

经济弱企稳，2023 年上半年经济动能有望持续修复

——2022 年 12 月及 Q4 经济数据点评

核心观点

2022 年 Q4, GDP 季调环比为 0, 为 2011 年以来历年 Q4 最低值, GDP 同比+2.9%, 较 Q3-1.0PCTS, 显示疫情冲击下, 2022 年 Q4 经济动能受到较大抑制。生产法角度, 四季度二产和三产对经济的带动作用明显减弱。支出法角度看, 整个四季度, 消费、进出口以及固投中的房地产投资均一定程度拖累经济, 经济的主要支撑项为基建投资和制造业投资。

2022 年 12 月经济数据在整体较弱的同时, 呈现一定企稳趋势: 消费方面, 社零同比和实际同比虽然继 10 月、11 月之后继续为负, 但下滑幅度明显缩窄; 投资方面, 2022 年 12 月固投增速录得+3.1%, 较 11 月的+0.7%改善, 其中, 制造业投资增速上行、基建投资增速下降但仍维持高位, 二者投资增速均明显高于固投同比增速, 房地产投资增速仍然为负, 依然是固投的主要拖累项, 但下滑幅度较 11 月缩窄; 出口方面, 受全球需求走弱和国内疫情对工业生产的冲击双重影响, 我国 12 月以美元计价出口增速录得-9.9%, 较 11 月的-8.7%下滑幅度加深, 是出口连续第三个月为负; 工增方面, 2022 年 12 月, 工业增加值同比+1.3% (市场预期+0.43%), 较 11 月-0.9PCTS。

展望 2023 年, 全球经济下行, 出口仍不乐观, 经济复苏的关键在消费和地产的恢复。疫情影响减弱叠加促消费政策不断落地, 消费增速有望成为 2023 年内需增长的重要动力, 同时, 房地产回落势头减弱, 对经济的拖累效应有望降低。预计 2023 年经济总体修复, 全年 GDP 有望达到 4.5%-5%之间。节奏上看, 2022 年 Q2 和 Q4 的低基数, 对应 2023 年 Q2 和 Q3 形成同比高点, 全年 GDP 震荡上行。

消费方面, 疫情防控放开决定了 2023 年消费将呈现复苏的方向, 从复苏力度来看, 市场对疫情放开后出现报复性消费存有预期, 但我们认为报复性消费不具有持续性, 主要影响的是消费的节奏 (全年消费的分布), 持续三年的疫情对居民就业和收入的影响短期内无法弥补, 这决定了过去疫情导致的消费损失很大部分已经无法补回, 同时也意味着 2023 年消费复苏的力度不会很强。考虑到 2022 年的低基数, 预计 2023 年消费增速回升至+8%左右。

房地产方面, 2022 年年末, 房地产支持政策密集出台, 稳定房地产融资已形成了信贷、债券、股权融资的“三箭齐发”态势, 楼市供给端的风险和抑制因素已经明显缓解。虽然“三支箭”之下, 房企融资环境明显改善, 但另一方面, 长期来看, 房地产价值链的最终价值出口仍然是居民加杠杆购房。房地产投资回升通常需要先看到商品房销售的回升, 而目前商品房销售增速尚未见明显起色。总体来看, 在利好政策不断积累下, 后续地产销售环比改善概率较高, 结合 2022 年的低基数, 2023 年地产销售和投资同比增速有望较 2022 年提升。我们预计 2023 年房地产开发投资增速有望回升至+5%左右, 对 GDP 增速的影响主要体现为拖累效应明显降低。

主要数据

上证指数	3224.2448
沪深 300	4137.2422
深证成指	11800.5529

主要指数走势图



作者

符旸	分析师
SAC 执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyys@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuq@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC 执业证书: S06401220900025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

金融市场分析周报	—2023-01-16
疫情阶段性压制 12 月经济, 后续预期不悲观	—2023-01-15
CPI 温和上行, PPI 下行幅度缩窄, 通胀仍非主要矛盾	—2023-01-13

一、疫情冲击致 2022 年 Q4GDP 同比增速较 Q3 下降， 2023 年中国经济增速有望回升到 4.5%-5%

2022 年 Q4, GDP 季调环比为 0, 为 2011 年以来历年 Q4 最低值, GDP 同比 +2.9%, 较 Q3-1.0PCTS, 显示疫情冲击下, 2022 年 Q4 经济动能受到较大抑制。生产法角度, 2022 年 Q4, 第一、第二和第三产业 GDP 同比分别为 +4.0% (Q3 为 +3.4%)、+3.4% (Q3 为 +5.2%) 和 +2.3% (Q3 为 +3.2%), 分别带动 Q4GDP 增速上行 0.4、1.3 和 1.2 个百分点, 海外需求下降、国内疫情冲击以及房地产业持续筑底之下, 四季度二产和三产对经济的带动作用明显减弱。支出法角度看, 从 10 月到 12 月, 社零、出口、房地产开发投资同比均连续三个月为负, 基建投资、制造业投资同比连续三个月为正。整个四季度, 消费、进出口以及固投中的房地产投资均一定程度拖累经济, 经济的主要支撑项为基建投资和制造业投资。

全年来看, 与 2021 对比, 2022 年全年 GDP 同比 +3%, 较 2021 年的 +8.1% 明显下降, 消费和房地产投资是经济最大的拖累, 而基建投资增速较 2021 年明显提升, 显示财政发力是 2022 年经济的主要支撑项。出口和制造业投资增速也较 2021 年下滑, 但仍明显高于 GDP 增速, 对经济提供了向上的拉动。

