长目标。2023年一到四季度，GDP同比分别增长4.5%、6.3%、4.9%、5.2%，各季度增速差异主要受基数影响。各季度季调环比增速分别为2.1%、0.6%、1.5%、1.0%，经济改善主要在8至11月，且增长势头呈减弱趋势。12月单月来看，生产端好于预期和前值，消费与投资增长乏力。

◆ 分产业来看，第三产业高于总体增速，一、二产业低于总体增速。2023年一、二、三产业GDP增速分别为4.1%、4.7%、5.8%。

#### ◆ 二、生产端：好于预期，服务业生产增长较快

◆ 在基数走低前提下，12月规模以上工业增加值同比增6.8%，前值6.6%，低于服务业生产指数增速8.5%；环比季调0.52%，前值0.87%。2023年全年来看，规模以上工业增加值同比增长4.6%，低于服务业增加值的5.8%。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%。

◆ 出口对工业生产的拖累持续加大，12月出口交货值增速为-3.2%，前值-3.0%。全年来看，2023年出口交货值累计同比下降3.9%。

◆ 分门类看，2023年全年装备制造业工业增加值增速以6.8%领先规模以上工业整体2.2pct。

#### ◆ 三、消费：社零增速回落，保值消费高增；农村收入与消费增速均高于城镇

◆ 在去年同期疫情导致低基数的前提下，12月社零同比增速回落。12月社零增速为7.4%，前值为10.1%；季调环比0.42%，前值0.09%；其中，汽车以外的消费品零售额增速回落1.7pct至7.9%；扣除价格因素，全年社会消费品零售总额实际增长9.0%，比1至11月份降低2.2pct。

◆ 具体来看，1) 乡村市场销售增速持续快于城镇，12月份，消费品零售额同比增速分别下降1.5pct、2.8pct至8.9%、7.2%。2) 促销活动加成下，1-12月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重续创历史新高，为27.6%，占比较前值提升0.1pct。3) 避险商品如金银珠宝以及季节性消费如服装增速最快，分别环比提升18.7pct、4pct至29.4%、26.0%。4) 服务零售持续显著强于商品零售，全年服务零售额增长20.5%，较1至11月加快0.5pct。

#### ◆ 四、固定资产投资：整体乏力，地产仍为主要拖累，制造业继续改善

◆ 12月固定资产投资增速逆转2023年以来持续下降的趋势，2023年累计增速为3.0%，其中基建投资（不含电力）、制造业投资、房地产开发投资同比增速分别较上月变动0.1pct、0.2pct、-0.2pct至5.9%、6.5%、-9.6%。制造业投资方面，电气设备、汽车制造业、高技术服务业起到引领作用。

#### ◆ 五、投资建议

◆ 整体而言，四季度资产端增长动能呈减弱趋势，12月基本保持平稳。结构上延续生产好于内外需、地产低迷、制造业改善的格局。全年来看，不变价GDP增速录得5.2%，完成年初5%左右的增长目标，但由于GDP平减指数为-0.54%，名义GDP增速为4.16%，仅高于疫情下的2020年。我们目前认为，2024年的资产端，

分析师

罗云峰

 SAC执业证书编号：S0910523010001  
 luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

 SAC执业证书编号：S0910523050002  
 yangfeiran@huajinsec.cn

#### 相关报告

地方债发行计划半月报-2024年一季度地方债发行计划已披露 16438亿元 2024.1.16  
 资产配置周报（2024-1-14）-实体部门负债增速或反弹触顶 2024.1.14

