

2023 年 01 月 17 日

相关研究

## 证券分析师

秦泰 A0230517080006  
qintai@swsresearch.com  
屠强 A0230521070002  
tuqiang@swsresearch.com  
贾东旭 A0230522100003  
jiadx@swsresearch.com

## 联系人

秦泰  
(8621)23297818x  
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

# 多项暂时性因素支撑 12 月经济表现

## —— 2022 年 12 月/4 季度经济数据解读

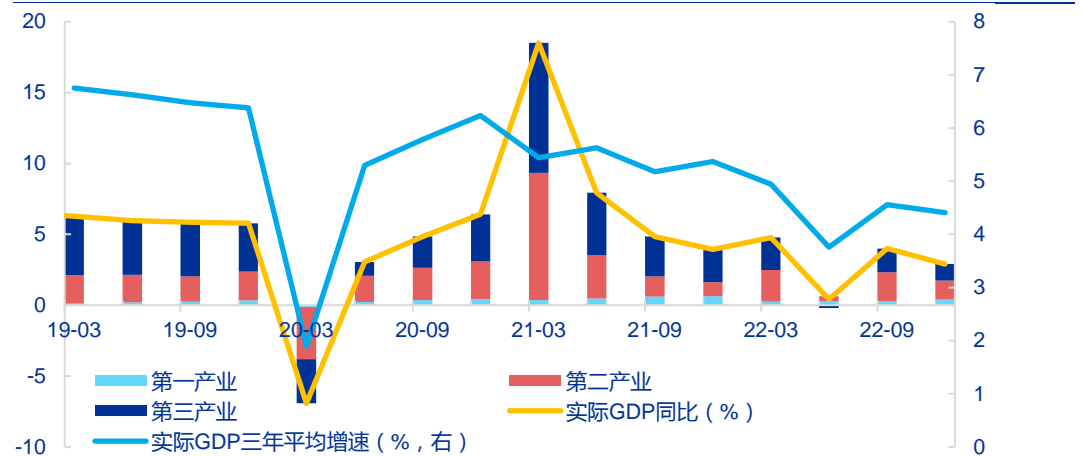
### 主要内容：

- 四季度经济增长大幅好于预期，但主因工业上游补库、政府消费支出高增稳增长、竣工跌幅收窄等短期因素支撑。** Q4 实际 GDP 同比回落 1pct 至 2.9%，好于预期（0.6%），全年实际 GDP 同比 3.0%。生产法结构显示，虽然四季度以来疫情导致的供给侧冲击仍在体现，但第二产业增速仅回落 1.8pct 至 3.4%，明显好于 22Q2 上海疫情冲击时期，而与此同时，22Q4 全国居民消费支出增速（-2.4%）与 22Q2 持平，出口、投资表现则均弱于 22Q2，第二产业仍维持较高增速或源于上游补库存支撑工业生产相对稳健。另一方面，第三产业增速也仅回落 0.9pct 至 2.3%，明显好于 22Q2，考虑到 Q4 整体居民消费基本持平 22Q2，第三产业增速较高或与财政支出加快推动主要以服务消费为主的政府消费维持高增速，以及 12 月竣工大月住宅竣工改善令房地产业增加值同比跌幅进一步收窄有关。
- 零售同比-1.8%好于预期，防控优化疫情迎峰居民药品需求冲高，新能源车补贴退出之前再迎销售峰值。** 12 月零售同比-1.8%好于我们预期。限额以上商品零售跌幅较 11 月明显改善（+5.5pct 至-0.2%），主要原因是两点，其一因防控措施优化之后疫情迅速过峰，居民药品需求冲高，中西药品单项同比增速大幅拉升；其二是新能源补贴和车辆购置税减半临近结束，汽车消费需求前置，单月同比增速上行幅度较大。而受地产竣工影响较大的家电、家具、建筑装潢仍然偏低。防控措施优化，限额以下商品零售从前期防控阶段的深跌快速反弹，但餐饮收入进一步下探，和疫情快速过峰，居民服务消费冲击加深直接相关。
- 广义基建、制造业投资小幅改善支撑固定资产投资好于预期，但地产融资“三箭齐发”所带动的投资改善幅度仍较为温和。** 12 月固定资产投资累计同比 5.1%，好于预期（4.9%），主要源于广义基建投资与制造业投资表现较好。其中，广义基建投资单月同比 15% 达到 2022 年年内最高增速，融资加快形成实物工作量推动投资改善。制造业投资单月同比回升 1.2pct 至 7.4%。设备更新低息贷款与设备购置税前加计扣除等优惠政策仍在阶段性支撑。但房地产投资单月同比低基数下仅收窄 7.7pct 至-12.2%，虽然开发商融资环境已经“三箭齐发”大幅改善，但在地产销售持续低迷的背景下，开发商短期加快投资的积极性仍然不高。
