

总量超预期下的三大结构性信号

事件:

1月17日,国家统计局公布数据显示,4季度GDP同比2.9%、前值3.9%,12月规模以上工业增加值同比1.3%、前值2.2%。

点评:

■ 经济最差的阶段或已过,关注总量指标超预期下的三大结构性信号

信号一:本轮疫情,对生产的影响大于需求。过去疫情反复阶段,生产多好于投资、消费,而12月数据反过来,投资增速回升、提升2.3个百分点至3.1%,社零降幅收窄、降幅由上月5.9%改善至1.8%,而工业增加值增速继续回落、较上月下降0.9个百分点至1.3%,一方面得益于线下活动没有防疫的约束,另一方面或与临近春节,疫情演绎导致劳动力提前返乡多于以往,进而加大对生产扰动。

信号二:投资需求增长路径清晰,制造业、交通类基建、地产竣工等投资表现相对较好。出口大幅下滑背景下,经济转向内需增长为主,投资是重要驱动之一,作为政策重点支持领域,制造业投资增速较11月提升1.2个百分点;基建投资虽有所下降、但剔除电力的投资提升3.7个百分点,或与交通类基建接替能源投资有关;竣工加快等支持房地产投资边际改善,但地产销售、新开工依然低迷。

信号三:社零降幅收窄并非缘于消费修复,真正的修复或才刚刚开始。12月,社零降幅大幅收窄来自商品支撑,商品零售同比-0.1%、高于上月的-5.6%,药品、粮油食品、饮料等大幅增长,或主因疫情期间囤货需求,而餐饮收入同比降幅显著扩大、12月同比-14.1%。高频数据显示,12月底以来,出行、消费等线下活动逐步修复,前期受场景约束较为明显的企业消费和居民服务消费或率先修复。

重申观点:经济最差的阶段或已过去,修复趋势或在3月前后更加明朗,全年GDP增速或在5.5%左右。宏观主线转向内需增长为主,驱动包括:新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲,稳增长“加力”带来的基建投资韧性,疫后修复及地产链的拖累减弱等(参见《2023年,新时代“朱格拉周期”元年》)。

■ 常规跟踪:电燃水推动工业生产超预期,制造业等推升投资,总人口负增长

4季度GDP增速超预期,二、三产业均好于月均值;12月工业生产超预期,电燃水贡献显著。4季度,GDP同比2.9%、好于市场平均预期的1.9%,其中二、三产业GDP分别为3.4%和2.3%,而工业增加值和服务生产指数算术平均分别为2.8%和-0.9%。12月,工业增加值同比1.3%、低于上月的2.2%,其中电燃水同比7%、高于上月的-1.5%,制造业同比0.2%、较上月回落1.8个百分点。

投资明显回升,制造业改善、基建延续高增,地产竣工加快、但销售低迷。12月,固定资产投资同比3.1%,其中,制造业投资同比7.4%、高于上月的6.2%;基建投资较上月回落3.6个百分点至10.4%、交通类投资增长较快;房地产投资同比-12.2%、高于上月的-19.9%,除低基数贡献外,也与竣工加快等有关,竣工同比-6.6%、好于上月的-20.2%,商品房销售延续低迷、同比-31.5%。

就业压力缓解,全国总人口下降。12月,城镇调查失业率逆势下降、较上月回落0.2个百分点至5.5%,不同年龄、本地和外来户籍人口调查失业率均下降。2022年,全国总人口14.1亿人、比上年末减少85万人,自1962年以来首次下降;出生率为6.77‰、低于上年的7.52‰,死亡率7.37‰、高于上年的7.18‰。

风险提示:政策效果不及预期,疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号: S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号: S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、总量经济指标超预期下的三大结构性信号.....	3
2、4季度GDP增速超预期，但12月工业和服务类生产偏弱.....	4
3、中上游投资推升制造业投资，竣工加快等带动地产投资改善.....	5
4、居民收入差距扩大、消费支出下滑，总人口出现负增长.....	6

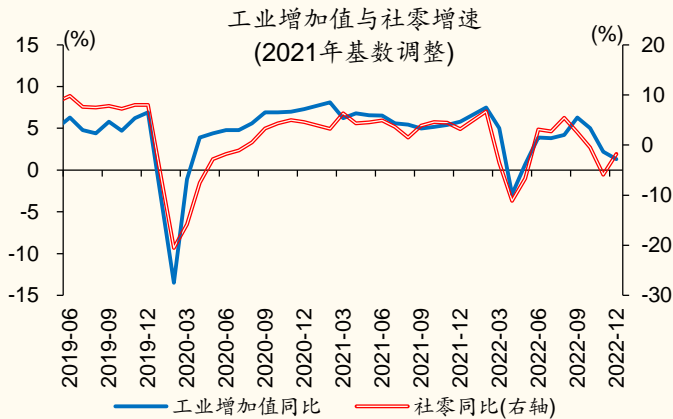
图表目录

图表 1: 12月，工业增加值回落，而社零边际改善.....	3
图表 2: 12月，PMI从业人员创2020年3月以来新低.....	3
图表 3: 12月，固定资产投资回升.....	3
图表 4: 交通类基建投资增长居前.....	3
图表 5: 12月，商品零售明显改善、餐饮收入降幅扩大.....	4
图表 6: 12月，药品、粮油食品增长较快.....	4
图表 5: 连锁餐饮流水恢复强度回升.....	4
图表 6: 近期地铁客运量逐步回升.....	4
图表 7: 4季度GDP增速回落.....	5
图表 8: 4季度工业增加值和服务业生产均明显回落.....	5
图表 9: 12月，电燃水生产快速增长.....	5
图表 10: 12月，食品、纺织等消费制造生产边际改善.....	5
图表 11: 部分中游行业投资增速居前.....	6
图表 12: 12月，地产竣工好于销售和新开工.....	6
图表 13: 2022年底以来，玻璃库存持续下降.....	6
图表 14: 4季度，居民消费支出再度负增长.....	7
图表 15: 中低收入人群收入增速最低.....	7
图表 16: 12月，城镇调查失业率逆势下降.....	7
图表 17: 结构性就业压力依然突出.....	7
图表 18: 2022年，中国人口出现负增长.....	8
图表 19: 疫情之后，出生率快速下降、死亡率明显上升.....	8

1、总量经济指标超预期下的三大结构性信号

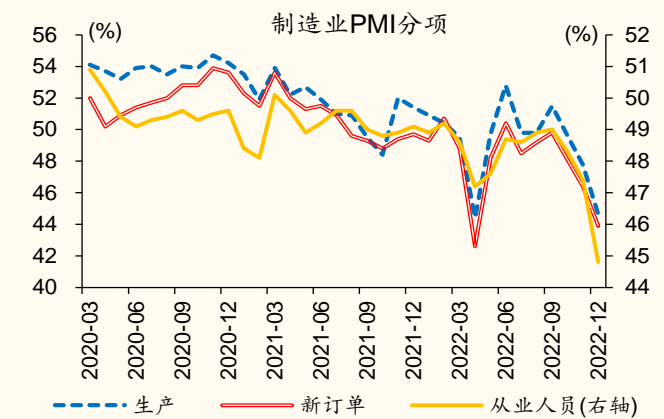
信号一：本轮疫情，对生产的影响大于需求。过去疫情反复阶段，生产多好于投资、消费，而12月数据反过来，投资增速回升、提升2.3个百分点至3.1%，社零降幅收窄、降幅由上月5.9%改善至1.8%，而工业增加值增速继续回落、较上月下降0.9个百分点至1.3%，一方面得益于线下活动没有防疫的约束，另一方面或与临近春节，疫情演绎导致劳动力提前返乡多于以往，进而加大对生产扰动，12月制造业PMI从业人员创2020年3月以来新低。

图表 1：12月，工业增加值回落，而社零边际改善



来源：Wind、国金证券研究所

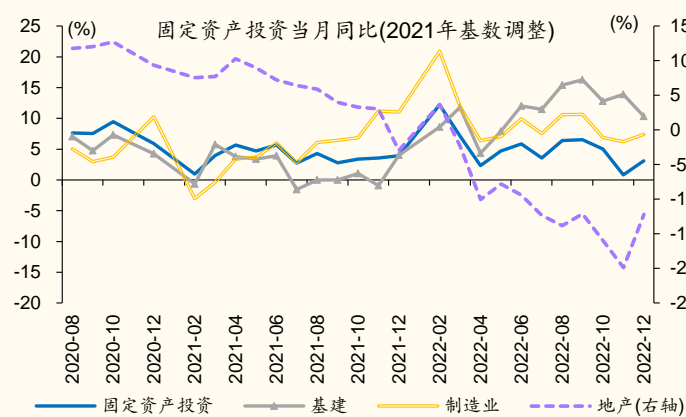
图表 2：12月，PMI从业人员创2020年3月以来新低



来源：Wind、国金证券研究所

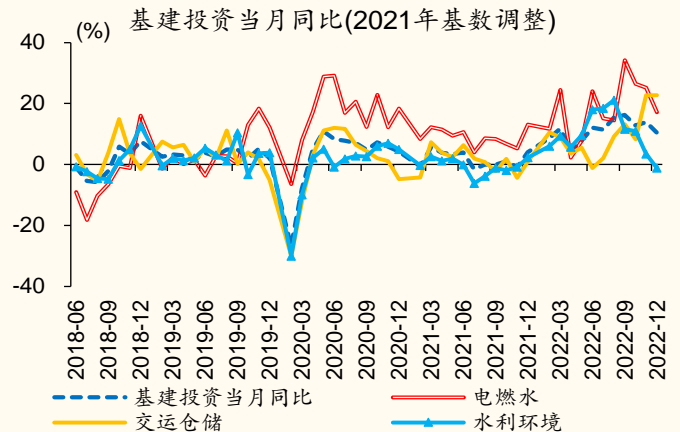
信号二：投资需求增长路径清晰，制造业、交通类基建、地产竣工等投资表现相对较好。出口大幅下滑背景下，经济转向内需增长为主，投资是重要驱动之一，作为政策重点支持领域，制造业投资增速较11月提升1.2个百分点；基建投资增速虽有所下降，但剔除电力的投资提升3.7个百分点，或与交通类接替能源投资有关；竣工加快等推动地产投资边际改善，但销售、新开工低迷。

图表 3：12月，固定资产投资回升



来源：Wind、国金证券研究所

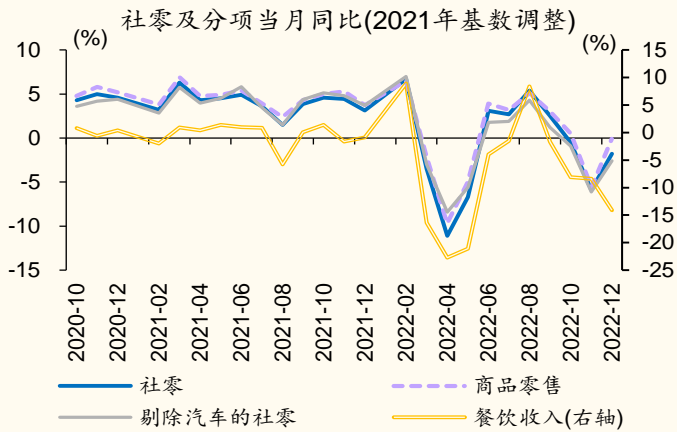
图表 4：交通类基建投资增长居前



来源：Wind、国金证券研究所

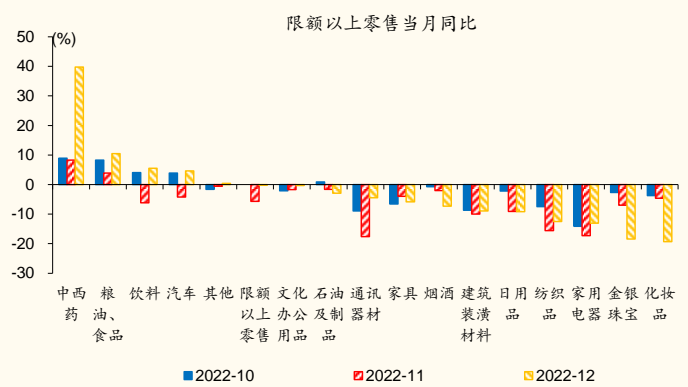
信号三：社零降幅收窄并非缘于消费修复，真正的修复或才刚刚开始。12月，社零降幅大幅收窄来自商品支撑，商品零售同比-0.1%、高于上月的-5.6%，药品、粮油食品、饮料等大幅增长，或主因疫情期间囤货需求，而餐饮收入同比降幅显著扩大、12月同比-14.1%。高频数据显示，12月底以来，出行、消费等线下活动逐步修复，前期受场景约束较为明显的企业消费和居民服务消费或率先修复（详情参见《疫后消费修复的三大误区》）。

图表 5: 12月, 商品零售明显改善, 餐饮收入降幅扩大



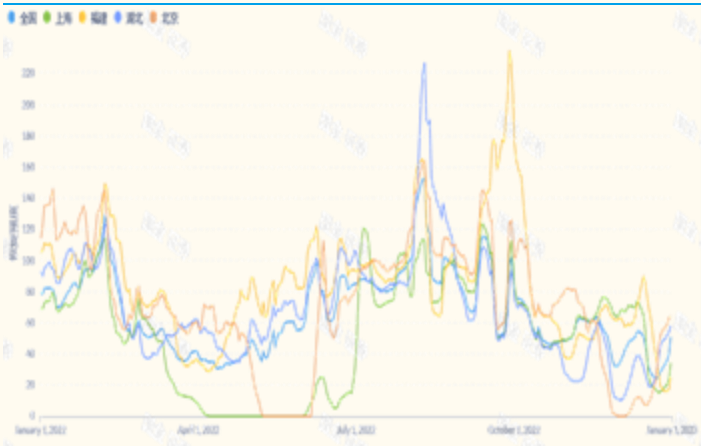
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 12月, 药品、粮油食品增长较快



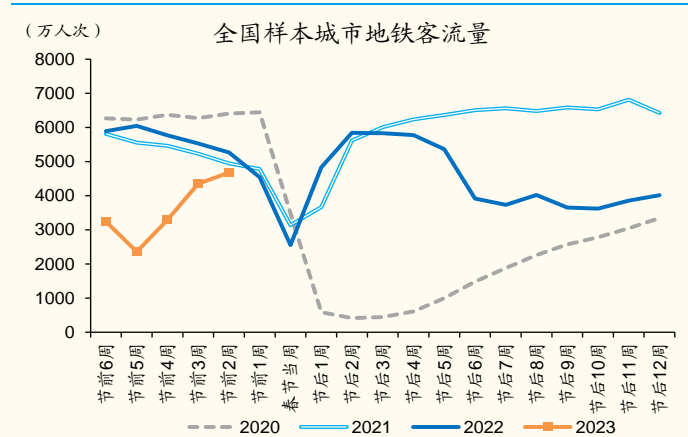
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 连锁餐饮流水恢复强度回升



来源: 国金数字未来 Lab、国金证券研究所

图表 8: 近期地铁客流量逐步回升



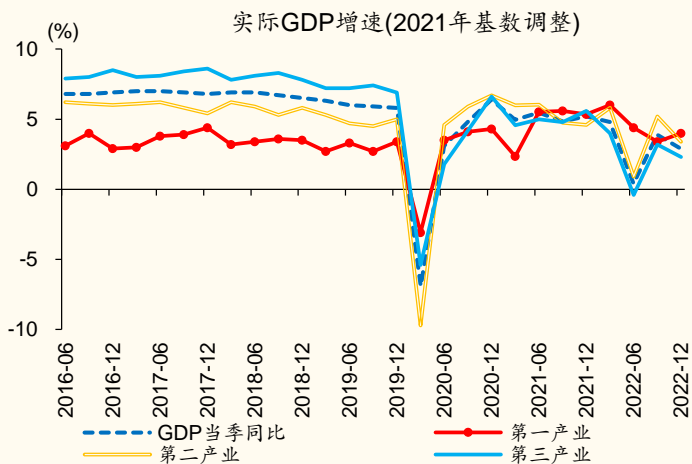
来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: 经济最差的阶段或已过去, 修复趋势或在 3 月前后更加明朗, 全年 GDP 增速或在 5.5%左右。宏观主线转向内需增长为主, 驱动包括: 新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲, 稳增长“加力”带来的基建投资韧性, 疫后修复及地产链的拖累减弱等(详情参见《2023 年, 新时代“朱格拉周期”元年》)。

2、4 季度 GDP 增速超预期, 但 12 月工业和服务类生产偏弱

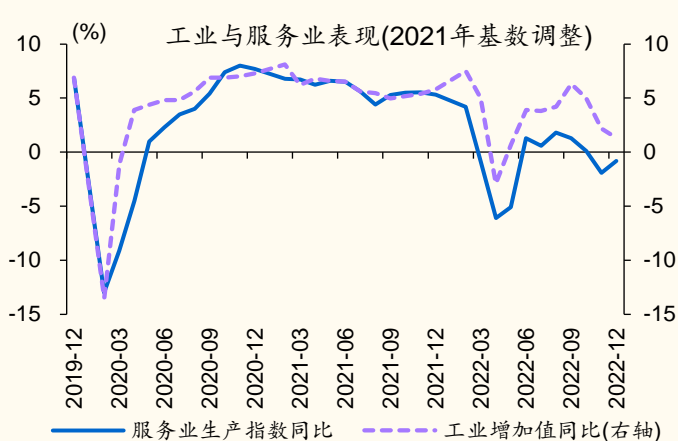
四季度 GDP 增速超预期, 二、三产业均好于均值。2022 年全年 GDP 增速 3%, 其中, 4 季度 GDP 同比 2.9%、好于市场预期预期的 1.9%, 但低于第三季度的 3.9%; 4 季度第二产业和第三产业 GDP 分别为 3.4%和 2.3%, 而工业增加值和服务生产指数算术平均分别为 2.8%和-0.9%。

图表 9: 4 季度 GDP 增速回落



来源: Wind、国金证券研究所

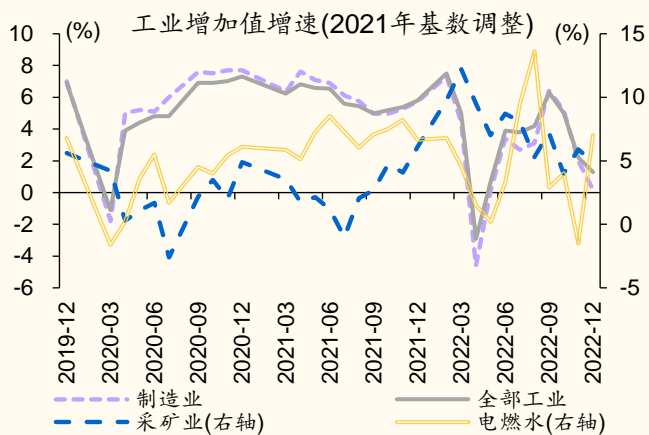
图表 10: 4 季度工业增加值和服务业生产均明显回落



来源: Wind、国金证券研究所

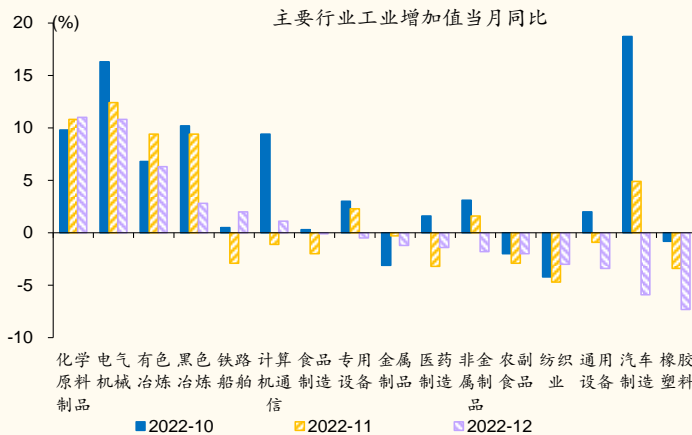
工业生产超预期,电燃水贡献显著、消费生产边际改善。12月,工业增加值当月同比 1.3%、低于上月的 2.2%,但高于市场预期的 0.6%。其中,电燃燃同比 7%、高于上月的-1.5%,而制造业同比 0.2%、较上月回落 1.8 个百分点。主要行业中,食品制造、纺织、医药、农副食品等消费相关生产边际改善,化学原料、电气机械、有色冶炼等中上游制造生产增速居前。

图表 11: 12 月,电燃水生产快速增长



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 12 月,食品、纺织等消费制造生产边际改善

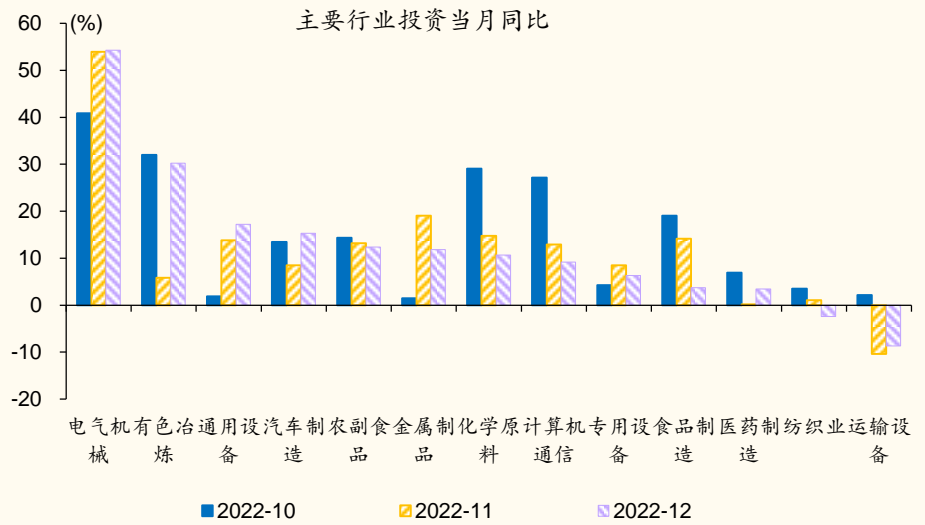


来源: Wind、国金证券研究所

3、中上游投资推升制造业投资,竣工加快等带动地产投资改善

制造业投资增长加快,电气机械、有色冶炼等中上游制造业投资居前。12月,制造业投资同比较上月提升 1.2 个百分点至 7.4%,其中,电气机械、有色冶炼、通用设备等投资增速居前;与 11 月相比,有色冶炼、汽车制造、通用设备、医药制造业、运输设备、电气机械等投资增速提升,食品制造业、金属制品、化学原料等投资增长放缓。

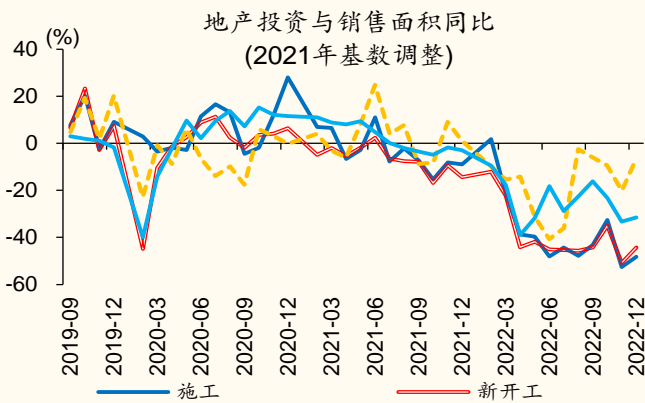
图表 13: 部分中游行业投资增速居前



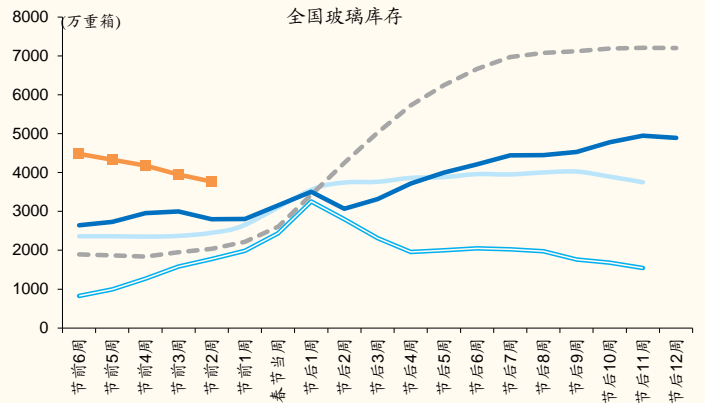
来源: Wind、国金证券研究所

竣工加快等支持地产投资边际改善, 销售依然低迷。12月, 房地产投资同比-12.2%、高于上月的-19.9%, 除低基数贡献外, 也与竣工加快等有关, 竣工同比-6.6%、好于上月的-20.2%, 中观指标也透露类似现象, 玻璃库存持续下降、玻璃期货涨价; 而地产新开工和施工依然非常低迷、同比分别为-44.3%和-48.2%; 商品房销售面积同比-31.5%、略好于上月-33.3%。

图表 14: 12月, 地产竣工好于销售和开工



图表 15: 2022 年底以来, 玻璃库存持续下降



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_51474

