

四季度经济增速略弱于预期， 但 12 月数据初显政策成效

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024 年 1 月 17 日

四季度经济增速略弱于预期。在基数作用下，2023 年四季度中国经济同比增速从第三季度的 4.9% 回升到 5.2%，但低于市场预期（5.3%）。环比增速减慢 0.3 个百分点到 1%（图表 1）。分行业看，虽然第二三产业经济同比增速较为接近（第二产业：5.5%，第三产业：5.3%，图表 2），但是从两年复合增速的角度来看第二产业（4.5%）的经济韧性强于第三产业（3.8%）。与此同时，GDP 平减指数跌幅持续扩大（四季度：-1.43%，三季度：-0.84%，图表 3）。从 2023 年全年来看，年度经济增速加快到 5.2%（2022 年：3%），符合我们和市场的预期。尽管全年经济增长目标顺利实现，然而不及预期的四季度经济增速和持续三季度为负的 GDP 平减指数仍然让人担忧。

人口连续第二年负增长，老龄化问题或影响中国经济中长期发展。2023 年人口出生率为 6.39‰，死亡率为 7.87‰，人口自然增长率下降到 -1.48‰（2022 年为 -0.6‰，图表 4）。老龄化问题加剧，65 岁以上人口占比再上升 0.5 个百分点到 15.4%。

从月度数据来看，社会消费品零售数据 12 月低于预期，但熨平基数效应后的两年复合增速反弹。社会消费品零售总额同比增速从 11 月的 10.1% 下滑到 12 月的 7.4%，低于市场预期（在 8%）。不过，两年复合增速在连续三个月下滑之后终于反弹（12 月：2.7%，11 月：1.8%）。按行业分，服务业消费继续强劲：服务零售累计同比增速再加快 0.5 个百分点到 20%，餐饮零售同比增速（两年复合，下同）虽下行 1.7 个百分点到 5.7%，仍远高于 2.7% 的整体零售增速（图表 5）。商品零售增速有所改善（12 月：2.3%，11 月：1%），得益于服装和通讯器材销售的改善。住房相关零售依然低迷。

固定资产投资累计同比增速出现去年 3 月以来首次反弹，并强于预期（12 月：3%，11 月/市场预期：2.9%）。制造业投资继续改善，基建投资增速亦实现 2023 年 2 月以来首次加快，抵消房地产投资增速持续下滑的负面影响（图表 7）。

1. 房地产累计同比增速再下滑 0.2 个百分点到 -9.6%。虽然读数低于市场预期，但和我们的预测大致相符（市场/浦银国际预测：-9.5%/-9.7%）。除新开工同比跌幅连续三个月收窄之外，其余房地产数据均继续走弱（图表 8）：房地产销售累计同比跌幅有所扩大。房价环比再跌 0.4%（11 月：-0.4%）。三线城市环比跌幅最大（-0.5%），但是一二线城市房价亦跌 0.4%（图表 9）。

虽然北京和上海的购房政策终于在去年 12 月中做出了优化，但是政策成效似乎昙花一现：30 大中城市商品房交易仅在 12 月下半月出现边际改善迹象，2024 年 1 月上半月再次走弱（图表 10、图表 11）。中指调查显示在半年内计划购房的居民比例亦仍在低位徘徊（图表 12）。



扫码关注浦银国际研究

2. 基建投资增速略升 0.1 个百分点到 5.9%。正如我们[预料](#)的，政策支持终将推动基建投资增速回升。随着特别国债以及地方政府专项债的陆续发行，基建投资短期内预计继续改善。然而中期还是要警惕地方政府去杠杆背景下其余资金支持下降的风险。

3. 制造业投资增速连续五个月加速，加快 0.2 个百分点到 6.5%。政府将建设现代化的产业体系摆在今年经济工作的第一位，意味着对先进制造业的政策支持或持续。再叠加 PPI 和出口增速有望回升，我们认为制造业投资或继续回升（2024E：7.5%）。

工业生产总值再次超预期加速。工业生产总值同比增速加快 0.2 个百分点到 6.8%，不过两年复合增速继续下滑（12 月：4%，11 月：4.4%）。工业生产继续得益于工业去库存周期的结束，不过仍需警惕较为疲软的内需以及 PPI 负读数持续时间延长的影响。

