

云开雾散曙光现

高善文

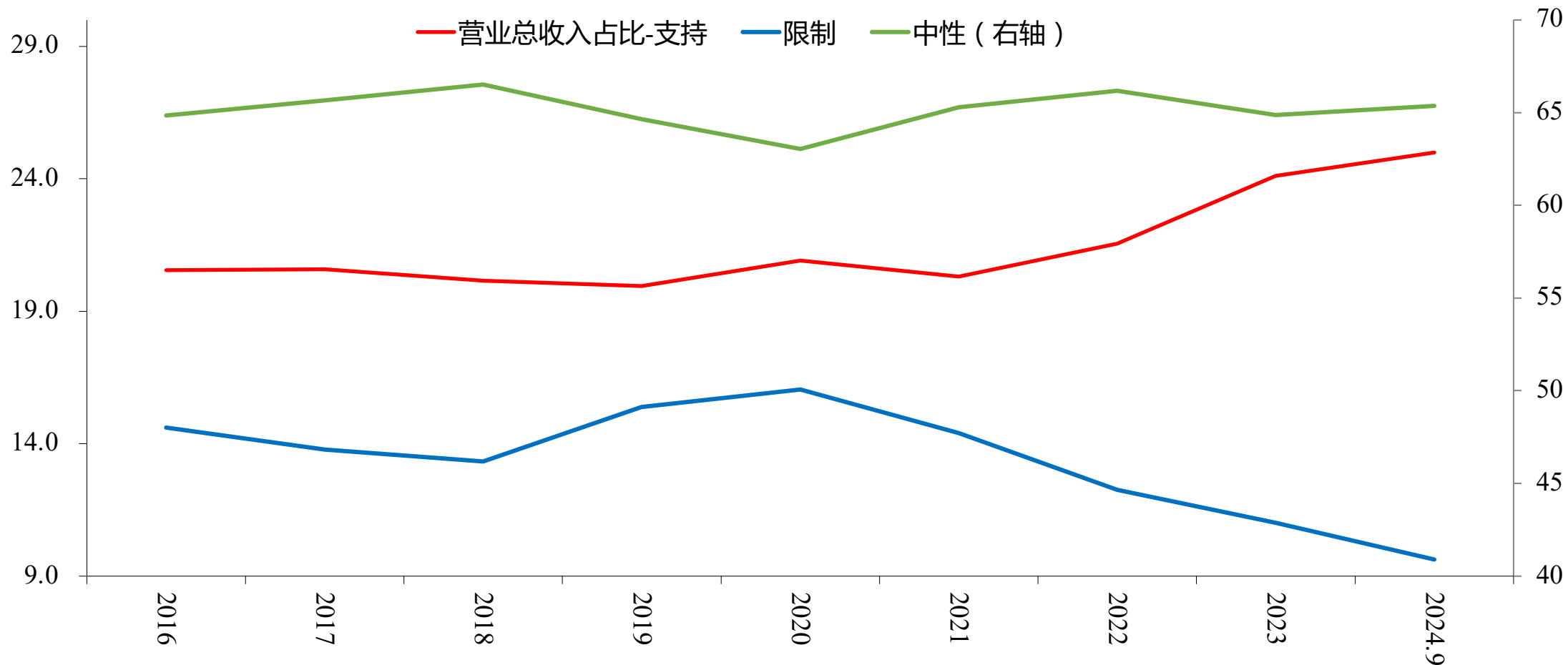
2024年12月



- 转型取得积极进展,但周期性压力超过了成长的烦恼
- 疫情以来消费疲弱,居民对收入增长缺乏信心
- 就业数据的疑点
- 总量数据的乖离

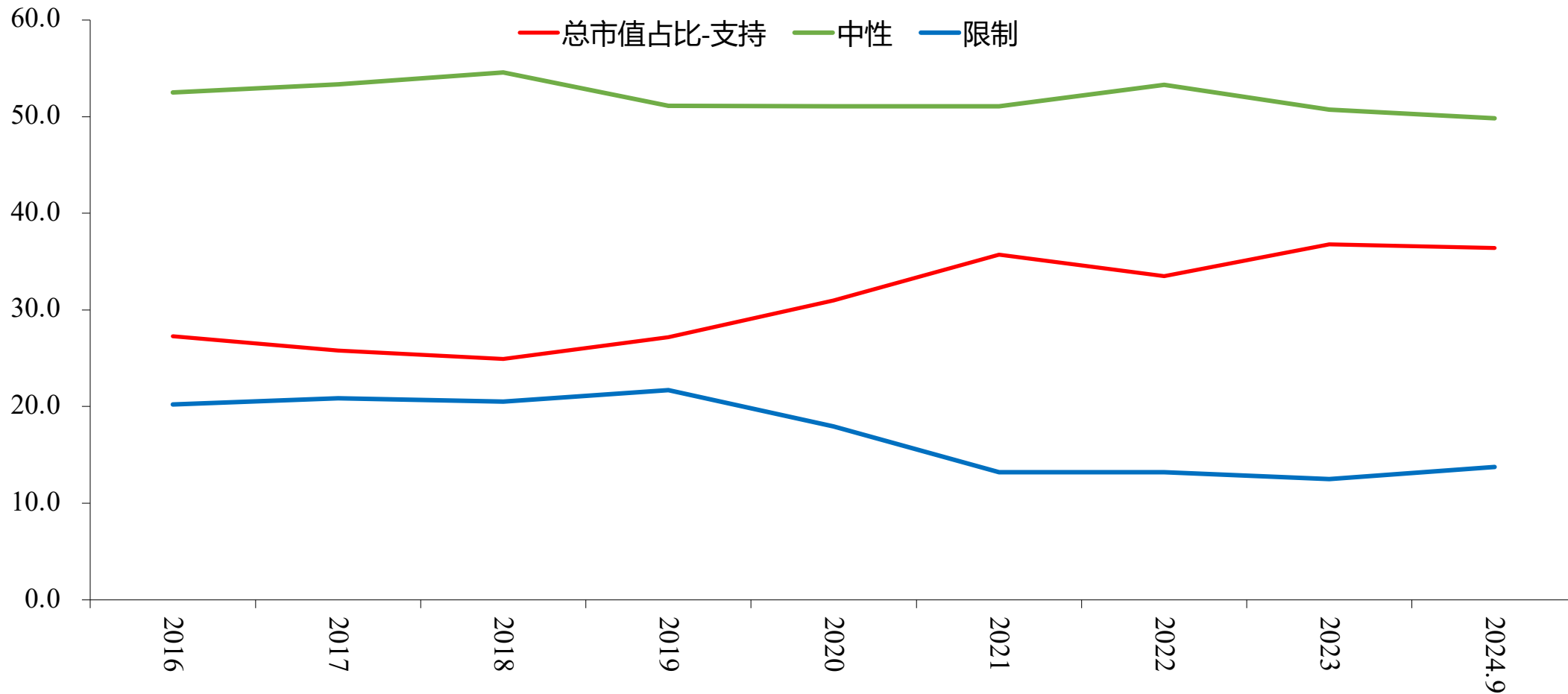
	申万一级行业	股票个数（截至2024.7）
支持	电力设备 电子 机械设备 国防军工 汽车 计算机 通信	2341
中性	商贸零售 社会服务（不包括教育） 基础化工 钢铁 有色金属 建筑材料 家用电器 纺织服饰 轻工制造 农林牧渔 食品饮料 医药生物 公用事业 交通运输 煤炭 石油石化 环保 美容护理	2638
限制	房地产 非银金融 传媒 教育（二级行业） 中概股（房地产 保险 媒体 软件与服务）	A股342，中概股131（没有国企）