中央经济工作会议指出: “当前我国经济恢复的基础尚不牢固, 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大, 外部环境动荡不安, 给我国经济带来的影响加深。但要看到, 我国经济韧性强、潜力大、活力足, 各项政策效果持续显现, 2023 年经济运行有望总体回升。”

2023 年全球经济下行, 出口仍不乐观, 经济复苏的关键在消费和地产的恢复。疫情影响减弱叠加促消费政策不断落地, 消费复苏有望成为 2023 年内需增长的重要动力, 同时, 房地产回落势头减弱, 对经济的拖累效应有望降低。预计 2023 年经济总体修复, 全年 GDP 有望达到 4.5%-5% 之间。节奏上看, 2022 年 Q2 和 Q4 的低基数, 对应 2023 年 Q2 和 Q3 形成同比高点, 全年 GDP 震荡上行。

图1 2019年以来GDP生产法计各项目各季度实际增速(%)

	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12	2019-09	2019-06	2019-03
GDP	2.90	3.90	0.40	4.80	4.00	4.90	7.90	18.30	6.40	4.80	3.10	-6.90	5.80	5.90	6.00	6.30
第一产业	0.40	0.30	0.27	0.24	0.62	0.61	0.47	0.36	0.43	0.36	0.22	0.13	0.35	0.24	0.21	0.12
第二产业	1.32	2.01	0.37	2.29	0.98	1.41	3.09	9.15	2.63	2.29	1.87	3.75	1.98	1.77	1.93	2.07
工业	-	1.49	0.14	2.26	1.21	1.58	3.03	8.18	2.16	1.77	1.40	2.90	1.60	1.37	1.62	1.79
制造业	-	1.10	0.09	1.83	0.85	1.26	2.72	7.48	2.01	1.71	1.34	2.92	1.32	1.05	1.30	1.55
建筑业	-	0.51	0.24	0.06	-0.16	-0.13	0.13	0.96	0.45	0.50	0.48	0.87	0.38	0.40	0.33	0.28
第三产业	1.18	1.68	0.21	2.27	2.35	2.82	4.35	9.06	3.36	2.21	0.96	3.08	2.48	2.83	2.78	2.08
批发和零售业	-	0.16	-0.18	0.39	0.58	0.73	0.93	2.45	0.67	0.35	0.16	1.82	0.52	0.54	0.58	0.60
交通运输、仓储和邮政业	-	0.12	-0.17	0.10	0.18	0.28	0.60	1.35	0.36	0.20	0.10	-0.61	0.26	0.32	0.31	0.31
住宿和餐饮业	-	0.04	-0.07	0.00	0.08	0.09	0.22	0.55	-0.01	-0.16	-0.37	-0.76	0.10	0.11	0.10	0.10
金融业	-	0.43	0.46	0.45	0.38	0.31	0.33	0.54	0.41	0.52	0.47	0.43	0.45	0.50	0.55	0.57
房地产业	-	0.23	0.41	0.13	-0.16	-0.09	0.42	1.31	0.28	0.27	0.14	0.47	0.13	0.23	0.13	0.14
信息传输、软件和信息技术服务业	-	0.40	0.43	0.66	0.53	0.78	0.99	1.26	0.85	0.81	0.77	0.71	0.67	0.74	0.89	1.00
租赁和商务服务业	-	0.16	0.09	0.15	0.17	0.17	0.16	0.26	0.15	0.13	-0.16	0.22	0.30	0.26	0.22	0.27
其他行业	-	0.65	0.03	0.80	0.70	0.77	0.90	1.56	0.62	0.32	-0.17	0.34	0.99	1.10	0.99	1.09

资料来源：wind，中航证券研究所

图2 2019年以来GDP生产法计各项目各季度对实际GDP增速的拉动作用(%)

	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12	2019-09	2019-06	2019-03
GDP	2.90	3.90	0.40	4.80	4.00	4.90	7.90	18.30	6.40	4.80	3.10	-6.90	5.80	5.90	6.00	6.30
第一产业	4.00	3.40	4.40	6.00	6.40	7.10	7.60	8.10	4.30	4.10	3.50	-3.10	3.40	2.70	3.30	2.70
第二产业	3.40	5.20	0.90	5.80	2.50	3.60	7.50	24.40	6.70	5.90	4.60	1.70	5.00	4.50	4.70	5.30
工业	-	4.60	0.40	6.40	3.30	4.90	8.80	24.40	6.80	5.50	4.10	-1.50	5.00	4.20	4.70	5.20
制造业	-	4.00	-0.30	6.10	3.10	4.60	9.20	26.80	7.40	6.30	4.60	-0.10	4.80	3.80	4.40	5.30
建筑业	-	7.80	3.60	1.40	-2.10	-1.80	1.80	22.80	5.80	7.30	7.00	18.20	4.90	5.80	4.70	5.80
第三产业	2.80	3.20	-0.40	4.00	4.60	5.40	8.80	15.60	6.80	4.20	1.80	-1.40	6.90	7.40	7.20	7.20
批发和零售业	-	1.60	-1.80	3.90	5.90	7.60	9.60	26.60	6.80	3.60	1.60	-1.70	5.30	5.50	5.90	5.70
交通运输、仓储和邮政业	-	2.60	-3.50	2.10	4.00	5.90	12.70	32.10	8.30	4.30	2.00	-18.60	5.70	6.90	6.60	6.80
住宿和餐饮业	-	2.80	-3.30	-0.30	4.70	5.70	17.10	43.70	-0.80	-1.70	-2.70	-39.50	5.30	5.90	5.60	5.20
金融业	-	5.50	5.90	5.10	5.50	4.00	4.10	5.40	5.90	6.80	6.00	4.90	6.50	6.50	7.10	6.50
房地产业	-	-4.20	-1.00	-2.00	-2.90	-1.60	7.10	21.40	4.90	4.60	2.40	-1.60	2.10	3.90	2.10	2.20
信息传输、软件和信息技术服务业	-	7.90	7.80	10.80	11.50	17.10	19.50	21.20	21.00	20.10	17.80	14.60	18.60	21.00	23.20	24.30
租赁和商务服务业	-	5.40	-3.30	5.10	5.60	5.80	5.80	7.90	4.80	-4.20	-3.30	-4.70	10.00	8.70	7.50	8.50
其他行业	-	4.40	-0.20	4.90	5.00	5.20	6.20	8.80	4.40	2.10	-1.10	-2.00	7.10	7.40	6.60	6.50

