

上银基金一周早知道 | 2023 年国民经济数据重磅解读来了!

主讲人介绍



罗项天

上银基金权益投研部研究员

本科毕业于中国人民大学金融学专业，硕士毕业于伦敦大学学院金融学专业。擅长追踪行业趋势并自上而下进行投资研判，目前主要研究方向为光伏、储能、银行等行业。

一、市场概况

上周（1.15-1.19）A股大幅震荡、多空拉锯，三大指数周线三连阴，上证指数-1.72%、深证成指-2.33%、创业板指-2.60%、沪深300指数-0.44%。北向资金全周累计净流出234.94亿元。

二、重点关注

1、2023 年经济数据：依旧处于恢复通道

第一，2023 年中国 GDP 同比 5.2%，顺利实现全年“5%左右”的增长目标。扣除基数影响的 GDP 两年复合增速为 4.1%，对应中央经济工作会议所总结的“经

济恢复发展的一年”。简单来说，经济较 2022 年 GDP 同比的 3%来说初步走出谷底，但尚未完全修复至潜在增长水平，所以是“恢复发展”。如会议所述，需要克服一些困难和挑战以“进一步推动经济回升向好”。

第二，从年内节奏来看，2023 年单季 GDP 两年复合增速分别为 4.7%、3.3%、4.4%、4.0%，即经济已度过年内低点，但四季度有一定程度回踩。这与同期 PMI 数据、月度数据走势基本吻合。在前期报告中，我们推测和新一轮化债背景下部分省市基建投资短期受约束有关。从最新情况来看，广义财政增量逐渐上来，年末增发国债资金陆续落地，PSL 重启将形成对这一过程的对冲。

第三，2023 年名义 GDP 增速为 4.6%，年度平减指数为-0.54%，名义增长偏低是 2023 年经济恢复发展、微观压力仍然存在的原因之一。因为企业盈利同时取决于量价，而企业盈利低增会影响再投资；同时，价格偏低会对消费和投资倾向存在抑制。从季度名义增长两年复合增速来看，四个季度分别为 6.9%、4.4%、4.8%、3.3%，其中四季度部分包含大宗商品价格调整的扰动，但稳定需求端仍是关键。从经济学逻辑看，稳定名义增长重在扩大总需求，推动总需求不低于总供给。如中央经济工作会议所述，“着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资”。

第四，其余年度数据中，值得关注的一是人口数据，2023 年我国人口总量连续第二年下降，同时老龄化加速推进。2023 年，我国 60 岁以上人口占比超 20%，正式步入中度老龄化社会。参考日本在中度老龄化时期的经济表现，呈现低增长、低通胀的特征。结构上，医疗等服务需求升温，服装、耐用品需求下降，消费更注重性价比。向前看，伴随少子老龄化加快，我国人口结构将从纺锤形逐步演化为金字塔形。青壮年劳动力占比持续下滑，导致劳动力群体内部年龄结构老化。不过在未来近 10 年内，我国仍处在人口红利期，30-40 岁和 50-60 岁群体维持高位，劳动力资源仍相对充足。同时，由于受教育水平提升以及城镇化率持续推进，我国质量型、配置型人口红利也不断提升。从全球范围来看，全球劳动力增长的红利正逐步消退，在 2034 年之前，中国大陆青壮年劳动力占比依然高于美国、欧洲、日本，我国人口红利仍相对占优。

第五，从代表边际变化的 12 月单月数据来看，对比近月中枢属中规中矩。六大口径数据中，社零增速环比是过去四个月最快的；服务业生产指数高于前值；

工业增加值环比增速低于 11 月，但高于 9-10 月；出口环比处于季节性均值下的中性水平；固定资产投资尚可，但其中地产投资表观增速继续下探；地产销售同比亦继续减速，扣除基数因素后低位徘徊。简单来看，出口和消费较有韧性，没有对 12 月经济形成拖累；短期经济问题主要是地产销售和投资偏弱。

第六，12 月工业增加值同比 6.8%，高于前值的 6.6%。其中包含低基数影响；环比的 0.52%大致中性，低于前值的 0.87%，好于 9-10 月的 0.4%左右。从主要工业产品来看，同比增长较快的包括去年同期基数较低的汽车、智能手机、集成电路等；从绝对量来看，11-12 月汽车、手机产量均创新高。传统工业部门偏弱，水泥产量在低基数下增速只有-0.9%，映射建筑业需求偏弱；原煤、粗钢、乙烯等原材料类产量增速亦明显较低，与同期大宗价格调整背景下原材料去库存或有一定关系。

第七，12 月社零同比 7.4%，两年复合增速、环比均高于前值。表观同比增速较快的包括餐饮、服装、金银珠宝、体育娱乐、通讯器材、化妆品等。2023 年的消费需求之间分化明显，对于年度同比 7.2%（两年复合增速 3.4%）来说，地产消费需求是主要拖累，家电、家具、装潢在负增长基数背景下的同比依然只有 0.5%、2.8%、-7.8%；部分可选消费恢复程度尚可，服装同比 12.9%，汽车、手机分别为 5.9%、7.0%。

第八，12 月固定资产投资单月同比 4.0%，高于前值；环比的 0.09%则处于下半年次低位。环比同比特征背离与 11 月环比偏高形成的基数有一定关系。从两年复合增速看，12 月固定资产投资单月 4.8%，属于下半年偏高位。在固定资产投资主要分项中，制造业、基建同比均高于前值；同比低于前值的主要是地产投资。

第九，从 12 月地产主要指标看，竣工单月增速有所上升；销售、新开工、施工、投资完成额则不同程度低于前值。地产产销两端偏弱是一个事实；不过基数也是一个原因。地产投资单月两年复合增速为-12.3%，大致处于 9 月与 11 月之间的水平；地产销售单月两年复合增速为-22.7%，大致与 11 月持平。简单来看，没有证据显示地产压力在继续深化，但可确认的是尚未出现明显好转，目前处于低位徘徊状态。

第十，整体来看，2023 年经济数据没有预期外冲击。从 12 月单月数据来看，

除地产销售投资继续低位徘徊之外，其余数据基本稳定，至少环比前期没有明显负向变化。从外部流动性环境来看，10年期美债收益率1月均值和去年12月基本持平。从国内流动性环境来看，DR007等指标也基本平稳。权益市场1月以来的调整可能与微观预期偏弱有关。去年底的中央经济工作会议亦明确指出“有效需求不足”和“社会预期偏弱”的问题，会议指出需要“在政策实施上强化协同联动、放大组合效应”。

2、12月社融信贷数据：注重内需偏弱问题，结构有待改善

（1）人民币信贷：总量同比少增，结构边际改善

12月信贷总量增加11700亿元，同比少增2401亿元。延续居民端小幅多增、企业少增特点，居民短贷增幅较大，票据融资占比下降，结构边际改善。

居民中长贷增长仍弱、短贷同比多增。12月居民贷款同比多增468亿元，其中居民中长贷在低基数下同比少增403亿元；居民短贷同比多增872亿。居民贷款当前特点或反映居民短期现金需求较2022年同期有所回升，但购房和按揭贷款需求依旧低迷。

企业短贷+票据冲量现象边际放缓，但实体需求或尚未实质好转。企业贷款新增8916亿元，同比少增3721亿元。由于2022年基数效应，企业中长贷同比少增3498亿元，但与2018-2022年同期均值相比，依然保持了较高规模增长。表内票据融资同比多增351亿元，12月票据转贴现利率总体先低后高，3M转贴现利率一度位于0附近，或反映12月信贷投放较弱，部分银行或仍有票据冲量需求。

总体来看，12月人民币信贷并无较多亮点，居民中长期贷款景气度偏低，反映经济依旧呈现弱修复；但企业中长贷仍存韧性和居民短贷回升一定程度上稳住信贷，总量没有低于预期。

（2）社融：国债发行推动社融总量同比多增

12月社融新增1.94万亿元，同比多增6342亿元，社融存量增速升至9.5%。政府债券为主要拉动项，企业债券、委托、信托贷款多增对冲表内信贷下降。2023年全年社融净增量为34万亿。

2023年增发国债已基本发行完毕，国债发行支撑12月社融高增。12月，社

融口径新增人民币贷款同比少增 3351 亿元。人民币信贷增量偏低的同时，化债或一定程度缩减存量。政府债券新增 9279 亿元，同比多增 6470 亿元。2023 年 12 月政府债券主要由国债组成，当月国债净融资额达 8476 亿元，万亿增发国债从财政端支撑了社融增长。根据 Wind 数据，2023 年国债净融资额共计 41248 亿元，若假设计划内国债净融资额与中央赤字匹配，即约为 31600 亿元，则计划外国债约有 9648 亿，由此推测万亿国债已基本发行结束。

企业债券融资延续改善，12 月企业债券融资同比少减 2262 亿，2022 年 12 月信用债取消发行和抛售压力较大，基数较低背景下本月读数回升明显。委托和信托贷款同比多增 1170 亿元，表外业务的收缩较 2022 年同期有所放缓。企业股票融资继续下滑；未贴现银行承兑汇票同比大幅减少，多减 1315 亿元。

（3）关注总量背后内需偏弱问题，宽货币可期

M1 增速与 11 月持平为 1.3%、M2 增速下降 0.3 个百分点至 9.7%。

居民存款同比少增，或继续向理财转移；财政存款同比少减。12 月居民存款同比少增 9123 亿元。2023 年居民存款少增量高于企业存款多增量，居民并未更多转向消费和投资，或指向存款向理财的“搬家”依然存在。企业存款同比多增 2341 亿元，企业存款虽同比读数多增，但不及近 5 年平均值。或反映企业 2022 年经历冲击至今营收修复仍缓慢。M2 增速下行或与信贷派生较弱有关。一方面，基本面和实体融资需求未见显著拐点；另一方面，政策起效有一定滞，万亿国债两批项目已下达，但资金使用到项目以及开始撬动配套信贷可能需等到 2024 年一季度。