ESG市场跟踪双周报（2024.1.1-2024.1.14）-标普道琼斯增加两个SDG指数 2024.1.14  
 12月进出口数据点评 2024.1.12

汽车线缆配套服务供应商-卡倍转02（123238.SZ）申购分析 2024.1.10



伴随产能去化，价格周期触底，增长动能转向，未来 1-2 年中国实际经济增长中枢将在 4-5% 之间，对应名义经济增长中枢在 6-7% 之间。负债端在稳定宏观杠杆率的目标下，实体部门负债增速趋于下行，向名义经济增速靠拢，货币配合财政，整体保持震荡中性。预计 2024 年应该还会有小的扩表周期出现，但持续的时间可能只有大约两个月左右，并且幅度不会太大。未来各项指标或向中枢回归，比如一年期国债收益率向 1.9% 左右的中枢回归，期限利差向 70 个基点左右的中枢回归，对应十债收益率中枢在 2.6%，区间在 2.5-2.7%，三十年国债和十年国债的利差将进一步压缩。

- ◆ 风险提示：经济失速下滑，政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差。

## 目录

一、生产端：好于预期，服务业生产增长较快 .....	4
二、消费：社零增速回落，保值消费高增；农村收入与消费增速均高于城镇 .....	5
三、固定资产投资：整体乏力，地产仍为主要拖累，制造业继续改善 .....	7
四、投资建议 .....	8
五、风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1：基数走低，工业增加值环比改善 .....	5
图 2：出口交货值增速持续转弱 .....	5
图 3：12 月社零增速继续改善 .....	6
图 4：31 个大城市城镇调查失业率保持低位 .....	7
图 5：各产业固定资产投资增速 .....	8
图 6：民间投资占比续创新低 .....	8

四季度增长动能呈减弱趋势。2023 年全年 GDP 增速录得 5.2%，完成年初 5% 左右的增长目标。2023 年一到四季度，GDP 同比分别增长 4.5%、6.3%、4.9%、5.2%，各季度增速差异主要受基数影响。各季度季调环比增速分别为 2.1%、0.6%、1.5%、1.0%，四季度经济改善幅度呈减弱趋势。分产业来看，2023 年一、二、三产业 GDP 增速分别为 4.1%、4.7%、5.8%，第三产业增速高于总体增速，一、二产业增速低于总体增速。12 月单月来看，生产端好于预期和前值，消费与投资增长乏力。

## 一、生产端：好于预期，服务业生产增长较快

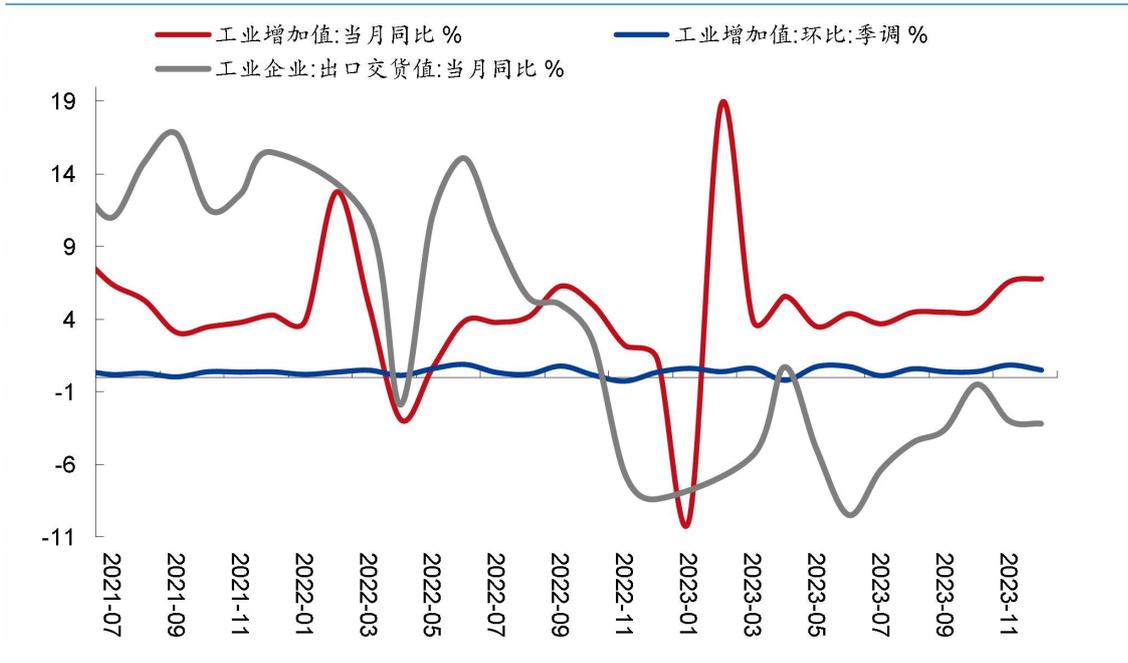
在基数走低前提下，12 月规模以上工业增加值同比增 6.8%，前值 6.6%，低于服务业生产指数增速 8.5%；环比季调 0.52%，前值 0.87%。2023 年全年来看，规模以上工业增加值同比增长 4.6%，低于服务业增加值的 5.8%。