营业总收入占比，%



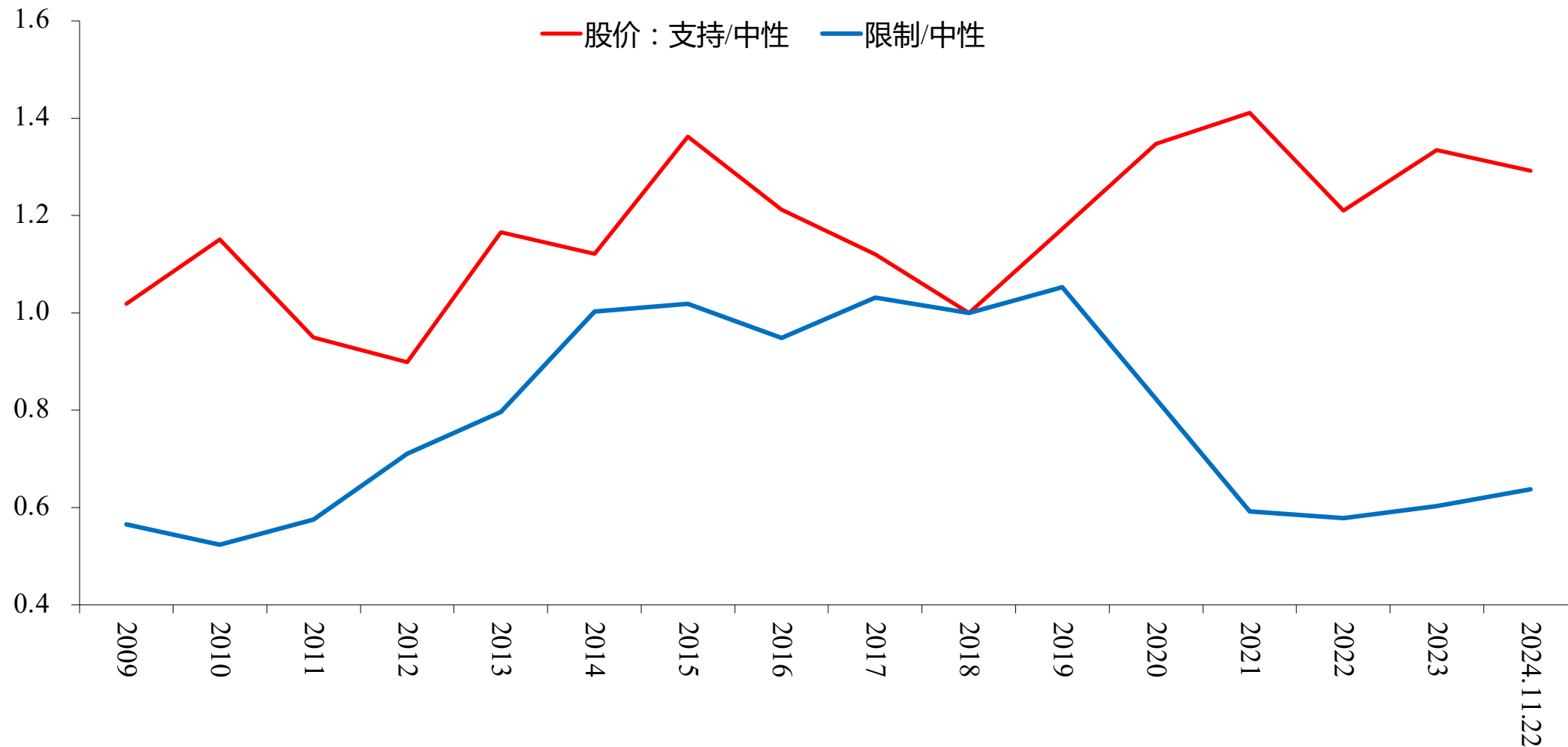
数据来源：使用固定样本计算，Wind，国投证券

总市值占比, %



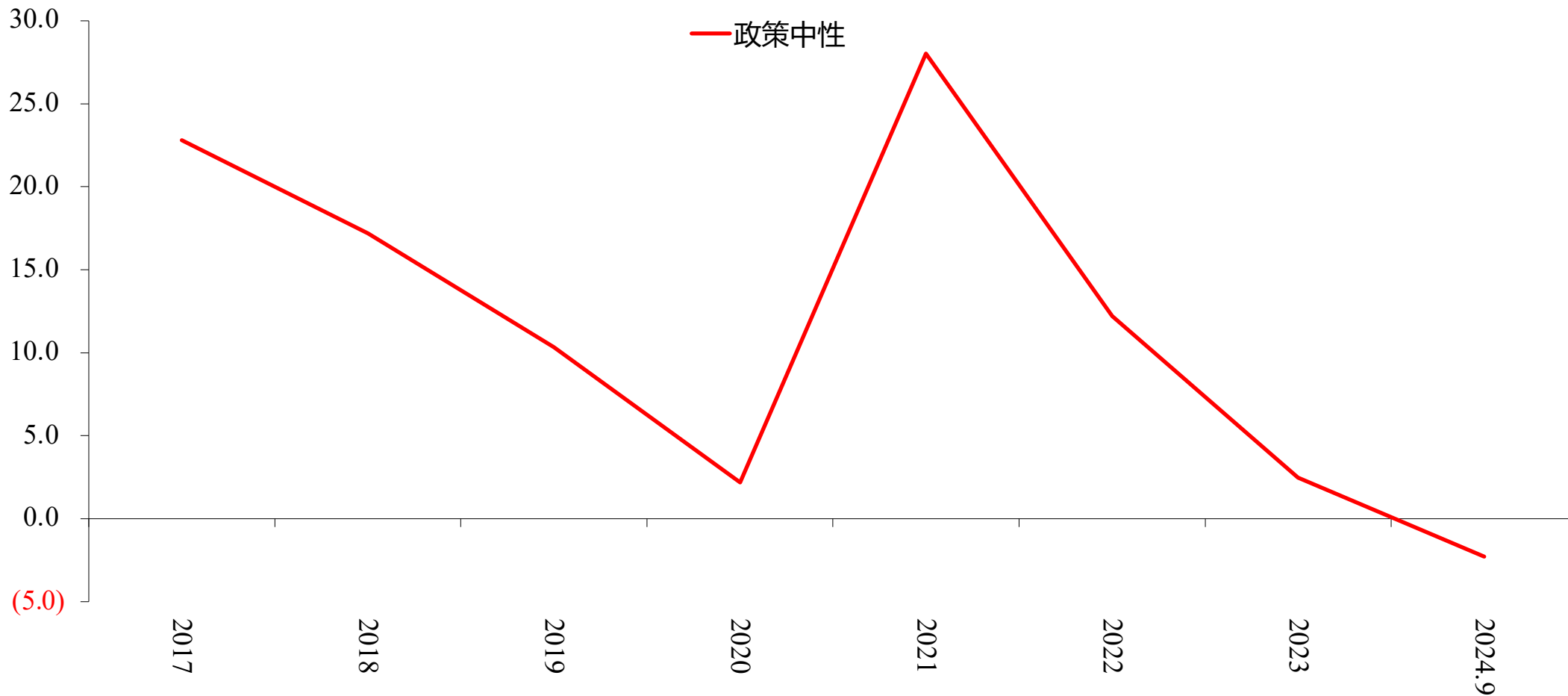
数据来源：使用固定样本计算，Wind，国投证券

股价，2018=1



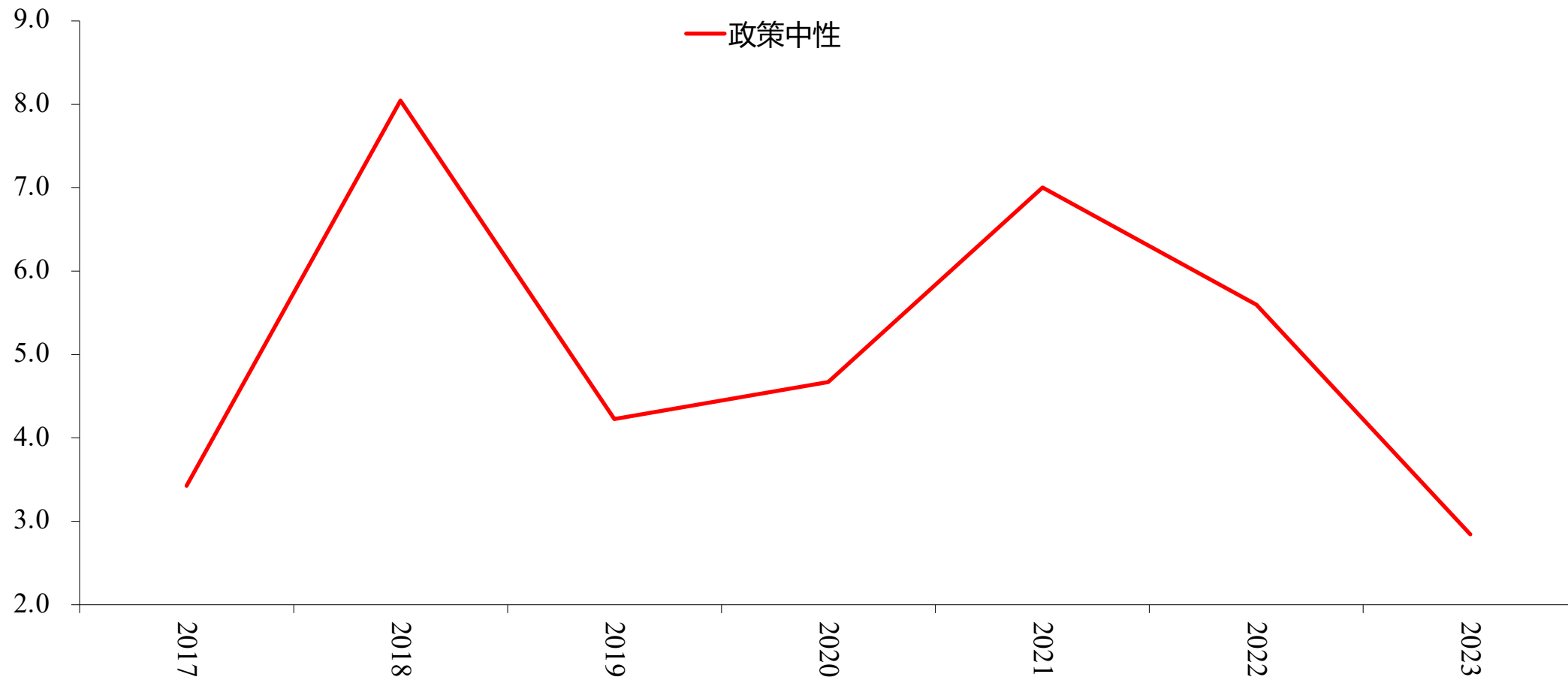
数据来源：使用固定样本计算，Wind，国投证券

中性行业-营业总收入增速，%



数据来源：使用固定样本计算，Wind，国投证券

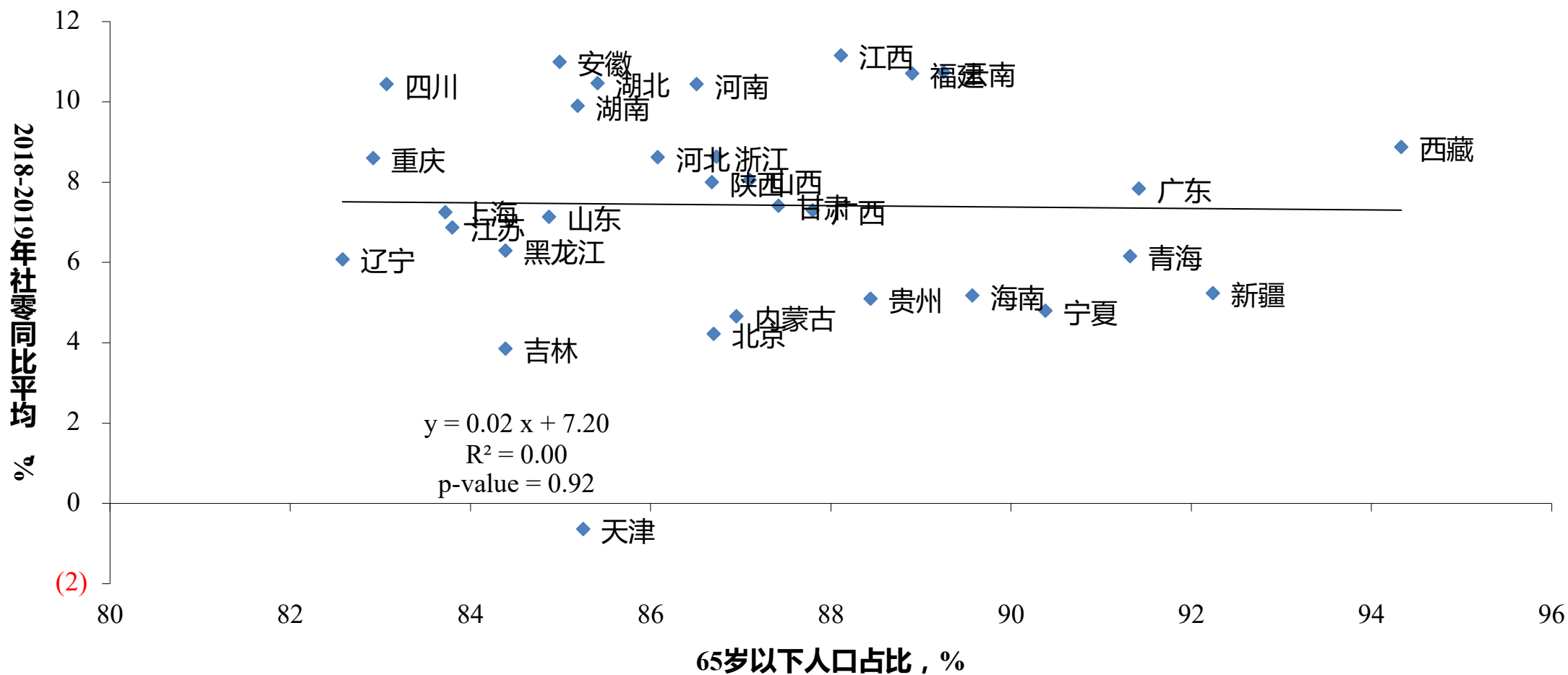
中性行业-员工总数增速，%



