

12月数据预测：寒冬将止，静候春至

核心观点

预计四季度GDP实际同比增速为1.3%。我们认为，10月-11月，受疫情多发和地产探底影响，主要经济数据进一步回落。12月自国务院防疫优化措施“新十条”实施两周后，各地防疫政策加速优化调整，相继进入感染高峰，基本面受到疫情发展的阶段性冲击，预计四季度实际同比增速预计为1.3%，较三季度回落2.6个百分点。当前，中国经济正逐步走出防疫政策优化的适应期，伴随着疫情防控政策的优化，2023年中国经济的基本面有望显著改善，为牛市重启奠定基础。

□ 疫情冲击生产筑底，曙光在前未来可期

12月国内疫情冲击是影响工业生产走弱的核心变量，疫情对企业产需、人员到岗、物流配送带来较大影响，导致工业生产有效工作时长大幅缩减，同时地产不振、消费探底、出口放缓对工业生产有一定负面影响。我们预计12月规模以上工业增加值同比增速为-0.5%，年规模以上工业增加值同比增速为3.6%。明年国内疫情对工业生产的冲击影响将逐步消退，明年工业生产有望回归弱修复通道。

□ 投资增速放缓，基建和制造业投资为全年重要支撑

预计1-12月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为5.1%。其中，制造业投资累计增速预计9.0%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）预计同比增长9.0%，房地产开发投资预计同比增速-10.1%。地产投资依然承压，制造业投资四季度受疫情冲击面临下行压力，增速有所放缓但仍具韧性，全年保持高增速；基建投资受益于政策呵护预计四季度维持高位增长，综合研判，基建和制造业是2022年经济增长的主要动力源。

□ 防疫持续扰动，就业短期承压

预计12月调查失业率为5.8%，较前值上升0.1个百分点，高于5.5%的目标水平上限，劳动力市场压力依旧承压。一方面，11月以来，防疫政策不断优化，新冠病毒感染人数迅速上升，短期对生产生活形成一定拖累。另一方面，内需外需回落同步发生，工业企业利润增速连续下行，企业用工需求较难扩张。

□ CPI压力不大，PPI同比改善

预计12月CPI环比持平，同比增长1.9%（前值1.6%），猪肉价格显著回调，菜价季节上涨，基数效应带动CPI同比上行。预计12月PPI环比+0.1%，同比增长0.1%（前值-1.3%），全球经济衰退迹象加深，12月原油价格显著回落，国内经济预期向好，钢铁、有色金属价格小幅上涨。

□ 防疫政策优化，消费底部企稳

预计12月社会消费品零售总额同比-6.2%，前值-5.9%，社零增速在底部企稳。11月以来全国防疫政策不断优化，各大城市陆续迎来感染高峰，12月线下消费依然偏弱，不过12月中下旬起，首批疫情达峰城市如北京、广州等地迅速“回血”，居民出行和消费数据已开始快速修复，社零增速将在2023年快速反弹。

□ 出口阶段性承压，关注供给侧韧性

预计2022年人民币计价出口增速11.2%，12月人民币计价出口增速4.8%，12月贸易顺差850亿美元。短期，海外美欧等发达经济体高库存环境叠加滞胀趋势冲击其进口需求，且可能阶段性放大对我国出口的冲击效果，中期重点关注我国相对供给优势带来的韧性。内需低迷扰动进口，预计2022年人民币计价进口同比增速4.6%，12月人民币计价当月同比7%，短期疫情反弹施压进口，后续随着