出口对工业生产的拖累持续加大，12 月出口交货值增速为 -3.2%，前值 -3.0%。全年来看，2023 年出口交货值累计同比下降 3.9%。

分门类看，装备制造业领先其他行业。12 月制造业、高技术制造业、采矿业、电热燃水业的工业增加值同比增速分别变动 0.4pct、0.2pct、0.8pct、-2.6pct 至 7.1%、6.4%、4.7%、7.3%。2023 年全年来看，装备制造业工业增加值增速以 6.8% 领先规模以上工业整体 2.2pct，制造业整体为 5.0%，高技术产业在高基数背景下仅录得 2.7%，采矿业和电热燃水业分别为 2.4% 和 4.3%。分经济类型看，国有控股企业、股份制企业、外商及港澳台商投资企业、私营企业分别增长 5.0%、5.3%、1.4%、3.1%。

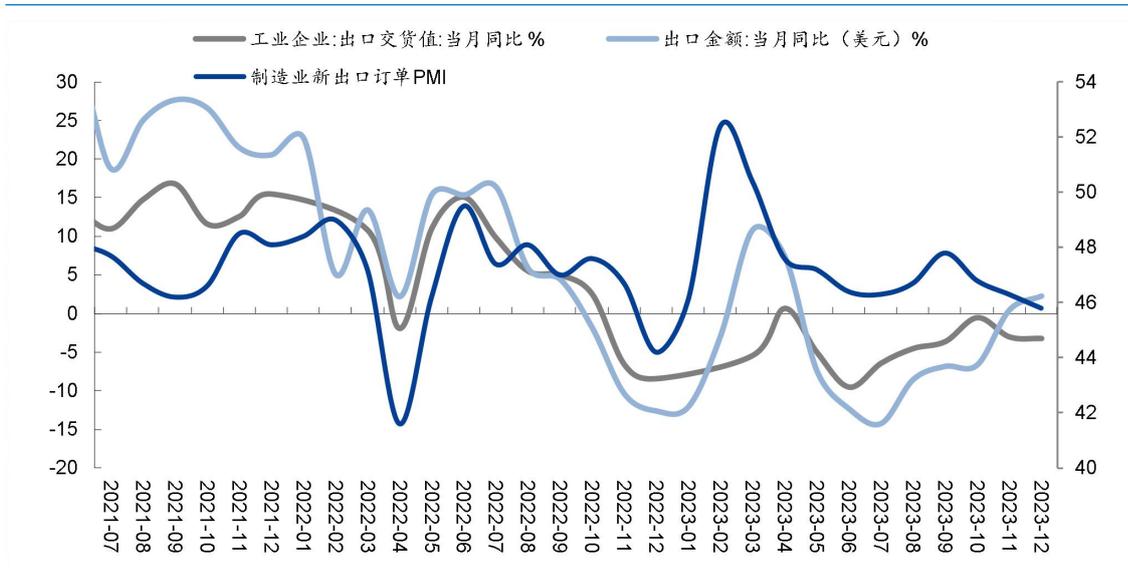
**2023 年服务业增加值占到国内生产总值的比重为 54.6%，对经济增长的贡献率超过 60%。2023 年服务业增加值比上年增长 5.8%，增长较快，接触型聚集型服务业明显改善。**其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，金融业，批发和零售业增加值分别增长 14.5%、11.9%、9.3%、8.0%、6.8%、6.2%。12 月份，服务业生产指数同比增长 8.5%；其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数分别增长 34.8%、13.8%。单月来看，12 月服务业生产指数同比回落 0.8pct 至 8.5%。