数据来源：使用固定样本计算，Wind，国投证券

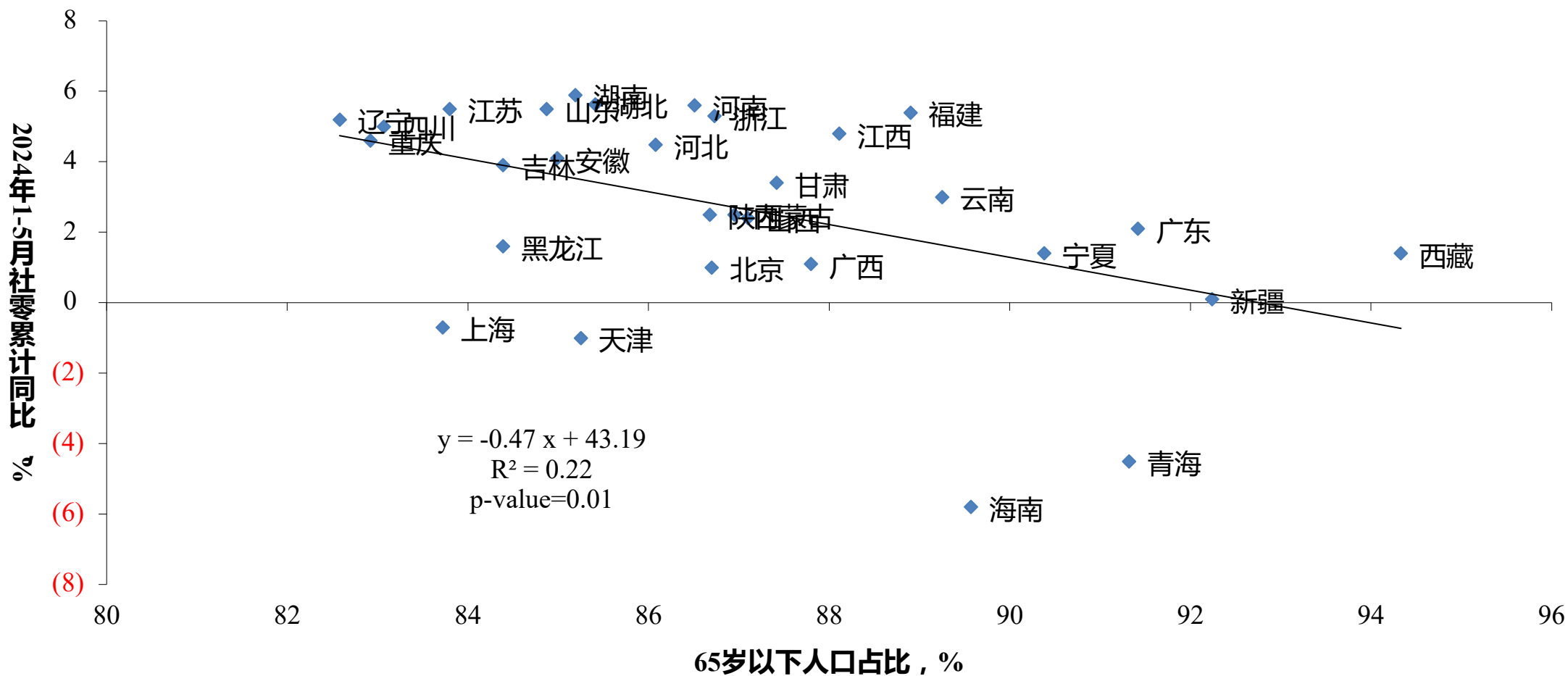
- 转型取得积极进展,但周期性压力超过了成长的烦恼
- 疫情以来消费疲弱,居民对收入增长缺乏信心
- 就业数据的疑点
- 总量数据的乖离

疫情前-年轻人占比与消费不相关



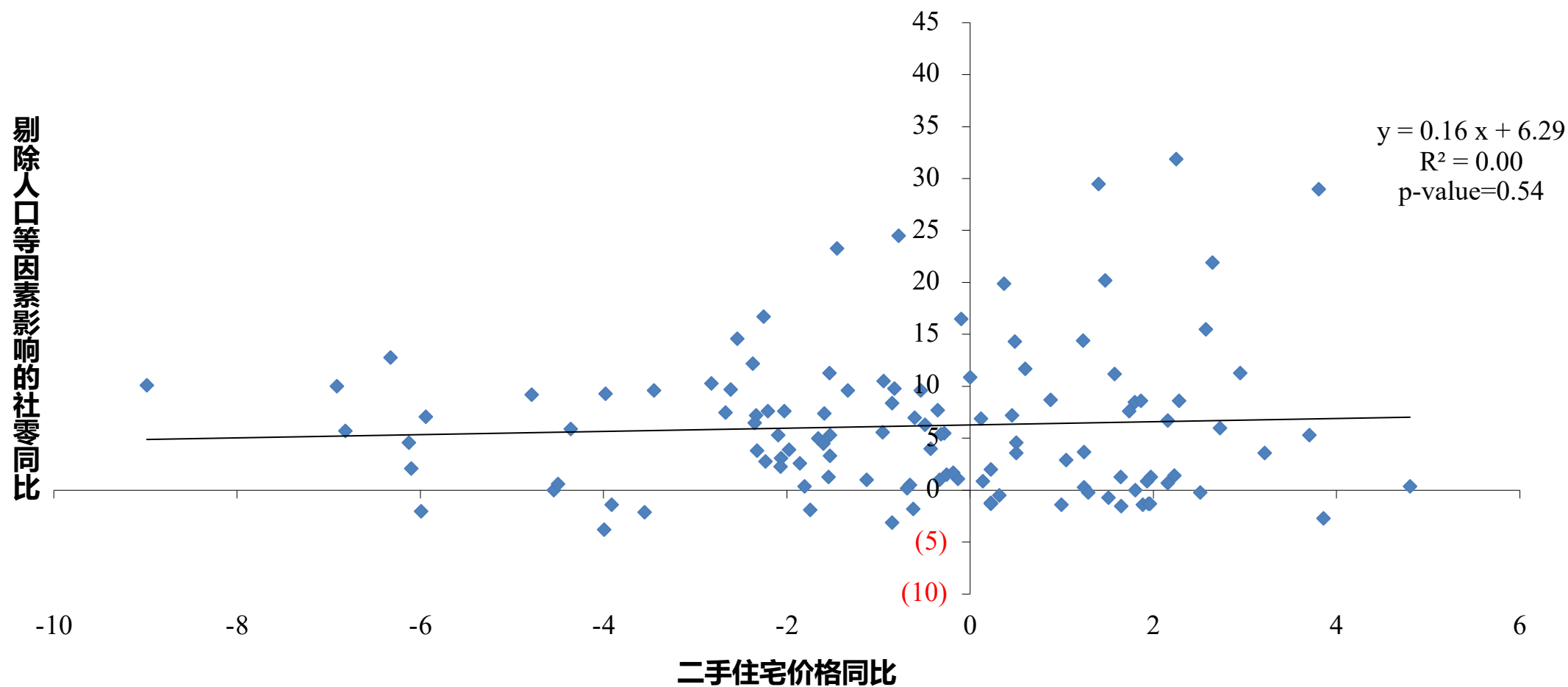
数据来源：Wind，国投证券

疫情后-年轻人占比越高的省份消费越差



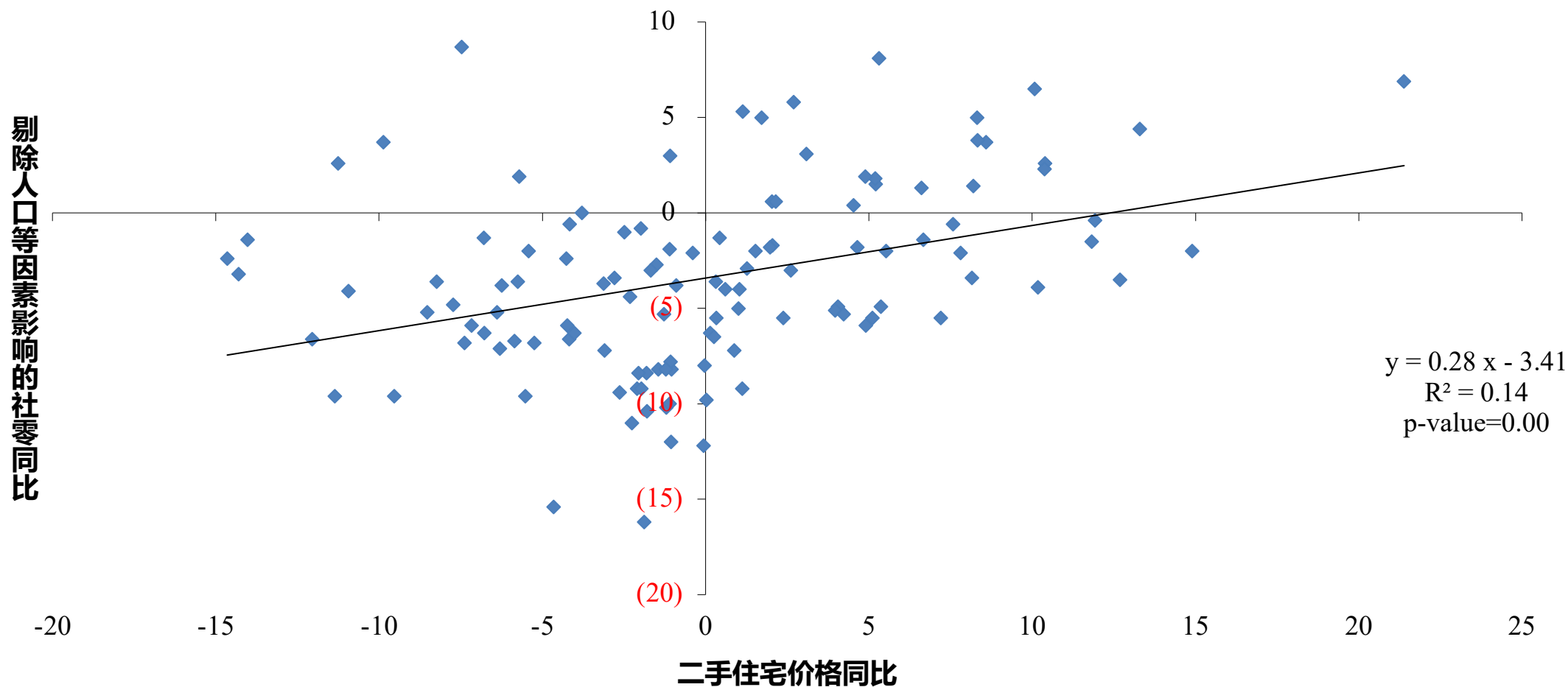
数据来源：23个省份公布了2024年1-5月社零进度数据，其余省份使用距离最近的进度数据，距离最远为1-3月进度数据，Wind，国投证券

疫情前-消费与房价几乎不相关



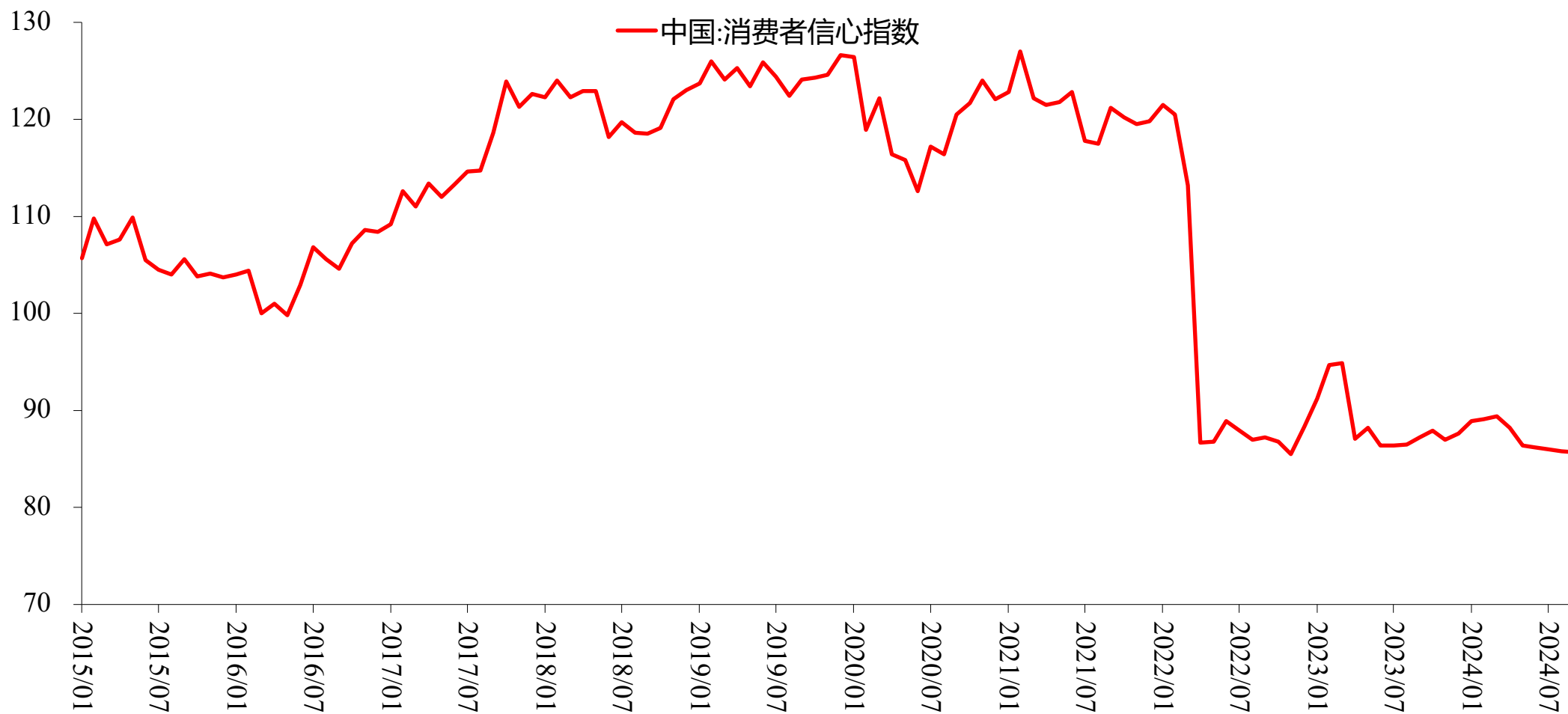
数据来源：纵轴数据为社零对常住人口增速、城镇化率、病床数对数回归后的残差，详见《关于中国消费者行为变化的事件研究》，Wind，国投证券