失业率 12 月略微上升。全国调查失业率 12 月回升 0.1 个百分点到 5.1%。不过 31 大城市失业率继续持平在 5%（图表 13）。在不再公布年轻人失业率半年之后，中国统计局在发布会中指出不包含在校生的 16-24 岁的调查失业率为 14.9%；但不确定此数据与去年 6 月最后一次公布的 16-24 岁 21.3% 失业率在口径上有多大区别。

尽管四季度经济增速略低于预期，我们认为今天发布的数据显示不均衡的经济复苏仍在继续，11 月以来政策再次加码的成效初显。从需求端来看，虽然 12 月 CPI 同比持续负读数、信贷和零售数据不及预期、房地产相关数据继续走弱，但是在持续的政策支持下固定资产投资增速终于反弹，社会消费品零售的两年复合增速也有所加快。从供给端来看，工业生产和制造业投资增速继续走强。虽然三大指数（沪深指数和恒指）今天（1 月 17 日）上午均有下跌，反映了市场对不及预期的经济增速、人口老龄化以及房地产相关数据的担忧，但是我们认为 12 月数据实际上已经开始初步显露 11 月以来政策再次加码的成效，尤其在基建投资领域。

我们仍然坚定相信还需更多政策支持以助经济复苏完全进入正轨，尤其帮助房地产行业企稳和通胀恢复温和增长。只有更为显著且及时的政策支持，帮助实现房地产行业企稳以及经济更为均衡的复苏，才能全面推动市场情绪的改善。

1. 财政政策领衔政策刺激，以稳投资为重要抓手。正如我们所[预计](#)的，财政政策近期正在狠抓落实以帮助促进“有效益的投资”：1) 期待已久的抵押补充贷款终于在 2023 年 12 月重启，新增 3500 亿元（图表 14），尽管其对公司新增贷款的促进作用仍不明显；2) 新增社融中政府债券继续维持 9279 亿元高位（图表 17），相信其中相当大部分属于用于灾后恢复重建、高标准农田建设和气象基础设施项目建设等的一万亿元特别国债；3) 虽然提前发行的地方政府专项债额度未官宣，但是地方债发行工作随着今天（1 月 17 日）河北省政府开启发行而启动。原则上在 3 月两会之前可发行高达 2.28 万亿元，帮助稳基建投资。

由于春节将近，我们相信财政上再推出显著的增量措施的可能性较低。短期内或仍抓紧落实此前布置的政策措施，例如继续发行特别国债、地方政府专项债以及增发抵押补充贷款。除此之外，更为显著的财政刺激或要等到两会之后，重点将仍放在稳投资和化解地方政府债务风险上。我们预计财政赤字率被定在 3.5%-3.8% 的区间内，地方政府专项债额度或小幅上升 2000 亿元，总额度达到 4 万亿元。然而，[彭博社](#)报道中国政府正考虑发行 1 万亿元特别主权债以支持粮食、能源、供应链和城镇化相关项目。我们认为诸如此类通过中央政府加杠杆来提振经济的措施可行性和可信性均颇高。如果该报道为真，2024 年全年的地方政府专项债额度可能维持在 3.8 万亿元不变。

2. 货币政策至少上半年维持宽松。1 月 12 日发布的去年 12 月信贷数据全面不及预期，尤其 M1 增速维持在 1.3% 的较低水平上（图表 15），反映了不论是居民还是企业部门较低的信贷需求。1 月初央行年度工作会议亦提“综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、准备金等基础货币投放工具，为社会融资规模和货币信贷合理增长提供有力支撑”、“积极挖掘信贷需求和项目储备”。我们相信至少上半年充裕的流动性会保证信贷合理增长。1 月 15 日央行仅小幅续作 MLF 贷款（增发 2160 亿元）意味着在春节前降准仍有可能。我们依然预计春节前有可能降准 25 个基点，而后上半年还有一次 25 个基点的降准。央行也将使用结构性工具帮助信贷需求的改善。

央行对降息决策或更为谨慎。尽管 CPI 通胀率连续 3 月为负，市场上一直有声音呼吁降息，但是本月央行仍维持 MLF 利率不变。这符合我们的[预期](#)。在息差压力之下，央行的降息决定或变得更为谨慎。此外，结构性因素——食品价格因为猪肉周期下行是拖累 CPI 的主要原因（图表 16），核心价格同比通胀率连续三个月维持在 0.6%。这也一定程度上降低了央行用降息工具缓解通胀压力的迫切性。朝前看，我们不排除今年接下来降息的可能，但从概率和空间上来说要小于降准。如有必要（经济动能和通胀迟迟不能反弹、以及息差有所修复），央行或再降息 10 个基点。