图 1：基数走低，工业增加值环比改善



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2：出口交货值增速持续转弱



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 二、消费：社零增速回落，保值消费高增；农村收入与消费增速均高于城镇

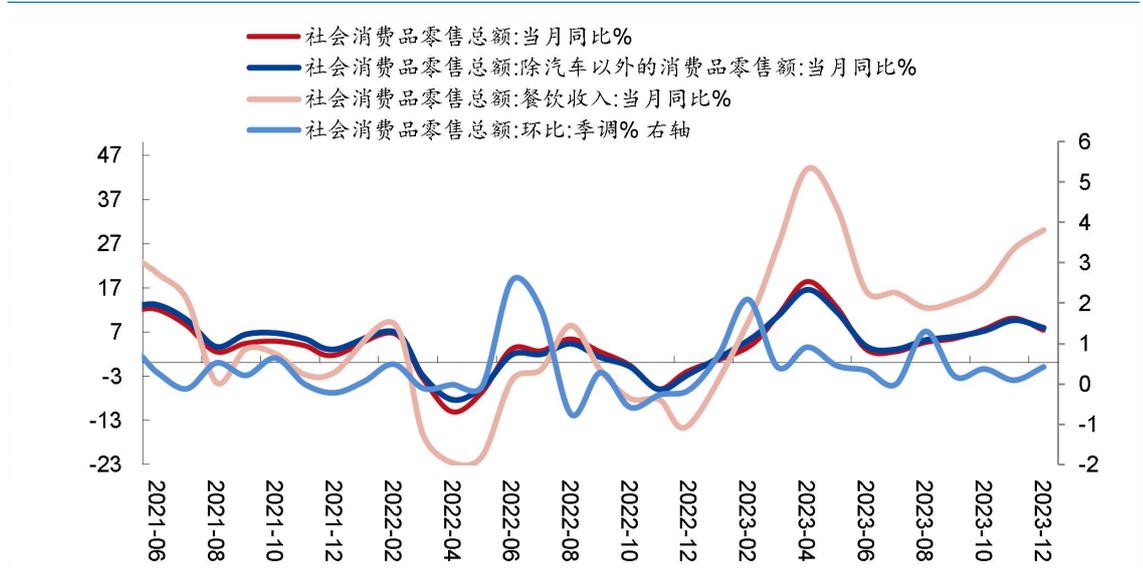
在去年同期疫情导致低基数的前提下，12月社零同比增速回落。12月社零增速为7.4%，前值为10.1%；季调环比0.42%，前值0.09%；其中，汽车以外的消费品零售额增速回落1.7pct

至 7.9%；扣除价格因素，全年社会消费品零售总额实际增长 9.0%，比 1 至 11 月份降低 2.2pct。

具体来看，1) 乡村市场销售增速持续快于城镇，12 月份，消费品零售额同比增速分别下降 1.5pct、2.8pct 至 8.9%、7.2%。2) 促销活动加成下，1-12 月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重再创历史新高，为 27.6%，占比较前值提升 0.1pct。3) 避险商品如金银珠宝以及季节性消费如服装增速最快，分别环比提升 18.7pct、4pct 至 29.4%、26.0%。4) 服务零售持续显著强于商品零售，全年服务零售额增长 20.5%，较 1 至 11 月加快 0.5 pct。