- 工业生产持续呈现较好韧性，基建投资拉动上游制造业供给，疫情冲击中下游生产普遍走弱，前期受封控冲击明显的电子产业链出现温和反弹。** 12 月工业增加值实际同比下降 0.9pct 至 1.3%，基建再度上冲令上游生产改善，但疫情快速过峰对通用设备、汽车等中下游生产影响较大。而前期因郑州、广深防控影响较大的计算机通信电子设备温和反弹。
- 地产需求持续磨底，竣工跌幅收窄。** 12 月商品房销售面积仍磨底，近期因城施策刺激地产需求措施再加码，当前地产需求不足或与工业化、城镇化布局结构性倾斜所导致的需求冷热不均程度加深等更长期结构性原因有关，2023 年预计需求跌幅收窄而大幅回升难度仍然较大。与此同时，2022 年人口出现负增长，在人口流动方向日趋单项化所导致的人地矛盾结构性加剧背景下，城镇化速度也进一步放缓。保交楼则推动住宅竣工跌幅有所收窄。
- 多项暂时性因素支撑 12 月、22Q4 经济表现，2023 年期待财政政策积极扩张发力提振居民收入预期、引导房地产市场平稳过渡和商品消费有所改善，货币政策期待降准高效积极配合。** 国内经济 2023 年弹性最大的、也是政策进行外生引导最可能实现可持续发展的积极效果的领域应当在居民收入预期和对应的商品消费需求方面。期待财政政策积极扩张发力，以个人所得税减税等二次分配工具有效改善中等收入群体收入预期，提振居民消费升级的长期信心。预计 2023 年经济增长目标在 5.0%-5.5% 之间，维持一般公共预算赤字率 3.3%、新增专项债限额 4.15 万亿以上预测不变；货币政策需对房地产市场供需两侧、以及财政政策债务杠杆格局扩大进行有效流动性支持，维持全年降准 100-150BP 的预测不变，在此基础上 1Y LPR、5Y LPR 预计分别可有 30-50BP、20-30BP 的进一步下调幅度。
- 风险提示：稳增长政策见效速度慢于预期，疫情形势变化。**

### 一、四季度经济增长大幅好于预期，但主因工业上游补库、政府消费支出高增稳增长、竣工跌幅收窄等短期因素支撑。

四季度实际 GDP 同比 2.9% 较三季度回落 1.0 个百分点 好于我们预期( 0.6% )。生产法结构显示，虽然四季度以来疫情导致的供给侧冲击仍在体现，但第二产业增速回落 1.8pct 至 3.4%降幅小于我们此前预期，对 GDP 实际同比的贡献仅回落 0.7 个百分点至 1.3 个百分点，明显好于 22Q2 上海疫情冲击时期。与此同时，22Q4 全国居民消费支出增速 (-2.4%) 与 22Q2 持平，出口、投资表现则均弱于 22Q2，第二产业仍维持较高增速或更多源于上游补库存支撑工业生产相对稳健。另一方面，第三产业增速也仅回落 0.9pct 至 2.3%，明显好于 22Q2 负数区间 (-0.4%)，考虑到 22Q4 整体居民消费基本持平 22Q2，22Q4 第三产业增速较高或与财政支出加快推动主要以服务消费为主的政府消费维持高增速，以及 12 月竣工大月住宅竣工改善令房地产业增加值同比跌幅进一步收窄有关。全年实际 GDP 同比 3.0%。

