



Research and  
Development Center

# 四季度经济只是暂时探底



## 证券研究报告

## 宏观研究

## 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理  
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 四季度经济只是暂时探底

2022年12月16日

**摘要:** 临近年终, 基建和制造业挑起了经济的大梁, 明年消费也可能参与进来。四季度经济在探底中潜藏着希望。

- **11月消费的下行是疫情冲击下的系统性回落。随着疫情防控不断优化, 疫情扰动可能逐步消除, 消费有望于明年回稳。**在15类商品中, 除了中西药品类和粮油食品类零售额在11月是同比正增长外, 其余13类商品都是负增长, 且大部分商品的零售额降幅比10月更大, 说明11月消费的下行是疫情冲击下的系统性回落, 而不是受一两类商品销量下降拖累的非系统性回落。此外, 11月线上消费增速和4月一样都大幅下滑, 说明疫情严重的时候也会冲击线上消费和服务。展望未来, 假设从今年12月到明年上半年均为防疫政策优化后的过渡期, 从明年下半年起生产生活秩序恢复正常, 那么明年全年社零增速有望达到8%左右。
- **基建和制造业投资热度不减, 地产投资增速的拐点可能出现在明年一季度。**今年专项债的发行规模远大于去年, 项目开工率已达95%, 与政策性金融工具及相应的银行配套贷款形成合力, 今年全年基建投资增速可能在11.7%左右。制造业方面则有设备更新改造专项再贷款政策的助力, 在1-11月制造业投资同比增长9.3%的基础上, 我们预计今年全年的增速在9%左右。地产端随着“三支箭”、稳地产金融16条等政策落地见效, 明年一季度地产投资有望触底企稳, 考虑到基数一路走低, 明年房地产投资降幅有望一路收窄, 我们预计到明年年底有望回到-5%附近。今年整体的固投在内部分化和对冲之下, 我们预计全年增速在5.1%附近。
- **地方政府专项债支持的项目领域和国家扩大内需战略下支持的项目领域重合度很高。**近日中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要(2022—2035年)》, 文件中有三条提到要“持续推进重点领域补短板投资”、“系统布局新型基础设施”和“推进以人为核心的新型城镇化”, 其中涉及到的基建投资领域包括交通、能源、水利、物流、生态环保、民生、新基建和市政等, 而这也是地方政府专项债券主要支持的几个领域。我们能及时跟踪专项债信息披露模板来跟进专项债的投向, 能从定性到定量, 高频还原地方政府对基建细分领域的支持。
- **今年四季度GDP增速可能只有1%左右, 全年可能不会到3%, 明年经济有望重回5%增速。**我们从GDP生产法核算的思路出发, 利用有关官方数据, 将GDP从季频提高到月频, 得到月度GDP指数。数据显示, 10月增速为2.4%, 11月增速仅为0.3%, 考虑到12月仍处于防疫优化后的过渡期, 我们预计四季度GDP增速可能只有1%左右, 全年约为2.5%。考虑到消费可能在明年逐渐回暖, 加上扩内需、稳地产等相关政策的推动, 再加上防疫政策逐渐优化, 以及今年经济的较低基数, 明年经济有望重回5%左右的增速。
- **风险因素:** 疫情演变超预期、地产政策实际落地不到位

## 目 录

|                         |   |
|-------------------------|---|
| 一、消费和服务业有望筑底回稳.....     | 3 |
| 二、基建和制造业投资热度不减.....     | 5 |
| 三、今年 GDP 增速可能不到 3%..... | 7 |
| 风险因素 .....              | 9 |

## 图 目 录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图 1：疫情冲击下消费和服务业探底回落.....             | 3 |
| 图 2：11 月各类商品零售额同比增速回落 .....          | 4 |
| 图 3：疫情严重的时候也会冲击线上消费和服务 .....         | 4 |
| 图 4：消费有望于明年逐渐恢复.....                 | 5 |
| 图 5：今年基建投资有望增长 11.7%.....            | 6 |
| 图 6：截至 12 月 20 日专项债结存限额使用结构（%） ..... | 6 |
| 图 7：今年固投有望增长 5.1%.....               | 7 |
| 图 8：地产投资有望于明年一季度触底企稳 .....           | 7 |
| 图 9：2022 年下半年以来月度 GDP 维持在较低增速.....   | 8 |
| 图 10：明年 GDP 有望重回 5%左右增速.....         | 8 |



11 月经济数据呈现出探底下滑的景象。先看三驾马车，消费方面，当月社零同比增长-5.9%，前值为-0.5%，1-11 月同比增长-0.1%，前值为 0.6%；投资方面，1-11 月固投同比增长 5.3%，前值为 5.8%，其中房地产投资同比增长-9.8%，前值为-8.8%，制造业投资同比增长 9.3%，前值为 9.7%，基建投资同比增长 11.7%，前值为 11.4%；出口方面，当月同比增长-8.7%，前值为-0.3%。再看产业，当月工业增加值同比增长 2.2%，前值为 5.0%；当月服务业生产指数同比增长-1.9%，前值为 0.1%。此外，11 月城镇调查失业率也较 10 月上升了 0.2 个百分点，达到了 5.7%，超过了 2022 年 5.5% 的政府预期目标。

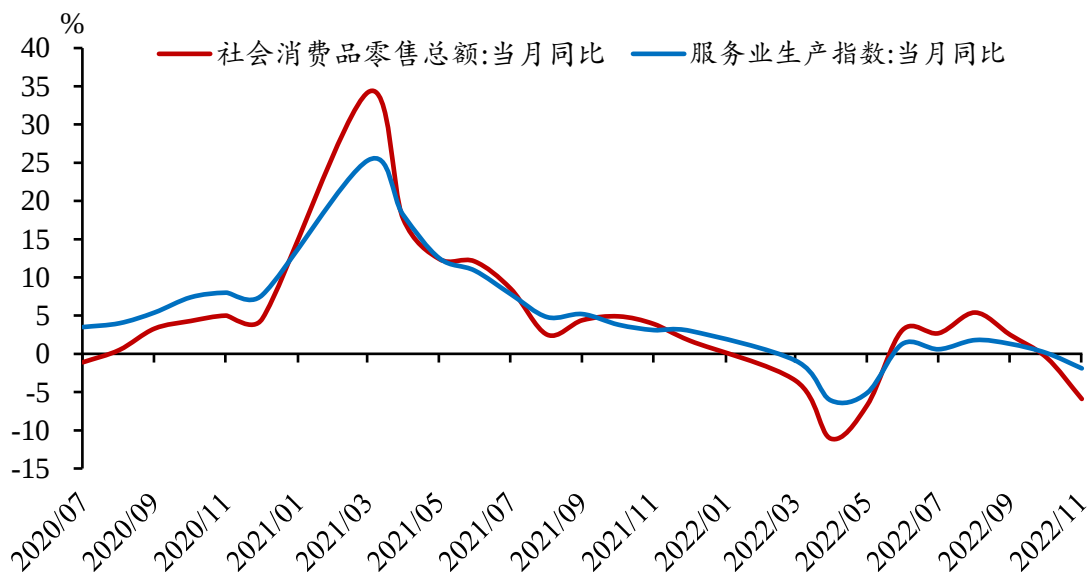
可以看到，除了基建投资外的大部分指标在 11 月的表现都要差于 10 月，这与 11 月疫情更严重，对经济的冲击更大有关。而 12 月在防疫政策优化后，进入了一段适应期或称之为过渡期。在此时期内，居民出行的积极性并无明显提高，而是由于担心感染，自发减少外出，或是感染了病毒，在家养病，又或者康复了但惧怕再感染也不敢高频外出。在此过渡阶段，各项经济指标可能不会较 11 月有明显的向好表现。

近期在华山医院疫情防控工作会议上，张文宏医生指出整体度过这次疫情，可能需要 3~6 个月时间。12 月 12 日张医生在“华山感染”公众号上发表文章，指出新冠疫情正在进入“最后一程”，并最终会向季节性流行病转变。对此，我们预计国内经济加快复苏可能从明年春季开始，到明年下半年可能基本得到恢复。

## 一、消费和服务业有望筑底回稳

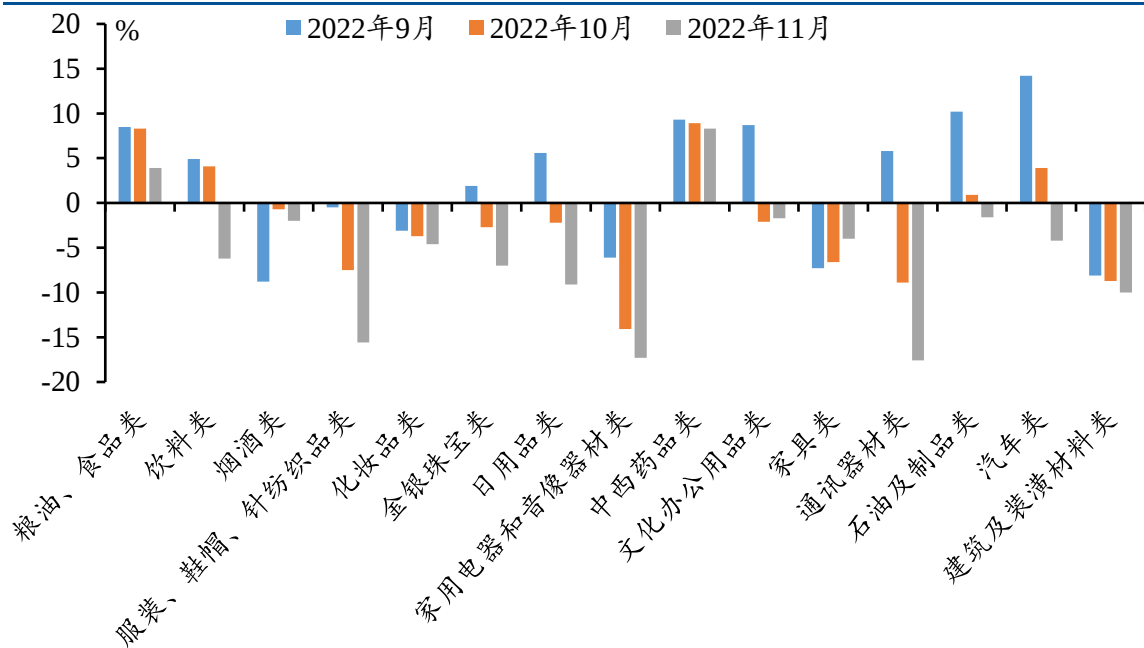
11 月消费的下行是疫情冲击下的系统性回落。今年疫情严重的月份，如 4 月、5 月、10 月、11 月，消费和服务业都受到了较大的冲击，当月的同比增速出现明显回落。如 4 月份，社零同比下降 11.1%，服务业生产指数同比下降 6.1%，两项指标的降幅较 3 月份明显扩大。11 月份的探底回落也是同理。从各类商品零售额看，也能说明 11 月消费的下行是疫情冲击下的系统性回落，而不是受一两类商品销量下降拖累的非系统性回落。如在 15 类商品中，除了中西药品类和粮油食品类零售额在 11 月是同比正增长外，其余 13 类商品都是负增长，且大部分商品的零售额降幅比 10 月更大了。

图 1：疫情冲击下消费和服务业探底回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

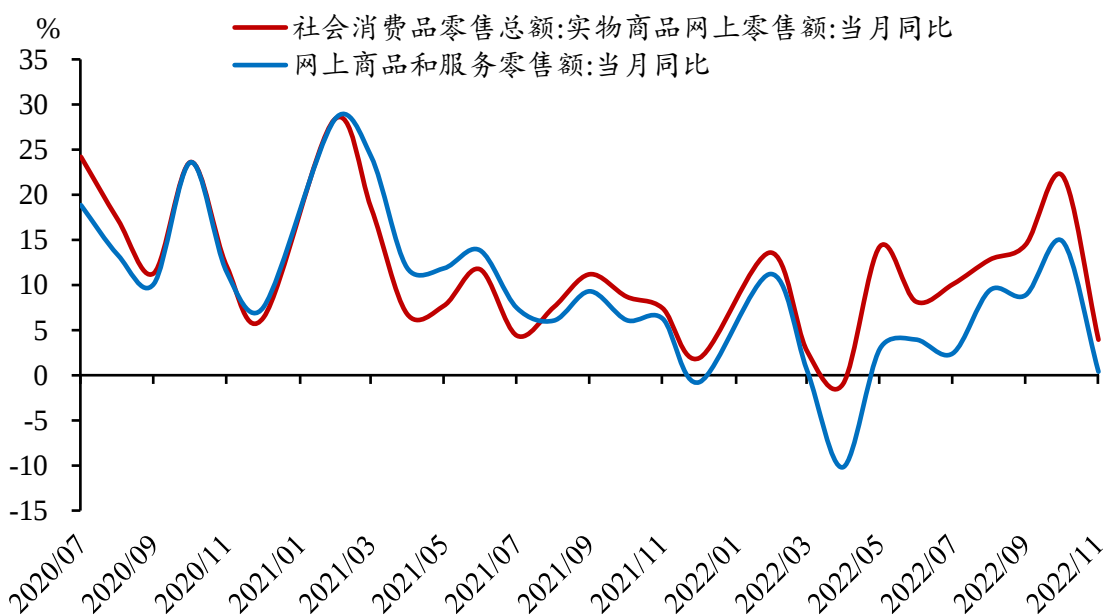
图 2：11 月各类商品零售额同比增速回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

疫情严重的时候也会冲击线上消费和服务。今年网上商品和服务零售额在4月和11月这两个疫情最严重的月份出现了大幅回落。具体看，4月实物商品网上零售额同比增速从3月的2.7%降到了-1.0%，4月总的网上商品和服务零售额同比增速从3月的0.5%降到了-10.2%。继4月短期探底后，11月线上消费和服务再次探底，两项指标同比增速分别为3.9%和0.4%，而10月对应数值为22.1%和14.8%，降幅较大。其中11月网上商品和服务零售额同比几乎零增长的情况和当月天猫表示的“今年‘双11’稳中向好，交易规模与去年持平”是相吻合的。总体来看，虽然疫情也会冲击线上消费，但主要集中在疫情最严重的月份，在其他疫情多发的月份，如7-10月，线上消费仍然能保持较高的同比增速。

图 3：疫情严重的时候也会冲击线上消费和服务

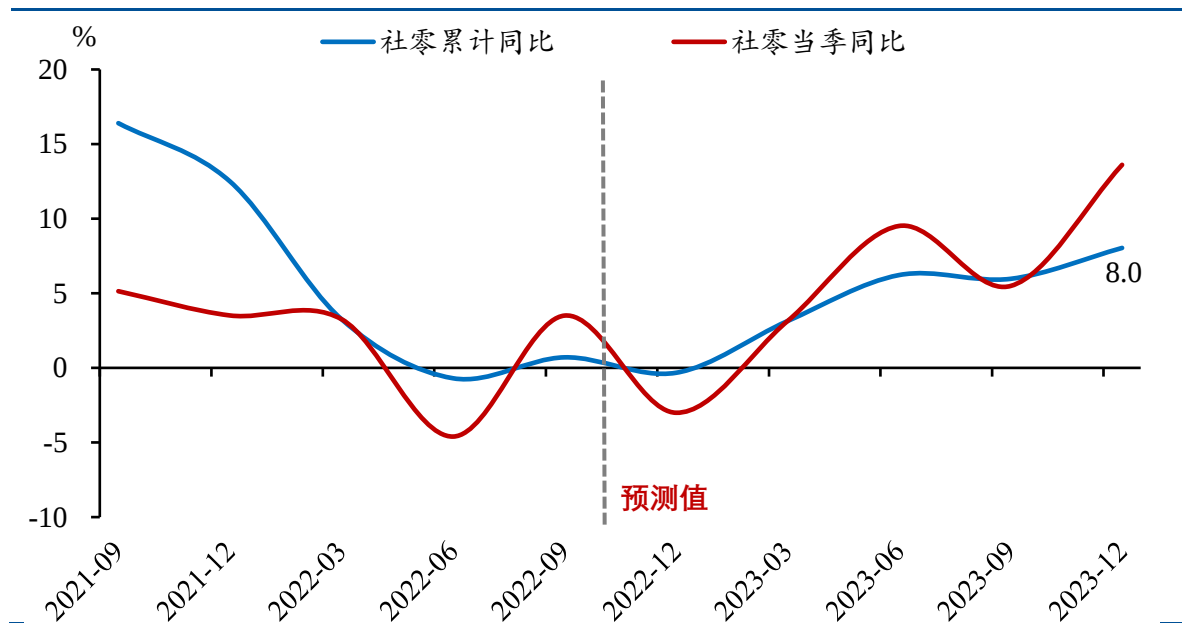


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



随着疫情防控不断优化，疫情扰动可能逐步消除，消费和服务业有望于明年回稳。今年疫情主要是爆发于二季度和四季度，形成了两个季节性的消费增速低谷。假设从今年12月到明年上半年均为防疫政策优化后的过渡期，下半年起生产生活秩序恢复正常，那么明年全年社零增速有望达到8%左右。节奏上，明年二季度和四季度可能是社零当季增速的两个高峰，对应今年的两个低基数时期。同理，明年二、四两个季度也可能是服务业生产指数的两个增速高峰。至于今年，在疫情等超预期因素的冲击下，全年社零增速可能难以实现正增长，我们预计全年增速约为-0.3%，服务业生产指数全年增速可能在0%附近。

图4：消费有望于明年逐渐恢复



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

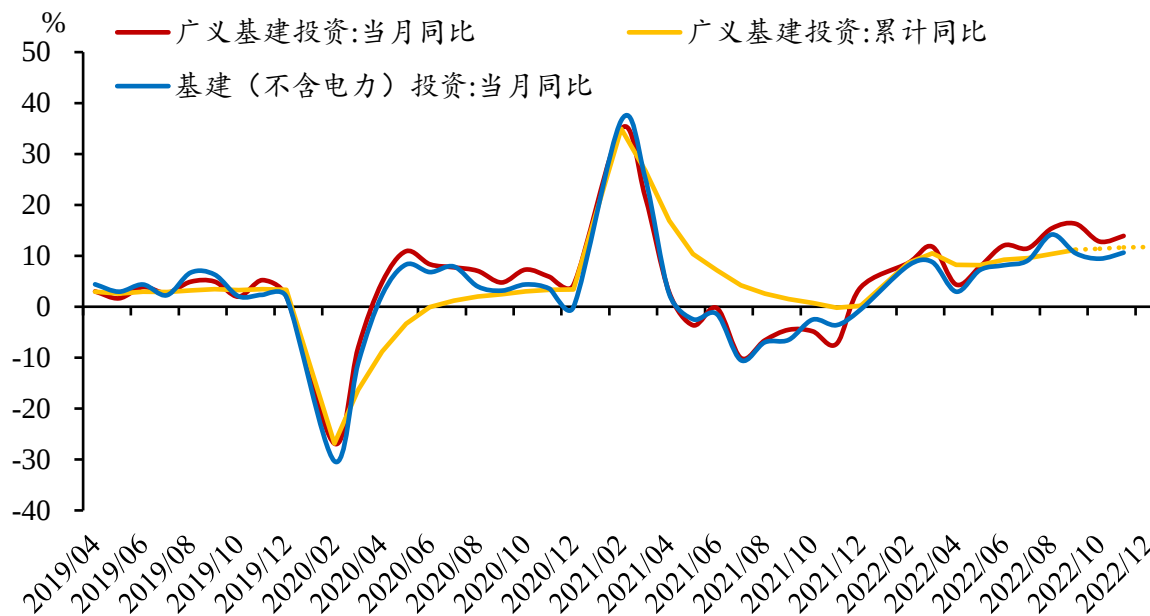
## 二、基建和制造业投资热度不减

**各项增量政策工具的落地助力基建和制造业投资保持高增速。**据国家发改委网站12月16日消息，国家发展改革委新闻发言人就当前经济社会发展有关情况答记者问时指出，“截至11月底，两批共7399亿元金融工具支持的2700多个项目已全部开工建设；全年6400亿元中央预算内投资已全部下达完毕，项目开工率达近5年最高水平；今年已发行专项债券的项目开工率达95%，已使用的专项债券规模较去年同期大幅提升”。截至12月20日，今年新增专项债券包含结存限额的发行量已达到40377亿元，而去年全年新增专项债券发行额为35844亿元。专项债发行量增多的同时，开工率也有保障，再叠加政策性金融工具和相应的银行配套贷款，三者合力推动四季度基建投资依然保持两位数的高增速。在1-11月广义基建投资同比增长11.65%的基础上，我们预计今年全年的增速有望达到11.7%左右。制造业投资方面则有设备更新改造专项再贷款政策的助力，在1-11月制造业投资同比增长9.3%的基础上，我们预计今年全年的增速在9%左右。

**专项债支持的项目领域和国家扩大内需战略下支持的项目领域重合度很高。**近日中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，文件中有三条提到要“持续推进重点领域补短板投资”、“系统布局新型基础设施”和“推进以人为核心的新型城镇化”，其中涉及的基建投资领域包括交通、能源、水利、物流、生态环保、民生、新基建和市政，而这也是地方政府专项债券主要支持的几个领域。从结存限额的使用情况看，截至12月20日，有16.0%投向了交通，0.6%投向了能源、6.6%投向了农林水利，1.5%投向了冷链物流，2.9%投向了生态环保，18.4%投向了民生相关的社会事业，1.3%投向了新基建，36.7%投向了市政和产业园区，合计占比约84%。从定性到定量，我们及时更新的专项债使用结构能较好地还原地方政府对基建细分领域的支持。

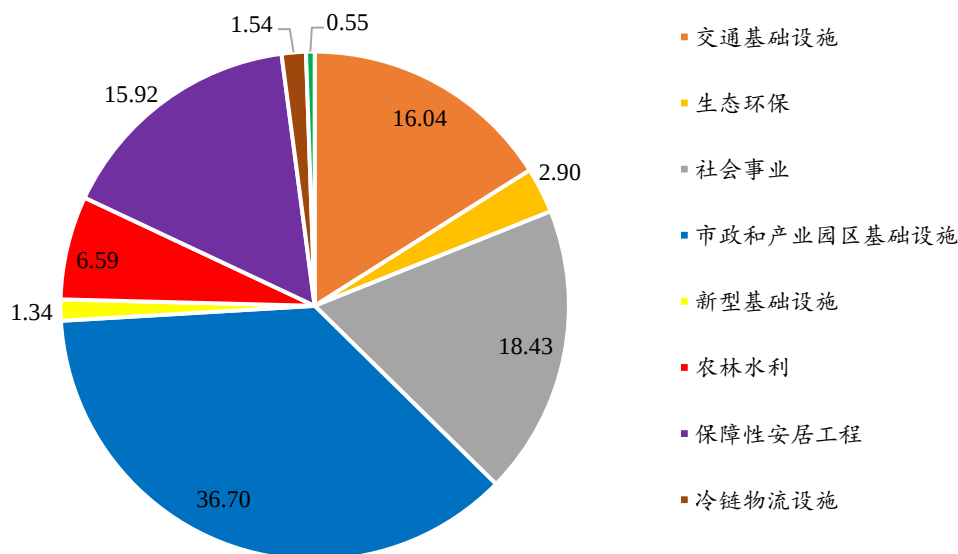


图 5：今年基建投资有望增长 11.7%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：截至 12 月 20 日专项债结存限额使用结构 (%)



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\\_50308](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50308)