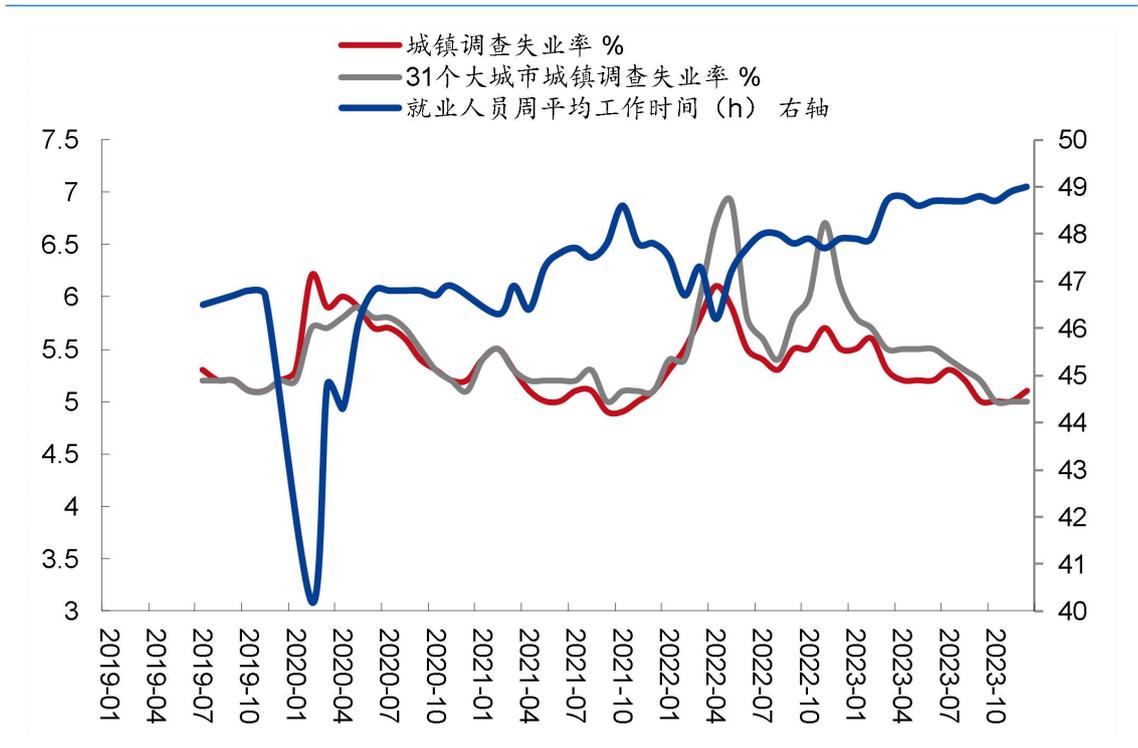
就业与收入方面，12 月城镇调查失业率回升 0.1pct 至 5.1%，31 个大城市城镇调查失业率维持 5.0%，为 2021 年 12 月以来最低点，低于疫情前 2019 年同期的 5.2%。就业人员周平均工作时间方面，12 月为 49.0 小时，为历史最高，前值 48.9 小时。收入方面，2023 年，全国居民人均可支配收入 39218 元，比上年名义增长 6.3%，扣除价格因素，实际增长 6.1%。2023 年城镇、农村居民人均可支配收入分别名义增长 5.1%和 7.7%，扣除价格因素分别实际增长 4.8%和 7.6%。

图 3：12 月社零增速回落



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：31 个大城市城镇调查失业率保持低位



资料来源：Wind，华金证券研究所

### 三、固定资产投资：整体乏力，地产仍为主要拖累，制造业继续改善

12 月固定资产投资增速逆转 2023 年以来持续下降的趋势，2023 年累计增速为 3.0%，其中基建投资（不含电力）、制造业投资、房地产开发投资同比增速分别较上月变动 0.1pct、0.2pct、-0.2pct 至 5.9%、6.5%、-9.6%。