图 1：实际 GDP 同比及结构 (%)

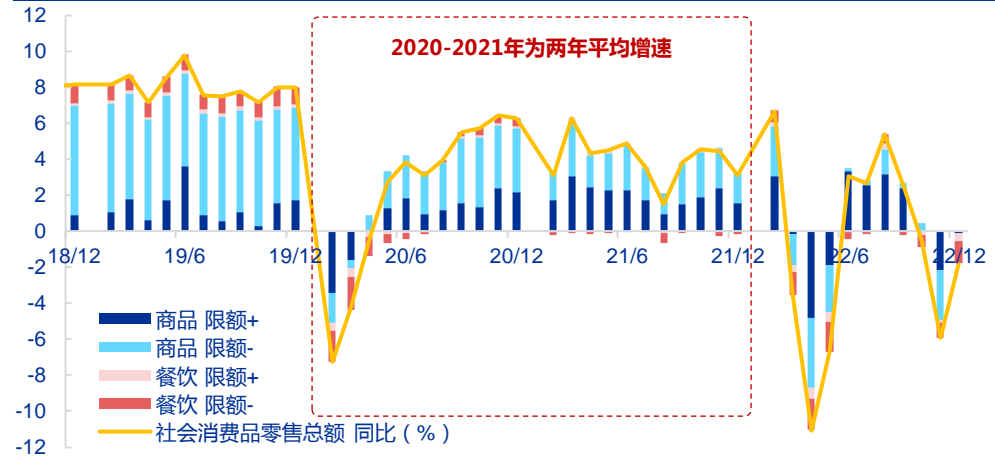


资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 二、零售同比-1.8%好于预期，防控优化疫情迎峰居民药品需求冲高，新能源车补贴退出之前再迎销售峰值。

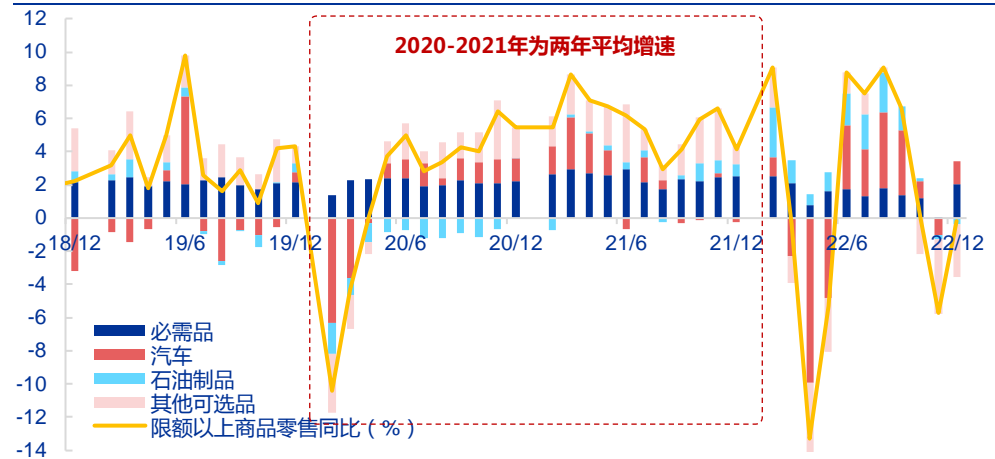
2022 年 12 月社会消费品零售总额同比-1.8%，好于我们预期，全年同比-0.2% 收官。限额以上商品零售跌幅较 11 月明显改善 (+5.5pct 至-0.2%)，主要原因是两点，其一因防控措施优化之后疫情迅速过峰，居民药品需求冲高，中西药品 (+31.5pct 至 39.8%) 单项同比增速大幅拉升；其二是新能源补贴和车辆购置税减半临近结束，汽车消费需求前置，单月同比增速上行幅度较大 (+8.8pct 至 4.6%)。受地产竣工影响较大的家电 (+4.2pct 至-13.1%)、家具 (-1.8pct 至-5.8%)、建筑装饰 (+1.1pct 至-8.9%) 仍然偏低。防控措施优化，限额以下商品零售 (+5.5pct 至 0.0%) 从前期防控阶段的深跌快速反弹，但餐饮收入 (-5.7pct 至-14.1%) 进一步下探，和疫情快速过峰，居民服务消费冲击加深直接相关。