资料来源：wind，中航证券研究所

图3 月度经济数据情况

	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
社零(当月同比)	-1.80%	-3.9%	-0.5%	2.5%	5.4%	2.7%	3.1%	-6.7%	-11.1%	-3.5%
社零:商品零售(当月同比)	-0.10%	-5.6%	0.5%	3.0%	5.1%	3.2%	3.9%	-5.0%	-9.7%	-2.1%
社零:餐饮(当月同比)	-14.10%	-8.4%	-8.1%	-1.7%	8.4%	-1.5%	-4.0%	-21.1%	-22.7%	-16.4%
固投(累计同比)	5.10%	5.3%	5.8%	5.9%	5.8%	5.7%	6.1%	6.2%	6.8%	9.3%
制造业投资(累计同比)	9.10%	9.3%	9.7%	10.1%	10.0%	9.9%	10.4%	10.6%	12.2%	15.6%
基建投资(累计同比)	11.52%	11.7%	11.4%	11.2%	10.4%	9.6%	9.3%	8.2%	8.3%	10.5%
房地产开发投资(累计同比)	-1.10%	-9.8%	-8.8%	-8.0%	-7.4%	-6.4%	-5.4%	-4.0%	-2.7%	0.7%
固投(当月同比)	3.10%	0.7%	5.0%	6.6%	6.5%	3.9%	5.8%	4.5%	1.8%	6.7%
制造业投资(当月同比)	7.40%	6.2%	6.9%	10.7%	10.6%	7.5%	9.9%	7.1%	6.4%	11.9%
基建投资(当月同比)	10.40%	13.9%	12.8%	16.3%	15.4%	11.5%	12.0%	7.9%	4.3%	11.8%
房地产开发投资(当月同比)	-12.70%	-19.9%	-16.1%	-12.1%	-13.8%	-12.1%	-9.6%	-7.7%	-10.1%	-2.4%
出口金额(美元,当月同比)	29.90%	-8.7%	-0.8%	5.9%	7.2%	18.0%	17.1%	16.8%	3.5%	14.4%
进口金额(美元,当月同比)	7.50%	-10.6%	-0.7%	0.3%	0.2%	2.0%	0.4%	3.7%	0.2%	0.7%
工业增加值(当月同比)	11.30%	2.2%	5.0%	6.3%	4.2%	3.8%	3.9%	0.7%	-2.0%	5.0%
服务业生产指数(当月同比)	-0.80%	-1.0%	0.1%	1.3%	1.8%	0.6%	1.3%	-5.1%	-6.1%	-0.1%
制造业PMI	47	48.0	49.2	50.1	49.4	49.0	50.2	49.6	47.4	49.5
非制造业PMI	41.6	46.7	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8	41.9	48.4
建筑业PMI	54.4	55.4	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2	52.7	58.1
服务业PMI	39.4	45.1	47.0	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1	40.0	46.7

资料来源：wind，中航证券研究所



二、2022 年 12 月社零同比仍然为负，但明显好于市场预期，消费修复或进入快车道

2022 年 12 月，社零同比-1.8%，虽然为连续第三个月为负，但明显好于市场预期的-6.5%。排除价格因素，2022 年 12 月社零实际同比-3.7%，下滑幅度同样较 11 月缩窄。2022 年 12 月社零环比录得-0.14%，为 2011 年以来历年 12 月社零环比倒数第 2。2022 年 12 月商品零售同比-0.1%（11 月-5.6%）、餐饮收入同比-14.1%（11 月-8.4%），限额以上社零同比-1.3%（11 月-5.8%）。2022 年 12 月，从具体的商品类别角度：药品销售额对限额以上商品零售的拉动作用明显变强，主要系短期内居民集中确诊下购药需求陡增；汽车和粮食类商品销售对限额以上商品零售亦有较大拉动作用，我们认为分别系年底汽车促销力度加大和居民集中确诊、普遍居家的情况下囤货需求提升所致；除药品、汽车、粮食和饮料外，其余商品类别对限额以上商品零售增速起拖累作用。

