

稳增长政策发力显效，四季度经济运行好于预期

——2022年12月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：据国家统计局公布的数据，2022年四季度GDP同比增长2.9%，三季度增速为3.9%，全年GDP累计同比增速为3.0%；12月规模以上工业增加值同比实际增长1.3%，前值为2.2%；12月社会消费品零售总额同比下降1.8%，前值为下降5.9%；1-12月全国固定资产投资同比增长5.1%，前值为5.3%。

基本观点：四季度疫情再起，11月后防控政策出现重大调整，短期内感染数量大幅上升，当季宏观经济再现下行压力。不过，在前期应对经验积累、稳增长政策发力显效等支撑下，四季度宏观经济下行幅度明显低于二季度，好于市场预期。2022年疫情冲击明显，国际地缘政治局势骤然恶化，这是全年GDP增速降至3.0%，低于此前两年平均5.1%的增长水平，也低于2022年初制定的“5.5%左右”增长目标的主要原因。

近期来看，主要受感染高发、需求转弱等因素扰动，四季度及12月工业增加值同比增速持续放缓，但与2022年4-5月上一轮疫情高峰期相比，防控政策放松使得本轮疫情对工业生产的冲击相对较弱。主要受疫情冲击，四季度社零同比持续处于负增状态。但12月商品零售降幅收窄，带动社零同比读数超预期改善，除因上年基数走低外，也因本轮感染多发对除餐饮之外的其他线下消费影响相对较小，以及年底优惠政策到期刺激汽车销售同比回正。投资方面，四季度固定资产投资增速小幅放缓，不过考虑价格变化因素，当季实际投资增速加快。其中，四季度基建投资大幅提速，制造业投资展现较高韧性，充分对冲房地产投资下滑带来的影响。全年来看，固定资产投资、特别是基建投资在稳定宏观经济大盘中发挥了中流砥柱作用。

展望2023年，我们预计GDP同比增速有望达到5.5%左右，实际增长动能将是“前低后高”。其中，一季度仍处于感染多发期，GDP增速将在3.5%左右，二季度之后伴随疫情影响全面退去，居民消费将会出现较大幅度反弹，并成为引领经济回升的主导力量。此外，2023年为推动经济运行整体好转，政策面还会保持一定稳增长力度，投资增速有望保持基本稳定。2023年宏观经济面临的最大的不确定因素是房地产行业何时回暖。最后在全球经济减速背景下，2023年我国出口增速将明显回落，对经济增长的拉动力有可能转负。

具体解读如下：

一、GDP 增速：四季度疫情冲击再现，GDP 同比增速降至 2.9%，在疫情应对经验积累、稳增长政策发力显效支撑下，经济运行好于市场普遍预期，宏观经济展现较强韧性。全年 GDP 增速为 3.0%，主要是疫情冲击及国际地缘政治局势升温等超预期因素所致。

四季度 GDP 同比增速达到 2.9%，较上季度回落 1.0 个百分点，主要原因是当季疫情冲击再现，以及 11 月疫情防控政策出现重大调整后，短期内实际感染数量大幅增加，对宏观经济供需两端都带来一定下行压力。不过，四季度稳增长政策集中发力，加之此前疫情应对经验有效积累，以及疫情冲击模式发生变化，当季经济下行幅度明显低于二季度，也普遍好于市场预期，显示宏观经济抵御外部冲击能力增强。

从“三驾马车”来看，四季度社会消费品零售总额同比下降 2.7%，增速较上季度大幅回落 6.2 个百分点，是疫情冲击最直接的体现；与此同时，各类接触型服务消费受到的影响更为明显。由此我们判断，四季度消费对 GDP 增长的拉动力将从上季度的 2 个百分点，降至 1.5 个百分点左右。

稳增长政策发力、特别是基建投资大幅提速下，四季度投资对 GDP 增速的贡献会有显著增强。当季固定资产投资同比增速达到 5.4%，较上季度小幅回落 0.4 个百分点。不过，由于四季度 PPI 同比出现通缩，均值由第三季度的 2.5% 大幅降至 -1.1%，由此四季度实际固定资产投资增速会较三季度明显加快，投资对 GDP 增长的拉动力有望从上季度的 0.8 个百分点，提高至 1.0 个百分点左右。需要指出的是，四季度楼市延续低迷状态，房地产投资下滑加剧，对投资增速乃至整体宏观经济运行都有一定负面影响。

主要受美欧经济衰退阴影渐浓，外需放缓影响，四季度我国出口连续同比负增长，贸易顺差也出现同比下降。我们判断，当季净出口对 GDP 增长的拉动力将从第三季度的 1.1 个百分点降至 0.4 个百分点左右。