图 2：社会消费品零售总额同比及结构（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：限额以上商品零售同比及结构（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 三、广义基建、制造业投资小幅改善支撑固定资产投资好于预期，但地产融资“三箭齐发”所带动的投资改善幅度仍较为温和。

12 月固定资产投资累计同比 5.1%，好于预期（4.9%）。测算单月同比回落 2.3pct 至 3.1%。广义基建与制造业投资发挥了超预期幅度的稳定作用。其中，广义基建投资单月同比回升 1.6pct 至 15%，达到 2022 年年内最高增速，累计同比（11.2%）稍好于预期（11.0%），显示前期专项债结存限额、政策性开发性金融工具发行后加快形成实物工作量，加之防控措施优化之后施工进度有所加快，共同推动基建投资进一步改善。制造业投资单月同比回升 1.2pct 至 7.4%，累计同比 9.1% 好于预期。12 月出口低位徘徊未再深度下探，设备更新低息贷款与设备购置税前加计扣除等优惠政策仍在阶段性支撑制造业投资表现。但与此同时，房地产投资略低于预期，单月同比低基数下跌幅仅小幅收窄 7.7pct 至 -12.2%，累计同比 -10% 低于预期（-9.2%），显示虽然开发商融资环境已经“三箭齐发”大幅改善，但在地产销售持续低迷的背景下，开发商短期加快投资的积极性仍然不高。与此同时，2022 年 10 月前持续贡献主要稳增长作用，包含新基建、数字基建等政策鼓励领域在内的除三大投资外的其他投资