疫情后-房价下跌严重的地区消费更差



数据来源：纵轴数据为社零对常住人口增速、城镇化率、病床数对数回归后的残差，详见《关于中国消费者行为变化的事件研究》，Wind，国投证券

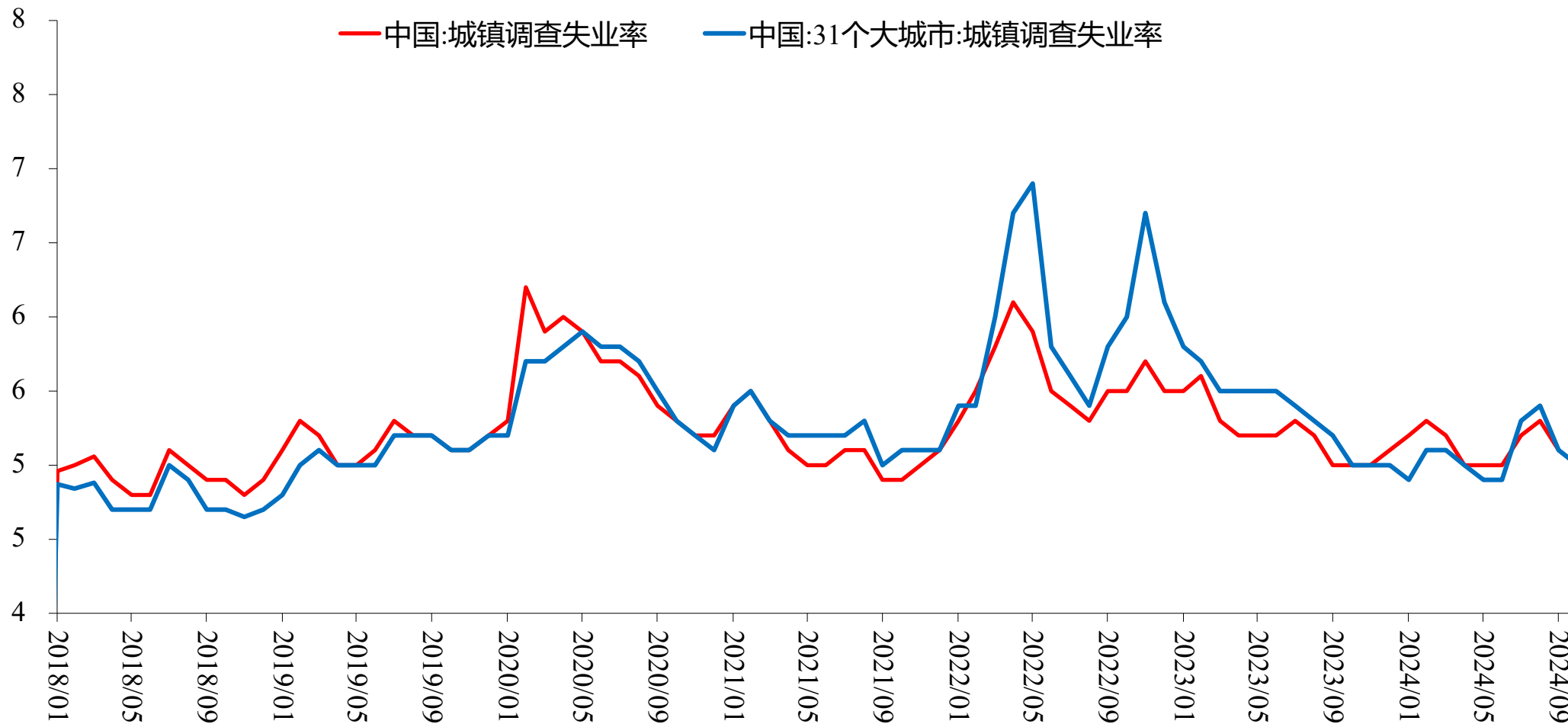
消费者信心指数



数据来源：Wind，国投证券

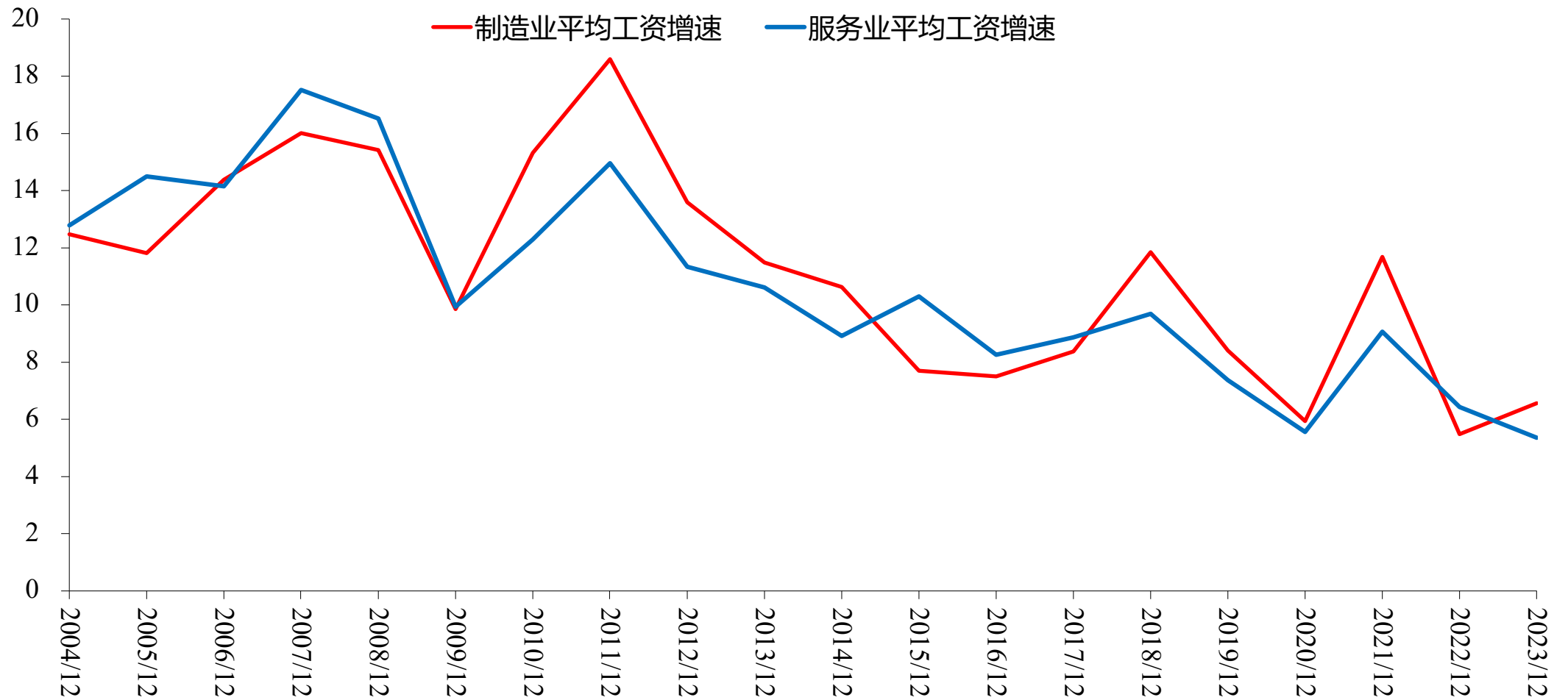
- 转型取得积极进展,但周期性压力超过了成长的烦恼
- 疫情以来消费疲弱,居民对收入增长缺乏信心
- **就业数据的疑点**
- 总量数据的乖离

全国和31个大城市调查失业率，%



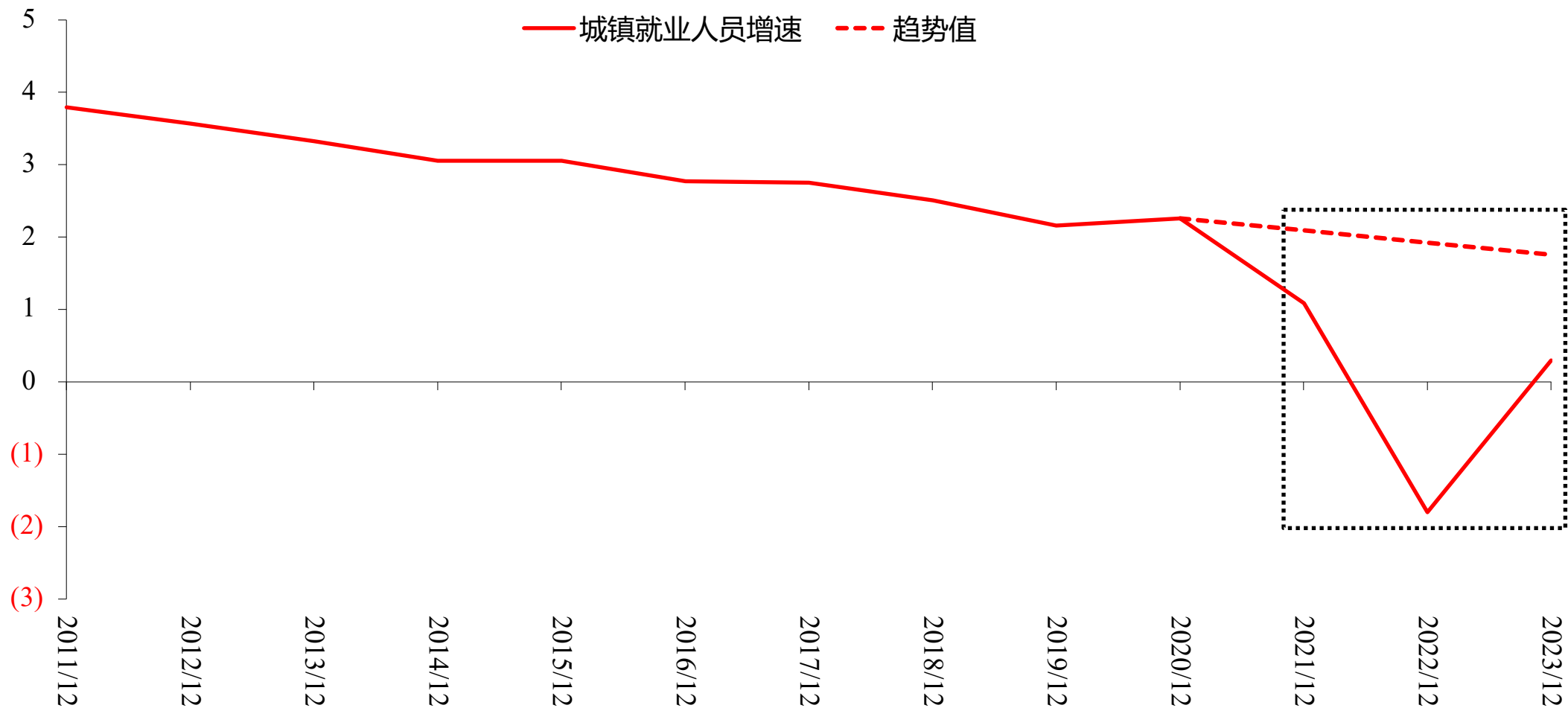
数据来源：Wind，国投证券

非私营单位制造业平均工资增速和服务业平均工资增速, %



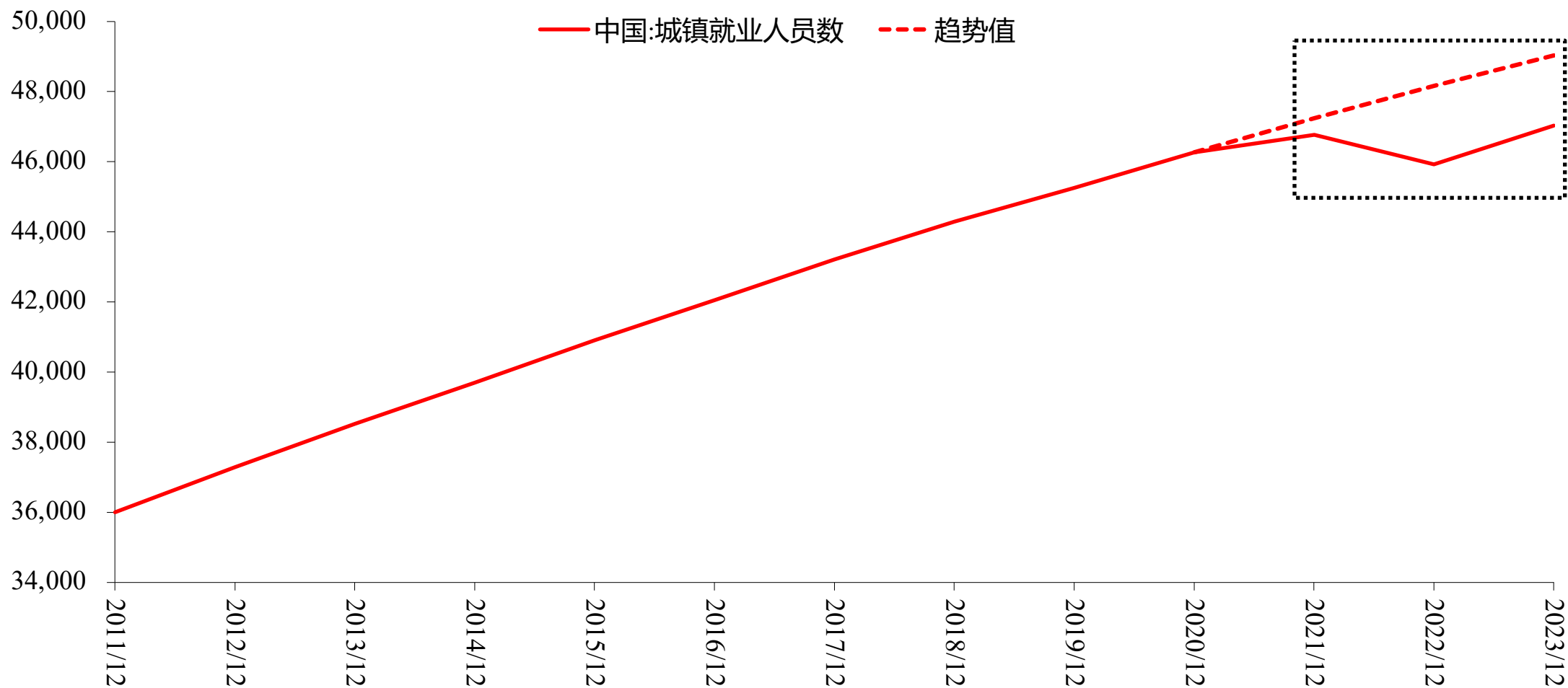
数据来源：Wind，国投证券

城镇就业人员增速, %



数据来源：Wind，国投证券
2023年使用两年复合增速

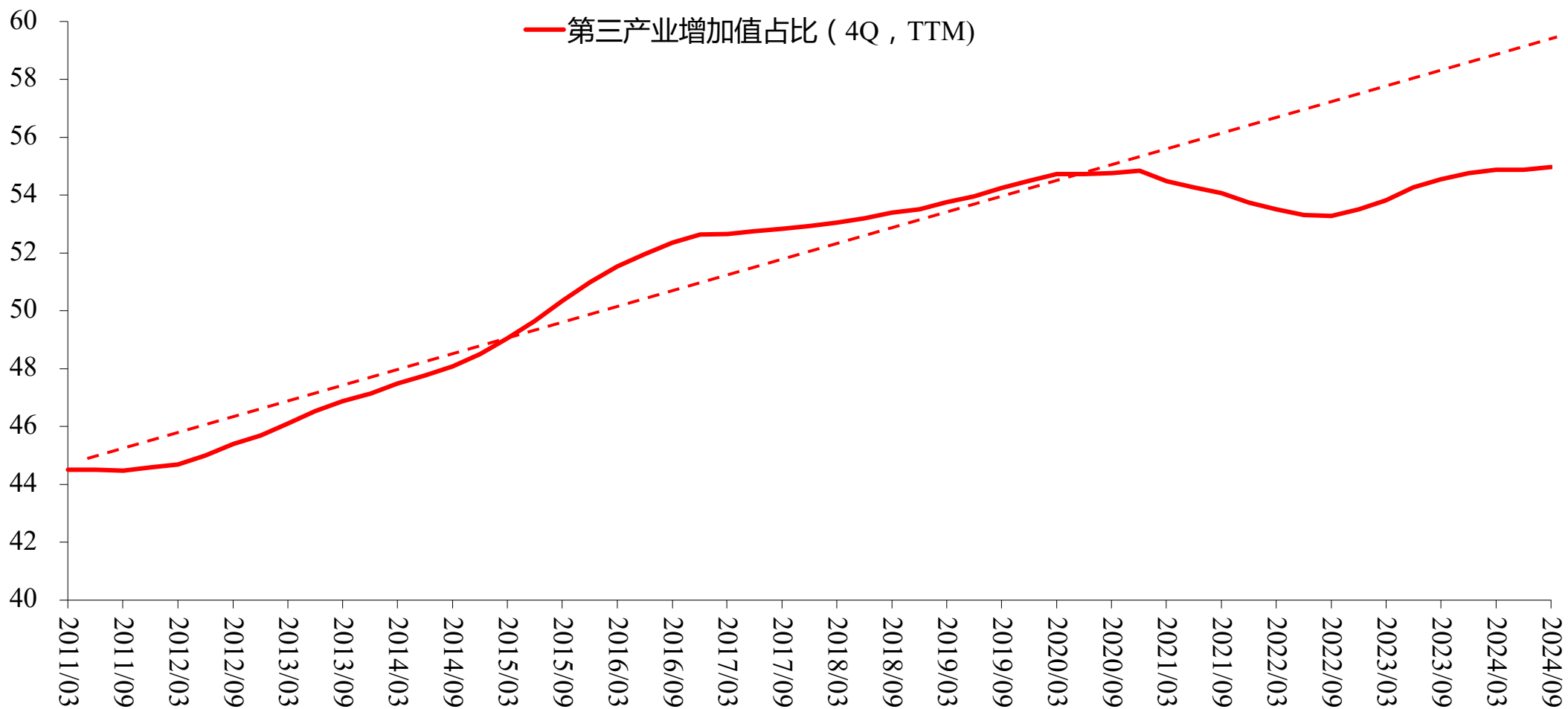
城镇就业人员数，万人



数据来源：Wind，国投证券

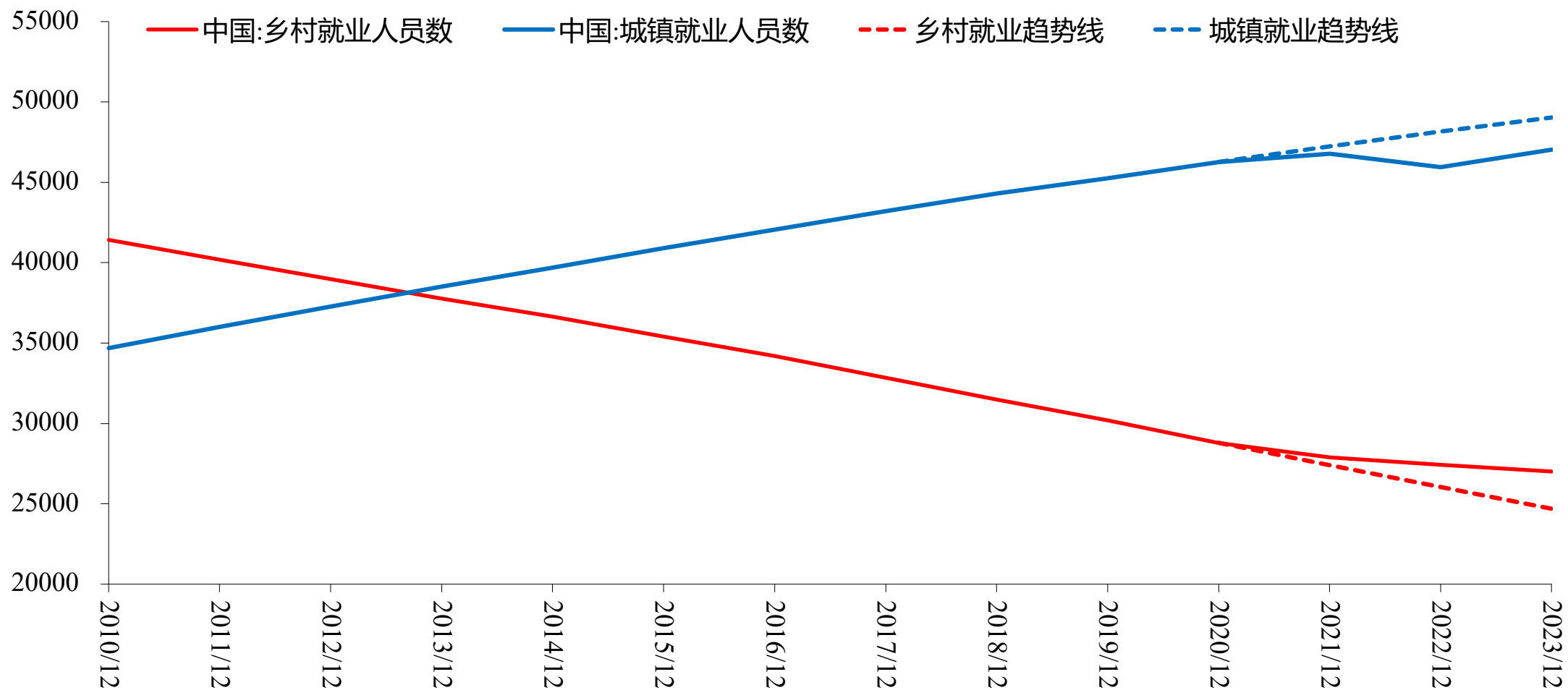
2021-2023年城镇就业人员数距离趋势值的缺口分别为472、2236、2001万人，三年累计缺口为4709万人。