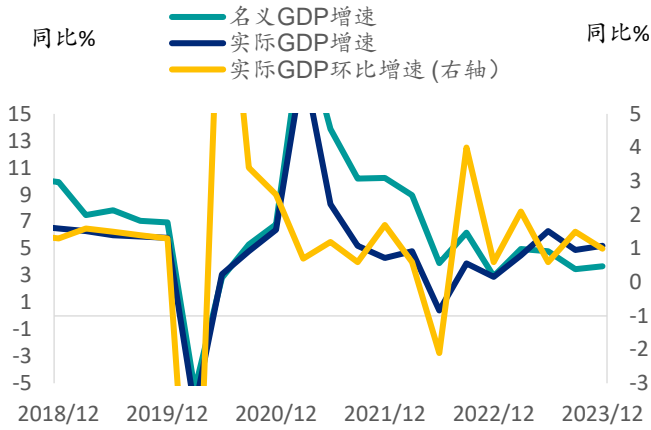
3. 房地产政策或三管齐下、继续加码，直至行业企稳。我们注意到政策重心已经从需求端（2023 年 8 月底放松限购、降低首付和贷款利率）转移到供给端（11 月缓解房企流动性压力）和公共政策端。在新的一年里，公共政策端政策明显发力：1）重启的抵押补充贷款相信有相当大比重被用于推进“三大工程”（即城中村改造、保障性住房和平急两用公共基础设施）建设。2）广州宣布在城中村改造中将[全市推广“房票安置”](#)。通过房票可以在“房源超市”购买新建商品房。虽然对房价作用或不大明显，但是房票安置可以帮助推动开放商去库存，缓解房企的流动性压力。3）1 月 11 日央行批复 1000 亿元的住房租赁团体购房贷款，支持 8 个试点城市购买商品房用作长租房。这些举动均意味着在居民购房情绪较难调动的情况下，政府或为房企去库存和解决流动性压力做出更多努力。

我们依然坚信政府将继续加码房地产刺激政策，直至行业企稳。需求端政策虽已明显放松，但仍有一定放松空间。今年一季度政策成效若不及预期则有望继续加码。供给端政策或加快落实去年11月以来制定的救助方案，无论是房企融资白名单还是银行房地产贷款的“三个不低于”。在公共政策端，“三大工程”或是扭转房地产行业下行周期的关键环节。

我们 4.7%的经济增速预测目前面临较大的下行风险。考虑到房地产行业企稳较慢以及稳增长政策在高质量发展要求下可能会不及预期，我们的经济增速预测目前面临较大的下行风险。不过我们认为 4.5%或为经济政策底，如果政府认为全年经济增速有可能达不到 4.5%，政策刺激可能再次显著加码。接下来需要关注预计在一季度召开的三中全会（定调五年改革重点）以及将于3月5日开幕的全国两会。

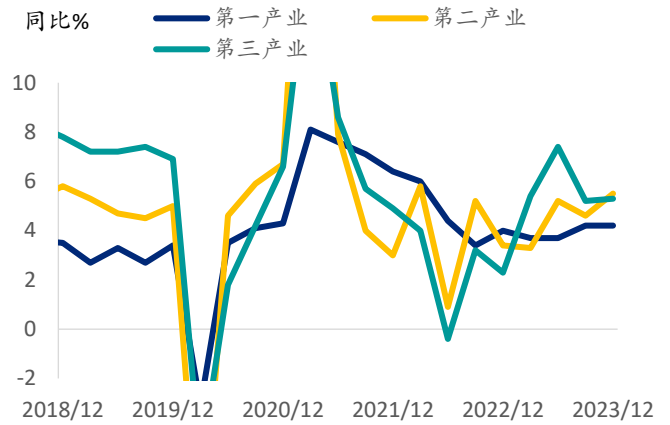
投资风险：政策刺激和成效不及预期、房地产行业迟迟不能企稳、消费复苏动能转弱、地缘政治风险。

图表 1: 四季度经济增速环比下滑



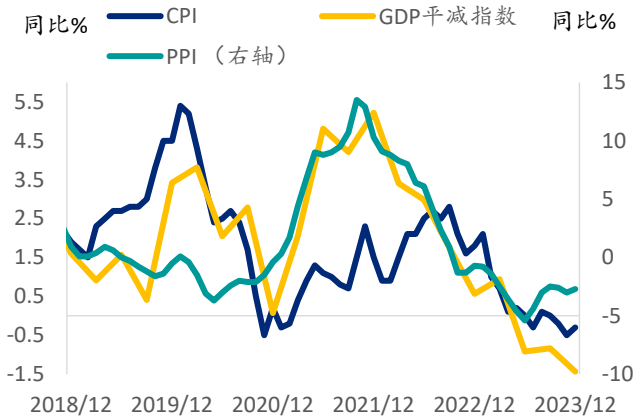
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 分行业看, 工业和服务业经济增速四季度较为接近