(主要为服务业投资), 12月单月同比进入下滑区间(-5.4pct至-2.2%), 延续11月走弱势头, 或仍与疫情形势有关, 全年累计同比12.4%收官。

**图 4 : 固定资产投资当月和三年平均增速 (%)**

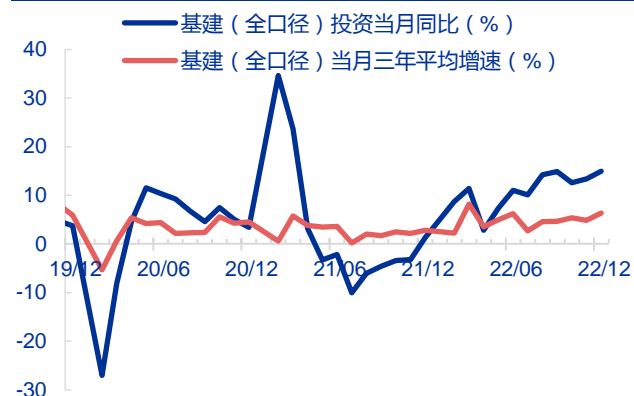

资料来源: CEIC, 申万宏源研究

**图 5 : 房地产开发投资当月和三年平均增速 (%)**


资料来源: CEIC, 申万宏源研究

**图 6 : 制造业投资当月和三年平均增速 (%)**

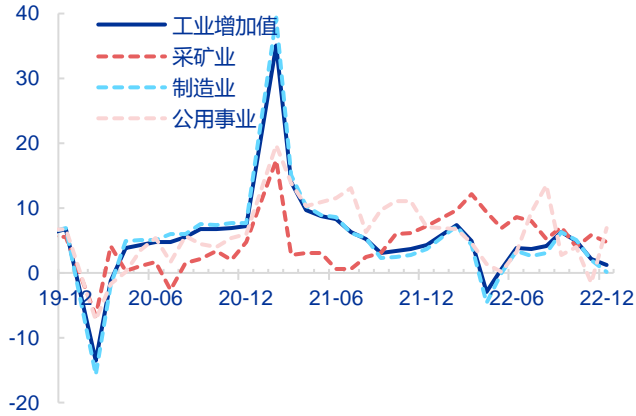

资料来源: CEIC, 申万宏源研究

**图 7 : 基建投资(全口径)当月和三年平均增速 (%)**


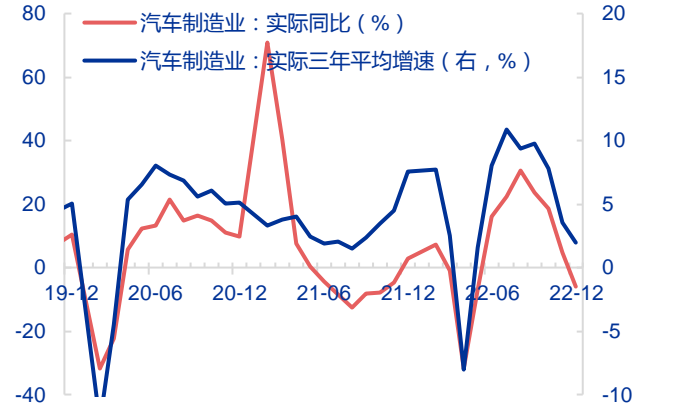
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

#### 四、工业生产持续呈现较好韧性, 基建投资拉动上游制造业供给, 疫情冲击中下游生产普遍走弱, 前期受封控冲击明显的电子产业链出现温和反弹。

12月工业增加值实际同比下降0.9个百分点至1.3%。分结构看, 采矿业(-1.0pct至4.9%)小幅回落, 煤炭产量(-0.7pct至2.4%)高基数下有所回落; 12月气温偏低, 公用事业(+8.5pct至7.0%)快速回暖; 制造业(-1.8pct至0.2%)下降较多。制造业内部来看, 投资好于预期, 尤其是基建再度上冲, 令上游制造业生产改善, 尤其是黑色金属(+1.4pct至3.6%, 三年平均增速, 下口径同)、非金属矿物(+0.1pct至1.8%)。但疫情快速过峰, 对中下游生产影响较大, 通用设备(-1.0pct至2.9%)、专用设备(-0.4pct至5.1%)、汽车(-1.6pct至2.0%)、电气机械(-2.6pct至10.7%)均出现明显下降。但前期因郑州、广深防控影响较大的计算机、通信和电子(+1.0pct至8.0%)已经出现温和反弹, 与机电产品出口降幅放缓、手机出口反弹对应。随着疫情峰值已过, 工业生产可能在节后迎来一轮反弹。