第三产业增加值占比



数据来源：Wind，国投证券

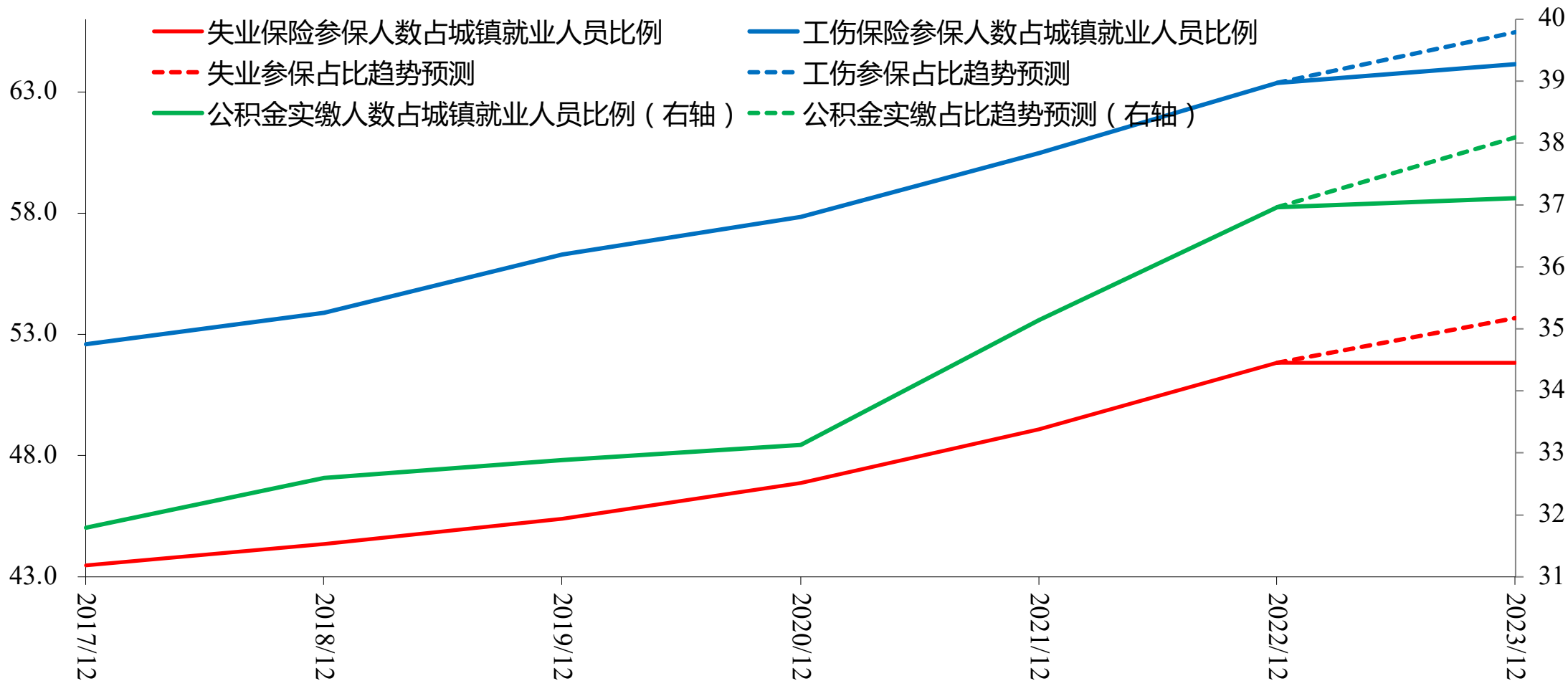
城镇和乡村就业人员数，万人



数据来源：Wind，国投证券

2021-2023年乡村就业人员数超越趋势值的程度分别为474、1383、2316万人，三年累计幅度为4174万人

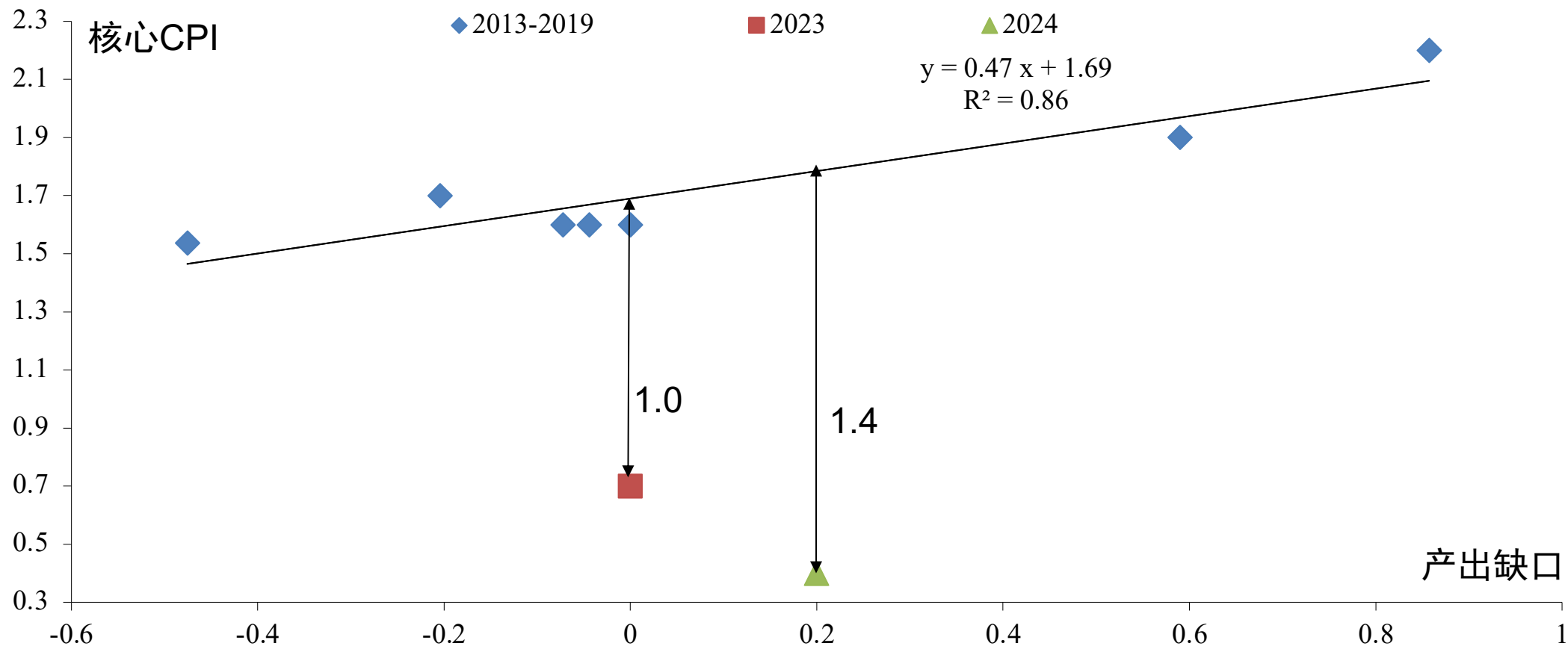
全国层面-存量就业质量衡量指标，%



数据来源：2019-2022年，失业、工伤、公积金参与人数比例平均每年分别提升2.1%、2.4%、1.4%，2023年与上述趋势相比分别少增2.1%、1.6%、1.2%，分别对应2023年少覆盖1013万人、749万人、572万人，人社部，国投证券