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

研究助理：潘高远

pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

1 《日本央行转向紧缩了么？——夺回失去的牛市系列研究四》

2022.12.31

2 《12月PMI：指数筑底，浓雾散尽》 2022.12.31

3 《美联储加息何时休？——夺回失去的牛市系列研究三》

2022.12.29

经济活动正常化、感染病例高峰顺利渡过，需求收缩和预期转弱的问题将逐步得到改善，2023年起内需渐进修复有望带动进口回升。

□ 预计12月社融增速继续回落

预计12月人民币信贷新增1.3万亿，较2021年的1.13万亿略多增，对应增速持平前值于11%。虽然12月为季节性信贷小月，经济基本面回落压力也较大，但宽信用政策仍然积极，地产政策转向，预计企业中长期贷款保持强劲，表内票据融资或有+3000亿左右体量，对信贷形成支撑；居民端信贷投放仍将低迷。预计12月社融新增1.16万亿，同比少增约1.2万亿，增速较前值降0.4个百分点至9.6%。12月结构中，同比少增主要来自政府债券、企业债券、股票，信贷、信托贷款、委托贷款可实现同比多增。预计12月M2增速较前值回落0.6个百分点至11.8%，M1增速较前值回落0.6个百分点至4%。我们坚持当前货币政策首要目标在稳增长保就业、金融稳定、汇率及国际收支间高频切换，政策基调在稳健略宽松及稳健中性间灵活切换的判断，该状态预计延续至2023年一季度，我们判断2023年初央行可能采取定向降准等结构性宽松工具，依据LPR形成机制，预计1月存在进一步降低5年LPR概率，幅度为10BP。

□ 风险提示

病毒超预期变异；政策落地不及预期；大国博弈超预期。

正文目录

1 寒冬将止，静候春至	5
2 疫情冲击生产筑底，曙光在前未来可期	6
3 预计全年固定资产投资增速 5.1%	7
3.1 产业政策驱动制造业投资韧性，预计全年增速 9.0%	8
3.2 预计 12 月地产投资累计增速-10.1%，年内累计增速持续下探	9
3.3 基建投资维持韧性，开年关注三大方面	10
4 疫情持续扰动，就业短期承压	12
5 CPI 压力不大，PPI 同比改善	12
5.1 猪价跌、菜价涨，CPI 压力不大	12
5.2 原油跌、金属涨，PPI 同比改善	13
6 防疫政策优化，消费底部企稳	14
7 出口阶段性承压，关注供给侧韧性	17
8 预计 2022 年 12 月信贷新增 1.3 万亿，社融新增 1.16 万亿，增速分别为 11%和 9.6%	20

图表目录

图 1: 固定资产投资分项占比 (累计)	8
图 2: 固定资产投资分项占比 (当月)	8
图 3: 基建和制造业投资是固定资产投资的重要支撑	8
图 4: 固定资产投资各分项 11 月当月同比增速	8
图 5: 2022 年以来新增净停工面积累计同比估算	10
图 6: 12 月猪肉价格持续回落	12
图 7: 工业企业利润增速连续下行	12
图 8: 12 月猪肉价格持续回落	13
图 9: 12 月下旬豆粕价格继续走低	13
图 10: 12 月 28 种重点监测蔬菜平均价格震荡上行	13
图 11: 美欧等经济体 PMI 低于荣枯线	14
图 12: 原油价格持续下行	14
图 13: 秦皇岛港煤炭库存量 12 月保持平稳	14
图 14: 煤炭价格回暖	14
图 15: 各大城市地铁客运量在 12 月下旬二次探底后开始快速反弹	15
图 16: 营业电影院数量在“新十条”实施之后显著回升	15
图 17: 12 月票房环比回升	15
图 18: 民航执飞量 12 月初触底回升	16
图 19: 海口美兰机场运送旅客人次 12 月初快速回升	16
图 20: 12 月乘用车市场显著回暖	16
图 21: 9-11 月库存系数不断上升	16
图 22: 海外经济频发罢工事宜, 冲击生产制造、物流运输等供给体系	18
图 23: 2022 年 12 月以来外贸企业出海抢订单	19
图 24: 12 月末票据-同业存单利差大幅上行	21
表 1: 全国 GDP 累计同比 (%)	6
表 2: 11 月制造业分行业当月同比 (单位: %)	9
表 3: 各地疫情高峰判断	20
表 4: 12 月宏观经济数据预测	23

