

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

黄煜阳
研究助理
huangyuyang@sczq.com.cn
电话：86-10-81152672

相关研究

- 12 月外贸数据点评：低基数下进出口同比均回升
- 12 月金融数据点评：政府债连续高增，M1 增速止跌
- 12 月物价数据点评：物价全年偏弱，12 月小幅反弹

- 2023 年经济目标顺利完成，但增速偏低且边际上动能放缓。物价为负使得名义 GDP 增速小于实际 GDP 增速。经济运行的节奏和结构显示当前经济回升向好仍然面临一定的压力。
- **2023 年经济成色几何？**（1）顺利实现既定目标。2023 年 GDP 同比增速 5.2%，其中四季度 GDP 同比增速 5.2%，2023 年经济总量如期完成全国两会设定的 5% 左右的增速目标。节奏上，2023 年一季度经济恢复较好，二季度是低点，三、四季度低位平稳。（2）经济内生动能偏弱，2022-2023 两年 GDP 平均增速 4.10%，2022-2023 两年第四季度 GDP 平均增速 4.05%。（3）经济结构分化，2023 年三大经济部门增速与疫情前的趋势相比，第一产业表现较好，第二产业总体平稳，第三产业距离趋势水平较远。结构上，房地产、住宿和餐饮业以及其他行业增速大幅不及疫情前的均值水平。（4）价格为负导致名义 GDP 增速小于实际 GDP 增速，2023 年 GDP 平减指数同比-0.54%，意味着名义 GDP 同比增速约为 4.7%。（5）城镇调查失业率可能偏乐观。
- **需求走弱，生产稳定。**2023 年 12 月需求端社零和地产仍然在边际上走弱，与居民支出增速放缓和储蓄率上升相互印证。固定资产投资 12 月边际走强，可能与财政发力有关。生产端较为稳定，剔除基数效应的服务业生产指数与工业增加值增速 12 月与 11 月基本持平。
- **后市展望。**短期经济基本面将维持偏弱状态，股弱债强仍是当前趋势，当下继续顺势而为。预计一季度经济数据出炉政策才会有明显变化，到时再根据政策动向调整策略。如果政策转向，则将当前策略反向操作。
- **风险提示。**政策不及预期；海外扰动超预期

1 2023 年经济成色几何？

2023 年经济目标顺利完成，但增速偏低且边际上动能放缓。物价为负使得名义 GDP 增速小于实际 GDP 增速。经济修复的节奏和结构显示当前经济回升向好仍然面临一定的压力。

(1) 顺利实现既定目标。2023 年 GDP 同比增速 5.2%，其中四季度 GDP 同比增速 5.2%，2023 年经济总量如期完成全国两会设定的 GDP 同比增速 5% 左右的目标。节奏上，2023 年一季度经济恢复较好，二季度是阶段性低点，三、四季度低位平稳。

(2) 经济内生动能偏弱，2022-2023 年两年 GDP 平均增速约为 4%，低于潜在增速水平。2022 年 GDP 增速 3%，2022 年 GDP 四季度增速 2.9%，两者与 2023 年对应数字的均值均约为 4%。2023 年四季度季调环比仅为 1%，同样明显低于 2017-2019 的平均水平。

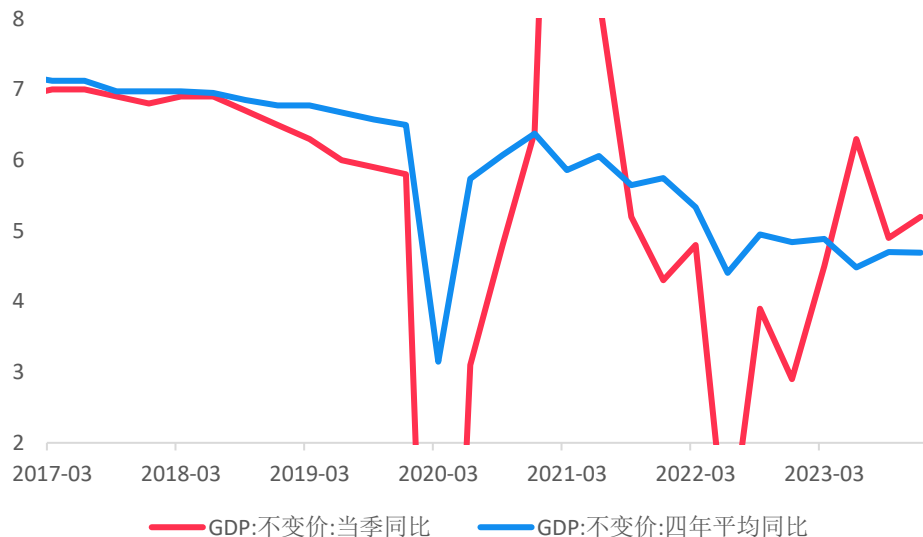
(3) 经济结构分化，2023 年三大经济部门增速与疫情前的趋势相比，第一产业表现较好，第二产业总体平稳，第三产业距离趋势水平较远。结构上，房地产、住宿和餐饮业以及其他行业增速大幅落后于疫情前的均值水平。

