

负产出缺口再度扩大

——四季度经济数据点评

核心观点：

国家统计局1月17日公布四季度经济数据。GDP同比增长2.9%，略超市场一致预期，但季节调整后环比零增长。12月最终需求整体疲弱，固定资产投资受地产投资拖累仍然处于低位，消费出现回暖迹象但仍处于偏低水平。生产端，12月工业生产持续低迷，出口交货值进一步下行——与外需疲弱以及疫情扰动有关。就业数据也仍然严峻。总体而言，与我们此前的判断一致，四季度经济负产出缺口重新扩大。展望未来，一季度经济环比有望重新回到正增长区间。

点评要点：

► 四季度经济增长好于预期，但整体疲弱

四季度GDP同比增长2.9%，在疫情快速扩散的背景下，这一增速明显高于市场的一致预期（1.85%）。季节性调整后，四季度的实际产出规模与三季度大体相当，环比零增长；其三年复合同比为4.4%，也仍低于一季度的增长水平（4.9%）。总体而言，受地产投资、出口以及消费的拖累，四季度中国经济环比增速较三季度明显放缓且弱于潜在产出增速，负产出缺口重新扩大。

► 12月需求端：需求整体偏弱，消费出现回暖迹象

投资方面，12月固定资产投资有所回升，但仍然处于低位，其中地产投资的持续下滑仍是主要拖累因素，制造业、基建投资有所回升。12月消费出现回暖迹象，主要原因是汽车购置税减免政策在12月底到期带来汽车消费前置，以及疫情扩散带来了药品与食品的囤货需求，但整体而言，消费受场景消费与地产后周期消费低迷的影响仍处于偏低水平。

► 12月生产端：12月工业生产持续低迷，出口交货值进一步下行

12月工业增加值增速延续了10月以来持续下滑的趋势，剔除基数影响后与11月持平，发电量剔除基数后也与11月相当。值得注意的是，12月出口交货值延续了7月以来下滑趋势，进一步大幅下行。从高频数据来看，12月中旬以来，发电耗煤偏弱，主要钢厂开工率明显下行，航运价格也持续下行，与工业生产的低迷、出口交货值的下滑保持一致。

► 提振内需仍是首要选择，一季度经济环比有望重新正增长

12月城镇调查失业率仍然处于较高水平，与居民收入增速的下行相一致。

同时，2022年全国人口自1962年以后首次出现负增长，引发关注。我们认为人口变动是慢变量，稳定且可以预期，只能影响经济的长期趋势，短期内对经济的影响可能较为有限。

展望未来，随着出口对中国的支持走弱，提振内需仍是我国稳定经济和就业的首要选择。近期地产支持政策持续推出，疫情快速扩散的影响也正在过去。参考海外经验，即使一季度中国新增确诊人数可能达到顶峰，我们认为伴随着稳增长政策的持续发力、防疫政策的进一步优化，以及对地产部门信心的触底，内需有望回升并对冲外需下滑。一季度中国经济环比有望重新回到正增长区间。

风险提示：经济、政策与预期不一致，国内外疫情恶化超预期、中美关系恶化超预期

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：方诗超
 执业证书编号：S0590122100031
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

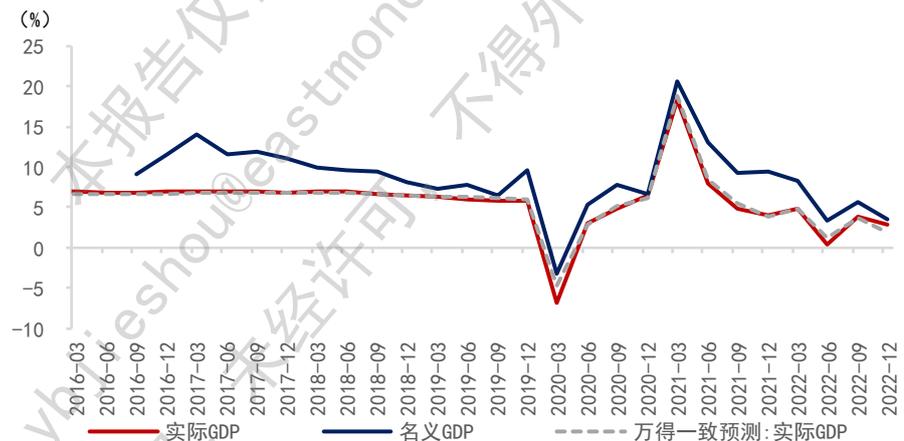
相关报告

- 1、《出口增速进一步下行——12月外贸数据点评》2023.01.15
- 2、《寻找疫后复苏的预期差——2023年宏观经济展望》2023.01.15
- 3、《通胀持续下行夯实美联储加息放缓基础》2023.01.13