**图 8：工业增加值及分项同比增速（%）**


资料来源：CEIC，申万宏源研究

**图 9：汽车制造业增加值实际同比增速（%）**


资料来源：CEIC，申万宏源研究

**图 10：黑色金属冶炼及压延业增加值实际同比（%）**


资料来源：CEIC，申万宏源研究

**图 11：电子行业增加值实际同比增速（%）**

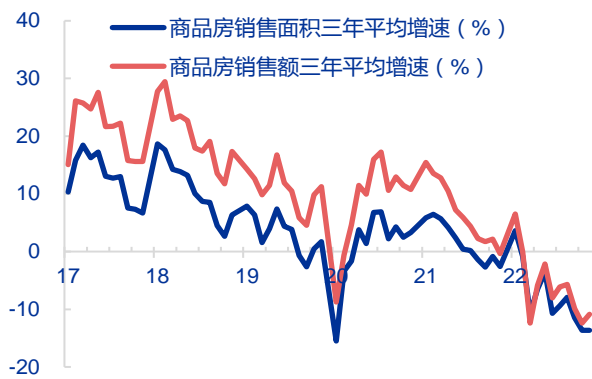

资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 五、地产需求持续磨底，竣工跌幅收窄。

12 月商品房销售面积、金额当月同比跌幅分别小幅收窄 1.7、4.6 个百分点至 -31.5%、-27.7%，与 12 月居民中长贷的清淡表现相一致，全年累计同比分别为 -24.3%、-26.7%。近期因城施策刺激地产需求措施再加码，当前地产需求不足或与工业化、城镇化布局结构性倾斜所导致的需求冷热不均程度加深等更长期的结构性原因有关，2023 年预计需求跌幅进一步收窄而大幅回升难度仍然较大。地产销售连续疲弱亦压制开发商拿地开工的积极性。与此同时，2022 年人口出现负增长，在人口流动方向日趋单项化所导致的人地矛盾结构性加剧背景下，城镇化速度也进一步放缓，2022 年城镇化率仅提升 0.5 个百分点至 65.22%，较 2021 年提升速度（+0.83 个百分点）减慢。而在地产销售持续偏弱的背景下，12 月新开工面积单月同比跌幅低基数下仅小幅回升 6.5pct 至 -44.3%，而受到 12 月地产投资见底回升、温和改善影响，住宅竣工当月同比回升 12.6pct 至 -5.7%。

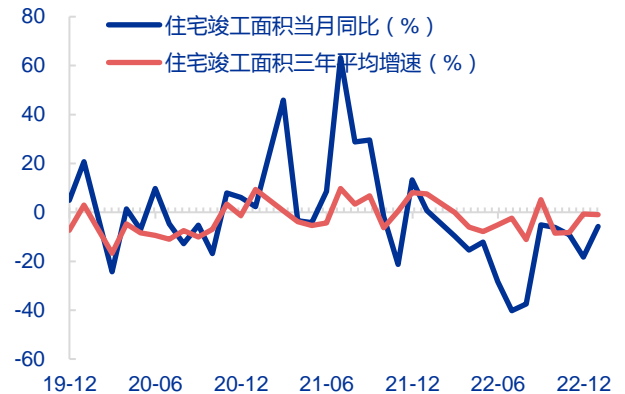


图 12：商品房销售面积和金额三年平均增速（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 13：住宅竣工面积当月同比与三年平均增速（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 六、多项暂时性因素支撑 12 月、22Q4 经济表现，2023 年期待财政政策积极扩张发力提振居民收入预期、引导房地产市场平稳过渡和商品消费有所改善，货币政策期待降准高效积极配合。

综合来看，12 月好于预期的经济数据表现主要是受到多项暂时性因素支撑的共同结果。其一是疫情过峰较快、居民药品需求集中飙升，以及新能源车补贴即将退出、汽车需求提前释放令商品消费需求暂时好于预期；其二是 2022 年下半年财政集中发力通过基建投资、财政支出稳增长的尾部效果显现；其三是地产竣工因基数走低而跌幅有所收窄。

展望 2023 年，一方面我们对工业生产和货物出口展望谨慎乐观，因生产端预计将不再会遇到区域性的大范围封控措施所导致的生产或物流梗阻，而我国疫情达峰较快的现状也可能令工业生产在 2023 年潜在的疫情冲击过程中更易恢复起来；而另一方面，因为当前地产需求的偏弱更多呈现工业化城镇化布局倾斜、人口流动单向性强化而带来的中长期属性，2023 年我们预计地产供需两侧均呈现跌幅明显收窄的格局，并不建议期待大幅反弹。由此，国内经济 2023 年弹性最大的、也是政策进行外生引导最可能实现可持续的积极效果的领域应当在居民收入预期和对应的商品消费需求方面。期待财政政策积极扩张发力，以个人所得税减税等二次分配工具有效改善中等收入群体收入预期，提振居民消费升级的长期信心。预计 2023 年经济增长目标在 5.0%-5.5%之间，维持一般公共预算赤字率 3.3%、新增专项债限额 4.15 万亿以上的预测不变；货币政策需对房地产市场供需两侧、以及财政政策的债务杠杆格局扩大进行有效的流动性支持，维持全年降准 100-150BP 的预测不变，在此基础上 1Y LPR、5Y LPR 预计分别可有 30-50BP、20-30BP 的进一步下调幅度。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。