社融增速总量增长背后仍揭示内需偏弱问题，政策发力窗口渐进。一季度降准降息概率有所增加。向后看，预计 2024 年货币总体稳中偏宽，因为稳增长或仍是经济工作重心，降准降息皆有空间。信用方面，预计 2024 年信贷投放节奏波动或降低。重大基建项目和“三大工程”有望成为 2024 年稳增长的抓手，财政和准财政工具或将继续为信贷增长提供支持。我们预计国债资金将于一-二季度形成实物工作量；预计 PSL 将从一季度开始逐渐形成实物工作量；也可重点关注两会之后长期特别国债的发行情况。

3、美国零售数据：超预期，3月降息预期进一步走弱

1月17日，美国商务部发布2023年12月美国零售额数据：零售销售环比升0.6%，预期升0.4%，前值升0.3%；核心零售销售（不含汽车）环比升0.4%，预期升0.2%，前值升0.2%。12月零售数据环比增速上行，高于市场预期。

市场反应：周三（1月17日）美股三大股指收跌，道琼斯指数、标普500指数、纳斯达克综合指数分别下跌0.3%、0.6%和0.6%。10年期国债收益率上行3bp至4.10%，2年期国债收益率上行12bp至4.34%。

12月美国零售数据环比增速超预期上行，零售、汽车等消费是主要贡献项。受12月圣诞假日影响，全美迎来消费旺季，零售消费环比增速明显升温，同时随着车企罢工影响逐渐消退，汽车消费持续回暖，但考虑到零售数据超预期主要是受圣诞假日的暂时性因素扰动，中长期来看，美国消费市场将维持降温趋势。

美国经济仍具有较强韧性，一季度或难达到降息的必要条件。1月以来陆续公布的超预期的非农、通胀以及零售数据，均指向美国经济仍具有较强韧性，预计一季度很难达到降息的必要条件，同时结合目前市场已经抢跑降息交易，短期内美债和美股市场或存在回调风险。据CME FedWatch显示，零售数据发布后，降息最早可能出现在今年3月，概率为55.7%，较数据发布前一日减少近1成。

三、每周一图

省区	已投产 万吨/年	2022年 万吨/年	2023年 万吨/年	下游应用领域
内蒙古	1.1	94.4	110.3	化工、交通、热电联供
新疆	2.07	0.14	6.4	化工、交通
甘肃	0.07	1.7	64.2	化工、交通、液氢
辽宁		6.6	4.7	化工、交通、储能、液氢
吉林	0.09	3.29	10.0	化工
宁夏	1.4	21.1		化工、交通
河北	0.48	0.24	91.4	化工、交通、储能
河南	0.02		1	交通、工业
山东	0.04		0.65	交通、综合加能站
黑龙江		0.11	58.6	化工
陕西		4.3	2.28	化工、交通
江苏			0.29	
天津			1.3	化工、交通
湖北			0.12	化工、交通
安徽	0.01			交通、热电联供
浙江	0.08			发电、热电联供
青海	0.02			
合计	5.4	131.8	351.5	

资料来源：政府官网、中国招标和采购网、国金证券研究所、数据截至

2023/12/22

氢气消纳主要集中在化工、钢铁、储能和交通四大领域。化工主要应用于合成氨、甲醇和炼油；钢铁用于冶炼；新能源一方面是储存电能，另一方面是新能源车的应用。

绿氢大规模应用将出现在光储氢平价点，现阶段正向全面平价点接近。新能源的大规模应用往往出现在其与原有能源的成本平价的时点之后，例如光伏行业的爆发是在 2018 年平价上网政策之后，对应看氢能行业的爆发拐点将出现在光储氢平价点之后。现阶段看，在新能源成本下行的背景下，阶段性的区域绿氢平价已实现，绿氢成本正在向全面平价点接近。此外，欧盟碳税已于 2023 年 10 月开启试运行，2026 年正式运行，碳税的落地将抬高原有灰氢成本，因而变相加速绿氢的平价进程。

以风光氢储一体化项目为导向，绿氢项目呈现高增长态势。当前国内已投产的绿氢项目规模达到 5.4 万吨，其中位于新疆库车的国内最大光伏制氢示范项目于 2023 年 8 月 30 日全面投产，绿氢工业化规模应用逐步开启，电解槽进入规模化验证时代。绿氢项目规划持续高增，近两年已立项的绿氢项目合计达到 483.31 万吨，绿氢项目将迎来落地放量。

多地发布绿氢生产补贴政策，给予制氢端前期发展保障。西北部地区拥有丰富的风光资源，绿氢项目多集中于此，其中，内蒙古、宁夏、吉林、甘肃、青海、新疆均出台了相应的绿氢产能规划，加总规划量至 2025 年达到 100 万吨，除规划外，内蒙古、吉林、甘肃、新疆等多地区也发布了绿氢生产补贴政策，补贴额最高高达 10 元/kg，预计后续其他地区有望逐步跟进出台相关政策，规划指引叠加补贴保障，制氢端迎大发展机遇。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，并根据自身的投资目标、投资期限、投资经验、资产状况等因素选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。行业、指数过往业绩不代表基金业绩表现，也不作为基金未来表现的承诺。