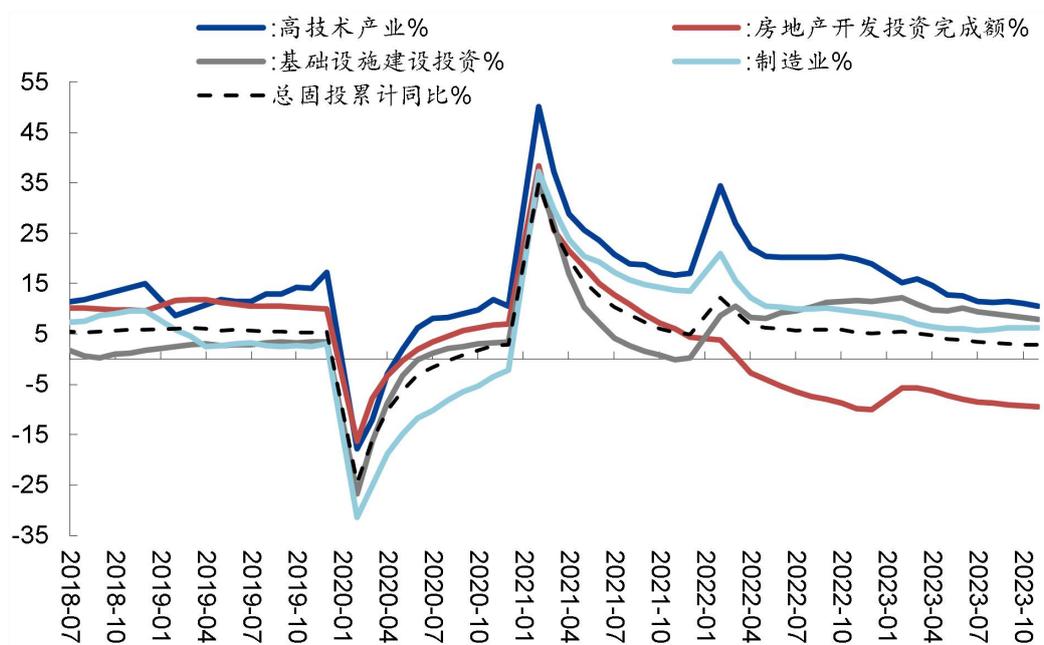
**基建投资方面**，在增发国债支持灾后重建和提升防灾减灾救灾能力相关项目带动下，基础设施投资平稳增长。1—12 月份增长 5.9%，仍高于总体投资增速。

**房地产投资方面**，其降幅自 3 月以来持续扩大，整体而言，房地产销售未出现实质性改善，投资端仍存在较大压力。1 至 12 月房地产销售面积、销售额累计跌幅进一步扩大，待售面积累计增速达到阶段性顶峰（19%）；新开工面积低位企稳，累计降幅连续 5 个月收窄；2023 年下半年以来竣工面积累计增速呈下降趋势。反映行业景气度的国房景气指数 12 月为 93.36%，为 2016 年 2 月有数据以来的新低。

**制造业投资方面**，电气设备、汽车制造业、高技术服务业起到引领作用。8 月以来，增速扭转 2022 年四季度以来持续下降的趋势。其中，电气机械、汽车制造业增速保持领先，增速分别为 32.2%、19.4%。2023 年高技术产业投资增长 10.3%，1 至 11 月为 10.5%。其中，高技术制造业、高技术服务业投资分别增长 9.9%、11.4%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长 18.4%、14.5%、11.1%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、电子商务服务业投资分别增长 31.8%、29.2%。

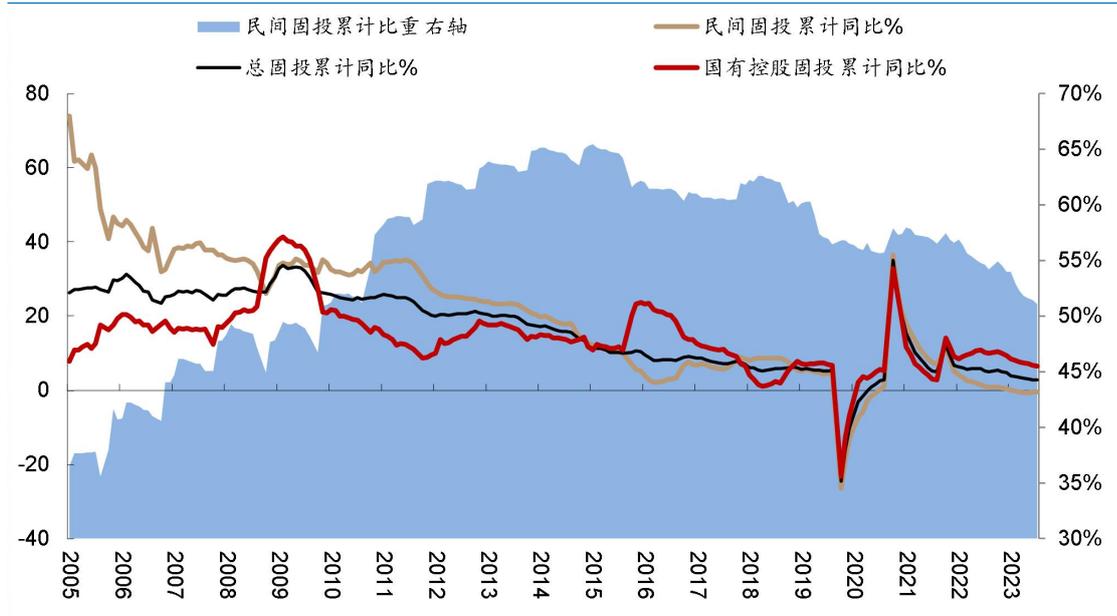
分企业性质来看，包括地产投资的民企较国企有较大压力，但扣除房地产的民间投资呈现高增长。1)包括地产投资的民间固投资累计增速自2022年5月转为负增长，2023年全年为-0.4%，降幅较1至11月收窄0.1pct。民间固定资产投资占比持续下降，2023年为历史最低位50.4%，前值51.05%。2)国企固投增速持续下滑，1-12月为6.4%，前值6.5%。3)1-12月扣除房地产投资的民间投资增长9.2%，较前值提高0.1pct。

图5：各产业固定资产投资增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图6：民间投资占比续创新低



资料来源：Wind，华金证券研究所

#### 四、投资建议

整体而言，四季度资产端增长动能呈减弱趋势，12月基本保持平稳。结构上延续生产好于内外需、地产低迷、制造业改善的格局。全年来看，不变价GDP增速录得5.2%，完成年初5%左右的增长目标，但由于GDP平减指数为-0.54%，名义GDP增速为4.16%，仅高于疫情下的2020年。我们目前认为，2024年资产端，伴随产能去化，价格周期触底，增长动能转向，未来1-2年中国实际经济增长中枢将在4-5%之间，对应名义经济增长中枢在6-7%之间。负债端在稳定宏观杠杆率的目标下，实体部门负债增速趋于下行，向名义经济增速靠拢，货币配合财政，整体保持震荡中性。预计2024年应该还会有小的扩表周期出现，但持续的时间可能只有大约两个月左右，并且幅度不会太大。未来各项指标或向中枢回归，比如一年期国债收益率向1.9%左右的中枢回归，期限利差向70个基点左右的中枢回归，对应十债收益率中枢在2.6%，区间在2.5-2.7%，三十年国债和十年国债的利差将进一步压缩。

## 五、风险提示

经济失速下滑，政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差。

## 分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，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