1 四季度经济增长好于预期，但整体疲弱

国家统计局1月17日公布2022年四季度经济数据。实际GDP同比增长2.9%，在疫情快速扩散的背景下，这一增速明显高于市场的一致预期（1.85%）。季节性调整后，四季度的实际产出规模与三季度大体相当，环比零增长；其三年复合同比为4.4%，也仍低于一季度的增长水平（4.9%）。

图表 1: GDP 增速略超市场预期

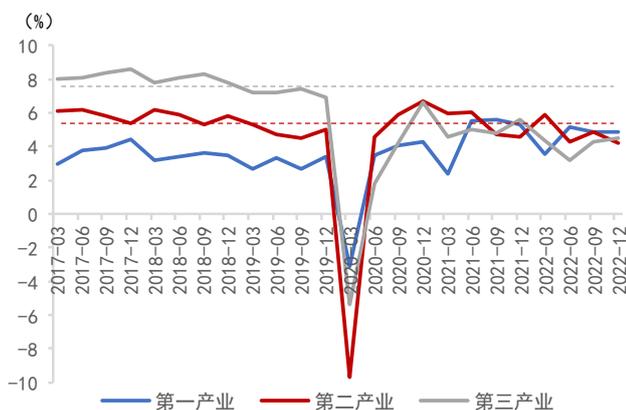


来源: Wind, 国联证券研究所

其中，剔除基数效应影响后，第二产业增加值增速明显回落，第三产业增加值增速稍有回升，第一产业则与 Q3 持平。具体而言，第二产业的三年平均增速为 4.2%，明显弱于三季度（4.9%），而第三产业三年平均增速 4.5%，较上季度稍有回升（前值 4.3%），但仍显著低于疫情前水平。

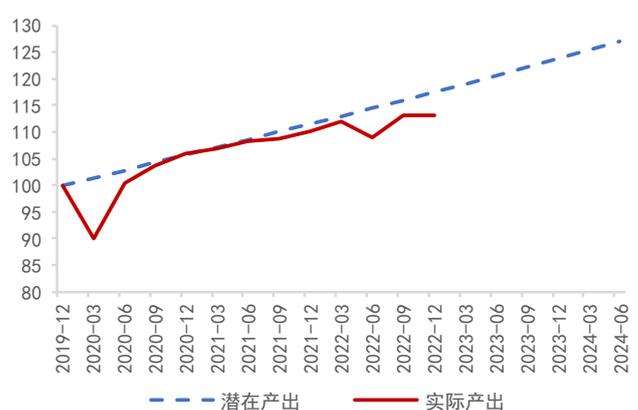
对比潜在经济增速，受到地产投资、出口以及消费的拖累，四季度中国经济环比增速较三季度明显放缓，负产出缺口重新扩大。

图表 2: 一二三产业增加值复合同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 2021、2022 为两年、三年平均

图表 3: 中国 GDP 潜在水平与实际水平(4Q19=100)



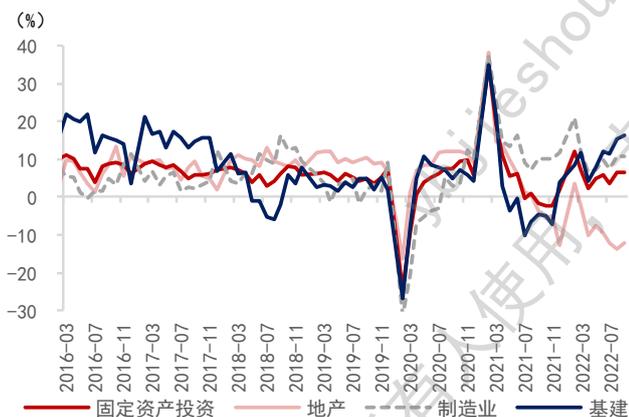
来源: Wind, 国联证券研究所

2 12月需求端：需求整体偏弱，消费出现回暖迹象

投资方面，12月固定资产投资增速3.1%，较上月（0.8%）明显回升。从剔除基数效应的三年复合同比来看，12月固定资产投资增长3.7%，较上月有所回升（前值2.7%），结束了9月以来的下滑趋势，但仍然处于低位，其中地产投资的持续下滑仍是主要拖累因素。

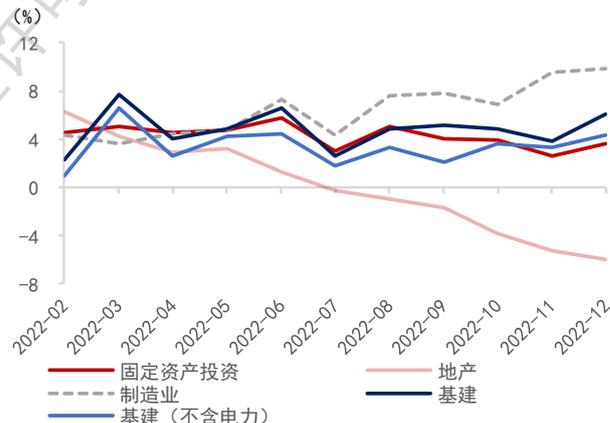
具体而言，12月地产投资同比-12.6%（前值-19.9%），剔除基数影响后，其三年同比增速-6.0%（前值-5.3%），延续了6月以来持续下滑的趋势，但下滑速度有所放缓；制造业、基建投资、除电力以外的基建投资三年同比增速分别为9.8%、6.1%、4.3%，均较11月有所上升（前值9.5%、3.8%、3.4%）。

图表4：固定资产投资单月同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

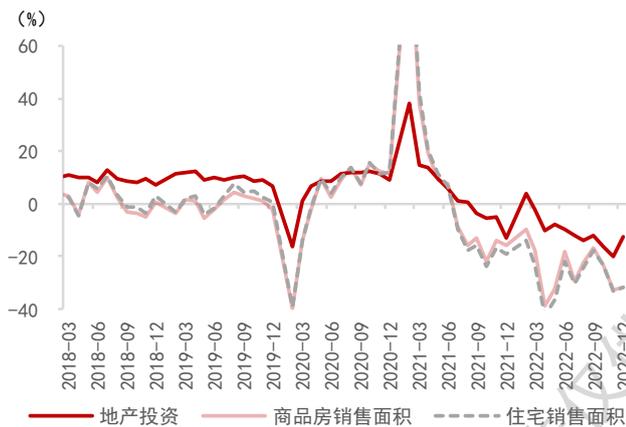
图表5：固定资产投资三年同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

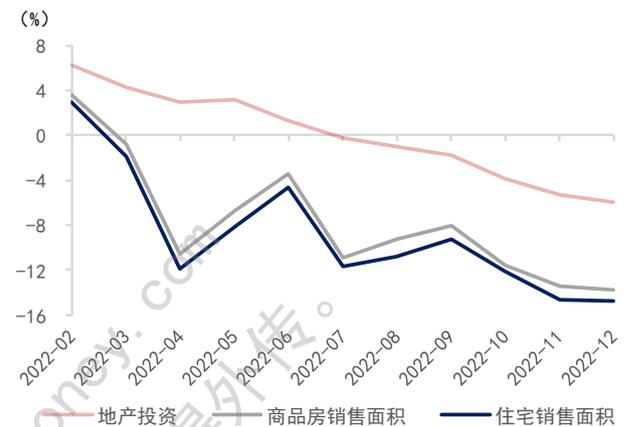
在地产投资下滑的同时，12月地产销售也持续低迷。12月商品房销售面积同比增长-31.8%（前值-32.8%），剔除基数效应后，其三年平均增速为-13.8%（前值-13.4%），降幅进一步扩大；住宅销售面积增速也持续处于低位，其三年复合同比为-14.7%，与上月持平。

图表 6：地产投资销售单月同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：地产投资销售三年同比增速

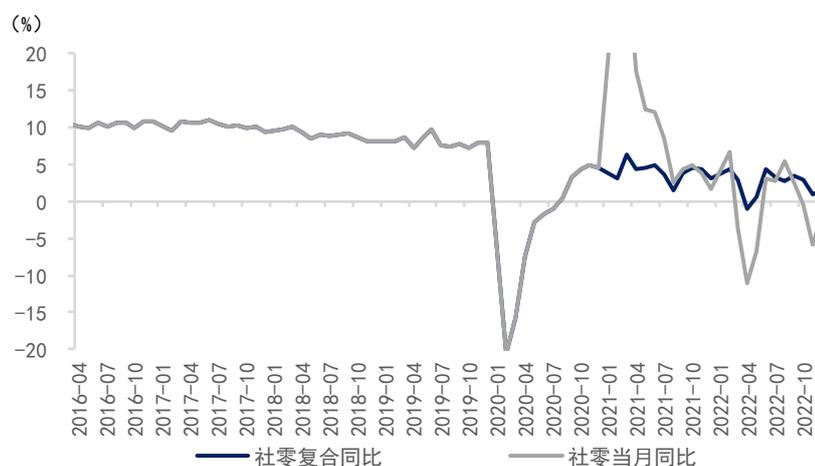


来源：Wind，国联证券研究所

消费出现回暖迹象，好于市场预期。12月社会消费品零售同比增长-1.8%（前值-5.9%），剔除基数的三年平均同比增速为1.5%（前值0.9%），明显高于市场一致预期的-6.5%。消费的回暖主要受两大因素驱动：一方面，12月汽车消费较上月大幅回升，可能与购置税减半政策在12月底结束带来的部分销售前置有关；另一方面，必选消费对社零也有超季节性的正向拉动，其中必选消费中的中西药品同比增速高达39.8%，粮油食饮消费也有明显回升，可能主要与12月一些地区的疫情快速扩散推动居民增加储备有关。

但总体而言，12月消费仍然疲弱，主要受到餐饮消费的拖累，而与线下场景相关商品、地产后周期消费也仍持续影响消费复苏。12月餐饮消费拉低社零增速1.7个百分点，相较11月（下拉1pct），餐饮消费的拖累更为明显，可能主要受短期内疫情快速扩散的冲击。商品消费整体拉低社零同比0.1个百分点，较上月（下拉4.9pct）有所好转，但与出行相关的鞋服、化妆品，与地产后周期相关的家具、家电仍持续拖累社零增长。此外，值得注意的是，家电与音像器材消费降幅较上月有所收窄，对社零的负向拉动减弱。

图表 8：社零同比增速



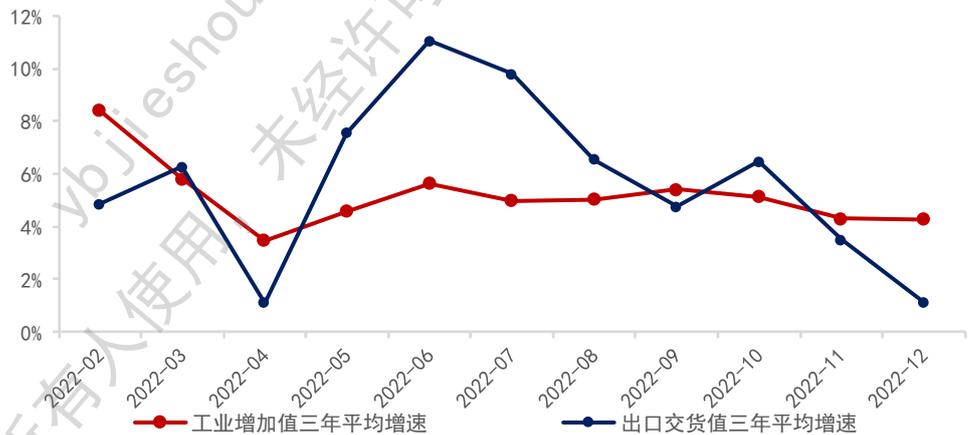
来源：Wind，国联证券研究所；注：2021、2022社零复合同比分别为两年、三年平均增速

3 生产端：12月工业生产持续低迷，出口交货值进一步下行

从生产端来看，12月工业增加值同比增速为1.3%（前值2.2%），延续了10月以来持续下滑的趋势，去年同期的高基数是主要原因。剔除基数后的三年复合同比增速4.3%，与11月持平。12月发电量同比3.0%（前值0.1%），较上月有所回升，部分受到低基数的影响，剔除基数效应后与11月大体相当。

出口交货值进一步大幅下行。12月出口交货值同比-8.4%（前值-6.6%），剔除基数后其三年同比增速1.1%（前值3.5%），再创7月趋势性下滑以来的新低，主要原因是外需疲软、前期出口订单萎缩的结果进一步显现，同时也可能受到部分地区疫情快速扩散下，工厂工人到岗率不高、卡车司机缺员等供应链瓶颈因素的影响。

图表 9：工业增加值同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

从高频数据来看，12月中旬以来，发电耗煤较为低迷，螺纹钢与线材的主要钢厂开工率出现明显下行，与工业增加值的疲弱相符；航运价格也持续下行，与出口交货值的下滑保持一致。

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_51488

