

分析师：周岳

执业证书编号：S0740520100003

Email: zhouyue@r.qlzq.com.cn

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资要点

- **12月各项指标相比11月走势分化。**生产端工业增速继续回落，服务业增速反弹；投资端在地产投资降幅收窄的贡献下有所改善；消费方面尽管餐饮消费大幅下滑，但商品销售回暖推动社零同比降幅收窄。
- **四季度GDP增速高于市场预期。**虽然工业生产明显回落，但固投、消费、服务业等分项均表现出较强韧性，一方面受益于此前稳经济一揽子政策措施效果的持续释放，另一方面随着各地持续优化调整疫情防控政策，疫情“达峰”对于需求端的影响较去年二季度大幅减弱。
- **出口持续回落导致工业生产下滑。**12月随着基数回升，规模以上工业增加值同比小幅增长1.3%，较前值下降0.9个百分点。虽然四季度工业产能利用率变化不大，但受出口持续下滑和内需的较弱的影响，工业生产整体进入去库存阶段。12月出口交货值同比增速回落至-8.4%，产品销售率同比下降0.4个百分点，和工业生产增速特别是制造业趋势变化一致。
- **固投方面，房地产跌幅收窄，基建、制造业维持高位。**
 - 1) **竣工以外地产相关指标整体疲弱。**领先指标方面，销售、拿地、新开工、施工等各项指标未出现明显改善，仅竣工同比降幅受“保交楼”政策驱动明显收窄。考虑到2022年低基数和政策持续发力的影响，预计2023年房地产市场有望边际改善，但幅度和节奏有待观察。
 - 2) **基建增速维持高位。**12月基建增速小幅回落，和疫情、天气原因导致施工节奏放缓有关。随着提前批专项债发行节奏继续前倾、基础设施基金拉动效应的持续释放，短期基建增速仍有一定支撑。但2023年全年来看，基于资金来源角度推算，预计增速降至7%左右。
 - 3) **制造业投资中枢回落。**随着库存周期进入主动去库存阶段，出口下行压力显性化，制造业产能扩张主要依赖于定向融资政策支撑下的对冲作用，四季度制造业投资增速中枢已经低于7%。综合盈利预期、产能利用率、资金可得性三个维度判断，2023年制造业产能扩张存在一定压力。
- **疫情影响下居民消费分化明显。**12月社零消费同比下降1.8%，较前值降幅收窄，其中商品零售小幅下降0.1%，餐饮收入大幅下降14.1%。各地疫情陆续“达峰”过程中，消费需求释放特别是线下场景类消费仍受到较大抑制。相应的，12月服务业生产指数同比下降0.8%。限额以上消费中除药品、食品、饮料和汽车外，其他品类销售均同比下滑。
- **经济复苏可能存在预期差。**2022年经济数据对于未来趋势判断的参考作用较小，主要影响可能更多体现在基数效应上。在疫情影响减弱和地产行业改善的预期下，2023年经济复苏已经成为市场一致预期，也给债市带来调整压力。考虑到消费需求释放、地产修复存在不确定性，外需放缓带来的出口下行压力，以及财政发力的空间有限等因素，基本面改善的节奏和幅度可能存在预期差。“弱现实”格局确定性转变之前，货币政策稳中偏松基调预计延续，利率上行风险有限的情况下，交易机会仍值得关注。
- **短期关注流动性变化。**在年初数据“空窗期”，流动性将是影响债市的关键。春节前后资金面存在阶段性边际收紧压力，在理财、银行自营等配置力量“缺位”的情况下，交易型机构可能被迫降杠杆，12月中旬以来的债市修复行情迎来“中场休息”，建议投资者耐心等待。
- **风险提示：**经济大幅改善，信用扩张超预期，货币宽松不及预期。

图表目录

图表 1: 12 月主要指标增速变化 (%)	- 3 -
图表 2: 工业产销率、出口交货值等指标和生产增速趋势一致 (%)	- 4 -
图表 3: 12 月重点行业中多数生产增速回落 (%)	- 4 -
图表 4: 固投主要分项当月同比增速变化 (%)	- 5 -
图表 5: 销售和拿地指标持续低迷 (%)	- 5 -
图表 6: 相比于开工, 竣工指标明显改善 (%)	- 5 -
图表 7: 限额以上消费分项大多同比下降 (%)	- 6 -

1月17日，统计局公布去年12月和四季度经济数据，从当月同比增速角度看，各项指标相比11月走势分化：生产端工业增速继续回落，服务业增速反弹；投资端在地产投资降幅收窄的贡献下有所改善；消费方面尽管餐饮消费大幅下滑，但商品销售回暖推动社零同比降幅收窄。整体来看，四季度GDP同比增长2.9%，虽然较三季度下降1个百分点，但仍高于WIND统计的市场预期（1.9%），全年增速以3.0%收官。