总体来看，2022 年 12 月疫情防控政策实质性调整之后，短期内居民的集中确诊，对消费产生了拖累作用，但 2022 年 12 月社零同比降幅明显低于市场预期，表明居民消费受到的冲击明显不及市场预期，我们认为主要系：1，短期内居民集中确诊之下购药需求的陡增支撑了 12 月社零同比增速。2022 年 2 月到 11 月，限额以上商品零售中的中西药品类商品销售额月同比增速在+7.5%到+11.9%之间，但 2022 年 12 月月同比增速高达+39.8%，对限额以上商品零售的拉动作用达到 1.5%，明显高于 2022 年其他月份。2，2022 年 12 月，居民从“集中确诊”、“集中居家”到“普遍康复”、“恢复正常出行和消费”的过程快于市场预期。17 个城市铁客流量数据显示，2022 年 12 月月初到月中，各城市均出现确诊高峰导致的客流量短期内下降，但到 2022 年 12 月底，17 个城市地铁客流量已经均处在快速恢复通道中，截止 2023 年 1 月 13 日，17 个城市地铁客流量均基本均接近 10 月平均水平。高德交通大数据显示，虽然 2022 年 12 月百城拥堵指数均值走势明显与历史同期背离，且低于历史同期，但逐日来看，到 2022 年 12 月底，各城市拥堵指数的修复趋势已经较明显。以 2023 年 1 月 1 日到 1 月 13 日数据代表 1 月数据，2023 年 1 月百城拥堵指数均值为 1.5，而 2019 年至 2022 年 1 月，百城拥堵指数均值分别为 1.56、1.42、1.50 和 1.51，表明目前各城市拥堵水平的平均值已接近疫情前，居民出行的修复速度较快。

2020 年疫情以来，消费的持续走弱，除疫情的断续冲击对居民消费场景的限制这一短期因素外，经济逐步走弱之下，居民收入增速的下滑和居民消费倾向的降低是相对中长期的影响因素。在经济周期走弱的中长期因素和疫情冲击的短期因素作用下，2020 年疫情以来，消费出现了增速中枢下滑，同时波动明显加大的特点。展望 2023 年，疫情防控放开决定了 2023 年消费将呈现复苏。从复苏力度来看，市场对疫情放开后出现报复性消费存有预期，但我们认为报复性消费不具有持续性，主要影响的是消费的节奏（全年消费的分布），持续三年的疫情对居民就业和收入的影响短期内无法弥补，这决定了过去疫情导致的消费损失很大部分已经无法补回，同时也意味着 2023



年消费复苏的力度不会很强。考虑到 2022 年的低基数，预计 2023 年消费增速回升至 +8% 左右。

图4 2022 年 12 月社零同比降幅缩窄 (%)



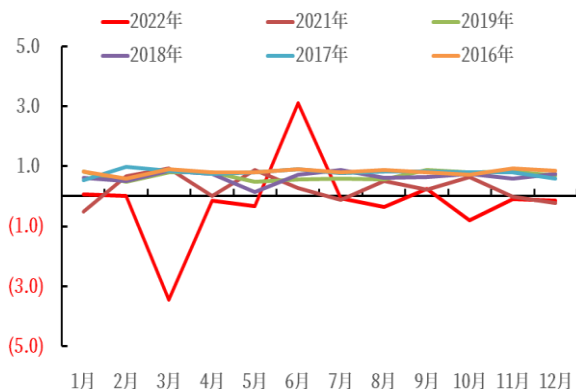
资料来源：wind，中航证券研究所（2021 年为两年复合增速）

图5 2022 年 12 月社零实际同比增速降幅缩窄 (%)



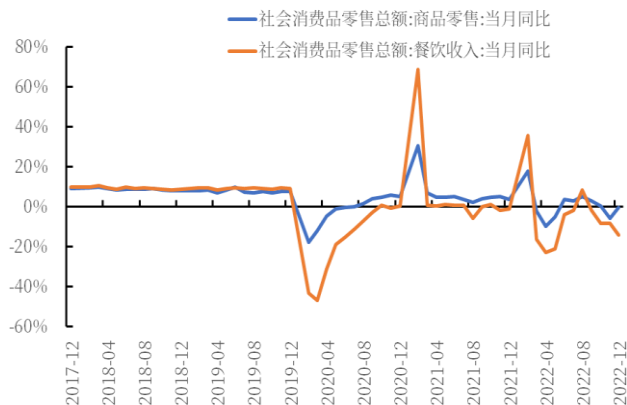
资料来源：wind，中航证券研究所

图6 2022 年 12 月社零环比弱于历史同期 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图7 2022 年 12 月餐饮收入同比萎缩幅度加深 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图8 各商品类别对当月限额以上企业商品零售额的拉动

