

总量研究

四季度 GDP 大超预期，成色几何？

——2022年12月经济数据点评

要点

事件：2023年1月17日，国家统计局公布2022年12月经济数据，四季度GDP单季度增速2.9%，大幅高于wind一致预期1.9%。其中，社零及生产增速超预期，固投持平预期。

核心观点：

2022年四季度GDP同比增速大超市场预期，也远高于二季度的0.4%。一是，四季度制造业复苏态势强劲，复合增速达年内高点，产业升级是核心驱动；二是，12月社零表现大幅高于预期，主要受药品销售大幅冲高，及多地新一轮汽车促销活动的影响，可选消费和餐饮零售依然低迷。三是，基建投资保持高景气，国常会指示冬季重大项目不得停工。房地产是四季度经济的最大拖累，驱动供需两端政策空间进一步打开，12月开发资金到位增速已经出现明显改善。

本轮疫情“过峰”对经济冲击基本落地。1月上旬，全国第一波疫情感染高峰已经基本过去，居民出行和货运物流加快恢复，12城地铁客运量及百城拥堵指数基本恢复至2019年的八至九成。伴随新一轮稳经济、扩内需政策见效发力，预计2023年一季度，经济将重回复苏轨道。

制造业是当前经济最大亮点，产业升级依然是核心驱动。

2022年12月固投单月同比增速上行，主因制造业复苏态势强劲，房地产投资跌幅收窄也有一定贡献。在重启PSL、增设专项再贷款、利率下行、财政贴息等多重政策扶持下，企业扩产意愿自2022年年中以来明显好转，企业中长期信贷和制造业投资增速持续恢复。12月制造业投资单月增速升至7.6%，环比增速超历史同期。电气机械、有色金属、通用设备、汽车行业投资单月同比增速较高，是主要拉动项，指向当前制造业复苏的核心驱动力依然是产业升级。

基建保持高景气度，广义财政继续护航。

基建单月增速小幅回落，主因基数影响，单月复合增速继续上行。在国常会冬季重大项目不得停工的指示下，基建投资保持高景气度，PMI指标也维持在扩张区间。向前看，基建将持续发力，一是准财政举措“余粮”仍充足，政策性银行信贷及政策性开发性金融工具等仍有加量空间，发行特别国债、调用专项债结存限额也是可选项。二是，“十四五”规划涉及的102项重大工程稳步向前推进。

消费表现超预期，主受汽车和药品提振，可选消费和餐饮消费依然低迷。

社零12月单月增速远高于市场预期，也好于4月疫情冲击时表现。社零超预期，除低基数外，主要受益于近期药品销售大幅冲高，以及多地新一轮汽车促销活动，提振汽车消费的影响。除药品和汽车之外，可选品、居住类商品、餐饮消费则表现依然低迷，与线下消费场景密切相关的纺织品、金银珠宝和化妆品跌幅尤其较大，这也表明12月疫情对消费的冲击进一步显现。

房地产销售跌幅收窄，供需两端政策持续发力，开发贷增速大幅改善。

商品房销售和新开工面积跌幅小幅收窄，低位震荡，竣工景气度保持稳定。但受前期土地成交转冷，土地购置费持续下挫的影响，开发投资表现依然低迷。为稳定地产基本面，近期供需两端政策持续发力。供给端“保优质主体”的调控思路不变，12月的开发商到位资金已经出现好转，国内开发贷改善最为明显。需求端政策空间也进一步打开，央行建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，将进一步催化住房需求释放。

风险提示：美联储加速加息，加速全球衰退风险。疫情大规模反复。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

经济还在深蹲，但预期底已探明
——2022年11月经济数据点评（2022-12-17）

10月数据下探，政策加力正当时
——2022年10月经济数据点评（2022-11-16）

外需回落、内需接手，经济推进V型复苏
——2022年9月经济数据点评（2022-10-25）

消费暖、基建强，经济超预期修复——2022年8月经济数据点评（2022-09-16）

7月经济复苏疲弱，仍需政策呵护——2022年7月经济数据点评（2022-08-15）

经济走过低点，V型反弹开启——2022年6月经济数据点评（2022-07-15）

投资率先恢复，消费仍需政策呵护——2022年5月经济数据点评（2022-06-15）

经济压力超预期，投资加码在路上——2022年4月经济数据点评（2022-05-16）

经济尚未触底，政策仍需加码——2022年3月经济数据点评（2022-04-18）

经济数据大超预期，成色几何？——2022年1-2月经济数据点评（2022-03-15）

目 录

一、12月数据落地，经济底逐步探明	3
二、四季度 GDP 成色几何?	3
三、制造业：当前经济最大亮点	4
四、基建：保持高景气度，继续发力	6
五、消费：超预期，主因汽车、药品提振	6
六、房地产：低位震荡，政策持续发力	8
七、风险提示	9

图目录

图 1：从支出法来看，四季度地产是经济的最大拖累	4
图 2：当前产出缺口主要集中于第三产业服务业	4
图 3：电气机械、有色金属、通用设备单月投资增速相对较高	5
图 4：有色、通用设备行业投资环比增速高于历史同期	5
图 5：出口持续回落，从订单端影响企业扩产意愿	5
图 6：盈利增速维持低位，也对扩产意愿带来影响	5
图 7：12月固投单月增速回升，基建依然维持较高景气度	6
图 8：高基数下，广义基建单月投资同比增速有所回落	6
图 9：必选品、汽车销售表现强劲	7
图 10：药品销售增速大幅走高，提振整体消费	7
图 11：12月底以来，12城地铁客运量开始快速修复	8
图 12：2023年1月以来，百城拥堵指数开始回升	8
图 13：12月开发商到位资金增速止跌回升，开发贷大幅改善	9
图 14：12月广义三四线销售同比跌幅收窄，一二线继续下挫	9
图 15：1月前16天30大中城市房地产销售增速有所好转	9
图 16：开发投资中的竣工景气度较为稳定	9

一、12月数据落地，经济底逐步探明

事件：2023年1月17日，国家统计局公布2022年12月经济数据：

- 【1】四季度GDP单季度增速2.9%，wind一致预期1.9%，全年累计增速3%；
- 【2】生产单月增速1.3%，wind一致预期0.6%，前值2.2%；
- 【3】固投累计增速5.1%，wind一致预期5.1%，前值5.3%；
- 【4】社零单月增速-1.8%，wind一致预期-6.5%，前值-5.9%。

核心观点：

2022年四季度GDP同比增速大超市场预期，也远高于二季度的0.4%。一是，四季度制造业复苏态势强劲，复合增速达年内高点，产业升级是核心驱动；二是，12月社零表现大幅高于预期，主要受药品销售大幅冲高，及多地新一轮汽车促销活动的影响，可选消费和餐饮零售依然低迷。三是，基建投资保持高景气，国常会指示冬季重大项目不得停工。房地产是四季度经济的最大拖累，驱动供需两端政策空间进一步打开，12月开发资金到位增速已经出现明显改善。

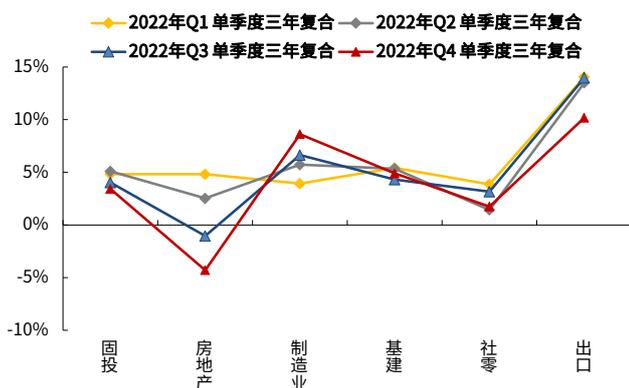
本轮疫情“过峰”对经济冲击基本落地。1月上旬，全国第一波疫情感染高峰已经基本过去，居民出行和货运物流加快恢复，12城地铁客运量及百城拥堵指数基本恢复至2019年的八至九成。伴随新一轮稳经济、扩内需政策见效发力，预计2023年一季度，经济将重回复苏轨道。

二、四季度GDP成色几何？

2022年四季度，GDP同比增速2.9%，大幅高于WIND一致预期1.9%，对应全年累计增速3%。从支出法的角度来看（为剔除基数因素，我们参考复合增速），四季度制造业和基建景气度维持高位，对投资带来强劲支撑，也是GDP增速超预期的主要拉动；消费回落深度基本与二季度表现一致，出口增速则在四季度快速下滑。房地产依然是经济最大的拖累项，2022年四季度的复合跌幅进一步扩大。

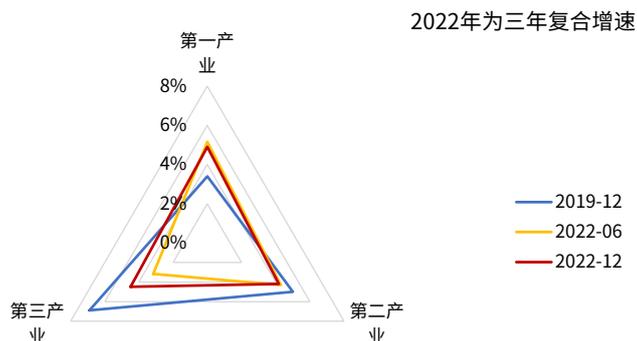
当前，产出缺口主要集中于第三产业，第一产业产出已经高于疫情前表现（2019年四季度），第二产业产出缺口相对较小。1月上旬，疫情搜索指数已明显降温，全国第一波疫情感染高峰或已过去，随着居民出行以及线下消费呈现出加快复苏态势，预计服务业也将加速恢复，回补缺口。

图 1：从支出法来看，四季度地产是经济的最大拖累



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：当前产出缺口主要集中于第三产业服务业



资料来源：Wind，光大证券研究所

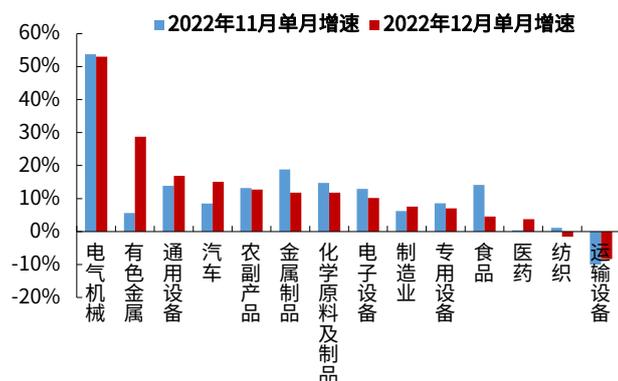
三、制造业：当前经济最大亮点

制造业复苏态势强劲，是固投同比增速上行的主要支撑。2022 年 12 月固投累计增速 5.1%，持平 wind 一致预期，单月同比增速从 11 月的 0.8%上行至 12 月的 3.3%。从环比来看，12 月固投单月环比增速 11.6%，高于历史同期的 7.4%（2016 年至 2019 年同期平均环比）。分项来看，制造业增速大幅抬升是固投环比增速抬升的主要支撑，广义基建增速维持高位及房地产投资跌幅收窄，也带来了一定贡献。

2022 年年中以来，随着政策积极发力，制造业景气度出现明显好转。2022 年 8 月以来，在政策性金融工具、重启 PSL、增设专项再贷款、融资利率下行等多重政策扶持下，企业扩产意愿出现明显好转迹象。2022 年三四季度，制造业单季度复合增速持续抬升，企业部门融资也持续恢复，12 月企业中长期新增贷款已占新增贷款总额 64.48%(6MMA)（详情请参考我们在 1 月 10 日外发报告《社融增速仍将寻底，信贷结构持续优化》）。

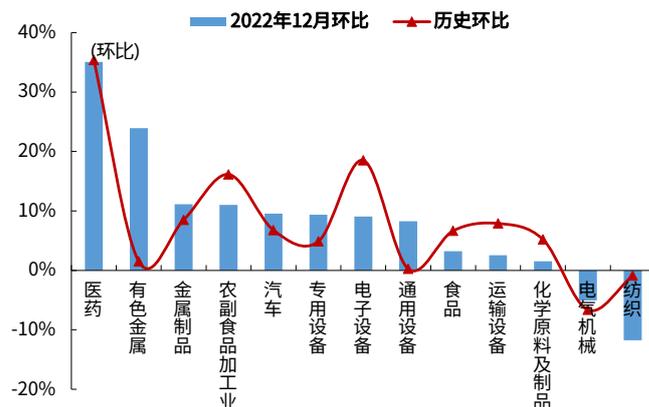
2022 年 12 月制造业投资单月增速从 11 月的 6.2%升至 7.6%，表现亮眼。从环比来看，12 月单月环比增速 14.6%，远高于历史同期的 9.1%（2016 年至 2019 年同期的平均水平），体现出了超季节性的强劲复苏。分行业来看，12 月电气机械、有色金属、通用设备、汽车行业投资单月同比增速较高，是主要拉动项，指向当前制造业复苏的最核心驱动力依然是产业升级。从环比来看，有色金属行业投资环比增速大超历史同期表现，出现超季节性复苏。

图 3：电气机械、有色金属、通用设备单月投资增速相对较高



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：有色、通用设备行业投资环比增速高于历史同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

当前，产业升级依然是制造业投资的最核心主线，预计制造业投资在 2023 年也将延续复苏趋势。从政策扶持的角度来看，相比于历史上的“技改”周期（如 2018 年），2022 年政策发力姿态明显更强，包括企业融资利率持续下调，设备更新改造专项再贷款，中央财政贴息等等。我们认为产业升级是支撑 2023 年制造业投资扩张的核心逻辑，但是出口增速回落和地产疲弱、工业企业盈利转负确实将对制造业投资造成拖累，预计制造业投资整体增速将维持温和复苏的状态，增速约为 7%，上限难以超过基建投资，下限高于整体的固定资产投资（整体固投受房地产投资拖累）。

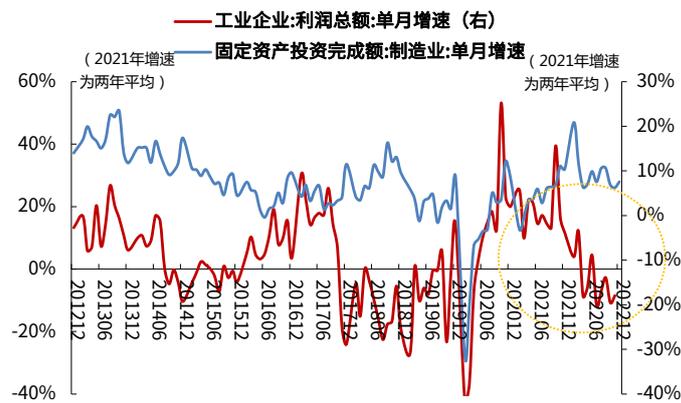
在中共中央和国务院印发的《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》中，同样提到要“加大制造业投资支持力度”。从具体方式上包括加大引导传统制造业优化升级投资力度，加大制造业技术改造力度，并且进一步完善政策配套，提升用地、用能、融资等要素保障。

图 5：出口持续回落，从订单端影响企业扩产意愿



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：盈利增速维持低位，也对扩产意愿带来影响



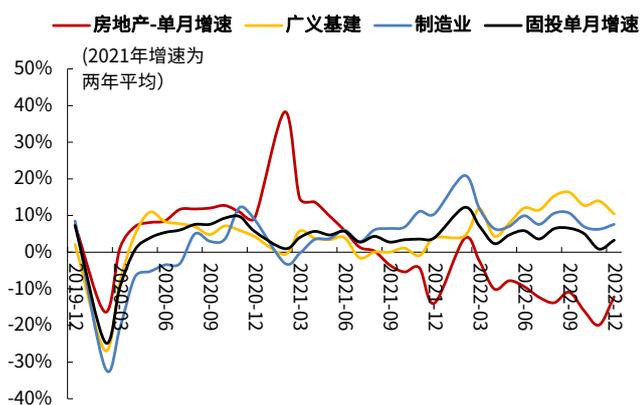
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：工业企业利润数据截至 2022 年 11 月

四、基建：保持高景气度，继续发力

基建投资依然维持较高景气度，复合增速继续上行。12月广义基建投资单月同比增速小幅回落至10.4%，低于上月的13.9%，同比增速回落主因21年同期高基数。从复合增速来看，12月基建投资三年复合增速为6.0%，大幅高于11月的3.8%。2022年12月20日国务院常务会议指示，推动重大项目建设和设备更新改造形成更多实物工作量，符合冬季施工条件的项项目不得停工。从PMI数据来看，12月建筑业PMI为54.4%，位于荣枯线之上，建筑业总体继续保持增长。

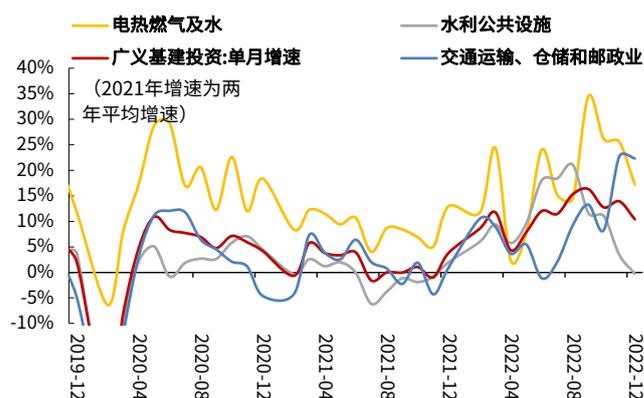
向前看，预计2023年全年基建投资增速将落于7%至10%区间内。一方面，从基建资金来源看，虽然预算内资金受地方政府杠杆率掣肘，但准财政举措“余粮”仍充足，政策性银行信贷、政策性开发性金融工具等仍有加量空间，发行特别国债、调用专项债结存限额也是可选项。另一方面，“十四五”规划涉及的102项重大工程稳步向前推进，关键领域补短板与新型基础建设方面是重点方向。

图7：12月固投单月增速回升，基建依然维持较高景气度



资料来源：Wind，光大证券研究所

图8：高基数下，广义基建单月投资同比增速有所回落



资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：2020年部分数据波动幅度较大，在图中未完全显示）

五、消费：超预期，主因汽车、药品提振

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_51480