1 寒冬将止，静候春至

预计四季度 GDP 实际同比增速为 1.3%。我们认为，10 月-11 月，受疫情多发和地产探底影响，主要经济数据进一步回落。12 月自国务院防疫优化措施“新十条”实施两周后，各地防疫政策加速优化调整，相继进入感染高峰，经济进一步放缓。整体四季度基本面受到疫情发展的阶段性冲击导致供需两端走弱，经济预计处于下行通道，当季实际同比增速预计为 1.3%，较三季度回落 2.6 个百分点。当前，中国经济正逐步走出防疫政策优化的适应期，伴随着疫情防控政策的优化，2023 年中国经济基本面需求萎缩的压力有望显著缓解，为牛市重启奠定基础。

从需求侧看，我们认为四季度受到疫情阶段性冲击，内需修复受到压制。消费方面，11 月社会消费品零售总额同比-5.9%，社零增速二次探底，预计四季度最终消费增速或将持续走低。但是随着疫情第一波高峰的顺利度过，社交距离的缩短和人们出行需求的逐步释放，消费需求将在 2023 重新焕发韧性。投资方面，四季度地产投资仍处在下行通道，停工状况未有明显改善，近期地产融资支持措施有力推进，但是市场预期的彻底扭转和地产停工问题的根本性缓解仍是较为缓慢的过程；制造业投资四季度受制于疫情与外部环境不确定性面临下行压力，但整体表现出高韧性；基建投资方面由于 11 月 24 日国常会再提推动重大项目加快建设，四季度预计将维持高位增长。

从供给侧看，我们认为生产端修复仍受到压制。四季度消费、地产及出口走弱使得工业生产承压，疫情阶段性发展大幅冲击消费及其产业链致使供需双弱。11 月规上工业企业利润增速放缓，“双十一”线上消费表现较同期相比平淡，同时地产投资不振对水泥、相关机械设备等中游产业的生产强度恢复有一定负面影响。11 月出口大幅回落，工业企业实现出口交货值同比名义下降 6.6%，较上月由正大幅转负，与出口景气关系较强的纺织业、计算机、通信和其他电子设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业等行业负增承压。

我们预计，2022 年将实现 2.3%左右的 GDP 增速，四个季度增速分别为 4.8%、0.4%、3.9%和 1.3%（预测值），我们认为，短期内的疫情反弹会对经济修复造成一定压制，但随着疫情高峰顺利渡过以及地产政策的渐次放松，需求收缩和预期转弱的问题将逐步得到改善。万里风云、峰回路转，我们提示，2023 年扰动市场的宏观不确定性因素将逐一淡化。

表1: 全国 GDP 累计同比 (%)

省份名称	1-6 月	1-9 月
全国	2.5	3.0
北京	0.70	0.80
上海	-5.70	-1.40
重庆	4.00	3.10
浙江	2.50	3.10
辽宁	1.50	2.10
河北	3.40	3.70
广东	2.00	2.30
江西	4.90	5.00
江苏	1.60	2.30
山东	3.60	4.00
天津	0.40	1.00
吉林	-6.00	-1.60
安徽	3.00	3.30
甘肃	4.20	4.10
新疆	4.90	3.90
四川	2.80	1.50
陕西	4.20	4.80
云南	3.50	3.80
山西	5.20	5.30
河南	3.10	3.70
湖北	4.45	4.70
黑龙江	2.80	2.90
西藏	4.80	0.20
宁夏	5.30	4.90
贵州	4.50	2.76
广西	2.70	3.10
湖南	4.30	4.80
福建	4.60	5.20
海南	1.60	-0.50
青海	2.50	2.60
内蒙古	4.30	5.00

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 疫情冲击生产筑底，曙光在前未来可期

12 月国内疫情冲击是影响工业生产走弱的核心变量，疫情对企业产需、人员到岗、物流配送带来较大影响，导致工业生产有效工作时长大幅缩减，同时地产不振、消费探底、出口放缓对工业生产有一定负面影响。我们预计 12 月规模以上工业增加值同比增速为-0.5%，2022 年规模以上工业增加值同比增速为 3.6%。明年国内疫情对工业生产的冲击影响将逐步消退，工业生产有望回归弱修复通道。