全年来看，2022 年 GDP 同比增长 3.0%，低于此前两年平均 5.1% 的增长水平，也低于 2022 年初制定的“5.5% 左右”增长目标。主要原因是两轮疫情高峰影响超出预期，对国内消费形成明显冲击。另外，2022 年国际地缘政治局势骤然恶化，带动原油、粮食等大宗商品价格冲高，全球经济下行压力加大。这一方面导致外需放缓，同时上游原材料价格高企，也对国内中下游企业生产经营带来较大负面影响。不过，2022 年以稳住经济大盘一揽子政策及接续措施为代表，稳增长政策持续加码，对最大限度稳定宏观经济运行、特别是稳定就业基本盘发挥了关键作用——12 月城镇调查失业率降至 5.5%，已落入控制目标区间。

展望 2023 年，我们预计 GDP 同比增速有望回升至 5.5% 左右，实际增长动能将是“前低后高”，其中一季度仍处于感染多发期，GDP 增速将在 3.5% 左右，二季度之后伴随疫情影响全面退去，居民消费有望出现较大幅度反弹，并成为拉动经济增长的主导力量。此外，2023 年为推动经济运行整体好转，政策面还会保持一定稳增长力度，投资增速有望保持基本稳定。2023 年宏观经济面临的最大的不确定因素是房地

产行业何时回暖。在全球经济减速背景下，2023年我国出口增速将明显回落，对经济增长的拉动力有可能转负。

二、主要受感染高发扰动，12月工业增加值同比增速进一步放缓，但与2022年4-5月上一轮疫情高峰期相比，防控政策放松使得本轮疫情对工业生产的冲击相对较弱。

12月工业增加值同比增长1.3%，增速较上月放缓0.9个百分点。从大类来看，12月采矿业生产相对平稳，电力、燃气及水的生产和供应业生产大幅提速，或与今冬气温偏低有关，制造业生产则明显放缓——12月制造业增加值同比增速从上月的2.0%降至0.2%，是当月工业生产增速下滑的主要原因——这与12月制造业PMI生产指数较上月下滑3.2个百分点至44.6%，以及钢胎开工率、螺纹钢开工率、PTA产业链负荷率等生产端高频指标普遍低于上年同期相印证。

我们认为，疫情仍然是导致12月工业生产增速进一步放缓的主要原因。12月处感染高发期，员工无法正常到岗令企业生产经营活动受到一定影响。同时，疫情扰动下居民消费活动受限，叠加当前出口转弱，需求不振对制造业生产端也构成拖累。不过，在疫情防控政策放松、各类封控措施撤销背景下，12月各地运输物流基本保持畅通，也没有出现大规模停工停产现象。因此，本轮感染多发对工业生产的冲击要明显弱于4-5月的上一轮疫情高峰时期。

全年来看，2022年工业增加值累计同比增长3.6%，增速较上年大幅放缓6.0个百分点。除因基数走高外，也因2022年疫情多发扰动企业生产经营活动并抑制消费修复，房地产投资大幅负增拖累相关工业品需求，以及2022年出口增长减速，尤其是四季度出口转为同比负增。不过，与社零同比微幅负增反映的终端消费疲弱相比，2022年工业生产表现出较强韧性，宏观经济“生产强、消费弱”的结构性特征比较明显，主要原因有三：

一是2022年稳增长政策从供需两端持续发力，供给端在财税、金融等方面不断加大对工业企业扶持力度，在帮助企业维持经营的同时，也有利于稳定企业预期，需求端政策支持下，基建投资、制造业投资高增等，对工业生产也有支撑。二是2022年出口增速虽大幅缓于2021年，但全年也录得7.0%的同比增长，明显强于社零表现。三是工业增加值统计的是规模以上工业企业，而受终端消费影响较大的多为处于产业链中下游的中小企业。因此，偏强的工业增加值数据可能存在对整体工业生产强度的高估。

展望2023年，随着疫情扰动减退，消费修复速度将会加快，同时房地产投资对经济的拖累效应也将减弱，再加上2023年稳增长政策还会保持一定力度，逆周期属性的基建投资和制造业投资将延续较快增长水平，这些因素都将对工业生产增速起到拉升或支撑作用。不过，2023年全球经济减速背景下，出口

料进一步走弱，外需放缓会对部分出口导向型企业生产造成不利影响。但整体上看，随着疫情影响全面减退，宏观经济触底反弹，2023 工业生产增速也将有所回升，预计全年累计增速将反弹至 5.0% 左右。

三、12 月商品零售降幅收窄，带动社零同比读数超预期改善，除因上年基数走低外，也因本轮感染多发对除餐饮之外的其他线下消费影响相对较小，以及年底优惠政策到期刺激汽车销售同比回正。

12 月社零同比下降 1.8%，降幅较上月收窄 4.1 个百分点。其中，商品零售同比降幅较上月收窄 5.5 个百分点至 -0.1%，带动整体社零改善，而餐饮收入同比降幅则大幅走阔 5.7 个百分点至 14.1%。我们认为，这种分化主要由三方面因素造成：一是 12 月感染高发，居民外出就餐较为谨慎，但因封控措施撤销，其他线下消费活动受到的影响相对较小；二是车购税减半政策截止至 12 月底，故为享受政策优惠，部分购车需求前置，当月汽车销量同比回正，带动汽车零售额同比增长 4.6%，增速较上月加快 8.8 个百分点，对商品消费拉动作用明显；三是上年同期基数走低，对 12 月商品零售同比读数也有拉升作用。