(4) 价格为负导致名义 GDP 增速小于实际 GDP 增速，2023 年 GDP 平减指数同比 -0.54%，实际 GDP 同比增速 5.2%，那么名义 GDP 同比增速约为 4.7%。

(5) 城镇调查失业率偏乐观，2023 年 12 月城镇调查失业率 5.2%，好于 BCI 企业招工前瞻指数。

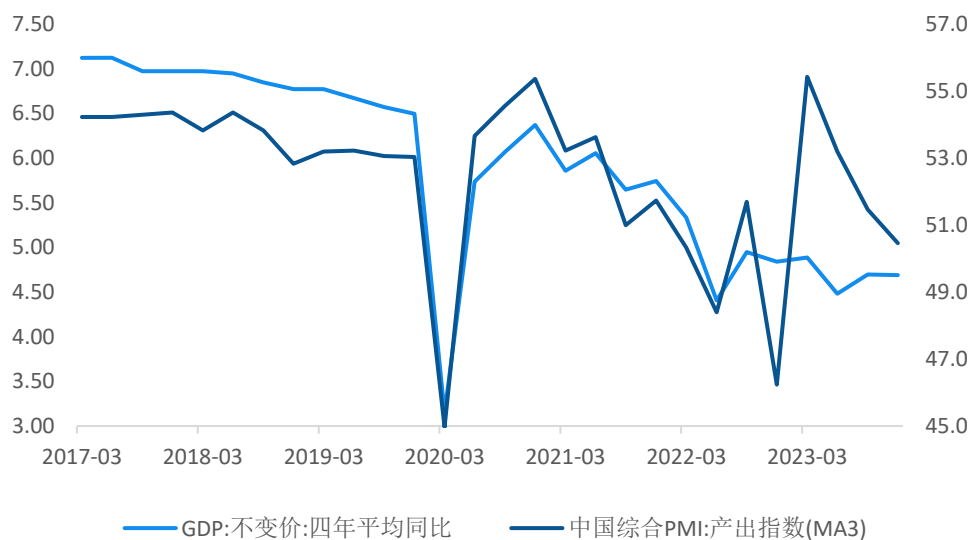
2023 年 1-4 季度 GDP 同比增速分别为 4.5%、6.3%、4.7%、5.2%，剔除基数效应后分别为 4.9%、4.5%、4.7%、4.7%。

图 1: GDP 当季同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

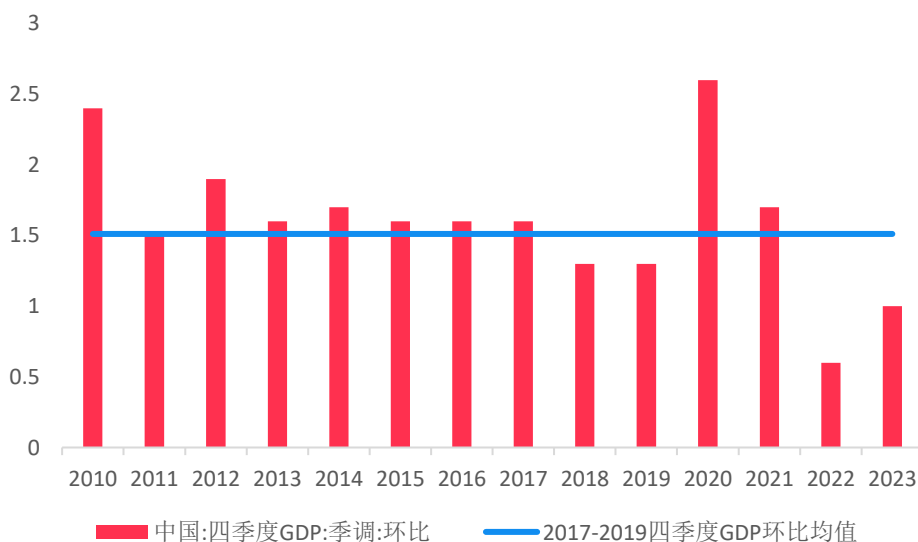
图 2: GDP 与 PMI (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2023 年四季度 GDP 季调环比偏弱, 录得 1.0%, 低于 2017-2019 年四季度季调环比均值 1.5%。