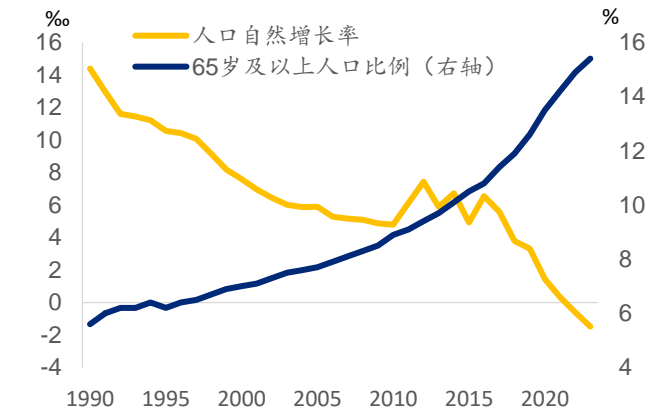
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: GDP 平减指数跌幅持续扩大



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 人口连续第二年负增长, 老龄化问题加剧



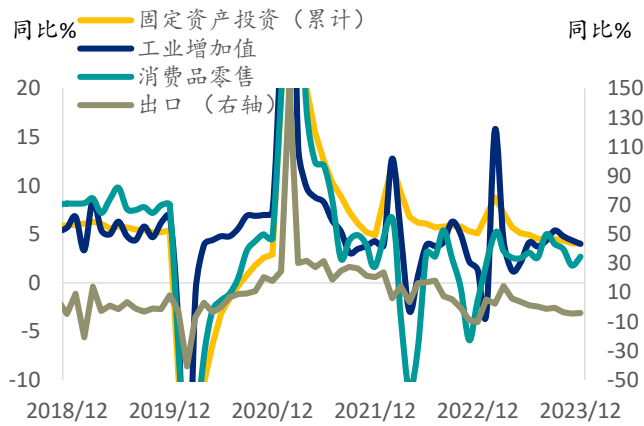
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 餐饮零售增速(两年复合平均)回升, 商品零售有所改善

	23年12月				23年11月		23年1至12月		
	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	19年同期 (%)	两年平均/19年同期 (%)	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	累计同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	两年平均/19年同期 (%)
社会消费品零售总额	7.4	2.7	8.0	33.7	10.1	1.8	7.2	3.5	43.8
服务零售							20.0		
餐饮	30.0	5.7	9.1	62.4	25.8	7.3	20.4	7.1	75.0
商品零售	4.8	2.3	7.9	29.4	8.0	1.0	5.8	3.2	39.9
必需品									
日用品类	-5.9	-7.6	13.9	-54.4	3.5	-3.0	2.7	1.0	7.2
能源类	8.6	2.7	4.0	67.2	7.2	2.7	6.6	8.2	679.2
自选消费									
服装鞋帽针纺织品类	26.0	5.0	1.9	268.2	22.0	1.5	12.9	3.2	110.3
化妆品类	9.7	-5.9	11.9	-29.7	-3.5	-4.1	5.1	0.3	2.4
金银珠宝类	29.4	2.8	3.7	74.5	10.7	1.5	13.3	6.1	NA
通讯器材类	11.0	3.0	8.8	33.6	16.8	-1.9	7	1.8	21.2
汽车类	4.0	4.3	1.8	238.9	14.7	4.8	5.9	3.3	-412.5
住房相关									
家用电器和音像器材类	-0.1	-6.8	2.7	-242.8	2.7	-7.8	0.5	-1.7	-30.4
家具类	2.3	-1.8	1.8	-101.9	2.2	-0.9	2.8	-2.35	-46.1
建筑及装潢材料类	-7.5	-8.2	0.6	NA	-10.4	-10.2	-7.8	-7.0	-250.0

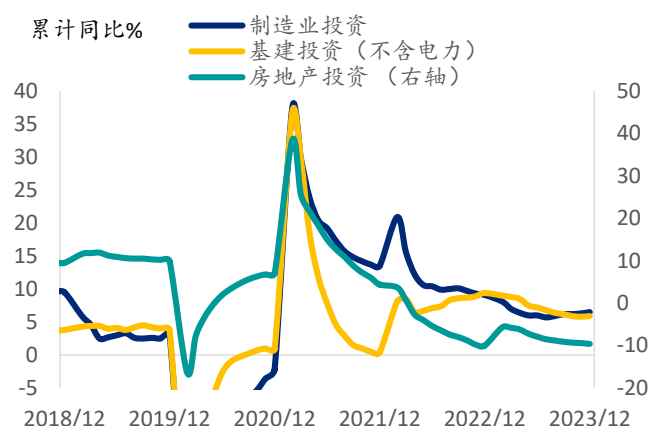
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 从两年复合增速角度来看, 12月实体经济数据大多稳定或改善



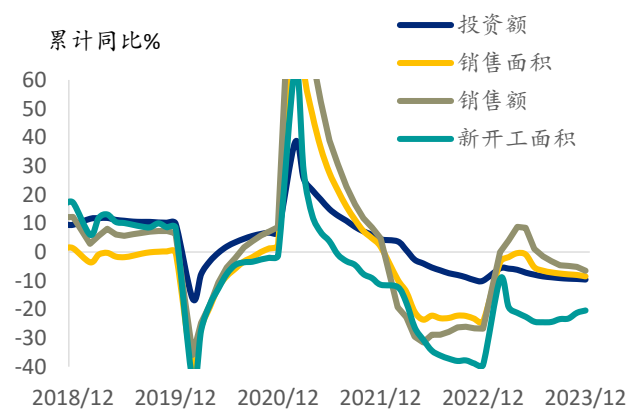
注: 为了熨平基数效应, 2023年使用两年复合增速
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 制造业和基建投资增速的加快帮助弥补房地产投资的持续下滑



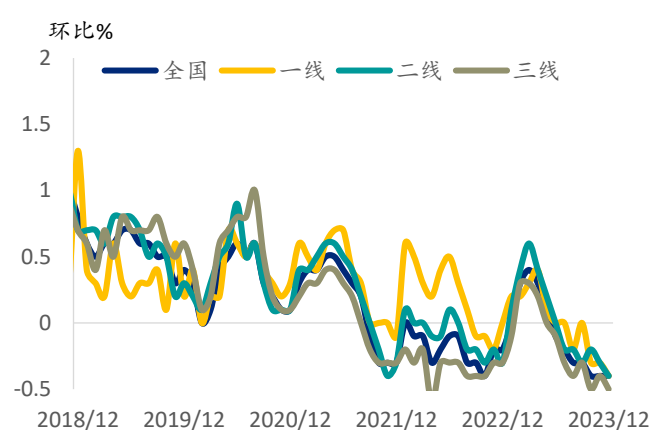
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 8: 除新开工外, 其余房地产相关数据继续恶化



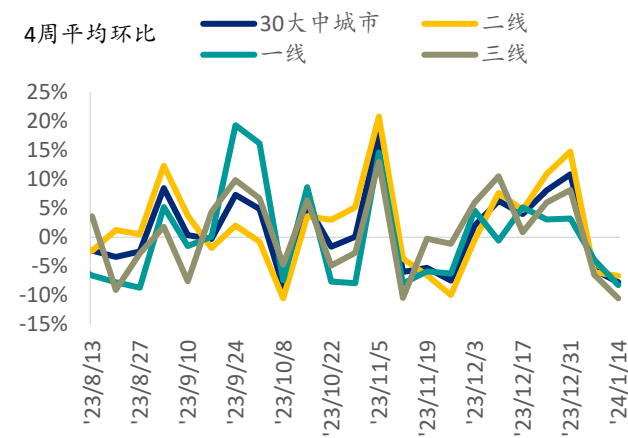
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 9: 70大中城市房价环比跌幅继续维持在-0.4%



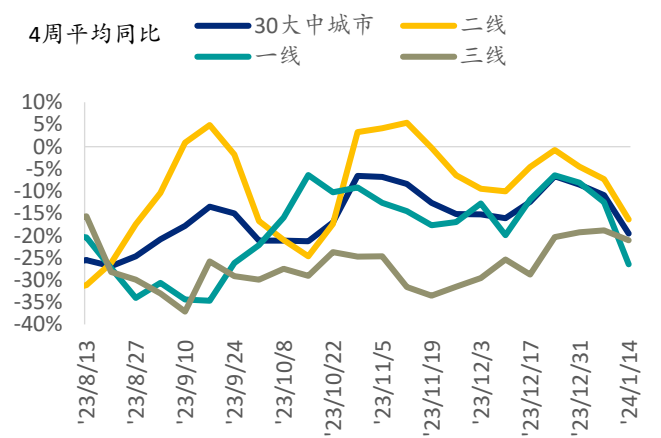
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 10: 30大中城市房产销售环比增速