商品类别	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
中西药品类	1.51%	0.30%	0.33%	0.36%	0.36%	0.31%	0.43%	0.40%	0.31%	0.45%	0.28%
汽车类	1.38%	-1.06%	1.04%	3.92%	4.56%	2.84%	3.87%	-4.82%	-9.83%	-2.80%	1.14%
粮油、食品类	1.11%	0.40%	0.91%	0.98%	0.90%	0.67%	0.91%	1.27%	1.03%	1.27%	0.97%
饮料类	0.09%	-0.11%	0.07%	0.10%	0.12%	0.06%	0.04%	0.14%	0.10%	0.20%	0.21%
文化办公用品类	-0.01%	-0.06%	-0.05%	0.26%	0.19%	0.30%	0.28%	-0.07%	-0.11%	0.24%	0.25%
家具类	-0.07%	-0.05%	-0.08%	-0.09%	-0.10%	-0.08%	-0.08%	-0.13%	-0.15%	-0.09%	-0.06%
建筑及装潢材料类	-0.12%	-0.13%	-0.12%	-0.11%	-0.13%	-0.11%	-0.06%	-0.10%	-0.16%	0.01%	0.06%
通讯器材类	-0.16%	-0.95%	-0.44%	0.23%	-0.17%	0.17%	0.31%	-0.26%	-0.81%	0.11%	0.21%
限额以上企业商品零售总额	-0.20%	-5.70%	0.00%	6.60%	9.10%	7.50%	8.80%	-5.30%	-13.80%	-0.42%	9.10%
烟酒类	-0.25%	-0.06%	-0.02%	-0.34%	0.24%	0.22%	0.14%	0.10%	-0.20%	0.20%	0.52%
金银珠宝类	-0.34%	-0.12%	-0.05%	0.04%	0.15%	0.38%	0.13%	-0.32%	-0.48%	-0.34%	0.45%
石油及制品类	-0.37%	-0.20%	0.14%	1.42%	2.44%	2.12%	1.89%	1.17%	0.65%	1.42%	3.03%
化妆品类	-0.43%	-0.17%	-0.09%	-0.08%	-0.16%	0.01%	0.22%	-0.29%	-0.51%	-0.18%	0.17%
日用品类	-0.45%	-0.47%	-0.10%	0.25%	0.18%	0.08%	0.21%	-0.32%	-0.47%	-0.04%	0.51%
家用电器和音像器材类	-0.74%	-1.26%	-0.80%	-0.35%	0.20%	0.45%	0.25%	-0.64%	-0.44%	-0.26%	0.64%
服装鞋帽、针、纺织品类	-1.16%	-1.11%	-0.70%	-0.04%	0.39%	0.06%	0.10%	-1.47%	-1.16%	-1.18%	0.47%

资料来源：wind，中航证券研究所

图9 11月以来各工作日地铁客流量相当于10月均值的百分比

	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
2023-01-13	95.58%	87.49%	115.37%	96.65%	108.96%	211.19%	133.46%	86.24%	89.03%	98.80%	93.47%	116.56%	118.85%	104.34%	139.82%	80.19%	207.55%
2023-01-12	95.67%	88.43%	115.79%	96.51%	112.53%	225.29%	132.23%	88.56%	87.54%	99.80%	94.79%	117.18%	118.99%	90.11%	142.31%	80.25%	212.90%
2023-01-11	96.00%	88.39%	115.98%	97.20%	109.46%	222.83%	131.87%	84.81%	88.45%	99.65%	95.24%	117.85%	118.96%	95.42%	140.77%	77.44%	214.75%
2023-01-10	94.92%	87.60%	117.36%	97.11%	108.36%	221.45%	130.67%	83.74%	87.90%	101.78%	94.53%	117.83%	118.11%	100.50%	139.61%	76.98%	216.30%
2023-01-09	92.36%	81.95%	109.28%	95.80%	104.62%	212.90%	134.99%	79.93%	83.21%	104.42%	89.02%	112.64%	116.85%	105.82%	127.44%	78.21%	206.63%
2023-01-08	89.39%	77.46%	114.15%	90.56%	97.14%	199.08%	125.16%	77.28%	99.19%	91.37%	106.72%	107.50%	97.77%	113.57%	72.49%	193.23%	
2023-01-07	88.87%	76.22%	112.18%	88.87%	95.88%	198.60%	118.05%	73.82%	75.70%	97.74%	79.59%	105.48%	106.40%	96.28%	120.20%	68.56%	193.12%
2023-01-06	86.29%	74.02%	102.09%	89.36%	83.29%	196.84%	112.19%	71.94%	73.51%	88.76%	78.00%	103.78%	106.54%	97.52%	118.36%	64.51%	190.08%
2023-01-05	40.20%	33.24%	30.82%	64.15%	58.88%	148.59%	97.51%	48.57%	54.36%	57.66%	64.47%	31.32%	37.62%	96.41%	93.07%	38.85%	148.93%
2023-01-04	77.01%	49.37%	101.40%	95.32%	77.13%	193.51%	98.01%	53.71%	72.29%	72.66%	71.18%	95.31%	106.91%	77.38%	109.55%	41.70%	165.16%
2022-12-30	72.43%	44.37%	90.87%	85.73%	67.01%	174.07%	87.37%	46.47%	60.35%	63.55%	59.78%	86.97%	90.43%	61.83%	94.39%	37.47%	145.12%
2022-12-29	71.13%	40.67%	86.14%	89.57%	67.23%	171.92%	83.15%	41.73%	62.83%	57.96%	51.76%	83.90%	85.80%	56.13%	95.07%	38.21%	134.46%
2022-12-28	69.32%	37.35%	81.80%	87.75%	61.08%	166.21%	77.98%	38.16%	55.33%	51.00%	52.96%	82.78%	80.82%	50.43%	91.97%	38.80%	128.22%
2022-12-27	67.97%	35.38%	78.39%	87.64%	56.57%	168.86%	75.24%	35.21%	60.51%	47.12%	50.76%	85.54%	77.68%	48.82%	90.08%	39.38%	114.56%
2022-12-26	49.14%	28.27%	60.08%	72.02%	36.72%	136.84%	45.03%	29.31%	50.47%	38.34%	36.47%	71.97%	58.34%	45.85%	71.35%	53.98%	69.08%
2022-12-25	47.74%	30.33%	54.94%	64.25%	33.81%	122.58%	38.62%	31.28%	46.26%	44.77%	32.55%	64.77%	51.03%	47.21%	62.07%	59.82%	61.00%
2022-12-24	41.92%	35.68%	52.81%	59.90%	37.55%	115.74%	35.78%	27.44%	44.42%	49.36%	34.16%	61.57%	51.23%	56.13%	62.64%	67.44%	62.29%
2022-12-23	37.12%	41.76%	51.06%	54.22%	43.10%	101.28%	35.76%	44.41%	39.78%	57.76%	35.93%	59.22%	52.69%	62.58%	57.71%	74.14%	68.09%
2022-12-20	33.46%	48.86%	50.87%	50.39%	53.27%	44.46%	38.24%	52.28%	37.43%	71.59%	41.07%	55.14%	58.88%	71.75%	53.04%	79.16%	81.92%
2022-12-19	19.37%	70.90%	54.75%	42.00%	94.56%	62.64%	58.56%	77.30%	29.03%	94.79%	61.59%	48.95%	105.66%	92.07%	36.67%	92.02%	131.32%
2022-12-16	18.91%	80.19%	62.99%	47.11%	104.56%	65.11%	71.24%	83.65%	29.51%	95.81%	68.27%	50.92%	117.81%	83.27%	33.00%	92.58%	149.72%
2022-12-15	19.74%	87.32%	72.30%	55.24%	116.62%	70.89%	85.97%	90.26%	31.67%	99.01%	75.12%	54.60%	129.13%	88.72%	33.37%	95.36%	169.17%
2022-12-14	21.07%	94.73%	81.41%	63.56%	122.54%	79.79%	99.27%	94.28%	34.70%	104.28%	80.85%	63.33%	128.89%	94.42%	33.05%	97.25%	182.38%
2022-12-13	26.02%	100.39%	80.23%	74.76%	131.01%	87.32%	111.64%	99.46%	39.97%	107.94%	85.97%	74.12%	118.05%	102.23%	35.15%	95.50%	196.78%
2022-12-12	36.26%	105.02%	99.63%	95.87%	128.31%	147.75%	125.17%	97.94%	44.19%	116.94%	89.92%	90.25%	138.95%	118.34%	38.20%	105.82%	212.49%
2022-12-09	38.51%	102.73%	96.01%	92.97%	117.65%	155.57%	117.01%	95.17%	43.13%	108.07%	85.44%	90.02%	109.77%	95.04%	40.24%	95.98%	190.13%
2022-12-08	39.66%	103.07%	95.67%	93.50%	116.77%	161.49%	116.39%	95.53%	40.94%	108.20%	77.80%	91.53%	109.11%	93.66%	43.66%	95.50%	157.83%
2022-12-07	34.48%	103.65%	90.69%	93.79%	115.67%	161.49%	118.48%	94.46%	38.78%	106.58%	75.08%	91.53%	107.32%	90.58%	45.49%	95.55%	149.40%
2022-12-06	34.30%	101.13%	84.90%	88.28%	112.64%	162.88%	119.44%	90.62%	32.06%	106.41%	72.68%	82.15%	106.22%	92.19%	43.07%	95.19%	149.50%
2022-12-05	26.02%	94.48%	66.09%	89.36%	118.47%	65.00%	112.63%	93.93%	0.93%	105.32%	70.95%	64.47%	118.74%	90.00%	4.87%	90.10%	181.31%
2022-12-02	26.51%	98.03%	79.02%	77.23%	108.47%	58.38%	102.49%	88.38%	0.39%	95.07%	69.00%	64.08%	94.35%	4.35%	93.93%	170.40%	
2022-12-01	23.66%	97.88%	36.52%	77.67%	104.62%	45.83%	97.81%	88.74%	0.32%	92.11%	70.76%	64.35%	94.89%	74.35%	1.52%	95.26%	170.05%
2022-11-30	22.46%	96.03%	34.26%	72.51%	96.57%	24.17%	89.24%	84.44%	0.32%	84.22%	72.66%	65.32%	91.42%	77.70%	1.47%	93.05%	165.11%
2022-11-29	20.92%	100.64%	30.98%	67.32%	96.32%	17.88%	97.10%	90.44%	0.32%	95.70%	74.79%	61.40%	95.83%	1.52%	96.40%	166.26%	
2022-11-28	16.66%	110.53%	50.17%	64.59%	99.56%	28.71%	19.18%	105.18%	0.39%	107.53%	87.25%	68.98%	128.93%	100.00%	2.15%	104.32%	184.42%
2022-11-25	21.29%	106.43%	49.64%	63.89%	97.69%	44.85%	69.67%	95.53%	0.39%	100.15%	89.02%	67.88%	104.71%	80.79%	2.62%	94.54%	176.31%
2022-11-24	28.98%	103.11%	51.24%	71.92%	98.52%	64.48%	87.88%	101.16%	0.48%	101.59%	93.77%	69.93%	105.86%	91.78%	2.97%	99.07%	182.38%
2022-11-23	37.34%	105.37%	51.61%	77.39%	100.79%	95.83%	88.51%	97.23%	0.58%	103.32%	96.28%	79.25%	107.93%	83.64%	3.25%	99.60%	183.51%
2022-11-22	49.10%	108.24%	55.53%	80.36%	125.73%	112.06%	60.26%	102.32%	0.77%	105.25%	99.89%	79.54%	117.42%	96.03%	5.14%	103.50%	187.13%
2022-11-21	82.86%	112.65%	74.84%	86.12%	141.84%	205.88%	136.40%	118.40%	1.45%	118.89%	105.07%	97.72%	138.22%	112.39%	57.61%	112.90%	211.29%
2022-11-18	83.73%	103.95%	70.72%	82.66%	124.85%	208.95%	110.84%	98.21%	1.45%	107.37%	96.16%	91.41%	111.16%	90.46%	55.77%	103.45%	187.51%
2022-11-17	86.42%	108.01%	63.19%	94.40%	131.89%	208.75%	115.88%	104.65%	1.77%	108.29%	95.20%	87.07%	107.47%	90.58%	57.03%	102.62%	186.68%
2022-11-16	86.81%	109.23%	61.24%	94.41%	131.56%	209.12%	119.41%	106.26%	1.96%	107.41%	99.34%	95.56%	109.30%	88.60%	51.78%	102.04%	184.29%
2022-11-15	88.46%	106.71%	57.33%	93.87%	127.93%	196.08%	0.00%	102.14%	2.25%	106.41%	94.71%	93.53%	106.67%	90.33%	40.50%	100.13%	175.80%
2022-11-14	85.39%	107.90%	47.93%	99.44%	144.47%	184.88%	128.88%	112.87%	15.13%	114.25%	106.97%	101.29%	138.29%	102.85%	5.77%	117.95%	181.28%
2022-11-11	86.72%	107.44%	51.76%	94.33%	128.15%	181.87%	111.61%	105.54%	27.23%	105.87%	98.50%	95.21%	105.97%	94.80%	9.98%	105.82%	189.54%
2022-11-10	89.40%	107.13%	64.20%	96.08%	127.60%	182.37%	111.61%	102.95%	47.09%	106.22%	97.25%	95.95%	106.75%	92.94%	5.61%	108.78%	173.84%
2022-11-09	81.53%	107.88%	69.00%	88.52%	124.02%	173.81%	105.25%	104.02%	62.31%	104.41%	97.56%	97.68%	106.38%	92.16%	3.41%	105.46%	170.21%
2022-11-08	84.76%	105.32%	70.73%	89.95%	121.22%	164.82%	105.51%	103.31%	73.83%	103.76%	98.45%	98.33%	104.44%	84.14%	4.93%	104.09%	164.11%
2022-11-07	103.26%	105.92%	99.28%	107.07%	118.58%	107.28%	101.10%	111.17%	89.44%	109.15%	110.97%	112.35%	128.06%	117.72%	67.26%	115.57%	133.47%
2022-11-04	99.07%	98.82%	94.19%	88.11%	102.91%	100.77%	93.75%	101.34%	89.57%	98.34%	96.73%	102.66%	100.30%	83.27%	73.14%	100.72%	124.74%
2022-11-03	99.58%	96.87%	96.63%	99.49%	102.36%	97.34%	97.40%	101.34%	95.78%	97.69%	98.23%	100.00%	99.55%	97.88%	82.44%	103.40%	118.64%
2022-11-02	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
2022-11-01	99.88%	90.84%	127.47%	86.35%	114.04%	178.20%	92.86%	94.63%	86.55%	85.31%	96.89%	88.81%	110.91%	108.38%	128.20%	99.03%	160.26%

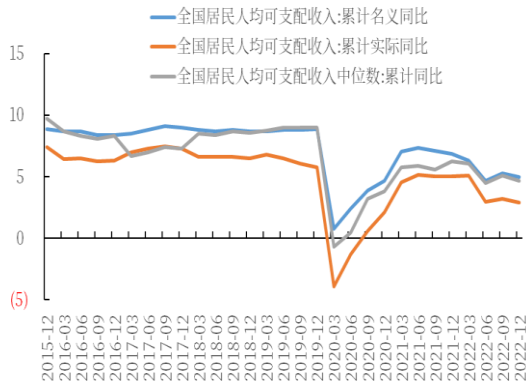
资料来源：wind，中航证券研究所

图10 拥堵指数快速恢复



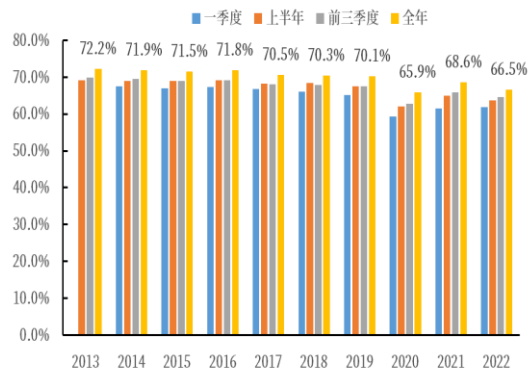
资料来源：wind，中航证券研究所

图11 居民人均可支配收入同比走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所（2021年为两年复合增速）

图12 居民消费倾向



资料来源：wind，中航证券研究所（注：居民消费倾向=全国居民人均消费支出/全国居民人均可支配收入）

三、房地产投资仍是固投主要拖累项，但下滑幅度缩窄

2022 年 12 月，固投同比+3.1%，较 11 月+2.5PCTS，其中，制造业投资同比+7.4%（较 11 月+1.2PCTS），基建投资同比+10.4%（较 11 月-3.6PCTS），房地产投资同比-12.7%（较 11 月+7.2PCTS）。制造业投资增速上行、基建投资增速下降但仍维持高位，二者投资增速均明显高于固投同比增速，房地产投资增速仍然为负，依然是固投的主要拖累项，但下滑幅度较 11 月缩窄。12 月固投增速低于 1-11 月固投累计增速，带动 2022 年全年固投累计增速录得+5.1%，较 2022 年 1-11 月-0.2PCTS。

(1) 制造业投资增速上行

2022 年 12 月，制造业投资增速+7.4%，较 11 月+1.2PCTS，带动 12 月固投总体增速+3.7PCTS。受 12 月当月同比增速较 1-11 月累计同比增速下行影响，2022 年全年制造业投资增速+9.1%，较 2022 年 1-11 月-0.2PCTS。

2022 年 12 月官方制造业 PMI 录得 47.0%，较上月-1.0PCTS，连续第三个月位于荣枯线之下。2022 年 12 月，虽然 2022 年 12 月制造业景气度因疫情政策实质性调整而受到压制，但疫情政策实质性调整后，我国经济企稳向上的预期进一步明确，同时，设备更新融资支持政策等多项稳增长政策相继出台，制造业企业投资意愿有所增强。从融资角度，2022 年 12 月，企业贷款中长期贷款同比多增 8700 亿，多增幅度不仅是年内最高，而且也明显好于近三年同月均值的 4290 亿。企业中长期贷款的显著改善，除来自房地产企业外，制造业企业亦有较大贡献。

分行业看，已公布投资增速的子行业中，有色金属冶炼加工、电器机械及器材制造业、通用设备制造业以及汽车制造业 2022 年全年投资增速较 1-11 月上行，其余行业 2022 年全年投资增速较 2022 年 1-11 月下行或持平。2022 年，高技术制造业投资累计同比增速达到+22.0%，较 1-11 月略下行，但仍然明显高于制造业投资总体累计增速。

(2) “三支箭”起效，房地产投资同比下滑幅度缩窄

2022 年 12 月房地产投资增速-12.7%，较 11 月+7.2PCTS，连续两个月降幅扩大后降幅缩窄，带动 2022 年 12 月固投同比下行 2.6PCTS。2022 年 12 月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-13.6%、-12.4%和-13.2%，降幅均较 11 月缩窄。2022 年 12 月，本年土地成交价款同比-51.5%，较 11 月降幅扩大 0.9PCTS。

房屋销售方面，2022 年 12 月商品房销售额和销售面积同比分别为-27.5%和-31.7%，降幅分别较 11 月缩窄 4.2PCTS 和 1.1PCTS，均为降幅连续两个月扩大后缩窄。房地产施工方面，2022 年 12 月房屋施工面积同比-49.1%（较 11 月+2.8PCTS），其中新开工面积同比-45.0%（较 11 月+5.4PCTS）、竣工面积同比-6.6%（较 11 月+13.9PCTS）。土地购置方面，2022 年 12 月本年土地购置面积同比-51.2%（较 11 月+7.7PCTS）。房地产开发资金方面，2022 年 12 月房企开发到位资金同比-28.7%（较



11月+6.7PCTS)，其中国内贷款同比-5.5%（较11月+25.0PCTS）、自筹资金-34.8%（较11月+4.0PCTS）、定金及预收款同比-31.0%（较11月-0.5PCTS）、个人按揭贷款-29.4%（较11月+12.4PCTS）。

2022年12月地产相关数据中，改善相对明显的是房屋施工面积中的竣工面积同比、房企开发资金中的国内贷款同比，二者降幅均较11月大幅收窄，反映了金融16条、尤其是金融16条中保交楼专项贷款政策推出后，房企融资改善后加快施工的趋势。2022年12月，居民购房和房企买地改善相对有限，反映居民和房企的信心仍然有待进一步恢复。2022年12月商品房销售额和销售面积同比降幅仍为30%左右，降幅仅较2022年11月略缩窄，土地购置面积降幅虽较11月缩窄，但仍达50%左右。

2022年房地产行业持续筑底，房地产开发投资完成额当月同比从3月开始持续为负，居民购房意愿的走低（需求端）和房企融资环境（融资端）的恶化是房企扩张意愿下降的两个直接原因。

2022年年末，房地产支持政策密集出台，稳定房地产融资已形成了信贷、债券、股权融资的“三箭齐发”态势，楼市供给端的风险和抑制因素已经明显缓解。但另一方面，虽然“三支箭”之下，房企融资环境明显改善，房地产价值链的最终价值出口仍然是居民加杠杆购房。房地产投资回升通常需要先看到商品房销售的回升，而目前商品房销售增速尚未见明显起色。总体来看，在利好政策不断积累下，后续地产销售环比改善概率较高，结合2022年的低基数，2023年地产销售和地产投资同比增速有望较2022年提升，只是提升幅度仍存在着较大不确定性。

回归分析显示，房地产开发投资增速每增加1PCTS，对应房地产业GDP增速抬升0.28PCTS左右。因此，若2023年GDP增速目标设为+4.5%，中性贡献下，房地产业GDP亦实现+4.5%的增速，对应2023年房地产开发投资年增速要达到+8.0%，如果GDP增速要达到+5%，对应房地产投资增速要达到+9.8%。我们预计2023年房地产开发投资增速有望回升至+5%左右，对GDP增速的影响主要体现为拖累效应明显降低。

（3）基建投资维持相对高增速，2023年将依然“靠前发力”

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_51467