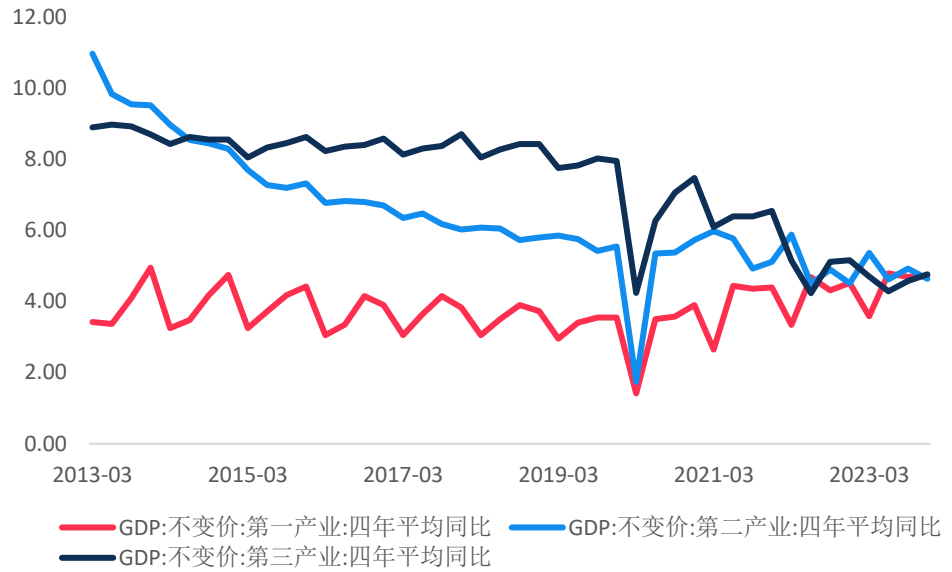
图 3: GDP 四季度环比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2023 年四季度第一、二、三产业剔除基数效应后同比增速分别为 4.7%、4.6%和 4.8%, 较三季度分别增加 0.03%、降低 0.28%和增加 0.19%。

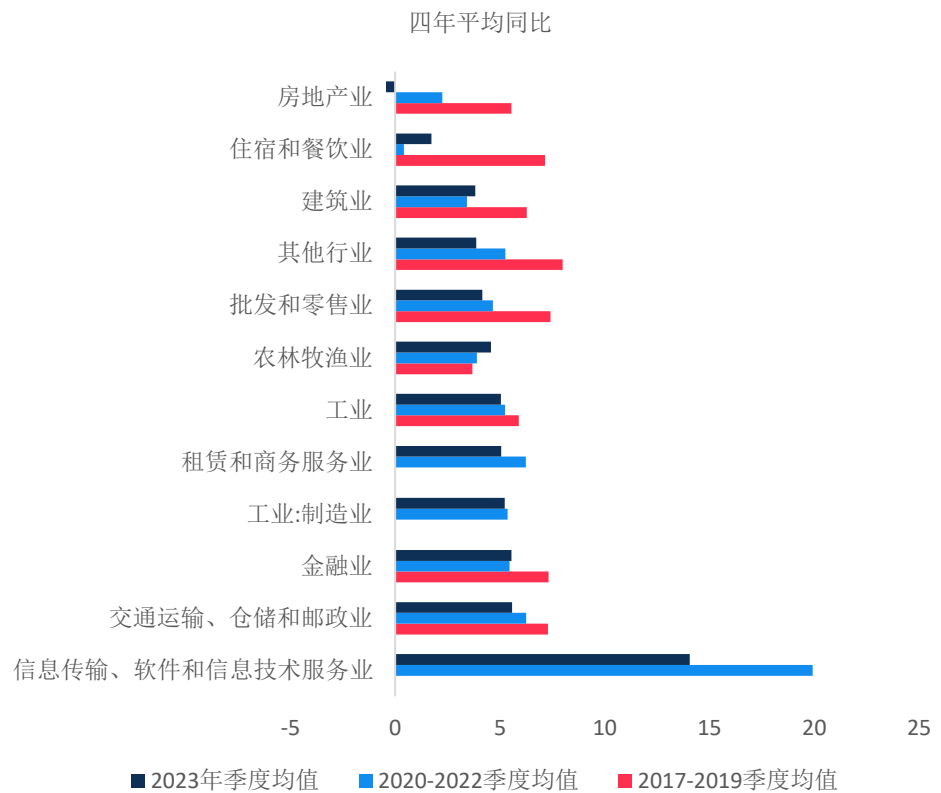
图 4: GDP 三个产业同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2023 年剔除基数效应后, 房地产业、住宿和餐饮业、其他行业增速与疫情前平均增速水平差距较大。

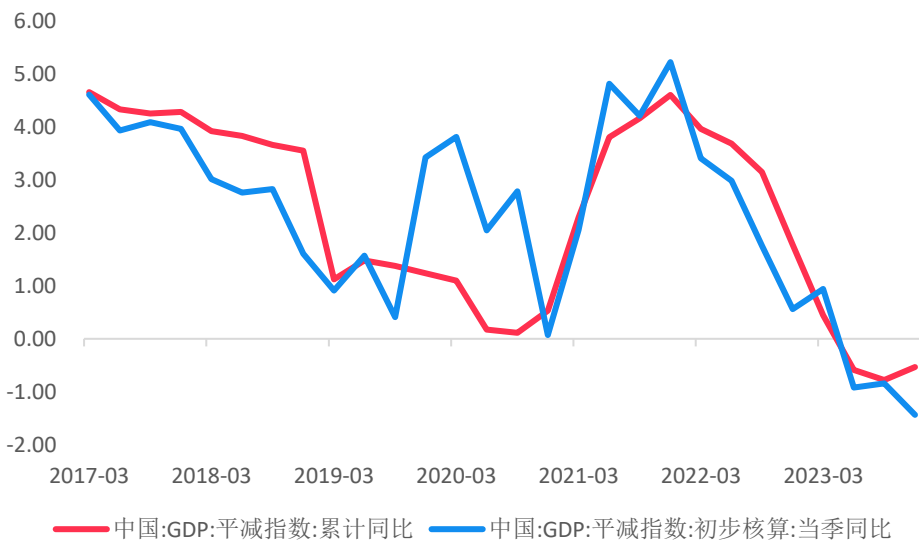
图 5: GDP 同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2023 年价格承压, 四个季度 GDP 平减指数初步核算分别为 0.94%、-0.92%、-0.84%、-1.43%, GDP 平减指数全年累计同比为-0.54%。

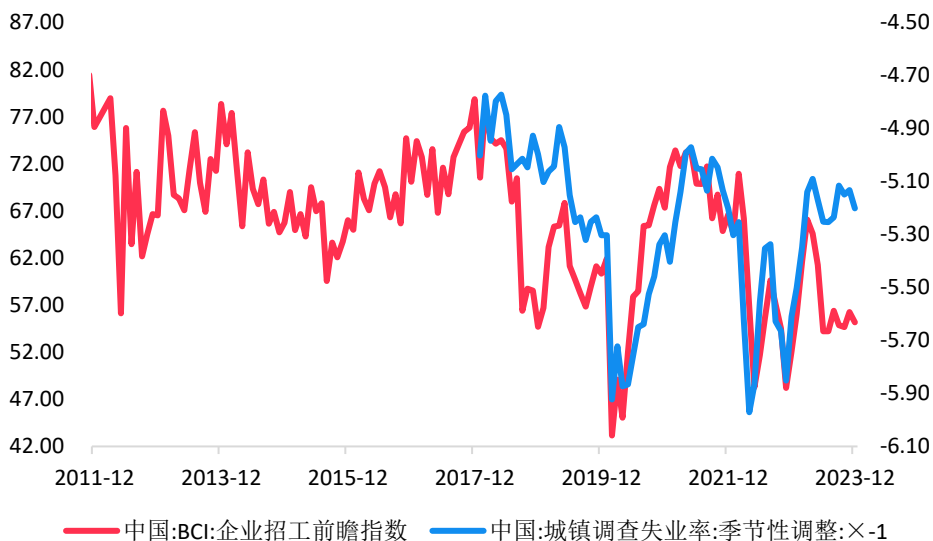
图 6: GDP 平减指数 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2023 年 12 月中国城镇调查失业率为 5.2%, 比 BCI 企业招工前瞻指数显示的就业情况乐观。

图 7: 失业率 (%)



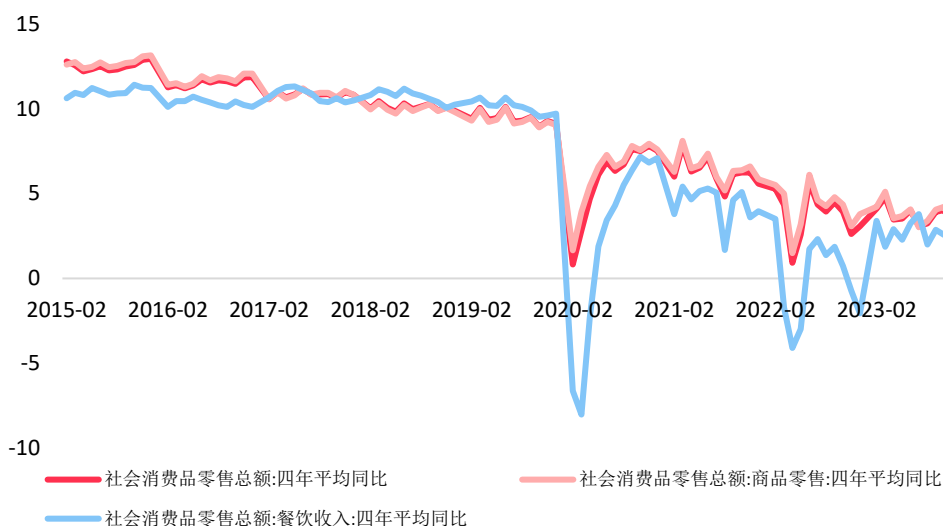
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2 需求走弱，生产稳定

2023年12月需求端社零和地产仍然在边际上走弱，与居民支出增速放缓和储蓄率上升相互印证。固定资产投资12月边际走强，可能与财政发力有关。生产端较为稳定，剔除基数效应的服务业生产指数与工业增加值增速12月与11月基本持平。

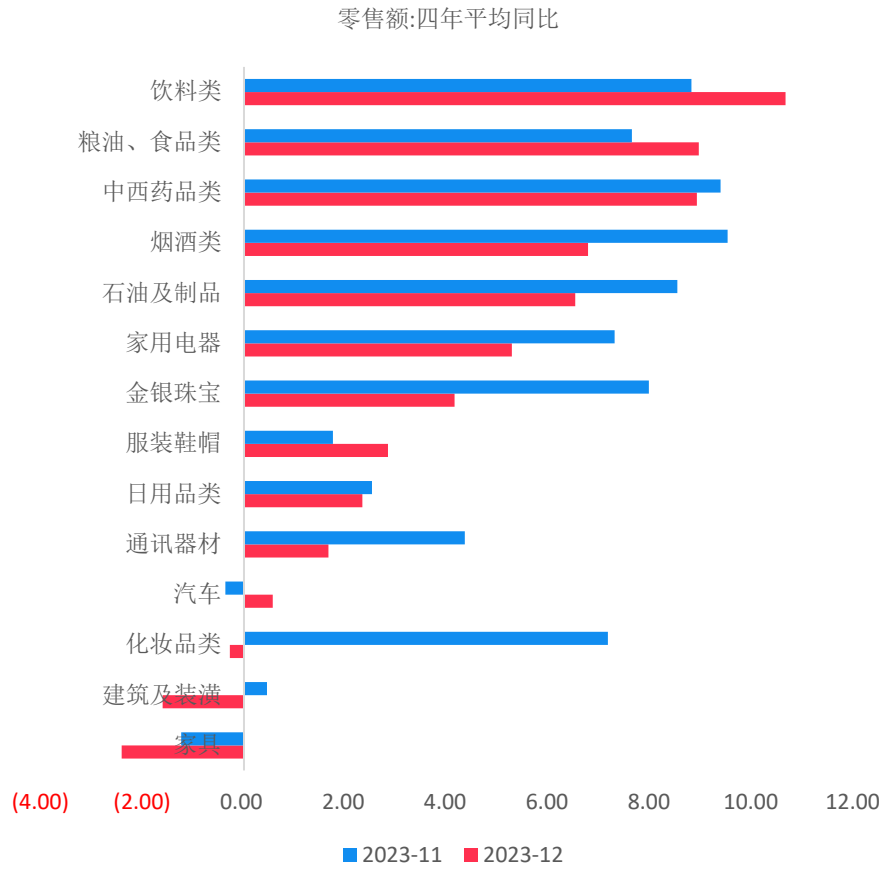
2023年12月社会消费品零售总额、商品零售、餐饮收入四年平均同比增速分别为2.9%、3.0%、2.3%，较11月分别下降0.19、0.08和0.42个百分点。社零分项四年平均同比增速12月较11月大多下降，特别是地产产业链相关的装潢及建筑、家具等分项。

图8：社零、商品、餐饮四年平均同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

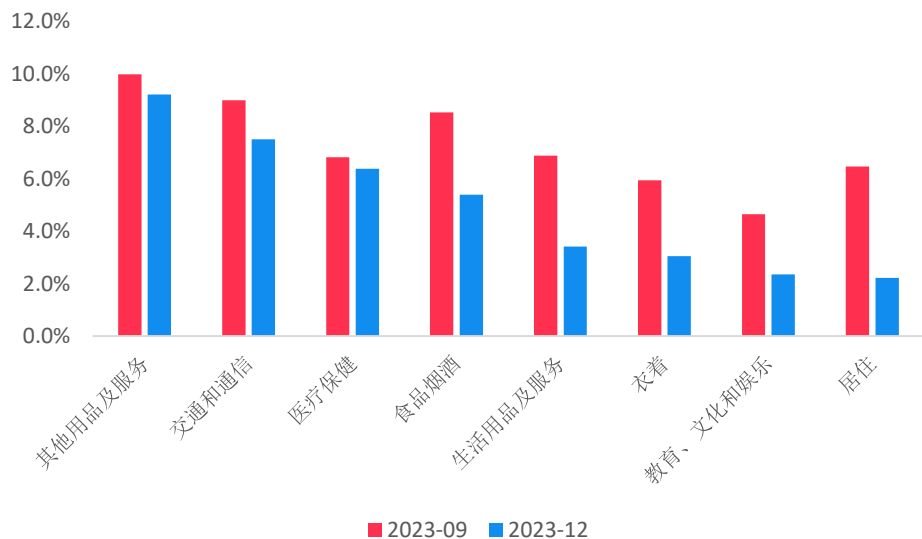
图 9：社零分项四年平均同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

城镇居民季度支出数据同样显示 2023 年四季度各项支出四年平均同比增速较三季度均出现下降。

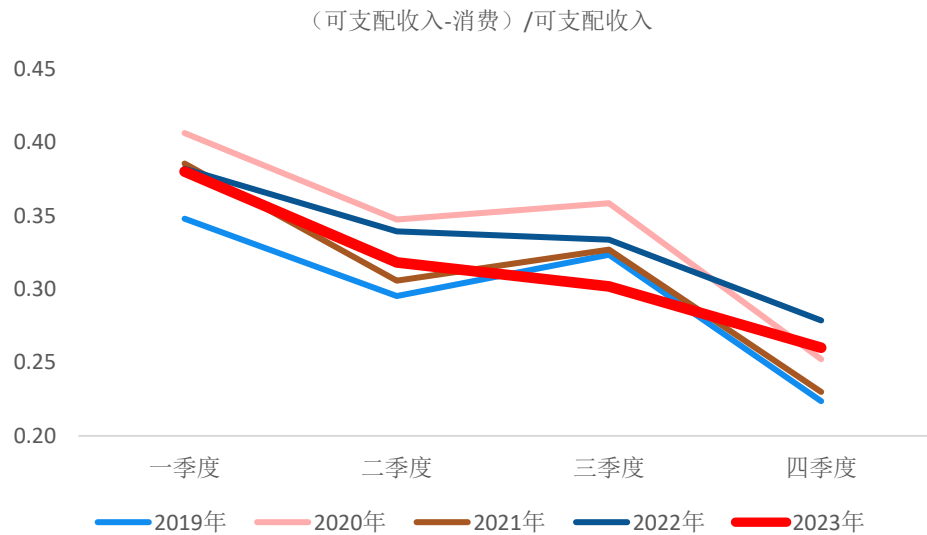
图 10：城镇居民支出四年平均同比（%）



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

储蓄率也显示居民的消费倾向在放缓, 2023 年三季度居民储蓄率为 30%, 明显低于季节性均值水平, 居民四季度储蓄率为 26%, 又回到了季节性均值水平之上。

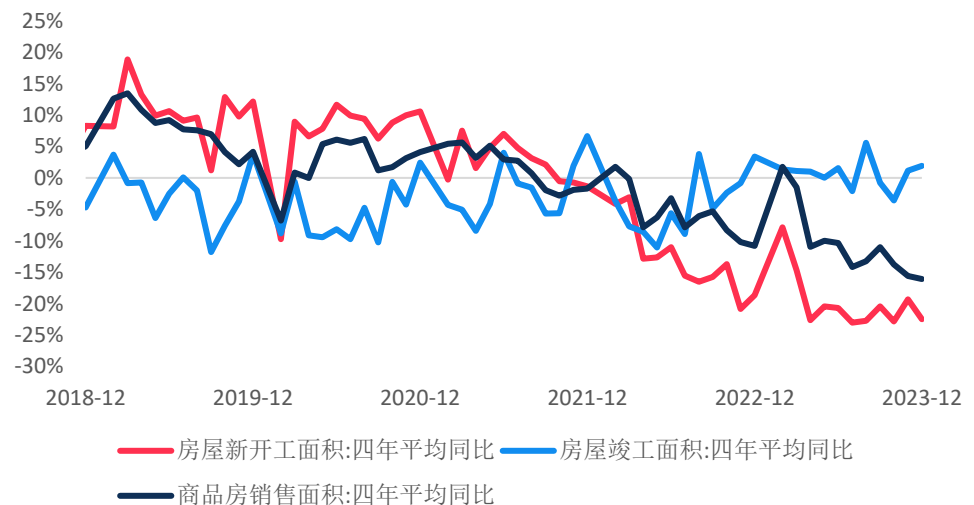
图 11: 储蓄率



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

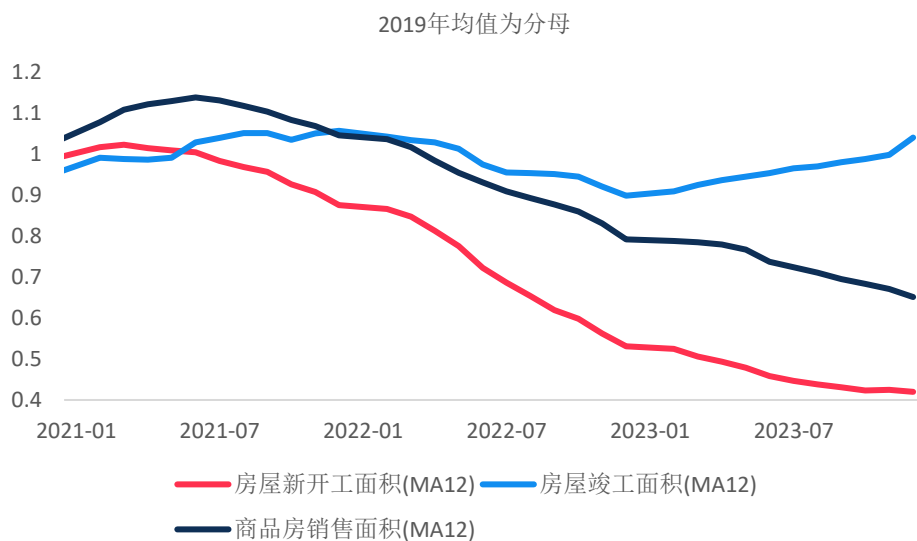
房地产行业仍然低迷, 但关键指标有所分化, 剔除基数效应后, 商品房销售面积和房地产投资完成额跌势没有明显放缓, 房屋新开工面积出现平台整理的迹象, 房屋竣工面积在各项之中恢复较好。