12月工业生产景气较前期走弱，疫情冲击下就业人员不足，有效工作时长缩短是主因，地产弱复苏仍压制工业复苏强度。从高频数据上看，12月地产销售数据仍维持低位，房地产弱复苏导致上游的黑色系开工率环比上行，但相关钢铁产量未显著回升。PTA产量环比及同比进一步下滑，汽车半钢胎、全钢胎开工率弱于去年同期。12月南方八省电厂、全国重点电厂日均耗煤量同比均为负增，体现工业生产复苏动能偏弱。

内需方面，稳增长制造业投资、基建投资对工业生产的支撑仍有韧性，制造业投资在强链补链和产业基础再造大背景下较为积极，12月土木工程建筑业商务活动指数为57.1%，连续11个月位于较高景气区间，土木工程建筑业企业保持较快施工进度。消费受疫情扰动仍有较大压制，12月新订单指数为43.9%，比上月下降2.5个百分点。出口受外需走弱及国内疫情扰动影响难下有隐忧，12月CCFI运价指数继续下探，终端消费不足且工业总体处于去库存状态对工业生产有不利影响。

12月国内疫情，对城市之间、城市内部人的流动、供应链的效率有所冲击，对工业生产有一定负面影响。货运物流方面，12月供应商配送时间指数为40.1%，比上月大幅下降6.6个百分点，制造业交货时间继续放慢。国内主要城市地铁客流量、城市拥堵延时指数同比大幅回落，国内执飞航班数量仍在低位徘徊，同比下降约46%，降幅较上个月小幅收窄。在人的流动放缓冲击下，零售、道路运输、住宿、餐饮、居民服务等接触性聚集性行业商务活动指数均低于35.0%，行业业务总量明显回落。

3 预计全年固定资产投资增速 5.1%

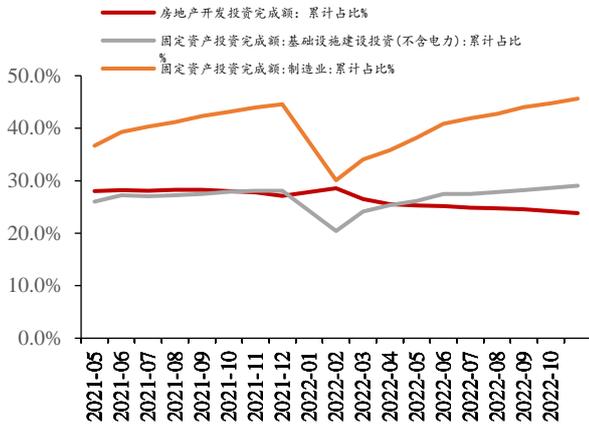
预计1-12月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为5.1%。其中，制造业投资累计增速预计9.0%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）预计同比增长9.0%，房地产开发投资预计同比增速-10.1%。地产投资依然承压，制造业投资四季度受疫情冲击面临下行压力，增速有所放缓但仍具韧性，全年保持高增速；基建投资受益于政策呵护预计四季度维持高位增长，综合研判，基建和制造业是2022年经济增长的主要动力源。

第一，政策发力支撑基础设施投资回升。三季度以来，适度超前开展基础设施投资，加快布局新型基础设施建设，加强薄弱领域补短板。1-11月份，基础设施投资同比增长8.9%，增速比1-10月份加快0.2个百分点，连续七个月回升。其中，水利管理业投资增长14.1%，公共设施管理业投资增长11.6%，信息传输业投资增长8.7%，生态保护和环境治理业投资增长7.4%，道路运输业投资增长2.3%，铁路运输业投资由1-10月同比下降转为增长2.1%。重大项目加速建设也有助于维持基建高位增长。11月24日国常会再提推动重大项目加快建设，我们认为配合着准财政资金保障，地方政府推动重大项目落地的积极性较强，将有助于维持基建高位增长。

第二，制造业资本开支增速有所放缓。受制于外部不确定与疫情冲击，制造业面临较大下行压力，资本开支增速放缓，1-11月份，制造业投资同比增长9.3%，较上月回落0.5个百分点。外部冲击下整体制造业投资维持高韧性，主因为产业政策效果显现，高技术制造业投资受仍保持较快增长。以电子、医药为代表的高技术制造业快速发展，相关投资大幅增加。1-11月份，高技术制造业投资同比增长23.0%，其中，电子及通信设备制造业投资增长28.2%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长28.3%，计算机及办公设备制造业投资增长12.8%。同时，顺应经济升级发展需要，各方面积极支持重点领域设备更新改造，推动扩大制造业中长期贷款投放，强化投资要素保障。1-11月份，制造业技改投资同比增长9.1%，占全部制造业投资的比重为40.9%。

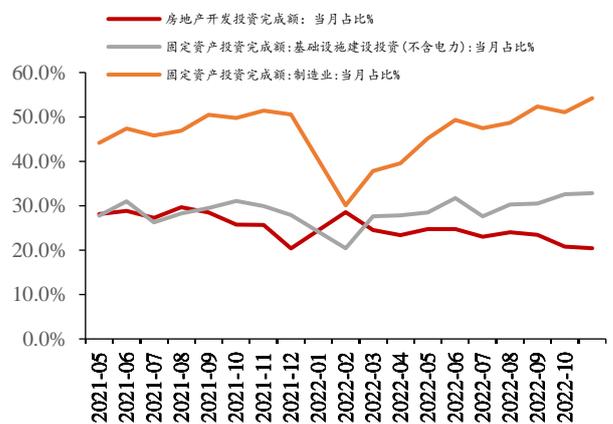
第三，地产投资相对乏力。1-11 月份，房地产开发投资下降 9.8%，低于我们前期的预测。从销售端看，9 月末以来需求侧组合拳持续发力，拐点尚未显现。1-11 月全国商品房销售面积 121250 万平方米，同比下降 23.3%；商品房销售额 118648 亿元，下降 26.6%。我们认为，当前保交楼相关的建安投资正处于修复通道中，市场预期也在逐步改善，地产投资重回正增长区间仍需时间。

图1：固定资产投资分项占比（累计）



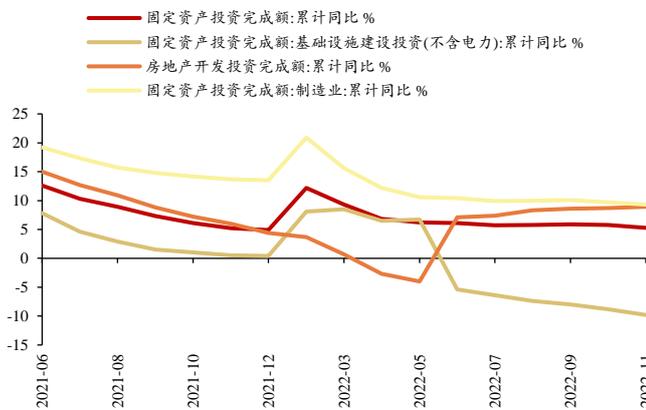
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：固定资产投资分项占比（当月）



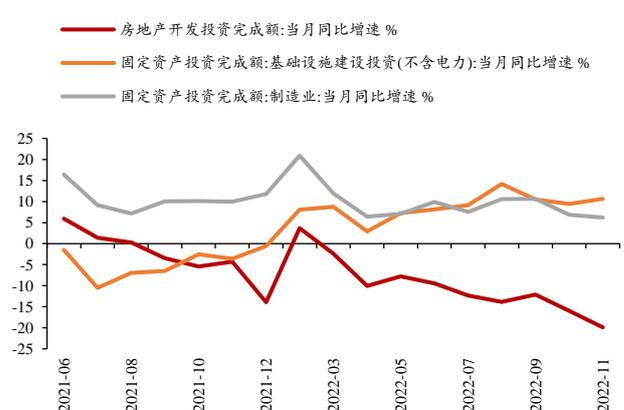
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：基建和制造业投资是固定资产投资的重要支撑



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图4：固定资产投资各分项 11 月当月同比增速



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50801



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn