

2022 年 12 月中国经济数据点评

2022 年中国经济持重缓进

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn



事件：

2023 年 1 月 17 日，国家统计局公布 2022 年 GDP 和 2022 年 12 月主要经济数据。

核心摘要：

- 一，2022 年四季度中国 GDP 同比 2.9%，明显高于市场预期值 1.9%。两者差距较大可能原因一是疫情防控优化后，中国经济从“J 曲线”底部走出的时间比预期更早；二是季度 GDP 核算以生产法为基础，相对于需求，整个 2022 年四季度生产端受疫情的影响要小些，因此通过观测需求侧的高频指标可能低估了中国经济的恢复速度。从 2022 年 12 月主要经济指标的同比看，中国内需已出现回暖，预计将继续恢复。
- 二，疫情冲击下工业生产走弱。2022 年 12 月工业增加值同比 1.3%，创 2022 年 6 月以来新低，季调后 2022 年 12 月工业增加值环比 0.06%，是 2011 年公布该数据以来的同期最低值。工业生产走弱的原因，一是新冠感染人数增加后，在影响工业生产的同时，也可能让一部分从业人员提前返乡；二是目前内需处于恢复初期，叠加出口走弱，工业品整体处于供过于求，企业生产意愿不强。
- 三，固定资产投资当月同比从前值 0.8%较快回升至 3.1%。全口径基建投资当月同比从前值 13.9%下降至 10.4%，主要受水利、环境和公共设施管理业的拖累，或因 2022 年水利投资进度较快，到后续月份投资强度开始走弱。在低基数和各类政策逐步奏效的支撑下，2022 年 12 月房地产相关指标全线回暖。对 2023 年房地产投资的判断，我们维持《中江举帆：2023 年中国经济展望》中的观点，即房地产对中国经济的拖累将弱于 2022 年。制造业投资当月同比从 6.2%提高至 7.4%，延续高景气趋势。2023 年制造业投资将面临出口下行和产能利用率较低的双重压制，政策有必要继续加大对制造业投资的支持。
- 四，商品零售较快恢复。2022 年 12 月社会消费品零售总额同比-1.8%，较前值-5.9%明显改善，分消费类型看主要是商品零售在推升，餐饮收入当月同比从-8.4%降至-14.1%。分行业看，多数行业 2022 年 12 月限额以上企业零售总额同比较前值回升。
- 五，中国人口达峰。2022 年末中国人口 14.12 亿，较 2021 年末减少 85 万，是出生人口数跌破 1 千万和死亡率提高共同影响的结果。鉴于国内生育意愿短期难以改善，而人口老龄化提速，我们认为中国人口大概率将进一步下降，中国人口已经达峰，其对中国即期需求和中长期潜在增长率的影响值得深入探究。

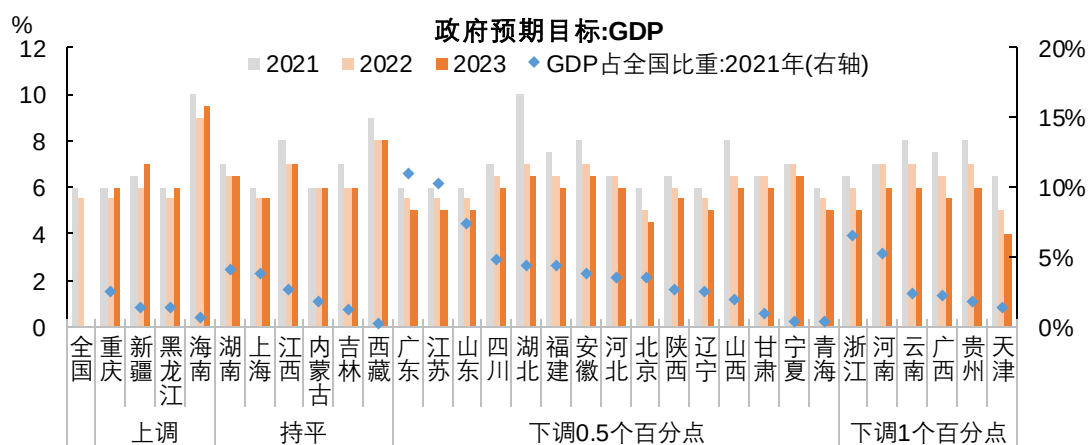
2022 年中国 GDP 增速超预期，中国经济在持重缓进中迎来新篇章。实际增速比预期增速更高，折射出中国经济疫情防控调整后从“J 曲线”底部走出的时间比预期更早，与季度 GDP 采用生产法核算从而观测需求侧高频指标可能低估中国经济的恢复速度亦有关联。从 2022 年 12 月主要经济指标看，疫情冲击下生产走弱，但内需指标开始回暖，这是一个颇为积极的信号。尤其是，基建投资继续发挥支撑作用，制造业高景气延续，以及房地产市场在改善，令投资对优化供给结构的关键作用开始显现；而消费特别是商品零售迅速修复，则让我们看到了消费作为“内循环”引擎的提升空间。展望 2023 年，出口走弱后，政策更需统筹发力，扩大内需、畅通内循环。在各项政策积极呵护下，在市场主体预期改善中，中国经济的常态回归之路或将更迅速，也更扎实，我们预计 2023 年中国 GDP 增速将达到 5% 以上。

一、中国经济持重缓进

2022 年四季度中国实际 GDP 同比 2.9%，高于 Wind 统计的市场预期值 1.9%。实际值和预期值差距较大可能原因在于：一是，疫情防控优化后，中国经济从“J 曲线”底部走出的时间比预期更早；二是，季度 GDP 核算以生产法为基础，加总各行业的增加值得到。相对需求，2022 年四季度生产端受疫情的影响要小些，而通过观测需求侧的高频指标可能低估了中国经济的恢复速度。不过，由于国家统计局并未像公布 2022 年三季度 GDP 数据时那样，在当天公布各行业的不变价 GDP 同比（按照近年公布年度 GDP 的惯例，预计将于 2022 年 1 月 18 日公布），暂时难从行业视角分析 2022 年四季度 GDP 增速超预期的原因。

2022 年中国实际 GDP 同比 3.0%，高于市场预期的 2.8%，预计 2023 年 GDP 增速目标将设定在 5% 以上。目前 31 个省市自治区均已公布 2023 年各自的 GDP 增速目标，用 GDP 加权平均为 5.6%。2021 年和 2022 年各省市自治区加权平均的 GDP 增速目标，分别比全国 GDP 增速目标高 0.8 个百分点和 0.6 个百分点。据此推断 2023 年全国 GDP 增速目标在 5% 左右，或 5% 以上。因 2023 年经济工作的重点之一是推动信心恢复，5% 以上的 GDP 增速目标有助于更好推动市场主体和居民信心的改善，我们认为 5% 以上的概率更大。这也符合年度 GDP 增速目标连续性的规律，2012 年-2022 年期间，除 2020 年受疫情影响而未设增长目标外，其余年份的增速目标要么是持平于前一年，要么是较前一年的下调 0.5 个百分点，而 2022 年全国 GDP 增速目标为 5.5% 左右。

图表1 近年来 31 个省市自治区 GDP 增速目标与政府预期目标的对比



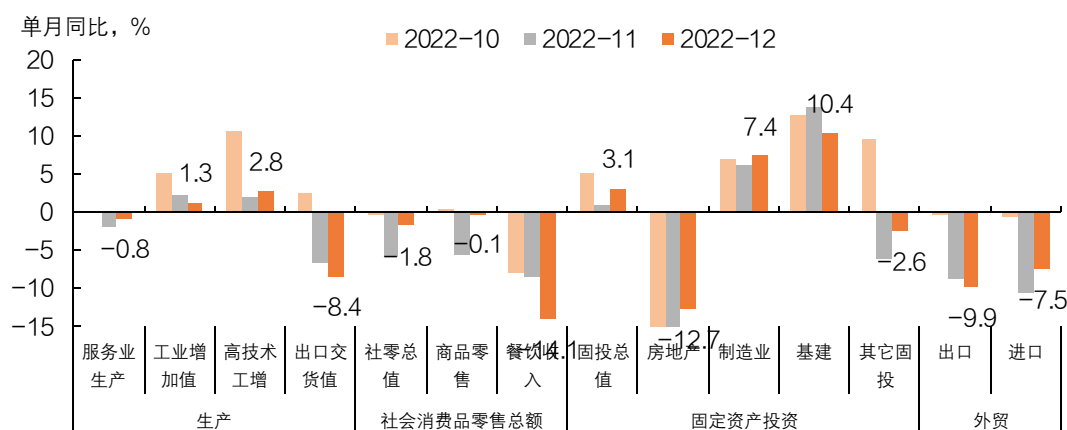
资料来源：Wind, 平安证券研究所

实现该目标增速，需政策统筹发力。2022 年前三季度，货物和服务净出口对 GDP 累计同比的贡献率为 32%，创 2009 年以来同期新高。但 2022 年四季度中国出口同比已持续回落，除直接拖累经济外，还会通过制造业投资、就业和消费等渠道间

接抑制经济。因此，2023 年有必要围绕扩大内需、畅通内循环，政策统筹发力。我们认为在各项政策支持下，2023 年 GDP 增速有望达到 5% 以上。

从 2022 年 12 月主要经济指标的同比看，中国内需已出现修复。2022 年 12 月服务业生产指数从前值-1.9%提高至-0.8%，固定资产投资当月同比从前值 0.8%提高至 3.1%，社会消费品零售总额当月同比从前值-5.9%提高至-1.8%，折射内需强弱的进口当月同比也从-10.6%回升至-7.5%。中国防疫政策调整相对较快，“发烧”、“咳嗽”、“新冠”等相关词汇的百度搜索指数已于 2022 年 12 月下旬见顶，内需高频指标也已连续三周改善，随着疫情好转内需将继续修复。

图表2 和上月相比，2022 年 12 月中国内需相关指标出现改善



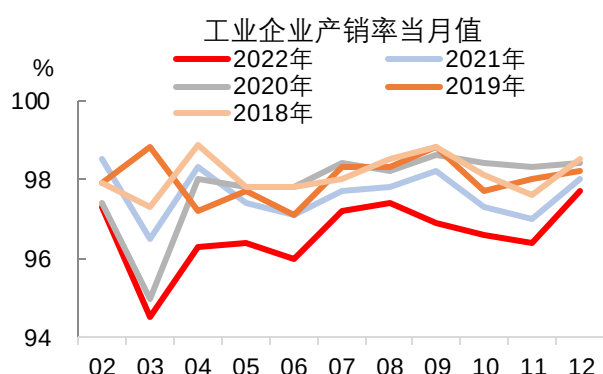
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、工业生产走弱

2022 年 12 月工业增加值同比 1.3%，前值 2.2%，创 2022 年 6 月以来新低。季调后 2022 年 12 月工业增加值环比 0.06%，是 2011 年公布该数据以来的同期最低值。工业生产走弱后，2022 年 12 月工业企业产销率出现超季节性回升，从 96.4%提高至 97.7%，而过去四年同期平均提高 0.6 个百分点。

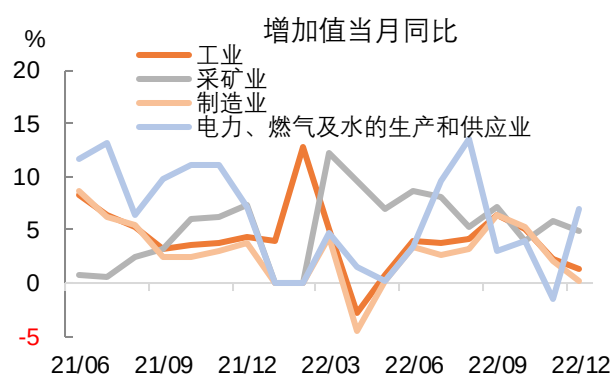
我们认为，2022 年 12 月工业生产走弱的原因有二：一是，新冠感染人数增加后，在影响工业生产的同时，也可能让一部分从业人员提前返乡。从三大门类看，2022 年 12 月工业增加值同比回落主要是受制造业的拖累。制造业是工业吸纳就业的主体，其增加值同比较快走弱亦映射出疫情的影响。二是，尽管内需在恢复，但总体来看内需恢复还处在初期，叠加出口交货值同比继续回落，工业企业订单需求总体不强，因此企业生产意愿可能主动降低。2022 年 12 月工业企业产销率虽较快回升，但仍明显低于近年同期，工业品整体处于供过于求的格局。

图表3 2022年12月工业产销率较快回升但仍低于近年同期水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 2022年12月三大门类工业增加值同比走势分化



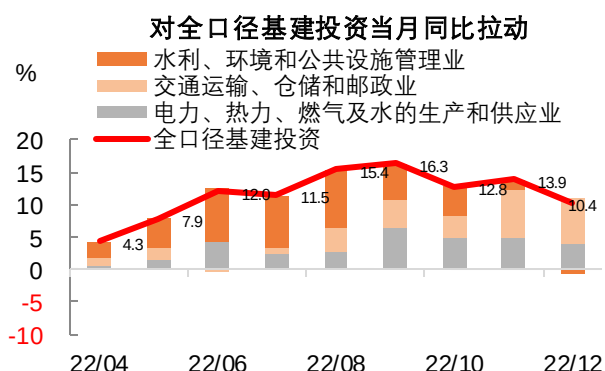
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、 房地产在改善

固定资产投资当月同比从前值 0.8% 较快回升至 3.1%。制造业和房地产投资的当月同比分别从 2022 年 11 月的 6.2%、-19.8%，回升至 7.4% 和 -12.7%；全口径基建投资当月同比从前值 13.9% 下降至 10.4%，主要受水利、环境和公共设施管理业的拖累（该分项对全口径基建投资当月同比的影响从 2022 年 11 月的拉动 1.7 个百分点变为拖累 0.6 个百分点），可能原因是 2022 年水利投资进度较快，到后续月份投资强度开始走弱。值得注意的是，固定资产投资中占比约为 1/4 的其它投资（包括卫生和社会工作，信息传输、软件和信息技术服务业，公共管理、社会保障和社会组织等 12 个行业）当月同比从前值 -6.2% 回升至 -2.6%，改善幅度仅次于房地产。

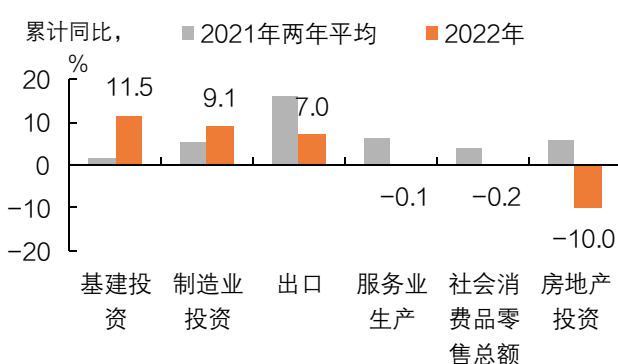
2022 年全口径基建投资同比增长 11.5%，在稳增长中发挥了重要作用，预计 2023 年将同样如此。对比各终端需求 2021 年两年平均增速和 2022 年的增速，可以发现基建投资回升幅度最大。展望 2023 年，我们认为基建投资在稳增长中仍有必要扮演重要角色，原因在于出口回落后，以消费为重点的扩大内需可能难以充分对冲，基建投资仍需维持高增。2022 年中央经济工作会议在强调财政支出强度的同时，也指出要保障财政可持续和地方政府债务风险可控，且明确指出政策性金融要加大符合国发展规划重大项目的融资支持。因此，预计 2023 年政策性金融在解决基建项目资本金和配套贷款方面将继续发挥关键作用。

图表5 2022年12月全口径基建投资同比有所回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

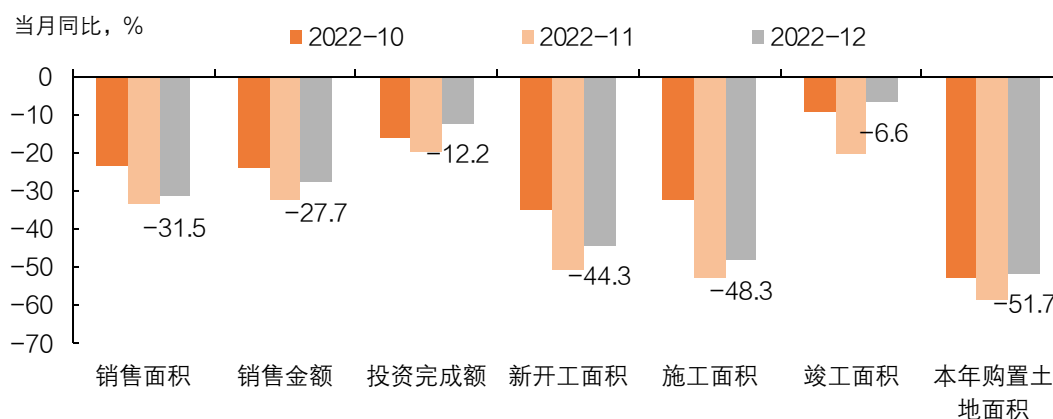
图表6 各终端需求 2021 年两年平均增速和 2022 年增速的对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

纾困政策持续落地，房地产相关指标均出现改善。销售方面，商品房销售面积和金额的当月同比分别从2022年11月的-33.3%和-32.2%，提高至12月的-31.5%和-27.7%。投资方面，房地产投资完成额、竣工面积和施工面积的当月同比，分别从2022年11月的-19.9%、-20.2%和-52.6%，回升至12月-12.2%、-6.6%和-48.3%。领先指标方面，本年购置土地面积和新开工面积的当月同比分别从2022年11月的-58.5%和-50.8%，回升至-51.7%和-44.3%。2022年12月房地产相关指标整体好转，一是因2021年同期的低基数，二是与房企融资“三箭齐发”逐步奏效有关。

图表7 和上月相比，2022年12月房地产相关指标的当月同比出现改善



资料来源：Wind, 平安证券研究所

展望2023年，我们认为房地产投资对中国经济的拖累将明显趋弱：

第一，在“保稳定”要求下，预计2023年房企融资将继续改善。2022年11月房企融资“三箭齐发”，和前期所出台的政策相比更加务实。2022年12月房地产开发资金来源同比从前值-35.4%回升至-28.7%。其中，国内贷款同比从前值-30.5%大幅回升至-5.5%；在信用债一级发行整体收缩的情况下，据克而瑞统计，2022年12月百家典型房企融资环比增长84%，年内首次单月突破1000亿。中央经济工作会议在房地产部分新增“保稳定”的提法，而保稳定的核心是“保交楼”，预计2023年将围绕保交楼推动房企融资进一步好转。

第二，领先指标显示2023年房地产施工将有支撑。新开工方面，100大中城市土地成交面积（12个月移动平均）同比领先于房屋新开工面积同比半年左右。根据这一领先关系判断，目前房屋新开工面积同比可能已近底部位置。存量房屋项目方面，历史经验显示，新开工面积（12MA）同比领先竣工面积（12MA）同比3年左右，但2021年三季度开始这种领先滞后关系消失。这意味着2021年三季度以来，应竣工但实际未竣工的商品房面积在持续累积。随着房企融资改善，“保交楼”取得

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_51484