从限额以上不同商品零售额增速来看，12 月，除粮油食品、饮料、中西药品、汽车等少数类别外，多数类别商品零售额处于同比负增状态。其中，12 月感染多发带动中西药品零售额同比增长 39.8%，增速较上月大幅加快 31.5 个百分点；而服装、化妆品、金银珠宝等可选消费品零售额增速均录得两位数同比深跌，家电、家具、建筑装潢材料等涉房消费继续受楼市低迷拖累，也呈现较大幅度的同比负增。

全年来看，主要受两轮疫情限制居民消费场景等因素影响，2022 年社零累计同比下降 0.2%，其中二、四季度疫情高峰期间，该指标都出现了一定幅度的同比负增。从结构上看，2022 年消费体现出较为明显的疫情冲击特征，即“必选强、可选弱”，粮食、药品等必选消费保持较快正增长，而化妆品、服装、通讯器材等可选消费均处于同比负增状态。同时，2022 年房地产延续低迷，建筑装潢材料、家电、家具等涉房消费均出现较大幅度下滑。值得一提的是，作为稳住经济大盘政策的一部分，5 月推出汽车购置税减半措施，对车市刺激效应明显——全年汽车零售额累计同比增长 0.7%，较 1-5 月累计增速加快了 10.6 个百分点——这表明，宏观政策在促消费方面潜力很大。

展望 2023 年，疫情影响消退后，居民消费场景限制全面解除，部分补偿性消费将会涌现，加之上年基数明显偏低，全年社零同比增速有望反弹至 8.0% 左右，可选消费将引领商品消费修复。2023 年消费修复面临两个不确定因素：首先是年中前后房地产行业能否实现软着陆，这将决定后续涉房消费走势。其次，2023 年政策面是否会继续推出规模较大的促消费政策？包括发放消费券或消费补贴、出台新的促消费税费减免措施等，均存在一定变数。需要指出的是，三年疫情对居民收入影响明显。由此，尽管 2022 年预防性储蓄需求上升叠加购房开支下降，推动居民储蓄存款增速偏快，但 2023 年居民消费出现报复性大幅反弹的可能性不大；若全年实现 8% 左右的增速，也仅为疫情前的温和增长水平，而若考虑到低基数

效应，8%的增速实际上仍明显弱于疫情前水平。

四、投资：四季度固定资产投资增速小幅放缓，不过考虑价格变化因素，当季实际投资增速加快。其中，四季度基建投资大幅提速，制造业投资展现较高韧性，充分对冲房地产投资下滑带来的影响。全年来看，固定资产投资、特别是基建投资在稳定宏观经济大盘中发挥了中流砥柱作用。

2022年1-12月，固定资产投资累计增速为5.1%，较1-11月小幅放缓0.2个百分点，比2021年全年加快0.2个百分点。数据显示，四季度固定资产投资增速为5.4%，也较三季度放缓0.4个百分点。不过，该数据统计的是名义值，而四季度PPI同比出现通缩，均值由第三季度的2.5%大幅降至-1.1%，由此四季度实际固定资产投资增速会较三季度明显加快。全年来看，不仅名义固定资产投资增速加快0.2个百分点，而且由于2022年PPI全年累计同比为4.1%，比上年大幅下降5个百分点，因此2022年固定资产投资实际增速的加快幅度也要远高于0.2个百分点。这意味着在2022年GDP增速较上年大幅回落的背景下，投资对经济增长的贡献率显著增强，在稳定宏观经济大盘中发挥了关键作用。

从投资的三大板块来看，四季度及全年的剧烈分化态势依然持续。首先，1-12月基建投资（不含电力）同比为9.4%，增速较前值加快0.5个百分点，连续6个月保持上扬势头，增速明显高于上年0.4%的增长水平。背后的主要原因是：2022年一揽子稳住经济大盘政策及其接续政策对基建投资的支持力度很大，包括加发5000多亿元专项债地方结存限额，政策性金融工具持续加码，PSL“重出江湖”，银行也在显著增加对基建项目的信贷投放等。这抵消了严控地方政府隐性债务风险对城投平台融资的抑制效应，以及地方政府土地出让金收入下滑带来的影响，为2022年基建投资高增长提供了充足的资金来源。

据我们测算，在近期政策性开发性金融工具快速落地，银行基建配套贷款发放力度加大，以及各地重大项目开工、施工节奏加快带动下，12月当月基建投资（不含电力）同比增速达到14.3%，创年内新高，连续两个月保持两位数增长，成为四季度宏观经济运行好于预期的重要推动力量。

展望2023年，在目标财政赤字率将会上调、新增专项债额度有望达到4万亿左右，以及上年新开工项目继续带动信贷投放持续增加等，综合来看，基建投资有望保持较快增长，成为拉动国内生产总值

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_51366



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn