

12 月经济数据：疫情扰动下降，数据好于预期

核心观点

我国四季度不变价 GDP 增长 2.9%，较三季度 GDP 下降 1.0 个百分点，高于我们预期和市场一致预期。四季度受疫情影响，GDP 增速有所下探，但 12 月经济数据已明显好转，生产、消费数据均好于预期，疫情因素的压制正在快速化解。当前，中国经济正逐步走出防疫政策优化的适应期，万里风云，峰回路转，2023 年我国经济基本面将显著改善，为牛市重启奠定基础。

□ 生产韧性收官，春暖花开可期

12 月规模以上工业增加值同比增长 1.3%，较上月回落，但回落幅度小于我们与市场预期，2022 年规上工业增加值增速为 3.6%。12 月国内各地相继迎来感染高峰，导致工业企业有效工作时长相较正常时期减弱，但随着各地区疫后修复开启，我们认为疫情对工业生产扰动将逐步减弱。我们认为 2023 年对工业生产的不利因素将逐步缓解，稳中向好、高质量发展的趋势不会改变。

□ 总人口自 1960 年以来首次负增长

2022 年全年我国出生人口 956 万人，人口出生率为 6.77‰；死亡人口 1041 万人，人口死亡率为 7.37‰，年末全国人口 141175 万人，比上年末减少 85 万人，这是自 1960 年以来首次人口负增长。

□ 疫情扰动下降，就业好于预期

12 月全国城镇调查失业率为 5.5%，较前值回落 0.2 个百分点，好于预期。主要原因有两点：其一，疫情防控措施不断优化，成都、北京、广州、郑州等多地“烟火气”再次回归，餐饮等行业甚至出现“招工难”现象，31 个大城市城镇调查失业率回落 0.6 个百分点至 6.1%；其二，今年过年较早（1 月 22 日即为农历春节），叠加疫情影响，促使部分农民工提前返乡，农村起到一定就业“蓄水池”作用，外来户籍人口失业率下降 0.5 个百分点至 5.7%。

□ 防疫政策优化，消费底部回升

12 月社会消费品零售总额同比-1.8%，前值-5.9%，大幅好于市场预期，新冠正式走向“乙类乙管”，峰回路转，社零增速开启回升模式。社零表现好于预期原因有三：其一，疫情防控优化，大部分消费场景开始正常化，前期被压制的耐用品消费得到释放，如汽车零售增速由 11 月的-4.2%回升至+4.6%；其二，必需品消费表现强劲，中西药品零售额同比+39.8%；其三，各地陆续通过疫情感染高峰，12 月中下旬起线下消费迅速回暖。

□ 投资增速放缓，基建和制造业投资为全年重要支撑

1-12 月份，固定资产投资（不含农户）同比增长 5.1%，比 1-11 月份下跌 0.2 个百分点。分领域看，资本开支动能分化明显，基础设施投资同比增长 9.4%，制造业投资增长 9.1%，房地产开发投资下降 10.0%。从边际变化看，12 月份制造业投资当月同比增长 7.4%，基础设施投资当月同比增长 14.3%，房地产开发投资当月同比下滑 12.2%。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。

□ 风险提示

病毒变异超预期；政策落地不及预期；大国博弈超预期。

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 《地方两会有哪些积极动作？

夺回失去的牛市系列研究之九》

2023.01.17

2 《外需下滑拖累出口，后续关注

供给优势 ——2022 年 12 月

进出口数据的背后》 2023.01.13

3 《环比负增长收官，驱动加息

再收敛 ——美国 12 月通胀数据

传递的信息》 2023.01.13

正文目录

1 四季度 GDP 增长 2.9%，2022 年 GDP 增长 3.0%	4
2 总人口自 1961 年以来首次负增长	6
3 生产韧性收官，春暖花开可期	6
4 疫情持续扰动，就业好于预期	7
5 防疫政策优化，消费底部回升	8
6 投资增速放缓，基建和制造业投资为全年重要支撑	11
6.1 制造业保持韧性，为未来经济增长重要抓手	13
6.2 地产当月增速年内新低，市场预期的扭转仍是较为缓慢的过程	14
6.3 准财政工具谋发力，基建投资稳步增长	16

图表目录

图 1: 2022 年四季度 GDP 增速 2.9%	5
图 2: 工业增加值主要门类: 12 月同比	7
图 3: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	7
图 4: 31 个大城市失业率下降 0.6 个百分点	8
图 5: 外来户籍人口失业率下降 0.5 个百分点	8
图 6: 12 月城镇调查失业率为 5.5%, 全年平均值为 5.6%	8
图 7: 2022 年城镇新增就业人数为 1206 万人	8
图 8: 12 月社零同比增速底部回升	9
图 9: 餐饮收入增速回落, 汽车零售增速反弹	9
图 10: 中西药品、粮油食品等必需品分项表现较好	9
图 11: 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	10
图 12: 营业电影院数量在“新十条”实施之后显著回升	10
图 13: 12 月票房环比回升	10
图 14: 12 月民航执飞量触底回升	11
图 15: 12 月乘用车市场销量回暖	11
图 16: 2023 年春运客运量同比 22 年增长 47%	11
图 17: 固定资产投资分项占比 (累计)	12
图 18: 固定资产投资分项占比 (当月)	12
图 19: 基建和制造业投资是固定资产投资的重要支撑	13
图 20: 固定资产投资各分项 12 月当月同比增速	13
图 21: 房地产投资各项累计同比增速 (%)	15
图 22: 30 大中城市商品房成交面积同比增速变化 (%)	16
图 23: 各省两会披露的 2023 年固定资产投资目标	18
图 24: 近期重大项目开工进展	20
表 1: 各省市 2023 年经济增长目标	5
表 2: 12 月制造业分行业当月同比 (单位: %)	14
表 3: 核心省市重大项目梳理	18

1 四季度 GDP 增长 2.9%，2022 年 GDP 增长 3.0%

我国四季度 GDP 增长 2.9%，较三季度 GDP 下降 1.0 个百分点，高于我们预期，高于市场一致预期（Wind 一致预期为 1.9%）。初步核算，2022 年全年国内生产总值 1210207 亿元，按不变价格计算，同比增长 3.0%。分产业看，第一产业增加值 88345 亿元，同比增长 4.1%；第二产业增加值 483164 亿元，增长 3.8%；第三产业增加值 638698 亿元，增长 2.3%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长 4.8%，二季度 0.4%，三季度 3.9%，四季度 2.9%。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缓解需求萎缩的压力，为牛市重启奠定基础。

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 月各地陆续迎来感染高峰，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，经济处于下行通道，当季实际同比增速为 2.9%，较三季度回落 1.0 个百分点。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度过以及地产政策的渐次放松，中国经济将逐步走出防疫政策优化的适应期，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，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，12 月社会消费品零售总额同比-1.8%，社零增速较上月有所回升但仍然较弱。但是随着多地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，四季度地产投资整体仍处在下行通道，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。

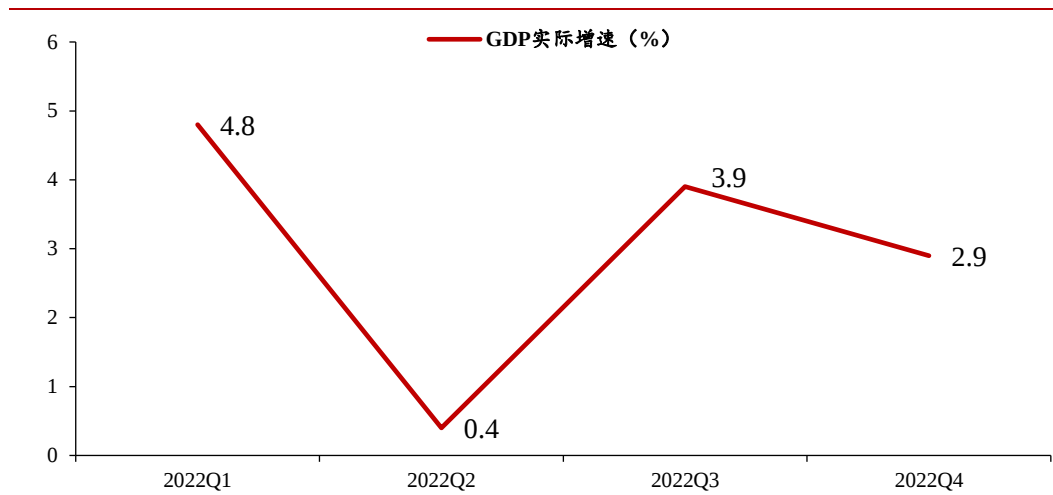
从供给侧看，我们认为生产端修复仍受到压制。四季度消费、地产及出口走弱使得工业生产承压，疫情阶段性发展大幅冲击消费及其产业链致使供需双弱。11 月规上工业企业利润增速放缓，“双十一”线上消费表现较同期相比平淡，同时地产投资不振对水泥、相关机械设备等中游产业的生产强度恢复有一定负面影响。11 月出口大幅回落，工业企业实现出口交货值同比名义下降 6.6%，较上月由正大幅转负，与出口景气关系较强的纺织业、计算机、通信和其他电子设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业等行业负增承压。

展望后势，我们预计 2023 年 GDP 实现 5.1%左右的实际增速。12 月政治局会议明确指出“大力提振市场信心”，我们认为，消费和服务业的全面复苏核心在于预期的转变和信心的提振。后续增量宏观政策的核心将聚焦于稳定市场预期，而预期稳定将带来需求侧的修复并成为资产价格向上弹性的重要支撑。近年来，我国消费规模稳步扩大、结构持续优化，消费新业态新模式快速发展，消费对经济增长的基础性作用持续凸显，最终消费支出占国内生产总值比重连续 11 年保持在 50%以上。2022 年 12 月 16 日中央工作会议定调：要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。

我们认为，信心的提振有助于抬升风险偏好，权益市场也将受益于市场预期的显著改善，同时资本市场的稳定也是市场预期稳定的关键。我们提示，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缓解需求萎缩的压力，为牛市重启奠定基础。我们判断，经济将逐步向潜在中枢收敛，消费和服务业的修复将更快更强，社会消费品零售总额增速对应也

将超出市场预期。建议关注以航空、机场、旅游、酒店、餐饮、免税等板块受益于跨区域人流修复带来的景气度改善，以及与之相对应的困境反转下的投资机会。

图1：2022年四季度 GDP 增速 2.9%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表1：各省市 2023 年经济增长目标

省份名称	2023 年目标 (%)	较 2022 年调整 (百分点)
北京	4.5	下调 0.5
天津	4.0	下调 1.0
河北	6.0	下调 0.5
山西	6.0	下调 0.5
内蒙古	6.0	不变
辽宁	5.0	下调 0.5
吉林	6.0	不变
黑龙江	6.0	上调 0.5
上海	5.5	不变
江苏	5.0	下调 0.5
浙江	5.0	下调 1.0
安徽	6.5	下调 0.5
福建	6.0	下调 0.5
江西	7.0	不变
山东	5.0	下调 0.5
河南	6.0	下调 1.0
湖北	6.5	下调 0.5
湖南	6.5	不变
广东	5.0	下调 0.5
广西	5.5	下调 1.0
海南	9.5	上调 0.5
重庆	6.0	上调 0.5
四川	6.0	下调 0.5

贵州	6.0	下调 1.0
云南	6.0	下调 1.0
西藏	8.0	不变
陕西	5.5	下调 0.5
甘肃	6.0	下调 0.5
青海	5.0	下调 0.5
宁夏	6.5	下调 0.5
新疆	7.0	上调 1.0

资料来源：各地政府官网，浙商证券研究所

注：底部加深省份为 GDP 增长目标较 2022 年上调目标或者保持不变

2 总人口自 1961 年以来首次负增长

2022 年全年我国出生人口 956 万人，人口出生率为 6.77‰；死亡人口 1041 万人，人口死亡率为 7.37‰，年末全国人口 141175 万人，比上年末减少 85 万人，这是自 1961 年以来首次人口负增长。

上世纪 60 年代初受“大饥荒”影响，死亡人口大幅走高，为阶段性表现，近些年情形看，出生人口回落主因我国育龄女性人口减少及生育意愿降低，根据世界银行数据，我国 2018、2019 年总和生育率数据已经降至 1.5 附近，逐步进入“低生育率陷阱”困境，2020 年以来，受疫情影响，新生人口进一步降低，总和生育率 2020 年已经降至 1.28，我们测算的 2021、2022 年数据已回落至 1.1 和 1.05，预计 2023 年总和生育率也将处于低位，出生人口仍不乐观，但若疫情等扰动因素有所缓解，预计 2024 年新生人口或略有抬升，有望回到 1000 万人上方，但仍较难改变我国总人口进入下行通道的现状。随着我国老龄化特征的深化，死亡人口将是逐年递增的，预计总人口已经进入见顶回落阶段，我国人口数量红利持续衰减，但人口质量红利仍有较大空间。

3 生产韧性收官，春暖花开可期

12 月规模以上工业增加值同比增长 1.3%，较上月回落，回落幅度小于我们与市场预期，2022 年规上工业增加值增速为 3.6%。12 月国内各地相继迎来感染高峰，导致工业企业有效工作时长相较正常时期减弱，但随着各地区疫后修复开启，我们认为疫情对工业生产扰动将逐步减弱。此外，房地产投资不振，消费及出口大幅走弱也是导致 12 月工业生产增速回落的重要原因，但我们认为 2023 年对工业生产的不利因素将逐步缓解，稳中向好、高质量发展的趋势不会改变。

有效工作时长不足降低工业生产强度，物流景气走弱，供应链效率有所冲击。2022 年 12 月从业人员指数大幅回落，创 2020 年 2 月以来新低，制造业企业员工到岗率明显不足。供应商配送时间指数亦大幅下行。据交通运输部数据，12 月中国运输生产指数（CTSI）同比下降 11.2%，其中 CTSI 货运指数同比下降 4.5%。

12 月工业生产景气相对疲弱。从高频数据上看，12 月地产销售数据仍在低位徘徊，房地产弱修复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负增。

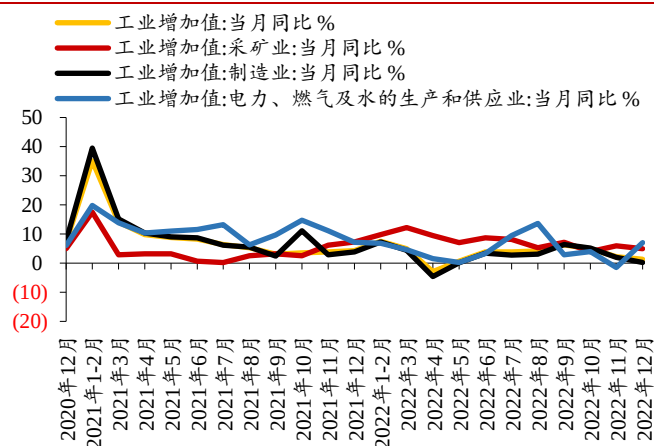
12月需求对工业生产的支撑偏弱，其中制造业及基建投资积极，但消费、地产及出口偏弱使得工业生产承压，同时工业企业总体处于主动去库存阶段，对生产的扩张有所压制。疫情过峰大幅冲击消费及其产业链，地产投资不振压制水泥、相关机械设备等中游产业生产恢复强度。12月出口承压，工业企业实现出口交货值同比名义下降8.4%，较上月进一步回落，与出口景气关系较强的纺织业、计算机、通信和其他电子设备制造业、通用设备制造业等行业承压。