图 12: 房地产销售、竣工、新开工四年平均同比



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

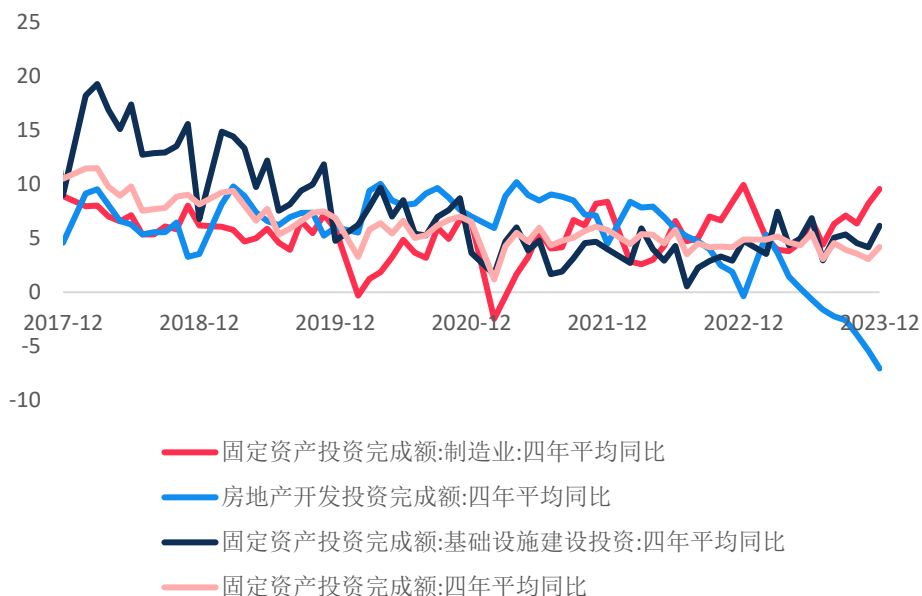
图 13：房地产销售、竣工、新开工恢复情况（以 2019 年均值为基准）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

固定资产投资除了地产投资以外，制造业和基建在 2023 年 12 月均出现明显反弹，带动固定资产投资完成额增速反弹。

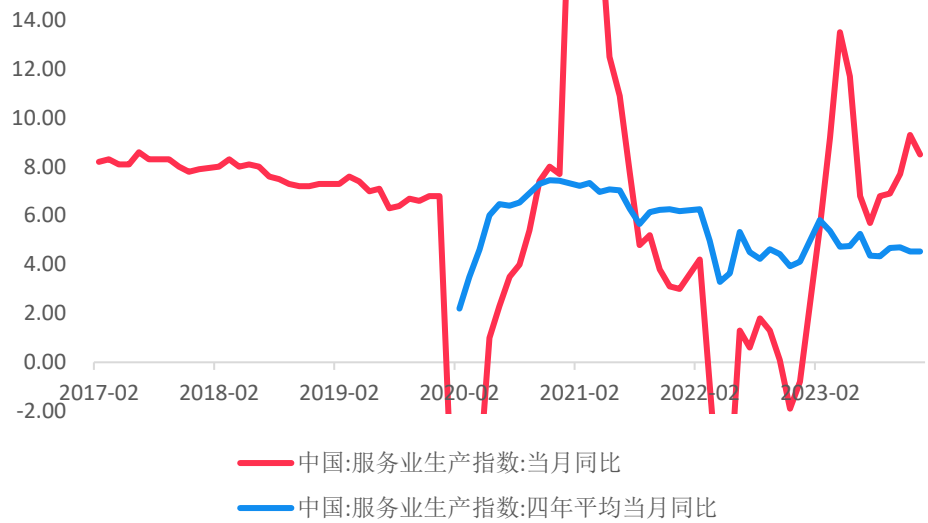
图 14：固定资产投资（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

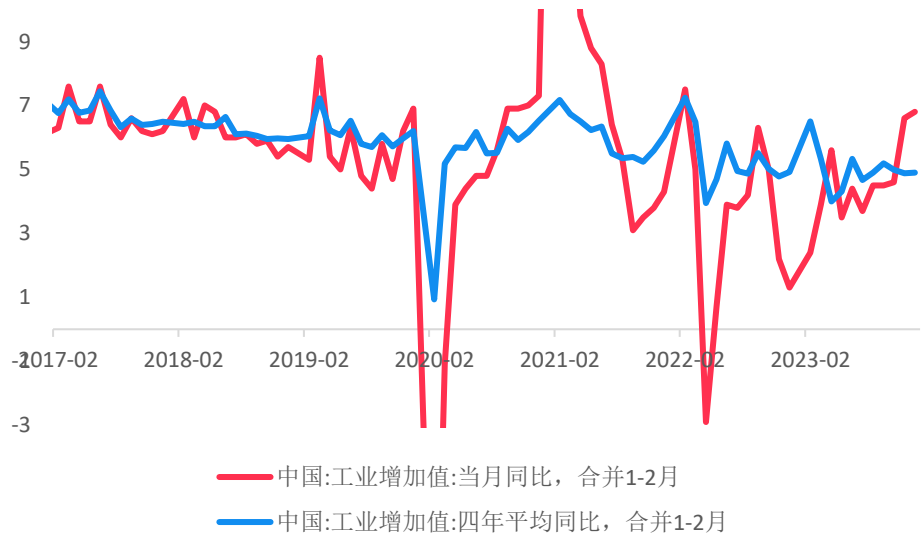
生产端低位平稳，剔除基数效应，服务业生产指数 2023 年 12 月四年平均同比增速为 4.53%，与前值持平；工业增加值四年平均同比增速为 4.89%，较 11 月小幅上行 0.1 个百分点。

图 15: 服务业生产 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

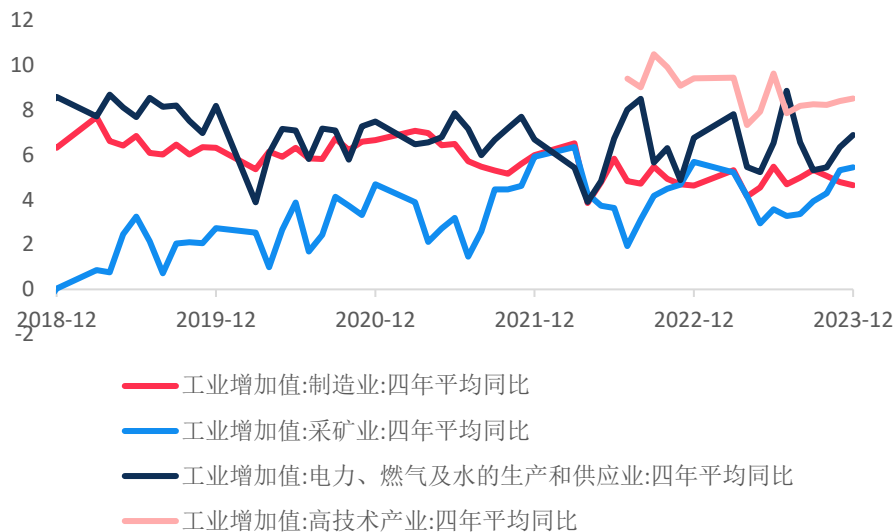
图 16: 工业增加值 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

工业增加值中, 制造业 2023 年 12 月四年平均同比增速为 4.7%, 较 11 月下降 0.14 个百分点, 采矿业、电力燃气及水的生产和供应业、高技术产业 12 月四年平均同比增速分别为 5.4%、6.9%、8.5%, 较 11 月分别增加 0.12、0.55 和 0.10 个百分点。

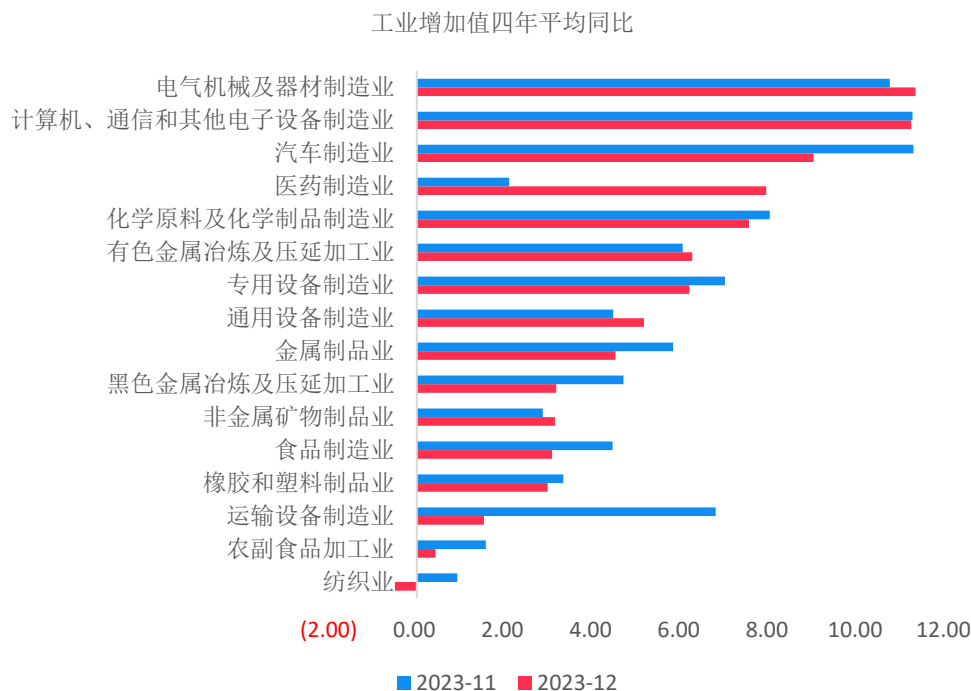
图 17: 工业增加值 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

分行业工业增加值, 剔除基数效应后, 2023 年 12 月中游机械设备类制造业四年平均同比增速靠前, 医药制造业 12 月增速较 11 月大幅增加, 纺织业、农副食品加工业、运输设备制造业 12 月增速较 11 月明显降低, 尤其是纺织业 12 月增速为负。

图 18: 工业增加值四年平均同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

3 后市展望

短期经济基本面将维持偏弱状态，股弱债强仍是当前趋势，当下继续顺势而为。预计一季度经济数据出炉后，政策才会有明显变化，到时再根据政策动向调整策略。如果政策转向，则将当前策略反向操作。

4 风险提示

政策不及预期，海外扰动超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，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、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现