# 中国宏观经济月报

2023/1/18

中国宏观经济研究员 阎奕锦
010-66555831
yijin_yan@chiefgroup.com

## 经济恢复动能边际走弱

### 事件：

1月17日，国家统计局公布2023年12月及全年主要经济数据：

1.全年GDP录得126.1万亿元，实际同比增长5.2%。其中，一产增加值9.0万亿元，实际同比增长4.1%；二产增加值48.3万亿元，增长4.7%；三产增加值68.8万亿元，增长5.8%。分季度看，Q1同比增长4.5%，Q2同比增长6.3%，Q3同比增长4.9%，Q4同比增长5.2%。

2.12月社会消费品零售总额同比增长7.4%（前值为10.1%），环比增长0.42%（往年同期均值为0.7%）。

3.12月工业增加值同比增长6.8%（前值为6.6%），环比增长0.52%（往年同期均值为0.51%）。

4.全年固定资产投资同比增长3.0%，其中，制造业投资同比增长6.5%（前值为6.0%），基建投资累计同比增长8.2%（前值为8.0%），房地产开发投资同比-9.6%（前值为-9.4%）。

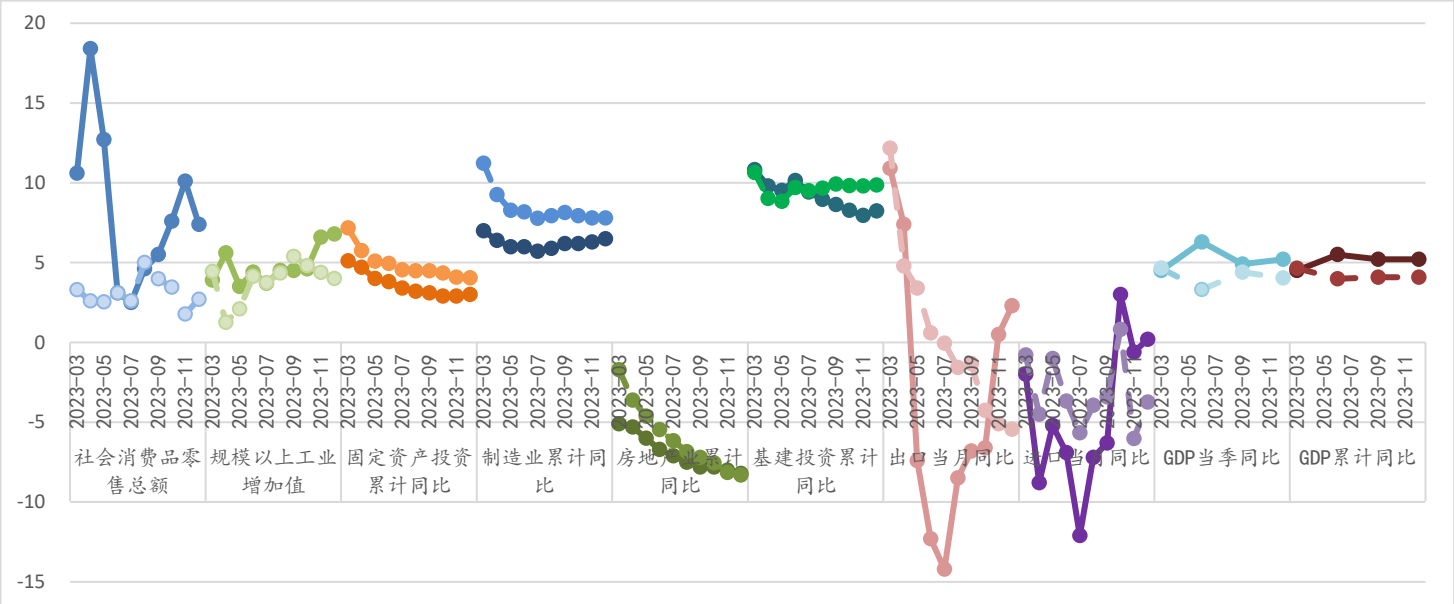
### 经济数据呈现以下特点：

- **全年经济恢复增长，Q4增长动能边际减弱**

虽然全年GDP实际同比增速5.2%，Q1同比增长4.5%，Q2同比增长6.3%，Q3同比增长4.9%，Q4同比增长5.2%；但高于5%的增速是在2022年仅3%的低基数基础上实现的。剔除基数效应，折合为两年平均增速，全年GDP实际同比增长4.1%，四个季度增速分别为4.6%，3.3%，4.4%和4.0%。之前增速从高到底的排序Q2> Q4> Q3> Q1，经调整后完全颠倒过来，变为Q1> Q3> Q4> Q2。后者与环比增速表现完全一致，四个季度环比增速分别为2.1%，0.6%，1.5%和1.0%，排序也

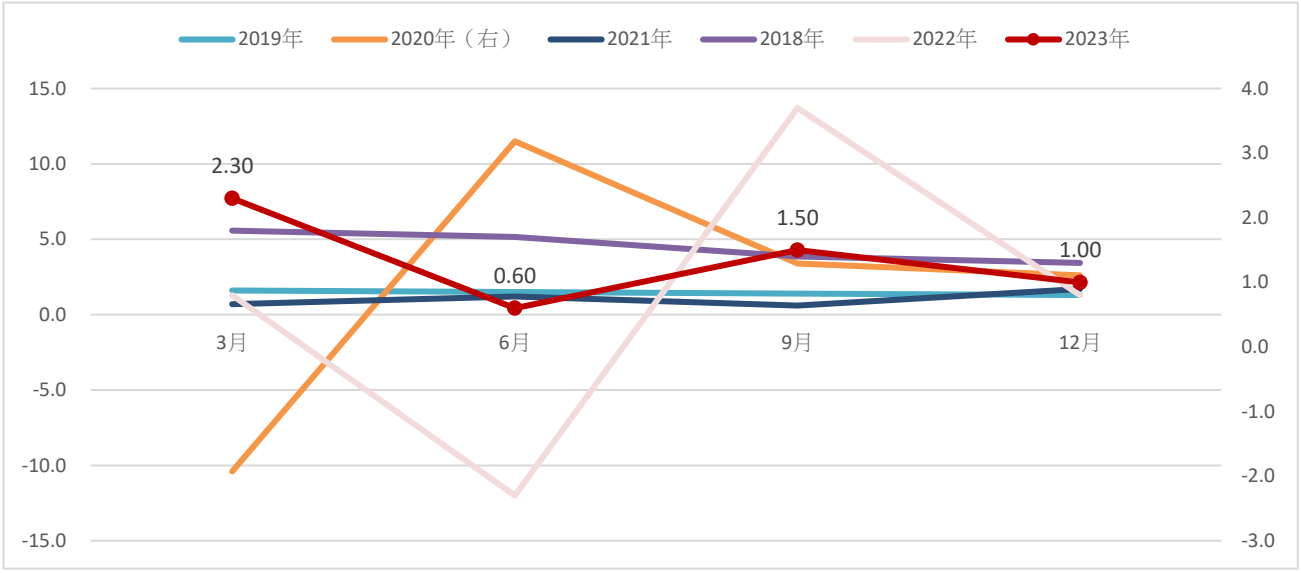
为 Q1> Q3> Q4> Q2。同比、环比增速均指向全年经济较上年恢复增长，但 Q4 经济增长动能较 Q3 减弱。从 PMI 等景气指标和其他高频指标的走势中也可以得到同一结论。

**图表 1：主要经济指标当年与两年平均数据**




资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

**图表 2：GDP 环比增速**




资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 3：主要经济指标热力图

| | GDP | | 景气度（PMI指数） | | 就业 | 需求 | | | | | | | | 物价 | | 金融 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 当季同比 | 两年平均 | 制造业 | 非制造业 | 失业率 | 社消费品零 | 工业增加值 | 固定资产投 | 制造业 | 房地产业 | 基建 | 出口 | 进口 | CPI | PPI | 社融 | M0 | M1 | M2 |
| 2021-01 | | | 51.3 | 52.4 | 5.4 | | | | | | | 10.0 | 6.0 | (0.3) | 0.3 | 13.0 | (3.9) | 14.7 | 9.4 |
| 2021-02 | | | 50.6 | 51.4 | 5.5 | | | 1.0 | (3.0) | 5.8 | (0.7) | 23.0 | 13.1 | (0.2) | 1.7 | 13.3 | 4.2 | 7.4 | 10.1 |
| 2021-03 | 18.3 | 5.1 | 51.9 | 56.3 | 5.3 | 6.3 | 6.2 | 2.7 | (1.5) | 6.3 | 3.0 | 10.2 | 17.1 | 0.4 | 4.4 | 12.3 | 4.2 | 7.1 | 9.4 |
| 2021-04 | | | 51.1 | 54.9 | 5.1 | 4.3 | 6.8 | 3.7 | 0.3 | 7.6 | 3.3 | 16.7 | 11.0 | 0.9 | 6.8 | 11.7 | 5.3 | 6.2 | 8.1 |
| 2021-05 | | | 51.0 | 55.2 | 5.0 | 4.5 | 6.6 | 4.0 | 1.3 | 7.8 | 3.3 | 11.0 | 12.9 | 1.3 | 9.0 | 11.0 | 5.6 | 6.1 | 8.3 |
| 2021-06 | 7.9 | 5.7 | 50.9 | 53.5 | 5.0 | 4.9 | 6.5 | 4.5 | 2.6 | 7.4 | 3.5 | 15.0 | 19.0 | 1.1 | 8.8 | 11.0 | 6.2 | 5.5 | 8.6 |
| 2021-07 | | | 50.4 | 53.3 | 5.1 | 3.6 | 5.6 | 4.2 | 2.6 | 7.2 | 2.7 | 12.8 | 12.8 | 1.0 | 9.0 | 10.7 | 6.1 | 4.9 | 8.3 |
| 2021-08 | | | 50.1 | 47.5 | 5.1 | 1.5 | 5.4 | 4.2 | 3.1 | 6.8 | 2.3 | 17.0 | 14.3 | 0.8 | 9.5 | 10.3 | 6.3 | 4.2 | 8.2 |
| 2021-09 | 4.9 | 5.0 | 49.6 | 53.2 | 4.9 | 3.8 | 5.0 | 4.0 | 3.6 | 6.3 | 2.0 | 18.3 | 15.3 | 0.7 | 10.7 | 10.0 | 5.5 | 3.7 | 8.3 |
| 2021-10 | | | 49.2 | 52.4 | 4.9 | 4.6 | 5.2 | 3.9 | 4.0 | 6.0 | 1.9 | 18.6 | 12.3 | 1.5 | 13.5 | 10.0 | 6.2 | 2.8 | 8.7 |
| 2021-11 | | | 50.1 | 52.3 | 5.0 | 4.4 | 5.4 | 3.9 | 4.7 | 5.6 | 1.6 | 21.1 | 17.2 | 2.3 | 12.9 | 10.1 | 7.2 | 3.0 | 8.5 |
| 2021-12 | 4.0 | 5.3 | 50.3 | 52.7 | 5.1 | 3.1 | 5.8 | 3.9 | 5.4 | 5.0 | 1.8 | 19.5 | 13.4 | 1.5 | 10.3 | 10.3 | 7.7 | 3.5 | 9.0 |
| 2022-01 | | | 50.1 | 51.1 | 5.3 | | | | | | | 24.2 | 19.9 | 0.9 | 9.1 | 10.5 | 18.5 | (1.9) | 9.8 |
| 2022-02 | | | 50.2 | 51.6 | 5.5 | | | 12.2 | 20.9 | 4.7 | 8.6 | 6.3 | 10.5 | 0.9 | 8.8 | 10.2 | 5.8 | 4.7 | 9.2 |
| 2022-03 | 4.8 | 11.5 | 49.5 | 48.4 | 5.8 | (3.5) | 5.0 | 9.3 | 15.6 | 1.8 | 10.5 | 14.3 | 0.7 | 1.5 | 8.3 | 10.5 | 10.0 | 4.7 | 9.7 |
| 2022-04 | | | 47.4 | 41.9 | 6.1 | (11.1) | (2.9) | 6.8 | 12.2 | (1.9) | 8.3 | 3.5 | 0.2 | 2.1 | 8.0 | 10.2 | 11.5 | 5.1 | 10.5 |
| 2022-05 | | | 49.6 | 47.8 | 5.9 | (6.7) | 0.7 | 6.2 | 10.6 | (3.2) | 8.2 | 16.2 | 3.5 | 2.1 | 6.4 | 10.5 | 13.5 | 4.6 | 11.1 |
| 2022-06 | 0.4 | 4.3 | 50.2 | 54.7 | 5.5 | 3.1 | 3.9 | 6.1 | 10.4 | (4.2) | 9.2 | 17.1 | 0.1 | 2.5 | 6.1 | 10.8 | 13.9 | 5.8 | 11.4 |
| 2022-07 | | | 49.0 | 53.8 | 5.4 | 2.7 | 3.8 | 5.7 | 9.9 | (5.2) | 9.6 | 18.2 | 1.8 | 2.7 | 4.2 | 10.7 | 13.9 | 6.7 | 12.0 |
| 2022-08 | | | 49.4 | 52.6 | 5.3 | 5.4 | 4.2 | 5.8 | 10.0 | (6.2) | 10.4 | 7.5 | 0.1 | 2.5 | 2.3 | 10.5 | 14.3 | 6.1 | 12.2 |
| 2022-09 | 3.9 | 4.5 | 50.1 | 50.6 | 5.5 | 2.5 | 6.3 | 5.9 | 10.1 | (6.6) | 11.2 | 5.5 | 0.1 | 2.8 | 0.9 | 10.6 | 13.6 | 6.4 | 12.1 |
| 2022-10 | | | 49.2 | 48.7 | 5.5 | (0.5) | 5.0 | 5.8 | 9.7 | (7.3) | 11.4 | (0.4) | (0.7) | 2.1 | (1.3) | 10.3 | 14.4 | 5.8 | 11.8 |
| 2022-11 | | | 48.0 | 46.7 | 5.7 | (5.9) | 2.2 | 5.3 | 9.3 | (8.3) | 11.6 | (9.0) | (10.6) | 1.6 | (1.3) | 10.0 | 14.1 | 4.6 | 12.4 |
| 2022-12 | 2.9 | 3.6 | 47.0 | 41.6 | 5.5 | (1.8) | 1.3 | 5.1 | 9.1 | (8.4) | 11.5 | (10.0) | (7.4) | 1.8 | (0.7) | 9.6 | 15.3 | 3.7 | 11.8 |
| 2023-01 | | | 50.1 | 54.4 | 5.5 | | | | | | | (10.5) | (21.3) | 2.1 | (0.8) | 9.4 | 7.9 | 6.7 | 12.6 |
| 2023-02 | | | 52.6 | 56.3 | 5.6 | | | 5.5 | 8.1 | (5.1) | 12.2 | (1.3) | 4.2 | 1.0 | (1.4) | 9.9 | 10.6 | 5.8 | 12.9 |
| 2023-03 | 4.5 | 4.6 | 51.9 | 58.2 | 5.3 | 10.6 | 3.9 | 5.1 | 7.0 | (5.1) | 10.8 | 14.8 | (1.4) | 0.7 | (2.5) | 10.0 | 11.0 | 5.1 | 12.7 |
| 2023-04 | | | 49.2 | 56.4 | 5.2 | 18.4 | 5.6 | 4.7 | 6.4 | (5.3) | 9.8 | 8.5 | (7.9) | 0.1 | (3.6) | 10.0 | 10.7 | 5.3 | 12.4 |
| 2023-05 | | | 48.8 | 54.5 | 5.2 | 12.7 | 3.5 | 4.0 | 6.0 | (6.0) | 9.5 | (7.5) | (4.5) | 0.2 | (4.6) | 9.5 | 9.6 | 4.7 | 11.6 |
| 2023-06 | 6.3 | 3.3 | 49.0 | 53.2 | 5.2 | 3.1 | 4.4 | 3.8 | 6.0 | (6.7) | 10.1 | (12.3) | (6.8) | 0.0 | (5.4) | 9.0 | 9.8 | 3.1 | 11.3 |
| 2023-07 | | | 49.3 | 51.5 | 5.3 | 2.5 | 3.7 | 3.4 | 5.7 | (7.1) | 9.4 | (14.3) | (12.2) | (0.3) | (4.4) | 8.9 | 9.9 | 2.3 | 10.7 |
| 2023-08 | | | 49.7 | 51.0 | 5.2 | 4.6 | 4.5 | 3.2 | 5.9 | (7.5) | 9.0 | (8.7) | (7.3) | 0.1 | (3.0) | 9.0 | 9.5 | 2.2 | 10.6 |
| 2023-09 | 4.9 | 4.4 | 50.2 | 51.7 | 5.0 | 5.5 | 4.5 | 3.1 | 6.2 | (7.8) | 8.6 | (6.8) | (6.3) | 0.0 | (2.5) | 9.0 | 10.7 | 2.1 | 10.3 |
| 2023-10 | | | 49.5 | 50.6 | 5.0 | 7.6 | 4.6 | 2.9 | 6.2 | (7.8) | 8.3 | (6.6) | 3.0 | (0.2) | (2.6) | 9.3 | 10.2 | 1.9 | 10.3 |
| 2023-11 | | | 49.4 | 50.2 | 5.0 | 10.1 | 6.6 | 2.9 | 6.3 | (8.0) | 8.0 | 0.5 | (0.6) | (0.5) | (3.0) | 9.4 | 10.4 | 1.3 | 10.0 |
| 2023-12 | 5.2 | 4.0 | 49.0 | 50.4 | 5.1 | 7.4 | 6.8 | 3.0 | 6.5 | (8.1) | 8.2 | 2.3 | 0.2 | (0.3) | (2.7) | 9.5 | 8.3 | 1.3 | 9.7 |

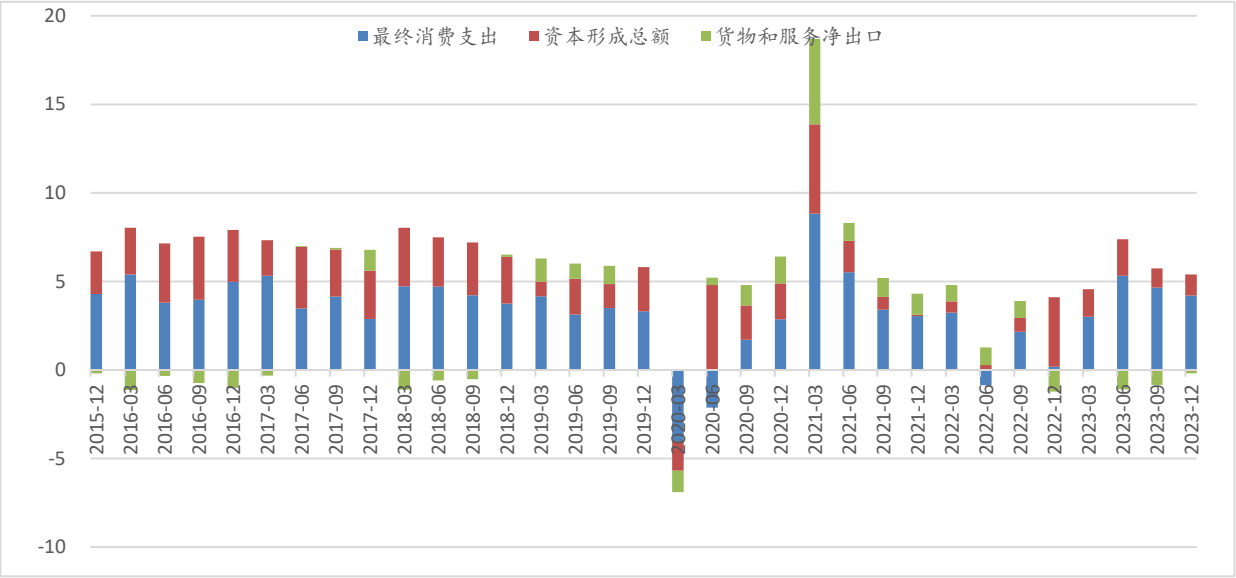
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

- **三驾马车中，消费成为经济增长的第一拉动力，资本形成次之，净出口的拉动由正转负。**

全年最终消费支出对 GDP 增长的拉动为 4.3%，资本形成的拉动为 1.5%，货物和服务净出口的拉动为-0.6%，消费对经济增长的贡献为 82.5%，成为经济增长的第一拉动力；净出口的拉动及贡献从前两年的正值转为负值。

与消费——特别是服务消费——对 GDP 增长拉动显著提升相呼应，从产业角度看，第三产业对经济的拉动提升至 3.1%，其中，批发零售、金融业、信息传输软件和信息技术服务业三大行业合计贡献一半左右，交通运输仓储和邮政业、住宿和餐饮业贡献也较上年显著改善，房地产业贡献继续为负。第二产业对经济的拉动小幅提升 0.4 个百分点，至 1.8%。

图表 4：三大需求对 GDP 当季同比增长的拉动




资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

- **消费温和恢复，但消费意愿和消费能力有待提振**

2023 年全年社会消费品零售同比增长 7.2%，两年平均增速为 3.4%。其中，商品零售同比增长 5.8%，餐饮收入同比增长 20.4%，两年平均增速分别为 3.1%和 6.2%。

12 月社零同比增长 7.4%，较上月低 2.7 个百分点，两年平均增速为 2.7%；环比提升 0.9 个百分点。其中，商品零售同比增长 4.8%，餐饮收入同比增长 30.0%，两年平均增速分别为 2.3%和 5.7%。

消费呈现特征有：

一、消费处于恢复之中，服务消费增长势头更强，商品消费较为疲弱。文化旅游市场持续火热，带动住宿、餐饮、交通、文旅等服务消费快速增长。

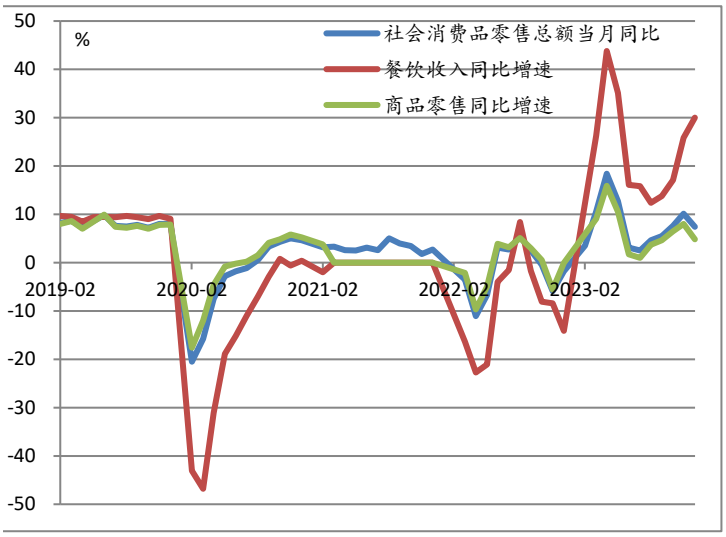
二、在居民消费倾向转变和消费降级等的带动下，必需品类消费持续优于耐用品消费。

三、受房地产业低迷的影响，建筑装潢、家电、家具等房地产相关商品销售持续疲弱。

四、汽车消费在新能源车的带动下有所恢复，石油类商品在油价和需求等因素的作用下韧性较强。

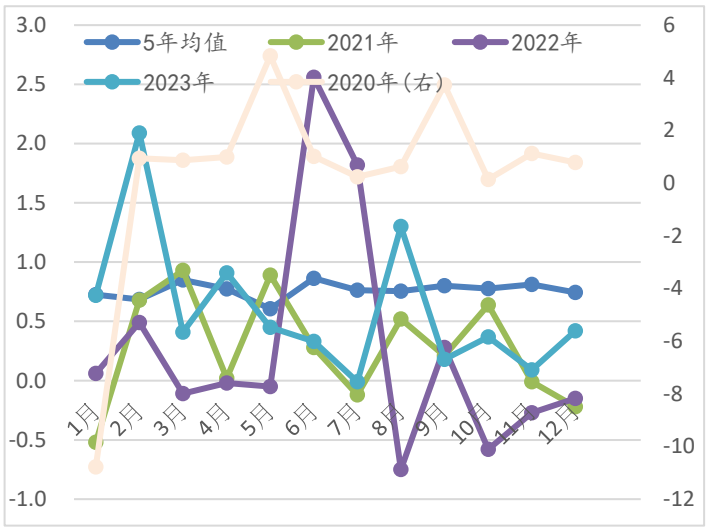
五、疫情发生以来，消费增速显著下台阶，从疫情前的 8%左右降至疫情后的 4%左右。在收入增速下降和房产、股票等金融资产的负财富效应等因素的共同作用下，消费能力和消费意愿不强，消费增速中枢难以显著抬升。

图表 5：社会消费品零售总额增速



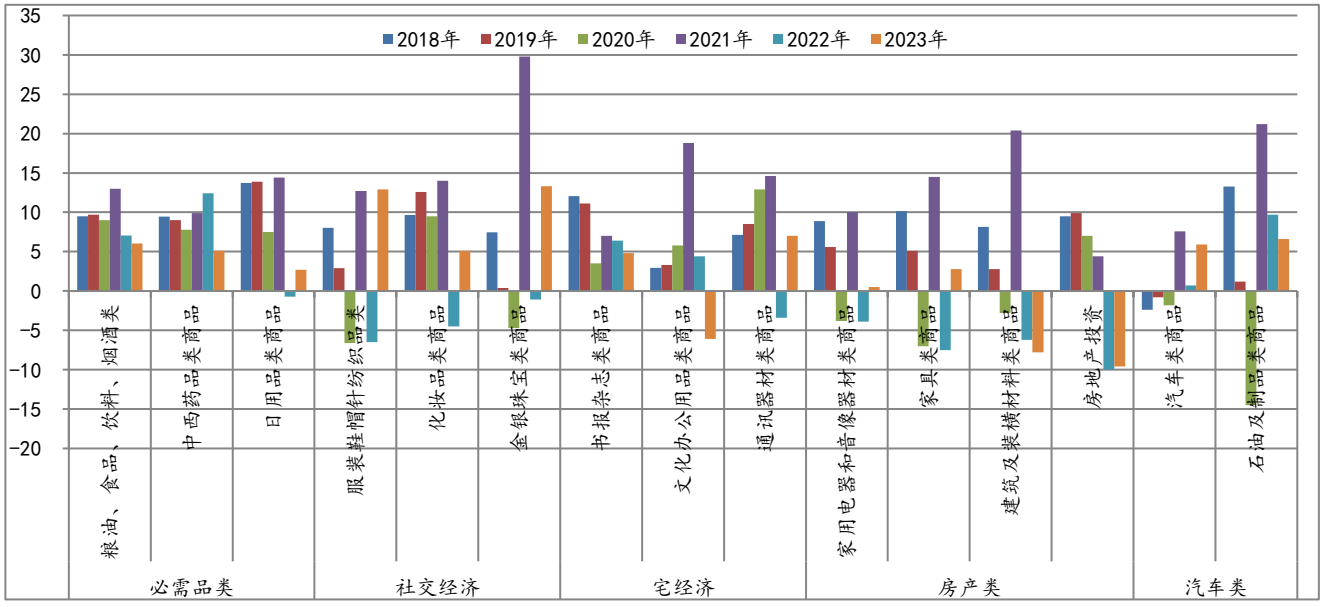

资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 6：消费环比增速



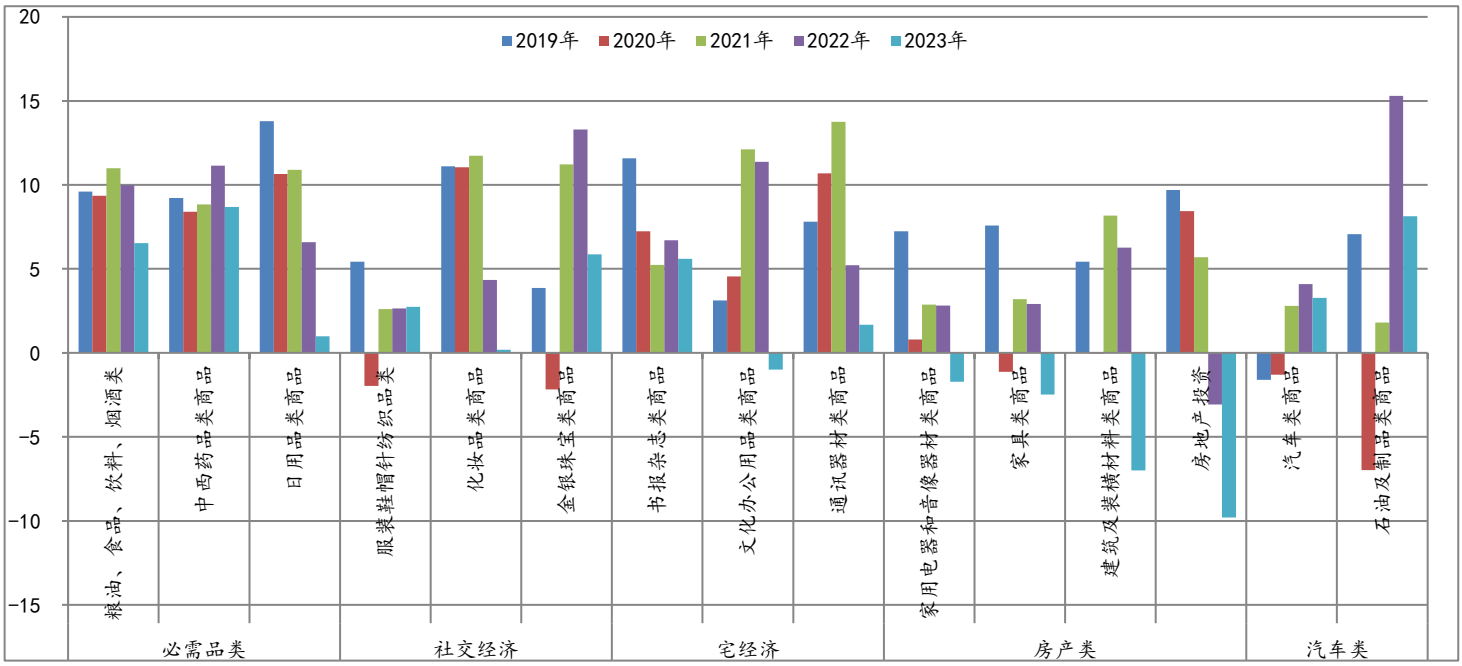

资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 7：各类商品销售增速(年度同比)




资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 8：各类商品销售增速(两年平均增速)




资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

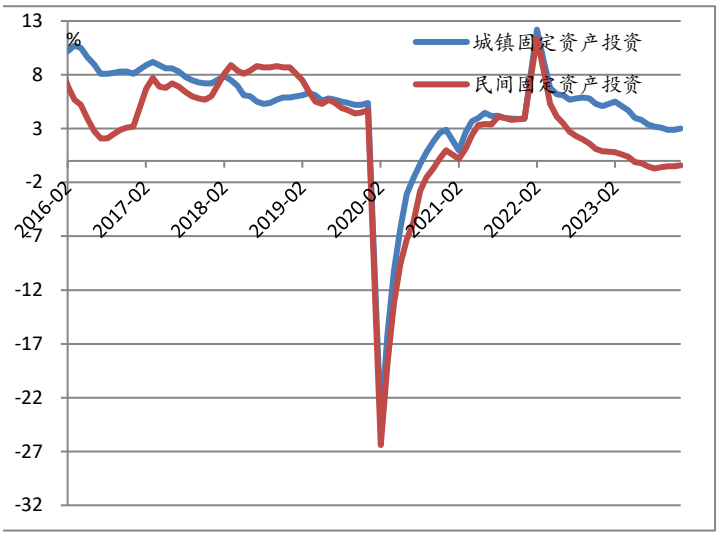
- **基建和制造业投资继续支撑总投资增长，房地产投资负向拉动力依然较强**

2023 年全国城镇固定资产投资同比增长 3.0%，两年平均增速为 4.0%，较上年低 0.7 个百分点。

在增发国债等财政支持下，基建投资维持较高增速，2023 年同比增长 8.2%，两年同比增长 9.9%，是投资增长的重要支撑。其中，制造业同比增长 6.5%，两年同比增长 7.8%，全年增速呈回落走势；房地产投资的负向拉动依然较大，同比增速为-8.1%，两年同比增速为-8.3%。

国企是投资增速的主要贡献者。民间投资机会及意向均较低，民间投资当年同比增速和两年平均增速均在 0 值附近。

图表 9：全国固定资产投资同比增速

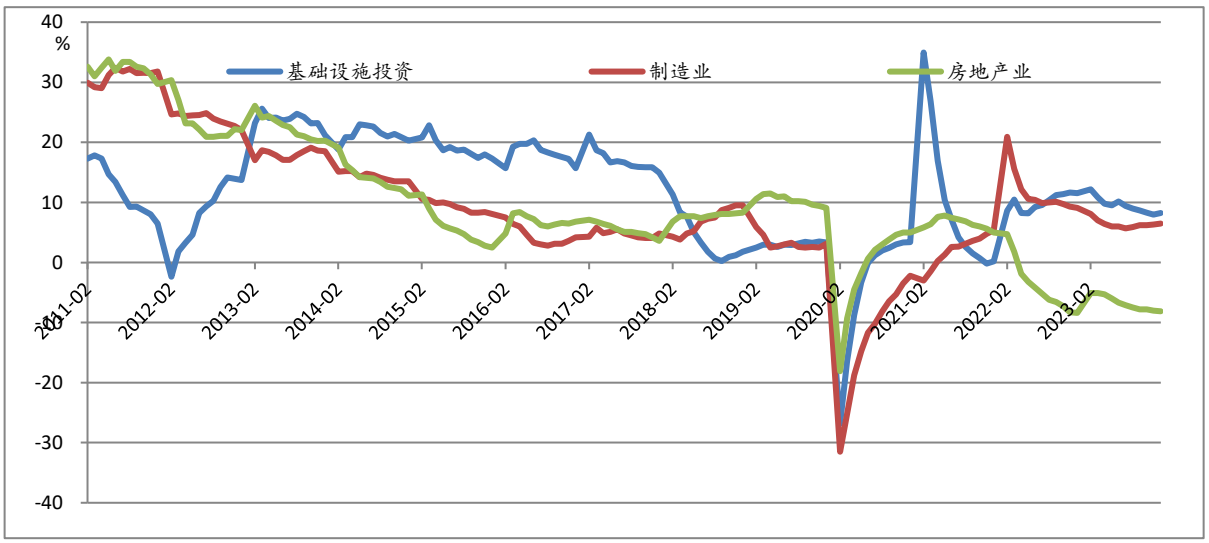



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 10：分三大产业固定资产投资增速

资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

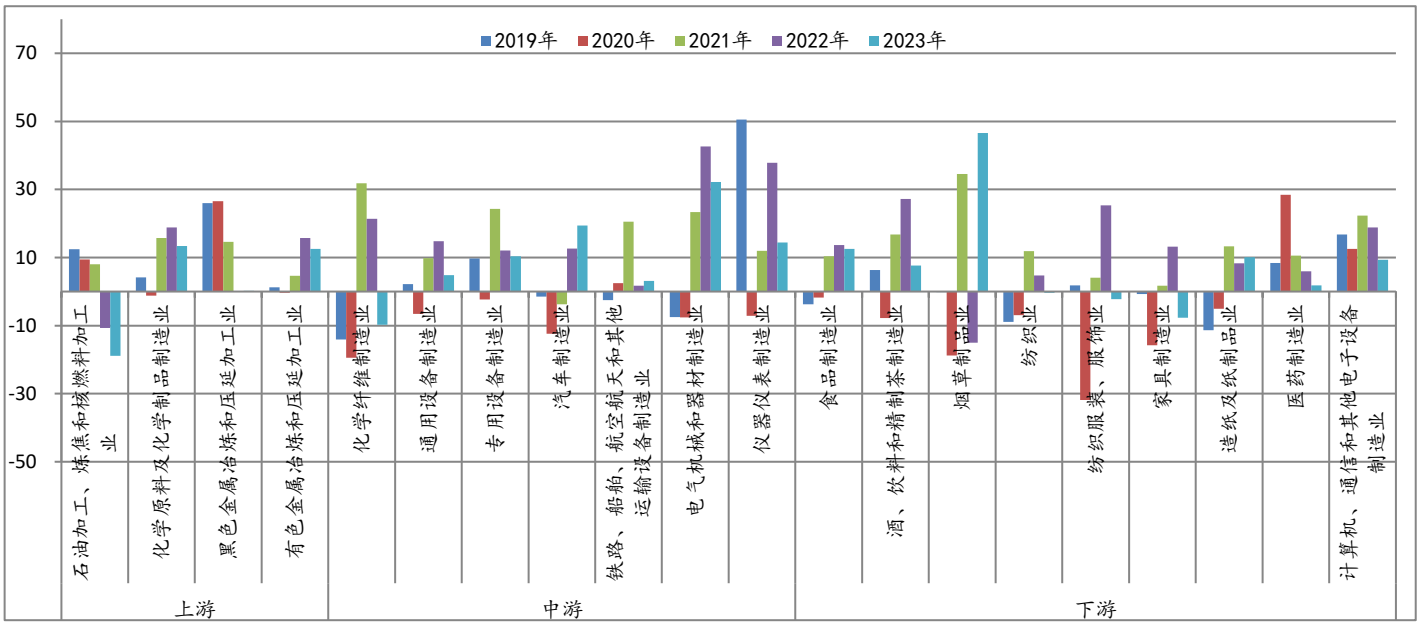
图表 11：基建和制造业投资对固定资产投资形成较强支撑




资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

在制造业中，无论上游、中游，还是下游行业，投资增速较上年普遍回落，但汽车行业增速逆势回升，显示出汽车行业强劲的景气度。电气机械和器材制造业、化学原料和化学制品制造业、计算机通信和其他电子设备制造业增速依然较高，与行业增加值表现相吻合。

图表 12：各类商品销售增速(两年平均增速)



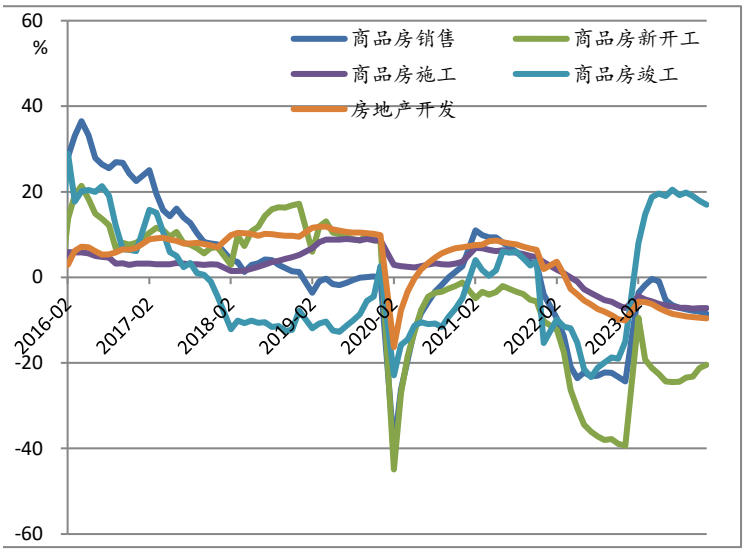

资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

**房地产业继续下滑，库存显著提升**

2023 年房地产开发投资同比增速为-9.6%，与上年的-10%接近。销售增速-8.5%，降幅较上年的-24.5%收窄。新开工增速-20.4%，施工增速-7.2%，竣工增速 17%；高竣工增速与低销售、低新开工增速结合使得商品房待售面积显著增加，增速从 2021 年的 2.4%升至 2022 年的 10.5%，2023 年继续升至 17.9%。

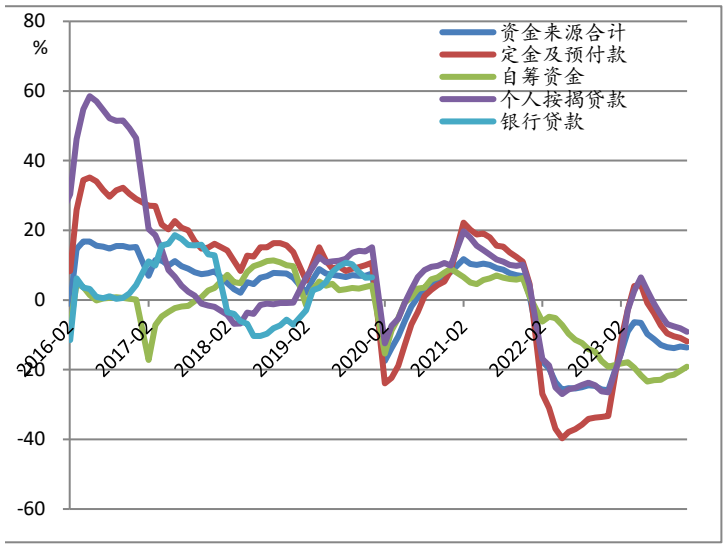
在北京、上海“调整普通住房认定标准、将比首付比例、降低房贷利率下限”政策的带动下，12 月中下旬地产销售有所增加。但政策的影响时间较短，进入 2024 年之后，前两周 30 城地产销售显著回落，并低于往年同期数值。在人口年龄结构、房子供需结构等经济基本面因素转变、居民购房意愿和能力下降等的大背景下，支持政策的效果较为有限。

图表 13：房地产活动情况




资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 14：房地产开发资金来源增速



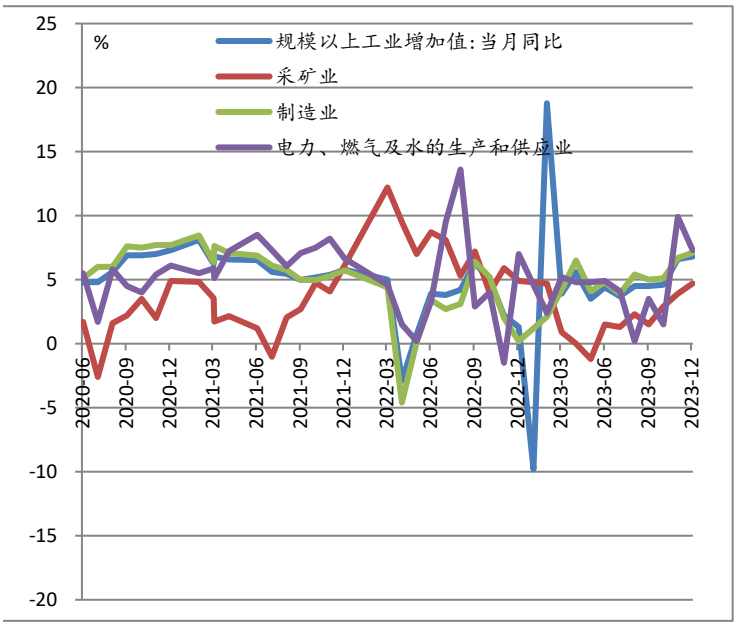

资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

- **工业增加值动能年末有所减弱**

全年规模以上工业增加值同比增长 4.6%，较上年提升 1.0 个百分点。12 月规模以上工业增加值同比增长 6.8%，较前值高 0.2 个百分点；但两年平均增速为 4.0%，较前值低 0.4 个百分点。环比增长 0.52%，较前值低 0.35 个百分点。从当年同比数据看年末有所恢复，但剔除基数效应后恢复动能有所减弱。

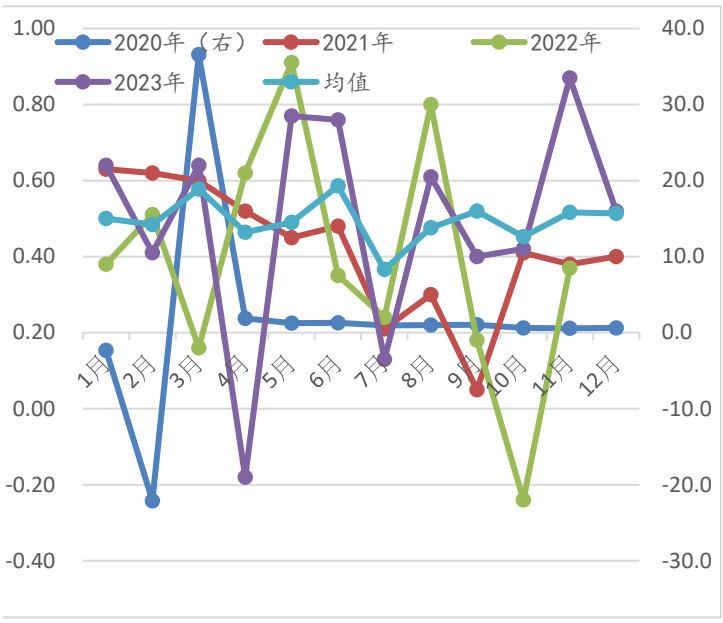
从行业看，各行业增速普遍回落，但电机制造、化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延业继续保持 10%左右的较高增速。汽车制造业年末增速下降较为明显，从上月的 12.5%降至 6.3%，受其影响，黑色金属冶炼及压延业也从 7.2%降至 2.4%；纺织服装、加剧制造业、医药制造等行业增速则继续为负。

图表 15：工业增加值增速




资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 16：工业增加值环比增速



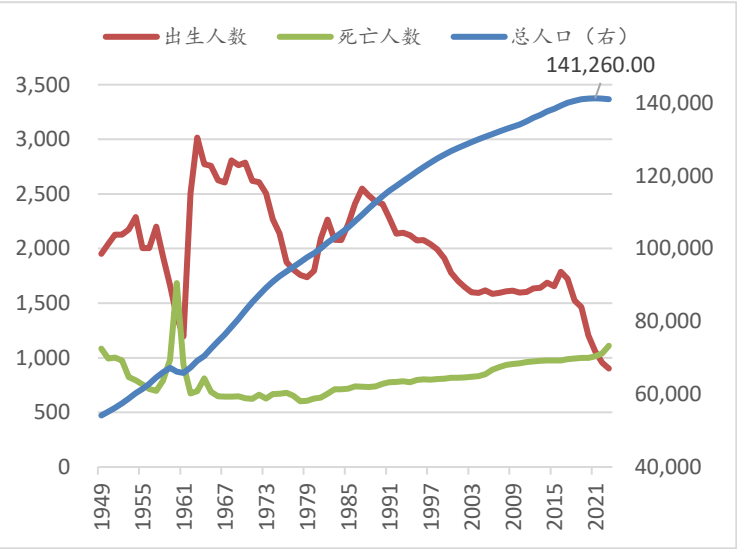

资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

- **出生人口和总人口双双继续回落**

2023 年出生人口 902 万人，死亡人口 1110 万人，总人口减少 208 万人，继上年减少 85 万人之后，继续从 2021 年的 14.126 亿人的高点回落。

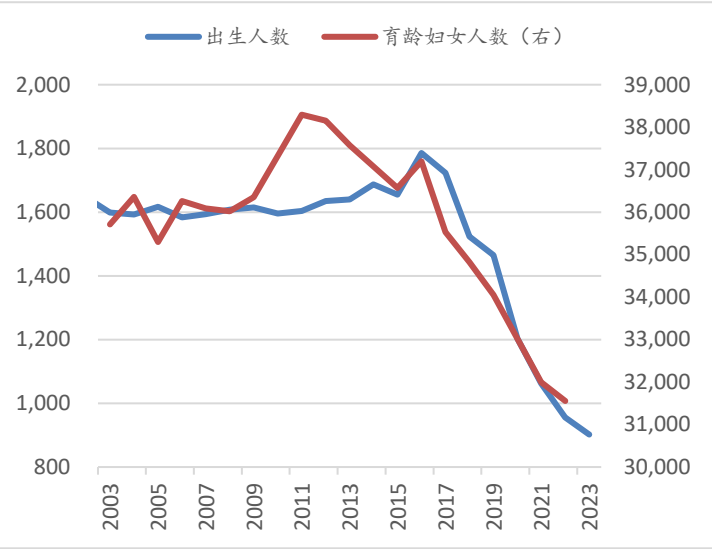
在出生人口趋势性回落和死亡人口趋势性增长的共同作用下，人口总数的下降速度也将持续提升。人口老龄化、少子化导致的相应的经济社会结构性变化和问题将日益凸出。

图表 17：出生人口和总人口双双回落




资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 18：出生人口数随育龄妇女人数回落而回落



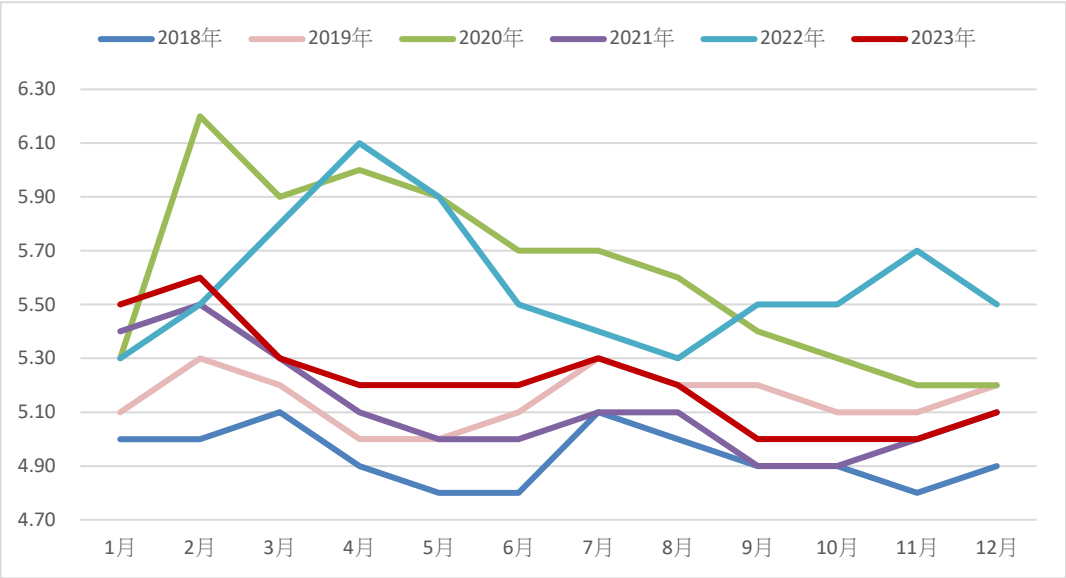

资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

- **就业状况改善，但青年就业压力仍然较大**

2023 年城镇调查失业率为 5.2%，较上年下降 0.4 个百分点。12 月失业率为 5.1%，环比高 0.1 个百分点。

统计局第一次公布的不包含在校生的 16-24 岁、25-29 岁、30-59 岁劳动力调查失业率分别为 14.9%、6.1%和 3.9%，显示青年就业压力仍然较大。

图表 19：失业率变动




资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

- 小结

- 2023 年全年经济较上年恢复增长，Q4 增长动能边际有所减弱。
- 全年维持生产、供给强于需求的格局，导致物价增速持续处于低位，好多经济指标名义增速低于实际增速，在一定程度上挤压了企业利润，抑制了生产经营活动。
- 在消费中，服务消费增长强于商品消费。疫情发生以来，消费增速显著下台阶，从疫情前的 8%左右降至疫情后的 4%左右。在收入增速下降和房产、股票等金融资产的负财富效应等因素的共同作用下，消费能力和消费意愿不强，消费增速的增长中枢难以显著抬升。
- 基建投资和制造业投资支撑投资增速，房地产负向拉动依然较强，高竣工、低销售、低开工推升商品房库存。
- 在出生人口趋势性回落和死亡人口趋势性增长的共同作用下，人口总数的下降速度将加快。2021 年录得 14.126 亿人的人口数量峰值后，2022 年减少 85 万人，2023 年继续减少 208 万人，之后在相当一段时期内人口减少数量将呈趋势性增长走势。

## 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：（1）该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；（2）该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的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。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和征价。本公司及本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。


| 香港 | 北京 | 上海 | 深圳 |
| --- | --- | --- | --- |
| **香港致富证券有限公司**<br>香港德辅道中 308 号<br>富卫金融中心 11 楼<br>电话：（852）25009228<br>传真：（852）25216893 | **香港致富证券有限公司北京代表处**<br>北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层<br>电话：（8610）66555862<br>传真：（8610）66555831 | **香港致富证券有限公司上海代表处**<br>上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室<br>电话：（8621）38870772<br>传真：（8621）58799185 | **香港致富证券有限公司深圳代表处**<br>深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼<br>电话：（86755）33339666<br>传真：（86755）33339665 |

网址：www.chiefgroup.com.hk