12月份全国服务业生产指数同比下降0.8%，主因在于国内疫情达峰对人的流动产生短期影响，随着疫情顺利度峰人的流动恢复积极向好。据交通运输部数据，12月CTSI客运指数为50.5点，同比下降40.8%，12月城市轨道交通完成客运量人次回落较大(环比减少2.6亿人次，降低18.5%，同比减少9.2亿人次，降低44.2%)，国内执飞航班有所修复但仍处低位。12月城市内及城市间人员流动强度筑底，对零售、餐饮住宿等线下消费场景冲击较大。

从分项数据上看，12月份采矿业增加值同比增长4.9%，制造业同比增速较上月大幅回落至0.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业由负转正为7%。我们主要关注的工业产品产量中，12月份原煤(2.4%)、十种有色金属(7.3%)和发电量(3.0%)均正增长，汽车(-16.7%)、钢材(-2.6%)和水泥(-12.3%)负增长。

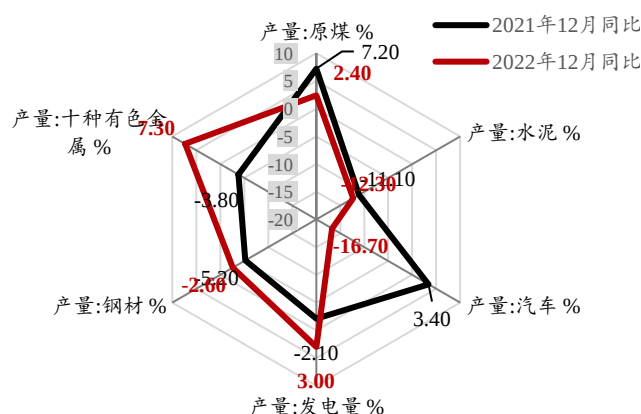
展望未来，冲击工业生产及服务业的不利因素正向积极的方向转变，疫情带来的“疤痕效应”或对生产修复的强度短期内有所制约，但总体可控。在制造业、基建投资积极，地产及消费修复、出口韧性的背景下，2023年工业生产将积极向好。

图2：工业增加值主要门类：12月同比



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图3：主要工业产品产量增速与去年同期对比

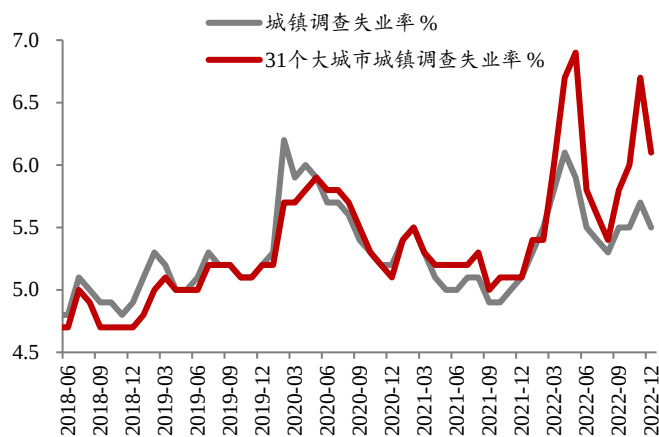


资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

4 疫情持续扰动，就业好于预期

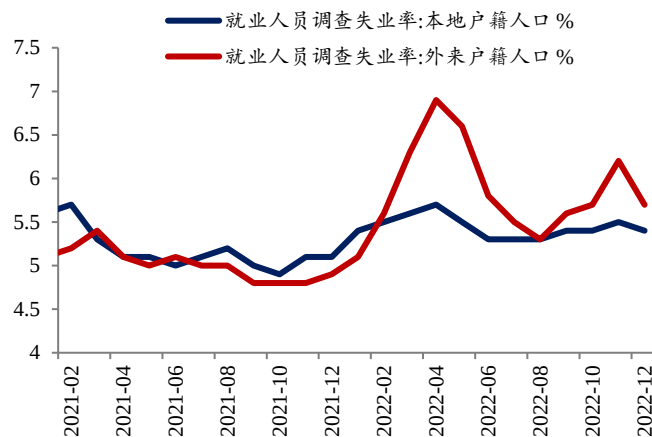
12月全国城镇调查失业率为5.5%，较前值回落0.2个百分点，好于预期，主要原因有两点：其一，疫情防控措施连续优化，成都、北京、广州、郑州等多地“烟火气”再次回归，餐饮等行业甚至出现“招工难”现象，31个大城市城镇调查失业率回落0.6个百分点至6.1%；其二，今年过年较早（1月22日即为农历春节），叠加疫情影响，促使部分农民工提前返乡，农村起到一定就业“蓄水池”作用，外来户籍人口失业率下降0.5个百分点至5.7%。

图4: 31个大城市失业率下降0.6个百分点



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

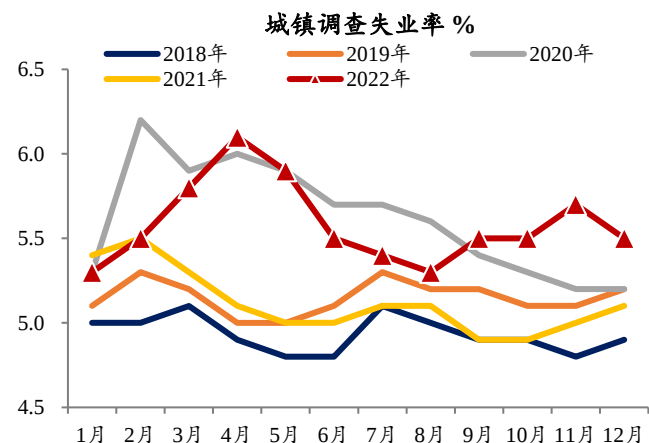
图5: 外来户籍人口失业率下降0.5个百分点



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

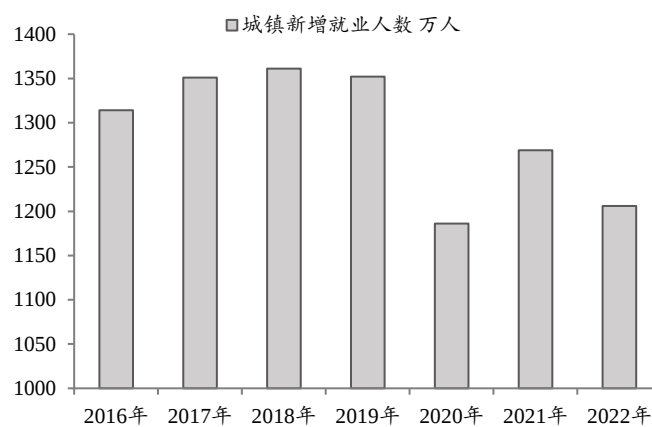
2022 年全年平均值 5.6%，高于 5.5% 的目标水平上限，疫情之下劳动力市场面临较大挑战。全国城镇新增就业 1206 万人，超额完成全年任务，2019 年~2021 年城镇新增就业人数分别为 1352、1186、1269 万人，可以间接看出 2022 年就业难度大于 2021 年，且更接近于 2020 年。

图6: 12月城镇调查失业率为5.5%，全年平均值为5.6%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 2022年城镇新增就业人数为1206万人



资料来源: Wind, 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_51470