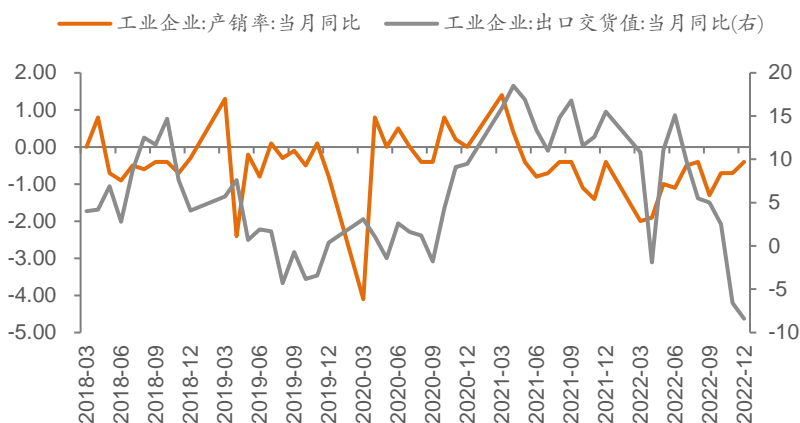
图表 1: 12月主要指标增速变化 (%)

指标名称	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
GDP		2.9			3.9			0.4		4.8
工业增加值	1.3	2.2	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0
服务业	-0.8	-1.9	0.1	1.3	1.8	0.6	1.3	-5.1	-6.1	-0.9
固定资产投资	3.1	0.8	5.0	6.5	6.4	3.6	5.8	4.7	2.3	7.1
固投:房地产	-12.2	-19.9	-16.0	-12.1	-13.8	-12.3	-9.4	-7.8	-10.1	-2.4
固投:制造业	7.4	6.2	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9
固投:基建	10.4	13.9	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.3	11.8
社零	-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5
社零:商品	-0.1	-5.6	0.5	3.0	5.1	3.2	3.9	-5.0	-9.7	-2.1
社零:餐饮	-14.1	-8.4	-8.1	-1.7	8.4	-1.5	-4.0	-21.1	-22.7	-16.4

来源: iFinD, 中泰证券研究所

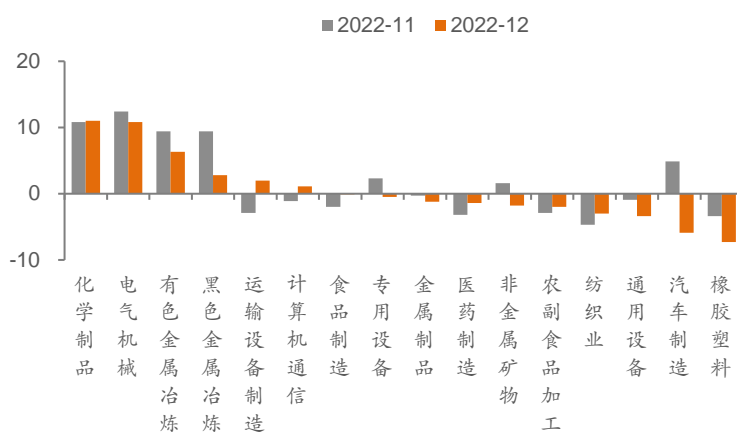
由于去年底各地区疫情陆续“达峰”，从高频数据跟踪看，市场对于12月供需表现预期较弱，从实际值看，虽然工业生产明显回落，但固投、消费、服务业等分项均表现出较强韧性，一方面受益于此前稳经济一揽子政策措施效果的持续释放，另一方面随着12月初以来各地持续优化调整疫情防控政策，疫情“达峰”对于需求端的影响有所减弱。具体而言：

出口持续回落导致工业生产下滑。12月随着基数回升，规模以上工业增加值同比小幅增长1.3%，较前值下降0.9个百分点。虽然四季度工业产能利用率变化不大，但受出口持续下滑和内需的较弱的影响，工业生产整体进入去库存阶段。12月出口交货值同比增速回落至-8.4%，产品销售率同比下降0.4个百分点，和工业生产增速趋势变化一致。

图表 2: 工业产销率、出口交货值等指标和生产增速趋势一致 (%)


来源: iFinD, 中泰证券研究所

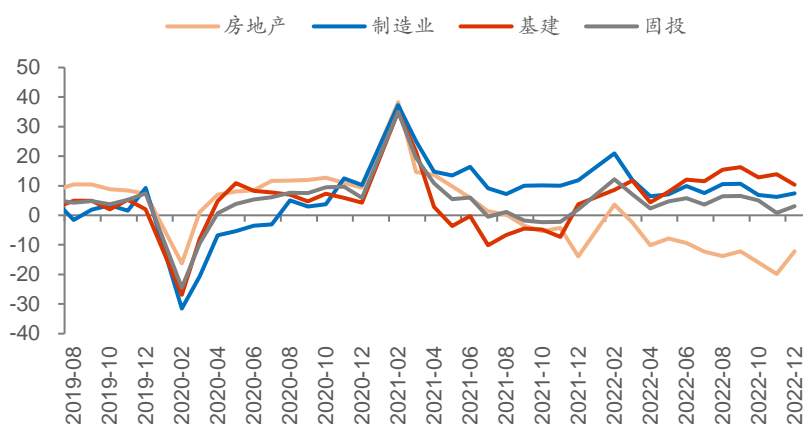
制造业增速明显下滑。分三大门类看, 12月采矿业同比增长4.9%, 和前值变化不大, 冬季用电用暖高峰导致电力热力生产供应业增速上升至7.0%, 制造业则进一步回落至0.2%。16个制造业重点行业中, 有9个行业增速较前值回落。疫情冲击对于居民消费需求仍存在一定拖累, 如食品制造、农副食品加工、纺织业等持续负增长, 不过降幅环比收窄; 出口下滑背景下, 对外依赖度较高的通用设备、专用设备、计算机通信电子等行业增速表现较低迷, 稳增长政策驱动下化学制品、黑色金属、有色金属等行业增长相对较快; 此外, 汽车生产大幅下降5.9%, 和销售端表现明显背离, 或表明随着燃油车购置税减半政策到期, 未来需求增长存在较大不确定性。

图表 3: 12月重点行业中多数生产增速回落 (%)


来源: iFinD, 中泰证券研究所

固投方面, 房地产跌幅收窄, 基建、制造业维持高位。12月固投当月同比增速回升至3.1%, 前值仅为0.8%。主要分项中: 房地产同比下降12.2%, 前值下降19.9%; 基建同比增长10.4%, 前值13.9%; 制造业同比增长7.4%, 前值6.2%。

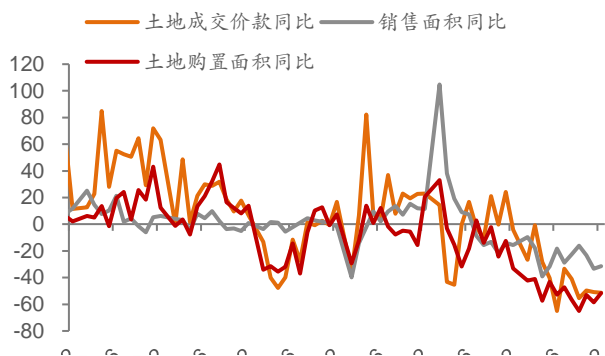
图表 4: 固投主要分项当月同比增速变化 (%)



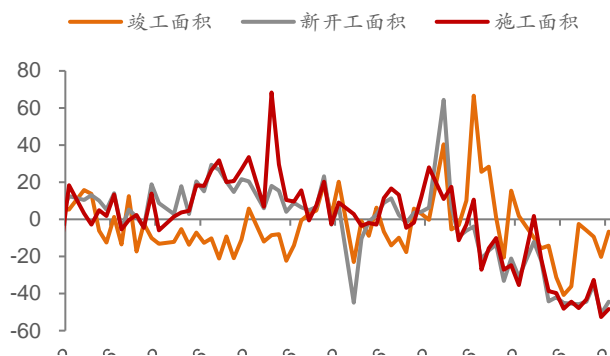
来源: iFinD, 中泰证券研究所

1) 竣工以外地产相关指标整体疲弱。从资金来源看, 12 月同比下降 28.7%, 虽然降幅收窄但仍处于绝对低位, 其中自筹资金、定金和预付款同比降幅仍在两位数以上, 销售低迷的市场环境下开放商融资继续承压。领先指标方面, 销售、拿地、新开工、施工等各项指标未出现明显改善, 仅竣工同比降幅受“保交楼”政策驱动明显收窄。考虑到 2022 年低基数和政策持续发力的影响, 预计 2023 年房地产市场有望边际改善, 但幅度和节奏有待观察, 我们维持年度策略报告中商品房销售回正 (0.7%)、地产投资小幅下滑 (-3.2%) 的判断。

图表 5: 销售和拿地指标持续低迷 (%)



图表 6: 相比于开工, 竣工指标明显改善 (%)



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_51473