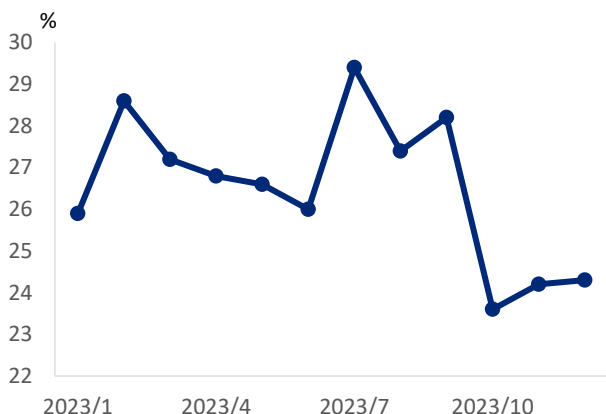
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 11: 30大中城市房产销售同比增速



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 12: 受访计划半年内购房比例仍低位徘徊



资料来源: 中指居民置业意愿调查, 浦银国际

图表 13: 失业率 12 月略微上升



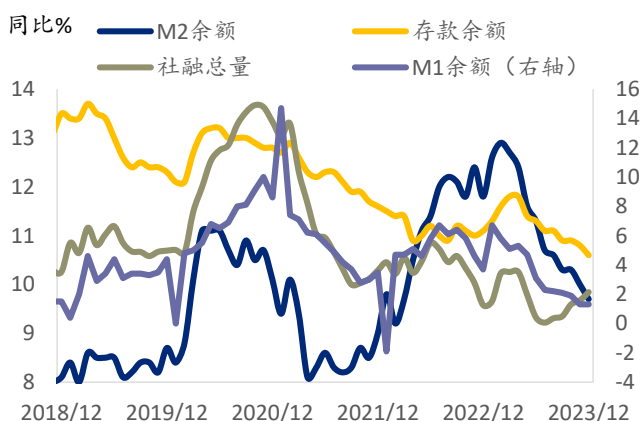
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 14: 抵押补充贷款去年 12 月重启



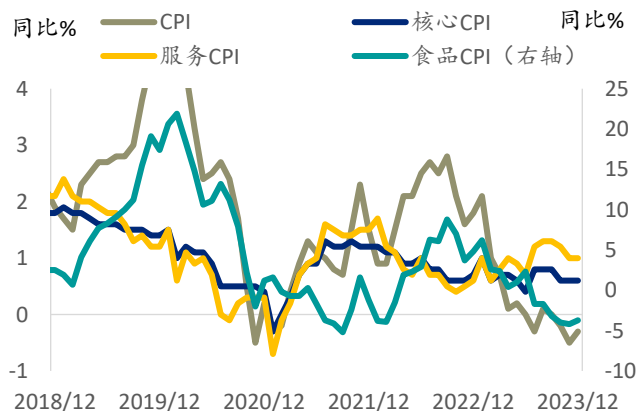
资料来源: 中指居民置业意愿调查, 浦银国际

图表 15: 信贷数据全面不及预期, 尤其 M1 增速维持在较低水平上



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 16: 食品价格因为猪肉周期下行是拖累 CPI 的主要原因, 核心价格同比连续三个月维持在 0.6%



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 17: 我们预计今年上半年有两次 25 个基点的降准, 一次在春节前



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 18：近期相关报告列表

时间	标题
2024 年 1 月 5 日	月度宏观洞察：静候佳音
2023 年 12 月 15 日	11 月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱
2023 年 12 月 13 日	中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑
2023 年 11 月 7 日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023 年 10 月 18 日	三季度经济增速数据好于预期。政策或进入“边走边看”模式
2023 年 10 月 6 日	国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023 年 9 月 15 日	央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？
2023 年 9 月 13 日	城中村改造对经济的影响有多大？
2023 年 9 月 1 日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023 年 8 月 9 日	7 月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力
2023 年 8 月 2 日	央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 25 日	7 月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置
2023 年 7 月 20 日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023 年 7 月 19 日	促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持
2023 年 7 月 11 日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？
2023 年 7 月 7 日	汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文頌

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