- 转型取得积极进展,但周期性压力超过了成长的烦恼
- 疫情以来消费疲弱,居民对收入增长缺乏信心
- 就业数据的疑点
- **总量数据的乖离**

产出缺口与核心CPI, %

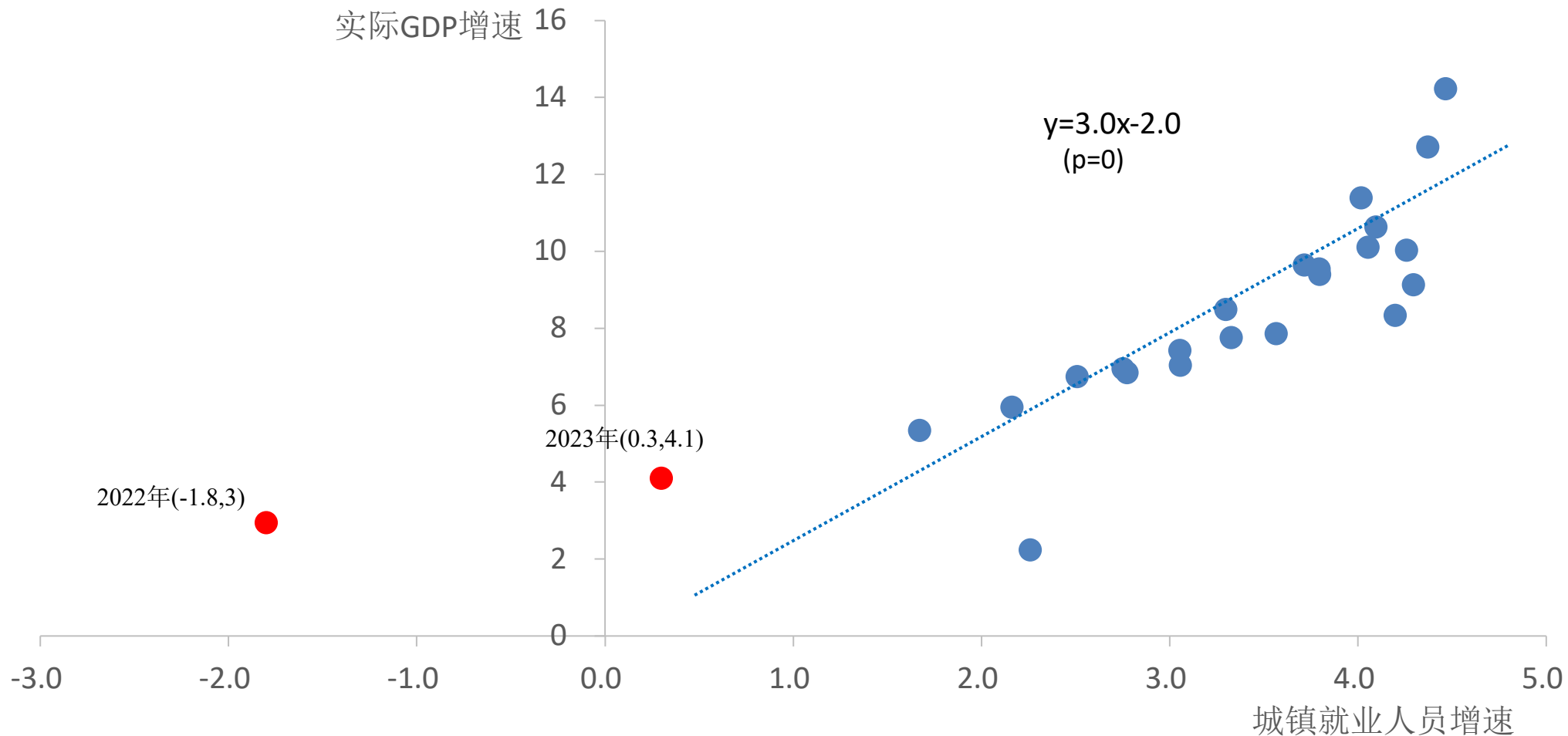


数据来源：Wind，国投证券

2023和2024年潜在增速估计为5.2%、5%，产出缺口估计为0.2%和0%。估计24年核心CPI为0.4%

2020-2022年疫情对线下接触行业产生显著抑制，导致核心通胀与增长的关系有异常，2023年后这一效应应当消失。

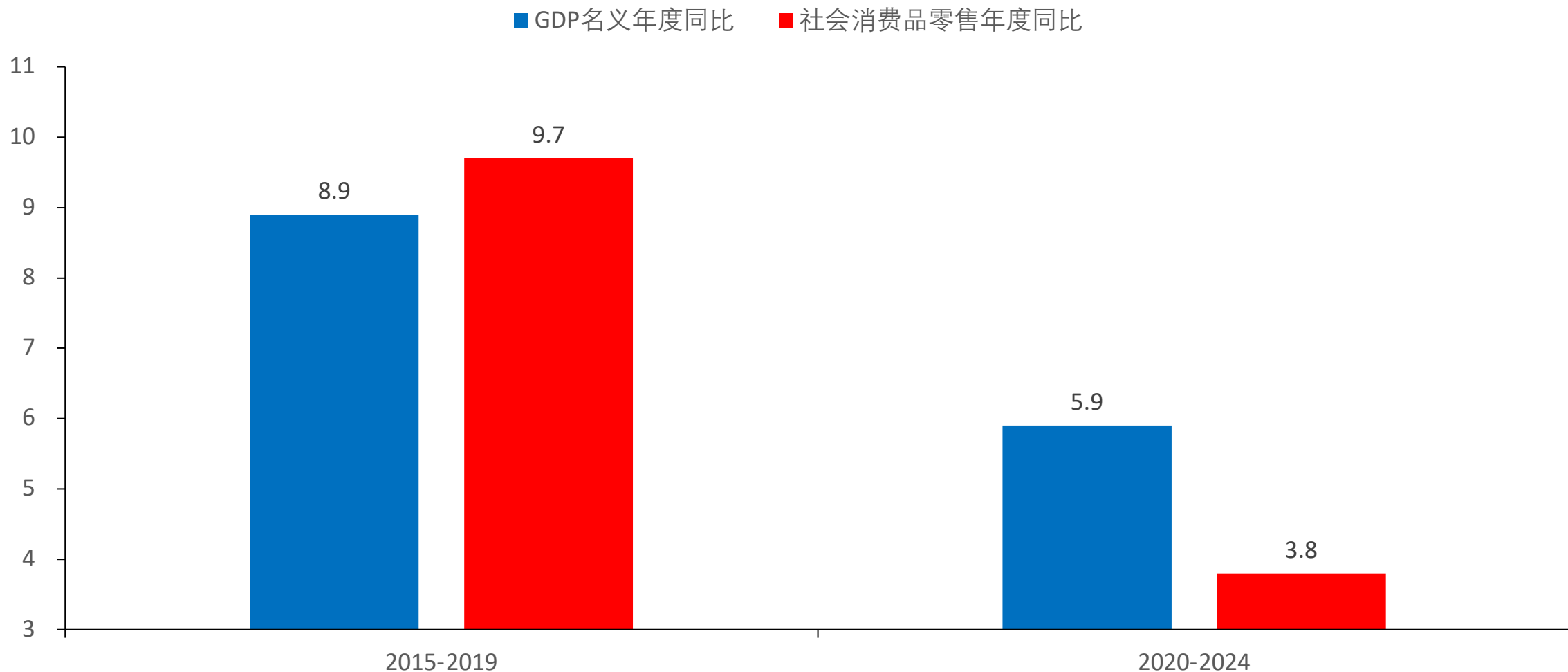
城镇就业人员增速和GDP实际同比，%



数据来源：Wind，国投证券

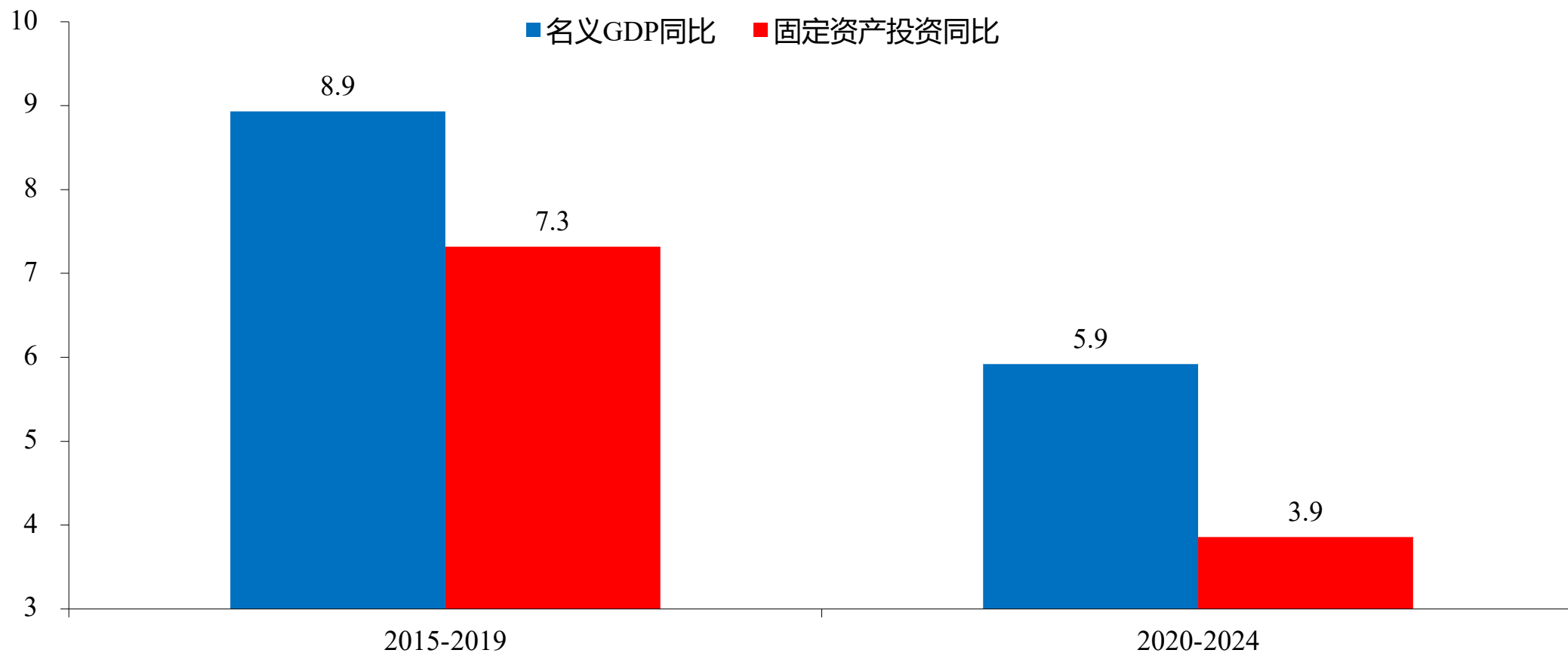
数据使用2000-2023年年度数据，2021年和2023年使用两年复合增速

社会消费品零售同比和名义GDP同比，%



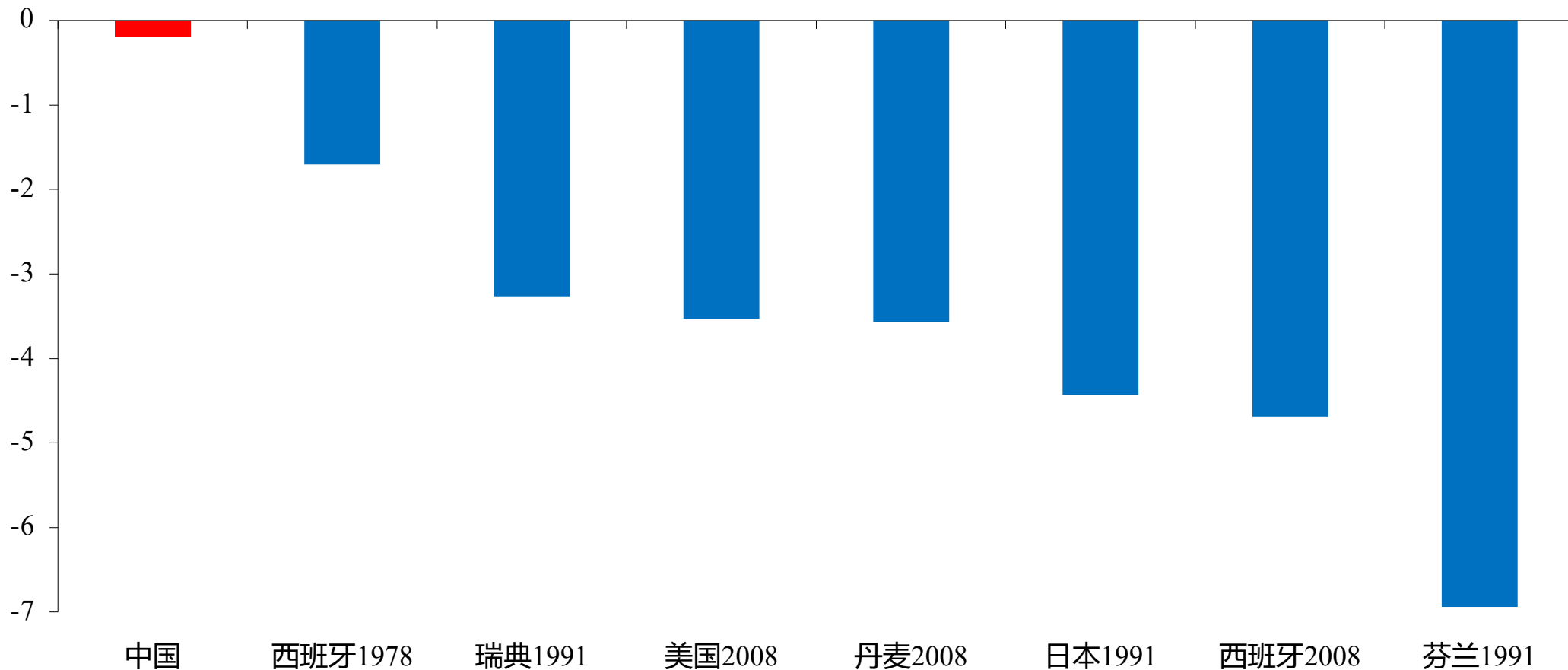
数据来源：Wind，国投证券
2024年使用估计值

固定资产投资同比和名义GDP同比，%



数据来源：Wind，国投证券
2024年使用估计值

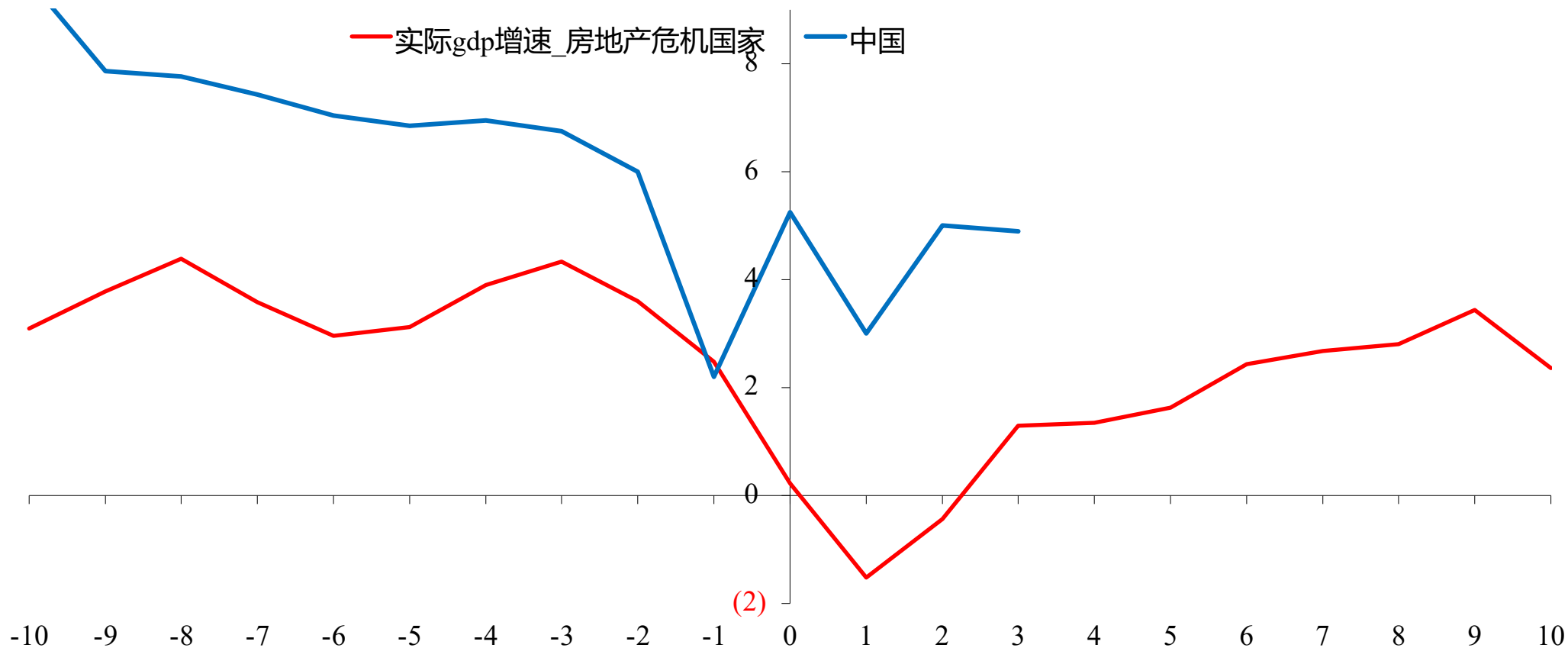
中国和地产危机国家爆发前后三年实际GDP同比差值, %



数据来源：Wind，国投证券

注：横轴0是危机爆发年份。地产危机国家包括2008年美国、2008年西班牙、2008年丹麦、1991年日本、1991年芬兰、1991年瑞典、1978年西班牙，取算术平均。中国0点设为2021年，2024年GDP为估计值，2021年GDP为两年复合同比

中国和爆发地产危机国家实际GDP同比，%



数据来源：Wind，国投证券

注：横轴0是危机爆发年份。地产危机国家包括2008年美国、2008年西班牙、2008年丹麦、1991年日本、1991年芬兰、1991年瑞典、1978年西班牙，取算术平均。中国0点设为2021年，2024年GDP为估计值，2021年GDP为两年复合同比

谢谢！